

非农将至 黄金“反击战”胜算不大

黄金强势反弹 非底部特征

□本报记者 程小勇

上海黄金、白银期货似乎要“背水一战”，在7月首个交易日强势反弹，主力合约价格分别涨4.04%、5.99%。业内人士分析，市场对本周五（7月5日）美国劳工部将发布非农就业数据的预期并不乐观，尽管短期金价存在超跌反弹需求，但受空头强势压制，上行空间有限。

超跌反弹

上周五（6月28日），纽约商品交易所COMEX黄金8月合约再度创出1179.4美元/盎司的近三年以来低点，随后美国公布相关的经济数据美元受到打压，提振黄金反弹。

延续上周五的反弹势头，昨日沪金期货Au1312主力合约开盘即涨超过2%，但随后一路攀升。截至收盘，Au1312报收252.40元/克，较上一交易日结算价上涨4.04%，成交160940手，持仓125312手。

此前金价持续大幅下挫，在没有进一步负面消息情况下，美国市场对退出宽松的敏感性进行了修正。市场人士认为，金价在1200美元/盎司关口附近存在技术性超跌反弹需求，“美联储退出宽松的预期并未消散，反弹不表示出现持续利好，其反弹高度和持续时间有待验证。”

从资金面上来看，据CFTC最新公布的数据显示，6月25日当周，COMEX期金总持仓增加13541手至390647手，但非商业净多头大幅减少9540手至34152手，再创八年以来的新低，显示投机者对黄金看多的意愿有所减弱。

持仓方面，全球最大的黄金ETF-SPDR Gold Trust截至6月28日的黄金持仓量在创年内第二大单日降幅之后，连续第3个交易日维持在2009年2月以来低点969.50吨。

成本之争

对于反弹，亦有一种市场观点认为，黄金生产成本近1200美元/盎司，“黄金泡沫”已经挤得差不多了。由于企业规模不同、矿品位不同，不同金矿生产成本存在很大差异，国际主要矿商最低生产成本仅为200-300美元/盎司，亦有1300美元/盎司甚至更高，市场普遍认为黄金开采成本合理均价在1200美元/盎司附近。上海中期期货分析师李宁表示，目前金价反弹亦有成本线心理支撑因素存在。

“目前诸多统计实际上有夸大的成本。”黄金研究员肖磊说，全球前十大黄金生产商生产的黄金占全球总矿产金的50%以上，前十矿商黄金生产成本约1000美元/盎司，而非1200美元，不过整个生产成本提升是一个趋势，中国作为矿产金第一大国，随着环保和勘探、人力等成本不断提高，获取黄金的代价也在不断升高。

对于金价“泡沫”一说，业内人士称，黄金价格本身没有“泡沫”，之所以有价格波动，是因计价货币波动，其实体供求是比较稳定的，由于全球货币增发导致黄金等大宗商品集体上涨，原油与黄金一样，十多年前还不到10美元/桶，现在接近100美元/桶，不能说它是泡沫。

贵金属咨询机构黄金矿业服务公司（GFMS）6月28日表示，第二季金价已下跌25%，当金价持稳，首饰制造商及零售投资者的现货需求料强势回归。

非农将至

基本面供需对短期价格影响，或许在黄金这一品种上难以表现得非常明显。业内人士称，就金价来说，目前的风向标是美元，间接来说是预期退出的QE，而美联储一直把QE与就业、经济复苏状况挂钩起来。

本周五，美国劳工部将公布重磅数据——失业率和非农就业人数，目前市场预期美国6月失业率将从5月的7.6%降至7.5%，预期6月非农就业人数为增加17万人，略低于5月的17.5万人。若实际数据不及预期，可能会引发市场推测美联储将减缓退出宽松政策的步伐，从而利好金价；反之，若实际数据好于预期，则可能令空金价。

分析称，在非农报告公布之前，市场交投将趋于谨慎，黄金可能小幅反弹，或维持弱势整理。光大期货分析师孙永刚表示，市场对于非农就业数据的预期并不乐观，预计短期黄金反弹可能还会持续，中长期并不看好黄金走势。

铜价反弹 疲弱数据压制涨幅

□本报记者 官平

在美元强势反弹背景下，沪铜在连续3周收阴后，7月首个交易日出现技术性反弹，但受制于相关疲弱经济数据，铜价涨幅有限。截至收盘，沪铜期货主力Cu1310合约收于49420元/吨，上涨2.13%。

