

## 近一年来COMEX白银期货走势

价格操纵在国际贵金属市场上一直是挥之不去的话题，尤其是在白银市场上，多位投资大佬都曾涉及，这其中不乏亨特兄弟等知名投资人的身影。而近期，“M机构”再次被疑操纵国际白银期货。



新华社图片 数据来源/文华财经 制图/王春燕

## 国际白银市场再现操纵疑云

□本报记者 马爽

## 有机构大量持有现货白银

在低位横盘调整多时的国际白银期货，今年下半年迎来了突破。文华财经数据显示，9月4日，COMEX白银期货主力合约价格最高上摸至19.750美元/盎司，创下2016年9月27日以来新高。

就在白银价格不断攀高之际，一家机构因超高的库存持有量再次引发市场关注。据报道，截至2019年7月底，“M机构”持有的COMEX白银现货库存高达约1.5亿金盎司(约4782吨)，约占COMEX交易所总库存9659吨的一半。

而从白银走势看，价格自从2011年高点49.820美元/盎司跌下来后，一直维持在10-20美元/盎司的箱体震荡。据悉，在这8年中，“M机构”共计买入5亿盎司白银，而白银并未飙升。

值得一提的是，多年来“M机构”一直是COMEX白银期货上的空头持有者。且在以往交易中，其一方面通过维护和管理其账面空头寸来操纵COMEX银价下跌——用COMEX期货做空白银；另一方面则在市场上用低价购入实物白银。

这不由得引发市场猜测，8年时间吞下交易所库存一半的白银，“M机构”在等什么时机？准备干一票多大的？

实际上，在白银的历史行情上，就曾出现过多起大佬操纵的案例，其中广为世人所知的非“亨特兄弟白银案”莫属。

1970年代初，美国石油大亨Bunker Hunt和Lamar Hunt两兄弟认为白银价格被低估，因此大量买入白银，到1979年，他们几乎垄断了全球白银市场。白银价格被推动上涨，从1979年9月的11美元上涨到1980年1月的50美元。此后不久，纽约商品交易所颁布了一条临时规定：从即日起，禁止建立新的白银期货合约，只允许旧合约的平仓。这也成为压垮亨特兄弟的“最后一根稻草”。

## 国际贵金属是“高发区”

中信期货贵金属分析师杨力表示，狂热的投机活动导致白银价格与实际供求严重脱节，市场价格严重偏离其价值。亨特兄弟的投机活动最终以溃败收场，大量囤积的白银期货多头头寸导致实际消费者无法承受，严重扰乱了白银市场。

“从上个世纪80年代的亨特兄弟囤积白银将银价拉高至近50美元/盎司，到最近十年‘M机构’持有大量白银库存的历史来看，操纵白银期货的可能性是存在的，而大财团能够操纵白银期货的根本原因在于价格较便宜。”东证期货贵金属

高级分析师徐颖表示，以当前白银价格计算，COMEX白银库存价值大约为55亿美元，操纵价格所需资金量并不成问题。但白银价格自身的金融属性和工业属性才是影响其价格的根本所在，操纵市场的行为可以通过监管或修改交易规则来阻止。

不止是白银，黄金、铂金等贵金属也都是操纵案的“高发区”。

“期货市场上从来没有操纵成功的案例。”中国期货市场创始人之一常清曾告诉中国证券报记者，在美国期货市场，历史上只有白银这样的小品种出现过企图通过操纵现货市场来影响期货价格的例子，但也以失败告终。

从白银价格运行规律来看，徐颖表示，首先，白银价格弹性较大，在熊市和牛市中价格波动剧烈，平均波动率可以达到50%以上，8月以来的这波白银修复行情已将波动率提升至30%；其次，白银的货币属性已明显淡化，因此价格中枢没有像黄金一样不断上移，下跌周期中也会回吐此前的绝大部分涨幅；最后，白银有着明显的上涨和下跌周期，上涨迅猛，下跌同样惨烈，这是由其较高的投机性质决定的。

杨力认为，“白银价格主要追随黄金价格波动为主，但在牛市中涨跌幅度有

所不同。一般用金银比来衡量金银的相对涨跌幅度。”通过历史数据积累发现，金银比上涨实质是反映单边行情涨跌节奏，当贵金属价格步入牛市时，往往是金银比趋势性上涨的开端。如果贵金属整体行情平淡，则金银比则倾向继续上扬；一旦贵金属形成单边趋势性上涨，白银涨幅则会超过黄金，即金银比出现回落。

