

| 本期摘要

CME又上调了钯金的初始保证金，其实这就是降杠杆的行为。回顾当年白银波动历史，到底是什么导致了白银的疯狂？钯金市场异常变动下，我们需要关注更多容易被大多数交易者忽略的变量而不仅仅是基本面的因素。

| 音频梗概

00:05

钯金初始保证金半个月翻一倍

今天早上打开电脑看到CME基本上又把NYMEX钯金的初始保证金继续的上调。现在看到交易所的最新公告是再次上调20%，目前是8580美金一手合约。这个大概跟6月中旬的相比，也就半个月的时间初始保证金已经翻了一倍左右，当时6月中大概也就是4400左右一手，那CME保证金的不断提高，对于钯金应该说我觉得还是有很大的影响的。

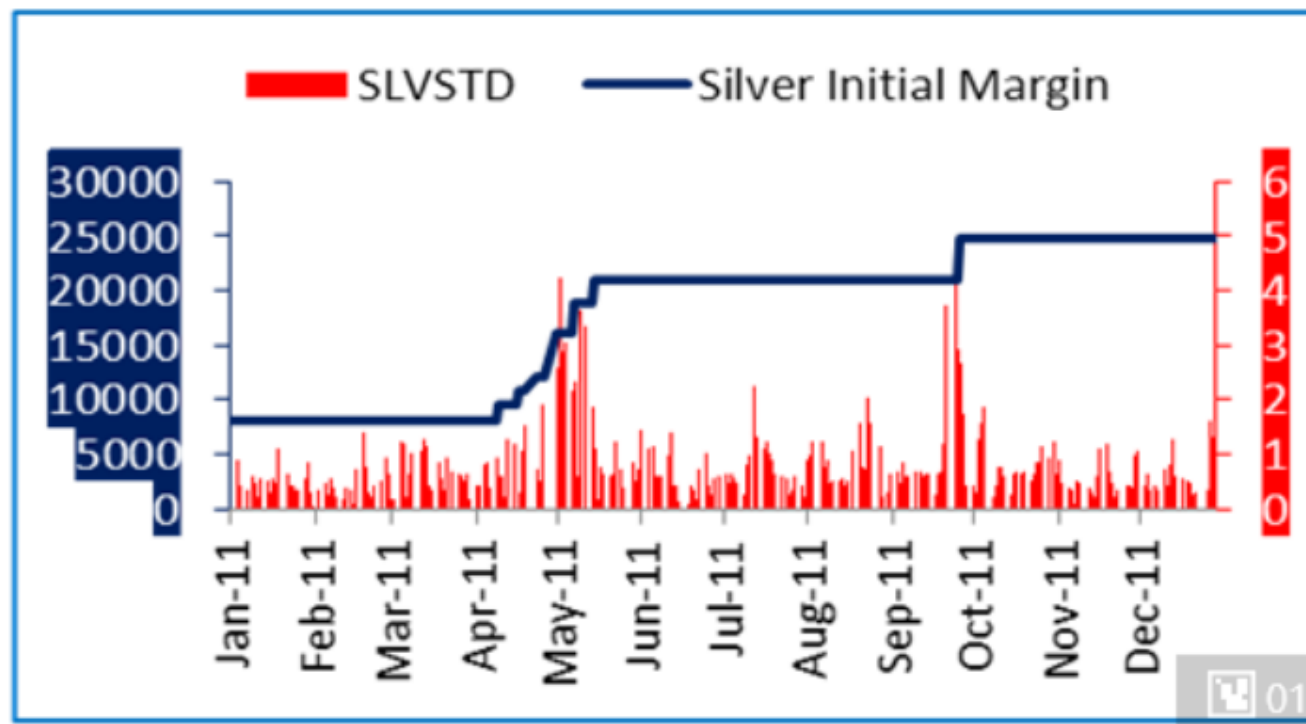
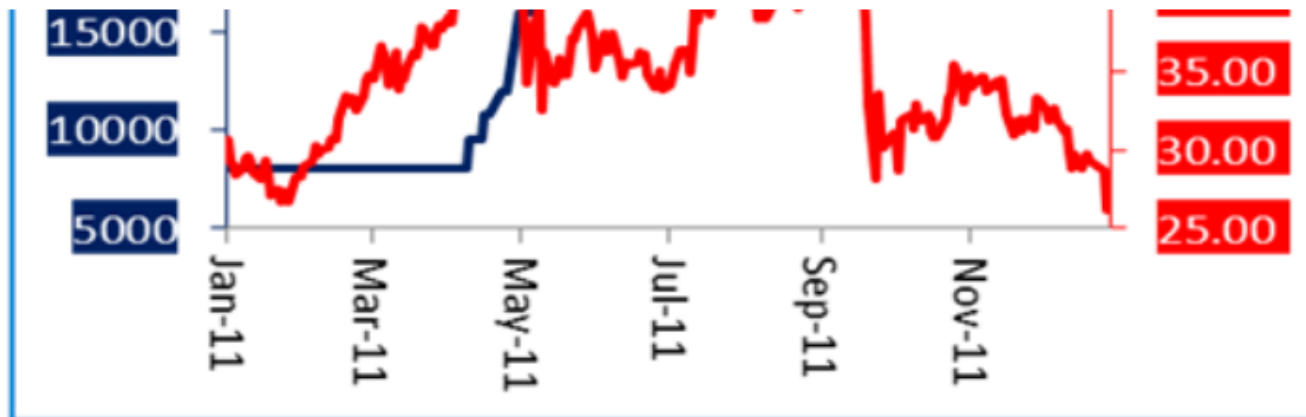
00:50