7月1日最新公布的采购经理指数（PMI）数据显示，6月份中国制造业PMI为50.1%，比上月回落0.7个百分点，为4个月来最低水平。不过，有市场人士表示，中国即将迎来城镇化投资——304万户棚户区改造，预计将拉动3000亿元投资，尽管中国官方及汇丰PMI数据双双出现下滑，担忧并没有因此加剧，城镇化将会给经济带来新的动力。

基本面上，上海、伦敦、纽约三地交易所上周截至6月28日当周铜库存下滑逾7064吨，其中上海期货交易所库存下降6716吨，上海市场现货铜升水在后半周呈现贴水状态。富宝金属分析师雷连华表示，资金面紧张主导了现货铜交易，随着银行半年度总结结束，现货铜贸易商资金不再紧张，拉高升水对下半年第一个交易日铜价的上涨起到推动作用。

但从富宝资讯的调研数据上看，进入夏季铜材企业订单将逐渐回落至75%以下，下游需求有走软的趋势。雷连华说，本周五（7月5日）即将公布的美国6月非农就业数据将影响市场对QE退出预期的判断，但好转幅度比较有限，对市场的利好作用显著性低，且基本面供给过剩的压力将继续影响铜价的长期走势。

□宝城期货 程小勇

2013年上半年已经过去，国际金价跌幅超过26%，熊态毕现。而7月份首个交易日金价出现短线强势反弹。笔者认为，短线反弹的需求和长线投资需求弱化的矛盾，决定了目前金价反弹只是短线上的技术修正。鉴于美元实际利率进入长期上升周期，黄金的投资收益率会因持有成本上升而趋零，央行购金并不能遏制黄金整体投资需求下滑的趋势。而印度抑制黄金实物消费，中国黄金实物消费也进入季节性淡季，因此国内外黄金价格短线的反弹不能作为底部特征来对待。

众所周知，黄金定价权被美国和英国垄断，再加上国际贸易和国际支付大多数是以美元计价，因此美元实际利率可以作为衡量全球范围内投资者持有黄金的成本，即黄金租赁利率。

率。在全球货币回归正常化的大背景下，由于美国经济复苏和QE对短期利率压制作用效果边际递减，美元的实际利率早自去年底便开始筑底回升。6月份，美国确定了退出QE的路径之后，美元实际利率加速上扬，这导致黄金租赁利率也加速上扬，持有成本也由此上升，从而导致黄金的投资魅力锐减。

虽然从长期来看，黄金仍是资产配置中不可或缺的一部分，但是由于持有成本上升，黄金作为资产投资组合的配置也在海外投资基金中的比重被削减。不管是黄金ETF持仓持续下降，还是CFTC公布的基金净多持仓锐减都可以验证这点。

数据显示，截止6月28日，全球最大的黄金ETFSPDR Gold trust黄金持仓量将至969.5吨，创下了2009年2月13日以来的最低持仓纪录。与之对应的是，当时国际金价只有946.3美元。

从历史上看，国际金价经常上演“从哪里涨起来终究会回到哪里去”的走势，如果扣除成本上涨因素，那么金价跌至1000美元/盎司是大概率事件。

从CFTC公布的持仓数据来看，基金持有COMEX黄金的净多持仓在6月25日当周锐减至34152手，创下了2007年2月6日以来的最低纪录。

数据显示，2005-2012年的八年期间，黄金价格上涨了近3倍，世界最大黄金ETF——SPDR黄金ETF持仓增幅超过4倍，但世界实物黄金需求仅增加了17%；虽然中国和印度两国消费增长迅速，但世界整体黄金消费增速并不大。而对比实物需求与金价而言，实物需求不是金价2012年牛市的主要驱动因素。而近期为平衡国际收支，印度不仅提高黄金进口关税，还在近期要求农村地区银行不得再为50克以上的黄金首饰和金币提供贷款，实物消费也受到抑制。

黄金走势还看美国“脸色”

□国泰君安期货 陶金峰

划为时尚早，还需进一步确定经济动能以及通胀是否只是暂时回落。他还预计2014年通胀增速为3.25%。6月下旬，纽约联邦储备主席William Dudley告诫金融市场称，如果市场认为货币政策收紧的时间点已临近，那么就是对美联储储备委员会立场的误解。他还表示，上调短期利率很可能是遥远的事情，即便今年晚些时候Fed可能放缓债券购买步伐。

