



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所**薛娜**

投资咨询从业资格号:

Z0011417

贵金属分析师

0571-89727545

xuena@nawaa.com

动力不足

摘要

国际黄金今年一季度上涨，二三季度下跌，四季度有所回升。金价走势主要与市场投资情绪密切相关，四季度股市的恐慌情绪、美联储放缓加息的预期是国际黄金价格上涨的主要原因。人民币兑美元汇率四季度波动不大，国内黄金也是上涨。

2019 年一季度美股情绪、美联储加息进程、中美贸易谈判进展、英国脱欧等事件将会对金银价格造成较大的影响。其中预计美联储继续放缓加息、中美贸易谈判将阶段性利多金银；欧洲动荡、美股短期恐慌情绪过度等利空金银。综合来看，国际黄金一季度或将围绕 1250 美元/盎司宽幅震荡。

2019 年全年预计全球股市情绪、美联储加息进程、中国经济增长以及大宗商品趋势等将决定金银的趋势。今年黄金白银的避险属性有限，COMEX 金银与 LME 金属表现出了较强的正相关性，预计 2019 年这种情况改善不会太大，尤其白银库存高企或将令价格承压。

中国需求放缓以及供给侧改革已经持续较长时间或令大宗商品很难出现趋势性上涨行情，在趋势上利空黄金。此外美国经济 2019 年大概率不会陷入衰退，美元指数很难趋势性大跌。因此国际黄金 2019 年趋势大涨动力或不足，全年将震荡小幅下跌，震荡区间（1150，1300）美元/盎司，白银全年或震荡下跌。人民币兑美元一季度或维持窄幅震荡，对国内金价影响不大，全年或出现一定幅度的贬值，小幅利多国内金银价格。

风险提示：

1、美国若爆发危机美联储开始降息，比如 2007 年次贷危机时美联储于 2007 年 9 月 18 日首次降息，令黄金、白银、原油被投机资金炒作暴涨，这种情况在未来两年还是有一定概率发生的，越往后概率越高，届时金银或会再度暴涨。

2、中国调控政策效果显著，需求以及经济增长超预期的好转，这种情况商品可能会出现集体上涨，包括金银。

目录

第 1 章	四季度黄金投资回暖.....	3
1.1.	三季度黄金 ETF 的大量卖出是价格下跌主因	3
1.2.	四季度黄金 ETF 持仓增加	3
1.3.	白银 2017 年产量下降投资需求下降.....	5
第 2 章	2019 年重点关注.....	6
2.1.	美国市场信心是关键.....	6
2.2.	国内首饰消费或上涨 溢价将平稳	13
2.3.	政治动荡或拖累欧元 小幅利空金银.....	16
第 3 章	总结及策略推荐.....	17
3.1.	美元或仍强势 2019 黄金趋势大涨动力不足.....	17
3.2.	白银库存高企 明年或下跌.....	18
3.3.	风险提示	18
南华期货分支机构.....		19

第1章 四季度黄金投资回暖

1.1. 三季度黄金 ETF 的大量卖出是价格下跌主因

三季度黄金总供应量环比增加 8%，同比减少 2%，其中矿产金环比、同比均增加，生产商对冲净减持在三季度维持，表明生产商对金价后市比较看好，回收金环比增加，同比减少 2%。

需求方面，珠宝首饰需求环比增加 10%，同比增加 9%；金币金条总需求环比增加 20%，同比增加 28%；央行购金量三季度环比增加 51%，同比增加 22%。以上数据表明央行购金、实物投资需求、首饰需求在三季度均有明显增加，但 ETF 及类似产品在三季度出现了 103.2 吨的大规模净卖出，是黄金季均价下跌 7%的主要原因。

ETF 及类似产品主要是金融市场尤其是机构投资黄金的工具，2018 年三季度的黄金供需数据进一步表明了黄金价格是由金融市场的投资需求决定的。

表 1.1：黄金季度供需平衡表（单位：吨）

	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18
供应					
矿产金	850.4	883.2	794.0	830.5	875.3
生产商净对冲	8.5	-10.4	32.2	-43.1	-20.0
回收金	319.1	278.5	280.6	291.6	306.3
总供应	1,177.9	1,151.2	1,106.8	1,079.1	1,161.5
需求					
制造业					
珠宝首饰	525.1	617.1	521.9	529.3	584.4
工业制造业	84.3	88.5	82.1	83.3	85.3
总制造业	609.4	705.6	604.0	612.6	669.7
金币金条总需求	232.4	258.4	261.5	247.8	298.1
ETF 及类似产品	13.2	32.5	27.1	33.8	-103.2
央行及其他	121.8	74.4	103.9	98.6	148.4
黄金需求	976.8	1,070.9	996.5	992.9	1,013.0
盈余/赤字	201.1	80.3	110.3	86.2	148.5
总需求	1,177.9	1,151.2	1,106.8	1,079.1	1,161.5
LBMA 黄金季均价（\$/oz）	1,277.9	1,275.4	1,329.3	1,306.0	1,213.2

资料来源：世界黄金协会 南华研究

1.2. 四季度黄金 ETF 持仓增加

与三季度黄金 ETF 大量减持不同，今年四季度黄金 ETF 出现明显增持，其中 SPDR 黄金增持 2.87%，主要 7 只黄金 ETF 总持仓增加 4.73%，表明现货黄金投资市场明显回暖，COMEX 黄金同期价格上涨 3.85%，与 ETF 持仓趋势一致，再次验证了金融市场

黄金投资的重要性。

COMEX 白银四季度价格小幅下跌 0.34%，白银 ETF 明显减持，与价格相关性不强，COMEX 白银库存继续增加 2.85%。

表 1.2：黄金白银 ETF 持仓和 COMEX 交易所库存变动百分比（截止到 12 月 14 日）

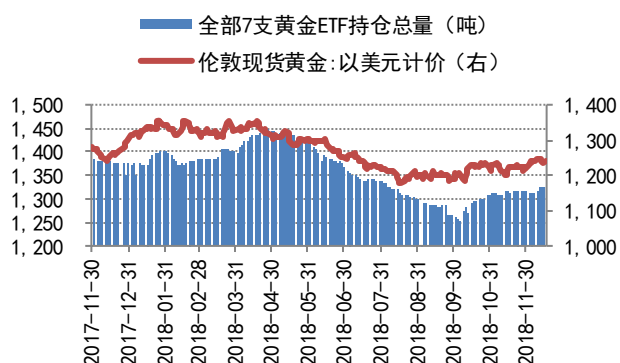
	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18
COMEX 黄金（\$/oz）	3.31	1.76	1.88	-5.67	-4.62	3.85
COMEX 黄金库存	1.40	4.64	-0.90	-5.47	-2.72	0.09
主要黄金 ETFs 持仓	1.58	-0.42	2.00	-2.37	-7.58	4.73
SPDR 黄金持仓	1.43	-3.14	1.03	-3.20	-9.38	2.87
COMEX 白银(\$/oz)	0.33	1.83	-3.80	-1.10	-9.10	-0.34
COMEX 白银库存	5.16	10.72	7.05	5.91	4.99	2.85
主要白银 ETFs 持仓	-2.88	-0.56	-0.70	-0.73	1.84	-2.77
SLV 白银持仓	-3.78	-1.88	-0.50	1.08	3.28	-4.30