白银的2001年：价格从49到25、保证金从7000到25000

让我想起了2001年白银的情况，现在的历史都已经过去了，我们可以讲讲。当时主要是来自于亚洲地区的买盘在推高当时白银的价格，从35 美金一直推到44，最高是49.81，接近50。

而这个交易所的CME的SPAN系统在白银触及到35以后开始进一步地加速，整个成交量和持仓量大规模异常的时候，当时白银的Initial Margin大概是从7500左右一路抬到了白银崩盘前的15000左右，那个时候白银基本上达到了及其疯狂的状态。后面是跳崖式的下跌，从49.81跌到了32、33左右。CME的保证金继续上调，一直到2011年的5月份断崖，到9月份的再次断崖，延续到11年底后，白银价格基本上从25起来到49.81，49.81跌回到25，但是CME的保证金却从7000多抬到了最高是25000。





SPAN系统提高保证金相当于降杠杆

当时我记得我专门问过芝加哥交易所的一些老朋友，他们跟我讲了一下关于交易所的SPAN系统。

原则上讲交易所本质是要防范风险的，其实它发现这种交易的异常以后，它就是要去尽量地减少投资者在过度活跃和动荡的市场中的风险。

SPAN系统本质是为了控制风险，提高保证金比例其实就是一个降杠杆的过程。

02:39

降杠杆带来的暴涨与暴跌？

但是经历过2015年中国股票市场的道理以后，其实比较容易理解，当一个杠杆推动市场的时候，一个降杠杆的行为对市场就是一个反馈的机制，就会导致它的暴涨暴跌。原则上讲，有人说

