

2 月份大宗月报

疫情带来短期冲击，中期无需过度担忧

■ 核心观点

第一，2020 年春节期间，名为“2019-nCoV”的新型冠状病毒吸引了全球的极大关注，疫情对湖北—中国—亚太—全球短期冲击由强变弱，短期将分别从终端需求、交运渠道、引致需求三方面给国民经济带来冲击。乐观情形下，疫情在 2-3 月出现向下拐点，国民经济会在 3 月迎来恢复，大宗商品市场受到的冲击将主要集中在短期，2 月下半月-3 月将迎来修复。

第二，2 月应降低对大宗品类的配置，并以避险资产配置为主。2 月份大宗商品配置价值依次为：贵金属>农产品>工业金属>能源（动力煤）>能源（原油）。

第三，2 月细分品类的配置价值依次为：黄金>其他贵金属>粮食农作物>黑色金属>动力煤>有色金属>经济农作物>偏下游化工>黑色金属上游>偏上游化工>原油、天然气。

第四，一旦疫情拐点来临，市场将迎来修复，疫情带来的冲击也将消退，中期无需过度担忧。

本月市场研判

■ 疫情提振避险情绪，大宗商品整体承压

2020 年春节期间，名为“2019-nCoV”的新型冠状病毒吸引了全球的极大关注，截至 2 月 1 日，全球确诊感染新型冠状病毒的人数超 12000 人，其中国内确诊人数达 11890 人，疑似病例接近 18000 人，占全球比重大。国内为应对该病毒蔓延，不仅延长了春节假期至 2 月 2 日，多地还延迟复工至 2 月 9 日；湖北省由于疫情较严重，春节假期延至 2 月 13 日。当前疫情已蔓延至海外，世界卫生组织（WHO）宣布新型冠状肺炎构成“国际公共卫生紧急事件”（PHEIC），同时高度肯定中方的疫情防控工作，认为没有必要采取限制国际人员流动和国际贸易的措施，并将于 3 个月后再次进行评估。海外多国在捐赠物资、组织医疗技术团队提供支持的同时，也开始针对中国公民采取入境审查、限制签证等入境管制举措。

疫情对湖北—中国—亚太—全球短期冲击由强变弱。社会的终端需求与交通受疫情的冲击最大，大宗商品的需求整体也将受到显著冲击，其中能源、金属、经济农作物的需求端受冲击较大，而粮食农作物的需求相对稳定，贵金属的避险需求则会在短期提振。而各地封路造成的交运效率下滑将增加中间运输渠道的成本，特别是农村的封路可能会导致经济农作物的供需出现失衡。

疫情当前仍处于上升期，未来演化节奏存在较大不确定性。目前存在多种可能情形，比较乐观的情形是疫情在 2-3 月逐渐式微并出现向下的拐点，国民经济也会在 3 月迎来恢复，大宗商品市场受到的冲击将主要集中在短期，2 月下半月-3 月将迎来修复，这也是目前在全国严控人口流动的背景下最大概率出现的情形；比较悲观的情形则是疫情持续蔓延至 5-6 月才迎来拐点，国民经济在上半年均会受到影响，大宗商品市场受到的冲击将延至二季度，这种情形出现的可能性较低，但在病毒存在变异可能的假设下也有一定的概率出现。整体来看，疫情带来的冲击大概率仅局限于短期，中期无需过度悲观。

就2月份来看,大宗商品市场的影响因素中疫情将扮演主要角色,疫情蔓延的程度与演化节奏将是核心变量,但由于不可控性较强,且会导致市场情绪短期波动加大,大宗商品市场在2月将迎来波动加剧的格局。另外,考虑到美英央行在1月底按兵不动的货币政策以及英国脱欧过渡期内英欧谈判的不确定性与紧迫程度,大宗市场的剧烈波动在疫情拐点来临之前恐难以消退。2020年1月,疫情的影响已在一定程度上体现,但是由于国内金融市场在春节假期前的1月23日已闭市,所以国内市场当前对疫情的反映并不及国际市场充分,在2月3日开盘后,国内市场将迅速与国际市场对接,在疫情仍在上升期的背景下,短期避险情绪仍将占优。若乐观情形出现,疫情在2月将迎来向下拐点,市场避险情绪充分释放甚至过度释放,市场将迎来修复行情。具体到各品类看,我们对2月大宗市场的配置观点为:贵金属>农产品>工业金属>能源(动力煤)>能源(原油)。

