泡沫经济破灭 金银财富效应逆转

□宝城期货 程小勇

作为“告芬商品”的金银暴跌震荡全球，且价格越跌投资者抛盘会愈演愈烈。对于贵金属而言，告别长达12年的牛市；对于其他风险资产、金融市场和实体经济而言，意味着泡沫经济走向末路，财富效应发生逆转。如果金银暴跌是前兆，那么美股抛售将是泡沫破灭的最后一根稻草。

金银价格周期的历史回顾

16世纪末，黄金被逐渐作为国际上通用的货币，随着新行业的开辟及新大陆的发现，美洲和非洲的黄金和白银随着欧洲国家殖民活动的兴起，源源不断的流入到欧洲，帮助欧洲资本主义兴起完成原始资本积累。1816年，英国颁布了金本位法案，促使黄金转化为货币，这时候黄金和白银波动极小。

伴随战争的爆发以及各国货币贬值，金本位制度下货币与黄金的自由兑换越来越困难，随着布雷顿森林体系及牙买加协议的签订，金本位退出历史舞台，原先制约各国货币贬值的障碍解除，全球在1970年以后在通货膨胀和经济萧条中度过，金银价格就开始不断加速上涨。

2000年以后，由于网络泡沫的破灭，全球经济发展不平衡加剧。而伴随凯恩斯经济理论在欧美乃至全球的盛行，货币政策被各国央行发挥的淋漓尽致，金银等贵金属作为新时期的对冲通胀和货币贬值的资产备受青睐。2008年危机爆发，此前格林斯潘时代的货币扩张导致楼市泡沫破灭，而2009年各国为了阻止经济陷入衰退的泥潭，美联储主席伯南克上台，拥有“直升机撒钱”之称的伯南克持续推行定量宽松的货币政策，欧洲和亚洲多个经济体随后仿效，自此美元在全球地位动摇，“金本位”复辟一度在全球升温，针对各国货币竞相贬值，贵金属成为资金青睐的首选，金银价格也在2010年不断刷新历史最高纪录。

泡沫经济造就的辉煌

作为货币化程度最高的商品，长期来看金银价格与美国货币政策以及其导致的全球通胀周期一致。1971年8月尼克松政府宣布放弃美元与黄金固定比关系，出现全面通胀，黄金价格从35美元涨至1980年的850美元/盎司。1980年，里根采取回收货币、加息和强化金融衍生品市场等政策，通胀得以抑制，金价进入20年的振荡期。2001年初至2003年6月，美国连续13次降息，同时受“9·11事件”影响，黄金价格再次作为抗通胀标的出现大涨。2008年11月25日开始推出QE1，全球央行开始争相释放流动性，至今美国已经推出了QE1、QE2、QE3及QE3.5，黄金价格是加速上冲——震荡回落——加速下跌。

长期以来，国际金价与美元走势明显密切相关，金价大幅上涨在很大程度上归功于美元的持续贬值。剔除美元因素的COMEX名义金价与美元指数呈现明显的负相关关系，统计自1985年11月8日至今，二者的相关度在-0.6左右。

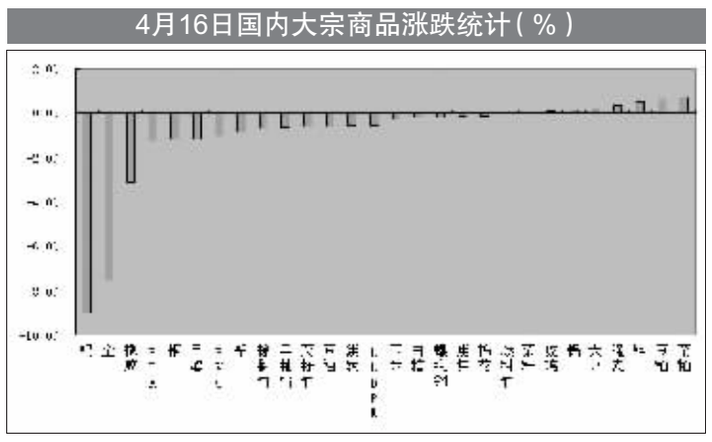
金银财富效应出现逆转

近40年来，黄金出现了四次大规模暴跌行情：1980年美元加息周期启动、1987年美国股灾、1997年英国出售半数黄金储备和2008年金融危机，均伴随着经济变革或金融危机。

