

8月份大宗月报

降息落地关税升级，金价仍将震荡上行

■ 核心观点

第一，7月大宗商品虽然整体跌幅小于5-6月，但是在部分品类上跌幅却大于前两个月。与6月相比，7月份小麦、玉米、大豆、布伦特原油、动力煤与铜价均由涨转跌，WTI、铁矿石与黄金价格涨幅收窄；螺纹钢价格跌幅加深。

第二，8月大宗商品投资整体可转向中性。其中黄金将是8月大宗的首选，国际农产品表现将弱于国内农产品，动力煤在8月可能会迎来较好投资机会，原油价格大概率会以区间震荡为主，而黑色与有色金属则会震荡走弱。8月份大宗商品配置价值依次为：贵金属>农产品（国内）>能源>农产品（国际）>金属。

第三，考虑到全球经济仍存下行压力，贸易局势也有蔓延升级趋势，原油需求在中长期恐仍将维持弱势；OPEC可能进一步延长减产协议，俄罗斯石油产量也徘徊在近年低位，原油短期供给端仍将偏紧。在供给偏紧、需求弱势的背景下，油价8月可能区间震荡。

第四，当前，美元指数已升至98以上，在美国经济下行趋势仍存，美联储鸽派态度逐渐清晰化的情况下，美元指数将有所下行，但在美强欧弱的大背景下回落幅度也不会太大，小幅回落是大概率事件。在上述背景下，金价在8月可能继续维持震荡上行走势。

本月市场研判

■ 美联储降息前后大宗波动剧烈，8月黄金表现或持续向好

年初以来除铜、大豆、小麦之外的其他主要品类均有所上涨。前七个月，铁矿石价格大涨62.8%夺魁，表现持续强势；原油（WTI）与原油（布伦特）分别以29.2%与27.2%的涨幅位居二三位；玉米价格上涨14.4%；黄金价格上行11.6%；动力煤价格上行4.2%；螺纹钢上行1.4%；小麦价格下跌4.2%，大豆价格下行2.8%；铜年初以来收跌1.5%。分月度看，大宗商品市场7月整体下行，但略好于5-6月，整体跌幅明显收窄。分品类看，7月表现最好的是黄金、铁矿石与WTI原油，其中黄金价格以1.32%的涨幅居首；而农产品、布伦特原油、动力煤、螺纹钢与铜的价格则收跌，其中小麦价格以-11.9%的涨幅表现最弱，玉米价格月涨幅也达到-10.0%。7月大宗商品虽然整体跌幅小于5-6月，但是在部分品类上跌幅却大于前两个月。与6月相比，7月份小麦、玉米、大豆、布伦特原油、动力煤与铜价均由涨转跌，WTI、铁矿石与黄金价格涨幅收窄；螺纹钢价格跌幅加深。对于7月大宗的表现偏弱且部分品类表现变差，我们认为可以通过跟踪以下四个因素的变化来解释：

1、**全球经济7月继续下行，带动大宗整体下跌。**年初以来全球经济在7月继续下行。美国Markit制造业PMI继续下行至50.4，接近50的荣枯线水平。7月ISM制造业PMI降至51.2，7月Markit服务业PMI回升至52.2，6月ISM非制造业PMI跌至55.1。欧元区7月制造业PMI继续下行至46.5，创造年内新低；服务业PMI下行至53.3；综合PMI下行至51.5。日本7月制造业PMI略微回升至49.4，但仍接近年内48.9的低位。全球经济景气度在7月整体下行显示出全球经济下行压力仍存，致使大宗月度的整体表现继续负面。

2、**全球贸易摩擦迎来波折**。7月，中美贸易局势在大阪 G20 后迎来阶段性缓和，月底中美第十二轮谈判在上海举行，但谈判之后，美方再次升级贸易制裁，声称将从 9 月 1 日对中国 3000 亿美元输美商品加征 10% 关税。若此举落地，美国对华贸易制裁将覆盖所有自华进口商品。除了中美贸易局势经历较大波折外，韩日之间也爆发了严重的贸易摩擦。日本继加强对韩国半导体材料出口管制之后决定将韩国移出“白名单”。这是近年来全球首次在非美的主要经济体之间发生的贸易摩擦。全球贸易摩擦蔓延升级趋势明显。加上美日、美欧的贸易谈判前景也存在不确定性，市场对全球贸易局势的担忧急剧加深，大宗商品市场的风险偏好也受到冲击。**全球贸易局势紧张带来的担忧情绪加深是大宗整体下跌的另一大原因。**

