

“双金”亦步亦趋 时差背后暗藏玄机

□本报记者 叶斯琦

“最近，看着黄金做原油，可能是一个不错的选择，因为走势上黄金经常是先于原油触底反弹。”投资者刘先生兴奋地谈起他发现的规律。

黄金和黑金（原油），是大宗商品市场毋庸置疑的关键词。从历史上看，“双金”之间有着千丝万缕的关系，历经诸多悲欢离合。近期，黄金的确在一定程度上成了先行指标，在近期数次大小级别的反弹中，黄金常常较早触底反弹，原油则紧随其后。业内人士指出，由于原油影响通胀水平，黄金则是对通胀预期的反应，因此黄金在走势上领先于原油有一定必然性，可以作为投资参考。不过从中长期来看，美元指数仍是二者共同的指挥棒，投资者对于此轮大宗商品反弹的高度仍需谨慎。

黄金成原油先行指标？

根据刘先生提供的线索，中国证券报记者梳理发现，近期大宗商品市场波动性加大，在最近的几个波段中，黄金和石油走势较为契合。从日K线上看，黄金确实有“急先锋”之势，而原油则亦步亦趋。

以一次大级别反弹为例，2015年12月3日，COMEX黄金（以指数计算）触及阶段底部的1045.8美元/盎司，之后反弹近20%，并于2016年3月11日触及阶段顶部的1285美元/盎司。在相近时段，2016年1月20日，NYMEX原油（以指数计算）触及阶段底部的298.9美元/桶，之后反弹约35%，于2016年3月18日触及阶段顶部的43.4美元/桶。

再看最近的小级别的反弹，2016年3月28日，COMEX黄金小幅回调后见底，此后的12个交易日震荡上行3.55%；而NYMEX原油则在4月5日见底，此后的6个交易日反弹14.48%。

世元金行宏观研究员李杉表示，近期黄金价格小幅回落后再次反弹，眼下交投于每盎司1260美元附近，大有冲破前高之势；与此同时，原油价格经过了技术性调整后现景暴涨。从目前的基本面情况来看，支撑二者价格走势趋同的原因主要来自于美元指数的回落。近三个月数据显示，COMEX黄金期货价格与美元指数的相关性为-0.725；NYMEX原油期货价格与美元指数的相关性维持在-0.61左右。

“因此，作为二者共同的影响因素之一，美元近期的波动成为其呈现联动走势的主要原因。此外，从短期投机情绪方面来看，贵金属价格波动多来源于市场的避险情绪；而原油本轮的反弹则主要受到4月中旬即将在多哈召开的‘冻产会议’预期影响。”李杉说。

光大期货贵金属分析师展大鹏表示，原油是现代工业的基础，其价格涨跌一方面影响整体工业品走势，另一方面会传导至需求终端，间接影响通胀走势；黄金与通胀预期关联性较大，其价格涨跌往往预示着通胀压力上升或下降。可以说，原油影响通胀水平，黄金则是对通胀预期的反

应，黄金领先于原油走势有一定必然性。现阶段金价反弹炒作点也是基于此，原油触底代表着通缩风险解除，市场担心原油反弹将导致CPI上升，即通胀预期上升，黄金受此影响领先于原油反应；同样，如果通胀预期没有那么强烈，黄金先行触顶，黄金下跌又反馈于通胀预期，原油多头继续推涨也就比较犹豫，获利回吐理所当然。

美元仍是指挥棒

从历史上看，以美元为中心，黄金和原油之间有着诸多悲欢离合。1944年7月，赫赫有名的布雷顿森林体系建立，规定35美元兑换1盎司黄金，美元和黄金的“蜜月期”由此拉开。不过随着经济发展，布雷顿森林体系的脆弱性逐步凸显，这就是著名的“特里芬难题”——如果要保持美元与黄金及其他货币的固定比价，美国须保持顺差或平衡，以维持全球对美元的信心；然而，为了维持全球经济扩张对美元的需求，美国又必须处于逆差状态。因此，美国维持黄金官价的成本越来越高。到1973年，运行近30年的布雷顿森林体系事实上瓦解，美元与黄金的“婚姻”宣告破裂。