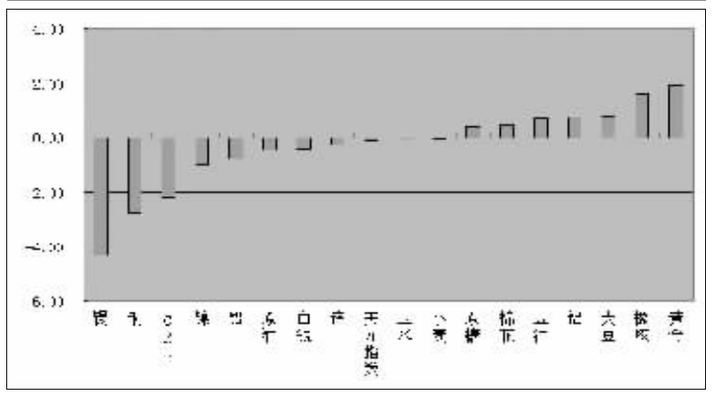
最重要的是，贵金属暴跌，意味着自2000年以来的通过货币刺激而产生的泡沫经济走向末路，逻辑在于金银暴跌将引发财富效应逆转。根据汤森路透数据显示，全球黄金总量大约为171,300公吨(55亿盎司)，这意味着如果黄金下跌100美元/盎司，就像上周五和本周一那样，全球黄金总价值将下降超过5000亿美元，从而对于全球黄金投资者、央行、商业银行或者机构来说，意味着财富缩水，最终波及整个金融系统。

4月份至今投资者纷纷回归美国债市，这意味着市场的恐慌情绪升温，风险偏好在下降。今年年初之时，一些投资者因预期收益率反弹而卖出美债。当时，美国刚刚避免了财政悬崖，经济数据也鼓舞人心，且一些美联储官员呼吁减少资产购买规模，这些都支持收益率上扬。但到4月份，美国政府债券总回报已转为上升，主要因3月经济数据令人失望。美债收益率也重返年内低点附近。而CFTC数据显示，4月7日当周，美债多头头寸连续第四周上升，达到253亿美元。

4月16日国内大宗商品涨跌统计（%）



4月16日国际大宗商品涨跌统计（%）



比特币缘何跟随黄金大跌

□上海东证期货 元涛

最近市场风起云涌，贵金属经历了历史性暴跌。与此同时，比特币也从历史的最高价266美元闪电般跌倒105美元。两者之间的走势是否存在相关性？分析认为，因整体避险情绪下降，黄金和比特币目前同步下跌，但有本质区别，这是由两者的天然属性所决定的。

比特币的设计初衷就是对抗现有的货币体系，它实现了完全的去中心化，没有中央银行的干涉。也就是说，当比特币的“金融体系”出现崩溃时，不会出现救市力量。为了应对比特币体系内可能出现的非法的盗取与复制，可能引入一些博弈论机制，使任何盗取和非法复制的行为都意味着在冲击比特币体系的公信力，而公信力对于这样一个完全建立在信任基础上的货币体系而言，重要性不言自明。若公信力丧失，这一货币市场会瞬间大起大落。

自从2010年以来，比特币受到的关注度较低，直到塞浦路斯流出的资金超过10亿美元，塞浦路斯银行业危机引发了比特币暴涨。随着投机者们纷纷涌入这一只有“四岁”的“数字货币”，有市场人士担心比特币已出现泡沫。尽管目前比特币的总价值只有14亿美元，仅占流通中美元的千分之一，但比特币本身所具有的一些潜力让不少人感到畏惧。比特币的不可控性，是最让人们特别是监管者感到恐惧之处，这种不可控甚至让很多人想起了早先欧洲美元给监管者带来的梦魇。

比特币和黄金最大的相同之处在于二者大体上可以看作是无央行担保的货币资产，不同之处在于黄金天然有自身的贵金属属性作为担保，而比特币则建立在完全的信用之上。二者都是避险资产，价格很大程度上都取决于全球宏观因素。