## 国内穿透式监管将风险拒之门外

与国外情况不同，我国由于采取“三位一体”的穿透式监管模式，在2008年国际金融危机期间，期货市场成功地经受了考验，监管水平也后来居上，加上期货市场市场化程度不断提高，使得个别机构对期货市场的影响权重越来越低，期货市场被操纵的可能性越来越低。

“企业操控现货市场的前提在于单一或部分企业有能力控制现货市场价格，如果出现这种情况，期货市场被动受现货影响的可能性存在，但操纵期货市场的难度很大。”北京地区某期货公司负责人表示。

就国内白银市场而言，杨力表示，“首先，国内白银市场主体多样化，既有以生产冶炼企业为交易主体的白银现货交易所，也有以保值及投机为目的的白银期货交易所，单一个体很难同时垄断两个交易

主体。其次，国内交易所监管严格，有明确的仓位限制，并且实行穿透式监管。美国亨特兄弟囤积居奇的操纵手法，在国内严格的监管下是不可能实施的。最后，白银期货交割制度设计完善，交割成本低廉，交割程序简单易行，也使得价格操纵很难发生。”

“目前贵金属的定价权基本掌握在外盘，内盘白银价格主要是跟随外盘和人民币汇率波动。从市场容量和交易体量上来看，上期所白银库存约为COMEX的15%左右，成交额在白银价格平稳阶段约占COMEX的1/3，虽然近期内盘白银交易额高于外盘，但非常态，也就是说国内白银的市场容量还不足以对国际白银价格产生明显影响，操纵现象比较难出现。此外，国内监管较严格也降低了操纵的可能性。”徐颖表示。

从期货交易制度方面来看，上述负责人还表示，我国期货交易开户实行一户一码实名制，再加上非常严格的持仓限制、撤单和异常交易的监控等，期货交易制度规则不断完善，这令任何一个企图“坐庄”的大户都要三思：不仅将面临严厉的惩罚，而且在目前的市场资金、规模、力量、信息传播等情况下，一旦判断失误，市场上随时可能“蚂蚁啃大象”的情况，大户也会成为别人的盘中餐。

## 避险情绪降温 贵金属上涨遇挫

□本报记者 张利静

上周五以来，随着市场避险情绪降温，金银价格高位回落，伦敦金、伦敦银均失守重要整数关口。截至本周二白天收盘，沪金、沪银主力合约三个交易日分别累计下跌4.4%、8.4%。

分析人士表示，近期市场风险偏好回升及贵金属多头持仓较拥挤为其价格带来调整压力，但在全球经济未出现实质性好转信号情况下，金银价格中期仍以多头思路对待。

## 激辩金银上涨逻辑

上周五公布的美国非农就业数据不及预期一度使得贵金属价格出现反弹，但随后鲍威尔的讲话令金银价格重回下跌通道。鲍威尔在讲话中淡化了全球和美国经济衰退风险，认为经济处于良好状态。

申银万国分析师林新杰分析，此前在外部扰动不断的情况下市场所运行的“风险事件提升经济下行风险—市场提前

反应宽松预期—央行妥协于市场—再度加码宽松力度”逻辑开始降温，尽管美联储很可能屈服于市场的压力在今年推出更多宽松政策，但市场已将预期计入价格的情况下不足以继续支撑金价上行。

对于前期金银价格大幅上涨的逻辑，方正中期期货研究则持另一种观点。该机构认为，当前市场某种程度上在将避险品种当成比特币炒作，殊不知波动本身就是风险的一部分。之前市场笼罩在“金银上涨，所以金银在避险”的错误思路中。回归本质，可以发现黄金、白银都有一条很明晰的上行主线。从中长线逻辑讲，市场整体的资产荒问题、逆全球化问题、美国经济增速走弱的问题，都没有实质性解决，金银上涨逻辑还是持续的。

## 仍以多头思路对待

美联储政策变化仍是影响未来金价的重要因素。据CME“美联储观察”，美联储9月降息25基点至1.75%-2.00%的概率为93.5%，降息50基点的概率为6.5%；10月降息25基点至1.75%-2.00%的概率

为58.9%，降息50基点的概率为38.6%。值得注意的是，10月降息概率大幅回落，已经跌破50%。

“若美联储降息无法持续，则此后金银继续回落概率较大。”银河期货分析师李宙雷表示，由于近期避险情绪回落以及10月降息概率下行，金银下方支撑开始“松动”，加之美股与美元的回升又令金银价格上方压力增加，金银走势明显较弱。

