

3月份大宗月报

疫情下的大宗商品展望——寻机布局黑色与农产品

■ 核心观点

第一，国内外疫情形势分化：国内疫情逐渐好转，海外疫情持续加剧；其中，日韩疫情拐点将较早来临，中东、欧洲潜在风险较大，美国疫情发展存疑，疫情可能影响大选前景。

第二，3月份大宗商品将出现严重分化，国内外疫情发展差异将导致国内定价的品种表现优于国际定价的品种；3月大宗商品配置价值依次为：粮食作物>黑色金属>经济作物>能源（动力煤）>有色金属>贵金属>能源（原油、天然气）。

第三，虽然我们看空黄金短期价格，但中长期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。

第四，3月是国际大事件的密集期，包括3月3日的美国大选初选“超级星期二”，3月5日OPEC+会议，3月19日凌晨的美联储议息会议决议等，均会给包括大宗商品在内的全球金融市场带来显著影响，全球金融市场波动将加剧。

本月市场研判

■ 国内外疫情差异致形势分化：欧洲潜在风险较大，美国疫情发展存疑，疫情可能影响大选前景

“2019-nCoV”新型冠状病毒已席卷全球各大洲的几十个国家，且各大洲情况不一，全球面临疫情防控的形势较此前更为严峻。整体来说，除了中国疫情出现得到控制的较好情况外，其他经济体的疫情防控局面仍然严峻。

亚洲方面，中国形势目前仍呈现向好局面，且当前已重视海外疫情输入风险，在该背景下，有理由认为国内疫情防控形势将显著好于海外。日本、韩国疫情仍呈现加速蔓延之势，其中日本疫情相对可控，这与其政府治理的高效、人民群众高素质以及位居全球前列的卫生医疗条件有关；韩国由于内部邪教的扰乱，导致疫情更为严峻，但当局也正在加紧部署防控，相信日本、韩国疫情有在3月底左右得到控制的可能性。南亚方面，由于当地人抗病毒能力较强，疫情大规模扩散的可能性较低。东南亚方面，虽然多国出现疫情，但在炎热气候下，疫情大规模扩散的可能性并不高。值得担忧的是中东地区，伊朗及周边诸国确诊病例正在加速增长，考虑到中东并不良好的社会环境和卫生条件，尽管中国、瑞士等国均向伊朗进行人道主义援助，美国也放松了相关制裁，但在疫情已蔓延至中东诸国，乃至巴尔干半岛的情况下，中东地区疫情防控的前景并不乐观。

非洲、大洋洲也出现了少数确诊病例，考虑到地理条件与医疗卫生条件，非洲疫情的潜在风险可能大于大洋洲。

欧洲方面，意大利是“重灾区”，且已向北部的法国、瑞士传播，本土疫情目前尚未得到有效控制。尽管法国与瑞士对意大利疫情的传播已严加防范，但是中东地区疫情经由巴尔干半岛—中东欧进入欧洲这条通道尚未得到欧盟重视，欧盟相关会议还要等到3月6日才能举行，所以欧洲疫情未来的发展令人担忧。加上欧盟此前经济一直处于弱势运行状态，一旦疫情爆发，可能加剧欧洲的经济下行压力，进而导致欧洲市场出现抛售和大幅下行。

美洲方面，美国、加拿大、墨西哥三个北美国家均出现疫情，多个南美国家也出现疫情，但目前尚未发展到特别严重的程度。这里需要重视的是美国疫情的发展，因为这不仅关系到全球经济的前景，还能给美国大选前景带来显著冲击。

美国的疫情当前仍然存疑，有以下三个疑点和担忧：第一，当前美国爆发的大流感及其带来的较多死亡病例是否确认与新冠疫情无关？这个问题至今并未得到官方解释，美国疾控中心（CDC）与白宫当前各执一词，CDC 表态形势较严峻，而白宫则释放安抚信号。第二，截至 2 月 29 日，美国已出现三位没有来源的确诊病例，意味着疫情可能早已在社区蔓延扩散，美国当前 60-70 的确诊病例数可能存在大量低估，这个问题也没有得到官方解释。第三，美国政府当前仅表示要增加防疫设备的购买，但并没有进行人员隔离、取消集会相关举措，这与美国 CDC 的表态存在较大分化，令市场困惑。在美国疫情存疑的背景下，目前尚无法判断疫情对美国经济的冲击到底会有多大。若仅按当前情况预计，美国 2020 年经济增速可能下行至 1.6%-1.8%；若美国疫情爆发，那么上述预计将面临大幅下修。

