

大宗的春天或已来临

✍️ : 孙付 执业证书编号: S1230514100002 瞿黔超 (联系人)
☎️ : 021-64718888-1308 021-80106023
✉️ : sunfu@stocke.com.cn quqianchao@stocke.com.cn

投资要点

□ 贵金属看美国，基本金属看中国，原油看供给

我们给 2020 年大宗商品排序：基本金属>贵金属>原油。

美国是全球第一大经济体，其经济和市场走势直接影响全球风险偏好。金融指标指向美国经济将继续放缓，大概率将引导美国实际利率往下走，我们预计黄金在 2020 年将会小幅上涨。

中国是大宗商品的主要消费国。稳增长是中国明年政策主线，主要抓手为基建。基建增速回升，叠加房地产仍具韧性，工业企业开启新一轮库存周期，或带动基本金属价格在 2020 年上涨。

2014 年 7 月以来国际油价走势主要受供给端影响。我们判断，2020 年随着全球经济回暖，原油需求或小幅上升，但国际油价的波动大概率还将由供给端所主导。虽然 OPEC+ 组织把减产额度从现在的每日 120 万桶上调至每日 170 万桶，将减产协议延长至 2020 年 3 月底，但是预计以全球最大产油国美国为首的未参加减产协议的国家明年会增产，国际原油市场仍然将面临供应过剩问题，2020 年原油价格可能会继续承压。

□ 重点关注品种

综合产量、库存、需求和价格走势等因素，我们分析了部分大宗商品所处的周期位置，认为以下五种商品价格在 2020 年有一定的上涨空间：**铜、铝、锡、黄金和白银。**

风险提示：美国经济韧性超预期、中美贸易谈判反复

相关报告

《以史为鉴，配置哪些资产？——美国加息周期下资产价格运行规律探析》

《这次不一样？——美国加息末期大类资产价格运行规律研究》

报告撰写人：孙付

数据支持人：瞿黔超

正文目录

1. 2020 年大宗走势或超预期	4
2. 贵金属看美国	5
2.1. 美国经济或继续放缓	5
2.2. 2020 年美元指数或回落	7
2.3. 2020 年黄金或继续上涨	8
3. 基本金属看中国	8
3.1. 中国经济企稳迹象出现	9
3.2. 有色重点关注铜、铝和锡	11
3.3. 黑色取决于逆周期调节力度	11
4. 原油看供给	13
4.1. 2019 年原油市场回顾	13
4.2. 减产执行力度情况	14
4.3. 2020 年原油市场展望	14

图表目录

图 1: 美国、欧元区和中国这三大经济体经济周期不同步	4
图 2: 日元汇率与黄金价格	4
图 3: 欧元汇率与铜价	4
图 4: 金融指标是经济先行指标(0 和 1 分别代表当季和未来一个季度, 以此类推)	6
图 5: 美国信用利差走势	6
图 6: 美国私人部门的基准利率曲线还呈现倒挂状态(阴影部分为美国经济衰退期)	6
图 7: 2020 年美元指数或小幅下行	7
图 8: 2020 年美元指数或走弱	7
图 9: 大宗商品价格一般与美元指数成反比	8
图 10: 黄金价格与美国实际利率成反比	8
图 11: 2018 年部分大宗商品中国产量和消费量全球占比%	9
图 12: PMI 数据回升至荣枯线上, 但产成品依然在去库存	9
图 13: 财新 PMI 一般领先 CRB 金属现货指数	10
图 14: 中国工业企业补库存或使 CRB 金属现货指数有所回升	10
图 15: 克强指数与 CRB 现货金属指数	10
图 16: 部分大宗商品周期图——箭头表示 2 年以来的变化	11
图 17: 螺纹钢与房屋新开工面积	12
图 18: 土地出让决定新开工	12
图 19: 房屋销售决定新开工	12
图 20: 基建投资一般会用来对冲房地产投资下行	12
图 21: 2010 年以来油价变化归因分析	13
图 22: 2019 年 7 月以来油价变化归因分析	13

