

5月份大宗月报

大宗整体震荡为主，有色表现值得关注

■ 核心观点

第一，4月大宗表现较弱，不及1-3月，主要是受美联储分歧、美元指数回升、全球逆周期调节空间不及预期与美欧贸易摩擦升级等四大因素影响。

第二，在美联储不再鸽派、美元指数高企、美欧贸易摩擦可能升级的背景下，大宗商品价格在5月难以显著反弹，整体将以震荡为主。各品类表现将更多取决于供给端，5月份大宗商品配置价值依次为：有色>钢铁>黄金>原油。

第三，原油供给端将边际转松，在供给边际趋松需求短稳长空的背景下，油价5月可能有所回落，预计目标价位将在60-70美元/桶。

第四，在美元指数高位震荡、避险需求受到冲击的背景下，短期金价将以震荡为主。但是，中期美元指数可能有所下行，全球经济也面临下行压力，金价仍存上行动力，中长期配置价值仍存。

本月市场研判

■ 强美元下4月大宗表现较弱，5月将以震荡为主

年初以来除小麦、玉米与大豆等农产品外的其他主要品类均有所上行。年初以来，原油价格回升35.3%夺魁，在2018年四季度大幅下跌后表现强势；铁矿石以30.1%的涨幅延续2018年二季度以来的强势；动力煤价格回升8.8%；螺纹钢价格上行8.3%；铜价反弹8.0%；黄金在年初表现强势后震荡回落，年初以来涨幅为0.05%；小麦、玉米、大豆年初以来则分别收跌-16.8%、-5.7%与-4.6%。分月度看，大宗商品市场4月整体表现不及前三个月，成为年内首个收跌的月份。分品类看，4月表现最好的是螺纹钢、铁矿石与原油，其中螺纹钢价格以12.3%的涨幅居首；而农产品、铜、动力煤与黄金价格则收跌，其中小麦价格以-8.9%的跌幅表现最弱。4月大宗商品不仅整体的表现弱于1-3月，而且月度上涨的品种减少。与3月相比，四月份小麦与动力煤价格均由涨转跌，大豆价格跌幅加深；但是，原油、黄金作为大宗最重要的两大品类，两者在4月的表现均强于3月，其中油价涨幅扩大，金价跌幅收窄；另外，螺纹钢价格由跌转涨；铁矿石价格涨幅扩大；玉米、铜、黄金等价格跌幅收窄。对于4月大宗的表现弱于1-3月，我们认为可以通过以下四个因素的变化来跟踪解释：

1、美联储年初转鸽后内部分歧明显，市场此前的宽松预期受冲击。2019年1月底，美联储在议息会议声明中取消了进一步渐进加息措辞，并承诺会在未来行动上保持耐心，之后全球各大央行纷纷释放宽松信号，市场对全球流动性转宽的预期逐渐增强。但是随着美国经济数据走出年初的低谷，美联储内部关于货币政策的走向判断出现了分歧——部分委员认为美国经济开始回落，通胀长期低迷，亟需宽松货币政策刺激，降息操作非常必要；另外一部分委员认为美国经济仍然坚挺，通胀预期也将逐渐回到2%左右，降息并非必要，甚至存在经济过热背景下加息的可能性。随着进一步公布的经济数据向好，市场逐渐吸收了美联储内部的分歧，此前对宽松货币政策的一致性预期受到冲击，带来市场对未来流动性前景的预期分化，进而导致大宗商品价格整体表现趋弱。**美联储内部分歧及市场对流动性预期的分化是大宗4月表现不及1-3月的一大原因。**

2、美元指数四月震荡走强，带动大宗整体趋弱。年初以来美国经济强于欧洲经济使得美元指数一直维持在 96 左右震荡，随着美国经济数据在 4 月走强，特别是零售数据与非农数据走势强于预期，美元指数也受到提振，并一度上破 98。4 月，美元指数表现强势，整体上涨 0.29%，给大宗商品价格带来了一定的压制。**美元指数强势的表现是大宗 4 月表现较弱的原因之一。**

