

11月份大宗月报

大宗表现将短期向好，看好黄金与农产品

■ 核心观点

第一，大宗商品市场整体在10月上行，维持了9月的上行趋势，且涨幅有所加大，月度表现最好的是农产品与黄金。

第二，11月大宗商品投资整体配置将以黄金与农产品为主。其中：黄金将震荡上行；国际与国内农产品的表现可能双双强劲；工业金属将弱势震荡；动力煤可能震荡上行，原油价格在供求格局中性背景下大概率会维持震荡。11月份大宗商品配置价值依次为：贵金属>农产品>能源>工业金属。

第三，原油供给整体稳中趋紧，考虑到全球经济仍存下行压力，原油需求恐仍将维持弱势，供需面整体中性。在该背景下，油价11月可能维持震荡。全年看，布油年内震荡中枢仍将是60美元/桶，WTI年内震荡中枢为55美元/桶。

第四，当前，美元指数已有所回落，在美国经济韧性尚存、欧元区经济景气度弱中趋稳的背景下，美元指数将延续回落；尽管美元指数回落幅度不会太大，但仍将刺激金价在11月震荡上行。

本月市场研判

■ 工业金属弱势原油震荡，看涨黄金与农产品

年初以来大宗商品大多上涨。其中：WTI以19.3%的涨幅位居首位；布伦特与黄金分别以18.0%和17.9%的涨幅位居二三；铁矿石以15.5%的涨幅分列第四；大豆价格上涨3.0%，玉米价格上涨2.2%；下跌品类如下：螺纹钢价格下跌2.8%，铜价下跌2.4%，动力煤价格下跌0.5%，小麦价格下跌0.4%。分月度看，大宗商品市场整体在10月上行，维持了9月的上行趋势，且涨幅有所加大。分品类看，10月表现最好的是农产品，小麦、玉米、大豆价格月涨幅也分别达到2.7%、2.4%与3.2%；有色表现不错，其中黄金价格涨幅达1.7%，铜价涨幅为1.7%；能源表现分化，布油与动力煤下跌而WTI小涨，其中动力煤涨幅为-3.1%，布油涨幅为-2.7%，WTI涨幅为0.2%；黑色表现最弱，螺纹钢涨幅为-1.8%，铁矿石涨幅为-9.9%。与9月相比，10月份有色表现明显好转，农产品延续强势，黑色表现转弱，能源延续分化。对于10月有色好转、黑色转弱、农产品延续强势、能源延续分化的情况，我们认为可以通过跟踪以下四个因素的变化来解释：

1、**全球经济10月延续弱势，但出现边际好转**。美国10月ISM制造业PMI回升至48.3，但仍低于50的荣枯线水平；Markit制造业PMI反弹至51.3的位置。欧元区10月制造业PMI维持在45.7。日本10月制造业PMI延续下跌趋势至48.4的年内最低水平。英国制造业PMI则回升至49.6。全球经济景气度在9月整体趋稳显示出全球经济虽然仍面临下行压力，但出现了边际好转。另外，美国非农相对平稳且大超预期显示美国经济韧性尚存，由于此前大宗市场表现已消化了部分对全球经济下行的预期，美国经济韧性超预期反而导致大宗整体表现好转，国际定价的有色品种也迎来反弹。

2、中美贸易谈判向好，国内经济下行压力仍存。10月，中美贸易谈判边际向好，且可能达成阶段协议，这也导致国际农产品价格延续强势表现。国内经济面临贸易摩擦影响显性化的冲击。无论是进出口，还是固定投资，都呈现出较明显的下行趋势。在需求转弱的背景下，国内定价的黑色金属表现趋弱。

3、美联储第三次降息，内部分歧略微缓和。美联储在10月底继续降息，是7月底开启降息后的连续第三次降息。从8:2的投票结果看，相较于上次议息会议的7:3，美联储内部的分歧略微缓和。整体上看，美联储降息提振了大宗商品的整体表现，特别是黄金价格受到支撑，有所回升。

4、美元指数有所回落，金价反弹能源分化。美国经济虽然尚具韧性，但欧元区经济景气度也出现企稳迹象。在该背景下，美元指数自高位有所回落。大宗商品受美元回落影响有所上行。油价受中东与美国供给端差异有所分化，美国供给端偏紧刺激了WTI上行，而中东供给偏松压制了布油表现；黄金价格在美元回落背景下表现向好。

展望后市，全球经济下行趋势仍在延续，但英国脱欧与中美贸易谈判均出现边际好转将给市场带来一定支撑，11月大宗商品的宏观环境可能偏中性。美联储在10月底之后降息节奏将有所放缓，未来联储降息频率可能回归一个季度一次的正常状态。美元指数在11月有继续温和回落的可能。在该背景下，大宗商品价格在11月的整体走势可能继续好转，美元指数的温和回落可能导致金价延续震荡上行，工业品大概率仍将弱势震荡，农产品在圣诞节与春节备货的刺激下可能延续强势。整体看，11月大宗商品投资整体配置将以黄金与农产品为主。其中：全球经济下行与美元指数温和回落双重利好将给黄金价格带来提振；在中美贸易局势边际向好与国内通胀上行的背景下，国际与国内农产品的表现可能双双强劲；有色金属则会在供给收缩、全球经济延续下行但出现边际好转的背景下将弱势震荡；而黑色在房地产投资下行不及预期的情况下恐弱势震荡；受气温下行与用电需求上行刺激的动力煤在11月可能震荡上行，原油价格在供求格局偏中性的情况下大概率会维持震荡。