图 23: 2019 年 OPEC+组织减产执行情况.....	14
图 24: 2019M11 欧佩克原油产量略有下降.....	14
图 25: 美国原油产量在不断创新高.....	14
图 26: 2019 年原油波动与库存相关性较低.....	15
图 27: 全球原油生产、消费和库存.....	15
表 1: 2019M11 部分大宗商品产量、库存和价格走势.....	11

1. 2020 年大宗走势或超预期

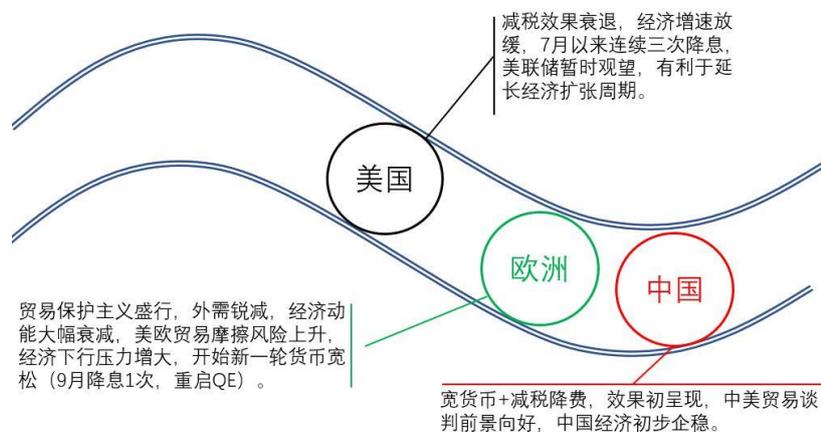
基于贸易摩擦不再升级的假设，综合国内外情况，我们认为 2019 年底国际经济走势与 2015 年底较为相似——美国经济放缓，中国和欧元区可能正处于触底企稳阶段。中国和欧元区同为商品制造和出口的大经济体，中欧经济企稳对于提振全球大宗商品价格将有显著的作用。2020 年或许不会成为 2016 年那样的大宗商品大年，但是大宗商品走势可能会超出市场预期，走出一波行情出来。

“贵金属看美国，基本金属看中国，原油看供给”。美国是全球第一大经济体，其经济和市场走势直接影响全球风险偏好。金融指标指向美国经济将继续放缓，大概率将引导美国实际利率往下走，我们预计黄金在 2020 年将会小幅上涨。中国是大宗商品的主要消费国。**稳增长**是中国明年政策主线，主要抓手为基建。基建增速回升，叠加房地产仍具韧性，工业企业开启新一轮库存周期，或带动基本金属价格在 2020 年上涨。2014 年 7 月以来国际油价走势主要受供给端影响。我们判断，2020 年随着全球经济回暖，原油需求或小幅上升，但国际油价的波动大概率还将由供给端所主导。虽然 OPEC+ 组织把减产额度从现在的每日 120 万桶上调至每日 170 万桶，将减产协议延长至 2020 年 3 月底，但是预计以全球最大产油国美国为首的一些未参加减产协议的国家明年会增产，国际原油市场仍然将面临供应过剩问题，2020 年原油价格可能会继续承压。**我们给 2020 年大宗商品排序：基本金属>贵金属>原油。**

2020 年可能呈现贵金属和基本金属齐涨的异像，这是由美国、欧元区和中国这三大经济体经济周期不同步所造成的。本轮经济周期中国领先美国和欧元区，目前中国经济初露企稳迹象。中国制造业从“去库存”过渡到开启新一轮库存周期，可能会带动基本金属迎来一波反弹。中国经济企稳，对欧元区商品和服务出口形成利好，也将会带动欧元区制造业部门触底反弹，最后形成中欧经济共振。欧元区制造业复苏过程可能呈 U 型，而非 V 型，即磨底时间较长，这决定了欧元兑美元在 2020Q1 可能还将延续疲弱态势。但是我们认为，如果贸易战不再升级，美元避险需求减弱，美国经济继续下行，叠加欧元区企稳，2020 年美元指数走弱概率较高。此外，美国经济仍然处于下行轨道，美债实际收益率就还有下探的空间，从而有利于贵金属上涨。**综合产量、库存、需求和价格走势等因素，我们分析了部分大宗商品所处的周期位置，认为以下五种商品价格在 2020 年有一定的上涨空间：铜、铝、锡、黄金和白银。**