美国疫情若爆发，还将显著影响美国大选前景。在疫情爆发之前，民主党候选人中桑德斯一马当先，但布隆伯格也获得多州民调的支持，而拜登则相对落后；但是疫情爆发至今，桑德斯连胜三场初选仍领跑，但拜登受益于在奥巴马时期的副总统经历，重新超越了布隆伯格，在民主党温和派中处于领先地位。考虑到疫情的持续影响，民主党候选人大概率将在极端派桑德斯与温和派拜登之间产生。目前桑德斯领先优势明显，但疫情的扩散将有利于拜登的初选选情，目前说民主党总统候选人就是桑德斯的“囊中之物”恐怕言之过早。

另外，疫情的扩散不利于在任总统，也就是 2020 年共和党总统候选人特朗普的选情。特别是疫情导致美国民众意识到政府治理效率低下以及民众医疗费用高昂的问题，将利于民主党总统候选人的选情。目前对特朗普有利的是，当前疫情风险较高的地方主要位于东西两大海岸，而上述地区基本都是支持民主党的，并不影响共和党的票仓；但是对于疫情扩散至其他州，带来对特朗普选情的潜在冲击风险仍值得关注。特别是对于七大关键州（我们在 2 月 17 日外发的宏观深度报告《美国大选研究系列专题（一）民调篇：美国大选及民调观察》中得出的七大关键州为——宾夕法尼亚州、密歇根州、威斯康星州、缅因州、佛罗里达州、俄亥俄州、爱荷华州）的疫情发展情况，值得高度关注。

■ 大宗商品 3 月将现严重分化，黑色金属与农产品或表现较强

就 3 月份来看，大宗商品市场的影响因素中疫情仍将扮演主角，疫情蔓延的方向与程度将是核心变量，美联储在北京时间 3 月 19 日凌晨是否决定降息以及降息幅度能否达到市场预计的 50 个基点也是重要变量。但由于疫情及美联储降息决定的不确定性较强，所以 3 月全球市场波动仍会加大。就大宗商品市场看，当下疫情在中外发展的迥异情形将导致大宗商品在 3 月迎来严重分化的格局。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，特别是日、韩、伊朗、意大利的疫情已相当严峻，且欧洲面临意大利自南向北和中东向西的双重传播路径的挑战，疫情发展令人担忧；美国虽当前病例不多，但出现不明传染渠道的确诊病例可能说明了社区传播已存在，美国疫情存疑，尚待明朗，加上疫情对大选选情的扰动，也是令人疑惑和担忧的。海外疫情大概率将在 3 月持续蔓延，而国内疫情控制将维持良好状态，这将导致 3 月国内定价的黑色金属及相关上游品种、动力煤的表现将显著好于国际定价的原油、天然气、有色金属。而疫情的持续扩散给终端消费的冲击将大于供给渠道，通缩预期也将逐渐盖过此前的通胀预期，这将导致美国实际利率并不会向名义利率那样持续弱势，甚至存在企稳回升的可能性，这将给尚处高位的黄金价格带来压制。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。具体到各品类看，我们对 3 月大宗市场的配置观点为：**粮食作物>黑色金属>经济作物>能源（动力煤）>有色金属>贵金属>能源（原油、天然气）。**

另外，参考国内疫情的管控经验和数据，海外疫情恐难以在 3 月底之前出现明显好转，特别是中东、欧洲、美洲疫情令人担忧。而日本、韩国疫情当前虽然严峻，但日本政府已开始严加防控，出台了类似于我们春节期间的有力政策，韩国也开始在抓捕恶意传播病毒的邪教徒的同时，抓紧布局防控措施。与中国以外的其他经济体相比，日本、韩国疫情的拐点有望较早出现。