随着美联储3月FOMC利率决议会议上开始明显改变宽松立场，收紧流动性可期，这将中长期利好美元，而这两种避险资产的走势与美元呈现明显的负相关关系。同时塞浦路斯事件的解决代表着欧元区解体风险在降低，避险资产的有效性下降，这也解释了为什么黄金和比特币近期为什么大跌。但比特币是建立在一个自我约束的完全信用体系之下，本质上是一种无担保的信用，有天然的泡沫化趋势，存在较高的暴涨暴跌可能；黄金则有自身的价值属性，在极端情况下才可能出现暴涨暴跌局面。此外，比特币的原始获取方式在于网络挖掘，基于网络的挖掘存在被攻击和盗窃的先天弱点，基于实物的黄金则不存在这一缺憾。

波士顿爆炸雪上加霜

□中证期货 王聪颖

4月15日波士顿连续三次爆炸令引发的恐慌情绪迅速在市场蔓延，当日衡量市场恐慌情绪的VIX指数收报17.27，劲升5.21点即升幅43.20%，创二十个月以来最大升幅。与此同时避险资产美债价格上涨，10年期美债价格上升9/32。而各类风险资产价格出现大幅下跌。

大宗商品普遍下跌，纷纷加入由黄金引领的“跳水”行列。银价跌幅13%，原油跌幅2.83%，伦铜下跌2%，美豆等农产品跌幅都在2%左右。波士顿的爆炸事件还波及中国国内商品市场。沪金4月15日全天封死在跌停板，4月16日开盘跌停，直至尾盘才打开；沪银则连续两个交易日定格在跌停板。沪胶15日开盘不久被打压在跌停板。与此同时，股票市场也受到拖累，尤其是黄金概念股遭遇重挫。连续两个交易日跌幅均达到7%-9%。而事件当日，老凤祥跌9.72%领跌，恒邦股份跌8.94%，豫园商城跌7.97%，表现最好的益民集团跌0.67%。

事实上，本次事件远不及“911事件”的突然和性质恶劣，其袭击方式、死伤人数、社会影响均不能和“911”相提并论，尤其黄金市场并没有像“911事件”后三连阳。相反黄金在连日大跌后选择了继续下行，4月16日跌幅达到9.09%。

本轮下跌背后的深层次原因主要是3月美国和中国等国家公布的宏观数据不及预期，而波士顿爆炸事件这根导火索恰恰推动整个市场风险加速释放。

美国3月部分关键经济指标均低于预期，新增就业放缓，ISM制造业和非制造业PMI回落，分项指数中新订单和自由库存指标双双下滑，这意味着2013年二季度美国经济表现或不及预期。中国一季度GDP增速仅7.7%，大幅低于市场预期的8%，3月份工业增速同样大幅低于市场预期，GDP分项看，只有第三产业当季增速较去年全年、去年同期增速均有提升，第一二产业增速无论是较去年同期还是去年全年增速均有所回落。

回顾“911”事件对金融市场的冲击，恒指在半个月内跌幅14%，随后大幅反弹。因为惯性作用，市场也往往在超跌之后出现反弹。每一次突发事件引发的恐慌加速市场风险释放，同时也将带来估值修复的机会。波士顿爆炸事件对市场的影响目前正处于第一阶段，市场风险加速释放后有望进入估值修复阶段，而时间则取决于市场风险释放程度，预计半个月到一个月。

就经济表现看，尽管全球复苏成为共识，但其力度较弱，短期难以对大宗商品形成有力的支撑。而波士顿爆炸事件可能减缓全球经济的火车头——美国复苏的步伐，对全球商品市场触底反弹带来更多不确定性。

■ 品种扫描

菜籽 低开高走

菜籽类期货整体低开高走。技术上看，油菜籽1309合约盘局未变，预计后市将维持小幅横盘震荡；菜粕1309合约收出一根穿头破脚的放量阳线，强势尽显；菜籽油1309合约虽然低开高走，但形态弱势依旧，预计后市还将震荡盘跌。（高桂英）

豆类 底部回升

周二国内豆类下探回升。美国及巴西数据显示豆油需求回暖，关注需求增长持续性，或将提振豆油反弹。大豆收盘重回60日均线上方，前期离场多单可适当补回；豆粕关注3170元附近前期平台阻力。（高桂英）