与黄金“分手”之后，美国急需寻找“黄金”的替代品，以进一步支撑美元地位，“石油美元”体系因此诞生。业内人士告诉中国证券报记者，在全球进入纸币本位制后，为避免美元信用破产，1974年美国总统尼克松说服沙特等海湾国家采用美元作为石油贸易的唯一货币，此举随后引发了所有石油贸易以美元定价，石油因此替代黄金，成为美元作为唯一全球贸易货币的基石。不过，天下没有不散的宴席。石油与美元的关系也已逐步松动。值得一提的是，在与美元的分分合合中，原油和黄金在多数时间走势呈正相关，可谓偶遇的“真情”。

“2003年至今的历史数据显示，黄金与原油的正相关性高达75%。”天风证券固收总部资深分析师张静静认为，黄金的商品属性很弱，供需结构对价格的影响非常有限，其核心影响因素是美国实际利率水平，也即当美元资产能对通胀进行足够补偿的阶段，黄金走势就比较疲软；而当美元资产无法补偿通胀的阶段，黄金就会进入牛市格局。因此黄金价格与10年期美国通胀保值债券收益率的相关水平为-86%，但原油价格受供需影响较大，因此多哈会议、中国经济等供需层面的事件或趋势都会对油价带来极大影响，而原油价格与美国10年期通胀保值债券收益率的相关度仅为-57%。也就是说美国实际利率对于油价的影响很大，但并非决定性因素。

在张静静看来，原油与黄金价格之间的联动有两点：第一是美元计价体系的影响；第二是原油价格变化会影响美国通胀前景，进而影响到黄金价格。但是在期货和期权市场上，投资者交易的是预期，而非落地的结果，因此黄金价格走势反映的也是通胀预期、美联储加息预期，也即美国实际利率预期。从这个角度看，黄金价格与原油价格在某些阶段应该是同步上涨的，黄金对于原油价格领先性并不显著。

宝城期货研究员陈栋认为，在特定时期内，黄金和原油关联性较强，比如当美元指数暴跌的时候，黄金和原油就呈现很强的相关性。但有时候也会呈现走势完全相反的景象，比如当发达经济体出现经济危机时，往往市场对于避险属性强烈的黄金格外追捧，而对于原油需求前景则看淡，油价出现回落，此时二者的相关性就会变得较差。

反弹可期 反转难觅

本周，大宗商品反弹如火如荼，吸引

大量资金涌入。金策黄金高级研究员王进青表示，黄金方面，投资者可以投资实物金、黄金ETF、纸黄金，风险偏好强的话可以投资黄金类股票、黄金期货、上海黄金交易所黄金T+D等品种。原油方面，投资者可以选择与油价相挂钩的基金、银行推出的纸原油、石油化工板块中的股票。其中，纸黄金和纸原油可以进行一定的套利交易。

不过，在相关性操作方面，普通投资者操作难度较大，跨品种套利方面所需资金量要求较高。在李杉看来，就目前的整体走势而言，美联储加息进程可能较市场预想稍慢，美元指数出现短期暴跌的可能性较小，黄金价格中期有望呈现震荡上行的态势。原油方面，中期基本面供大于求的状况一时间难以改善，但短期继续关注各主要产油国的动向，预计有望维持在34—44美元/桶区间运行。

张静静表示，黄金后市关注市场对于美联储加息预期，目前市场预期水平过低，一旦预期升温，将令黄金承压。从目前的整体形势判断，美联储6月加息的概率比较高，因此二季度黄金应该是偏弱格局，不建议继续看多。原油方面，首先关注周末的多哈会议，一旦各国就原油冻结产量一事达成超预期协议，可能油价仍有上行空间，但也难突破50美元/桶，相反，若多哈会议未见成果，不排除油价再次回落至35美元/桶的可能性。

