

10 月份大宗月报

大宗表现将分化，金价中期仍看涨

■ 核心观点

第一，大宗商品市场 9 月企稳且略有回升，结束了连续 5 个月的下行趋势。与 8 月相比，9 月份大多品类表现明显好转，但黄金与 WTI 表现则显著变差。

第二，10 月大宗商品整体走势可能继续好转。其中：黄金中期将震荡上行；国内农产品表现可能不及国际农产品；黑色表现将显著低于有色；动力煤可能震荡下行，原油价格在供求格局偏松下大概率会震荡下行。10 月份大宗商品配置价值依次为：贵金属>农产品（国际）>有色>农产品（国内）>能源>黑色。

第三，原油供给整体边际趋松，考虑到全球经济仍存下行压力，原油需求在中长期恐仍将维持弱势。在供给恢复、需求弱势的背景下，油价 10 月可能震荡下行。

第四，当前，美元指数已升至 99 左右，在美国经济下行趋势仍存，美联储鸽派态度逐渐清晰化的情况下，美元指数将高位回落；尽管美元指数回落幅度不会太大，但仍将刺激金价在 10 月震荡上行。

本月市场研判

■ 供需格局转松能源价格恐将下行，黄金看涨有色将强于黑色

年初以来大宗商品涨跌各半。其中：铁矿石以 28.2% 的涨幅位居首位；布伦特与 WTI 原油分别以 21.4% 和 19.1% 的涨幅位居二三；黄金以 15.9% 的涨幅分列第四；动力煤价格上涨 2.6%；下跌品类以农产品与工业金属为主，铜价下跌 4.0%，小麦价格下跌 3.5%，玉米价格下跌 1.2%；螺纹钢价格下跌 1.0%；大豆价格下行 0.2%。分月度看，大宗商品市场 9 月企稳且略有回升，结束了连续 5 个月的下行趋势。分品类看，9 月表现最好的是铁矿石，涨幅达 8.6%；螺纹钢涨幅为 4.8%；小麦、玉米、大豆价格月涨幅也分别达到 4.9%、1.0% 与 3.7%；能源表现分化，布油与动力煤小涨而 WTI 大跌；金价也出现 2.8% 幅度的回调。与 8 月相比，9 月份大多品类表现明显好转，但黄金与 WTI 表现则显著变差。对于 9 月大宗整体表现好转但能源分化金价回调的情况，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 9 月继续下行，但美国经济韧性仍存。全球经济在 9 月继续下行。美国 8 月 ISM 制造业 PMI 下破 50 跌至 49.1，9 月继续下行至 47.8；Markit 制造业 PMI 也跌至接近 50 的位置。欧元区 8 月制造业 PMI 虽略微回升至 47.0，但 9 月继续下行至 45.7 的新低。日本 8-9 月制造业 PMI 延续下跌趋势，分别为 49.3 与 48.9，其中 9 月持平年内最低水平。英国制造业 PMI 也持续位于 50 的荣枯线水平以下。全球经济景气度在 9 月整体不景气显示出全球经济下行压力仍存，但是美国非农相对平稳叠加 9 月失业率超预期创新低显示美国经济韧性仍存，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市场表现好转，大宗月度的整体表现好转而金价有所回调。

2、中美贸易摩擦迎来缓和。9月，中美贸易局势迎来转机。美方决定将加征2500亿美元商品关税的决定推迟到10月15日，中方则加大了对美国农产品的进口，双方均采取了针对贸易摩擦的缓和举措。中美贸易摩擦有所缓和，且10月中上旬双方谈判代表可能进行会谈，市场对贸易摩擦缓和的预期有所提升。在该背景下，大宗商品市场的风险偏好也有所回升。**中美贸易局势有所缓和是大宗整体上行而金价下跌的另一大原因。**