3、全球逆周期调节空间不及市场预期。进入 2019 年以来，随着美联储表态年内不再加息，全球各大央行货币政策纷纷转宽。市场认为美联储有可能采取降息操作，进而扩大全球各大经济体逆周期调节的空间。但是，随着美联储内部分歧在 4 月份逐渐显性化，市场对全球经济体逆周期调节空间的预期也有所分化，开始认识到此前对全球逆周期调节空间的乐观情绪需要调整。**市场对全球逆周期调节的力度与空间预期的重新调整是大宗商品价格在 4 月表现较弱的第三大原因。**

4、美欧贸易摩擦升温引发担忧。进入 2019 年以来，中美贸易谈判在经历 2018 年的波折之后获得一定进展。但是，随着美国与欧盟贸易摩擦出现升温迹象，美日贸易谈判也存在破裂可能，市场此前受中美贸易谈判取得进展而增加的乐观情绪逐渐转为对美欧、美日间贸易局势的担忧，大宗商品市场的风险偏好也受到冲击。**美欧贸易摩擦升温带来的担忧情绪是大宗整体走弱的第四大原因。**

展望后市，美联储 5 月初在议息会议已表明不会降息，虽然部分委员仍坚称降息是必要的，但美联储在分歧加深的背景下，更大概率是维持目标利率不变并跟踪经济指标的走向。在该背景下，全球经济体逆周期调节的空间均会受限。另外，美欧贸易摩擦在法、德两国态度分化且难以调和的背景下也无法迅速缓解，短期甚至存在升级的可能性。美元指数上涨空间不大将是大宗价格的主要支撑力量。整体看，大宗商品价格在 5 月难以显著反弹，整体将以震荡为主。

■ 月度配置观点：有色>钢铁>黄金>原油

大宗商品市场 4 月在强美元叠加流动性宽松预期被冲击的背景下表现趋弱。展望 5 月，虽然短期全球经济有望企稳，但流动性整体难以继续转宽，大宗整体将以震荡为主。在各类大宗商品中，铜、铝等有色金属价格在供给收紧、需求暂稳的背景下或有较好表现；原油价格在 OPEC+减产面临阻力与全球经济中期下行的背景下面临供给过剩格局，5 月将表现为震荡回落，目标区间为 60-70 美元/桶；随着短期全球经济趋稳，流动性转宽空间不大，金价短期难以显著上行，但中期随着全球经济下行压力加大和地缘局势的升温，金价可能迎来中期配置的机会。整体上看，5 月份大宗商品配置价值依次为：有色>钢铁>黄金>原油。

1、短期全球经济边际改善，工业金属价格上涨可期。中国与欧元区的经济数据均出现边际改善，美国经济数据仍然较好，全球经济边际改善，工业金属需求将获得提振。从供给端看，国内钢企利润高企，产能下行空间不大，制约了钢价上行的空间，钢价大概率以横盘震荡为主。钢铁上游的铁矿石、焦煤、焦炭及镍将受益于钢企开工率的回升，其价格可能震荡上行；有色金属供给端则面临收紧格局，在需求边际改善的背景下，有色金属价格可能具备一定的上涨动能。

2、原油供给端边际趋松，5 月油价或有所回落。2019 年前四个月，布伦特原油价格从 2018 年底的 53.8 美元/桶的低位强势反弹至 72.0 美元/桶，年内涨幅达 33.0%；WTI 原油价格则从 2018 年底的 45.4 美元/桶的低位反弹至 61.9 美元/桶，年内涨幅达 36.4%。两者价差维持高位震荡，显示出中东的减产预期给布油提供了较强的支撑。原油库存有所回落，美国原油库存持续回升，美国石油炼厂开工率震荡上行，成品油库存显著回落，原油供需面仍偏紧。尽管全球经济短期边际改善提振原油需求，但中期全球经济仍存下行压力，原油需求中期恐仍将趋弱；OPEC+减产目前面临阻力加大，美国开始表达对中东产油国减产的不满，OPEC 内部分化逐渐加深，伊朗制裁带来的对原油供给端的冲击也将边际下滑，原油供给端将边际转松。在供给端边际趋松需求短稳长空的背景下，油价 5 月可能有所回落，预计目标价位将在 60-70 美元/桶。

