



SOCDA 會刊

2019年第2期 (总第6期)

上海场外大宗商品衍生品协会

协会简介

上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）于2016年10月28日成立，是依据《社会团体登记管理条例》的有关规定设立的自律组织，属于非盈利性社会团体法人，接受上海市金融服务办公室和社会团体登记管理机关的业务指导和监督管理。

协会任务

自律规范：强化行业自律通过制定并推行市场自律准则和职业道德标准等自律规范，促进场外大宗商品衍生品市场规范有序发展。

专业服务：维护会员合法权益，提供会员增值服务，持续提升市场参与者在交易、经纪、风险管理等方面的专业能力，助力服务实体经济，推动场外大宗商品衍生品市场创新发展。

交流平台：搭建沟通交流平台，传递信息、拓展人脉、传导价值，促进会员间互惠互信、合作共赢，增强场外大宗商品衍生品市场参与者的凝聚力。

协会领导

会长：吉晓辉 原上海浦东发展银行股份有限公司党委书记、董事长

副会长：（按照姓名拼音首字母排序）

范 昕 上海有色网信息科技股份有限公司总经理

毛一伟 江铜国际贸易有限公司营运总监

裴晓明 中信证券大宗商品业务线董事总经理/行政负责人、
中信寰球商贸（上海）有限公司执行董事

张 蕾 银行间市场清算所股份有限公司业务总监

张 晔 上海易贸投资集团有限公司总经理

秘书长：张 蕾 银行间市场清算所股份有限公司业务总监



目 录

协会动态

- 04 协会工会成功召开第一届第一次会员大会
- 05 重磅！场外大宗商品衍生品市场2018年度十大事件火热出炉，速速围观！
- 09 上海场外大宗商品衍生品协会第一届第五次理事会顺利召开
- 10 协会成立团体标准专委会 深化场外大宗商品衍生品市场自律管理

沙龙培训

- 12 第十八期SOCDA沙龙：“砥砺前行中的中国碳市”
- 14 第十九期SOCDA沙龙：“研讨大类资产配置 把脉行业发展趋势”
- 16 第二十期SOCDA沙龙：“大宗商品现货及电子平台交易中的法律问题”
- 18 第二十一期SOCDA沙龙：“油价分析要点及对化工品的影响”
- 19 协会成功举办第四期经纪业务培训

会员活动

- 22 协会成功举行石化专业委员会第一次业务交流活动
- 24 协会成功举行石化专委会第2次业务交流、第3期交易员之家活动暨第22期SOCDA沙龙活动
- 26 协会成功举行第八期SOCDA经纪人之家“春之花漾”手工花艺体验活动
- 27 协会成功举行第九期SOCDA经纪人之家活动



会员观点

名家观点

29 上清所周荣芳：在债券通框架下要积极扩大交易品种

机构看市

32 安迅思：2019年中国聚乙烯市场分析

35 中国银行：2019年国际贵金属市场展望

47 铂金协会：2019年1季度铂金回顾与未来展望

60 建设银行：以底部震荡为主——2019年5月铜市场报告

64 兴业研究：2019年下半年原油展望

73 交通银行：外需下行压力增大，宏观政策坚持逆周期调节

79 卓创资讯：国内甲醇产业格局变化特点

党建动态

82 协会党支部举办“学文件、抓落实”主题党日活动暨支委会扩大会议

83 协会荣获市金融工委关于落实从严治党要求优秀调研成果二等奖

84 “学习强国”使用心得体会

87 发挥党员带头作用 践行五四精神

89 协会党支部开展支部共建活动参观上海造币博物馆

投稿邮箱：member@socda.org

联系电话：021-2319 4974

协会动态

协会工会成功召开 第一届第一次会员大会

为建立健全协会组织体制、维护职工合法权益，上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）于2018年11月16日收到上一级工会批示，正式成立工会。12月21日，协会工会成功召开第一届第一次会员大会（下称大会）。

大会通过无记名投票方式，选举产生协会工会第一届主席、女工委员及协会工会第一届经费审查员。

新当选的工会主席吴宇强同志进行了发言。吴主席首先感谢各位工会会员的信任与支持，并表态将以实际行动践行工会主席一职，与协会工会委员们一起认真履职，切实维护好全体职工的合

法权益。

紧接着，协会党支部书记张蕾向新当选的三位工会委员表示祝贺，强调新形势下党工团的地位愈发重要，协会工会的成立解决了协会工会“有无问题”；同时，张书记对新当选的工会委员提出希冀，希望委员们尽快进入角色，做好协会工会会员关怀摸底工作，为需要帮助的会员出一份力，尽一份责。

协会工会的成立为协会会员充分表达意愿、维护自身合法权益提供了平台、为党联系群众提供了桥梁和纽带，标志着协会工作迈上了更高的台阶。



重磅！ 场外大宗商品衍生品市场 2018年度十大事件火热出炉，速速围观！

喜大普奔！

持续多日的场外大宗商品衍生品市场
2018年度十大事件评选，经过各市场参

与机构的踊跃投票，现已落下帷幕。让
我们看看入选的十大事件到底是哪些呢？

- 长江国际打造安全、高效、便捷的液体化工网上仓储服务平台
- 浙江省政府批准打造国际油品交易中心
- 易通大力推动场外化工衍生品业务，尽心服务化工产业客户
- 人民币乙二醇、甲醇、普氏指数铁矿石掉期中央对手清算业务
- 北铁中心平台价格成为全球主流指数机构数据源
- 石化专业委员会成立，激发石化产业发展新动能
- 交通银行积极参与普氏铁矿石掉期报价，助力金融服务实体经济
- 上海自贸区进口铁矿石价格指数正式发布
- 浦发银行设立新加坡大宗商品中心，为大宗商品从业者提供金融服务方案
- Mysteel铁矿石指数被三大矿企纳为定价依据之一

长江国际打造安全、高效、便捷的液体化工网上仓储服务平台

2018年，长江国际自主研发了网上仓储服务平台，该平台的投用打破了液体化工品仓储物流行业的传统操作模式，不仅为大宗商品化工行业客户提供更加安全、高效、便捷的物流平台，也有效降低了货权交易环节风险，缓解了单证审核和费用结算的压力，助力化工行业健康发展。该平台还获得了由国家知识产权局颁发的发明专利证书。

浙江省政府批准打造国际油品交易中心

随着浙江自贸试验区“一个中心三个基地一个示范区”工程深入推进，2018年9月，《浙江自贸试验区国际油品交易中心建设实施方案》获浙江省政府批示同意，明确以浙江石油化工交易中心为基础打造国际油品交易中心，探索打造既符合国际规则又具有中国特色且风险可控的新型大宗商品交易市场模式，有效服务实体经济，提升我国以油品为主的大宗商品全球配置能力。

易通大力推动场外化工衍生品业务，尽心服务化工产业客户

2018年，上海易通电子商务有限公司通过与上海清算所联合举办多场产品推介会宣传人民币乙二醇掉期和人民币甲醇掉期，并对化工产业客户有针对性地培训及上门讲解掉期产品的应用，推动两个产品的掉期在上市初期即受到市场的广泛认可，成交量迅速

扩大。产品上线一年来，实体企业对掉期的应用日益丰富，从原有的对冲长约和现货，扩大至内外盘套保套利和期货套利等更多样化的交易方式，实体企业的风险管理得到了进一步的完善。

人民币乙二醇、甲醇、普氏指数铁矿石掉期中央对手清算业务推出

经中国人民银行批准，上海清算所于2018年1月、4月分别推出人民币乙二醇、甲醇掉期中央对手清算业务。两项化工衍生品中央对手清算业务的月均价结算方式及合约连续性等特征，更贴近现货贸易市场，能够全面满足实体企业的合约套保需求以及跨期、跨品种、跨市场套利需求。此两项业务的推出，有利于优化乙二醇、甲醇的价格形成机制，引导产业链上下游企业如聚酯工厂、甲醇制烯烃工厂妥善安排生产经营，为乙二醇、甲醇的生产、贸易和消费企业提供低成本、高效率的风险控制手段，充分发挥金融服务实体经济的作用。2018年5月，上海清算所又推出了人民币普氏指数铁矿石掉期中央对手清算业务。该业务的推出，切实满足了钢铁行业相关实体企业管理其生产经营中的原材料价格波动风险的需求，进一步拓展了黑色行业衍生品的服务范围，有利于促进实体企业稳健经营，助力上海清算所成为产业链“风险管家”。

北铁中心平台价格成为全球主流指数机构数据源

2018年8月，随着普氏能源资讯（Platts）成为北铁中心观察会员，英国金属导报，（Fastmarkets MB）、阿格斯（Argus）等全球主流指数机构均将北铁中心平台价格作为其编制价格指数的重要数据源。自2012年5月至2018年底通过北铁中心平台累计成交铁矿石1339笔共计1.7亿吨，成交品种涵盖了包括Pb粉、BRBF、卡拉加斯粉、纽曼粉、FMG超特粉等主流品种在内的20余种铁矿石，北铁中心平台公开、透明的价格受到行业企业高度关注，与采用指数价格作为人民币铁矿石掉期结算依据的场外衍生品市场互动性持续提升，数据参考性、代表性和影响力不断增强。

石化专业委员会成立，激发石化产业发展新动能

2018年12月22日上海场外大宗商品衍生品协会石化专业委员会成立。石化专委会是协会分支机构，首批成员单位共20家，包括北大方正物产、厦门国贸、荣盛国际、浙江睿鸿等石化产业链实体企业，上海清算所、中国银行、建设银行、浦发银行等金融机构，以及上海易通、港联、隆众等服务机构。石化专委会旨在服务于场外石化衍生品的产品

研发和定价研究，开展对场外石化衍生品市场热点问题的专题研讨，促进场外石化衍生品市场交易商、经纪商间的交流合作，推动石化产业进一步高质量发展。

交通银行积极参与普氏铁矿石掉期报价，助力金融服务实体经济

2018年二季度，交通银行积极参与开展了上海清算所推出的人民币普氏铁矿石掉期中央对手清算业务的报价，对该业务的市场参与机构提供做市服务，通过为市场提供即时报价和流动性，切实服务铁矿石产业客户。该业务的上线进一步推动了场外大宗商品市场发展，为铁矿石产业链企业套期保值开辟了新的路径，助力金融对实体经济的服务功能。**上海自贸区进口铁矿石价格指数正式发布**

2018年6月29日，上海自贸区进口铁矿石价格指数在上海正式发布。该指数是由上海矿石国际交易中心有限公司联合上海场外大宗商品衍生品协会、西本新干线股份有限公司共同发布的。该指数是一项以DAP舟山人民币干吨不含税进口铁矿石现货价格为计价基础，参照舟山保税仓库作为标准交易仓库，结合国际铁矿石市场主流价格变化因素，按照预设数据逻辑模型和生成规则而形成的国际化指数。

浦发银行设立新加坡大宗商品中心为大宗商品从业者提供综合金融服务方案

2018年10月26日，浦发银行新加坡大宗商品中心正式开业。作为浦发银行第一家海外大宗商品中心，新加坡大宗商品中心承载着促进中国企业参与全球大宗商品交易、提升中资银行大宗商品金融服务能力的使命。该中心将以新加坡为海外支点，为来自全球的大宗商品从业者提供一站式综合金融服务方案。

Mysteel铁矿石指数被三大矿企纳为定价依据之一

2018年，四大铁矿石矿山企业中的

三家，必和必拓、福克斯金属、淡水河谷均已启用Mysteel推出的铁矿石价格指数作为其长协合同的定价依据之一，嘉能可、嘉吉等贸易商亦开始采用Mysteel港口现货铁矿石价格指数或者港口铁矿石品种价格作为贸易结算依据，标志着中国指数逐步被国际机构认可。Mysteel铁矿石价格指数是一个以含税铁矿石现货成交价格为基础，并考虑了不同来源、不同地区和不同品位等要素的加权综合指数，通过采集现货成交价格、主要港口库存监测等数据编制，早在2014年即被上海清算所推出的人民币铁矿石掉期中央对手清算业务纳入最终结算标的之一。



上海场外大宗商品衍生品协会 第一届第五次理事会顺利召开

2019年6月29日，上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）第一届第五次理事会在上海成功召开。

会议由协会党支部书记、副会长、秘书长张蕾主持，14名理事出席了本次会议，2名监事及1名理事候选人同时列席了本次会议。会议审议并通过了《上海场外大宗商品衍生品协会秘书处2019年上半年工作报告》等5项议案。

在市金融工作党委、市金融工作局、市民政局的指导关怀下，在各理事单位的大力支持下，协会始终坚定不移地坚持党的全面领导，以服务实体经济、防范系统性金融风险为出发点，以切实服务广大会员、行业、政府为落脚点，创新发展、稳步前行。

2019年上半年，协会秘书处重点围绕党建、会员管理、行业自律管理等九个方面开展相关工作。下半年协会将不忘初心、牢记使命，从实际出发、围绕“三个服务”，继续规范开展党建工作，深耕共建、带建双平台建设；继续推进协会六大核心业务开展，服务市场与广大会员；继续优化会员结构、扩大会员规模、从而进一步扩大协会行业影响力；继续拓展各专业领域专委会筹建工作，在深入开展调研、研讨，为专业领域、行业建言献策的基础上，出台新的自律文件，同时，以此为契机进一步与各方增进互信、互利共赢；继续推进上海市团体标准试点项目工作，加快制定更多符合市场规律、适应市场发展的团体标准，提升我国场外大宗商品衍生品市场标准化水平和治理能力。



协会成立团体标准专委会 深化场外大宗商品衍生品市场自律管理

近日，上海场外大宗商品衍生品协会团体标准专业委员会（下称团体标准专委会）于上海正式成立。团体标准专委会揭牌仪式与第一次会议亦于同日举行。

团体标准专委会主任委员、协会副会长兼秘书长张蕾女士和团体标准专委会副主任委员、江铜国际贸易有限公司副总经理毛一伟先生为团体标准专委会成立揭牌。

团体标准专委会的成立有助于进一步完善团体标准管理机制，汇聚行业智慧，填补市场相关领域的空白，深化市场自律管理，促进中国场外大宗商品衍生品市场稳健、可持续发展。

团体标准专委会主任、协会副会长兼秘书长张蕾女士主持团体标准专委会第一次会议。她表示，协会自2016年成

以来，一直致力于加强行业自律管理，培育机构投资者，服务实体经济，推动中国场外大宗商品衍生品规范、健康发展。团体标准专委会的成立，将进一步加强团体标准的专业性和规范性，汇聚行业智慧，充分发挥行业专家的作用，持续推动场外大宗商品衍生品市场规范健康发展。

来自江铜国际贸易有限公司、中国建设银行股份有限公司、交通银行股份有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司、上海易通电子商务有限公司、港联企业发展（上海）有限公司、浙江瑞易供应链管理有限公司、上海银锐商务咨询有限公司和上海丰特投资咨询有限公司等公司的首批团体标准专委会的委员或其代表参加会议，并就团体标准草案内容开展热烈讨论。



团体标准专业委员会揭牌仪式



团体标准专委会第一次会议现场



沙龙培训

第十八期SOCDA沙龙： 砥砺前行中的中国碳市

2019年1月18日，由上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）和上海碳道信息科技有限公司（下称碳道）主办，上海浦东发展银行股份有限公司协办的第十八期SOCDA沙龙：第二届陆家嘴碳交易策略研讨会——砥砺前行中的中国碳市于陆家嘴浦发大厦成功举办。本次研讨会吸引了来自政府部门、投资机构、银行券商、科研院所等在内的50余家单位共70多人参加。

协会副秘书长程桂慧女士致辞，她首先简要介绍了协会围绕期现联动在场外大宗商品领域的创新业务发展以及专业委员会方面所做的工作。随后她表示协会将积极参与碳市场建设，发挥协会优势，为碳交易市场的健康发展做出贡献，并希望将专委会建设的成功经验在碳金融领域进行复制、推广。

碳道执行总裁刘开成先生致辞，他介绍了2018年碳道围绕碳交易推出的新服务和新产品，并表示将在2019年一如既往地以更好的产品服务于碳市场。

来自国家发展和改革委员会气候战略中心、上海环境能源交易所、清华大学、大唐碳资产有限公司、ENGIE中国的演讲嘉宾分别就联合国卡托维兹气候变化大会成果解读、国家碳市场政策动向解析及市场机制议题的最新进展、国家碳市场发电行业配额分配设计思路、发电行业企业如何准备试点向国家碳市场的过渡、欧盟碳市场的交易模式、经验及对国内的借鉴等主题作了专题演讲。

在圆桌交流环节中，来自碳市场的交易商和分析机构代表们围绕“试点碳市场向国家碳市场过渡中的投资机会”和“CCER市场的未来和机会”等问题开展热烈讨论和分享。



第十九期SOCDA沙龙： 研讨大类资产配置 把脉行业发展趋势

2019年3月16日下午，由上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）和中华职业教育社（下称中华职教社）金融分会共同主办的第十九期SOCDA沙龙在上海成功举行，沙龙吸引了约20家机构的30余人踊跃参加。本次沙龙以大类资产配置之大宗商品和房地产投资为主题，深入研讨了大宗商品贸易和房地产投资的行业发展新趋势。

中华职教社金融分会主任朱军勇致欢迎辞。他首先简要介绍了中华职教社的历史沿革、国际地位和上海中华职教社金融分会的相关情况。他表示，本次沙龙是一次相得益彰的、富有意义的尝试和拓展，也是一次紧扣当下中国经济和金融形势的专家个人见解阐述和思想火花的碰撞。他希望，协会和中华职教社能继续深化合作。

北大方正物产集团有限公司副总裁、协会监事陈进华做了《从互联网+到衍生品+，大宗商品贸易新趋势》的主题演讲。他从摩尔定律开篇，回顾了中国互联网发展20余年的沉浮，其中穿插了BAT、日海智能、集装箱运踪控货、智慧电动自行车管理、山东潍坊危化品监管平台等

生动案例，将他所理解的互联网与大宗商品衍生品进行类比，为与会听众普及了大宗商品的知识。他指出，大宗商品是原料、是资产、同时也是金融工具；服务实体，赋能实体，是衍生品的价值基础；价格收敛、清算信用、流动性、服务效率，是衍生品化成功的必要条件；大宗商品贸易的衍生品+，是商业模式创新的必由之路；场内衍生品更多为标准化的产品，场外衍生品是重要的服务延伸，并将发挥更加广泛的作用。最后，他简要介绍了协会的业务开展情况，并结合自身的多年从业经验，对油品、有色金属、化工等行业的大宗商品贸易新型商业模式案例进行了深度剖析。

上海交通大学房地产研究所所长、博导顾孟迪教授做了关于房地产宏观调控的主题演讲。他从理论研究出发到应用实例，给大家带来了他对房地产市场的独到见解。

各方与会人士在最后的交流环节对以上两个议题进行了更加深入的讨论，整场沙龙在热烈的气氛中圆满结束。



中华职教社金融分会主任
朱军勇



上海交通大学房地产研究所所长、博导顾孟迪教授



北大方正物产集团有限公司副
总裁、协会监事陈进华



第二十期SOCDA沙龙： 大宗商品现货及电子平台交易中的法律问题

4月26日，上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）与上海信石律师事务所共同举办第二十期SOCDA沙龙暨浦东代表处专场讲座《大宗商品现货及电子平台交易中的法律问题》，娄耀辉律师主讲。约70位大宗商品业内人士通过现场和网络直播的形式参加了讲座。

娄律师围绕履约担保、仓单、点价与结算、电子签名四个方面探讨了相关法律问题，为大家解析大宗商品现货及电子平台交易中的易发、频发风险。

娄律师介绍了保证、抵押与质押以及跨境担保的法律理论知识，并结合实务操作经验主要就保税货物的抵押、大宗商品的质押融资、应收账款的质押以及进口代理货物的质押进行了说理分析，且着重强调了相关质押操作模式以及法律风险规避。在仓单部分，娄律师介绍了仓单的形式、仓单的转让、仓单的交付以及仓单的质押等基础知识，并从不

同维度举例讲述了仓单质押的法律风险，结合其办理的仓单质押案例，呈现了仓单质押融资的现状以及后续发展。关于仓单质押中的法律问题，娄耀辉律师曾在协会公众号发表专文详细论述，点击文章标题查看《信石律所：仓单质押融资业务中的法律风险》。

娄律师还对今年1月1日开始实施的《电子商务法》做了解读，针对大宗商品电子交易平台中的资金存管、交易合同成立、是否需要采用T+5交易规则以及交易保证金等重点问题作出法律分析，并结合最高院指导性案例，就大宗商品电子交易平台涉及保证金质押的成立要件作出探讨。

最后，娄律师从法律文书电子化日渐普及的角度，以《电子签名法》为依据，从电子签名的适用、电子签名的效力以及司法实践对电子签名的认可情况等方

简单介绍了电子签名，为大宗商品电子交易平台中法律文书电子化实务操作提供参考。

娄耀辉现任上海信石律师事务所律师、高级合伙人，曾任中国政法大学粮食安全研究中心执行主任、美国嘉吉公司中国区法律顾问、美国邦吉公司亚洲区法务总监、信利律师事务所上海分所高级合伙人、香港交易所前海联合交易中心首席律师，2018年入选中国司法部千名涉外律师人才名单。娄律师在大宗商

商品贸易、交易平台、供应链融资、贸易结构融资、期货衍生品、外商直接投资、公司并购等领域拥有丰富的法律经验，熟知农产品、金属、矿产、能源等行业法务实践，曾发表专著《中国粮食安全与法律评述》、论文《仓单质押融资业务中的法律风险》等。

后续协会还将与上海信石律师事务所继续合作，针对会员需求举办更有针对性的交流活动，为会员答疑解惑，给大家更多参与现场活动的机会。



第二十一期SOCDA沙龙： 油价分析要点及对化工品的影响

2019年5月23日下午，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称协会）与兴业经济研究咨询股份有限公司（以下简称兴业研究）共同举办了主题为“油价分析要点及对化工品的影响”的第二十一期SOCDA沙龙。来自银行、基金、期货、交易商及实体企业等众多机构的二十多名从业人员参与了本次会议并加入了讨论。

本次活动邀请了兴业研究汇率、商品领域的高级分析师付晓芸女士，她从宏观的视角就当前热门的国际石油市场的相关

会议开始，会议的特邀嘉宾晓付晓芸女士首先就油价的分析要点及相关的问题做了刨析和解答。



兴业研究汇率、商品领域的高级
分析师 付晓芸女士

因素进行了全面的阐述，并结合理论和数据对当前油价的走势及波动提出了个人的独到见解。过程中，她还对国际主要石油产出国和消费国的当前状况和所发生的大事件及其影响进行了说明和分析。结合当前中美贸易战等热点，通过对各大石油指标的解读，和对国际石油供给关系、供给结构的分析，她综合判断了未来石油市场的可能变化和走势。在之后的议程中，她也提到了石油价格变化对下游化工产品的影响及对各类石油消费者的影响。

会后，与会人员均表示出了对本次活动组织、嘉宾及内容的高度认可，同时也希望协会能更多举办此类高度专业性的活动。



协会成功举办第四期经纪业务培训

为进一步提高场外大宗商品业务经纪人的专业水平，同时为加强业务操作能力及风险合规意识，上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）于2019年4月12日至13日举办了SOCDA第四期经纪业务培训。此次活动共有来自众多业内知名经纪公司学员30多人。

首先，来自上海交通大学高级金融学院的讲师黄迅为学员们讲述金融衍生品的发展史及金融衍生品的概论。其后，他又对当前各类金融衍生品的种类、特点、交易、策略以及风险点做了深入浅出的分析与提示。

其次，来自上海清算所创新业务部的储杰旺、付桂娟以及来自风险管理部的周丽娜三位老师分别就化工掉期的中央对手清算业务、铁矿石中央对手清算业务及上海清算所风险管理制度做了简明扼要的介绍。储杰旺就中央对手清算的特点、清算所业务模式的特性以及各参与主体间的责任划分做了讲解。之后，储杰旺和付桂娟分别对化工、铁矿石两

类产品的合约要素、交易策略、未来规划做了详细的介绍。随后，周丽娜讲授风险管理制度和违约处置流程，并向学员们展示了瀑布式风险防范结构。

然后，协会会员服务部负责人张宝船为学员们介绍了协会成立的背景、当前的发展情况、已有的功能与定位以及将来的规划与展望。随后，协会市场创新部负责人刘培向学员们阐述场外大宗商品衍生品经纪业务自律准则及经纪服务协议范本的各项内容。她就当前业务中存在的风险、特性及管理方式做了重点分析。

