

宏观研究报告

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

薛威 投资咨询资格编号
S1060519090003
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



9月大宗月报

工业品延续强势，贵金属短期承压

平安观点：

■ 回顾与展望：商品“结构牛”将偏向工业品

八月回顾：美元指数延续弱势，大宗商品“结构牛”。大宗市场在8月的“结构牛”主要受全球经济缓慢复苏、美元指数持续弱势、疫情分化带来大宗供需趋紧三者叠加而带动。进入9月大宗商品面临的利多环境仍在：首先，全球经济仍处于缓慢复苏通道，且疫苗方面的利好开始增多，这也会给投资端带来更大的信心；其次，美国的疫情虽震荡回落，欧洲疫情反弹至前高附近，但无论是财政效率还是新增病例数的绝对水平，欧洲仍显著低于美国，这决定了美元指数难以强势；再次，全球疫情分化的大背景下，大宗商品整体将持续面临供需偏紧的格局，加上气候异常、飓风、干旱等仍冲击部分矿区与农产品主产区，大宗商品的“结构牛”将继续延续。

九月大宗展望：基本面修复逻辑下，“结构牛”偏向工业品。伴随着宽松环境下全球经济的缓慢修复，我们整体看好大宗商品市场的表现。其中，我们更为看好有色金属、能源化工的表现，而黑色金属与农产品表现将弱于能化与有色，贵金属则可能短期承压。具体到各品类看，我们对9月大宗市场的配置观点为：**有色金属>能源化工（原油及其下游）>黑色金属上游（铁矿石）>经济作物>饲料作物>黑色金属上游（焦煤、焦炭等）>黑色金属>粮食作物>能源（动力煤）>黄金等贵金属。**

■ 8月重大事件跟踪

美联储改革政策框架，通胀容忍度上升。美联储进行“灵活形式的平均通胀目标制”改革的目的有二：提升劳动力市场在货币政策中的重要性、提升近年来一直低企的通胀水平，我们认为这两个目标均有很大难度。未来市场预期将有一个先混乱后适应的过程。

欧洲疫情数据反弹，默克尔表示需持续警惕。欧盟未来1-2个月可能面临疫情继续抬升的风险，市场信心可能受到负面冲击；相较美国疫情震荡回落，欧元兑美元可能在短期回吐部分涨幅，也将助推美元指数出现小幅反弹。但是放在年内看，由于财政效率的显著提升，欧元兑美元仍有升值空间，美元指数年内仍将震荡下行，底部看到88-90。

特朗普民调缩小差距，9月底开启首轮辩论。特朗普在最新的美国大选民调中相对民主党总统候选人拜登的落后程度有所缩小。9月下旬，美国大选将进行首轮辩论，这也是此次大选特朗普与拜登首次面对面的PK，第一轮辩论的情况可能会给两位总统候选人的选情带来较大的波动和变化，也将反映到金融市场的剧烈波动中。

正文目录

一、 回顾与展望：商品“结构牛”将偏向工业品	4
1.1 八月回顾：美元指数延续弱势，大宗商品“结构牛”	4
1.2 九月大宗展望：基本面修复逻辑下，“结构牛”偏向工业品	5
二、 8月重大事件跟踪	5
2.1 美联储改革政策框架，通胀容忍度上升	5
2.2 欧洲疫情数据反弹，默克尔表示需持续警惕	6
2.3 特朗普民调缩小差距，9月底开启首轮辩论	6
三、 9月大宗研判	7
四、 9月大宗走势展望	8

图表目录

图表 1	8月大宗原油、铁矿石、大豆表现较好	5
图表 2	美元指数延续弱势.....	5
图表 3	主要大宗商品涨跌幅及走势展望.....	8

一、回顾与展望：商品“结构牛”将偏向工业品

1.1 八月回顾：美元指数延续弱势，大宗商品“结构牛”

8月的大宗商品市场整体继续走强，“大宗之王”原油价格继续回升，其中 WTI 涨幅显著大于布伦特；此外，铁矿石、大豆也有较大涨幅；铜价也有所上涨，螺纹钢略有上行。下跌品种中，黄金略微下跌，玉米与动力煤有所下行，小麦大幅下行。

全球新增确诊病例数自进入 8 月以来，就不再震荡上行，处于高位筑顶阶段。分国别看，发达市场疫情相对缓和，其中美国新增病例数进入震荡下行通道，欧洲新增病例数反弹至前高附近，日本虽出现数百新增病例，但整体仍相对可控；新兴市场疫情则相对严峻，其中南亚的印度最甚，拉美、中东、非洲也比较严峻，东亚与东南亚则相对可控。