持仓方面，世界黄金协会最新发布的数据显示，8月份全球黄金ETF(交易所买卖基金)总持仓规模按月上升5%至2733吨，距离2012年底的历史最高只低2%，而当时的金价比现水平要高出9%。据了解，以美元计价的黄金价格8月上涨7%。

林新杰表示，短期避险情绪降温和黄金的多头较拥挤可能给黄金带来一定调整压力，但中长期依然看涨，建议暂时以观望为主，如果出现较大回调再择机入场，整体仍以多头思路对待。本周重点关注欧央行利率决议以及美国的CPI和零售数据。

## 中间价充当定海神针 人民币汇率淡对降准

币一路上涨，直到9日才有所回调。

由此看来，9月6日央行宣布降准并未导致人民币汇率持续走弱。事实上，降准消息一出，人民币汇率并未贬值，反而收涨。分析人士认为，在此次逆周期因子明显走高后，人民币对美元中间价逆势保持相对稳定，人民币兑美元汇率快速贬值的走势将有所收敛。

分析人士指出，人民币汇率未受降准冲击的原因之一是逆周期调节加强。Wind数据显示，进入9月以来，人民币兑美元汇率中间价调整幅度大大缩窄，除9月5日调整幅度为26个点，其余时间都在10个点以下，中间价保持平稳。

据路闻卓立测算，9月初以来，人民币兑美元汇率逆周期因子1个月移动均值快

速走高，9月5日已经达到280BP，显示在人民币兑美元汇率破7后，央行近期对人民币兑美元双边汇率的逆周期调控有所加强。

分析人士认为，在此次逆周期因子明显走高后，人民币对美元中间价逆势保持相对稳定，人民币兑美元汇率快速贬值的走势将有所收敛。

## 美元中期转弱概率大

此外，人民币兑美元汇率还被认为缺乏贬值基础。民生证券首席宏观分析师解运亮指出，长期来看，中国经济基本面优于美国，人民币长期有升值趋势。“中国GDP增速远高于美国，而GDP是长期决定汇率变动的根本原因，因此长期来看，随着中国经济占美国比重逐渐提高，人民币兑美元汇率有升值

趋势。另一方面，中国经济回旋余地大，经济韧性更强，抗风险的能力优于美国。”

人民币兑美元汇率的另一面是美元指数涨势的折戟。美国劳工部9月6日公布的数据显示，8月份美国非农部门新增就业人数为13万，低于市场预期。受这一利空消息影响，当天美元指数盘中一度显著走低。但本周以来，美元指数有所反弹。

解运亮认为，美元指数短期内可能保持相对强势，但中期转为走弱概率较大。短期内受欧洲政治经济风险隐患上升影响，欧元和英镑双双走弱，美元指数可能保持在95-100的相对强势区间。中期来看，美国失业率进入上行周期，美国经济衰退风险加大，2020年美联储宽松进程可能提速，美元指数可能回落到90-95的区间。

## 上半月发行额恐不足百亿 下半月地方债供给赶进度

□本报记者 赵白执南

日前召开的国务院常务会议要求，今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕。最新数据显示，9月上半月全国已发行及将发行的地方债合计不到100亿元。预计下半月地方债将迎来集中发行期。

业内人士认为，地方债发行对基建将形成提振，在降准航下，集中发行不会对货币及债券市场造成大规模冲击。

## 地方债将迎集中发行期

Wind数据显示，上周全国仅发行43.02亿元地方债，单周发行额创3月11日至3月17日当周以来的最低水平。从现有信息来看，本周地方债发行规模仍将处于较低水准。

9月10日，新疆生产建设兵团发行了一批地方债，总额为26.39亿元。此外，天津市计划于9月12日发行一批地方债，总额为16亿元。不出意外的话，本周地方债发行规模将只有42.38亿元，不及上周水平；整个上半月，全国地方债发行总额将只有85.40亿元，不到100亿元。从以往绝大多数发行案例来看，地方债从公布发行文件到正式发行通常需要一周左右。本周地方债发行规模出现大幅增长的可能性很小。

经全国人大批准，2019年安排新增地方政府债务限额3.08万亿元。其中，新增一般债务限额9300亿元，专项债务限额2.15万亿元。截至8月末，今年新增地方债限额已使用超过九成。本月4日召开的国务院常务会议明确，今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕。也就是说，9月必须发行完截至8月末还剩余的新增专项债额度，约1511亿元。

中国证券报记者梳理发现，在上半月发行的85.40亿元地方债中，新增地方债为49.38亿元，其中，一般债11.08亿元，专项债38.3亿元。这意味着，剩下的专项债额度约1472亿元要在下半月全部发完，加上一般债、再融资债等，下半月的地方债发行规模将比上个月出现较明显放量。