2020 年美元指数走弱可能由欧元和日元走强同时推动（欧元和日元在美元指数篮子构成中占比超过 70%）。一般而言，欧元兑美元汇率与全球风险资产强正相关，因此与铜为代表的基本金属也是强正相关关系；而日元是一种避险资产，美元兑日元汇率与避险资产强负相关，因此与黄金等避险资产强负相关。**我们预测，2020 年欧元和日元同时走强，推动美元指数下行，带动绝大多数大宗商品价格上涨。**

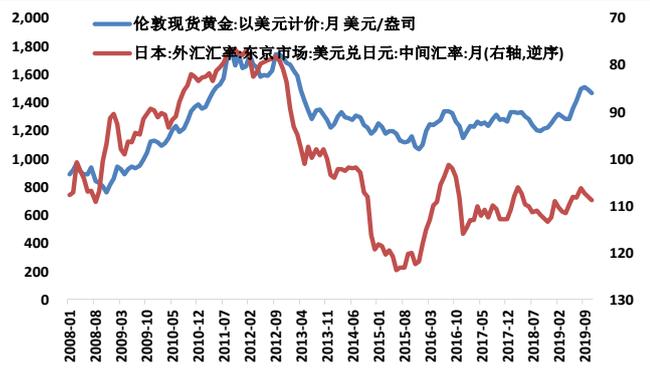
图 1：美国、欧元区和中国这三大经济体经济周期不同步



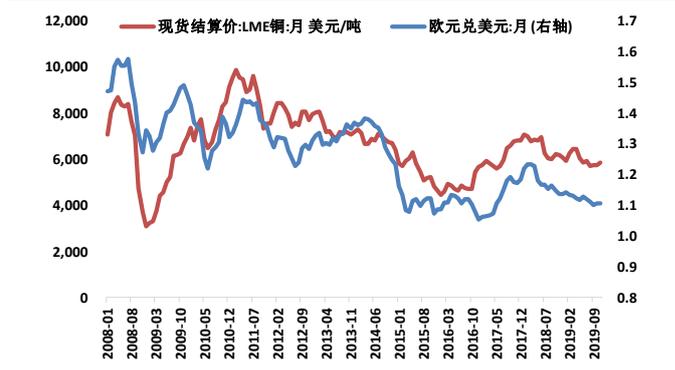
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 2：日元汇率与黄金价格

图 3：欧元汇率与铜价



资料来源：WIND、浙商证券研究所



资料来源：WIND、浙商证券研究所

2. 贵金属看美国

2.1. 美国经济或继续放缓

金融指标是经济先行指标。我们选取了两个信用利差和两个期限利差数据来研究与美国当季/未来经济增速的相关性¹。这两个信用利差数据为美国 Baa 级和 Aaa 级企业债收益率利差、美国 A2/P2 级 1 月期非金融票据利率与美国 1 月期国债收益率利差，分别用 Baa_Aaa 和 A2/P2 指代；而选取的两个期限利差数据为美国 10 年期国债收益率和 3 月期国债收益率利差、美国 10 年期掉期利率和 3 月期 LIBOR 利率利差，用 10Y3M 和 SWAP 指代，用公式表示为：

Baa_Aaa=美国 Baa 级企业债收益率—美国 Aaa 级企业债收益率；

A2/P2=美国 A2/P2 级 1 月期非金融票据利率—美国 1 月期国债收益率；

10Y3M=美国 10 年期国债收益率—美国 3 月期国债收益率；

SWAP=美国 10 年期掉期利率—3 月期 LIBOR 利率。

然后，我们计算信用利差/期限利差（季度均值）与美国当前/未来四个季度年化季环比增速的相关系数，发现：在选取的四个利差数据里面，

1. 信用利差数据和美国当季/未来一个季度的经济增速相关性较高（呈负相关），而期限利差和美国未来 1 年的经济增速相关性较高（呈正相关）；
2. A2/P2 与美国当季/未来一个季度的经济增速相关性最高；
3. SWAP 与美国未来 1 年的经济增速相关性最高。