■ 月度配置观点：贵金属>农产品>能源>工业金属

大宗商品市场10月在贸易局势缓和的背景下延续回升。展望11月，在全球经济延续下行但存边际好转迹象、贸易摩擦边际缓和、美联储FOMC降息放缓的背景下，大宗整体将延续此前的震荡上行走势，但各品种商品之间的分化难以避免。在各类大宗商品中，原油在需求震荡走弱、供给稳中偏紧的背景下将维持震荡；动力煤价格在供给趋稳但用电需求回升的背景下将震荡上行。玉米、小麦与大豆等农产品价格在中美贸易局势边际好转且圣诞与春节的备货需求刺激下延续强势。有色金属在供给趋紧需求弱中趋稳的背景下可能弱势震荡；螺纹钢价格在需求弱势不及预期但供给上行的背景下大概率震荡下行，但焦煤、焦炭与铁矿石等钢铁上游原材料价格将维持震荡；黄金价格在全球经济下行、美元指数延续温和回落的背景下将震荡上行。整体上看，11月份大宗商品配置价值依次为：贵金属>农产品>能源>工业金属。

1、美元指数可能延续温和回落，大宗价格整体有望继续小幅回升。全球经济在10月继续下行，考虑到美欧经济景气度弱中趋稳，全球经济下行态势可能短期趋缓。3M与10Y美债收益率倒挂暂时消除，中美经贸摩擦出现缓和迹象。以上因素决定了大宗商品的需求面弱中趋稳。美联储降息节奏放缓，但是在欧元区弱中趋稳的背景下，美元指数将延续温和回落至96-97，美元指数的温和回落将导致大宗商品整体继续小幅回升。

2、供需整体中性，11月油价将维持震荡。原油价格经过2019年前四个月的上行后，在5月大幅回落，并在6月企稳并小幅反弹，7月出现分化，8月则显著下行，9-10月在供给局面出现差异的背景下持续分化。布伦特原油价格从2018年底的50.3美元/桶的低位强势反弹至74.7美元/桶的高位后又回落，月底为59.4美元/桶，年内涨幅达18.0%；WTI原油价格则从2018年底的45.4美元/桶的低位反弹至66.3美元/桶的高位后又回落，月底为54.2美元/桶，年内涨幅达19.3%；两者价差有所收缩。原油库存有所回升，美国原油库存也有所上行，美国石油炼厂开工率显著上行，成品油库存震荡下行，美油供给偏紧；沙特原油产能已摆脱遭袭事件影响，OPEC原油供给整体稳定。原油供给整体稳中趋紧，考虑到全球经济仍存下行压力，原油需求恐仍将维持弱势，供需面整体中性。在该背景下，油价11月可能维持震荡。全年看，布油年内震荡中枢仍将是60美元/桶，WTI年内震荡中枢为55美元/桶。

3、美元指数将延续温和回落，11月金价将震荡上行。金价在2019年第一个月有所上涨，在2-4月出现回落，5-6月金价再次有所上行且上行加速，7月金价继续小幅上行，8月涨幅显著加大，9月有所回落，10月小幅反弹。当前，美元指数已有所回落，在美国经济韧性尚存、欧元区经济景气度弱中趋稳的背景下，美元指数将延续回落；尽管美元指数回落幅度不会太大，但仍将刺激金价在11月震荡上行。

重大事件跟踪

■ 联储年内三度降息，未来节奏或将放缓

事件描述：10月31日，美联储宣布下调联邦基金目标利率25个基点至1.50%-1.75%，将贴现率下调至2.25%。

点评：①美联储此次议息会议降息25个基点符合市场预期，是年内开启降息通道后三个月内的连续第三次降息。此次支持降息决定与不支持降息决定的人数之比为8:2，对比上次投票结果7:3，可见联储内部分歧有所缓和。②美联储删除了“将采取适当行动以维持经济扩张”的措辞，显示了“偏鹰”态度，但未明确提出年内不再降息的声明，所以鹰派程度不及预期。鲍威尔发言中性，缺乏实质内容，多是重申此前对于经济韧性、消费强劲、劳动力市场强劲以及通胀低迷的论调。但是通过其对经济前景的信心可以看出，美联储未来的降息节奏将有所放缓。③鉴于美国经济韧性尚存，美联储也需要为未来可能到来的经济衰退准备政策子弹，此次降息之后美联储将显著放缓降息节奏，未来降息频率将由此前的一月一次放缓为一个季度一次。④以黄金等贵金属为代表的避险资产在全球经济下行持续、贸易摩擦蔓延、地缘政治升级、负利率持续蔓延的环境下仍具中期配置价值。

