

7月份大宗月报

大宗商品整体将上行，优选能源有色贵金属

■ 核心观点

第一，6月回顾：受全球各大经济体继续推进经济活动恢复的利好支撑，6月的大宗商品市场整体较好，原油、铜、铝、动力煤、黄金表现较好，铁矿石、螺纹钢价格小幅下行，大豆、玉米价格上涨，小麦价格下跌，国际农产品出现明显分化。

第二，7月展望：较高库存决定了大宗市场的波动率会较低，需求端的缓慢向好还将支撑7月大宗的整体表现，但供给端的分化将导致7月大宗各品类的表现出现明显分化。我们的大宗配置观点为：黄金等贵金属>饲料作物>有色金属>能源（原油、天然气）>能源（动力煤）>黑色金属上游（铁矿石、焦煤、焦炭等）>经济作物>黑色金属>粮食作物。

第三，随着中美博弈的波动升温，与美国大选的日益临近，全球宏观环境也会有更多变数。在宏观不确定性较大的背景下，资产配置的均衡性与结构优化的重要性将提升。就大宗商品市场看，我们看好受宽松环境、经济修复支撑以及基本面良好的能源与有色金属表现，黄金等贵金属仍有较好的中长期配置价值。

本月市场研判

■ 6月回顾：全球经济继续恢复，工业大宗表现较佳

6月的大宗商品市场继续好转，“大宗之王”的原油市场继续回升，继5月后，蝉联6月大宗涨幅最大品类。铜作为工业金属的代表，也在6月取得上佳表现。动力煤与黄金表现较好，钢铁产业链相关品种则稍显颓势，农产品分化明显，小麦大幅下行，而大豆、玉米有所上行。

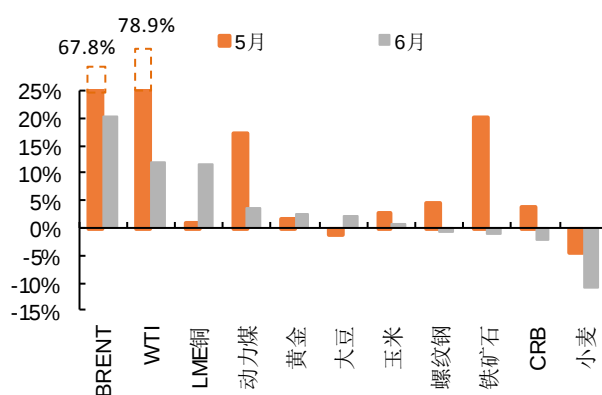
6月的国际疫情仍处在“新兴市场震中”的模式，疫情最为严重的经济体除了美国之外，仍是俄罗斯、拉美、中东、南亚与非洲；欧洲的疫情得到显著缓和，新冠疫情仍处于以新兴市场为震中的第三阶段。欧洲诸国与美国始于5月的分阶段放松防控仍在进行，部分新兴市场国家也开始试图解封经济。虽然6月底，美国部分州受疫情抬头冲击暂缓经济活动的恢复，但并未重新封锁经济，只是针对室内餐饮、娱乐等少数行业加强了管控，对全球经济整体的恢复并未造成显著影响。随着全球经济的逐步恢复，全球金融市场也获得了提振。另外，中国的经济恢复一直在稳步推进，北京疫情虽出现反弹，但规模与持续时间均较小，未给中国经济的恢复带来阻碍；全球的工业生产整体继续得到修复，这提振了工业大宗在6月的表现。

6月大宗商品市场呈现整体涨多跌少的格局，这与大宗商品价格紧密关联的美元指数仍在96-98之间窄幅震荡，并自月初的98.3小幅下行至97.4有关，这也体现出市场风险偏好在6月有所提升。分品种看，油价在6月表现优异，布油全月上涨20.2%，WTI原油上涨11.9%；有色表现优异，其中铜价6月上涨11.7%，铝价6月上涨4.9%；动力煤价格表现较好，6月涨幅达3.7%；黄金价格上涨2.5%；黑色品种表现较弱，其中铁矿石价格下跌1.2%；螺纹钢价格下跌0.7%；表现分化明显的是国际农产品，大豆价格上涨2.2%，玉米价格上涨0.8%，但小麦价格下跌10.8%，成为6月表现最弱的品类。

油价在 6 月再现大幅上涨的原因在于以下三点：第一，OPEC+减产得以延续，叠加美加等国页岩油和油砂油的被动减产，导致原油供给端得到了一定程度的收缩；第二，欧洲疫情显著缓和，全球各大经济体均继续放松防控，导致需求端持续恢复，加上中国经济活动的稳健修复，原油需求侧出现改善；第三，4 月美油期货价格跌至历史性的负价格带来的情绪压制逐渐消弭，基本面的改善叠加金融市场风险偏好的回归提振了油市的做多情绪。