金融数据指向美国经济会继续下行。截至 2019 年 12 月 11 日，美国 2019Q4A2/P2 利差的季度平均数据较 2019Q3 略有上升，或预示着美国 2019Q4 和 2020Q1²经济增速放缓；而 2019M5-2019M9 国债收益率曲线的持续倒挂，或预示着美国 2020Q2 和 2020Q3 经济继续下行。

值得注意的是，目前虽然美国国债收益率曲线已经基本恢复正常，但是美国 10 年期掉期利率（市场预期 10 年期的 LIBOR 利率）仍然低于 3 月期 LIBOR 利率，也就是说，美国私人部门的基准利率曲线还呈现倒挂状态，而且从我

¹ Erik Norland .2019. "Which Yield Curve Foretells Growth Best?" CME Group 2019.12.3.

<https://www.cmegroup.com/education/featured-reports/which-yield-curve-foretells-growth-the-best.html>

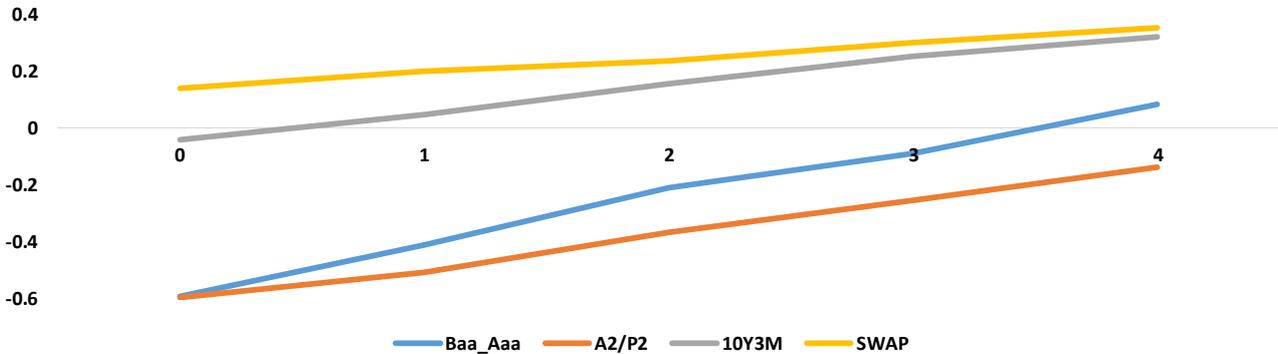
Simon Gilchrist & Egon Zakrajsek, 2012. "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations," American Economic Review, American Economic Association, vol. 102(4), pages 1692-1720, June.

² 波音计划将于 2020 年 1 月开始停止生产波音 737MAX 飞机，预计将会拖累美国 Q1 年化季环比增速 0.5-0.6 个百分点。我们预测美国 Q1 经济增速将会回落至 1.3%。波音 737 MAX 事件于 2019 年 3 月埃塞俄比亚航空 302 号班机空难开始，之后多国停止其商业飞行。由于波音公司 2019 年在继续生产波音 737MAX 飞机，没有对美国整体经济造成特别大的影响。波音 737MAX 停产预计会影响 2020 年美国制造业的复苏，继而拖累美国整体经济。