3、短期震荡中期存机，5 月金价以震荡为主。金价在 2019 年前两个月有所上涨，但在 3-4 月出现回落，这与美联储货币政策转松的预期逐渐被市场吸收带来的美元指数先跌后涨有关。当前，美元指数已涨至 98 附近，虽然美国经济仍强于欧洲经济，但美国经济前景仍存不确定性，美元指数难以持续上行并突破 100 关口；而全球经济目前出现边际好转，这将导致此前市场预计全球经济下行带来的避险需求受到打击。在美元指数高位震荡、避险需求受到冲击的背景下，短期金价将以震荡为主。但是，中期美元指数可能有所下行，全球经济也面临下行压力，金价仍存上行动力，中长期配置价值仍存。

重大事件跟踪

■ 美国 2019Q1 实际 GDP 同比增长 3.2% 好于预期，全年预计难以持续，大宗影响偏中性

事件描述：北京时间 4 月 27 日凌晨，美国公布 2019Q1 的 GDP 数据，数据显示：2019Q1 美国实际 GDP 同比增长 3.2%，增速远超前值 2.2%。

点评：①美国一季度实际 GDP 同比增长 3.2%，高于预期及前值。数据公布后，美元指数跳涨至 98 上方，并创近两年新高。②美国 2019 年一季度经济增速超预期打消了年初以来市场对美国经济前景的担忧，考虑到一季度美国政府关门与极寒天气给经济带来的短期冲击，美国一季度的经济增速还是体现了美国经济较强的韧性，2019 年美国发生衰退的概率也相应降低，市场此前对经济前景的担忧可能过度。③从结构上看，一季度美国经济超预期主要受库存与净出口增长驱动，其中库存增长持续程度存疑，净出口增长则更多受进口下行带来的“衰退式顺差”影响，全年维持如此高速增长的概率较低，美国经济大概率仍将温和回落。④美国经济景气周期延长对美元指数的支撑比较明显，但在美国经济大概率将温和回落的背景下，美元指数上行空间不大，我们维持年初对 2019 年美元指数在 96-97 左右盘整的观点。⑤在美国经济温和回落叠加美元指数高位震荡的背景下，大宗商品整体影响中性。⑥大宗内部看，各品类的弹性由于基本面差异而存在差别，供给端的影响将超过需求端，有色、钢铁、能源、农产品的供给端依次递松，表现也将递弱，而贵金属则面临避险需求下滑的冲击，在美元指数高位震荡背景下短期价格将维持震荡。综合来看，大宗各品类的决定面将从需求端转为供给端，有色表现将优于钢铁，能源、农产品的表现相对较弱。

■ 欧元区经济数据高于预期，美元指数高位小幅回落，大宗整体有所反弹

事件描述：北京时间 4 月 30 日晚，欧元区 2019Q1 经济数据公布，一季度 GDP 环比初值为 0.4%，高于预期的 0.3%，同比初值为 1.2%，高于预期的 1.1%，3 月失业率下降到 7.7%，创 2008 年 9 月以来最低。

点评：①欧元区经济数据表现超出此前市场的普遍预期，主要是意大利、西班牙与法国表现强劲。②欧元区经济增速环比超预期是 2018 年年初以来欧元区经济景气持续回落后的首次表现超预期，提振了市场对欧元区经济前景的信心。③但是一个季度的超预期增长并不能说明欧元区经济已经企稳回升，欧元区经济是否真正企稳仍需经济数据的进一步证实或证伪。④在欧元区经济数据出台后，欧元兑美元有所反弹，美元指数自高位小幅回落。⑤在美元指数小幅回落的背景下，大宗商品价格整体有所反弹，但未来走势仍取决于各品类的基本面情况。

■ 美联储维持此前利率判断，降息预期遭打击，金价短期震荡中期或迎配置机会

事件描述：北京时间 5 月 2 日凌晨，美联储议息会议决定维持基准利率不变，美联储主席鲍威尔称短期无加息或降息的必要。

点评：①美联储维持基准利率不变符合此前市场的一致预期。②鲍威尔关于利率走向的言论不够鸽派，打消了市场对美联储年内降息的预期，提振了美元指数。③美元指数回升的背景下，黄金价格有所回落。当前，美元指数已涨至 98 附近，虽然美国经济仍强于欧洲经济，但美国经济前景仍存不确定性，美元指数难以持续上行并突破 100 关口；而全球经济目前出现边际好转，这将导致此前市场预计全球经济下行带来的避险需求受到打击。在美元指数高位震荡、避险需求受到冲击的背景下，短期金价将以震荡为主。但是，中期美元指数可能有所下行，全球经济也面临下行压力，金价仍存上行动力，中长期配置价值仍存。