回顾2020年1月,大宗商品整体小幅上行,受春节期间闭市影响,国际定价的品类较国内定价的品类反映疫情的冲击更充分,原油、铁矿石、铜、大豆价格均大幅下跌,而黄金、小麦、玉米价格则有所上行,动力煤、螺纹钢等国内定价品种小幅上涨,对疫情的反映不足。其中:WTI跌幅最深,涨跌幅达-14.61%,布油跌幅第二,涨跌幅达-13.69%;铁矿石跌幅第三,涨跌幅为-7.88%;铜跌幅第四,涨跌幅为-7.16%;大豆跌幅也较深,涨跌幅为-5.36%;上述品类对疫情的反映相对比较充分。黄金以4.02%的涨幅位居第一,小麦价格上涨3.35%,玉米价格上涨2.82%,这些品类对疫情的反映也比较充分。动力煤价格上涨1.82%,螺纹钢价格上涨0.03%,这两大品类主要是国内定价,受春节假期闭市影响,对疫情反映相对不足,2月3日开市后将迎来补跌;而国内市场中的原油、化工、有色、黑色上游、贵金属、农产品则会在开市后与国际市场迅速对接。但是在补跌与对接后,国际国内市场将走势趋同,更多受疫情演化及其对各品类的冲击影响。

疫情对大宗商品的冲击主要有三个方面:第一,冲击终端需求,居民商品与服务消费受到直接冲击,社零增速恐大幅下行,房地产、汽车等大项消费也会滞后;第二,冲击交运渠道,跨省、跨市、农村—城市之间的运输效率降低,运输成本上行,导致工业大宗品与粮食农作物运输成本上行,而经济农作物由于交通管制等原因导致农村与城市间的运输渠道不畅,可能导致供需失衡,产地出售价量双降,销地购买价格上涨;第三,冲击固定投资与工业生产,从而冲击引致需求,假期延长与各地延迟开工导致复工推迟,基建、房地产、除与疫情防控相关的医疗卫生产业之外的大多制造业的投资与工业生产均会受到影响,这将冲击能源、工业金属、经济农作物等引致需求。若乐观情况出现,终端需求与交运渠道在短期冲击后将迅速修复,引致需求受冲击较小;若悲观情况出现,三方面均会受到一定程度的冲击。

在各类大宗商品中,国内需求占比较大且供应主要依赖海外的油气、铁矿石、有色、经济农作物等品类,需求端受疫情冲击显著,价格恐大幅下行;供求均集中于国内的动力煤、黑色金属等品类供需均受疫情冲击,供需双弱局面下价格将弱势震荡;需求稳定且受疫情影响不大的粮食农作物等品类运输成本可能上行,但在严控生活必需品价格上涨的环境下,粮食作物等品类价格将维持震荡或小幅上行;需求受疫情提振的避险属性强的黄金等贵金属品类,可能迎来阶段性上涨。

考虑到2月美元指数在避险需求提振下将维持高位震荡,大宗整体受疫情与美元指数高位震荡的双重压制。2月整体上应降低对大宗品类的配置,并以避险资产配置为主;2月份大宗商品配置价值依次为:贵金属>农产品>工业金属>能源(动力煤)>能源(原油)。

具体到细分品类,贵金属中黄金的货币属性较强,直接受避险需求提振,而银、铂、钯等贵金属则受黄金带动,波动率高于黄金,作为短期的避险投资品不及黄金稳健。农产品中粳米、小麦、玉米等粮食作物需求稳定但供应渠道受疫情冲击价格可能上扬;经济农作物方面,疫情冲击终端需求,大豆、棉花、植物油将大幅下行,粕类与白糖价格跌幅相对较小。工业金属中黑色品类供需双弱,价格弱势震荡,但铁矿石、镍等国际供应为主的黑色上游品种恐显著下行,焦炭、焦煤也将有所下行;有色品种需求受冲击大于供给,价格下行空间可能大于黑色。能源整体承压,但动力煤供需两端均受疫情压制,表现弱势但好于油气;原油、天然气供给稳定但需求弱势,价格恐显著下行。化工品中,偏上游的品类受原油价格下行冲击更为明显,价格下跌程度恐大于偏下游的化工品类。综上所述,2月细分品类的配置价值依次为:黄金>其他贵金属>粮食农作物>黑色金属>动力煤>有色金属>经济农作物>偏下游化工>黑色金属上游>偏上游化工>原油、天然气。一旦疫情拐点来临,市场将迎来修复,疫情带来的冲击也将消退。