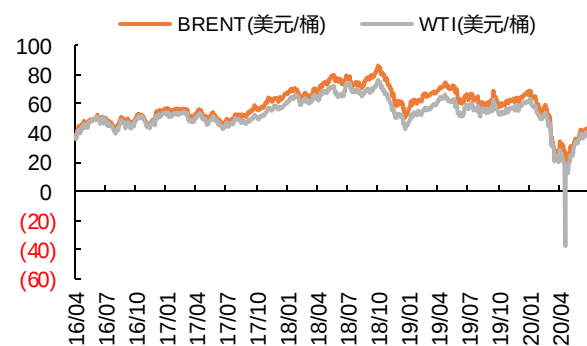
我们认为，大宗市场在 6 月的反弹主要是受全球各大经济体继续推进经济活动恢复的利好支撑。进入 7 月，市场面临的环境将趋于复杂：首先，美国的疫情已经在多州再现爆发，且严峻程度高于 3-4 月的水平，暂缓推进经济活动恢复能否有效遏制疫情的蔓延，以及当地的医疗卫生系统能否承载疫情带来的考验尚具较大不确定性。其次，若疫情发展超预期，美国政府在封锁经济的阈值已经显著提升的背景下，恐怕难以迅速封锁经济，但当前的复工复产大概率也难以继续按计划推进。当下美国的疫情尚且只在亚利桑那、宾州等十多个州出现加剧现象，纽约州等前期防控较严的州疫情尚且可控，疫情加剧的现象未来是否会蔓延至其他州也有较大的不可测性。在美国疫情及政府的应对举措难测的背景下，资产配置应当在均衡中加强结构的优化，大宗商品中的有色、能源、贵金属与农产品中的大豆表现值得期待。

图表1 6月大宗原油、铜与动力煤表现较好



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 6月油价继续反弹



资料来源：WIND，平安证券研究所

■ 7月展望：美国疫情成最大不确定性来源，有色、能源、贵金属优于黑色

展望 7 月，从基本面上看，当前中国、越南等少数国家疫情基本可控，欧洲疫情也显著缓和，但美国疫情明显抬头，新增人数已上行至 4 万/日以上，且有继续上行的趋势。另外，俄罗斯、巴西、印度、南非等新兴经济体的疫情仍然严峻。尽管疫情发展并不乐观，但全球各大经济体均开展了放松防控的举措，美国疫情反弹州虽暂缓了经济活动的恢复，但并未重新回到封锁经济的状态。所以，7 月全球经济的修复仍将进行，只是节奏上可能仍以缓慢推进为主基调。

从当下看，各类工业类大宗的价格基本已从低位显著反弹，库存大多处于较高位置，加上需求端趋势缓慢向好，节奏仍有较大变数；全球疫情，特别是美国疫情仍有较大不确定性，可能会给需求端的修复带来扰动；供给端各品类有所分化，能源供给端有望持续偏紧，有色供给偏紧且受疫情冲击，黑色供给趋松，农产品供给整体趋紧，天气因素还可能造成单产预期的波动。整体看，较高库存决定了大宗市场的波动率会较低，需求端的缓慢向好还将支撑 7 月大宗的整体表现，但供给端的分化将导致 7 月大宗各品类的表现出现明显分化。

6 月，美国的反种族主义游行仍在部分地区继续，大选集会也正式开启，人群的聚集和防护的疏忽可能给美国疫情的蔓延带来机会；另外，随着中美博弈的波动升温，与美国大选的日益临近，全球宏观环境也会有更多变数。在宏观不确定性较大的背景下，资产配置的均衡性与结构优化的重要性将提升。

就大宗商品市场看，我们看好受宽松环境、经济修复支撑以及基本面良好的能源与有色金属表现，黄金等贵金属仍有较好的中长期配置价值。具体到各品类看，我们对 7 月大宗市场的配置观点为：黄金等贵金属>饲料作物>有色金属>能源（原油、天然气）>能源（动力煤）>黑色金属上游（铁矿石、焦煤、焦炭等）>经济作物>黑色金属>粮食作物。

