

3月份大宗月报

商品进入分化格局，关注有色及钢铁上游

■ 核心观点

第一，年初以来大宗表现较强，但2月上行动力较1月减弱，主要是受美联储转鸽、美元指数走势、中国逆周期调节力度加大与中美贸易谈判取得进展等四大因素及市场预期变化的影响。

第二，大宗商品市场年初以来受美联储政策转向与流动性转松的提振效应边际趋弱，逆周期调节力度的加大对不同大宗品类的提振作用不一，3月份大宗商品配置价值依次为：有色>原油>黄金。

第三，OPEC+减产收紧了原油供给的同时，全球经济下行也带来了原油需求偏弱的环境，在供给收紧需求偏弱的背景下，3月原油价格将在60-70区间之内震荡。

第四，无论是流动性转松，还是全球经济下行，市场对此的预期已逐渐加深，甚至有预期过度的风险，金价上行动力逐渐衰竭，可能会在3月见顶回落，但黄金在中长期仍存一定配置价值。

本月市场研判

■ 四因素致年初以来大宗表现较强，2月上行动力逊于1月

大宗商品市场2月整体表现不及1月，但年初以来的走势还是扭转了2018年四季度的弱势。年初以来除小麦、玉米与螺纹钢外的其他主要品类均有所回暖。年初以来，原油价格强劲反弹22.7%夺魁，一扫2018年四季度持续大幅下跌的阴霾；铁矿石以近16.6%的涨幅延续2018年二季度以来的强势；铜价结束弱势，反弹9.6%；黄金、大豆则延续了2018年四季度的走势，但涨幅较小；动力煤止跌反弹，小麦、玉米整体走弱，螺纹钢则延续弱势。分月度看，2月大宗商品整体的表现弱于1月，不仅月度上涨的品种减少，而且大多品类的涨幅不及1月。其中，原油、黄金作为大宗最重要的两大品类，2月表现均不及1月，油价2月涨幅仅为1月的一半，金价2月甚至转跌；铁矿石由1月大涨转为2月小跌，小麦、玉米、大豆等农产品也由涨转跌。少数品类在2月的涨幅超过了1月，铜、动力煤是主要代表，螺纹钢在2月的跌幅较1月也有所收窄。对于年初以来大宗表现超预期及2月整体表现不及1月，我们认为可以通过以下四个因素的变化来跟踪解释：

1、**美联储转鸽态势明显带动全球央行释放宽松信号，但年初以来市场反应边际递减。**尽管美联储在2018年12月议息会议后暗示2019年将加息两次左右，但在市场对美国经济下行担忧日渐加深的环境下，美联储年初表态由鹰转鸽，市场预期美联储将在2019年暂停加息，市场对美联储加息导致无风险利率抬升进而冲击实体经济与金融市场的担忧显著下降，市场风险溢价下行，风险偏好回升，大宗商品市场得以整体回暖。在1月底美联储议息会议声明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，流动性预期好转下，风险偏好再受提振，大宗商品价格在美联储转鸽超预期的背景下整体走强。但是，随着市场对各大央行货币政策转松的预期加深，市场对此的反应边际递减。**美联储货币政策转松及市场对此反应程度递减是大宗年初以来上涨超预期且2月整体表现不及1月的一大原因。**

2、美元指数一月小跌二月小涨，维持盘整支撑大宗走强。市场对美国经济的担忧加深叠加美联储态度转鸽致使美元指数向上压力增大，只是在欧元区景气度及经济前景持续回落的环境下，美元指数才获得了一些支撑，年初至今维持震荡格局，美元指数在1月下跌0.54%，给大宗商品价格提供了支撑；2月截至27日，美元指数上涨了0.54%，给大宗商品的续涨带来了一定的压制，但在宽松预期与风险偏好提振的作用下，大宗商品在2月仍小幅上涨，只是整体涨幅显著小于1月。美元指数上涨乏力维持盘整且先跌后涨是大宗年初以来上涨超预期且2月整体表现不及1月的另一大原因。

