

# 大央行集体撒“鹰”啄醒黄金多头梦

□本报记者 马爽

由美联储打头,一场央行鹰派盛宴已开启:除日本央行和澳联储之外,其他央行近期相继表态将收紧货币政策。

分析人士认为,这暗示宽松货币时代可能即将结束,从而推高国债收益率,并重创黄金等无息资产。下半年来看,美元有望一改近期弱势格局,叠加近期资金不断流出黄金市场,黄金上涨美梦或告一段落。

## 撒“鹰”大戏影响几何

6月14日美联储实施加息之后,引发黄金价格的进一步下跌。同时,FOMC在声明中调整了经济指标估值,并表示年内将实施缩表,缩表起步上限为每月100亿美元。北京拙朴投资研究员原欣亮表示,这一表态超出市场预期,市场担心美国“速度过快”,对黄金构成较大压力。

截至上周五收盘,COMEX黄金期货主力合约跌0.34%,收报1241.4美元/盎司,6月累计下跌2.36%,终结了今年上半年前五个月的连涨势头。

值得一提的是,由美联储领头,一场“鹰”派盛宴已经渐次拉开序幕,除日本央行和澳联储之外,其他央行如美国、欧洲、英国、加拿大、新西兰央行近期都相继表态将收紧货币政策。

其对黄金的打击不容小觑。投资机构金大师黄金分析师王琎青告诉中国证券报记者,随着全球经济复苏,除美联储之外,其他主要经济体也准备在未来收紧原先宽松的货币政策,使得债券遭到抛售,推升了国债收益率,特别是美债收益率近期出现明显上行趋势,导致美国实际利率回落,这是导致近期金价下跌的根本性因素。

实际上,早在去年7月份,这一幕已经预演。彼时,全球央行也出现了类似的一致性行动。

王琎青回忆称,当时是在中国成都举行的G20央行行长会议上,各国央行就表示要停止超宽松的货币政策。

“如今,英国和欧洲央行的宽松政策虽然还将持续一段时间,但政策已开始转向,货币政策宽松时代终将会结束。上周来自欧洲央行以及英国和加拿大央行官员的讲话暗示,自金融危机后开始实施的量化宽松计划可能即将结束,央行将逐步利率正常化。在结束超宽松货币政策时代的预期下,欧元区的债券收益率大幅上涨,同时也带动了美债收益率上行,这与2016年7月份的戏码如出一辙。”王琎青说。

“央行适时收紧货币政策,对黄金价格的影响较为复杂,不能一概而论。”光大期货贵金属高级分析师展大鹏认为。比如,美联储率先收紧货币政策之时,欧洲、日本表现尚处宽松,彼时美元指数出现上涨,黄金则表现不佳;今年,欧元区经济表现差强人意,汇率方面欧元表现好于美元,美元指数震荡下行,黄金则表现偏强。

## 黄金、美元跷跷板再度失灵?

6月份美联储议息会议之后,黄金市场资金一直处于逐渐流出状态。

美国商品期货交易委员会(CFTC)上周(6月30日)公布的周度报告显示,截至6月27日当周,对冲基金和基金经理连续第三周减持COMEX黄金和白银净多头寸。其中,COMEX黄金投机净多头寸骤减28625手,至76732手,为5月底以来最低水平。

作为黄金投资需求风向标的ETF资金也处于逐渐流出态势。全球最大黄金上市交易基金(ETF)——SPDR Gold Trust称,上周五其黄金持仓量减少0.14%至852.50吨,上周四为853.68吨。

资金“用脚投票”的动作背后,或许暗示市场对黄金上涨的信心开始动摇。原欣亮称,近期投机者持续减仓黄金,表明投机性泡沫逐步被挤出。

每当黄金“被抛弃”的时候,往往是美元的辉煌时刻。因为一般而言,美元走势与金价呈现反相关关系,当美元指数走弱时,金价将获振走高,相反,当美元指数走强时,金价将承压走低。而这次,二者又一次少见地出现了同走势。

