

4 月份大宗月报

择机布局农产品与贵金属

■ 核心观点

第一，3 月回顾：黑色金属表现领先其他工业品种，粮食类农产品也表现优异，而能源、有色金属及经济作物农产品表现疲弱，这与我们 3 月大宗观点一致；但我们低估了美联储政策出台的力度，导致低估了金价的反弹力度。

第二，4 月展望：我们对大宗市场的配置观点为：粮食、饲料作物>贵金属>经济作物>黑色金属上游（铁矿石、焦煤、焦炭等）>能源（原油、天然气）>能源（动力煤）>有色金属>黑色金属。

第三，对于黄金价格，我们认为在近期全球风险资产在回归基本面而有所承压的情况下，这段时间金价将表现较为坚挺，但也要考虑到金价在高位可能面临的剧烈震荡风险。中长期看，金价上涨的大逻辑还将持续存在，黄金中长期的配置价值仍存。

第四，在当前背景下，资产配置策略应秉承“回避高杠杆，追逐低估值&流动性”的策略。

本月市场研判

■ 3 月回顾：海外疫情冲击下，黑色金属、贵金属与农产品表现较好

3 月的大宗商品市场的核心变量就是疫情。“2019-nCoV”新型冠状病毒已席卷全球各大洲的超过 200 个国家和地区，且各大洲情况不一，全球面临疫情防控的形势更加严峻。整体来说，除了中国疫情得到较好控制、韩国疫情出现明显拐点之外，全球其他经济体的疫情防控局面仍然严峻。

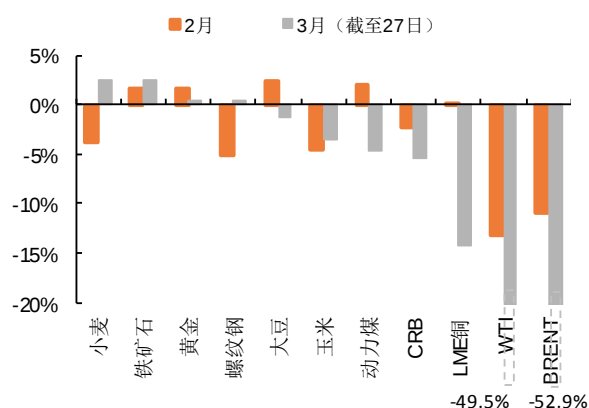
在中外疫情明显分化的背景下，黑色金属表现领先其他工业品种，贵金属与粮食类农产品也表现优异，而能源、有色金属及经济作物农产品表现疲弱。其中，小麦与铁矿石价格均以 2.38% 的月度涨幅位居前二，黄金与螺纹钢价格则分别以 0.46% 与 0.33% 的月度涨幅排在 3-4 位，剩余的大宗品类价格均告月度下跌。回顾我们 3 月的大宗月报，看空能源、有色，看多农产品与黑色的观点得到了市场的验证；但是在美联储各项续“大招”政策的接连出台之下，我们认为贵金属可能出现的调整并未持续太久，“危机模式”解除加上宽松预期，金价在 3 月 20 日及之后几天迅速反弹，伦敦现货黄金价格最高接近 1650 美元/盎司，超出我们在 3 月初的预期。

从 3 月的国际金融市场的变化可以明显看出，3 月 11 日与 3 月 20 日是非常重要的两个时点。3 月 11 日，全球金融市场从此前的“避险模式”切换为“危机模式”，避险资产与风险资产齐跌，仅有流动性最好的美元指数获得上行；伴随着美联储无上限 QE 等一系列宽松政策的出台，3 月 20 日全球金融市场的流动性紧张程度缓和，“危机模式”逐渐解除，金融市场重新回到了“正常模式”，风险资产与避险资产均有所反弹。需要注意的是，3 月 27 日，全球金融市场受欧美疫情加速蔓延的冲击，有再次从“正常模式”切换至“避险模式”的迹象，显示为全球股市与工业类商品齐跌，而贵金属价格高企，利率债收益率低位震荡。