3、美联储再次降息，内部分歧继续加深。在美联储7月底开启降息之后，联储在9月再次降息25个基点，符合市场预期。但是点阵图显示美联储FOMC内部分歧继续加深，导致市场对年内进行第三次第四次降息的预期受到一定打击。美联储内部对降息态度的分化也导致市场波动加剧。整体上看，**美联储对美国经济的信心仍然较强，市场对降息的预期受到冲击导致工业大宗整体表现较好，而金价有所回调。**

4、美元指数续创新高，油价剧震金价下行。美国在劳动力市场与消费的良好表现下整体尚具韧性，而欧元区经济则继续低迷。在该背景下，美元指数震荡冲高，并一度达到99.7的新高。大宗商品受强势美元压制整体涨幅较小，油价受中东局势升温下沙特油田设备遭袭刺激大涨，而后又因美油库存高企及沙特产能恢复大跌；黄金价格在中美贸易摩擦缓和的背景下受强势美元压制有所下行。

展望后市，全球经济下行的趋势将给市场持续带来压制，全球经济短期企稳回升的概率仍然较低。中美贸易摩擦在特朗普遭弹劾的背景下存在缓和可能，但过程仍会充满波折。美联储在经济下行压力渐增、独立性受损的背景下未来降息分歧可能逐渐降低，继续降息将成为FOMC委员的共同倾向，但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10月有冲高回落的可能。在该背景下，大宗商品价格在10月的整体走势可能继续好转，美元指数的高位回落可能导致金价震荡上行，但工业品与农产品在贸易摩擦尚未显著降温以及全球经济下行的背景下恐难逃弱势。整体看，10月大宗商品投资整体仍需侧重对避险资产的配置。其中：全球经济下行与美元指数高位回落双重利好将给黄金价格带来提振，但贸易局势的好转可能给金价带来短暂冲击；在中美贸易局势波折向好的背景下，国际农产品表现可能优于国内农产品；黑色与有色金属则会在全球经济持续下行的背景下将震荡走弱，供给收缩可能给有色价格带来一定的支撑，而黑色在房地产投资加速下行的情况下恐显著下行，所以有色在10月的表现将好于黑色；受气温回落与用电需求下行冲击的动力煤在10月可能震荡下行，原油价格在供求格局偏松下大概率会震荡下行。

■ 月度配置观点：贵金属>农产品（国际）>有色>农产品（国内）>能源>黑色

大宗商品市场9月在贸易局势缓和的背景下有所企稳并略有回升。展望10月，在全球经济形势持续下行、贸易摩擦波折但存缓和迹象、美联储FOMC降息分歧随经济数据不及预期而逐渐统一的多空交织背景下，大宗整体将以震荡为主，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、供给恢复的背景下将以震荡下行为主；动力煤价格在供给趋稳但用电需求回落的背景下将弱势震荡。玉米、小麦与大豆等农产品价格在中美贸易局势波折的背景下波动加剧，但向好迹象可能导致国际价格表现好于国内价格。有色金属在供给趋紧需求趋弱的背景下可能小幅下行；黑色金属及焦煤、焦炭与铁矿石等钢铁上游原材料价格在需求走弱的背景下大概率震荡下行，环保设备的安装将显著降低生产过程对大气的污染，进而降低供给端的收缩程度。黄金价格在全球经济下行、美元指数可能高位回落的背景下将震荡上行，但贸易局势缓和带来的短期冲击不可避免。整体上看，10月份大宗商品配置价值依次为：贵金属>农产品（国际）>有色>农产品（国内）>能源>黑色。

1、美元指数有望高位回落，大宗价格整体有望继续小幅回升。全球经济在9月继续下行，考虑到美国经济景气度已跌破50并仍在下行，日本、英国及欧元区景气度仍然低迷，全球经济下行态势可能仍将延续。3M与10Y美债收益率倒挂仍在持续，中美经贸摩擦虽有缓和迹象，但欧美贸易摩擦出现升级趋势。以上因素决定了大宗商品的需求面难以全面大幅好转。但美联储内部对货币政策的分歧随着经济数据的低于预期有望趋于统一，美联储年内仍存继续降息的可能，美元指数在该背景下将自高位有所回落，但回落空间不会太大。美元指数的高位回落将导致大宗商品整体小幅回升。