3、中国逆周期调节加码，预期效果逐渐被市场消化。进入2019年以来，中国“稳增长”政策不断加码：“因城施策”背景下部分城市放松限购，地方债1月发行规模大增预示着基建投资加码可能提速，央行创设央行票据互换工具(CBS)为永续债发行提供流动性支持，并开展2575亿元TMLF，货币与财政逆周期调节政策加码，天量社融也有所体现。在中国逆周期调节政策加码及其带来的经济回落减缓的预期带动下，大宗商品迎来整体反弹。但是，伴随着市场逐渐消化中国逆周期调节加码的预期，加上市场对中国逆周期调节政策力度是否延续强劲及其效果(对内：中国经济能否企稳回升；对外：中国逆周期政策的外溢效应)仍存较大分歧，大宗商品在2月表现边际趋弱。可见，中国逆周期调节加码以及其预期效果逐渐被市场消化是大宗年初以来上涨超预期且2月整体表现不及1月的第三大原因。

4、中美贸易谈判进程提振风险偏好，市场预期年初以来明显改善。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。在2018年中美贸易谈判一波三折之后，市场对中美贸易谈判取得进展的预期有一个逐渐强化而后吸收的过程。市场对中美贸易谈判取得进展预期的逐渐加深对大宗商品市场的风险偏好也有逐渐提振的作用，同时给避险资产也带来了相应的冲击。这是大宗2月整体延续上行但金价由涨转跌的重要因素。

■ 月度配置观点：有色>原油>黄金

大宗商品市场年初以来受美联储政策转向与流动性转松的提振效应明显，但随着市场预期的修复，提振效果边际趋弱。展望3月，随着“两会”召开，中国“逆周期”调节的力度与落地效率或将提高，在各类大宗商品中，铜、铝等有色金属价格受供给端废金属年初以来全面禁止进口的影响或具备较强上涨动能；原油价格在OPEC+减产与全球经济下行的背景下面临供给收紧需求趋弱的格局，3月将以在60-70区间之内震荡为主；随着避险需求上行与流动性转松的超预期空间有限，金价上涨动能渐衰，可能在3月触顶回落。整体上看，3月份大宗商品配置价值依次为：有色>原油>黄金。

1、“逆周期”调节叠加禁止废金属进口，铜铝等有色价格上涨可期。黑色方面，受益于国内“逆周期”调节力度的加大，螺纹钢需求将获得支撑，但供给端钢企利润高企，产能下行空间不大，制约了钢价持续上行，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。铁矿石、焦煤、焦炭及镍价或震荡上行。有色方面，受年初以来的16种废金属的全面禁止进口，铜、铝等有色金属价格在供给端受冲击叠加逆周期调节下需求转好的背景下或具备一定的上涨动能。

2、供给收紧需求趋弱，3月油价震荡为主。2019年前两个月，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66.0美元/桶，年内涨幅达22.7%；WTI原油价格则从2018年底的45.4美元/桶的低位反弹至57.2美元/桶，年内涨幅达26.0%。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。原油库存持续回升，美国原油库存冲高回落，美国石油炼厂开工率下行后小幅反弹，成品油库存自高位小幅回落，原油供需面仍偏松。随着全球经济的持续走弱，原油需求恐仍将趋弱；OPEC+减产已付诸实施，叠加沙特对减产的坚持与委内瑞拉局势的升温，油价也难以大幅下行。在供给收紧需求偏弱的背景下，油价3月将以在60-70区间之内震荡为主。

3、上涨动能渐衰，金价或于3月触顶回落。无论是流动性转松，还是全球经济下行，市场对此的预期已于年初以来逐渐加深，目前黄金价格上涨的最大的两个动能——流动性转松带来的美元指数滞涨与全球经济下行带来的避险需求已被市场充分吸收，未来美元指数下行与全球经济加速下行超预期的概率并不大，金价上行动力逐渐衰竭。在上涨动能渐衰的情况下，金价可能会在3月见顶回落，但中长期仍存一定配置价值。

重大事件跟踪

■ 美国 2018 年 GDP 增长 2.9% 好于预期，美元反弹全年看盘整，大宗更多关注基本面

事件描述：北京时间 2 月 28 日晚间，美国公布 2018 年 GDP 数据，数据显示：2018 年美国实际 GDP 增长 2.9%，增速创 2015 年以来最佳表现。美国 2018 年 GDP 总额达 20.5 万亿美元，为历史上首次突破 20 万亿美元。