据统计,6月下旬以来,美元指数出现加速下跌,一度从97.87点跌至95.47点,创下去年10月以来的新低水平。

对此,原欣亮分析道,近期美元下跌主要是欧、英、加三大央行对经济前景表

露乐观,放出明显鹰派言论,三大央行的表态使得欧元、英镑、加元均对美元显著走强,上周欧元对美元大幅上涨了2.07%,美元相对而言走跌。全球经济的央行都表现出货币政策收紧的态度,市场对这些经济体的货币鹰派言论反应强烈,在全球流动性整体收紧的预期下,黄金价格走跌,因此表现出和美元走势正相关的特征。

实际上,黄金和美元之间的关系在近年来已经发生微妙变化。王琎青表示,目前美元指数走势对金价的影响力在弱化,因欧元区未来准备收紧QE的预期将提振欧元表现;但如果美元指数能触底反弹则仍会利空金价,但若继续下跌则对金价提振作用比较有限。

原欣亮表示,随着美国在全球经济领导地位的逐步滑落,黄金作为避险和抗通胀工具,参照对象不再局限跟随和对标美元指数,而是全球经济占主导地位的几大经济体和全球整体的货币政策。

整体来看,混沌天成研究院宏观金融部总经理孙永刚表示,近期各国央行的表态更多地是对美元走势产生较大的负面影响。虽然其对贵金属产生了一定的负面影响,但整体看,效应并不显著。

展大鹏认为,贵金属中,除黄金外,其他品种并不具备避险属性。因白银、钯金、铂金等品种未能列入央行的储备品,因此投资这些品种需要谨慎。上半年,白银跟随黄金上涨而走强,下半年也会跟随黄金下跌而走低。

## 银价或随金价舞

展大鹏推演道,目前全球经济仍处于初级恢复阶段,表现并不稳定,而在所有经济体复苏过程中,美国表现最为稳定和健

康,也意味着美元指数并不具备持续走熊基础,而是处于92点—103点之间的宽幅震荡走势。今年上半年,因欧元区经济表现尚可,美元指数出现震荡下行。下半年,随着欧元多头回补以及美联储缩表的进展,美元有望呈现震荡上涨态势。对于黄金来说,上半年因美元走弱而逢低做多,下半年也会因美元逐步走强而逢高做空。

原欣亮则相对乐观。她表示,后市不宜过度看空黄金价格走势:一方面,欧洲央行行长德拉吉对经济前景的乐观预期,提振了全球各地收益率,市场对通胀预期也有所升温。另一方面,美国经济政策的不确定性及地缘政治不稳定令市场的避险仍有很大需求。建议投资者可尝试在5月的低位1220美元/盎司上方逢低建仓。

在相关品种投资方面,王琎青表示,目前金银比呈现出偏震荡走势,无明显趋势。短期来看,白银表现强于黄金,但并不代表白银将转强,如果未来金价下跌也会拖累白银走低。而钯金价格因受到汽车需求提振前期已出现较大涨幅,但由于近期交易所提高了钯金的交易保证金,该品种短期将回落。

此外,展大鹏认为,贵金属中,除黄金外,其他品种并不具备避险属性。因白银、钯金、铂金等品种未能列入央行的储备品,因此投资这些品种需要谨慎。上半年,白银跟随黄金上涨而走强,下半年也会跟随黄金下跌而走低。

## 季末商品缘何普涨

### □宝城期货 程小勇

是由预期差造成的。

此外,流动性改善也为反弹提供了必要条件。首先,央行在6月前三周净投放约4000亿货币,流动性短期改善明显。回顾2013年两次“钱荒”,第一次出现在2013年6月7日至6月25日左右,在钱荒结束后的7月小幅反弹,但8月份强势文华商品指数大幅上涨6.5%,本轮文华商品指数反弹了6.6%;第二次“钱荒”发生在2013年底,是年12月19日,Shibor7天回购加权平均利率上涨至6.472%,再创6月底以来新高。央行通过公开市场短期流动性调节工具(SLO)向市场适度注入流动性,但是央行行动并没有改变商品下跌大趋势。其次,6月份银监会的监管政策出现短期缓和迹象,银监会方面强调绝非因为处置风险而引发新的风险,部分银行获准延期1到3个月提交自查报告,银行委外和同业业务收缩带来的资金压力短期缓解。