2015年中国股票市场暴涨暴跌以后就是因为证监会加强监管之后去杠杆。

但是这个道理我觉得是不对的，因为这是鸡生蛋还是蛋生鸡的问题。监管层的本质是为了防范风险，虽然说从逻辑上来讲这种防范风险也会造成风险，但是如果不管可能会更可怕。

03:19

什么导致了白银的疯狂

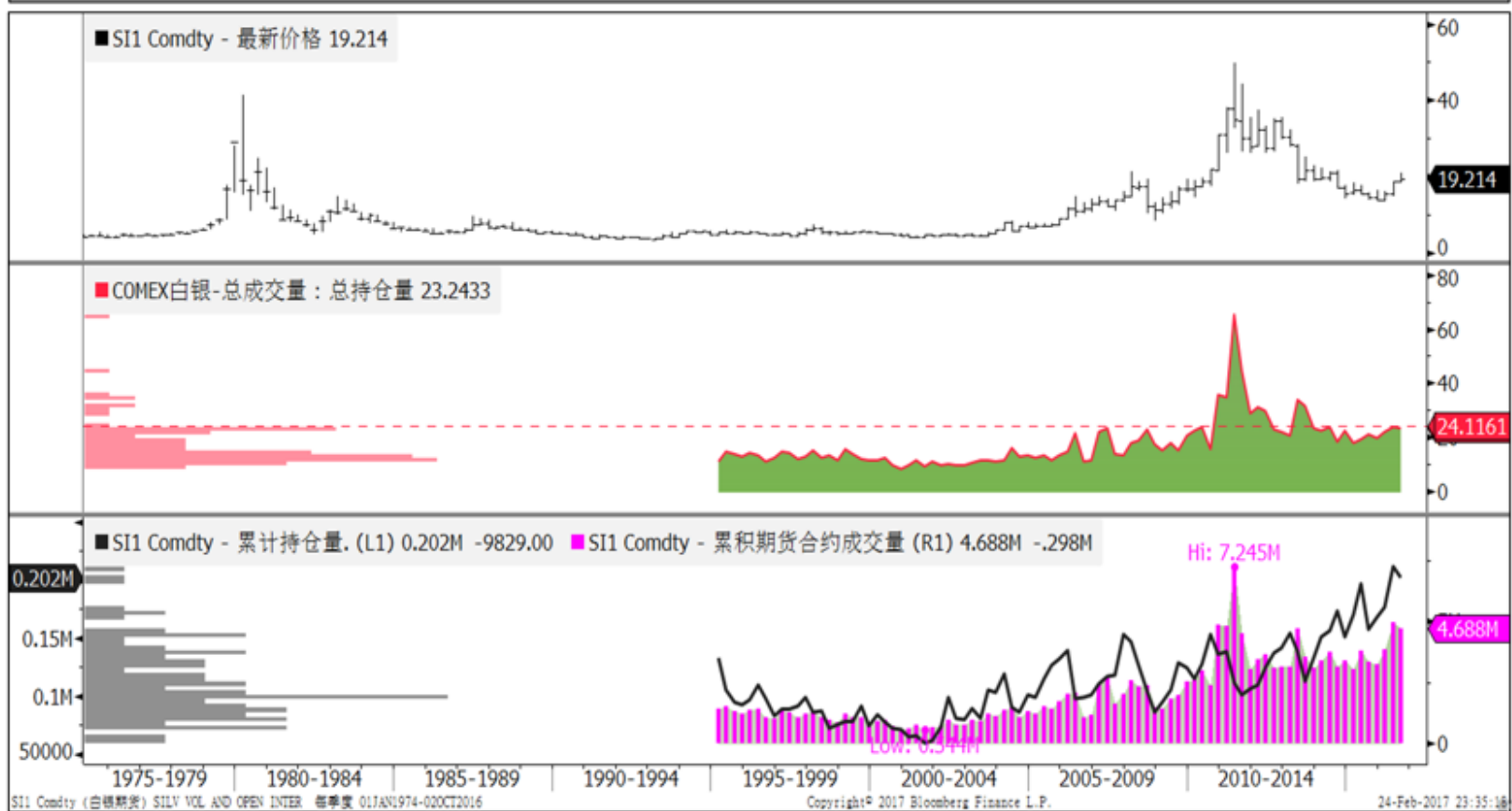
到后来这个白银的数据我们看到确实是很夸张了，2001年那波白银的COMEX的成交量和持仓量异常到了换手达到70倍，也就相当于一张合约每天成交在那，一天要换手70次，这个时候就能意识到投机度是多么的严重。而当年累计的期货成交量达到了725万张合约，按照COMEX的量可以算算，这个地球上有多少白银，这样就知道当时白银是有多疯狂。

但是它本质却不是你所想的什么基本面的因素，我觉得从微观上出发的一个因素就是当保证金大幅度上调之后，去杠杆的行为使得流动性开始收缩后，自然而然那种高换手无法持续的情况下，系统性风险其实也就出来了。