重大事件跟踪

■ 鲍威尔重申经济难以全面复苏，继续呼吁财政政策支持

事件描述：当地时间 6 月 30 日晚间，美联储主席鲍威尔与财政部长姆努钦在众议院金融服务委员会上发表证词陈述。

点评：①鲍威尔表示美国经济的未来道路将很大程度上取决于美国在遏制新冠病毒传播上取得的成功。在人民确信可以重新安全进行广泛活动之前，全面复苏是不可能出现的。②鲍威尔认为随着经济重新开放，仍需要加强遏制新冠病毒的传播蔓延；就目前而言，工业产出和就业水平均远低于新冠大流行前的水平，说明经济仍处于缓慢恢复的过程中。③针对美联储的宽松货币政策与纾困金融政策，鲍威尔表示强调美联储正在使用的是放贷权而非支出权，联储正在审核市政流动性工具的信贷标准，已达到扩大借款人范围的目的。④对于银行业，鲍威尔表示美国银行业状况良好，在美联储停止大部分派息的背景下，各银行应当维持一定规模的资本，以保存持续运营的能力。⑤针对 6 月开始落地的主体街项目，鲍威尔表示已有 300 家银行开展了主体街项目，银行并未显著受益，目前正在观察期间以视是否需要调整优化，主体街项目的最低贷款门槛也可能下调。⑥鲍威尔重申二季度 GDP 降幅将可能创历史记录，除了美联储的货币政策与纾困手段外，美国政府也必须出台充足的政策，为经济复苏提供所需的救助和支持。

■ 全国民调拜登大幅领先，但特朗普仍有连任机会

事件描述：截至当地时间 6 月 30 日，美国大选的全国民调显示拜登领先特朗普 10 个百分点左右，但关键州民调给出了更细节的信息。

点评：①大选民调对最后大选结果的预测准确度受预测主体、抽样方式、调查渠道、问卷形式等多种因素影响，为了提升民调的参考程度，我们剔除了对特朗普有负面倾向的预测主体民调，也就是剔除了所有媒体民调之后，我们再来审视民调给出的信息。②剔除媒体民调之后，拜登在全国民调的领先程度有所缩小，大致位于 5-8% 之间，领先优势仍较明显；但是由于美国大选采取的是选举人团制度，普选的获胜方未必就是最终大选的胜利方，2016 年希拉里在普选票上获胜但最终却在大选中惨败就是典型的例证。③相对全国民调，对大选更具参考意义的是各州民调。由于一些州的产业结构、选民分布相对稳定，所以在大选中有明显的倾向方，甚至连续多次都支持某一政党，我们称之为某党派的“铁票仓”。除了“铁票仓”之外，就是摇摆州了；2020 年大选最重要的摇摆州是五大湖周边的宾夕法尼亚州、威斯康星州、密歇根州以及佛罗里达州、缅因州、俄亥俄州与爱荷华州等七个州，我们称之为关键州。④从上述关键州民调看，特朗普与拜登的差距就没有全国民调那么明显，除了拜登在佛罗里达州民调中有较明显的优势外，两人在其他关键州的民调中距离接近，差距位于 1-3 个百分点之间，甚至特朗普在威斯康辛州、爱荷华州的民调中小幅领先于拜登。⑤考虑到特朗普与拜登在关键州的民调接近程度很高，所以根据全国民调拜登大幅领先就判断特朗普连任困难恐过于轻率。由于特朗普手握在任总统的主动权，且在三轮电视辩论中拥有绝对的优势，并可能手握拜登在乌克兰贪腐案的不利证据，所以特朗普仍拥有较大的连任可能性。当下对特朗普来说，最重要的还是处理疫情防控与经济恢复的平衡，疫情对特朗普连任的威胁还是要大于拜登自身带来的挑战的。

■ 英欧贸易谈判不顺，恐压制欧洲金融市场

事件描述：6 月 29 日，英国“脱欧”谈判首席代表弗罗斯特将继续与欧盟谈判，英国政府明确表示，谈判不能持续到秋季。

点评：①英国与欧盟的贸易谈判在渔业等行业的政府补助透明度方面有明显分歧且难以调和，这导致英欧经贸谈判陷入停滞。②英国政府对于谈判期限的强硬态度导致欧盟方面较大反感，这进一步增大了英欧谈判的难度，双方在秋季前达成协议的概率较低。③伴随着英欧贸易谈判，美英经贸谈判也将推进，英国方面表示不会在食品领域妥协，但相对而言，英美贸易谈判的难度小于英欧贸易谈判，且英欧谈判的进展和结果将影响英美贸易谈判，所以未来一段时间，英欧贸易谈判还将受到美国作为第三方的催促和施压。④预计下半年英欧贸易谈判将遇到较大波折，这将压制欧洲金融市场的风险偏好，并给英镑、欧元等汇率造成显著扰动。