2、供给恢复需求趋弱，10月油价恐震荡下行。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月在沙特遭袭以及美油库存高企的背景下分化加剧。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61.1美元/桶，年内涨幅达21.4%；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54.1美元/桶，年内涨幅达19.3%；两者价差有所拉大。原油库存有所回升，美国原油库存大幅上行，美国石油炼厂开工率显著下行，成

品油库存震荡回升，美油供给偏松；沙特原油产能迅速恢复，油田及加工设备遭袭事件影响已基本过去，OPEC 原油供给整体趋松。原油供给整体边际趋松，考虑到全球经济仍存下行压力，原油需求在中长期恐仍将维持弱势。在供给恢复、需求弱势的背景下，油价 10 月可能震荡下行。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、美元指数可能高位回落，10 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。当前，美元指数已升至 99 左右，在美国经济下行趋势仍存，美联储鸽派态度逐渐清晰化的情况下，美元指数将高位回落；尽管美元指数回落幅度不会太大，但仍将刺激金价在 10 月震荡上行。另外，若中美贸易局势显著缓和，需警惕金价短期下行的风险。

重大事件跟踪

■ 美国经济数据大幅回落，利空风险资产利好避险资产

事件描述：美国制造业 PMI 在 9 月继续下行至 47.8，距离 50 的荣枯线进一步拉大。另外，美国 9 月非农数据不及预期，时薪同比有所回落，但失业率创新低至 3.5%。

点评：①美国制造业景气度进一步下行说明美国经济投资弱势仍将延续，2018 年 2 月开启的税改计划对投资的刺激基本消失，未来美国制造业景气度可能继续下行。②美国劳动力市场数据矛盾，失业率创新低的同时非农不及预期，时薪同比回落，显示出美国制造业投资趋弱背景下给劳动力市场已带来影响，失业率低企更多是依赖消费与服务业的韧性。③由于劳动力市场已有受制造业投资弱势的冲击迹象，美国经济将逐渐从投资弱消费强转为消费投资双弱的态势，美国经济未来一段时间将承受更大的下行压力。在该背景下，工业大宗等风险资产将整体承压，黄金等避险资产将获得提振。

■ 全球地缘局势持续升温，金价中期仍将震荡上行

事件描述：9 月尽管中美贸易摩擦出现边际缓和，且 10 月可能进一步缓和；但是，美欧贸易摩擦升级、中东地缘局势升温、朝美谈判出现破裂、英国脱欧仍陷僵局显示全球地缘局势仍在持续升温。

点评：①中美贸易局势在 9 月出现边际缓和，且 10 月中上旬中美新一轮经贸磋商有望取得进展，这将导致金价等贵金属价格出现短期下行。②但是中期看，美欧贸易局势仍在升级、伊朗问题以及其带来的中东局势升温仍将延续、朝美谈判出现裂痕将导致东北亚局势有升温可能、英国脱欧僵局虽然近期获得了边际进展，但约翰逊对脱欧时限仍不放松，无协议脱欧可能性仍然不低，全球地缘局势并未随着中美贸易局势边际缓和而出现好转，反而有进一步升温的趋势。③美国内部特朗普遭弹劾将导致共和党与民主党的两党纷争迅速加剧，特朗普政府为了打击拜登与民主党，可能在短期主动缓和与中国、俄罗斯等国的摩擦，但同时美国政党间的博弈加剧将降低美国政府对经济逆向调节的效率，美国经济在 10 月可能加速下行。④中美贸易摩擦边际缓和索然利空短期金价，但全球经济下行、地缘局势升温趋势仍在延续，黄金价格中期仍将震荡上行。