所以有两个问题需要重点关注：当下全球金融市场的“避险模式”会持续多久才能回到“正常模式”？是否可能再次落入“危机模式”？

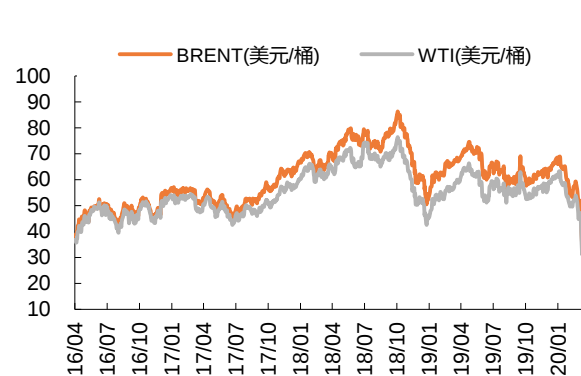
我们认为，关键看下面两个因素：第一，欧美新增确诊病例数的拐点何时出现；第二，美国企业债务、欧洲（主要是南欧）诸国主权债务、新兴市场国家主权债务这三大隐患会否爆发违约。如果欧美新增确诊病例数在 1-2 周左右出现，那么金融市场有望在 4 月中旬吸收疫情对经济冲击的利空后逐渐回到“正常模式”，否则还将继续处于“避险模式”中，直至新增确诊病例数的拐点得到确认。如果美国企业债务、南欧主权债务、新兴市场主权债务发生违约，可能导致市场落入“危机模式”。考虑到 G20 会议各国达成了协同抗疫的共识，且欧美及其他经济体均加强了疫情防控，全球疫情还是有希望在 4 月出现拐点的。在当前背景下，资产配置策略应秉承“回避高杠杆，追逐低估值&流动性”的策略。

图1 3月大宗小麦与铁矿石表现较好



资料来源：WIND，平安证券研究所

图2 3月油价在价格战背景下大幅跳水



资料来源：WIND，平安证券研究所

■ 4月展望：大宗商品将延续分化，农产品与贵金属值得关注

就4月份来看，大宗商品市场的影响因素中疫情仍将扮演主角，疫情拐点何时到来将是核心变量。目前全球已有 200 多个国家和地区出现确诊病例，且全球累计病例接近 70 万，除中国、韩国外尚未有国家或地区出现明显拐点。欧洲方面，德国、意大利、瑞士等确诊病例增速趋缓，但是否出现拐点仍具较大不确定性。英美在防控力度不足的情况下疫情蔓延的前景令人担忧。展望4月，欧盟防控力度再次加强可能带来新增病例拐点的出现，而英美新增病例的拐点大概率会晚于欧盟。全球主要经济体疫情发展阶段的不同，疫情爆发之前各国所处的经济周期位置各异，各国在全球价值链与产业链的差异，三者叠加将显著扰乱全球经济的运行秩序。就大宗商品市场看，疫情的发展及各国的防控措施将导致大宗商品在4月延续分化格局。当前，国内疫情控制较好，海外疫情回流风险虽仍存在，但国内重视程度高，疫情重新扩散的风险相对较低；而海外，特别是欧、美疫情已相当严峻，且英美两国内部防控力度仍显不足，疫情发展令人担忧。海外疫情大概率将在4月继续蔓延，但欧盟的情况可能会好于英美两国，另外海外需求的回落将通过出口及相关制造业对国内经济带来冲击，这将导致4月国内定价的黑色金属及相关上游品种、动力煤的表现难以持续坚挺，国际定价的原油、天然气、有色金属等品类则将继续维持弱势。大宗整体低迷叠加油价低位震荡将导致通缩预期延续，进而致使美国实际利率难以显著下行，这将制约尚处高位的黄金价格的上涨空间。而农产品中，粮食作物的刚性需求将导致其表现优于经济作物，而经济作物受益于美国、印度、南美的潜在减产利好，其表现有望优于工业品种。工业品方面，能源价格受供给端“石油价格战”冲击具有较大不确定性，但极低的价格显示继续下行的空间有限，表现或优于工业金属。具体到各品类看，我们对4月大宗市场的配置观点为：粮食、饲料作物>贵金属>经济作物>黑色金属上游（铁矿石、焦煤、焦炭等）>能源（原油、天然气）>能源（动力煤）>有色金属>黑色金属。

对于黄金价格，我们认为在近期全球风险资产在回归基本面而有所承压的情况下，这段时间金价将表现较为坚挺，但也要考虑到金价在高位可能面临的剧烈震荡风险。中长期看，金价上涨的大逻辑还将持续存在，黄金中长期的配置价值仍存（我们在2月24日外发的宏观深度报告《疫情对国际市场冲击显性化》的第二部分详细阐述了黄金的中长期配置逻辑）。