3、**美联储时隔十二年重启降息，但鲍威尔鸽派不及预期**。在市场对美联储降息预期加强的背景下，美联储议息会议虽然如期降息 25 个基点，时隔十二年重启降息，但是鲍威尔会后新闻发布会上的讲话释放了未来不一定持续降息的信息，且态度首鼠两端。这导致大宗商品在议息会议前整体向好，但议息会议后大幅下行，各品类波动均较为剧烈，也带来了部分品类之间的分化。

4、**美元指数仍在高位震荡，金价继续震荡上行**。美联储议息会议前后的反差导致美元指数经历了会前下行但会后回升的高位震荡走势。在该背景下，大宗商品波动也有所加剧。但是黄金价格走势在贸易局势蔓延升级的刺激下并未在美联储议息会议后美元指数回升的背景下大幅下行，而是在短期下行后迅速回升，并屡创新高。

展望后市，全球经济下行、贸易摩擦蔓延仍将给市场带来压制，上述两个因素短期扭转的概率仍然较低。美联储在经济下行压力渐增以及独立性受损的背景下所表现的降息倾向可能有所加强，美元指数在 8-9 月则会有小幅回落的可能。另外，铁矿石价格在需求回落、供给回升的背景下将高位回落。在该背景下，大宗商品价格在 8 月的整体走势可能边际好转，美元指数的高位回落可能导致金价进一步震荡上行，铁矿石价格有望在供需转松格局中高位回落。整体看，8 月大宗商品投资整体可转向中性。其中：受全球经济下行、贸易摩擦蔓延升级与美元指数回落三重利好的黄金将是 8 月大宗的首选；受中美贸易摩擦升级冲击的国际农产品价格可能下行，但国内农产品价格将获提振；受气温上升与用电需求回升利好的动力煤在 8 月可能也会迎来较好的投资机会，原油价格在多空交织下大概率会以区间震荡为主，而黑色与有色金属则会在全球经济持续下行、贸易摩擦蔓延升级的双重冲击下震荡走弱。

■ 月度配置观点：贵金属>农产品（国内）>能源>农产品（国际）>金属

大宗商品市场 7 月在全球经济下行的冲击下表现偏弱。展望 8 月，在全球经济形势持续下行、贸易摩擦蔓延升级、美联储有望转鸽的多空交织的背景下，大宗整体将以区间震荡为主，但各品种商品之间可能会有所分化。在各类大宗商品中，原油在需求震荡走弱、供给边际收紧的背景下将以区间震荡为主；动力煤价格在供给趋稳且用电需求高企的背景下将有所上行。玉米、小麦与大豆等农产品价格在中美贸易摩擦升级的背景下国内外价格可能走势分化，其中国际价格表现恐显著弱于国内市场。有色金属、黑色金属及焦煤、焦炭与铁矿石等钢铁上游原材料价格在需求走弱的背景下大概率震荡下行。黄金价格在全球经济下行叠加贸易摩擦蔓延升级带来避险情绪上升、美元指数可能高位回落的背景下将继续震荡上行。整体上看，8 月份大宗商品配置价值依次为：贵金属>农产品（国内）>能源>农产品（国际）>金属。

1、**美元指数有望回落，大宗价格边际有望好转**。全球经济在 7 月继续下行，考虑到美国、日本等发达经济体经济景气度仍处下行通道，欧元区景气度仍然低迷，全球经济下行态势可能仍将延续。美债收益率倒挂仍在持续，短期也难以迅速回正。另外，全球经贸摩擦随着美国对华继续加征关税以及韩日贸易局势的紧张化，近期再度蔓延升级。以上因素决定了大宗商品的需求面难以整体好转，大概率仍将维持弱势。但美联储的态度随着时间的推移有望走向明晰，基于美国经济中期仍将下行的判断，我们认为美联储货币政策将逐渐走向宽松，美元指数在美联储逐步走向宽松的大背景下将自高位有所回落，但考虑到美强欧弱的基本面，美元指数回落的幅度也并不会太大。这将给大宗商品价格带来一定的支撑。在多空交织的背景下，大宗表现或将边际好转，整体由弱势转为中性。

2、**原油供给趋紧需求趋弱，8 月油价临区间震荡**。原油价格经过 2019 年前四个月的上行后，在 5 月大幅回落，并在 6 月企稳并小幅反弹，7 月出现分化，布油下跌，WTI 震荡。布伦特原油价格从 2018 年底的 50.3 美元/桶的低位强势反弹至 74.7 美元/桶的高位后又回落，现在 60-65 美元/桶的区间震荡，年内涨幅达 27.2%；WTI 原油价格则从 2018 年底的 45.4 美元/桶的低位反弹至 66.3 美元/桶的高位后又回落，现为 54.0 美元/桶，年内涨幅达 29.2%；两者价差有所收窄。原油库欣库存有所回落，美国原油库存震荡下行，美国石油炼厂开工率高位回落，成品油库存整体回升，原油供给收紧