由于美联储内部官员在是否退出QE和何时缩减债券购买的问题上有一定分歧，美联储退出QE仍有可能面临一定变数，部分投资者在黄金下跌过程中坚持看多未来金价，勇敢地抄底买入黄金。6月28日和7月1日黄金暂时止跌反弹，部分是由于上述因素导致的黄金弱势反弹行情。

尽管美联储主席伯南克在6月议息会议后的声明中比较明确地公布了QE退出时间计划表，但是美联储内部对此仍有一致分歧，给市场预期造成了一定的困扰。旧金山联储主席威廉姆斯6月28日表示，美联储退出购债计

划为时尚早，还需进一步确定经济动能以及通胀是否只是暂时回落。他还预计2014年通胀增速为3.25%。6月下旬，纽约联邦储备主席William Dudley告诫金融市场称，如果市场认为货币政策收紧的时间点已临近，那么就是对美联储储备委员会立场的误解。他还表示，上调短期利率很可能是遥远的事情，即便今年晚些时候Fed可能放缓债券购买步伐。

由于美联储内部官员在是否退出QE和何时缩减债券购买的问题上有一定分歧，美联储退出QE仍有可能面临一定变数，部分投资者在黄金下跌过程中坚持看多未来金价，勇敢地抄底买入黄金。6月28日和7月1日黄金暂时止跌反弹，部分是由于上述因素导致的黄金弱势反弹行情。

黄金成本或仅850美元/盎司

□招商银行 易振

本是1211美元/盎司。乍看成本较高，但其实，如果剔除三个因为非正常因素导致极端损失的三个金矿，世界平均黄金总成本只有1121美元/盎司。不过，不同地区的差异非常巨大。世界上黄金生产成本最高的地区是南非和澳洲，它们的生产成本都在1000美元/盎司以上。而亚洲、北美、拉丁美洲的生产成本大概在800-900美元/盎司。从产量分布看，总成本在1000美元/盎司以下的产量占到了几乎一半。所以，实际上世界上大部分金矿的成本并没有数字看上去的那么高。

虽然，目前金价已经跌至世界平均黄金总成本以下，可能导致黄金生产商逐渐减产来应对日益增长的成本支出；但是，黄金价格是全球金融市场交易的结果，金矿并不具有定价权，所以，金价不会跌破生产成本的说法是没有道理的，因为黄金企业也会有亏损的时候。

黄金价格本质上由两种因素决定，一是货币发行量；二是黄金的数量。由于黄金由美元标价，因此美元的泛滥会造成金价上涨，反之则下

跌。同时，如果货币供应量保持不变，那么黄金的数量增加，则金价将下跌，反之，则金价上涨。由于每年开采的黄金量，相当于历史上开采出的黄金总数量的膨胀部分，因此我们可以用黄金每年的产量数据来估算这种数量的变化。通过构造模型，笔者计算了1970年至2012年的黄金理论价格，模型显示2012年黄金理论价格仅为850美元/盎司。与实际价格进行对比发现，在70-80年代黄金价格大幅超越理论价格，随后在90年代回落至理论价格之下，而随着本世纪大宗商品价格的走高，黄金价格不断上升，但是在2006年之后，黄金价格就开始超过理论价格，直到2011年下半年达到最大偏离。

也许每个人对于每种物品的看法都不同，850美元/盎司仅是笔者心中的一把标尺，孰对孰错也没有绝对的评判标准。但从模型显示的数据来看，80年代开始的那一轮黄金牛市确实经历了从高估到价值回归，甚至矫枉过正的过程。（个人言论不代表机构观点）

USDA报告影响中性 豆粕近强远弱格局不改

对应的近月市场。

避开国际市场不谈，我国豆粕市场的供需结构目前也呈现出近强远弱的状态。截止6月28日，我国港口地区豆粕库存为55.3万吨，较去年同期减少30.6万吨，较2012年12月底略微减少9.2万吨，较上月环比增加16.1万吨。这表明国内豆粕供应的紧平衡格局正缓慢改善，尤其在6.7月南美大豆集中到港的情况下，豆粕库存缓慢恢复，不过，8.9月大豆到港减少至950-1000万吨，且国内豆粕目前以合同预售模式为主，而预售周期已经部分进入8.9月，于是南美大豆6.7月的集中到港，并不会给近月豆粕带来过大压力。