整体上看，全球疫情仍处在“新兴市场震中”的模式，但情况有所变化。此前疫情最为严重的经济体中，俄罗斯、美国已有高位回落的趋势，巴西仍处高位震荡区间、印度则处于疫情加速蔓延阶段。此外，欧洲疫情再次抬头，引发市场忧虑。全球疫情控制较好的还属东亚及部分东南亚国家，这也决定了全球重要的生产国——中国与越南的生产活动并未受到疫情的显著冲击；而作为消费国的美国与欧洲，疫情的此起彼伏虽然带来了一些影响，但群体活动的限制也一直存在，经济封锁的程度并未有显著变化，所以对其居民的消费活动也没有太多的冲击；但是，作为大宗出口的主要地区——拉美、中东、南亚与非洲，严峻的疫情与相关的活动限制导致其大宗出口格局持续偏紧。这也是大宗商品整体持续强势的宏观背景。具体到各国内部，基本都可以发现投资端的修复快于消费端，生产恢复也快于销售，这导致终端消费品的价格表现明显弱于生产端原材料的工业大宗品。

另外，美元指数从 7 月底的 93.5 震荡下行至 8 月底的 92.3，弱势的美元指数也给大宗整体的上行带来了较好的金融环境。

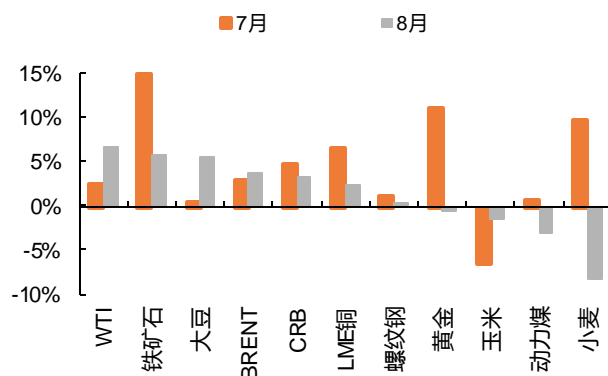
8月大宗商品市场呈现“结构牛”格局。分品种看，原油在 8 月表现优异，WTI 全月上涨 6.9%，布油上涨 3.9%；有色表现优异，其中铜价 8 月上涨 2.4%，铝价 8 月上涨 3.1%；黑色品种表现不错，其中铁矿石价格上涨 5.9%；螺纹钢价格上涨 0.6%；贵金属方面，黄金价格微跌 0.4%；能源方面，油价涨煤价跌，动力煤价格下跌 3.0%；国际农产品表现存在明显分化，大豆价格上涨 5.7%，玉米价格下跌 1.4%，小麦价格下跌 8.0%，成为 8 月表现最弱的品类。

油价在 8 月继续上涨的原因在于以下三点：第一，全球疫情整体筑顶，美国疫情震荡回落，汽油等成品油库存持续回落，从需求端提振了油市；第二，OPEC+减产规模虽低于 5-7 月，但 OPEC 要求伊拉克、尼日利亚、安哥拉和哈萨克斯坦等此前几个月产量超出目标的产油国在 8-9 月加大限产力度，导致全球原油供给的增长缓慢；第三，北美墨西哥湾飓风来袭，导致墨西哥湾海上与临海油田开采受制，导致北美原油供给趋紧，这也导致 WTI 表现强于布油。

我们认为，大宗市场在 8 月的“结构牛”主要受全球经济缓慢复苏、美元指数持续弱势、疫情分化带来大宗供需趋紧三者叠加而带动。进入 9 月大宗商品面临的利多环境仍在：首先，全球经济仍处于缓慢复苏通道，且疫苗方面的利好开始增多，这也会给投资端带来更大的信心；其次，美国的疫情虽震荡回落，欧洲疫情反弹至前高附近，但无论是财政效率还是新增病例数的绝对水平，欧洲仍显著低于美国，这决定了美元指数难以强势；再次，全球疫情分化的大背景下，大宗商品整体将持续面临供需偏紧的格局，加上气候异常、飓风、干旱等仍冲击部分矿区与农产品主产区，大宗商品的“结构牛”将继续延续。

就国内市场而言，中美视频会议有助于两国经贸关系的缓和，大豆、菜籽等国内对北美依赖度较高的品类可能面临供给修复的格局，迎来高位震荡或回落态势；铜、铁矿石、镍、橡胶等对外依存度较好的其他品类仍将维持强势；黑色方面，钢铁、建材等供给稳定且略有增加，在需求端增长可能不及预期的背景下，价格可能维持震荡，不排除有高位回落的可能性。

图表1 8月大宗原油、铁矿石、大豆表现较好



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 美元指数延续弱势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.2 九月大宗展望：基本面修复逻辑下，“结构牛”偏向工业品

展望 9 月，已经处于筑顶阶段的全球疫情决定了全球经济的缓慢修复仍将延续，这也是当前及未来一段时间全球大类资产配置的主要逻辑线。

从需求侧看，能源化工、工业金属等工业类大宗均会受到需求侧的持续利好刺激；农产品中粮食作物需求在粮食危机的预期下仍有补库需求，饲料作物与经济作物需求也将缓慢修复；但是，避险属性强的贵金属的投资需求可能在短期有所回落。