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	偏多	在供需面改善的提振下，油价7月将缓慢上行。	— BRENT(美元/桶) — WTI(美元/桶)
供给	偏多	1、OPEC+继续减产叠加美加等产油国被动减产导致供给继续收缩； 2、美国商业原油库存有所上行，库欣库存继续回落。	
需求	中性	1、海外疫情继续在拉美、南亚、非洲蔓延，全球经济体大多仍在推进分阶段解封，美国部分州暂停部分经济活动难阻需求端继续恢复，但节奏上环比趋缓； 2、全球各地区疫情发展阶段存较大差异，需求端恢复节奏不一。	
情绪	中性	1、经历了大幅波动后，油市逐渐回归理性，乐观情绪有所增加； 2、中东地缘政治局势有升温迹象，复杂性较高。	
钢铁	中性	钢价在需求回升且供给维持高位的背景下将维持震荡；铁矿石、焦煤、焦炭、镍等黑色上游品种也将维持震荡。	— 螺纹钢(元/吨) — 铁矿石(美元/吨)(右)
宏观	中性	1、国内“外防输入，内防反弹”，疫情管控到位，北京疫情反弹也渐近尾声； 2、内需稳健的同时外需将逐渐承压。	
供给	偏空	1、钢企高炉开工率稳定在70%左右； 2、钢企稳定开工率的动力仍较强。	
需求	偏多	1、内需改善逻辑仍将继续演绎； 2、基建投资等相关需求可能逐渐落地； 3、制造业投资将受制于外需疲弱的预期。	
有色	偏多	供给偏紧格局下需求端逐渐好转，有色7月将震荡上行。	— LME铝(美元/吨) — LME锌(美元/吨) — LME铅(美元/吨) — LME铜(美元/吨)(右)
宏观	偏多	1、全球经济体大多逐渐放松防控，短期经济仍将边际回升； 2、美国多州疫情反复，但暂时尚难导致经济再次封锁。	
供给	偏多	全球有色各品种供给整体偏紧，多矿区出现疫情爆发制约供给效率。	
需求	中性	1、全球需求端可能迎来短期回升； 2、全球制造业投资仍将受制于疫情反复预期的制约。	
农产品	偏多	农产品分化中存结构性机会，大豆相关品类表现值得期待。	— CBOT小麦(美分/蒲式耳)
供给	中性	1、拉美主要农产品基本已入库，供给端受疫情冲击概率下滑； 2、美国、印度等多种农产品供应仍然稳定，天气因素具有较大不可预测性。	
需求	偏多	1、主粮农产品需求稳定，经济作物需求随着经济重启而边际回升； 2、库存消费比：小麦、棉花上行，玉米、大豆下行。	
资金	中性	走势分化：小麦净多单下行，大豆、玉米净多单上行，其中大豆为正。	
黄金	看多	宽松流动性环境叠加避险需求将提振金价，但7月涨幅可能受短期通缩预期制约。	— COMEX黄金(美元/盎司) — 美元指数(右)
美元指数	中性	美元指数在疫情反复的背景下仍将维持高位震荡，对金价影响中性。	
避险需求	偏多	1、全球股市面临“尾部风险”，提振黄金的避险需求； 2、美国社会割裂加剧，特朗普政府可能向外转移矛盾来缓解大选压力，提升黄金的避险需求。	
流动性	偏多	全球流动性极度宽松对金价形成利好，但短期的通缩预期恐制约金价短期涨幅。	

资料来源：WIND，平安证券研究所

大宗走势展望

图表3 主要大宗商品涨跌幅及走势展望

大类	细分品类	价格 (2020.06.30)	年度涨跌幅 (2020 年)	5 月涨跌幅 (2020.05)	6 月涨跌幅 (2020.06)	2020 年 7 月趋势展 望
能源	原油 (布伦特)	37.6 美元/桶	-37.9%	74.2%	20.2%	↑
	原油 (WTI)	35.2 美元/桶	-35.0%	88.4%	11.9%	↑
	动力煤	547.5 元/吨	3.3%	17.1%	3.7%	↑
金属	螺纹钢	3786 元/吨	-1.9%	4.6%	-0.7%	-
	铁矿石	100.9 美元/吨	8.4%	20.2%	-1.2%	-
	铜	5278.5 美元/吨	-3.2%	1.9%	11.7%	↑
	铝	1500.5 美元/吨	-11.7%	3.7%	4.9%	↑
农产品	小麦	564 美分/蒲式耳	-21.4%	-1.5%	-10.8%	↓
	玉米	368 美分/蒲式耳	-11.7%	4.2%	0.8%	↑
	大豆	830 美分/蒲式耳	-9.0%	-1.2%	2.2%	↑
贵金属	黄金	1728.7 美元/盎司	16.3%	1.5%	2.5%	↑

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_4184