点评：①美国四季度实际 GDP 同比增长 2.6%，虽较第三季度的 3.4% 有所回落，仍高于预期的 2.2%。美国 2018 年全年实际 GDP 同比增长 2.9% 也好于预期，达到近年来最高水平。数据公布后，美元指数有所反弹。②美国 2018 年四季度经济增速超预期打消了一部分当前市场对美国经济前景的担忧，考虑到四季度美国政府关门与恶劣天气给经济带来的短期冲击，美国四季度的经济增速还是体现了美国经济较强的韧性，考虑到政府关门与恶劣天气带来的冲击正逐渐消散，2019 年美国经济增长的概率也相应降低，市场此前对年内美国经济进入衰退的担忧可能过度了。③美联储货币政策表态已明显转鸽，不断释放对加息的耐心将有助于美国此轮经济景气周期的延长。尽管美国经济增速在 2019 年仍大概率放缓，但失速下行进入衰退的概率较低，此轮景气周期大概率将延至 2020 年。④美国经济景气周期延长对美元指数的支撑效应还是比较明显的，在欧元区经济持续低迷且看不到提振因素的情况下，美元指数全年表现可能好于此前市场的预期，考虑到美元指数也难以在美国经济增速缓慢回落的背景下大幅上行，我们维持年初对 2019 年美元指数在 96-97 左右盘整的观点。⑤在美国经济景气周期延长可能超预期的背景下，大宗商品将受到两个不同方向的作用：一是美国经济景气周期延长带来的需求提振对大宗价格的支撑；二是美国经济景气周期延长对美元指数的支撑将压制大宗整体价格。考虑到美元指数反弹空间有限，需求提振对大宗价格的支撑将更强一些。⑥大宗内部看，美国经济景气周期延长下，各大宗品类的弹性由于基本面差异而存在差别，有色、钢铁等工业金属受到的刺激可能强于能源、化工、农产品，而贵金属则面临避险需求下滑与美元指数获支撑的双重冲击，价格恐将有所回落。综合来看，大宗各品类将逐渐走出整体受益货币政策转松的格局，进入基本面决定趋势的分化格局，未来一段时间，大宗各品类将更多关注其基本面及预期的变化。

■ 鲍威尔国会发言证实年内停止缩表，市场过度反应宽松预期，美元指数将获支撑大宗或承压

事件描述：当地时间 2 月 26 日和 27 日，鲍威尔在参众两院就货币政策和经济形势进行半年度证词陈述。

点评：①鲍威尔表示美联储将很快宣布结束缩表的计划，预计今年晚些时候停止缩表。我们认为美联储大概率会在北京时间 3 月 21 日凌晨的议息会议后公布结束缩表的具体行动计划，停止缩表的时间点可能在 9-10 月。②鲍威尔重申要对货币政策调整保持耐心。“保持耐心”已经成为鲍威尔近期讲话的必备用语，显示出美联储已由 2018 年年底的鹰派转为鸽派，市场预期也较为充分。③市场目前预期美联储年内不加息似乎可能低估了美国经济的韧性，鲍威尔所言“保持耐心”也并不代表不再加息，若美国经济在二三季度再次出现过热倾向，美联储加息一次也是存在可能性的。④可以预期的是，三月份加息概率很低，停止缩表的计划才是 3 月 21 日美联储议息会议的重头戏，美联储货币政策转松的态势已获确认。全年是否加息仍需看美国经济在二三季度的走势，目前我们维持 2019 年美联储加息一次的判断，时点可能在 6 月。⑤美联储货币政策转松市场已有预期，甚至还有过度反应的可能，这将给美元指数带来支撑，并给大宗带来压制。但在美元指数涨幅受限的背景下，大宗商品还将更多关注基本面，基本面差异也将导致各类大宗价格走势出现分化。