接着，由来自浦东发展银行总行交易银行部的张继敏详细介绍了大宗商品代理清算业务的概况与特色，并从业务办理流程、网上银行功能介绍、相关配套服务等方面做了讲解。

最后，上海清算所创新业务部赵灵骁为所有学员示范了经纪业务操作系统的操作与功能演练，有效提升了参与培训的经纪人员对于系统终端操作的了解。



会员活动



协会成功举行石化专业委员会 第一次业务交流活动

2019年4月13日下午，由上海场外大宗商品衍生品协会石化专业委员会（下称协会石化专委会）主办，上海清算所、张家港保税区长江国际港务有限公司（下称长江国际）共同承办的协会石化专委会第一次业务交流活动在张家港成功举行，吸引了来自40余家机构的业内人士踊跃参加。

全体参与人员从上海出发，经过约2.5小时的行驶，到达张家港保税区。在长江国际方面的引导和讲解下，参与人员一行依次调研考察了长江国际、张家港保税港区港务有限公司和张家港保税区外商投资服务有限公司，并参观了石化交易大厦的综合展示馆，学习了乙二醇、甲醇、二甘醇等散装液体化工品的码头接卸、保税仓储和分拨转运等情况，并对整车进出口、集装箱、件杂货装卸堆存和报关代理等情况进行了了解。



全体参与人员在长江国际调研考察

接下来，业务交流活动进入座谈会环节。张家港保税科技集团股份有限公司副总裁、张家港保税区长江国际港务有限公司总经理高福兴做了题为《智慧互联平台助力大宗商品交易》的主题演讲。他对长江国际的建设运营情况做了简要介绍，尤其是集网上下单（货权转让）、自主费用结算、交易费结算、自助提货、自助查询等功能于一体的智慧物联平台情况做了详细说明。他特别指出，未来的液体化工品贸易趋势为“移动互联网无纸化交易”，智慧物联平台将从货权转移、仓储物流、快速融资、报关报检等方面助力供应链服务的升级优化，打造一站式物流服务体系。

苏交网总经理、江苏化工品交易中心有限公司副总经理吴晓君做了题为《创新交割模式，助力行业发展——苏交网业务介绍》的主题演讲。他介绍了“易交割”模式的业务基础、使用方法、操作流程、发展愿景，对“链交割”这一创新性的交割解决方案进行了阐述，最后向与会人员展示了苏交网的运营主体和经营情况。

张家港市电子商务协会B2B供应链专业委员会、张家港电子口岸有限公司总经理朱鹤鸣做了题为《张家港现代供应链试点城市模式介绍》的主题演讲。他对现代供应链平台建设背景及公共服务平台的整体架构做了说明，并从平台功能结构性整合、船港货一体化、集疏运一体化、商贸物流一体化、资源交易集聚互联、大数据综合服务、多维度企业信用体系、仓单登记、公示、融资一站式服

务、税票管理综合服务等方面对现代供应链公共服务平台建设情况和主要功能做了详细介绍。

上海清算所创新业务部资深经理储节旺做了题为《上海清算所化工衍生品业务进展》的主题演讲。他对上海清算所的大宗商品衍生品中央对手清算业务情况做了说明，着重对化工掉期的协议要素、业务进展和后续规划做了介绍。



全体参与人员合影留念



参会人员热烈讨论





协会成功举行石化专委会第2次业务交流、 第3期交易员之家活动暨第22期SOCDA沙龙活动

2019年6月12日下午，由上海场外大宗商品衍生品协会石化专业委员会（下称协会石化专委会）主办，北大方正物产集团（上海）有限公司承办，睿也德资讯（上海）有限公司协办的协会石化专委会第2次业务交流、第22期SOCDA沙龙暨第3期SOCDA交易员之家活动：“新形势下的化工市场解读”在上海成功举行，吸引了近40家机构的业内人士踊跃参加。

首先，睿也德资讯（上海）有限公司信息事业部乙二醇行业分析师仇燕做了题为《乙二醇市场现状分析及发展趋势》的主题演讲。仇燕回顾了今年以及近10年来的乙二醇价格波动情况，从国内产量、进口量、库存量、表观需求量等方面分析了乙二醇市场的现状，介绍了市场参与者的应对措施，并向大家点明了市场后期的关注点，最后从国内市场和进口市场两方面介绍了乙二醇的估价方法。

接着，北大方正物产集团有限公司副总裁兼首席金属分析师、上海场外大宗

商品衍生品协会监事陈进华，做了题为《大宗商品海外衍生品现状&中国前景展望——中国场外大宗商品衍生品发展建议》的主题演讲。陈进华以ICE为例，介绍了大宗商品海外衍生品的发展历程，从现货市场、场内衍生品市场和场外衍生品市场三个层级剖析了海外成熟衍生品市场的产品布局，阐述了“场外大宗商品衍生品+，赋能中国实体经济”的具体模式和设想。最后从服务体系的优化、产品领域的延伸和基础建设的加强三个方面对中国场外大宗商品衍生品市场创新发展的定位和路径做了展望。

最后，上海清算所创新业务部资深经理储节旺，做了题为《上海清算所化工掉期业务进展》的主题演讲。储节旺对上海清算所的化工掉期业务进展情况做了介绍，讲解了不同情境下化工掉期的交易策略案例，着重阐述了人民币苯乙烯掉期（CSM）的协议要素、交易清算模式、交易成本和风控制度，最后对后续规划做了说明。

本次活动在热烈的气氛中圆满结束。





协会成功举行第八期SOCDA经纪人之家 “春之花漾”手工花艺体验活动

三月春光明媚，万物复苏，花朵在三月的春意盎然里蓓蕾初开、各呈异彩。伴随着三月的尾声，上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）于2019年3月30日成功举办第八期SOCDA经纪人之家“春之花漾”手工花艺体验活动。现在让我们来重温下精彩瞬间吧！

首先，来自港联企业发展（上海）有限公司的马佳瑛为大家分享自加入协会后的心得体会，充分肯定了协会自成立以来的扎实工作，表示会一如既往支持协会。



港联企业发展（上海）有限公司 马佳瑛女士

接着在活动现场，花艺老师带领大家认识花材、了解手工花艺的制作方法，香气怡人的氛围让小伙伴兴致盎然。在花艺老师的悉心指导下，原本普普通通的牡丹、绣球、星星草，经过修剪、层次搭配、配色、点缀等步骤，变成了色彩斑斓独具匠心的花艺作品。大家积极参与、互相配合，对彼此作品的颜色搭配、位置 摆放等进行讨论，充分享受手工花艺所带来的乐趣。

一花一世界，一叶一乾坤。此次手工花艺体验活动，不仅使大家学习到了新的花艺技能，提高了个人的动手能力及艺术鉴赏能力，更是享受了繁忙工作之余难得的休闲时光，增进了协会会员之间的交流，提升了协会的凝聚力，充分营造了协会的家文化，获得大家的一致好评。



协会成功举行第九期SOCDA经纪人之家活动

为庆祝中国共产党建党98周年、上海解放70周年，深入学习宣传习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的十九大精神，贯彻落实习近平总书记考察上海重要讲话精神，中共上海场外大宗商品衍生品协会支部委员会（下称协会党支部）于近日组织上海清算所创新人力党支部、无党组织会员单位党员、SOCDA经纪人之家各经纪人参观由上海市委宣传部、市委党史研究室、上海警备区政治工作局、市档案局等共同主办的“城市荣光——庆祝上海解放70周年”主题展览。

本次展览在上海展览中心展出。展览以时间线为轴，分为“解放大上海”、“建设

新上海”、“敢为天下先”、“逐梦新时代”四个部分，以城市发展建设成就和人民群众获得感为展示重点，从全市征集的上万件影像照片中精选而出千幅精彩历史图片，集中呈现上海解放70年来的光辉历程。

在现场解说员的悉心讲解下，配合一张张栩栩如生的照片，徐徐展开上海近70年发展的历史卷轴，近一个小时的参观，意义深远，各位党员、群众对上海解放历史有了更系统和深入的了解，纷纷表示将继续爱党敬业，做好本职工作，为上海发展添砖加瓦，力将“上海精神”持续传承、并将之发扬光大。



会员观点

上清所周荣芳： 在债券通框架下要积极扩大交易品种

中国债券市场国际论坛今日在京召开。央行副行长朱鹤新，央行副行长、外管局局长潘功胜，财政部国库司司长王小龙，香港交易所行政总裁李小加等监管层领导，及机构高管出席论坛并演讲。

上海清算所总经理周荣芳表示，在债券通框架下要积极扩大交易品种，尽可能在条件成熟的情况下，推出更多符合市场需求的产品。

以下为现场实录：

大家下午好，**上海清算所作为三家托管中心之一，托管量、清算量近几年都有比较大的发展，跟整个中国债券市场是同步发展的。**

我本人实际上也跟债券市场是同成长的，20几年前中国债券市场是怎么来的？我们是要有发行人，让开行怎么发债。然后从政策性债到国债，后来到企业之间融资工具、短融，到2005年之后有境外的机构，熊猫债引入。发行人这一块，从几十年来讲，现在应该说解决得还是比较好的。

第二，投资人也是不断引入的过程。刚开始从商业银行，后来到证券公司，后来到财务公司，后来到基金公司，后来到非法人，后来到各类不同的产品进入市场。从参与的角度来讲，从投资人的角度来讲，这几十年解决得也是比较好的。

很幸运的是中国的债券市场这几年来，或者是在我做的这几十年，日子过得非常好。好在哪里？人家说中国债券没有违约，太好过日子，到中国随便买，买了反正到期兑付。去年这个事情变了，从整个债券市场来讲，出现了将近130多家企业违约，涉及面额有1000多亿规模。面对这么一件事，有好的评价也有不同的说法，尤其是在处置当中存在的一些问题。债券市场发展当中必须面临的一个问题，而解决好债券市场违约的问题，不同的说法，尤其是在处置当中存在的一些就是如何解决好债券退出的问题。这几十年来，因为我们没有碰到违约的问题，尽管我们一直在说我们的破产保护没有相关的一些措施，但因为没有这些事发生，大家也就不着急，可以慢



慢来。刚才潘行长讲违约这个事比例并不太高，但是这件事对中国债券市场退出性的安排，对中国债券市场高质量发展，提供了一个很好的契机和为下一步制度建设提供了条件。

从清算所碰到的事情来讲，我们现在在处理当中，我们有几个事情也在做，做一些技术性的安排。配合交易有一个违约债券转让流通的安排。另外，配合违约常态化以后，如何进行结算制度的安排。再有，如何探索相关的我们跟协会、交易中心出台新的对冲的工具，比如风险缓释凭证工具，来支持中小企业债券的处理，包括我们自己也在研究相关，在特定条件下托管关系如何解除的问题，都在做很好的安排。

作为制度性安排来讲，可能重点要解决未来相关的法治化和市场化的问题。现在我们碰到的这么多案例当中，这边有几十家案例当中，存在两个情况。一个情况是一券一案，一券处理是一套方案。另外，一个企业一个策略。我们过去都是正常退出的，因为没有违约，到期都对付，市场太好。现在有违约了，非正常退出当中，下一步从这些案例当中寻找一些规律性，寻找解决的办法，避免过多地用行政手段来干预。因为在这之前，我从来也没有接到过电话，说债券明天到期兑付不了，能不能你给开

个后门，明天别披露？我说我做不了，这个事太大。这是相关的短信，实际上对整个债券市场是影响的，希望有市场化和法制化的制度和程序。司里和协会做了很多工作，我们也做了一些配合的措施。这是我想谈的第一个问题。

第二个问题，对外开放的问题。

开放差不多十年的时间，无论从总量还是规模，从参与的数量来讲，应该说都达到了一个历史最好的水平。我们总是说发展中要找到问题，问题本身是我们努力的方向，也是未来我们发展的结果。从我们观察的情况来看，债券通这一块可能未来有几个要重点考虑的事。一个是投资者参与程度。尽管我们增长还是很快，但是相对整个发达的国家的比例来讲，还是有提高的过程。第二，地域不平衡的问题。香港占的比较高，占50%。欧美还是比较少的。基于现状和问题，我提出几个观点：

1.在债券通框架下要积极扩大交易品种，尽可能在条件成熟的情况下，推出更多符合市场需求的产品。

2.过去债券通包括交易通，包括结算通。未来如果要服务于衍生品的发展，可能要探讨和研究清算通的安排。

3.在交易的基础设施安排和互联互通得安排条件下,同时也要考虑引入更多的

金融基础设施、互联互通的安排。这个工作我们也在做，去年跟卢森堡、“欧清”都在做相关的技术和相关的技术准备，希望推动基础设施互联互通的安排，使得境外投资者，不论在世界的任何一个地方都能参与中国的市场。

这是我想借这个机会讲的第二件事情。

第三，如何加强境内基础设施的互联互通安排问题。

因为大家都知道，我们有三家托管机构，大前台有两家：交易中心、上交所。我们在世界的任何一个地方都要解决投资同时要解决在中国的任何一个地方参与中国的债券市场。特别要解决互联互通者在世界任何一个地方参与债券市场，

的安排问题。

在托管的制度安排上有很多讨论，有的观点讲“一家最好，一家解决所有问题。”但是问题在意现有的格局基本形成，现有的格局下解决所有问题是一个比较好的路径。另外，在现有条件下的路径安排，实际上也是国际上托管结算、互联互通的一个基本的范式或者是相通的模式。

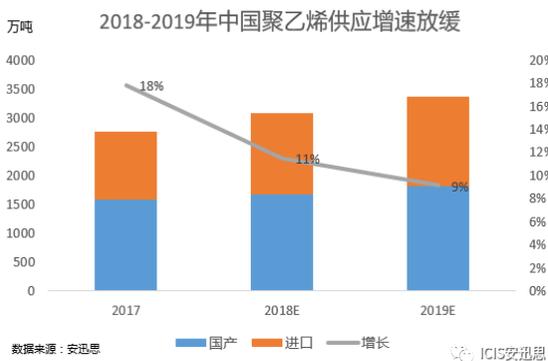
另外，从中国这么大的体量来讲，允许多家基础设施参与托管业务，有利于提升整个基础设施的服务水平和服务效率，和服务的能力。

本文来源：新浪财经



安迅思： 2019年中国聚乙烯市场分析

2019年中国聚乙烯（PE）整体供应增速放缓，明年上半年价格预计仍能维持在相对高位。



安迅思数据统计，2019年中国聚乙烯整体供应增速预计在9%，低于2018年的11%。

其中，2019年的国内产量供应增速预计在8%左右，并且集中在下半年，因此，多数市场人士认为，上半年，在国内聚乙烯扩能有限的情况下，市场有望走出一波行情。

区域	省份	生产商	产能 (万吨/年)			上游	实际/预计开车时间
			LLDPE	HDPE	LDPE		
华南	广东	中海壳牌二期	30	40		石脑油	2018年5月
西北	陕西	延安能源		45		煤制烯烃 (CTO)	2018年9月
华北	内蒙古	久泰能源	25			CTO	2019年7月
华东	安徽	中安联合	35			CTO	2019年下半年
西北	青海	青海大美	30			CTO	2019年第三季度
华东	浙江	浙江石化	30HD/LLD	45		石脑油	2019年第三季度
西北	宁夏	宝丰能源	30			CTO	2019年下半年

数据来源：安迅思

2019年聚乙烯计划新增195万吨产能，但从排产时间来看，加上考虑到2018年新增装置的产能释放，预计2019年实际新增产量在140万吨左右。

进口方面，考虑到美国新增产能继续释放，预计2019年中国进口增长仍会在10%左右的水平。

公司	LDPE (万吨)	HDPE (万吨)	LLDPE (万吨)	地点	开车时间
台塑	40	40		美国得克萨斯州 Point Comfort	2019年上半年
沙索	42		47	美国路易斯安那州 Lake Charles	2018年12月 (LLDPE), 2019年 (LDPE)
利安德巴塞尔		50		美国得克萨斯州 La Porte	2019年第四季度
马来西亚国家石油	40		35	马来西亚柔佛	2019年第四季度
西布尔		HD/LLD: 40*2, HDPE: 35*2		俄罗斯 Tobolsk	2019年第四季度

业内人士表示，受中美贸易战影响，目前来自美国的低压以及线性需要征收25%的额外关税，虽然在11月底，根据中美双方在G20的洽谈情况，看似贸易战有缓和迹象，但是在额外关税未正式取消前，美国货源出口到中国的聚乙烯数量仍将被大幅限制。



数据来源：美国国际贸易委员会和中国海关

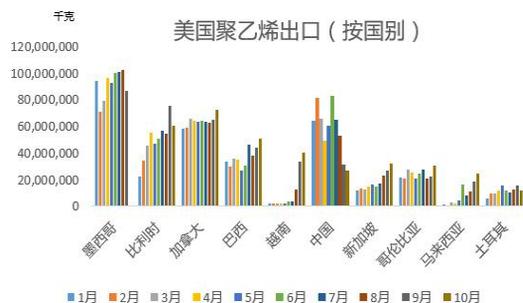


数据来源：中国海关



美国国际贸易委员会（USITC）数据显示，10月美国出口到中国的聚乙烯为26569吨，较6月出口量减少了68.1%。

海关数据显示，2018年1-11月聚乙烯进口量在1287万吨，较2017年同比增加20.2%；而从来源国来看，受沙特以及印度当地新增产能释放影响，这两个国家的占比增速最为迅猛。市场人士认为，在美国出口被限的背景下，来自沙特以及印度的进口在2019年有继续增多的趋势。



数据来源：美国国际贸易委员会



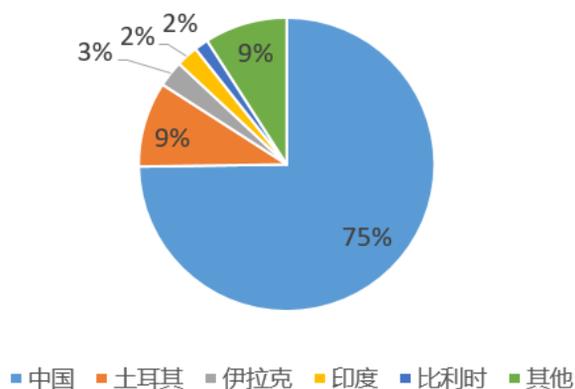
从美国聚乙烯出口国来看，今年7月开始，美国聚乙烯更多地流向了美洲及东南亚市场。

而伊朗货源方面，受美国11月初对伊朗新一轮经济制裁影响，虽然中国对于伊朗货源的付款暂时没有出现过多问题，但是伊朗操作进出口的航运公司有所削减，导致伊朗聚乙烯整体出口运力不足。

虽然美国新增产能并不直接冲击中国市场，但业内人士表示，考虑到全球供需平衡，**美国新装置扩能仍会挤兑其他市场，从而加大其对中国市场的出口。**

从不少国内贸易商表示，伊朗聚乙烯的船期11月份开始即出现了不同程度的延期。不少原本12月到货的货源被延期到了1月。预计在2019年，这种船期延误的现象仍然不能得到改善。

伊朗聚乙烯出口（按国别）



数据来源：市场人士

ICIS安迅思

市场信息显示，**伊朗出口到中国的聚乙烯比例占总出口的75%**，2018年1-10月伊朗出口到中国的聚乙烯数量在166万吨。部分市场人士表示，伊朗货源推迟到货是目前支撑聚乙烯现货价格维持高位的原因之一；但他们同时也表示，若这些货源推迟到中国农历春节前后集中到货的话，**考虑到国内多数下游届时处于退市状态，1月供应仍会承压。**

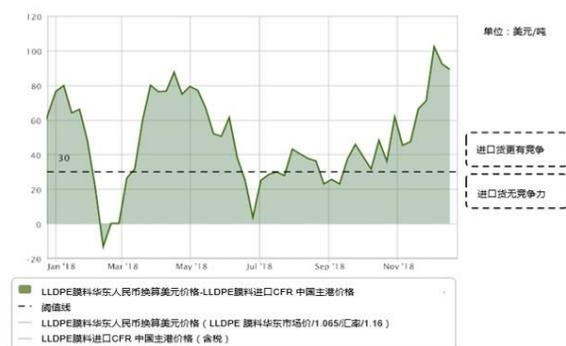
多数贸易商表示，目前美金和人民币市场多数级别处于顺挂格局，因此，在利润表现良好的背景下，**卖家们选择对1-2月到货的进口船货进行预销售，部分级别远月和现货出现了300-400元/吨的价差。**

虽然1-2月国内需求预计表现清淡，下游工厂在1月下旬预计会受春节影响而陆续退市；但部分业内人士表示，**由于多数进口货源已完成了预销售，明年开春的行情可能并没有想象中那么糟糕。**

但多个国内石化人士表现出了不同看法，虽然1-2月到港的进口货源已被提前消耗，这同时也说明下游储备了一定货源，对于国产货源的现货销售来说，并不有利。

有国内石化销售表示，从供应情况来看，2018年年底上海赛科以及福建联合恢复开车，无疑将推高1月国产供应，**年前仍不排除会有让价去库存的操作。**

本文来源“ICIS安迅思”微信公众号，作者：李焯。睿也德资讯（上海）有限公司系上海场外大宗商品衍生品协会会员单位。



© 2018 ICIS

ICIS安迅思



中国银行： 2019年国际贵金属市场展望

核心观点

【黄金市场】

1.美联储加息周期或在明年结束。种种迹象表明，2008年金融危机后的全球宽松政策即将向正常化或紧缩方向回归。于此同时，我们预计美联储的加息预期将在2019年步入尾声。

2.投机仓位和资产配置数据显示金价正处于转折阶段。

3.长短利差倒挂趋向预示紧缩货币政策不可持续。

整体来看，随着货币政策预期转向和通胀冲高，我们认为金价在2019年将呈震荡上行走势，并在1400美元附近遇到较强阻力。

【白银市场】

1.预计黄金和白银在2019年仍将保持高度的价格相关性。目前市场对美元2019年加息次数普遍预期在2次。在这个背景下，明年黄金将出现温和反弹的行情，白银大概率跟随黄金走势，也将震荡上行。

此外，随着金银比在2018年9月底突破十年高点，并接近历史高位，2019年白银上涨幅度有机会超过黄金。

2.供需面，白银整体供给量较过去几年相对平稳。实物需求总体增幅预期约2.04%，投资需求方面，风险情绪回归利好白银。

综上所述，受黄金温和上涨以及贸易战紧张氛围缓解影响，2019年国际银价预期震荡上行，但是在16美元/盎司一线存在较强技术阻力，可能在短线突破后发

生回调，全年价格重心预计在15.5美元/盎司左右。

【铂族金属市场】

1.铂金供需面，预计供给将增加（矿山供给持平、再生供给增加），而铂金需求将继续受累于汽车催化剂和首饰行业需求下降，工业用量维持增势，从供需平衡表来看，2019年全球铂金市场将延续供应过剩的格局。

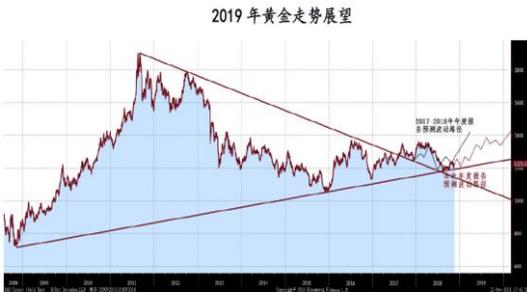
2.铂金价格方面，预计2019年全球铂金市场第三年供给过剩，从价格角度看，在

实物供需力量均衡之下，铂金定价逻辑从“实物供需平衡表主导”转向至“贵金属+工业贴水”模式，黄金价格走势将对铂金产生外溢作用。**具体到价格上，预计2019年伦敦现货铂金价格维持区间震荡走势，波动区间750-950美元/盎司。**

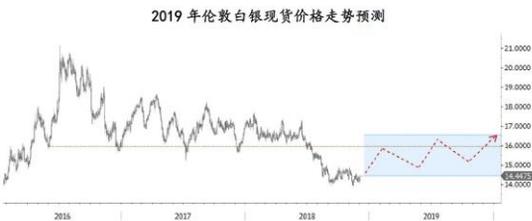
3. 钯金供需面，预计2019年钯金供给增加（矿山供给持平、再生供给增加），而钯金需求增幅更大，钯金供应短缺之势将会延续至第八年。