资料来源：Wind 资讯 南华研究

COMEX 黄金库存与价格具有一定的正相关性，但是几乎与价格走势同步，对判断价格走势意义不大。而 COMEX 白银库存与价格有一定的负相关关系，近期交易所库存持续上涨。

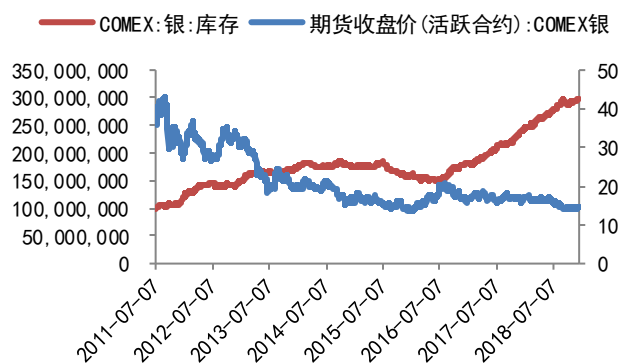
此外 LBMA（伦敦金银市场协会）的金银库存数据也表明，自 2016 年 7 月至 2018 年 8 月的月度黄金库存与以美元/盎司计价的伦敦金上午定盘价相关系数为 0.33，而同期白银库存与以美分/盎司计价的伦敦白银定盘价相关系数为-0.78，LBMA 的白银库存是同期 COMEX 白银库存的 3.84 倍，近几年 LBMA 白银库存也一直处于持续增长的状态。

图 1.1、黄金 ETF 持仓四季度回升



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2、COMEX 白银交易所库存高企并持续增长



资料来源：Wind 资讯 南华研究

那么黄金 ETF 的投资需求与什么有关呢？日常波动主要与美国的经济、政治以及货币政策等有关。另外一个重要的事实是，黄金的趋势与大宗商品趋势基本保持一致，而大宗商品的趋势与中国的供需密切相关，中国商品的供需除了与经济有关外，更与中国政府的相关宏观调控政策密切相关。

回顾 2018 年，国际黄金在去年底美联储鸽派加息后持续上涨，令一季度金价上涨 1.88%，但二三季度美国在经济在减税政策的刺激下表现强劲、美元指数持续走强、市场

乐观情绪高涨以及美联储可能更快加息等因素令国际黄金分别下跌 5.67%、4.62%，四季度美股暴跌、美国经济有放缓迹象、美联储可能放缓加息等因素，令市场避险情绪升温，黄金四季度上涨 3.85%。

但白银四个季度均为下跌，虽然二季度跌幅小于黄金，但持续下跌的走势或因一方面黄金投资需求不强导致白银投资低迷，另一方面白银的库存高企可能对价格构成压力。

1.3. 白银 2017 年产量下降投资需求下降

白银仅有年度供需数据，较为滞后对价格参考意义不大。2017 年白银供应有所减少，主要是矿产银产量有所减少。需求方面，珠宝首饰、银器和工业制造有所增加，银币和银条需求有所减少，可能与价格下跌导致投资需求减少有关。工业制造中，光伏电池需求继续大幅增加，环氧乙烷需求大幅减少。

表 1.3：白银年度供需平衡表（单位：百万盎司）

	2013	2014	2015	2016	2017
矿产银	823.3	867.8	895.1	888.6	852.1
净官方部门	7.9	..	..	..	..
回收银	191	165.4	141.1	139.7	138.1
净对冲供应	-34.8	16.8	7.8	-18.9	1.4
总供应	987.4	1050	1044	1009.4	991.6
珠宝首饰	220.6	226.4	226.7	205	209.1
银币和银条	241.1	234.1	292.1	207.8	151.1
银器	59.3	61.2	63.2	52.4	58.4
工业制造	604.6	596.3	583.2	576.8	599
电子电器	266	263.9	246	233.9	242.9
钎焊合金和焊料	63.7	66.7	61.5	55.3	57.5
摄影	50.5	48.5	46.6	45.2	44
光伏电池	55.9	51.8	59.2	79.3	94.1
环氧乙烷（杀菌等）	7.7	5	10.2	10.2	6.9
其他工业应用	160.8	160.6	159.8	152.9	153.7
总实物需求	1125.6	1118	1165.3	1041.9	1017.6
实物盈余/赤字	-138.2	-68	-121.3	-32.5	-26
ETF 库存构建	2.5	1.4	-17.8	49.8	2.4
交易所库存构建	8.8	-5.3	12.6	79.8	6.8
净平衡	-149.5	-64	-116.1	-162.1	-35.2
白银价格（US\$/oz）	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05

资料来源：Thomson Reuters 南华研究

第2章 2019 年重点关注

2.1. 美国市场信心是关键

2019 年美国市场信心仍然是关键，其中美国经济表现、美股市场情绪、美联储加息步伐、美国财政政策以及贸易政策等预计都将会对国际金银价格造成影响。

2.1.1. 四季度市场恐慌 经济轻微放缓

如表 2.1 所示，美元指数在 2018 年仅一季度出现下跌，随后三个季度均走强，四季度更是上涨 2.43%，四季度 10 年期国债收益率下降 17 个基点，同时四季度美股指数普遍大跌，其中纳指下跌 14.11%，跌幅居首，标普 500 波动率指数四季度大幅上涨。标普 500 金融行业指数四季度跌幅达到 12.54%，表现差于综合指数，全年更是下跌 13.63%，远差于标普 500 综合指数以及纳指和道指，尽管 2017 年四季度金融行业指数表现好于综合指数。此外 CRB 指数在原油的带领下，四季度下跌 7.61%，全年下跌 6.99%。

四季度数据表明，金融市场恐慌情绪明显，股票作为风险资产遭到抛售，美国国债、美元指数以及黄金价格出现了上涨，都体现出了避险属性。究其根源，四季度金融市场的恐慌情绪来自于美联储持续加息以及贸易摩擦对经济影响的担忧、减税等政策的影响消退而中期选举令新的刺激政策很难出台等。另外金价的上涨，部分是由于市场预期美联储将放缓加息步伐。

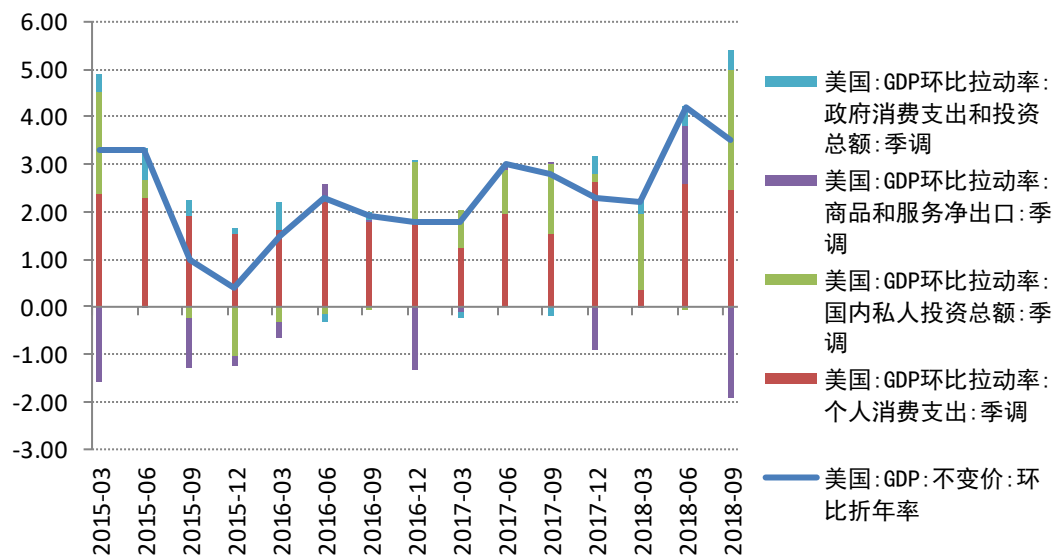
表 2.1：美国 2018 年四季度金融市场恐慌情绪明显%（截止到 12 月 14 日）