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	在供需偏松格局下，油价10月将震荡下行。	— BRENT(美元/桶) — WTI(美元/桶)
供给	偏空	1、沙特原油复产超预期； 2、美国原油增产且OPEC短期减产难超预期。	
需求	偏空	1、全球经济仍在下行通道； 2、中美、韩日等贸易摩擦仍在持续。	
情绪	中性	1、全球贸易摩擦蔓延打压市场做多情绪； 2、美伊博弈下，中东局势依然复杂。	
钢铁	看空	需求弱势下短期限产将给钢价带来一定支撑，但国庆后的冬季限产可能不及预期，钢价将弱势震荡；焦煤、焦炭、铁矿石在该背景下也将偏弱震荡。	— 螺纹钢(元/吨) — 铁矿石(美元/吨) (右)
宏观	偏空	1、国内经济下行压力仍存； 2、房地产投资大概率下行叠加基建提振作用有限致固定资产投资下行压力大。	
供给	中性	1、钢企高炉开工率显著回落； 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	偏空	1、房地产投资恐有所下行； 2、基建投资释放空间不大； 3、汽车产量同比继续大幅负增长。	
有色	偏空	需求弱势下有色10月表现整体偏弱，但供给收缩能带来一定支撑。	— LME金(美元/吨) — LME银(美元/吨) — LME铜(美元/吨) — LME锌(美元/吨) (右)
宏观	偏空	1、全球经济下行压力仍存； 2、中美、韩日等贸易摩擦或致全球经济下行压力加大。	
供给	偏多	全球有色各品种供给整体趋紧。	
需求	偏空	1、全球贸易摩擦蔓延冲击全球制造业供应链； 2、中期全球经济下行前景打压企业投资意愿。	
农产品	中性	农产品走势将分化，海外整体将好于国内。	— 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	中性	1、美国主产区天气有所好转利于农作物生长； 2、气候变化加剧致全球极端天气增多。	
需求	中性	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，但打击了对国内农产品需求； 2、库存消费比：玉米、大豆下行，小麦、棉花上行。	
资金	中性	走势分化：小麦、大豆净多单均回升，玉米则大幅下行。	
黄金	看多	避险需求持续提振下，叠加美元指数将高位回落，看好金价在10月震荡上行。	— COMEX黄金(美元/盎司) — 美元指数(右)
美元指数	偏多	1、美国消费渐显颓势，美元指数可能高位回落； 2、美元指数已达年内最高位，未来下行概率大。	
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，黄金避险需求将持续获提振。	
流动性	偏多	年内美联储仍可能在12月降息一次，金价将获支撑。	

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 (2019.09.30)	年初以来涨跌幅 (2019.09.30)	8月涨跌幅 (2019.08)	9月涨跌幅 (2019.09)	10月趋势 展望
能源	原油(布伦特)	61.1 美元/桶	21.4%	-7.2%	2.9%	↓
	原油(WTI)	54.1 美元/桶	19.3%	-5.9%	-1.9%	↓
	动力煤	585 元/吨	2.6%	-2.2%	0.7%	↓
金属	螺纹钢	3921 元/吨	-1.4%	-7.2%	4.8%	↓
	铁矿石	93.2 美元/吨	28.2%	-27.5%	8.6%	↓
	铜	5728.0 美元/吨	-4.8%	-4.2%	0.9%	↓
	铝	1703.5 美元/吨	-9.4%	-3.6%	-0.5%	↓
农产品	小麦	558 美分/蒲式耳	-3.1%	-4.3%	9.2%	↓
	玉米	405 美分/蒲式耳	-1.5%	-12.9%	3.1%	↑
	大豆	846 美分/蒲式耳	-0.2%	-1.0%	3.7%	↑
贵金属	黄金	1485.3 美元/盎司	16.1%	7.1%	-2.8%	↑

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_9799