展大鹏则持较为悲观的态度。他认为，从通胀层面来看，全球通缩压力解除并不意味着通胀压力来临，各大主流经济体通胀水平依然低于制定的通胀目标之内，对于黄金而言就只有反弹没有反转，二季度中后期特别是下半年见顶回落可能性很大，投资者需注意风险。

美联储加息不坚定 金银仍有上涨空间

□中盛财富研发部 王娜

美联储结束三轮量化宽松正式加息伊始，白银等贵金属便开始大幅下跌，直到2015年12月美联储终于正式宣布加息，白银终于滑至底部，2016年1月，正当市场兴奋于美国经济终于从2008年的经济危机的阴霾走出时，工业数据及经济数据的好坏不一，给美联储当头一棒，同时引发了全球市场对美国经济是否走出低谷的再次生疑，避险促使白银逆势回升。

其实白银的上涨或下跌，并不是单一因素决定，其中最重要的因素有二：一方面是美国近期的货币政策及经济数据，根据这些因素能判断白银等贵金属的宏观大方向；另一方面，欧洲经济的好坏也是主导白银涨跌的重要方面。

美联储2015年12月开始加息，这也是自金融危机之后10年来美联储的首次加息，当时市场曾预测2016年美联储将会紧锣密鼓地实施4次加息，然而现实并非如此。

2016年3月17日美联储宣布利率决议，维持联邦基金利率在0.25%—0.5%区间不变，且17位官员的预期中值显示，2016年加息2次，同时预期显示2017年和2018年加息路径更浅。美国货币政策风云骤变，整个金融市场为之震荡，究其原因，主要是因为从2013年开始原油等能源价格出现大幅暴跌，导致通胀率较低，低通胀风险长期存在，使得美国经济只能“小碎步”前进，唯恐出现意外。

美国劳动力市场虽然一直保持着强劲的复苏态势，且连续多个周期初期数据保持在30万大关之下，但2016年初房屋开工和建筑许可减少，再加上2015年底零售销售、工业生产、出口、库存和制造业调查数据相继出现疲弱态势，这暗示2016年美国经济成长大幅放缓，同时也凸显了美国经济发展的不均衡性。

此外，欧洲复苏之路也并不顺利，在希腊问题暂时解决之后，经济并没有快速复苏，除了欧盟龙头德国经济发展尚可之外，其余各国均有问题，而且从叙利亚、阿

富汗、科索沃及伊拉克涌入的难民也成为欧盟各国目前要面临的严峻考验。无奈之下，欧洲央行3月10日宣布再次扩大量化宽松，将存款利率从-0.30%下调至-0.40%，主要再融资利率从0.05下调至0.00%，边际贷款利率从0.30%下调至0.25%；还将QE规模从600亿欧元/月扩大至800亿欧元/月，投资级别的非银行公司债券将被纳入资产购买。欧洲央行此举震惊市场，白银当天狂飙近百点，也促成了白银继年初筑底之后再度强势反弹。而此时欧洲又一强国——英国提出“脱欧”，欧洲可谓是屋漏又逢连夜雨，风险情绪弥漫全球，推升白银走向高峰。

综上所述，中盛财富分析师认为，美国经济发展不稳定，加息信心不坚定，美指震荡下行；欧盟再度量化宽松，经济疲软，复苏困难重重，风险情绪推升白银筑底企稳并震荡上行。但长期来看，本轮白银上涨或将不会持续太长时间，后市美国还会以持续缓慢加息为主。

移仓换月平稳 期指料震荡偏强

□本报记者 张利静

周二，沪指在多方的坚守下，成功守住3000点堡垒。期指市场窄幅震荡，截至收盘，三大期指主力合约均收绿盘：IF1604报3215.4点，跌幅为0.21%；IH1604报2143.8点，跌幅为0.26%；IC1604报6239.8点，跌幅为0.26%。