■疯狂的白银-基本面？还是疯狂？

基本面的自我强化自我循环自我



04:22

金融化导致钯金供需结构发生变化

所以说我们往往会参考交易所的这种行来看。对于钯金来讲，应该说在2014年开始就已经密切的关注，大家也能看到我经常会去说一些钯金的情况（参见：[疯狂的钯（上）](#) [疯狂的钯（下）](#)）这个钯金市场其实比较小，波动应该说是非常的大。

从2014年南非标准银行在年初设立钯金ETF，ETF金融化导致钯金的供需因为金融化的因素出现结构性的变化后，钯金当时从600多美金一路推高到900多，看似是上涨，但是背后蕴含的逻辑是有问题的。

05:00

钯金大开大合的游戏

当ETF的购买结束后，发现900多的钯金实际上根本无法支撑，所以在2014年的9月份开始到现在为止三年，钯金基本上就是大开大合的游戏。

单月跌45%，单月跌20%，这都是在2014年9月份之后发生的，9月份到10月份跌了14%，后边

到了15年11月份跌掉了20%，这中间跌10%的情况就数不胜数了；那倒过来也一样上涨百分之十几、二十也是轻轻松松会发生的，你会发现这种月度的波动实际上是有些及其不太正常。

当然你可以从我们讲的钯金的基本面上去，很多的故事，14年的10月份到11月份，短短35天左右，钯金跌15%，再涨24%，到下个月再跌14%，然后再涨15%。所以你会发现这种月系的波动，对很多交易者来讲早就被干晕了，这个也反映了盘子流动性的问题。

06:31

SPAN系统发出信号提醒钯金的异常

现在交易所大幅度地调整SPAN系统以后，保证金的大幅度提高在今年是比较明显，尤其是进入到6月份以后，SPAN系统是在发出一种信号告诉大家钯金的波动已经是非常的剧烈，并且存在着交易异常的情况。

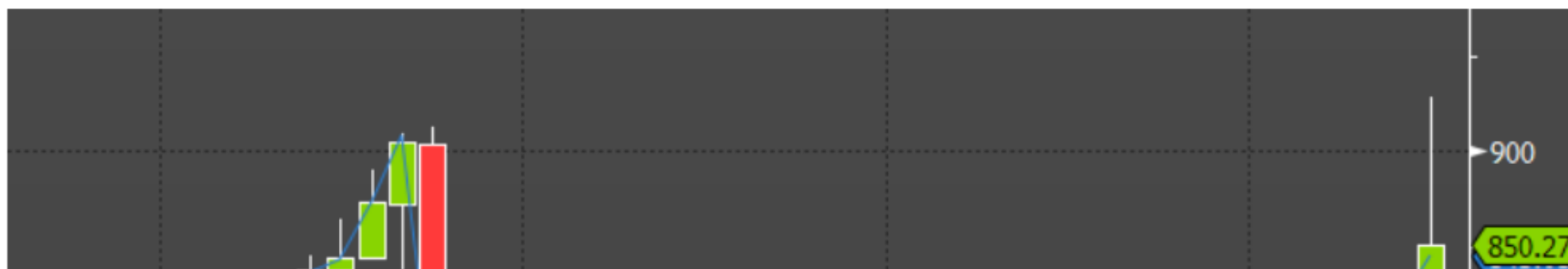
交易所从增加保证金比例的方式去减少了风险，从某种程度上保护了投资者，但是同时也加剧了市场的波动。