重大事件跟踪

■ 美联储维持利率不变，鲍威尔发言中性偏鸽

事件描述：北京时间 1 月 30 日凌晨 3 点，美联储宣布维持联邦基金目标利率在 1.50%-1.75% 不变。

点评：①美联储此次议息会议维持利率不变符合市场预期，继 2019 年 7-10 月连续三次降息后，美联储仍未操作。从 FOMC 声明可以发现，此次全员一致同意维持利率不变，显示出联储内部意见趋同。②美联储在声明中将居民支出的判断由“强劲”调整为“温和”，并强调当前货币政策的立场是“回归”2%的通胀目标，较 12 月的“接近”2%的通胀目标更为严格。会议声明公布后，美联储 3 月维持利率在 1.50%-1.75% 区间的概率为 91.1%，降息 25 个基点的概率为 8.9%，加息 25 个基点的概率为 0%；声明中关于居民支出前景判断与“回归 2% 的通胀目标”的表述发生了调整，显示出联储声明中性偏“鸽”。③由于此次票委去掉了埃文斯、乔治、罗森格伦等偏鹰官员，增加了卡什卡利、卡普兰这两位鸽派官员，新增的梅斯特虽被认为是鹰派，但哈克立场中性偏鸽，整体而言 FOMC 在 2020 年轮换后更加偏向鸽派，这将导致美联储在 2020 年的操作更为鸽派，对降息的开放程度也将更高。④鲍威尔发言对经济前景较市场更为看好，尤其是对劳动力市场的信心较强；而对通胀目标的阐述则显示出其货币政策立场中性偏“鸽”。我们预计，美联储在 2020 年将进行降息操作，集中在下半年进行的概率较大。⑤鲍威尔在发布会上表示将回购计划延至 2020 年 4 月，并在二季度储备规模持续保持充足的情况下逐渐退出回购操作，而购买国库券的操作仍将继续。我们预计，随着二季度回购操作逐渐淡出，资产购买规模将逐渐下滑；三季度有望继续下调资产购买规模，进而停止扩表。⑥此次议息会议美联储还技术性上调了超额准备金率（IOER）5bp 至 1.6%，未来还将继续视情况调整超额准备金率（IOER）。由于 IOER 是联邦基金利率的上限，此举有助于联邦基金利率维持在利率走廊以内，利率区间的有效性得以延续。

■ 2019Q4 美国经济增速符合预期，下半年有望重启降息

事件描述：2019 年第四季度美国实际 GDP 年化季环比初值公布，2.1% 的年化季率符合预期，与前值持平。

点评：①2019 年四个季度的年化季率依次为 3.1%、2.0%、2.1% 与 2.1%，显示出美国经济的较强韧性。②2019 年美国整体经济虽然平稳，但结构性分化明显，分化集中在制造业与服务业的景气度、消费与工业生产的双重背离上，这与式微的全球经济以及复杂的经贸局势有着很大关联。③随着中美经贸第一阶段协议的正式签署，美国的出口以及相关生产活动都会迎来较强提振，这将在一定程度上削弱 2019 年美国经济的结构性分化局面，有助于维持劳动力市场的活力以及美国经济韧性的延续。④当前，美国经济的外部环境整体向好，尽管有疫情的不确定性冲击，但预计影响有限，可能因此推迟的中美第二阶段经贸谈判对当前美国经济也不会造成显著冲击。⑤在美联储上半年延续扩表，下半年有望降息的背景下，美国经济在 2020 年可能仍将维持平稳。

■ 英国脱欧进入过渡期，英央行按兵不动

事件描述：1 月 31 日 24:00 英国正式脱离欧盟；1 月 30 日晚间，英国央行宣布货币政策委员会以 7-2 的票数维持基准利率在 0.75% 不变。

点评：①我们认为，在英国脱欧过渡期，英欧经贸谈判的前景将是欧洲市场最为关注的问题，虽然达成高水准的自贸协定利于双方，但是考虑到英国过渡期较短且目前尚未延长，还将受到美国、中国、东盟等多个经济体的经贸谈判邀约，英欧经贸谈判可能难以风平浪静，这将成为欧洲市场新的波动来源。②2020 年将是英国脱欧的阵痛期，英国 GDP 增速恐难达到 1.0% 的水平，但维持弱势回升还是有较大概率实现的。在 2021 年英国与欧盟、美国、中国等主要经贸伙伴达成自由经贸协定后，有可能将迎来经济增速的显著回升。英镑兑美元在短期快速上行后可能迎来阶段性调整，但我们看好英镑兑美元在未来 2-3 年的长期表现。③在英欧经贸谈判即将进行、中美经贸前景仍具不确定性、中东局势仍存升温可能的背景下，欧元区经济显著复苏的概率并不高。④考虑到默克尔即将在 2021 年离任，欧盟在 2020-2021 年可能迎来内部分化加剧的阶段，这将给欧元兑美元带来压制，也决定了美元指数在未来两年下行空间有限。