4. 钯金价格方面，2019年全球钯金市场有望连续第八年供应短缺，实货供给缺乏弹性、库存低位及汽车行业需求强劲，预计推升钯金现货价格受到实货供需基本面影响，2019年内伦敦现货钯金价格可能短线上冲1350美元/盎司上方。

2019走势展望



红色曲线：金价走势图；红色虚线：2019年金价展望
数据来源：Bloomberg，中国银行



数据来源：Bloomberg，中国银行

2019年伦敦现货铂金价格走势预测（见虚线）



2019年伦敦现货钯金价格走势预测（见虚线）



数据来源：Thomson Reuters，中国银行

-----止又-----

黄金市场

2018年黄金市场回顾

2018年伦敦金的走势与美元表现出了强相关性，对美联储的政策预期主导了黄金市场的走势。而黄金所表现出的“避险”功能则被美元取代，美元的回流给黄金价格带来了比较大的压力。“推特”和“贸易”替代了“非农”成为本年度最具影响力的交易关键词，市场一度风声鹤唳，美元成为避险资金的吸金池。这种市场环境下，有不少投资者对黄金的避险属性寄予厚望，但像十年前的次贷危机一样，黄金在流动性风险面前再次表现出无力感，当前货币紧缩的背景下更是如此。

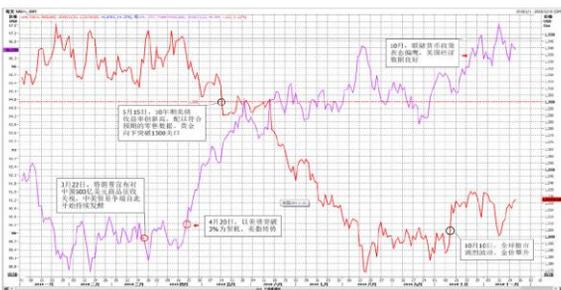
美联储在6月会议以后，关于未来加息



路径的言辞有所反复，一方面，部分联储官员始终强调了渐进加息和对抗通胀的决心；另一方面，特朗普多次抨击加息政策，也有部分联储官员表达了放缓加息节奏的想法。但占据高地的是美联储主席对于明年议息会议会后记者会的安排，每个月都要召开记者会的决定无疑是超出了紧缩预期的。

包括美国加息节奏快 CFTC 非商业 managed money 空头持仓与金价于预期、新兴市场货币危机、贸易摩擦、股市暴跌、英国脱欧、意大利债务问题的避险因素互有联结，其预期多数都指向了下一场经济危机，在这种背景下，投资者对流动性佳且实际持有收益为正的资产更为偏好。

2018 年度黄金（红色）与美元指数（紫色）日线图走势（收盘价）



数据来源：Thomson Reuters，中国银行

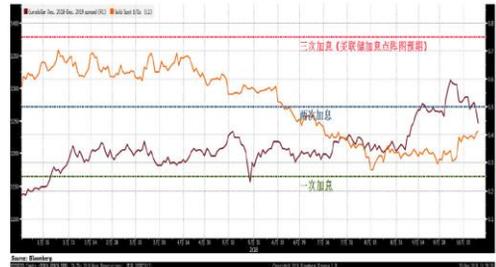
2019年黄金市场展望

（一）美联储加息周期或在明年结束

目前，欧元区有意在明年夏天后开始讨论货币政策正常化进程，英国央行已经

启动了加息，日本也宣称经济开始复苏。种种迹象表明，2008年金融危机后的全球宽松政策即将向正常化或紧缩方向回归。于此同时，我们预计美联储的加息预期将在2019年步入尾声。

2019 年美联储加息预期（Eurodollar 掉期价差，红色）与 2018 年金价（金色）走势对比



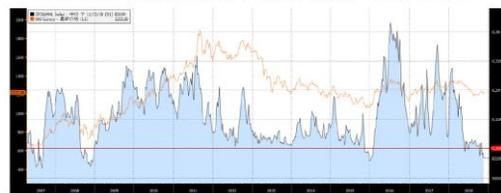
数据来源：Bloomberg，中国银行

如图4所示，深红色曲线可以理解为美元在2019年拆借利率增幅的预期，金色曲线则是黄金价格。可见2018年9月美联储议息会议之后，市场对2019年加息幅度的预期开始回落，即使美联储将在2019年每个月议息会议后召开记者会的消息释放之后，也没有改变这一趋势。如果美国进一步提升加息节奏，其结果很可能意味着加息周期将更早结束。

（二）投机仓位和资产配置数据显示金价正处于转折阶段

从2015年底黄金大幅反弹开始，此前的跌势中止，金价进入震荡阶段。

CFTC 非商业 managed money 多头持仓（阴影）与金价（金色）



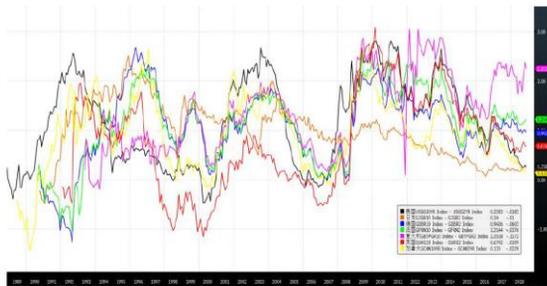
数据来源：Bloomberg，中国银行

通过观察近十年的数据，目前多头持仓与2008年底和2015年底处于相同水准，而以上两次均对应了黄金价格的转折期。统计数据来看这是一种规律，从市场情绪的角度讲，这是**黄金市场中投资者的心理极限**。一方面，大部分投机者已经被止损或自主放弃了很多，空方的对手盘逐渐稀薄；另一方面，这意味着以后多单反扑的空间和持续性较好，当前点位加仓做空的风险较大。

综合数据，从长期来看目前的黄金价格正处于转折阶段。

（三）长短利差倒挂趋向预示紧缩货币政策不可持续

主要发达国家国债收益率差（10年期-2年期）



黑色线：美国10年期与2年期国债收益率差值

数据来源：Bloomberg，中国银行

一般情况下，短期利率会比长期利率低一些，但去年开始关于两者倒挂的讨论变得热门起来。简单来说，如果短期利率超过了长期利率，至少会有两个可能的后果，首先短期市场上可能会出现流动性不足，严重的情况下可能会钱荒；其次，商业银行放贷意愿降低，如果与前者连锁反应，会对经济造成损害。

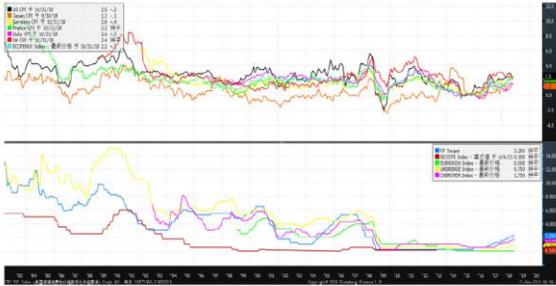
于是，此前出现长短利率倒挂的现象后，GDP增长率大多出现了快速下滑。目前，美联储在讨论货币政策时也在关注这个信号。

特别是近年来美国连续加息之后，短期利率迅速提升，长期利率对未见明显起色的通胀亦步亦趋，使得长短利差降低到25bps左右，倒挂一触即发。上图中把该现象放在了更大的框架下去观察，直观来看，30年来全球主要发达国家长短利差呈现了较明显的周期变化：**每十年左右，长短利差都会在0-2.5的区间内打个来回，此前两次在区间低点的时间分别在1998和2008年。回想起亚洲金融危机和美国次贷危机，这显得有些危言耸听，但却不得让我们持续关注，经济危机离我们并不遥远。**

鉴于国债收益率很多时候是在市场观点下交易出的价格，某种程度上来说，交易员更愿意持有长期国债的主要原因也包括了经济前景的悲观。所以长短利差倒挂可能不一定意味着经济危机，但是它充分反映了市场对经济的悲观预期，而这种悲观预期是否会影响到政策制定者的决策呢？答案是肯定的，**特别是当后危机时代的量化宽松政策并未如预期一样带来消费品价格的显著上升时。**



主要发达国家CPI与央行目标利率对比



上图黑色线：美国CPI数据；下图蓝色线：美国联邦基准利率

数据来源：Bloomberg，中国银行

在图中可以清晰地看到，全球央行对于对抗通胀的态度是坚决且一致的，而且加息政策多数情况下都与通胀同行，只不过政策会提早收手；也就是说，通胀会在加息政策结束后冲高回落——恐怕这次也不会例外。

2008年以后，美国率先从经济危机中复苏，但其为了对抗本国通胀风险，执行了鹰派加息政策，导致美元回流，其他国家复苏进程滞后，全球央行货币政策出现分化。而随着美联储加息步入尾声，2019年可能将是美国货币政策调整、全球货币政策从分化走向统一的重要分水岭。

整体来看，随着货币政策预期转向和通胀冲高，我们认为金价在2019年将呈震荡上行走势，并在1400美元附近遇到较强阻力。

2019年黄金走势展望



红色曲线：金价走势图；红色虚线：2019年金价展望

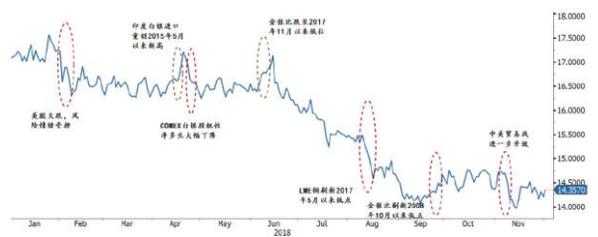
数据来源：Bloomberg，中国银行

【白银市场】

2018年度走势回顾

2018年，国际白银走势总体跟随黄金，且表现较黄金更为疲软。首先，几乎贯穿全年的中美贸易战抑制市场风险情绪和对大宗商品的需求，**白银作为工业属性更为突出的贵金属，受到的冲击也就更为明显。**第二，**长期的价格疲软导致投资者热情消退**，CFTC白银投机性净头寸在2018年两度转为净空头，且刷新净空头持仓历史纪录；iShare白银ETF持仓也徘徊在2011年以来的震荡区间下轨。第三，**实物需求疲弱导致全球银市供应盈余扩大，对银价构成压力。**

2018年伦敦白银现货价格走势日线图



数据来源：Bloomberg，中国银行

2019年度走势展望

（一）黄金相关性

预计黄金和白银在2019年仍将保持高度的价格相关性。近期多位美联储官员发表讲话，传递偏鸽派信息，软化市场预期，加上美元利率曲线出现倒挂，暗示美元本轮加息周期接近尾声。美联邦利率期货隐含加息概率显示，目前市场对



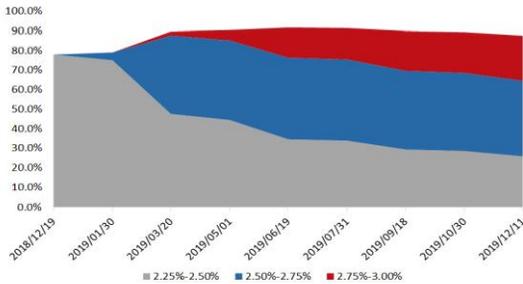
美元2019年加息次数普遍预期在2次，较此前有所回落。在这个背景下，明年黄金将出现温和反弹的行情，白银大概跟随黄金走势，也将震荡上行。此外**随着金银比在2018年9月底突破十年高，并接近历史高位，该比例回调压力不累积，意味着2019年白银上涨幅度有望超过黄金。**

金银比 2008-2018



数据来源: Bloomberg, 中国银行

联邦利率期货隐含加息概率



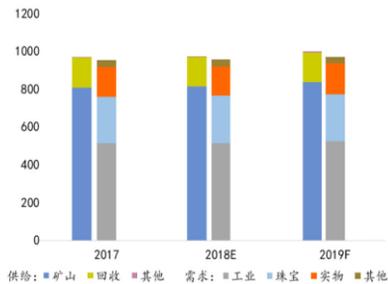
数据来源: Bloomberg, 中国银行

(二) 供给方面

根据2018年11月公布的GFMS中期报告，2018年白银供应预期将较前一年小幅上升，改变自2016年以来的下降趋势，**全球白银供应过剩状况也将愈发清晰。**展望2019年，白银供应增量主要来自矿端供给，随着新的铜、锌矿产能陆续落地，白银作为伴生矿的产量也将小幅增长。

而再生白银方面，则因其价格弹性较高，整体供给量较过去几年相对平稳。

白银供需平衡图 2017-2019F

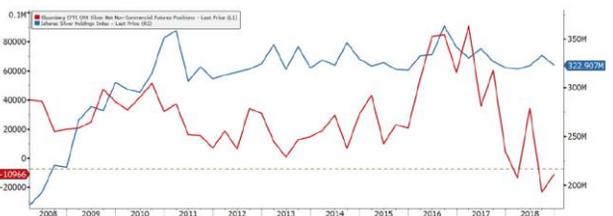


数据来源: Metal Focus, 中国银行

(三) 需求方面

实物需求方面，根据Metal Focus预测，2019年占白银总需求50%以上的工业需求将温和上涨，而位居第二的珠宝需求将小幅下降，实物需求总体增幅预期约2.04%。投资需求方面，风险情绪回归利好白银。G20峰会期间，中美两国领导人会晤取得实质性进展，美国同意暂缓2019年1月1日起对中国进口商品加征关税税率的行动，两国有90天的缓冲期进行谈判，大幅提振市场风险情绪。贸易战紧张氛围缓解，基本金属板块大幅反弹，有利于带动白银投资兴趣回暖。然而，**90天缓冲期结束后，中美双方的博弈还存在较大变数，一旦风险情绪回落，银价可能随之回落。**

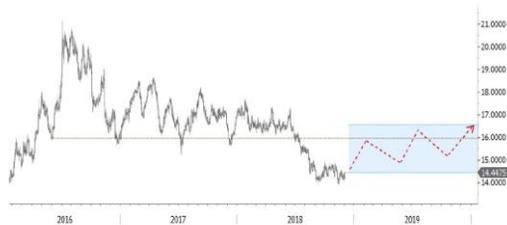
CFTC 白银投机性净持仓以及 iShare 白银 ETF 持仓





综上所述，受黄金温和上涨以及贸易战紧张氛围缓解影响，2019年国际银价预期震荡上行，但是在16美元/盎司一线存在较强技术阻力，可能在短线突破后发生回调，全年价格重心预计在15.5美元/盎司左右。

2019年伦敦白银现货价格走势预测



数据来源：Bloomberg，中国银行

铂族金属市场

2018年度走势回顾

2018年铂族金属价格走势分化，铂金价格震荡下行，而钯金价格震荡上行（见图1）。具体来看，伦敦现货铂金价格年初开盘于928.50美元/盎司，1月下旬涨至年内最高1027.60美元/盎司，之后一路下行，8月中旬跌至751.25美元/盎司，创下自2008年金融危机以来十年最低价格，截至11月底收于797.70美元/盎司，今年累计跌幅达14%；上海黄金交易所铂金价格跟随外盘走势，年初开盘于209.70元人民币/克，11月底收于195.30元人民币/克，强力反弹，盘中涨破1200美元关口，创下历史记录最高价格，11月底收于1178美元/盎司，今年累计涨幅逾11%。

伦敦现货铂金（红）、钯金（绿）及上金所铂金（紫，左轴）价格走势

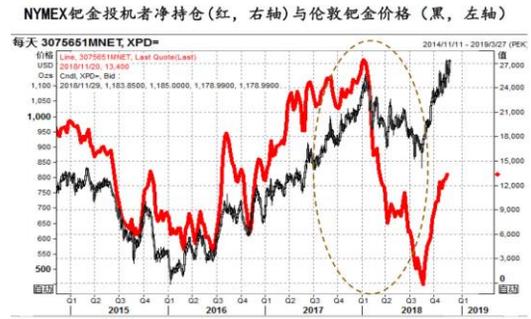


数据来源：Thomson Reuters，中国银行

铂族金属由于主要应用于工业，因此相比黄金白银，铂族金属具有更强的工业属性，实物供需平衡表对于价格走势有更大的影响力，2018年铂钯走势分化可以用供需面因素解释。**就铂金而言2017年全球铂金市场从供应短缺重回供应盈余，2018年连续第二年供应过剩。**在供给端，2018年南非铂金矿产量估计137吨左右，俄罗斯诺镍Nornickel在经历2016-2017冶炼精炼设施迁址后生产恢复，铂金产量变化不大；尽管矿产量持平或小幅减少，但是来自汽车催化剂的再生铂金供给增加。**在需求端，铂金在汽车催化剂、首饰及投资领域的需求减少，完全盖住了工业领域强劲需求。**其中，全球最大柴油车消费市场——欧洲的柴油车销量下滑、单车铂金用量减少，导致铂金的汽车催化剂需求继续下降，全球最大铂金首饰市场——中国市场铂金需求依旧低迷，此外投资领域受到铂金ETF持仓下降、日本铂金条消费同比减少的影响，因此占据全球铂金消费七成以上的行业的铂金用量都在减少，尽管炼油、玻璃等工业的铂金用量大增，但是无法

改变整体需求疲软的情况。

与铂金呈鲜明对比的是钯金，**2018年全球钯金市场有望连续第七年供应短缺，来自产业用户的实需买盘令现货市场持续紧张，实需盘取代投机盘成为推升钯金价格，尤其是钯金从8月低点反弹超过40%的主要驱动力。**在供给端，2018年俄罗斯和南非钯金矿产量有望增加，再生钯金供给将受益于汽车催化剂循环而大幅上升。尽管钯金供给增加，但是钯金需求更加强劲，美中两国趋严的汽车尾气排放标准提高了钯金需求，欧洲地区汽油车市场份额及单车钯金用量双双增加，一同推升汽车催化剂行业的钯金需求。实货供应短缺构成了钯金价格趋势性上涨的基础，在今年钯金走势中，观察到实需买盘对于价格的支撑作用显著提升。从图2可见，在今年钯金价格下跌和上涨两个阶段里，投机持仓变动与现货价格变动的关联度下降，在今年1月至8月间，钯金价格最多下跌27%，NYMEX钯金投机者净持仓从27,471手多头降至-198手空头，而在9月至11月间，钯金价格反弹逾40%，价格水平已超越年初高点，但是NYMEX钯金投机者净持仓仅回升到13,824手多头（仅是年初高位的50%左右），这种量级关系的不成比例很可能是因为9月之后的最新一轮上涨是由工业用户的逢低买盘而驱动的。



除了上述供需基本面因素以外，铂钯价格走势也受到了相关市场的外溢影响。自从2017年以来，美联储连续加息，而且今年基本每一季度加息一次，超出了市场预期，2018美元指数强力反弹，上升至95-100区间运动，打压黄金价格下跌。与此同时，今年以来全球贸易争端疑云意外加重，笼罩在全球经济增长上方，以铜为代表的有色金属出现了明显下跌，这对于同样具有工业属性的铂族金属产生了较强的外溢作用。

2019年度走势展望

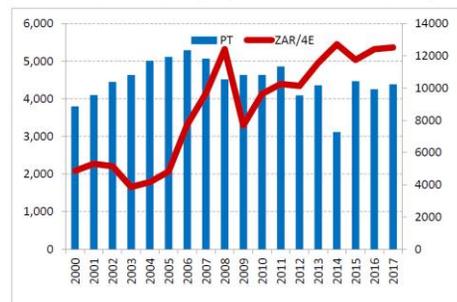
展望2019年，预计铂金供给将增加（矿山供给持平、再生供给增加），而铂金需求将继续受累于汽车催化剂和首饰行业需求下降，工业用量维持增势，从供需平衡表来看，2019年全球铂金市场将延续供应过剩的格局。钯金方面，预计2019年钯金供给增加（矿山供给持平、再生供给增加），而钯金需求增幅更大，钯金供应短缺之势将会延续至第八年。

（一）供给方面

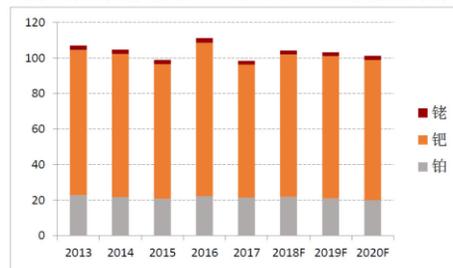
矿山供给方面，铂钯的供应集中在南非和俄罗斯，南非贡献了全球铂金供给（含矿山及再生供给）的55%、钯金供给的28%，俄罗斯贡献了全球铂金供给的8%、钯金供给的29%。预计2019年南非铂金和钯金矿山供给可能分别持平于137吨、82吨，主要原因是南非铂钯采矿业面临资本支出放缓、矿场罢工、电力供应等问题，以及矿业法不确定性，一篮子铂族金属价格上涨难以激发更大的矿产量。据诺镍统计，过去十年间，南非四大矿产商的合计资本支出（Capex）从2008财年约230亿兰特降至2016财年的110亿兰特。资本支出是矿山长期运营后维持有效生产规模的必要条件之一，如果缺乏资本支出，矿山采矿生产将很可能遭遇瓶颈。从矿山运营的经济效益角度看，按当前一篮子铂族金属的兰特价格（ZAR/4E，含金银铂钯）计，南非一些铂族金属矿山运营处于或接近亏损。如果从更长时间维度观察，尽管一篮子铂族金属的兰特价格已回升到2000年以来高点，但是南非铂金产量并未恢复到2006年的高位，可见矿石价格上涨现在对于南非铂族可能就是资本支出放缓等一些采掘业存在结构性问题。在俄罗斯，诺镍生产恢复正常，金属生产的刺激效果有限，其原因**预计2019年诺镍的铂金供给与2018年持平、钯金供给将高过2018年，**

一方面其矿山产量预计持平，另一方面诺镍可能会从前期建立的 Global Palladium Fund 储备中释放一些钯金，用于满足产业客户需求，不过值得高度关注的是，**俄罗斯的铂钯供给销售容易受到地缘政治风险的影响，如果美俄关系恶化，可能会对俄罗斯供应占比更大、市场供应更紧张的钯金产生很大的不利影响。**

南非 ZAR/4E 走势（兰特/盎司，红，右轴）与铂产量（千盎司，左轴）



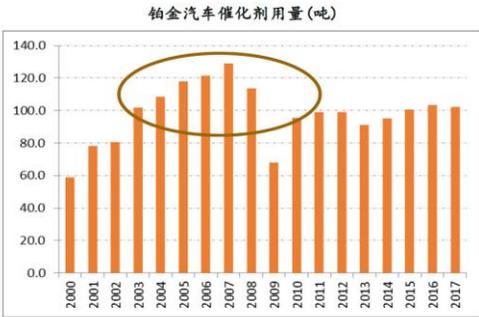
俄罗斯铂族金属产量（2013-17）及2018-2020产量预估（吨）



数据来源：庄信万丰，中国银行

再生金属供给方面，**预计2019年铂钯的再生供应受益于汽车催化剂行业循环而增加。**当前铂钯再生供给以汽车尾气催化剂循环供给为主，辅以工业再生和首饰回收。一般而言，铂钯汽车催化剂的使用周期大约10至12年。观察2000年以来铂钯的汽车催化剂使用情况，铂金汽

车催化剂用量在2003-2007年增长至高位，按一般使用周期测算，这些铂金有望在2020年前后逐步进入回收周期，形成较充裕的回收供应来源，不过由于铂金价格走势偏弱，铂金再生供给增速将受弱势价格的不利影响；钯金方面，尽管汽车催化剂用量在2003-2009年处于低迷期，直到2010后才持续走高，但是考虑到钯金价格强势，很可能会激发更多再生供给，重回市场用于交易。