重大事件跟踪

■ 拜登在 3 月民主党初选中大获全胜，大概率将成为民主党总统候选人

事件描述：截至北京时间 3 月 29 日晚，美国大选民主党总统候选人初选得票排名中，拜登位居第一，领先位居次席的桑德斯达 302 票。

点评：①3 月初选的最大赢家非拜登莫属，不仅在 3 月 3 日“超级星期二”成功“逆袭”，反超党内极端派竞争对手桑德斯，重返民主党参选人第一位，且在接下来的初选中扩大优势。截至 3 月 28 日晚，拜登对桑德斯的领先优势进一步拉大到 300 票以上。②“激进派”桑德斯倡导的“民主社会主义”带来了年轻群体的热捧，曾在 2 月一度在民主党内领跑；但在中老年群体看来，桑德斯的政策并不具有太强的现实性。随着新冠疫情在美国蔓延扩散，选民逐渐认识到现实性的重要，对更富有现实性且更具执政经验的拜登更加偏好，桑德斯则受到拖累。③与“激进派”桑德斯迥异，拜登是典型的“温和派”，在对内与对外政见上都有非常明显的“回归奥巴马时代”的印记。在对外贸易领域，拜登坚持支持自由贸易，这与桑德斯迥异，贸易领域也是两者差异最大的部分。拜登实现“逆袭”除了受益于疫情的蔓延带来民众对其执政经历更加偏好之外，还受益于另外两个因素——“温和派”参选人集中退选 & 个人政见适当“左倾”。④考虑到初选过半、拜登的领先幅度、民主党内部偏向拜登的情况，桑德斯想要逆转拜登难度极大，拜登大概率将成为 2020 年民主党总统候选人。⑤基于拜登初选获胜的前景预测，我们对大选特朗普与拜登的博弈进行前瞻。整体上看，特朗普仍握有主动权，但疫情带来的“突变”可能导致特朗普连任存在潜在风险，也就是说，疫情给特朗普带来的威胁大于民主党总统候选人拜登。

■ G20 修复全球协同抗疫预期，菲利普斯曲线将趋于平缓

事件描述：北京时间 2020 年 3 月 26 日晚，G20 举行在线视频会议，并在会后发布联合声明。

点评：①习主席出席视频峰会并发表重要讲话，分享了中国疫情防控的经验和成果，提出有效开展国际联防联控的中国方案，为坚决打好新冠肺炎疫情防控全球阻击战注入了强大信心与力量。②峰会通过声明，对外发出了二十国集团成员团结一致应对疫情挑战、维护世界经济稳定的积极信号，并启动了 5 万亿美元规模的经济计划。③G20 特别峰会取得重要成果：一是各方承诺及时分享信息，保障医疗物资供应，采取一切必要措施共同抗击疫情，维护全球公共卫生安全。二是各方同意为发展中国家特别是最不发达国家抗疫提供支持和帮助，同时完善全球公共卫生体系，为应对未来传染病疫情做好准备。三是各方承诺维护全球经济金融稳定，提振市场信心，保障就业民生，减少疫情对全球贸易和供应链的冲击。④在全球协同抗疫的情况下，人类抗击疫情的胜率会显著提升。⑤G20 未讨论油价问题，说明“石油价格战”缓和的条件尚不充分，仍需等待疫情拐点与美俄沙三方博弈达成新的稳定均衡，这也将限制通胀水平，在失业率大幅波动的情况下，菲利普斯曲线将趋于平缓。

■ 英王子与首相先后确诊，英美疫情管控力度仍待加强

事件描述：北京时间 3 月 25 日与 27 日，英国王室查尔斯王子与首相鲍里斯·约翰逊先后确诊阳性。

点评：①英王子与首相先后确诊阳性，英国成为全球首个政府首脑确诊新冠肺炎的大国，这也从侧面说明英国疫情可能远比数据显示的严重。②全球范围看，目前已累计共有 60 多万人确诊，覆盖超 200 个国家和地区，除中国、韩国之外，少有国家出现明确拐点，德国、捷克、瑞士情况较其他欧洲国家更好。③G20 之后，各国均加强了防控力度，欧美的管控力度也有所加强，但英美两国的管控力度仍有待加强，强度显著不及欧盟各国，这将导致英美的疫情拐点大概率将在欧盟各国之后到来。④根据钟南山院士的预估，欧洲的疫情拐点可能在 4 月到来，而美国的疫情拐点可能较晚，这取决于美国政府的管控策略与执行力度。⑤基于上述预估，全球疫情恐难以在 4 月出现缓和，全球经济仍将继续承压，这对于刚走出“危机模式”的全球股市和大宗商品来说，将结束短期反弹而进入追随基本面回落的格局中。在该背景下，农产品与贵金属相对将更加获得资金的青睐。