们计算的结果来看，相较于 10Y3M 利差，SWAP 利差与美国未来 1 年的经济增速的相关性更高，这可能意味着美国 2020 年下行风险仍然较大。

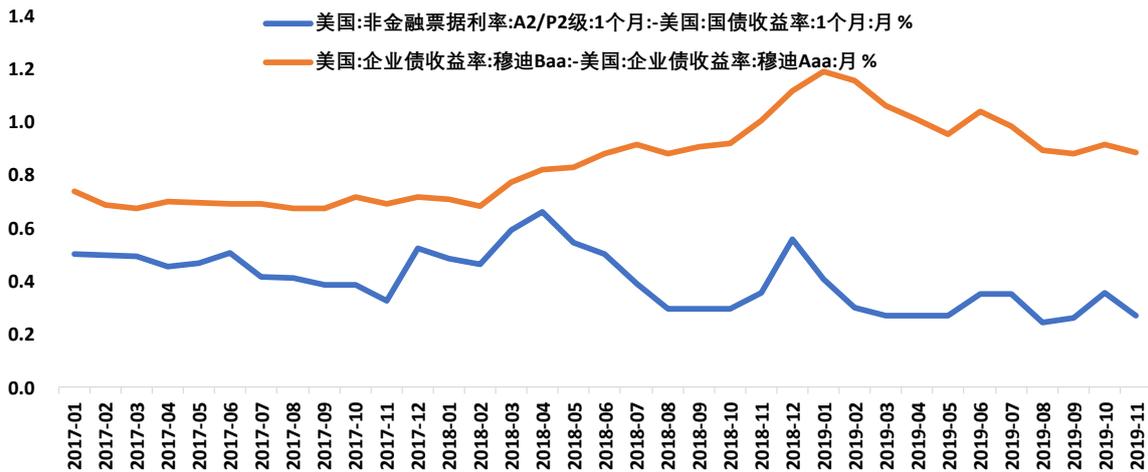
图 4：金融指标是经济先行指标(0 和 1 分别代表当季和未来一个季度，以此类推)

信用利差/期限利差与未来经济增速的相关系数(2001Q1-2019Q3)



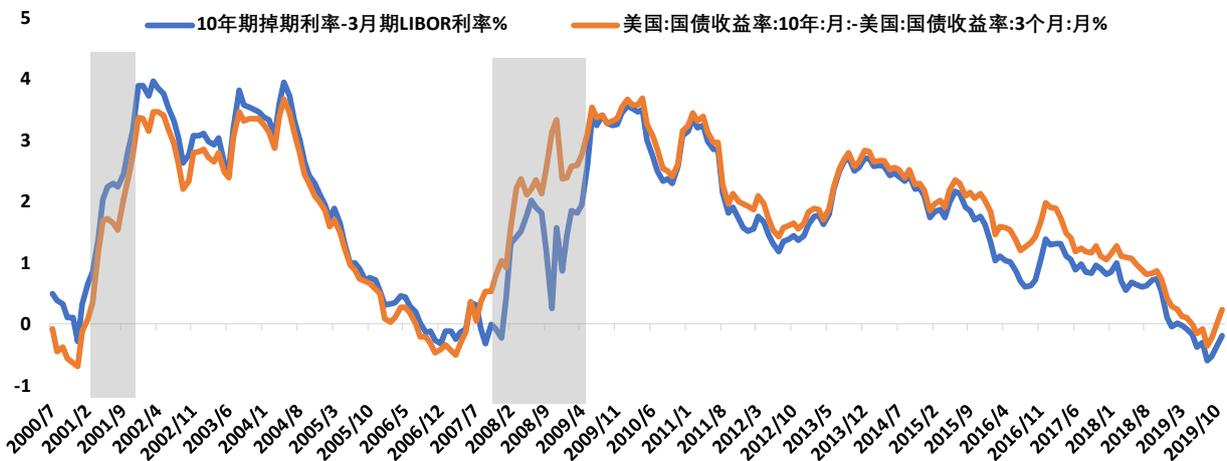
资料来源：WIND、CME、浙商证券研究所

图 5：美国信用利差走势



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 6：美国私人部门的基准利率曲线还呈现倒挂状态 (阴影部分为美国经济衰退期)