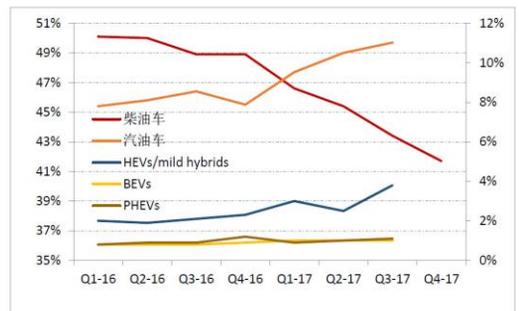
数据来源：庄信万丰，中国银行

(二) 需求方面

第一、汽车催化剂行业。对于铂金和钯金而言，汽车催化剂都是最大的需求领域，预计2019年全球汽车业铂金需求将继续下降，钯金需求则继续增长。

对于铂金而言，尽管印度等市场铂金用量有望增加，但是欧洲汽车市场的需求下降仍会拖累整体的汽车催化剂需求。一是从柴油车的市场份额看，欧洲柴油车市场份额大概率继续减少，欧洲国家及城市讨论燃油车禁令或增税，已经对消费者行为产生了负面影响，而且伴随汽车尾气排放标准趋严，柴油发动机的排气后处理成本增加，轻型柴油车的经济性可能会差于一些汽油车。据LMC Automotive统计，柴油乘用车在西欧的市场份额在2018年第三季度降至36.8%，较2017年同期下降了8.5个百分点，结合图7，可以发现柴油车的市场份额正逐年加速下降，考虑到柴油乘用车占据铂金汽车催化剂用量的70%多，2019年铂金在汽车催化剂行业的使用不容乐观。二是从单车铂金装载量看，欧洲单车铂金装载量预计减少，这主要是由于2017年下半年欧洲实施了Euro 6d-TEMP，强制要求实际驾驶排放测试(RDE)，目前看来，轻型柴油车催化剂系统可能从LNT转向SCR，将减少平均铂金装载量。

西欧乘用车市场中传统车份额(汽油车、柴油车，左轴)及新能源车份额



数据来源：LMC Automotive, ACEA, 世界铂金投资协会, 中国银行



钯金方面，尽管全球汽车销量增速可能放缓，但整体钯金需求量仍将增长，这主要得益于单车钯金装载量有望增加。

分汽油车消费市场看，在美国和中国，尾气排放标准趋严，单车钯金装载量将随之增加，预计这会抵消可能的汽油车销售疲软；在欧洲，正如图7所示，随着柴油车市场份额下降，汽油车正在填补柴油车所留下的市场空缺，而且Euro 6D TEMP实施要求RDE，以及Euro 6C实施对部分汽油发动机的颗粒数(PN)限制，有望提升单车的钯金用量。

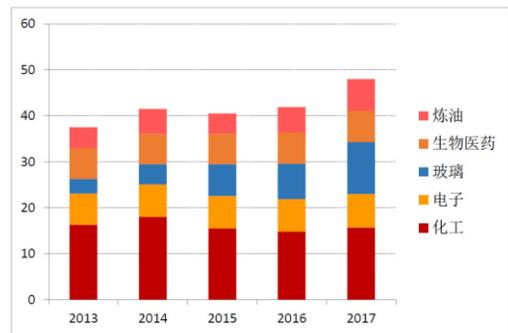
全球轻型车尾气排放标准法规的实施时间

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
欧洲	EU 6b		Euro 6c / Euro 6d-TEMP			Euro 6d					
北美 EPA	Tier 2	Tier 3 Phase In: NMOG + Nox PM Tightening									
北美 CARB	LEV III Phase In: NMOG + Nox PM Tightening					LEV III Further Tightening					
日本	Japan 2009 (JC08)			Japan 2018 (WLTC)							
中国 (北京)	BJ5 (EU5)		BJ6		BJ6 Phase 2						
中国 (全国范围)	国 4		国 5		国 6						

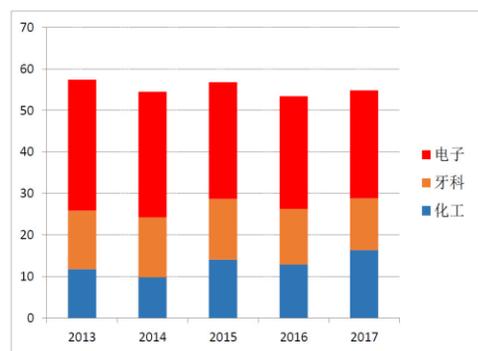
数据来源：庄信万丰，中国银行

第二、工业领域。由于工业领域受到全球经济增长的影响，具有高度的顺经济周期性，基于目前对2019年全球经济增长的主流基准情景，预计2019年工业用铂金和钯金需求增长。回顾2017至2018年，中国企业扩大玻璃、化工和炼油产能，美国经济继续增长，欧洲经济逐渐恢复，这些因素共同推动铂族金属（尤其铂金）工业需求强劲。**展望2019年，IMF对2018-19全球经济增长的预测为3.7%，预计工业需求维持稳步增长态势，不过需要高度关注贸易争端演进，潜在将影响经济形势及企业中长期资本支出信心。**

全球铂金工业需求(吨)



全球钯金工业需求(吨)



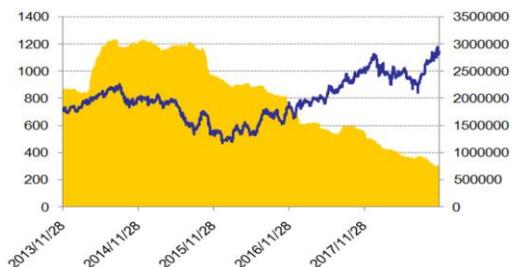
数据来源：庄信万丰，中国银行

第四、投资交易需求。在实物投资领域，铂条需求方面，日本长期是最大铂条投资市场，2015-2016年间日本投资者累计购买逾34吨铂金条，在随后2017-2018年日本铂金投资需求回落，预计2019年企稳；铂钯ETF需求方面，过去五年全球铂金ETF持仓规模稳定在78吨上下，预计2019年大概率维持在该水平，考虑到铂金价格较为疲软的前景，不会有显著的实物配置资金流入，而对于钯金ETF，过去五年全球持仓量已累计减少约44吨，钯金ETF赎回已成为补充矿山/再生供给的重要现货来源，如果钯金价格维持高位，预计这一下降趋势延续。

全球铂金 ETF 持仓量 (盎司, 右轴) 与伦敦铂金价格 (美元/盎司, 左轴)



全球钯金 ETF 持仓量 (盎司, 右轴) 与伦敦钯金价格 (美元/盎司, 左轴)



数据来源: Bloomberg, Thomson Reuters, 中国银行

综上所述, 预计2019年全球铂金市场第

三年供给过剩, 从价格角度看, 在实物供需力量均衡之下, 铂金定价逻辑从“实物供需平衡表主导”转向至“贵金属+工业贴水”模式, 黄金价格走势将对铂金产生外溢作用。为了分析外溢作用, 可主要从宏观金融角度入手, 当前美国政策利率正在不断接近目标的“中性利率”, 美联储势将更加依赖经济数据进行利率决策, 特朗普政府实施的扩张型财政政策 (如减税等) 对于美国经济的刺激作用可能在明年消退, 而贸易争端对于美国经济增长的不利影响也可能滞后到明年才逐步显现, 因此美国经济不确定性正在增加, 在此背景下美联储2019年加息次数可能会少于其9月份预测的三次, 美元利率上行空间可能有限, 此外明年欧洲央行和日本央行很可能调整宽松货币政策, 也将令美元指数承压, **整体来看, 贵金**

整体来看, 贵金属价格将受益于美联储可能放缓加息节奏以及美元指数承压。具体到价格上, 预计2019年伦敦现货铂金价格维持区间震荡走势, 波动区间750-950美元/盎司。钯金价格方面, 2019年全球钯金市场有望连续第八年供应短缺, 实货供给缺乏弹性、库存低位及汽车行业需求强劲, 预计推升钯金现货价格, NYMEX期货交易资金或加剧价格上下波幅。从期限结构上看, 现货市场缺货令钯金远期价格维持贴水结构。受到实货供需基本面影响, 2019年内伦敦现货钯金价格可能短线上冲1350美元/盎司上方。

2019 年伦敦现货铂金价格走势预测 (见虚线)



2019 年伦敦现货钯金价格走势预测 (见虚线)



数据来源: Thomson Reuters, 中国银行

本文来源“中行大宗商品交易”微信公众号, 中国银行系上海场外大宗商品衍生品协会理事单位。

铂金协会： 2019年1季度铂金回顾与未来展望

前言

本期《铂金季刊》分析了2019年第1季度铂金的供需情况，并对2019年的铂金供需前景进行了更新。我们还从投资角度，就投资者关心的相关问题和市场趋势提供了我方观点，并更新我们产品合作伙伴的动向，希望能继续满足投资者的需求。

铂金的供应与需求—2019年

此前，我们预测2019年将有68万盎司的供应盈余，但盈余量最新预测将减少为37.5万盎司，这是由于相比2018年，投资需求的强劲增长超过了来自的汽车、首饰和工业的需求小幅下滑。2019年总需求预期将比2018年增长8%。2019年第1季度ETF的持有量大幅增加了69万盎司，推高2019年投资需求的预测至78.5万盎司。随着矿业供应和回收供应的增加，供应量预测比2018增加4%。随着一些采矿项目的增产，精炼产量预计将增长5%，但主要是来自冶炼厂在2018年储备库存的一次性释放。预期汽车催化剂中回收铂金数量的增加，将抵消因铂金价格走低而减少的首饰回收量，推动回收供应量增长3%。

尽管2019年第1季度的供应强劲及首饰和汽车需求疲软，但随着时间推移，供应下降及需求上升的风险增强，2019年的盈余预测进一步减少，而非增加。南非今年有可能发生因为电力供应和与工资谈判破裂罢工的风险而导致矿业供应中断的一幕。2019年9月1日之后，欧洲销售的所有柴油车的氮氧化物排放量将不得高于168毫克/公里，而消费者可以通过独立测试来确认柴油车的排放量。我们认为这将可能刺激2019年柴油车的销量增加。铂金反向替代钯金进入汽油车催化剂目前尚属未公开的专有信息，但有可能在2019年被确认量化；这些情形都可能会对铂金的需求产生实质性的积极影响。2019年第1季度来自机构投资者的铂金投资需求大幅增长，从本质上讲，很可能是中长期的，这将收紧市场平衡。投资需求有可能随着2019年的需求增加而将进一步增长。

2019年第一季度强劲的ETF需求导致市场出现短缺

尽管2019年第1季度矿业供应稳定与

往年同期的疲软相反，但这有史以来的最高季度投资需求导致了55万盎司的季度短缺。这也是自2014年WPIC《铂金季刊》创刊以来最大的一次供给短缺。矿业供应得益于2018年南非冶炼厂储备库存的释放。本季度投资需求的显著增长似乎反映出市场对未来几年铂金需求增长潜力的预期及2019年南非供应中断的风险。本期《铂金季刊》的数据和报告(从第4页开始)一如既往地由SFA(牛津)为WPIC独立提供。

供应—由于来自储备库存的一次性释放，2019年第1季度和2019年供应上涨

2019年第1季度的铂金总供应量为201万盎司，同比增长15%(+26.5万盎司)。2018年冶炼厂维修和储备库存的一次释放提振了南非季度矿业产量，同比增长19%，达到153万盎司。汽车催化剂回收量的增加完全覆盖了首饰回收量的小幅下降，2019年第1季度的回收量同比上升4%，达到48万盎司。

2019年，归功于南非在制品库存的一次性释放，全年精炼产量预计增长5%。但

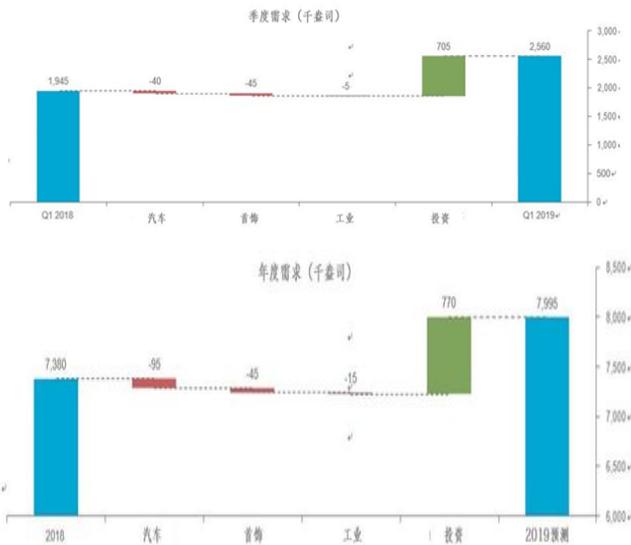
我们预测2020年的精炼产量将明显低于2019年的水平。2019年的预测是基于假设今年南非矿山的运营中断状况与2018年类似。因此，潜在的电力中断和罢工行动所带来的风险可能会大幅降低2019年的实际供应量。2019年的回收量估计增长3%。

需求—由于首饰和汽车行业铂金需求的下降被ETF投资需求的激增完全抵消，2019年第1季度和2019年需求预期上升

由于投资需求上升至76.5万盎司，2019年第1季度的总需求同比增长32%，达到256万盎司，这是WPIC发布季报以来的最高水平。这包括ETF持有量69万盎司的有史以来最大的季度增幅，以及7.5万盎司铂金条和铂金币的强劲需求。西欧柴油车市场份额下降，导致汽车行业需求同比下滑5%至76.5万盎司，而首饰行业需求因中国市场销售疲软，同比下降7%至56万盎司。

2019年8%的年需求增长是由投资需求的增加推动的，这大大抵消了今年汽车、首饰和工业需求下降的影响。





铂金投资逻辑——投资需求强劲，有望替代钯金

展望未来，我们看到以下需求增长的动力：

- 2019年，南非造币厂和英国皇家造币厂等合作伙伴推出的新铂金币和铂金条可能会增加零售投资需求。今年机构投资需求迎来了一个前所未有的开局，ETF的购买量将市场余额从2018年第4季度的盈余降低至2019年第1季度的短缺。
- 我们还看到，随着德国监管部门的举措解决了城市禁令问题和消费者的担忧，柴油车在西欧汽车销售中所占份额趋于稳定。汽车制造商越来越多地使用独立测试来向消费者展示道路上的氮氧化物排放，以试图消除购车者的担忧，这将加强柴油车市场份额的稳定。最近，某些汽车制造商开始强

- 调二氧化碳排放较低的柴油车在帮助欧洲车队实现即将到来的碳减排目标上仍将发挥至关重要的作用。
- 铂金在汽油车催化剂中取代钯金将带动未来铂金需求的上涨。由于钯金价格持续上涨、中国实施更为严格的排放限制增加了对钯金的需求。短期钯金供应增长有限，所以在新车型中进行铂钯替换的可能性更大。即使有限的替代量也将对铂金的需求产生重大影响。
- 展望未来，燃料电池车将成为实现道路零排放的汽车传动系统多个解决方案的一部分，燃料电池在重型车的应用可能会引领在轻型车的应用，我们认为燃料电池车未来将会获得更广泛的接受和更多的兴趣关注。

WPIC新业务亮点

我们继续在中国和北美这两个主要目标市场开发新产品合作伙伴。随着WPIC品牌的提升及关键合作伙伴的业绩越来越广为人知，越来越多的机构和我们接触，探讨合作可能性。我们与中国银行（BOC）合作，协助其国内账户铂金业务的推广，及为中国银行的各地分行产品经理及销售提供铂金市场和投资培训课程。我们还非常荣幸与中国黄金协会（CGA）达成合作，准备将铂金培训加入

加入其黄金分析师培训计划。这是一个重要的发展里程碑，将并进一步提高了中国投资者对铂金投资的意识及市场知识。

我们同时也非常高兴地宣布在美国与 A-Mark Precious Metals 和 Sunshine Minting Inc. 分别建立了合作伙伴关系。A-Mark 是一家市场领先的贵金属贸易公司，供应和分销贵金属投资产品。Sunshine Minting 是世界上最著名的独立造币厂之一，为多国的国家造币厂和私人投资公司生产一系列贵金属投资产品。这些合作关系将帮助进一步提高北美和全球投资者的铂金投资产品种类和选择。

在过去的几年里，铂族金属矿业经历了一段艰难的时期。其矿业经济是由从开采的“一篮子铂族金属”中获得的收入所驱动的。这一状况最近有所改善，主要是由于钯金和铑金的价格走强。值得注意的是，这使得该行业能够在创造和推动需求方面增加战略投资，特别是在首饰、投资和包括燃料电池在内的工业应用方面。我们相信，这些投入将进一步改善未来铂金需求的可持续增长前景。

Paul Wilson, CEO

世界铂金投资协会首席执行官

	2017	2018	2019 预测	2019/2017 增长率 %	2019 预测 /2018 增长率 %	Q4 2018	Q1 2019
铂金供需 (千盎司)							
供应							
精矿产量	6,125	6,115	6,400	0%	5%	1,560	1,525
回收	4,300	4,400	4,685	2%	5%	1,150	1,105
南非	480	465	470	-3%	1%	120	110
俄罗斯	365	355	400	-3%	13%	95	100
俄罗斯	720	685	670	-8%	1%	145	165
其他	190	170	175	-9%	-3%	40	45
生产库存增加 (+)/减少 (-)	+30	+0	-25	-100%	NM	-20	+5
矿产供应总量	6,155	6,115	6,375	-1%	4%	1,540	1,530
需求							
汽车	1,890	1,835	1,995	2%	-3%	495	480
汽车催化剂	1,325	1,420	1,495	7%	5%	380	355
首饰	560	510	495	-9%	-3%	115	125
工业	5	5	5	0%	0%	0	0
总需求	8,045	8,050	8,370	0%	4%	2,035	2,010
库存							
汽车	3,320	3,105	3,010	-6%	-3%	780	765
汽车催化剂	3,180	2,955	2,855	-7%	-3%	740	725
非道路交通工具	140	145	150	4%	3%	40	40
首饰	2,460	2,355	2,310	-4%	-2%	600	560
工业	1,700	1,905	1,880	12%	-1%	470	470
化工	590	575	615	-3%	7%	135	160
石油	100	240	240	140%	0%	55	55
电子	195	190	190	-3%	0%	150	55
玻璃	185	240	210	30%	-13%	45	50
医疗	235	240	240	2%	0%	70	55
其他	395	420	395	6%	-6%	115	95
投资	275	15	785	-95%	NM	-65	765
铂金和铂金市的其它	215	280	300	30%	NM	50	75
ETF 的净增长	105	-245	-	-	-	-115	690
交易所的净增长	-45	-20	-	-56%	-	0	0
总库存	7,755	7,380	7,995	-5%	8%	1,785	2,560
余额	290	670	375	131%	-44%	250	-550
地面库存	4,140*	2,175	2,845	32%	13%	-	-

表 1: 供需和地面库存情况概要

数据来源: SFA (牛津) *截止 2012 年 12 月 31 日 NB: 所有数字已独立取整

注释: 1. 所有预估都基于现有最新信息。如有新增信息, 我们会在后续季报中进行修正。

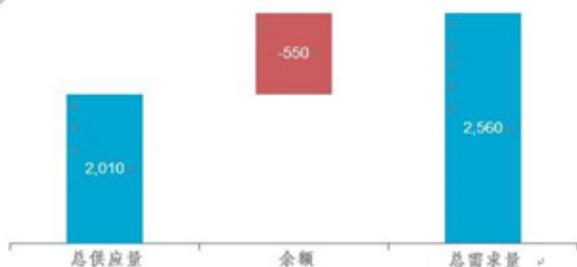
2. WPIC 并未在 2013 年全年和 2014 年的前两个季度发布任何季度性预测报告, 但是从 2014 年第 3 季度到 2016 年第 4 季度的季度性预测报告都包括在此前发布的《铂金季报》中, 可在 WPIC 网站上免费获取。2017 年第 1 季度以后的季度性预测报告以及 2017 年上半年以后的半年性预测报告分别包含在表 3 和表 4 中, 见第 15-16 页 (供应、需求以及地面库存)。

3. 2019 年的预测是基于历史数据、现有走势以及预测模型, 其准确度依据供应需求的不同类别而各有不同。一般认为投资需求属于最难预测的类别。一些历史观点基于早期 WPIC 发布《铂金季报》的数据和模型。

2019年第1季度铂金市场回顾

由于投资需求激增，2019年第1季度，铂金需求增加了32%，达到256万盎司。工业使用量基本持平，为47万盎司（同比下降-0.5万盎司），而汽车催化剂和首饰需求均有所下降。投资需求增加至76.5万盎司，主要归功于ETF持有量大幅增加了69万盎司，这是迄今为止最大的季度增幅。铂金条和铂金币进一步贡献了7.5万盎司的需求量。由于西欧柴油车市场持续下滑，汽车催化剂需求同比下滑5%，至76.5万盎司。随着中国市场又经历了一个疲软的季度，首饰需求下降了7%，至56万盎司。

2019年第1季度总供应量达到201万盎司，同比增长15%(+26.5万盎司)。去年第1季度南非冶炼厂经历一些生产问题，本季度产能恢复使得矿业供应总量同比增长19%，至153万盎司。由于废旧汽车催化剂回收的增加抵消了首饰回收的小幅下降，回收供应上升4%至48万盎司。第1季度需求的强劲增长明显超过了供应增量，导致市场出现55万盎司的短缺(图1)。

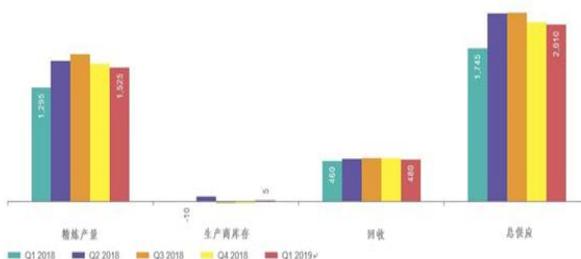


来源: SFA (牛津)

供应

精炼产量在2019年第1季度同比增长18%(+23万盎司)，至152.5万盎司(图2)。这一增长主要归因于南非去年发生了两起计划外的炉停事故，影响了精炼产量。南非产量同比攀升21%(+19.万盎司)，至110.5万盎司。北美(+1万盎司，项目增产)、俄罗斯(+2.5万盎司，2019年计划内增产)和其他地区(+0.5万盎司)的产量也出现了小幅增长。津巴布韦的产量略有下降(-0.5万盎司)。第1季度的矿产供应总量预计153万盎司，同比增长24.5万盎司(+19%)。

图 2: 铂金供应, 千盎司



来源: SFA (牛津)

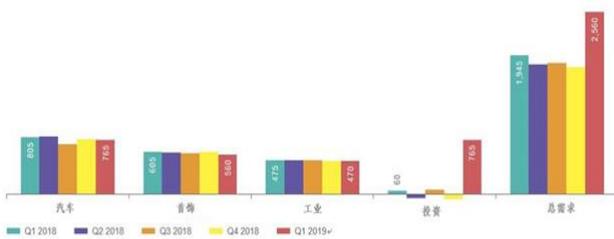
来自汽车催化剂的铂金回收同比增长8%，达到35.5万盎司，而首饰回收下降4%，至12.5万盎司，所以2019年第1季度铂金回收量为48万盎司。汽车催化剂回收厂仍有大量的催化转换器，但这些都低于2018年第4季度的记录水平。越来越多难以处理的柴油车颗粒过滤器回流到回收

站，提高了所需的分拣量，但迄今为止对铂金的产量并没有明显的影响。由于铂金价格持续走低，首饰回收量继续受到压制。

需求

投资需求是2019年第1季度最为突出的领域，由于ETF持有量激增69万盎司，与2018年第1季度相比，投资需求增加了70多万盎司(图3)。这大大抵消了汽车(-4.5万盎司)、首饰(-4.5万盎司)和工业(-0.5万盎司)领域需求的下降，使本季度总需求达到256万盎司(图3)。

图 3: 铂金需求, 千盎司



来源: SFA (牛津)

汽车领域需求

第1季度汽车领域需求达到76.5万盎司，较2018年第1季度的80.5万盎司下降5%，但较2018年第4季的78万盎司仅下降2%。

在2018年第三季度引入WLTP排放测试对市场销售产生干扰和中断之后，西欧汽车销量似乎再次回到了正常水平。然而，一些国家的税收变化影响了2019年上

半年的车辆销售，这包括部分销售或已提前到2019年第1季度（在意大利，提前购车以避免从3月1日起对高排放车辆征收较高的税收）或推迟到2019年第2季度甚至以后，等待政策更加明朗（在西班牙，有关内燃机车辆的政策正在辩论中）。随着英国退欧的不确定性仍在持续，英国汽车的销量仍然不稳定。