	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	18 年至今
COMEX 黄金主力收盘价	1.76	1.88	-5.67	-4.62	3.85	-4.82
COMEX 白银主力收盘价	1.83	-3.80	-1.10	-9.10	-0.34	-13.81
美元指数	-1.02	-2.14	4.79	0.70	2.43	5.77
10 年期国债收益率（基点）	7	33	12	20	-17	48
纳斯达克综合指数	6.27	2.32	6.33	7.14	-14.11	0.11
道琼斯工业平均指数	10.33	-2.49	0.70	9.01	-8.91	-2.50
标普 500 综合指数	6.12	-1.22	2.93	7.20	-10.78	-2.76
标普 500 波动率指数(VIX)	16.09	80.89	-19.43	-24.67	78.47	95.92
标普 500 金融行业指数	8.12	-1.38	-3.58	3.86	-12.54	-13.63
CRB 指数	5.89	0.77	2.57	-2.61	-7.61	-6.99

资料来源：Wind 资讯 南华研究

GDP 数据具有滞后性，一般只能作为验证指标。一季度美国金融市场表现不佳，对应的 GDP 增速有所下滑；二季度金融市场表现良好，二季度 GDP 也达到 4.2%；三季度 GDP 有所回落，但金融市场表现十分良好；四季度金融市场恐慌情绪明显，预计四季度 GDP 可能会出现下滑。

图 2.1：2018 年三季度美国 GDP 增速有所回落



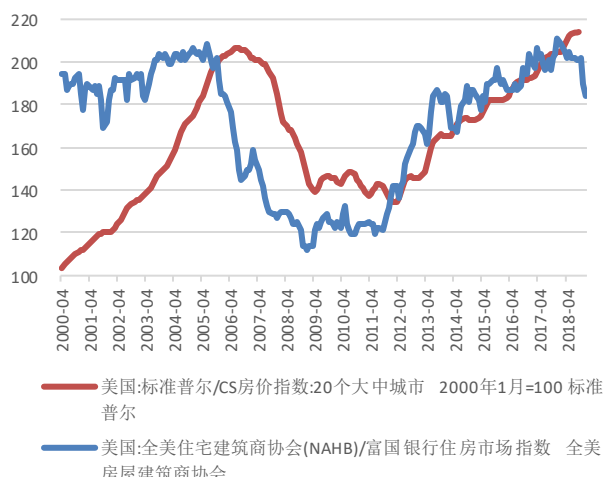
资料来源：Wind 资讯 南华研究

如图 2.2 和图 2.3 所示，美国近期房价涨幅略有放缓，住房市场指数明显放缓，成屋销售、新建住房销售、已获批等数据近期略有放缓，主要受到房价高企以及美联储持续加息的影响。

结合图 2.6 中长期房地产市场数据来看，在前一轮经济周期中，房地产市场数据的峰值普遍出现在 2005-2006 年，其中房价和建造支出指标较为滞后，2007 年中仍保持在高位。目前美国房地产市场还是相对健康的，但先行指标已经有所放缓，2019 年预计房地产市场压力较大，房价可能出现拐点。

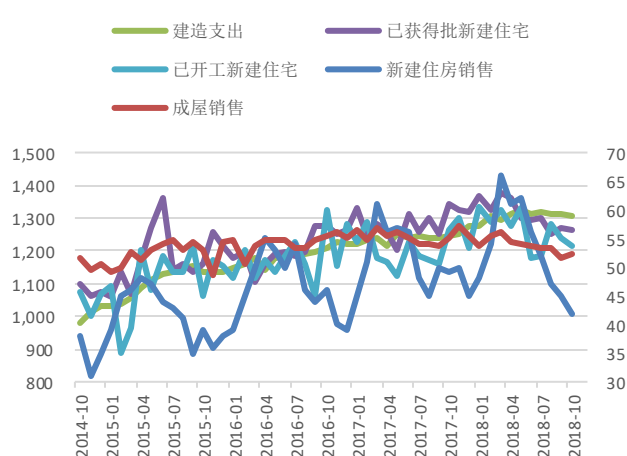
目前 ISM 和 Markit 制造业和服务业 PMI 走势表现出了分化，但制造业新订单表现基本良好，零售销售同比数据也处于较好状态。