## 有力支撑基建投资

业内人士认为，扩大专项债发行是今年实施积极财政政策的重要抓手。增发专项债可拉动有效投资，尤其是拉动基建投资，从而起到稳增长作用。

据天风证券统计，今年以来发行的基建相关新增专项债规模约5057亿元，占所有新增专项债规模比例约为25%。假设该比重不变，那么全年基建专项债发行规模约为5375亿元。2020年基建专项债的规模大概率有所提升，估算下来，2020年基建专项债可撬动7525亿元-11200亿元其他资金，合计为基建投资带来12900亿元-19200亿元资金。

在新增限额用完后，市场开始关注四季度地方债发行空间。不少机构认为，往年专项债发行还留存约1.2万亿元额度，必要时可供利用；如果形势需要，提前下达的明年专项债部分新增限额提前发行的可能性也并非没有。

## 集中发行不会造成明显冲击

天风证券固收首席分析师孙彬彬表示，回顾历史，地方债大量发行时并未造成资金利率明显上行，对债市冲击有限，关键在于货币政策往往出台配套举措。

“地方债发行对于流动性的影响在于缴款时点流动性抽离压力，相对而言较分散。”华创证券固收首席分析师周冠南预计，专项债发行对流动性和利率的影响总体可控。地方债供给放量或挤占商业银行对国债的配置需求，但在债市“核心资产”需求总体较旺的支撑下，专项债发行提前或难以对国债配置产生较大冲击。对于债市而言，专项债额度或于10月之前下达地方，短期关注基建回升预期对债市收益率的影响。

“展望未来，宽货币而紧信用的局面不会很快改变，利率向下的大趋势不变。”孙彬彬表示。

## 记者观察

## 国债“尺码”缘何越发越大

□本报记者 赵白执南

周三，财政部续发两只记账式附息国债。其中，5年期国债本次续发行规模达到500亿元。记者梳理发现，今年以来，从200亿元、340亿元，到400亿元、420亿元、460亿元、480亿元，再到500亿元，记账式附息国债单只单次发行规模不断扩大。目前，500亿元的单只单次发行规模已是除特别国债以外的最高纪录。为何近年来国债的“尺码”越发越大？

近年来，国债发行规模总体呈现扩大趋势。据Wind数据统计，2012年财政部共发行国债61只，总额14362.26亿元，此后逐年递增。2017年全年共发行国债160只，首次突破4万亿元关口，达到40041.79亿元，约为2012年发行规模的2.79倍。2018年的发行数据是158只，总额36670.97亿元。

根据政府工作报告，2019年拟安排财政赤字2.76万亿元，其中中央财政赤字1.83万亿元，相应框定了全年国债净融资规模上限。有机构根据往年预算赤字与国债实际净融资额的数据做了推测，预计2019年国债净发行量为1.7万亿元左右，较2018年增加20%。再考虑到有2.3万亿元国债到期，2019年预计发行额在4万亿元左右，较2018年约增加10%。

历史数据还显示，2016年以来，每年国债发行只数增速放缓，基本保持在148-160只之间。在发行频率不加密的情况下，要发完更多的额度，意味着单只规模可能会有所扩大。据统计，2018年前8个月共发行93只记账式国债，总额为20450亿元；2019年前8个月的记账式国债发行数量只有92只，总额则达到22540亿元。今年较去年发行只数略有下降，发行总额却有所增多。

此外，从往年来看，三季度通常是包括国债在内的利率债券的发行高峰期。比如，2017年三季度共发行国债16110.56亿元，远远超过其他三个季度，发行规模占到全年的四成左右。

在发行频率没有明显提高而发行额度扩大的情况下，意味着单只国债的发行规模可能会扩大；同时，三季度属于国债发行的传统高峰期，供给压力相对更大一些，单只发行规模有所扩大也符合情理。

分析人士认为，提高单只国债发行规模，一是有助于做大个券存续规模，一定程度上有助于改善个券的流动性。近年来，财政部还明显加大了对存量券的续发力度，同样意在做大规模，改善交易流动性。二是按照惯例，国债发行情况也会根据库款情况进行微调，单次发行规模加大，也是为了体现国债管理精细化、动态化。

必须看到，虽然国债供给有所增多，但央行降准将释放大量流动性，持续流入的外资也可能进一步布局利率债，因此，不必过度担心国债供给对债券市场造成冲击。