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	偏空	供给趋松需求偏弱的背景下，原油5月将有所回落。	<p>— BRENT(美元/桶) — WTI(美元/桶)</p>
供给	偏空	1、OPEC减产面临多重阻力； 2、美油产能扩张不及预期。	
需求	偏空	1、全球经济下行担忧加深； 2、短期逆周期调节对冲部分下行压力。	
情绪	中性	1、经历大跌大涨后，市场情绪趋于理性； 2、原油市场对美伊博弈异常敏感，波动频繁。	
钢铁	中性	供需整体平稳下钢价将维持震荡；焦煤、焦炭、铁矿石等上游原料价格将震荡上行。	<p>— 螺纹钢(元/吨) — 铁矿石(美元/吨) (右)</p>
宏观	偏多	1、国内经济运行好于预期； 2、中美贸易谈判取得重要阶段性进展。	
供给	偏空	1、钢企利润高企，产能难下降； 2、高炉开工率有所回升，短期料将平稳运行。	
需求	中性	1、房地产投资增速有所上行； 2、基建投资增速开始回升； 3、汽车产量同比负增长。	
有色	偏多	需求短期企稳叠加供给趋紧，有色整体可能震荡上行。	<p>— LME铝(美元/吨) — LME锌(美元/吨) — LME铅(美元/吨) — LME铜(美元/吨) (右)</p>
宏观	中性	1、短期全球经济在逆周期调节加码下暂时企稳； 2、中期全球经济仍临下行压力。	
供给	偏多	全球有色整体供给趋紧。	
需求	中性	1、全球逆周期调节力度增加提振短期需求； 2、中期全球经济下行前景限制企业投资增速。	
农产品	看空	农产品将整体下行，大豆表现可能相对较好。	<p>— CBOT小麦(美分/蒲式耳) — CBOT玉米(美分/蒲式耳) — CBOT大豆(美分/蒲式耳)(右)</p>
供给	偏空	1、南美天气好转提升农产品预期产量； 2、主产区未发生重大自然灾害。	
需求	中性	1、中美贸易谈判迎重要阶段性进展提振需求； 2、库存消费比：小麦、玉米、棉花上行，大豆持平。	
资金	偏空	走势下行：小麦、玉米、大豆净多单均为负，且均下行。	
黄金	中性	多空交织下，金价短期震荡，中期配置机会仍存。	<p>— COMEX黄金(美元/盎司) — 美元指数(右)</p>
美元指数	中性	1、比较美欧日等央行货币政策走向，美元指数难以显著下行； 2、美元指数已涨至98的高位，继续上行突破100的可能性不大。	
避险需求	偏多	1、全球经济短期企稳，中期仍存下行压力，黄金避险需求可能受到提振； 2、全球贸易局势复杂化，地缘局势有所升温。	
流动性	偏空	美联储未释放降息信号，流动性超预期宽松概率不大压制金价。	

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	年初以来涨跌幅 (2019.04.30)	上月涨跌幅 (2019.03)	本月以来涨跌幅 (2019.04)	月度趋势 展望
能源	原油 (布伦特)	72.0 美元/桶	33.0%	4.5%	6.4%	↓
	原油 (WTI)	61.9 美元/桶	36.4%	5.1%	6.3%	↓
	动力煤	620 元/吨	8.8%	7.6%	-0.6%	↑
金属	螺纹钢	4246 元/吨	7.8%	1.3%	5.1%	-
	铁矿石	95 美元/吨	30.8%	2.7%	8.6%	↑
	铜	6214 美元/吨	4.2%	-0.8%	-0.7%	↑
	铝	1801 美元/吨	-3.7%	0.4%	-4.8%	↑
农产品	小麦	512 美分/蒲式耳	-11.4%	-0.9%	-6.2%	↓
	玉米	398 美分/蒲式耳	-2.9%	-4.5%	-1.2%	↓
	大豆	802 美分/蒲式耳	-5.4%	-1.6%	-4.3%	↓
贵金属	黄金	1278.6 美元/盎司	-0.2%	-1.8%	-1.0%	-

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_12782