虽然我们看空黄金短期价格，但中长期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

■ 美国大选初选桑德斯领跑民主党，拜登实现对布隆伯格的赶超，“超级星期二”值得关注

事件描述：截至北京时间3月1日，美国大选民主党总统候选人初选的民调排名中，桑德斯位居第一，拜登位居次席。

点评：①美国大选初选迄今已完成三场，民主党初选中，桑德斯获得了爱荷华州党团会议、新罕布什尔州初选、内华达州党团会议的三连胜，这与此前民调结果相符。②第四场南卡罗来纳州的民主党初选正在计票过程中，目前已统计超过90%的选票，拜登以接近50%的得票率遥遥领先，基本确定将赢得南卡罗来纳州初选，成功在“超级星期二”到来之前“扳回一城”，同样，这与此前民调结果相符。③在民主党初选总民调中，桑德斯、拜登、布隆伯格分列前三，沃伦、布蒂吉格分列4-5位。④从民调数据看，民主党初选的位次在近期出现了明显变化：此前布隆伯格是仅次于桑德斯的二号热门，但近一周其逐渐被拜登赶超，并最终被“逆袭”。⑤另外，在七大“关键州”的民调支持率上，相对特朗普而言，桑德斯与拜登开始缩小差距，甚至在其中的部分州获得优势，这意味着无论谁最终成为民主党总统候选人，都有能力与特朗普进行竞争。⑥对于美国大选及其民调数据在近一周的突变，我们认为主要是疫情及其带来的经济下行担忧所导致的。正是因为疫情在全球乃至美国的扩散蔓延，美国民众对低效政府、昂贵医疗服务的体验显性化，这增加了民众对倡导“民主社会主义”的桑德斯和拥有丰富国家治理经验的前副总统拜登的好感，而增加了对当前特朗普政府的不满。由于布隆伯格与拜登均属民主党候选人中的温和派，两者票仓重叠度较高，所以表现上看，布隆伯格的民调逐渐被拜登“逆袭”，而桑德斯与拜登在七大“关键州”均缩小了对特朗普的劣势，甚至形成了局部优势。另外，即将与3月3日登场的“超级星期二”很可能决定初选的大势，值得重点关注。

■ OPEC+减产会议即将举行，减产结果恐难达市场预期

事件描述：2020年3月5日，OPEC+将举行会议讨论减产事宜。

点评：①年初以来“新冠疫情”爆发及蔓延导致油价持续大幅下行是此次OPEC+会议的重要背景和原因。②最新消息显示，沙特在减产中比较积极，并提前表达了希望包括俄罗斯在内的OPEC+成员国同意进一步集体减产100万桶/日，且主动表态愿意在新计划中承担主要减产任务，而由科威特、阿联酋、俄罗斯分担其余减产部分。但俄罗斯及相关方均未发出明确信号。③从OPEC减产的流程以及历次效果而言，经过协商—博弈—讨论—达成协议—执行的过程，在全球经济中长期下行的背景下，减产对油价的支撑效果还是显著的；但是面临此次疫情带来的短期冲击，各成员国尚且无法给出明确的判断，减产幅度和配额上的博弈将难以达成一致，这决定了减产协议可能不会像此前市场预计的那样顺利出台。④即使OPEC+达成减产协议，考虑到疫情拐点的不确定性和拐点过后需求端的爆发性回升，各成员国都存在降低执行率以应对未来可能很快到来的需求大幅回暖的动机，这将导致减产协议的执行效率大打折扣。⑤伊朗疫情目前形势严峻，国内缺乏相关医疗设备，且经济形势“雪上加霜”，在此前受美国制裁的背景下，不排除其大幅增产原油、甚至抛售央行储备黄金来应对此次疫情冲击的可能性，若此事兑现，将给持续下跌的油价和高企的金价带来沉重打击。

■ 美联储释放降息预期，三月决议将带来显著影响

事件描述：北京时间3月19日凌晨，美联储将公布3月份利率决议。

点评：①美联储主席鲍威尔在当地时间2月28日发声，重申美国经济基本面依然强劲，但考虑到新冠疫情对美国经济构成不断发展的风险，美联储正密切监视事态发展，并将采取适当行动来支持经济。②此次鲍威尔发言并不是计划中的，而是在美股市场持续大跌的背景下做出的紧急声明，其目的无非稳定市场情绪。③从结果上看，美股尾盘开始回升，纳指收盘翻红，短期稳定市场的目的暂且达到了。④但是，美国的疫情仍然存疑，截至目前已出现三位不明渠道感染者更是增加了市场的担忧，且在疫情拐点来临前，美联储无法对其冲击经济的程度进行量化，也就难以针对疫情冲击制定可持续的应对策略。我们不排除美联储出于稳定市场而采取紧急降息的可能性，但考虑到疫情期间宽松货币政策效果有限，且疫情拐点来临后消费、出口、投资都将爆发性回升，美联储也会极力避免“负利率时代”的过早到来，所以美联储采取超出市场预期的降息操作的概率并不高，美股短期仍难言企稳。