月度大宗研判

大宗商品	多空判断	未来一月市场展望	走势图
原油	看空	在疫情显著冲击需求的背景下，油价2月将震荡下行。	
供给	偏空	1、OPEC+可能将3月大会提前至2月，具体日期正在商讨中，沙特的减产诉求较强； 2、美国原油库存有所回升。	
需求	偏空	1、疫情冲击全球经济前景； 2、中方各地延长假期、交通管制与返工推迟制约交通、工业需求。	
情绪	偏空	1、此前沙特减产预期已基本Price in； 2、疫情冲击下市场情绪悲观； 3、美国宣布进入公共卫生紧急状态可能冲击全球供应链的预期渐起。	
钢铁	偏空	钢价在需求弱势供给收缩的背景下将弱势震荡；焦煤、焦炭、铁矿石、镍等黑色上游品种将震荡下行。	
宏观	偏空	1、国内经济一季度受疫情冲击增速可能显著下行； 2、疫情冲击下各地返工将延迟制约开工率回升。	
供给	偏多	1、钢企高炉开工率在假期期间会有所下行； 2、疫情冲击下高炉开工率也将受到压制。	
需求	偏空	1、房地产投资下行趋势渐显； 2、基建投资增速回升受到疫情制约； 3、制造业投资累计同比反弹受疫情制约。	
有色	偏空	需求弱势叠加供给偏紧，有色2月表现可能弱势震荡。	
宏观	偏空	1、全球经济回升受疫情制约； 2、脱欧过渡期内英欧经贸谈判前景尚不明朗。	
供给	偏多	全球有色各品种供给整体偏紧。	
需求	偏空	1、疫情影响下，房地产投资下行制约有铜等色需求； 2、全球经济回升短期遇阻将制约有色需求的恢复。	
农产品	偏多	小麦、玉米、粳米等主粮农产品看涨，大豆、棉花、白糖、油粕等经济作物看跌。	
供给	偏多	1、美国西北部暴风雪影响农作物收割； 2、美国、印度、印尼、马来西亚等多种农产品供应偏紧。	
需求	偏空	1、双节备货潮褪去，主粮农产品需求稳定，疫情冲击经济作物需求； 2、库存消费比：小麦、玉米、棉花下行，大豆上行。	
资金	偏多	走势回升：小麦、玉米净多单有所回升，大豆净多单下行。	
黄金	看多	疫情冲击、脱欧过渡期来临、美联储中性偏鸽利好黄金等贵金属表现。	
美元指数	偏多	英国脱欧进入过渡期，欧元、英镑兑美元反弹告一段落，疫情带来的避险需求支撑美元指数。	
避险需求	偏多	1、疫情冲击全球经济提振避险需求； 2、全球贸易格局可能受到疫情冲击，进而提振避险需求。	
流动性	中性	美联储货币政策倾向中性偏鸽，但基本已被市场Price in，对黄金价格影响中性。	

资料来源：wind，平安证券研究所。

大宗走势展望

图表1 主要大宗商品涨跌幅及走势展望

大类	细分品类	价格 (2019.12.31)	年度涨跌幅 (2020 年)	12 月涨跌幅 (2019.12)	1 月涨跌幅 (2020.01)	2020 年 2 月趋势展 望
能源	原油 (布伦特)	67.0 美元/桶	-13.7%	6.0%	-13.7%	↓
	原油 (WTI)	61.1 美元/桶	-14.6%	10.7%	-14.6%	↓
	动力煤	549.5 元/吨	1.8%	-0.5%	1.8%	↓
金属	螺纹钢	3833 元/吨	0.0%	-7.7%	0.0%	↓
	铁矿石	92.0 美元/吨	-7.9%	5.4%	-7.9%	↓
	铜	6156.0 美元/吨	-7.2%	5.2%	-7.2%	↓
	铝	1800.0 美元/吨	-3.1%	0.8%	-3.1%	↓
农产品	小麦	656 美分/蒲式耳	2.9%	5.6%	2.9%	↑
	玉米	426 美分/蒲式耳	2.8%	2.9%	2.8%	↑
	大豆	932 美分/蒲式耳	-5.4%	11.5%	-5.4%	↓
贵金属	黄金	1584.2 美元/盎司	4.0%	4.3%	4.0%	↑

资料来源: WIND, 平安证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7434

