

موج پول

چرخش سرمایه بین بازارهای مالی

پول واقعاً چطور بین سهام، اوراق، طلا، کریپتو، دلار و بازارهای ایران جابه‌جا می‌شود؟ چه چیزی با شواهد ثابت شده و چه چیزی افسانه است، و چطور جریان پول را با داده ببینیم.



فهرست

پیشگفتار

۴

بخش ۱ نظریه

فصل ۱ پول واقعاً چطور جابه‌جا می‌شود؟ ۷

فصل ۲ نقشه‌های کلاسیک چرخش ۱۷

فصل ۳ موتورهای موج ۳۰

فصل ۴ روان‌شناسی موج ۴۲

بخش ۲ تاریخ و بازارها

فصل ۵ موج‌های بزرگ تاریخی (۱۹۷۱ تا ۲۰۲۶) ۵۳

فصل ۶ طلا در موج‌ها ۶۳

فصل ۷ کریپتو: چرخه‌ها و چرخش داخلی ۷۸

فصل ۸ ایران: نقدینگی سرگردان ۹۴

بخش ۳ دیدن جریان پول

فصل ۹ جریان پول را چطور ببینیم؟ ۱۱۱

فصل ۱۰ اوردرفلو و پول بزرگ ۱۲۴

فصل ۱۱ افسانه‌ها، شواهد و جمع‌بندی ۱۳۵

مرجع

پیوست: عددها، منابع و واژه‌ها ۱۴۴

پیش از شروع

این کتاب آموزشی است. به شما نمی‌گوید چه چیزی بخرید یا بفروشید، هیچ سیگنال، پیش‌بینی یا هدف قیمتی نمی‌دهد و هیچ بخشی از آن توصیه‌ی مالی نیست. سرمایه‌گذاری و معامله در بازارهای مالی، به‌ویژه با اهرم، ریسک قابل‌توجهی از ضرر دارد. تاریخ و سازوکارهایی که در این کتاب می‌خوانید، تضمینی برای تکرار در آینده نیستند.

عددها از منابع عمومی و رسمی (شورای جهانی طلا، فدرال رزرو، CFTC، بانک مرکزی و مرکز آمار ایران و دیگران) و از محاسبه‌های خود AK Order Flow آمده‌اند و تا 17 مهر 1405 (9 اکتبر 2026) به‌روزند. عددهای بازار لحظه‌ای‌اند و تغییر می‌کنند؛ پیش از استفاده، آن‌ها را با منبع اصلی چک کنید.

© AK Order Flow. خواندن و به اشتراک گذاشتن این کتاب به‌صورت کامل و بدون تغییر رایگان است.

در نخستین کاربرد هر اصطلاح در هر فصل، واژه‌ی انگلیسی آن داخل پرانتز آمده است. قیمت‌ها، درصدها و دیگر عددهای بازار با رقم لاتین نوشته شده‌اند تا با چارت‌ها و منابع یکی باشند.

پیشگفتار

هر چند ماه یک بار جمله‌ای در گروه‌های معامله‌گری و شبکه‌های اجتماعی دست‌به‌دست می‌شود: «پول دارد از بورس به طلا می‌رود.» چند ماه بعد جمله عوض می‌شود: «نقدینگی سرگردان راهی مسکن شد»، «بعد از بیت‌کوین نوبت آلت‌کوین‌هاست»، «پول بزرگ از طلا بیرون آمد و به سهام هوش مصنوعی رفت». این جمله‌ها جذاب‌اند، چون به ما حس می‌دهند که بازار نقشه‌ای دارد و اگر نقشه را بلد باشیم، می‌دانیم موج بعدی کجا می‌رسد. کتابی که در دست دارید درباره‌ی همین حس است: چقدرش واقعی است، چقدرش افسانه است، و چطور می‌شود حرکت پول را با داده دید، نه با شایعه.

چرا این کتاب

ما در AK Order Flow هر روز به نوار معاملات فیوچرز طلا (GC) در کامکس و قیمت اسپات آن (XAUUSD) نگاه می‌کنیم. پرتکرارترین سؤال که از ما می‌پرسند این نیست که «طلا فردا کجا می‌رود؟»؛ این است که «پول الان کجا می‌رود؟». وقتی دنبال جواب گشتیم، دو جور منبع پیدا کردیم. یک گروه آن‌قدر ساده بود که غلط از آب درمی‌آمد: ترتیب‌های ثابت، قانون‌های تک‌جمله‌ای و نمودارهایی که فقط روی گذشته خوب کار می‌کردند. گروه دیگر مقاله‌های دانشگاهی و گزارش‌های نهادهای بود، دقیق ولی پراکنده، به زبان انگلیسی و دور از دغدغه‌ی معامله‌گر و پس‌اندازکننده‌ی ایرانی.

این کتاب تلاشی است برای پر کردن فاصله‌ی این دو. پشتوانه‌اش پنج گزارش پژوهشی مفصل است با حدود 330 منبع: مقاله‌های دانشگاهی، داده‌ی نهادهایی مثل صندوق بین‌المللی پول (IMF)، بانک تسویه‌ی بین‌المللی (BIS)، شورای جهانی طلا، کمیسیون معاملات آتی آمریکا (CFTC) و فدرال رزرو، و برای ایران، داده‌ی بانک مرکزی، مرکز آمار، TSETMC، فیپیران و آرشیو قیمت‌ها. هر جا عددی از داده‌ی خام عمومی حساب کرده‌ایم، صریح نوشته‌ایم «محاسبه‌ی ما».

این کتاب چه چیزی به شما می‌دهد

کتاب یازده فصل و یک پیوست دارد و از سه بخش ساخته شده است.

- **سازوکارها (فصل‌های ۱ تا ۴):** پول واقعاً چطور جابه‌جا می‌شود، نقشه‌های کلاسیک چرخش و کارنامه‌ی واقعی‌شان، موتورهایی که موج را می‌سازند (اشتهای ریسک، دلار، نرخ بهره‌ی واقعی و نقدینگی) و روان‌شناسی جمعی که موج را بزرگ می‌کند.
- **بازارها و تاریخ (فصل‌های ۵ تا ۸):** موج‌های بزرگ از 1971 تا 2026، طلا با همه‌ی محرک‌هایش، کریپتو و چرخه‌هایش، و بازارهای ایران از دلار و سکه تا مسکن، بورس و صندوق‌ها.
- **دیدن جریان (فصل‌های ۹ تا ۱۱):** ابزارها و داده‌های رایگان برای دیدن حرکت پول، اینکه اوردرفلو چه چیزی از «پول بزرگ» نشان می‌دهد و چه چیزی را نه، و در پایان جدول افسانه‌ها در برابر شواهد و یک چک‌لیست برای سنجیدن هر ادعای «پول دارد به فلان بازار می‌رود».

پیوست کتاب عددهای کلیدی را در یک جدول جمع کرده، واژه‌ها را دوزبانه آورده و منابع اصلی را فهرست کرده است.

چطور این کتاب را بخوانید

اگر تازه‌کار هستید، کتاب را به ترتیب بخوانید. فصل ۱ پایه‌ی همه‌ی فصل‌های بعدی است، چون نشان می‌دهد عبارت «پول جابه‌جا شد» در عمل چه معنایی دارد و چه معنایی ندارد. هر اصطلاح فنی بار اول در هر فصل به فارسی و همراه با معادل

انگلیسی‌اش آمده است، مثل «اشتهای ریسک (Risk Appetite)»، تا اگر خواستید در منابع انگلیسی یا روی پلتفرم دنبالش بگردید، راحت پیدایش کنید.

اگر حرفه‌ای هستید، می‌توانید از هر فصلی شروع کنید. عددها همراه با منبع و تاریخ آمده‌اند و هر جا یک چارچوب نقد جدی داشته، نقدش را با عدد آورده‌ایم. فصل‌های ۹ و ۱۰ برای کسی که هر روز با داده و نوار معاملات کار می‌کند نوشته شده‌اند.

هر فصل با کادر «در این فصل» شروع می‌شود و با خلاصه و یک آزمونک کوتاه تمام می‌شود. کادرهای «ایده‌ی کلیدی»، «اشتباه رایج» و «نکته‌ی طلا» را جدی بگیرید. تمرین‌های «امتحان کنید» را هم با ابزارهای رایگان (CFTC، FRED، TradingView، TSETMC، DefiLlama، Farside، Goldhub، tgju) خودتان انجام دهید؛ هیچ چیز مثل یک بار دیدن داده با چشم خودتان، یک ایده را جا نمی‌اندازد.

عددها و تاریخ‌ها

عددهای بازار، درصدها و مبلغ‌های دلاری با رقم لاتین نوشته شده‌اند، چون چارت‌ها و سایت‌های داده همین شکل را نشان می‌دهند. تاریخ رویدادهای جهانی میلادی است و تاریخ رویدادهای ایران شمسی. عکس لحظه‌ای عددها مربوط به **17 مهر 1405 (9 اکتبر 2026)** است. این عددها لحظه‌ای‌اند و تا وقتی این کتاب را می‌خوانید عوض شده‌اند؛ ارزش کتاب در سازوکارهاست، نه در آخرین قیمت.

قیمت طلا چند معیار دارد: اسپات (XAUUSD)، فیوچرز کامکس (GC) و قیمت مرجع لندن (LBMA). این‌ها به هم نزدیک‌اند ولی یکی نیستند. هر جا معیار اهمیت داشته، نامش را آورده‌ایم.

قول صداقت

مهم‌ترین قول این کتاب این است که **شواهد را از ادعاهای رایج جدا کنیم**. بیشتر چیزهایی که درباره‌ی چرخش سرمایه گفته می‌شود، در یک دوره درست بوده و بعد شکسته است. چارچوب‌هایی مثل شش مرحله‌ی پرینگ یا ساعت سرمایه‌گذاری مریل‌لینچ را با احترام توضیح می‌دهیم، ولی کارنامه‌شان را هم کنارش می‌گذاریم. هر جا ادعایی پشتوانه‌ی پژوهشی نداشته، نوشته‌ایم «ادعایی رایج است، نه اثبات‌شده». هر جا عددی فقط از یک منبع آمده و نتوانسته‌ایم آن را با منبع اصلی تطبیق دهیم، با «حدود» و یادداشت «(بر اساس یک منبع ثانویه)» آورده‌ایم.

این صداقت درباره‌ی ابزار خودمان هم صدق می‌کند. ما اوردرفلو تدریس می‌کنیم و به آن باور داریم، ولی در فصل ۱۰ با جزئیات نشان می‌دهیم که خرید بانک‌های مرکزی، صدور واحدهای ETF در لندن و تقاضای فیزیکی آسیا روی نوار کامکس دیده نمی‌شود. چرخش سرمایه را از داده‌های کلان می‌فهمیم؛ اوردرفلو نشان می‌دهد وقتی آن پول به بازار می‌رسد، با دفتر سفارش چه می‌کند.

اگر بخواهیم کل کتاب را در یک جمله بگوییم: **چرخش سرمایه آب‌وهواست، نه جدول حرکت قطار**. چارچوب‌ها می‌گویند چه هوایی به نفع کدام دارایی است؛ نمی‌گویند هوا کی عوض می‌شود.

این کتاب چه چیزی نیست

این کتاب سیگنال نمی‌دهد، قیمت هدف تعیین نمی‌کند و پیش‌بینی نمی‌کند که طلا، دلار، بیت‌کوین یا شاخص بورس به کجا می‌رود. هر چه در آن می‌خوانید تاریخ و سازوکار است: چه اتفاقی افتاد، چرا افتاد و از آن چه می‌شود یاد گرفت. شوک‌های اقتصادی را هم فقط به‌عنوان رویداد اقتصادی و با تاریخ توصیف کرده‌ایم، بدون داوری سیاسی.

این کتاب فقط آموزشی است و هیچ بخشی از آن توصیه‌ی سرمایه‌گذاری، پیشنهاد خرید یا فروش یا مشاوره‌ی مالی نیست. بازارهای مالی، به‌ویژه ابزارهای اهرم‌دار مثل فیوچرز، CFD و قراردادهای دائمی کریپتو، ریسک بالایی دارند و ممکن است بیش از سرمایه‌ی خود ضرر کنید. عملکرد گذشته‌ی هیچ دارایی یا چارچوبی تضمینی برای آینده نیست. پیش از هر تصمیم مالی، شرایط خودتان را بسنجید و در صورت نیاز با مشاور دارای مجوز صحبت کنید.

امیدواریم وقتی کتاب را می‌بندید، دفعه‌ی بعد که جمله‌ی «پول دارد به فلان بازار می‌رود» را شنیدید، اول بپرسید: کدام پول؟ با کدام داده؟ و طرف مقابل معامله چه کسی بود؟ خواندن خوبی داشته باشید.

بخش ۱ • نظريه

فصل ۱

پول واقعاً چطور جابه‌جا می‌شود؟

در این فصل: می‌بینید چرا تصویر رایج «استخر پولی که از این بازار به آن بازار می‌رود» با حسابداری ساده جور در نمی‌آید و چرا عبارت «پول کنار گود» بیشتر گمراه می‌کند تا روشن؛ یاد می‌گیرید قیمت را خریدار حاشیه‌ای می‌سازد، نه حجم پول نقد؛ می‌فهمید «جریان» در عمل یعنی تقاضای خالص در یک قیمت مشخص؛ با چهار راهی آشنا می‌شوید که پول واقعاً جدید از آن‌ها وارد بازارها می‌شود؛ داده‌ی صندوق‌های بازار پول آمریکا را می‌خوانید؛ و در پایان همین منطق را روی ایران پیاده می‌کنید: نرخ بهره‌ی واقعی منفی، سپرده‌ی بانکی به‌عنوان منبع پول سرگردان، و صندوق‌های درآمد ثابت به‌عنوان اتاق انتظار آن.

پیش از آنکه درباره‌ی موج‌ها، چرخه‌ها و ترتیب بازارها حرف بزنیم، باید یک سؤال ساده را درست جواب دهیم: وقتی می‌گوییم «پول از بورس به طلا رفت»، دقیقاً چه اتفاقی افتاده است؟ جواب این سؤال پایه‌ی همه‌ی فصل‌های بعدی است. اگر این پایه کج باشد، هر نقشه‌ای که رویش بسازیم هم کج می‌شود.

تصویر رایج: استخری از پول

تصویری که بیشتر ما در ذهن داریم ساده است. مقدار مشخصی پول در دنیا هست. امروز بخشی از آن در بورس است، فردا از بورس بیرون می‌آید و به طلا می‌رود، پس فردا شاید به بیت‌کوین. در این تصویر، بازارها مثل چند حوضچه‌اند که با لوله به هم وصل شده‌اند و آب از یکی به دیگری می‌ریزد. وقتی یک حوضچه خالی می‌شود، حوضچه‌ی دیگر پر می‌شود.

این تصویر برای حرف زدن راحت است و برای همین همه‌جا تکرار می‌شود. مشکلش این است که یک نکته‌ی حسابداری را نادیده می‌گیرد: **هر خریدی یک فروشنده دارد.**

یک مثال ساده را دنبال کنید. فرض کنید شما سهامی دارید و تصمیم می‌گیرید آن را بفروشید و با پولش طلا بخرید. وقتی سهامتان را می‌فروشید، کسی آن را از شما می‌خرد. پولی که به حساب شما می‌آید، از حساب همان خریدار آمده است. حالا شما با این پول طلا می‌خرید. پول از حساب شما به حساب فروشنده‌ی طلا می‌رود. در پایان این دو معامله چه اتفاقی افتاده است؟ پول نقد از خریدار سهام به شما رسید و از شما به فروشنده‌ی طلا. مقدار کل پول نقد در سیستم یک ریال هم کم یا زیاد نشده است. فقط صاحبانش عوض شده‌اند.

حالا دوباره به جمله‌ی «پول از بورس بیرون آمد» نگاه کنید. پولی که شما «از بورس بیرون آوردید»، در واقع از جیب خریدار سهام شما آمد. او همان لحظه پولش را «وارد بورس کرد». پس در همان معامله، به همان اندازه پول وارد شد که خارج شد. اگر میلیون‌ها نفر هم‌زمان همین کار را بکنند، باز هم برای هر فروش یک خرید هست. بورس هیچ‌وقت از پول «خالی» نمی‌شود، همان‌طور که طلا هیچ‌وقت از پول «پر» نمی‌شود.

اشتباه رایج: «میلیاردها دلار پول کنار گود منتظر است و بالاخره باید وارد بازار شود.» پول کنار گود با خرید سهام از سیستم خارج نمی‌شود؛ فقط از خریدار به فروشنده می‌رسد و دوباره «کنار گود» می‌نشیند، این بار در حساب کسی دیگر. این عبارت یک خطای حسابداری است، نه یک نیروی بازار.

اگر پول جابه‌جا نمی‌شود، چرا قیمت تکان می‌خورد؟

سؤال طبیعی این است: اگر مقدار پول با معامله عوض نمی‌شود، پس چرا قیمت طلا در یک سال چند ده درصد بالا می‌رود و قیمت یک دارایی دیگر نصف می‌شود؟ جواب در یک مفهوم کلیدی است: **خریدار حاشیه‌ای (Marginal Buyer)**.

قیمت هر دارایی را آخرین معامله تعیین می‌کند، نه کل پولی که در آن «خوابیده» است. آخرین معامله هم جایی انجام می‌شود که یک خریدار و یک فروشنده بر سر قیمت به توافق برسند. اگر خریدارها عجله داشته باشند و فروشنده‌ها کم باشند، خریدار باید قیمت بالاتری پیشنهاد کند تا کسی حاضر به فروش شود. قیمت بالا می‌رود، حتی اگر حجم معاملات کم باشد. برعکس، اگر فروشنده‌ها عجله داشته باشند و خریدار کم باشد، قیمت پایین می‌آید.

به همین دلیل قیمت می‌تواند با حجم کم هم زیاد جابه‌جا شود. لازم نیست «همه‌ی پول دنیا» وارد طلا شود تا قیمتش بالا برود. کافی است کسانی که در حاشیه‌ی بازار تصمیم می‌گیرند، یعنی کسانی که همین الان می‌خواهند بخرند یا بفروشند، حاضر باشند در قیمت بالاتری معامله کنند. بقیه‌ی دارندگان طلا که کاری نمی‌کنند، در قیمت‌گذاری نقشی ندارند.

این نگاه یک پیامد مهم برای کل کتاب دارد. وقتی می‌خواهید بفهمید چرا یک بازار حرکت کرده، سؤال درست این نیست که «چقدر پول وارد شد؟». سؤال درست این است: **«چه کسی عجله داشت، و چرا؟»** در فصل ۶ می‌بینید که پاسخ همین سؤال برای طلا در سال 2022 عوض شد: خریدار حاشیه‌ای از صندوق‌های غربی به بانک‌های مرکزی تغییر کرد و یک رابطه‌ی هفده‌ساله شکست.

ایده‌ی کلیدی: قیمت را کل پول موجود تعیین نمی‌کند؛ قیمت را کسی تعیین می‌کند که همین الان حاضر است گران‌تر بخرد یا ارزان‌تر بفروشد. به جای «چقدر پول آمد؟» بپرسید «چه کسی عجله داشت؟».

«جریان» در عمل یعنی چه؟

اگر پول بین بازارها جابه‌جا نمی‌شود، آیا کلمه‌ی «جریان» (Flow) بی‌معنی است؟ نه. فقط باید دقیق تعریفش کنیم. در عمل، جریان یعنی **تقاضای خالص در یک قیمت مشخص**: خریدارانی که حاضرند بخرند، بیشتر از فروشندگانی که حاضرند در همان قیمت بفروشند.

بهترین مثال، صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF) هستند. یک ETF طلا، مثلاً بزرگ‌ترین آن‌ها یعنی GLD، دو جور معامله دارد. نوع اول خرید و فروش واحدهای موجود صندوق در بورس است. وقتی شما یک واحد GLD می‌خرید و کس دیگری آن را می‌فروشد، فقط مالک واحد عوض شده است؛ این جریان نیست. نوع دوم **صادر واحد جدید (Creation)** است. وقتی تقاضا برای واحدهای صندوق از عرضه بیشتر شود، نهادهای واسطه‌ای که به آن‌ها «مشارکت‌کننده‌ی مجاز» (Authorized Participant) می‌گویند، پول یا خود دارایی را به صندوق تحویل می‌دهند و واحد جدید می‌گیرند. برای اینکه صندوق طلا واحد جدید صادر کند، باید شمش واقعی بخرد. این یک تقاضای خالص واقعی است. برعکسش، یعنی **ابطال واحد (Redemption)**، صندوق را مجبور می‌کند طلا بفروشد.

برای همین، جریان روزانه‌ی یک ETF را این‌طور حساب می‌کنند: تغییر تعداد واحدهای منتشرشده ضرب در ارزش خالص هر واحد (NAV). این عدد پولی است که وارد «لفاف» صندوق شده یا از آن بیرون رفته است. در فصل ۹ می‌بینید این داده را از

کجا می‌شود رایگان گرفت، و در فصل ۱۰ می‌بینید چرا حتی همین جریان واقعی هم همیشه قیمت کوتاه‌مدت را تعیین نمی‌کند.

چرا حس «موج» ساخته می‌شود

اگر پول فقط دست‌به‌دست می‌شود، چرا این‌قدر حس می‌کنیم پول از بازاری به بازار دیگر می‌رود؟ یک دلیلش این است: وقتی یک بازار مدتی بالا رفته، دارندگانش سود کرده‌اند. وقتی بخشی از آن‌ها سود را محقق می‌کنند، یعنی می‌فروشند، بخشی از این سود را سراغ «داستان بعدی» می‌برند: بازاری که کمتر بالا رفته، روایت تازه‌ای دارد یا در خبرها مطرح شده است. خریدار سهام آن‌ها پولش را در سهام گذاشت، ولی خود آن‌ها حالا خریدار حاشیه‌ای بازار بعدی‌اند. از بیرون، این شبیه حرکت یک توده پول از یک بازار به بازار دیگر است.

در واقع چیزی که جابه‌جا می‌شود **علاقه، توجه و عجله** است، نه یک استخر ثابت پول. در فصل ۴ می‌بینید این رفتار جمعی، همراه با اهرم، چطور شکل موج را می‌سازد.

پول واقعاً جدید از کجا می‌آید؟

تا اینجا گفتیم معامله، مقدار پول را عوض نمی‌کند. ولی این به آن معنا نیست که مقدار پول هیچ‌وقت عوض نمی‌شود. پول واقعاً جدید وجود دارد؛ فقط از راه معامله نمی‌آید، از راه **اعتبار تازه** می‌آید. چهار راه اصلی‌اش این‌هاست:

۱. **وام بانکی:** وقتی بانک وام می‌دهد، در حساب وام‌گیرنده سپرده‌ی جدیدی می‌سازد. این سپرده قبلاً وجود نداشت. اگر بخشی از این وام‌ها خرج خرید دارایی شود، قدرت خرید تازه‌ای وارد بازار شده است.
۲. **اهرم (Leverage):** معامله با مارجین در بورس، یا قراردادهای دائمی (Perpetual) در کریپتو، به معامله‌گر اجازه می‌دهد با پول قرضی بیشتر از سرمایه‌ی خودش بخرد. اهرم قدرت خرید می‌سازد، ولی این قدرت خرید شکننده است: وقتی قیمت برگردد و موقعیت‌ها لیکوئید شوند، همان قدرت خرید یک‌شبه ناپدید می‌شود. در فصل ۴ نمونه‌ی رکوردی‌اش را می‌بینید.

۳. **خرید دارایی توسط بانک مرکزی (QE):** وقتی بانک مرکزی اوراق می‌خرد، با پولی که خودش خلق کرده پرداخت می‌کند. ترازنامه‌ی فدرال رزرو آمریکا از حدود ۴.۲ تریلیون دلار در اوایل ۲۰۲۰ به اوج حدود ۸.۹ تا ۹.۰ تریلیون دلار در ۲۰۲۲ رسید. این یعنی چند تریلیون دلار پول جدید که پیش از آن وجود نداشت.

۴. **کسری بودجه‌ای که با پول تأمین شود:** وقتی دولت بیش از درآمدش خرج می‌کند و این کسری در نهایت با خلق پول تأمین می‌شود، پول تازه به دست خانوارها و شرکت‌ها می‌رسد و بخشی از آن راهی بازارها می‌شود.

این چهار راه، هسته‌ی درست نظریه‌ی «نقدینگی» است که در فصل ۳ مفصل به آن می‌پردازیم. وقتی اعتبار تازه ساخته می‌شود، سطح کل آب بالا می‌آید و بیشتر دارایی‌ها با هم بالا می‌روند. وقتی اعتبار جمع می‌شود، سطح آب پایین می‌رود. ولی حتی آنجا هم می‌بینید که نقدینگی تعیین نمی‌کند **کدام** دارایی برنده شود.

ایده‌ی کلیدی: معامله پول را جابه‌جا نمی‌کند، فقط صاحبش را عوض می‌کند. پول واقعاً جدید از اعتبار می‌آید: وام بانکی، اهرم، خرید دارایی توسط بانک مرکزی و کسری بودجه‌ی پولی.

داده چه می‌گوید: صندوق‌های بازار پول آمریکا

بهترین جا برای محک زدن افسانه‌ی «پول کنار گود»، صندوق‌های بازار پول (Money Market Funds) آمریکاست. این صندوق‌ها در اوراق کوتاه‌مدت خزانه و ابزارهای مشابه سرمایه‌گذاری می‌کنند و تقریباً مثل حساب پس‌انداز با بازده کار می‌کنند. هر بار که دارایی‌شان رکورد می‌زند، تیترا می‌نویسند: «این همه پول نقد منتظر ورود به بورس است.»

طبق داده‌ی هفتگی مؤسسه‌ی شرکت‌های سرمایه‌گذاری آمریکا (ICI)، دارایی این صندوق‌ها در هفته‌ی منتهی به 7 اکتبر 2026 حدود **7.96 تریلیون دلار** بود. ترکیب این عدد هم آموزنده است:

بخش	دارایی (میلیارد دلار)
صندوق‌های دولتی	6,560.80
صندوق‌های پرایم	1,239.77
صندوق‌های معاف از مالیات	162.98
مشتریان خرد	3,120.40
مشتریان نهادی	4,843.15

دو ردیف آخر تقسیم‌بندی دیگری از همان کل است: بیشتر این پول متعلق به مشتریان نهادی است، و بخش بزرگی از پول نهادی در واقع نقد عملیاتی شرکت‌هاست؛ پولی که قرار است حقوق و صورت‌حساب پرداخت کند، نه اینکه منتظر فرصت خرید سهام باشد.

حالا به رفتار این صندوق‌ها در کنار بورس نگاه کنید. از ابتدای 2023 تا امروز، شاخص S&P 500 تقریباً دو برابر شده است. اگر تصویر «پول کنار گود» درست بود، باید در همین مدت دارایی صندوق‌های بازار پول کم می‌شد، چون پول از آن‌ها بیرون آمده و وارد سهام شده بود. اتفاقی که افتاد برعکس بود: دارایی این صندوق‌ها در همین دوره حدود 48% **بیشتر** شد (بر اساس یک منبع ثانویه). بورس و صندوق‌های بازار پول با هم بزرگ شدند.

تاریخ هم همین را می‌گوید. در 2001 تا 2002 و در 2008 تا 2009، دارایی صندوق‌های بازار پول معمولاً **بعد** از سقف بورس هم به رشدش ادامه داد و نزدیک کف بازار به اوج رسید. یعنی این شاخص یا هم‌زمان با ترس بازار حرکت می‌کند یا با تأخیر؛ از قبل خبر نمی‌دهد که بورس کی بالا می‌رود.

پس این صندوق‌ها چرا بزرگ شدند؟

اگر خرید سهام پول را از این صندوق‌ها بیرون نمی‌کشد، چه چیزی اندازه‌شان را عوض می‌کند؟ پژوهشگرانی که این عبارت را افسانه می‌دانند، چند عامل واقعی را نام می‌برند. دارایی کل این صندوق‌ها وقتی کم می‌شود که پول نقد واقعاً از سیستم مالی بیرون برود: پرداخت مالیات به خزانه، خرید اوراق و سهام تازه‌منتشرشده (عرضه‌ی اولیه یا انتشار اوراق جدید)، انتقال به سپرده‌ی بانکی یا خرج شدن.

از طرف دیگر، اندازه‌ی این صندوق‌ها بیشتر دنبال **بازده و عرضه‌ی اوراق کوتاه‌مدت** خزانه حرکت می‌کند. وقتی نرخ بهره بالاست، نگه داشتن پول در این صندوق‌ها جذاب است. یک تغییر «لوله‌کشی» هم در این سال‌ها اتفاق افتاد: تسهیلات ریورس ریپوی فدرال رزرو (Reverse Repo)، که در 30 دسامبر 2022 به رکورد حدود 2.55 تریلیون دلار رسیده بود، تقریباً

به صفر رسید. بخش بزرگی از این پول به اوراق خزانه‌ای منتقل شد که خود همین صندوق‌ها نگه می‌دارند. این جابه‌جایی نشانه‌ی ترس یا «پول منتظر» نبود؛ یک تغییر فنی در جای نگه‌داری نقد بود.

دیدگاه مقابل را هم بشنوید

انصاف حکم می‌کند دیدگاه مقابل را هم بگوییم. گروهی از تحلیلگران، از جمله استراتژیست بانک آمریکا، استدلال می‌کنند که حدود 8 تریلیون دلار پول نقد در این صندوق‌ها «باروت خشک» است و اگر نرخ بهره پایین بیاید، بخشی از آن به سراغ سهام، اوراق، طلا یا کریپتو می‌رود. به گفته‌ی همین دیدگاه، تا وقتی فدرال رزرو یک دوره‌ی جدی کاهش نرخ را شروع نکند، این پول در حجم بزرگ بیرون نمی‌آید (بر اساس یک منبع ثانویه). در اکتبر 2026 فدرال رزرو نه‌تنها نرخ را کاهش ندهد، بلکه در 16 سپتامبر 2026 آن را به 3.75 تا 4.00٪ **بالا برده** است، پس پول نقد هنوز حدود 4٪ بازده می‌دهد.

این دو دیدگاه کاملاً با هم در تضاد نیستند. حتی اگر خانواری پولش را از صندوق بازار پول بیرون بکشد و سهام بخرد، پولش به فروشنده‌ی سهام می‌رسد و احتمالاً دوباره جایی پارک می‌شود. چیزی که واقعاً عوض می‌شود **قیمتی** است که خریدار حاضر است بپردازد. اگر می‌خواهید از این داده استفاده‌ی بهتری کنید، به جای عدد خام، نسبت دارایی این صندوق‌ها به ارزش کل بازار سهام را دنبال کنید، فاصله‌ی بازده این صندوق‌ها با بازده سود سهام را ببینید، و جریان مشتریان خرد را جدا از نهاده‌ی بخوانید؛ پول خرد به کاهش نرخ حساس‌تر است.

داده‌ها را با نام منبعشان بخوانید

یک درس کوچک ولی مهم: «جریان» در هر پایگاه داده تعریف خودش را دارد. در همان هفته‌ای که ICI رشد دارایی صندوق‌های بازار پول آمریکا را حدود 72.3 میلیارد دلار گزارش کرد، پایگاه داده‌ی EPFR که از طریق گزارش هفتگی بانک آمریکا منتشر می‌شود، ورودی حدود 166.4 میلیارد دلاری به صندوق‌های بازار پول را گزارش کرد (بر اساس یک منبع ثانویه). هر دو می‌توانند درست باشند، چون یکی فقط صندوق‌های آمریکایی را می‌شمارد و دیگری دامنه‌ی جهانی و تعریف متفاوتی دارد. هر بار که عددی درباره‌ی «جریان پول» می‌شنوید، بپرسید: کدام پایگاه داده؟ کدام بازه؟ کدام تعریف؟

همین منطق در ایران

حالا همین منطق را به بازارهای ایران بیاوریم. اینجا هم هر خرید یک فروشنده دارد. وقتی کسی سکه می‌خرد، پولش به فروشنده‌ی سکه می‌رسد. ولی ایران دو تفاوت بزرگ با آمریکا دارد که باعث می‌شود حس «پولی که بین بازارها می‌چرخد» اینجا قوی‌تر از هر جای دیگر باشد: نرخ بهره‌ی واقعی شدیداً منفی، و ساخته شدن حجم عظیمی پول واقعاً جدید.

نرخ بهره‌ی واقعی منفی: چرا سپرده منبع پول سرگردان است

نرخ بهره‌ی واقعی (Real Interest Rate) یعنی سود سپرده پس از کم کردن اثر تورم. اگر سود سپرده‌ی شما از تورم کمتر باشد، پولتان در بانک اسماً زیاد می‌شود ولی با آن چیز کمتری می‌شود خرید.

عددهای امروز را ببینید. طبق مرکز آمار ایران، تورم سالانه در شهریور 1405 به 73.6٪ و تورم نقطه‌به‌نقطه به 89.8٪ رسید. در همین حال شورای پول و اعتبار سقف سود سپرده‌ی یک‌ساله را تا مرداد 1405 روی 23٪ نگه داشته است. نرخ واقعی را این‌طور حساب می‌کنیم: $1.23 - 73.6 = -72.37\%$ ، منهای یک. نتیجه حدود -29٪ است. اگر تورم نقطه‌به‌نقطه را مبنا بگیریم، حدود -35٪ می‌شود (محاسبه‌ی ما).

با یک مثال ساده، فرض کنید 100 میلیون تومان سپرده دارید. یک سال بعد 123 میلیون تومان دارید. ولی سبد کالایی که پارسال 100 میلیون تومان قیمت داشت، حالا حدود 173.6 میلیون تومان است. پس 123 میلیون تومان شما فقط حدود 71٪ همان سبد را می‌خرد. در عمل حدود 29٪ از قدرت خریدتان را از دست داده‌اید، با اینکه حسابتان «سود» نشان می‌دهد. نتیجه روشن است: نگه داشتن ریال در بانک یعنی ضرر قطعی. به همین دلیل خانوارها مدام پول را از سپرده بیرون می‌آورند و به سمت چیزهایی می‌برند که ارزششان با تورم یا دلار بالا می‌رود: دلار، سکه، صندوق‌های طلا، مسکن، خودرو، سهام و کریپتو. **سپرده‌ی بانکی منبع اصلی پولی است که بین بازارهای ایران می‌چرخد.**

یک شاهد جالب از تاریخ: سال‌های 1394 تا 1396، که تورم به حدود 9 تا 12٪ پایین آمده بود، آرام‌ترین سال‌های چرخش در ایران بودند. در آن سال‌ها سود سپرده با تورم رقابت می‌کرد و دلیلی برای فرار از پول نقد نبود. وقتی نرخ واقعی منفی نباشد، پول کمتر «سرگردان» است.

نقدینگی: اینجا پول واقعاً جدید زیاد ساخته می‌شود

تفاوت دوم ایران با آمریکا در مقدار پول جدید است. **نقدینگی (Liquidity)** در ادبیات اقتصادی ایران، یعنی مجموع پول نقد و سپرده‌ها (M2)، با سرعتی رشد می‌کند که در کمتر جایی دیده می‌شود. طبق داده‌ی بانک مرکزی، نقدینگی از مرداد 1393 تا مرداد 1403 حدود 12.7 برابر شد. در پایان سال 1404 به 15,581 همت رسید، یعنی رشد سالانه‌ی 53.3٪. در مرداد 1405، طبق برآوردی که در مطبوعات بر پایه‌ی داده‌ی بانک مرکزی منتشر شد، به حدود **18,541 همت** رسید با رشد سالانه‌ی حدود **54.3٪**. نرخ رشد سالانه‌ی نقدینگی در ماه‌های 1405، که اوجش حدود 56٪ در خرداد بود، بالاترین از سال 1354 است.

یادتان هست گفتیم پول واقعاً جدید از راه اعتبار و خلق پول وارد می‌شود؟ در ایران این راه کاملاً باز است. هر سال حجم بزرگی پول تازه به دست خانوارها و شرکت‌ها می‌رسد و دنبال جایی می‌گردد که ارزشش حفظ شود. پول زیاد، ظرف کم: پس‌انداز ایرانی به چند بازار داخلی محدود است. نتیجه همان چیزی است که اسمش را «نقدینگی سرگردان» گذاشته‌اند.

یک نکته‌ی مهم دیگر هم هست. وقتی انتظارات تورمی ناگهان بالا می‌رود، تصمیم خانوار اغلب این نیست که «دلار بخرم یا سهام یا طلا؟». تصمیم این است که «از پول نقد فرار کنم، به هر دارایی واقعی». تحلیلگرانی که تجارت‌نیوز در مهر 1405 از آن‌ها نقل کرده، همین را می‌گویند. در چنین لحظه‌هایی چرخش منظمی نمی‌بینید؛ همه‌ی دارایی‌های واقعی با هم بالا می‌روند. در فصل ۸ می‌بینید که همین پدیده، ترتیب معروف «دلار، سکه، مسکن، بورس» را چطور به هم می‌ریزد.

صندوق‌های درآمد ثابت: اتاق انتظار پول

اگر سپرده منبع پول سرگردان است، پول بین دو حرکت کجا می‌ماند؟ در سال‌های اخیر جواب روشن‌تر شده است: **صندوق‌های درآمد ثابت (Fixed-Income Funds)**. این صندوق‌ها در سپرده و اوراق سرمایه‌گذاری می‌کنند، معمولاً کمی بیشتر از سپرده‌ی معمولی بازده می‌دهند و هر روز می‌شود از آن‌ها بیرون آمد. برای همین نقش «اتاق انتظار» را بازی می‌کنند.

اندازه‌ی این اتاق انتظار بزرگ است. طبق گزارش کانون نهادهای سرمایه‌گذاری، دارایی کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری ایران در پایان خرداد 1405 به **2,864 همت** رسید که 79٪ رشد اسمی سالانه بود. از این مقدار:

نوع صندوق	دارایی (همت)	سهم
درآمد ثابت	1,494.2	52.2%
کالایی و طلا	585.7	20.5%
بازارگردانی	402.6	14.1%
سهامی	336.1	11.7%
سایر	44.4	1.5%

همان گزارش یادآوری می‌کند که دارایی واقعی صندوق‌ها، پس از کم کردن اثر تورم، در سال قبل حدود 14٪ کم شده است. یعنی بیشتر این رشد بزرگ، فقط اثر تورم بود.

رفتار این اتاق انتظار قابل اندازه‌گیری است. وقتی رالی یک دارایی شروع می‌شود، پول اول از صندوق‌های درآمد ثابت بیرون می‌آید. اقتصاددانینوز یک هفته را گزارش کرد که حدود 12.4 همت از صندوق‌های درآمد ثابت خارج شد و به سمت صندوق‌های طلا و نقره رفت. وقتی رالی تمام می‌شود، پول برمی‌گردد. سال 1404 نمونه‌ی روشنی بود: طبق اکوایران، حدود 60 همت پول حقیقی از سهام و صندوق‌های سهامی خارج شد، حدود 55.5 همت وارد صندوق‌های درآمد ثابت شد و حدود 40.1 همت وارد صندوق‌های طلا. برای همین، جریان هفتگی صندوق‌های درآمد ثابت دماسنج خوبی برای **اشتهای ریسک (Risk Appetite)** در ایران است.

همان درس حسابداری، به زبان بورس تهران

حالا که با منطق «هر خرید یک فروشنده دارد» آشنا شده‌اید، به یکی از پربیننده‌ترین عددهای بورس تهران نگاه کنید: «ورود و خروج پول حقیقی». این عدد خالص خرید سهامداران حقیقی (افراد) را نشان می‌دهد. وقتی می‌شنوید «امروز فلان میلیارد تومان پول حقیقی وارد بورس شد»، طرف مقابل این خرید چه کسی بود؟ حقوقی‌ها، یعنی نهادها و شرکت‌ها. پس این عدد **پول جدید نیست**؛ فقط جابه‌جایی سهام بین حقیقی و حقوقی است. هر ریالی که حقیقی‌ها برای خرید پرداختند، به حساب حقوقی‌ها رفت.

اگر می‌خواهید پول واقعاً جدید را در بازار سرمایه‌ی ایران ببینید، به **صدور و ابطال واحد صندوق‌ها** نگاه کنید. وقتی صندوقی واحد جدید صادر می‌کند، پول تازه‌ای وارد صندوق شده و صندوق باید با آن دارایی بخرد؛ دقیقاً همان منطق ETF طلا که بالاتر دیدیم. جریان واقعی = تعداد خالص واحدهای صادرشده × ارزش خالص هر واحد (NAV). سایت فیپیران این داده را برای هر صندوق منتشر می‌کند.

امتحان کنید: در سایت فیپیران (fipiran.com) فهرست صندوق‌های درآمد ثابت را باز کنید و برای دو یا سه صندوق بزرگ، تعداد واحدهای صادرشده و ابطال‌شده‌ی یک ماه اخیر را ببینید. بعد همین کار را برای چند صندوق طلا تکرار کنید. آیا هفته‌هایی را پیدا می‌کنید که پول از درآمد ثابت خارج و به طلا وارد شده باشد؟ حالا در TSETMC عدد «ورود پول حقیقی» همان هفته‌ها را ببینید و از خودتان بپرسید: طرف مقابل این پول چه کسی بود؟

نکته‌ی طلا: همین درس حسابداری روی نوار فیوچرز طلا هم صادق است. هر قرارداد GC که در کامکس معامله می‌شود یک خریدار و یک فروشنده دارد، پس حجم معاملات به‌تنهایی نمی‌گوید پول «وارد» طلا شد. چیزی که اوردرفلو نشان می‌دهد این است که کدام طرف عجله داشت: خریدار تهاجمی که قیمت فروش را قبول کرد، یا فروشنده‌ی تهاجمی که قیمت خرید را پذیرفت. این همان سؤال «چه کسی عجله داشت؟» است، فقط در مقیاس ثانیه. در فصل ۱۰ می‌بینید این نگاه کجا قوی است و کجا به مرزش می‌رسد. یک نکته‌ی دیگر هم هست: وقتی در ایران می‌شنوید «پول به طلا رفت»، معمولاً منظور سکه و صندوق‌های طلای داخلی است، که قیمتشان حاصل ضرب قیمت جهانی اونس (XAUUSD) در دلار آزاد است. این پول به بازار جهانی طلا نمی‌رسد؛ در فصل ۸ فرمولش را می‌بینید.

از «پول جابه‌جا شد» به «چه کسی عجله داشت؟»

اجازه دهید آنچه در این فصل دیدیم را کنار هم بگذاریم. تصویر استخر پول که از بازاری به بازار دیگر می‌ریزد، با حسابداری جور در نمی‌آید: هر خرید یک فروشنده دارد و معامله فقط صاحب پول را عوض می‌کند. قیمت را خریدار و فروشنده‌ی حاشیه‌ای می‌سازند، یعنی کسانی که همین الان عجله دارند. «جریان» واقعی یعنی تقاضای خالص در یک قیمت، مثل صدور واحد جدید ETF که صندوق را مجبور به خرید دارایی واقعی می‌کند. پول واقعاً جدید هم وجود دارد، ولی از راه اعتبار وارد می‌شود: وام، اهرم، خرید دارایی توسط بانک مرکزی و کسری بودجه.

ایران نسخه‌ی شدیدشده‌ی همین منطق است. نرخ بهره‌ی واقعی حدود ۲۹-٪ نگه داشتن ریال را پرهزینه می‌کند، نقدینگی با سرعتی بی‌سابقه رشد می‌کند، و پول بین سپرده، صندوق‌های درآمد ثابت و دارایی‌های واقعی می‌چرخد. ولی حتی اینجا هم ابزار درست برای دیدن پول جدید، صدور و ابطال واحد صندوق است، نه «ورود پول حقیقی».

با این پایه، آماده‌اید سراغ نقشه‌های معروف چرخش بروید. در فصل ۲ می‌بینید متفکران بزرگ بازار چطور سعی کرده‌اند ترتیب حرکت اوراق، سهام، کالا و پول نقد را در چرخه‌ی اقتصادی پیدا کنند، و این نقشه‌ها در آزمون واقعی چه نمره‌ای گرفته‌اند.

خلاصه‌ی فصل

- هر خرید یک فروشنده دارد. معامله مقدار پول نقد را عوض نمی‌کند، فقط صاحبش را؛ برای همین «پول کنار گود» یک خطای حسابداری است، نه یک نیروی بازار.
- قیمت را خریدار حاشیه‌ای تعیین می‌کند، یعنی کسی که همین الان حاضر است گران‌تر بخرد. قیمت می‌تواند با حجم کم هم زیاد حرکت کند.
- «جریان» در عمل یعنی تقاضای خالص در یک قیمت مشخص. صدور و ابطال واحد ETF جریان است؛ خرید و فروش واحدهای موجود جریان نیست.
- پول واقعاً جدید از اعتبار می‌آید: وام بانکی، اهرم، خرید دارایی توسط بانک مرکزی (QE) و کسری بودجه‌ای که با پول تأمین شود.
- دارایی صندوق‌های بازار پول آمریکا حدود ۷.۹۶ تریلیون دلار است و از ۲۰۲۳ همراه با بورس بزرگ شده است. این شاخص در تاریخ هم‌زمان یا با تأخیر حرکت کرده، نه جلوتر از بازار.

- در ایران، با تورم 73.6٪ و سود سپرده‌ی 23٪، نرخ بهره‌ی واقعی حدود 29-٪ است؛ سپرده منبع اصلی پول سرگردان است و صندوق‌های درآمد ثابت اتاق انتظار آن.
- نقدینگی ایران در 1405 با رشد سالانه‌ی حدود 54 تا 56٪ سریع‌ترین رشد از 1354 را دارد؛ در جهش انتظارات، به جای چرخش منظم «فرار از پول نقد» می‌بینید.
- «ورود پول حقیقی» در بورس تهران پول جدید نیست؛ پول جدید را صدور و ابطال واحد صندوق‌ها نشان می‌دهد.

آزمونک

۱. شما سهامتان را می‌فروشید و با پولش طلا می‌خرید. در پایان این دو معامله، مقدار کل پول نقد در سیستم چه تغییری کرده است؟
۲. چرا قیمت یک دارایی می‌تواند با حجم معاملات کم، زیاد جابه‌جا شود؟
۳. کدام یک «جریان» به معنای دقیق کلمه است: خرید واحدهای موجود یک ETF طلا در بورس، یا صدور واحد جدید آن؟ چرا؟
۴. با سود سپرده‌ی 23٪ و تورم سالانه‌ی 73.6٪، نرخ بهره‌ی واقعی تقریباً چقدر است و این عدد چه پیامدی برای رفتار پس‌اندازکننده دارد؟
۵. چرا عدد «ورود پول حقیقی» در TSETMC را نمی‌شود «پول جدید» حساب کرد، و جایگزین بهترش چیست؟

پاسخ آزمونک

۱. هیچ تغییری نکرده است. پول از خریدار سهام به شما رسید و از شما به فروشنده‌ی طلا. فقط صاحبان پول عوض شدند؛ برای هر فروش یک خرید بود.
۲. چون قیمت را آخرین معامله تعیین می‌کند، نه کل پولی که در آن دارایی است. اگر خریدارها عجله داشته باشند و فروشنده کم باشد، خریدار حاشیه‌ای باید قیمت بالاتری بپردازد، حتی اگر حجم کم باشد.
۳. صدور واحد جدید. در خرید واحدهای موجود، یک سرمایه‌گذار می‌فروشد و دیگری می‌خرد و فقط مالک عوض می‌شود. در صدور واحد جدید، صندوق باید با پول تازه دارایی واقعی (مثلاً شمش) بخرد؛ این تقاضای خالص است. جریان = تغییر تعداد واحدها $\times NAV$.
۴. حدود 29-٪، از رابطه‌ی $1 - (1.736 \div 1.23)$. یعنی سپرده‌ی بانکی هر سال حدود 29٪ از قدرت خرید را از بین می‌برد، پس پس‌اندازکننده انگیزه دارد پول را به دارایی‌هایی ببرد که با تورم یا دلار بالا می‌روند؛ برای همین سپرده منبع پول سرگردان است.
۵. چون طرف مقابل خرید حقیقی‌ها، حقوقی‌ها هستند و این عدد فقط جابه‌جایی سهام بین این دو گروه را نشان می‌دهد. پول جدید را صدور و ابطال واحد صندوق‌ها (تعداد خالص واحد $\times NAV$) نشان می‌دهد که در فیپیران منتشر می‌شود.

فصل ۲

نقشه‌های کلاسیک چرخش

در این فصل: با پنج نقشه‌ی معروفی آشنا می‌شوید که متفکران بازار برای توضیح چرخش سرمایه ساخته‌اند: تحلیل بین‌بازاری جان مورفی، شش مرحله‌ی مارتین پرینگ، ساعت سرمایه‌گذاری مریل‌لینچ، نقشه‌ی چرخش صنایع سم استوال و چهار فصل اقتصادی ری دالیو. برای هر کدام می‌بینید منطقش چیست، روی کاغذ چه وعده‌ای می‌دهد و در آزمون واقعی چه نمره‌ای گرفته است. جدول بازده واقعی ساعت سرمایه‌گذاری را با هم می‌خوانیم و با داده‌ی همان مقاله نقدش می‌کنیم، شواهد علیه چرخش صنایع را مرور می‌کنیم و می‌بینیم چرا صندوق «همه‌فصل» دالیو در 2022 بدترین سالش را تجربه کرد. در پایان می‌دانید این نقشه‌ها به چه درد می‌خورند و به چه درد نمی‌خورند.

در فصل ۱ دیدیم که پول به معنای ساده‌ی کلمه بین بازارها «جابه‌جا» نمی‌شود؛ چیزی که عوض می‌شود این است که خریدار حاشیه‌ای کدام دارایی را ترجیح می‌دهد. ولی این ترجیح بی‌قاعده هم نیست. وقتی اقتصاد از رکود بیرون می‌آید، وقتی تورم بالا می‌رود یا وقتی بانک مرکزی نرخ بهره را تغییر می‌دهد، جذابیت نسبی دارایی‌ها عوض می‌شود. چند دهه است که تحلیلگران سعی می‌کنند این تغییرها را در قالب یک نقشه بریزند: اگر بدانیم در کدام مرحله‌ی چرخه‌ایم، می‌دانیم کدام دارایی معمولاً بهتر عمل می‌کند.

این فصل این نقشه‌ها را با احترام توضیح می‌دهد، چون هر کدام چیز مهمی درباره‌ی بازار می‌گوید. ولی کنار هر نقشه، کارنامه‌اش را هم می‌گذارد. همان‌طور که خواهید دید، حتی خود سازندگان این نقشه‌ها نوشته‌اند که بازار همیشه به ترتیب آن‌ها حرکت نمی‌کند.

تحلیل بین‌بازاری جان مورفی

چهار حلقه‌ی یک زنجیر

جان مورفی (John J. Murphy) تحلیلگر تکنیکال آمریکایی است که ایده‌ی **تحلیل بین‌بازاری (Intermarket Analysis)** را عمومی کرد. کتاب اصلی‌اش در این زمینه، «تحلیل تکنیکال بین‌بازاری»، در 1991 منتشر شد و نسخه‌ی کامل‌ترش، «تحلیل بین‌بازاری»، در 2004. پیام اصلی مورفی ساده بود: هیچ بازاری را جدا از بقیه تحلیل نکنید، چون بازارها به هم زنجیر شده‌اند.

زنجیر مورفی، در نسخه‌ی کلاسیکش که در دوران تورمی دهه‌های 1970 و 1980 شکل گرفت، چهار حلقه داشت:

۱. **دلار و کالاها رابطه‌ی معکوس دارند.** کالاها، از جمله طلا، به دلار قیمت‌گذاری می‌شوند. دلار ضعیف قیمت دلاری آن‌ها را بالا می‌برد و دلار قوی پایین می‌آورد.
۲. **کالاها و قیمت اوراق رابطه‌ی معکوس دارند.** بالا رفتن قیمت کالاها یعنی تورم بیشتر. تورم بیشتر بازده اوراق را بالا می‌برد، و وقتی بازده اوراق بالا برود، قیمتشان پایین می‌آید.
۳. **اوراق و سهام هم‌جهت‌اند و اوراق جلوتر حرکت می‌کند.** وقتی بازده اوراق پایین می‌آید (قیمتشان بالا می‌رود)، نرخ تنزیلی که برای ارزش‌گذاری سهام به کار می‌رود هم پایین می‌آید و این برای سهام خوب است. معمولاً اوراق زودتر از سهام دور می‌زند.
۴. **همه‌ی بازارهای دنیا به هم وصل‌اند.** دلار، نرخ‌ها و کالاها از مرزها عبور می‌کنند.

منطق پشت این زنجیر، کانال تورم و نرخ تنزیل است. انتظار تورم بازده اوراق را تعیین می‌کند؛ بازده اوراق نرخ تنزیل سهام را؛ و دلار قیمت‌گذاری کالاها و هزینه‌ی تأمین مالی در دنیا را.

وقتی زنجیر برعکس شد

قوی‌ترین بخش کار مورفی این است که خودش به تغییر مدلش اعتراف کرد. او نوشت که از 1998 رابطه‌ی اوراق و سهام **برعکس** شد. در 1997 و 1998، بعد از بحران آسیا و سپس بحران روسیه و فروپاشی صندوق LTCM، کلمه‌ی «کاهش تورم» (Deflation) دوباره وارد بحث‌ها شد. سرمایه‌گذاران در همه‌ی دنیا سهام فروختند و به اوراق خزانه‌ی آمریکا پناه بردند. نتیجه این بود که قیمت اوراق بالا رفت و هم‌زمان سهام ریخت؛ دقیقاً برعکس مدل کلاسیک. مورفی این را «بزرگ‌ترین تغییر در مدل بین‌بازاری» نامید.

در رژیم جدید، که تورم پایین و مهارشده بود، اوراق به پوشش ریسک سهام تبدیل شد؛ وقتی سهام می‌ریخت، اوراق معمولاً بالا می‌رفت. داده‌ها هم این را نشان می‌دهند. طبق ارقامی که مورگان استنلی نقل کرده، **همبستگی (Correlation)** سهام و اوراق آمریکا در 1970 تا 1999 به‌طور متوسط حدود $+0.35$ بود و در 2000 تا 2022 حدود -0.31 .

و بعد، در 2022، زنجیر دوباره برگشت. تورم آمریکا در ژوئن 2022 به 9.1% سالانه رسید، فدرال رزرو با سرعت نرخ را بالا برد و سهام و اوراق با هم ریختند. بازده کل S&P 500 در آن سال حدود -18% بود و شاخص اوراق آمریکا حدود -13% ، که بدترین سال ثبت‌شده‌ی آن شاخص بود. پوششی که دو دهه کار کرده بود، درست در لحظه‌ای که لازم بود ناپدید شد. در فصل ۳ همین تغییر رژیم را با عدد و نمودار دقیق‌تر می‌بینیم.

یک درس فروتنی هم در این ماجرا هست. ونگارد، یکی از بزرگ‌ترین مدیران دارایی دنیا، در سپتامبر 2021 مقاله‌ای منتشر کرد و نتیجه گرفت که بازگشت به رژیم همبستگی مثبت پیش از 2000 «بعید است». چند ماه بعد، همبستگی برگشت. اگر نهادهای بزرگ با تیم‌های پژوهشی کامل در تشخیص تغییر رژیم اشتباه می‌کنند، ما هم باید با احتیاط به هر «قانون» بین‌بازاری نگاه کنیم.

کارنامه‌ی تحلیل بین‌بازاری

تحلیل بین‌بازاری مورفی **توصیفی و وابسته به رژیم** است. علامت رابطه‌ی اوراق و سهام به رژیم تورم بستگی دارد. کسی که آن را قانون ثابت فرض کرد، بعد از 1998 و دوباره در 2022 اشتباه کرد. همبستگی‌ها در افق کوتاه هم بی‌ثبات‌اند: در نموداری که ونگارد منتشر کرد، همبستگی 60 روزه بین حدود -0.8 و $+0.6$ نوسان می‌کند. جمله‌ی «اوراق جلوتر از سهام حرکت می‌کند» هم تأخیر ثابتی ندارد؛ وقتی فاصله‌ی دو حرکت می‌تواند از چند ماه تا چند سال باشد، نمی‌شود از آن برای زمان‌بندی استفاده کرد.

نکته‌ی طلا: حلقه‌ی اول زنجیر مورفی، یعنی رابطه‌ی معکوس دلار و طلا، هنوز یکی از مهم‌ترین چیزهایی است که هر معامله‌گر XAUUSD باید بشناسد. ولی آن هم قانون ثابت نیست. در 2022، برای بخشی از سال هم دلار قوی بود (شاخص دلار در سپتامبر 2022 به بالاترین سطح حدود بیست سال رسید) و هم کالاها. در فصل‌های ۳ و ۶ می‌بینید چه زمانی این رابطه قوی است و چه زمانی کنار می‌رود.

شش مرحله‌ی مارتین پرینگ

ترتیب نظری

مارتین پرینگ (Martin J. Pring) نویسنده‌ی کتاب‌های مشهوری در تحلیل تکنیکال و تخصیص دارایی است. ایده‌ی او درباره‌ی چرخه‌ی تجاری این بود که هر کدام از سه طبقه‌ی دارایی اصلی، یعنی اوراق، سهام و کالاها، در هر چرخه یک کف و یک سقف دارد. این یعنی شش نقطه‌ی چرخش، و ترتیب معمولشان این است:

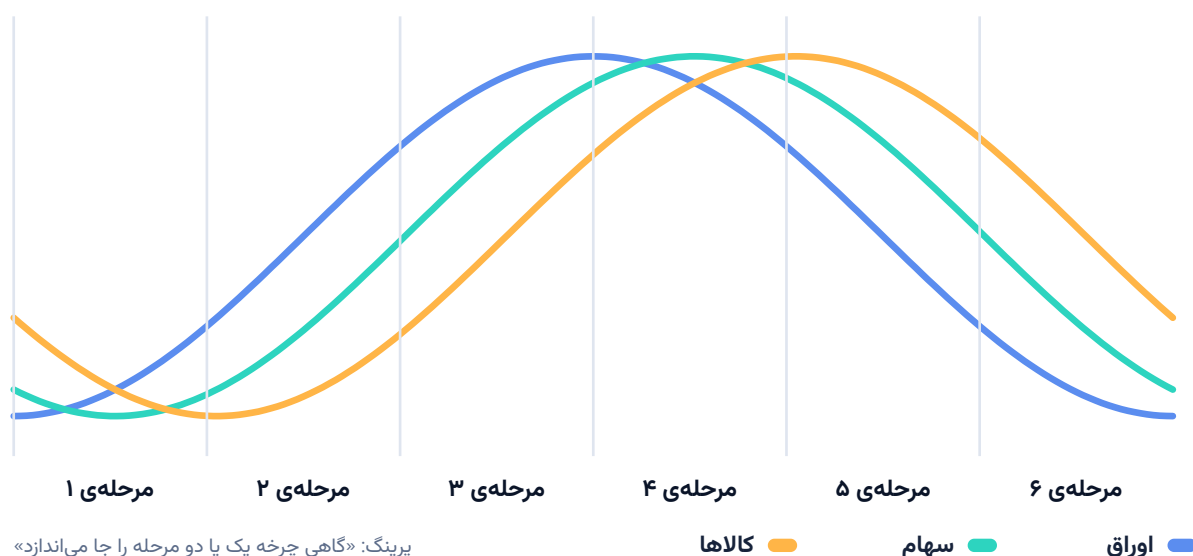
کف اوراق ← کف سهام ← کف کالاها ← سقف اوراق ← سقف سهام ← سقف کالاها

اگر این ترتیب را به مرحله تقسیم کنیم، شش مرحله به دست می‌آید:

مرحله	اوراق	سهام	کالاها
۱	صعودی	نزولی	نزولی
۲	صعودی	صعودی	نزولی
۳	صعودی	صعودی	صعودی
۴	نزولی	صعودی	صعودی
۵	نزولی	نزولی	صعودی
۶	نزولی	نزولی	نزولی

شش مرحله‌ی پرینگ

کف و سقف اوراق، سهام و کالاها به ترتیب؛ طرح مفهومی، نه داده



شکل ۱. شش مرحله‌ی پرینگ: اوراق، سهام و کالاها به ترتیب کف و سقف می‌سازند. این یک طرح مفهومی است؛ خود پرینگ می‌گوید مرحله‌ها گاهی جا می‌افتند یا برعکس می‌شوند.

منطق این ترتیب این است که هر دارایی به بخش متفاوتی از چرخه حساس است. در رکود، تورم پایین می‌آید و بانک مرکزی نرخ را کم می‌کند؛ اوراق اولین دارایی است که از این خبر سود می‌برد و بالا می‌رود. پول ارزان بعد از آن، پیش از آنکه سود شرکت‌ها واقعاً بهتر شود، سهام را بالا می‌برد. کالاها آخر از همه واکنش نشان می‌دهند، چون باید تقاضای فیزیکی واقعاً برگردد. در سقف چرخه هم همین ترتیب تکرار می‌شود: تورم و نرخ رو به افزایش اول به اوراق ضربه می‌زند، بعد به سهام، و کالاها که با تقاضای واقعی گره خورده‌اند آخر از همه به سقف می‌رسند.

