

# 非农将至 黄金“反击战”胜算不大

□本报记者 官平

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主力合约开盘即跌超过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，其实际供求是比较稳定的，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金需求料强势回归。

## 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，则可能会利空金价。

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足乐观，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月呈现贴水状态。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。

## 黄金强势反弹 非底部特征

□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。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，黄金作为资产配置组合的配置也在海外投资机构中的比重被削减。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。

## 黄金走势还看美国“脸色”

□国泰君安期货 陶金峰

6月28日，COMEX黄金8月期货一度创下近3年来的新低1179.4美元后，随后连续两个交易日连续反弹。市场对于美联储可能从9月开始缩减QE规模的预期强烈，但是仍有部分人士质疑美联储退出QE时间表；美元再度走强，继续抑制金价。继续密切关注本周五将公布的美国6月非农就业数据和失业率，及其对于金价的影响。

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定分歧，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27日，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，那么就是对美国联邦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的事情，即便今年晚些时候Fed可能会放缓债券购买步伐。

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

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加迅速，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。

不过，美元走势始终是悬在金价头顶的“达摩克利斯之剑”。6月中下旬，美元指数持续反弹，美国经济数据强劲，美联储退出QE预期较强烈，加之近日欧债危机再起波澜，均有利于后市美元指数继续反弹。截至6月28日，美元指数已经反弹至6月初以来的反弹新高83.168，后期有望继续上攻84.498的年内高点。美元走高，进一步加重金价下行压力。

7月5日，北京时间晚上8:30，美国将公布6月非农就业数据和6月失业率。目前市场预期，6月新增非农就业17.0万人，6月失业率将由5月的7.6%降至7.5%。如果公布结果与市场预期一致，甚至好于预期，则将抑制金价弱势反弹，并大大增加后市黄金价格的下跌压力。

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牛，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个标尺，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熊市确实实实在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）

## 沪胶反弹持续性存疑

□本报记者 王朱莹

7月1日，工业品期价大面积飘红，其中，橡胶主力1401合约全日增仓上涨1.91%，成交量亦维持高位。分析人士认为短期内“钱荒”缓解、日元贬值趋缓以及橡胶期价超跌是沪胶反弹的诱因，但长期来看橡胶还面临需求减速、库存偏高和供应端过剩的压力，反弹持续性存疑。

昨日橡胶反弹的原因，分析人士认为，其一是流动性偏紧状况缓解，多数工业品因空头回补出现强势反弹，带动期铜多头反攻；其二，日胶在全球橡胶市场中有很强的主导作用，日本股市止跌反弹，日元贬值趋缓，也成为沪胶和日胶反弹原因之一；其三，橡胶价格已跌至市场普遍认为的成本线附近，同时市场担忧东南亚减产。宝城期货金融研究所所长助理程小勇指出，上述因素只是短期性利好，长期来看橡胶还面

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，再加上橡胶供应段保持较快增长，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 熊锋

七月首个交易日，国债期货仿真合约全线大涨。截至昨日收盘，国债期货主力合约TF1309上涨0.078元至97.272元，全天减仓10342手。而TF1312、TF1403两个合约涨幅分别为0.17%、0.06%。市场人士分析，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。

中国国际期货资深分析师汪诚指出，半年末考核时点度过后，货币市场利率大幅下行。银行间质押式回购隔夜加利率下行54BP至4.41%，7天利率下行71BP至5.45%，流动性相对缓解也是

## 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，表明制造业经济正在加速放缓。近期“钱荒”的

出现，表明了决策层对金融行业整顿的决心。从长远来说，对于产业转型是利好，但从短期来看，金融领域的“钱荒”冲击波会很快地在制造业领域凸显，因而宏观经济的企稳至少要到第三季度中旬或下旬才可能出现。

据了解，此前数据亦透露出经济存在下滑风险的信号。2013年4月BCI指数为-0.47，反映该月制造业经济较上月呈收缩状态，经济下行风险加大。而5月BCI指数为-0.34，反映该月制造业经济较上月呈收缩状态，经济下行风险依然存在。（熊锋）