图 2.2、房价略停滞住房市场指数明显放缓



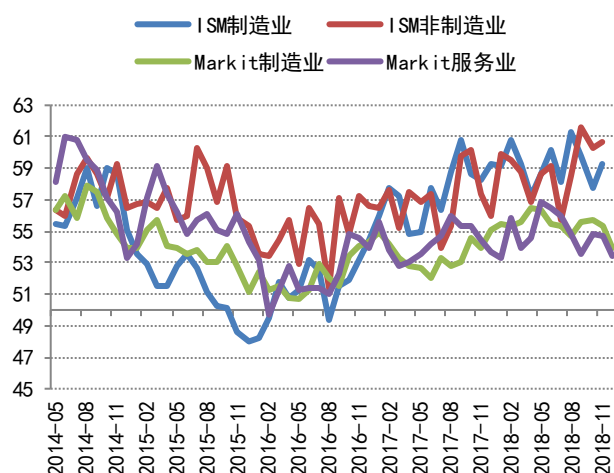
资料来源：全美房屋建筑商协会 标准普尔 南华研究

图 2.3、房地产指标趋势向上但部分数据有放缓



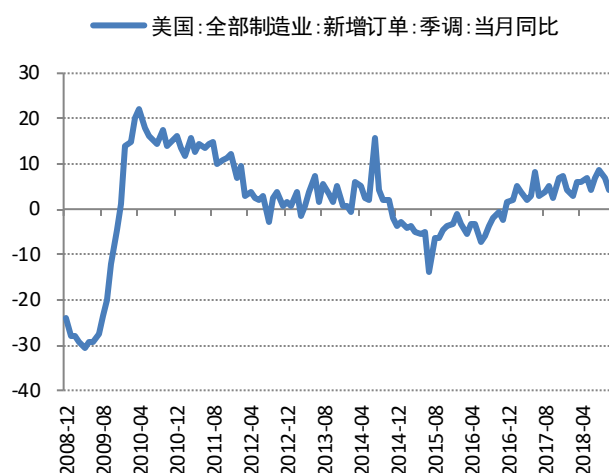
资料来源：美国商务部 全美地产经纪商协会 南华研究

图 2.4、PMI 出现分化



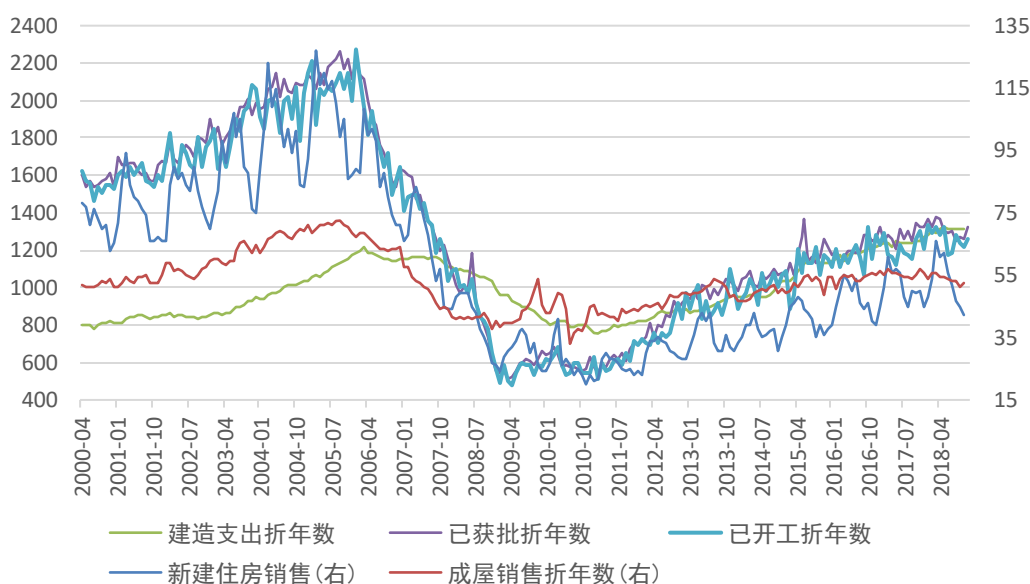
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.5、制造业新订单表现基本良好



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.6：前一次房地产数据高点普遍出现在 2005–2006 年



资料来源：Wind 资讯 南华研究

以上图表数据显示出，美国近期经济表现基本良好，房价略放缓，部分房地产指标有所下滑但不影响大局，PMI 表现出分化，此外消费者信心全年都处于较高的位置，密歇根大学消费者信心指数 2018 年均值为 98.37，创自 2000 年以来最高。

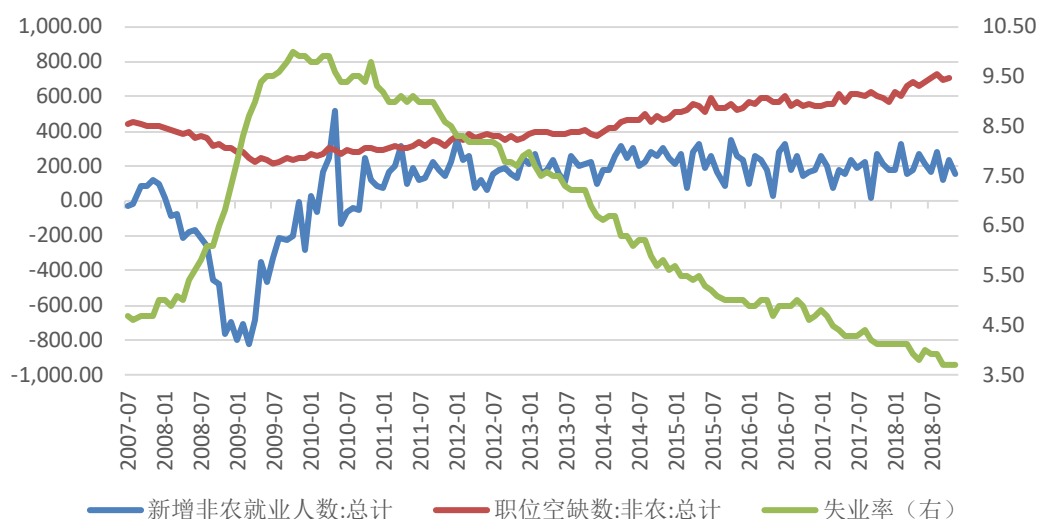
经济数据表明总体经济扩张仍然较为强劲，而金融市场在四季度的表现具有明显的前瞻性和高波动性。

2.1.2. 美联储加息路径是关键

近期美国就业市场表现强劲，非农就业人数保持在较高水平，2018 年前 11 个月平

均每月增加 20.6 万人，职位空缺维持在高位，失业率降至 3.7%，处于充分就业的状态。

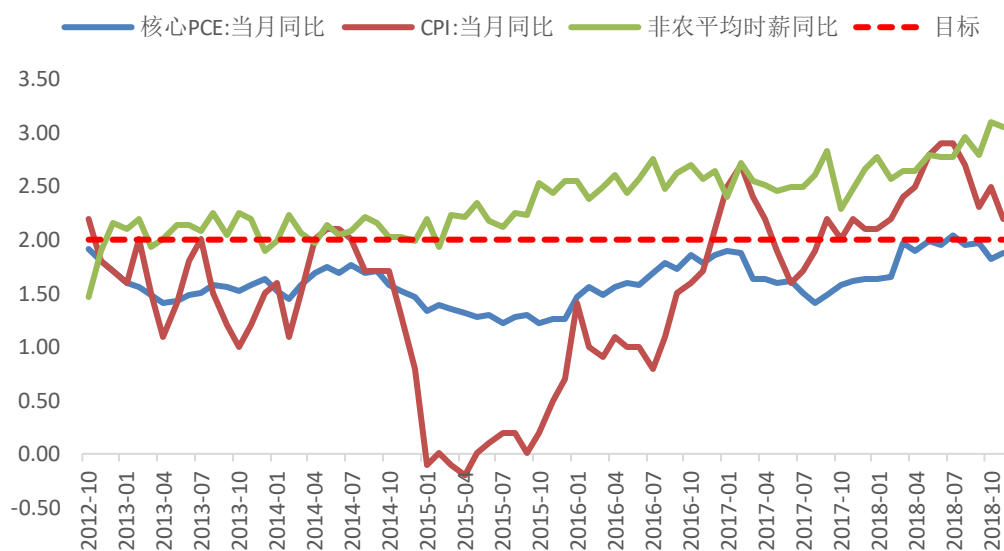
图 2.7：非农就业人数保持高水平、职位空缺维持高位、失业率低于 4%



资料来源：Wind 资讯 南华研究

近期美国的 CPI 同比有所下滑，核心 PCE 物价指数同比 11 月小幅回升，非农平均时薪同比较高。极低的失业率没有带来核心通胀率的上升，近期菲利普斯曲线效应不明显。

图 2.8：近期美国通胀率有所下滑



资料来源：Wind 资讯 南华研究

美联储 12 月 FOMC 会议前，因部分经济指标表现不佳、美联储官员表态偏鸽、美股大跌以及美国总统屡次批评美联储加息政策等因素，市场对美联储的宽松期望很高，甚至认为美联储会停止加息。

事实上本次会议如期加息 25 个基点，2019 年的加息次数预测中位数由前次的 3 次

下调至 2 次，鲍威尔称，美联储已达中性利率区间底端，决策不受政治影响，海外经济放缓和金融市场波动增加并未从根本上改变美国经济前景，同时表示缩表未明显干扰市场，未来缩表步伐不变等。美联储的宽松不及预期，美股和金银均在会议声明和新闻发布会之后出现下跌。