پرینگ و شرکتش ادعا می‌کنند این چرخه، که به گفته‌ی آن‌ها معمولاً چهار تا پنج سال طول می‌کشد، از زمان انقلاب صنعتی تکرار شده است. آن‌ها مرحله‌ها را با مجموعه‌ای از شاخص‌های اختصاصی تکنیکال و بین‌بازاری تشخیص می‌دهند که به گفته‌ی خودشان تا 1955 به عقب آزموده شده‌اند.

هشدار خود پرینگ

جالب‌ترین بخش این چارچوب، هشدارهایی است که خود سازندگانش نوشته‌اند. شرکت Pring Turner در گزارشی در ژانویه 2016 صریحاً نوشت که مرحله‌ها هم‌اندازه نیستند، همه‌ی چرخه‌ها همه‌ی مرحله‌ها را تجربه نمی‌کنند، چرخه گاهی یک یا حتی دو مرحله را جا می‌اندازد، و ممکن است به مرحله‌ی قبل برگردد. توصیه‌ی خودشان این بود که تغییر تخصیص دارایی تدریجی باشد.

این هشدارها را جدی بگیرید. وقتی سازنده‌ی یک نقشه می‌گوید «گاهی جاده‌ها جابه‌جا می‌شوند و گاهی شهرها از نقشه حذف می‌شوند»، نقشه‌اش را نباید مثل مسیرپایاب ماهواره‌ای به کار برد.

کارنامه

کارنامه‌ی عملی این چارچوب دو بخش دارد. در مارس 2012، شاخص‌سازی داو جونز یک شاخص بر اساس روش پرینگ راه انداخت. این شاخص روی داده‌ی گذشته تا دهه‌ی 1950 آزموده شده بود و آزمون گذشته‌نگر نشان می‌داد که از هر کدام از طبقات دارایی بهتر عمل کرده، با حدود دوسوم نوسان سهام. ولی این یک **آزمون گذشته‌نگر (Back-test)** بود، نه شاهد زنده.

شاهد زنده یک ETF بود که بر اساس همین روش در 18 دسامبر 2012 راه‌اندازی شد. این صندوق بسته شد و آخرین روز معامله‌اش 2 اکتبر 2015 بود. دلیل دقیق بسته شدنش را نمی‌دانیم و منصفانه نیست بگوییم «شکست خورد»؛ صندوق‌های کوچک به دلایل مختلف بسته می‌شوند. ولی دست‌کم می‌شود گفت که یک شاهد زنده‌ی بلندمدت از کارایی این روش در دست نیست.

محدودیت‌های دیگر هم روشن‌اند. تاریخ‌گذاری چرخه فقط با نگاه به گذشته ممکن است. در رژیم کم‌تورم 2008 تا 2020، در بعضی چرخه‌ها کالاها هیچ‌وقت یک «مرحله‌ی ۳» واقعی و سقف معنادار نداشتند. و چرخه‌های بعد از 2020 را بیشتر شوک‌های سیاستی ساختند، مثل همه‌گیری کرونا، پرداخت‌های حمایتی دولت‌ها و تعرفه‌ها، نه چرخه‌ی کلاسیک موجودی انبار که این مدل بر آن بنا شده است.

دو متغیر، چهار فاز

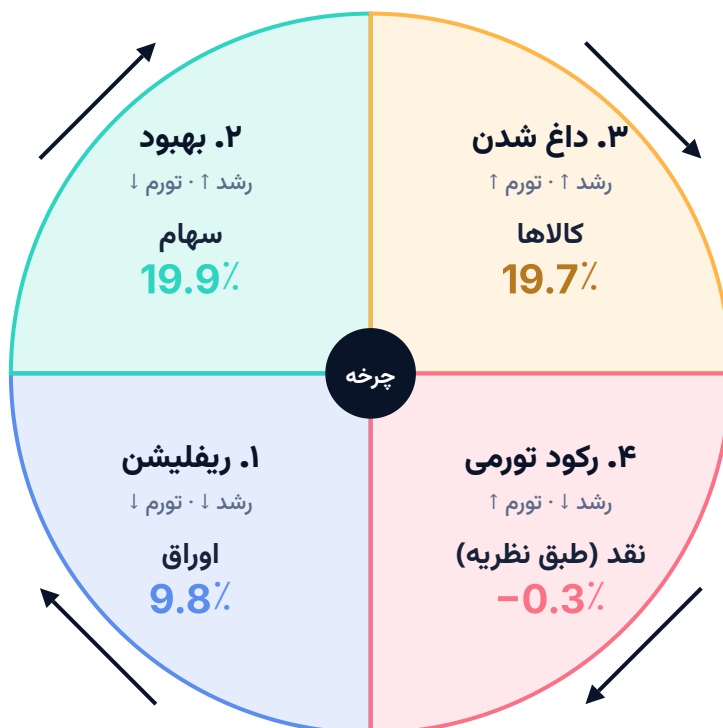
در 10 نوامبر 2004، ترور گریتم (Trevor Greetham) و مایکل هارتنت (Michael Hartnett) در مریل‌لینچ گزارشی منتشر کردند به نام «ساعت سرمایه‌گذاری» (The Investment Clock). این گزارش احتمالاً پرتکرارترین نمودار چرخش سرمایه در دنیاست.

ساعت سرمایه‌گذاری فقط دو متغیر دارد: جهت رشد اقتصادی نسبت به روند بلندمدتش (که با شکاف تولید OECD سنجیده می‌شد) و جهت تورم (که با شاخص قیمت مصرف‌کننده سنجیده می‌شد). ترکیب این دو، چهار فاز می‌سازد، و هر فاز به گفته‌ی نظریه یک دارایی برنده دارد:

فاز	رشد	تورم	برنده‌ی نظری	سهم از زمان
۱. ریفلیشن	زیر روند، رو به کاهش	رو به کاهش	اوراق	58 ماه (15٪)
۲. بهبود	رو به افزایش	رو به کاهش	سهام	131 ماه (35٪)
۳. داغ شدن	بالای روند	رو به افزایش	کالاها	100 ماه (27٪)
۴. رکود تورمی	رو به کاهش	رو به افزایش	پول نقد	86 ماه (23٪)

ساعت سرمایه‌گذاری مریل‌لینچ

بازده واقعی سالانه‌ی بهترین دارایی در هر فاز، آوریل 1973 تا جولای 2004



در فاز ۴، برنده‌ی واقعی کالاها بود (+28.6%)، نه نقد. منبع: Hartnett و Greetham، 2004

شکل ۲. ساعت سرمایه‌گذاری مریل‌لینچ: رشد و تورم چهار فاز می‌سازند و هر فاز یک دارایی برنده دارد (بازده واقعی سالانه، 1973 تا 2004). در فاز رکود تورمی، برنده‌ی واقعی کالاها بودند، نه نقد.

منطقش شبیه حرکت عقربه‌های ساعت است. در **ریفلیشن (Reflation)**، اقتصاد ضعیف است و تورم پایین می‌آید؛ بانک مرکزی نرخ را کم می‌کند و اوراق بهترین دارایی است. در **بهبود (Recovery)**، رشد برمی‌گردد ولی تورم هنوز پایین است؛ سود شرکت‌ها بالا می‌رود و سهام می‌درخشد. در **داغ شدن اقتصاد (Overheat)**، رشد از روندش جلو می‌زند و تورم بالا می‌رود؛ کالاها برنده‌اند. و در **رکود تورمی (Stagflation)**، رشد کند می‌شود در حالی که تورم هنوز بالاست؛ نظریه می‌گوید پول نقد امن‌ترین جاست.

داده‌ی مقاله از آوریل 1973 تا جولای 2004 بود، یعنی 375 ماه. هر فاز به‌طور متوسط حدود 20 ماه طول کشیده، پس یک دور کامل ساعت حدود شش سال بوده است.

جدول بازده واقعی

قلب گزارش، جدول بازده واقعی سالانه (پس از کم کردن تورم) در هر فاز است. معیارها این‌ها بودند: برای اوراق، شاخص اوراق خزانه و آژانس‌های آمریکا؛ برای سهام، S&P 500؛ برای کالاها، شاخص بازده کل GSCI؛ و برای پول نقد، اوراق سه‌ماهه‌ی خزانه.

فاز	اوراق	سهام	کالاها	نقد
ریفلیشن	9.8%	6.4%	-11.9%	3.3%
بهبود	7.0%	19.9%	-7.9%	2.1%
داغ شدن	0.2%	6.0%	19.7%	1.2%
رکود تورمی	-1.9%	-11.7%	28.6%	-0.3%
کل دوره	3.5%	6.1%	5.8%	1.5%

در نگاه اول، جدول خیره‌کننده است. در سه فاز اول، دارایی برنده‌ی نظری واقعاً بهترین بازده را داشته و فاصله‌اش با بقیه زیاد است. نویسندگان با آزمون آماری اعلام کردند که با اطمینان بیش از 99.9٪ بازده‌ها در فازهای مختلف با هم فرق دارند و نتایج را «فوق‌العاده قوی» خواندند.

نقد ما، با داده‌ی خود همان مقاله

حالا همین جدول را با دقت بیشتری بخوانیم. لازم نیست برای نقدش به منبع دیگری برویم؛ داده‌ی خود مقاله کافی است.

۱. **نمونه کوچک است.** ریفلیشن کمیاب‌ترین فاز بود؛ طبق جدول خود مقاله، در کل این 375 ماه فقط 58 ماه (15٪) در این فاز گذشت و میانگین طول هر دوره حدود 19 ماه بود؛ یعنی تنها حدود 3 دوره‌ی ریفلیشن در کل نمونه. بقیه‌ی فازها هم فقط چند بار تکرار شده‌اند. اطمینان آماری 99.9٪ روی حدود بیست دوره، که شوک‌های کلان‌شان هم با هم هم‌پوشانی دارند، بیش از حد قطعی به نظر می‌رسد. برتری اوراق در ریفلیشن، در عمل از روی حدود سه تجربه نتیجه گرفته شده است.

۲. **نتیجه‌ی خود مدل در رکود تورمی با برچسبش نمی‌خواند.** نظریه می‌گوید در رکود تورمی پول نقد برنده است. ولی جدول نشان می‌دهد پول نقد در این فاز -0.3٪ بازده واقعی داشته و برنده‌ی واقعی کالاها با 28.6٪+ بوده‌اند. علتش شوک‌های نفتی دهه‌ی 1970 بود؛ خود نویسندگان اشاره کرده‌اند که کالاها‌ی غیرنفتی در این فاز افت کردند. قاعده‌ای که بگوید «در رکود تورمی نقد نگه دار»، بزرگ‌ترین برنده‌ی رکود تورمی را از دست می‌داد.

۳. **نتایج کالاها زیر سایه‌ی نفت است.** طبق خود مقاله، قیمت نفت از 2.74 دلار در آوریل 1973 به 40 دلار در جولای 2004 رسید. بخش بزرگی از بازده کالاها داستان یک کالای خاص است.

۴. **فازها با داده‌ای تعیین شده‌اند که سرمایه‌گذار در لحظه نداشت.** شکاف تولید OECD بعد از انتشار بارها بازنگری می‌شود. سرمایه‌گذاری که در آن زمان زندگی می‌کرد، نمی‌دانست واقعاً در کدام فاز است. به این خطا **سوگیری نگاه به آینده (Look-ahead Bias)** می‌گویند.

۵. **خود نویسندگان هشدار داده‌اند.** در همان مقاله آمده است که «گاهی ساعت عقب می‌رود یا فازی را جا می‌اندازد»، و دوره‌ی رکود تورمی اواخر 2002 و اوایل 2003 را «ظاهراً خارج از ترتیب» نامیده‌اند.

بعد از 2004 چه شد؟

بعد از بحران 2008، در دوران خرید گسترده‌ی دارایی توسط بانک‌های مرکزی، فازهای ریفلیشن و رکود تورمی بسیار کوتاه شدند و فاز بهبود طولانی شد، و ساعت اغلب دورش را به ترتیب کامل نکرد. گریتم بعدها فرایند چنددارایی مبتنی بر همین

ساعت را در شرکت دیگری ادامه داد. ولی ما یک آزمون مستقل و منتشرشده‌ی خارج از نمونه از قواعد اصلی 2004 پیدا نکردیم؛ چیزی که بعداً درباره‌ی ساعت گفته شده، بیشتر تفسیر خود نویسندگان و دیگران است تا یک آزمون رسمی.

سال 2022 یک آزمون جالب بود. آن سال در قالب ساعت، نمونه‌ی کتابی رکود تورمی یا داغ شدن بود: تورم بالا و رشد رو به کند شدن. پول نقد و کالاها بهترین عملکرد را داشتند (کالاها حدود +16٪) و سهام و اوراق با هم ریختند؛ این با ساعت سازگار بود. ولی در 2023 و 2024، با تورم رو به کاهش و رشد مقاوم، هم سهام قوی بود و هم طلا رکورد زد. ساعت سرمایه‌گذاری برای رفتار طلا در این دوره هیچ توضیحی ندارد.

نکته‌ی طلا: در ساعت سرمایه‌گذاری، طلا دارایی جداگانه‌ای نیست؛ داخل «کالاها» قرار می‌گیرد، و شاخص کالایی آن مقاله زیر سایه‌ی نفت بود. برای همین وقتی کسی می‌گوید «طبق ساعت، الان نوبت طلاست»، از ابزاری استفاده می‌کند که برای طلا طراحی نشده است. در فصل ۶ می‌بینید طلا محرک‌های خودش را دارد، از جمله خرید بانک‌های مرکزی که در هیچ‌کدام از این نقشه‌های کلاسیک جایی ندارد.

چرخش صنایع سم استوال

نقشه‌ی رایج

سم استوال (Sam Stovall)، استراتژیست باسابقه‌ی بازار آمریکا، در دهه‌ی 1990 در کتابی درباره‌ی سرمایه‌گذاری در صنایع، نقشه‌ای ارائه کرد که امروز در بسیاری از دوره‌های آموزشی دیده می‌شود: **چرخش صنایع (Sector Rotation)**. ایده این است که صنایع مختلف در بخش‌های مختلف چرخه‌ی اقتصادی بهتر عمل می‌کنند.

مرحله‌ی چرخه	صنایع پیشرو طبق نقشه
اول رونق	تکنولوژی، حمل‌ونقل
وسط رونق	مواد اولیه، کالاهای سرمایه‌ای
آخر رونق	انرژی
اول رکود	کالاهای مصرفی اساسی، سلامت
آخر رکود	خدمات عمومی، مالی

منطقش این است که صنایع به نرخ بهره، اعتبار، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و مصرف خانوار حساسیت متفاوتی دارند، پس پیش‌بینی سودشان در طول چرخه به نوبت بهتر و بدتر می‌شود.

شواهد: حتی با دانستن آینده

این نقشه شاید بیشتر از هر نقشه‌ی دیگری آزمون آماری شده باشد، و نتایج برایش خوب نیست.

پژوهش **استانگل، یاکوبسن و ویسالتاناچوتی** داده‌های 1948 تا 2007 را بررسی کرد که ده چرخه‌ی تجاری رسمی آمریکا را در بر می‌گرفت. آن‌ها فرض کردند سرمایه‌گذار **تاریخ دقیق شروع و پایان هر رکود و رونق را از قبل می‌داند**، یعنی پیش‌گویی کامل، و هیچ هزینه‌ی معامله‌ای هم نمی‌پردازد. حتی با این فرض غیرواقعی، چرخش صنایع طبق نقشه‌ی رایج در بهترین

حالت حدود **2.3٪** در سال بازده اضافه نسبت به کل بازار داشت. اگر زمان‌بندی فقط یک یا دو ماه اشتباه بود، این عدد به حدود 1.0 تا 2.2٪ می‌رسید، و با هزینه‌ی معامله به 1.1 تا 1.9٪ که از نظر آماری از صفر قابل تشخیص نبود.

پژوهش دوم، مقاله‌ای از **مولچانوف و استانگل (2024)** با عنوان گویای «افسانه‌ی چرخش صنایع در چرخه‌ی تجاری»، داده‌ها را تا 2018 (و در نسخه‌های بعدی تا 2022) گسترش داد. نتیجه‌اش این بود که هیچ شاهی برای عملکرد منظم صنایع در جایی که باور عمومی انتظار دارد پیدا نشد. بهترین حالت حدود **0.16٪** در ماه بازده اضافه بود، و پس از هزینه‌ی معامله بین 0.07٪ و 0.01٪ در ماه، که باز هم از صفر قابل تشخیص نیست.

چرا در عمل کار نمی‌کند

سه دلیل اصلی دارد. اول، رکودها را دفتر ملی پژوهش‌های اقتصادی آمریکا (NBER) ماه‌ها بعد از شروعشان رسماً اعلام می‌کند؛ وقتی می‌فهمید در رکودید، بازار مدت‌هاست خبر را قیمت‌گذاری کرده. دوم، قیمت سهام جلوتر از داده‌ی اقتصادی حرکت می‌کند، پس وقتی داده تأیید می‌کند، صنعت مورد نظر احتمالاً حرکتش را کرده است. سوم، هر دوره صنعت قهرمان خودش را دارد: تکنولوژی در دهه‌ی 1990، انرژی در دهه‌ی 2000، و شرکت‌های بزرگ فناوری و هوش مصنوعی در سال‌های اخیر. داستان خاص هر دوره، الگوی چرخه‌ای را زیر خودش دفن می‌کند.

اشتباه رایج: «اقتصاد وارد مرحله‌ی آخر رونق شده، پس الان وقت سهام انرژی است.» حتی اگر بدانید دقیقاً در کدام مرحله‌ی چرخه‌اید، که در لحظه نمی‌دانید، شواهد نشان می‌دهد نقشه‌ی چرخش صنایع پس از هزینه‌ی معامله مزیت معناداری نداشته است.

چهار فصل اقتصادی ری دالیو

نقشه‌ی چهارخانه

ری دالیو (Ray Dalio)، بنیان‌گذار شرکت بریج‌واتر، نگاه متفاوتی به چرخه داشت. از نظر او اقتصاد یک چرخه‌ی بدهی کوتاه‌مدت (چرخه‌ی تجاری) دارد که معمولاً 5 تا 8 سال طول می‌کشد و با تغییر نرخ بهره و اعتبار توسط بانک مرکزی حرکت می‌کند، و یک چرخه‌ی بدهی بلندمدت که چند دهه طول می‌کشد. کتاب او درباره‌ی بحران‌های بزرگ بدهی، 48 مورد بحران را بررسی کرده است.

ولی ساده‌ترین و آموزشی‌ترین بخش کار دالیو، نقشه‌ی چهارخانه‌ی او از **فصل‌های اقتصادی** است. به جای چهار فاز پشت سر هم، او دو پرسش مستقل می‌پرسد: رشد اقتصادی بیشتر از انتظار است یا کمتر؟ تورم بیشتر از انتظار است یا کمتر؟

تورم رو به افزایش		تورم رو به کاهش	
رشد رو به افزایش	کالاها، طلا، اوراق تورمی، اعتبار بازارهای نوظهور	سهام، اوراق شرکتی	
رشد رو به کاهش		اوراق تورمی، طلا، کالاها	اوراق دولتی

این جدول توضیح می‌دهد چرا طلا و کالاها در غافلگیری‌های تورمی جلو می‌افتند، چرا اوراق دولتی در رکودهای کم‌تورم برنده‌اند و چرا سهام در رونق کم‌تورم می‌درخشد. کلمه‌ی کلیدی **غافلگیری** است: بازار انتظارات را از قبل قیمت‌گذاری کرده،

پس چیزی که قیمت را حرکت می‌دهد فاصله‌ی واقعیت با انتظار است.

ایده‌ی همه‌فصل: فصل را پیش‌بینی نکن

نتیجه‌ای که دالیو از این نقشه گرفت جالب است. او نگفت «فصل را پیش‌بینی کن و دارایی مناسبش را بخر». گفت چون پیش‌بینی فصل سخت است، در هر چهار فصل ریسک برابر نگه دار. صندوق **All Weather** (همه‌فصل) بریج‌واتر از 1996 بر همین اساس کار می‌کند. به این روش **برابری ریسک (Risk Parity)** می‌گویند: به جای تقسیم پول به نسبت برابر، ریسک را برابر تقسیم می‌کنند. چون اوراق نوسان کمتری از سهام دارد، این روش معمولاً روی اوراق اهرم می‌گیرد تا سهم ریسکش با سهام برابر شود. نسخه‌ی ساده‌شده‌ای از این ایده بین سرمایه‌گذاران خرد هم رایج شد: 30٪ سهام، 40٪ اوراق بلندمدت خزانه، 15٪ اوراق میان‌مدت، 7.5٪ طلا و 7.5٪ کالا.

این روش در دوران طولانی کاهش تورم و رونق اوراق، یعنی از حدود 1980 تا 2020، بازده تعدیل‌شده با ریسک خوبی داشت.

شکست 2022

ولی برابری ریسک یک فرض پنهان دارد: اینکه وقتی سهام می‌ریزد، اوراق بالا برود. یعنی همبستگی منفی که مورفی در 1998 کشف کرده بود. در 2022 این فرض شکست. تورم بالا و افزایش سریع نرخ بهره، هم به اوراق اهرم‌دار ضربه زد و هم به سهام. صندوق **All Weather** بریج‌واتر در 2022 حدود **-22٪** ضرر کرد، که از ضررش در 2008 (حدود -20٪) هم بیشتر بود. شاخص صندوق‌های برابری ریسک با نوسان 10٪ هم حدود **-19.5٪** افت کرد. تنوع‌بخشی‌ای که این روش به آن تکیه داشت، درست در لحظه‌ای که لازم بود، ناپدید شد.

ارزش آموزشی و محدودیت

نقشه‌ی چهارخانه‌ی دالیو احتمالاً تمیزترین **نقشه‌ی مفهومی** چرخش است. ولی سه محدودیت دارد. اول، بر اساس **غافلگیری** نسبت به انتظار کار می‌کند، و انتظار بازار را در لحظه به‌سختی می‌شود اندازه گرفت. دوم، جای هر دارایی در جدول وقتی خریدار حاشیه‌ای عوض شود تغییر می‌کند؛ رفتار طلا در 2022 تا 2026 نمونه‌ی روشنش است. سوم، ادعاهای دالیو درباره‌ی چرخه‌های بلندمدت بدهی و تغییر نظم جهانی، روایت تاریخی با تعداد بسیار کمی مشاهده‌اند و از نظر آماری قابل آزمون نیستند.

این نقشه‌ها به چه درد می‌خورند؟

پنج نقشه دیدیم و کارنامه‌ی هیچ‌کدام بی‌نقص نبود. آیا باید همه را کنار گذاشت؟ نه. باید درست به کارشان برد.

این نقشه‌ها **واژگان مشترک** می‌دهند. وقتی می‌گویید «بازار در رژیم تورمی است»، با یک جمله توضیح داده‌اید که چرا اوراق سهام را پوشش نمی‌دهد و چرا کالاها جلوترند. وقتی ساعت سرمایه‌گذاری را می‌شناسید، می‌فهمید چرا 2022 برای اوراق آن‌قدر سخت بود. وقتی چهارخانه‌ی دالیو را می‌شناسید، می‌دانید یک غافلگیری تورمی معمولاً به نفع کدام دارایی‌هاست. گرایش‌های متوسطی که این نقشه‌ها توصیف می‌کنند، از نظر اقتصادی منطقی‌اند.

ولی این نقشه‌ها **ابزار زمان‌بندی** نیستند. همه‌شان روی داده‌ی گذشته خوب کار کرده‌اند و در لحظه بارها شکست خورده‌اند. دلیل‌ها هم مشترک‌اند: فازها فقط با نگاه به گذشته معلوم می‌شوند، داده‌ها بازنگری می‌شوند، تعداد مشاهده‌ها کم است،

و هر چند وقت یک بار رژیم عوض می‌شود. خود سازندگان این نقشه‌ها، از پرینگ تا گریتیم و هارتنت، نوشته‌اند که مرحله‌ها جا می‌افتند یا برعکس می‌شوند.

ایده‌ی کلیدی: نقشه‌های کلاسیک چرخش مثل نقشه‌ی آب‌وهوای فصلی‌اند، نه جدول حرکت قطار. می‌گویند در چه هوایی کدام دارایی معمولاً بهتر است؛ نمی‌گویند هوا دقیقاً کی عوض می‌شود. برای «کی» باید به داده‌ی زنده نگاه کرد، که در فصل ۹ به آن می‌رسیم.

امتحان کنید: در TradingView نمودار سال 2022 را برای S&P 500 و یک صندوق اوراق بلندمدت خزانه‌ی آمریکا، مثلاً TLT، کنار هم بیاورید. ببینید چند ماه از آن سال هر دو هم‌زمان پایین رفتند. بعد همین دو نمودار را برای یک دوره‌ی بحرانی کم‌تورم، مثلاً 2008، مقایسه کنید. تفاوت رفتار اوراق در این دو سال، خلاصه‌ی کل بحث مورفی و دالیو است. برای تمرین دوم، در FRED نمودار تورم آمریکا را بیاورید و سعی کنید برای سه سال مختلف بگویید در کدام فاز ساعت سرمایه‌گذاری بودیم؛ بعد از خودتان بپرسید آیا در همان لحظه هم می‌توانستید این را با اطمینان بگویید؟

خلاصه‌ی فصل

- تحلیل بین‌بازاری مورفی بازارها را زنجیر می‌کند: دلار و کالاها معکوس، کالاها و اوراق معکوس، اوراق و سهام هم‌جهت. ولی علامت رابطه‌ی اوراق و سهام به رژیم تورم بستگی دارد: در 1998 برعکس شد و در 2022 دوباره برگشت.
- شش مرحله‌ی پرینگ ترتیب «کف اوراق، کف سهام، کف کالاها، سقف اوراق، سقف سهام، سقف کالاها» را پیشنهاد می‌کند، ولی خود پرینگ نوشته که مرحله‌ها جا می‌افتند یا برمی‌گردند.
- ساعت سرمایه‌گذاری مریل‌لینچ (2004) با دو متغیر رشد و تورم چهار فاز می‌سازد. جدولش روی 375 ماه داده چشمگیر است، ولی نمونه کوچک است، برنده‌ی واقعی رکود تورمی کالاها بود نه نقد، و فازها با داده‌ی بازنگری‌شده تعیین شده‌اند.
- چرخش صنایع حتی با پیش‌گویی کامل تاریخ چرخه‌ها در بهترین حالت حدود 2.3٪ در سال بازده اضافه داشته و پس از هزینه از صفر قابل تشخیص نیست.
- نقشه‌ی چهارخانه‌ی دالیو تمیزترین نقشه‌ی مفهومی است، ولی بر پایه‌ی غافلگیری کار می‌کند؛ صندوق All Weather در 2022 حدود 22٪- ضرر کرد، چون سهام و اوراق با هم ریختند.
- این نقشه‌ها واژگان مفیدی برای فهمیدن بازارند، ولی ابزار زمان‌بندی نیستند؛ آب‌وهوا را توصیف می‌کنند، نه جدول قطار را.

آزمونک

۱. طبق مورفی، رابطه‌ی اوراق و سهام در رژیم تورمی کلاسیک چگونه بود و از حدود 1998 چه تغییری کرد؟
۲. در جدول ساعت سرمایه‌گذاری، برنده‌ی نظری فاز رکود تورمی کدام دارایی است و برنده‌ی واقعی در داده‌ی 1973 تا 2004 کدام بود؟ چرا؟
۳. «سوگیری نگاه به آینده» در ساعت سرمایه‌گذاری از کجا می‌آید؟

۴. پژوهش استانگل و همکاران چه فرضی درباره‌ی سرمایه‌گذار کرد و با این فرض به چه نتیجه‌ای رسید؟

۵. چرا صندوق All Weather در 2022 ضرری بیشتر از 2008 داشت؟

پاسخ آزمونک

۱. در رژیم تورمی، اوراق و سهام هم‌جهت بودند و اوراق جلوتر حرکت می‌کرد، چون هر دو از کانال تورم و نرخ تنزیل اثر می‌گرفتند. از حدود 1998، با ترس از کاهش تورم، رابطه برعکس شد: اوراق بالا می‌رفت و سهام می‌ریخت، و اوراق به پوشش ریسک سهام تبدیل شد. مورفی این را «بزرگ‌ترین تغییر مدل بین‌بازاری» نامید.
۲. برنده‌ی نظری پول نقد است، ولی پول نقد در آن فاز -0.3% بازده واقعی داشت. برنده‌ی واقعی کالاها با $+28.6\%$ بودند، به خاطر شوک‌های نفتی دهه‌ی 1970.
۳. از اینکه فازها با برآوردهای شکاف تولید OECD تعیین شده‌اند که بعد از انتشار بارها بازنگری می‌شوند. سرمایه‌گذار در لحظه این داده‌ی نهایی را نداشت و نمی‌دانست واقعاً در کدام فاز است.
۴. فرض کردند سرمایه‌گذار تاریخ دقیق چرخه‌های تجاری را از قبل می‌داند و هزینه‌ی معامله ندارد. حتی با این فرض، بازده اضافه در بهترین حالت حدود 2.3% در سال بود و با کمی خطای زمان‌بندی و هزینه‌ی معامله، از نظر آماری از صفر قابل تشخیص نبود.
۵. چون روش برابری ریسک به همبستگی منفی سهام و اوراق تکیه داشت و روی اوراق اهرم می‌گرفت. در 2022 تورم بالا و افزایش سریع نرخ بهره، سهام و اوراق را با هم پایین آورد و تنوع‌بخشی از بین رفت؛ نتیجه حدود -22% در برابر حدود -20% در 2008 بود.

فصل ۳

موتورهای موج

در این فصل: با چهار نیرویی آشنا می‌شوید که بیشتر از هر چیز دیگری دارایی‌ها را با هم بالا و پایین می‌برند: اشتباهی ریسک جهانی و یافته‌ی مشهور هلن ری درباره‌ی یک «عامل مشترک»؛ تورم به‌عنوان کلید رابطه‌ی سهام و اوراق، با عددهای سه رژیم مختلف؛ دلار و نظریه‌ی «لبخند دلار»، همراه با آزمون سخت آوریل 2025؛ نرخ بهره‌ی واقعی و اینکه چرا هزینه‌ی فرصت نگه‌داشتن طلا و بیت‌کوین است؛ و چرخه‌ی نقدینگی جهانی، نقدینگی خالص فدرال رزرو و جاهایی که این نظریه‌ی محبوب شکست خورد. در پایان یک داشبورد ساده از وضعیت این چهار موتور در اکتبر 2026 می‌بینید.

در فصل ۲ نقشه‌هایی را دیدیم که سعی می‌کنند ترتیب حرکت بازارها را پیدا کنند. این فصل یک قدم عقب‌تر می‌رود و می‌پرسد: اصلاً چه نیرویی بازارها را حرکت می‌دهد؟ اگر چرخش سرمایه را به موج تشبیه کنیم، این فصل درباره‌ی باد و جزر و مد است، نه درباره‌ی شکل تک‌تک موج‌ها.

چهار موتور اصلی را بررسی می‌کنیم. هر کدام در یک دوره رابطه‌ی قوی و تقریباً قانون‌مانندی با قیمت‌ها داشته و بعد، در دوره‌ی دیگری، آن رابطه ضعیف شده یا شکسته است. درس مشترک این فصل همین است: موتورها واقعی‌اند، ولی هیچ‌کدام به‌تنهایی فرمان را در دست ندارد.

اشتهای ریسک: یک عامل مشترک

ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی

بارها شنیده‌اید که «بازار ریسک‌پذیر شده» یا «بازار به حالت ریسک‌گریزی رفته». این دو اصطلاح ترجمه‌ی **Risk-on** و **Risk-off** هستند. در حالت ریسک‌پذیری، سرمایه‌گذاران سهام، اوراق شرکتی، دارایی‌های بازارهای نوظهور، ارزهای کشورهای صادرکننده‌ی کالا و کریپتو می‌خرند. در حالت ریسک‌گریزی، به سمت اوراق خزانه‌ی آمریکا، دلار، ین ژاپن، فرانک سوئیس و گاهی طلا می‌روند.

نکته‌ی مهم این است که این دو حالت، دارایی‌هایی را که ظاهراً هیچ ربطی به هم ندارند، با هم حرکت می‌دهند. سهام یک شرکت در برزیل، قیمت مس، ارز استرالیا و بیت‌کوین در روزهای پرتنش اغلب با هم بالا و پایین می‌روند. این هم‌حرکتی از کجا می‌آید؟

یافته‌ی هلن ری

هلن ری (Hélène Rey)، اقتصاددان، در سمپوزیوم جکسون هول در اوت 2013 مقاله‌ای ارائه کرد که امروز یکی از پرارجاع‌ترین پژوهش‌های این حوزه است. او قیمت **858 دارایی پرریسک** در پنج قاره را بررسی کرد و نشان داد که **یک عامل مشترک حدود 25٪** از نوسان همه‌ی آن‌ها را توضیح می‌دهد. این عامل با شاخص ترس بازار آمریکا (VIX) و با سیاست پولی آمریکا گره خورده است.

این یافته را با زبان ساده بگوییم: حدود یک‌چهارم حرکت دارایی‌های پرریسک دنیا، نه به اخبار خاص آن دارایی یا کشور، بلکه به یک «موج مشترک» برمی‌گردد که از فدرال رزرو و حال‌وهوای ریسک در آمریکا می‌آید. ری اسم این را **چرخه‌ی مالی جهانی (Global Financial Cycle)** گذاشت.

پژوهش‌های بعدی ری و همکارش میراندا-آگریپینو (2020) سازوکار را روشن‌تر کردند: وقتی سیاست پولی آمریکا سخت‌گیرانه می‌شود، این عامل جهانی ضعیف می‌شود، اهرم بانک‌های بین‌المللی کم می‌شود و اعتبار فرامرزی تنگ‌تر می‌شود. یعنی تصمیمی که در واشنگتن گرفته می‌شود، از کانال اعتبار و اهرم به بازارهای سراسر دنیا می‌رسد.

دلار، دماسنج ریسک‌پذیری دنیا

بانک تسویه‌ی بین‌المللی (BIS) در پژوهشی در 2018 یک حلقه‌ی دیگر را اضافه کرد: دلار قوی، شرایط مالی جهان را سخت‌تر می‌کند. دلیلش این است که بخش بزرگی از وام‌ها و بدهی‌های دنیا دلاری است. وقتی دلار گران می‌شود، بازپرداخت این بدهی‌ها برای وام‌گیرندگان خارج از آمریکا سخت‌تر می‌شود و ظرفیت ریسک‌پذیری‌شان کم می‌شود. به تعبیر این پژوهش، دلار در عمل دماسنج ظرفیت ریسک‌پذیری دنیاست.

نمونه‌ها و یک تازه‌وارد

در 2008، تقریباً همه‌ی دارایی‌های پرریسک با هم ریختند و دلار و اوراق خزانه بالا رفتند؛ نمونه‌ی کتابی ریسک‌گریزی. در مارس 2020، در لحظه‌ی «هجوم به پول نقد» (Dash for Cash)، حتی طلا و اوراق خزانه هم برای مدت کوتاهی فروخته شدند و دلار جهش کرد. در بحران نقدینگی، هر چیزی که نقدشونده است فروخته می‌شود تا پول نقد دلاری فراهم شود. کریپتو هم به این عامل مشترک وصل شد. طبق صندوق بین‌المللی پول (IMF)، همبستگی روزانه‌ی بیت‌کوین و S&P 500 از حدود 0.01 در 2017 تا 2019 به 0.36 در 2020 تا 2021 رسید. بیت‌کوین که قرار بود «جدا از سیستم» باشد، به بخشی از همان موج جهانی ریسک تبدیل شد. در فصل ۷ می‌بینید این رابطه بعد از آن چطور تغییر کرد.

پناهگاه‌ها ثابت نیستند

ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی توصیف هم‌حرکتی است، نه پیش‌بینی. و ترکیب پناهگاه‌ها هم ثابت نیست. در 2022، اوراق خزانه‌ی آمریکا پناهگاه نبود و همراه سهام ریخت. در آوریل 2025، دلار هم پناهگاه نبود. هر بار که فکر می‌کنیم فهرست «دارایی‌های امن» را می‌دانیم، بازار یک استثنا نشان می‌دهد. دو بخش بعدی دقیقاً درباره‌ی همین دو استثناست.

تورم: کلید رابطه‌ی سهام و اوراق

در فصل ۲ دیدیم که جان مورفی از 1998 متوجه برعکس شدن رابطه‌ی اوراق و سهام شد و این رابطه در 2022 دوباره برگشت. حالا وقت آن است که بپرسیم چرا. پاسخی که پژوهش‌ها به آن رسیده‌اند ساده و قدرتمند است: **تورم، کلید اصلی است.**

منطقش را دنبال کنید. وقتی تورم پایین و قابل پیش‌بینی است، چیزی که بازارها را بیشتر تکان می‌دهد شوک‌های رشد اقتصادی است. خبر بد درباره‌ی رشد، سهام را پایین می‌آورد و هم‌زمان انتظار کاهش نرخ بهره را بالا می‌برد، که قیمت اوراق را بالا می‌برد. پس سهام و اوراق در جهت مخالف حرکت می‌کنند و اوراق پوشش ریسک سهام می‌شود. ولی وقتی تورم بالا و نامطمئن است، شوک اصلی، شوک نرخ تنزیل است. خبر بد درباره‌ی تورم یعنی نرخ بهره‌ی بالاتر، و نرخ بالاتر هم قیمت اوراق را پایین می‌آورد و هم ارزش سهام را. پس سهام و اوراق با هم حرکت می‌کنند.

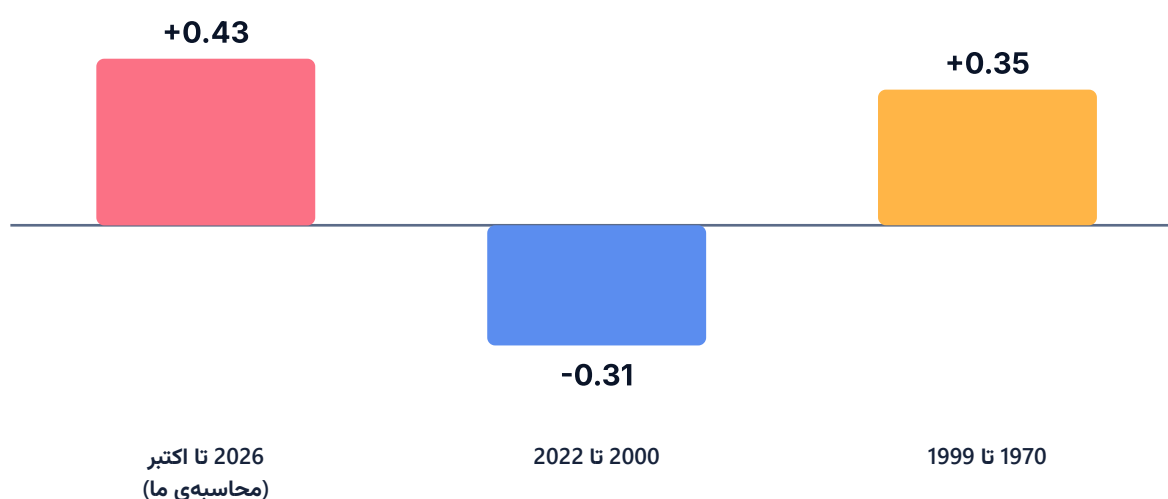
پژوهش AQR در 2023 دقیقاً همین را نشان داد: همبستگی منفی سهام و اوراق در 2000 تا 2020 به **عدم اطمینان پایین درباره‌ی تورم** گره خورده بود، و بالا رفتن عدم اطمینان تورمی می‌تواند همبستگی مثبت دهه‌های 1970 تا 1990 را

برگرداند.

عددها را ببینید. طبق ارقامی که مورگان استنلی نقل کرده، همبستگی سهام و اوراق آمریکا در 1970 تا 1999 به طور متوسط حدود $+0.35$ و در 2000 تا 2022 حدود -0.31 بود. ونگارد با روش متفاوتی تصویر مشابهی دید: حدود $+0.42$ در رژیم دهه 1990 در برابر حدود -0.32 پس از 2000. و در سال 2026، با محاسبه‌ی ما روی بازده‌های روزانه، این همبستگی تا اوایل اکتبر حدود $+0.43$ بوده است.

همبستگی سهام و اوراق آمریکا

مثبت یعنی با هم بالا و پایین می‌روند و اوراق دیگر سهام را پوشش نمی‌دهد



منابع: IM Stanley Morgan؛ محاسبه‌ی AK از داده‌ی FRED برای 2026

شکل ۳. همبستگی سهام و اوراق آمریکا به رژیم تورم بستگی دارد: در دهه‌های تورمی مثبت بود، در 2000 تا 2022 منفی، و در 2026 دوباره مثبت شد.

محاسبه‌ی سال به سال ما (همبستگی بازده روزانه‌ی S&P 500 با تغییر روزانه‌ی قیمت اوراق ده‌ساله‌ی آمریکا، که آن را با معکوس تغییر بازده اوراق تقریب زده‌ایم) گذار را دقیق‌تر نشان می‌دهد. عدد منفی یعنی وقتی سهام می‌ریزد اوراق بالا می‌رود، و عدد مثبت یعنی با هم حرکت می‌کنند:

سال	همبستگی	خوانش
2019	-0.52	اوراق سهام را پوشش می‌داد
2021	-0.11	پوشش ضعیف شد
2022	+0.18	سهام و اوراق با هم ریختند
2025	-0.13	کمی پوشش برگشت
2026 (تا اکتبر)	+0.43	دوباره هم‌جهت

عددهای روش‌های مختلف دقیقاً یکی نیستند، چون به بازه‌ی زمانی و نوع داده بستگی دارند. ولی جهت همه‌شان یکی است.

صندوق بین‌المللی پول هم در فوریه 2026 همین تغییر را در مقیاس جهانی تأیید کرد: از حدود 2020، در دوره‌های تنش در آمریکا، آلمان، ژاپن و بریتانیا، سهام و اوراق تمایل دارند هم‌زمان فروخته شوند. IMF سه علت را برشمرد: شوک‌های تورمی و عرضه، بازقیمت‌گذاری صرف ریسک اوراق بلندمدت، و انتشار اوراق دولتی که چندین برابر کاهش دارایی بانک‌های مرکزی بوده است.

ایده‌ی کلیدی: رژیم تورم تعیین می‌کند اوراق سهام را پوشش می‌دهد یا نه. در تورم پایین و لنگر شده، اوراق پناهگاه سهام است. در تورم بالا و نامطمئن، سهام و اوراق با هم بالا و پایین می‌روند و «تنوع‌بخشی» کلاسیک ضعیف می‌شود.

این یافته برای کل بحث چرخش سرمایه اهمیت دارد. در رژیم تورمی، دارایی‌ها همه به یک شوک، یعنی شوک نرخ بهره، واکنش نشان می‌دهند. طبق محاسبه‌ی ما، در 2026 حتی همبستگی روزانه‌ی طلا و S&P 500 هم به حدود 0.31 رسیده و در پنجره‌ی 90 روزه‌ی اخیر حدود 0.41 است. یعنی در این رژیم، دارایی‌ها می‌توانند با هم بریزند، و جمله‌ی «پول از یکی بیرون می‌آید و به دیگری می‌رود» کمتر از همیشه صدق می‌کند.

دلار و «لبخند دلار»

سه بخش لبخند

دلار نقش ویژه‌ای در این داستان دارد: هم ارز ذخیره‌ی اصلی دنیاست، هم واحد قیمت‌گذاری بیشتر کالاها، و هم ارزی که بیشتر بدهی‌های بین‌المللی با آن ثبت شده است. یکی از معروف‌ترین چارچوب‌ها برای فهمیدن رفتار دلار، **لبخند دلار (Dollar Smile)** است که **استیون جن (Stephen Jen)** همراه با همکارش در مورگان استنلی، در اوایل دهه‌ی 2000، مطرح کرد.

اگر محور افقی را وضعیت اقتصاد آمریکا نسبت به دنیا و محور عمودی را ارزش دلار بگیریم، نمودار شکل لبخند پیدا می‌کند:

- **سمت چپ لبخند (ترس):** بحران یا رکود جهانی باعث هجوم به اوراق خزانه و تقاضا برای دلار می‌شود. دلار بالا می‌رود، صرف‌نظر از اینکه رشد آمریکا چقدر است.
- **کف لبخند (رخوت):** رشد آمریکا نسبت به بقیه‌ی دنیا معمولی است و بازارها آرام‌اند. سرمایه به دنبال بازده بهتر به خارج از آمریکا می‌رود و دلار پایین می‌آید.
- **سمت راست لبخند (طمع):** آمریکا از بقیه‌ی دنیا جلو می‌افتد، انتظار نرخ بهره بالا می‌رود و دلار دوباره بالا می‌رود.

جن این را این‌طور خلاصه کرد که رابطه‌ی دلار با رشد آمریکا «یکنواخت» نیست. دلار هم در بدترین وضعیت دنیا بالا می‌رود و هم در بهترین وضعیت آمریکا.

نمونه‌های تاریخی برای هر دو سمت هست. 2008 و مارس 2020 سمت چپ لبخند بودند: ترس جهانی، دلار قوی. 2014 تا 2016 و 2022 سمت راست بودند: نرخ‌ها و رشد آمریکا جلوتر از دنیا؛ در سپتامبر 2022 شاخص دلار به بالاترین سطح حدود بیست سال رسید.

آزمون سخت 2025

نیمه‌ی اول 2025 آزمون دشواری برای این نظریه بود. شاخص دلار (DXY) در شش ماه اول آن سال حدود 10.8٪ افت کرد که طبق گزارش CNBC بدترین نیمه‌ی اول از 1973 بود. مهم‌تر از اندازه‌ی افت، رفتار دلار در لحظه‌ی شوک بود. با اعلام تعرفه‌های گسترده‌ی آمریکا در آوریل 2025، بازار دچار تنش شد. طبق لبخند دلار، این باید سمت چپ لبخند می‌بود: ترس، پس دلار بالا. ولی اتفاقی که افتاد این بود که سهام، اوراق و دلار آمریکا با هم ریختند؛ پدیده‌ای که در رسانه‌ها «فروش آمریکا» (Sell America) نام گرفت.

علتش این بود که این بار منبع شوک خودِ آمریکا بود. سمت چپ لبخند فرض می‌کند شوک از بیرون آمریکا می‌آید و دنیا برای امنیت به دارایی‌های آمریکایی پناه می‌برد. وقتی خودِ آمریکا منشأ نگرانی باشد، این پناه بردن اتفاق نمی‌افتد.

خودِ استیون جن در مقاله‌ای در 5 مه 2026 به این موضوع پرداخت. او استدلال کرد که سمت چپ لبخند هنوز برقرار است، چون اوراق خزانه هنوز دارایی امن غالب دنیاست. ولی هشدار داد که بانک‌های مرکزی خارجی در یک دهه‌ی گذشته دارایی‌شان در اوراق آمریکا را کم کرده‌اند و تقاضا برای این اوراق حالا بیشتر به اعتماد بخش خصوصی تکیه دارد. یعنی پایه‌ی پناهگاه بودن دلار نسبت به گذشته باریک‌تر شده است.

محدودیت لبخند دلار هم روشن است: یک نقشه‌ی کیفی است. نمی‌گوید هر حرکت چقدر بزرگ است یا چقدر طول می‌کشد، و فرض می‌کند شوک از بیرون آمریکا شروع می‌شود.

دلار امروز

در اکتبر 2026، دلار دوباره قوی شده است. طبق محاسبه‌ی ما، شاخص دلار در 9 اکتبر 2026 روی 102.2 بود که بالاترین سطح یک سال اخیر است. این شاخص در پایان 2025 حدود 98.3 و در پایان 2024 حدود 108.5 بود. یک نکته‌ی فنی هم بدانید: حدود 58٪ وزن DXY به یورو اختصاص دارد، پس برای دیدن «دلار جهانی» شاخص گسترده‌ی دلار فدرال رزرو معیار بهتری است. این شاخص در 2 اکتبر 2026 روی 121.38 بود، در برابر 129.87 در ژانویه 2025.

دلار رو به افزایش معمولاً شرایط مالی جهان را سخت‌تر می‌کند و به دارایی‌هایی که به دلار قیمت‌گذاری می‌شوند، یعنی طلا، کالاها، دارایی‌های بازارهای نوظهور و کریپتو، فشار می‌آورد. «معمولاً» را جدی بگیرید: همان‌طور که دیدیم، این هم قانون ثابت نیست.

نکته‌ی طلا: دو روز از تاریخ اخیر طلا نشان می‌دهد دلار چقدر می‌تواند روی XAUUSD اثر بگذارد. در نیمه‌ی اول 2025، هم‌زمان با افت حدود 10.8٪ شاخص دلار، طلا از حدود 2,600 دلار به محدوده‌ی 3,300 تا 3,500 دلار رسید. و در 30 ژانویه 2026، یک روز پس از ثبت سقف تاریخی (اسپات حدود 5,595 دلار و فیوچرز GC حدود 5,627 دلار در 29 ژانویه)، خبر نامزدی رئیس جدید فدرال رزرو دلار را بالا برد. طلای اسپات در یک روز حدود 9٪ افت کرد، بدترین روزش از اوایل دهه‌ی 1980، و فیوچرز GC حدود 11.4٪ پایین آمد و روی 4,745.10 دلار تسویه شد. در سپتامبر 2026 هم شاخص دلار حدود 2٪ بالا رفت و طلا در همان ماه 8.5٪ افت کرد (طبق شورای جهانی طلا). اگر GC یا XAUUSD معامله می‌کنید، نمودار DXY را همیشه کنار دستتان داشته باشید، ولی آن را تنها توضیح حرکت طلا ندانید.

هزینه‌ی فرصت نگه‌داشتن

در فصل ۱ نرخ بهره‌ی واقعی را برای ایران دیدیم: سود سپرده منهای اثر تورم. در بازارهای جهانی، معیار استاندارد نرخ بهره‌ی واقعی، بازده اوراق خزانه‌ی محافظت‌شده در برابر تورم آمریکا (TIPS) است. اصل این اوراق با تورم تعدیل می‌شود، پس بازده‌شان بازده «واقعی»، یعنی پس از تورم، است.

نرخ بهره‌ی واقعی دو نقش اساسی دارد. اول، **هزینه‌ی فرصت** نگه‌داشتن دارایی‌هایی است که سود یا بهره نمی‌دهند: طلا، بیت‌کوین و سهام شرکت‌های رشدی که سودشان در آینده‌ی دور است. اگر بتوانید با اوراق دولتی امن، پس از تورم، ۳٪ در سال بگیرید، نگه داشتن طلائی که هیچ سودی نمی‌دهد گران‌تر تمام می‌شود تا وقتی که بازده واقعی صفر یا منفی است. دوم، نرخ واقعی **نرخ تنزیل** همه‌ی دارایی‌هاست: هر چه بالاتر باشد، ارزش امروز سودهای آینده کمتر است.

عددهای امروز

در اکتبر ۲۰۲۶، نرخ واقعی در سطحی است که نزدیک به دو دهه دیده نشده بود:

- بازده واقعی اوراق ده‌ساله‌ی TIPS در ۸ اکتبر ۲۰۲۶ روی **۲.۸۷٪** بود، نزدیک بالاترین سطح حدود ۱۸ سال اخیر.
- در بازگشایی حراج TIPS ده‌ساله در ۱۷ سپتامبر ۲۰۲۶، بازده واقعی ۲.۶۵۳٪ تعیین شد که بالاترین از اکتبر ۲۰۰۸ بود.
- بازده اسمی اوراق ده‌ساله‌ی آمریکا ۵.۲۲٪ بود. فاصله‌ی این دو، یعنی تورم مورد انتظار بازار برای ده سال آینده، حدود ۲.۳۵٪ است.
- فدرال رزرو در ۱۶ سپتامبر ۲۰۲۶ نرخ را ۲۵ واحد پایه **بالا برد** و به ۳.۷۵ تا ۴.۰۰٪ رساند؛ اولین افزایش از جولای ۲۰۲۳.

برای مقایسه، در مارس ۲۰۲۲ همین نرخ واقعی حدود ۰.۹-٪ بود. یعنی در چهار سال و نیم، نرخ واقعی ده‌ساله حدود ۳.۸ واحد درصد بالا رفته است.

رابطه‌ای که شکست، و تا حدی برگشت

طبق نظریه‌ی هزینه‌ی فرصت، چنین جهشی در نرخ واقعی باید طلا را به شدت پایین می‌آورد. اتفاقی که افتاد برعکس بود: در همین دوره، طلای اسپات از حدود ۱,۹۴۰ دلار به حدود ۴,۱۷۰ تا ۴,۱۹۰ دلار در ۹ اکتبر ۲۰۲۶ رسید.

محاسبه‌ی ما این شکست را با عدد نشان می‌دهد. همبستگی سطح لگاریتم قیمت طلا با نرخ واقعی ده‌ساله در ۲۰۰۶ تا ۲۰۲۱ حدود **-۰.۹۲** بود؛ یک رابطه‌ی معکوس تقریباً کامل. در ۲۰۲۲ تا ۲۰۲۶ همین همبستگی به حدود **+۰.۵۲** رسید؛ یعنی علامتش عوض شد. اگر فرمولی را که روی داده‌ی ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۱ برازش شده با نرخ واقعی امروز (۲.۸۷٪) به کار ببرید، «قیمت پیش‌بینی‌شده»ی طلا حدود **۸۲۰ دلار** درمی‌آید، در حالی که قیمت واقعی اسپات حدود ۴,۱۷۰ دلار است. این عدد تخمین ارزش منصفانه نیست؛ فقط نشان می‌دهد مدل قدیمی تا چه حد از کار افتاده است.

ولی رابطه کاملاً هم نمرده است. در مقیاس هفتگی، نرخ واقعی بالاتر هنوز به طلا آسیب می‌زند، فقط ضعیف‌تر از قبل:

دوره	همبستگی هفتگی	اثر هر 100 واحد پایه افزایش نرخ واقعی
2006 تا 2021	-0.30	-6.9%
2010 تا 2021	-0.44	-10.0%
2022 تا 2026	-0.25	-5.2%

توضیح رایج این تغییر، که شورای جهانی طلا، بانک مرکزی اروپا و چند مدیر دارایی بزرگ هم مطرح کرده‌اند، همان مفهوم فصل ۱ است: **خریدار حاشیه‌ای عوض شد**. تا 2021، صندوق‌های ETF غربی خریدار حاشیه‌ای طلا بودند و به نرخ واقعی حساس بودند. از 2022، بانک‌های مرکزی کشورهای نوظهور خریدار اصلی شدند، و آن‌ها برای تنوع ذخایر می‌خرند و به نرخ بهره حساس نیستند. در فصل ۶ داستان را با جزئیات کامل می‌بینید.

در 2026 کانال نرخ دوباره قوی‌تر شد. شوک عرضه‌ی نفت از اواخر فوریه 2026 امید به کاهش نرخ بهره را از بین برد، فدرال رزرو نرخ را بالا برد و نرخ واقعی به سطح بالای امروز رسید؛ این یکی از عوامل اصلی افت طلا از سقف ژانویه بود. با این حال حتی این هم ساده نیست: طبق تحلیلی از Saxo در سپتامبر 2026، با وجود نرخ واقعی در بالاترین سطح حدود دو دهه، موجودی ETF‌های غربی طلا به بهبود ادامه داد، چون بعضی سرمایه‌گذاران بازده بلندمدت بالا را نه فقط جایگزینی جذاب برای طلا، بلکه هشدار دربارۀ ریسک مالی دولت می‌خوانند.

اشتباه رایج: «نرخ واقعی بالا رفت، پس طلا حتماً می‌ریزد.» این قانون حدود 17 سال کار کرد و در 2022 شکست: نرخ واقعی در 2022 تا 2024 بالا رفت و طلا رکورد زد. نرخ واقعی توصیف این است که خریدار حاشیه‌ی طلا چه کسی است، نه یک قانون طبیعت.

چرخه‌ی نقدینگی جهانی

ادعای مایکل هاول

چهارمین موتور، شاید محبوب‌ترین آن‌ها در شبکه‌های اجتماعی باشد: **نقدینگی (Liquidity)**. شناخته‌شده‌ترین مدافعش **مایکل هاول (Michael Howell)** است، رئیس پیشین پژوهش در سالومون برادرز و بنیان‌گذار شرکت CrossBorder Capital، و نویسنده‌ی کتاب «جنگ‌های سرمایه: ظهور نقدینگی جهانی» (Capital Wars، 2020).

منظور هاول از «نقدینگی جهانی» جریان کل تأمین مالی در بازارهای دنیاست: پولی که بانک‌های مرکزی خلق می‌کنند، اعتباری که بخش خصوصی و بانک‌های سایه‌ای با وثیقه می‌سازند، و جریان‌های دلاری فرامرزی. ادعای اصلی‌اش این است که **قیمت دارایی‌ها بیشتر دنبال نقدینگی است تا دنبال سود شرکت‌ها**. دلیلش به گفته‌ی او این است که سیستم مالی امروز بیشتر برای «تمدید بدهی» کار می‌کند تا جذب سرمایه‌ی تازه؛ حجم عظیمی بدهی هر روز باید تمدید شود، پس در دسترس بودن تأمین مالی و وثیقه قیمت دارایی‌ها را تعیین می‌کند.

هاول ادعا می‌کند شاخص نقدینگی جهانی شرکتش یک چرخه‌ی حدود **65 ماهه** (پنج تا شش سال) دارد که از دهه‌ی 1960 قابل ردیابی است، و نقدینگی تا حدود 20 ماه جلوتر از اقتصاد واقعی حرکت می‌کند. به تاریخ‌گذاری او، آخرین کف این چرخه در اکتبر 2022 بود و سقف حدود تابستان 2025. هاول بیت‌کوین را «حساس‌ترین دارایی کروی زمین به نقدینگی» می‌نامد.

کلیات این ایده با یافته‌های هلن ری که در ابتدای فصل دیدیم سازگار است، و همان «پول واقعاً جدید» فصل ۱ است: اعتبار تازه سطح کل آب را بالا می‌آورد.

نقدینگی خالص فدرال رزرو

شاخص هاوول اختصاصی است، ولی معامله‌گران یک نسخه‌ی ساده و رایگان از آن ساخته‌اند: **نقدینگی خالص فد (Fed Net Liquidity)**. فرمولش این است:

نقدینگی خالص = ترازنامه‌ی فدرال رزرو - حساب خزانه‌داری آمریکا نزد فد (TGA) - تسهیلات ریورس ریپوی شبانه (ON RRP)

منطقش این است که از دلارهایی که فدرال رزرو خلق کرده، آن بخشی که در حساب خزانه‌داری پارک شده یا در ریورس ریپو به فد برگشته، در اختیار سیستم بانکی و بازارها نیست. باقی‌مانده، تقریبی از نقدینگی در دسترس است. این یک سنجهی رسمی فدرال رزرو نیست؛ ساخته‌ی تحلیلگران بازار است.

مسیر ترازنامه‌ی فد این‌طور بوده است: از حدود 4.2 تریلیون دلار در اوایل 2020 به اوج حدود 8.9 تا 9.0 تریلیون دلار در 2022 رسید. از ژوئن 2022 کوچک‌سازی ترازنامه (QT) شروع شد و در 1 دسامبر 2025 در حدود 6.5 تا 6.6 تریلیون دلار متوقف شد. محاسبه‌ی ما از نقدینگی خالص، با داده‌ی FRED:

تاریخ	ترازنامه‌ی فد	TGA	ریورس ریپو	نقدینگی خالص
13 آوریل 2022	8.97	0.55	1.82	6.60
28 دسامبر 2022	8.55	0.43	2.29	5.83
25 دسامبر 2024	6.89	0.77	0.18	5.94
31 دسامبر 2025	6.64	0.84	0.11	5.70
7 اکتبر 2026	6.75	0.88	حدود 0.002	5.87

(همه‌ی عددها به تریلیون دلار.) اوج نقدینگی خالص **7.14 تریلیون دلار** در سپتامبر 2021 بود و دامنه‌ی یک سال اخیر بین 5.60 و 5.99 تریلیون دلار است.

به ستون ریورس ریپو دقت کنید. این تسهیلات در 30 دسامبر 2022 به رکورد حدود 2.55 تریلیون دلار رسید. در 2023، با وجود کوچک شدن ترازنامه‌ی فد، تخلیه‌ی ریورس ریپو مثل یک ضربه‌گیر عمل کرد و نقدینگی خالص را تقریباً ثابت نگه داشت؛ این یکی از توضیح‌هایی است که برای رالی قوی بورس آمریکا در 2023 با وجود QT داده می‌شود. حالا ریورس ریپو تقریباً به صفر رسیده است. یعنی آن ضربه‌گیر دیگر وجود ندارد و از این به بعد نوسان حساب خزانه‌داری مستقیم به ذخایر بانک‌ها می‌رسد.