最近，在德国和英国大力宣传的独立排放测试显示柴油车的前景非常乐观，支持了柴油车的销售。在德国，由ADAC（德国汽车协会）进行的测试表明，迄今为止，所有在道路上测试的欧6c和欧6d-TEMP车型的氮氧化物(NOx)排放量都远远低于欧盟目前的要求。测试的车辆不仅明显低于道路测试（RDE法）柴油车中应用的168毫克/千米的公差值，而且也低于当前欧6 WLTC 80毫克/千米的限值。在英国，独立的AIR联盟推出了AIR指数和一个可搜索的网站，为购车者和决策者提供城市道路排放测试结果。车辆根据其氮氧化物的排放被进行评级，以显示它们对城市空气质量的相对影响，并向买家突出了许多现成可用的清洁柴油车。

印度，由于私人和企业买家在2019年第2季度大选前保持谨慎，轻型汽车销量在2019年第1季度总体表现平平。由于信贷紧缩，加上卢比疲软，降息并没有起到任何帮助。

首饰领域需求

铂金首饰需求在2019年第1季度同比下降7%，至56万盎司。中国市场需求再次急剧下降，但降幅比异常糟糕的2018年第4季度要小。上海黄金交易所2019年第1季度的铂金交易量同比下降18%，至13万盎司，首饰制造商的采购量低于工业买家。中国官方数据显示，内地首饰零售额在2019年第1季度增长了2.6%，这是自2016年以来最差的开局。2019年前两个月，香港首饰销量也同比下降1%。在2018年第4季度销量下降之后，周大福的同店销售额在今年第1季度恢复增长，销量的复苏主要是集中在中国大陆，香港仅略有改善。2019年第1季度，周大福的黄金产品占销售额的64%，这是至少三年来的最高比例。

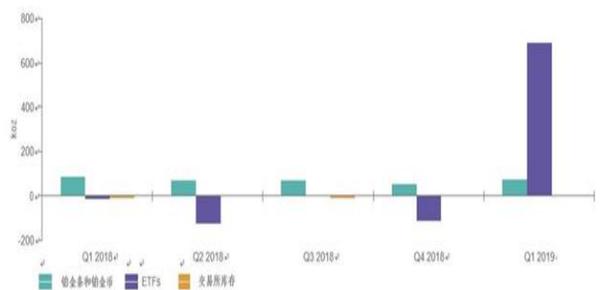
其它所有地区的首饰需求都有所上升，但过去两个季度总体需求的增长一直在放缓。美国半成品铂金进口量创下10多年来最强劲的开局。2019年第1季度美国GDP增长高于预期，但消费者支出仍然疲软。在印度，首饰商的信贷紧缩和卢比疲软影响了整个首饰市场，但铂金却是表现最好的金属。由于铂金价格自2018年第3季度以来一直保持在同一水平，日本首饰市场保持稳定，几乎没有增长。

工业领域需求

第1季度工业领域需求同比下降1%（-0.5万盎司），至47万盎司，但季度环比持平。主要是因为在中国市场，化学催化对铂金的需求增长被玻璃制造和其他最终用途的低需求所抵消。大部分的对二甲苯新工厂将于今年下半年在中国投产，而新的丙烷脱氢装置将于2019年在中国建成。这导致化学行业在2019年第1季度增加了新的催化剂采购量。然而，与此相反，上个季度中国新建玻璃生产线数量的减少，降低了对铂金工具的新需求。汽车传感器和燃料电池的载铂量下降减少了其他工业应用中的铂金使用量。

投资领域需求

2019年第1季度的投资需求为76.5万盎司。这在很大程度上是由于创纪录的ETF买入，以及稳健的铂金条和铂金币购买量推动所致(图4)。



来源: SFA (牛津)

在2019年第1季度，由于所有主要地区的ETF持有量都有所增加，推动全球铂金ETF增加了69.2万盎司，这是目前为止铂金ETF持有量增加最多的一次。大部分增长是在南非，南非投资者增持了41.8万盎司。这一增幅超过了南非首只铂金ETF上市后在2013年第2季度的增幅。一些投资者可能正在为铂金价格的回升而建仓，预期铂金价格将反转其与其他贵金属相比的低迷表现。铂金价格在过去相当长时间表现逊于黄金和钯金，这使得铂金相对和绝对价格看起来都便宜。此外，投资于铂族金属矿业公司的股票也可能在一定程度上被置换为铂金。南非上市的铂族金属矿业股在2018年下半年表现非常强劲。英国ETF持有量增加了17.8万盎司，涨幅位居第二位。美国投资者对铂金的敞口增加了7.9万盎司，而瑞士ETF的持有量增加了1.8万盎司。

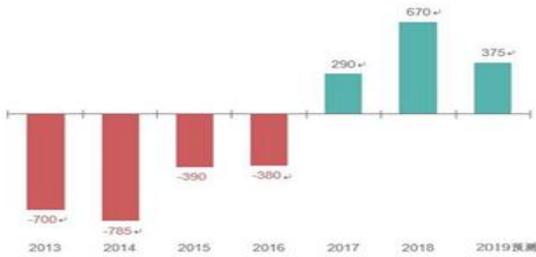
铂金条和铂金币的需求量为7.5万盎司。美国造币厂在1月份发布了美国鹰洋金银币和精装铂金币，为今年硬币的销售开了一个好头。然而，尽管铂金价格很低，日本铂金条的购买量却无太大增幅。

2019年预测

随着一级和二级供应量预期都会有

所增加，今年的供应总量预计将增长4%至至837万盎司。精炼产量预计增长5%，达到640万盎司(+38.5万盎司)，这是因为去年的一些项目增产以及南非冶炼厂释放储备库存促进了产量增加所致。预计将生产商将对库存进行小规模重建，使矿业供应总量达到637.5万盎司。由于从汽车催化剂回收的铂金属量预计增长5%至149.5万盎司，回收供应预计增长3%至199.5万盎司(+6盎司)。首饰回收量下降3%至49.5万盎司，归因于铂金价格的低迷。全球铂金需求预计今年将增长8%，至799.5万盎司，这是因为投资需求的显著增长大幅抵消了汽车(-9.5万盎司)、首饰(-4.5万盎司)和工业(-1.5万盎司)消费的小幅下滑。投资需求预计到2019年将增加78.5万盎司，因为稳健的铂金条和铂金币的购买以及ETF的显著增加。受西欧柴油车市场份额下降的驱使，汽车领域铂金的使用量减少至3%，使得汽车领域的总需求下降到301万盎司。中国市场首饰需求的持续下滑，抵消了其他地区的小幅增长，驱使首饰领域的需求预计下跌4%，至231万盎司。由于今年需求的增长比供给增加更为强劲，市场平衡缩窄至37.5万盎司盈余(图5)。

图 5: 供需平衡, 千盎司, 2013-2019预测



来源: SFA (牛津)

矿业供应

受到2018年一次性释放在制品库存的提振，2019年全球精炼产量预计将达到640万盎司（+5%或+28.5万盎司）。扩建项目的增产也可能导致每年新增14.5万盎司。南非的供应量预计将增长到468.5万盎司（+5%或+22.5万盎司），主要来自储备库存释放的推动。

来自北美的供应量将增加4.5万盎司至40万盎司(同比增长+13%)，其中多达2万盎司的增长来自于一个扩建项目，而其余部分的增长则是Sudbury地区在2018年处理问题后的产量复苏。津巴布韦的产量应该保持稳定在47万盎司(同比增加+0.5万盎司)，俄罗斯释放的一小部分库存将主要被冲积矿的持续枯竭所抵消，从而使今年的产量达到67万盎司(+0.5万盎司)。随着生产商库存重新补充2.5万盎司，矿业供应总量预计为637.5万盎司(+4%或+26万盎司)。

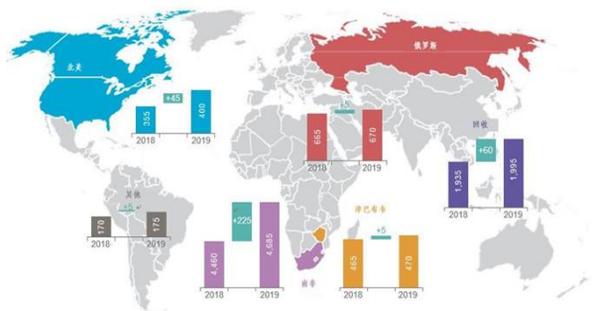
回收

2019年，回收供应预计将向市场提

供199.5万盎司的铂金，比2018年增长3%。汽车催化回收今年预计将增长5%，至149.5万盎司，增速低于2018年的7%，首饰回收预计在2018年下降9%后下降3%至49.5万盎司。

回收商处理的汽车催化剂数量预计将在2019年再次上升。铂金回收受益于钯金和铑金的价格高企，而租赁利率鼓励回收商处理大量的原料。美国废钢价格已从去年12月的401美元/吨跌至今年4月的324美元/吨。然而，在限制可用催化剂的数量之前，价格会进一步下跌，并在较长一段时间内保持低位。由于柴油微粒过滤器而导致回收混合物中的碳含量上升，这将仍然是回收商在整个2019年面对的一个问题，但预计最终不会对回收的铂含量产生重大影响。如果铂金价格保持低迷，首饰回收率预计将再次下降。

图6: 供应变化, 千盎司, 2019预测对比2018



来源: SFA (牛津)

汽车领域需求

预计2019年汽车领域需求将从2018年的310.5万盎司下降3%至301万盎司。这意味着铂金汽车催化剂需求的下降速度已经放缓，相比之下2017年的332万盎司下降到2018年的310.5万盎司，下降了6%。

比起以前，一些汽车制造商现在似乎更倾向于柴油车，并正在考虑在其产品系列中将柴油发动机保留更长久的时间，而不是尽早将其停产。这将会推动正在轻型柴油车的持续销售，以及柴油车催化剂中相关的载铂量。对柴油车重新投下信任票，在很大程度上是由于汽车制造商需要实现极具挑战性的车队碳减排目标；柴油车的燃油效率仍比汽油车高出15%-20%左右，因此，大规模的柴油车市场份额可以帮助汽车制造商避免巨额碳罚款，及声誉受损。

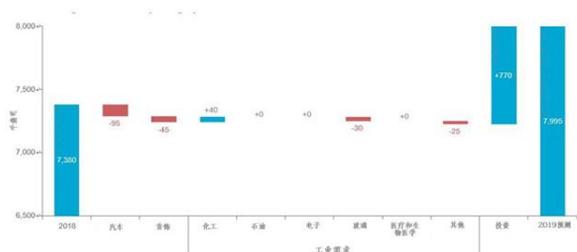
2019年3月，菲亚特集团宣布将撤此前一项决定到2022年在欧洲乘用车中移除柴油车的计划，并将保留在某些车型中使用柴油动力系统的灵活性，以避免销量下降。与此同时，马自达宣布将在其美国轻型汽车上使用一种新型低排放柴油发动机，以帮助该品牌向高端市场进军。

自2019年9月起，欧6d-TEMP排放法规的引入应该会让消费者和媒体更加清楚地了解新型柴油车符合最新排放标准

的能力。

印度是继西欧之后全球最大的柴油车市场之一。在经历了2019年第2季度大选不确定性所造成的一些混乱之后，印度汽车销量有望在2019年下半年恢复适度增长。

图7: 各行业领域需求的变化, 2019预测对比2018



首饰领域需求

预计2019年首饰领域的铂金需求将下降2%至231万盎司。中国首饰2019年第1季度需求缩水比预期的大，因此今年对中国市场的预测略有下调。

2月份，中国消费者信心升至新高，但未能影响到首饰领域的铂金需求，因为整体首饰零售支出的增长一直滞后于消费者支出增长。然而首饰制造商倾向于推广市场更大的宝石和黄金饰品，因此铂金首饰的表现也可能继续逊于黄金首饰。

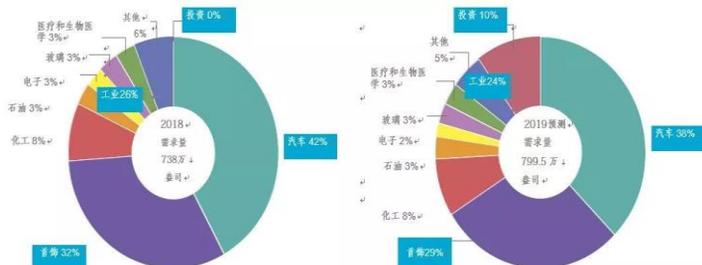
预计印度将对铂金首饰需求的增长做出最大贡献，因为在国际铂金协会的推动下，这个年轻的市场仍处于增长阶段。印度铂金首饰市场也受益于从小型独立首饰店向拥有较多铂金产品份额的连锁

首饰店的转变。此外，政府在预算中为农民和中产阶级提供的帮助，可能会给消费者支出和首饰销售带来一些益处。预计美国铂金首饰销量将出现增长，但增速低于2018年。美国零售联合会(National Retail Federation)预计，今年美国零售额将增长4%，低于2018年的4.6%。随着铂金价格不断下跌，正好符合美国人希望购买较为便宜的订婚戒指的趋势，因此美国婚庆需求预测将相当强劲，而PGI发起的将铂金用于钻石戒托的活动，也增加了一些需求。日本和西欧拥有稳定的铂金首饰需求基础，但预计今年不会出现显著增长。

工业领域需求

预计2019年工业铂金需求将同比下降1% (-1.5万盎司) 至189万盎司，其原因是化学催化剂使用量的强劲增长 (+4万盎司) 未能抵消玻璃制造 (-3万盎司) 和其他终端用途 (-2.5万盎司) 需求的下降，而今年电子元件、医疗应用和石油加工的铂金需求预计将保持相对稳定。

图9 铂世界需求分额 2018预测对比



来源: SFA (牛津)

化工

铂金在化学催化中的使用预计今年将增长7%，达到61.5万盎司，归因于中国市场的强劲增长超过世界其他地区需求的小幅下降。中国主要的对二甲苯新厂预计将于2019年底投产，连同新的丙烷脱氢(PDH)装置和不断增长的有机硅产量，预计今年中国市场将提高对催化剂的新需求。与此相反，在西亚，对二甲苯和丙烷脱氢产能增长放缓，与去年相比，世界其他地区的新铂金需求略有下降。

石油

尽管中国和北美石油行业的铂金需求增加，但在世界其他地区石油行业的铂金使用量的减少预计将抵消其他地区的增长。因此2019年石油业的铂金净需求预计仍将保持在24万盎司不变。今年，中国和美国的精炼产能扩张预计都将加速，但在印度等地，随着去年该国精炼厂的重大升级（联系即将出台的Bharat Stage 6/VI标准），精炼产能的扩张有所减缓。中国今年计划的一些产能扩张也与实施更严格的排放标准有关，精炼商对设备进行升级，使其能够生产符合中国6号标准的燃料。

电子产品

预计今年电子产品行业的铂金需求也

将保持在19万盎司的相对平稳水平，硬盘驱动器(HDDs)和其他电子元件的铂金消耗量仅发生了微小变化，主要发生在中国和世界其他地区。大容量企业硬盘驱动器市场的增长，应该有助于在2019年小幅提升磁盘的总出货量，尽管总体硬盘驱动器销量进一步下降(-8%)至3.46亿台，但铂金的净使用量仍有略有增加。

玻璃

预计2019年玻璃制造业对铂金的需求将下跌13%，至21万盎司，主要归因于世界其他地区需求的下降，而北美和日本需求的小幅增长可能会被中国和西欧的需求下降所抵消。尽管预计印度市场的需求仍然相对较高，但与去年相比，世界其他地区新建的玻璃厂和扩建项目减少，特别是在诸如非洲、拉丁美洲、东南亚和西亚等地区，减少了新的铂金需求。

其他

尽管中国和世界其他地区汽车传感器(氧气和氮氧化物)的铂金需求应该会略有增加。但由于燃料电池的载铂量减少拉低需求，今年其他行业终端的铂金用量将下降6%至39.5万盎司。虽然在运输和固定设备应用方面的总体单位用量有所增长，但节俭的生产理念预计减少燃料电池堆中铂金的使用，暂时降低了日

本和美国等制造业地区的消费。

投资需求

今年全球投资需求预计将达到78.5万盎司，ETF的需求将远高于铂金条和铂金币购买量的下降。ETF在2019年第1季度的开局非常强劲，但持有量随后略其有回落，预计不会再有更多增长。铂金币的需求预期将保持强劲，但由于日本投资者兴趣减弱，铂金条的需求将比去年疲软。日本投资者似乎已经习惯了铂金低迷的价格，不再像2015年铂金价格首次跌破4000日元/克以下时那样踊跃购买。因此，铂金条和铂金币的总体需求预测略低于2018年。

地面库存

预计2019年市场将有37.5万盎司的盈余量，这将导致地面库存在2019年底达到322万盎司。

世界铂金投资协会(WPIC)对地面库存的定义为：与交易所交易基金(ETF)、交易所金属库存，或矿业生产商、精炼商、制造商或终端用户的周转库存无关的、年终累计铂金库存量预测。

表 2: 供需和地面库存情况概要—年度对比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 预测	2018/2017 增长率 %	2019 预测 /2018 增长率 %
铂金供需 (千盎司)									
供应									
矿产产量									
南非	6,070	4,855	6,160	6,035	6,125	6,115	6,400	0%	5%
津巴布韦	435	3,115	4,480	4,255	4,300	4,600	4,685	2%	5%
北美	355	400	385	395	395	355	400	-3%	13%
俄罗斯	740	740	710	715	720	665	670	-8%	1%
其他	215	195	180	180	180	170	175	-6%	3%
生产库存增加 (Δ/减少 Δ)	-215	+350	+30	+30	+30	+0	-25	-100%	NM
矿产供应总量	5,855	5,295	6,190	6,065	6,155	6,115	6,375	-1%	4%
回收									
汽车催化	1,980	2,035	1,705	1,840	1,890	1,935	1,995	2%	3%
工业	1,120	1,255	1,185	1,210	1,325	1,420	1,495	7%	5%
其他	855	775	515	625	560	510	495	-9%	-3%
回收总量	3,955	4,065	3,405	3,675	3,775	3,865	3,985	2%	3%
总供应量									
	7,835	7,240	7,895	7,905	8,045	8,050	8,370	0%	4%
需求									
汽车	3,170	3,310	3,380	3,465	3,320	3,165	3,010	-6%	-3%
汽车催化	3,025	3,165	3,240	3,320	3,180	2,955	2,855	-7%	-3%
非道路交通工具	140	150	140	135	140	150	150	4%	3%
首饰	2,845	3,000	2,840	2,505	2,460	2,355	2,310	-4%	-2%
工业									
化工	1,485	1,565	1,760	1,780	1,700	1,905	1,890	12%	-1%
石油	535	540	595	560	590	575	615	-3%	7%
电子	195	205	205	215	190	240	240	140%	0%
医药	145	175	200	205	185	240	210	30%	-13%
其他	220	220	225	230	235	240	240	2%	0%
其他	340	360	345	385	395	420	395	6%	-6%
投资									
铂金和铂合金净变化	935	150	305	535	275	15	785	-95%	NM
ETF持有量变化	-5	50	825	460	215	280	300	30%	NM
交易所持有量变化	905	215	-240	-10	105	-45	-20	NM	NM
总需求	8,535	8,025	8,265	8,285	7,755	7,380	7,995	-5%	8%
余额									
	-700	-785	-390	-380	290	670	375	131%	-44%
地面库存									
	4,140	3,440	2,655	2,265	1,885	2,175	2,845	31%	13%

来源: SFA (Oxford)。*截至2012年12月31日 NB: 相关数字已经独立取整。N/M 表示无意义。

表 3: 供需情况概要—季度对比

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q1 19/Q1 18 增长率 %	Q1 19/Q1 18 增长率 %	
铂金供需 (千盎司)												
供应												
矿产产量												
南非	1,415	1,550	1,580	1,590	1,295	1,595	1,675	1,560	1,525	18%	-2%	
津巴布韦	1,020	1,090	1,155	1,120	910	1,150	1,240	1,160	1,105	21%	-5%	
北美	115	125	100	140	115	115	120	120	110	-4%	-8%	
俄罗斯	95	95	95	95	90	85	90	95	100	11%	5%	
其他	140	205	185	190	140	200	180	145	165	18%	14%	
生产库存增加 (Δ/减少 Δ)	-60	+75	-10	+25	-10	+55	-20	-20	+5	NM	NM	
矿产供应总量	1,355	1,625	1,570	1,615	1,285	1,650	1,655	1,540	1,530	19%	-1%	
回收												
汽车催化	420	480	480	505	460	485	490	495	480	4%	-3%	
工业	300	330	330	365	330	345	365	380	355	8%	-7%	
其他	120	150	150	140	130	140	125	115	125	-4%	9%	
回收总量	840	960	960	1,010	920	970	975	990	960	1%	0%	
总供应量												
	1,775	2,105	2,050	2,120	1,745	2,135	2,145	2,035	2,010	15%	-1%	
需求												
汽车	860	835	785	845	805	810	710	780	785	-5%	-2%	
汽车催化	820	800	750	810	770	775	675	740	725	-8%	-2%	
非道路交通工具	35	35	35	35	35	40	35	40	40	14%	0%	
首饰	610	590	580	680	605	590	575	600	560	-7%	-7%	
工业												
化工	435	415	425	430	475	475	485	470	470	-1%	0%	
石油	150	140	165	135	145	135	165	135	160	10%	19%	
电子	35	15	25	25	55	55	55	55	55	0%	0%	
医药	55	45	50	60	55	50	50	50	55	0%	10%	
其他	40	50	45	35	60	60	75	45	50	-17%	11%	
其他	55	70	45	70	55	70	45	70	55	0%	-21%	
其他	100	95	95	105	105	105	95	115	95	-10%	-17%	
投资												
铂金和铂合金净变化	80	105	-10	100	60	-55	65	-65	785	NM	NM	
ETF持有量变化	30	75	45	65	85	70	70	70	75	-12%	50%	
交易所持有量变化	60	30	-40	55	-15	-125	5	-115	690	NM	NM	
总需求	1,885	1,945	1,780	2,055	1,945	1,820	1,835	1,785	2,560	-32%	43%	
余额												
	-210	-160	-270	65	-200	315	310	250	-550			

来源: SFA (Oxford)。NB: 相关数字已经独立取整。N/M: 无意义。

表 4: 供需情况概要—半年度对比

	2017	H1 2017	H2 2017	H1 2018	H2 2018	H2 18/H2 17 增长率 %	H2 18/H1 17 增长率 %
铂金供需 (千盎司)							
供应							
矿产产量							
南非	6,125	2,965	3,170	2,890	3,235	2%	12%
津巴布韦	4,380	2,110	2,275	2,060	2,400	5%	17%
北美	480	240	240	230	240	0%	4%
俄罗斯	365	180	190	175	185	-3%	6%
其他	720	345	375	340	325	-13%	-4%
生产库存增加 (Δ/减少 Δ)	180	90	90	85	85	-6%	0%
矿产供应总量	6,155	2,980	3,185	2,935	3,195	0%	9%
回收							
汽车催化	1,890	900	985	945	985	0%	4%
工业	1,325	630	695	675	745	7%	10%
其他	560	270	290	270	240	-17%	-11%
回收总量	3,775	1,800	1,970	1,890	1,965	0%	4%
总供应量							
	8,045	3,880	4,170	3,880	4,180	0%	8%
需求							
汽车	3,320	1,695	1,630	1,615	1,490	-9%	-8%
汽车催化	3,180	1,620	1,560	1,545	1,415	-9%	-9%
非道路交通工具	140	70	70	75	75	7%	0%
首饰	2,460	1,200	1,260	1,195	1,175	-7%	-2%
工业							
化工	1,700	850	855	950	955	12%	1%
石油	590	290	300	280	300	0%	7%
电子	100	50	50	110	110	120%	0%
医药	195	100	110	105	100	-9%	-5%
其他	185	90	80	120	120	50%	0%
其他	235	125	115	125	115	0%	-8%
其他	395	195	200	210	210	5%	0%
投资							
铂金和铂合金净变化	275	185	90	5	0	-100%	-100%
ETF持有量变化	215	105	110	155	120	9%	-23%
交易所持有量变化	105	90	15	-140	-110	NM	-21%
交易所持有量变化	-45	-10	-35	-10	-10	-71%	0%
总需求							
	7,755	3,930	3,835	3,765	3,620	-6%	-4%
余额							
	290	-50	335	115	560		