本次会议上，美联储在经济预测中下调了今明两年的实际 GDP 增速，上调了 2020 和 2021 年的失业率，下调了今明两年的通胀率并全线下调了核心通胀率，下调了明年及以后的加息次数预测，长期利率也下调了 0.2%。这些调整表明美联储对未来通胀并无担心，对经济增长乐观程度下降。

美联储本次的加息令美债收益率曲线继续趋平，并令 2 年期和 5 年期美债收益率再次出现倒挂。长短期美债收益率曲线出现倒挂往往被认为是经济衰退的先行指标。

表 2.2: 美联储 12 月份 FOMC 会议发布的“经济预测概要”表格

	中位数				
	2018	2019	2020	2021	更长期
实际 GDP 的变化	3.0	2.3	2.0	1.8	1.9
9 月预测	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8
失业率	3.7	3.5	3.6	3.8	4.4
9 月预测	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5
PCE 通胀率	1.9	1.9	2.1	2.1	2.0
9 月预测	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
核心 PCE 通胀率	1.9	2.0	2.0	2.0	
9 月预测	2.0	2.1	2.1	2.1	
备忘录：预计适当的政策路径					
联邦基金利率	2.4	2.9	3.1	3.1	2.8
9 月预测	2.4	3.1	3.4	3.4	3.0

资料来源：美联储 南华研究

经济数据、美联储以及市场达成的共识是通胀未来没有压力，并且可能下滑，就业良好，全球以及美国未来经济增长将放缓。其中金融市场恐慌情绪更明显，期货市场认为美联储有可能在 2020 年降息，甚至最早在 2019 年末就可能降息，美联储基于经济数据的预测显然更乐观。

目前美联储已经加息了 9 次至较高位置，美债收益率曲线趋平并且出现倒挂，基于经济周期的理论，2019 年美国经济将处于扩张的末期，可能接近衰退。但是本轮经济复苏周期更长，各国政府对经济的干预更多，与 2008 年之前金融风险积聚在房地产市场不同，很多数据表明目前美国的金融杠杆比例更低，并且更广泛的领域存在金融风险。因此预计未来的衰退可能也是比较分散而漫长，并且政府和央行也将会有更多的动作以应对可能的衰退，最终可能造成资产价格膨胀更为严重。

表 2.3: 2019 年 FOMC 议息会议时间表

时间（美国东部时间）	决议内容
1 月 29-30 日	声明、预测、主席新闻发布会
3 月 19-20 日	声明、预测、主席新闻发布会

4月30日-5月1日	声明、预测、主席新闻发布会
6月18-19日	声明、预测、主席新闻发布会
7月30-31日	声明、预测、主席新闻发布会
9月17-18日	声明、预测、主席新闻发布会
10月29-30日	声明、预测、主席新闻发布会
12月10-11日	声明、预测、主席新闻发布会

资料来源：FED 官网 南华研究

2019 年美联储将在每次 FOMC 会议后均公布经济预测概要并举行主席新闻发布会，改变了以往只有季月才如此的惯例，这将令任何一次会议加息都成为可能。美联储若坚持鹰派将打击市场，若偏向鸽派则将令股价、房价继续上涨，预计美联储年内将只加息 1 次，偏鸽派的立场未来是利多金银的最主要因素。

美联储以就业和通胀为法定目标，预计 1 月不会加息，3 月加息的概率也不高，未来每次 FOMC 会议前，关于美联储放缓甚至暂停加息步伐的预期将是利多金银的主要因素。

2.1.3. 财政政策较关键 还需关注美总统和美元指数

很难出台大规模刺激政策

2018 年的中期选举令美国参议院和众议院分别由共和党 and 民主党把持，2019 年国会形成了两党对峙的局面，从而大大增加了美国总统再次推出大规模刺激性财政政策的难度，这也是市场担忧美国经济下滑的原因之一。

不过目前市场对于经济的担忧可能过度了，减税的刺激作用消失的未必那么快，同时特朗普总统还是比较执着的，边境墙还是有可能建造的，这将会对美经济有一定的提振，另外其他刺激性政策还是有一定概率推出的。2019 年美国总统可能将精力更多的放在对外贸易等总统权力较大的领域。

事实上 2017 年底通过的减税政策在刺激美国经济超预期增长的同时，也令美国财政赤字不断扩大，叠加美联储加息加重了利息负担，2018 年美国发行的国债总额创出历史新高，较 2017 年增长了 22%，而 2017 年美国未偿国债余额占 GDP 比例为 103.9%。

不过基本上美国的国债问题不是问题，一方面因为都是本币债务，美联储可以帮助解决；另一方面不止美国，几乎每个国家都存在规模庞大的国债，比如日本 2017 年末的未偿国债余额占现价 GDP 比重为 173%。

此外因为债务上限的问题，美国不时会面临政府关门的危机，但这是参议院、众议院与总统之间博弈的结果，对美国主权信用违约掉期（CDS）影响比较大，对金融市场的打击并不大。2018 年美国政府关门了三次，由于分歧较大，预计 2019 年美国可能将面临更多次的关门危机，短期可能会对市场有一定的影响。

贸易摩擦有望缓解 利空美元指数利多金银

2018 年 4 月 3 日，美国贸易代表办公室依据“301 调查”结果公布了对自中国进口的价值 500 亿美元商品加征 25% 关税的清单，自 7 月 6 日开征。7 月份又发布对中国价值 2000 亿美元输美商品加征 10% 关税的清单，并且后续威胁 2019 年元旦后将关税提升至 25% 以及再对价值 2750 亿美元输美商品加征关税。中国被动以等额关税还击

并向 WTO 提起诉讼，中美贸易摩擦不断升级。

2018 年不止对中国，美国从年初开始就同时对欧盟、加拿大等很多国家都发动了加征关税的措施，并最终与墨西哥以及加拿大达成了更有利于美国的新北美自由贸易协议，与欧盟也达成了原则性的协议。

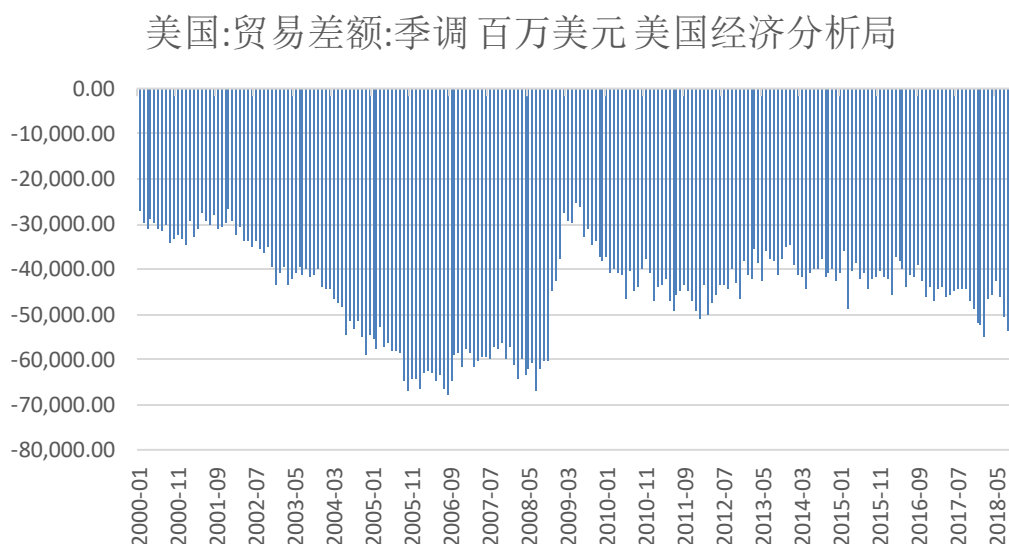
美国在 2018 年发动的单边贸易措施，对全球尤其是中国的金融市场情绪、出口经济造成了很大的影响。