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 | 看空 | 在疫情扩散冲击终端需求的背景下，油价3月将延续弱势。 | |
| 供给 | 偏空 | 1、OPEC+即将举行会议讨论减产事宜，尽管沙特的减产诉求较强，但中东疫情扩散以及俄罗斯态度犹疑将导致减产难以达到市场预期； 2、美国原油库存继续回升。 | |
| 需求 | 偏空 | 1、海外疫情仍在持续扩散，部分经济体尚未特别重视，全球经济前景受冲击； 2、中国疫情逐渐得到控制，但日本疫情正加剧，美欧疫情扩散的潜在风险大。 | |
| 情绪 | 偏空 | 1、市场虽出现恐慌，但随着疫情加剧扩散，恐慌情绪可能继续扩散； 2、除新加坡、日本外，大多国家防控并不十分到位，市场情绪普遍悲观； 3、美联储虽放鸽，但在疫情冲击下作用有限，市场情绪难以显著提振。 | |
| 钢铁 | 偏多 | 钢价在需求逐渐回升且供给扩张受制的背景下将企稳回升；焦煤、焦炭、铁矿石、镍等黑色上游品种也将止跌回升。 | |
| 宏观 | 偏多 | 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、随着疫情逐渐得到控制，国内开工率将持续回升。 | |
| 供给 | 偏多 | 1、钢企高炉开工率仍处在低位； 2、高炉开工率回升空间有限。 | |
| 需求 | 中性 | 1、房地产投资可能边际回升； 2、基建投资增速回升是大概率事件； 3、制造业投资受制于外需疲弱。 | |
| 有色 | 偏空 | 需求弱勢叠加供给偏紧，有色3月表现可能继续弱勢震盪。 | |
| 宏观 | 偏空 | 1、疫情冲击导致全球经济前景承压； 2、脱欧过渡期内英欧经贸谈判前景尚不明朗。 | |
| 供给 | 偏多 | 全球有色各品种供给整体偏紧。 | |
| 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、粳米等主粮农产品看涨，大豆、棉花、白糖、油粕等经济作物也将止跌企稳。 | |
| 供给 | 偏多 | 1、南美干旱季可能影响大豆等农作物生长； 2、美国、印度等多种农产品供应偏紧。 | |
| 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：小麦、大豆、棉花上行，玉米下行。 | |
| 资金 | 中性 | 走势回升：小麦净多单有所回升，大豆、玉米净多单下行。 | |
| 黄金 | 偏空 | 疫情扩散冲击终端需求，通缩预期上行压制金价表现。 | |
| 美元指数 | 偏空 | 日本疫情扩散导致资金拥入美元、美债，当前英镑、欧元均面临疫情扩散、贸易谈判不利的压制，疫情除非在美国大规模扩散，否则美元指数仍将高企。 | |
| 避险需求 | 中性 | 1、疫情冲击全球经济带来的避险需求此前已充分释放，甚至带来了较大规模的投机需求； 2、全球疫情扩散带来的通缩预期制约短期金价。 | |
| 流动性 | 中性 | 美联储释放偏鸽言论，但基本已被市场Price in，对黄金价格影响中性。 | |

资料来源：wind，平安证券研究所

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 (2020.02.28) | 年度涨跌幅 (2020 年) | 1 月涨跌幅 (2020.01) | 2 月涨跌幅 (2020.02) | 2020 年 3 月趋势展 望 |
|-----|----------|--------------------|-------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| 能源 | 原油 (布伦特) | 50.1 美元/桶 | -25.3% | -15.3% | -11.8% | ↓ |
| | 原油 (WTI) | 46.1 美元/桶 | -24.5% | -15.6% | -10.6% | ↓ |
| | 动力煤 | 570.5 元/吨 | 3.8% | 1.8% | 2.0% | ↑ |
| 金属 | 螺纹钢 | 3636 元/吨 | -5.1% | -0.5% | -4.6% | ↑ |
| | 铁矿石 | 83.9 美元/吨 | -8.8% | -10.2% | 1.6% | ↑ |
| | 铜 | 5588.5 美元/吨 | -9.2% | -9.5% | 0.3% | ↓ |
| | 铝 | 1701.5 美元/吨 | -5.5% | -5.0% | -0.5% | ↓ |
| 农产品 | 小麦 | 629 美分/蒲式耳 | -4.6% | -0.8% | -3.8% | ↑ |
| | 玉米 | 411 美分/蒲式耳 | -3.5% | 1.9% | -5.3% | ↑ |
| | 大豆 | 884 美分/蒲式耳 | -5.2% | -7.4% | 2.4% | ↑ |
| 贵金属 | 黄金 | 1585.6 美元/盎司 | 4.1% | 4.0% | 0.1% | ↓ |

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_6928