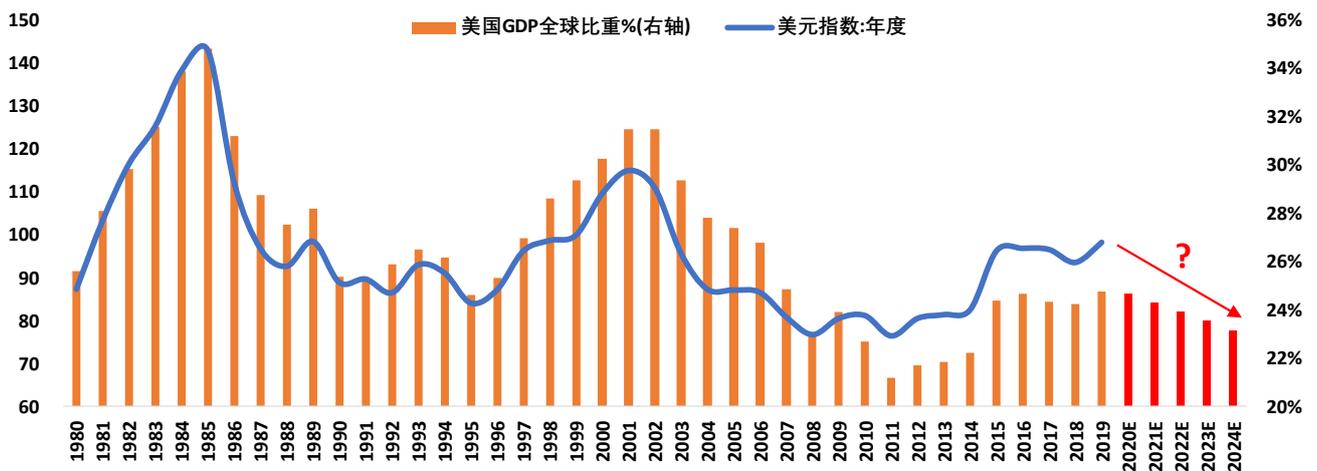
资料来源：WIND、浙商证券研究所

2.2. 2020 年美元指数或回落

美元指数走向与美国经济的相对强弱密切联系，美元指数与美国经济占全球比重呈正相关关系。随着美国经济步入晚周期，2020 年美国经济增长大概率将继续放缓。根据 IMF 世界经济展望的数据推算，美国 GDP 占全球比重将小幅下滑，这可能导致美元指数回落。其次，虽然近来利率平价对于美元指数走势的解释力变弱了，但欧美利差与美元指数的中长期关系还是成立的。2018 年 10 月以来，美国和欧元区利差在不断缩小，而美元指数却持续走强。从中长期看，这两者的背离不具有可持续性，美欧利差缩小大概率将引导美元指数走弱。

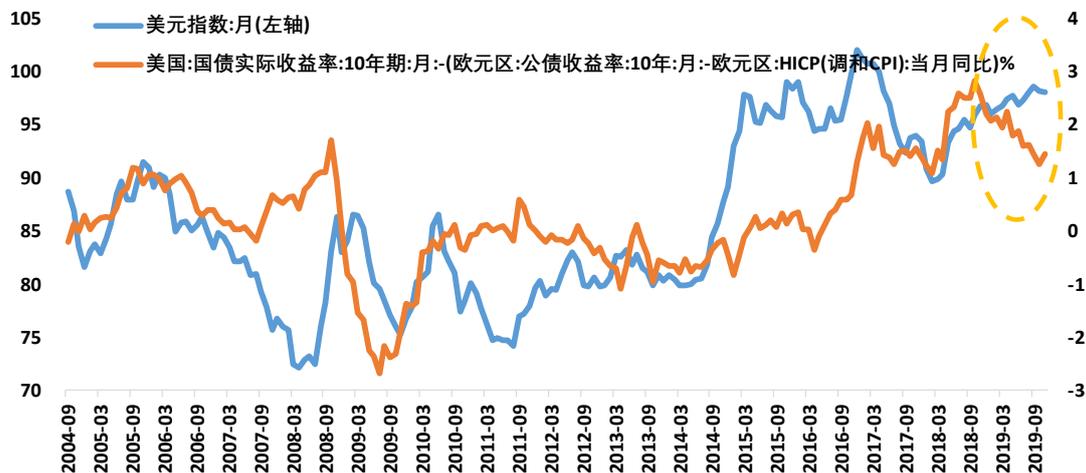
国际市场上黄金、铜等大宗商品一般都是以美元计价，所以与美元指数呈现显著的负相关关系。2020 年美元指数走弱或为绝大多数大宗商品价格走强，创造一个较为友好的环境。