来源: SFA (Oxford)。NB: 相关数字已经独立取整。N/M: 无意义。

表 5: 地区需求—年度和季度对比

	2016	2017	2018	2019 预测	2019/2017 增长率 %	2019 预测 /2018 增长率 %	Q1 2019	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
铂金供需 (千盎司)											
汽车											
北美	3,485	3,320	3,105	3,010	-6%	-3%	805	810	710	780	765
欧洲	445	410	430	0%	-16%						
日本	455	440	420	0%	-2%						
中国	185	185	190	0%	2%						
印度	185	185	190	15%	15%						
非亚洲地区	630	550	570	4%	4%						
首饰	2,085	2,460	2,355	2,310	-4%	-2%	605	590	575	600	660
北美	205	200	200	0%	0%						
欧洲	240	250	255	2%	2%						
日本	335	340	345	1%	1%						
中国	1,490	1,340	1,170	-12%	-12%						
印度	140	170	200	14%	14%						
非亚洲地区	70	75	75	0%	0%						
工业	660	690	675	615	-3%	7%	145	135	165	135	160
北美	50	55	60	0%	0%						
欧洲	110	120	110	0%	0%						
日本	15	15	15	0%	0%						
中国	235	225	220	-2%	-2%						
非亚洲地区	150	170	160	3%	3%						
石油	215	190	240	240	140%	0%	55	55	55	55	55
北美	90	85	85	0%	0%						
欧洲	10	6	26	400%	400%						
日本	0	-40	0	-113%	-113%						
中国	80	45	10	-78%	-78%						
非亚洲地区	35	35	145	314%	314%						

建设银行： 以底部震荡为主——2019年5月铜市场报告

摘要

需求方面，中国宏观经济仍面临下行压力，在逆周期政策对冲下将保持相对平稳。电力行业预计将加快投资，托底经济增速；空调行业旺季将维持较高需求；地产行业需求保持平稳；汽车行业未到需求改善的时间窗口，预计将保持负增长。

供给方面，废铜进口新政即将实施，短期将有供给缺口。

宏观环境方面，在G20会议前，中美双方将保持频繁的博弈，短期负面消息将打压市场情绪。

展望——预计6月铜价将以底部震荡为主。伦铜、沪铜和美铜的波动区间分别为[5650,6250]美元/吨、[45000,49000]元/吨和[2.55,2.80]美元/磅。

一、市场回顾：铜价单边下行

5月，受中美贸易摩擦加剧影响，伦铜价格单边下行，弱于上月预期。月初，中美贸易谈判生变，铜价受此影响快速下

跌；月中，中美贸易摩擦持续影响市场情绪，欧元区经济数据不佳，美元指数上行，铜价震荡下跌；月末，中美贸易摩擦受华为事件影响进一步升级，铜价继续震荡下跌。

沪伦比——本月沪伦比受人民币大幅贬值影响，回升走强。

图1. 境内外铜价波动情况

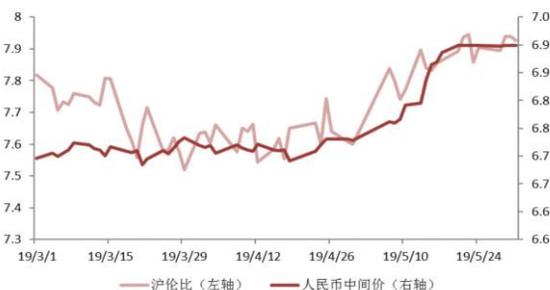
	最高	最低	收盘价	前收盘价	涨跌幅
伦铜(美元/吨)	6540	5725	6481	5912	9.62%
沪铜(元/吨)	50620	46210	50160	48340	3.76%
沪伦比	7.88	7.71	7.73	7.86	-
美铜(美元/磅)	2.977	2.543	2.968	2.643	12.30%

图2. LME3月期铜与沪铜主力合约走势



数据来源: Wind, CCB

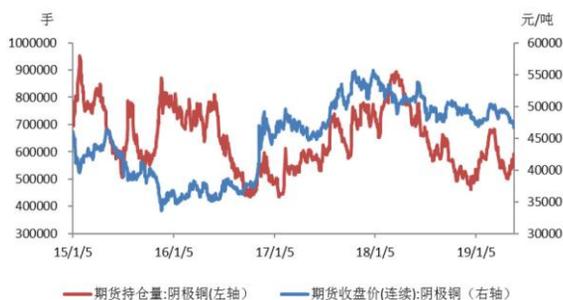
图3. 沪铜与LME3月期铜比价



数据来源: Wind, CCB

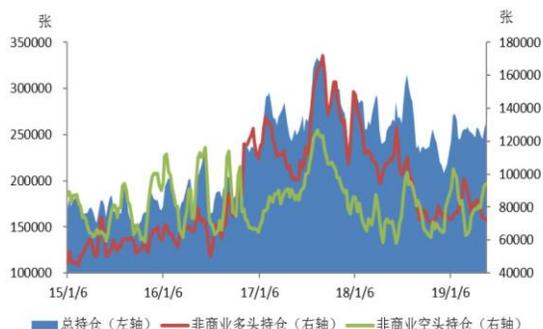
价格与持仓量——5月沪铜持仓量触底回升，铜价下行。从CFTC持仓看，总持仓继续稳定在26万张附近，处于近两年较低水平。结构上看，非商业多头减仓至7.2万张附近，但非商业空头出现明显增仓，至9.4万张附近。目前空头持仓达到前期高位，多头持仓回落至前期低位。

图4. 沪铜期货持仓量与价格走势关系



数据来源: Wind, CCB

图5. CFTC 铜持仓情况



数据来源: Wind, CCB

较上月成交重心继续下滑。月初在香港举办的LME亚洲年会上，Escondida第三季度的招标价低至49.5美元/吨，铜精矿供给趋紧的格局仍难改善，目前65美元/吨附近的报价已经令部分小型冶炼厂感受到压力。

废铜进口方面，根据去年底环保部门要求，今年7月1日起将开始执行“废六类”转限制类进口，在全面禁止固废之前进一步收紧进口规定。部分企业担心拿不到进口批文暂停进口，导致6、7月份出现暂时性的供给缺口；受企业抓紧报关进口前期订购的废铜影响，5月废铜进口量仍有望增加。

图6. 铜冶炼费用(TC/RC)走势



数据来源: Wind, CCB

二、影响因素分析：宏观利空冲击，基本面没有明显变化

(一) 上游供给：铜精矿TC持续下滑，废铜进口政策进一步收紧

铜矿供应方面，根据SMM数据，截至5月下旬，现货TC报价基本在65美元/吨以下，

(二) 中国需求：宏观经济面临下行压力，下游需求保持平稳

5月我国制造业PMI49.4，比上月下降0.7,低于前期预期，再次跌至荣枯线下。其中新订单尤其出口订单指数现较大幅度下降，宏观经济面临下行压力。

电力建设方面，4月电源基本建设累计投



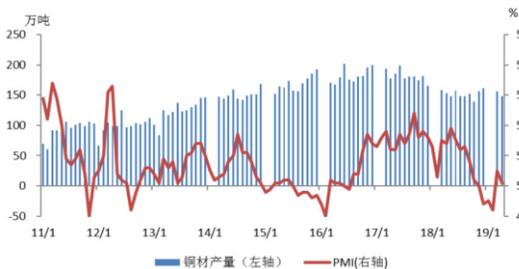
资完成额610亿元，同比增长11%，电网基本建设累计投资完成额803亿元，同比下降19.1%，两者合计同比累计下滑8.43%，去年同期同比下滑15.7%。电力建设铜消费较上月有所改善，符合逆周期调节的推进节奏。

家电方面，4月空调产量累计同比增长15.4%，去年同期增速为9.7%，空调行业铜消费进入旺季，预计仍将保持较高增速，但目前家用空调库存较高将给未来增速带来压力。

房地产方面，4月新开工面积累计增速13.1%，好于去年同期增速。另外施工面积累计增速进一步增至8.8%，竣工面积增速接近去年平均水平-11%。政府对房地产行业调控没有放松迹象，房地产行业增速天花板明显，预计将维持现状。

汽车方面，4月汽车产量同比增速为-15.8%，目前汽车行业受消费信心不足和国五国六标准切换影响，市场观望情绪较浓。全国十余省市将于今年7月1日起正式实施国六排放标准，预计标准切换前增速仍将维持低位。

图7. 铜材产量及制造业 PMI 情况



数据来源：Wind、CCB

图8. 中国电力行业基本情况

	电源基本建设累计投资完成额 (亿元)	同比 (%)	电网基本建设累计投资完成额 (亿元)	同比 (%)	电力累计投资合计	同比 (%)
2018年3月	424.00	10.50	657.00	-23.20	1,081.00	-12.74
2018年4月	550.00	5.20	993.00	-24.10	1,543.00	-15.70
2018年5月	726.00	-5.40	1,414.00	-21.20	2,140.00	-16.44
2018年6月	970.00	-7.30	2,036.00	-15.10	3,006.00	-12.72
2018年7月	1,238.00	-1.40	2,347.00	-16.60	3,585.00	-11.87
2018年8月	1,302.00	-10.90	2,803.00	-13.70	4,105.00	-12.86
2018年9月	1,696.00	-1.80	3,373.00	-9.60	5,069.00	-7.15
2018年10月	1,919.00	-2.90	3,814.00	-7.60	5,733.00	-6.07
2018年11月	2,262.00	-2.90	4,511.00	-3.20	6,773.00	-3.11
2018年12月	2,721.00	-6.20	5,373.00	0.60	8,094.00	0.69
2019年2月	243.00	-3.57	244.00	-9.00	487.00	-6.35
2019年3月	406.00	-4.25	502.00	-23.59	908.00	-16.00
2019年4月	610.00	11.00	803.00	-19.10	1,413.00	-8.43

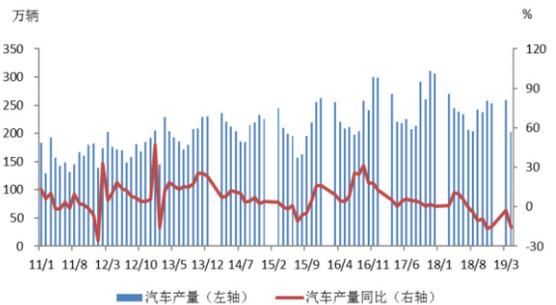
数据来源：Wind、CCB

图9. 中国空调产量增速情况



数据来源：Wind、CCB

图10. 中国汽车产量增速情况



数据来源：Wind、CCB

（三）境外需求：中美贸易摩擦加剧引发需求前景担忧

5月初，在第十次中美贸易磋商后，双方新闻通稿的文风由前期的积极转向中性。随后，美方决定对进口自中国的2000亿美元商品上调加征关税税率，贸易磋

商氛围严重受挫。在经贸手段陷入拉锯的背景下，美方发起了高科技产业的压制措施，市场对双方达成协议的预期降至冰点，对宏观经济增长的不确定转化成对未来需求的担忧。

（四）现货库存：铜精矿维持高进口增速，铜库存明显回落

到沪溢价——5月到沪溢价水平有所回升，月末维持在46-62美元/吨附近。

进出口——4月铜精矿进口同比增长16.7%，维持高增速。

库存——全球显性库存5月明显回落，月末下降8.5万吨至38.7万吨附近，全球库存水平整体处在偏低位置。结构上，5月沪铜库存下降4万吨至17.2万吨附近，LME库存下降4.3万吨至18.6万吨附近，COMEX库存继续下降0.2万短吨至3.2万短吨附近。

图13. 全球交易所铜库存情况



数据来源：Wind, CCB

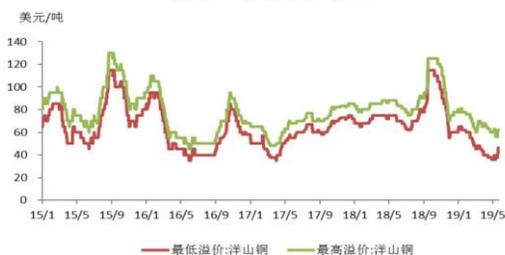
三、后市展望：以底部震荡为主

需求方面，中国宏观经济仍面临下行压力，在逆周期政策对冲下将保持相对平稳。电力行业预计将加快投资，托底经济增速；空调行业旺季将维持较高需求；地产行业需求保持平稳；汽车行业未到供给方面，废铜进口新政即将实施，短期将有供给缺口。

宏观环境方面，在G20会议前，中美双方将保持频繁的博弈，短期负面消息将打压市场情绪。

展望——预计6月铜价将以底部震荡为主。伦铜、沪铜和美铜的波动区间分别为[5650,6250]美元/吨、[45000,49000]元/吨和[2.55,2.80]美元/磅。

图11. 到沪现货铜溢价情况



数据来源：Wind, CCB

图12. 中国铜矿进口情况



数据来源：中国海关总署, CCB

本文来源“建行贵金属业务”微信公众号，建设银行系上海场外大宗商品衍生品协会理事单位。

兴业研究： 2019年下半年原油展望

摘要

2019上半年，油价先扬后抑。前三个月全球风险偏好修复带动油价持续上行。后中美贸易摩擦再起，以及美国商业原油库存的逆季节性累积，共同施压油价。

2019下半年油价中枢低于上半年，OPEC如何调节产量以及中美逆周期和货币政策的调节共同影响油价走势。下半年WTI中枢55美元/桶，Brent均价63美元/桶。美国产量增长加快是下半年油价中枢下移主要因素。

风险方面，警惕中美贸易摩擦升级以及OPEC不再延长减产带来的显著利空，以及美国原油产量增长不及预期带来的阶段性利多。

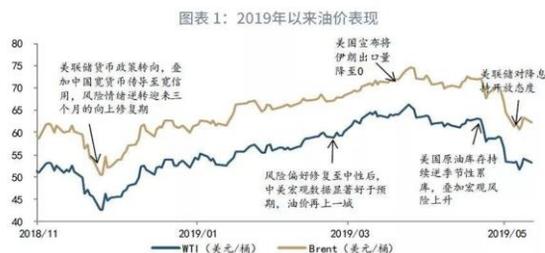
关键词

油价、2019下半年展望

一、2019上半年回顾：油价先扬后抑

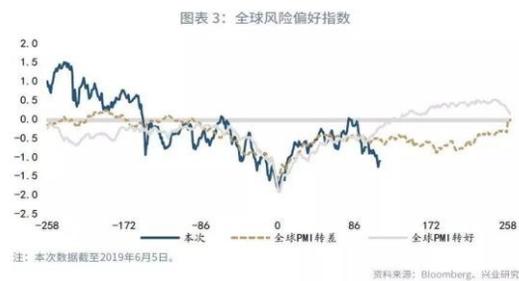
2019上半年，油价先扬后抑。截至6月10日收盘，全球主要油种中：2019上半年WTI累计涨幅为17.29%；Brent累计涨幅为

15.78%；Oman累计涨幅为14.78%，SC累计涨幅为14.90%（详见图表 1和图表 2）。



次贷危机以来全球宏观周期波动性逐渐熨平，市场风险偏好的波动成为了影响资产价格波动更重要的短中期因素。2018年12月市场风险偏好指数降至接近2000年科网泡沫、2008年次贷危机以及2015/16年新兴市场危机的低位。其后伴随着2018年底联储货币政策转向以及国内宽货币政策终于传导至宽信用，全球市场风险偏好指数于2019年初之后快速修复，也带动了油价等风险资产的上行

(详见图表 3)。3月底, 风险偏好修复至历史中值附近, 宏观数据的变动决定风险偏好后续方向。3月底公布的中国官方制造业PMI以及4月1日公布的美国ISM制造业新订单、物价交付指数、制造业就业指数以及制造业指数均明显好于预期以及前值, 带动了油价年初以来的最后一波上行。不过进入5月之后, 中美贸易摩擦再起, 以及美国商业原油库存的逆季节性累积, 共同造成了油价的持续下行(详见图表 4)。



二、2019下半年展望: 平衡的艺术

维持我们在《兴业研究原油年度展望: 周期牛尽, 回归本源——2019年原油展望20181130》中的观点——2019年油价中枢较2018年有所下移, 年度高点出现在第二或第三季度。**目前来看年度高点**

大概率已在第二季度出现。

基准情形下, 2019下半年油价中枢低于上半年, OPEC如何调节产量以及中美逆周期和货币政策的调节共同影响油价走势。下半年WTI中枢55美元/桶(2019全年WTI中枢57美元/桶), Brent均价63美元/桶(2019全年Brent均价66美元/桶)。美国产量增长加快是下半年油价中枢下移主要因素(详见图表 5和图表 6)。贸易摩擦继续升级, 是下半年油价中枢超预期下行的主要风险。

图表 5: 2019年供需平衡表

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
情形 1(基准情形): 2019 下半年 OPEC+恢复至 120 万桶/天减产(较 2018 年 10 月)				
WTI 中枢 55 美元/桶, Brent 中枢 63 美元/桶				
需求	100.23	100.47	101.93	101.80
供给	99.73	99.73	101.53	102.17
隐含库存变动	(0.50)	(0.73)	(0.40)	0.37
情形 2: 2019 下半年 OPEC+减产降至 90 万桶/天				
WTI 中枢 53 美元/桶, Brent 中枢 61 美元/桶				
需求	100.23	100.47	102.13	102.05
供给	99.73	99.73	101.83	102.47
隐含库存变动	(0.50)	(0.73)	(0.30)	0.42

注: 油价中枢不同, 需求也会相应调整。

资料来源: 兴业研究



2.1 供给增速加快

2.1.1 页岩油产量增长加快, 非美非OPEC长周期项目仍有增量

2018下半年起, Permian地区的管道运输瓶颈是制约美国页岩油产量快速增长的重要因素。虽然2018年第三季度开始,



Permian地区已经有Sunrise Expansion、McCamey以及BridgeTex Expansion等共约146万桶/天外输管道开启，不过运输瓶颈仍存，所以Midland地区的贴水一度扩大至17美金/桶。不过目前页岩油厂商对于现金流的重视，使得Midland地区贴水的扩大、生产利润的下降，会影响其后续产量增长计划。页岩油厂商会根据情况适时降低产量增速，以维持当地合理的油价，也使得2019年以来页岩油产量增速不及预期。

不过2019年下半年，Permian地区的外输瓶颈将会实质性缓解。2019年第三至第四季度，将有Cactus II、Epic、Epic NGL Conversion以及Gray Oak等共计304万桶/天外输管道开通，2020和2021年预计还将有300万桶/天的外输管道投入使用（详见图表7和图表8）。这些管道运力的增加将会超过同时段Permian地区原油产量的增长。与管道运输瓶颈缓解相呼应的，是同期美国出口终端能力的大幅提高（详见图表9）。两者共同作用使得Permian

地区外输至美国以外将不再存在瓶颈。从页岩油已经公布的财报来看，2019年上半年，页岩油企业合计资本支出接近全年计划的60%，目的就是在下半年运输瓶颈缓解后能迎来产量的快速增长。从EIA目前的预测来看，2019年9月之后，美国

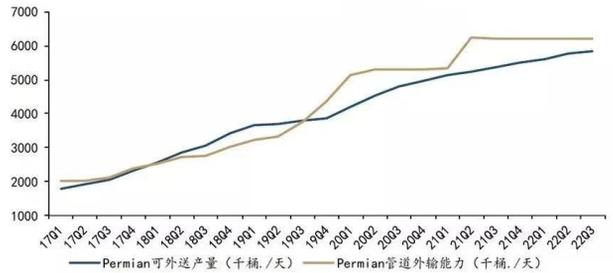
美国原油产量环比增幅逐渐扩大，全年美国原油产量增幅预计达到149万桶/天（详见图表10）。

图表7：Permian地区外输管道建设计划

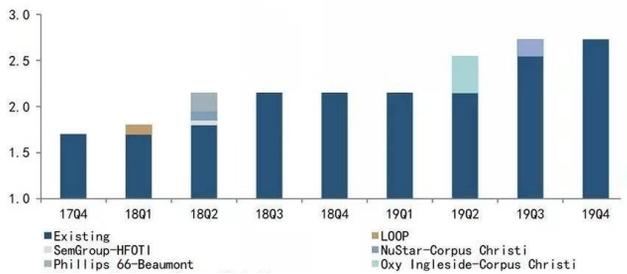
管道名称	2018年11月状态	2019年5月状态	流量(千桶/天)
BridgeTex expansion II	Q1 19	已开通	40
Cactus II	Q3 19	Q3 19	670
Crane to McCamey	Q3 18	Q3 18	135
Epic	Q4 19	Q4 19	590
Epic NGL Conversion	2020	Q3 19	400
Gray Oak	Q4 19	Q4 19	800
Midland to Beaumont	2021	2021	1000
Midkiff Loop	Q4 19	Q4 19	100
Permian Express III	Q4 18	已开通	50
Permian Express IV	Q3 19	Q3 19	80
Permian to Nederland	Q1 2020	Q3 20	1000
Permian to Brownsville	/	Q4 20	1000
Sunrise expansion I	Q4 18	已开通	250
Sunrise expansion II	Q4 18	已开通	500
Wink to McCamey II	Q4 18	已开通	670

2018年12月至今已开通管道流量 1460
2019年待开通管道流量 3040

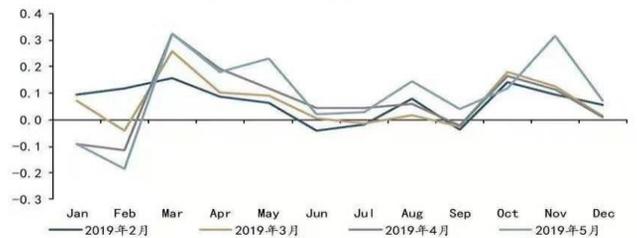
图表8：Permian产量预估与管道外输能力



图表9：美国出口终端能力



图表10：EIA美国原油产量环比预测



注1：2019年3月环比增长较快主要源于2019年1、2月份的低基数效应。但2019年下半年月度环比增量逐渐增大。
注2：单位为百万桶/天。

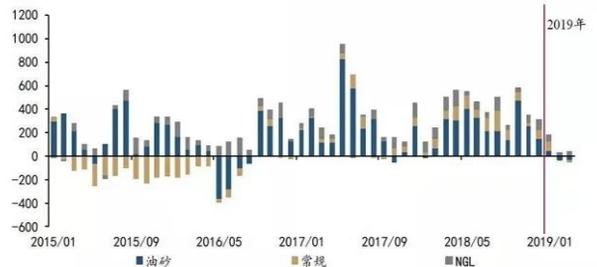
资料来源：EIA、兴业研究



而北美另外一个国家，也是此前几年非美非OPEC增产主力之一的加拿大，2019下半年的产量增长情况仍不乐观。2018年底，运输瓶颈导致加拿大WCS油种相对WTI贴水接近50美金，引发了其后阿尔伯塔省的主动减产（详见图表 11）。此后WCS贴水一度快速收敛至10美金，降至加拿大至美国铁路运输成本之下，相应的加拿大至美国铁路运输原油数量出现骤降（详见图表 12）。此前阿尔伯塔省计划新建约12万桶/天的铁路外输运力，但随着新任阿尔伯塔省省长 Jason Kenney 于2019年5月1日的就职，这一铁路扩建计划可能将被搁置。其在竞选时就宣布如果竞选成功，将搁置铁路扩建计划，但将致力推进管道外输能力的建设。这其中最重要的就是Trans mountain管道的扩建，Jason Kenney希望能将其运力在目前30万桶/天的基础上再提升60万桶/天。Trans mountain管道是阿尔伯塔省非常重要的一条外输管道，将原油西输至加拿大不列颠哥伦比亚省，其后再海运出口。是除南下运往美国之外，加拿大原油最重要的出口途径。此前因为大不列颠哥伦比亚省的反对，Trans mountain管道扩建计划一再搁置。近期加拿大总理特鲁多表示，Trans mountain管道最终能否扩建将视环境评估而定。4月底加拿大自然环境部长Amarjeet Sohi表示，联邦政府将不会在2019年10月总理大选前作出关于

Tran mountain能否扩建的决议。所以目前来看，阿尔伯塔省铁路外输和管道外输能力的扩建都将搁置。加拿大原油如果不想重现深度贴水，仍需要控制2019年的增产计划，预计2019年加拿大原油产量同比减少10至15万桶/天。