从供给端看，工业大宗与农产品内部均面临一定程度的分化。能源方面，无论是原油还是动力煤，供给端在未来进一步显著收缩的可能性已经大幅下行，但原油面临 OPEC 加强减产落实与美国墨西哥湾产能受飓风冲击，原油的供给端较动力煤偏紧；工业金属方面，有色整体供给端较黑色偏紧，黑色上游中铁矿石的供给较焦煤、焦炭更紧。农产品方面，在中美 8 月份视频交涉之下，关系有所缓和，国内外价差将有所收敛；国内对外依存度更高的油脂、粕类、玉米价格可能自高位有所回落；国际方面，主要面向出口的美国大豆、玉米价格的表现可能强于小麦等其他农产品。

9 月，伴随着宽松环境下全球经济的缓慢修复，我们整体看好大宗商品市场的表现。其中，我们更为看好有色金属、能源化工的表现，而黑色金属与农产品表现将弱于能化与有色，贵金属则可能短期承压。具体到各品类看，我们对 9 月大宗市场的配置观点为：有色金属 > 能源化工（原油及其下游）> 黑色金属上游（铁矿石）> 经济作物 > 饲料作物 > 黑色金属上游（焦煤、焦炭等）> 黑色金属 > 粮食作物 > 能源（动力煤）> 黄金等贵金属。

二、8 月重大事件跟踪

2.1 美联储改革政策框架，通胀容忍度上升

事件描述：当地时间 8 月 27-28 日，杰克逊霍尔全球央行年会进行，美联储主席鲍威尔参加了开幕致辞。

点评：①虽然美联储此次并未公布“平均通胀目标”的计算公式，但可以肯定的是，通胀短期波动对美联储政策的影响将让渡于通胀中期的趋势，且劳动力市场的强劲程度在美联储货币政策框架中

的比重也将加大。②就未来数年看，劳动力市场可能仍将维持缓慢恢复的过程，相较最高就业水平可能仍有差距。这决定了在新框架下，美联储难以在未来 2-3 年摆脱当下的宽松货币政策，除非劳动力市场出现意外的强劲回升。相对于基准利率调节的价格政策，美联储未来 2-3 年使用更为频繁的是 QE 及一系列其他工具的数量政策。③美联储进行“灵活形式的平均通胀目标制”改革的目的是有二：提升劳动力市场在货币政策中的重要性、提升近年来一直低企的通胀水平，我们认为这两个目标均有很大难度。另外，新政策框架还面临“滞胀”风险。④除了市场情绪之外，市场的分歧也开始凸显。宽松利好与新框架带来新问题的担忧相互交织，这将导致未来一段时间，投资者对未来预期的混乱，全球金融市场的波动率也将显著抬升。

2.2 欧洲疫情数据反弹，默克尔表示需持续警惕

事件描述：截至 8 月 28 日，欧洲新增确诊病例数在 8 月出现显著抬头，已接近前期高位，未来疫情控制仍需警惕。

点评：①8 月以来，欧洲疫情出现明显反弹，单日新增确诊病例数在 8 月 24 日与 28 日重新站上 3.6 万，与前高 4 月 10 日的 3.8 万多仅一步之遥。②从国家层面看，西班牙与法国是重灾区，单日新增病例数分别达到 9 千与 7 千以上，而捷克及诸多中东欧国家的单日新增病例数也在 8 月创出新高。③尽管欧洲单日新增病例数仍显著低于美国，但反弹趋势比较明显，可能会给正在复苏过程中的欧洲经济带来负面冲击。④德国总理默克尔近期表示新冠疫情在未来几个月仍可能恶化，在警惕防范的同时也需要进一步恢复经济活力，此前推进的欧盟复苏基金将于 2021 年年初启动。⑤欧盟未来 1-2 个月可能面临疫情继续抬升的风险，市场信心可能受到负面冲击；相较美国疫情震荡回落，欧元兑美元可能在短期回吐部分涨幅，也将助推美元指数出现小幅反弹。但是放在年内看，由于财政效率的显著提升，欧元兑美元仍有升值空间，美元指数年内仍将震荡下行，底部看到 88-90。

2.3 特朗普民调缩小差距，9 月底开启首轮辩论

事件描述：截至 8 月 28 日，特朗普在最新的美国大选民调中相对民主党总统候选人拜登的落后程度有所缩小。

点评：①最新民调显示，特朗普在大选民调中仍落后于拜登，无论是全国民调，还是关键州民调，鲜有特朗普领先的结果。②但是，进入 8 月以来，民调结果落后于拜登的幅度开始显著缩小，这与美国疫情在 8 月以来出现震荡回落有很大关系。③拜登无论是在初选中，还是在大选前的民调中，都依赖于疫情的蔓延而获益，而在当下美国疫情震荡回落且疫苗利好逐渐增多的环境下，拜登可以依赖疫情而获得的益处将逐渐缩小，这也对应了其民调领先优势明显缩水。④相对全国民调，拜登领先特朗普优势缩水的程度在关键州民调上体现的更为明显，这给拜登胜选论者提了个醒，当下判

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_2886