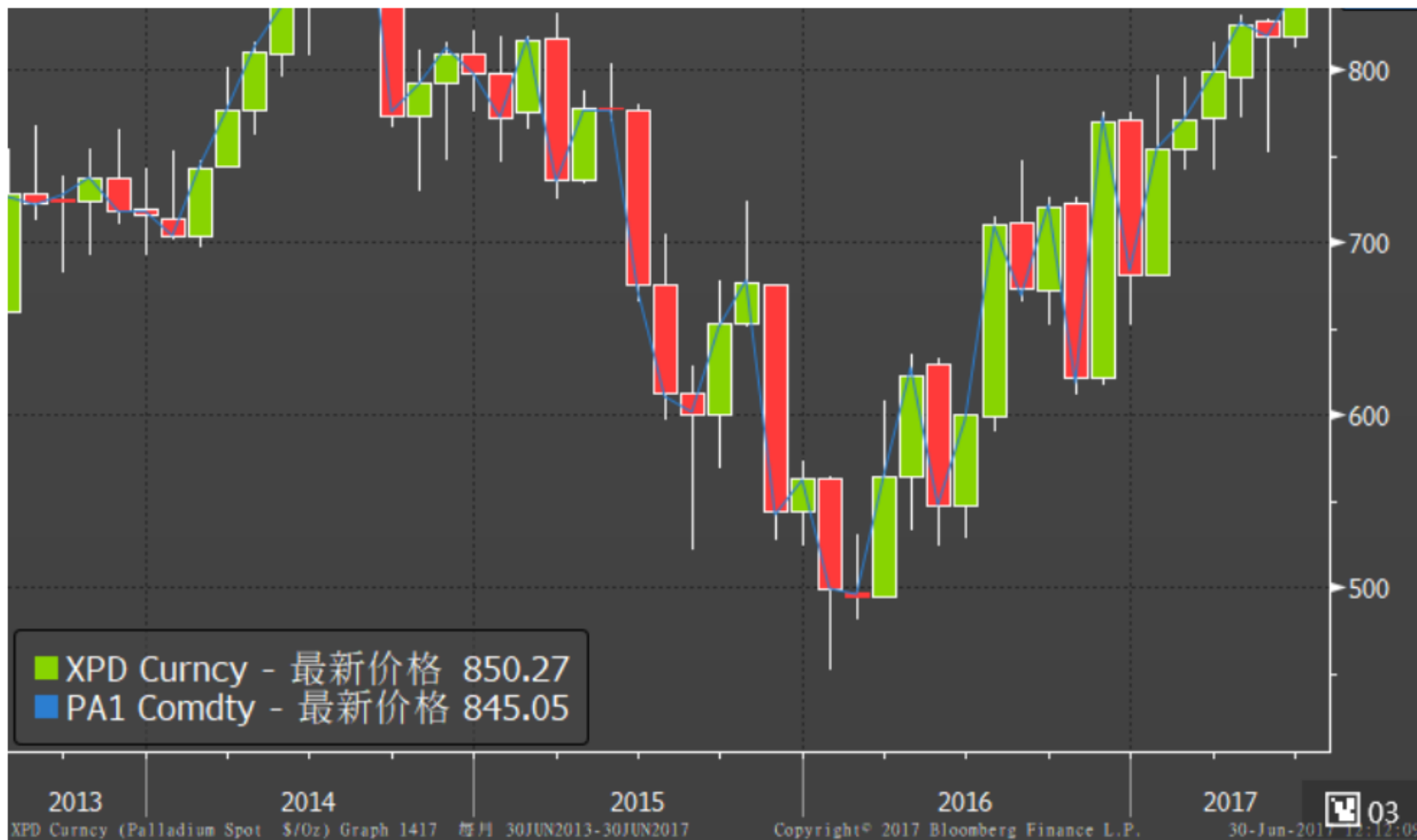
从这两个月钯金的表现上可以看到：

- 五月份钯金深度的时候跌掉百分之十几，收回去，
- 6月份钯金上冲百分之十几，目前来看已经回落到850美金以下了，
- 如果进一步的回落的话，这个月的收上面也是910多的很长的一个下迎，一个上迎。从上面来看其实都不是特别的正常。

所以对我们大部分人来讲，这个时候要密切地留意。

当然这样的市场我并不赞成任何有大开大举的动作，因为从保证金的情况上来看其实在告诉你钯的流动性问题很像白银的情况，所以说对于它的系统性风险的防范，大家要密切留意一些。





08:05

商品市场上需要密切关注交易环境的变量

商品的中观层面上更多是市场层面在发什么，这个市场并不是指大家说的供应和需求。所以说报告上会写供应和需求，但是微观落到交易上的时候，我觉得像CME市场的SPAN系统的保证金这样的事情在给我们提醒了。

对于很多的commodity来讲，这个东西都是很大的变量。像去年大宗商品里面，证监会的行动，交易所的行动，交易所的文件，这些其实都是很多交易者容易忽略掉的但确实又很重要的事情。

-end-