图 7：2020 年美元指数或小幅下行



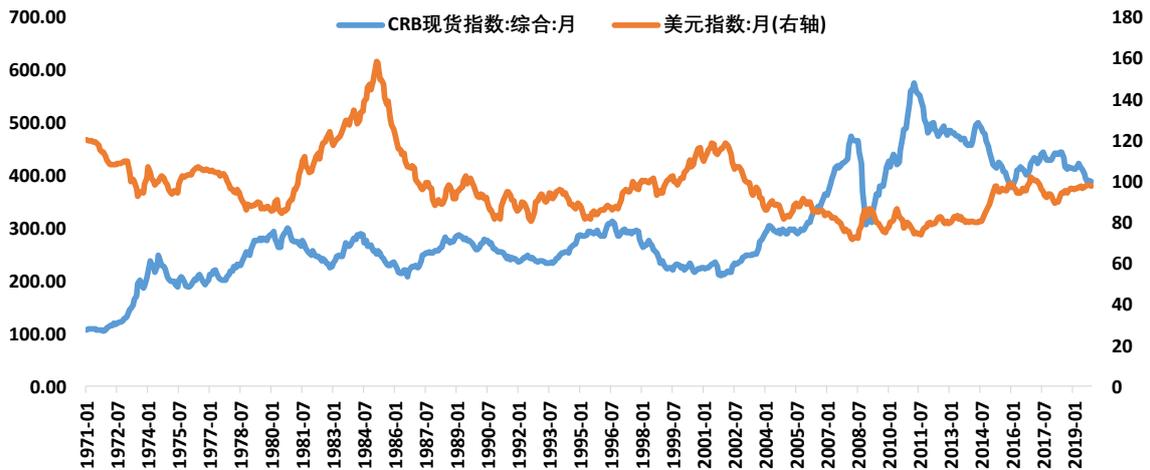
资料来源：IMF、WIND、浙商证券研究所

图 8：2020 年美元指数或走弱



资料来源：IMF、WIND、浙商证券研究所

图 9：大宗商品价格一般与美元指数成反比



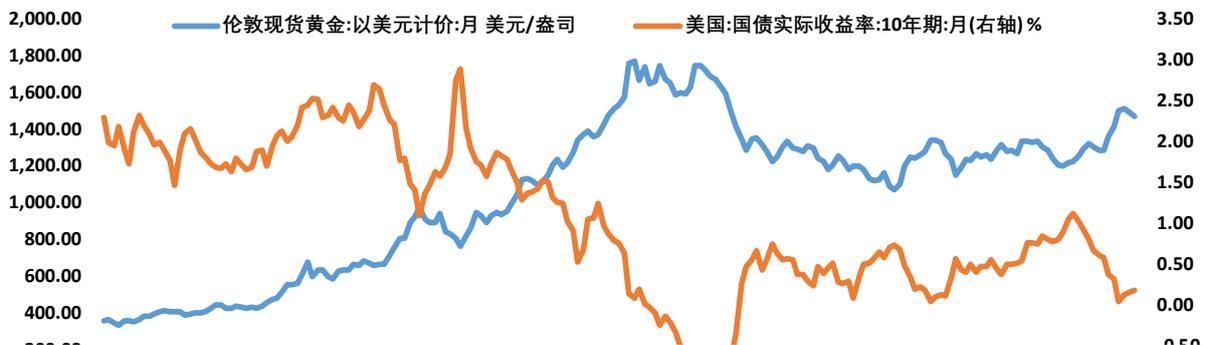
资料来源：WIND、浙商证券研究所

2.3. 2020 年黄金或继续上涨

2019 年由于贸易摩擦升级避险需求上升、主要央行实施宽松货币政策以及黄金 ETF 爆发等因素相互交织在一起，黄金迎来了自 2011 年以来最快的涨势。近三个月以来美国劳动力市场展现出超预期的韧性，缓解了市场对于美国经济衰退的担忧，叠加中美紧张贸易关系出现缓和，避险需求降低，2019 年 9 月-12 月中旬黄金表现相对萎靡。

假设中美贸易摩擦不再升级，2020 年黄金走势将主要回归美国经济基本面。我们认为，2020 年美国将延续扩张态势，预计经济增速为 1.7%，但是会低于 2% 的潜在经济增速。美国经济继续放缓，将引导实际利率继续往下走，从而对黄金价格上涨形成利好。在这种情形下，金价涨幅将主要取决于美国经济下行的速度。我们的基本假设是美国经济继续下行，叠加欧元区经济有所复苏，美元指数走弱，支撑 2020 年黄金价格继续上涨。

图 10：黄金价格与美国实际利率成反比



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_8023