贴水收窄 换月进行时

现货市场上，昨日沪指小幅低开后震荡运行，盘中低点虽下破5日和10日均线，但尾盘有小幅拉升重回均线上方。现货指数方面，截至昨日收盘，沪深300指数报3218.45点，跌幅为0.36%；上证50指数报2143.90点，跌幅为0.21%；中证500指数报6252.77点，跌幅为0.82%。IF、IC主力贴水继续收窄，分别贴水3.05点、12.97点，IH主力合约贴水平水。

从昨日日期表现来看，广发期货股指研究小组认为，三大期指均微跌收报，主力合约因即将交割，持仓减少，下月合约持仓逐渐增加，基差近期也有所收窄。波动范围的收窄显示出合约换月较顺利。

南华期货研究员姚永源表示，本周五股指面临交割，投资者移仓对期货市场资金变动较大，根据对近期持仓市值监控数据(基础数据来源wind资讯)，昨日IF、IH、IC品种

持仓市值增量分别为-18.32亿元、0.19亿元、-5.61亿元，增幅分别为-3.88%、0.15%、-1.46%，说明短期三大期指的多空预期依旧存在分化。“技术分析上看，目前现货指数处于技术指标顶背离状态，成交量没有明显放大，价格与多条均线纠结在一起，短期需要提防因资金净流出而导致现货指数回调的风险。”

期指成交持仓方面，昨日IF1604持仓减少5263手；IH1604持仓减少1224手；IC1604持仓减少2137手。

4月份反弹行情未完

对于当前的资金面，姚永源仍持乐观态度。他分析认为，宏观方面，3月中国官方制造业PMI、财新中国制造业PMI和服务业采购经理人指数PMI分别为50.2、49.7、52.2，均出现反弹，且幅度超市场预期，说明中国经济正在从底部开始有向上拱的苗头。3月CPI录得2.3%，略低于市场预期，表明当前

通胀温和，经济企稳态势逐步确立，但工业仍处于深度通缩，进一步政策宽松仍然有必要。

“近期面临季度缴税和大量MLF到期压力，流动性或收紧，债券市场表现走弱，收益率多数上涨，但汇率持续改善，资金外流压力大减，比如人民币和港币一直处于升值通道走势中，对流动性有一定利好；一级市场方面，国开行上午招标的四期增发债收益率均高于预测均值，显示需求不佳，说明目前市场资金依旧宽松。”姚永源说。

宏源期货研究员杨文璐表示，4月份股指依然偏乐观，理由有四：一是经济短

机构看市

中银国际期货：技术面，沪深300指数周K线长线处于下跌趋势，短线处于反弹格局，且已经突破2015年6月以来下跌趋势压力线；沪深300指数日K线处于反弹格局，且已经突破2015年6月以来下行趋势压力线。IF1604反弹趋势未变，下方支撑位3150点；IC1604反弹趋势未变，下方支撑位6100点。

瑞达期货：从资金面来看，近几日两融资金徘徊不前；沪股通资金流入大幅放缓；偏股型基金分歧较大，整体仓位维持相对低位。存量资金博弈限制大盘上行空间。整体上，期指前20名会员的多单大于空单总和，意味着多头较为积极。综

期内企稳是大概率事件，工业企业利润有望继续好转；二是美联储4月份加息可能性较小，人民币汇率将维持稳定，外部环境仍有一段温和时期；三是3.1万亿规模的债转股正在逐步落实中，企业将获益，盈利能力得到提升；四是股市供给压力不大。

需要注意的是，美联储加息的阴影仍然存在，国内房地产市场仍然存在较大不确定性，经济结构上的不足仍然存在，这些风险在中长期凸显的可能性更大一些。“4月份反弹行情仍将持续，但投资者要对反弹空间有理性预期，短多为主。”杨文璐说。

合以上，基本面、技术面整体上多头信号，人气较为积极，但市场较为犹豫。短期上涨动力不足，下行有支撑，预计仍围绕3000点上下震荡为主。策略上，日内高点低多为主。

中信期货：市场利空因素消化后利于股市筑底企稳，市场情绪回升，短期市场风险主要在于通胀上行引发央行政策收紧预期，但从3月公布通胀数据来看，这一担忧为时过早，通胀水平整体可控，这有望消除投资者对于流动性的疑虑。依旧维持期指震荡上行的判断，慢牛格局未改，建议投资者关注本周陆续发布的经济数据。(张利静 整理)

招商期货有限公司
China Merchants Futures Co., Ltd.