یک هشدار درباره‌ی این سنجه: رابطه‌ی تنگاتنگی که در 2020 تا 2023 بین نقدینگی خالص و S&P 500 در شبکه‌های اجتماعی دست‌به‌دست می‌شد، بعد از 2023 ضعیف شد؛ بورس رکورد زد در حالی که نقدینگی خالص ثابت یا رو به کاهش بود. تغییرات هفتگی این عدد هم بیشتر از مدیریت نقدینگی خزانه‌داری (تاریخ‌های مالیاتی، پایان فصل‌ها) می‌آید تا از سیاست پولی. آن را یک سنجهی کند رژیم بدانید، نه یک قانون علی.

M2 و «M2 جهانی»

سنجهی دیگری که زیاد به آن استناد می‌شود، حجم پول، یعنی **M2**، است. طبق محاسبه‌ی ما از داده‌ی FRED، M2 آمریکا در اوت 2026 حدود **23.34 تریلیون دلار** بود، با رشد سالانه‌ی 5.7٪. این عدد از اوج آوریل 2022 (21.77 تریلیون) و کف اکتبر 2023 (20.74 تریلیون) بالاتر است.

«M2 جهانی» ترکیبی از M2 آمریکا، منطقه‌ی یورو، چین، ژاپن، بریتانیا و چند کشور دیگر است که به دلار تبدیل شده‌اند. مشکلش این است که تعریف رسمی ندارد و به نرخ تبدیل ارز وابسته است: وقتی دلار ضعیف می‌شود، M2 جهانی به‌طور مکانیکی بالا می‌رود، حتی اگر هیچ پول تازه‌ای در هیچ کشوری ساخته نشده باشد.

شواهد له و علیه

شواهدی به نفع این نظریه هست. طبق بررسی CF Benchmarks در مارس 2026، همبستگی چهارساله‌ی دارایی‌های پریسک با M2 در 2000 تا 2025 حدود 0.4 تا 0.6 بوده است. در 2022، وقتی M2 آمریکا حدود 2.7٪ کوچک شد، بیت‌کوین حدود 52٪ افت کرد و رابطه‌ی آماری آن با M2 بسیار قوی بود.

ولی جاهایی که این نظریه شکست خورد، آموزنده‌ترند:

- **فصل چهارم 2025:** طبق همان CF Benchmarks، M2 جهانی بیش از 12٪ رشد کرد ولی بیت‌کوین حدود 12٪ افت کرد. این را «شدیدترین ناهماهنگی» در کل داده‌هایشان نامیدند. در همان گزارش، مدل آن‌ها برای بیت‌کوین «ارزش منصفانه»ای حدود 136 هزار دلار نشان می‌داد، در حالی که قیمت واقعی حدود 74 هزار دلار بود. بیت‌کوین که در اوایل اکتبر 2025 به حدود 126 هزار دلار رسیده بود، در ژوئن 2026 تا حدود 58 تا 60 هزار دلار پایین آمد؛ هم‌زمان طلا در ژانویه 2026 رکورد زده بود. یک پس‌زمینه‌ی نقدینگی، دو نتیجه‌ی کاملاً متفاوت.
- **2000 تا 2002:** شاخص نزدک، با وجود نقدینگی فراوان، حدود 77٪ از سقف مارس 2000 سقوط کرد. ارزش‌گذاری و روایت بر نقدینگی غلبه کرد.
- **مشکل اندازه‌گیری:** شاخص نقدینگی هاول اختصاصی است و اجزا و بازنگری‌هایش منتشر نمی‌شود، پس هیچ‌کس نمی‌تواند آن را مستقل بازسازی کند. همبستگی بین دو سری که هر دو روند صعودی دارند، مثل M2 و قیمت دارایی‌ها، به راحتی می‌تواند کاذب باشد.
- **ادعای تأخیر:** جمله‌ی رایج «بیت‌کوین با 10 تا 12 هفته تأخیر دنبال M2 جهانی می‌رود» ادعایی رایج است، نه اثبات‌شده؛ در هیچ پژوهش داور شده‌ای تأیید نشده است. همبستگی بیت‌کوین با M2 جهانی جابه‌جاشده در زمان، در پنجره‌های 180 روزه بین حدود +0.95 و -0.90 نوسان کرده است (بر اساس یک منبع ثانویه)؛ رابطه‌ای که علامتش این‌طور عوض می‌شود، ابزار زمان‌بندی نیست.
- **طول چرخه:** چرخه‌ی 65 ماهه روی داده‌ی گذشته برآزش شده است. برآزش یک منحنی سینوسی توصیف است، نه علت.

ایده‌ی کلیدی: نقدینگی سطح کل آب را بالا و پایین می‌برد، ولی تعیین نمی‌کند کدام قایق جلو بیفتد. در یک پس‌زمینه‌ی نقدینگی یکسان، طلا رکورد زد و بیت‌کوین نصف شد.

چهار موتور با هم: داشبورد اکتبر 2026

حالا چهار موتور را کنار هم بگذاریم و ببینیم در 17 مهر 1405 (9 اکتبر 2026) هر کدام چه وضعی دارد. این جدول پیش‌بینی نیست؛ عکسی از هوای امروز است.

موتور	سنجه	عدد امروز	خوانش
تورم و همبستگی	همبستگی سهام و اوراق در 2026	+0.43	اوراق سهام را پوشش نمی‌دهد
دلار	شاخص دلار (DXY)	102.2	بالاترین سطح یک سال
نرخ واقعی	TIPS ده‌ساله	%2.87	نزدیک بالاترین حدود 18 سال
نقدینگی	نقدینگی خالص فد	حدود 5.87 تریلیون دلار	ضربه‌گیر ریورس ریپو تمام شده

کنار این‌ها، دارایی صندوق‌های بازار پول آمریکا نزدیک رکورد است (فصل ۱) و فدرال رزرو در حال افزایش نرخ است. این ترکیب یک پس‌زمینه‌ی **سخت‌گیرانه** است. کسی که الگوهای دوران «جزر و مد نقدینگی» 2020 و 2021 را در ذهن دارد، باید بداند هوای امروز آن هوا نیست.

درس مشترک این فصل: **قانون‌های تک‌متغیره بالاخره می‌شکنند، معمولاً وقتی که خریدار حاشیه‌ای یا منبع شوک عوض می‌شود.** ولی هر چهار موتور را با هم که ببینید، تصویری از «آب‌وهوا»ی بازار دارید که هیچ‌کدام به‌تنهایی نمی‌دهد.

امتحان کنید: در FRED سه سری WALCL (ترازنامه‌ی فد)، WTREGEN (حساب خزانه‌داری) و RRPONTSYD (ریورس ریپو) را باز کنید و با ابزار «ویرایش نمودار» فرمول اولی منهای دومی منهای سومی را بسازید (به واحدها دقت کنید). نمودار نقدینگی خالص را از 2020 تا امروز ببینید و پیدا کنید کجا با بورس هم‌جهت بوده و کجا نه. بعد سری DFII10 (نرخ واقعی ده‌ساله) را بیاورید و در TradingView نمودار طلا را برای 2022 تا امروز کنارش بگذارید. آیا می‌بینید که نرخ واقعی بالا رفت و طلا هم بالا رفت؟ برای دلار، نماد TVC:DXY را در TradingView کنار XAUUSD قرار دهید و روزهای 30 ژانویه 2026 و ماه سپتامبر 2026 را پیدا کنید.

خلاصه‌ی فصل

- طبق پژوهش هلن ری (2013)، یک عامل مشترک جهانی حدود 25٪ نوسان 858 دارایی پرریسک را توضیح می‌دهد؛ این عامل به VIX و سیاست پولی آمریکا گره خورده است.
- دلار دماسنج ظرفیت ریسک‌پذیری دنیاست (BIS): دلار قوی شرایط مالی جهان را سخت‌تر می‌کند. کریپتو هم از حدود 2020 به این عامل مشترک وصل شد.
- تورم کلید رابطه‌ی سهام و اوراق است: همبستگی حدود +0.35 در 1970 تا 1999، حدود -0.31 در 2000 تا 2022، و حدود +0.43 در 2026 (محاسبه‌ی ما). در رژیم تورمی، اوراق سهام را پوشش نمی‌دهد.
- لبخند دلار می‌گوید دلار هم در ترس جهانی و هم در رونق آمریکا بالا می‌رود؛ ولی در آوریل 2025، وقتی منبع شوک خود آمریکا بود، سهام، اوراق و دلار با هم ریختند.

- نرخ واقعی (TIPS ده ساله، 2.87٪) هزینه فرصت نگه داشتن طلا و بیت کوین است. رابطه‌ی سطح طلا با نرخ واقعی از -0.92 به +0.52 عوض شد، ولی اثر کوتاه مدت ضعیف تر هنوز هست.
- نقدینگی خالص فد حدود 5.87 تریلیون دلار است و ضربه گیر ریورس ریپو تمام شده. نقدینگی سطح آب را عوض می کند، نه رتبه‌ی دارایی ها را؛ فصل چهارم 2025 (M2 بالا، بیت کوین پایین) و نزدیک 2000 تا 2002 مثال نقض اند.
- قانون های تک متغیره، مثل «طلا = نرخ واقعی» یا «دلار = پناهگاه»، سال ها کار می کنند و وقتی خریدار حاشیه ای یا منبع شوک عوض شود می شکنند.

آزمونک

۱. یافته‌ی اصلی هلن ری در جکسون هول 2013 چه بود؟
۲. چرا در رژیم تورم بالا، سهام و اوراق تمایل دارند با هم حرکت کنند؟
۳. طبق لبخند دلار، در یک بحران جهانی دلار باید چه کند؟ چرا در آوریل 2025 این اتفاق نیفتاد؟
۴. نقدینگی خالص فد چطور حساب می شود و چرا تقریباً صفر شدن ریورس ریپو اهمیت دارد؟
۵. یک نمونه بیاورید که نشان دهد «نقدینگی همه‌ی دارایی ها را بالا می برد» درست نیست.

پاسخ آزمونک

۱. اینکه یک عامل مشترک جهانی حدود 25٪ نوسان قیمت 858 دارایی پریسک در پنج قاره را توضیح می دهد، و این عامل با VIX و سیاست پولی آمریکا گره خورده است؛ یعنی بخش بزرگی از حرکت دارایی های پریسک دنیا یک موج مشترک است.
۲. چون در این رژیم شوک اصلی شوک نرخ تنزیل است: خبر بد تورمی یعنی نرخ بهره‌ی بالاتر، و نرخ بالاتر هم قیمت اوراق را پایین می آورد و هم ارزش سهام را. در تورم پایین، شوک های رشد غالب اند و این دو در جهت مخالف حرکت می کنند.
۳. طبق سمت چپ لبخند، دلار باید به خاطر هجوم به دارایی های امن آمریکایی بالا برود. در آوریل 2025 منبع شوک خود آمریکا بود (اعلام تعرفه های گسترده)، پس به جای پناه بردن به دارایی های آمریکایی، سهام، اوراق و دلار آمریکا با هم فروخته شدند.
۴. ترازنامه‌ی فدرال رزرو منهای حساب خزانه داری نزد فد (TGA) منهای ریورس ریپوی شبانه. ریورس ریپو در 2023 مثل ضربه گیر عمل کرد و با تخلیه اش اثر کوچک شدن ترازنامه را خنثی کرد؛ حالا که تقریباً صفر است، این ضربه گیر وجود ندارد و نوسان حساب خزانه داری مستقیم به ذخایر بانک ها می رسد.
۵. در فصل چهارم 2025، M2 جهانی بیش از 12٪ رشد کرد ولی بیت کوین حدود 12٪ افت کرد، در حالی که طلا کمی بعد رکورد زد. نمونه‌ی دیگر: نزدیک 2000 تا 2002 با وجود نقدینگی فراوان حدود 77٪ سقوط کرد.

فصل ۴

روان‌شناسی موج

در این فصل: می‌بینید چرا روندها در بازارهای مالی ماه‌ها ادامه پیدا می‌کنند و بعد تا حدی برمی‌گردند (شواهد مومنتوم و نقدهایش)؛ چرا پول سرمایه‌گذاران معمولاً دیر به برنده‌ی قبلی می‌رسد و بابت همین تأخیر هر سال بخشی از بازده را از دست می‌دهد؛ رفتار گله‌ای، ترس از جا ماندن و اهرم چطور یک حرکت معمولی را به موج تبدیل می‌کنند، با نمونه‌ی رکوردی 10 اکتبر 2025 در کریپتو و بهار 1399 در بورس تهران؛ اثر ثروت چقدر واقعی است؛ و در پایان، یک الگوی شش‌مرحله‌ای برای «آناتومی موج» که در بقیه‌ی کتاب بارها به آن برمی‌گردیم. این فصل توضیح می‌دهد موج چه شکلی دارد و چرا، نه اینکه کی شروع یا تمام می‌شود.

در فصل‌های ۱ تا ۳ دیدیم پول جدید از کجا می‌آید و چه موتورهایی (نقدینگی، دلار، نرخ بهره‌ی واقعی و اشتباه‌ی ریسک جهانی) سطح کلی آب را بالا و پایین می‌برند. اما این موتورها یک سؤال را بی‌جواب می‌گذارند: چرا حرکت قیمت‌ها این‌قدر از تغییر داده‌های اقتصادی بزرگ‌تر است؟ چرا طلا در سال 2025 حدود 64 تا 66٪ بالا رفت و بعد در یک روز حدود 9٪ ریخت؟ چرا بورس تهران در بهار 1399 بیش از دو برابر شد و چند ماه بعد بیش از یک‌سوم ارزشش را از دست داد؟

جواب کوتاه این است که بازار از آدم‌ها و نهادهایی ساخته شده که به هم نگاه می‌کنند، از هم تقلید می‌کنند، با پول قرضی معامله می‌کنند و قواعد مکانیکی‌ای دارند که آن‌ها را هم‌زمان به یک سمت هل می‌دهد. پژوهش‌هایی که در فصل ۲ و ۳ مرور کردیم هم به همین نتیجه رسیده‌اند: ظاهر «موج» بیشتر از ترکیب سه چیز می‌آید، **رفتار جمعی، اهرم و نقدینگی**. در این فصل دو جزء اول را باز می‌کنیم.

روندها ماندگارند: شواهد مومنتوم

مومنتوم دقیقاً یعنی چه؟

مومنتوم (Momentum) در زبان پژوهش مالی یک ادعای ساده و قابل آزمون است: دارایی‌ای که در گذشته‌ی نزدیک بالا رفته، به‌طور میانگین کمی بیشتر احتمال دارد در آینده‌ی نزدیک هم بالا برود، و برعکس. دو نسخه‌ی اصلی دارد. در **مومنتوم مقطعی (Cross-Sectional Momentum)** دارایی‌ها را با هم مقایسه می‌کنید و برنده‌های نسبی را در برابر بازنده‌های نسبی می‌گذارید؛ این نسخه را جگادیش و تیتمن در 1993 برای سهام آمریکا مطرح کردند و بعدها آسنس، موسکوویتز و پدرسن (2013) آن را در طبقه‌های مختلف دارایی و کشورها هم پیدا کردند. در **مومنتوم سری زمانی (Time-Series Momentum)** هر دارایی را فقط با گذشته‌ی خودش می‌سنجید: اگر بازده دوازده ماه گذشته‌اش مثبت بوده، فرض می‌کنید روند ادامه دارد.

نسخه‌ی دوم همان چیزی است که معامله‌گران به آن **دنبال‌کردن روند (Trend Following)** می‌گویند، و برای بحث چرخش سرمایه مهم‌تر است، چون درباره‌ی کل طبقه‌های دارایی است: سهام، اوراق، ارز و کالا.

شواهد: از 58 قرارداد تا 67 بازار

پژوهش موسکوویتز، اوی و پدرسن (2012) که در مجله‌ی Journal of Financial Economics منتشر شد، **58 قرارداد** آتی و **فوروارد** نقدشونده را در بیش از 25 سال بررسی کرد؛ شاخص‌های سهام، ارزها، کالاها و اوراق دولتی. نتیجه این بود که بازده 1 تا 12 ماه گذشته‌ی هر دارایی، بازده آینده‌ی نزدیکش را پیش‌بینی کرده است. روند 1 تا 12 ماه دوام آورده و در افق‌های

بلندتر تا حدی برگشته است. سود استراتژی دوازده ماهه برای **تک تک 58 قرارداد** مثبت بوده و پرتفوی متنوع آن در بازارهای افراطی بهترین عملکرد را داشته است.

نویسنده‌ها برای این الگو یک توضیح رفتاری دادند: بازار اول به خبر **کم واکنش** نشان می‌دهد و بعد، با تأخیر، **بیش واکنش**. به زبان ساده، اول همه دیر باور می‌کنند و بعد همه با هم زیادی باور می‌کنند. یافته‌ی جالب دیگرشان این بود که سفته‌بازان (معامله‌گران غیرتجاری) سوار روندها می‌شوند و این سود تا حدی از جیب پوشش‌دهندگان ریسک (Hedgers) می‌آید، یعنی تولیدکننده‌ها و مصرف‌کننده‌هایی که برای کاهش ریسک کسب‌وکارشان معامله می‌کنند، نه برای سود از جهت قیمت.

پنج سال بعد، هِرست، اوی و پدرسن از شرکت AQR دامنه را خیلی بزرگ‌تر کردند. در مقاله‌ی «یک قرن شواهد درباره‌ی دنبال‌کردن روند» 67 (2017) **بازار را از 1880 تا 2016** بررسی کردند. دنبال‌کردن روند در **همه‌ی دهه‌های** این دوره بازده میانگین مثبت داشته است. یافته‌ی مهم‌ترشان این بود که در **8 مورد از 10 افت بزرگ** پرتفوی کلاسیک 60/40 (شصت درصد سهام، چهل درصد اوراق)، این استراتژی بازده مثبت داده است. یعنی روندها نه فقط در دوره‌های آرام، بلکه دقیقاً در بحران‌ها که بازار یک‌طرفه می‌شود، قوی‌تر دیده می‌شوند.

ایده‌ی کلیدی: «روندها ماندگارند و بعد تا حدی برمی‌گردند» یکی از محکم‌ترین یافته‌های تجربی درباره‌ی بازارهاست، بسیار محکم‌تر از هر ساعت یا ترتیب ثابتی بین بازارها. ولی محکم بودن «به‌طور میانگین» با قابل اتکا بودن «در این ماه» فرق دارد.

نقدها: آیا مومنتوم واقعاً هست؟

هیچ یافته‌ای در اقتصاد بی‌منتقد نمی‌ماند، و مومنتوم هم استثنا نیست. هوانگ، لی، وانگ و ژو در مقاله‌ای با عنوان صریح «مومنتوم سری زمانی: آیا وجود دارد؟» (2020، همان مجله) داده‌ها را **دارایی به دارایی** بررسی کردند، نه به شکل یک پرتفوی جمعی. نتیجه‌شان این بود که در سطح تک‌دارایی، شواهد مومنتوم سری زمانی چه در داده‌ی گذشته و چه بیرون از آن ضعیف است، و نتیجه‌ی جمعی بیشتر از «مقیاس‌بندی نوسان» و چند دارایی خاص می‌آید. به تعبیر خودشان، اینکه بگوییم این پدیده در همه‌ی طبقه‌های دارایی جهانی وجود دارد «جای تردید دارد».

نقد دوم از جنس دیگری است: مومنتوم گاهی **سقوط** می‌کند. دانیل و موسکوویتز (2016) نشان دادند که از مارس تا مه 2009، یعنی درست بعد از کف بحران مالی، دهک سهم‌های بازنده‌ی قبلی **163٪** بالا رفت و برنده‌های قبلی فقط **8٪**. هر کسی که مکانیکی «برنده بخر، بازنده بفروش» کار می‌کرد، در آن چند ماه به شدت آسیب دید. این همان «برگشت تند» است که در توصیف موج‌ها بارها می‌بینیم: وقتی روند می‌شکند، همه‌ی کسانی که روی یک سمت ایستاده بودند هم‌زمان سمتشان را عوض می‌کنند.

پس جمع‌بندی منصفانه این است: شواهد مومنتوم در سطح پرتفوی‌های بزرگ و افق‌های چندماهه قوی است، در سطح تک‌دارایی محل بحث است، و حتی جایی که هست، با دوره‌های سقوط ناگهانی همراه است.

ربطش به چرخش سرمایه: پول مکانیکی

حالا به سؤال اصلی کتاب برگردیم: این‌ها چه ربطی به «جابه‌جا شدن پول بین بازارها» دارد؟ ربطش مستقیم است. بخش بزرگی از پول نهادی دنیا با قاعده‌های مکانیکی مدیریت می‌شود. **صندوق‌های روندی (CTA)** به دارایی‌ای که روند صعودی دارد اضافه می‌کنند و از دارایی‌ای که روندش نزولی است کم می‌کنند. **صندوق‌های هدف‌گذاری نوسان (Volatility Targeting)** وقتی نوسان یک بازار کم می‌شود، حجم موقعیتشان را در آن بازار بزرگ‌تر می‌کنند و وقتی نوسان بالا می‌رود،

می‌فروشند. صندوق‌های **برابری ریسک (Risk Parity)** هم که در فصل ۲ با نمونه‌ی All Weather دیدیم، بر اساس همین منطق وزن‌ها را عوض می‌کنند.

وقتی هزاران حساب با قاعده‌های شبیه به هم کار می‌کنند، رهبری بازار خودبه‌خود ادامه پیدا می‌کند: برنده، خریدار بیشتری جذب می‌کند چون برنده است. از بیرون این شبیه «حرکت پول از بازار الف به بازار ب» به نظر می‌رسد. ولی این فقط نیمی از داستان است. همان قاعده‌ها وقتی روند بشکند، با همان سرعت در جهت مخالف کار می‌کنند. به همین دلیل است که موج‌ها معمولاً آرام بالا می‌روند و تند برمی‌گردند.

نکته‌ی طلا: در اوت 2026، طبق شورای جهانی طلا، طلا 13.3٪ بالا رفت (سومین ماه قوی در 25 سال) و یکی از عوامل ذکرشده خرید صندوق‌های روندی (CTA) بود. یک ماه بعد، در سپتامبر، طلا 8.5٪ افت کرد و موقعیت خرید خالص مدیران پول در کامکس حدود 84 تن کم شد. روی نوار GC، این نوع خرید و فروش مکانیکی به شکل انفجار سفارش‌های تهاجمی در جهت روند دیده می‌شود. اوردرفلو نشان می‌دهد این سفارش‌ها چطور به دفتر سفارش برخورد می‌کنند؛ اینکه پشتشان یک CTA بوده یا کس دیگری را نشان نمی‌دهد (فصل ۱۰).

دنبال کردن بازده: چرا پول دیر می‌رسد

پول به برنده‌ی پارسال می‌رود

اگر روندها ماندگارند، شاید فکر کنید سرمایه‌گذاری که دنبال برنده می‌رود باید سود کند. داده‌ها چیز دیگری می‌گویند. مشکل اینجاست که بیشتر پول دیر می‌رسد: وقتی برنده بودن یک بازار به قدر کافی روشن شده که همه از آن حرف بزنند، بخش بزرگی از حرکت تمام شده است.

سیری و توفانو (1998) در مطالعه‌ای درباره‌ی صندوق‌های سرمایه‌گذاری آمریکا نشان دادند که سرمایه‌گذاران با شدت زیادی به سمت صندوق‌هایی که سال قبل بهترین عملکرد را داشته‌اند هجوم می‌برند. نکته‌ی ظریف‌تر، **عدم تقارن** این رفتار بود: پول از صندوق‌های بد با همان شدت خارج نمی‌شود. یعنی ما برنده را با شوق دنبال می‌کنیم، ولی از بازنده با بی‌میلی جدا می‌شویم.

«پول احمق»

فراترینی و لامونت (2008) پا را فراتر گذاشتند و عنوان تندی برای مقاله‌شان انتخاب کردند: **«پول احمق» (Dumb Money)**. آن‌ها دیدند که جریان پول خرد به صندوق‌هایی می‌رود که سهم‌هایشان **بعداً بازده کمتری** دارند. به بیان دیگر، جابه‌جا کردن پول بین صندوق‌ها بر اساس عملکرد اخیر، در بلندمدت ثروت را از بین برده است. این عنوان توهین به سرمایه‌گذار خرد نیست؛ توصیف یک الگوی آماری است که همه‌ی ما در معرضش هستیم.

شکاف مورنینگ‌استار: هزینه‌ی زمان‌بندی بد

شاید ملموس‌ترین عدد این بحث از گزارش سالانه‌ی مورنینگ‌استار با عنوان «حواست به شکاف باشد» (Mind the Gap) بیاید. طبق نسخه‌ی 2025 این گزارش، در 10 سال منتهی به پایان 2024، خودِ صندوق‌ها و ETF‌های آمریکا به‌طور میانگین سالانه 8.2٪ بازده داده‌اند، ولی میانگین هر دلار سرمایه‌گذاران در همین صندوق‌ها سالانه فقط 7.0٪ گرفته است. این 1.2

واحد درصد فاصله، که حدود 15٪ کل بازده است، از هیچ کارمزد یا مالیاتی نمی‌آید. از یک چیز می‌آید: زمان‌بندی. سرمایه‌گذاران بعد از رشد وارد شده‌اند و بعد از افت خارج.

برای اینکه حس این عدد را بگیرید، یک حساب ساده (فقط برای تصویر کردن، نه بیشتر): 10,000 دلار با بازده سالانه‌ی 8.2٪ بعد از ده سال تقریباً 22,000 دلار می‌شود؛ همان مبلغ با 7.0٪ تقریباً 19,700 دلار. فاصله‌ای حدود 2,300 دلار، فقط به خاطر اینکه پول در زمان «اشتباه» جابه‌جا شده است. مورنینگ‌استار گزارش داده که در پنجره‌های ده‌ساله‌ی قبلی هم شکاف‌های مشابهی دیده شده است.

اشتباه رایج: «این بازار امسال از همه بهتر بوده، پس پول دارد به آن می‌رود و من هم باید بروم.» اینکه پول به برنده‌ی اخیر می‌رود درست است؛ اینکه این کار برای کسی که دیر می‌رسد سودآور است، در داده‌ها دیده نمی‌شود. شواهد بالا دقیقاً برعکس را نشان می‌دهند.

چطور هم مومن‌توم درست است و هم دنبال کردن بازده زیان‌ده؟

شاید این دو یافته متناقض به نظر برسند. اگر روند ادامه دارد، چرا کسی که دنبال روند می‌رود ضرر می‌کند؟ تفاوت در **سرعت، قاعده و افق** است. صندوق روندی در مطالعه‌های بالا با یک قاعده‌ی ثابت و از پیش تعیین‌شده، در ده‌ها بازار متنوع، زود وارد می‌شود و در شکست روند هم بی‌احساس خارج می‌شود. سرمایه‌گذار معمولی معمولاً بعد از اینکه حرکت در رسانه‌ها دیده شد وارد می‌شود، یعنی نزدیک‌تر به انتهای موج، و بعد از افت، با ترس و دیر خارج می‌شود، یعنی نزدیک‌تر به کف. هر دو «دنبال روند» رفته‌اند، ولی یکی در ابتدای مرحله‌ی سوم موج (که پایین‌تر توضیح می‌دهیم) و دیگری در مرحله‌ی پنجم.

رفتار گله‌ای، ترس از جا ماندن و اهرم

آبشار اطلاعاتی: وقتی تقلید منطقی است

فرض کنید وارد شهری ناآشنا شده‌اید و دو رستوران کنار هم می‌بینید: یکی شلوغ و دیگری خالی. احتمالاً به رستوران شلوغ می‌روید، حتی اگر نظر شخصی‌تان درباره‌ی منوی رستوران خالی بهتر باشد. این رفتار احمقانه نیست؛ شما فرض می‌کنید آدم‌های داخل رستوران شلوغ چیزی می‌دانند که شما نمی‌دانید.

بیکنچندانی، هیرشلایفر و ولش (1992) این پدیده را **آبشار اطلاعاتی (Information Cascade)** نامیدند: آدم‌های کاملاً منطقی، کار جمع را تکرار می‌کنند و اطلاعات خصوصی خودشان را کنار می‌گذارند. مشکل اینجاست که وقتی همه همین کار را بکنند، دیگر هیچ اطلاعات تازه‌ای وارد تصمیم جمع نمی‌شود. همه به هم نگاه می‌کنند و صف طولانی‌تر می‌شود، حتی اگر نفر اول اشتباه کرده باشد. در بازار، صف خریداران خودش به دلیل خرید تبدیل می‌شود.

گله‌ی شغلی: تنها اشتباه نکن

نوع دیگری از رفتار گله‌ای به انگیزه‌های حرفه‌ای برمی‌گردد. شارفستین و استاین (1990) نشان دادند مدیران سرمایه‌ترجیح می‌دهند **همراه جمع اشتباه کنند تا تنها**. اگر مدیر صندوقی سهمی را بخرد که همه‌ی رقبا هم خریده‌اند و ضرر کند، می‌گوید «همه ضرر کردند». اگر تنها کسی باشد که آن را نخریده و بازار بالا برود، شغلش در خطر است. این **رفتار گله‌ای شغلی (Reputational Herding)** توضیح می‌دهد چرا حتی پول حرفه‌ای هم در اواخر یک موج به برنده‌ی اخیر اضافه می‌کند.

توجه: چیزی را می‌خریم که دیده‌ایم

باربر و اودین (2008) در مقاله‌ای با عنوان «هر آنچه می‌درخشد» (All That Glitters) نشان دادند سرمایه‌گذاران خرد دارایی‌هایی را می‌خرند که **توجه‌برانگیز** شده‌اند: در خبرها بوده‌اند، حرکت بزرگی داشته‌اند یا حجم معاملاتشان غیرعادی بوده است. دلیلش ساده است: از میان هزاران گزینه، فقط آن‌هایی را بررسی می‌کنیم که به چشمان آمده‌اند. هر رکورد تازه، هر تیتیر «بالاترین قیمت تاریخ» و هر ویدیوی پربازدید، خریدار تازه‌ای می‌آورد که پیش از این اصلاً به آن بازار فکر نمی‌کرد.

FOMO: اسم عامیانه‌ی یک ترکیب

ترس از جا ماندن (FOMO) اسم رایج همین ترکیب است: ترس از عقب افتادن از دیگران، به‌اضافه‌ی برون‌یابی (اینکه فکر کنیم روند اخیر ادامه پیدا می‌کند)، به‌اضافه‌ی توجه. FOMO یک نظریه‌ی علمی جدا نیست، بلکه برچسبی است که روی سازوکارهای بالا می‌گذاریم. ولی اثرش در بازار واقعی است: لحظه‌ای که آشنایان و همکاران شما درباره‌ی سود خودشان در یک بازار حرف می‌زنند، معمولاً لحظه‌ای است که جمعیت در حال ورود است.

حلقه‌ی قیمت به قیمت: مینسکی، کیندلبرگر و شیلر

سه نام کلاسیک این ایده‌ها را در قالب یک حلقه‌ی بازخورد کنار هم گذاشته‌اند. **هایمن مینسکی** با «فرضیه‌ی بی‌ثباتی مالی» نشان داد که دوره‌های آرام، خودشان ریسک‌پذیری و بدهی بیشتر را تشویق می‌کنند. **چارلز کیندلبرگر** در کتاب «شیدایی‌ها، هراس‌ها و سقوط‌ها» (1978) تاریخ حباب‌ها را مرور کرد. **رابرت شیلر** در «شور غیرعقلانی» (2000) حلقه‌ی **قیمت به قیمت (Price-to-Price Feedback)** را توضیح داد: قیمت بالا می‌رود، این بالا رفتن توجه و اعتماد می‌آورد، توجه خریدار تازه می‌آورد و خریدار تازه قیمت را بیشتر بالا می‌برد.

نقطه‌ی مشترک هر سه این است که این حلقه با **اعتبار و اهرم** تقویت می‌شود. وقتی خریداران با پول قرضی می‌خرند، هم حرکت رو به بالا تندتر می‌شود و هم برگشت، چون پول قرضی وقتی قیمت برعکس شود، اجباراً فروخته می‌شود.

اهرم و آبشار لیکوئید: 10 اکتبر 2025

بهترین نمونه‌ی اخیر این سازوکار از بازار کریپتو آمد. در کریپتو، اهرم از طریق **قراردادهای دائمی (Perpetual Futures)** یا «پرپچوال» بسیار در دسترس است؛ قراردادهایی که سررسید ندارند و معامله‌گر می‌تواند با سپرده‌ی کم، موقعیت بزرگی بگیرد. وقتی قیمت به ضرر چنین موقعیتی حرکت کند و سپرده تمام شود، صراف‌ی موقعیت را به **اجبار می‌بندد**؛ به این کار **لیکوئید شدن (Liquidation)** می‌گویند. هر لیکوئید شدن، یک سفارش فروش (یا خرید) اجباری به بازار می‌فرستد که قیمت را بیشتر حرکت می‌دهد و موقعیت‌های بعدی را هم لیکوئید می‌کند. نتیجه یک آبشار **(Cascade)** است.

روز 10 اکتبر 2025، پس از یک خبر تعرفه‌ای تازه از سوی آمریکا، طبق CoinDesk Research حدود **19 میلیارد دلار** موقعیت در 24 ساعت لیکوئید شد؛ بزرگ‌ترین روز لیکوئید در تاریخ کریپتو. بیش از 1.6 میلیون حساب درگیر شدند. این اینترست (Open Interest) قراردادهای دائمی، یعنی مجموع قراردادهای باز، حدود 43٪ کم شد: از 217 میلیارد به 123 میلیارد دلار. بیت‌کوین در همان روز از حدود 122 هزار دلار به زیر 107 هزار دلار رسید و کف درون‌روزی صد کوین بزرگ به‌طور میانگین حدود 58٪ پایین‌تر از قیمت قبلی‌شان بود.

نکته‌ی آموزشی این رویداد، که در فصل ۷ هم به آن برمی‌گردیم، این است: در آن روز پول از جایی به جای دیگر نرفت؛ پول از **بین رفت**. موقعیت‌های اهرمی بسته شدند و وثیقه‌ها سوختند. این دقیقاً برعکس تصویر «استخر پولی» است که فصل ۱ نقدش کرد. ظاهر سقوط شبیه «خروج پول» بود، ولی سازوکارش اهرم بود.

اشتباه رایج: «این اینترنتست بالا یعنی پول زیادی وارد بازار شده.» این اینترنتست تعداد موقعیت‌های باز است و هر قرارداد یک خریدار و یک فروشنده دارد. اهرم، یک **موقعیت** است، نه **جریان پول جدید**. این اینترنتست رکوردی همراه با نرخ تأمین مالی (Funding) بسیار بالا، پیش از 10 اکتبر 2025 بیشتر نشانه‌ی شکنندگی بود تا قدرت.

نمونه‌ی ایرانی: بهار و تابستان 1399

لازم نیست برای دیدن این حلقه به وال‌استریت یا کریپتو برویم. بورس تهران در 1399 یکی از روشن‌ترین نمونه‌های آن را ساخت. شاخص کل از حدود 508,661 واحد در 5 فروردین 1399 به سقف تاریخی **2,078,000 واحد در 19 مرداد 1399** رسید. بازده فصلی آن سال گویاست: بهار حدود **+147%**، تابستان حدود **+25%**، پاییز حدود **-10%** و زمستان حدود **-9%**. بالاترین ارزش معاملات روزانه به دلار، حدود 1.451 میلیارد دلار، در 23 اردیبهشت 1399 ثبت شد و هنوز تکرار نشده است. منابع اقتصادی چند عامل را برای آن رالی برشمردند: ورود گسترده‌ی سرمایه‌گذاران تازه‌کار، بازده پایین صندوق‌های درآمد ثابت و بالا رفتن سریع انتظارات تورمی. همه‌ی اجزای این فصل آنجا حاضر بودند: توجه رسانه‌ای، صف‌های خرید که خودشان دلیل خرید شدند، و ورود کسانی که پیش از آن هرگز سهم نخریده بودند. برگشت هم مطابق الگو تند بود: روز 26 مرداد 1399 شاخص حدود 89,693 واحد افت کرد که در آن زمان بزرگ‌ترین افت یک‌روزه در 53 سال بود، و شاخص سال را حدود 37% پایین‌تر از سقف تمام کرد. جزئیات این دوره و جایگاهش در «ترتیب معروف» بازارهای ایران را در فصل ۸ می‌بینید.

اثر ثروت: واقعی ولی کوچک

یک سازوکار دیگر هم معمولاً در توضیح موج‌ها مطرح می‌شود: **اثر ثروت (Wealth Effect)**. ایده این است که سود در یک بازار، خرج کردن و ریسک‌پذیری را بیشتر می‌کند و همین پول اضافه به بازار بعدی می‌رسد. کسی که از سهام سود کرده، با خیال راحت‌تر خانه یا خودرو می‌خرد یا سراغ دارایی پریسک‌تری می‌رود.

این اثر واقعی است، ولی اندازه‌اش را باید دانست. چودورو-رایش، نونف و سیمشک (2021) در یکی از دقیق‌ترین مطالعه‌های این موضوع، که در *American Economic Review* منتشر شد، برآورد کردند که به ازای هر دلار افزایش ثروت سهامی، مصرف سالانه حدود **3.2 سنت** بیشتر می‌شود. یعنی اگر ثروت سهامی کسی 100,000 دلار بیشتر شود، به‌طور میانگین سالانه حدود 3,200 دلار بیشتر خرج می‌کند. این عدد کم نیست، ولی به‌عنوان کانال انتقال پول از یک بازار به بازار دیگر، در برابر جریان صندوق‌ها و اهرم ضعیف است.

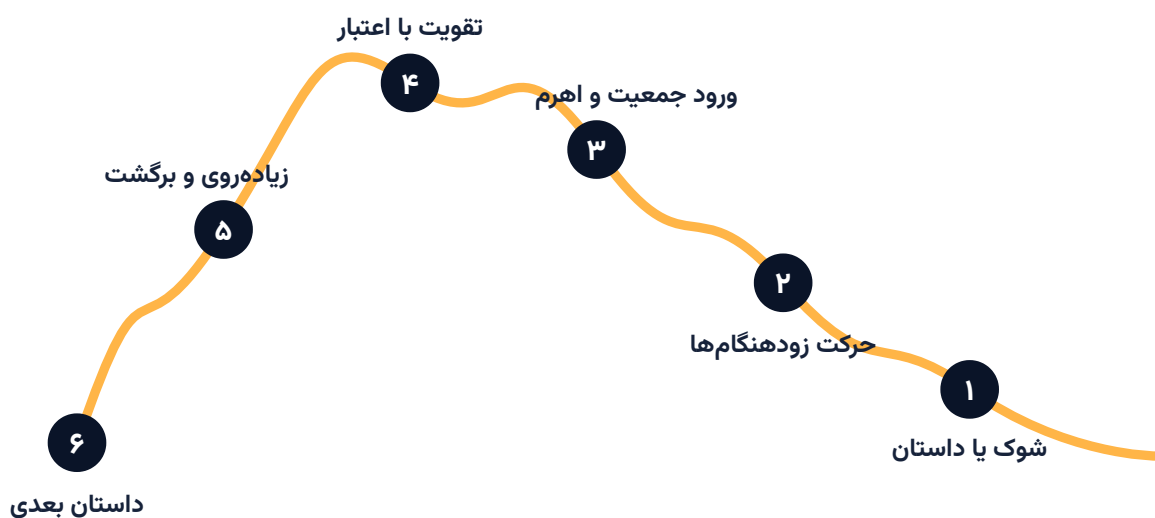
نسخه‌ی قوی‌تر اثر ثروت در خود نظام مالی است، نه در مصرف خانوار: دارایی گران‌تر یعنی **وثیقه‌ی** باارزش‌تر، و وثیقه‌ی باارزش‌تر یعنی وام و اهرم بیشتر. این همان کانالی است که در فصل ۳ با نام چرخه‌ی نقدینگی جهانی دیدیم.

آناطومی یک موج در شش مرحله

حالا می‌توانیم همه‌ی قطعه‌ها را کنار هم بگذاریم. الگوی زیر یک **مدل آموزشی** است، نه قانون. هدفش این است که وقتی یک حرکت بزرگ را در هر بازاری نگاه می‌کنید، بتوانید بپرسید «این حرکت الان شبیه کدام مرحله است و چه سازوکاری پشتش کار می‌کند؟». قرار نیست هر موج همه‌ی مراحل را طی کند یا مرحله‌ها هم‌اندازه باشند.

آناتومی یک موج

شش مرحله، از داستان تا برگشت



روندی‌ها، پول دنبال بازده و اهرم موج را بزرگ می‌کنند؛ همین سازوکارها در برگشت برعکس کار می‌کنند.

شکل ۴. آناتومی یک موج: شوک یا داستان، حرکت زودهنگامها، ورود جمعیت و اهرم، تقویت با اعتبار، زیاده‌روی و برگشت، و رفتن بخشی از سود به سراغ داستان بعدی.

۱. شوک یا داستان. یک اتفاق، جذابیت نسبی یک دارایی را عوض می‌کند. تورم به نفع کالا و طلا کار می‌کند، کاهش تورم به نفع اوراق و سهام رشدی، و موج نقدینگی به نفع کریپتو. این شوک می‌تواند یک داده‌ی اقتصادی باشد، یک تصمیم سیاستی، یا یک فناوری تازه.

۲. حرکت زودهنگامها. کسانی که زودتر یا بهتر می‌بینند، یا بر اساس منطقی غیر از قیمت می‌خرند، اقدام می‌کنند: صندوق‌های کلان، بانک‌های مرکزی، آگاهان صنعت. روند شروع می‌شود، معمولاً بی‌سروصدا و در حالی که بیشتر مردم هنوز به داستان قبلی فکر می‌کنند.

۳. ورود جمعیت. صندوق‌های روندی و پول‌های دنبال بازده اضافه می‌شوند. رسانه‌ها رکوردها را تیتیر می‌کنند، توجه بالا می‌رود و مردم عادی وارد می‌شوند. اهرم بیشتر می‌شود. این مرحله معمولاً تندترین بخش حرکت قیمت است.

۴. تقویت مالی. ثروت بیشتر و وثیقه‌ی بارزش‌تر، اعتبار بیشتری می‌سازد. قیمت بالاتر خودش دلیلی برای وام گرفتن و خرید بیشتر می‌شود. حلقه‌ی قیمت به قیمت شیلر و چرخه‌ی مینسکی در این مرحله در اوج کارشان هستند.

۵. زیاده‌روی و برگشت. قیمت از ارزش بنیادی جلو می‌زند. بعد یک شوک، چه تأمین مالی، چه تورمی و چه سیاستی، یا صرفاً خستگی خریداران، جهت را برمی‌گرداند. حالا همه‌ی سازوکارهای بالا برعکس کار می‌کنند: صندوق‌های روندی می‌فروشند، اهرم‌ها لیکوئید می‌شوند، رسانه‌ها از «سقوط» می‌نویسند و صندوق‌ها ابطال می‌شوند.

۶. داستان بعدی. بخشی از سودی که محقق شده سراغ داستان تازه‌ای می‌رود. همین است که دوباره حس «حرکت پول از بازاری به بازار دیگر» را می‌سازد، در حالی که در واقع ترکیبی از پول محقق‌شده، پول جدید از اعتبار و تغییر قیمت خریدار حاشیه‌ای پشت آن است.

یک مثال: طلا از 2022 تا 2026

برای اینکه مدل انتزاعی نماند، آن را روی موجی که در فصل ۶ با جزئیات می‌بینیم بگذاریم. این تطبیق از روی گذشته است و قرار نیست چیزی درباره‌ی آینده بگوید.

- **مرحله ۱:** مسدود شدن ذخایر ارزی بانک مرکزی روسیه در 2022 نشان داد ذخیره‌ی ارزی خارج از کشور قابل مسدود شدن است. جذابیت نسبی طلا برای بانک‌های مرکزی عوض شد.
 - **مرحله ۲:** بانک‌های مرکزی، که به قیمت حساس نیستند، سه سال پشت سر هم بیش از 1,000 تن طلا خریدند. در 2024 صندوق‌های ETF غربی تقریباً هیچ نخریدند (حدود 6.8- تن)، ولی طلا حدود 27٪ بالا رفت. روند بی‌سروصدا شروع شده بود.
 - **مرحله ۳:** در 2025 ETF‌های طلا 801 تن ورودی گرفتند، دومین سال قوی تاریخ. در ژانویه 2026 ورودی ماهانه به رکورد حدود 19 میلیارد دلار رسید. طلا در 26 ژانویه 2026 از 5,000 دلار گذشت و شاخص RSI بالای 90 رفت؛ نشانه‌ای از اوج‌گیری انفجاری.
 - **مرحله ۵:** روز 30 ژانویه 2026، پس از خبر نامزدی رئیس جدید فدرال رزرو و جهش دلار، طلای اسپات حدود 9٪ در یک روز افت کرد؛ بدترین روزش از اوایل دهه‌ی 80. فیوچرز GC همان روز حدود 11.4٪ افت کرد و در 4,745.10 دلار تسویه شد؛ فیوچرز نقره حدود 31.4٪.
 - **مرحله ۶:** چند ماه بعد، در ژوئن 2026 و در بازار دیگری، گزارش شد پولی که قبلاً سراغ کریپتو می‌رفت به سهام هوش مصنوعی و نیمه‌هادی رفته است: یک «داستان بعدی» در بازاری دیگر.
- مرحله ۴ در این مثال کمتر روشن است و همین نکته‌ی آموزشی دارد: موج‌های واقعی همیشه همه‌ی مراحل را تمیز و به ترتیب طی نمی‌کنند. همان هشدار که پرینگ و نویسندگان ساعت مریل‌لینچ درباره‌ی مدل‌های خودشان دادند (فصل ۲) اینجا هم صادق است.

نکته‌ی طلا: در مرحله‌ی پنجم، اهرم اجباری بسته می‌شود و این روی نوار فیوچرز شبیه فروش تهاجمی شدید دیده می‌شود. در 30 ژانویه 2026 افزایش وجه تضمین (مارجین) یکی از عوامل ذکرشده‌ی سقوط بود. کسی که فوت‌پرینت GC را در چنین روزی نگاه می‌کند، می‌بیند فروش تهاجمی چطور سطح‌ها را می‌شکند و کجا جذب می‌شود. ولی خود نوار نمی‌گوید این فروش از تغییر نظر یک بانک مرکزی بوده، از لیکوئید شدن یک صندوق، یا از افزایش مارجین. برای «چرا» باید سراغ داده‌های کندتر رفت (فصل ۹).

امتحان کنید: در TradingView نمودار ماهانه‌ی طلا (مثلاً TVC:GOLD) را از 2022 تا امروز باز کنید. سعی کنید روی نمودار، بازه‌هایی را که به نظرتان با مرحله‌های ۲، ۳ و ۵ این فصل جور درمی‌آیند علامت بزنید. بعد به گزارش‌های جریان ETF در سایت Goldhub شورای جهانی طلا سر بزنید و ببینید ورودی‌ها در کدام بازه‌ها بزرگ‌تر شدند. هدف این تمرین پیدا کردن «مرحله‌ی فعلی» نیست؛ هدف این است که ببینید موج از بیرون چقدر واضح‌تر از درون آن به نظر می‌رسد.

چرا دانستن روان‌شناسی موج، زمان‌بندی را آسان نمی‌کند

شاید پس از این فصل فکر کنید حالا می‌توانید مرحله‌ی هر موجی را تشخیص دهید و درست پیش از مرحله‌ی پنجم کنار بکشید. دو دلیل خوب برای فروتنی هست. اول، مرز مرحله‌ها فقط از پشت سر روشن است. شاخص RSI طلا پیش از سقف ژانویه 2026 بالای 90 بود، ولی در فصل ۶ می‌بینید که آخرین 500 دلار تا 4,000 دلار در اکتبر 2025 فقط حدود 36 روز طول کشیده بود و طلا پس از آن هنوز حدود 40٪ دیگر بالا رفت. سرعت حرکت نشانه‌ی رژیم است، نه ابزار زمان‌بندی. دوم، مومنتوم و دنبال‌کردن بازده هر دو «به‌طور میانگین» درست‌اند؛ یک موج مشخص می‌تواند کاملاً استثنا باشد.

کاری که این فصل واقعاً می‌کند این است که زبانی برای توصیف به شما بدهد. وقتی تیتري می‌گوید «پول دارد به بازار فلان هجوم می‌آورد»، می‌توانید بپرسید: این هجوم از جنس پول جدید است یا اهرم؟ از جنس زوددهنگام‌هاست یا جمعیت؟ و اگر جمعیت است، چه کسی آن طرف معامله ایستاده است؟

خلاصه‌ی فصل

- مومنتوم یکی از محکم‌ترین یافته‌های تجربی است: در 58 قرارداد آتی (موسکوویتز و همکاران، 2012) و در 67 بازار از 1880 تا 2016 (AQR، 2017) روندها 1 تا 12 ماه ادامه پیدا کرده‌اند و بعد تا حدی برگشته‌اند.
- این شواهد منتقد هم دارد: در سطح تک‌دارایی ضعیف است (هوانگ و همکاران، 2020) و گاهی سقوط می‌کند (مارس تا مه 2009: بازنده‌ها 163٪، برنده‌ها 8٪).
- صندوق‌های روندی، هدف‌گذاری نوسان و برابری ریسک به‌طور مکانیکی به برنده اضافه می‌کنند؛ همین رهبری بازار را ادامه می‌دهد و برگشت را تند می‌کند.
- پول سرمایه‌گذاران به برنده‌ی قبلی می‌رود (سیری و توفانو) و معمولاً به جاهایی که بعداً بازده کمتری دارند (فرا‌تزینی و لامونت). طبق مورنینگ‌استار، زمان‌بندی بد در ده سال تا پایان 2024 سالانه 1.2 واحد درصد هزینه داشته است.
- آ‌بشار اطلاعاتی، گله‌ی شغلی، توجه و FOMO توضیح می‌دهند چرا جمعیت دیر و هم‌زمان وارد می‌شود؛ اعتبار و اهرم این حلقه را تقویت می‌کنند.
- روز 10 اکتبر 2025 حدود 19 میلیارد دلار موقعیت کریپتو لیکوئید شد: پول جابه‌جا نشد، از بین رفت.
- اثر ثروت واقعی ولی کوچک است (حدود 3.2 سنت مصرف سالانه به ازای هر دلار ثروت سهامی)؛ نسخه‌ی مهم‌ترش کانال وثیقه و اعتبار است.
- آ‌ناتومی شش‌مرحله‌ای موج (شوک، زوددهنگام‌ها، جمعیت، تقویت مالی، زیاده‌روی و برگشت، داستان بعدی) زبانی برای توصیف است، نه ساعت زمان‌بندی.

آزمونک

۱. تفاوت مومنتوم مقطعی و مومنتوم سری زمانی چیست و کدام برای بحث چرخش بین طبقه‌های دارایی مهم‌تر است؟
۲. اگر روندها ماندگارند، چرا میانگین دلار سرمایه‌گذاران در گزارش مورنینگ‌استار از خود صندوق‌ها عقب‌تر بوده است؟
۳. «آ‌بشار اطلاعاتی» چیست و چرا تقلید از جمع در آن می‌تواند برای تک‌تک افراد منطقی باشد؟
۴. چرا رویداد 10 اکتبر 2025 در کریپتو را نمی‌توان «خروج پول از کریپتو به بازار دیگر» نامید؟

پاسخ آزمونک

۱. مومنتوم مقطعی دارایی‌ها را با هم مقایسه می‌کند و برنده‌های نسبی را در برابر بازنده‌های نسبی قرار می‌دهد. مومنتوم سری زمانی هر دارایی را با گذشته‌ی خودش می‌سنجد (مثلاً بازده دوازده ماه گذشته‌اش). نسخه‌ی سری زمانی، که همان دنبال‌کردن روند است، برای چرخش بین سهام، اوراق، ارز و کالا مهم‌تر است، چون صندوق‌های روندی با آن در همه‌ی این طبقه‌ها هم‌زمان موقعیت می‌گیرند.
۲. چون بیشتر سرمایه‌گذاران دیر وارد و دیر خارج می‌شوند: بعد از رشد می‌خرند و بعد از افت می‌فروشند. صندوق روندی با قاعده‌ی ثابت، زود و بی‌احساس عمل می‌کند؛ سرمایه‌گذار معمولی معمولاً بعد از دیده شدن حرکت در رسانه‌ها. نتیجه، طبق مورنینگ‌استار، ۷.۰٪ در برابر ۸.۲٪ در سال بوده است.
۳. آبخشار اطلاعاتی وضعیتی است که در آن افراد کار جمع را تکرار می‌کنند و اطلاعات خصوصی خودشان را کنار می‌گذارند (بیکچندانی، هیرشلایفر و ولش، ۱۹۹۲). برای هر فرد منطقی است، چون فرض می‌کند دیگران چیزی می‌دانند که او نمی‌داند؛ ولی وقتی همه همین کار را بکنند، اطلاعات تازه‌ای وارد تصمیم جمع نمی‌شود و یک اشتباه اولیه می‌تواند بزرگ شود.
۴. چون سازوکار آن روز اهرم بود، نه جابه‌جایی پول. حدود ۱۹ میلیارد دلار موقعیت اهرمی به اجبار بسته شد، وثیقه‌ها سوختند و اپن اینترست قراردادهای دائمی حدود ۴۳٪ کم شد. آن پول به بازار دیگری نرفت؛ از بین رفت.
۵. در مرحله‌ی ۲، خریداران زود هنگام‌ها هستند: صندوق‌های کلان، بانک‌های مرکزی و کسانی که بر اساس منطقی غیر از قیمت اخیر می‌خرند، و روند بی‌سروصدا شروع می‌شود. در مرحله‌ی ۳، صندوق‌های روندی، پول دنبال بازده و مردم عادی که با توجه رسانه‌ای جذب شده‌اند وارد می‌شوند و اهرم بالا می‌رود.

بخش ۲۰ تاریخ و بازارها

فصل ۵

موج‌های بزرگ تاریخی (۱۹۷۱ تا ۲۰۲۶)

در این فصل: هشت موج بزرگ بازارهای مالی را از پایان نظام برتون وودز در 1971 تا امروز مرور می‌کنید: کدام دارایی در هر موج برنده بود، با چه عده‌هایی، و چه رژیم اقتصادی‌ای پشت آن بود. بعد یاد می‌گیرید چطور با نسبت داو به طلا و نسبت S&P 500 به طلا کل این تاریخ را در یک نمودار ببینید، و چرا این نسبت‌ها رژیم را نشان می‌دهند، نه زمان را. فصل با سه درس تمام می‌شود که هر کسی که درباره‌ی «موج بعدی» حرف می‌زند باید بداند: موج‌ها طولانی و نامتقارن‌اند، بازارها گاهی دهه‌ها از دست می‌روند، و بخش زیادی از «درس‌های تاریخ» سوگیری بازمانده است.

تا اینجا کتاب بیشتر درباره‌ی سازوکارها حرف زدیم: پول جدید از کجا می‌آید، چه موتورهایی آن را حرکت می‌دهند و روان‌شناسی جمعی چطور حرکت را بزرگ می‌کند. این فصل همه‌ی آن‌ها را روی محور زمان می‌گذارد. وقتی 55 سال تاریخ را کنار هم ببینید، دو چیز هم‌زمان روشن می‌شود. اول اینکه بله، رهبری بازارها واقعاً بین طبقه‌های دارایی می‌چرخد: دهه‌ای مال طلا و کالاست، دو دهه مال سهام و اوراق، و دوباره برعکس. دوم اینکه این چرخش‌ها آن‌قدر طولانی، نامنظم و وابسته به شرایط خاص هر دوره‌اند که از روی آن‌ها نمی‌شود ساعت ساخت.

یک توضیح درباره‌ی عده‌ها: قیمت‌های تاریخی طلا در این فصل، جایی که منبع مشخص کرده، با معیارشان آمده‌اند. سقف 850 دلاری 1980 و کف 252.8 دلاری 1999 قیمت عصر لندن (LBMA PM) هستند. برای سقف 2026 چند معیار وجود دارد که در فصل ۶ با جزئیات می‌آید. عده‌هایی که با «حدود» آمده‌اند گرد شده‌اند یا منابع درباره‌شان کمی اختلاف دارند.

هشت موج در یک جدول

موج	دوره	برنده	عدد کلیدی	رژیم
۱. تورم بزرگ	1971 تا 1980	طلا و کالا	طلا 35 به 850 دلار	نرخ واقعی منفی، شوک‌های نفتی
۲. رونق ضدتورمی	1980 تا 2000	سهام و اوراق	طلا 70-٪؛ داو به طلا حدود 1.3 به حدود 43	نرخ واقعی بالا
۳. ابرچرخه‌ی کالا	2000 تا 2011	کالا، نوظهورها، طلا	طلا حدود +650٪	رشد چین، دلار ضعیف
۴. نزول طلا	2011 تا 2015	سهام آمریکا	طلا حدود -45٪	دلار قوی، کاهش QE
۵. ریفلیشن و کرونا	2015 تا 2020	طلا، بعد همه چیز	طلا 2,067 دلار	نرخ واقعی منفی
۶. شوک تورمی	2021 تا 2022	کالا، نقد، انرژی	اوراق آمریکا -13٪	افزایش تند نرخ فدر
۷. موج بانک‌های مرکزی	2022 تا ژانویه 2026	طلا (و سهام بزرگ آمریکا)	طلا حدود +245٪	خرید رسمی بیش از 1,000 تن
۸. بازگشت نرخ‌ها	ژانویه 2026 تا ؟	نامعلوم	طلا حدود -29٪ از سقف تا کف	شوک نفتی، افزایش نرخ فدر

این جدول را مثل نقشه‌ی یک شهر ببینید، نه برنامه‌ی حرکت قطار. اندازه‌ی موج‌ها از چهار سال تا بیست سال فرق می‌کند، برنده‌ها تکرار می‌شوند ولی نه به ترتیب ثابت، و دو موج آخر نشان می‌دهند که حتی یک دارایی (طلا) می‌تواند در دو موج پشت سر هم، برنده‌ی اول و بازنده‌ی بعدی باشد. حالا هر موج را جداگانه باز می‌کنیم.

موج ۱: تورم بزرگ (۱۹۷۱ تا ۱۹۸۰)

در ۱۵ اوت ۱۹۷۱ «پنجره‌ی طلا» بسته شد: آمریکا دیگر دلار بانک‌های مرکزی خارجی را با طلا با نرخ ثابت ۳۵ دلار برای هر اونس عوض نمی‌کرد، و نظام **برتون‌وودز (Bretton Woods)** که ارزش‌های اصلی دنیا را به دلار و دلار را به طلا گره زده بود، عملاً تمام شد. از این لحظه، قیمت طلا آزاد شد و برای اولین بار در نسل خودش می‌توانست آزادانه به تورم واکنش نشان دهد.

و تورم آمد. در شوک نفتی ۱۹۷۳ تا ۱۹۷۴، قیمت نفت تقریباً چهار برابر شد، از حدود ۲.۹۰ به ۱۱.۶۵ دلار در هر بشکه تا ژانویه ۱۹۷۴ (طبق تاریخچه‌ی فدرال رزرو). شوک نفتی دوم در ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۰ قیمت نفت را از ۱۴.۸۵ به ۳۹.۵۰ دلار رساند. در طول دهه‌ی ۷۰ تورم آمریکا به‌طور میانگین حدود ۷.۴٪ بود، در حالی که بازده قیمتی سهام به‌طور میانگین حدود ۱.۶٪ در سال بود.

نتیجه برای سهام ویرانگر بود. شاخص S&P 500 در ۱۹۷۳ حدود ۱۴.۳٪ و در ۱۹۷۴ حدود ۲۵.۹٪ بازده داد. در کل دوره‌ی ۱۹۶۸ تا ۱۹۸۲، سهام آمریکا به اسم تقریباً درجا زد، ولی به حساب واقعی (پس از کسر تورم) حدود ۴۰٪ ارزشش را از دست داد. در همین دوره طلا از ۳۵ دلار به سقف ۸۵۰ دلار در قیمت عصر لندن، ۲۱ ژانویه ۱۹۸۰ رسید؛ رشدی حدود ۲,۳۰۰٪. نقره هم با ماجرای معروف احتکار برادران هانت در ۱۸ ژانویه ۱۹۸۰ به حدود ۴۹.۵ تا ۵۰ دلار رسید.

سازوکار پشت این موج همان است که در فصل ۳ دیدیم: **نرخ بهره‌ی واقعی منفی**. وقتی سود اوراق از تورم کمتر باشد، نگه‌داشتن دارایی مالی یعنی از دست دادن قدرت خرید، و پول به سمت دارایی‌های واقعی می‌رود. بانک مرکزی آمریکا در بیشتر این دهه از تورم عقب بود، تا اینکه پل ولکر در اکتبر ۱۹۷۹ سیاست را به‌شدت سخت‌گیرانه کرد.