中美领导人在 2018 年 12 月 1 日 G20 峰会期间会晤并达成共识，停止升级关税等贸易限制措施，包括不再提高现有针对对方的关税税率，及不对其他商品出台新的加征关税措施。

中美双方代表将在此后的 90 天内进行谈判，预计 2019 年一季度，中美贸易谈判的进展将会对国际以及中国金融市场产生较大的影响。鉴于美股大跌、美国经济有放缓迹象、美联储坚持加息等因素，中美贸易谈判还是有很大概率达成协议的，届时或将提振股市、打击美元指数，利多人民币汇率和国际金银。

另外美国主动挑起的贸易摩擦号称是以缩减贸易逆差规模为目的的，但实际上贸易摩擦打击了出口国的经济和汇率，叠加美国经济表现强劲，美元指数持续上涨，令美国的贸易逆差不降反增，如图 2.10 所示。

图 2.9：美国贸易逆差创出 2008 年以来的新高（百万美元）



资料来源：美国经济分析局 南华期货

美元指数较难持续性下跌

国际金融市场以及美联储普遍认为 2019 年美国经济增长将放缓，但美联储加息叠加美元汇率强势，非美国经济增长前景更为暗淡。美元指数反映的是美国相对其他主要发达经济体经济增长、资本吸引力的相对指标，其中欧洲经济增长、货币政策、政治等对美元指数的走势影响较大。

2019 年若欧洲央行加息则将利多欧元利空美元，但欧洲面临着较大的民粹政治挑战，包括英国脱欧、法国危机等，经济很难有明显的好转。2019 年美国总统特朗普的外交、对外贸易政策将继续以美国为中心，这将打击其他国家汇率，令美元指数走强。

综上所述 2019 年美元指数较难持续下跌，对国际黄金难以构成持续性的上涨动力。

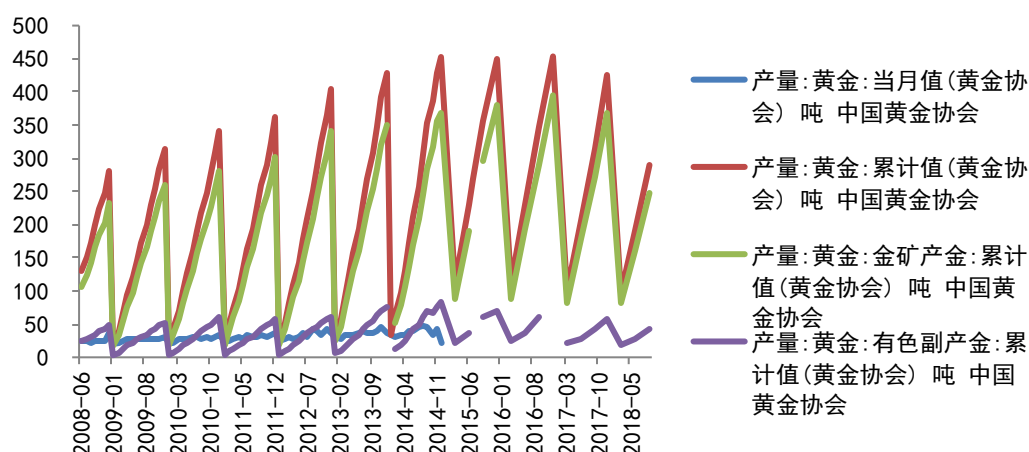
2.2. 国内首饰消费或上涨 溢价将平稳

2019 年国内主要还是看人民币对美元汇率的走势以及国内金银供需，这将决定国内金银价格的走势。

2.2.1. 前三季度国内黄金产量下降消费增长但溢价平稳

据中国黄金协会的统计，前三季度中国黄金产量累计同比下降 7%，其中金矿产金量下降 9%，有色副产金产量增加 4%。黄金产量下滑部分受到供给侧结构性改革的影响。

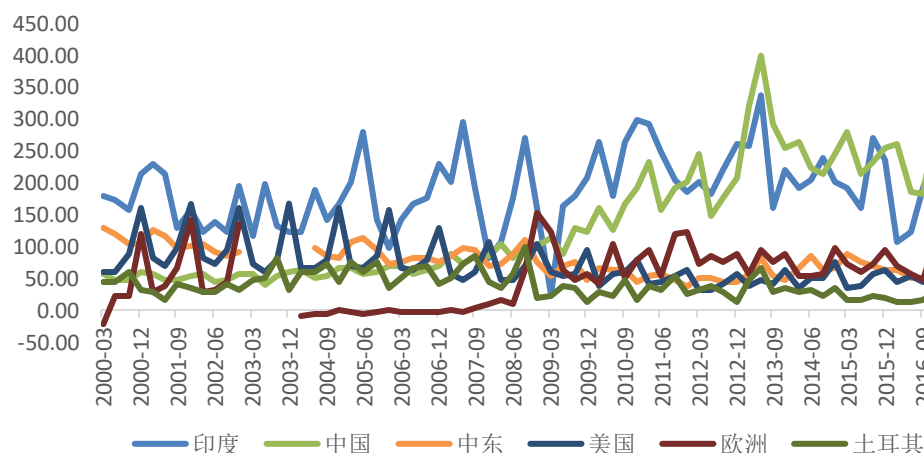
图 2.10: 2018 年前三季度中国黄金产量同比下滑 7%



资料来源: 中国黄金协会 南华研究

目前中国的黄金消费量位居世界第一，其中很大一部分依赖进口，对全球黄金需求的影响明显在提升，对价格的影响力也在提升。印度消费量排名第二，欧洲、中东、美国等消费量排名靠前。

图 2.11: 各国黄金消费需求总计 (单位: 吨)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

今年前三季度中国黄金消费量同比增长 4%，大中华区增长 5%，印度消费量同比几乎未变。其中中国的珠宝首饰需求增长 7%，大中华区增长 8%，而零售净投资需求均下滑 2%，印度也是珠宝首饰需求增长 2%，零售净投资下滑 3%。未来随着生活水平的提高，预计黄金珠宝首饰需求仍然有提升的空间，而零售净投资需求与价格走势有关，也与国内宏观环境、投资环境甚至汇率走势有关。

国内黄金消费大量依赖进口，国内黄金增值税采用即征即退的政策，因此当进口通畅的时候，国内黄金价格通常仅比国际黄金价格略高一点点。国内黄金现货黄金(T+D)与外盘以人民币/克计价的现货黄金收盘价之差，在 2017 年平均为 2.07 元/克，截止到 12 月 21 日，2018 年平均为 1.37 元/克，价差有所下降。今年全年价差总体比较平稳，前三季度均小幅回落，四季度价差较三季度小幅上升。不过收盘时点不同，价差可能存在较大的误差。