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	收益额
1	深圳茂源投资88号	17.5	67.1%	8387645
2	金通9号	8.5	72.2%	3154577
3	MagicQuant_1号	8	100.3%	854253
高频组				
排名	选手	综合分值	收益率	收益额
1	往事随风	55	220.7%	7454884
2	往事如风	35.1	158.4%	5384123
3	期海任我行1	33.8	376.1%	1973619
套利组				
排名	选手	综合分值	收益率	收益额
1	奇韵投资3号	0.5	14.0%	166857
2	奇韵投资1号	0.3	8.2%	154750
3	海证投资2	0	5.3%	3506

注：禾晨投资于2012年以4个月收获258.68%收益率的优异成绩在第六届全国实盘交易大赛中一战成名。今年，由禾晨的投资总监毛宏发挂帅的账户“朱宸宏发1期”在海通期货笑傲江湖长期业绩鉴证平台中也位列500万以上组前列。

追溯禾晨投资这位投资总监的交易之路，有一段不得不说的经历：毛先生自2004年怀揣2万元进入期货市场，一直一手一手交易，这样摒弃杠杆的做法坚持了5年，直到2009年才加大资金和头寸。这源于其市前对自己的约法三章：第一，大幅盈利前不放大资金或仓位；第二，如果2万亏光，说明自己不适合做期货，从此不做期货；第三，赚到1000万可以考虑休息。下定决心后，就执行到底，始终把亏损放在第一位，盈利放在第二位。他清楚的认识到很容易赚钱的地方，更容易亏钱。2万最多时亏有6000元，后来不断盈利了，才放大资金做。从最初的2万元到现在运作千万级的资金，是从量变到质变的飞跃，但是对于毛先生而言，他的心态和交易执行没有产生任何的变形，时刻怀有敬畏之心，常常告诫自己交易不是玩游戏。练好本事，不在于一时得失。（海通期货 马慧芬）

## USDA报告影响中性 豆粕近强远弱格局不改

□金石期货 高艳滨

近期，USDA公布了截止6月1日当季农产品季度库存和种植面积报告，虽然显示出新年度大豆面积增加，丰收预期显著，但陈季库存供应紧张却也进一步加剧。在当下国内生猪、家禽等养殖业稳步恢复阶段，库存较低的饲料企业存在豆粕等饲料原料的备货需求。同时，随着预售合同的执行，豆粕的供应增幅较为缓慢，在新季大豆收割上市之前，豆粕仍将呈现近强远弱格局。

美国农业部在6月28日公布，截止6月1日当季美国大豆库存为4.35亿蒲式耳，低于此前市场的平均4.41亿蒲式耳的预期。由于美豆压榨和出口一直良好，其陈季大豆已经供应紧张，这在USDA的供需报告、周度出口销售等报告中，基本得到证实。按照美国农业部6月供需报告公布的预期，其2012/13年度大豆出口目标为3620万吨，而截止6月6日，美国已经销售陈豆3666万吨，装船已经完成3500万吨，可见若不洗船，即便不再新增出口，美豆的年度出口任务也已经超额完成，于是5、6月美国部分企业从巴西、巴拉圭等国进口大豆，进行生产压榨使用，也就不足为奇了。这一点便继续支持了陈季

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，较上月环比则增加16.1万吨。这表明国内豆粕供应的紧张格局正缓慢改善，尤其在6、7月南美大豆集中到港的状态下，豆粕库存缓慢恢复，不过，8、9月大豆到港料减少至950—1000万吨，且国内豆粕目前多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“漂流猪”、“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，这也将继续支持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，这一迹象或将在今、明两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合约的合理价位处于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。



长江期货

CHANGJIANG FUTURES

长江证券全资子公司

公司网址：www.cjfc.com.cn

全国统一客服电话：95579 027-85861133

汇聚财智 共享成长