موج ۲: رونق ضدتورمی (۱۹۸۰ تا ۲۰۰۰)

سیاست ولکر نرخ‌های بهره را به سطح‌هایی رساند که امروز باورنکردنی به نظر می‌رسد: بازده اوراق ده‌ساله‌ی آمریکا در سپتامبر ۱۹۸۱ به حدود ۱۵.۸٪ رسید. نرخ واقعی برای اولین بار در یک دهه به‌شدت مثبت شد و تورم شکست. همین نقطه شروع یکی از طولانی‌ترین موج‌های تاریخ مالی شد: دو دهه بازار صعودی هم‌زمان برای سهام و اوراق. بازده اوراق ده‌ساله از حدود ۱۵ تا ۱۶٪ به حدود ۴ تا ۵٪ پایین آمد (و قیمت اوراق، که برعکس بازده حرکت می‌کند، بالا رفت). شاخص S&P 500 از حدود ۱۰۷ واحد در ۱۹۸۰ به حدود ۱,۵۲۷ واحد در مارس ۲۰۰۰ رسید. جهانی‌شدن، تورم پایین و نرخ‌های رو به کاهش، سوخت این موج بودند.

طلا در همین دوره سمت دیگر الاکلنگ بود. از ۸۵۰ دلار در ۱۹۸۰ به ۲۵۲.۸ دلار در ۲۰ جولای ۱۹۹۹ رسید؛ افتی حدود ۷۰٪ در ۱۹ سال. فروش طلای بانک‌های مرکزی اروپایی هم فشار را بیشتر کرد؛ اعلام فروش طلای بریتانیا در ۱۹۹۹ تقریباً با همان کف هم‌زمان شد. نسبت داو به طلا، که پایین‌تر با جزئیات می‌بینیم، از حدود ۱.۳ (میانگین ماهانه‌ی ژانویه ۱۹۸۰) به حدود ۴۳ رسید که بالاترین سطح تاریخ آن است.

درسی که این موج برای هر خریدار «سقف» دارد تلخ است: کسی که طلا را در سقف ۱۹۸۰ خرید، حدود ۲۸ سال صبر کرد تا به اسم دلاری سربه‌سر شود (طلا تازه در ژانویه ۲۰۰۸ دوباره از ۸۵۰ دلار گذشت). به حساب واقعی، یعنی با احتساب تورم، این انتظار تا حدود ۲۰۲۴ تا ۲۰۲۵ طول کشید.

موج ۳: ابرچرخه‌ی کالا (2000 تا 2011)

موج سوم با یک رویداد شروع شد که در لحظه شاید کمتر کسی اهمیتش را برای بازار کالا می‌دید: پیوستن چین به سازمان تجارت جهانی در 2001. شهرنشینی و صنعتی شدن سریع چین تقاضای مواد خام را منفجر کرد. سهم چین از تقاضای جهانی مس از کمتر از 20٪ به حدود 40٪ در 2011 و بیش از 50٪ در 2020 تا 2021 رسید. مصرف مس چین فقط بین 2001 و 2011 حدود 5.1 میلیون تن (حدود 215٪) بیشتر شد. نفت در جولای 2008 به سقف **147.27 دلار** رسید و مس در فوریه 2011 از 10,000 دلار در هر تن گذشت.

طلا در این موج از 252.8 دلار به حدود **1,895 دلار در سپتامبر 2011** (قیمت عصر لندن) رسید؛ رشدی حدود 650٪ در حدود دوازده سال. این مسیر صاف هم نبود: در وسط آن، در بحران مالی 2008، طلا حدود 30٪ افت کرد و بعد دوباره راهش را ادامه داد. دلار ضعیف در بیشتر این دهه و بعد خرید دارایی‌های بانک‌های مرکزی (QE) پس از 2008، سوخت مرحله‌ی دوم این صعود بودند.

سمت دیگر الکلنگ این بار سهام آمریکا بود. نزدک از سقف مارس 2000 حدود 77٪ ریخت. شاخص S&P 500 در کل دهه‌ی 2000 تا 2009 بازده کل (با سود نقدی) سالانه حدود **-0.95٪** داشت؛ یعنی هر یک دلار سرمایه‌گذاری شده در ابتدای دهه، در انتهای آن حدود 91 سنت بود. این همان دهه‌ای است که به آن «دهه‌ی از دست رفته» می‌گویند.

موج ۴: بازار نزولی طلا (2011 تا 2015)

اگر کسی در 2011 نتیجه گرفته بود که طلا «همیشه» بالا می‌رود، چهار سال بعد درس سختی گرفت. طلا از 1,895 دلار به **1,049 دلار در دسامبر 2015** رسید؛ افتی حدود 45٪. نقطه‌ی اوج این نزول آوریل 2013 بود: روز 15 آوریل 2013 طلا 140.30 دلار (حدود 9٪) افت کرد و به 1,361.10 دلار رسید که بزرگ‌ترین افت یک‌روزه از 1983 بود، و در دو روز حدود 13٪. سال 2013 با حدود 28-٪ بدترین سال طلا در حدود سه دهه شد. موجودی بزرگ‌ترین ETF طلای آمریکا (GLD) در 15 آوریل 2013 به 798 تن رسید که پایین‌ترین از ژانویه 2009 بود.

عامل‌ها همه از یک جنس بودند: انتظار کاهش خرید اوراق فدرال رزرو (که در 2013 بازار را به هم ریخت)، دلار قوی و بالا رفتن نرخ واقعی. ابرچرخه‌ی کالا هم در 2014 تا 2016 تمام شد: نفت از حدود 110 دلار به زیر 30 دلار رسید، چون عرضه‌ای که در سال‌های گرانی سرمایه‌گذاری شده بود، درست وقتی وارد بازار شد که رشد چین کند شده بود. در این سال‌ها و تا 2021، برنده‌ی اصلی سهام آمریکا بود.

موج ۵: ریفلیشن و کرونا (2015 تا 2020)

ریفلیشن (Reflation)، یعنی دوره‌ای که سیاست‌گذار تلاش می‌کند با پول ارزان، رشد و تورم را دوباره بالا ببرد. در این موج، نرخ‌های واقعی دوباره پایین آمدند و در 2020 عمیقاً منفی شدند: حراج اوراق تورمی ده‌ساله‌ی آمریکا (TIPS) در جولای 2020 با بازده واقعی **-0.93٪** بسته شد که تا آن زمان پایین‌ترین در تاریخ این حراج‌ها بود.

ولی پیش از رکورد، یک سقوط آمد. در مارس 2020، در آنچه به «هجوم به نقد» (Dash for Cash) معروف شد، تقریباً همه چیز فروخته شد، حتی طلا. طلا در آن ماه حدود 12٪ افت کرد، چون نقدشونده بود و صندوق‌ها برای تأمین نقدینگی آن را می‌فروختند. نسبت طلا به نقره در 18 مارس 2020 به رکورد حدود **125** رسید. در 20 آوریل 2020 حتی قیمت قراردادهای

آتی نفت WTI برای مدت کوتاهی منفی شد. بعد بانک‌های مرکزی دست به خرید نامحدود دارایی زدند، نرخ واقعی منفی شد و طلا در 6 اوت 2020 به 2,067.15 دلار (قیمت لندن) رسید؛ حدود 97٪ بالاتر از کف 2015.

این موج یک درس خاص دارد که در فصل ۶ دوباره می‌بینیم: در بحران‌های نقدینگی، طلا اول فروخته می‌شود و بعد بالا می‌رود.

موج ۶: شوک تورمی (2021 تا 2022)

پول ارزان دوران کرونا، اختلال در زنجیره‌ی تأمین و بعد شوک انرژی 2022، تورم را به سطح‌هایی رساند که چهل سال دیده نشده بود: تورم سالانه‌ی آمریکا در ژوئن 2022 به 9.1٪ رسید. فدرال رزرو در 2022 نرخ بهره را حدود 425 واحد پایه بالا برد. اتفاقی که افتاد برای نسلی از سرمایه‌گذاران شوکه‌کننده بود: سهام و اوراق با هم ریختند. S&P 500 حدود 18-٪ و شاخص اوراق آمریکا (US Aggregate) حدود 13-٪ بازده داد که بدترین سال ثبت‌شده‌اش بود. پرتفوی 60/40 بدترین سالش را از 1937 تجربه کرد (حدود 16- تا 17.5-٪). صندوق All Weather بریج‌واتر، که در فصل ۲ دیدیم، حدود 22-٪ ضرر کرد. برنده‌ها این بار کالاها بودند (شاخص کالای بلومبرگ حدود 16+٪)، انرژی و پول نقد. شاخص دلار در سپتامبر 2022 به بالاترین سطح حدود بیست سال رسید.

طلا در این سال تقریباً بی‌تغییر ماند. این «هیچ اتفاقی نیفتادن» در واقع مهم‌ترین اتفاق بود: نرخ واقعی ده‌ساله از حدود 1-٪ به بالای 1.5+٪ رسید که طبق مدل قدیمی باید طلا را به شدت پایین می‌برد. نیفتادن طلا اولین نشانه‌ی موج بعدی بود.

موج ۷: موج بانک‌های مرکزی (2022 تا ژانویه 2026)

از 2022، خریدار حاشیه‌ای طلا عوض شد. پس از مسدود شدن ذخایر ارزی بانک مرکزی روسیه در 2022، بانک‌های مرکزی کشورهای نوظهور سه سال پشت سر هم بیش از 1,000 تن طلا خریدند؛ حدود دو برابر میانگین 473 تن در سال 2010 تا 2021. این خریداران به نرخ بهره و قیمت حساس نیستند، و همین رابطه‌ی قدیمی طلا و نرخ واقعی را شکست. طلا از حدود 1,620 دلار در 2022 به سقف 5,595.47 دلار (اسپات، درون‌روزی) در 29 ژانویه 2026 رسید (فیوچرز GC در همان روز 5,626.80 دلار)؛ رشدی حدود 245٪. سال 2024 حدود 27+٪ و سال 2025 حدود 64+ تا 66٪ بود که بهترین سال طلا از 1979 بود. سهام بزرگ آمریکا هم در همین دوره قوی بودند، که خودش مثال نقضی برای ترتیب‌های ثابت است: طلا و سهام هم‌زمان رکورد زدند، در حالی که نرخ واقعی بالا بود. جزئیات این موج، پنج پایه‌اش و خریداران پشت هر پایه را در فصل ۶ می‌بینید.

موج ۸: بازگشت نرخ‌ها (ژانویه 2026 تا امروز)

موج آخر هنوز تمام نشده است و برای همین، در جدول، برنده‌اش «نامعلوم» است. از اواخر ژانویه 2026، اول نامزدی رئیس جدید فدرال رزرو دلار را بالا برد و بعد شوک عرضه‌ی نفت از اواخر فوریه 2026 آمد. انتظار کاهش نرخ جایش را به انتظار افزایش نرخ داد و در 16 سپتامبر 2026 فدرال رزرو نرخ را به 3.75 تا 4.00٪ بالا برد؛ اولین افزایش از 2023. بازده ده‌ساله‌ی آمریکا به حدود 5.2 تا 5.3٪ و بازده واقعی ده‌ساله به بالاترین سطح حدود 18 سال رسید.

نتیجه برای دارایی‌هایی که سود نقدی ندارند سخت بود. طلا از سقف ژانویه تا کف 25 ژوئن 2026 (اسپات درون‌روزی 3,959.33 دلار) حدود 29٪ افت کرد، نقره حدود 50٪ از سقفش، و بیت‌کوین حدود 54٪ (از 126,080 دلار در 6 اکتبر 2025 به 58,379 دلار در 30 ژوئن 2026). در همین مدت S&P 500 تا 8 اکتبر 2026 حدود 13.4٪ از ابتدای سال بالا بود و پول نقد و اوراق کوتاه‌مدت آمریکا حدود 4٪ بازده می‌دادند.

اینکه این موج به کجا می‌رود را نمی‌دانیم و این کتاب هم قرار نیست حدس بزند. ولی یک مقایسه‌ی تاریخی در آن هست که در فصل ۶ با جزئیات می‌آید: شوک نفتی 1979 طلا را به سقف 850 دلار رساند، ولی شوک 2026 طلا را پایین آورد. تفاوت در واکنش بانک مرکزی بود.

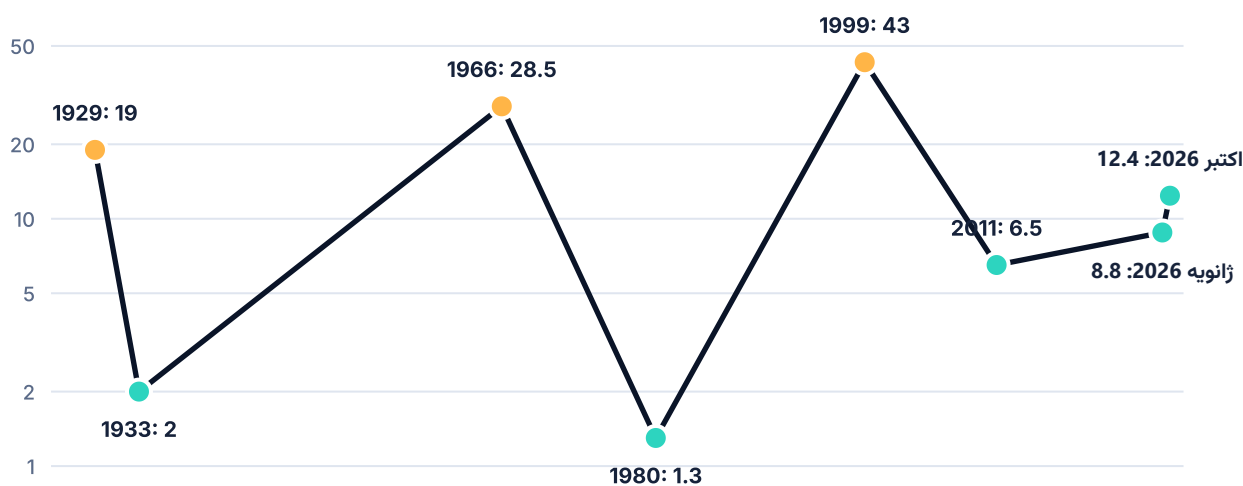
ایده‌ی کلیدی: در هر موج، «برنده» دارایی‌ای بوده که با رژیم آن دوره جور درمی‌آمده: نرخ واقعی منفی به نفع طلا و کالا، نرخ واقعی بالا و تورم رو به کاهش به نفع سهام و اوراق، تورم بالا به ضرر هر دو. چرخش سرمایه در مقیاس دهه، بیشتر از هر چیز چرخش رژیم تورم و نرخ واقعی است.

نسبت داو به طلا: نقشه‌ی موج‌ها

یک راه ساده برای دیدن کل این تاریخ در یک نگاه، **نسبت داو به طلا (Dow/Gold Ratio)** است: سطح شاخص صنعتی داو جونز تقسیم بر قیمت یک اونس طلا. این عدد می‌گوید با «یک واحد» از شاخص سهام، چند اونس طلا می‌شد خرید. وقتی نسبت بالاست، سهام نسبت به طلا گران است؛ وقتی پایین است، طلا نسبت به سهام گران است. هر موجی که بالاتر دیدیم، روی این نسبت به شکل یک حرکت بزرگ از یک حد به حد دیگر دیده می‌شود.

نسبت داو به طلا، نقشه‌ی موج‌ها

چند اونس طلا برای خرید یک واحد شاخص داو جونز لازم است (مقیاس لگاریتمی)



نارنجی: سهام گران نسبت به طلا - فیروزه‌ای: طلا گران نسبت به سهام

نقطه‌های تاریخی وصل شده‌اند؛ مسیر بین آن‌ها نمایشی است. منابع: goldsilver.com، محاسبه‌ی AK برای 2026

شکل ۵. نسبت داو به طلا: هر چرخش از یک حد به حد دیگر 12 تا 19 سال طول کشیده است. نقطه‌ها داده‌ی تاریخی‌اند و مسیر بین آن‌ها فقط برای نمایش وصل شده است.

تاریخ	نسبت داو به طلا	معنا
سقف 1929	حدود 19	سهام گران
1933	حدود 2	طلا گران
1966	حدود 28 تا 29	سهام گران
ژانویه 1980	حدود 1.3 (میانگین ماهانه)	اوج برتری طلا
1999	حدود 43 تا 44	اوج برتری سهام (بالاترین تاریخ)
2011	حدود 6 تا 7	برتری طلا
ژانویه 2026	حدود 8.8	سقف طلا
8 اکتبر 2026	حدود 12.4	برگشت نسبی به سمت سهام

عدد ژانویه 1980 میانگین ماهانه است؛ در روز سقف طلا (21 ژانویه 1980، قیمت 850 دلار) نسبت حدود 1.0 بود. دو عدد آخر جدول محاسبه‌ی ماست: سقف ژانویه 2026 با داوی حدود 49,000 واحد و طلای حدود 5,590 دلاری، و عدد اکتبر با داو 51,231.64 و طلای حدود 4,133 دلار. میانگین بلندمدت این نسبت از 1971، طبق یک منبع داده‌ی فلزات (goldsilver.com)، حدود 15 است.

همین تصویر را با نسبت **S&P 500 به طلا** هم می‌شود دید (عددها محاسبه‌ی تقریبی ما از سطح‌های شاخص و طلا هستند): حدود 0.13 تا 0.14 در ژانویه 1980، اوج حدود 5.3 تا 5.5 در 1999 تا مارس 2000، حدود 0.6 در 2011، حدود 2.6 در دسامبر 2021، حدود 1.2 تا 1.3 در سقف طلای ژانویه 2026، و حدود **1.88** در 8 اکتبر 2026 (S&P 500 برابر 7,765.36 و طلای حدود 4,133 دلار).

این نسبت‌ها چه می‌گویند و چه نمی‌گویند

نسبت داو به طلا رژیم را نشان می‌دهد، نه زمان را. چند واقعیت این را روشن می‌کند:

- هر چرخش از یک حد به حد دیگر بین 12 تا 19 سال طول کشیده است: 1966 تا 1980 (14 سال)، 1980 تا 1999 (19 سال) و 1999 تا 2011 (12 سال).
- چرخش‌ها فقط سال‌ها بعد تأیید شدند. در لحظه، هیچ‌کس نمی‌دانست 1999 سقف است.
- نسبت می‌تواند ده سال «ارزان» یا «گران» بماند. برای مثال، در بیشتر سال‌های 1995 تا 2008 بالای 15 ماند. کسی که در اوایل دهه‌ی 90 با رسیدن نسبت به 20 نتیجه گرفته بود سهام «زیادی گران» است، حدود 7 سال زود بود.
- «میانگین بلندمدت» به نقطه‌ی شروعی که انتخاب می‌کنید بستگی دارد. طلا تا 1971 روی 35 دلار ثابت بود، پس نسبت‌های قبل از 1971 با بعد از آن واقعاً قابل مقایسه نیستند. اگر میانگین را از 1929 بگیرید یا از 1971، به عدد متفاوتی می‌رسید.

اشتباه رایج: «نسبت داو به طلا از میانگینش پایین‌تر است، پس باید برگردد.» میانگین به انتخاب پنجره بستگی دارد و نسبت می‌تواند یک دهه دور از میانگین بماند. این نسبت‌ها برای فهمیدن اینکه در کدام رژیم هستیم مفیدند، نه برای تعیین زمان برگشت.

امتحان کنید: در TradingView در خانه‌ی نماد بنویسید `TVC:GOLD/SP:SPX` تا نمودار نسبت طلا به S&P 500 را ببینید (معکوس نسبتی که بالا آمد؛ هرچه بالاتر، طلا نسبت به سهام قوی‌تر). بازه را روی «همه» بگذارید و مقیاس را لگاریتمی کنید. سعی کنید هشت موج این فصل را روی آن پیدا کنید. بعد به خودتان این سؤال صادقانه را بدهید: اگر در وسط هر کدام از این موج‌ها بودید، از کجا می‌فهمیدید موج تمام شده است؟

سه درس تاریخی

درس ۱: موج‌ها طولانی و نامتقارن‌اند

نوع موج	طول مشاهده‌شده
ابرچرخه‌ی کالا (کف تا کف)	30 تا 40 سال
فاز صعودی ابرچرخه	حدود 10 تا 15 سال
بازار صعودی بلندمدت طلا	حدود 8.5 سال (1971 تا 1980)؛ حدود 10 تا 12 سال (1999/2001 تا 2011)
بازار نزولی بلندمدت طلا	حدود 19 تا 20 سال (1980 تا 1999)؛ حدود 4 سال (2011 تا 2015)
داو به طلا، حد به حد	12 تا 19 سال

دو چیز در این جدول مهم است. اول، مقیاس زمانی: موج‌های بزرگ با سال و دهه اندازه گرفته می‌شوند، نه با هفته و ماه. کسی که در مقیاس روزانه معامله می‌کند، در طول یک موج ممکن است هزاران روز معاملاتی را از سر بگذراند. دوم، عدم تقارن: بازار نزولی طلا پس از 1980 بیش از دو برابر بازار صعودی قبلش طول کشید، ولی بازار نزولی پس از 2011 فقط حدود چهار سال. هیچ قاعده‌ای نمی‌گوید موج بعدی چقدر طول می‌کشد.

درس ۲: بازارها گاهی دهه‌ها از دست می‌روند

سهام آمریکا، که امروز نماد «بازاری که همیشه بالا می‌رود» است، در همین 55 سال دو دهه‌ی از دست رفته داشته است: 1968 تا 1982 با حدود 40٪ افت واقعی، و 2000 تا 2009 با حدود 9-٪ بازده کل در ده سال. طلا هم دوره‌ی 19 ساله‌ی نزولی داشته است. این یعنی جمله‌ی «در بلندمدت حتماً جبران می‌شود» به تعریف «بلندمدت» بستگی دارد، و این تعریف گاهی از افق سرمایه‌گذاری یک انسان بلندتر است.

درس ۳: سوگیری بازمانده و سوگیری نگاه به گذشته

سوگیری بازمانده (Survivorship Bias) یعنی نتیجه‌گیری فقط از کسانی که زنده مانده‌اند. ژوریون و گوتزمن (1999) در مطالعه‌ای که در Journal of Finance منتشر شد، بازارهای سهام دنیا را در قرن بیستم بررسی کردند. بازده واقعی سهام آمریکا در 1921 تا 1996 حدود 4.3٪ در سال بود، در حالی که میان‌ه‌ی 39 بازار دنیا حدود 0.8٪ بود. چند بازار هم در این دوره متوقف یا کاملاً نابود شدند. یعنی آمریکا بررسی است که «زنده ماند و برد»، و جمله‌ی «سهام در بلندمدت همیشه

می‌برد» بخشی‌اش حرف یک بازمانده است. همین سوگیری در شاخص‌های کالا هم هست: دارایی‌هایی که سقوط کردند یا حذف شدند، از نمودارهای «بلندمدت» بیرون می‌افتند.

سوگیری نگاه به گذشته (Hindsight Bias) خطای دیگری است: بعد از هر موج، داستان‌ش اجتناب‌ناپذیر به نظر می‌رسد. «ابرچرخه‌ی چین»، «طلای دیجیتال»، «دلارزدایی». ولی همین داستان‌ها در شروع‌های کاذب هم گفته شده بودند. ادعاهای «طلا به 5,000 دلار» در 2011 تا 2012 حدود 14 سال زود بودند. ادعاهای «ابرچرخه‌ی کالای دوم» در 2021 مطرح شدند و در 2023 کم‌رنگ شدند. هر کسی که امروز با اطمینان درباره‌ی موج بعدی حرف می‌زند، باید یادش باشد که داستان‌های موج‌های قبلی هم در لحظه‌ی خودشان قانع‌کننده بودند و بعضی‌شان درست از آب درنیامدند.

نکته‌ی طلا: سقف اسمی 850 دلاری طلا در 1980 تا 2008 دوباره دیده نشد و به حساب واقعی تا حدود 2024 تا 2025. سقف 2026 نقره (حدود 121 دلار) هم هنوز به حساب واقعی حدود 40٪ پایین‌تر از سقف 1980 است. برای کسی که GC یا XAUUSD را در تایم‌فریم‌های کوتاه نگاه می‌کند، این عددها یادآوری مفیدی است: سطح‌هایی که روی نمودار روزانه «سقف تاریخی» نامیده می‌شوند، در مقیاس موج‌های بلند فقط نقطه‌هایی روی یک مسیر چنددهه‌ای‌اند، و مقایسه‌ی اسمی بدون تورم تصویر را تحریف می‌کند.

یک نگاه به ایران

موج‌های این فصل همه به دلار حساب شده‌اند. برای خواننده‌ی ایرانی، همین موج‌ها شکل متفاوتی دارند، چون قیمت هر دارایی جهانی در ایران حاصل ضرب قیمت جهانی در نرخ دلار آزاد است. برای مثال، سکه‌ی امامی از 1390 تا امروز حدود 467 برابر شده، در حالی که دلار حدود 200 برابر شده است؛ فاصله‌ی این دو تقریباً رالی جهانی طلا به‌اضافه‌ی تغییر حباب سکه است. در فصل ۸ می‌بینیم موج‌های داخلی ایران چطور روی این موج‌های جهانی سوار می‌شوند و کجا از آن‌ها جدا می‌شوند.

خلاصه‌ی فصل

- از 1971 تا امروز هشت موج بزرگ دیده می‌شود: تورم بزرگ، رونق ضدتورمی، ابرچرخه‌ی کالا، نزول طلا، ریفلکشن و کرونا، شوک تورمی، موج بانک‌های مرکزی و بازگشت نرخ‌ها که هنوز ادامه دارد.
- برنده‌ی هر موج با رژیم تورم و نرخ واقعی آن دوره جور بوده است؛ چرخش در مقیاس دهه بیشتر چرخش رژیم است.
- طلا از 35 به 850 دلار (1980) رسید، بعد 70٪ افت کرد (1999)، بعد حدود 650٪ رشد کرد (2011)، 45٪ افت کرد (2015) و در 29 ژانویه 2026 به 5,595.47 دلار (اسپات، درون‌روزی) رسید؛ هیچ‌کدام از این حرکت‌ها از قبل ساعت مشخصی نداشت.
- در 2022 سهام و اوراق با هم ریختند (اوراق آمریکا حدود 13-٪، بدترین سال ثبت‌شده) و طلا با وجود جهش نرخ واقعی تقریباً ثابت ماند؛ نشانه‌ی تغییر خریدار حاشیه‌ای.
- نسبت داو به طلا از حدود 1.3 (میانگین ماهانه‌ی ژانویه 1980) به حدود 43 (1999)، حدود 6 تا (2011) 7 و حدود 12.4 (اکتبر 2026) رفته است؛ هر چرخش حد به حد 12 تا 19 سال طول کشیده و فقط از پشت سر تأیید شده است.
- بازارها گاهی دهه‌ها از دست می‌روند: سهام آمریکا در 1968 تا 1982 و 2000 تا 2009.

- سوگیری بازمانده (آمریکا 4.3٪ در برابر میانه‌ی 0.8٪ در 39 بازار) و سوگیری نگاه به گذشته باعث می‌شوند درس‌های تاریخ قطعی‌تر از آنچه هستند به نظر برسند.

آزمونک

۱. چرا پایان نظام برتون‌وودز در 1971 برای شروع موج اول اهمیت داشت؟
۲. چرا ثابت ماندن تقریبی طلا در 2022 «مهم‌ترین اتفاق» آن سال برای طلا نامیده شد؟
۳. نسبت داو به طلا در 1980 و 1999 حدوداً چند بود و هر کدام چه معنایی داشت؟
۴. سه دلیل بیاورید که چرا نسبت داو به طلا ابزار زمان‌بندی نیست.
۵. یافته‌ی ژوریون و گوتزمن (1999) چه ربطی به جمله‌ی «سهم در بلندمدت همیشه می‌برد» دارد؟

پاسخ آزمونک

۱. چون تا 1971 قیمت طلا روی 35 دلار ثابت بود و نمی‌توانست به تورم واکنش نشان دهد. با بسته شدن پنجره‌ی طلا در 15 اوت 1971، قیمت آزاد شد و در دهه‌ای با نرخ واقعی منفی و دو شوک نفتی، توانست تا 850 دلار در ژانویه 1980 بالا برود.
۲. چون نرخ واقعی ده‌ساله در 2022 از حدود 1-٪ به بالای 1.5+٪ رفت و طبق مدل قدیمی طلا باید به‌شدت می‌افتاد. نیفتادن طلا نشان داد خریدار حاشیه‌ای عوض شده است: بانک‌های مرکزی، که به نرخ حساس نیستند، جای ETF‌های غربی را گرفته بودند. این شروع موج هفتم بود.
۳. در ژانویه 1980 حدود 1.3 به‌صورت میانگین ماهانه (و حدود 1.0 در روز سقف طلا)، یعنی اوج برتری طلا: با یک واحد داو فقط حدود یک اونس طلا می‌شد خرید. در 1999 حدود 43 تا 44، یعنی اوج برتری سهام و بالاترین سطح تاریخ این نسبت.
۴. (الف) هر چرخش حد به حد 12 تا 19 سال طول کشیده و فقط سال‌ها بعد تأیید شده است؛ (ب) نسبت می‌تواند یک دهه «ارزان» یا «گران» بماند، مثلاً بیشتر سال‌های 1995 تا 2008 بالای 15؛ (ج) «میانگین بلندمدت» به نقطه‌ی شروع بستگی دارد و نسبت‌های پیش از 1971 به خاطر قیمت ثابت طلا قابل مقایسه نیستند.
۵. آن‌ها نشان دادند بازده واقعی سهام آمریکا در 1921 تا 1996 حدود 4.3٪ در سال بود، ولی میانه‌ی 39 بازار دنیا فقط حدود 0.8٪. یعنی آمریکا یک بازمانده‌ی برنده است و تعمیم تجربه‌ی آن به «همه‌ی سهام» سوگیری بازمانده است.

فصل ۶

طلا در موج‌ها

در این فصل: طلا، بازار خانگی ما، را از نزدیک می‌بینید: پنج محرک اصلی قیمتش با عدد (نرخ بهره‌ی واقعی، دلار، بانک‌های مرکزی، صندوق‌های ETF و تقاضای آسیا)؛ تغییر رژیم 2022 که یک قاعده‌ی هفده‌ساله را شکست؛ مسیر طلا از 2,500 دلار در 2024 تا سقف تاریخی ژانویه 2026 و افت بعدش، به تفکیک پنج پایه و خریداران پشت هر کدام؛ اینکه چرا طلا «پناهگاه شرطی» است و چرا دو شوک نفتی 1979 و 2026 برایش نتیجه‌ی برعکس داشتند؛ و در پایان نقره، نسبت مس به طلا و نظریه‌ی ابرچرخه‌های کالا. درس سپتامبر 2026 در این فصل، پل مستقیم ما به فصل‌های ۹ و ۱۰ و به نوار فیوچرز GC است.

در فصل ۵ دیدیم طلا در 55 سال گذشته چند بار برنده و چند بار بازنده‌ی موج‌ها بوده است. این فصل از بیرون به درون می‌رود: چه کسانی طلا می‌خرند، به چه دلیل، با چه حساسیتی به قیمت و نرخ بهره، و وقتی ترکیب این خریداران عوض می‌شود، چه اتفاقی برای قیمت می‌افتد. اگر فقط یک ایده از این فصل در ذهنتان بماند، این باشد: **قیمت طلا را خریدار حاشیه‌ای تعیین می‌کند، و خریدار حاشیه‌ای عوض می‌شود.** هر قاعده‌ی ساده‌ای درباره‌ی طلا («طلا یعنی نرخ واقعی»، «طلا یعنی ترس»، «طلا یعنی دلار ضعیف») در واقع توصیف رفتار یک گروه خریدار در یک دوره است.

اول، کدام قیمت طلا؟

پیش از هر عددی، یک نکته‌ی فنی که برای معامله‌گران GC و XAUUSD مهم است. «قیمت طلا» یک عدد واحد نیست. دست‌کم سه معیار رایج وجود دارد:

- **اسپات (XAUUSD):** قیمت نقد طلا در بازار خارج از بورس، که بیشتر CFDها و حساب‌های فارکس به آن ارجاع می‌دهند.
- **فیوچرز GC کامکس:** قیمت قرارداد آتی 100 اونس در بورس کامکس که بخشی از گروه CME است. این قیمت به خاطر هزینه‌ی تأمین مالی تا سررسید، معمولاً کمی بالاتر از اسپات است؛ به این فاصله **بیس (Basis)** می‌گویند.
- **قیمت LBMA:** قیمت مرجعی که دو بار در روز در لندن (صبح و عصر) از طریق حراج تعیین می‌شود و بسیاری از قراردادهای گزارش‌ها به آن ارجاع می‌دهند.

این سه عدد معمولاً به هم نزدیک‌اند، ولی در روزهای پرنوسان می‌توانند فاصله‌ی معناداری داشته باشند. برای مثال، در سقف 29 ژانویه 2026، اسپات درون‌روزی تا 5,595.47 دلار و فیوچرز GC تا 5,626.80 دلار رفت، ولی بالاترین قیمت عصر لندن 5,405 دلار بود. در این فصل هر جا منبع معیار را مشخص کرده، آن را می‌آوریم. اگر سطحی را روی GC نگاه می‌کنید، برای معادل XAUUSD آن، بیس همان لحظه را حساب کنید؛ بیس با زمان و سررسید قرارداد تغییر می‌کند.

پنج محرک طلا

۱. نرخ بهره‌ی واقعی و تغییر رژیم 2022

سازوکار. طلا سود نمی‌دهد. وقتی بازده اوراق دولتی ضد تورم، یعنی **نرخ بهره‌ی واقعی (Real Yield)** که در آمریکا با بازده TIPS ده‌ساله اندازه گرفته می‌شود، بالا می‌رود، نگه‌داشتن طلا گران‌تر می‌شود: شما سودی را که می‌توانستید بی‌خطر بگیرید

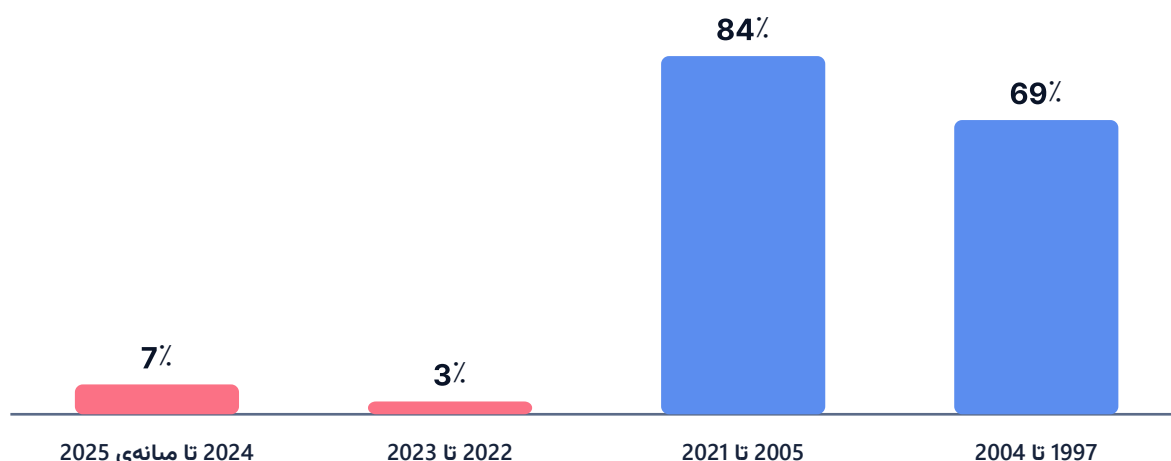
از دست می‌دهید. به همین دلیل، در بیشتر دو دهه‌ی گذشته، بالا رفتن نرخ واقعی معمولاً با ضعیف شدن طلا همراه بود. این اثر بیشتر از کانال سرمایه‌گذاران غربی، یعنی ETFها و موقعیت‌های فیوچرز، عمل می‌کرد.

قدرت این رابطه، و شکستش. طبق تحلیل RBC Wealth Management (ژوئن 2025)، همبستگی معکوس طلا با نرخ واقعی ده‌ساله در دوره‌های مختلف این‌طور بوده است:

دوره	همبستگی طلا با نرخ واقعی (معکوس)
1997 تا 2004	69%
2005 تا 2021	84%
2022 تا 2023	3%
2024 تا میانه‌ی 2025	7%

طلا و نرخ بهره‌ی واقعی

قدرت رابطه‌ی معکوس طلا با بازده واقعی 10 ساله (درصد)



منبع: Management Wealth RBC، ژوئن 2025. از 2022 بانک‌های مرکزی خریدار اصلی شدند.

شکل ۶. رابطه‌ی معکوس طلا با نرخ بهره‌ی واقعی 17 سال قوی بود و در 2022 تقریباً از بین رفت، چون خریدار حاشیه‌ای از ETFهای غربی به بانک‌های مرکزی تغییر کرد.

هفده سال، این یکی از قابل‌اتکاترین رابطه‌های بازارهای مالی بود. بعد، تقریباً یک‌شنبه، از کار افتاد. محاسبه‌ی خود ما با داده‌های FRED همین را نشان می‌دهد: همبستگی سطح لگاریتم قیمت طلا با نرخ واقعی ده‌ساله در 2006 تا 2021 حدود **-0.92** بود (یعنی تقریباً کامل و معکوس) و در 2022 تا 2026 به **+0.52** رسید؛ یعنی علامتش برعکس شد. نرخ واقعی از حدود **-0.9%** در مارس 2022 به **2.87%** در اکتبر 2026 رسید و در همین مدت طلا از حدود 1,940 به حدود 4,150 تا 4,200 دلار رفت.

برای اینکه عمق این شکست را حس کنید: اگر همان رابطه‌ی آماری 2010 تا 2021 را برای نرخ واقعی امروز (2.87%) به کار ببرید، طلا باید حدود **820 دلار** می‌بود. قیمت واقعی در اکتبر 2026 حدود 4,150 تا 4,200 دلار است. این عدد تخمین «ارزش منصفانه» نیست؛ فقط نشان می‌دهد مدل قدیمی چقدر شکسته است.

ولی رابطه کاملاً هم نمرده است. در مقیاس هفتگی، بالا رفتن نرخ واقعی هنوز به طلا ضربه می‌زند، فقط ضعیف‌تر از قبل. طبق محاسبه‌ی ما، به ازای هر 100 واحد پایه افزایش نرخ واقعی، طلا در 2010 تا 2021 به‌طور میانگین هفتگی حدود 10٪ و در 2022 تا 2026 حدود 5٪ واکنش منفی نشان داده است.

چرا شکست؟ چون خریدار حاشیه‌ای عوض شد. تا 2021، خریدار تعیین‌کننده‌ی طلا سرمایه‌گذاران غربی بودند که از طریق ETF و فیوچرز می‌خریدند و به نرخ واقعی حساس بودند. از 2022، بانک‌های مرکزی کشورهای نوظهور خریدار تعیین‌کننده شدند، و آن‌ها نه به نرخ بهره حساس‌اند و نه زیاد به قیمت. ساختار رابطه سر جایش بود؛ فقط کسی که قیمت را تعیین می‌کرد، دیگر با آن قاعده بازی نمی‌کرد.

بازگشت کانال نرخ در 2026. داستان به همین‌جا تمام نمی‌شود. در 2026 کانال نرخ دوباره قوی شد. فدرال رزرو در 16 سپتامبر 2026 با رأی 12 به 0 نرخ را 25 واحد پایه به 3.75 تا 4.00٪ بالا برد؛ اولین افزایش از 2023. یک روز بعد، حراج اوراق TIPS ده‌ساله با بازده واقعی 2.653٪ بسته شد که بالاترین از اکتبر 2008 بود، و بازده واقعی ده‌ساله در بازار در 8 اکتبر 2026 به 2.87٪ رسید. طبق شورای جهانی طلا، طلا در سپتامبر 2026 حدود 8.5٪ افت کرد. یک ظرافت مهم هم هست: طبق تحلیل ساکسو (سپتامبر 2026)، حتی با نرخ واقعی در بالاترین سطح حدود بیست سال، موجودی ETF‌های غربی به بهبود ادامه داد، چون بعضی سرمایه‌گذاران بازده بالای اوراق بلندمدت را نه فقط یک «جایگزین جذاب» برای طلا، بلکه هشدار دربارۀ ریسک مالی دولت می‌خوانند.

ایده‌ی کلیدی: مدل «طلا = نرخ واقعی» قانون طبیعت نیست؛ توصیف رفتار خریدار حاشیه‌ای است. وقتی پول غربی حساس به نرخ قیمت را تعیین می‌کند (2005 تا 2021، و دوباره در 2026)، کار می‌کند. وقتی خریداران رسمی بی‌حساس به قیمت غالب‌اند (2022 تا 2024)، از کار می‌افتد.

۲. دلار

طلا به دلار قیمت‌گذاری می‌شود. پس وقتی دلار ضعیف می‌شود، قیمت دلاری طلا به‌طور مکانیکی بالا می‌رود و هم‌زمان، برای خریدار غیرآمریکایی، طلا به پول محلی ارزان‌تر می‌شود و تقاضا بیشتر. چند مثال از دو سال اخیر:

- **نیمه‌ی اول 2025:** شاخص دلار (DXY) حدود 10.7 تا 10.8٪ افت کرد، از حدود 110 در پایان 2024 به زیر 97 در ژوئن 2025؛ بدترین نیمه‌ی اول سال از 1973. طلا در همین دوره از حدود 2,600 به 3,300 تا 3,500 دلار رسید.
- **پیش از سقف ژانویه 2026:** شاخص دلار از حدود 97.06 به 95.55 لغزید.
- **30 ژانویه 2026:** خبر نامزدی رئیس جدید فدرال رزرو دلار را بالا برد و طلای اسپات حدود 9٪ در یک روز افت کرد؛ بدترین روزش از اوایل دهه‌ی 80.
- **سپتامبر 2026:** شاخص دلار حدود 2٪ بالا رفت و طلا 8.5٪ افت کرد. شاخص دلار در 9 اکتبر 2026 حدود 102.2 بود، بالاترین در یک سال.

دلار مهم است، ولی تنها نیست. در 2022 دلار به بالاترین سطح حدود بیست سال رسید و طلا تقریباً ثابت ماند؛ همان سالی که بانک‌های مرکزی خریدار اصلی شدند.

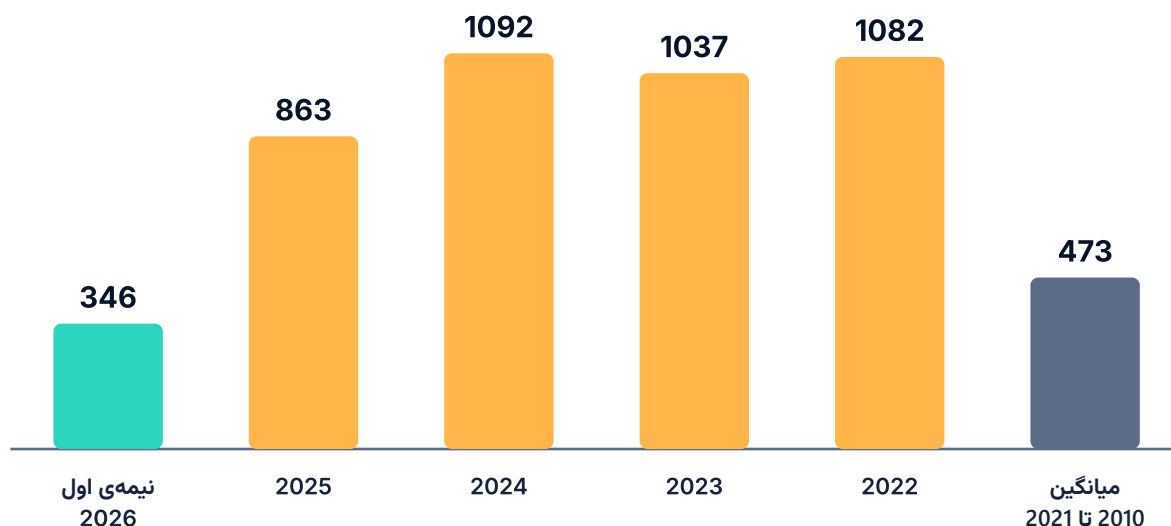
۳. بانک‌های مرکزی: محرک ساختاری از 2022

اگر بخواهیم یک محرک را برای موج 2022 تا 2026 انتخاب کنیم، همین است. جدول زیر خرید خالص طلا توسط بانک‌های مرکزی را طبق شورای جهانی طلا نشان می‌دهد. توجه کنید که شورا این عددها را بعداً بازنگری می‌کند:

سال	خرید خالص (تن)	توضیح
میانگین 2010 تا 2021	473	
2022	حدود 1,082	اول 1,136 تن اعلام شد؛ بالاترین از 1950
2023	حدود 1,037 تا 1,050	
2024	1,092	اول 1,044.6 تن اعلام شد؛ سومین سال بالای 1,000 تن
2025	863	لهستان +102 تن؛ 57٪ کل خرید گزارش نشده بود
فصل اول 2026	57	اول 244 تن اعلام شد؛ 187 تن بازطبقه‌بندی شد
فصل دوم 2026	289	رکورد فصل دوم؛ با افت قیمت، خرید بیشتر شد

خرید خالص طلا توسط بانک‌های مرکزی

تن در سال (ارقام بازنگری‌شده‌ی شورای جهانی طلا)



منبع: Council Gold World، Trends، Demand Gold، نیمه‌ی اول 2026 = 57 تن فصل اول + 289 تن فصل دوم.

شکل ۷. خرید خالص بانک‌های مرکزی از 2022 حدود دو برابر میانگین دهه‌ی قبل شد. این خریدار به قیمت حساس نیست و در افت‌ها بیشتر می‌خرد.

چرا می‌خرند؟ نقطه‌ی عطف، مسدود شدن حدود 300 میلیارد دلار از دارایی‌های بانک مرکزی روسیه در 2022 بود. این رویداد به بانک‌های مرکزی دنیا نشان داد که ذخیره‌ی ارزی که به شکل پول و اوراق در خارج از کشور نگه داشته می‌شود، قابل

مسدود شدن است؛ طلائی که در خزانه‌ی خودشان است، نه. نظرسنجی‌های شورای جهانی طلا انگیزه‌ها را با جزئیات نشان می‌دهند:

- در نظرسنجی 2025، 90٪ بانک‌های مرکزی عملکرد طلا در بحران‌ها را دلیل نگه‌داشتنش ذکر کردند، 84٪ نقش آن به‌عنوان ذخیره‌ی ارزش بلندمدت، و 82٪ نقش تنوع‌بخشی. سهم بانک‌هایی که می‌خواستند بخشی از طلائی خود را از خارج به داخل منتقل کنند از 2٪ به 9٪ رسید.
- در نظرسنجی 2026 (با 76 پاسخ‌دهنده، فوریه تا مه 2026)، رکورد 45٪ گفتند قصد دارند ذخیره‌ی طلائی خودشان را بیشتر کنند. 74٪ انتظار دارند سهم دلار در ذخایر جهانی پنج سال دیگر کمتر باشد و 76٪ انتظار دارند سهم طلا بیشتر باشد.

نتیجه‌ی این خریده‌ها. طبق بانک مرکزی اروپا (ژوئن 2025)، طلا در پایان 2024 حدود 20٪ ذخایر رسمی دنیا بود و پس از دلار (46٪) و جلوتر از یورو (16٪)، دومین دارایی ذخیره‌ی دنیا شد. مجموع طلائی رسمی، حدود 36,000 تن، به سقف حدود 38,000 تنی دوران برتون‌وودز در میانه‌ی دهه‌ی 60 نزدیک می‌شود. بانک مرکزی چین تا اوت 2026، 22 ماه پشت سر هم افزایش ذخیره‌ی طلا گزارش کرده که طولانی‌ترین دوره‌ی ثبت‌شده‌اش است و ذخیره‌اش را به حدود 2,386.6 تن رسانده است. برآوردهای بازار از خرید واقعی چین بسیار بالاتر از عده‌های گزارش‌شده است، ولی این برآوردها تأییدشده نیستند.

رفتار با قیمت. بانک‌های مرکزی ظاهراً در افت‌ها بیشتر می‌خرند. خرید فصل دوم 2026، 62٪ بیشتر از فصل مشابه سال قبل، درست وقتی آمد که طلا از سقفش پایین آمده بود. این رفتار با رفتار سرمایه‌گذار غربی که در فصل ۴ دیدیم (دنبال برنده رفتن) فرق اساسی دارد.

اشتباه رایج: «عدد خرید بانک‌های مرکزی که امروز منتشر شد، قطعی است.» این عده‌ها بارها بازنگری شده‌اند: 2022 از 1,136 به حدود 1,082 تن، 2024 از 1,045 به 1,092 تن، و فصل اول 2026 از 244 به 57 تن. در 2025 هم بیش از نیمی از خرید «گزارش‌نشده» بود. روایت‌هایی که در لحظه روی این عده‌ها ساخته شدند، گاهی روی عددی ساخته شدند که بعداً عوض شد.

۴. صندوق‌های ETF: خریدار نوسانی غرب

اگر بانک‌های مرکزی خریدار ساختاری و آرام‌اند، ETF‌های طلا خریدار نوسانی (Swing) هستند: پول سرمایه‌گذاران غربی که با روند، نرخ‌ها و احساسات بازار می‌آید و می‌رود. هر بار که یک ETF طلا واحد جدید صادر می‌کند، باید شمش واقعی بخرد (معمولاً در لندن)؛ هر بار که واحد ابطال می‌شود، شمش فروخته می‌شود. پس جریان ETF یکی از معدود اندازه‌گیری‌های مستقیم «پول واقعاً جدید» در طلاست.

دوره	جریان جهانی ETF طلا	نکته
2013	خروج بزرگ	موجودی GLD در 15 آوریل 2013 به 798 تن رسید
2024	حدود -6.8 تن	با این حال طلا حدود 27٪ بالا رفت
2025	+801 تن	دومین سال قوی تاریخ
ژانویه 2026	حدود +19 میلیارد دلار	رکورد ماهانه
فصل دوم 2026	-45 تن	آمریکای شمالی در نیمه‌ی اول -61 تن
فصل سوم 2026	+31 میلیارد دلار	رکورد فصلی؛ موجودی رکورد 4,256 تن

دو ردیف این جدول را کنار هم بگذارید. در ETF 2024های غربی تقریباً هیچ نخریدند و طلا حدود 27٪ بالا رفت. این روشن‌ترین شاهد شکست مدل نرخ واقعی است: قیمت از تقاضای ETF غربی جلو زد، چون خریدار دیگری بازار را می‌برد. در 2025، صندوق‌های آمریکایی به‌تنهایی 437 تن اضافه کردند و موجودی‌شان به رکورد 2,019 تن (حدود 280 میلیارد دلار) رسید. در فصل سوم 2026 رکورد ورودی فصلی ثبت شد، با اروپا (حدود +14 میلیارد دلار، رکورد منطقه‌ای) در صدر، و صندوق‌های بریتانیا قوی‌ترین فصل تاریخشان را داشتند.

درس سپتامبر 2026: کشف قیمت روی نوار فیوچرز

حالا به مهم‌ترین مثال این فصل برای یک برند اوردرفلو می‌رسیم. در سپتامبر 2026، طبق شورای جهانی طلا، ETFهای طلا حدود 10 میلیارد دلار (67 تن) ورودی گرفتند؛ بخشی از فصلی که رکورد ورودی را زد. با این حال طلا در همان ماه 8.5٪ افت کرد و به حدود 4,176 دلار رسید.

چطور ممکن است؟ چون در همان ماه، موقعیت خرید خالص مدیران پول (Managed Money) در کامکس، یعنی صندوق‌های سفته‌باز و روندی، حدود 84 تن (حدود 12 میلیارد دلار) کم شد و موقعیت‌های اسپرد هم حدود 156 تن کاهش یافت. فروش فیوچرز از خرید ETF بزرگ‌تر بود.

درس روشن است: قیمت کوتاه‌مدت را موقعیت‌گیری در فیوچرز تعیین می‌کند، نه ETFها. موج‌ها از سال‌ها ساخته می‌شوند، ولی قیمت هر روز از جریان سفارش‌ها ساخته می‌شود. کشف قیمت حاشیه‌ای روی نوار GC کامکس اتفاق می‌افتد؛ همان جایی که اوردرفلو نگاه می‌کند.

یک داده‌ی دیگر همین تصویر را کامل می‌کند. در سقف ژانویه 2026، موقعیت سفته‌بازان کامکس اصلاً به رکوردهای 2016 و 2024 نزدیک نشد. یعنی موتور آن رالی جای دیگری بود: بانک‌های مرکزی، ETFها و آسیا. و طبق محاسبه‌ی ما از داده‌ی CFTC، در 6 اکتبر 2026 خرید خالص مدیران پول در طلای کامکس 110,987 قرارداد بود (حدود 28٪ اپن اینترست) با شاخص سه‌ساله‌ی 47؛ یعنی وسط محدوده، نه یک حد افراطی.

نکته‌ی طلا: این درس دو طرف دارد. از یک طرف، روی نوار GC جایی است که کشف قیمت کوتاه‌مدت اتفاق می‌افتد و فروش یا خرید تهاجمی مدیران پول آنجا دیده می‌شود. از طرف دیگر، جریان‌هایی که موج بلندمدت طلا را می‌سازند (بانک‌های مرکزی که خارج از بورس می‌خرند، صدور واحد ETF که با شمش لندن تسویه می‌شود، تقاضای شانگهای) روی این نوار نیستند. کامکس فقط بازتاب پوشش ریسک و آربیتراژ آن‌ها را می‌بیند. به زبان برند ما: اوردرفلو نشان می‌دهد پولی که می‌رسد چطور به دفتر سفارش برخورد می‌کند؛ اینکه آن پول از کجا آمده را باید از داده‌های کندتر فهمید (فصل‌های ۹ و ۱۰).

۵. تقاضای آسیا

محرك پنجم از شرق می‌آید. دو کشور، چین و هند، بخش بزرگی از تقاضای فیزیکی طلای دنیا را می‌سازند و رفتارشان در این موج عوض شده است.

چین. در فوریه ۲۰۲۵، یک برنامه‌ی آزمایشی به ۱۰ شرکت بیمه اجازه داد تا ۱٪ دارایی‌شان را طلا بخرند؛ تقاضای بالقوه‌ای حدود ۲۰۰ میلیارد یوان (حدود ۲۷ میلیارد دلار). اولین معامله‌ی آن‌ها در بورس طلای شانگهای در ۲۵ مارس ۲۰۲۵ انجام شد. ETFهای طلای چین در ۲۰۲۵ رکورد ورودی حدود ۱۱۰ میلیارد یوان (حدود ۱۵.۲ میلیارد دلار) ثبت کردند و موجودی‌شان به حدود ۲۴۸ تن رسید. در فصل اول ۲۰۲۶ هم، در حالی که قیمت پایین آمده بود، این صندوق‌ها ورودی رکوردی داشتند.

هند. تقاضای کل هند در ۲۰۲۴ حدود ۸۰۲.۸ تن بود. در فصل سوم ۲۰۲۵، با گرانی طلا، تقاضای جواهر ۳۱٪ کم شد ولی تقاضای سرمایه‌گذاری ۲۰٪ بیشتر شد و به رکورد ۴۰٪ کل تقاضا رسید. در فصل اول ۲۰۲۶ سهم سرمایه‌گذاری به حدود ۷۰٪ رسید که بالاترین از ۲۰۰۰ است، در حالی که حجم خرید جواهر ۱۹٪ کم شد چون قیمت داخلی طلا نسبت به سال قبل ۸۱٪ بالاتر بود.

الگو. تقاضای جواهر در آسیا به قیمت حساس است و با گرانی کم می‌شود. ولی تقاضای سرمایه‌گذاری آسیایی بیشتر و بیشتر با روند و با خرید در افت‌ها حرکت می‌کند. طبق شورای جهانی طلا، تقاضای جهانی شمش و سکه در فصل اول ۲۰۲۶ به ۴۷۴ تن (+۴۲٪ نسبت به سال قبل) رسید، دومین فصل بالای تاریخ، «عمدتاً به خاطر سرمایه‌گذاران آسیایی». تقاضای جهانی جواهر در فصل دوم ۲۰۲۶ (۲۷۸ تن) پایین‌ترین از دوران همه‌گیری بود، ولی ارزش دلاری آن ۱۴٪ بیشتر شد و به ۴۰ میلیارد دلار رسید.

مسیر طلا از ۲۰۲۴ تا ۲۰۲۶

حالا پنج محرك را روی یک مسیر قیمت بگذاریم. جدول زیر نقطه‌های عطف را با معیار هر کدام نشان می‌دهد:

سطح	تاریخ	معیار و توضیح
2,500	16 اوت 2024	اسپات؛ اولین بسته شدن پایدار بالای آن (اولین عبور 2 اوت)
3,000	17 مارس 2025	اولین بسته شدن فیوچرز بالای آن؛ درون‌روزی 14 مارس
3,500	22 آوریل 2025	اسپات درون‌روزی 3,500.05؛ اولین بسته شدن بالای آن 2 سپتامبر 2025
4,000	7 اکتبر 2025	بسته شدن رکوردی فیوچرز 4,004.40؛ اسپات 7 و 8 اکتبر
5,000	26 ژانویه 2026	اسپات، برای اولین بار
سقف تاریخی	29 ژانویه 2026	اسپات درون‌روزی 5,595.47؛ GC درون‌روزی 5,626.80؛ LBMA عصر 5,405
سقوط	30 ژانویه 2026	اسپات حدود 9-؛ -11.4%؛ GC، تسویه 4,745.10
کف 2026	25 ژوئن 2026	اسپات درون‌روزی 3,959.33؛ LBMA صبح 3,994.50؛ حدود 29-%
اوت 2026	ماهانه	4,563 تا +13.3%
سپتامبر 2026	ماهانه	4,176 تا -8.5%
امروز	9 اکتبر 2026	اسپات حدود 4,170 تا 4,200

مسیر طلا از 2024 تا 2026

قیمت بسته شدن روزانه فیوچرز طلای کامکس (GC، قرارداد پیوسته)



سقف درون‌روزی اسپات حدود 5,589 دلار (28 ژانویه 2026) بالاتر از سقف بسته شدن است. داده: GC=F, Finance Yahoo

شکل ۸. قیمت بسته شدن روزانه فیوچرز طلا (GC) از ابتدای 2024 تا 9 اکتبر 2026، با نقطه‌های عبور از 3,000، 4,000 و 5,000 دلار، سقف و کف 2026.

چند عدد سرعت این مسیر را نشان می‌دهد. طبق شورای جهانی طلا، فاصله‌ی 2,500 تا 3,000 دلار فقط 210 روز طول کشید، در حالی که میانگین تاریخی هر گام 500 دلاری حدود 1,708 روز بوده است. آخرین گام 500 دلاری پیش از 4,000 دلار فقط حدود 36 روز طول کشید. طلا در 2024، 40 بار و در 2025، 53 بار رکورد قیمت لندن را شکست. میانگین سالانه‌ی قیمت از 2,386 دلار در 2024 (+23٪) به 3,431 دلار در 2025 (+44٪) رسید و طلا سال 2025 را حدود 64 تا 66٪ بالاتر تمام کرد؛ بهترین سالش از 1979.

پنج پایه‌ی این مسیر

مسیر بالا یک خط صاف نبود. اگر آن را به پنج پایه تقسیم کنیم، در هر پایه خریدار متفاوتی نقش اصلی را داشته است.

پایه ۱: مارس تا اکتبر 2024 (حدود 2,050 به 2,700 دلار)، پایه‌ی بانک‌های مرکزی و آسیا. ETF‌های غربی در کل سال فروشندگی خالص بودند، ولی طلا با خرید رسمی بالای 1,000 تن (حدود 1,045 تا 1,092 تن در 2024) و تقاضای سرمایه‌گذاری چین و هند بالا رفت. نرخ واقعی حدود 2٪ بود و طلا باز هم بالا رفت؛ روشن‌ترین شاهد شکست مدل نرخ واقعی.

پایه ۲: ژانویه تا آوریل 2025 (حدود 2,600 به 3,500 دلار)، پایه‌ی تعرفه و دلار. دلار بدترین نیمه‌ی اولش از 1973 را تجربه کرد. اعلام تعرفه‌های گسترده‌ی آمریکا در آوریل 2025 نااطمینانی را بالا برد. ETF‌های غربی دوباره خریدار شدند (فصل اول 2025: +230 تن) و برنامه‌ی بیمه‌های چین هم شروع شد.

پایه ۳: سپتامبر 2025 تا ژانویه 2026 (حدود 3,500 به 5,595 دلار اسپات)، پایه‌ی مومنتوم غربی. فدرال رزرو از 17 سپتامبر 2025 دوباره کاهش نرخ را شروع کرد و نگرانی درباره‌ی وضعیت مالی دولت آمریکا بالا گرفت. ورودی ETF‌ها در کل 2025 به 801 تن و در ژانویه 2026 به رکورد ماهانه‌ی حدود 19 میلیارد دلار رسید. تقاضای شمش و سکه در 2025 به

1,374 تن، بالاترین در 12 سال، رسید. شاخص RSI بالای 90 رفت؛ نشانه‌ی اوج‌گیری انفجاری. این همان «مرحله‌ی ورود جمعیت» در آناتومی فصل ۴ است.