### 经济预期差是主因

2017年4月份开始,包括制造业PMI在内的一系列指标显示经济进入被动补库阶段,市场担忧经济下行压力增大。而5月份公布的经济数据显示经济韧性超预期,如6月份工业生产继续反弹,制造业PMI反弹至51.7,仅略低于3月创下的四年多来最高水平;非制造业PMI同样进一步反弹至54.9,仅略低于3月创下的高点。而5月份规模以上工业企业利润当月同比增速由上月的14%上升到16.7%。因此商品期货在6月下旬普遍强势反弹的主要原因是预期差,回顾以往短期较大级别的上涨或者下跌行情,大多数也

### 美元、库存多因素助涨

从短期走势来看,美元下跌意味着人民币升值,意味着进口成本下降,从而驱动进口需求增加,间接推升商品需求。2017年,美联储在3月和6月两次加息都没能扶持美国长期国债收益率止跌反

弹,主要原因还是美国经济复苏动能继续疲软,而决定美元走势的最大因素是经济增长的基本面,货币政策和通胀是次要因素。

2011年至2015年,中国经济经历了较长时间的市场出清,包括一些中小企业关闭、社会库存出清,市场流通环节库存大幅缩减。2017年二季度,尽管经济和需求出现些许放缓,但商品库存还处于低位。而低库存往往意味着一旦出现些许利好,在充裕流动性背景下,价格就容易出现较大幅度的反弹。其中表现较为突出的是焦煤、螺纹钢和锌的上涨行情,以锌为例,截至6月30日,上期所锌库存跌至64881吨,仅次于2008年金融危机爆发前的最低水平,去年同期为21.53万吨;LME锌库存也降至29.13万吨,去年同期为41.22万吨。

综上,虽然短期多因素共振驱动商品强势反弹,但综合下半年多因素来看,商品供需和宏观面并不乐观:一方面基建与地产刺激效应的衰减,财政托底力量减弱,意味着经济从年初的高位回落只是时间问题;另一方面,伴随金融去杠杆和金融监管在季末压力过后的重启,利率易涨难跌,商品下半年走势并不乐观,超预期下跌的可能性很大。

## 切实履行一线监管职责 维护期货市场稳健运行

# 大商所4至6月共处理114起异常交易行为

□本报记者 张利静

据悉,今年4月至6月,大商所共查处各类违法违规行为212起,其中处理异常交易行为114起,切实履行了交易所一线监管职责,依法对扰乱市场秩序的行为予以坚决打击。

今年二季度,大商所查处的各类违法违规行为包括违反交易限额42起,盘中套保超仓19起,异常交易行为114起,其

中自成交54起,频繁报撤58起,大额报撤2起。对68个客户采取暂停开仓措施。累计处理37起违规线索,包括8起对敲转移资金、22起自成交或约定交易影响不活跃合约价格,7起疑似实际控制账户超仓,并对3起违规行为进行立案调查。同时,大商所加大了实际控制关系账户的排查力度,共发放市场监察问询函53份,督促51组138个客户申报了实际控制关系。

此外,为全面落实《2017年资本市

场诚信建设工作要点》和中国证监会

《投资者保护明规则、识风险》专项宣传活动要求,大商所通过多种形式开展投教工作。如召开“风控和合规监管”座谈会,就大连期货行业监管工作总体形势、具体监管措施等与期货公司首席风险官代表进行充分交流;制作投放《投资者合规交易提示手册》、期货市场典型案例视频等多媒体投教材料;归纳主要异常交易和违规行为及相应的监管标准与罚

则,以生动多样的形式更好地普及期货市场法律法规,进一步深化投资者对有关交易规则的理解和认识,提示广大投资者在法律和规则的框架内参与期货市场,理性合规交易。大商所方面表示,今后还将继续丰富投教形式,引导投资者增强守法意识和风险防范意识,强化交易所、期货公司的投资者教育和合规培训工作,推动建设和维护期货市场公平、公开、公正的交易秩序。