但需求转弱。考虑到全球经济仍存下行压力，贸易局势也有蔓延升级趋势，原油需求在中长期恐仍将维持弱势；OPEC可能进一步延长减产协议，俄罗斯石油产量也徘徊在近年低位，原油短期供给端仍将偏紧。在供给偏紧、需求弱势的背景下，油价8月可能区间震荡。全年看，布油年内震荡区间将是60-70美元/桶，WTI年内目标区间为55-65美元/桶。

3、美元指数临小幅下行，8月金价将震荡上行。金价在2019年第一个月有所上涨，在2-4月出现回落，5-6月金价再次有所上行且上行加速，7月金价继续小幅上行。当前，美元指数已升至98以上，在美国经济下行趋势仍存，美联储鸽派态度逐渐清晰化的情况下，美元指数将有所下行，但在美强欧弱的大背景下回落幅度也不会太大，小幅回落是大概率事件。在上述背景下，金价在8月可能继续维持震荡上行走势。

重大事件跟踪

■ 全球贸易摩擦蔓延升级，风险资产承压避险资产上行

事件描述：当地时间8月1日，美国总统特朗普发表表示，“近期中国同意大量从美国购买农产品，但没有这样做。美国将从9月1日开始对中国总价值3000亿美元的货物加征不超过10%的关税。”另外，日本内阁于当地时间8月2日决定，将韩国移出可以在出口管理方面享受优待的“白名单”，韩国声称将采取反制措施。

点评：①在中美经贸第十二轮磋商刚刚结束，美国就单方面宣布加大对华贸易制裁，并计划于9月1日起将加征关税范围扩大到所有自华进口商品，使得中美贸易局势再次趋于紧张。②由于大阪G20会议上美方曾表示不再对中国出口产品加征新的关税，所以美方此举打破了大阪G20两国元首会晤达成的共识，使得双边经贸局势再次复杂化，且可能面临持续复杂的格局。③美国对自华进口的剩余3000亿美元商品加征10%关税若落地，在冲击中方出口贸易的同时，也将给美国带来较大的通胀压力，这将阻碍美联储进一步可能采取的降息举措的落地。④韩日贸易局势继半导体领域的纷争升级为全面的贸易摩擦，也是美方挑起全球贸易摩擦以来首次出现非美发达经济体之间的贸易摩擦。这充分验证了此次全球性贸易摩擦正在蔓延升级，将给处于下行通道的全球经济带来更大的冲击，导致风险资产承压，冲击工业类大宗商品需求；有利于黄金等避险资产的表现。

■ 英国迎来新首相，脱欧局势与伊朗局势均存较大不确定性，油价波动加剧概率大

事件描述：鲍里斯·约翰逊接任英国首相，对脱欧协议态度强硬，并表态不惧硬脱欧。另外，约翰逊对伊朗的态度尚不明朗，给中东局势也带来了一定的不确定性。

点评：①7月24日，鲍里斯·约翰逊正式接任英国首相。其针对脱欧谈判采取的策略与前任首相特丽莎·梅迥异，约翰逊将矛头直指欧盟，并以不惧“无协议脱欧”的说辞威胁欧盟在爱尔兰边界条款等脱欧关键问题上作出让步。②约翰逊在脱欧问题上的强硬态度使得英国“无协议脱欧”的概率大增，这也给英国与欧盟经济的前景带来了较大不确定性，这将给工业类大宗商品价格带来冲击，并抬升黄金等避险资产价格。③由于此前伊朗与英国在油轮事件中博弈升级，所以约翰逊对相关事件的表态受到极大关注。由于约翰逊对伊朗的态度尚不明朗，所以英伊关系未来走势具有较大不确定性，这也会给中东局势带来潜在的升级风险。④伊朗局势一旦升级，原油市场的供需面将发生显著变化，霍尔木兹海峡可能被封锁，同时原油供给短缺的恐慌情绪也将蔓延升级，油价届时可能面临大幅上行的潜在风险。