پایه‌ی ۴: 30 ژانویه تا 25 ژوئن 2026 (حدود 5,595 به 3,959 دلار اسپات، حدود 29-٪)، پایه‌ی بازگشت نرخ‌ها. اول نامزدی رئیس جدید فدرال رزرو دلار را بالا برد و سقوط 30 ژانویه را رقم زد؛ عامل‌های ذکرشده جهش دلار و افزایش وجه تضمین (مارجین) بودند. بعد شوک عرضه‌ی نفت از اواخر فوریه 2026 آمد. انتظار بازار از کاهش نرخ به افزایش نرخ تغییر کرد. ETFها در فصل دوم 45 تن خروجی داشتند و خرید رسمی هم در ابتدا کند شد (فصل اول: 57 تن، پس از بازنگری).
پایه‌ی ۵: پس از کف ژوئن تا اکتبر 2026 (در اوت تا اکتبر بیشتر در محدوده‌ی حدود 4,050 تا 4,560 دلار)، کشمکش. در یک طرف، رکورد ورودی فصلی ETFها (با رهبری اروپا و بریتانیا)، خرید بانک‌های مرکزی در افت‌ها (فصل دوم: 289 تن) و رشته‌ی خرید ماهانه‌ی چین. در طرف دیگر، افزایش نرخ فد در سپتامبر، نرخ واقعی حدود 2.65 تا 2.9٪ و فروش موقعیت‌ها در کامکس. نتیجه: یک ماه 13.3٪ و ماه بعد 8.5-٪.

امتحان کنید: به سایت Goldhub شورای جهانی طلا بروید و بخش جریان ماهانه‌ی ETFها (Gold ETF Flows) را باز کنید. جریان ماهانه‌ی 2024 تا 2026 را کنار نمودار ماهانه‌ی طلا در TradingView بگذارید. بعد از سایت CFTC گزارش COT طلا را برای همین دوره ببینید (موقعیت Managed Money). سعی کنید برای هر کدام از پنج پایه‌ی بالا بگویید کدام داده با جهت قیمت هم‌خوان بود و کدام نبود. ماه‌هایی که ETF و قیمت هم‌جهت نبودند، جالب‌ترین ماه‌ها هستند.

پناهگاه شرطی: درس شوک‌های نفتی

یکی از ماندگارترین باورها درباره‌ی طلا این است که «در بحران همیشه بالا می‌رود». تاریخ چیز دیگری می‌گوید: طلا پناهگاه شرطی است.

اول، در بحران‌های نقدینگی، طلا اغلب اول فروخته می‌شود، دقیقاً چون نقدشونده است. در بحران مالی 2008، طلا از حدود 1,000 دلار در مارس به حدود 692 دلار در میانه‌ی سپتامبر رسید، یعنی حدود 30٪ افت، پیش از اینکه یک رالی چندساله را شروع کند. در «هجوم به نقد» مارس 2020، طلا حدود 12٪ افت کرد؛ طبق تحلیل فدرال رزرو نیویورک، صندوق‌ها برای تأمین نقدینگی هر چیز قابل فروشی را می‌فروختند. در هر دو مورد، طلا بعداً به رکورد رسید، ولی واکنش اولش افت بود.
دوم، و مهم‌تر برای بحث موج‌ها، شوک‌های تورمی. اینجا مقایسه‌ی شوک‌های نفتی درس بزرگی دارد:

شوگ	نفت	طلا	واکنش سیاست‌گذار
1973 تا 1974	حدود 2.90 به 11.65 دلار	به‌شدت بالا (حدود 65 به حدود 180)	نرخ واقعی منفی ماند
1979 تا 1980	14.85 به 39.50 دلار	سقف 850 دلار	فد تا اکتبر 1979 عقب بود
2022	برنت حدود 139 دلار درون‌روزی	تقریباً بی‌تغییر	فد حدود 425 واحد پایه بالا برد
2026	برنت تا حدود 126 دلار	حدود 10-٪	فد در سپتامبر نرخ را بالا برد

در شوک عرضه‌ی نفت از اواخر فوریه 2026، قیمت نفت برنت از حدود 70 دلار به حدود 100 دلار و در اوج به حدود 126 دلار (قرارداد ماه نزدیک) رسید. طبق بانک جهانی، مارس 2026 بزرگ‌ترین افت عرضه‌ی نفت در تاریخ ثبت‌شده را دید. اگر قاعده‌ی «تورم به نفع طلاست» به‌تنهایی کار می‌کرد، طلا باید رکورد می‌زد. ولی طبق Euronews، در ده هفته‌ی اول این شوک، تا مه 2026، در حالی که برنت حدود 37٪ بالا رفت، طلا حدود 10٪ افت کرد (از حدود 5,275 به حدود 4,735 دلار) و در یک مقطع حدود 13٪.

ظاهر 1979 و 2026 شبیه بود: جهش نفت و ترس تورمی. نتیجه برای طلا کاملاً برعکس بود. تفاوت در یک چیز بود: واکنش بانک مرکزی. در 1979 نرخ واقعی منفی ماند و تورم، ارزش پول را می‌خورد؛ پول به دارایی‌های واقعی فرار کرد. در 2026 فدرال رزرو در برابر تورم ناشی از شوک ایستاد، انتظار کاهش نرخ به انتظار افزایش تبدیل شد و در سپتامبر نرخ را واقعاً بالا برد. ترس تورمی تبدیل به شوک نرخ بهره شد، و دارایی‌هایی که سود نمی‌دهند (طلا، نقره، بیت‌کوین) آسیب دیدند؛ پول به سمت انرژی و دلار رفت.

ایده‌ی کلیدی: شوک نفتی فقط وقتی به نفع طلاست که سیاست‌گذار بگذارد نرخ واقعی پایین بیاید (1973، 1979). اگر بانک مرکزی در برابر تورم بایستد و نرخ را بالا ببرد (1980 تا 1981، 2022، 2026)، ترس تورمی به شوک نرخ تبدیل می‌شود و طلا آسیب می‌بیند. طلا وقتی بهترین پناهگاه است که شوک، نرخ واقعی را پایین بیاورد یا دلار را ضعیف کند؛ مثل آوریل 2025 که با سقوط دلار، طلای اسپات در 22 آوریل به رکورد 3,500.05 دلار رسید.

اشتباه رایج: «هر خبر بد یعنی طلا بالا می‌رود.» سؤال درست این است: این خبر بد با نرخ واقعی و دلار چه می‌کند؟ اگر نرخ‌ها را بالا ببرد یا دلار را تقویت کند، طلا می‌تواند در دل «بحران» پایین بیاید، همان‌طور که در 2008، مارس 2020 و 2026 دیدیم.

نقره: دارایی پرنوسان جاماندگی

نقره را معمولاً «برادر کوچک‌تر طلا» می‌نامند، ولی رفتارش در موج‌ها شخصیت خودش را دارد. نقره نیمی فلز پولی و نیمی فلز صنعتی است و نوسانش بسیار بیشتر از طلاست.

الگوی جاماندگی. در بازارهای صعودی طلا، نقره معمولاً اول عقب می‌ماند و آخر جلو می‌زند. در 2025، نقره حدود 142 تا 150٪ بالا رفت، در برابر 64 تا 66٪ طلا. در 9 اکتبر 2025، برای اولین بار از 1980، از 50 دلار گذشت (تا 51.23 دلار)، با کمک کمبود نقره در لندن و نگرانی‌های تعرفه‌ای که فلز را به نیویورک می‌کشید. سقف تاریخی‌اش حدود 121.6 دلار در 29 ژانویه 2026 ثبت شد. تاریخ نشان می‌دهد جهش‌های جبرانی نقره بیشتر نزدیک **مرحله‌ی پایانی** موج‌های فلزات گران‌بها جمع شده‌اند: 1979 تا 1980، 2010 تا 2011 و 2025 تا 2026.

و سخت‌تر می‌ریزد. روز 30 ژانویه 2026 نقره بیش از 30٪ درون‌روزی افت کرد و تا اکتبر 2026 حدود 50٪ از سقفش پایین بود. این ویژگی دوطرفه است: همان اهرمی که نقره را در صعود جلو می‌اندازد، در نزول هم کار می‌کند.

نسبت طلا به نقره این رفتار را خلاصه می‌کند: حدود 17 در 18 ژانویه 1980 (اوج احتکار نقره)، حدود 90 تا 100 در 1991، رکورد حدود 125 در 18 مارس 2020، دوباره بالای 100 در آوریل 2025، و حدود 69 در 9 اکتبر 2026 (طلای 4,195.86 دلار

تقسیم بر نقره‌ی 60.83 دلار). میانگین این نسبت از 1971 تا 2025 حدود 60.5 بوده است. و همان هشدار فصل ۵ اینجا هم صادق است: میانگین به پنجره بستگی دارد؛ میانگین قرن بیستم حدود 47 و قرن بیست و یکم حدود 68 است.

نسبت مس به طلا

مس را «دکتر مس» می‌نامند، چون فلزی چرخه‌ای و حساس به رشد اقتصادی است. طلا فلز دفاعی است. پس **نسبت مس به طلا (Copper/Gold Ratio)** یک معیار ساده‌ی «رشد در برابر ترس» است: بالا رفتنش نشانه‌ی انتظار رشد و ریفلیشن است و پایین آمدنش نشانه‌ی ریسک‌گریزی. جفری میبری از DoubleLine در 2019 نشان داد این نسبت تاریخی همراه بازده ده‌ساله‌ی اوراق آمریکا حرکت می‌کرده است.

طبق محاسبه‌ی ما، همبستگی سطح این نسبت با بازده ده‌ساله در 2010 تا 2019 حدود **+0.93** و در 2020 تا 2021 حدود **+0.80** بود. در 2022 تا 2024 این رابطه برعکس شد (**-0.72**)، و دلیلش آشناست: خرید بانک‌های مرکزی طلا را مستقل از رشد اقتصادی بالا برد، پس طرف طلای نسبت دیگر فقط «ترس» را نشان نمی‌داد. در 2025 تا 2026 رابطه تا حدی برگشت (**+0.60**). در 8 و 9 اکتبر 2026، نسبت مس به طلا حدود 1.57 و در صدک 96 محدوده‌ی یک‌ساله‌اش بود؛ یعنی فلز چرخه‌ای از فلز دفاعی جلوتر بوده است.

یک هشدار عملی: نسبت مس به طلا در منابع مختلف با واحدهای متفاوت گزارش می‌شود (مس به دلار در پوند تقسیم بر طلا به دلار در اونس، گاهی ضرب در 100 یا 1,000). هر وقت عددی از این نسبت می‌بینید یا نموداری می‌سازید، واحد را مشخص کنید.

امتحان کنید: در TradingView نماد `COMEX:HG1!/COMEX:GC1` ! را وارد کنید تا نسبت مس به طلا را ببینید، و در پنجره‌ی دیگری بازده ده‌ساله‌ی آمریکا را (در FRED سری DGS10). دوره‌ی 2022 تا 2024 را روی هر دو پیدا کنید و ببینید جهتشان کجا از هم جدا شد. این جدایی، همان اثر خرید بانک‌های مرکزی است که در این فصل دیدیم.

ابرچرخه‌های کالا

ابرچرخه (Supercycle) یعنی نوسان چنددهه‌ای قیمت واقعی کالاها بالا و پایین روند بلندمدت. موتورش معمولاً **شوک تقاضا** از صنعتی شدن و شهرنشینی یک اقتصاد بزرگ است که به عرضه‌ای گُند می‌رسد؛ ساختن یک معدن یا میدان نفتی جدید 5 تا 15 سال طول می‌کشد. ارتن و اوکامپو (2013) در قیمت واقعی کالاهای غیرسوختی از 1865 تا 2009 چهار ابرچرخه پیدا کردند که هر کدام 30 تا 40 سال طول کشیده و دامنه‌شان 20 تا 40% بالا یا پایین روند بلندمدت بوده است:

ابرچرخه	کف تا کف	اوج	موتور تقاضا
۱	1894 تا 1932	1917	صنعتی شدن آمریکا
۲	1932 تا 1971	1951	بازسازی اقتصادها پس از 1945
۳	1971 تا 1999	1973	رشد اروپا و ژاپن، شوک‌های نفتی
۴	1999 تا (محل بحث)	2008/2011	چین

فاز صعودی این چرخه‌ها معمولاً حدود 10 تا 15 سال است و فاز نزولی معمولاً طولانی‌تر. ابرچرخه‌ی آخر را، که در فصل ۵ دیدیم، چین ساخت: سهم چین از تقاضای جهانی مس تصفیه‌شده از کمتر از 20٪ به بیش از 50٪ رسید. وقتی عرضه در 2011 تا 2015 رسید و رشد چین کند شد، رونق به سقوط 2014 تا 2016 تبدیل شد.

امروز کجاییم؟ بانک جهانی در گزارش «چشم‌انداز بازارهای کالا» در آوریل 2026 پیش‌بینی کرد قیمت میانگین کالاها در 2026 حدود 16٪ بالا برود، اولین رشد سالانه از 2022، با انرژی حدود 24٪+ و میانگین برنت حدود 86 دلار. برای فلزات پایه و گران‌بها، میانگین‌هایی در سطح رکورد تاریخی برآورد شده است. اینکه این آغاز یک ابرچرخه‌ی جدید است (با موتورهای مثل گذار انرژی، برق مراکز داده و هوش مصنوعی، بازگرداندن تولید به داخل کشورها) یا فقط یک جهش ناشی از شوک عرضه، **حل‌نشده** است. هر ادعای «ابرچرخه‌ی جدید» را یک فرضیه بدانید، نه یک واقعیت؛ همان‌طور که در فصل ۵ دیدیم، ادعای مشابهی در 2021 هم مطرح شد و دو سال بعد کم‌رنگ شد.

یک پل کوتاه به بازار ایران

برای خواننده‌ی ایرانی، همه‌ی این فصل یک پیامد مستقیم دارد. قیمت طلای ایران حاصل ضرب دو بازار است: طلای جهانی (همان GC و XAUUSD که در این فصل دیدیم) و دلار آزاد. ارزش ذاتی سکه‌ی امامی تقریباً برابر است با $0.23533 \times$ قیمت اونس به دلار $\times$ نرخ دلار به تومان، و قیمت بازار سکه برابر است با همین ارزش ذاتی ضرب در (1 + حباب). به همین دلیل، روزی که اونس افت کند ولی دلار آزاد جهش کند، طلای ایران می‌تواند بالا برود. فرمول کامل، یک مثال حل‌شده و نقش حباب را در فصل ۸ می‌بینید.

نکته‌ی طلا: وقتی کسی در ایران می‌پرسد «طلا چرا ریخت؟» یا «چرا با وجود افت جهانی گران شد؟»، جواب درست تقریباً همیشه از تجزیه‌ی سه جزء می‌گذرد: تغییر درصدی اونس، تغییر درصدی دلار، و تغییر حباب. جزء اول همان چیزی است که روی GC و XAUUSD می‌بینیم و این فصل محرک‌هایش را توضیح داد.

خلاصه‌ی فصل

- قیمت طلا را خریدار حاشیه‌ای تعیین می‌کند و خریدار حاشیه‌ای عوض می‌شود؛ هر قاعده‌ی ساده درباره‌ی طلا توصیف یک گروه خریدار در یک دوره است.
- همبستگی معکوس طلا با نرخ واقعی در 2005 تا 2021 حدود 84٪ بود و در 2022 تا 2023 به حدود 3٪ رسید (RBC)؛ محاسبه‌ی ما نشان می‌دهد علامت رابطه‌ی سطح از -0.92 به +0.52 برگشت. در 2026 کانال نرخ دوباره قوی شد.
- بانک‌های مرکزی از 2022 سالانه حدود دو برابر میانگین 473 تنی 2010 تا 2021 خریدند؛ طلا حالا حدود 20٪ ذخایر رسمی دنیا و دومین دارایی ذخیره است. عده‌های این خرید بارها بازنگری شده‌اند.
- ETFها خریدار نوسانی غرب‌اند: 2024 تقریباً صفر با رشد 27٪ طلا، +801 2025 تن، فصل سوم 2026 رکورد +31 میلیارد دلار.
- درس سپتامبر 10: 2026 میلیارد دلار ورودی ETF در برابر کاهش حدود 12 میلیارد دلاری موقعیت مدیران پول در کامکس، و طلا -8.5٪. قیمت کوتاه‌مدت روی نوار فیوچرز کشف می‌شود.

- مسیر 2024 تا 2026 پنج پایه داشت (بانک‌های مرکزی و آسیا، تعرفه و دلار، مومنتوم غربی، بازگشت نرخ‌ها، کشمکش) و در هر پایه خریدار متفاوتی غالب بود. سقف 29 ژانویه 2026 در اسپات 5,595.47 دلار، در GC برابر 5,626.80 و در LBMA عصر 5,405 دلار بود.
- طلا پناهگاه شرطی است: در بحران نقدینگی اول فروخته می‌شود، و در شوک تورمی فقط وقتی بالا می‌رود که بانک مرکزی بگذارد نرخ واقعی پایین بیاید. شوک‌های نفتی 1979 و 2026 نتیجه‌ی برعکس داشتند.
- نقره دیر می‌رسد و تند می‌ریزد؛ نسبت مس به طلا معیار رشد در برابر ترس است که در 2022 تا 2024 با خرید بانک‌های مرکزی مخدوش شد؛ آغاز یک ابرچرخه‌ی جدید کالا حل‌نشده است.

آزمونک

۱. چرا همبستگی طلا و نرخ واقعی در 2022 شکست، در حالی که سازوکار «هزینه‌ی فرصت» هنوز برقرار بود؟
۲. در سپتامبر 2026 ETF‌های طلا حدود 10 میلیارد دلار ورودی داشتند. چرا طلا در همان ماه 8.5٪ افت کرد؟
۳. شوک‌های نفتی 1979 و 2026 هر دو با جهش نفت و ترس تورمی همراه بودند. چرا نتیجه‌شان برای طلا برعکس بود؟
۴. سقف ژانویه 2026 طلا با سه معیار گزارش شده است. این سه معیار و عده‌هایشان را نام ببرید.
۵. چرا نسبت مس به طلا در 2022 تا 2024 رابطه‌ی تاریخی‌اش با بازده ده‌ساله را از دست داد؟

پاسخ آزمونک

۱. چون خریدار حاشیه‌ای عوض شد. تا 2021 سرمایه‌گذاران غربی از طریق ETF و فیوچرز قیمت را تعیین می‌کردند و به نرخ واقعی حساس بودند. از 2022 بانک‌های مرکزی کشورهای نوظهور، پس از مسدود شدن ذخایر ارزی بانک مرکزی روسیه، سالانه بیش از 1,000 تن خریدند و به نرخ بهره و قیمت حساس نبودند. سازوکار برای گروه اول برقرار ماند، ولی گروه دوم قیمت را تعیین می‌کرد.
۲. چون موقعیت خرید خالص مدیران پول در کامکس حدود 84 تن (حدود 12 میلیارد دلار) کم شد و موقعیت‌های اسپرد هم حدود 156 تن کاهش یافت. فروش در فیوچرز از خرید ETF بزرگ‌تر بود؛ قیمت کوتاه‌مدت را موقعیت‌گیری روی نوار فیوچرز تعیین می‌کند، نه ETF‌ها.
۳. به خاطر واکنش بانک مرکزی. در 1979 فدرال رزرو تا اکتبر عقب بود و نرخ واقعی منفی ماند، پس پول به دارایی واقعی رفت و طلا به 850 دلار رسید. در 2026 فدرال رزرو در برابر تورم ایستاد و در سپتامبر نرخ را بالا برد؛ ترس تورمی به شوک نرخ تبدیل شد و طلا در ده هفته‌ی اول حدود 10٪ افت کرد.
۴. همه در 29 ژانویه 2026: اسپات (XAUUSD) درون‌روزی 5,595.47 دلار؛ فیوچرز GC کامکس درون‌روزی 5,626.80 دلار (بالتر از اسپات؛ بخش عمده‌ی این فاصله بیس قرارداد آتی است)؛ و قیمت عصر لندن 5,405 (LBMA) دلار.
۵. چون خرید بانک‌های مرکزی طلا را مستقل از رشد اقتصادی بالا برد. طرف طلای نسبت دیگر فقط «ترس» را نشان نمی‌داد، پس نسبت مس به طلا پایین آمد در حالی که بازده ده‌ساله بالا رفت. طبق محاسبه‌ی ما همبستگی سطح از 0.93+ (2010 تا 2019) به 0.72- (2022 تا 2024) رسید.

فصل ۷

کریپتو: چرخه‌ها و چرخش داخلی

در این فصل: می‌بینید چرخه‌ی چهارساله‌ی بیت‌کوین در چهار مشاهده‌ی تاریخی چه شکلی داشته و چرا هر افت از قبلی کم‌عمق‌تر شده است؛ چه چیزهایی در چرخه‌ی 2024 تا 2026 عوض شد (ETF‌های اسپات، شرکت‌های خریدار بیت‌کوین، اهرم و رژیم پولی تازه)؛ زنجیره‌ی معروف «بیت‌کوین – اتریوم – آلت‌کوین‌ها» کجا کار کرد و چرا این بار آلت‌سیزن بزرگی نیامد؛ چرا استیبل‌کوین‌ها را «اتاق انتظار» کریپتو می‌نامند و این تشبیه کجا می‌لنگد؛ بیت‌کوین در برابر نزدیک و طلا چطور رفتار کرده است؛ و بعد از هر سقوط بزرگ، پول واقعاً کجا رفت.

کریپتو سریع‌ترین آزمایشگاه چرخش سرمایه است. بازار شبانه‌روزی است، داده‌هایش تا حد زیادی روی زنجیره (On-chain) دیده می‌شود، اهرم در آن ارزان است و چرخه‌هایش در چند سال همان کاری را می‌کنند که در بازارهای سنتی چند دهه طول می‌کشد. همین سرعت، کریپتو را برای فهمیدن موج‌ها جذاب می‌کند و همین سرعت آن را خطرناک هم می‌کند: الگوهایی که فقط سه یا چهار بار تکرار شده‌اند، خیلی زود به «قانون» تبدیل می‌شوند.

در این فصل چرخش را در دو لایه نگاه می‌کنیم. لایه‌ی **بیرونی** رابطه‌ی کریپتو با بقیه‌ی دنیاست: سهام فناوری، طلا، اوراق کوتاه‌مدت خزانه و پول نقد. لایه‌ی **درونی** جابه‌جایی پول داخل خود کریپتو است: از بیت‌کوین به اتریوم، از آنجا به آلت‌کوین‌ها، و در نهایت به استیبل‌کوین‌ها که نقش اتاق انتظار را بازی می‌کنند. یک نکته‌ی فنی را هم از همین ابتدا به خاطر بسپارید: عددهایی مثل دامیننس بیت‌کوین یا همبستگی، از یک ارائه‌دهنده‌ی داده تا ارائه‌دهنده‌ی دیگر فرق می‌کنند. هر جا عددی می‌آید، منبعش را هم می‌گوییم.

چرخه‌ی هاوینگ: چهار مشاهده، یک الگو

هاوینگ چیست

بیت‌کوین برنامه‌ی عرضه‌ی ثابتی دارد. هر 210,000 بلاک (تقریباً هر چهار سال)، پاداشی که استخراج‌کنندگان برای ساختن هر بلاک می‌گیرند نصف می‌شود. به این رویداد **هاوینگ (Halving)** می‌گویند. تا امروز چهار هاوینگ رخ داده است: 28 نوامبر 2012 (پاداش از 50 به 25 بیت‌کوین)، 9 جولای 2016 (به 12.5)، 11 مه 2020 (به 6.25) و 19 یا 20 آوریل 2024، بسته به منطقه‌ی زمانی (به 3.125). هاوینگ پنجم طبق برنامه حدود 2028 در بلاک 1,050,000 رخ می‌دهد.

منطق رایج ساده است: اگر تقاضا ثابت بماند و عرضه‌ی تازه نصف شود، قیمت باید بالا برود. این منطق روی کاغذ درست به نظر می‌رسد، اما همان‌طور که می‌بینید، داده داستان پیچیده‌تری می‌گوید.

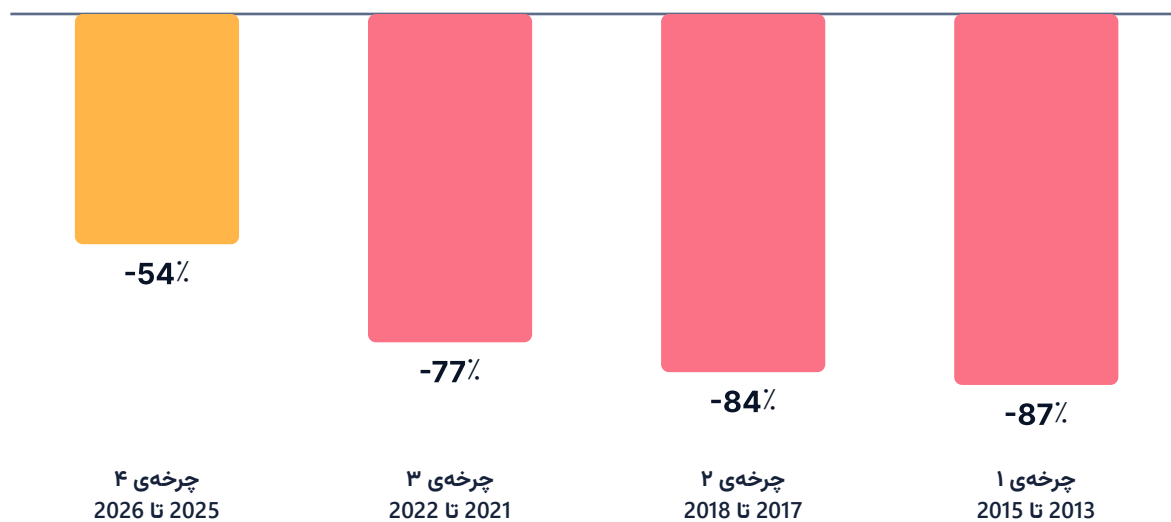
چهار چرخه در یک جدول

چرخه	سقف (تاریخ و قیمت تقریبی)	فاصله‌ی هاوینگ تا سقف	کف بعدی	افت از سقف
۱ (هاوینگ نوامبر 2012)	دسامبر 2013، حدود 1,150 دلار	حدود 12 ماه	ژانویه 2015، حدود 152 دلار	حدود -87%
۲ (هاوینگ جولای 2016)	17 دسامبر 2017، حدود 19,800 دلار	حدود 17 ماه	دسامبر 2018، حدود 3,200 دلار	حدود -84%
۳ (هاوینگ مه 2020)	10 نوامبر 2021، حدود 69,000 دلار	حدود 18 ماه	21 نوامبر 2022، حدود 15,500 دلار	حدود -77%
۴ (هاوینگ آوریل 2024)	6 اکتبر 2025، حدود 126,000 دلار	حدود 18 ماه	30 ژوئن 2026، 58,379 دلار (تا امروز)	حدود -54%

برای چرخه‌ی چهارم دو احتیاط لازم است. اول، کف 30 ژوئن 2026 (58,379 دلار، حدود 53.7٪ زیر سقف) عدد شاخص مرجع است و قیمت در صرافی‌های مختلف کمی فرق دارد. دوم، هنوز نمی‌شود گفت این نقطه کف قطعی چرخه است؛ منابع آن را «بدترین نقطه تا امروز» می‌نامند. فاصله‌ی سقف تا کف در سه چرخه‌ی اول حدود یک سال بود (376، 410، و 363 روز). در چرخه‌ی چهارم، عمیق‌ترین نقطه حدود نه ماه بعد از سقف آمد.

افت بیت‌کوین از سقف تا کف در هر چرخه

هر بار کمتر از قبل؛ کف چرخه‌ی ۴ هنوز قطعی نیست



منابع: CoinDesk، Finance، Lambda، کف چرخه‌ی ۴: حدود 58 هزار دلار، 30 ژوئن 2026.

شکل ۹. افت بیت‌کوین از سقف تا کف در هر چرخه کوچک‌تر از قبلی بوده است. با فقط چهار مشاهده، این الگو قانون نیست.

افت‌ها کوچک‌تر می‌شوند

مهم‌ترین چیزی که این جدول نشان می‌دهد، کوچک شدن دامنه است. افت هر چرخه از قبلی کمتر بوده است: حدود 87، 84، 77 و حالا حدود 54 درصد. CoinDesk در 6 اکتبر 2026 همین را از زاویه‌ی دیگری نشان داد: یک سال بعد از سقف 2013، بیت‌کوین 69.7٪ پایین‌تر بود؛ یک سال بعد از سقف دسامبر 2017، 82.3٪؛ یک سال بعد از سقف نوامبر 2021، 74.6٪. اما یک سال بعد از سقف اکتبر 2025، فقط حدود 32٪ پایین‌تر بود (حدود 85,450 دلار در 6 اکتبر 2026؛ و حدود

82.5 هزار دلار در 9 اکتبر). نوسان تحقق‌یافته‌ی سالانه هم به حدود 40٪ رسیده است، در حالی که در گذشته بیش از 80٪ بود.

یک تغییر دیگر هم در این چرخه رخ داد که سابقه نداشت: بیت‌کوین در مارس 2024، حدود پنج هفته پیش از هاوینگ، سقف تاریخی تازه‌ای ثبت کرد. در هیچ چرخه‌ی قبلی سقف تازه پیش از هاوینگ نیامده بود. تحلیلگران این را به ورود پول ETFها نسبت دادند.

چرخه زنده است یا مرده؟

دو اردوگاه جدی وجود دارد و هر دو دلیل دارند.

اردوگاه اول می‌گوید چرخه دست‌کم از نظر زمان‌بندی زنده است. سقف 6 اکتبر 2025 حدود 18 ماه بعد از هاوینگ آمد، تقریباً با همان فاصله‌ی چرخه‌ی سوم. بعضی تحلیلگران از قبل سقفی در حدود 550 روز بعد از هاوینگ، یعنی اکتبر 2025، را پیش‌بینی کرده بودند و سقف تقریباً سر وقت رسید. گلس‌نود (Glassnode) هم در اوت 2025 گزارش داد که سودگیری دارندگان بلندمدت به سطحی «قابل مقایسه با دوره‌های سرخوشی گذشته» رسیده است. و بالاخره، افاقی بیش از 50 درصدی باز هم در 2026 رخ داد.

اردوگاه دوم می‌گوید چرخه‌ی کلاسیک مرده یا دست‌کم عوض شده است. مت هوگان، مدیر سرمایه‌گذاری Bitwise، یادداشتی با عنوان «چرخه‌ی چهارساله مرده است» (23 دسامبر 2025) استدلال کرد که سه موتور قدیمی ضعیف شده‌اند: شوک عرضه‌ی هاوینگ، جهش نرخ بهره و رونق اهرم. هر هاوینگ سهم کوچک‌تری از عرضه‌ای را کم می‌کند که بیشترش از قبل استخراج شده است. او انتظار نوسان کمتر و افت‌های دوره‌ای 20 تا 40 درصدی را دارد، نه سقوط‌های 80 درصدی. ترکیب خریداران هم عوض شده است: ETFهای اسپات آمریکا حدود 6.4٪ از ارزش بازار بیت‌کوین را نگه می‌دارند و شرکت‌های بورسی حدود 6٪ از عرضه را. رفتار این دو گروه به اقتصاد کلان، نرخ بهره و بودجه‌ی ریسک بازار سهام بستگی دارد، نه به تقویم هاوینگ.

خوانش منصفانه این است: در 2025 **زمان‌بندی** الگو جواب داد، اما **دامنه‌ی** حرکت، هم رشد و هم افت، در هر چرخه کوچک‌تر شده است. با چهار مشاهده، هیچ‌کس نمی‌تواند چرخه‌ی چهارساله را از نظر آماری «اثبات» کند. نمونه خیلی کوچک است و یک مشکل دیگر هم دارد: سقف‌های 2013، 2017 و 2021 هم‌زمان با چرخه‌های نقدینگی جهانی و نرخ بهره بوده‌اند. پس نمی‌شود اثر هاوینگ را از اثر نقدینگی جدا کرد.

اشتباه رایج: «هاوینگ بازار صعودی را می‌سازد.» این ادعایی رایج است، نه اثبات‌شده. فقط چهار مشاهده داریم، هر چهار با چرخه‌ی نقدینگی جهانی هم‌زمان بوده‌اند، و اثر عرضه‌ای هر هاوینگ از قبلی کمتر است. اشتباه برعکس هم رایج است: «چرخه مرده، پس دیگر بازار نزولی نداریم.» افت حدود 54 درصدی 2026 نشان داد که بازار نزولی هنوز هست؛ چیزی که عوض شده عمق افت، سطح نوسان و هویت فروشنده است.

چه چیزی در چرخه‌ی 2024 تا 2026 عوض شد

ETFهای اسپات: دری که در هر دو جهت باز می‌شود

از 11 ژانویه 2024، ETFهای اسپات بیت‌کوین (**Spot Bitcoin ETF**) در آمریکا معامله می‌شوند. ETF صندوقی است که مثل سهام در بورس خرید و فروش می‌شود. وقتی تقاضا برای واحدهای یک ETF اسپات بالا می‌رود، واحد تازه صادر می‌شود و در مقابلش بیت‌کوین واقعی خریده می‌شود. وقتی سرمایه‌گذاران واحدها را پس می‌دهند، واحدها **ابطال (Redemption)** می‌شوند و بیت‌کوین واقعی فروخته می‌شود.

طبق The Block، ورودی خالص تجمعی این صندوق‌ها تا هفته‌ی منتهی به 25 سپتامبر 2026 به حدود 57.6 میلیارد دلار رسید و کل دارایی‌شان حدود 108.4 میلیارد دلار بود. یک جزئیات جالب: ورودی تجمعی صندوق IBIT بلک‌راک به‌تنهایی حدود 65.9 میلیارد دلار است، یعنی بیشتر از کل گروه. معنایش این است که صندوق‌های دیگر، به‌ویژه GBTC گری‌اسکیل، روی هم خروجی خالص داشته‌اند. ETFهای اسپات اتریوم هم از 23 جولای 2024 معامله می‌شوند و تا اواخر سپتامبر 2026 حدود 13.9 میلیارد دلار ورودی تجمعی و 17.8 میلیارد دلار دارایی داشتند.

اما ETF فقط در ورودی نیست. در 2026 جریان‌ها به‌شدت نوسان کردند. در دو هفته‌ی منتهی به اواخر فوریه، 1.14 میلیارد دلار خارج شد، که تا آن زمان بزرگ‌ترین برداشت دوهفته‌ای از زمان راه‌اندازی بود. از 6 مه 2026 خروجی خالص به حدود 8.9 میلیارد دلار رسید و **ژوئن 2026 با حدود 4.1 تا 4.5 میلیارد دلار خروجی (بسته به منبع داده)، بدترین ماه تاریخ این صندوق‌ها شد.** جریان سال 2026 در اواسط جولای حدود 5.8 میلیارد دلار منفی بود و فقط بعد از یک هفته‌ی 2.4 میلیارد دلاری در اواخر سپتامبر دوباره مثبت شد (حدود 0.93 میلیارد دلار از ابتدای سال).

نکته‌ی ساختاری اینجاست. ابطال واحد ETF، **مشارکت‌کننده‌ی مجاز (Authorized Participant)** را مجبور می‌کند بیت‌کوین واقعی را در بازار بفروشد. در 2026 همان زیرساختی که میلیاردها دلار را به بیت‌کوین آورده بود، برعکس کار کرد. نتیجه این بود که فروش این بار **نهاده‌ی** بود، نه **خرید**. CoinDesk یک نکته‌ی مقابل هم اضافه می‌کند: پول تخصیصی که پرتفوی را به وزن هدف برمی‌گرداند (**Rebalancing**)، به‌طور ساختاری در ضعف می‌خرد. پس ETF هم کانال فروش است و هم کانال خرید، بسته به اینکه چه کسی پشتش نشسته است.

شرکت‌ها به‌عنوان خریدار

دومین تغییر بزرگ، **شرکت‌های خزانه‌ی دارایی دیجیتال (Digital Asset Treasury Companies)** هستند: شرکت‌های بورسی که بیت‌کوین (یا اتریوم) را در ترازنامه‌شان نگه می‌دارند. بزرگ‌ترینشان، Strategy (نام قبلی: MicroStrategy)، طبق گزارش 27 سپتامبر 2026 خود 847,666 بیت‌کوین داشت، با هزینه‌ی کل حدود 63.95 میلیارد دلار و میانگین حدود 75,437 دلار برای هر بیت‌کوین. این بیش از 4٪ از سقف عرضه‌ی 21 میلیونی است. طبق داده‌های bitcointreasuries.net، حدود 197 شرکت بورسی تا 24 سپتامبر 2026 روی هم حدود 1.273 میلیون بیت‌کوین (حدود 107 میلیارد دلار) داشتند.

دو اتفاق نشان داد این خریداران هم بی‌قید و شرط نیستند. اول، Strategy در اواخر مه 2026، 32 بیت‌کوین (حدود 2.47 میلیون دلار) فروخت تا سود سهام ممتازش را بپردازد. مقدار ناچیز بود، اما اولین فروش این شرکت از دسامبر 2022 بود و روایت «هیچ‌وقت نمی‌فروشیم» را شکست. دوم، چند شرکت از این گروه با **mNAV کمتر از 1** معامله شدند، یعنی ارزش بازار خودشان از ارزش بیت‌کوینی که نگه می‌دارند کمتر شد. شرکتی که زیر ارزش دارایی‌اش معامله می‌شود، به‌سختی می‌تواند با انتشار سهام تازه پول بیشتری برای خرید جمع کند.

تغییر سوم در رژیم اهرم بود. در 10 اکتبر 2025، چهار روز بعد از سقف تاریخی، بزرگ‌ترین روز لیکوئید شدن (Liquidation) در تاریخ کریپتو رخ داد: حدود 19 میلیارد دلار موقعیت اهرمی در 24 ساعت به اجبار بسته شد و بیش از 1.6 میلیون حساب درگیر شدند. قراردادهای باز (Open Interest) فیوچرز دائمی از 217 به 123 میلیارد دلار رسید، یعنی حدود 43٪ کمتر. جرقه، اعلام یک تعرفه‌ی سنگین تازه‌ی آمریکا بر کالاهای چینی بود؛ اما سازوکار اصلی، اهرم انباشته‌شده و قطعی و کندی در چند صرافی بود. میانگین کف درون‌روزی صد توکن بزرگ حدود 58٪ پایین‌تر از قیمت قبلی‌شان بود. در فصل ۴ این روز را از زاویه‌ی روان‌شناسی دیدیم. اینجا نکته‌ی مهم این است: پولی که در لیکوئید شدن از بین می‌رود، به بازار دیگری نمی‌رود. نابود می‌شود، جابه‌جا نمی‌شود.

رژیم پولی: این بار سخت‌گیری

تغییر چهارم، پس‌زمینه‌ی کلان بود. اکت 2026 در دوره‌ای رخ داد که فدرال رزرو به سمت سخت‌گیری می‌رفت، نه تسهیل. فد در 16 سپتامبر 2026 نرخ بهره را 25 واحد پایه بالا برد و به 3.75 تا 4.00٪ رساند؛ اولین افزایش از 2023. واکنش کریپتو در کوتاه‌مدت خلاف انتظار بود: در هفته‌ی بعد، صندوق‌های کریپتو 3.55 میلیارد دلار ورودی گرفتند، بزرگ‌ترین ورودی هفتگی 2026. یک توضیح محتمل روایت «کاهش ارزش پول» است، اما این یک تفسیر است، نه یافته. بعد از انتشار صورت‌جلسه‌ی سخت‌گیرانه‌ی سپتامبر در 7 اکتبر 2026، بیت‌کوین به زیر 83 هزار دلار رفت و حدود 550 تا 700 میلیون دلار موقعیت لیکوئید شد.

ایده‌ی کلیدی: در چرخه‌ی 2024 تا 2026، پول حاشیه‌ای بیت‌کوین از جای دیگری می‌آید: ETFها، شرکت‌ها و تخصیص‌های نهادی. رفتار این پول به نرخ بهره، دلار و بودجه‌ی ریسک بازار سهام گره خورده است. برای همین، بیت‌کوین بیش از گذشته به اقتصاد کلان و کمتر از گذشته به تقویم هاوینگ گوش می‌دهد.

چرخش داخلی: بیت‌کوین ← اتریوم ← آلت‌کوین‌ها

الگوی کتابی

مدل رایج یک بازار صعودی کریپتو چهار مرحله دارد:

۱. پول تازه اول وارد بیت‌کوین می‌شود، چون نقدشونده‌ترین دارایی و «در ورود» بازار است. دامیننس بیت‌کوین

(Bitcoin Dominance)، یعنی سهم بیت‌کوین از ارزش کل بازار کریپتو، بالا می‌رود.

۲. بیت‌کوین متوقف می‌شود و سودها به اتریوم می‌رود. نسبت ETH/BTC بالا می‌رود.

۳. چرخش به آلت‌کوین‌های بزرگ می‌رسد: بلاک‌چین‌های لایه‌ی یک و پروژه‌های بزرگ دیفای.

۴. در آخر، کوین‌های کوچک و میم‌کوین‌ها (Memecoins) جهش‌های عمودی می‌کنند و دامیننس به سرعت پایین

می‌آید. این همان آلت‌سیزن (Altseason) است که معمولاً نزدیک پایان بازار صعودی دیده می‌شود.

منطق پشت این مدل، اثر ثروت (Wealth Effect) در میان معامله‌گران خرد است: کسی که در بیت‌کوین سود کرده، بخشی از سود را در همان صرافی به سمت کوین‌های پرنسب‌تر می‌برد. این منطق را به خاطر بسپارید، چون کلید فهمیدن شکستش در 2024 تا 2026 است.

دامیننس بیت‌کوین در طول زمان

سال	میانگین	پایین‌ترین	بالا‌ترین
2017	58.5%	37.5%	87.2%
2018	44.6%	31.1% (16 ژانویه، پایین‌ترین تاریخ)	57.1%
2021	47.6%	37.8%	70.7%
2022	39.3%	35.9%	45.6%
2023	45.6%	37.5%	51.6%
2024	51.9%	47.3%	57.4%
2025	59.3%	53.0%	63.2%

این ارقام با روش CoinGecko حساب شده‌اند که استیبل‌کوین‌ها و توکن‌های بسیار زیادی را در مخرج کسر می‌آورد. روی TradingView یا CoinMarketCap عددها متفاوت‌اند؛ مثلاً با این روش‌ها دامیننس در 7 آوریل 2025 برای اولین بار در چهار سال از 60% عبور کرد. دامیننس در پایان 2025 طبق 57.6% CoinGecko بود و در اواخر سپتامبر 2026 حدود 58.3 تا 58.6%.

دو آلت‌سیزن کلاسیک در این داده‌ها روشن دیده می‌شوند. از ژوئن 2017 تا ژانویه 2018، در دوران رونق عرضه‌های اولیه‌ی توکن (ICO)، دامیننس از حدود 87% به حدود 33% رسید. از ژانویه تا مه 2021، از حدود 73% به حدود 42%. در کل سال 2021، ارزش کل بازار کریپتو 200.6% رشد کرد، در حالی که بیت‌کوین 62.6% رشد کرد. این یعنی بقیه‌ی بازار خیلی سریع‌تر از بیت‌کوین بالا رفت.

نسبت ETH/BTC: حلقه‌ی دوم زنجیره

نسبت ETH/BTC قیمت اتریوم را به بیت‌کوین نشان می‌دهد. وقتی بالا می‌رود، یعنی اتریوم از بیت‌کوین جلو زده است. این نسبت در ژوئن 2017، در اوج رونق ICO، به حدود 0.148 رسید؛ آن موقع اتریوم دارایی تسویه‌ی همان عرضه‌های اولیه بود. از اوایل 2020 تا اواخر 2021 از حدود 0.025 به حدود 0.087 رفت و جالب اینکه سقفش را در دسامبر 2021، **بعد** از سقف نوامبر بیت‌کوین، ثبت کرد.

اما در آوریل 2025، در آشفتگی بعد از اعلام تعرفه‌های گسترده‌ی آمریکا، این نسبت به 0.0177 رسید، پایین‌ترین سطح از اوایل 2020. در تابستان 2025 یک چرخش واقعی به اتریوم رخ داد و قیمت اتریوم در 24 و 25 اوت 2025 به سقف تاریخی 4,953.73 دلار رسید، اولین سقف تازه از نوامبر 2021. اما این چرخش **نهادی** بود، نه خرد: ETF‌های اسپات اتریوم در 2025 تا آن زمان 7.1 میلیارد دلار ورودی گرفتند که 5.3 میلیاردش در یک ماه (جولای تا اوت) بود، و شرکت‌های خزانه‌ی اتریوم میلیاردها دلار خریدند. یکی از این شرکت‌ها، BitMine، در اوت 2025 بیش از 1.15 میلیون اتریوم داشت و تا اواخر سپتامبر 2026 حدود 6 میلیون. نسبت ETH/BTC در مه 2026 به حدود 0.027 تا 0.028 رسید و در 8 اکتبر 2026 حدود 0.030 بود (اتریوم حدود 2,480 دلار).

شاخص فصل آلت‌کوین

شاخص فصل آلت‌کوین (Altcoin Season Index) سهم 50 کوین بزرگ (بدون استیبل‌کوین‌ها و توکن‌های بسته‌بندی‌شده) را می‌سنجد که در 90 روز گذشته از بیت‌کوین بهتر عمل کرده‌اند. عدد 75 و بالاتر «فصل آلت‌کوین» و 25 و پایین‌تر «فصل بیت‌کوین» شمرده می‌شود. بعضی تعریف‌ها شرط می‌کنند شاخص مدتی بالای 75 بماند.

قرائت‌های این شاخص در چرخه‌ی اخیر گویا هستند. اوج چرخه‌ی 2024 تا 2025 حدود 87 تا 88 در 4 تا 7 دسامبر 2024 بود، بالاترین از 2022؛ یعنی ده ماه قبل از سقف بیت‌کوین. تا مارس 2025 به حدود 24 افتاد. در سپتامبر 2025 دوباره به حدود 76 رسید، اما رشد در چند توکن انگشت‌شمار متمرکز بود. در سپتامبر 2026 از 23 به 61 و بعد 64 رسید: بالاترین عدد 2026، ولی هنوز زیر 75.

چرا آلت‌سیزن این بار نیامد

موضوع	2021 و 2017	2024 تا 2026
خریدار اصلی	خرد، از راه صرافی‌ها، در موج ICO و دیفای و NFT	ETF‌ها و شرکت‌ها، فقط بیت‌کوین (و بعد اتریوم)
تعداد توکن	هزاران	حدود 20.2 میلیون توکن فهرست‌شده؛ 11.6 میلیون فقط در 2025 مُردند
تمرکز نقدینگی	گسترده	ده آلت‌کوین بزرگ 63٪ حجم معاملات آلت‌ها را داشتند (فصل اول 2025)
روایت‌ها	موج‌های بلند و گسترده	چرخش‌های کوتاه و باریک
نتیجه	دامیننس تا 31 تا 38٪ پایین آمد	دامیننس سه سال پشت سر هم بالا رفت (2023 تا 2025)

به جای یک آلت‌سیزن بزرگ، چند چرخش کوتاه و باریک دیدیم. میم‌کوین‌ها در دسامبر 2024 به ارزش حدود 137 تا 150 میلیارد دلار رسیدند و در 2025 حدود 65 تا 73٪ افت کردند. توکن‌های هوش مصنوعی در فصل اول 2025 حدود 35.7٪ از توجه سرمایه‌گذاران را داشتند. سولانا در 19 ژانویه 2025، یک روز بعد از راه‌اندازی یک میم‌کوین پرسروصدا روی شبکه‌اش، به سقف تاریخی 293.31 دلار رسید. در تابستان 2025 نوبت شرکت‌های خزانه‌ی اتریوم بود. حتی در کف ژوئن 2026 هم چند توکن خاص جهش کردند. هر کدام از این چرخش‌ها پول را برای چند هفته یا چند ماه به یک گوشه از بازار کشید، اما هیچ‌کدام کل بازار آلت‌کوین را با خود بالا نبرد.

چرا؟ خوانش ما (و این یک تفسیر است، نه یافته‌ی قطعی) این است که زنجیره‌ی چرخش به اثر ثروت خرد وابسته است. وقتی بیشتر پول تازه از راه ETF و ترازنامه‌ی شرکت‌ها وارد می‌شود، سود بیت‌کوین به‌طور خودکار به پایین منحنی ریسک سرازیر نمی‌شود. یک صندوق بازنشستگی که از طریق ETF بیت‌کوین خریده، سودش را به یک میم‌کوین نمی‌برد. آن پول یا در بیت‌کوین می‌ماند یا از راه ابطال خارج می‌شود. داده‌های تمرکز نقدینگی کایکو (Kaiko) از این خوانش پشتیبانی می‌کند: نقدینگی 50 آلت‌کوین بزرگ از 1 ژانویه تا 6 آوریل 2025 حدود 30٪ کم شد. رقیق شدن هم نقش داشت: پلتفرم‌های ساخت سریع توکن، پول سفته‌بازی را بین میلیون‌ها نماد پخش کردند.

اشتباه رایج: «آلت سیزن همیشه بعد از سقف بیت کوین می آید.» شواهد مختلط است. در 2017 و 2018، آلت کوین ها چند هفته بعد از بیت کوین به اوج رسیدند (کف دامیننس در 16 ژانویه 2018، سقف بیت کوین در 17 دسامبر 2017). در 2021، آلت سیزن بزرگ (ژانویه تا مه) قبل از سقف نهایی بیت کوین آمد. در 2024 و 2025، شاخص فصل آلت کوین ده ماه قبل از سقف بیت کوین به اوج رسید و بعد از سقف، آلت کوین ها سخت تر از بیت کوین ریختند.

امتحان کنید: در TradingView نماد CRYPTOCAP:BTC.D (دامیننس) و نماد BINANCE:ETHBTC را روی دو پنجره‌ی هفتگی کنار هم بگذارید. دوره‌های ژانویه تا مه 2021 و اکتبر 2024 تا اکتبر 2025 را علامت بزنید. در کدام دوره دامیننس پایین آمد و ETH/BTC بالا رفت؟ یادتان باشد عدد دامیننس TradingView با CoinGecko یکی نیست؛ جهت حرکت را مقایسه کنید، نه سطح را.

استیبل کوین ها: اتاق انتظار کریپتو

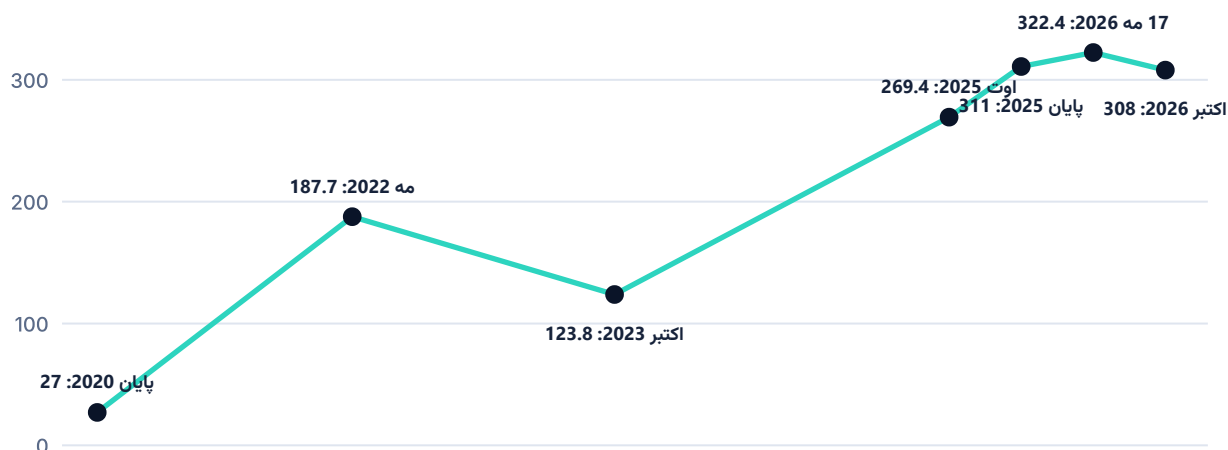
مسیر عرضه

استیبل کوین (Stablecoin) توکنی است که قیمتش به یک دلار گره خورده است؛ بزرگ‌ترین‌هایش USDT (تتر) و USDC هستند. معامله‌گر کریپتو وقتی از یک دارایی بیرون می آید و هنوز نمی‌خواهد پولش را از سیستم خارج کند، آن را به استیبل کوین تبدیل می‌کند. برای همین، استیبل کوین‌ها را «موجودی نقد روی زنجیره» یا «اتاق انتظار» کریپتو می‌نامند. عرضه‌ی کل آن‌ها، یعنی تعداد توکن‌های در گردش، مسیر جالبی داشته است:

تاریخ	عرضه‌ی کل استیبل کوین	توضیح
پایان 2020	حدود 27 میلیارد دلار	پیش از بازار صعودی 2021
2 آوریل 2022	188.1 میلیارد دلار (اوج)	کمی پیش از فروپاشی ترا
19 اوت 2023	123.1 میلیارد دلار (کف)	حدود 35٪ کمتر در حدود 16 ماه
پایان 2025	311.0 میلیارد دلار (CoinGecko)	حدود 48.9٪ بیشتر از پایان 2024
17 مه 2026	322.4 میلیارد دلار (رکورد)	بر اساس داده‌ی DefiLlama
ژوئن 2026	7.7 میلیارد دلار کاهش در یک ماه	بزرگ‌ترین افت ماهانه از مه 2022
9 اکتبر 2026	حدود 313 میلیارد دلار	حدود 3٪ زیر رکورد؛ سهم USDT حدود 59٪ و USDC حدود 23٪

عرضه‌ی استیبل‌کوین‌ها

میلیارد دلار؛ «اتاق انتظار» پول در کریپتو



در ریزش 2022 تا 2023 عرضه 34% کم شد؛ در ریزش 2026 فقط حدود 3%.

منابع: CoinGecko، DefiLlama، (از طریق Transak و CoinDesk)

شکل ۱۰. عرضه‌ی استیبل‌کوین‌ها مثل موجودی نقد کریپتو رفتار می‌کند. در 2026 با وجود افت بزرگ بیت‌کوین، بیشتر پول به شکل دلار دیجیتال روی زنجیره ماند.

این ارقام طبق DefiLlama همه‌ی استیبل‌کوین‌ها را با هر پشتوانه‌ای می‌شمارند. اگر فقط استیبل‌کوین‌های دلاری را بشماریم، عددها کمی کوچک‌تر می‌شوند (رکورد حدود 320.9 و امروز حدود 311.6 میلیارد دلار). منابع دیگر هم با روش‌های دیگر عددهای کمی متفاوتی می‌دهند؛ جهت حرکت در همه یکی است.

همراهی، نه لزوماً علیت

در 2020 و 2021، عرضه‌ی استیبل‌کوین از حدود 20 میلیارد به بیش از 120 میلیارد دلار رسید و هم‌زمان بیت‌کوین از حدود 10 هزار به 69 هزار دلار رفت. در 2022 و 2023، عرضه در بازار نزولی حدود 35% کم شد. از دسامبر 2025 تا فوریه 2026، یک عقب‌نشینی حدود 9 میلیارد دلاری در استیبل‌کوین‌ها با افت بیت‌کوین از حدود 95 هزار به حدود 60 هزار دلار هم‌زمان بود.

این همراهی واقعی است، اما نمی‌گوید کدام اول حرکت می‌کند. بازار صعودی خودش تقاضا برای موجودی تسویه به استیبل‌کوین می‌سازد، پس ممکن است صدور استیبل‌کوین دنبال قیمت برود، نه برعکس. پژوهش گریفین و شمس (Griffin & Shams) در مجله‌ی Journal of Finance (2020) یک لایه‌ی دیگر هم اضافه کرد: صدور تتر در 2017 و 2018 بعد از افت‌های بیت‌کوین انجام می‌شد و بعدش قیمت بالا می‌رفت. آن‌ها این جریان را به یک نهاد بزرگ واحد نسبت دادند. یعنی «پول آماده‌ی خرید» استیبل‌کوینی همیشه تقاضای طبیعی نیست؛ می‌تواند کانال حمایت از قیمت هم باشد.

معامله‌گران برای سنجش این موجودی از نسبت عرضه‌ی استیبل‌کوین (SSR، Stablecoin Supply Ratio) استفاده می‌کنند: ارزش بازار بیت‌کوین تقسیم بر ارزش بازار استیبل‌کوین‌ها. SSR پایین یعنی «قدرت خرید» استیبل‌کوینی نسبت به بیت‌کوین بزرگ است. این سنجه توصیفی است و هیچ منبعی در پژوهش ما آن را پیش‌بین قابل اتکایی نشان نداد. بخش روزافزونی از استیبل‌کوین‌ها هم صرف پرداخت، حواله و پس‌انداز می‌شود، پس رشد عرضه دیگر یک‌به‌یک به معنای خرید کریپتو نیست.

پلی به بازار پول آمریکا

استیبل کوین‌ها فقط بخشی از کریپتو نیستند؛ ذخایر پشتوانه‌شان عمدتاً در اوراق کوتاه‌مدت خزانه‌ی آمریکا نگه داشته می‌شود. پژوهش احمد و آلداسورو در بانک تسویه‌های بین‌المللی (BIS، مقاله‌ی کاری 1270، 2025) نشان داد که یک ورودی دو انحراف معیاری به استیبل کوین‌ها، بازده اوراق سه‌ماهه‌ی خزانه را ظرف ده روز حدود 2 تا 2.5 واحد پایه پایین می‌آورد، و اثر خروجی‌ها دو تا سه برابر بزرگ‌تر است. به زبان ساده: اشتباهی ریسک کریپتو حالا از راه استیبل کوین‌ها به بازار پول آمریکا هم می‌رسد. در قانون‌گذاری هم تغییر رخ داده است: قانون GENIUS در آمریکا (2025) راه را برای ناشران تنظیم‌گری‌شده‌ی تازه باز کرد و سهم USDT و USDC را کمی پراکنده‌تر کرد.

2026: پولی که روی زنجیره ماند

یکی از آموزنده‌ترین داده‌های این فصل اینجاست. در 2026، بیت‌کوین از سقف حدود 54٪ افت کرد، اما عرضه‌ی استیبل کوین تا اواسط جولای فقط حدود 10 میلیارد دلار، یعنی حدود 3٪، از رکورد مه کم شده بود. حتی در ژوئن، با رکورد 7.7 میلیارد دلار کاهش ماهانه، USDT از حدود 190 به 184 میلیارد و USDC از حدود 80 میلیارد (اوج مارس) به 73 میلیارد رسید، نه بیشتر. معنایش این است که بخش بزرگی از پولی که کریپتو فروخت، به شکل دلار دیجیتال روی زنجیره ماند، یا از راه ابطال ETF به دلار معمولی تبدیل شد. این با 2022 و 2023 فرق دارد که پول به‌طور گسترده کل سیستم کریپتو را ترک کرد و اوراق خزانه با بازده حدود 5٪ رقیب جدی پول نقد شده بود.

امتحان کنید: در DefiLlama (بخش Stablecoins) نمودار عرضه‌ی کل را باز کنید و تغییر 30 روزه را با نمودار بیت‌کوین در همان بازه مقایسه کنید. دو دوره پیدا کنید: یکی که عرضه پیش از قیمت حرکت کرد و یکی که بعد از قیمت. همین تمرین ساده نشان می‌دهد چرا نمی‌شود از این همراهی، قاعده‌ی پیش‌بینی ساخت.

بیت‌کوین در برابر نزدیک: یک دارایی پرریسک پراهرم

تا 2019 بیت‌کوین تقریباً هیچ ارتباطی با بازار سهام نداشت. طبق صندوق بین‌المللی پول (IMF)، همبستگی (Correlation) بازده روزانه‌ی بیت‌کوین و S&P 500 در 2017 تا 2019 فقط 0.01 بود. در 2020 و 2021 این عدد به 0.36 رسید. IMF همچنین تخمین زد که در دوران همه‌گیری، نوسان بیت‌کوین حدود یک‌ششم نوسان S&P 500 را توضیح می‌داد. مقاله‌ی کاری دیگری از IMF (چه، کوپستیک، فورچری و تراچیانو، 2023) نشان داد یک «عامل کریپتو» مشترک حدود 80٪ از تغییرات قیمت کریپتوها را توضیح می‌دهد و سخت‌گیری پولی فد این عامل را از راه کانال ریسک‌پذیری پایین می‌آورد. این یافته با ادعای «کریپتو ریسک بازار را پوشش می‌دهد» جور در نمی‌آید.