焦煤 陷入盘整

周二炼焦煤市场平稳运行，成交表现不佳。进口煤炭市场继续弱势运行，焦炭市场整体盘整，个别地区小幅向下调整。技术上，1309合约建议在1190元附近短空，止损1205元。（邹志林）

PVC 低位震荡

PVC低位震荡，盘中反弹无力。整体来看主力期价维持弱势运行。现货方面市场报价略有阴跌，下游需求依旧不佳致使交投僵持。后期期价下探动能或将减缓，空单谨慎持有为宜。（邹志林）

沪铜 跌幅收窄

沪铜跳空低开后在空头回补的作用下日内出现反弹行情。但当前全球宏观面依然偏空，市场风险偏好降温，且基本面上依然呈现疲软态势，铜价整体处于空头势中，建议短空交易。（邹志林）

塑料 继续低开

连塑主力1309合约受原油下跌拖累继续低开，但受空头获利了结提振，期价最终平收。由于周初大幅走低在万点整数关口留下一个缺口，本周有回补可能性，前期10200点上方提示空单继续谨慎持有。（邹志林）

棉花 收小阳线

郑棉1309合约小幅低开高走，收一小阳K线。当前高库存及下游需求疲弱制约价格，但播种面积下降预期支撑棉价，多空趋于胶着。该合约在调整至60日均线附近获明显支撑，预计后期有望逐渐转好。（高桂英）

暴跌之后金银反弹

□国泰君安期货 陶金峰

随着市场做空能量的释放，黄金、白银暴跌后面临技术性反弹的要求明显增加。4月16日，国内黄金期货打开跌停板，国际黄金、白银价格也小幅反弹。投资者须谨防暴跌后的报复性反弹，原有空单注意止盈或减持，不宜过度追空。

技术性反弹力量渐增

技术分析显示，从2008年10月24日的阶段性低点算起，到2011年9月2日的历史高点，国际黄金价格回调一半在1300美元左右，该点位也接近2011年1月28日新一轮黄金牛市启动的阶段性低点附近。可以说，1300美元附近国际金价有重要的技术性支撑。4月16日，COMEX黄金期货6月合约一度跌至1321.7美元，随后出现止跌反弹，当日一度反弹至1380美元，初步体现了黄金价格下跌遇到支撑后技术性反弹。国内黄金期货AU1306在上市以来最大涨幅的回调一半附近，即273.7元/克附近，也有技术性支撑，4月16日，在创下连续第二个跌停板275.03元/克后，午盘后打开跌停板，报收于276.08元/克。

相比而言，近日白银价格跌幅要超过黄金，4月16日COMEX白银期货5月合约一度跌至22美元大关，逼近2008年3月17日的阶段性高点21.44美元，随后止跌反弹，当日一度反弹至23.59美元，可以说，在21.44美元附近白银期货也有一定技术性支撑。随着黄金、白银的暴跌，其技术性反弹动能正逐步加强，反弹行情随时可能展开。

COMEX黄金期货短线反弹阻力1400美元，中线反弹阻力1455美元；COMEX白银期货短线反弹阻力24美元，中线反弹阻力25美元。

目前来看，中长线黄金、白银无疑已经步入漫漫熊途，但是短线反弹的要求和能量也在聚集，需要谨慎对待，短线空单主要注意止盈或减持，谨防技术性反弹吞噬前期的利润，中长线空单仍可以继续持有。

金价逼近生产成本

日前巴克莱银行在报告中指出，金价或在1300美元/盎司获得基本面支撑，若继续下挫，大量黄金生产将面临风险。预计商业周期中黄金生产的平均成本为1125美元/盎司左右，其中不包括资本支出成本，资本支出成本约为200美元/盎司。如果金价跌破边际生产成本，根据黄金行业的成本曲线，约有10%的生产将变成负现金流，即每天全球黄金生产中约有262吨为负现金流。此外，ETP(交易所交易产品) 市场资金外流加快也给金价施压，4月1日-4月15日之间外流总量已达66.5吨。该行补充说，1400美元/盎司的价位之下，近320吨黄金ETP持仓呈负现金流。目前南非的黄金生产成本最高，美国最低。尽管黄金生产成本对于金价有一定支撑，但如果金价跌破其原有的生产成本，反而也会在一定程度上倒逼其生产成本下降，因此黄金生产成本，其对于金价的支撑相对有限，不宜过度解读。