前三季度国内黄金产量下降消费量增加，但国内黄金价格相对于外盘并未出现显著的溢价上升，主要与黄金进口通畅、人民币汇率预期比较稳定等有关。

2.2.2. 明年人民币贬值压力不大 黄金溢价或平稳

2018 年人民币兑美元有所贬值 国内金银表现好于外盘

国内金银四季度表现较外盘更好，而人民币兑美元的汇率在四季度波动并不大，主要还是与内外盘收盘时间差有关，上面国内外黄金现货价差变动并不大，国内外黄金期货价差波动也不大。

从全年来看，汇率的影响就非常显著，由于人民币对美元的贬值幅度接近 6%，导致人民币计价的国内金银表现远好于外盘，国内黄金期货小幅上涨 0.92%，COMEX 黄金全年下跌了 4.82%，国内白银期货下跌 8.01%，好于外盘下跌 13.81%。

今年二三季度人民币兑美元虽然出现了比较大幅度的贬值，但是并未出现恐慌性的预期，在黄金市场的表现就是市场并未出现抢购黄金对抗人民币贬值的现象，也并未出现担忧人民币贬值压力导致黄金进口审批受限从而令国内黄金溢价大幅上升的现象。并且四季度人民币兑美元的汇率稳定在 7 附近很窄的一个区间内波动，汇率预期比较稳定，政府的调控能力也得以体现。

表 2.4：中国贵金属市场四季度表现好于外盘%（截止到 12 月 14 日）

	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	18 年至今
上期所黄金主力收盘价	-0.39	-2.43	0.13	-2.39	5.83	0.92
上期所白银主力收盘价	0.23	-7.24	3.97	-7.34	2.94	-8.01
美元兑人民币：即期汇率	-2.03	-3.40	5.31	3.88	0.23	5.92

资料来源：Wind 资讯 南华研究

明年减税降费有助于黄金首饰消费

中国经济的超高速增长被 2008 年的全球金融危机打断，之后在 4 万亿、以及全球央行降息+QE 的强刺激下快速反弹，然后就始终面临着经济增速断崖式下跌的硬着陆风险，中国政府一直在推出针对性的政策令经济增速有控制的缓慢下行，实现软着陆并主动调整经济结构进行转型升级。从 GDP 的走势来看，效果还是很显著的。

但是另一方面，政府积极调控的后果就是资产价格膨胀此起彼伏。2008 年的四万

亿推动大宗商品、A股、房价在2009年全面上涨，12-13年房价大涨，之后房地产的调控令A股在14-15年暴涨。2015年末到2016年初提出的供给侧结构性改革政策——去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，推动大宗商品和A股总体出现一波趋势性上涨，房地产作为高库存行业同样受益匪浅，房价再一次大涨，居民杠杆率持续上升。2017年的主题是金融去杠杆和严监管，令房价增速下滑。供给侧改革也令GDP在2016年-2017年企稳并出现小幅回升。

2018年去杠杆、严监管叠加美国主动挑起的贸易摩擦令A股大跌，为应对经济下行压力，央行在4月、7月和10月分别下调了三次准备金率，令房价同比增速在下半年呈上涨趋势，同时全国房地产开发业综合景气指数也在4月见底回升维持在高位。

12月19日在美联储加息前夕央行推出定向降息工具：定向中期借贷便利(TMLF)，定向支持金融机构向小微企业和民营企业发放贷款，资金可使用三年，优惠15个基点。此举表明央行政策在放宽，但具有较强的针对性。

12月21日结束的中央经济工作会议提出，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债务规模；稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。

市场预计2019年基建将发力为经济托底，个税减免有望刺激消费，同时将有数次降准，甚至会降息来降低融资成本，企业增值税也有望进一步下调。

自2011年1月至2018年11月，国家统计局公布的70大中城市新建商品住宅价格指数当月同比，与沪深300指数月收盘价同比，两者的相关系数为-0.48，表明了房价与A股股价有一定的负相关性，背后的逻辑应该是资本流动导致的投资替代性。

总结中国资产价格的规律可以发现，除了系统性下跌之后的反弹之外，货币宽松首先利的是房价，房地产调控严格房价下跌时，可能导致A股指数暴涨，经济好转时A股指数也会上涨。

明年货币宽松首先利好房价。本次中央经济工作会议提到房地产“因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任”，目前已经有部分城市放宽了房地产限制措施，预计2019年各城市间将出现分化，货币政策的针对性以及城市政府的主体责任可能令房价总体涨幅受限。

今年三季度GDP下滑至6.5%，由于全球经济增长放缓影响外需，供给侧改革已经开展了一段时间边际效果减弱，预计2019年中国经济增长压力较大，GDP或进一步下滑，总体不利于A股企业盈利和股价。中央经济工作会议还提到设立科创板试点注册制，届时短期可能带动A股出现一波上涨，若下调企业相关税费也将短期利多A股和港股。

一季度重点关注中美贸易谈判，预计大概率将达成部分贸易协议，局部贸易摩擦仍将长期存在，贸易协议的达成短期将利多A股和人民币兑美元汇率。今年贸易摩擦出乎市场意料之外，因此对市场冲击较大，未来中美贸易摩擦可能成为常态化，对汇率以及股市的冲击将减弱。明年美联储加息放缓将令人民币贬值压力减弱，因此预计一季度人民币兑美元汇率仍在7附近震荡，全年可能跌破7，但贬值幅度预计不会太大。

2019年供给侧结构性改革可能仍将限制国内黄金的产量；同时个税减免将有利于黄金首饰消费；明年人民币贬值压力不强，国内通胀率不高，房价可能回暖，黄金零售投资需求可能仍然不高。预计2019年国内黄金较外盘的溢价仍将维持在较低的水平。

2019年房地产市场的回暖或将支撑部分相关大宗商品的需求，从而令商品走势出现分化，但全球经济增长放缓或令大宗商品总体很难趋势上涨。

2.3. 政治动荡或拖累欧元 小幅利空金银

欧元区四季度市场表现非常差，股票指数普遍大幅下跌，尤其是前期表现强劲的股指，比如德国和法国，跌幅都超 11%，西班牙股指跌幅反而较小。年度来看，德国下跌 15.88%，比欧盟斯托克 50 价格指数表现更差。法国股指年度表现相对较好。

国债市场表现相反，四季度德国 10 年期国债收益率下跌 22 个基点，跌幅在主要国家中最大，主要是避险需求推动，年度来看也是德国跌幅最大。而意大利因民粹政党上台等因素年度 10 年期国债收益率大幅上涨 92 个基点。希腊年度上涨 13 个基点，市场认为其国债违约风险不高。

欧元兑美元四季度贬值 2.51%，年度贬值 5.9%。从股市表现上看，欧元区远不及美国市场，经济数据也是如此，此外美联储年内加息了 4 次，欧洲央行只是退出了 QE，距离加息还有一段时间，这些都是欧元贬值的原因。