## 国债期货行业功能发挥日臻完善

### □兴证期货 尚芳

2013年9月6日,中金所五年期国债期货的上市是利率市场化进程中的重要环节,作为一种利率期货,它弥补了国内用于利率风险管理的、长期限标准化期货合约的空白,逐步与欧美等发达国家金融衍生品市场接轨。随后,中金所又在2015年3月20日上市十年期国债期货,该标的已经成为目前国债期货合约中成交和持仓量最大的品种。五年期国债期货和十年期国债期货自上市以来运行良好,其在价格发现、套期保值、健全反映市场供求关系的国债收益率曲线、提高国债现券市场流动性、丰富金融期货投资策略以及促进金融机构产品、业务的创新等方面日益发挥重要作用。

### 价格发现、套期保值功能发挥良好

国债期货作为标准化的利率期货品种,通过竞价阶段得到开盘价后,进入连续竞价交易阶段,报价成交连续,能提供高透明和连续性的价格信息,同时

监管层发出反映债券市场情绪的信号,使“代持”事件得到协调,避免了恐慌情绪的蔓延和风险爆发。

### 提升现券定价效率 促进金融机构创新

国债期货合约实物交割的设计和期间之间套利交易促进了国债现券市场的流动性,特别是可交割券范围内的国债现券流动性的提高较为明显,实物交割的设计使得持有空头投资者通过到期交割来卖出现券,持有多头投资者通过到期交割来获得所需现券,期现套利包括正向期现套利和反向期现套利策略,通过正向期现套利中的做多现券同时做空国债期货,将现券用于期货的交割,反向期现套利通过做空现券同时做多国债期货,将交割得到的现券用于归还做空的现券,可以提高现券市场的成交活跃度,提高现券流动性,促进了现券市场定价的效率,从而健全了反映市场供求关系的国债收益率曲线。

国债期货的投资策略主要有三种:一是跨品种套利策略,即可以通过国债期货

较为便捷地做多(做空)期限利差或者称为做陡(做平)收益率曲线,以2017年5月份为例,由于监管政策较严,导致国债现券收益率曲线极度平坦化,个别期限甚至出现倒挂现象,在这种情况下可以便捷地在国债期货上建立长期中性的交易策略,可以先做平收益率曲线(做空10年与5年期国债收益率利差)后做陡收益率曲线(做多10年与5年国债收益率利差),博弈收益率曲线形态的变化;二是跨期套利策略,即可以利用国债期货的移仓换月来进行事件套利,当预期开始移仓时(当季合约成交量开始下降,下季合约成交量开始上升),如果多头先移仓,适宜做多下季合约同时做空当季合约,如果预期空头先移仓,适宜做空下季合约同时做多当季合约;三是基差交易和期现套利,基差交易主要是在预期基差走阔时买入基差或预期基差收窄时卖出基差,当基差达到预期水平时进行平仓获利,国债期货可以丰富投资策略,促进基于国债期货或者债券组合的产品创新,提升金融机构业务创新能力及资产管理效率。

## 原油期货培训火热启动 期企备战机遇型品种

□本报记者 张利静

近日,上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心(以下简称“上期能源”)联合上海期货业协会、浙江省期货业协会、北京期货业协会、江苏省期货业协会、重庆市期货业协会和深圳期货业协会,在全国6个片区相继举办了6场原油期货相关业务培训会议。

原油作为备受市场瞩目的大品种,其上市前的业务培训备受市场关注。方正中期期货研究院院长王骏表示,原油期货上市将给石油化工产业链、交通运输产业链带来重大利好。他表示,本次活动各项议程让与会者全面而深入地了解原油市场基本面情况和发展趋势,掌握了原油期货相关业务规则和风控要点,有效帮助相关业务人员做好了原油知识储备工作,希望交易所持续组织类似培训。

广发期货深圳分公司总经理葛洪波表示,通过本次培训对原油的商品属性和金融属性有了更

充分的认识,作为国内第一个对外开放的期货品种,原油期货将在我国扩大对外开放过程中发挥重大战略作用,期货公司应该把握好机遇,从服务实体经济和完善金融市场的高度来积极开展各项工作,本次会议较为系统地讲解了原油期货相关业务以及风控要点,为后续各项工作开展提供了有力保障。弘业期货相关人士也表示,为迎接原油期货上市,公司已组织开展了多次内部员工培训和各类投资者教育活动。