利空因素初步消化

总结近期黄金、白银下跌的主要原因，主要包括：欧美日（特别是美国）股市大涨，资金投资偏好于高风险、高收益股票，而抛弃了黄金、白银等大宗商品；随着美国经济复苏，特别是就业和房地产的复苏，市场对于美联储将在年底前退出量化宽松的预期升温；基金（非商业持仓）减持黄金期货、白银期货多单，ETF减持黄金；以高盛为代表的国际投行唱空、做空黄金、白银；美元指数中线走强；塞浦路斯售金传闻引发市场对于西班牙、意大利等国央行抛金的忧虑；印度黄金消费显著回落；中国等全球经济增速放缓，将削弱对于黄金、白银的需求和投资；等等。上述利空因素已经在近年来黄金、白银的大幅回调中得到初步释放，不过目前尚不能说是利空出尽。

极端行情可能暂时结束

□徽商期货 唐大海

极端行情总是不能持久。昨日，工业品和股市蹒跚之后还是出现了一波像样反弹，多数品种低开高走，收复了早盘缺口。

除贵金属以外，多头有力量在绝望中反击，主要原因有二：首先，目前很多工业品价位具有吸引力，比如基建系商品，包括钢材、焦炭等，期货价格与现货价格相当，而现货价格则是逼近成本，生产厂商利润较薄甚至亏损，因此价格水分不大，且极有可能受到政策面托市的利多影响，这样的政策包括控制产能、节能减排、推动城镇化建设等。很难想像某个商品能够长期维持在成本线以下运行。

其次，国内很多经济数据虽然弱于预期，但投资者依然可以发现房屋销售尤其强劲，表明下游需求较强，而施工面积增速也非常不错，保证了对大宗商品的需求。房地产市场是中国经济的枢纽，也一直被看成是中国经济的最大风险点，目前数据表明短期内房屋市场不会出现风险事件，因此经济和金融系统并不具备较大的系统性风险。如果以施工面积作为评估大宗商品主要需求的逻辑基础，则大宗商品还是有反弹的动力和基础，不排除后期工业品和股市止跌回升。然而，从最近一两年经济增速下降势头来看，加速改革释放制度红利显得很迫切，留给中国改革的时间并不多，需要在房地产市场出现风险前就把它消化掉。

但贵金属却不具备这样幸运的条件。从历史上看，贵金属价格依然高企，且不具备坚强的需求基础。而最近全球几大经济体的货币宽松政策，包括中国M2超过百亿元大关，不但没有提振市场人气，反而大大提振了美元的上升空间预期；再者，贵金属价格的分析逻辑不清晰，它的需求不如钢材那样容易估算，而其定价模型的逻辑也显得不那么可靠。因此，尽管分析师试图用货币供应量等方法来分析，但在情绪主导市场时，贵金属就显得不那么走运了。

如上所述，未来商品反弹规模有可能加大。但参与反弹依然是危险举动，市场连续反弹后，会吸引很多买家入市，但行情的发展经常遵循超跌-反弹-受阻-下跌模式，如果连续反弹后受阻，则需要警惕，那是很好的卖空点位。试图通过提前参悟行情的开端和结束而进行的交易，吃到的是鱼的头部和尾部；专注于行情发展模式而进行的交易，似乎能够吃到更多鱼肉。

比较收益下降 资金大肆抛售黄金

□银河期货 赵先卫

黄金的基本面并没有太大变化，作为一项特殊商品，黄金不仅具有商品属性，还兼顾资产属性，在机构投资者的资产组合中黄金占有重要的一席之地。机构投资者持有头寸的变动，会导致金价波动，从最近黄金下跌走势来看，短期资金抛售黄金的力度和速度都较罕见。资金正在逐步丧失对黄金的投资兴趣，在接下来的时间内，黄金也许将逐步沦为边缘化的商品。只有资金重新燃起投资兴趣，黄金才能重新突围。