■ 美朝峰会无果而终，金价短期难获提振

事件描述：当地时间 2 月 28 日，美国总统特朗普与朝鲜最高领导人金正恩在越南河内举行会晤，讨论了推进无核化和经济驱动理念的各种途径，但最终未能达成协议。

点评：①美朝峰会未达成协议超出关注者预期。尽管此次美朝峰会未达成协议，但从双方会后官方表态看，美朝均对未来再次会谈有所展望，双方关系走向尚未转差，未达成协议只是双方暂时未能妥善解决分歧。②美朝峰会未能达成协议并不意味着朝鲜半岛局势将显著升温，半岛局势牵扯多方利益，除美朝外，也是中俄日韩等国的关注焦点之一，美朝峰会未达成协议即便会扰动短期美朝关系，在多方合力的作用下，朝鲜半岛局势短期也难以显著升温，和谈仍是各方解决朝鲜核问题的重要途径。③黄金价格在美朝未达成协议的消息公布后小幅上行，但之后迅速回落。展望未来，金价的两大提振动力——流动性转松与避险需求上行均存在市场过度反应的风险，预期的修正将给金价带来回调压力。但考虑到中长期全球经济下行压力仍存，地缘政治局势仍有潜在升温风险，尽管金价在 3 月有回调风险，但黄金的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	中性	供给收紧需求偏弱的背景下，原油3月将以震荡为主。	
供给	偏多	1、沙特率领OPEC减产超预期； 2、美油产能短期难扩张。	
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、市场短期看空情绪已于2018年四季度过度释放； 2、市场已吸收货币政策转向预期，看多情绪难以持续。	
钢铁	中性	供需整体平稳下钢价看震荡；焦煤、焦炭、铁矿石等上游原料价格将震荡上行。	
宏观	偏多	1、逆周期调节力度增强减弱经济下行压力； 2、中美贸易谈判获阶段性进展。	
供给	偏空	1、钢企利润高企，产能难下降； 2、高炉开工率已处于近年低位，短期易升难降。	
需求	中性	1、房地产投资增速缓慢下行； 2、基建投资增速触底回升； 3、汽车产量同比下行。	
有色	看多	需求好转叠加供给受制，有色将获提振。	
宏观	偏多	1、逆周期调节力度增加减弱经济下行压力； 2、中美贸易谈判获阶段性进展。	
供给	偏多	年初以来废金属已全面禁止进口，供给受到冲击。	
需求	偏多	1、美国紧急状态下“修墙”资金可能得到满足； 2、全球逆周期调节力度增加提振短期需求。	
农产品	中性	农产品将产生分化，大豆有望上行，小麦、玉米弱势。	
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	偏多	1、中美贸易谈判迎阶段性进展提振需求； 2、库存消费比：小麦、大豆下行，玉米上行。	
资金	中性	走势分化：小麦、玉米净多单为负，大豆净多单为正。	
黄金	看空	上涨动能渐衰，金价在3月可能见顶回落。	
美元指数	偏空	1、比较美欧日经济基本面与货币政策面，可得美元指数难降的结论； 2、美国经济景气周期可能超预期延长，美元指数将获支撑，进而制约金价。	
避险需求	偏空	1、逆周期调节发力，全球经济下行超预期概率不大，黄金避险需求难受提振； 2、中美贸易谈判取得阶段性进展，全球地缘局势短期降温。	
流动性	偏空	市场对流动性转松存在超调，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 (2019.02.28)	上月涨跌幅 (2019.01)	本月以来涨跌幅 (2019.02)	月度趋势 展望
能源	原油(布伦特)	66.0 美元/桶	22.73%	15.04%	6.69%	-
	原油(WTI)	57.2 美元/桶	26.01%	18.45%	6.38%	-
	动力煤	580 元/吨	0.00%	1.80%	1.80%	-
金属	螺纹钢	3797 元/吨	-1.89%	-1.27%	-0.63%	-
	铁矿石	84.8 美元/吨	16.64%	17.47%	-0.70%	↑
	铜	6536 美元/吨	9.57%	3.07%	6.31%	↑
	铝	1893 美元/吨	1.26%	0.59%	0.66%	↑
农产品	小麦	453 美分/蒲式耳	-9.99%	2.68%	-12.34%	↓
	玉米	362 美分/蒲式耳	-3.60%	0.27%	-3.86%	↓
	大豆	897 美分/蒲式耳	1.73%	3.74%	-1.94%	↑
贵金属	黄金	1314.7 美元/盎司	2.34%	2.73%	-0.39%	↓

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_13957