محاسبه‌ی خود ما روی بازده روزانه‌ی بیت‌کوین و شاخص مرکب نزدیک (داده‌ی FRED و Yahoo، تا 8 اکتبر 2026) تصویر سال‌های اخیر را نشان می‌دهد:

سال	همبستگی کل سال	میانگین پنجره‌ی 90 روزه
2022	0.59	0.57
2023	0.19	0.27
2024	0.34	0.26
2025	0.47	0.46
2026 تا امروز	0.45	0.50

آخرین قرائت (8 اکتبر 2026): پنجره‌ی 30 روزه 0.68 و پنجره‌ی 90 روزه 0.43. یک احتیاط فنی هم هست: «بسته شدن روزانه» بیت‌کوین در Yahoo ساعت 00:00 به وقت جهانی است، سه تا چهار ساعت بعد از بسته شدن نزدک، و این ناهمزمانی همبستگی را کمی کمتر از واقع نشان می‌دهد.

الگوی کلی روشن است: بیت‌کوین در دوره‌های سخت‌گیری پولی و فشار (2022 و 2025 تا 2026) مثل یک دارایی فناوری پراهرم رفتار می‌کند، و در دوره‌هایی که داستان خاص خود کریپتو غالب است (مثل 2023، سال انتظار ETF) از سهام جدا می‌شود. همبستگی 30 روزه به شدت بالا و پایین می‌رود؛ عددی که منابع دیگر برای 2026 گزارش کرده‌اند، بسته به پنجره و روش، از حدود -0.68 تا +0.88 پخش‌اند. پس تئوری مثل «همبستگی بیت‌کوین و نزدک به فلان عدد رسید» به‌تنهایی معنای زیادی ندارد. پنجره‌ی 90 روزه مرجع پایدارتری است.

رابطه اغلب نامتقارن هم هست: بیت‌کوین معمولاً با فروش سهام فناوری پایین می‌آید، اما همیشه با رالی آن‌ها بالا نمی‌رود. روشن‌ترین نمونه‌ی چرخش بیرونی در ژوئن 2026 دیده شد. سانتیمنت (Sentiment) گزارش داد پولی که پیش‌تر به کریپتو می‌رفت، این بار به **سهام هوش مصنوعی و نیمه‌هادی** رفته است. این یک نمونه‌ی مستقیم از چرخش پول از یک روایت رشد پرریسک به روایت رشد پرریسک دیگر است.

درباره‌ی نقدینگی جهانی هم احتیاط لازم است. گزارشی که به سفارش لین آلدن (Lyn Alden) نوشته شد، نشان داد بیت‌کوین در بازه‌های 12 ماهه از 2013 تا 2024، در 83٪ مواقع هم‌جهت با **نقدینگی جهانی (Global M2)** حرکت کرده است. اما هم‌جهت بودن در پنجره‌های 12 ماهه آزمون سستی است و ابزار زمان‌بندی نیست؛ همان‌طور که در فصل ۳ دیدیم، این رابطه در 2025 و 2026 از کار افتاد.

بیت‌کوین در برابر طلا: «طلای دیجیتال» در عمل

روایت «طلای دیجیتال» می‌گوید بیت‌کوین ذخیره‌ی ارزش عصر دیجیتال است و در بحران‌ها مثل طلا رفتار می‌کند. داده‌ها چه می‌گویند؟ همبستگی بلندمدت بیت‌کوین و طلا از 2010 نزدیک صفر است و از 2020 روی کل نمونه حدود 0.17. محاسبه‌ی خود ما برای همبستگی کل سال: (2022) 0.10، (2023) 0.11، (2024) 0.07، (2025) 0.10 و (2026) 0.24 تا امروز). یعنی بیشتر وقت‌ها این دو تقریباً مستقل حرکت کرده‌اند. اما این رابطه گاهی ناگهان جهش می‌کند:

دوره	چه شد
فصل چهارم 2020	طبق جی‌پی‌مورگان، صندوق بیت‌کوین گری‌اسکیل حدود 2 میلیارد دلار ورودی گرفت و ETF‌های طلا از اواسط اکتبر بیش از 7 میلیارد دلار خروجی داشتند
آوریل تا مه 2025	ETF‌های بیت‌کوین آمریکا در پنج هفته بیش از 9 میلیارد دلار ورودی گرفتند و صندوق‌های طلا بیش از 2.8 میلیارد دلار از دست دادند (بلومبرگ)
کل 2025	«واگرایی بزرگ»: طلا 62.6٪ بالا رفت و بیت‌کوین 6.4٪ پایین آمد (CoinGecko)
30 ژانویه 2026	سقوط فلزات: طلا در اسپات حدود 9٪ و در فیوچرز GC حدود 11.4٪، و فیوچرز نقره حدود 31.4٪. پول به بیت‌کوین نرفت؛ بیت‌کوین تا 6 فوریه از حدود 83 به حدود 60 هزار دلار ریخت
مارس 2026	طبق جی‌پی‌مورگان، خروجی GLD حدود 2.7٪ دارایی‌اش و ورودی IBIT حدود 1.5٪ دارایی‌اش بود
ژوئن 2026	هر دو با هم پایین: طلا در 25 ژوئن به کف سال رسید (حدود 3,959 دلار اسپات درون‌روزی، حدود 29٪ زیر سقف) و بیت‌کوین در 30 ژوئن به کف چرخه
اوت و سپتامبر 2026	همبستگی 90 روزه به حدود 0.5 رسید، بالاترین از 2020، زیر عنوان «معامله‌ی کاهش ارزش پول»

این جدول نشان می‌دهد که «پولی که از طلا بیرون می‌آید به بیت‌کوین می‌رود» گاهی درست است (فصل چهارم 2020، بهار 2025، مارس 2026 بر اساس جریان ETF‌ها)، اما قاعده نیست. در 2025 طلا برنده‌ی کامل بود: خرید بانک‌های مرکزی و تقاضای پناهگاهی پشت طلا بود، و بیت‌کوین بعد از سقوط اکتبر مثل یک دارایی پریسک معامله شد. روز 30 ژانویه 2026، که سقوط فلزات بعد از خبر نامزدی رئیس جدید فدرال رزرو و تقویت دلار آمد، یک معامله‌گر گفت کریپتو پیش از آن «قربانی» جریان سرمایه‌ی ریسکی به سمت کالاها شده بود. وقتی آن جریان از فلزات بیرون آمد، به بیت‌کوین نرسید و بیت‌کوین هم ریخت.

یک پژوهش بلک‌راک (سپتامبر 2025) الگوی زمانی جالبی پیدا کرد: بیت‌کوین در ده روز اول یک بحران معمولاً از طلا عقب می‌ماند، اما در افق 60 روزه اغلب جلو می‌زند. برای نمونه، در 60 روز بعد از شوک تعرفه‌ای آوریل 2025، بیت‌کوین 23٪ و طلا 6٪ بالا رفت. اما در نیمه‌ی اول 2026، وقتی نرخ‌های واقعی بالا رفتند، هر دو افت کردند و بیت‌کوین تقریباً دو برابر طلا ریخت. این رفتار یک دارایی نقدینگی و ریسک است، نه پوشش بحران.

خوانش منصفانه: «طلای دیجیتال» روایتی است که در بعضی رژیم‌ها کار می‌کند (ترس از کاهش ارزش پول یا نگرانی مالی دولت‌ها، بدون سقوط بازار سهام) و در رژیم‌های دیگر از کار می‌افتد (شوک نقدینگی، فرار از ریسک، باز شدن اهرم‌ها). در رژیم دوم، بیت‌کوین مثل یک نزدیک پراهرم رفتار می‌کند. بانک‌های مرکزی فقط طلا می‌خرند. پول خرد و پول سریع گاهی بین این دو جابه‌جا می‌شود، اما یک مهاجرت یک‌طرفه و پایدار در داده‌ها دیده نمی‌شود.

نکته‌ی طلا: نسبت بیت‌کوین به طلا (چند اونس طلا ارزش یک بیت‌کوین را دارد) نقشه‌ی خوبی برای آزمودن ادعای چرخش طلا و بیت‌کوین است. طبق محاسبه‌ی ما، این نسبت در پایان 2024 حدود 35.4 اونس، در پایان 2025 حدود 20.2 و در 8 اکتبر 2026 حدود 19.5 اونس بود؛ یعنی بیت‌کوین به حساب طلا حدود نصف ارزشش را نسبت به پایان 2024 از دست داده است. برای خواننده‌ی بازار طلا، مهم است بدانند سقف تاریخی طلا که این مقایسه‌ها به آن ارجاع می‌دهند، در 29 ژانویه 2026 ثبت شد: 5,595.47 دلار در اسپات (XAUUSD، درون‌روزی)، 5,626.80 دلار در فیوچرز GC کامکس (قرارداد آوریل، درون‌روزی) و 5,405 دلار در قیمت مرجع عصر LBMA. در TradingView نسبت BTCUSD/XAUUSD را بسازید و دوره‌های جدول بالا را رویش علامت بزنید.

پول بعد از سقوطها کجا رفت؟

جمله‌ی «پول از کریپتو خارج شد» در اخبار زیاد تکرار می‌شود. اما همان‌طور که در فصل ۱ دیدیم، هر فروشی یک خریدار دارد؛ سؤال دقیق‌تر این است که فروشنده‌ها پولشان را کجا بردند و بخشی از ارزش چطور اصلاً از بین رفت. سقوطهای بزرگ کریپتو جواب‌های متفاوتی به این سؤال داده‌اند:

رویداد	زمان	آسیب	مقصد پول یا سازوکار
مت‌گاکس	فوریه 2014	حدود 850,000 بیت‌کوین گم شد؛ قیمت از بیش از 800 به زیر 400 دلار	به پول نقد (فیات)؛ آن زمان استیبل‌کوینی برای پارک کردن نبود
ترکیدن ICO	کل 2018	ارزش کل بازار از بیش از 800 به حدود 100 تا 130 میلیارد دلار؛ اتریوم حدود -94%	از آلت‌ها به بیت‌کوین و فیات؛ دامیننس از 31.1% به حدود 57%
مه 2021	12 تا 19 مه	بیت‌کوین 30- تا حدود 30 هزار دلار؛ حدود 9 میلیارد دلار لیکوئید	پاکسازی اهرم؛ مهاجرت استخراج‌کنندگان از چین
ترا و لونا	7 تا 13 مه 2022	حدود 40 میلیارد دلار لونا و 18 میلیارد دلار UST پاک شد	از UST به USDC و فیات؛ حدود 10 میلیارد دلار تتر در 10 روز ابطال شد
FTX	6 تا 11 نوامبر 2022	کسری حدود 8 میلیارد دلاری حساب مشتریان	رکورد خروج بیت‌کوین از صرافی‌ها به کیف پول شخصی
10 اکتبر 2025	یک روز	حدود 19 میلیارد دلار لیکوئید	نابود شد، جابه‌جا نشد؛ آلت‌ها بیشترین آسیب را دیدند
نزول نهادی 2026	اکتبر 2025 تا ژوئن 2026	بیت‌کوین از 126 هزار به حدود 58 هزار دلار	ابطال ETF؛ بخشی به سهام هوش مصنوعی؛ بخشی به استیبل‌کوین

دو ردیف این جدول آموزنده‌ترند. در فروپاشی ترا، یک «فرار به کیفیت» درون خود استیبل‌کوین‌ها رخ داد: عرضه‌ی تتر از 83 به 73 میلیارد دلار رسید و قیمتش درون‌روز تا 0.9485 دلار پایین آمد، در حالی که USDC از 48 به بیش از 53 میلیارد دلار

رسید. در سقوط FTX، طبق گلس‌نود، خروج بیت‌کوین از صرافی‌ها به رکورد حدود 172.7 هزار بیت‌کوین در ماه رسید: مردم بیت‌کوین را نفروختند، آن را از واسطه‌ها بیرون کشیدند.

اگر همه‌ی این رویدادها را کنار هم بگذاریم، سه مسیر خروج دیده می‌شود:

- به پول نقد (فیات): 2014، 2018، 2022 و 2023، و در 2026 از راه ETF‌ها.
- به استیبل‌کوین (پارک شدن درون کریپتو): فرار از UST به USDC در 2022، و دوباره در 2026.
- به نگهداری شخصی (ماندن در بیت‌کوین، ترک واسطه‌ها): FTX در 2022.

و یک قاعده‌ی تجربی که در چند چرخه تکرار شده است: در سقوط‌هایی که از آلت‌کوین‌ها شروع می‌شود، پول به بالای منحنی ریسک فرار می‌کند، یعنی از آلت‌ها به بیت‌کوین و استیبل‌کوین، و دامیننس بیت‌کوین بالا می‌رود. این در 2018، 2022 و 2025 تا 2026 دیده شد.

ایده‌ی کلیدی: «پول از کریپتو خارج شد» یک جمله نیست، چهار جمله است. پول ممکن است به دلار نقد رفته باشد، در استیبل‌کوین پارک شده باشد، از صرافی به کیف پول شخصی رفته باشد، یا در لیکوئید شدن اصلاً از بین رفته باشد. هر کدام ردپای داده‌ای خودش را دارد: جریان ETF، عرضه‌ی استیبل‌کوین، جریان خالص صرافی‌ها و حجم لیکوئید شدن. در فصل ۹ می‌بینیم این داده‌ها را از کجا و چطور بخوانیم.

خلاصه‌ی فصل

- بیت‌کوین چهار چرخه‌ی هاوینگ را پشت سر گذاشته است. سقف‌ها 12 تا 18 ماه بعد از هاوینگ آمده‌اند و افت هر چرخه از قبلی کمتر بوده است: حدود 87، 84، 77 و 54 درصد. با چهار مشاهده، چرخه‌ی چهارساله **الگوی تاریخی** است، نه قانون اثبات‌شده.
- در چرخه‌ی 2024 تا 2026، پول حاشیه‌ای از ETF‌های اسپات (حدود 57.6 میلیارد دلار ورودی خالص تجمعی) و شرکت‌ها (حدود 1.27 میلیون بیت‌کوین) آمد. همین کانال‌ها در 2026 کانال اصلی فروش هم شدند؛ ژوئن 2026 با حدود 4.1 تا 4.5 میلیارد دلار خروجی بدترین ماه ETF‌ها بود.
- زنجیره‌ی کلاسیک بیت‌کوین ← اتریوم ← آلت‌کوین‌ها در 2017 و 2021 دیده شد، اما در 2024 تا 2026 به جای آلت‌سیزن بزرگ، چرخش‌های کوتاه و باریک آمد. دامیننس سه سال پشت سر هم بالا رفت و نسبت ETH/BTC در آوریل 2025 به 0.0177 رسید.
- دلیل محتمل: پول ETF و شرکت‌ها فقط بیت‌کوین (و کمی اتریوم) می‌خرد و اثر ثروت خرد را که زنجیره را به حرکت درمی‌آورد، ندارد. 11.6 میلیون توکن فقط در 2025 مُردند.
- استیبل‌کوین‌ها اتاق انتظار کریپتو هستند (رکورد 322.4 میلیارد دلار در 17 مه 2026، حدود 313 میلیارد در 9 اکتبر 2026). همراهی‌شان با قیمت واقعی است، اما جهت علیت روشن نیست. در 2026 بیشتر پول فروشندگان روی زنجیره ماند.
- بیت‌کوین از 2020 بیشتر مثل یک دارایی پریسک‌گره‌خورده به نقدینگی و سیاست فد رفتار کرده است؛ همبستگی‌اش با نزدک در سال‌های سخت‌گیری بالاست و در پنجره‌های کوتاه به‌شدت نوسان دارد.

- «طلای دیجیتال» روایتی وابسته به رژیم است: در 2025 طلا 62.6٪ بالا رفت و بیت‌کوین 6.4٪ پایین آمد؛ در اوت و سپتامبر 2026 همبستگی‌شان به بالاترین سطح از 2020 رسید. جابه‌جایی پول بین این دو گاهی دیده می‌شود، اما یک‌طرفه و پایدار نیست.
- بعد از سقوط‌ها، پول به فیات، به استیبل‌کوین یا به نگهداری شخصی رفته، یا در لیکوئید شدن از بین رفته است. در سقوط‌های آلت‌محور، پول به بالای منحنی ریسک فرار می‌کند.

آزمونک

۱. افت بیت‌کوین از سقف تا کف در چهار چرخه‌ی هاوینگ تقریباً چند درصد بوده و چه روندی دارد؟
۲. چرا ابطال واحدهای ETF اسپات در 2026 فروش بیت‌کوین را «نهادی» کرد؟
۳. شاخص فصل آلت‌کوین در چرخه‌ی اخیر کی به اوج رسید و این زمان نسبت به سقف بیت‌کوین چه چیزی درباره‌ی ادعای «آلت‌سیزن بعد از سقف می‌آید» می‌گوید؟
۴. در 2026 بیت‌کوین حدود 54٪ افت کرد اما عرضه‌ی استیبل‌کوین فقط حدود 3٪ کم شد. این داده درباره‌ی مقصد پول فروشندگان چه می‌گوید؟
۵. در سقوط FTX، پول عمدتاً کجا رفت و چرا این با سقوط ترا فرق داشت؟

پاسخ آزمونک

۱. حدود 87، 84، 77 و 54 درصد. روند **کوچک شدن دامنه** است؛ هر افت از قبلی کم‌عمق‌تر بوده است. یک سال بعد از سقف 2025 هم بیت‌کوین فقط حدود 32٪ پایین‌تر بود، در حالی که در چرخه‌های قبل 70 تا 82 درصد.
۲. چون ابطال واحد ETF، مشارکت‌کننده‌ی مجاز را مجبور می‌کند بیت‌کوین واقعی را در بازار بفروشد. همان زیرساختی که پول نهادی را وارد کرده بود، برعکس کار کرد و فروشنده‌ی اصلی، صندوق‌ها بودند نه معامله‌گران خرد.
۳. در 4 تا 7 دسامبر 2024، با عدد حدود 87 تا 88؛ یعنی **ده ماه قبل** از سقف 6 اکتبر 2025 بیت‌کوین. بعد از سقف هم آلت‌سیزنی نیامد و آلت‌ها سخت‌تر ریختند. پس این ادعا قاعده‌ی ثابتی نیست.
۴. بخش بزرگی از پول فروشندگان کریپتو را ترک نکرد و به شکل دلار دیجیتال روی زنجیره ماند؛ بخش دیگری هم از راه ابطال ETF به دلار معمولی تبدیل شد. این با 2022 و 2023 فرق دارد که عرضه‌ی استیبل‌کوین حدود 35٪ کم شد.
۵. در FTX پول در بیت‌کوین ماند و فقط از صرافی‌ها به کیف پول شخصی رفت (رکورد خروج حدود 172.7 هزار بیت‌کوین در ماه). مشکل اعتماد به واسطه بود، نه به دارایی. در ترا، پول از یک استیبل‌کوین مشکوک (UST) به استیبل‌کوین مطمئن‌تر (USDC) و به فیات رفت؛ یعنی «فرار به کیفیت» درون خود استیبل‌کوین‌ها.

فصل ۸

ایران: نقدینگی سرگردان

در این فصل: می‌بینید چرا پول در ایران این‌قدر بین بازارها می‌چرخد و پنج موتور اصلی این چرخش (تورم مزمن، رشد نقدینگی، نرخ بهره‌ی واقعی منفی، جهش‌های ارزی و کمبود گزینه‌ها) با عدد چه می‌گویند؛ شش دوره‌ی تاریخ‌دار از 1390 تا 1405 را مرور می‌کنید؛ ترتیب معروف «دلار – سکه – مسکن و خودرو – بورس» را با شواهد می‌سنجید و می‌بینید کدام بخشش محکم است و کدام نه؛ یاد می‌گیرید چرا بازارها را باید **به دلار** مقایسه کرد؛ فرمول سکه و طلا را با یک مثال واقعی حل می‌کنید و می‌بینید طلای جهانی چطور به تهران می‌رسد؛ جای کریپتو را در این تصویر پیدا می‌کنید؛ و با ابزارهای ایرانی سنجش جریان پول و محدودیت‌هایشان آشنا می‌شوید.

در فصل ۱ دیدیم که تصویر «استخر ثابت پول» که از بازاری به بازار دیگر می‌رود، در بیشتر بازارهای جهانی یک خطای حسابداری است. هر فروشی یک خریدار دارد و پول با معامله از سیستم خارج نمی‌شود. ایران یک تفاوت مهم دارد: اینجا واقعاً هر سال حجم بزرگی پول تازه ساخته می‌شود و دنبال جایی می‌گردد که ارزشش را حفظ کند. اقتصاددانان ایرانی به این پول «نقدینگی سرگردان» می‌گویند. برای همین، در ایران بیشتر از هر جای دیگر پدیده‌ای را می‌بینیم که می‌شود اسمش را «فرار از پول نقد» گذاشت: لحظه‌هایی که همه‌ی دارایی‌های واقعی با هم بالا می‌روند.

این فصل فقط اقتصادی است: شوک‌های بیرونی فقط به‌عنوان رویدادهای تاریخ‌دار اقتصادی می‌آیند و درباره‌ی سیاست‌ها داوری نمی‌کنیم. تاریخ‌ها شمسی‌اند و هر جا لازم بوده، معادل میلادی در پرانتز آمده است. هر جا خودمان حساب کرده‌ایم، با «محاسبه‌ی ما» مشخص شده است.

پنج موتور چرخش در ایران

۱. تورم مزمن

ایران تقریباً هر سال در پنج دهه‌ی اخیر **تورم (Inflation)** دورقمی داشته است. جدول زیر تورم سالانه را در چند سال منتخب نشان می‌دهد (بر اساس داده‌های بانک مرکزی و مرکز آمار که در بعضی سال‌ها کمی با هم فرق دارند):

سال	تورم سالانه
1390	21.5٪
1392	34.7٪
1395	9.0٪
1397	31.2٪
1399	47.1٪
1401	46.5٪
1403	32.5٪
شهریور 1405	73.6٪ سالانه و 89.8٪ نقطه‌به‌نقطه

از 1397 به بعد تورم سالانه در محدوده‌ی حدود 30 تا 47 درصد مانده است. ارقام سال 1404 بسته به منبع متفاوت است، اما در شهریور 1405 (سپتامبر 2026) مرکز آمار ایران تورم سالانه را 73.6٪ و تورم **نقطه‌به‌نقطه (Point-to-Point)**، یعنی تغییر قیمت‌ها نسبت به همان ماه سال قبل، را 89.8٪ اعلام کرد. تورم نقطه‌به‌نقطه‌ی خوراکی‌ها 121.8٪ بود. اگر تورم سالانه‌ی 1390 تا 1404 را روی هم ضرب کنیم، سطح عمومی قیمت‌ها در این دوره حدود 49 برابر شده است (محاسبه‌ی ما).

یک نکته‌ی آموزشی در همین جدول پنهان است. سال‌های کم‌تورم 1394 تا 1396 (حدود 9 تا 12 درصد) دقیقاً سال‌هایی هستند که چرخش پول بین بازارها ضعیف‌تر از همیشه بود. وقتی تورم پایین است، انگیزه‌ی فرار از پول نقد هم کم می‌شود.

۲. رشد نقدینگی

نقدینگی (Liquidity) یا M2 مجموع پول نقد و سپرده‌های بانکی است؛ همان استخری که مدام دنبال جا می‌گردد. واحد رایج برای اندازه‌گیری آن در ایران «همت» است: هزار میلیارد تومان. طبق داده‌های بانک مرکزی:

- نقدینگی از حدود 691 همت در مرداد 1393 به حدود 8,797 همت در مرداد 1403 رسید؛ یعنی در ده سال حدود 12.7 برابر شد.

- در پایان اسفند 1404 (20 مارس 2026) به 15,581 همت رسید، با رشد 53.3٪ در یک سال. **پایه‌ی پولی (Monetary Base)** در همین مدت 61.5٪ رشد کرد.

- طبق برآوردهای مطبوعاتی، در مرداد 1405 به حدود 18,541 همت رسید، با رشد سالانه‌ی حدود 54.3٪. نرخ‌های رشد سالانه‌ی 1405، با اوج حدود 56.4٪ در خرداد، بالاترین از سال 1354 هستند.

پژوهش رودری، عربی و رحیمی در فصلنامه‌ی پژوهش‌های اقتصادی ایران (1402)، با داده‌های ماهانه‌ی 1361 تا 1401، نشان داد که در کوتاه‌مدت نقدینگی شوک را به تورم و نرخ ارز منتقل می‌کند، اما در میان‌مدت و بلندمدت **نرخ ارز «فرستنده‌ی خالص» شوک است و تورم و نقدینگی «گیرنده»**. به زبان ساده: در اقتصاد ایران، دلار نقش اعلام‌کننده‌ی کل سیستم را دارد.

۳. نرخ بهره‌ی واقعی منفی

سود سپرده‌ی بانکی در ایران سقف دارد و شورای پول و اعتبار آن را تعیین می‌کند. تا مرداد 1405 سود سپرده‌ی یک‌ساله 23٪ ماند. **نرخ بهره‌ی واقعی (Real Interest Rate)** یعنی سودی که بعد از کسر تورم برایتان می‌ماند. حسابش ساده است:

$$\text{نرخ واقعی} = (1 + \text{سود اسمی}) \div (1 + \text{تورم}) - 1$$

مثال حل‌شده. با سود 23٪ و تورم سالانه‌ی 73.6٪: $0.709 = 1.736 \div 1.23$. پس نرخ واقعی حدود **-29٪** است. با تورم نقطه‌به‌نقطه‌ی 89.8٪: $0.648 = 1.898 \div 1.23$ ، یعنی حدود **-35٪** (محاسبه‌ی ما). به زبان روزمره: کسی که صد میلیون تومان یک سال در بانک نگه دارد، در پایان سال با پولش حدود 29 درصد کالای کمتری می‌تواند بخرد.

نتیجه روشن است: سپرده‌ی بانکی **منبع اصلی پولی** است که بین بازارها می‌چرخد، و **صندوق‌های درآمد ثابت (Fixed-Income Funds)** که سپرده و اوراق نگه می‌دارند و معمولاً بازدهی کمی بالاتر دارند، **اتاق انتظار** این پول بین دو موج هستند. همان‌طور که در فصل ۱ دیدیم، همین الگو با تفاوت‌هایی در بازارهای جهانی هم دیده می‌شود.

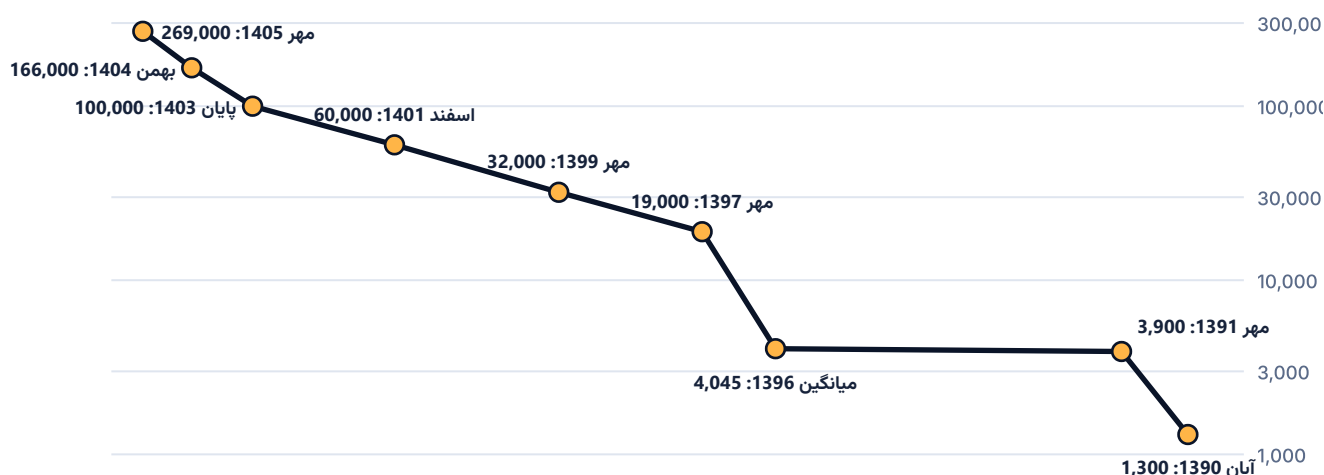
۴. جهش‌های ارزی

مهم‌ترین قیمت در اقتصاد ایران **نرخ دلار بازار آزاد** است. ایران سال‌ها چند نرخ رسمی داشته است (مثل نرخ 4,200 تومانی در 1397، و نرخ‌های سامانه‌ی نیما و مرکز مبادله)، اما در تحلیل چرخش همیشه از نرخ بازار آزاد استفاده می‌شود، چون قیمتی است که خانوارها واقعاً با آن خرید می‌کنند. چند نقطه‌ی منتخب از مسیر این نرخ:

تاریخ	دلار آزاد (تومان)
آبان 1390 (نوامبر 2011)	حدود 1,300
اواخر مهر 1391 (اکتبر 2012)	بیش از 3,900 (سقف)
اوایل مهر 1397 (سپتامبر 2018)	حدود 19,000 (سقف)
مهر و آبان 1399 (اکتبر 2020)	حدود 32,000 (سقف)
7 اسفند 1401 (فوریه 2023)	60,000 (اولین عبور)
پایان 1403 (مارس 2025)	حدود 100,000
بهمن و اسفند 1404	حدود 166,000 (سقف سال)
31 شهریور 1405 (22 سپتامبر 2026)	232,410
14 مهر 1405 (6 اکتبر 2026)	حدود 269,000

دلار آزاد به تومان، 1390 تا 1405

مقیاس لگاریتمی: هر پله‌ی مساوی یعنی چند برابر شدن مساوی



حدود 207 برابر در 15 سال؛ در همین مدت سطح قیمت‌ها حدود 49 برابر شد.

منابع: بانک مرکزی (میانگین‌ها، به نقل از همشهری)، ویکی‌پدیای فارسی، اقتصادآنلاین. نقطه‌ها سقف یا میانگین دوره‌اند.

شکل ۱۱. دلار آزاد از حدود 1,300 تومان در 1390 به حدود 269,000 تومان در مهر 1405 رسید. هر جهش ارزی، با فاصله‌های مختلف به بقیه‌ی بازارها منتقل شد.

از حدود 1,300 تومان در آبان 1390 تا حدود 269,000 تومان در مهر 1405، دلار حدود **207 برابر** شده است (محاسبه‌ی ما). در همین مدت سطح قیمت‌ها حدود 49 برابر شده است. این یعنی دلار حتی از تورم هم جلو زده است؛ جواد صالحی اصفهانی، اقتصاددان، هم نشان داده که **نرخ ارز واقعی** از 2011 تا ژانویه 2026 تقریباً دو برابر شده است. همین «جلو زدن از تورم» یکی از دلایلی است که دلار اولین انتخاب خانوار ایرانی برای حفظ ارزش پول است.

۵. ظرف‌های کم

موتور پنجم ساختاری است. دسترسی محدود به دارایی‌های خارجی باعث شده پس‌انداز ایرانی‌ها به فهرست کوتاهی از بازارهای داخلی محدود شود: دلار نقد، سکه و طلا، مسکن، خودرو، سهام و صندوق‌های بورس تهران و فرابورس، و کریپتو. پول زیاد و ظرف کم یعنی پول مدام بین ظرف‌ها جابه‌جا می‌شود.

سرعت‌های متفاوت و منطق جاماندگی

این ظرف‌ها با سرعت یکسانی به شوک واکنش نشان نمی‌دهند:

- **دلار و سکه** در چند ساعت واکنش نشان می‌دهند.
- **خودرو** در چند هفته تا چند ماه، و رژیم قیمت‌گذاری‌اش هم اثر دارد.
- **مسکن** در چند ماه، چون معامله‌اش بزرگ و کم‌نقدشونده است و قیمت‌هایش چسبنده‌اند.
- **بورس** با تأخیری متغیر، و به‌شدت متأثر از مقررات: **دامنه‌ی نوسان (Price Limit)**، عرضه‌های اولیه و صندوق‌های قابل معامله‌ی دولتی.

از همین تفاوت سرعت، **منطق جاماندگی** بیرون می‌آید. بعد از جهش دلار، هر دارایی‌ای که هنوز قیمت‌ش را با دلار جدید تطبیق نداده، به حساب دلاری ارزان به نظر می‌رسد و پول به سمتش می‌رود. این شهود اصلی پشت «ترتیب معروف» است که کمی بعد به آن می‌رسیم.

ایده‌ی کلیدی: تورم بالا و نرخ بهره‌ی واقعی منفی، پول را از سپرده بیرون می‌راند؛ جهش دلار مسیر را نشان می‌دهد؛ و تفاوت سرعت بازارها باعث می‌شود حرکت پول شکل **موج** پیدا کند. اما همان‌طور که خواهید دید، وقتی انتظارات تورمی ناگهان بالا می‌رود، تصمیم خانوار اغلب «سهام یا دلار یا طلا» نیست؛ «هر دارایی واقعی، به جای پول نقد» است.

پانزده سال در شش دوره (1390 تا 1405)

پیش از جزئیات، تصویر کلی را در یک جدول ببینید:

دوره	دلار (تومان)	آنچه رخ داد	تطبیق با ترتیب معروف
1390 تا 1392	1,300 به بیش از 3,900	سکه با دلار؛ بورس 1392 +105%	خوب؛ بورس حدود یک سال بعد
1393 تا 1396	تقریباً ثابت	تورم پایین، سود سپرده رقابتی	چرخش ضعیف
1397 تا 1398	حدود 4,000 به حدود 19,000	مسکن به دلار عقب ماند و بعد جبران کرد؛ بورس +210 1398%	نمونه‌ی کتابی
1399	سقف حدود 32,000	بورس اول به سقف رسید؛ دلار و سکه دو ماه بعد	برعکس
1404	حدود 79,000 به حدود 166,000	60 همت خروج از سهام؛ ورود به صندوق‌های طلا و درآمد ثابت	خوب: «اول دلار و طلا»
1405 تا امروز	157,570 به حدود 269,000	شاخص از 8 میلیون عبور کرد؛ به دلار تقریباً درجا	بورس به اسم ریالی پیش‌تاز

دوره‌ی اول: 1390 تا 1392، اولین شوک بزرگ ارزی

دلار از حدود 1,300 تومان در آبان 1390 به بیش از 3,900 تومان در اواخر مهر 1391 رسید؛ حدود 200 درصد رشد. سکه‌ی بهار آزادی که میانگین قیمتش در 1390 حدود 589 هزار تومان بود، همراه دلار بالا رفت؛ در بهار 1391 بین حدود 652 تا 798 هزار تومان معامله می‌شد. بورس اما صبر کرد: شاخص کل در 1390 فقط حدود 9٪، در 1391 حدود 44٪ و در 1392 **حدود 105٪** رشد کرد، یعنی بعد از اینکه بازار ارز آرام گرفت. تورم هم در 1392 به اوج 34.7٪ رسید. این دوره ترتیب کلاسیک را نشان می‌دهد: دلار و سکه اول، بورس حدود یک سال بعد.

آرامش 1393 تا 1396

میانگین سالانه‌ی دلار در این چهار سال بین 3,280 و 4,045 تومان ماند و تورم در 1394 تا 1396 به حدود 9 تا 12 درصد پایین آمد. بازده شاخص کل در این سال‌ها به ترتیب حدود -21٪، +27٪، -0.8٪ و +24٪ بود. سود سپرده رقابتی بود و چرخش پول بین بازارها ضعیف ماند. این دوره نشان می‌دهد که چرخش شدید در ایران محصول شرایط است، نه سرنوشت.

دوره‌ی دوم: جهش ارزی 1397 و نمونه‌ی کتابی

در 1397 دلار از حدود 4,000 تومان در ابتدای سال به حدود 19,000 تومان در اوایل مهر رسید؛ میانگین سالانه‌ی دلار 167٪ بالاتر از سال قبل بود (10,783 در برابر 4,045 تومان). سکه در 19 فروردین 1397 (8 آوریل 2018) از 1.87 میلیون تومان عبور کرد و میانگین سالانه‌اش از حدود 3 میلیون تومان در 1397 به حدود 4.5 میلیون در 1398 رسید. بانک مرکزی در نیمه‌ی دوم 1396 و نیمه‌ی اول 1397 بیش از 76 تن سکه را از راه پیش‌فروش عرضه کرد تا تقاضا را جذب کند و حباب سکه را مهار کند.

مسکن تهران طبق داده‌های بانک مرکزی از 4.822 میلیون تومان برای هر متر مربع در 1396 به 8.241 میلیون در 1397 (+71٪) و 13.33 میلیون در 1398 (+62٪) رسید. خودرو هم به یک دارایی سرمایه‌ای تبدیل شد: قیمت پراید از حدود 10 میلیون تومان در 1390 به حدود 170 میلیون در 1400 رسید (17 برابر)، در حالی که درآمد خانوار حدود 8.5 برابر شد. فاصله‌ی قیمت کارخانه و بازار، که به آن **حاشیه‌ی بازار** می‌گویند، تقاضای سفته‌بازانه را به این بازار کشید.

بورس آخر از همه به اوج رسید. شاخص کل در 1397 برای اولین بار از 100,000 واحد عبور کرد، در کل سال حدود 85٪ و در **1398 حدود 210٪** رشد کرد و سال را نزدیک 500 هزار واحد بست. ترتیب این دوره تقریباً کامل است: دلار (بهار تا پاییز 1397)، سکه (همان هفته‌ها)، مسکن (1397 و 1398) و بورس (قوی‌ترین در 1398، وقتی دلار آرام گرفته بود). تحلیلگران این دوره را نمونه‌ی کتابی ترتیب معروف می‌دانند.

دوره‌ی سوم: حباب بورس 1399

این دوره نشان می‌دهد چرا نباید ترتیب را قانون دانست. شاخص کل از 508,661 واحد در 5 فروردین 1399 به **2,078,000 واحد در 19 مرداد 1399 (9 اوت 2020)** رسید و یک روز بعد درون‌روز حدود 2.103 میلیون را هم لمس کرد. بازده فصلی 1399 گویاست: بهار +147٪، تابستان +25٪، پاییز -10٪ و زمستان -9.1٪. در 26 مرداد 1399 (16 اوت 2020)، شاخص 89,693 واحد افت کرد و به حدود 1.813 میلیون رسید؛ بزرگ‌ترین افت یک‌روزه در 53 سال تا آن زمان. شاخص سال را در حدود 1,307,000 واحد بست، یعنی حدود 37٪ زیر سقف.

جریان پول هم بی‌سابقه بود. فعالان بازار تخمین زدند حدود 33.7 همت پول حقیقی فقط در مرداد 1399 وارد سهام شد. رکورد ارزش معاملات روزانه به دلار، حدود 1.451 میلیارد دلار، در 23 اردیبهشت 1399 (13 مه 2020) ثبت شد و هنوز تکرار نشده است. ارزش کل بازار در حوالی 20 مرداد 1399 حدود 433 میلیارد دلار بود. در 2 شهریور 1399 (23 اوت 2020) رکورد خروج یک‌روزه‌ی حدود 3 همت پول حقیقی ثبت شد. منابع در کنار ورود گسترده‌ی سرمایه‌گذاران تازه‌کار، از عرضه‌ی صندوق دولتی دارا یکم، لغو عرضه‌ی دارا دوم، آزادسازی 30٪ سهام عدالت، بازده پایین درآمد ثابت و رشد سریع انتظارات تورمی به‌عنوان عوامل این رونق و برگشت آن نام می‌برند.

پول بعد از سقف بورس کجا رفت؟ دلار از حدود 25,000 تومان در شهریور به 30,000 تومان در 10 مهر 1399 و سقف حدود 32,000 در مهر و آبان رسید. سکه از حدود 6 میلیون تومان در ابتدای 1399 به حدود 16.3 میلیون در مهر 1399 رسید. یعنی سقف دلار و سکه **حدود دو ماه بعد** از سقف بورس آمد. مسکن تهران هم در 1399 حدود 80٪ رشد کرد (از 13.33 به 24.03 میلیون تومان برای هر متر) و در 1400 باز حدود 30٪ دیگر (31.30 میلیون). در این دوره بورس اول رفت، نه آخر؛ و بخش بزرگی از حرکتش سیاستی بود، نه نتیجه‌ی منطق جاماندگی.

دوره‌ی چهارم: 1401 تا 1403

دلار از حدود 33,200 تومان در 22 خرداد 1401 به 60,000 تومان در 7 اسفند 1401 (26 فوریه 2023) رسید، در 1402 حدود 50,000 تا 55,000 تومان ماند و در 1403 از 70,000 گذشت و سال را حدود 100,000 تومان بست. شاخص کل در 1401 از حدود 1.3 میلیون به حدود 1.9 میلیون رسید و بعد در 1402 حدود 11.9٪ و در 1403 حدود 23٪ رشد کرد. در این دوره بانک مرکزی سکه در مرکز مبادله را به‌عنوان ابزار عرضه به کار برد. مهم‌ترین درس این دوره در بازار مسکن است: طبق داده‌های آگهی‌محور ملک‌رادرار، قیمت هر متر مسکن تهران به دلار از 1,549 دلار در 1400 به 1,613 دلار در 1402 (سقف) رسید و بعد به 1,372 دلار در 1403 و 1,124 دلار در 1404 پایین آمد. یعنی مسکن از 1402 تا 1404 به حساب دلاری حدود 30٪ افت کرد و از دلار عقب ماند (محاسبه‌ی ما) و در 1405 با 1,280 دلار تا حدی جبران کرد.

دوره‌ی پنجم: 1404، سال صندوق‌های طلا

در 1404 دلار از حدود 79,400 تومان در فروردین به سقف حدود 166,000 تومان در بهمن و اسفند رسید. دو شوک بیرونی، یکی کوتاه در خرداد 1404 (ژوئن 2025) و یکی بزرگ‌تر از اسفند 1404، به‌صورت ناپیوستگی در داده‌های جریان پول دیده می‌شوند.

اما مهم‌ترین اتفاق 1404 تغییر مسیر پول بود. طبق جمع‌بندی اکوایران از کل سال:

- حدود 60 همت پول حقیقی از سهام و صندوق‌های سهامی خارج شد (بیش از 53.4 همت از سهام و حق تقدم).
- حدود 55.5 همت وارد صندوق‌های درآمد ثابت شد.
- حدود 40.1 همت وارد صندوق‌های طلا شد؛ بازده این صندوق‌ها تا حدود 130٪ رسید.
- شاخص کل (وزنی) حدود 37٪ و شاخص هم‌وزن حدود 20٪ رشد کرد.
- میانگین ارزش معاملات روزانه: صندوق‌های درآمد ثابت حدود 17.5 همت، صندوق‌های طلا حدود 8.3 همت و سهام حدود 7.4 همت. برای اولین بار ارزش معاملات صندوق‌های طلا از سهام بیشتر شد.

مسیر درون‌سالی هم جالب است. صندوق‌های طلا از ابتدای 1404 تا اوایل خرداد حدود 7.46 همت خروجی خالص داشتند؛ اما بعد از اواسط خرداد حدود 42.8 همت ورودی گرفتند و تا 20 آبان 1404 (11 نوامبر 2025) خالص ورودی‌شان به حدود 36 همت رسید. رکورد ورود یک‌روزه در 8 آذر 1404 (29 نوامبر 2025) ثبت شد: حدود 3.51 همت پول حقیقی در یک روز، بزرگ‌ترین رقم تا آن زمان. (این رکورد در اردیبهشت 1405 شکست و در 12 اردیبهشت 1405 حدود 7.8 همت در یک روز وارد صندوق‌های طلا شد.) در آذر 1404، 28 صندوق طلا فعال بود و اونس جهانی بالای 4,200 دلار معامله می‌شد.

خوانش این دوره ساده است: یک «فرار به امنیت دلارمحور». چرخش از سهام به درآمد ثابت و طلا بود؛ همان چیزی که در 1399 از سهام به سکه دیده شد، اما این بار از راه صندوق‌های قابل معامله در بورس، نه سکه‌ی فیزیکی.

دوره‌ی ششم: 1405 تا امروز، بورس به‌عنوان پوشش تورم

شاخص کل پس از بازگشایی بازار در اوایل 1405 حدود 3,716,000 واحد بود. بعد به 5,654,000 واحد در 18 مرداد 1405 (9 اوت 2026)، به 7,000,000 در 2 مهر 1405 (24 سپتامبر 2026) و به حدود 8.13 میلیون در 15 مهر 1405 (7 اکتبر 2026) رسید؛ اولین بسته شدن بالای 8 میلیون. طبق تابناک، این یعنی حدود 119٪ رشد از ابتدای 1405.

در شش ماه اول 1405 (از 5 فروردین تا 31 شهریور)، طبق اقتصادنیوز: شاخص حدود 93٪، دلار از 157,570 به 232,410 تومان (+47.5٪)، طلای 18 عیار هر گرم از 17.43 به 23.94 میلیون تومان (+37.3٪)، سکه‌ی امامی از 189.99 به 237.49 میلیون تومان (+25٪) و سکه‌ی گرمی 85.9٪. یک گزارش دیگر (کانون بورس، با تاریخ نامشخص) رشد خودرو را حدود 103٪ و مسکن را حدود 50٪ از ابتدای سال آورده است (بر اساس یک منبع ثانویه).

در هفته‌ی منتهی به 17 مهر 1405 بیش از 2.5 همت پول حقیقی وارد بازار شد که 1.03 همتش به صندوق‌ها و 0.5 همت به صندوق‌های طلا رفت (تابناک). تحلیلگران تجارت‌نیوز این رشد را به «اشباع نسبی بازارهای موازی (مسکن، خودرو، ارز و طلا)» نسبت دادند، یعنی چرخش به سمت بازار جامانده. روایت دیگری از «سندرم جاماندگی» در همه‌ی بازارها حرف می‌زند: جهش هم‌زمان همه با ارزش معاملات رکوردی. اینکه کدام روایت درست‌تر است، در زمان نوشتن این کتاب روشن نیست.

ترتیب معروف: ادعا در برابر شواهد

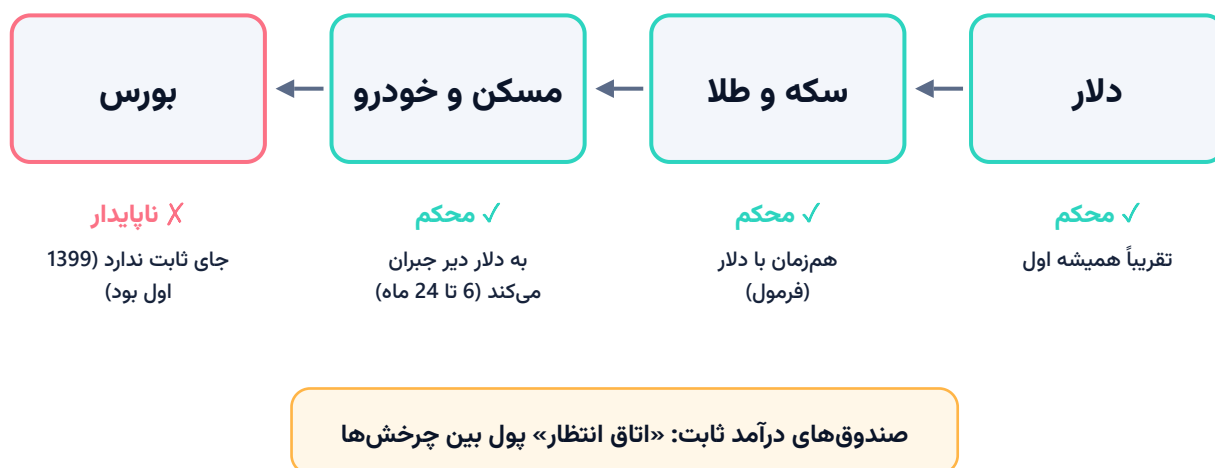
ادعا و منطقش

تحلیل‌های بازار در رسانه‌های فارسی اغلب این ترتیب را تکرار می‌کنند:

دلار ← سکه و طلا ← مسکن و خودرو ← بورس

همراه با یک مسیر برگشت: دلار آرام می‌گیرد، حباب سکه خالی می‌شود، مسکن می‌ایستد و پول به بورس یا درآمد ثابت می‌رود. منطقش هم چهار بخش دارد: دلار نقدشونده‌ترین و سریع‌ترین پوشش است و قیمت لنگر کل سیستم؛ سکه به‌خاطر فرمولش (که کمی بعد می‌بینید) مکانیکی به دلار وصل است؛ مسکن سرمایه‌ی زیاد می‌خواهد و کشف قیمتش کند است؛ و بورس آخر از همه تعدیل می‌شود، چون سود شرکت‌ها و ارزش جایگزینی دارایی‌هایشان باید با دلار جدید دوباره قیمت بخورد (اول صادرکننده‌ها و تولیدکنندگان کالا).

ترتیب معروف بازارهای ایران در برابر شواهد



در جهش انتظارات تورمی، چرخش نیست؛ «فرار از نقد» است و همه با هم بالا می‌روند.

شکل ۱۲. ترتیب معروف دلار، سکه، مسکن و بورس: سه حلقه‌ی اول در داده‌ها محکم‌اند، ولی جای بورس ثابت نیست.

آنچه شواهد تأیید می‌کند

دو دوره‌ی 1390 تا 1392 و 1397 تا 1398 این ترتیب را خوب نشان می‌دهند و دوره‌ی 1404 هم با بخش «اول دلار و طلا، بورس منتظر» جور است. پژوهش‌های دانشگاهی هم بخشی از این ادعا را پشتیبانی می‌کنند. بستان‌زاد و داوودی (فصلنامه‌ی مدیریت دارایی و تأمین مالی، 2017)، با داده‌های فصلی 1990 تا 2015، یک زنجیره‌ی یک‌طرفه در انتقال ریسک پیدا کردند: از ارز به سهام و از سهام به مسکن. نرخ ارز جلوتر است و مسکن آخر. پژوهش رودری و همکاران هم که بالاتر دیدیم، نرخ ارز را فرستنده‌ی خالص شوک در بلندمدت می‌دانند.

عقب ماندن مسکن هم مستند است. طبق داده‌های بانک مرکزی و همشهری، قیمت دلاری متر مسکن تهران در سال شوک ارزی 1397 به پایین‌ترین سطح دهه رسید (حدود 730 تا 764 دلار) و در 1398 و 1399 جبران کرد. تحلیلگران توضیح می‌دهند که مسکن «با تأخیر و به‌صورت اصلاحی» واکنش نشان می‌دهد و حتی ممکن است درست بعد از جهش دلار رکودش عمیق‌تر شود، چون دارایی‌های نقدشونده (دلار و طلا) موج اول را جذب می‌کنند.

آنچه شواهد تأیید نمی‌کند

۱. بورس در 1399 اول رفت. شاخص در 19 مرداد 1399 به سقف رسید، قبل از سقف دلار و سکه در مهر و آبان. مسکن هم تا 1400 بالا رفت. محرک بورس سیاستی بود، نه منطق جاماندگی.

۲. در 1405 جای بورس به پنجره‌ی زمانی بستگی دارد. در شش ماه اول، بورس (+93٪) از دلار (+47.5٪) و سکه (+25٪) جلو زد، اما در پنجره‌های کوتاه‌تر بازده دلاری بورس تقریباً صفر بود (بخش بعد). رتبه‌بندی با عوض شدن تاریخ شروع عوض می‌شود.

۳. حرکت هم‌زمان. وقتی انتظارات تورمی جهش می‌کند، همه‌ی دارایی‌های واقعی با هم بالا می‌روند. این «فرار از نقد» است، نه چرخش.

۴. مقررات مسیر را خم می‌کنند. دامن‌های نوسان و صف، پیش‌فروش و حراج سکه، نرخ 4,200 تومانی در 1397، قیمت‌گذاری خودرو و عرضه‌ی آن در بورس کالا، سقف سود سپرده و محدودیت درگاه‌های کریپتو، همه جریان پول بین بازارها را خم یا مسدود می‌کنند. بدون شناختن قواعد هر بازار، نمی‌شود چرخش را خواند.

۵. چسبندگی مسکن. وقتی دلار عقب‌نشینی می‌کند، قیمت ریالی مسکن به‌ندرت پایین می‌آید. پس خروج پول از مسکن در قیمت دیده نمی‌شود؛ در ریزش تعداد معاملات دیده می‌شود.

۶. ناهمخوانی اندازه‌گیری. جریان بورس روزانه (TSETMC)، صندوق‌ها روزانه (فیپیران)، سکه و دلار لحظه‌ای (tgju)، مسکن ماهانه (بانک مرکزی) یا از روی آگهی، و خودرو از روی فهرست قیمت‌ها اندازه گرفته می‌شوند. ادعای ترتیبی که روی داده‌هایی با بسامد متفاوت ساخته شود، ممکن است فقط اثر خود اندازه‌گیری باشد.

نسخه‌ی قابل دفاع

اگر بخواهیم فقط چیزی را بگوییم که شواهد پشتش هست:

- محکم: دلار لنگر است و معمولاً اول حرکت می‌کند؛ سکه و طلا تقریباً بلافاصله همراه دلار حرکت می‌کنند (به‌خاطر فرمولشان)؛ مسکن به حساب دلاری عقب می‌افتد و طی حدود 6 تا 24 ماه جبران می‌کند؛ صندوق‌های درآمد ثابت اتاق انتظار پول‌اند؛ و از 1404 بخش بزرگی از «پایه‌ی سکه» از راه صندوق‌های طلا انجام می‌شود.
- شکننده: جای دقیق بورس (گاهی اول، گاهی هم‌زمان، گاهی آخر) و ترتیب خودرو و مسکن.

اشتباه رایج: «در ایران همیشه اول دلار، بعد سکه، بعد مسکن و آخر بورس.» این ادعایی رایج است، نه اثبات‌شده. در 1399 بورس اول رفت، در جهش انتظارات همه با هم بالا می‌روند و مقررات مسیر را خم می‌کند. فقط بخش اول زنجیره (دلار و سکه) و عقب ماندن دلاری مسکن پشتوانه‌ی محکم دارند.

مقایسه به دلار: تنها خط‌کش منصفانه

وقتی پول ملی هر سال ده‌ها درصد ارزش از دست می‌دهد، تقریباً همه چیز به ریال بالا می‌رود. پس بازده ریالی نمی‌گوید کدام بازار واقعاً جلو افتاده و کدام «جامانده» است. روشی که تحلیلگران ایرانی واقعاً استفاده می‌کنند، مقایسه‌ی قیمت‌ها به دلار است: متر مسکن به دلار، شاخص بورس به دلار، و حباب سکه.

مثال حل‌شده: مسکن تهران در جهش 1397. قیمت هر متر را بر میانگین سالانه‌ی دلار آزاد تقسیم می‌کنیم (محاسبه‌ی ما از داده‌های بانک مرکزی):

سال	متر مسکن تهران (میلیون تومان)	میانگین دلار (تومان)	متر مسکن به دلار
1396	4.822	4,045	حدود 1,192
1397	8.241	10,783	حدود 764
1398	13.33	12,918	حدود 1,032
1399	24.03	22,887	حدود 1,050

به ریال، مسکن در 1397 حدود 71٪ بالا رفت و خبرها از «رکورد گرانی مسکن» می‌گفتند. اما به دلار، همان مسکن در همان سال حدود 36٪ **ارزان‌تر** شد و در سال بعد جبران کرد. این روشن‌ترین نمونه‌ی مستند از عقب ماندن مسکن از دلار است. همشهری با مبنای دلاری کمی متفاوت به همین نتیجه رسیده است: حدود 730 دلار برای هر متر در 1397، پایین‌ترین سطح دهه.

مثال دوم: بورس 1405 به دلار. از 8 جولای تا 2 سپتامبر 2026، شاخص کل 23.0٪ بالا رفت و دلار 23.56٪. بازده دلاری بورس در این پنجره حدود 0.4-٪ بود (TehranIndex). یعنی بخش بزرگی از رشد اسمی بورس، فقط تطبیق قیمت دارایی‌های واقعی شرکت‌ها با دلار جدید بود؛ همان سازوکار جبرانی که در مسکن 1398 دیدیم.

مثال سوم: نگاه شش‌ساله. از سقف 1399 (2.078 میلیون واحد) تا سقف 18 مرداد 1405 (5.654 میلیون واحد)، شاخص حدود 172٪ بالا رفت، اما دلار آزاد در همین مدت حدود 741٪ (طبق آوش). ارزش کل بازار سهام از حدود 433 میلیارد دلار در سقف 1399 به حدود 105 میلیارد دلار در گزارش 17 مهر 1405 (تابناک) رسیده است. سقف اسمی 1399 مدت‌هاست شکسته شده، اما سقف دلاری‌اش هنوز خیلی دور است.

امتحان کنید: در tgju.org آرشیو تاریخی شاخص کل بورس و دلار آزاد را برای یک بازه‌ی دلخواه (مثلاً از ابتدای 1405 تا امروز) پیدا کنید. شاخص را در هر تاریخ بر نرخ دلار همان روز تقسیم کنید و دو منحنی بکشید: شاخص ریالی و شاخص دلاری. در کدام هفته‌ها این دو از هم جدا شدند؟ همین کار را با میانگین قیمت مسکن بانک مرکزی هم می‌توانید بکنید.

فرمول سکه و طلا: پلی بین بازار جهانی و تهران

ارزش ذاتی

قیمت طلا و سکه در ایران از ضرب دو بازار به دست می‌آید: قیمت جهانی طلا و دلار آزاد تهران. اگر **O** قیمت یک اونس طلای جهانی به دلار و **D** نرخ دلار آزاد به تومان باشد (هر اونس تروا 31.1035 گرم است)، **ارزش ذاتی (Intrinsic Value)** هر محصول این‌طور حساب می‌شود:

محصول	مشخصات	ارزش ذاتی (تومان)
طلای 24 عیار، هر گرم	عیار 999.9	$O \times D \div 31.1035$
طلای 18 عیار، هر گرم	عیار 750	حدود $0.024113 \times O \times D$
مثقال آب شده	4.608 گرم با عیار 705	حدود $O \times D \div 9.574$
سکه‌ی امامی	8.133 گرم با عیار 900	حدود $0.23533 \times O \times D$
نیم سکه	4.0665 گرم با عیار 900	حدود $0.11767 \times O \times D$

ضریب 0.23533 برای سکه‌ی امامی از همین مشخصات بیرون می‌آید: $0.23533 \approx 8.133 \times 0.9 \div 31.1035$. یعنی هر سکه‌ی امامی حدود 0.235 اونس طلای خالص دارد. قیمت بازار سکه اما همیشه با ارزش ذاتی برابر نیست:

قیمت بازار سکه = ارزش ذاتی $\times$ (1 + حباب)

حباب سکه (Coin Bubble) همان فاصله‌ی قیمت بازار از ارزش ذاتی است و عرضه و تقاضای داخلی را نشان می‌دهد.

فرمول قیمت سکه‌ی امامی

قیمت جهانی و دلار تهران در هم ضرب می‌شوند

$$\begin{array}{|c|c|c|c|c|c|} \hline \text{قیمت بازار} & = & \text{1 + حباب} & \times & \text{ارزش ذاتی} & = & \text{ضریب سکه} & \times & \text{دلار آزاد} & \times & \text{اونس جهانی} \\ \hline 274.9 \text{ میلیون} & & \text{حدود 1.05} & & 261.6 \text{ میلیون} & & 0.23533 & & 268,965 \text{ تومان} & & 4,133 \text{ دلار} \\ \hline \end{array}$$

درصد تغییر سکه $\approx$ درصد تغییر اونس + درصد تغییر دلار + تغییر حباب

مثال: 14 مهر 1405. فرمول قیمت بازار را با خطای حدود 1% بازسازی می‌کند.

ضریب: $8.133 \text{ گرم} \times \text{عیار } 0.900 \div 31.1035 \text{ گرم در اونس}$

شکل ۱۳. قیمت سکه حاصل ضرب دو بازار است: اونس جهانی (همان XAUUSD و GC) و دلار آزاد تهران، به‌اضافه‌ی حباب داخلی.

مثال حل شده با داده‌ی واقعی

در 14 مهر 1405 (6 اکتبر 2026)، دلار آزاد حدود 268,965 تومان و اونس جهانی حدود 4,133 دلار بود (قیمت 15 مهر):

- ارزش ذاتی سکه = $261.6 \approx 0.23533 \times 4,133 \times 268,965$ **میلیون تومان**
- قیمت بسته شدن سکه در همان روز 271.9 (tgju): **میلیون تومان**
- حباب $\approx 4 \approx 1 - 271.9 \div 261.6$ %

برای راستی‌آزمایی: نبض قیمت در 17 مهر 1405 قیمت سکه را حدود 270 میلیون تومان با حباب 2.83% گزارش کرد، یعنی ارزش ذاتی حدود 262.6 میلیون. با اونس حدود 4,120 دلار (CNBC، 8 اکتبر 2026)، این عدد دلاری حدود 271,000

تومان را نتیجه می‌دهد که با نرخ بازار آزاد آن روزها سازگار است. فرمول قیمت‌های بازار را با خطای حدود 1٪ بازسازی می‌کند (محاسبه‌ی ما).