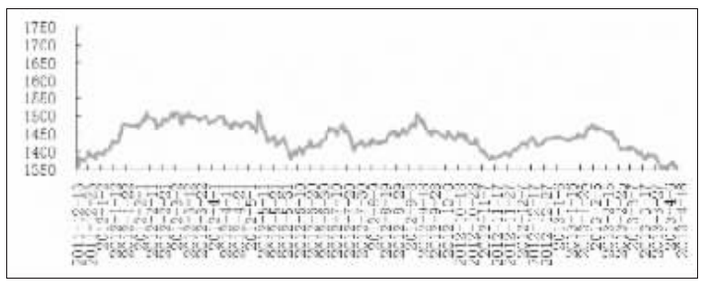
可以肯定的是：投资黄金获取超额收益的时代已基本结束，当其他品种的投资收益上升时，资金正在失去投资黄金的兴趣。

这从黄金市场上资金的持仓就可以看出。黄金SPDR持仓自去年12月25日4340万盎司高位启动下行，目前已经滑落至3805万盎司，下滑幅度达11.6%；黄金ETF总持仓从7614万盎司下滑至6928万盎司，下滑幅度为9.2%。库存方面，COMEX黄金总库存自2012年12月11日1142万盎司下滑至921万盎司，其中摩根大通从281.7万盎司减仓至150.6万盎司，加拿大丰业银行从406.2万盎司减仓至330万盎司，汇丰银行从422.3万盎司减仓至376.3万盎司，巴克莱银行从67.1万盎司减仓至61.8万盎司，而Mocatta金商持仓基本没有变动。

导致黄金的投资回报率降低的原因主要有以下两方面：第一，全球经济系统性风险降低，黄金避险功能正在逐步丧失；第二，美国经济稳步复苏，美元指数逐步走强，投资者风险偏好上升。这从2012年年底以来美元指数、道琼斯指数、黄金走势的三者对比可以看出，去年以来美元走强的同时，道琼斯指数走高，而黄金价格逐步下滑。此外，当黄金的避险功能以及投资收益下降时，资金不仅会丧失对黄金的投资兴趣，还会利用黄金进行融资操作。比如，在伦敦黄金现货市场上进行黄金拆借，高价位抛售黄金，同时在期货市场以及其他衍生品市场打压黄金价格，低价位买入保值。这样既可以获得一笔低息的资金，还可以操纵市场获得黄金价格下跌的收益。这点从伦敦黄金拆借市场的拆借利率可以看出，去年年底以来黄金远期拆借利率大幅下滑，说明市场上拆出黄金的意愿非常强烈，大多数做市商都在市场拆出黄金。

东证期货大宗商品期货价格系列指数一览（2013年4月16日）

	收盘	较前一日涨跌	较前一日涨跌幅
综合指数	1323.46	-9.73	-0.73%
金属分类指数	871.19	-12.64	-1.43%
农产品分类指数	978.44	-1.04	-0.11%
化工分类指数	614.92	-7.81	-1.25%
有色金属分类指数	869.56	-3.20	-0.37%
油脂分类指数	1212.19	-3.13	-0.26%
豆类分类指数	1356.99	-0.61	-0.05%
饲料分类指数	1351.52	0.77	0.06%
软商品分类指数	1465.78	-1.82	-0.12%



注：东证期货大宗商品期货价格综合指数，是涵盖国内三大商品期货交易所上市交易的所有活跃品种的交易型指数，指数以各品种主力合约为跟踪标的，采用全年固定权重法，基期为2006年1月4日，基点1000点。东证期货大宗商品期货价格分类指数，以不同的商品板块进行分类统计，编制方式与综合指数一致，但基期各不相同。

周二国内大宗商品期货市场多数品种继续低开，贵金属延续了外盘大跌行情，午后整体呈现出弱势企稳格局。昨日上涨品种前三位为豆粕、沪锌和大豆，涨幅分别为0.61%、0.52%和0.23%；跌势较深的品种依然为白银、沪金和橡胶，跌幅分别达到9.02%、7.55%和3.14%。综合影响下，东证商品期货综合指数较周一下跌0.73%，收报于1323.46点。

东证期货
ORIENT FUTURES
热烈祝贺东证期货农产品研发团队连续三年排名行业前三
联系电话：021-68402163，13512190417，13764041864，13500782980（大连）