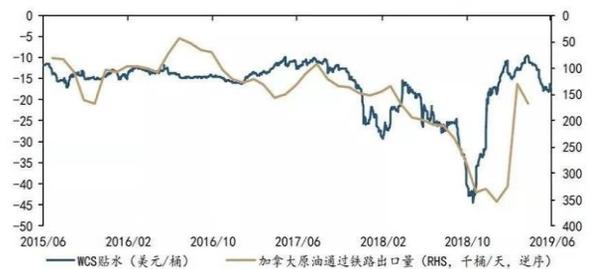
图表 11：加拿大原油同比增量



注：单位为千桶/天。

资料来源：Bloomberg、兴业研究

图表 12：WCS贴水与加拿大原油铁路出口量



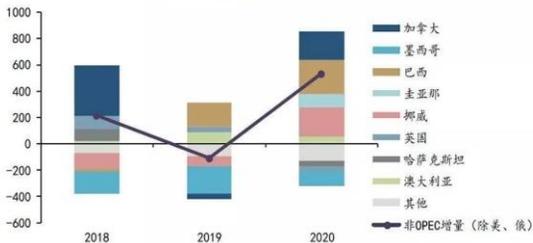
资料来源：Bloomberg、NEB、兴业研究

不过诸如加拿大等经济体近几年增产计划的陆续推迟，也是项目投产建设过程中的常见现象。这些2014年前高油价下建设的项目近几年进入密集投产区。此前在2017年底的投产计划中，很多机构曾预测2020年后非美非OPEC投产项目断崖式下滑。不过因为此前计划投产的很多项目的不断延后，也使得未来几年内仍不断有项目投产，所以我们尚不需要担忧长周期项目的枯竭。长周期投产项



目与页岩油产量增长的共同作用，决定了油价接下来几年大的区间震荡的格局（详见图表 13）。

图表 13：非美非OPEC油田项目投产计划



注：单位为千桶/天。时间为2019年4月。

资料来源：高盛、兴业研究

2.1.2 OPEC大概率延续目前减产计划

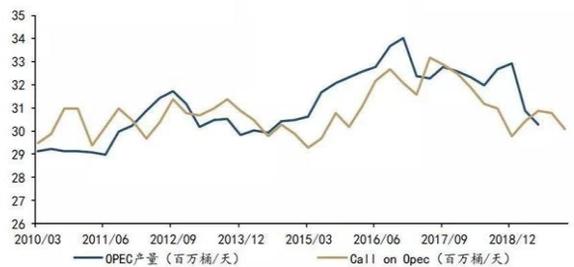
5月的JMMC会议上，未就6月OPEC+如何具体调节后续产量达成初步意见。目前来看，OPEC+有意保持减产协议至2019年底，只是具体数量尚不详。与会者讨论最多的选项是减少过度减产，以使总体减产降至120万桶/天（100%），这主要指的其实就是沙特50万桶/天的超额减产（按2019年4月沙特产量计算）。此外，鉴于未来的供需预期，将减产从120万桶/天降至80至90万桶/天也是讨论的选项之一。这相当于重新设定减产基准，而且需要进行各国家减产量的重新分配。

根据IEA、OPEC以及EIA等最新5月报告预估的下半年全球对于OPEC产量的需求，我们认为维持120万桶/天的减产量是相对

合理的（详见图表 14）。这有助于下半年原油供需整体平衡。

此外，我们还想再次强调的是，目前时点并不需要对于地缘政治风险带来的溢价过分担忧。我们在《兴业研究商品报告：中东与油价的相爱相杀——地缘政治与油价专题20180118》中曾指出——当中东地区战乱发生在供需缺口趋于持续扩大之时，油价往往会呈现出趋势性的上涨。无论是这个扩大是因为地缘事件造成的供给端显著下降，亦或是需求端的增长所导致。但是当中东地区战乱发生在供需缺口趋于缩小之时，油价对于地缘冲突的表现会较为平淡。无论这个缩小是因为地缘事件造成的供给中断快速恢复，抑或是战争外的因素所导致（详见图表 15）。根据我们的供需预期，因为页岩油产量的增长，下半年供需缺口会逐渐收敛。在此情况下，即使下半年地缘政治事件持续，也并不需要担忧其会造成油价显著上行。

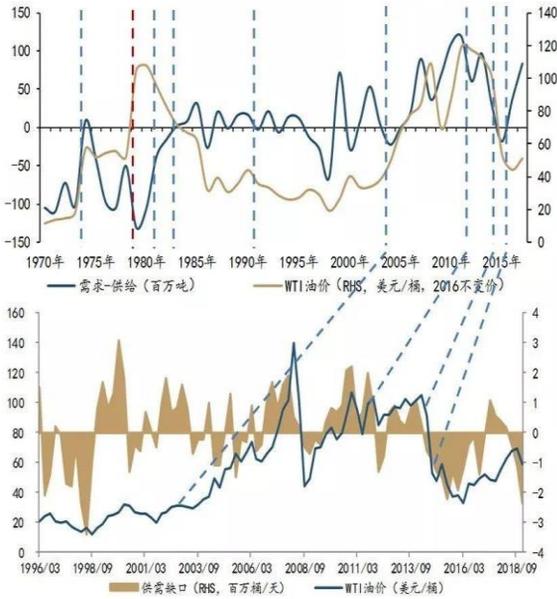
图表 14：OPEC产量与Call on Opec



资料来源：IEA、EIA、OPEC、兴业研究



图表 15: 1970年以来原油供需缺口、中东战争与油价表现



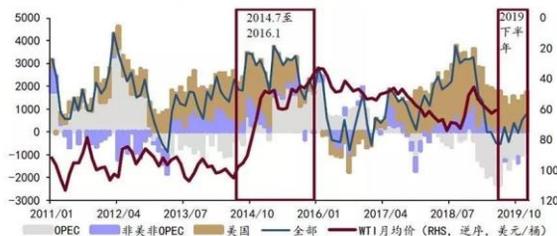
注1: 蓝色虚线表示1970年以来8次中东地区的战争, 红色虚线表示1978年伊朗政变。8次战争按照时间顺序排列依次是第四次中东战争、两伊战争、第五次中东战争、海湾战争、伊拉克战争、叙利亚内战、伊拉克内战和也门内战。

注2: 1996年后的原油供需有季度详细数据。

资料来源: IEA、BP、兴业研究

不过也需要说明的是, 虽然我们认为基准情形下产量增长是下半年油价中枢下移的主要因素, 但目前全球产量增长情况与2014和2015年油价暴跌时还是存在差异。2014年下半年美国和OPEC接力增产, 全球原油产量在2014年7月至2016年1月期间平均增长270万桶/天, 而目前因为OPEC的主动减产抵消大部分美国产量增长, 2019年下半年全球原油增量大约只有30至40万桶/天(详见图表16)。

图表 16: 分区域全球原油产量同比



资料来源: IEA、EIA、EA、兴业研究

2.2 需求存下行风险

2.2.1 美欧需求继续回落

年度展望中我们提及, 2019年美国固定资产投资同比增速有可能继续下滑。而因为私人部门投资通常被视为美国朱格拉周期的判断依据, 所以我们认为美国经济和原油需求在2019年都有下行风险。欧洲方面, 因为没有天生的财政统一, 其在金融危机后出现很大危机。所以即使欧洲在2019年经济可能出现短暂企稳, 但中长期的好转还是受到能否形成统一的财政影响。在此情况下, 我们对于2019年欧洲经济也并不抱有乐观的态度, 并给出2019年美国和欧洲原油需求18万桶/天和5万桶/天的增速预估。

从实际情况来看, 美国私人部门固定资产投资在2019年第一季度继续下滑(详见图表17)。ISM制造业PMI也在年初短暂反弹后延续下行势头。欧洲方面, 欧元区Markit综合PMI在年初创出低点后企稳, 但并未大幅反弹。具体原油需求来看, 上半年美国原油需求增长25万桶/天, 欧洲原油需求增长3万桶/天。

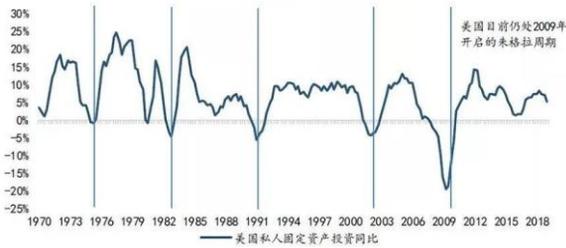
展望下半年, 美国私人部门投资可能继续下滑进而拖累经济增长(详见图表18)。而如果以美国库存同比和制造业存货/出货比关系的变化来进行库存周期四阶段的界定, 2018年11月以来我们已



经进入了被动补库存阶段，即库存同比和存货/出货比同时上升，表明需求走弱导致库存被动累积，下一阶段将进入供需双弱的主动去库存阶段。

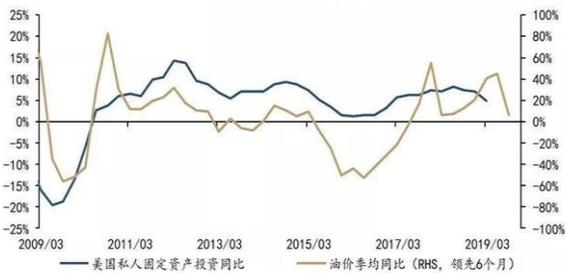
被动补库存阶段持续的时间通常在3至8个月不等，当前已经持续了约7个月，我们可能已经接近美国被动补库存向主动去库存的阶段转换，并将于2019下半年主动去库存阶段（详见图表 19和图表 20）。朱格拉和库存周期共同下行将施压美国经济。

图表 17：美国私人部门固定资产投资



资料来源：CEIC、兴业研究

图表 18：油价与美国私人部门投资



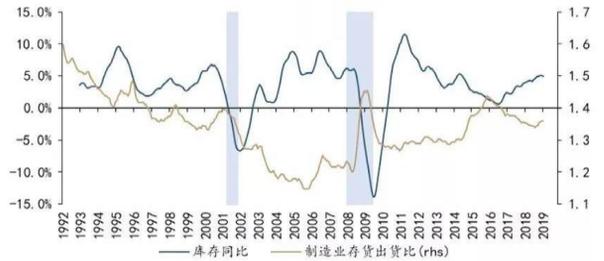
资料来源：CEIC、兴业研究

图表 19：库存周期划分示意

	主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存
供给	⬆️	⬆️	⬆️	⬆️
需求	⬆️	⬆️	⬆️	⬆️
库存	⬆️	⬆️	⬆️	⬆️
存货/出货比	⬆️	⬆️	⬆️	⬆️

资料来源：兴业研究

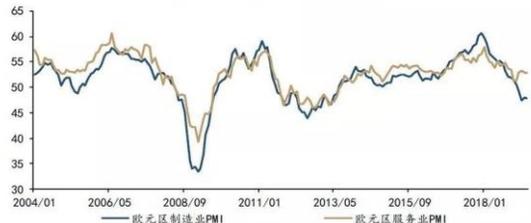
图表 20：美国库存周期



资料来源：CEIC、兴业研究

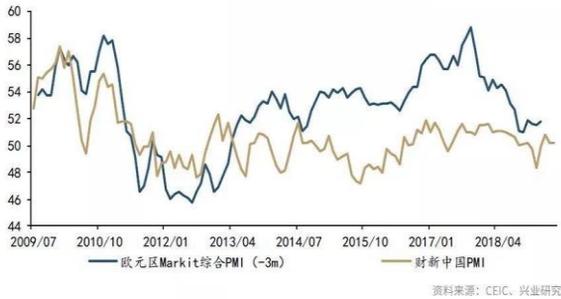
欧洲方面，下半年能否继续企稳与贸易摩擦升级下中国经济能否继续企稳有不可分的关联。按照之前的领先关系，中国的增长动能领先欧元区增长动能3个月左右。2017年底以来，欧洲区经济的放缓主要受到欧元区外部需求放缓所致，欧元区服务业PMI2019年初以来已经显著反弹，而与全球贸易关系更为密切的制造业PMI2019开年以来持续下行至3月后才企稳，这与中国经济2019年1月之后反弹有关（详见图表 21和图表 22）。按照我们宏观团队在《兴业研究宏观报告：乱云飞渡仍从容——2019年中宏观经济展望20190604》中的预测——2019年下半年中国经济或能持平上半年。在此情况下欧元区经济下半年或仍能持稳，不过其政治风险和没有统一财政的弊端是掣肘经济增长的最大隐患。根据2019下半年经济增长情况，预计下半年美欧需求同比在18万桶/天和5万桶/天。

图表 21：欧元区制造业和服务业PMI



资料来源：CEIC、兴业研究

图表 22: 中国PMI与欧元区Markit综合PMI



2.2.2 新兴经济体需求有望平稳增长，但仍存风险

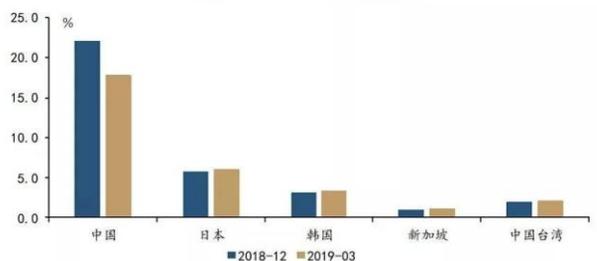
2019年初，高油价、强美元、强利率并存环境的终结，新兴市场获得了喘息以及需求恢复的时机。同时2018年下半年中国稳增长政策陆续推出，政策当局信用扩张工具起到加速传导过程，社融增速在2019年初出现企稳反弹，中国经济在第一季度出现了明显的反弹，这也有助于周边新兴市场经济的企稳。

展望下半年，中国逆周期政策对冲贸易摩擦阴影。受此影响，今年下半年中国出口可能难有起色，并会进一步拖累制造业投资和就业，就业压力又会影响中低端消费增长。不过随着户籍的松动和此前限购累积的购买力逐渐释放，一二线城市房地产市场有所复苏，或会支撑房地产投资和汽车等相关消费。虽然今年上半年传统口径的基建投资回升幅度弱于预期，但专项债等广义财政赤字的扩大会对下半年的总需求形成支撑，预计下半年GDP实际增速在6.4%左右，持平上半年。在经济能够持稳的情况下，国

内原油需求也有望维持平稳增长。

而中国增长动能的持稳，同样会对其他新兴市场增长动能带来一定的支撑。加之中美贸易摩擦带来的出口流向的转移，也使得亚洲周边国家的经济能够在一定程度上受惠。从美国进口结构观察，当前中美贸易摩擦已使美国的部分订单转向其他东亚经济体。2019年第一季度美国自中国进口占其进口总值比重较2018年第四季度下降4.3个百分点，与此同时，美国自日本、韩国、新加坡及中国台湾地区进口占比分别上升0.27、0.27、0.07及0.2个百分点（详见图表 23）。

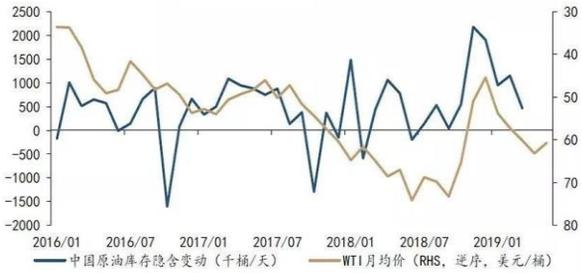
图表 23: 美国进口区域结构变化



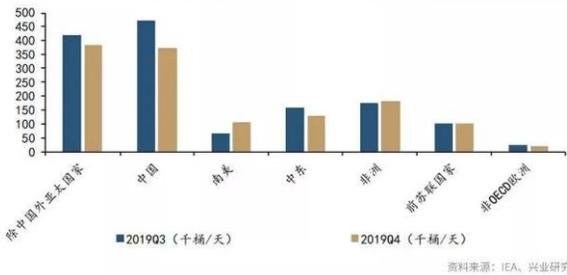
此外，从过去几年中国原油库存隐含变动与油价的关系来看，呈现出一定的负相关性，而且在2017年之后进一步加强（详见图表 24）。2019年油价反弹以来，中国原油累库速度有所放缓。但如果下半年油价中枢顺利下移，中国原油采购量或会增加，也会在一定程度上支撑国内的原油需求。中国原油需求仍有望中国经济的持稳和美国进口的转移，亚太区为代表的新兴市场原油需求预计也仍

能维持平稳增长（详见图表 24和图表 25）。

图表 24：中国原油库存隐含变动与油价



图表 25：非OECD经济体原油增速预估



三、风险提示

若以下情形发生，可能会使得油价中枢偏离我们的基本预测情形：

图表 26：2019下半年潜在风险事件

事件	可能性	对油价影响		
		利空	中性	利多
中美贸易摩擦继续升级，全球经济放缓速度加快	★★	★★★★★		
2019年6月底OPEC大会决定不再减产	★	★★★★★		
美国管道投产晚于预期，致使美国产量增长不及预期	★★			★★★

资料来源：兴业研究

来源：“鲁政委世界观”公众号。作者：付晓芸。兴业研究系上海场外大宗商品衍生品协会会员单位。





交通银行： 外需下行压力增大，宏观政策坚持逆周期调节

主要观点

- 工业增加值增速处于低位，工业生产仍偏弱
- 制造业PMI保持在荣枯线以上，扩张势头较温和
- 建筑业预期状况较好，非制造业平稳扩张
- 投资略有上升，基建投资加快，制造业投资下行
- 基数走低，地产销售回暖，消费增速反弹回升
- 贸易摩擦进一步升级，进出口增速下降
- 食品价格上升，推动CPI同比继续回升
- 新涨价因素减弱，翘尾因素下降，PPI涨幅收窄
- M2增速受外部不确定性影响较大，回升仍存压力
- 货币流动性稳健适度，可能加大逆周期调节力度
- 人民币汇率震荡贬值，外汇占款降幅扩大

一、工业生产仍然偏弱，非制造业平稳扩张

1、工业增加值增速处于低位，工业生产仍偏弱

5月以来重点企业钢企产量基本保持平稳，高炉开工率小幅提升，工业生产比4月略有改善。高频的南华工业品指数整体上升，5月下旬上涨到2300点以上，高于去年同期260点左右，表现出积极迹象。

但更多的高频先行指标表明工业生产仍然偏弱。柯桥纺织价格指数略有下降，5月中旬在106.13点，轻工业生有所放缓。六大发电集团日均耗煤量先升后降，5月中旬达到近2个月的高点63万吨/日，但下旬又回落到60万吨/日左右，月均58.6万吨/日。与去年同期相比，发电耗煤量同比减少了16%。全国综合煤炭价格指数基本保持平稳，略高于161点，比去年同期高1个点左右。

工业增加值增速可能略高于上个月，减税有助于改善制造业预期，但增势仍然较弱。上个月工业增加值增速显著下降，本月反弹的可能性较大。由于去年5月工业增加值增速下降0.2个百分点，基数略有下降，今年同期增速可能低位微升到5.5%。随着万亿减税开始落地，针对制造业减税力度较大，有助于提振市场信心，制造业PMI有望保持在荣枯线以上，预计

为50.2%，扩张势头较温和。

2、非制造业平稳扩张，建筑业预期状况较好

建筑业预期状况较好，景气状况有望上升。服务业运行平稳，**非制造业整体保持扩张态势。**4月非制造业PMI下降，建筑业和服务业景气度都有回落，5月有望走稳，可能微升。5月主要钢厂建筑钢材库存上升，第三周升到277万吨，比4月上升了14万吨。华南建筑钢材价格指数基本平稳，在67.7点左右，高于一季度。建筑耗材需求明显增加，建筑业景气度有望保持高位。房地产投资持续加快，促进了建筑业扩张。随着大量基建补短板项目全面开工，将支撑建筑业景气状况处于较高水平。进入二季度以后中国公路物流运价指数整体上升，但5月环比略有下降，下旬在983点左右，略高于去年同期。近期全国公路货运量小幅增长，铁路客运量也有增长，但公路客运量持续负增长。4月营业性客运量同比-2.7%，其中公路、水运营业性客运量同比分别为-5.2%、-5.1%。4月营业性货运量同比增长6.1%，其中公路、水路货运量分别增长5.6%、7.2%。第三产业用电量增长较快，4月同比增长10.5%，服务业扩张态势得以保持。5月劳动节假期旅游拉动服务业需求。综合判断，建筑业预期状况较好，服务业运行平稳，非制造业PMI为54.5%。

综合PMI为53.6%。

二、内需略有改善，外需压力加大

1、投资略有上升，基建投资加快，制造业投资下行

固定资产投资小幅上升，增长势头较弱。基建投资加快，房地产投资处于高位，制造业投资继续下行。从周频的中钢协钢材价格指数来看，5月小幅下降，第四周钢材综合价格指数为111.8点，所有品种的钢材价格指数都有不同程度的下降。整体降幅很小，仍然高于4月初水平。从高频的主要钢材价格来看，镀锌板卷、热轧板卷、圆钢、中板价格持续下降，但5月下旬螺纹钢、线材、盘螺价格有所回升。5月全国水泥综合价格指数小幅上升，从149.7点上升到150.4点。分区域看，西北、西南、中南地区水泥价小幅下降，其他地区水平价格都有不同程度上涨。从钢材价格和水泥价格走势来看，投资状况整体有所增强。铁路、民航、高速公路等交通运输投资增长快速，将拉动基建投资逐渐提速。1-4月交通固定资产投资同比增长7.4%，增速较一季度加快2.5个百分点，其中高速公路投资增长13.2%，而水利管理业、公共设施管理业等投资负增长，将制约基建投资反弹力度。1-4月房地产开发投资增速加快到11.9%，当前房地产开发投资增速有望保持高位。5月以来全国土地成交面积同比



-9.3%，未来房产开发投资增势可能难以持久。受全球经济增长放缓以及美国加征关税的影响，与出口相关的制造业投资预期较弱。去年5月制造业投资加快了4个百分点，将压低今年同比增速。大规模减税有助于制造企业经营改善，企业信贷增长加快，可能促进未来制造业投资企稳。预计5月固定资产投资累计增长6.2%，比上个月略有上升。

2、基数走低，地产销售有所回暖，消费增速反弹回升

5月以来 30 大中城市商品房日均销售面积同比上涨，日均销售面积同比增长13.2%，其中一、二、三线城市同比涨幅分别为14.1%、13.2%、12.6%。年初以来房地产销售市场出现回暖迹象，当前与房地产相关的家具、家电、装潢等消费有望保持增长势头。5月以来全国汽车零售延续负增长，零售量同比为-24%，对消费继续形成拖累。5月义乌中国小商品指数先升后降，月末在100.43点，略低于4月末水平。临沂商城价格指数同样先升后降，月末100.36点，整体高于4月。今年劳动节比去年多一天，有助于带动消费。去年5月消费增速大幅下降0.9个百分点，基数走低将显著抬升本月增速。CPI涨幅扩大，物价上涨将带动名义消费增速上升。预计5月消费增长8.2%，**消费增速反弹回升，显著高于上月。**

3、贸易摩擦升级，进出口增速下降

出口增速大幅下降。美国进一步升级关税措施，决定对2000亿美元中国产品加征关税从10%上调至25%，并威胁将对额外3000多亿美元中国商品加征关税，这将对我国出口构成不小压力，但也可能带来新的抢出口效应。5月美、欧制造业PMI指数均出现一定幅度下降，经济景气度依然偏弱，而我国去年同期出口基数较高，则可能拖累出口增速。综合考虑，预计5月出口增速为-4%，出口额约2000亿美元。

进口增速继续负增长。贸易摩擦升级，中国进口也将受到一定面影响，但也可能出现一定的抢进口现象。中国经济回落并保持弱平稳态势，大宗商品价格涨幅放缓而且远低于去年同期，加之去年同期进口基数较高。预计5月进口同比增长-6%，进口额约1760亿美元。预计贸易顺差约240亿美元。

三、CPI继续上升，PPI涨幅收窄

1、食品价格推动CPI同比继续回升

进入5月份以来，商务部公布的食用农产品价格周环比出现两个星期环比上涨，一个星期环比回落。分产品来看，蔬菜供应量充足导致蔬菜价格略有下降，而猪肉价格在经历了一段时间的上涨之后，涨势有所放缓。受此影响，预计本月食