■ 美国众议院表决结果通过针对总统特朗普的弹劾调查程序决议案

事件描述：10月31日，美国国会众议院以232票赞成、196票反对的表决结果，通过针对总统特朗普的弹劾调查程序的决议案。

点评：①众议院表决通过对特朗普的弹劾调查程序决议案代表着针对特朗普的弹劾程序再进一步，也表明民主党与共和党之间的博弈再次升级。②从投票结果看，除1名民主党议员与3名共和党议员弃权未投票外，所有共和党议员均投了反对票，而绝大部分民主党投了赞成票，但2名民主党议员投票反对弹劾，1名无党籍议员投了赞成票，这也是两党博弈激化的体现。③此后，众议院的弹劾调查进入了公开听证的新阶段。展望弹劾案的前景，由于此前“通俄门”调查无疾而终，民主党只能抓住特朗普与乌克兰总统的“电话门”，但目前相关证据尚不确凿，加上共和党对特朗普的一致支持，弹劾案最终成功落地的概率较低，这也将给民主党的2020年大选带来冲击。

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	在供需均偏中性的格局下，油价11月将维持震荡。	<p>— BRENT(美元/桶) — WTI(美元/桶)</p>
供给	中性	1、中东原油产出维持稳定； 2、美国原油库存小幅反弹。	
需求	中性	1、全球经济仍在下行通道； 2、中美贸易谈判边际向好。	
情绪	中性	1、全球经济下行打压市场做多情绪； 2、中东地缘政治局势依然复杂。	
钢铁	偏空	钢价在需求边际好转供给抬升的背景下可能弱势震荡；焦煤、焦炭、铁矿石在该背景下也将维持震荡。	<p>— 螺纹钢(元/吨) — 铁矿石(美元/吨) (右)</p>
宏观	中性	1、国内经济下行压力仍存； 2、房地产销售韧性叠加基建增速回升致固定资产投资可能企稳。	
供给	偏空	1、钢企高炉开工率显著回升； 2、环保设备带来排放良性化，致冬季限产可能不及预期。	
需求	中性	1、房地产销售持续反弹显示一定的韧性； 2、基建投资增速有所回升； 3、汽车产量同比虽有反弹，但仍大幅负增长。	
有色	偏空	需求弱势下有色11月表现整体偏弱，但供给收缩可能带来一定支撑。	<p>— LME铝(美元/吨) — LME锌(美元/吨) — LME铅(美元/吨) — LME铜(美元/吨) (右)</p>
宏观	偏空	1、全球经济下行压力仍存； 2、中美贸易摩擦边际好转，但美欧贸易摩擦升级。	
供给	偏多	全球有色各品种供给整体趋紧。	
需求	偏空	1、贸易摩擦冲击全球供应链； 2、中期全球经济下行前景打压企业投资意愿。	
农产品	看多	农产品供需转紧，国际国内农产品均有上行动力。	<p>— 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)</p>
供给	偏多	1、全球多种农产品主产区天气不利于农作物生长； 2、气候变化加剧致全球极端天气增多。	
需求	偏多	1、中美贸易局势边际好转给美国主产的农产品出口带来提振，圣诞备货利好国际农产品需求；春节备货利好国内农产品需求； 2、库存消费比：玉米、大豆下行，小麦、棉花上行。	
资金	偏多	走势分化：小麦、大豆净多单均上行转正，玉米上行遇阻仍为负。	
黄金	看多	在避险需求旺盛与负利率债券大规模发行的背景下，美元指数温和回落，看好金价在11月震荡上行。	<p>— COMEX黄金(美元/盎司) — 美元指数(右)</p>
美元指数	偏多	美国消费渐显颓势，美元指数可能高位回落。	
避险需求	偏多	1、全球经济下行压力仍存，黄金中期存在避险需求； 2、全球贸易摩擦蔓延，中东地缘局势不稳，黄金避险需求将获提振。	
流动性	偏多	美联储降息节奏将放缓，但宽松周期可能并未结束，金价仍有支撑。	

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 (2019.11.1)	年初以来涨跌幅 (2019.11.1)	9月涨跌幅 (2019.09)	10月涨跌幅 (2019.10)	11月趋势 展望
能源	原油(布伦特)	59.4 美元/桶	18.0%	2.9%	-2.7%	-
	原油(WTI)	54.2 美元/桶	19.5%	-1.9%	0.2%	-
	动力煤	567 元/吨	-0.5%	0.7%	-3.1%	↑
金属	螺纹钢	3852 元/吨	-3.1%	4.8%	-1.8%	↓
	铁矿石	85.0 美元/吨	16.9%	8.6%	-8.8%	-
	铜	5825.0 美元/吨	-3.2%	0.9%	1.7%	↓
	铝	1742.5 美元/吨	-7.4%	-0.5%	2.3%	↓
农产品	小麦	576 美分/蒲式耳	0.0%	9.8%	2.7%	-
	玉米	419 美分/蒲式耳	1.9%	4.1%	2.4%	↑
	大豆	885 美分/蒲式耳	4.4%	3.7%	4.6%	↑
贵金属	黄金	1508.8 美元/盎司	18.0%	-2.8%	1.6%	↑

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_9250