■ 美联储时隔十二年再启降息，鸽派倾向或逐渐清晰化，美元指数恐临高位回落金价将受益

事件描述：美联储7月底宣布降息25个基点，但之后鲍威尔讲话强调了此次降息并不意味着降息周期的打开。

点评：①美联储此次降息符合预期，但鲍威尔的讲话显示美联储鸽派不及预期，这也导致议息会议后美元指数反弹、短期美债收益率上升、美元指数不跌反涨的反常现象。②本次美联储降息的逻辑与以往不同，基本面并没有历次降息前那么弱，加上鲍威尔首鼠两端的发言表态，显示出美联储不愿意被外界认为独立性受到了损害。③由于全球经济下行压力仍存，贸易局势的紧张将进一步冲击全球经济前景，加上宽松货币政策对经济的提振作用边际减弱，所以此次美联储降息对美国经济的提振作用可能不及市场预期。④就目前情况看，美联储未来的操作的不确定性较强，但随着经济下行压

力加大，美联储宽松的倾向将逐渐清晰化，这将给美元指数带来一定的回落压力，进而提振大宗商品价格，其中金价可能受益最为明显。

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	中性	在多空交织的背景下，油价8月将维持区间震荡。	
供给	偏多	1、OPEC继续减产并可能进一步延长2020年3月的减产期限； 2、俄罗斯石油产量滑落至三年来低位后维持震荡。	
需求	偏空	1、全球经济仍在下行区间； 2、中美、韩日等贸易摩擦升级。	
情绪	中性	1、美国加大对华贸易制裁打压了原油做多情绪； 2、中东局势依然复杂，若局势升级将利多油价。	
钢铁	看空	供需格局整体偏松背景下钢价将延续回落；焦煤、焦炭、铁矿石在该背景下也将震荡下行。	
宏观	偏空	1、国内经济下行压力加大； 2、中美贸易摩擦升级进一步加大经济下行压力。	
供给	偏空	1、钢企高炉开工率略有上行； 2、环保限产在8月可能不会大面积铺开。	
需求	偏空	1、建筑业淡季已至； 2、房地产投资恐有所下行； 3、汽车产量同比继续大幅负增长。	
有色	看空	供需格局偏松加上贸易摩擦蔓延升级冲击，有色8月表现将整体偏弱。	
宏观	偏空	1、全球经济下行压力仍存； 2、中美、韩日等贸易摩擦升级或致全球经济下行压力加大。	
供给	偏空	全球有色各品种供给趋松，少数产品供给仍偏紧。	
需求	偏空	1、贸易摩擦蔓延升级冲击制造业供应链； 2、中期全球经济下行前景压制企业投资增速。	
农产品	中性	农产品国内外分化加大，国内表现将显著好于海外。	
供给	中性	1、美国主产区天气改善； 2、弱厄尔尼诺正在进行中，气候变化导致的全球极端天气增多。	
需求	中性	1、中美贸易摩擦升级给美国主产的农产品出口预期带来冲击，但提振了对国内农产品需求； 2、库存消费比：小麦、大豆下行，玉米、棉花上行。	
资金	中性	走势回升：小麦、玉米、大豆净多单均下行，但小麦、玉米仍为正。	
黄金	看多	避险需求的持续提振叠加美元指数可能高位回落，看好金价在8月继续震荡上行。	
美元指数	偏多	1、降息后美联储表态偏鹰，但存在转鸽的可能性，美元指数可能小幅回落； 2、美元指数近期上行至98以上，未来或有回落压力。	
避险需求	偏多	1、全球经济下行压力仍存，黄金中期存在避险需求； 2、全球贸易摩擦蔓延升级，中东地缘局势动荡，黄金避险需求将持续获提振。	
流动性	偏多	年内美联储再次降息的概率仍大于50% 金价仍有上行动力。	

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 (2019.07.31)	年初以来涨跌幅 (2019.07.31)	6月涨跌幅 (2019.06)	7月涨跌幅 (2019.07)	8月趋势展望
能源	原油(布伦特)	64.0 美元/桶	27.2%	1.1%	-3.6%	-
	原油(WTI)	58.6 美元/桶	29.2%	9.3%	0.2%	-
	动力煤	594 元/吨	4.2%	0.5%	-1.8%	↑
金属	螺纹钢	4033 元/吨	1.4%	-1.0%	-1.4%	↓
	铁矿石	118.4 美元/吨	62.8%	18.2%	0.3%	↓
	铜	5926.0 美元/吨	-1.5%	3.3%	-0.8%	↓
	铝	1776.5 美元/吨	-5.6%	0.7%	0.2%	↓
农产品	小麦	552 美分/蒲式耳	-4.2%	4.1%	-8.9%	↑
	玉米	470 美分/蒲式耳	14.4%	0.4%	-6.2%	↓
	大豆	824 美分/蒲式耳	-2.8%	2.2%	-3.2%	↓
贵金属	黄金	1427.6 美元/盎司	11.6%	8.8%	1.3%	↑

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_10930