سه پایه‌ی تغییر قیمت

اگر از فرمول لگاریتم بگیریم، تغییر قیمت سکه تقریباً جمع سه تغییر است:

درصد تغییر سکه $\approx$ درصد تغییر اونس + درصد تغییر دلار + تغییر حباب

- **پایه‌ی طلای جهانی (O):** یک‌به‌یک و فوری منتقل می‌شود. اگر اونس 1٪ بالا برود، ارزش ذاتی سکه و طلای 18 عیار هم 1٪ به تومان بالا می‌رود، پیش از هر اثر داخلی.
- **پایه‌ی دلار (D):** این هم یک‌به‌یک است، و در ایران معمولاً خیلی بزرگ‌تر از پایه‌ی طلا. نمونه: از ابتدای 1405 تا 31 شهریور، دلار 47.5٪ و طلای 18 عیار 37.3٪ بالا رفت. پس اونس و حباب روی هم حدود 7٪ از رشد کم کرده‌اند (1.373 $\div$ 0.93 $\approx$ 1.475؛ محاسبه‌ی ما).
- **پایه‌ی حباب:** عرضه و تقاضای داخلی. ممکن است مثبت باشد (هراس یا کمبود عرضه) یا منفی (عرضه از راه پیش‌فروش و حراج سکه، یا فروش اجباری).

در بلندمدت، سکه از حدود 589 هزار تومان (میانگین 1390) به حدود 272 میلیون تومان (14 مهر 1405) رسیده، یعنی حدود 460 برابر، در حالی که دلار حدود 200 برابر شده است (محاسبه‌ی ما). فاصله‌ی این دو تقریباً رالی جهانی طلاست (اونس از حدود 1,600 تا 1,700 دلار در 2011 و 2012 به بیش از 4,100 دلار در اکتبر 2026، حدود 2.5 برابر) به‌اضافه‌ی تفاوت حباب‌ها. دارنده‌ی سکه در این پانزده سال هم کاهش ارزش ریال را گرفت و هم بازار صعودی جهانی طلا را.

حباب به‌عنوان دماسنج جریان

حباب سکه یکی از بهترین سنج‌های جریان پول در بازار طلای ایران است. **حباب رو به افزایش** یعنی تقاضای داخلی از برابری طلا و دلار جلو زده است: هراس، تقاضای فصلی یا کمبود عرضه. **حباب رو به کاهش یا منفی** یعنی فشار فروش یا عرضه‌ی تازه؛ پیش‌فروش سکه در 1396 و 1397 و حراج‌ها در 1401 تا 1403 دقیقاً برای فشردن حباب به کار رفتند. حباب در سکه‌های کوچک معمولاً بزرگ‌تر است، به‌خاطر هزینه‌ی ضرب و تقاضای خرد: در 17 مهر 1405 حباب سکه‌ی امامی حدود 2.8٪، ربع سکه حدود 16٪ و سکه‌ی گرمی حدود 13.7٪ بود.

یک سنج‌ی دیگر هم از همین فرمول بیرون می‌آید: **دلار ضمنی سکه**، یعنی قیمت سکه تقسیم بر (0.23533 $\times$ اونس). وقتی دلار ضمنی سکه از دلار بازار بالاتر است، خریدار سکه دارد حباب می‌پردازد؛ وقتی پایین‌تر است، سکه نسبت به دلار «ارزان» است. فعالان بازار می‌گویند خرید و فروش بین این دو بازار معمولاً فاصله را می‌بندد، هرچند پژوهش رسمی‌ای در این باره بررسی نکرده‌ایم.

نکته‌ی طلا: قیمت طلای ایران حاصل ضرب دو بازار است: طلای جهانی (همان XAUUSD اسپات و فیوچرز GC کامکس که در این کتاب تحلیل می‌کنیم) و دلار آزاد تهران. روزی که اونس افت کند ولی دلار جهش کند، طلای ایران می‌تواند بالا برود؛ و برعکس. صندوق‌های طلای بورس هم همین فرمول را از راه گواهی‌های سپرده‌ی سکه و شمش که نگه می‌دارند به ارث می‌برند، به‌اضافه‌ی حباب یا تخفیف خودشان نسبت به ارزش خالص دارایی. پس برای فهمیدن حرکت طلای ایران، اول باید حرکت اونس را جدا کنید و بعد سهم دلار و حباب را ببینید.

امتحان کنید: امروز قیمت اونس جهانی، دلار آزاد و سکه‌ی امامی را از tgju.org بردارید. ارزش ذاتی را با ضریب 0.23533 حساب کنید و حباب را به دست آورید. بعد دلار ضمنی سکه را حساب کنید و با دلار بازار مقایسه کنید. اگر یک هفته هر روز این کار را بکنید، می‌بینید سهم هر پایه در حرکت قیمت سکه چقدر بوده است.

کریپتو در ایران: «دلار به‌اضافه‌ی ریسک جهانی»

طبق گزارش‌های رسانه‌ای به نقل از Chainalysis، کیف پول‌های ایرانی در 2025 حدود 7.8 میلیارد دلار رمزارز دریافت کردند، در برابر 7.4 میلیارد در 2024 و 3.17 میلیارد در 2023. این بازار متمرکز است: بزرگ‌ترین صرافی داخلی، نوبیتکس، حدود 54.2٪ از این ورودی را داشت. Chainalysis اکوسیستم ایران را «نسبتاً خودبسنده» توصیف کرده است. آمار تعداد کاربران بیشتر از خود پلتفرم‌ها می‌آید و قابل راستی‌آزمایی مستقل نیست.

جای کریپتو در چرخش ایرانی با جای آن در فصل ۷ فرق دارد. برای کاربر خرد ایرانی، **تتر (USDT) در عمل دلار دیجیتال** است: قیمت ریالی‌اش تقریباً دقیق دنبال دلار آزاد حرکت می‌کند. در ماه منتهی به 17 مهر 1405، تتر 13.7٪ و دلار 13.8٪ بالا رفتند. بیت‌کوین ریالی در همان ماه حدود 20٪ بالا رفت؛ یعنی حرکت دلار به‌اضافه‌ی حرکت جهانی خود بیت‌کوین. فرمولش هم مثل سکه ساده است:

بیت‌کوین ریالی = قیمت جهانی بیت‌کوین (به تتر) × قیمت ریالی تتر

پس مدل درست برای این کتاب این است: کریپتو در ایران = «دلار + یک دارایی پرریسک جهانی». یعنی بخشی از پایه‌ی دلاری چرخش است، نه یک مرحله‌ی جدا در زنجیره. کسی که در ایران بیت‌کوین می‌خرد، در واقع دو موقعیت هم‌زمان گرفته است: یکی روی دلار آزاد و یکی روی چرخه‌ی جهانی کریپتو که در فصل ۷ دیدیم. محدودیت‌های درگاه‌های ریالی و تبلیغات در دوره‌های مختلف هم جریان این بازار را تحت تأثیر قرار داده‌اند؛ این را فقط به‌عنوان یک احتیاط در اندازه‌گیری یادآوری می‌کنیم.

ابزارهای سنجش جریان پول در ایران

یک خبر خوب برای خواننده‌ی ایرانی: بخش بزرگی از چرخش در ایران حالا **درون بورس** و از راه صندوق‌ها انجام می‌شود، و این جریان را می‌شود روزانه و رایگان اندازه گرفت. اما هر ابزاری محدودیت خودش را دارد.

صندوق‌ها: اتاق انتظار قابل اندازه‌گیری

طبق گزارش کانون نهادهای سرمایه‌گذاری، دارایی کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری در پایان خرداد 1405 به 2,864 همت رسید (79٪ رشد اسمی در یک سال، در 509 صندوق):

نوع صندوق	دارایی (همت)	سهم
درآمد ثابت	1,494.2	52.2%
کالایی و طلا	585.7	20.5%
بازارگردانی	402.6	14.1%
سهامی	336.1	11.7%
سایر	44.4	1.5%

همان گزارش یادآوری می‌کند که دارایی واقعی صندوق‌ها در سال قبل حدود 14٪ کم شده است؛ یعنی بیشتر رشد، اثر تورم بود. تا 13 مهر 1405، دارایی صندوق‌ها با احتساب بازارگردانی از 4,000 همت گذشت. تعداد صندوق‌های طلا هم از حدود 16 در 1402 به 28 در آذر 1404 و حدود 35 تا 36 در 1405 رسیده است. این صندوق‌ها **گواهی سپرده‌ی سکه و شمش طلا** را نگه می‌دارند که در بورس کالا معامله می‌شود.

صندوق‌های درآمد ثابت «اتاق انتظار» نقدینگی ایران‌اند. وقتی رالی یک دارایی شروع می‌شود، پول اول از آن‌ها ابطال می‌شود؛ برای نمونه، یک بار خروج هفتگی حدود 12.4 همت از درآمد ثابت گزارش شد که به سمت صندوق‌های طلا و نقره رفت. وقتی رالی تمام می‌شود، پول برمی‌گردد. پس **جریان خالص هفتگی صندوق‌های درآمد ثابت** دماسنج خوبی برای **اشتهای ریسک (Risk Appetite)** در ایران است.

جدول ابزارها و هشدارها

ابزار	چه می‌گوید	هشدار
ورود و خروج پول حقیقی (TSETMC)	خرید منهای فروش حقیقی‌ها	پول جدید نیست؛ فقط جابه‌جایی بین حقیقی و حقوقی است
سرانه‌ی خرید و قدرت خریدار	اندازه‌ی متوسط خرید در برابر فروش حقیقی‌ها	نسبت دو میانگین است؛ با چند معامله‌ی بزرگ، تقسیم کد و صف مخدوش می‌شود
صدور و ابطال واحد (فیپیران)	پول واقعاً جدید در صندوق: تعداد خالص واحد $\times \text{NAV}$	برای صندوق‌های قابل معامله، حباب صندوق نسبت به NAV را هم ببینید
حباب سکه و دلار ضمنی	فشار تقاضای داخلی بر طلا	حباب در سکه‌های کوچک ذاتاً بزرگ‌تر است
تعداد معاملات مسکن (بانک مرکزی)	ریزش حجم همراه با رشد قیمت یعنی رکود تورمی	آگهی‌ها قیمت پیشنهادی‌اند، نه قیمت معامله

دو ردیف اول این جدول بیشتر از بقیه اشتباه خوانده می‌شوند. وقتی **ورود پول حقیقی** مثبت است، یعنی حقیقی‌ها خریدار خالص بوده‌اند و حقوقی‌ها دقیقاً به همان اندازه فروشنده‌ی خالص. پولی از بیرون اقتصاد وارد نشده است؛ فقط سهام بین دو نوع حساب جابه‌جا شده است. این همان درس فصل ۱ در مقیاس بورس تهران است.

قدرت خریدار حقیقی نسبت سرانه‌ی خرید به سرانه‌ی فروش است. عدد بالای 1 یعنی خریداران کمتر با سفارش‌های بزرگ‌تر در برابر فروشندگان بیشتر و کوچک‌تر، و اغلب «انباشت» خوانده می‌شود. اما این نسبت دو میانگین است و چند معامله‌ی

بزرگ یا تقسیم سفارش بین چند کد آن را جابه‌جا می‌کند. برچسب «پول هوشمند» برای تغییر مالکیت حقیقی به حقوقی هم یک تفسیر است، نه یک واقعیت. این سنج‌ها توصیفی‌اند، نه پیش‌بین.

برای مسکن هم یک نکته‌ی ظریف هست. شاخص‌های آگهی‌محور (دیوار، کیلید، ملک‌آدار و مانند آن‌ها) سریع‌ترند، اما **قیمت پیشنهادی** را می‌سنجند. اختلافشان می‌تواند بزرگ باشد: برای مهر 1405، یک شاخص آگهی‌محور میانگین متر مسکن تهران را حدود 220 میلیون تومان و شاخص دیگری حدود 284 میلیون تومان نشان داد. داده‌ی بانک مرکزی که بر اساس معاملات ثبت‌شده است کندتر می‌رسد، اما تعداد معاملات را هم می‌دهد؛ و ریزش تعداد معاملات همراه با رشد قیمت، نشانه‌ی کلاسیک مرحله‌ی «خروج پول» از مسکن یا **رکود تورمی (Stagflation)** است.

اشتباه رایج: «امروز فلان همت پول حقیقی وارد بورس شد، پس پول جدید وارد بازار شده است.» نه. ورود پول حقیقی فقط جابه‌جایی سهام بین حقیقی و حقوقی است و مجموعش همیشه صفر است. اگر می‌خواهید پول واقعاً جدید را ببینید، به **صدور واحد صندوق‌ها** در فیپیران نگاه کنید: تعداد خالص واحدهای صادرشده ضرب در ارزش خالص دارایی.

امتحان کنید: در fipiran.com فهرست صندوق‌های درآمد ثابت و صندوق‌های طلا را باز کنید و تغییر تعداد واحدهای صادرشده و ابطال‌شده را برای یک هفته یادداشت کنید. هم‌زمان در tsetmc.com ورود پول حقیقی به نمادهای صندوق‌های طلا را ببینید. وقتی درآمد ثابت ابطال دارد و صندوق‌های طلا صدور، پول از اتاق انتظار به کدام سمت رفته است؟

خلاصه‌ی فصل

- در ایران برخلاف بیشتر بازارهای جهانی، پول تازه‌ی زیادی ساخته می‌شود: نقدینگی در مرداد 1405 طبق برآوردهای مطبوعاتی به حدود 18,541 همت رسید (رشد سالانه‌ی حدود 54.3٪)، و نرخ‌های رشد 1405 بالاترین از 1354 هستند. با تورم 73.6٪ و سود سپرده‌ی 23٪، نرخ بهره‌ی واقعی حدود 29-٪ است.
- دلار آزاد از حدود 1,300 تومان در آبان 1390 به حدود 269,000 تومان در مهر 1405 رسید، حدود 207 برابر، و از تورم (حدود 49 برابر) هم جلو زد. دلار لنگر کل سیستم و «فرستنده‌ی خالص» شوک است.
- ترتیب معروف «دلار ← سکه ← مسکن و خودرو ← بورس» در 1390 تا 1392 و 1397 تا 1398 خوب دیده شد، در 1399 برعکس شد (بورس اول به سقف رسید) و در 1405 به پنجره‌ی زمانی بستگی دارد.
- بخش محکم: دلار اول حرکت می‌کند، سکه هم‌زمان با آن، و مسکن به حساب دلاری عقب می‌افتد و طی 6 تا 24 ماه جبران می‌کند. بخش شکننده: جای بورس و ترتیب خودرو و مسکن. در جهش انتظارات، «فرار از نقد» است، نه چرخش.
- بازارها را به دلار مقایسه کنید: مسکن تهران در 1397 به ریال 71٪ گران شد اما به دلار حدود 36٪ ارزان‌تر شد؛ بورس در تابستان 1405 در یک پنجره‌ی دوماهه به دلار تقریباً درجا زد.
- ارزش ذاتی سکه‌ی امامی $\approx 0.23533 \times \text{اونس} \times \text{دلار}$ ، و قیمت بازار = ارزش ذاتی $\times (1 + \text{حباب})$. تغییر قیمت سکه $\approx$ تغییر اونس + تغییر دلار + تغییر حباب.

- از 1404 بخش بزرگی از چرخش از راه صندوق‌ها انجام می‌شود: 60 همت خروج از سهام، 55.5 همت به درآمد ثابت و 40.1 همت به صندوق‌های طلا. کریپتو در ایران «دلار + ریسک جهانی» است.
- ورود پول حقیقی پول جدید نیست؛ پول جدید را صدور واحد صندوق‌ها نشان می‌دهد. جریان هفتگی صندوق‌های درآمد ثابت دماسنج اشتباهی ریسک است.

آزمونک

۱. با سود سپرده‌ی 23٪ و تورم سالانه‌ی 73.6٪، نرخ بهره‌ی واقعی تقریباً چقدر است و این عدد چه نقشی در چرخش پول دارد؟
۲. کدام دوره ترتیب معروف «دلار ← سکه ← مسکن ← بورس» را نقض کرد و چگونه؟
۳. قیمت هر متر مسکن تهران در 1397 به ریال حدود 71٪ بالا رفت. چرا تحلیلگران می‌گویند مسکن در آن سال «عقب ماند»؟
۴. اگر اونس جهانی 4,133 دلار و دلار آزاد 268,965 تومان باشد و سکه‌ی امامی 271.9 میلیون تومان معامله شود، حساب سکه تقریباً چقدر است؟
۵. چرا «ورود پول حقیقی به بورس» پول جدید نیست، و پول جدید را با چه داده‌ای باید دید؟

پاسخ آزمونک

۱. حدود 29-٪: $1 - 1.736 \div 1.23$. یعنی پول در بانک سالانه حدود 29٪ قدرت خرید از دست می‌دهد؛ برای همین سپرده منبع اصلی پولی است که به دلار، سکه، مسکن، خودرو، بورس و کریپتو می‌رود، و صندوق‌های درآمد ثابت اتاق انتظار این پول‌اند.
۲. **حساب بورس 1399**. شاخص در 19 مرداد 1399 به سقف 2,078,000 واحد رسید، حدود دو ماه قبل از سقف دلار (حدود 32,000 تومان) و سکه (حدود 16.3 میلیون تومان) در مهر و آبان. محرک بخش بزرگی از این حرکت سیاستی بود، نه منطق جاماندگی.
۳. چون به حساب دلاری ارزان‌تر شد: میانگین دلار در 1397 حدود 167٪ بالا رفت و قیمت دلاری متر مسکن از حدود 1,192 دلار به حدود 764 دلار رسید. مسکن در 1398 و 1399 این عقب‌ماندگی را جبران کرد.
۴. ارزش ذاتی $\approx 261.6 \approx 268,965 \times 4,133 \times 0.23533$ میلیون تومان، پس حساب $\approx 4 \approx 1 - 261.6 \div 271.9$ ٪.
۵. چون ورود پول حقیقی فقط خرید منهای فروش حقیقی‌هاست و دقیقاً برابر فروش خالص حقوقی‌هاست؛ سهام بین دو نوع حساب جابه‌جا شده و پولی از بیرون نیامده است. پول واقعاً جدید را **صدور خالص واحد صندوق‌ها** (تعداد واحد خالص $\times$ ارزش دارایی) در فیپیران نشان می‌دهد.

بخش ۳ • دیدن جریان پول

فصل ۹

جریان پول را چگونه ببینیم؟

در این فصل: یاد می‌گیرید چرا هیچ «نوار» واحدی وجود ندارد که نشان دهد پول از سهام بیرون آمد و به طلا رفت، و به جای آن با چند پنجره‌ی ناقص کار می‌کنیم که هر کدام تأخیر و نقطه‌ی کور خودش را دارد. چارچوب سه‌سرعتی (کند، متوسط، سریع) را می‌شناسید؛ یاد می‌گیرید جریان ETF را درست حساب کنید و با جریان واقعی اشتباه نگیرید؛ گزارش COT را بخوانید؛ داده‌های شورای جهانی طلا و موجودی انبارهای کامکس را تفسیر کنید و از ماجرای پرواز طلا از لندن به نیویورک در 2025 درس بگیرید؛ داده‌های کریپتو و سنجه‌های نقدینگی را بشناسید؛ از نسبت‌ها و نمودار چرخش نسبی (RRG) استفاده کنید؛ و در پایان، یک روال هفتگی ساده با منابع رایگان برای خودتان بسازید.

تا اینجا کتاب درباره‌ی این صحبت کردیم که چرا پول بین بازارها جابه‌جا به نظر می‌رسد، چه نقشه‌هایی برای این جابه‌جایی ساخته‌اند و کدامشان در عمل دوام آورده است. حالا وقت سؤال عملی است: اگر بخواهیم همین امروز ببینیم پول به کدام سمت فشار می‌آورد، به چه داده‌ای نگاه کنیم؟

جواب کوتاه این است که **چرخش سرمایه را نمی‌شود مستقیم دید**. هیچ جدولی در دنیا وجود ندارد که بنویسد «امروز فلان مقدار پول از سهام خارج شد و وارد طلا شد». آنچه داریم چند نمای جزئی است: جریان صندوق‌ها، موقعیت‌های معامله‌گران در بازار آتی، موجودی انبارها و ذخایر، قیمت‌های نسبی و سنجه‌های نقدینگی. هر کدام از این نماها با تأخیر خودش منتشر می‌شود و بخشی از تصویر را نمی‌بیند. مهارت اصلی این است که این نماها را کنار هم بخوانید و از هیچ‌کدام به تنهایی نتیجه‌ی بزرگ نگیرید.

یک نکته را از همین ابتدا به خاطر بسپارید، چون در کل فصل تکرار می‌شود: **جریان پول، موقعیت‌ها، موجودی‌ها و قیمت‌ها اغلب با هم موافق نیستند**. در سپتامبر 2026، ETF‌های طلا حدود 10 میلیارد دلار ورودی گرفتند و همان ماه قیمت طلا حدود 8.5٪ افت کرد (طبق شورای جهانی طلا). اگر فقط یکی از این دو داده را می‌دیدید، داستان کاملاً متفاوتی برای خودتان می‌ساختید.

چارچوب سه‌سرعتی

برای اینکه این همه داده شما را گیج نکند، پیشنهاد اصلی این کتاب این است که داده‌ها را بر اساس **سرعتشان** در سه لایه بچینید. تصویر ساده‌اش دریاست: جزر و مد که سطح کل آب را بالا و پایین می‌برد، جریان آب که مسیر حرکت را نشان می‌دهد، و صخره‌هایی که آب در لحظه به آن‌ها برخورد می‌کند.

سرعت	سؤال اصلی	داده‌ها	به‌روزرسانی
کند: جزر و مد	سیستم نقدینگی اضافه می‌کند یا کم؟ کدام دارایی ساختاراً ترجیح دارد؟	نقدینگی خالص فد، نرخ واقعی، دلار، M2، خرید بانک‌های مرکزی، جریان ETF و صندوق‌های بازار پول، نسبت‌ها	هفتگی تا فصلی
متوسط: جریان آب	چه کسی کجا موقعیت گرفته؟ جمعیت در حال شکل‌گیری است؟	COT، اپن اینترست CME، فاندینگ و اپن اینترست کریپتو، رشته‌ی ورودی‌های ETF، موجودی کامکس و EFP	روزانه تا هفتگی
سریع: صخره‌ها	نقدینگی همین الان کجاست و قیمت به برخورد جریان چه واکنشی نشان می‌دهد؟	فوت‌پرینت، دلتا، DOM و هیت‌مپ، آیسبرگ، معاملات بزرگ	لحظه‌ای

چارچوب سه‌سرعتی برای دیدن جریان پول

کند: جزر و مد هفتگی تا فصلی	نقدینگی فد، نرخ واقعی، دلار، خرید بانک‌های مرکزی، جریان ETF، نسبت‌ها
متوسط: جریان آب روزانه تا هفتگی	COT، اپن اینترست، فاندینگ کریپتو، رشته‌ی ورودی ETF، موجودی کامکس
سریع: صخره‌ها لحظه‌ای	فوت‌پرینت، دلتا، DOM و هیت‌مپ، آیسبرگ، معاملات بزرگ

لایه‌ی کند زمینه را نشان می‌دهد، متوسط شلوغی را، و سریع اجرا و واکنش را.

شکل ۱۴. چارچوب سه‌سرعتی: داده‌های کند جهت کلی را نشان می‌دهند، داده‌های متوسط شلوغی موقعیت‌ها را، و اوردرفلو اجرای لحظه‌ای را.

قاعده‌ی سرانگشتی این چارچوب ساده است: لایه‌ی کند زمینه را نشان می‌دهد، لایه‌ی متوسط شلوغی را، و لایه‌ی سریع اجرا و واکنش را. هیچ لایه‌ای جای لایه‌ی دیگر را نمی‌گیرد. لایه‌ی کند می‌تواند بگوید هوا برای طلا مساعد است یا نامساعد، ولی نمی‌گوید فردا چه می‌شود. لایه‌ی سریع می‌تواند نشان دهد یک سطح قیمت با چه شدتی دفاع شد، ولی نمی‌تواند بگوید چه کسی و چرا. این فصل دو لایه‌ی اول را باز می‌کند و فصل ۱۰ به لایه‌ی سریع، یعنی اوردرفلو، می‌پردازد.

ایده‌ی کلیدی: چرخش سرمایه یک داده نیست، یک «تصویر ترکیبی» است. هر داده را با سه سؤال بسنجید: چه چیزی را اندازه می‌گیرد، با چه تأخیری منتشر می‌شود، و چه چیزی را نمی‌بیند.

لایه‌ی کند به این سؤال جواب می‌دهد که آیا «سطح آب» در کل سیستم بالا می‌آید یا پایین می‌رود. این داده‌ها کند تغییر می‌کنند و برای زمان‌بندی کوتاه‌مدت به کار نمی‌آیند، ولی رژیم بازار را نشان می‌دهند.

نقدینگی خالص فد

نقدینگی خالص فد (Fed Net Liquidity) یک سنج‌ی رسمی نیست؛ تحلیلگران بازار آن را رایج کرده‌اند. ایده‌اش این است که از کل دارایی‌های ترازنامه‌ی فدرال رزرو، دو بخش را کم کنیم: پولی که در حساب خزانه‌داری آمریکا نزد فد پارک شده (TGA) و پولی که در تسهیلات ریورس ریپوی شبانه (ON RRP) خوابیده است. آنچه می‌ماند، پولی است که فد ساخته و در دسترس بانک‌ها و بازارهاست.

طبق محاسبه‌ی ما از داده‌های گزارش H.4.1 و سری‌های FRED، در 7 اکتبر 2026 دارایی‌های فد حدود 6.75 تریلیون دلار، حساب خزانه حدود 0.88 تریلیون و ریورس ریپو تقریباً صفر بود؛ پس نقدینگی خالص حدود **5.87 تریلیون دلار** می‌شود. اوج این سنج‌ه 7.14 تریلیون دلار در سپتامبر 2021 بود. نکته‌ی مهم‌تر، ریورس ریپوست: این حساب در 30 دسامبر 2022 به رکورد حدود 2.55 تریلیون دلار رسیده بود و حالا تقریباً خالی است. یعنی ضربه‌گیری که در 2023 و 2024 انتشار اوراق خزانه را جذب می‌کرد دیگر وجود ندارد و از این به بعد، نوسان حساب خزانه مستقیم به ذخایر بانک‌ها می‌خورد.

دو هشدار لازم است. تغییرات هفته‌به‌هفته‌ی این سنج‌ه بیشتر حاصل مدیریت نقدی خزانه‌داری است، نه سیاست پولی. و ارتباط تنگاتنگ معروفش با S&P 500 بعد از 2023 ضعیف شد: سهام رکورد زد در حالی که نقدینگی خالص ثابت یا رو به کاهش بود. پس آن را **شاخص کند رژیم** بدانید، نه یک قانون علی.

نرخ واقعی و دلار

نرخ بهره‌ی واقعی (Real Yield) هزینه‌ی فرصت نگه‌داشتن دارایی‌های بی‌بهره مثل طلا و بیت‌کوین است. ساده‌ترین معیارش بازده اوراق تورمی 10 ساله‌ی آمریکا (TIPS) است که در FRED با نماد DFII10 روزانه منتشر می‌شود. در 8 اکتبر 2026 این عدد **2.87%** بود، در حالی که بازده اسمی 10 ساله **5.22%** بود؛ یعنی انتظار تورم ضمنی بازار حدود **2.35%** در 17 سپتامبر 2026 هم یک حراج اوراق TIPS ده‌ساله با بازده واقعی **2.653%** بسته شد که بالاترین از اکتبر 2008 بود.

شاخص دلار (DXY) در 9 اکتبر 2026 روی 102.2 بود، بالاترین سطح یک سال اخیر. پایان 2025 حدود 98.3 و پایان 2024 حدود 108.5 بود. یک نکته‌ی فنی: حدود 58% وزن DXY به یورو اختصاص دارد، پس برای سنجیدن «دلار جهانی» شاخص گسترده‌ی دلار فدرال رزرو (DTWEXBGS در FRED) معیار بهتری است. این شاخص در 2 اکتبر 2026 روی 121.38 بود، در برابر 129.87 در ژانویه 2025. دلار قوی معمولاً شرایط مالی جهان را سخت‌تر می‌کند و به طلا، کالاها، بازارهای نوظهور و کریپتو فشار می‌آورد.

عرضه‌ی پول و افسانه‌ی «M2 جهانی»

M2 آمریکا در اوت 2026 حدود 23.34 تریلیون دلار بود، یعنی **5.7%** بیشتر از یک سال قبل (محاسبه‌ی ما از سری M2SL)، و ماهانه با حدود چهار هفته تأخیر منتشر می‌شود.

اما «M2 جهانی» که در فضای کریپتو زیاد از آن حرف زده می‌شود، تعریف رسمی ندارد. ترکیبی از M2 چند اقتصاد بزرگ است که به دلار تبدیل شده. همین تبدیل یعنی دلار ضعیف‌تر به‌طور مکانیکی «M2 جهانی» را بالا می‌برد، بدون اینکه پول تازه‌ای

ساخته شده باشد. ادعای رایج این است که بیت‌کوین با تأخیر حدود 70 تا 90 روز دنبال M2 جهانی می‌رود؛ ولی همبستگی 180 روزهی این دو با جابه‌جایی زمانی، بین حدود +0.95 و -0.90- نوسان کرده است (بر اساس یک منبع ثانویه) و در 2025 و 2026 عملاً از هم جدا شدند. هر ادعای «تأخیر ثابت» را تا وقتی روی داده‌ی خارج از نمونه آزموده نشده، محصول داده‌کاوی بدانید.

صندوق‌های بازار پول و یک درس درباره‌ی «پایگاه داده»

صندوق‌های بازار پول (Money Market Funds) آمریکا طبق گزارش هفتگی ICI در هفته‌ی منتهی به 7 اکتبر 2026 حدود **7.96 تریلیون دلار** دارایی داشتند، با رشد هفتگی حدود 72.3 میلیارد دلار. در فصل ۱ دیدیم چرا این عدد «پول کنار گود» نیست. اینجا یک درس دیگر از همین داده می‌گیریم.

در همان هفته، بانک آمریکا به نقل از پایگاه داده‌ی EPFR گزارش کرد که صندوق‌های بازار پول **+166.4 میلیارد دلار** ورودی داشته‌اند؛ تقریباً دو برابر و نیم عدد ICI. هیچ‌کدام اشتباه نیست. EPFR جهانی است، تعریفش فرق دارد و بعضی صندوق‌های نهادی و فراساحلی را هم می‌شمارد. نتیجه‌ی عملی: پایگاه‌های داده‌ی مختلف برای یک هفته‌ی واحد «جریان» متفاوت گزارش می‌کنند. **هر وقت عدد جریانی را نقل می‌کنید یا می‌شنوید، بپرسید از کدام پایگاه داده است.**

اشتباه رایج: «صندوق‌های بازار پول رکورد زدند، پس پول آماده‌ی ورود به بورس است.» تاریخ نشان می‌دهد دارایی این صندوق‌ها اغلب بعد از سقف بورس هم بالا رفته و نزدیک کف‌ها به اوج رسیده است (2001 تا 2002 و 2008 تا 2009). این شاخص هم‌زمان یا با تأخیر حرکت می‌کند، نه پیشاپیش.

لایه‌ی متوسط: جریان آب

لایه‌ی متوسط می‌گوید چه کسی کجا موقعیت گرفته و آیا جمعیتی در یک سمت شکل می‌گیرد یا نه. داده‌های این لایه سریع‌ترند، ولی هر کدام فقط یک گروه از بازیگران را نشان می‌دهند.

جریان ETF: چه چیزی جریان است و چه چیزی نیست

صندوق‌های قابل معامله در بورس، یا ETF، با صدور و ابطال واحد (Creation / Redemption) بزرگ و کوچک می‌شوند. یک واسطه‌ی مجاز (Authorized Participant) پول نقد یا خود دارایی پایه را به صندوق تحویل می‌دهد و واحد جدید می‌گیرد، یا برعکس. جریان روزانه این‌طور تخمین زده می‌شود:

جریان روز = تغییر تعداد واحدهای منتشرشده × ارزش خالص هر واحد (NAV)

این همان پول تازه‌ای است که وارد «پوسته»ی صندوق می‌شود یا از آن خارج می‌شود. اما خرید و فروش معمولی واحدهای موجود در بورس **جریان نیست**، چون یک سرمایه‌گذار می‌فروشد و دیگری می‌خرد. وقتی کسی می‌گوید «امروز حجم معاملات GLD بالا بود، پس پول وارد طلا شد»، دو چیز متفاوت را قاطی کرده است.

برای خواندن درست جریان ETF چهار قاعده را به کار ببرید:

۱. به پایداری نگاه کنید، نه به یک روز. یک رشته‌ی پنج تا ده‌روزه یا جمع ماهانه خیلی بیشتر از یک روز بزرگ حرف دارد، چون روزهای بزرگ اغلب حاصل ریبالانس یک سبد مدل یا یک نهاد است.

۲. **جریان را با اندازه‌ی صندوق مقایسه کنید.** 500 میلیون دلار برای صندوقی با 5 میلیارد دلار دارایی خیلی است و برای صندوقی با 100 میلیارد دلار کم.

۳. **جریان را با قیمت مقایسه کنید.** ورودی در بازاری که می‌ریزد، یعنی خریدارانی که به قیمت حساس نیستند یا خلاف جهت بازار عمل می‌کنند. خروجی در بازاری که بالا می‌رود، یعنی حرکت را کس دیگری می‌سازد: معامله‌گران فیوچرز، بانک‌های مرکزی یا خریداران خارج از بورس.

۴. **در طلا، به تن نگاه کنید.** ارزش دلاری دارایی صندوق‌ها می‌تواند به خاطر افت قیمت کم شود، در حالی که تعداد تن‌ها بالا می‌رود.

مثال تازه‌اش همین سپتامبر 2026 است. طبق شورای جهانی طلا، ETF‌های طلا در آن ماه حدود 67 تن (حدود 10 میلیارد دلار) ورودی داشتند و موجودی کل به رکورد **4,256 تن** رسید. ولی ارزش دلاری دارایی‌هایشان حدود 7٪ کم شد و به 574 میلیارد دلار رسید، چون قیمت افتاده بود. کل فصل سوم 2026 حدود 211 تن و 31 میلیارد دلار ورودی داشت که رکورد فصلی است، در حالی که فصل دوم همان سال 45 تن **خروجی** ثبت کرده بود.

در بیت‌کوین، ETF‌های اسپات آمریکا از 11 ژانویه 2024 تا اوایل اکتبر 2026 حدود 57.3 میلیارد دلار ورودی خالص تجمعی داشته‌اند (بر اساس منابع ثانویه به نقل از Farside). این عدد کلی یک جزئیات جالب را پنهان می‌کند: طبق همان منابع، فقط صندوق IBIT تا 3 سپتامبر 2026 بیش از 63.9 میلیارد دلار ورودی داشت؛ یعنی **بقیه‌ی صندوق‌ها روی هم خروجی خالص داشته‌اند.**

دو محدودیت دیگر را هم در نظر بگیرید. ناشران تعداد واحدها را صبح روز بعد منتشر می‌کنند، پس منابع مختلف گاهی یک روز با هم فاصله دارند. و همه‌ی جریان ETF «پول تازه» نیست. بخشی از ورودی ETF‌های بیت‌کوین در 2024 و 2025 حاصل **معامله‌ی بیس (Basis Trade)** بود: معامله‌گر ETF را می‌خرد و هم‌زمان فیوچرز CME را می‌فروشد تا اختلاف قیمت را بگیرد، بدون اینکه شرطی روی جهت قیمت بسته باشد. وقتی این اختلاف کم شود، بخشی از «خروجی‌ها» در واقع باز شدن همین آربیتراژ است. طبق محاسبه‌ی ما از داده‌ی COT، موقعیت فروش صندوق‌های اهرمی در فیوچرز بیت‌کوین CME از حدود 23,197- قرارداد در دسامبر 2024 به 6,852- قرارداد در اکتبر 2026 کوچک شد.

گزارش COT: چه کسی در بازار آتی چه موقعیتی دارد

گزارش **تعهدات معامله‌گران (Commitments of Traders)**، یا **COT**، را کمیسیون معاملات آتی کالای آمریکا (CFTC) هر جمعه ساعت 3:30 بعدازظهر به وقت نیویورک منتشر می‌کند. این گزارش موقعیت‌های باز را تا **پایان روز سه‌شنبه‌ی قبل** نشان می‌دهد؛ یعنی سه روز تأخیر دارد. گزارش در سه قالب منتشر می‌شود:

- **قالب قدیمی (Legacy):** تجاری در برابر غیرتجاری.
- **قالب تفکیکی (Disaggregated)** برای کالاهای فیزیکی مثل طلا: تولیدکننده و تاجر، دیلرهای سواپ، **مدیران پول (Managed Money)** و بقیه.
- **قالب معامله‌گران فیوچرز مالی (TFF)** برای شاخص‌های سهام، نرخ بهره، ارز و بیت‌کوین: دیلرها، **مدیران دارایی (Asset Managers)**، صندوق‌های اهرمی (**Leveraged Funds**) و بقیه.

«مدیران پول» و «صندوق‌های اهرمی» همان صندوق‌های پوشش ریسک و صندوق‌های روندی (CTA) اند، یعنی پول سریع. موقعیت خالص آن‌ها معیار رایج احساسات سفته‌بازان است. در مقابل، دیلرهای سواپ در طلا موقعیت فروش بزرگ و ساختاری دارند، چون بانک‌های شمش موقعیت‌های خرید مشتریان‌شان در بازار خارج از بورس را پوشش می‌دهند. در 6 اکتبر

2026، دیلرهای سواپ 239,630 قرارداد فروش و فقط 14,604 قرارداد خرید داشتند. این یک شرط نزولی نیست؛ پوشش ریسک است.

برای مقایسه‌ی عددها در طول زمان، موقعیت خالص را **نرمال کنید**: یا به‌صورت درصدی از این اینترست، یا با شاخص COT که این‌طور حساب می‌شود: (موقعیت خالص فعلی منهای کمترین مقدار در N سال) تقسیم بر (بیشترین منهای کمترین)، ضرب در 100. عدد نزدیک صفر یا صد یعنی موقعیت‌ها در حد افراطی‌اند.

وضعیت طلا در گزارش 6 اکتبر 2026، طبق محاسبه‌ی ما از API رایگان CFTC، این بود:

سنجه	مقدار
این اینترست کل	396,109 قرارداد
خرید خالص مدیران پول	110,987 قرارداد (28٪ این اینترست)؛ هفته‌ی قبل 120,318
شاخص COT سه‌ساله	47 (وسط محدوده)
رکورد خرید خالص	273,076 (5 ژوئیه 2016)
رکورد فروش خالص	-109,454 (9 اکتبر 2018)
محدوده‌ی 2026	از 89,752 (28 آوریل) تا 144,747 (25 اوت)

درس مهم این جدول به سقف تاریخی ژانویه 2026 برمی‌گردد. طلا در آن ماه رکورد زد، ولی خرید خالص مدیران پول در کامکس حتی به اوج‌های 2016 و 2024 (حدود 219 هزار قرارداد در سپتامبر 2024) هم نزدیک نشد. یعنی موتور رالی 2024 تا 2026 جای دیگری بود: بانک‌های مرکزی، ETF‌ها و تقاضای فیزیکی آسیا. **COT فقط یک گروه از بازیگران را نشان می‌دهد.**

موقعیت‌ها می‌توانند ماه‌ها در حد افراطی بمانند و عدد افراطی هیچ اطلاعاتی درباره‌ی زمان ندارد. حد افراطی، زمینه است، نه ماشه.

در بازار اوراق، خواندن موقعیت‌ها حتی ظریف‌تر است. در همان گزارش، مدیران دارایی در فیوچرز اوراق 10 ساله‌ی آمریکا رکورد تاریخی خرید خالص (حدود 2.83 میلیون قرارداد) داشتند و صندوق‌های اهرمی حدود 2.14 میلیون قرارداد فروش خالص. این فروش رکوردی، **شرط نزولی روی اوراق نیست**؛ پای پوششی یک آربیتراژ است که در آن صندوق‌ها اوراق نقدی می‌خرند و فیوچرز را می‌فروشند. خطری که این عدد نشان می‌دهد «باز شدن اجباری» این معامله است (مثل مارس 2020 و آوریل 2025)، نه جهت قیمت.

یک هشدار آخر برای کسانی که با COT بکتست می‌گیرند: داده گاهی قطع می‌شود. از 1 اکتبر تا 12 نوامبر 2025، CFTC گزارشی منتشر نکرد و عقب‌ماندگی تا 29 دسامبر 2025 جبران شد. هر آزمونی باید این شکاف و تاریخ واقعی انتشار را در نظر بگیرد.

امتحان کنید: به سایت CFTC بروید و گزارش تفکیکی فیوچرز (Disaggregated, Futures Only) را برای طلا (کد قرارداد 088691) باز کنید. خرید و فروش «Managed Money» را پیدا کنید، موقعیت خالص را حساب کنید و آن را بر این اینترست تقسیم کنید. بعد عدد را با جدول بالا مقایسه کنید: نسبت به 6 اکتبر 2026 بالاتر است یا پایین‌تر؟

داده‌های شورای جهانی طلا

شورای جهانی طلا (World Gold Council) هر فصل گزارشی به نام **روندهای تقاضای طلا (Gold Demand Trends)** منتشر می‌کند که عرضه و تقاضای جهانی را به تن نشان می‌دهد: جواهر، فناوری، سرمایه‌گذاری (شمش و سکه، ETF)، بانک‌های مرکزی و یک قلم به نام «خارج از بورس و سایر»، و در طرف عرضه تولید معدن و بازیافت. این گزارش معمولاً حدود چهار هفته بعد از پایان هر فصل منتشر و بعداً بازنگری می‌شود.

آخرین گزارش در زمان نوشتن این کتاب، مربوط به فصل دوم 2026 بود که 30 ژوئیه 2026 منتشر شد. کل تقاضا 1,269 تن بود. بانک‌های مرکزی **289 تن** خریدند که رکورد فصل دوم است؛ پنج برابر عدد بازنگری‌شده‌ی فصل اول (57 تن). بزرگ‌ترین خریداران اعلام‌شده لهستان (+51 تن) و چین (+33 تن) بودند. شمش و سکه 307 تن، جواهر 278 تن (کمترین از دوره‌ی همه‌گیری) و ETF ها 45 تن خروجی داشتند. قیمت میانگین LBMA در آن فصل 4,506 دلار برای هر اونس بود. سه نکته برای خواندن درست این گزارش:

- **خرید بانک‌های مرکزی به قیمت حساس نیست، کند و راهبردی است.** از 2022 نقش «خریدار کف» را بازی کرده است. ولی بخش بزرگی از آن تخمین است: در 2025، حدود 57٪ کل خرید بانک‌های مرکزی گزارش‌نشده بود.
- **قلم «خارج از بورس و سایر» یک باقی‌مانده‌ی حسابداری است (327 تن در فصل دوم 2026).** آن را «تقاضای توضیح‌داده‌نشده» بدانید، نه یک جریان اندازه‌گیری‌شده.
- **عددها بازنگری می‌شوند.** خرید فصل اول 2026 ابتدا 244 تن اعلام شد و بعد از یک اصلاحیه به 57 تن رسید.

موجودی کامکس و ماجرای پرواز طلا به نیویورک

بورس CME هر روز گزارش موجودی انبارهای طلای کامکس را منتشر می‌کند. دو مفهوم باید بدانید. طلای ثبت‌شده (**Registered**) حواله‌ی انبار دارد و می‌شود آن را در برابر قرارداد فیوچرز تحویل داد. طلای **واجد شرایط (Eligible)** استانداردهای بورس را دارد و در انبار کامکس است، ولی برای تحویل تعهد نشده است. مفهوم سوم **EFP (Exchange for Physical)** است: اختلاف قیمت فیوچرز کامکس و طلای نقد لندن. این اختلاف معمولاً چند دلار است و هزینه‌ی تأمین مالی را نشان می‌دهد. وقتی EFP خیلی باز شود، یعنی کسی طلا را مشخصاً **در نیویورک** می‌خواهد.

حالا ماجرای 2025. از اواخر 2024 نگرانی بالا گرفت که تعرفه‌های واردات آمریکا شامل شمش طلا هم بشود. صرف قیمت کامکس نسبت به لندن جهش کرد و EFP به حدود 40 تا بیش از 60 دلار برای هر اونس رسید، در حالی که میانگین دو ساله‌اش حدود 13 دلار بود (بر اساس منابع ثانویه). بانک‌های شمش از این فرصت آربیتراژ استفاده کردند: شمش‌های 400 اونسی لندن را به سوئیس فرستادند، به شمش‌های یک کیلویی و 100 اونسی تبدیل کردند و با هواپیما به نیویورک بردند. فقط در ژانویه 2025 حدود 151 تن طلا لندن را ترک کرد. موجودی کل کامکس از حدود 17.1 میلیون اونس در نوامبر 2024 به اوج حدود **43.3 میلیون اونس (حدود 1,350 تن)** در مارس 2025 رسید. اوایل آوریل 2025 که روشن شد شمش از تعرفه‌های متقابل معاف است، EFP به سمت حدود 20 دلار جمع شد.

اگر کسی آن روزها تیتراژ «رکورد ورود طلا به کامکس» را می‌دید و نتیجه می‌گرفت «پول بزرگ دارد وارد طلا می‌شود»، اشتباه کرده بود. این یک **رویداد لجستیکی و آربیتراژی بود، نه تقاضای جدید جهانی.** همان طلا فقط از یک انبار به انبار دیگر رفته بود. قاعده‌ی کلی: بالا رفتن موجودی کامکس همراه با EFP باز یعنی جابه‌جایی فیزیکی، نه تقاضای تازه. کم شدن طلای ثبت‌شده همراه با افزایش اعلامیه‌های تحویل می‌تواند نشانه‌ی کمبود فیزیکی باشد. در 6 و 7 اکتبر 2026، موجودی کل

کامکس حدود 23.5 میلیون اونس بود که حدود 15.1 میلیون اونسش ثبت شده بود (بر اساس منابع ثانویه که از گزارش‌های روزانه‌ی CME ساخته شده‌اند).

نکته‌ی طلا: وقتی موجودی کامکس و EFP عوض می‌شوند، رابطه‌ی GC و XAUUSD هم ممکن است تکان بخورد. XAUUSD (و CFDهای طلا) معمولاً به خاطر هزینه‌ی نگهداری چند تا چند ده دلار پایین‌تر از نزدیک‌ترین قرارداد فعال GC معامله می‌شود. در دوره‌هایی مثل اوایل 2025 که طلا مشخصاً در نیویورک خواسته می‌شد، این فاصله غیرعادی شد. اگر سطح‌های GC را به XAUUSD منتقل می‌کنید، فاصله‌ی زنده‌ی همان روز را بسنجید، نه یک عدد ثابت.

داده‌های کریپتو

کریپتو از همه‌ی بازارها داده‌ی عمومی بیشتری دارد، ولی همین فراوانی گمراه‌کننده هم هست. چهار گروه داده مهم‌ترند:

- **عرضه‌ی استیبل‌کوین:** دلارهای توکنی‌شده‌ای که در گردش‌اند. صدور جدید معمولاً یعنی دلار وارد ریل کریپتو شده و ابطال یعنی خارج شده. عرضه‌ی کل در 9 اکتبر 2026 حدود 313 میلیارد دلار بود، کمی پایین‌تر از رکورد 322.4 میلیارد دلاری 17 مه 2026 (طبق DefiLlama). به نرخ تغییر سی‌روزه و محل نشستن عرضه‌ی جدید نگاه کنید. محدودیتش این است که سهم روزافزونی از استیبل‌کوین‌ها برای پرداخت، حواله و پس‌انداز استفاده می‌شود، پس رشد عرضه یک‌به‌یک به خرید کریپتو تبدیل نمی‌شود.
- **ورود و خروج صرافی‌ها:** ورود بزرگ بیت‌کوین به کیف پول‌های صرافی معمولاً آمادگی برای فروش خوانده می‌شود و خروج، انتقال به نگهداری. ذخیره‌ی بیت‌کوین صرافی‌ها حدود 2.68 میلیون بیت‌کوین گزارش شده که کمترین از 2023 است (بر اساس داده‌های CryptoQuant در اخبار). ولی نتیجه به برچسب‌گذاری کیف پول‌ها بستگی دارد، پس این سری را فقط برای ناهنجاری‌های بزرگ به کار ببرید.
- **دامیننس بیت‌کوین و نسبت ETH/BTC:** «منحنی ریسک» درون کریپتو (فصل ۷). دامیننس بالارونده همراه با ETH/BTC پایین‌رونده یعنی تمرکز دفاعی درون کریپتو. دامیننس در اکتبر 2026 حدود 58 تا 59٪ بود، بسته به منبع داده.
- **فاندینگ و اپن اینترست:** نرخ فاندینگ (Funding Rate) پرداخت دوره‌ای بین خریداران و فروشندگان قراردادهای پریچوال است؛ فاندینگ مثبت یعنی تقاضای اهرمی برای خرید. اپن اینترست فیوچرز بیت‌کوین در 2 اکتبر 2026 حدود 653 هزار بیت‌کوین (حدود 56 میلیارد دلار) بود و فاندینگ سالانه‌شده از حدود 3٪ به حدود 10٪ رسیده بود (بر اساس منابع ثانویه به نقل از CoinGlass). یادتان باشد: اهرم یک موقعیت است، نه جریان پول تازه. ترکیب فاندینگ افراطی و اپن اینترست رکوردی پیش از آبخار لیکوئید شدن 10 اکتبر 2025 دیده شد که حدود 19 میلیارد دلار موقعیت را در 24 ساعت بست.

نسبت‌ها و نمودار چرخش نسبی

لایه‌ی کند یک ابزار ساده و رایگان هم دارد: **نمودار نسبت (Ratio Chart)**. نسبت A به B نشان می‌دهد کدام دارایی نسبتاً ترجیح داده شده است. نسبت رو به بالا یعنی A از B بهتر عمل کرده. اما یادتان باشد: **نسبت رو به بالا یعنی عملکرد نسبی بهتر، نه اینکه پول مستقیم از B به A رفته است**. نسبت، نتیجه‌ی چرخش است، نه خود جریان.

عکس چند نسبت مهم، طبق محاسبه‌ی ما از قیمت‌های پایانی 8 و 9 اکتبر 2026:

نسبت	امروز	صدک در محدوده‌ی یک‌ساله	خوانش ساده
طلا به S&P 500	0.535	2	از سقف طلا، سهام خیلی جلوتر بوده
بیت‌کوین به طلا (اونس)	19.5	68	بیت‌کوین به حساب طلا نسبت به پایان 2024 نصف شده
مس به طلا	1.57	96	فلز چرخه‌ای از فلز دفاعی جلوتر است
طلا به نقره	70.4	80	نقره بعد از جهش، بیشتر از طلا پس داد
شرکت‌های کوچک به بزرگ (IWM/SPY)	0.359	4	رهبری باریک است و دست شرکت‌های بزرگ

نسبت طلا به S&P 500 تعادل «ترس در برابر رشد» را در سطح طبقه‌ی دارایی نشان می‌دهد. نکته‌ی آموزنده این نسبت در سپتامبر 2026 پایین آمد، همان ماهی که ETFهای طلا ورودی سنگین داشتند. نسبت بیت‌کوین به طلا برای آزمودن ادعای «پول از طلا به بیت‌کوین می‌رود» مفید است؛ در 2026 هر دو از سقفشان پایین آمدند در حالی که سهام بالا رفت، و این با یک داستان ساده‌ی «طلا → بیت‌کوین» جور در نمی‌آید.

نسبت مس به طلا یک معیار کلاسیک انتظارات رشد و تورم است و معمولاً همراه بازده اوراق 10 ساله حرکت می‌کند. طبق محاسبه‌ی ما، همبستگی سطح این نسبت با بازده 10 ساله در 2010 تا 2019 حدود $+0.93$ بود، در 2020 تا 2021 حدود $+0.80$ ، در 2022 تا 2024 به -0.72 برعکس شد و در 2025 تا 2026 تا حدی به $+0.60$ برگشت. علت شکست 2022 تا 2024 همان خرید بانک‌های مرکزی بود که طلا را مستقل از رشد اقتصادی بالا برد.

نمودار چرخش نسبی (Relative Rotation Graph)، یا RRG، را ژولیوس د کمپنار حدود 2004 و 2005 ساخت. هر دارایی را نسبت به یک معیار روی دو محور نشان می‌دهد: محور افقی روند قدرت نسبی است و محور عمودی شتاب آن. دارایی‌ها معمولاً در جهت عقربه‌های ساعت از چهار ناحیه می‌گذرند: **در حال بهبود، پیشرو، در حال ضعف و عقب‌مانده**. محدودیت‌هایش را هم بدانید: فرمول دقیقش اختصاصی است و نسخه‌های رایگان تقریب‌اند؛ کاملاً نسبی است، پس وقتی خود معیار می‌ریزد همه می‌توانند «پیشرو» باشند؛ و دارایی‌ها گاهی بدون کامل کردن چرخه برمی‌گردند.

امتحان کنید: در TradingView نماد `COMEX:HG1!/COMEX:GC1` را بنویسید تا نمودار مس به طلا را ببینید. کنارش در پنجره‌ی دیگری بازده 10 ساله‌ی آمریکا را باز کنید. آیا این دو در یک سال اخیر هم‌جهت حرکت کرده‌اند؟ همین کار را با `TVC:GOLD/SP:SPX` و `AMEX:IWM/AMEX:SPY` تکرار کنید و برای هر نمودار یک جمله‌ی توصیفی بنویسید، نه یک پیش‌بینی.

فهرست منابع رایگان

همه‌ی داده‌های این فصل را می‌شود رایگان (گاهی با تأخیر) دید. جدول زیر خلاصه‌ی مهم‌ترین‌هاست:

داده	منبع رایگان	تناوب	تأخیر
جریان ETF طلا (جهانی)	Goldhub شورای جهانی طلا؛ موجودی روزانه‌ی GLD در سایت SPDR	هفتگی و ماهانه	یک هفته تا یک ماه
جریان ETF بیت‌کوین و اتریوم	The Block، Farside، SoSoValue	روزانه	T+0 یا T+1
جریان هفتگی صندوق‌های کریپتو	CoinShares	هفتگی (دوشنبه)	حدود 3 روز
صندوق‌های بازار پول و جریان صندوق‌ها	ICI	هفتگی	1 روز تا 1 هفته
COT	سایت CFTC و API رایگان آن	هفتگی (جمعه)	3 روز
ترازنامه‌ی فد، TGA، ریورس ریپو	گزارش H.4.1 و FRED	هفتگی و روزانه	0 تا 1 روز
نرخ واقعی و اسمی، دلار، M2	FRED (DGS10، DFII10)، (M2SL، DTWEXBGS)	روزانه تا ماهانه	1 روز تا 4 هفته
تقاضای فصلی طلا و بانک‌های مرکزی	Gold Demand Trends Goldhub	فصلی	حدود 1 ماه
موجودی انبارهای کامکس	گزارش روزانه‌ی CME	روزانه	1 روز
استیبل‌کوین، صرافی‌ها، فاندینگ	CryptoQuant، DefiLlama، CoinGlass	لحظه‌ای تا روزانه	دقیقه تا 1 روز
نسبت‌ها و RRG	TradingView، StockCharts	لحظه‌ای	تأخیر داده‌ی رایگان

برای بازار ایران هم سه منبع اصلی داریم که در فصل ۸ با جزئیات دیدیم: **TSETMC** برای ورود و خروج پول حقیقی (که پول جدید نیست، فقط جابه‌جایی بین حقیقی و حقوقی است)، **فیپیران** برای صدور و ابطال واحد صندوق‌ها (که پول واقعاً جدید را نشان می‌دهد)، و **tgju** برای قیمت روزانه‌ی سکه، طلا و ارز و محاسبه‌ی حباب سکه.

یک روال هفتگی که خودتان می‌توانید انجام دهید

دانستن منابع کافی نیست؛ ارزش اصلی در نگاه منظم و یکسان است. روال زیر حدود یک ساعت در هفته وقت می‌گیرد و هدفش ساختن یک «تصویر ترکیبی» است، نه پیدا کردن نقطه‌ی معامله.

۱. **پنجشنبه یا جمعه، لایه‌ی کند:** در FRED سه عدد را یادداشت کنید: نرخ واقعی 10 ساله (DFII10)، شاخص دلار، و اگر حوصله دارید نقدینگی خالص فد (WALCL منهای WTREGEN منهای RRPONTSYD). فقط بپرسید: نسبت به هفته‌ی قبل بالاتر یا پایین‌تر؟ گزارش هفتگی ICI را هم برای صندوق‌های بازار پول ببینید.

۲. **جمعه بعد از انتشار COT، لایه‌ی متوسط:** موقعیت خالص مدیران پول در طلا را ثبت کنید، درصدش از این اینترنت را حساب کنید و ببینید در محدوده‌ی سه‌ساله کجاست. اگر بیت‌کوین برایتان مهم است، موقعیت صندوق‌های اهرمی در CME را هم ببینید.
۳. **جریان‌ها:** جمع هفتگی ورودی ETF‌های بیت‌کوین را از Farside بردارید و تغییر موجودی GLD به تن را. ماهی یک بار، گزارش ماهانه‌ی شورای جهانی طلا درباره‌ی ETF‌ها را بخوانید.
۴. **موجودی و لجستیک:** نگاهی به موجودی کامکس بیندازید. تغییر بزرگ دیدید؟ قبل از نتیجه‌گیری، EFP و اخبار لجستیکی را چک کنید.
۵. **نسبت‌ها:** پنج نسبت جدول بالا را باز کنید و برای هر کدام فقط جهت چهار هفته‌ی اخیر را بنویسید.
۶. **ایران (اختیاری):** جریان هفتگی صندوق‌های درآمد ثابت و طلا را از فیپیران ببینید و حباب سکه را با فرمول فصل ۸ حساب کنید.
۷. **جمع‌بندی در سه جمله:** برای هر لایه یک جمله بنویسید. مثلاً: «لایه‌ی کند: نرخ واقعی بالا و دلار قوی، هوا برای طلا نامساعد. لایه‌ی متوسط: سفته‌بازان کامکس وسط محدوده، نه شلوغ. جریان‌ها: ETF‌ها خریدار، برخلاف قیمت.» وقتی لایه‌ها با هم مخالف‌اند، همین مخالفت را بنویسید؛ مخالفت خودش اطلاعات است.
- این یادداشت‌ها را نگه دارید. بعد از چند ماه، چیزی خواهید داشت که هیچ تیتري به شما نمی‌دهد: حس اینکه هر لایه معمولاً چقدر تکان می‌خورد و کدام تکان واقعاً غیرعادی است.

اشتباه رایج: ساختن «اندیکاتور ترکیبی» از همه‌ی این داده‌ها و معامله کردن بر اساس آن. داده‌های لایه‌ی کند و متوسط با تأخیر منتشر می‌شوند، بازنگری می‌شوند و هر کدام فقط یک گروه را می‌بینند. کارشان فهمیدن زمینه است، نه زمان‌بندی ورود و خروج.

خلاصه‌ی فصل

- چرخش سرمایه را نمی‌شود مستقیم دید. فقط چند نمای ناقص داریم: جریان صندوق‌ها، موقعیت‌ها، موجودی‌ها، قیمت‌های نسبی و سنجه‌های نقدینگی، که اغلب با هم موافق نیستند.
- چارچوب سه‌سرعته داده‌ها را می‌چیند: لایه‌ی کند (جزر و مد) زمینه را نشان می‌دهد، لایه‌ی متوسط (جریان آب) شلوغی را، و لایه‌ی سریع (صخره‌ها) اجرا و واکنش را.
- جریان ETF یعنی صدور و ابطال واحد (تغییر تعداد واحد $\times$ NAV)، نه حجم معاملات ثانویه. بخشی از جریان هم آربیتراژ بیس است، نه پول جهت‌دار.
- COT هفتگی و با سه روز تأخیر است و فقط یک گروه از بازیگران را نشان می‌دهد. حد افراطی زمینه است، نه ماشه. فروش رکوردی در اوراق می‌تواند پای پوششی یک آربیتراژ باشد.
- «رکورد ورود طلا به کامکس» در 2025 یک رویداد لجستیکی و آربیتراژی بود، نه ورود پول بزرگ به طلا.
- پایگاه‌های داده‌ی مختلف برای یک هفته جریان متفاوت گزارش می‌کنند (ICI در برابر EPFR). همیشه منبع عدد را بپرسید.
- نسبت رو به بالا یعنی عملکرد نسبی بهتر، نه انتقال مستقیم پول. RRG نسبی و حساس به معیار است.

- یک روال هفتگی ساده با منابع رایگان، با یک جمله برای هر لایه، از دنبال کردن تیترها خیلی مفیدتر است.