表 2.5：欧元区 2018 年四季度市场表现较差%（截止到 12 月 14 日）

	Q4'17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	18 年至今
欧洲股市						
欧盟斯托克 50 价格指数	-2.53	-4.07	1.01	0.11	-9.02	-11.74
德国 DAX30 指数	0.69	-6.35	1.73	-0.48	-11.28	-15.88
法国 CAC40 指数	-0.32	-2.73	3.02	3.19	-11.65	-8.64
意大利富时 MIB 指数	-3.71	2.55	-3.50	-4.23	-8.70	-13.46
西班牙 IBEX35 指数	-3.25	-4.42	0.23	-2.43	-5.36	-11.53
10 年期国债收益率(基点)						
德国	-4	7	-20	17	-22	-18
法国	4	-6	-6	14	-9	-7
意大利	-10	-23	89	47	-21	92
西班牙	-4	-40	16	18	-9	-16
希腊	-155	20	-36	22	6	13
汇率						
欧元兑美元	1.58	2.73	-5.38	-0.70	-2.51	-5.90

数据来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

2019 年 3 月 29 日是英国正式脱欧的时间，因此一季度市场需要重点关注英国脱欧的进程，目前英国和欧盟都在为英国无协议脱欧做准备，预计届时将对欧元美元汇率产生较大影响，进而影响到国际金银价格。

法国“黄马甲”抗议活动自 11 月开始，在法国总统两次妥协（分别是宣布延迟后放弃上调燃油税、一系列减税加薪福利措施）之后抗议人数减少，事件有所平息。但法国警察工会联盟近日宣布了抗议活动，抗议进一步削减警察预算，若元旦前情况没有改善，将采取进一步行动。预计法国 2019 年预算赤字可能扩大，并与欧盟的约束产生冲突，进而打击欧元汇率。

意大利民粹政府日前与欧盟就预算案达成协议，短期提振了欧元。

2019 年还有一个重要事件就是欧洲央行行长德拉吉任期将在明年 10 月到期，德拉吉偏鸽派，预计继任者可能是像德国央行行长魏德曼类似更加鹰派的人士，届时可能会对欧洲央行货币政策产生一定的影响，预计行长人选短期将对市场对欧元汇率产生一定的影响，从而影响到国际金银价格，但由于央行机制以及经济数据原因预计中长期影响不大。

综合来看，欧洲民粹主义抬头，英国脱欧艰难，法国还面临暴乱抗议以及总统下台的政治风险，可能拖累经济增长，另外欧洲的经济周期同样处于扩张的末期，尽管欧央行还没来得及加息，欧元兑美元预计震荡小幅贬值，小幅利空国际金银。

第3章 总结及策略推荐

3.1. 美元或仍强势 2019 黄金趋势大涨动力不足

2018 年美国一枝独秀，近期部分数据有轻微放缓，资本市场在四季度表现出了明显的恐慌情绪。欧洲和日本经济下半年也出现了明显下滑。新兴市场受到美联储加快加息和强美元影响经济增长明显降速，资产“血流成河”。

国际黄金今年一季度上涨，二三季度下跌，四季度有所回升。金价走势主要与市场投资情绪密切相关，四季度股市的恐慌情绪、美联储放缓加息的预期是国际黄金价格上涨的主要原因。人民币兑美元汇率四季度波动不大，国内黄金也是上涨。

2019 年一季度美股情绪、美联储加息进程、中美贸易谈判进展、英国脱欧等事件将会对金银价格造成较大的影响。市场目前的关注焦点由经济复苏转为经济何时见顶以及美联储何时停止加息，这种担忧和猜测预计将是明年的主题，将阶段性利多金银；一季度预计中美贸易谈判进展将取得一定的进展，利空美元指数利多金银；英国无协议脱欧的预期和欧洲的政治动荡将在一季度利空英镑、欧元，利多美元利空金银。

预计国际黄金一季度或将围绕 1250 美元/盎司宽幅震荡，上方压力位 1300 美元/盎司。

2019 年全年预计全球股市情绪、美联储加息进程、中国经济增长以及大宗商品趋势等将决定金银的趋势。

美国处于经济扩张周期的末期，预计经济增长放缓将令美联储进一步放缓加息步伐，2019 年可能只会加息一次，是阶段性利多金银的重要因素。但预计美国经济在 2019 年不会陷入衰退，虽然经济增长放缓但相较其他国家仍相对强势，美股的暴跌年内或不会持续，这些将为美元提供支撑。另外国会遇阻，美国总统特朗普 2019 年外交动作将更加频繁，鉴于其贸易保护主义的倾向，2019 年即使达成部分协议，与中国、欧洲的贸易摩擦或仍将较频繁，这将继续打击非美货币，令美元指数阶段性走强，利空国际金银。此外美国撤军叙利亚的决定，也将打击欧洲政治、经济和市场信心，长期来看，将利空欧元利多美元。因此 2019 年美元指数很难出现持续性下跌。

另外金融市场中避险资产首选一般为美国国债、美元，黄金的避险属性只是偶尔得到发挥。计算 COMX 黄金与 LME 金属指数的相关系数，在 2018 年达到了 0.88，与 LME 锌和锡的相关系数更是达到了 0.93，这表明今年黄金的避险属性有限，而商品以及金属属性在 2018 年体现的更为明显，预计明年黄金避险属性可能有增强，但也有限。中国需求放缓以及供给侧改革已经持续较长时间或令大宗商品很难出现趋势性上涨行

情，在趋势上利空黄金。

因此国际黄金 2019 年趋势大涨的动力或不足，全年将震荡小幅下跌，震荡区间（1150，1300）。人民币兑美元一季度或维持窄幅震荡，对国内金价影响不大，全年或出现一定幅度的贬值，小幅利多国内金银价格。

3.2. 白银库存高企 明年或下跌

白银在 2018 年表现比黄金明显更加弱势，一方面因为黄金本身表现并不强，市场投资情绪较弱，白银的投资需求一般跟随黄金并且会放大，2018 年白银的投资需求也处于较弱的状态。另一方面或因白银库存高企，不管是 COMEX 白银库存还是 LBMA 的白银库存，都处于较高的位置，并且与白银价格表现出了较强的负相关性。

回溯 2018 年的行情，国际白银的价格走势与 LME 基本金属相关性更大，尤其是 LME 金属指数、铅、铜和锌，甚至超过与黄金的相关性，白银在 2018 年更多的表现出了金属的属性。

预计这种属性在 2019 年将得到延续，结合白银的高库存以及中国需求或将放缓，预计 2019 年白银表现将较黄金更弱，全年或继续震荡下跌。

表 3.1: 2018 年 COMEX 白银与黄金以及 LME 金属的相关系数（截止到 12 月 21 日）

	黄金	LME 金属指数	铜	铝	锌	铅	镍	锡
相关系数	0.90	0.94	0.93	0.76	0.91	0.94	0.67	0.88

资料来源：南华研究

3.3. 风险提示

- 1、美国若爆发危机但未出现系统性的流动性风险，美联储开始降息，比如 2007 年次贷危机爆发时，美联储于 2007 年 9 月 18 日首次降息，令黄金、白银、原油被投机资金炒作暴涨，这种情况在未来两年还是有一定概率发生的，越往后概率越高。
- 2、中国调控政策效果显著，需求以及经济增长超预期的好转，这种情况商品可能会出现集体上涨，包括金银。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：4008888910

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区越发大厦 905-906 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格里拉 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话：0574-87274729

济南营业部

济南市历下区冻源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话：0531-80998121

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼 1405 室(第 14 层)
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话：010-63161286

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798978

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82777909

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82777909

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道193号定安名都3层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net