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	在疫情叠加“价格战”背景下，油价4月恐低位震荡。	— BRENT(美元/桶) — WTI(美元/桶)
供给	偏空	1、G20未涉及“石油价格战”话题显示出美俄沙三方达成共识来解决问题尚不充分； 2、美国原油库存继续回升。	
需求	中性	1、海外疫情仍在持续扩散，各国虽特别重视，但疫情发展阶段存在差异，全球经济前景仍将受冲击； 2、油价对全球经济下行的冲击可能存在超调。	
情绪	中性	1、全球防控与应对政策升级，但英美防控力度仍有待提升，随着疫情加剧扩散，恐慌情绪可能蔓延； 2、“油价战”下美俄沙均承压，油价在极低水平下若受利好提振将大幅上涨。	
钢铁	偏空	钢价在需求回升不及预期且供给维持稳定的背景下将弱势下行；焦煤、焦炭、铁矿石、镍等黑色上游品种则将维持震荡。	— 螺纹钢(元/吨) — 铁矿石(美元/吨) (右)
宏观	中性	1、国内在防控海外病例输入的问题上十分重视，利于疫情管控； 2、国内加速复工复产但外需可能受到冲击。	
供给	中性	1、钢企高炉开工率维持基本稳定； 2、钢企存在稳定开工率的动力。	
需求	偏空	1、房地产投资可能承压； 2、当下市场对基建投资增速回升基本Price in； 3、制造业投资将受制于外需疲弱。	
有色	偏空	需求弱势叠加供给偏紧，有色4月表现可能继续弱势探底。	— LME铝(美元/吨) — LME锌(美元/吨) — LME铅(美元/吨) — LME铜(美元/吨) (右)
宏观	偏空	1、疫情冲击导致全球经济前景仍承压； 2、疫情将显著拖累脱欧过渡期英欧经贸谈判效率。	
供给	偏多	全球有色各品种供给整体偏紧，疫情冲击也可能导致有色供给下滑。	
需求	偏空	1、疫情冲击下，全球需求将整体弱势； 2、全球贸易、制造业投资均受制于疫情扩散。	
农产品	偏多	小麦、玉米、粳米等主粮农产品与豆粕等粕类饲料品看涨，大豆、棉花、白糖、油脂等经济作物有望止跌企稳。	— 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)
供给	偏多	1、南美疫情发酵可能影响大豆、白糖等农作物输出； 2、美国、印度等多种农产品供应可能偏紧。	
需求	中性	1、疫情冲击下，主粮农产品需求稳定，经济作物需求受冲击程度小于工业品； 2、库存消费比：玉米、大豆、棉花上行，小麦下行。	
资金	中性	走势分化：小麦净多单稳定、大豆净多单回升，玉米净多单下行。	
黄金	偏多	疫情扩散带来的避险需求提振金价，但在美联储“负利率”确认之前，短期恐难超1700美元/盎司的前高。	— COMEX黄金(美元/盎司) — 美元指数(右)
美元指数	偏多	美元指数进入长期熊市，且短期面临下行压力，利多金价。	
避险需求	中性	1、全球股市跟随基本面寻底将提振黄金的避险需求； 2、油价维持低位带来的通缩预期制约短期金价。	
流动性	中性	流动性紧张带来的“危机模式”暂解除，未来是否重现流动性紧张局面尚具较大不确定性。	

资料来源：wind，平安证券股份有限公司

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 (2020.03.28)	年度涨跌幅 (2020 年)	2 月涨跌幅 (2020.02)	3 月涨跌幅 (2020.03)	2020 年 4 月趋势展 望
能源	原油 (布伦特)	23.8 美元/桶	-64.5%	-11.0%	-52.9%	-
	原油 (WTI)	22.6 美元/桶	-63.0%	-13.2%	-49.5%	-
	动力煤	543.5 元/吨	-1.1%	2.0%	-4.7%	↓
金属	螺纹钢	3648 元/吨	-4.8%	-4.6%	0.3%	↓
	铁矿石	85.9 美元/吨	-6.6%	1.6%	2.4%	-
	铜	4775.5 美元/吨	-22.4%	0.1%	-14.3%	↓
	铝	1507.5 美元/吨	-16.3%	-2.7%	-9.4%	↓
农产品	小麦	644 美分/蒲式耳	-2.3%	-3.8%	2.4%	↑
	玉米	399 美分/蒲式耳	-6.3%	-4.6%	-3.6%	↑
	大豆	872 美分/蒲式耳	-6.4%	2.4%	-1.4%	↑
贵金属	黄金	1617.3 美元/盎司	6.2%	1.6%	0.5%	↑

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_6214