来自石油行业、期货公司及上期所的专家就国际原油供求关系、原油贸易及进口流程、全球石油产业链、国际原油现货市场运行情况及原油期货相关业务规则等进行了讲解。共有2200余名期货从业人员及来自27家媒体的32名记者参加了本次系列活动,第一期原油期货相关业务巡回培训圆满收官。

另据了解,为进一步满足市场参会需求,上期能源将于7月份在全国范围内组织第二期原油期货相关业务巡回培训。

## 国内首单商业性 农产品收入保险项目落地

□本报记者 张利静

7月3日,华信期货联合中国人民财产保险股份有限公司北京市分公司、内蒙古分公司(以下简称“人保财险”)合作推出的大豆收入保险在郑州正式签约运作,该项目合计承保面积27700亩,折合的现货量约4432吨。该保险项目主要以目标产量和目标价格来确定目标收入,当实际收入低于目标收入时,农户便会得到人保财险提供的差额赔付。

与过去的项目相比,本次华信期货与人保财险在内蒙古甘河农场共同开展的大豆“保险+期货”项目内容从单一的价格险扩充到收入险。该项目一改从前对交易所和政府等资金支持高度依赖的情况,在国内首次实现商业化运营,迈出了“保险+期货”模式商业化发展的第一步。

长期以来,国内农产品价格“托底”政策导致了国内外农产品价格无法并轨、农民难以按照市场价格调整生产结构等一系列问题,而在农产品价格市场化改革的进程中,农产品价格波动势必增大,农户在种植收入上也面临更大的风险。“相较于自然灾害的风险,农户对于价格的风险接受程度更低,他们难以接受丰产不丰收的情况,因此收入险的推行更符合农户的实际需求。”人保财险总公司农险部负责人王冲表示。

“去年,由于干旱天气,很多地都绝收了,甘河农场的农户收成很不好,有的农户的大豆产量甚至低于100斤/亩。”甘河农场的负责人冯颖向记者介绍,今年5月,他们通过华信期货长春营业部接触到华信期货和人保财险,通过介绍了可以利用投保收入险的方式保障种植收入。“只需支付一部分保费就可以将种植收入锁定在种植成本之上,这对我们的吸引力挺大的,所以三方很快达成了共识。”冯颖说。

据了解,近日,甘河农场及部

分农户与人保财险购买大豆收入保险,并自付该项目的所有保费,保险期限为4个月。同期,人保财险与华信期货签订了场外期权交易确认书,转移收入险中的价格风险,自身承担产量风险。该项目合计承保面积27700亩,折合的现货量约4432吨。该保险项目主要以目标产量和目标价格来确定目标收入,当实际收入低于目标收入时,农户便会得到人保财险提供的差额赔付。

今年“保险+期货”项目引入收入险,解决了从前在产量大幅下降、单价攀升时农户难以得到赔付,农户收入依然无法得到保障的问题。此外,华信期货的风险管理子公司华信物产有限公司衍生品部负责人马永波介绍称,目前开展的“保险+期货”项目大多是在交易所或者是地方政府补贴的基础上进行的,由交易所或者是地方政府补贴农户大部分的保费,农户只需自缴一小部分保费。但是交易所和地方政府补贴资金有限,能够保障的农户毕竟是少数,只有通过商业化的手段才能更全面广泛地保障农户的种植。另外,参照美国的经验,政府补贴资金也是保费的重要来源,随着今后收入险项目的数量和规模的不断扩大,也希望我国政府能够进行多给予保费的补贴,从而更大范围地保护农户的利益。

此次,华信期货联合人保财险进行“保险+期货”商业化的探索,共同开展此次大豆收入险项目,由农场和农户支付全额保费。“这作为国内第一笔纯商业化的收入险项目,不仅意味着农场对‘保险+期货’模式以及收入险的认可,也会对整个市场形成很好的示范效应。”马永波表示。

### 中国期货市场监控中心商品指数(2017年7月3日)

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)</th