- 机构发展部**(北京、上海、深圳)总经理 (各1名)
全面负责机构发展部的经营和管理,以机构客户业务、产品业务为主,制定和落实部门每年、年度的工作计划,保证顺利完成公司下达的经营目标。
- 营销总监**(北京/广州/上海/杭州/营口)总经理 (各1名)
协助营业部负责人组建和管理业务团队,拓展期货业务。要求4年以上从业经验,具备丰富客户资源和一定的管理经验,曾担任期货公司营业部经理,能迅速组建团队者优先考虑。
- 法律合规部 法律合规经理 (1名)**
负责公司创新业务的法务、合规工作,参与公司各项创新业务的方案设计、制度拟订、法律合规审查。要求法律相关专业研究生以上学历,通过国家司法考试,有期货资格及金融行业相关经验者优先。
- 投资咨询部 产品渠道岗 (2名)**
负责公司新产品调运、收集整理市场、投诉及产品信息;负责公司内部服务与产品或服务对接,要求国内外知名大学全日制研究生及以上学历,金融学、计算机等相关专业研究生以上学历,有期货资格及金融行业相关经验者优先。
- 营销管理部 网络营销策划岗 (1名)**
负责网络营销推广、数据运营、日常维护及管理等工作,包括策划、新闻宣传、计算机等相关专业研究生以上学历,有相关工作经验者优先。

招商期货提供优秀薪酬福利待遇,有意愿者请将简历发至邮箱: qhzp@cmschina.com.cn 或致电 0755-82548076 陈小姐

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所) (2016年4月12日)

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	989.37	994.68	987.02	992.77	6.12	991.41
易盛农基指数	1104.47	1110.24	1102.97	1108.92	4.33	1107.01

豆粕期价中线走势不容乐观

□本报记者 马爽

受多重利好因素汇集，昨日，国内豆粕期货强势上涨，主力1609合约强势冲破2400元/吨整数关口，收报于2404元/吨，涨42元或1.78%。

业内人士表示，近日，豆粕期价持续拉涨、国内生猪价格高位以及水产养殖旺季的到来亦对豆粕市场产生支撑作用。不过，未来三个月，随着我国大豆供应压力将逐渐显现，除非发生大规模洗船和停机事件，否则豆粕市场供过于求格局恐难以得到缓解，中线对期价维持偏空思路。

周一，在巴西作物生长地干旱天气和阿根廷降雨导致收割进度放缓的支持下，CBOT大豆上冲至8个月高位。但由于生猪存栏恢复缓慢，将影响豆粕整体需求增速，且未来三个月，随着我国大豆供应压力将逐渐显现，除非发生大规模洗船和停机事件，否则豆粕市场供过于求格局恐难以得到缓解，中线以期价维持偏空思路。

认购认沽期权均走弱

□本报记者 马爽

活跃度增加。持仓方面，期权持仓总量增加3.64%至653139张。成交量/持仓量比值为23.98%。

波动率方面，截至收盘，4月平值认购合约“50ETF购4月2150”隐含波动率为24.18%；4月平值认沽合约“50ETF沽4月2150”隐含波动率为23.23%。对此，张毅表示，两者均下跌更多反映了隐含波动率变化对期权价格带来的影响。”光大期货期权部张毅表示。

成交方面，单日成交156628张，较上一个交易日下降53622张，降幅为25.50%。其中，认购期权成交84879张，认沽期权成交71749张。期权成交量认沽认购比(PC Ratio)为0.84，上一交易日为0.78。PC Ratio有所回升，显示认沽期权

成交量增加。持仓方面，期权持仓量增加3.64%至653139张。成交量/持仓量比值为23.98%。

基差收敛 存量博弈延续

□本报记者 张利静