品价格环比将出现小幅上升，预计涨幅在1.4个百分点左右。五月下半月国际油价出现明显回调，5月份国内成品油价也将有小幅下调。预计本月非食品价格同比涨幅相比上月略有回落至1.6%的水平。同时，5月翘尾因素将小幅回升至1.5%的水平。综合以上因素，初步判断2019年5月份CPI同比涨幅可能在2.5-2.9%左右，取中值为2.7%，涨幅相比上月继续小幅回升。CPI同比连续三个月上升，主因是食品价格同比涨幅扩大及翘尾因素的影响。扣除食品和能源的核心CPI同比已经连续八个月维持在2%以下。4月份宏观数据明显走弱，表明内外需求仍有下行压力，年内出现实体经济需求拉动的通胀压力并不明显。下半年重点关注生猪疫情对猪肉价格的影响。截止4月末，我国生猪及能繁母猪的存栏量仍在快速下降，未来生猪供应量减少导致价格上涨的压力仍然不小。不过下半年CPI翘尾因素明显下降及增值税减税效应或将一定程度上对冲掉猪肉价格上涨对CPI同比的影响，预计年内CPI同比平均涨幅控制在3%以内没有问题。

2、新涨价因素减弱，翘尾因素下降，PPI涨幅收窄

从5月已公布的周频生产资料价格走势看，

主要产品价格上涨势头明显减弱，主要工业产品价格下降。在流通领域，主要生产资料价格中有60%的产品价格下降，36%上升，4%基本持平，生产资料价格下降的种类增多。从9大类生产资料价格看，林产品、化工产品、石油天然气产品价格降幅较大，环比低于-2%；有色金属价格降幅也较明显，环比低于-1%；黑色金属、非金属建材、农业生产资料价格走势平稳；煤炭、农产品价格上涨。预计2019年5月PPI环比涨势放缓，不排除小幅负增长的可能，在-0.2%到0.2%之间。去年5月PPI环比上涨0.4%，环比涨幅可能显著今年5月，形成较高基数。PPI翘尾因素为0.59%，比上个月下降0.4个百分点。综合判断，新涨价因素减弱，翘尾因素下降，预计5月PPI同比涨幅收窄，预计在0.4%到0.8%之间，取中值为0.6%左右。

四、宏观政策坚持逆周期调节，人民币汇率震荡贬值

1、M2增速反弹仍有压力，货币政策稳健适度

信贷增量环比出现反弹，M2增速回升仍存压力。4月信贷增量低于市场预期，既反映出实体经济运行压力仍大，也表明在前期市场对于货币政策进一步偏松调整以及降息预期未能兑现，机构对于流动性的担忧，一定程度上制约了信贷



投放的增长。5月在央行再次定向降准落地后，这种制约因素有所减弱，加之积极财政政策可能逐渐发力刺激信贷需求，信贷增量出现环比回升的概率较大。预计5月信贷增量将达到1.35万亿左右。M2方面，信贷增量的反弹、财政更加积极是推动M2增速回升的重要积极因素，然而外部不确定性以及人民币近期的贬值，给M2增速回升增加了新的压力，进而预计5月M2增速或小幅反弹0.1个百分点至8.6%

货币政策保持稳健适度，不排除加大逆周期偏松调节力度的可能。外部不确定性短期很难明朗。考虑到财税政策等手段对于受冲击的出口企业定向支持更为直接和有力，我们认为短期货币政策保持定力适度加大逆周期定向调节力度配合财政发力的可能性较大。美次贷危机以来的经济经过多年的增长已出现“疲态”，美联储降息预期逐渐升温。一旦美方降息，一定程度上也为我国加大定向偏松调节力度腾出了空间。加之，目前国内物价运行并对央行进一步偏松调节货币政策形成约束，一季度货币政策执行报告中央行也明示了会及时预测应对，加大逆周期调节力度。基于此预判，未来整个二季度货币市场流动性出现“偏紧”状态的可能性极小，大多数时间流动性应该维持在适度充裕的状态。

2、人民币汇率震荡贬值，外汇占款降幅

扩大

人民币汇率震荡贬值。美国贸易代表办公室透露，将于6月17日就包括3805个产品类别的清单举行公开听证会。如果美国宣布对额外3000多亿美元中国商品加征关税，人民币汇率贬值压力可能进一步加大。英国脱欧仍有较大不确定性，避险情绪可能推升美元指数。不过，近期监管部门连续发声稳定汇率，预计人民币不会出现大幅贬值。

外汇占款负增长。5月以来，人民币对美元汇率出现较快贬值，贬值预期有所增加，离岸汇率突破6.9，美元人民币成交量显著增大。预计5月外汇占款可能减少600亿元。

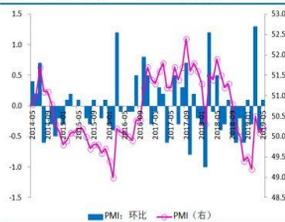
主要图表

表：5月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5
GDP当季同比（%）	6.4	-	-	6.4	-	-
CPI当月同比（%）	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7
PPI当月同比（%）	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6
出口金额当月同比（%）	-4.4	-9.1	-20.8	14.2	-2.7	-4%
进口金额当月同比（%）	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4	-6%
贸易差额当月值(亿美元)	570.6	391.57	41	326	138	240
固定资产投资累计同比（%）	5.9	-	6.1	6.3	6.1	6.2
消费零售 TRS 当月同比（%）	8.2	-	8.2	8.7	7.2	8.2
工业增加值 IAV 当月同比（%）	5.7	-	5.3	8.5	5.4	5.5
制造业 PMI（%）	49.4	49.5	49.3	50.5	50.1	50.2
非制造业 PMI（%）	53.8	54.7	54.3	54.8	54.3	54.5
新增人民币贷款当月值(亿元)	10800	32300	8858	16900	10200	13500
M2余额同比（%）	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.6
外汇占款（亿元）	-40	-12	-3	-5	-9	-600
定期存款利率:1年(整存整取)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
质押式回购利率:7天(下月末)	2.75	2.8	3.0	3.2	2.74	2.70

数据来源:WIND、交行金融研究中心

图 1 制造业 PMI 及环比



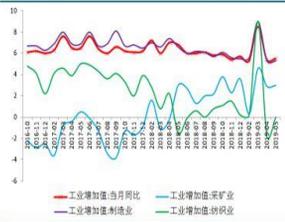
数据来源: WIND, 交行金研中心

图 2 非制造业 PMI 及环比



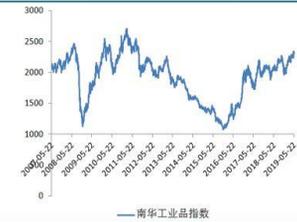
数据来源: WIND, 交行金研中心

图 3 工业增加值及分类增速



数据来源: WIND, 交行金研中心

图 4 南华工业品价格指数



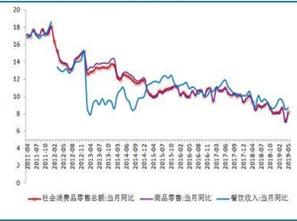
数据来源: WIND, 交行金研中心

图 5 投资及分类增速



数据来源: WIND, 交行金研中心

图 6 消费及分类增速



数据来源: WIND, 交行金研中心

图 7 出口额及出口增速



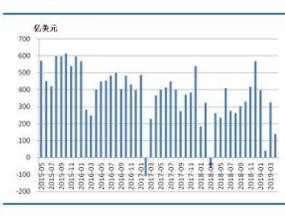
数据来源: WIND, 交行金研中心

图 8 进口额及进口增速



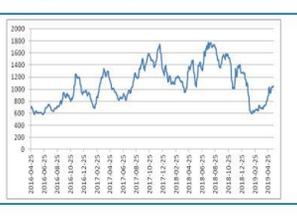
数据来源: WIND, 交行金研中心

图 9 贸易差额



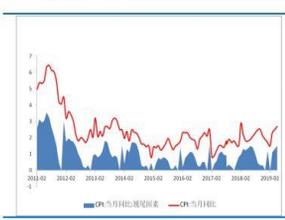
数据来源: WIND, 交行金研中心

图 10 BDI 指数



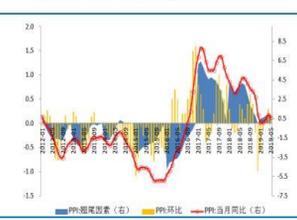
数据来源: WIND, 交行金研中心

图 11 CPI 翘尾因素及同比走势



数据来源: WIND, 交行金研中心

图 12 PPI 翘尾因素及同比走势



数据来源: WIND, 交行金研中心

图 13 新增贷款金额及增速



数据来源: 人民银行, 交行金研中心

图 14 新增贷款及 M2 增速



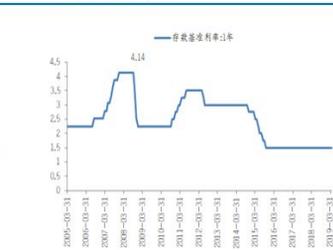
数据来源: 人民银行, 交行金研中心

图 15 基准利率



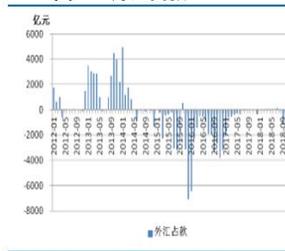
数据来源: WIND, 交行金研中心

图 16 市场利率



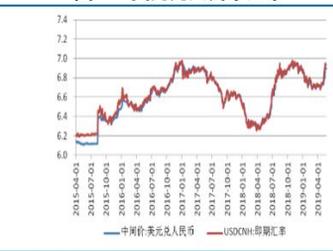
数据来源: WIND, 交行金研中心

图 17 外汇占款



数据来源: WIND, 交行金研中心

图 18 美元兑人民币汇率



数据来源: WIND, 交行金研中心

本文来源“交银研究在线”微信公众号。交通银行股份有限公司系上海场外大宗商品衍生品协会理事单位。





卓创资讯： 国内甲醇产业格局变化特点

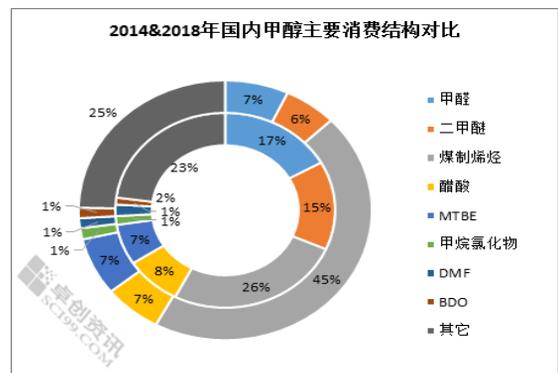
近年来，伴随着国内甲醇产能规模的不断扩张以及下游产业链的不断延伸，国内甲醇产业格局也在逐步发生变化。

首先，产能增速逐步放缓。产能的不断扩张导致行业过剩，企业整体盈利水平也不断下降，受影响，国内甲醇产能扩张速度开始有所放缓。2010-2014年中国甲醇产能复合增长率为18.77%，而2015-2018年产能复合增长率为7.72%。

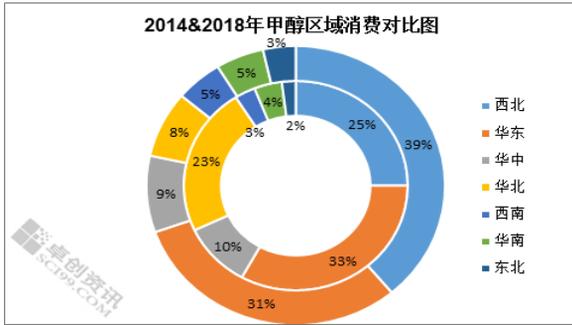


其次，产能集中度上升。据卓创资讯统计数据，截至2018年底，国内产能规模在40万吨/年（含40万吨/年）以上装置占比达70.83%，较2017年增加0.2个百分点，较2016年增加1.14个百分点，其中100万吨/年（含100万吨/年）以上的装置占比41.96%，整体占比近五年来呈持续增长态势。

再次，新型下游扩张，煤（甲醇）制烯烃成为需求主要增长动力。前几年受国际高油价影响，以及国内传统煤化工行业盈利不佳，催生出煤（甲醇）制烯烃这一甲醇新型下游需求领域的蓬勃发展。近年来甲醛、二甲醚等传统下游消费领域占比逐年降低，而自2014年开始CTO/MTO消费占比稳居第一且逐年提升截至2018年底这一消费领域占比高达45%。



最后，下游区域消费结构调整带动国内甲醇货源流向发生变化。目前西北地区集中了中国60%以上的CTO/MTO企业，受此支撑，西北地区超过华东地区成为我国第一大消费区域。同时随着西北地区当地消耗量的增加，西北甲醇流出货量也大大减少，进而带动了进口甲醇数量的攀升。



整体来看，伴随着国内甲醇行业继续向规模化、集约化发展，未来行业集中度

将继续提升。短期内煤制烯烃领域依然是主要需求增长点，不过伴随着甲醇汽车及燃料的推广应用，未来甲醇下游应用领域将继续扩展和延伸，产能过剩局面或逐步缓解。

本文来源“卓创化工”微信公众号。山东卓创资讯股份有限公司系上海场外大宗商品衍生品协会会员单位。



党建动态

协会党支部举办“学文件、抓落实”主题党日活动暨支委会扩大会议

为深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想与党的十九大精神，持续推进“两学一做”学习教育常态化、制度化，严格贯彻落实“三会一课”制度，中共上海场外大宗商品衍生品协会支部委员会（下称协会党支部）于近日举办了“学文件、抓落实”主题党日活动暨支委会扩大会议，协会全体党员、群众积极参加了本次会议。

会议首先由张书记带领学习了《中国共产党支部工作条例（试行）》（以下简称《条例》）。《条例》以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻党章要求，既弘扬“支部建在连上”的光荣传统，又体现基层创造的新做法新经验，对党支部工作作出全面规范，是新时代党支部建设的基本遵循。张书记强调，协会党支部全体党员要认真学习贯彻落实《条例》内容，坚决维护习近平总书记党中央的核心、全党的核心地位，坚决维护党中央权威和集中统一领导。



协会党支部张书记领读《条例》

随后由潘以桂同志带领学习《中国共产党纪律处分条例》。张书记强调要运用监督执纪“四种形态”，经常开展批评和自我批评，让“红红脸、出出汗”成为常态，要求全体党员要以党章要求自己，以高标准约束自己，接受广大群众的监督。

最后，由赵天宇同志带领学习《关于做好2019年元旦春节期间有关工作的通知》、《关于“元旦”、“春节”期间严格遵守纪律规定的通知》及违反八项规定精神的案例。张书记指出，要认真落实上述通知精神，以案例警醒自身，严守纪律和底线，强化日常管理监督，营造风清气正的节日氛围。

会后，协会广大党员纷纷表示要认真贯彻会议精神，不忘初心、牢记使命，始终保持党的先进性和纯洁性，牢固树立“四个意识”，坚定“四个自信”，做到

“四个服从”与“两个坚决维护”，自觉践行共产党人价值观，为实现“两个一百年”奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦而不懈奋斗。





协会荣获市金融工委关于落实从严治党要求 优秀调研成果二等奖

近日，由中共上海场外大宗商品衍生品协会支部委员会（下称协会党支部）申报的题为“协会无党组织会员单位党建工作研究”的课题获得上海市金融工作党委“优秀调研成果二等奖”。

2018年，上海市金融工作党委在上海金融系统部署开展落实全面从严治党要求优秀调研成果征集评选活动。协会党支部积极参与，在会员单位中开展了大调研活动，从会员构成、会员单位党组织设立情况、无党组织的会员单位党建工作开展情况及问题等方面进行了调

研与分析，并从支部共建、支部带建两个角度探索与无党组织会员单位党建工作实践，并提出行业协会开展无党组织会员单位党建工作的建议。

协会党支部将以此次无党组织会员单位党建工作研究为出发点，加强与协会无党组织会员单位的沟通，进一步完善无党组织会员单位基层党组织建设，在组织生活全覆盖的基础上，不断提高其组织生活质量，为上海金融系统更高水平落实全面从严治党要求做出新的更大的贡献。



“学习强国”使用心得体会

“学习强国”是体现习近平新时代中国特色社会主义思想最权威、最全面的信息平台，全面呈现了习近平总书记关于改革发展稳定、内政外交国防、治党治国治军重要思想，具有很高的综合性和服务性，为我们学习贯彻落实习近平总书记关于加强学习、建设学习大国重要指示精神、推动全党大学习提供了更加便利的条件。通过“学习强国”中的时政新闻及热点，具体包括党中央、国务院重大会议精神、国家领导人重要讲话原文及讲话精神、评论员文章等，拓宽了眼界视野、丰富了精神思想、强化了政治理论，使得个人自身能力建设水平大幅度提升。

通过“学习强国”中的“每日一句”“每日一曲”“每日一星”等学习栏目，集约了工作之余的碎片时间，使得个人文学功底得以加深，更是培养了对中国传统文化的浓厚兴趣，激发了对祖国文化热爱，更加坚定了对中国特色社会主义的道路自信、理论自信、制度自信、文化自信。通过“学习强国”中的专题考试和答题活动

拓宽了自己的知识面，同时对学习过程中存在的不扎实、不理解、不明白等问题进行深化解读与查漏补缺，检验自己的学习所得，从而进一步对习近平新时代中国特色社会主义思想有了更深层次地理解。

协会党支部通过利用“学习强国”中设置的学习积分机制及组织内部排名模式，开展督导引领、强化学习、深抓落实、公开评比等一系列切实举措，让党员间形成一种“你追我赶”的学习风气，真正让“崇尚学习、加强学习”成为协会党支部2019年的一大特别学习活动。

习近平总书记强调，“党性教育是共产党人修身养性的必修课”。只有坚持锤炼党性，才能不断增强党性修养。我作为一名青年党员，深知党性修炼的重要性，通过“学习强国”这一利器，完善自身对党的知识体系的构建，加强对世情、国情和党情的认知，在学习中以政治建设、思想建设标准锻造自己，在工作中以习近平新时代中国特色社会主义思想武装自己，在生活中以党的作风建设、

纪律建设要求约束自己。“不忘初心，牢记使命”，我要时刻警醒自己加强党性修炼，提高政治素养，保持坚定正确的

政治方向，牢固树立全心全意为人民服务的思想，牢固树立对党忠诚、为党奉献的崇高信念，争做一名合格党员，一名新时代的追梦人。



协会党员认真学习文件



发挥党员带头作用 践行五四精神

今年是五四运动100周年，也是中华人民共和国成立70周年。在这个具有特殊意义的历史时刻，缅怀五四先驱崇高的爱国情怀和革命精神，对激励新时代中国青年为全面建成小康社会、加快建设社会主义现代化国家、实现中华民族伟大复兴具有十分重大的意义。

一、五四运动，青年力量出现

1919年5月4日，由于中国巴黎外交失败，北京展开了一场以青年学生为主，广大群众、市民、工商人士等共同参与的，通过示威游行、请愿、罢工、暴力对抗政府等多种形式进行的爱国运动。这是中国人民彻底的反对帝国主义、封建主义的爱国运动，又称“五四运动”。五四运动以一批先进青年知识分子为先锋，高举反帝反封建的爱国主义旗帜，为中国社会的进步和发展带来了新气象、新希望和新力量。

二、五四精神，青年风采传承

五四精神，一直是激励我们青年人重要力量之源。其核心内容为“爱国、进步、民主、科学”。爱国主义是五四精神的源泉，民主与科学是五四精神的核

心，勇于探索、敢于创新、解放思想、实行变革是民主与科学提出和实现的途径。

习近平总书记在纪念五四运动100周年大会上强调“新时代中国青年运动的主题，新时代中国青年运动的方向，新时代中国青年的使命，就是坚持中国共产党领导，同人民一道，为实现‘两个一百年’奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦而奋斗。”习近平总书记的讲话为五四精神赋予了新的动力源泉，丰富了五四精神的内涵，为当代青年指明了奋斗的方向。

新时代中国青年要继续发扬和传承五四精神，以实现中华民族伟大复兴为己任，不辜负党的期望、人民期待、民族重托，不辜负我们这个伟大时代。

三、青年党员带头践行五四精神

青年是整个社会力量中最积极、最有生气的力量，国家的希望在青年，民族的未来在青年。青年党员更应自觉地承担时代责任，毫不畏惧面对一切艰难险阻，在劈波斩浪中开拓前进，在披荆斩棘中开辟天地，带头践行五四精神。

青年党员要学习、继承和弘扬党的革命传统。历史证明，没有共产党就没有新中国，没有共产党就没有中国特色社会主义事业的胜利。我们青年党员更要坚定理想信念，拥护党的领导，坚定全心全意为人民服务的决心，脚踏实地，不辱使命，将青春和才华奉献给党、人民和国家。

青年党员要发挥先锋模范作用，勇于承担责任。习总书记在同各界优秀青年座谈时的讲话中指出：“我们距离实现中华民族伟大复兴的目标越近，我们越不能懈怠，越要加倍努力，越要动员广大青年为之奋斗。”实现中华民族伟大复兴的目标不可能从天而降，我们青年党员要发挥先锋模范作用，勇于承担社会责任，

带头积极投入到中国特色社会主义事业的伟大实践中，成为民族复兴的奋力推进者。

作为一名在协会工作的青年党员，我会始终拥护党的领导，牢固树立“四个意识”，带头践行五四精神。我将积极学习，不断提升自身业务能力水平，为开展各项工作打下坚实基础。我要不断增强服务意识，通过与无党组织会员单位共同开展党组织活动建设，加强与会员单位的交流和互动，此外我会通过协会网站、微信公众号等媒体网络，积极宣传党的思想和五四精神内涵，引导会员单位践行五四精神，共同为社会主义现代化事业而奋斗。我会自觉将个人梦想融入国家梦想，将个人的幸福融入人民的幸福，与祖国共奋进、与时代同发展。



协会党支部开展支部共建活动 参观上海造币博物馆

5月16日，上海市地方金融监管局监管三处党支部、上海清算所创新人力党支部、上海场外大宗商品衍生品协会(下称协会)党支部联合开展支部共建活动，共同参观上海造币博物馆。

上海造币博物馆坐落于苏州河畔，是“上海市文物保护建筑”，其以“造币工艺”为主题而在全国独树一帜。三个党支部的党员和群众在馆长的带领下，首先参观了近代造币工艺厅。近代造币工艺厅主要展示了近代的造币工艺设备和流程，见证了百年来中国造币事业的发展和时代的飞跃。其中包括20世纪20年代上海造币从美国进口的一整套造币设备，以及自1933年起生产的银币、铜币以及当时生产的金条、磨具等。党员和群众认真聆听馆长的讲解，不时提问，对近代造币的工艺有了更为全面的了解。

随后来到当代造币厅，该展厅主要陈列了建国以后各个时期所生产的部分具有代表性的钱币产品，其中包括我国

四套人民币流通硬币、普通纪念币、金银纪念币以及北京奥运会“金镶玉”奖牌等。纪念币以及北京奥运会“金镶玉”奖牌等。造币工艺的不断发​​展所传承的传统优秀民族文化、博大精深的人文情怀，无不增强了党员干部和群众的民族自信心与自豪感。

参观过后，协会党员和群众纷纷表示，百年造币史正体现了中华民族从落后到崛起的光辉历程。中国共产党人的初心和使命，就是为中国人民谋幸福，为中华民族谋复兴，这个初心和使命是激励中国共产党人不断前进的根本动力。2019年是中华人民共和国成立70周年，我们年轻的基层党组织要以永不懈怠的精神状态和一往无前的奋斗姿态，**牢固树立“四个意识”，坚定“四个自信”，做到“两个维护”，为实现“两个一百年”奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦而贡献新的、更大的力量。**





欢迎扫上方二维码
关注协会更多最新动态

【重要声明】

本刊中所提及的其他所有公司、机构或个人的名称、产品或服务知识产权均归属于相应的法律实体。

本刊中的信息来源于上海场外大宗商品衍生品协会公开发布的或公开渠道获取的资料，上海场外大宗商品衍生品协会对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，供您参考。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述金融产品、服务的投资建议。

SOCDA
Shanghai OTC Commodity Derivatives Association
上海场外大宗商品衍生品协会

上海市中山南路318号34层 邮编：200010
电话 (8621) 2319 4974

34F, 318 South Zhongshan Road, Shanghai
Tel (8621) 2319 4974 Post Code: 200010