而中国、美国大豆上市的新季，则会集中对市场构成冲击，并很可能使紧平衡的豆粕向宽松环境转变。

在过去的较长一段时间里，国内的饲料养殖户补货积极性不高，主要

是受到了“膘流猪”、“禽流感”的直接影响和牵累。随着疫情逐渐得到控制、活禽交易解禁、十余省市官方通过补贴等方式积极应对禽流感造成的养殖业损失，国内饲料原料消费有望恢复甚至增长，而此前饲料企业豆粕库存较低，未来一段时间，处于较低库存的饲料企业具有进一步补充库存、增加合同采购预期的可能，这也将继续支撑未来一段时间豆粕价格。

综合来看，国内豆粕市场出现由强转弱的迹象，这一迹象或将在9.10月新季大豆上市之时得以明确。就市场操作而言，在新季来临之前，受到陈季因素支持，豆粕市场仍不能大肆做空；就价格而言，豆粕1309合约将向合理目标位3600元附近运行，而1401合约的合理价位在3300-3400元区域。因此，现货与期货两者风险略有差异，投资者需注意。

沪胶反弹持续性存疑

□本报记者 王朱莹

临需求减速、库存偏高和供应端过剩的压力。

沪胶前低16900元可以视为阶段性底部，但不能视为中长线底部。”程小勇说，橡胶作为和宏观经济周期敏感的半工业品，中国汽车产销增速温和导致轮胎需求不可能出现超预期增长，而鉴于各地为治堵而对汽车限号限行，需求回升前景还很不确定性。再加上橡胶供应端保持较快增长，以及全球工业品去金融化的进程，橡胶后市跌势可能放缓，但并不意味着牛熊底部。

目前橡胶价格处于低位，在钱荒担忧缓解的情况下，阶段性反弹是可能的，但高度是不确定的。”程小勇指出，夏季汽车产销相对偏淡，而下半年基建项目开工也不会超预期，工程重卡销售在5月份已经明显显现颓势，因此，若需求没有超预期表现，而供应端保持平稳，减产概率小，则橡胶反弹恐难持久。

国债期货仿真迎来七月开门红

□本报记者 熊峰

支撑当日国债期货收涨的重要原因。随着资金利率的逐步回落，国债期货仿真也从低点走出一波反弹，资金压力的趋缓将对短期内仿真价格构成进一步的支撑，反弹或延续。

海通期货高级分析师徐莹认为，最新公布的中国6月官方制造业PMI回落至荣枯线附近，但此前市场早有预期，PMI回落并未对债市造成较大影响，目前市场关注重点仍在资金面上。昨日各期限Shibor利率继续回落，资金面的缓和导致国债期货仿真合约全线上升。目前资金供给充裕，但考虑到7月5日例行的准备金补缴，多单需要谨慎持有。

生意社：

6月大宗商品供需指数继续收缩

大宗商品数据商生意社1日发布2013年6月大宗商品供需指数BCI为-0.57，各商品平均涨幅为-2.04%，反映该月制造业经济较上月继续呈收缩状态，经济下行风险加剧。在BCI监测的8个板块中，纺织、农副略有上涨，其余均下跌。跌幅最大的是有色板块，跌幅为-4.04%；其次是橡塑，跌幅为-3.52%。

对于6月BCI指数，生意社宏观研究员许春华认为，BCI指数已经连续4个月下跌，并且6月份跌幅较5月份加大，表明制造业经济较上月呈收缩状态，经济下行风险依然存在。（熊峰）

2013海通期货“笑傲江湖”实盘精英大赛

极地风云

2013-3-1至2014-2-28

排名	选手	综合分值	收益率	收益额
1	往事随风	55	220.7%	7454884
2	金通3号	52.8	138.4%	33556123
3	往事如风	35.1	158.4%	5384123
4	妙解脱	34	147.3%	13832563
5	期海任我行1	33.8	376.1%	1973619
6	FJPT东风	27.4	176.3%	3796547

产品/战队组

排名	选手	综合分值	收益率	收益额
1	期指梦之队	46.7	189.6%	6419504
2	MagicQuant系列	3	44.4%	552522
3	泉州桃源系列	1.2	49.1%	189773

量化组

排名	选手	综合分值	收益率	
----	----	------	-----	--