آزمونک

۱. چرا خرید و فروش واحدهای موجود یک ETF در بورس «جریان» حساب نمی‌شود، و جریان واقعی چطور تخمین زده می‌شود؟
۲. در سپتامبر 2026، ETFهای طلا رکورد ورودی تن داشتند ولی ارزش دلاری دارایی‌هایشان کم شد. این چطور ممکن است؟
۳. صندوق‌های اهرمی در فیوچرز اوراق 10 ساله‌ی آمریکا فروش خالص رکوردی دارند. آیا این یعنی آن‌ها روی ریزش اوراق شرط بسته‌اند؟
۴. موجودی کامکس از حدود 17.1 میلیون اونس به حدود 43.3 میلیون اونس رسید. چرا این را نباید «ورود پول بزرگ به طلا» خواند؟
۵. نسبت طلا به S&P 500 در صدک 2 محدوده‌ی یک‌ساله‌اش است. این عدد درباره‌ی جریان پول بین این دو بازار چه می‌گوید و چه نمی‌گوید؟

پاسخ آزمونک

۱. چون در خرید و فروش ثانویه یک سرمایه‌گذار واحد را می‌فروشد و دیگری می‌خرد و تعداد واحدهای صندوق عوض نمی‌شود. جریان واقعی از صدور و ابطال واحد می‌آید و این‌طور تخمین زده می‌شود: تغییر تعداد واحدهای منتشرشده ضرب در ارزش خالص هر واحد (NAV).
۲. چون ارزش دلاری به قیمت بستگی دارد. موجودی به تن با حدود 67 تن ورودی به رکورد 4,256 تن رسید، ولی قیمت طلا در آن ماه حدود 8.5٪ افت کرد و ارزش کل دارایی‌ها حدود 7٪ کم شد. به همین دلیل جریان طلا را به تن هم بسنجید.
۳. نه لزوماً. این موقعیت عمدتاً پای پوششی آربیتراژ بین اوراق نقدی و فیوچرز است: صندوق‌ها اوراق نقدی می‌خرند و فیوچرز را می‌فروشند. خطری که نشان می‌دهد باز شدن اجباری این معامله است، نه جهت قیمت.
۴. چون این افزایش حاصل آربیتراژ ناشی از ترس تعرفه بود: EFP باز شد و بانک‌های شمش طلا را از لندن به نیویورک منتقل کردند. همان طلا فقط جابه‌جا شد و تقاضای جدید جهانی ساخته نشد.
۵. می‌گوید سهام در یک سال اخیر نسبت به طلا عملکرد خیلی بهتری داشته و این نسبت نزدیک کف محدوده‌اش است. نمی‌گوید پول مستقیم از طلا به سهام رفته؛ حتی در همان دوره ETFهای طلا ورودی رکوردی داشتند. نسبت نتیجه‌ی عملکرد نسبی است، نه اندازه‌ی جریان.

فصل ۱۰

اوردرفلو و پول بزرگ

در این فصل: به لایه‌ی سریع چارچوب سه‌سرعته می‌رسیم، یعنی **اوردفلو (Order Flow)**: داده‌ی معامله‌به‌معامله و دفتر سفارش در بورس. می‌بینید این داده دقیقاً چه چیزی را اندازه می‌گیرد؛ پنج کاری که واقعاً از دستش برمی‌آید؛ و هشت چیزی که با وجود همه‌ی ادعاهای رایج نمی‌تواند نشان دهد. بعد درس سپتامبر 2026 را باز می‌کنیم: ماهی که ETF‌های طلا 10 میلیارد دلار ورودی داشتند و قیمت 8.5٪ افت کرد. در پایان، یک روش عملی برای تماشای رویدادهای کلان روی نوار معاملات یاد می‌گیرید، همراه با زبانی صادقانه برای توصیف آنچه می‌بینید، بدون اینکه بیش از داده ادعا کنید.

این فصل پل بین کتاب و کاری است که ما هر روز انجام می‌دهیم. برند AK Order Flow بر پایه‌ی خواندن حجم و دفتر سفارش فیوچرز طلا ساخته شده است، پس وسوسه‌ی بزرگی وجود دارد که بگوییم «اوردفلو چرخش سرمایه را نشان می‌دهد». این جمله جذاب است، ولی درست نیست. این فصل توضیح می‌دهد چرا، و جمله‌ای را که واقعاً می‌شود از آن دفاع کرد جایگزینش می‌کند.

دلیل اینکه این قدر روی صداقت تأکید داریم ساده است: ادعای بی‌جا اعتبار را از بین می‌برد. اگر به شما بگوییم آیسبرگ که روی چارت دیدید «خرید بانک مرکزی» بود، شاید آن روز هیجان‌انگیز باشد؛ ولی روزی که همان الگو به ضد خودش تبدیل شود، هم به ابزار بی‌اعتماد می‌شوید و هم به ما. ابزار خوب با شناختن مرزهایش ارزشمند می‌شود.

اوردفلو دقیقاً چه چیزی را اندازه می‌گیرد؟

پیش از اینکه درباره‌ی توانایی‌ها و محدودیت‌ها حرف بزنیم، باید دقیق بدانیم با چه داده‌ای سروکار داریم. جدول زیر ابزارهای اصلی اوردرفلو را نشان می‌دهد و مهم‌تر از آن، **دامنه‌ی دید** هر کدام را:

ابزار	چه چیزی را اندازه می‌گیرد	دامنه‌ی دید
حجم و ولوم پروفایل	تعداد قراردادهای معامله‌شده در هر قیمت	فقط یک بورس (مثلاً GC در کامکس)
دلتا و دلتای تجمعی (CVD)	خرید تهاجمی منهای فروش تهاجمی	همان بورس
فوت‌پرینت	حجم خرید و فروش در هر قیمت داخل هر کندل؛ عدم توازن و جذب	همان بورس
DOM و هیت‌مپ	سفارش‌های لیمیت منتظر، اضافه و حذف شدنشان	فقط دفتر سفارش قابل مشاهده
داده‌ی MBO	رویدادهای تک‌تک سفارش‌ها در صف؛ امکان استنباط آیسبرگ	فید MBO بورس CME
فیلتر معاملات بزرگ	معاملات تکی بالاتر از یک آستانه	همان بورس، بدون معاملات بلاک خارج از دفتر
اپن اینترست	تعداد قراردادهای باز	کل بورس، روزانه بعد از تسویه

ستون آخر کلید این فصل است. همه‌ی این ابزارها، هر قدر دقیق، فقط **یک محل معامله** را می‌بینند. **دلتا (Delta)** می‌گوید در این بورس، در این بازه، خریداران تهاجمی عجول‌تر بودند یا فروشندگان تهاجمی. **آیسبرگ (Iceberg)** می‌گوید در این

قیمت سفارشی بزرگ‌تر از آنچه دیده می‌شد، بارها دوباره پر شد. هیچ‌کدام نمی‌گویند پول از کجا آمده، به کجا رفته یا در بازارهای دیگر چه اتفاقی افتاده است.

پنج چیزی که اوردرفلو می‌تواند نشان دهد

با وجود این محدودیت، اوردرفلو چیزهای ارزشمندی می‌بیند که هیچ داده‌ی کلانی نمی‌بیند. این پنج مورد را می‌شود با خیال راحت ادعا کرد.

۱. رفتار اجرا در سطح‌های کلیدی

آیا یک سطح قیمت با نقدینگی منفعل دفاع می‌شود؟ یعنی آیا معاملات تهاجمی به آن برخورد می‌کنند و جذب (Absorption) می‌شوند، یا آیسبرگی در آن مدام پر می‌شود؟ آیا خرید یا فروش تهاجمی قیمت را راحت جابه‌جا می‌کند، یا با تلاش زیاد نتیجه‌ی کمی می‌گیرد؟ آیا شکست یک سطح ادامه پیدا می‌کند یا بلافاصله پس گرفته می‌شود؟ این‌ها سؤال‌هایی درباره‌ی کیفیت اجرا هستند و اوردرفلو بهترین ابزار برای جواب دادن به آن‌هاست.

۲. لحظه‌ای که جریان‌های کلان به نوار می‌رسند

جریان‌های بزرگ در لحظه‌های قابل پیش‌بینی به بازار فیوچرز برخورد می‌کنند: انتشار داده‌های اقتصادی مثل CPI و NFP، جلسه‌های فدرال رزرو (FOMC)، تیت‌های مربوط به ETF‌ها و شورای جهانی طلا، بازگشایی بازار چین، فیکس قیمت طلای لندن، زمان تسویه‌ی کامکس، و ریبالانس آخر ماه و آخر فصل. در همه‌ی این لحظه‌ها، روی نوار انفجار معاملات تهاجمی و کشیده شدن نقدینگی از دفتر سفارش دیده می‌شود. حجم معاملات (TAS (Trade at Settlement و دوره‌های رول قرارداد هم نشان می‌دهند صندوق‌ها کجا اجرا می‌کنند. اوردرفلو نشان می‌دهد سفارش‌های نهادی کی رسیدند و دفتر سفارش چقدر از آن‌ها را توانست جذب کند.

۳. ساخته شدن اهرم

این اینترست بورس، کنار قیمت، چیزی درباره‌ی نوع حرکت می‌گوید. اگر قیمت و این اینترست هر دو بالا بروند، این سازگار است با باز شدن موقعیت‌های خرید جدید. اگر قیمت بالا برود و این اینترست پایین بیاید، سازگار است با بسته شدن موقعیت‌های فروش. ترکیب این با گزارش هفتگی COT کمک می‌کند حرکت‌هایی را که سفته‌بازان ساخته‌اند از بقیه جدا کنید.

۴. تأیید یا رد روایت کلان

این شاید جالب‌ترین کاربرد باشد. فرض کنید ETF‌های طلا ورودی رکوردی گزارش می‌کنند، ولی دلتای کامکس مدام منفی است و سفارش‌های فروش منفعل هر بار خریداران را جذب می‌کنند. این یعنی بازار فیوچرز دارد آن تقاضا را پوشش می‌دهد یا به آن می‌فروشد. همین ناهماهنگی خودش اطلاعات است. روایت کلان می‌گوید «پول دارد وارد می‌شود» و نوار می‌گوید «ولی در این قیمت، فروشندگان حاضرند همه‌اش را بدهند».

۵. پشتوانه‌ی دانشگاهی

این ادعا که جریان سفارش اطلاعات اقتصادی حمل می‌کند، فقط حرف معامله‌گرها نیست. اونس و لایونز (Lyons و Evans، 2002، در مجله‌ی Journal of Political Economy) نشان دادند که جریان سفارش بین دیلرها، در نمونه‌ی آن‌ها حدود

60٪ تغییرات روزانه‌ی نرخ مارک آلمان به دلار را توضیح می‌داد. یعنی جریان سفارش کانالی است که اطلاعات پراکنده از آن وارد قیمت می‌شود. کایل (Kyle، 1985) و بعدها ایزلی، لوپز د پرادو و اوهارا (2012)، با سنجهی VPIN یا «سمی بودن جریان» صورت‌بندی کردند که جریان آگاهانه چطور به شکل عدم توازن سفارش‌ها ظاهر می‌شود.

ایده‌ی کلیدی: اوردرفلو در زمان و مکان دقیق است: این بورس، این قیمت، این ثانیه. دقیق بودنش در همین محدوده است، نه در اینکه بگوید کل پول دنیا به کدام سمت می‌رود.

هشت چیزی که اوردرفلو نمی‌تواند نشان دهد

حالا بخش سخت‌تر. این محدودیت‌ها را باید به همان صراحتِ توانایی‌ها بدانید.

۱. جریان‌هایی که طلا را می‌چرخانند روی نوار کامکس نیستند

در فصل ۶ دیدیم سه نیروی اصلی رالی 2024 تا 2026 طلا چه بودند: بانک‌های مرکزی، ETFها و تقاضای آسیا. حالا ببینید هیچ‌کدامشان مستقیم روی نوار GC نمی‌آیند:

- **بانک‌های مرکزی** بیشتر خارج از بورس (OTC) و از طریق بانک‌های شمش و بانک تسویه‌ی بین‌المللی می‌خرند، در لندن، زوریخ یا شانگهای.
- **صادر واحد ETFها** با شمش‌های نگهداری‌شده در لندن تسویه می‌شود.
- **تقاضای فیزیکی آسیا** در بورس طلای شانگهای (SGE) و بورس آتی شانگهای (SHFE) معامله می‌شود.

برای حس اندازه‌ها: فقط تسویه‌ی **خالص** بازار لندن (LBMA) در اوت 2026 حدود 18.6 میلیون اونس در روز بود و گردش ناخالص خارج از بورس چند برابر این است. فیوچرز کامکس معادل حدود 20 تا 30 میلیون اونس در روز معامله می‌کند (بر اساس منابع ثانویه). پس آنچه کامکس می‌بیند، **بازتاب پوشش ریسک و آربیتراژ** این جریان‌هاست: دیلرهای سوآپ و بانک‌های شمش که پوشش‌هایشان را در فیوچرز تنظیم می‌کنند. خود جریان‌ها را نمی‌بیند.

۲. دلتا یعنی عجله، نه ورود خالص پول

هر معامله یک خریدار و یک فروشنده دارد. دلتا فقط می‌گوید کدام طرف **اسپرد را پرداخت**، یعنی کدام طرف عجول‌تر بود. ورود خالص پول را اندازه نمی‌گیرد. نهادهایی که چند هفته یک دارایی را جمع می‌کنند، معمولاً عمداً با سفارش‌های منفعل و الگوریتم‌هایی مثل VWAP، TWAP، آیسبرگ و POV کار می‌کنند تا به شکل معاملات تهاجمی بزرگ دیده نشوند. نتیجه‌ی غیرمنتظره: یک برنامه‌ی خرید بزرگ می‌تواند درست در لحظه‌ای که فروشندگان را جذب می‌کند، دلتای **منفی** نشان دهد.

۳. معاملات بزرگ نمونه‌ای مغرضانه‌اند

معاملات بلاک، EFP، EFR و دیگر معاملاتی که خصوصی مذاکره می‌شوند، جدا گزارش می‌شوند و از دفتر سفارش قابل مشاهده نمی‌گذرند. الگوریتم‌ها سفارش‌های مادر را به سفارش‌های کوچک فرزند خرد می‌کنند. در نتیجه، بزرگ‌ترین بازیگرها کمتر از همه در فیلتر «معاملات بزرگ» دیده می‌شوند.

۴. آیسبرگ استنباط است، نه مشاهده

بورس CME حجم پنهان سفارش‌ها را اعلام نمی‌کند. ابزارهایی مثل Bookmap آیسبرگ را از الگوی دوباره پر شدن سفارش‌ها در داده‌ی MBO استنباط می‌کنند. آیسبرگ مصنوعی، که الگوریتم خود مشتری مدیریتش می‌کند نه بورس، شبیه سفارش‌های عادی دیده می‌شود. اسپوفینگ (که غیرقانونی است ولی اتفاق می‌افتد) و چشمک زدن سفارش‌های معامله‌گران فرکانس بالا (HFT) هم می‌توانند «دیوار»های کاذب بسازند. آیسبرگ فقط می‌گوید یک نفر دارد در این قیمت جذب می‌کند. نمی‌گوید چه کسی، چرا یا چقدر دیگر مانده.

۵. حجم را بیشتر بازارسازها و HFT ها می‌سازند

بخش بزرگی از حجم فیوچرز، واسطه‌گری بازارسازهاست که در طول روز تقریباً به صفر می‌رسد. به همین دلیل دلتای تجمعی چندروزه یا چندهفته‌ای «رانس» دارد و معیار چرخش سرمایه نیست.

۶. عدم تطابق زمانی

چرخش سرمایه در مقیاس هفته تا فصل اتفاق می‌افتد. اوردرفلو در مقیاس ثانیه تا ساعت زندگی می‌کند. جمع زدن دلتای درون‌روزی برای ساختن یک «جریان ماهانه» معتبر نیست، چون رول قراردادهای وقفه‌های بین سشن‌ها، معاملات اسپرد و آربیتراژ تقویمی آن را خراب می‌کنند.

۷. اپن اینترست دوپهلوست

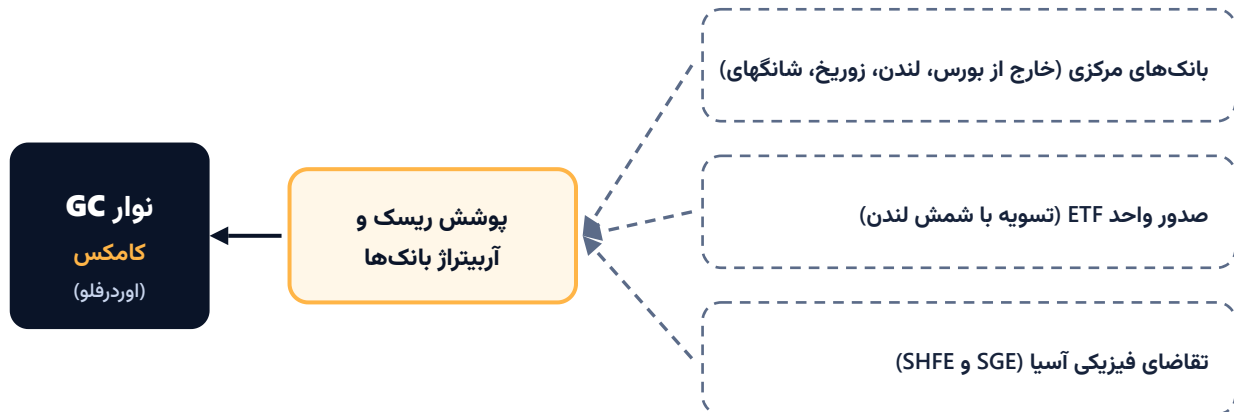
هر قرارداد جدید یک خریدار جدید و یک فروشنده‌ی جدید دارد. بالا رفتن اپن اینترست فقط می‌گوید موقعیت‌هایی باز شده‌اند؛ نمی‌گوید کدام طرف شروع کرد و چرا (پوشش ریسک یا سفته‌بازی). فقط COT، که هفتگی و با تأخیر است، طبقه‌بندی می‌دهد. به همین دلیل در بخش قبل نوشتیم «سازگار با»، نه «ثابت می‌کند».

۸. در کریپتو همین محدودیت‌ها بزرگ‌ترند

نقدینگی اسپات کریپتو بین ده‌ها صرافی پخش است. صدور واحد ETF های کریپتو عمدتاً از طریق معاملات خارج از بورس و کارگزاران اصلی انجام می‌شود. فاندینگ و اپن اینترست هم اهرم را توصیف می‌کنند، نه پول تازه را. پس ادعای «اوردرفلوی فلان صرافی نشان می‌دهد پول بزرگ وارد بیت‌کوین شد» را با احتیاط بیشتری بخوانید.

اوردرفلو چه چیزی را می‌بیند؟

جریان‌های بزرگ طلا خارج از نوار کامکس انجام می‌شوند



خط‌چین: دیده نمی‌شود. اوردرفلو بازتاب این جریان‌ها را می‌بیند، نه خودشان را.

سپتامبر 2026: 10 میلیارد دلار ورودی ETF، ولی افت 8.5% طلا با کاهش موقعیت‌های کامکس.

شکل ۱۵. بیشتر جریان‌هایی که طلا را می‌چرخانند خارج از بورس انجام می‌شوند. روی نوار کامکس، بازتاب پوشش ریسک و آربیتراژ آن‌ها دیده می‌شود.

اشتباه رایج: «آیسبرگ خرید در طلا دیده شد، پس بانک‌های مرکزی دارند می‌خرند.» بانک‌های مرکزی عمدتاً خارج از بورس می‌خرند و آیسبرگ فقط استنباطی از الگوی دوباره پر شدن سفارش‌هاست. نه هویت خریدار را نشان می‌دهد، نه انگیزه‌اش را، نه اینکه چقدر مانده است.

درس سپتامبر 2026: وقتی ETF‌ها خریدند و قیمت ریخت

حالا یک مثال واقعی که همه‌ی این بحث را به هم وصل می‌کند. سپتامبر 2026 برای طلا ماه عجیبی بود، اگر فقط تیتیر ETF‌ها را می‌خواندید.

طبق شورای جهانی طلا، ETF‌های طلای دنیا در سپتامبر حدود 67 تن، یعنی حدود 10 میلیارد دلار، ورودی داشتند. موجودی کل به رکورد 4,256 تن رسید و کل فصل سوم با حدود 31 میلیارد دلار ورودی، رکورد فصلی شد؛ اروپا به‌تنهایی حدود 14 میلیارد دلار، آمریکای شمالی حدود 12 میلیارد و آسیا حدود 4.9 میلیارد. با منطق ساده‌ی «پول وارد شد، قیمت بالا می‌رود»، باید ماه خوبی برای طلا می‌بود.

ولی طلا در همان ماه حدود 8.5% افت کرد و طبق همان منبع به حدود 4,176 دلار رسید. چه اتفاقی افتاد؟ چند چیز هم‌زمان:

- فدرال رزرو در 16 سپتامبر 2026 نرخ بهره را 25 واحد پایه بالا برد و به 3.75 تا 4.00% رساند؛ اولین افزایش از 2023.
- بازده اسمی 10 ساله‌ی آمریکا در آن ماه به حدود 5.3% رسید و شاخص دلار حدود 2% بالا رفت.
- و مهم‌تر از همه برای بحث ما: طبق شورای جهانی طلا، موقعیت خرید خالص مدیران پول در کامکس حدود 84 تن (حدود 12 میلیارد دلار) کم شد و موقعیت‌های اسپرد هم حدود 156 تن کاهش یافت.

پس در یک طرف 10 میلیارد دلار ورودی ETF بود و در طرف دیگر 12 میلیارد دلار خروج از موقعیت‌های سفته‌بازانه‌ی فیوچرز. داده‌های COT خودمان هم همین را نشان می‌دهد: خرید خالص مدیران پول در طلا از اوج 144,747 قرارداد در 25 اوت 2026 به 110,987 قرارداد در 6 اکتبر رسید.

درس این ماه دو لایه دارد و هر دو برای کسی که اوردرفلو می‌خواند مهم است.

لایه‌ی اول: در کوتاه‌مدت، موقعیت‌های فیوچرز قیمت را تعیین می‌کنند، نه ETF ها. کشف قیمت حاشیه‌ای روی نوار GC کامکس اتفاق می‌افتد، همان جایی که اوردرفلو نگاه می‌کند. وقتی سفته‌بازان کامکس به خاطر افزایش نرخ و دلار قوی موقعیت‌هایشان را می‌بندند، این فروش مستقیم روی همان دفتر سفارشی می‌آید که ما تماشا می‌کنیم. اینجا اوردرفلو واقعاً در جای درستی ایستاده است.

لایه‌ی دوم: ورودی ETF روی همان نوار به شکل «خرید» دیده نمی‌شود. صدور واحدهای ETF با شمش لندن تسویه شد، نه با خرید تهاجمی در کامکس. بخشی از آن ممکن است به شکل پوشش ریسک بانک‌های شمش در فیوچرز بازتاب پیدا کرده باشد، ولی روی نوار هیچ برجستگی ندارد که بگوید «این ETF است». کسی که فقط نوار کامکس را در سپتامبر نگاه می‌کرد، فروش سنگین و جذب در سمت عرضه می‌دید و هیچ نشانه‌ای از ورود رکوردی پول به ETF ها نمی‌دید. کسی هم که فقط داده‌ی ETF را نگاه می‌کرد، نمی‌فهمید چرا قیمت می‌ریزد.

تصویر کامل فقط از کنار هم گذاشتن لایه‌ها به دست می‌آید: لایه‌ی کند (افزایش نرخ، نرخ واقعی بالا، دلار قوی) هوا را برای طلا نامساعد کرده بود؛ لایه‌ی متوسط (COT) نشان می‌داد سفته‌بازان دارند موقعیت می‌بندند در حالی که ETF ها می‌خرند؛ و لایه‌ی سریع نشان می‌داد این کشمکش در هر سطح قیمت چطور اجرا می‌شود.

جالب اینکه ماه قبلش، اوت 2026، تصویر برعکس بود: طلا حدود 13.3٪ بالا رفت و به حدود 4,563 دلار رسید، با ترکیبی از ورودی ETF، دلار ضعیف‌تر، خرید صندوق‌های روندی و اختیار معامله‌های خرید. یعنی همان ورودی ETF یک ماه با قیمت هم‌جهت بود و ماه بعد نبود. جریان ETF به‌تنهایی جهت قیمت کوتاه‌مدت را تعیین نمی‌کند.

نکته‌ی طلا: عددهای ماهانه‌ی شورای جهانی طلا معمولاً بر پایه‌ی قیمت مرجع خودشان گزارش می‌شوند، نه قیمت لحظه‌ای GC یا XAUUSD شما. وقتی درصد تغییر یا سطح قیمتی را از این گزارش‌ها نقل می‌کنید، بنویسید از کدام معیار است. اگر روی XAUUSD معامله می‌کنید، یادتان باشد که با فیوچرز GC فاصله‌ای دارد که روزبه‌روز عوض می‌شود.

جمله‌ای که می‌شود از آن دفاع کرد

با همه‌ی این توضیحات، جمله‌ی درست درباره‌ی رابطه‌ی اوردرفلو و چرخش سرمایه این است:

ایده‌ی کلیدی: «چرخش سرمایه را از داده‌های کلان می‌فهمیم. اوردرفلو نشان می‌دهد وقتی آن پول به بازار می‌رسد، با دفتر سفارش چه می‌کند.»

این جمله کوچک‌تر از «اوردرفلو پول بزرگ را نشان می‌دهد» است، ولی دو مزیت بزرگ دارد: درست است، و تا وقتی درست بماند، می‌شود به آن اعتماد کرد. اوردرفلو اثبات نمی‌کند که «پول بزرگ به طلا چرخید». نشان می‌دهد جریان‌هایی که واقعاً

در عمل: رویدادهای کلان را روی نوار چطور تماشا کنیم

حالا که مرزها روشن شد، ببینیم چطور می‌شود از اوردرفلو برای تماشای برخورد جریان‌های کلان استفاده کرد، بدون اینکه بیش از داده ادعا کنیم. روش زیر را می‌توانید برای هر رویداد برنامه‌ریزی‌شده به کار ببرید: داده‌ی تورم، داده‌ی اشتغال، جلسه‌ی فدرال رزرو، یا حتی آخر ماه.

پیش از رویداد: زمینه را در یک جمله بنویسید. از روال هفتگی فصل ۹ استفاده کنید. لایه‌ی کند چه می‌گوید؟ نرخ واقعی و دلار در چه وضعی‌اند؟ لایه‌ی متوسط چه؟ سفته‌بازان کامکس شلوغ‌اند یا وسط محدوده؟ این جمله انتظار شما را شکل می‌دهد و بعداً می‌توانید با آن مقایسه کنید.

سطح‌ها را از قبل علامت بزنید. سقف و کف سشن قبل، ناحیه‌ی ارزش، VWAP و هر قیمتی که در روزهای اخیر حجم سنگین داشته است. هدف این نیست که «کجا بخرید یا بفروشید»؛ هدف این است که بدانید برخورد جریان را کجا تماشا کنید.

در لحظه‌ی رویداد: چهار چیز را تماشا کنید.

۱. **کشیده شدن نقدینگی:** آیا سفارش‌های لیمیت درست پیش از انتشار داده از دفتر سفارش کنار می‌روند؟ وقتی دفتر سفارش نازک شود، حرکت اول می‌تواند با حجم نسبتاً کم فاصله‌ی زیادی برود.

۲. **انفجار تهاجم:** کدام طرف اول با سفارش مارکت وارد شد و با چه شدتی؟

۳. **جذب یا ادامه:** وقتی قیمت به یکی از سطح‌های علامت‌زده رسید، معاملات تهاجمی جذب شدند یا قیمت راحت از آن گذشت؟

۴. **پس گرفتن:** چند دقیقه بعد، آیا حرکت اول حفظ شد یا قیمت به محدوده‌ی قبل از داده برگشت؟

بعد از رویداد: با لایه‌های کندتر مقایسه کنید. جمعه، COT همان هفته را ببینید. موقعیت مدیران پول در جهت حرکت روز داده تغییر کرد یا نه؟ جریان ETF آن هفته چه بود؟ گاهی حرکتی که روی نوار تند و قاطع به نظر می‌رسید، در داده‌ی هفتگی اثر قابل توجهی ندارد، و گاهی برعکس.

یک دفترچه نگه دارید. برای هر رویداد بنویسید: زمینه، آنچه روی نوار دیدید، و آنچه بعداً در COT و جریان‌ها آمد. بعد از چند ماه، الگوهای خودتان را خواهید داشت؛ الگوهایی که بر پایه‌ی تجربه‌ی واقعی‌اند، نه ادعاهای شبکه‌های اجتماعی.

امتحان کنید: برای انتشار بعدی داده‌ی CPI آمریکا، از ده دقیقه قبل تا سی دقیقه بعد نمودار یک دقیقه‌ای طلا را با حجم باز کنید (حتی TradingView رایگان کافی است). یک جمله‌ی زمینه قبل از داده بنویسید، چهار مورد بالا را در لحظه یادداشت کنید، و جمعه‌ی همان هفته COT را چک کنید. در پایان یک جمله بنویسید: «روی نوار ... دیدم؛ این نشان می‌دهد ...؛ این نشان نمی‌دهد ...».

زبان صادقانه برای توصیف نوار

بخش بزرگی از صداقت در زبان است. یک مشاهده‌ی درست را می‌شود با جمله‌ای درست توصیف کرد، یا با جمله‌ای که بیش از داده ادعا می‌کند. جدول زیر چند نمونه‌ی رایج را کنار هم می‌گذارد:

آنچه روی نوار می‌بینید	جمله‌ی صادقانه	ادعای اغراق‌آمیز
دلتای منفی سنگین در یک سطح، ولی قیمت پایین نمی‌رود	فروش تهاجمی در این قیمت جذب شد	«بانک‌ها دارند می‌خرند»
آیسبرگ خرید که بارها دوباره پر می‌شود	کسی در این قیمت با سفارش پنهان جذب می‌کند	«پول بزرگ وارد طلا شد»
یک معامله‌ی خرید خیلی بزرگ	یک سفارش تهاجمی بزرگ در این لحظه اجرا شد	«نهنگ‌ها خریدند»
دلتای تجمعی مثبت در چند روز	خریداران تهاجمی در این بازه عجل‌تر بودند	«چرخش سرمایه به طلا»
قیمت و اپن اینترست هر دو بالا	موقعیت‌های تازه باز شده‌اند، سازگار با خرید جدید	«پول تازه وارد شد»

ستون وسط ممکن است کم‌هیجان‌تر به نظر برسد، ولی هر جمله‌اش را می‌شود با داده نشان داد. ستون راست جمله‌هایی است که شاید درست باشند، ولی داده‌ی نوار نمی‌تواند ثابتشان کند.

ابزارها: هر کدام چه داده‌ای می‌بینند

اوردرفلو فیوچرز طلا را می‌شود روی پلتفرم‌هایی مثل NinjaTrader، ATAS و Bookmap دید، به شرطی که داده‌ی بورس CME را از یک فید مناسب بگیرید. ابزار اوردرفلو خود ما، AK FlowBook، هم دو شکل دارد: نسخه‌ی NinjaTrader روی داده‌ی دفتر سفارش و سفارش‌به‌سفارش (MBO) کار می‌کند و دلتا، معاملات بزرگ و آیسبرگ‌های استنباطی را از همین داده می‌سازد؛ نسخه‌ی TradingView روی داده‌ی لول ۱ (کندل‌ها) کار می‌کند و اوردرفلو را فقط تخمین می‌زند، پس دقتش به مراتب کمتر است.

نکته‌ی مهم برای این فصل این است که هیچ‌کدام از این ابزارها، از جمله ابزار ما، از محدودیت‌های بالا مستثنا نیست. داده‌ی دقیق‌تر یعنی تصویر دقیق‌تری از همان یک بورس؛ یعنی دلتای دقیق‌تر، صف سفارش‌های واقعی‌تر و آیسبرگ‌هایی که با شواهد بیشتری استنباط شده‌اند. ولی هیچ مقدار دقتی نمی‌تواند خرید یک بانک مرکزی در زوریخ یا صدور واحد یک ETF در لندن را روی نوار کامکس نشان دهد.

خلاصه‌ی فصل

- اوردرفلو (حجم، دلتا، فوت‌پرینت، DOM، هیت‌مپ، MBO، معاملات بزرگ، اپن اینترست) بسیار دقیق است، ولی فقط یک محل معامله را می‌بیند.

- می‌تواند نشان دهد: رفتار اجرا در سطح‌ها، لحظه‌ی برخورد جریان‌های کلان با نوار، ساخته شدن اهرم، و ناهماهنگی بین روایت کلان و آنچه در دفتر سفارش می‌گذرد. پژوهش‌هایی مثل اونز و لایونز (2002) نشان داده‌اند جریان سفارش اطلاعات حمل می‌کند.
- نمی‌تواند نشان دهد: خرید بانک‌های مرکزی، صدور واحد ETF در لندن و تقاضای آسیا. کامکس فقط بازتاب پوشش ریسک و آربیتراژ این جریان‌ها را می‌بیند.
- دلتا یعنی عجله، نه ورود خالص پول. آیسبرگ استنباط است و نمی‌گوید چه کسی، چرا یا چقدر مانده. معاملات بزرگ نمونه‌ای مغرضانه‌اند.
- دلتای تجمعی چندروزه معیار چرخش سرمایه نیست، چون مقیاس زمانی و ساختار داده با هم جور نیستند.
- سپتامبر 2026: حدود 10 میلیارد دلار ورودی ETF در برابر حدود 12 میلیارد دلار کاهش موقعیت مدیران پول در کامکس؛ طلا حدود 8.5٪ افت کرد. در کوتاه‌مدت، موقعیت‌های فیوچرز قیمت را تعیین کردند.
- جمله‌ی قابل دفاع: «چرخش سرمایه را از داده‌های کلان می‌فهمیم. اوردرفلو نشان می‌دهد وقتی آن پول به بازار می‌رسد، با دفتر سفارش چه می‌کند.»

آزمونک

۱. چرا یک برنامه‌ی خرید بزرگ نهادی می‌تواند در لحظه‌ی اجرا دلتای منفی نشان دهد؟
۲. سه جریان اصلی رالی طلا در 2024 تا 2026 را نام ببرید و توضیح دهید چرا مستقیم روی نوار GC دیده نمی‌شوند.
۳. قیمت طلا بالا می‌رود و این اینترست کامکس پایین می‌آید. جمله‌ی صادقانه برای توصیف این وضعیت چیست؟
۴. در سپتامبر 2026، ETF‌های طلا حدود 10 میلیارد دلار ورودی داشتند و قیمت حدود 8.5٪ افت کرد. توضیح کوتاه این تناقض ظاهری چیست؟
۵. چرا جمع زدن دلتای روزانه‌ی یک ماه، معیار معتبری برای «جریان ماهانه‌ی پول به طلا» نیست؟

پاسخ آزمونک

۱. چون نهادها برای دیده نشدن معمولاً با سفارش‌های منفعل و الگوریتم‌هایی مثل VWAP، TWAP و آیسبرگ کار می‌کنند. وقتی سفارش خرید منفعل آن‌ها فروشندگان تهاجمی را جذب می‌کند، معاملات در سمت فروش تهاجمی ثبت می‌شوند و دلتا منفی می‌شود، با اینکه پشت آن یک خریدار بزرگ است.
۲. خرید بانک‌های مرکزی، ورودی ETF‌ها و تقاضای فیزیکی آسیا. بانک‌های مرکزی عمدتاً خارج از بورس در لندن، زوریخ یا شانگهای می‌خرند؛ صدور واحد ETF با شمش لندن تسویه می‌شود؛ و تقاضای آسیا در بورس‌های شانگهای (SGE) و SHFE معامله می‌شود. کامکس فقط بازتاب پوشش ریسک و آربیتراژ آن‌ها را می‌بیند.
۳. «این وضعیت سازگار است با بسته شدن موقعیت‌های فروش.» نه «فروشنده‌ها شکست خوردند» و نه «پول تازه وارد شد». این اینترست دوپهلوست و فقط COT طبقه‌بندی شرکت‌کنندگان را می‌دهد.
۴. در کوتاه‌مدت، موقعیت‌های فیوچرز قیمت را تعیین کردند: موقعیت خرید خالص مدیران پول در کامکس حدود 12 میلیارد دلار کم شد، هم‌زمان با افزایش نرخ فدرال رزرو، بازده بالای اوراق و دلار قوی‌تر. ورودی ETF در لندن تسویه شد و روی نوار کامکس به شکل خرید دیده نشد.

۵. چون چرخش سرمایه در مقیاس هفته تا فصل است و اوردرفلو در مقیاس ثانیه تا ساعت. رول قراردادهای وقفه‌های بین سشن‌ها، معاملات اسپرد و آربیتراژ تقویمی جمع دلتا را خراب می‌کنند، و بخش بزرگی از حجم را بازارسازهایی می‌سازند که موقعیتشان در طول روز تقریباً صفر می‌شود.

فصل ۱۱

افسانه‌ها، شواهد و جمع‌بندی

در این فصل: همه‌ی کتاب را در یک جا جمع می‌کنیم. اول می‌بینیم چرا افسانه‌های چرخش سرمایه این قدر ماندگارند. بعد رایج‌ترین ادعاها را، از «پول کنار گود» تا «آیسبرگ یعنی پول بزرگ»، در یک جدول کنار شواهدی می‌گذاریم که در فصل‌های قبل دیدیم. سپس جدا می‌کنیم چه چیزهایی در این حوزه محکم‌اند و چه چیزهایی شکننده. استعاره‌ی اصلی کتاب، «آب‌وهوا، نه جدول حرکت قطار»، را باز می‌کنیم. و در پایان یک چک‌لیست ده‌سؤالی به شما می‌دهیم که هر بار تیتیری با مضمون «پول دارد به سمت X می‌رود» دیدید، بتوانید در چند دقیقه آن را بسنجید.

در ده فصل گذشته، چرخش سرمایه را از چند زاویه نگاه کردیم: حسابداری پول، نقشه‌های کلاسیک، موتورهای کلان، روان‌شناسی جمعی، تاریخ پنجاه‌وپنج ساله‌ی موج‌ها، طلا، کریپتو، بازارهای ایران و ابزارهای اندازه‌گیری. در هر فصل، یک الگوی تکراری دیدیم: ایده‌ای که بخشی از حقیقت را دارد، به یک «قانون» ساده تبدیل می‌شود، چند سال کار می‌کند و بعد، درست وقتی همه به آن اطمینان کرده‌اند، می‌شکند.

این فصل آخر برای این نیست که چیز تازه‌ای یاد بگیرید. برای این است که آنچه یاد گرفته‌اید، به ابزاری برای قضاوت تبدیل شود.

چرا افسانه‌ها ماندگارند

پیش از جدول افسانه‌ها، خوب است بدانیم چرا این ادعاها با وجود شواهد مخالف، این قدر دوام می‌آورند. سه دلیل اصلی دارد.

اول، نمونه‌های کوچک. بیشتر «قانون‌های» چرخش روی چند مشاهده ساخته شده‌اند. چرخه‌ی چهارساله‌ی بیت‌کوین چهار مشاهده دارد. در داده‌ی 1973 تا 2004 ساعت سرمایه‌گذاری مریل‌لینچ، فاز ریفلیشن کمیاب‌ترین فاز بود: حدود 15٪ ماه‌ها و فقط حدود سه دوره. با چهار یا پنج مشاهده تقریباً هر داستانی را می‌شود «ثابت» کرد.

دوم، سوگیری بازمانده. ما داستان بازارهایی را می‌شنویم که زنده ماندند و بردند. در فصل ۵ دیدیم که طبق پژوهش جوریون و گوتزمن (1999)، بازده واقعی سهام آمریکا حدود 4.3٪ در سال بوده، در حالی که میانه‌ی 39 بازار دنیا حدود 0.8٪ بود. جمله‌ی «سهام در بلندمدت همیشه می‌برد» بخشی‌اش حرف بازمانده است.

سوم، داستان از داده جذاب‌تر است. «پول از بورس بیرون آمد و به طلا رفت» جمله‌ای است که در یک ثانیه فهمیده می‌شود و می‌شود آن را دست‌به‌دست کرد. «سود محقق‌شده‌ی بخشی از بازیگران حاشیه‌ای، در رژیمی که نرخ واقعی پایین می‌آید، تقاضای خالص در قیمت‌های بالاتر طلا ساخت» درست‌تر است، ولی هیچ‌کس آن را بازنشر نمی‌کند.

جدول افسانه‌ها و شواهد

جدول زیر رایج‌ترین ادعاهای چرخش سرمایه را کنار شواهدی می‌گذارد که در این کتاب دیدیم. ستون آخر می‌گوید جزئیات هر مورد را در کدام فصل پیدا کنید.

افسانه	شواهد	فصل
«پول کنار گود باید جایی برود»	خطای حسابداری است؛ هر خرید یک فروشنده دارد. از 2023، صندوق‌های بازار پول همراه بورس بزرگ شدند	۱
«ترتیب ثابتی بین بازارها هست»	پرینگ و مریل‌لینچ خودشان نوشته‌اند مرحله‌ها چا می‌افتند. 2022 و 2025 تا 2026 مثال نقض‌اند	۲
«چرخش صنایع را می‌شود معامله کرد»	حتی با دانستن کامل تاریخ چرخه‌ها، بازده اضافه بعد از هزینه از صفر قابل تشخیص نبود	۲
«دلار همیشه پناهگاه است»	آوریل 2025: سهام، اوراق و دلار آمریکا با هم ریختند	۳
«نقدینگی همه را بالا می‌برد»	نزدک 2000 تا 2002 حدود 77-٪؛ بیت‌کوین در فصل چهارم 2025 با وجود رشد M2	۳
«طلا همیشه پناهگاه است»	2008 حدود 30-٪، مارس 2020 حدود 12-٪، شوک نفتی 2026 حدود 10-٪	۶
«نرخ واقعی بالا رفت، پس طلا می‌ریزد»	2022 تا 2024 نرخ واقعی بالا رفت و طلا رکورد زد	۶
«آلت‌سیزن همیشه بعد از سقف بیت‌کوین می‌آید»	2018 بله؛ 2021 قبل از سقف؛ 2024 ده ماه قبل از سقف، و بعدش نیامد	۷
«هاوینگ بازار صعودی می‌سازد»	چهار مشاهده، همه هم‌زمان با چرخه‌ی نقدینگی؛ اثر عرضه‌ای هر بار کمتر	۷
«بیت‌کوین طلای دیجیتال است»	2025: طلا حدود 63+٪، بیت‌کوین حدود 6-٪	۷
«پولی که از طلا بیرون می‌آید به بیت‌کوین می‌رود»	گاهی (مارس 2026)؛ ولی بعد از سقوط فلزات در ژانویه 2026، بیت‌کوین هم ریخت	۷
«ETF یعنی خرید پیوسته»	ژوئن 2026: رکورد خروجی ماهانه‌ی حدود 4.1 تا 4.5 میلیارد دلاری از ETF‌های بیت‌کوین	۷
«در ایران همیشه اول دلار، بعد سکه، بعد مسکن، آخر بورس»	1399 بورس اول رفت؛ در جهش انتظارات همه با هم بالا می‌روند	۸
«ورود پول حقیقی یعنی پول جدید وارد بورس شد»	فقط جابه‌جایی بین حقیقی و حقوقی است؛ پول جدید را صدور واحد صندوق نشان می‌دهد	۸

«رکورد ورود طلا به کامکس یعنی پول بزرگ»	2025: جابه‌جایی لجستیکی از لندن به نیویورک به خاطر ترس از تعرفه	۹
«آیسبرگ یعنی پول بزرگ دارد می‌خرد»	آیسبرگ استنباط است؛ نمی‌گوید چه کسی، چرا یا چقدر مانده	۱۰

بیا بید چند گروه از این افسانه‌ها را کمی بیشتر باز کنیم، چون منطق مشترکشان از تک‌تک ردیف‌ها مهم‌تر است.

افسانه‌های «استخر پول»

«پول کنار گود»، «ورود پول حقیقی» و «رکورد ورود به کامکس» یک خطای مشترک دارند: پول را مثل آبی تصور می‌کنند که از یک ظرف به ظرف دیگر ریخته می‌شود. در فصل ۱ دیدیم که وقتی کسی سهام می‌فروشد تا طلا بخرد، پولش به دست فروشنده‌ی طلا می‌رسد و خریدار سهامش پول را به خود او داده است. مقدار پول در سیستم با معامله عوض نمی‌شود. قیمت بالا می‌رود چون **خریدار حاشیه‌ای (Marginal Buyer)** حاضر است گران‌تر بخرد. پول واقعاً جدید فقط از چند راه وارد می‌شود: وام بانکی، اهرم، خرید دارایی توسط بانک مرکزی و کسری بودجه‌ای که با پول تأمین شود.

داده هم این را تأیید می‌کند. از ابتدای 2023، در حالی که S&P 500 تقریباً دو برابر شد، دارایی صندوق‌های بازار پول آمریکا هم حدود 48٪ بیشتر شد (بر اساس یک منبع ثانویه) و در هفته‌ی منتهی به 7 اکتبر 2026 به حدود 7.96 تریلیون دلار رسید. در بورس تهران هم «ورود پول حقیقی» فقط می‌گوید حقیقی‌ها از حقوقی‌ها خالص خریدند؛ پول تازه را صدور و ابطال واحد صندوق‌ها در فیپیران نشان می‌دهد.

افسانه‌های «ترتیب ثابت»

شش مرحله‌ی پرینگ، ساعت سرمایه‌گذاری، نقشه‌ی چرخش صنایع، زنجیره‌ی «بیت‌کوین – اتریوم – آلت‌کوین» و ترتیب ایرانی «دلار – سکه – مسکن – بورس» همه یک ادعای مشترک دارند: بازارها به نوبت حرکت می‌کنند و اگر نوبت را بدانید، از بقیه جلو می‌افتید.

شواهد علیه این ادعا از همه‌ی بازارها می‌آید. در 2022 سهام و اوراق آمریکا با هم ریختند: S&P 500 حدود 18-٪ و شاخص اوراق آمریکا حدود 13-٪، بدترین سال ثبت‌شده‌اش. در 2025 و 2026 طلا و بیت‌کوین، دو «ذخیره‌ی ارزش»، در یک محیط نقدینگی در جهت مخالف رفتند. در چرخه‌ی 2024 تا 2026 کریپتو، شاخص فصل آلت‌کوین در دسامبر 2024 به اوج حدود 87 رسید، ده ماه قبل از سقف بیت‌کوین، و آلت‌سیزن بزرگ بعد از سقف هرگز نیامد. در ایران، سال 1399 شاخص بورس در 19 مرداد به سقف رسید، دو ماه قبل از سقف دلار و سکه.

حتی در بهترین حالت، یعنی وقتی ترتیب در گذشته وجود داشته، قابل معامله نبوده است. پژوهش استنگل و همکاران نشان داد که چرخش صنایع در 1948 تا 2007، حتی با دانستن کامل تاریخ چرخه‌های اقتصادی از قبل، حداکثر حدود 2.3٪ در سال بازده اضافه داشته که بعد از هزینه‌ی معامله از صفر قابل تشخیص نیست. مطالعه‌ی مولچانوف و استنگل (2024) به حداکثر 0.16٪ در ماه رسید و بعد از هزینه به 0.01 تا 0.07٪.

افسانه‌های «قانون تک‌متغیره»

«طلا = نرخ واقعی»، «بیت‌کوین = نقدینگی جهانی» و «دلار = پناهگاه امن» سه قانونی‌اند که هر کدام سال‌ها کار کردند و بعد شکستند. الگوی شکستشان آموزنده است: هر کدام وقتی شکست که **خریدار حاشیه‌ای یا منبع شوک عوض شد**.

طلا تا 2021 به نرخ واقعی حساس بود، چون خریدار حاشیه‌ای ETF‌های غربی بودند. طبق RBC، همبستگی معکوس طلا با نرخ واقعی 10 ساله در 2005 تا 2021 حدود 84٪ بود و در 2022 تا 2023 به حدود 3٪ رسید. از 2022 بانک‌های مرکزی خریدار اصلی شدند که به قیمت و نرخ حساس نیستند. بیت‌کوین در فصل چهارم 2025، در حالی که M2 جهانی بیش از 12٪ رشد کرد، افتاد. و دلار در آوریل 2025 پناهگاه نبود، چون این بار خود آمریکا منبع شوک بود.

نکته‌ی طلا: دو شوک نفتی، دو نتیجه‌ی برعکس. در 1979 و 1980، نفت از 14.85 به 39.5 دلار رفت و طلا به سقف 850 دلار (قیمت LBMA) رسید، چون نرخ واقعی منفی ماند. در شوک عرضه‌ی نفت از اواخر فوریه 2026، برنت تا حدود 126 دلار رفت، ولی طلا حدود 10٪ افت کرد، چون فدرال رزرو با تورم مقابله کرد و سرانجام نرخ را بالا برد. تفاوت اصلی، واکنش بانک مرکزی بود. طلا پناهگاه **شرطی** است.

افسانه‌های «ابزار جادویی»

آخرین گروه به خود ما مربوط است. «آیسبرگ یعنی پول بزرگ» و «دلتای تجمعی مثبت یعنی چرخش سرمایه به طلا» همان خطای «استخر پول» را در مقیاس ثانیه تکرار می‌کنند. در فصل ۱۰ دیدیم که دلتا فقط عجله را اندازه می‌گیرد، آیسبرگ استنباط است و جریان‌های اصلی طلا خارج از کامکس اتفاق می‌افتند. ابزار دقیق، تصویر دقیقی از **یک بورس** می‌دهد، نه از کل دنیا.

چه چیزی محکم است و چه چیزی شکننده

بعد از این همه افسانه، ممکن است فکر کنید هیچ چیز قابل اعتمادی باقی نمانده. این‌طور نیست. شواهد چند چیز را با اطمینان نسبتاً بالایی نشان می‌دهند.

چیزهایی که محکم‌اند:

۱. **رژیم تورم تعیین می‌کند اوراق سهام را پوشش می‌دهد یا نه.** همبستگی سهام و اوراق آمریکا در 1970 تا 1999 حدود 0.35+ بود، در 2000 تا 2022 حدود 0.31-، و در 2026 طبق محاسبه‌ی ما حدود 0.43+. در رژیم تورمی، اوراق سهام را پوشش نمی‌دهد.
۲. **یک عامل جهانی اشتباهی ریسک بیشتر دارایی‌های پرریسک را با هم حرکت می‌دهد.** طبق هلن ری (2013)، این عامل حدود یک‌چهارم واریانس 858 دارایی پرریسک را توضیح می‌دهد و به سیاست پولی آمریکا و دلار گره خورده است.
۳. **روندها ماه‌ها ادامه پیدا می‌کنند و بعد تا حدی برمی‌گردند.** شواهد مومنتوم در بیش از صد سال و 67 بازار دیده شده، هرچند بعضی پژوهشگران آن را در سطح تک‌دارایی ضعیف می‌دانند.
۴. **سرمایه‌گذاران در مجموع دنبال برنده‌ی قبلی می‌روند و هزینه‌اش را می‌پردازند.** طبق مورنینگ‌استار، میانگین هر دلار در صندوق‌های آمریکا در ده سال تا پایان 2024 سالانه 7.0٪ بازده گرفت، در حالی که خود صندوق‌ها 8.2٪ داده بودند؛ یعنی 1.2 واحد درصد در سال فقط به خاطر زمان‌بندی بد.
۵. **در ایران، دلار لنگر است و مسکن به حساب دلاری دیر جبران می‌کند.** سکه و طلا به خاطر فرمولشان تقریباً هم‌زمان با دلار حرکت می‌کنند و صندوق‌های درآمد ثابت اتاق انتظار پول‌اند.

چیزهایی که شکننده‌اند:

۱. ترتیب‌های ثابت: شش مرحله، ساعت سرمایه‌گذاری، نقشه‌ی صنایع، و «دلار ← سکه ← مسکن ← بورس». به‌عنوان واژگان مفیدند، به‌عنوان ابزار زمان‌بندی ضعیف.

۲. قانون‌های تک‌متغیره: طلا = نرخ واقعی، بیت‌کوین = M2، دلار = پناهگاه. هر کدام وقتی خریدار حاشیه‌ای یا منبع شوک عوض شد، شکست.

۳. هر چیزی که روی چهار یا پنج مشاهده ساخته شده باشد. از چرخه‌ی هاوینگ تا ترتیب‌های ادعایی بازارهای ایران.

ایده‌ی کلیدی: آنچه محکم است، «گرایش‌ها» و «سازوکارها»ست: تورم رابطه‌ی دارایی‌ها را عوض می‌کند، ریسک جهانی دارایی‌ها را با هم حرکت می‌دهد، روندها ماندگارند. آنچه شکننده است، «ترتیب‌ها» و «زمان‌بندی‌ها»ست.

آب‌وهوا، نه جدول حرکت قطار

اگر بخواهیم کل این کتاب را در یک تصویر خلاصه کنیم، این است: **چرخش سرمایه آب‌وهواست، نه جدول حرکت قطار.**

جدول حرکت قطار می‌گوید قطار ساعت 8:15 به ایستگاه A می‌رسد و ساعت 9:40 به ایستگاه B. اگر جدول را داشته باشید، دقیقاً می‌دانید کجا بایستید. خیلی از ادعاهای چرخش سرمایه همین‌طور فروخته می‌شوند: «اول دلار، بعد سکه، بعد مسکن»، «اول بیت‌کوین، بعد اتریوم، بعد آلت‌ها»، «در فاز بهبود سهام بخر».

آب‌وهوا این‌طور کار نمی‌کند. هواشناس خوب می‌داند در چه شرایطی احتمال باران بیشتر است، می‌داند کدام فصل گرم‌تر است و کدام الگوها معمولاً پشت سر هم می‌آیند. ولی نمی‌تواند بگوید ساعت 3:20 بعدازظهر سه‌شنبه‌ی بعد باران شروع می‌شود. و گاهی، در وسط تابستان، تگرگ می‌بارد.

چارچوب‌های این کتاب دقیقاً همین را به شما می‌دهند. می‌گویند چه «هوایی» به نفع کدام دارایی است: نرخ واقعی پایین و دلار ضعیف برای طلا مساعد بوده است؛ تورم بالا رابطه‌ی سهام و اوراق را مثبت می‌کند؛ نقدینگی فراوان سطح کل آب را بالا می‌برد. ولی نمی‌گویند هوا کی عوض می‌شود. برای فهمیدن «کی»، باید به داده‌ی زنده نگاه کنید: لایه‌ی کند، متوسط و سریع، با هم. و حتی آن هم پیش‌بینی نیست؛ فقط توصیف دقیق‌تری از هوای امروز است.

این استعاره یک پیامد عملی هم دارد. کسی که به آب‌وهوا باور دارد، چتر برمی‌دارد ولی شرط نمی‌بندد که دقیقاً ساعت چند باران می‌آید. یعنی آماده‌ی چند سناریو است، نه مطمئن از یکی. در بازار هم کسی که چرخش را آب‌وهوا می‌داند، از هر تیتزر «پول دارد به سمت X می‌رود» یک پیش‌بینی قطعی نمی‌سازد.

چک‌لیست: هر ادعای «پول دارد به سمت X می‌رود» را چطور بسنجیم

دفعه‌ی بعد که در شبکه‌های اجتماعی، اخبار یا گروه‌های معاملاتی جمله‌ای مثل «پول بزرگ دارد وارد طلا می‌شود» یا «نقدینگی به سمت بورس می‌رود» دیدید، این ده سؤال را بپرسید. لازم نیست جواب همه را بدانید؛ همین که بپرسید، نیمی از کار انجام شده است.

۱. دقیقاً کدام داده؟ ادعا بر پایه‌ی یک عدد مشخص است یا یک حس؟ اگر عدد است، از کدام پایگاه داده (ICI یا EPFR، Farside یا منبع دیگر)؟

۲. **جریان است یا معامله‌ی ثانویه؟** آیا صدور و ابطال واحد صندوق را نشان می‌دهد، یا فقط حجم معامله یا «ورود پول حقیقی» را که جابه‌جایی بین دو گروه است؟
۳. **پول تازه است یا انتقال؟** آیا از اعتبار جدید، اهرم یا خرید بانک مرکزی آمده، یا فقط دست‌به‌دست شدن پول موجود است؟
۴. **قیمت با جریان موافق است؟** اگر جریان مثبت است ولی قیمت می‌ریزد (مثل سپتامبر 2026)، چه کسی در طرف مقابل است؟
۵. **کدام لایه؟** ادعا درباره‌ی جزر و مد است، جریان آب یا صخره‌ها؟ آیا از یک لایه نتیجه‌ای برای لایه‌ی دیگر گرفته شده (مثلاً از یک آیسبرگ، نتیجه‌ای درباره‌ی بانک‌های مرکزی)؟
۶. **توضیح دیگری وجود دارد؟** لجستیک (طلا از لندن به نیویورک)، آربیتراژ (معامله‌ی بیس)، ریبالانس آخر فصل یا تغییر مقررات؟
۷. **با چند مشاهده؟** ادعا روی یک الگوی تاریخی ساخته شده؟ آن الگو چند بار تکرار شده و چند بار شکسته است؟
۸. **کدام معیار قیمت؟** در طلا: اسپات XAUUSD، فیوچرز GC یا قیمت LBMA؟ عددها گاهی چند ده دلار فرق دارند.
۹. **به ارز درست حساب شده؟** در ایران، بازده ریالی گمراه می‌کند. از 8 ژوئیه تا 2 سپتامبر 2026 شاخص بورس تهران حدود 23.0٪ و دلار حدود 23.56٪ بالا رفت؛ یعنی بازده دلاری بورس در آن پنجره حدود 0.4-٪ بود.
۱۰. **چه کسی این را می‌گوید و چه نفعی دارد؟** گوینده چیزی می‌فروشد؟ اگر ادعا غلط از آب درآید، چه چیزی از دست می‌دهد؟

امتحان کنید: همین هفته یک تیتیر یا پست با مضمون «پول دارد به سمت ... می‌رود» پیدا کنید. ده سؤال بالا را روی آن اجرا کنید و برای هر سؤال یک کلمه بنویسید: «روشن»، «مبهم» یا «غلط». بعد با داده‌های رایگان فصل ۹ (FRED، CFTC، Farside، Goldhub، فیپیران یا tgju) حداقل یکی از ادعاهای آن را خودتان چک کنید.

سخن پایانی

این کتاب را با یک قول شروع کردیم: شواهد را از ادعاهای رایج جدا کنیم. حالا که به آخرش رسیده‌اید، امیدواریم چیزی که با خودتان می‌برید، فهرست عددها نباشد؛ چون عددها، همان‌طور که در پیوست می‌بینید، هر روز عوض می‌شوند. امیدواریم یک عادت با خودتان ببرید: عادت پرسیدن «این را از کجا می‌دانیم؟» و «چه چیزی را نمی‌بینیم؟».

پول واقعاً بین بازارها موج می‌سازد. رهبری بازارها در طول چرخه عوض می‌شود، پول دنبال برنده‌ی اخیر می‌دود، و گاهی یک داستان تازه همه‌چیز را به حرکت درمی‌آورد. ولی این موج‌ها ساعت ندارند. کسی که فکر می‌کند ساعتشان را پیدا کرده، معمولاً فقط چند مشاهده‌ی خوش‌شانس را دیده است.

بازار طلا، که خانه‌ی ما در AK Order Flow است، بهترین نمونه‌ی همین درس است. در چند سال گذشته طلا از دست قانون نرخ واقعی فرار کرد، با بانک‌های مرکزی رکورد زد، در یک روز حدود 9٪ ریخت (اسپات؛ فیوچرز GC حدود 11.4٪)، در یک ماه با وجود ورودی رکوردی ETFها افت کرد، و در همه‌ی این مدت قیمتش در ایران حاصل ضرب دو بازار بود: اونس جهانی و دلار تهران. هیچ نقشی ساده‌ی این‌ها را پیش‌بینی نکرد. ولی کسی که لایه‌ها را کنار هم می‌خواند، دست‌کم می‌فهمید هر کدام چرا اتفاق افتاد.

این همان چیزی است که این کتاب می‌خواست به شما بدهد: نه پیش‌بینی، بلکه فهم. نه جدول حرکت قطار، بلکه توانایی خواندن آسمان.

خلاصه‌ی فصل

- افسانه‌های چرخش سرمایه به سه دلیل ماندگارند: نمونه‌های کوچک، سوگیری بازمانده، و جذابیت داستان ساده.
- افسانه‌های «استخر پول» پول را آبی می‌بینند که بین طرف‌ها ریخته می‌شود؛ در واقع هر خرید یک فروشنده دارد و پول تازه فقط از اعتبار و خرید بانک مرکزی می‌آید.
- ترتیب‌های ثابت (پرینگ، ساعت سرمایه‌گذاری، صنایع، زنجیره‌ی کرپتو، ترتیب ایرانی) بارها شکسته‌اند و حتی در بهترین حالت قابل معامله نبوده‌اند.
- قانون‌های تک‌متغیره وقتی شکستند که خریدار حاشیه‌ای یا منبع شوک عوض شد.
- محکم: اثر رژیم تورم بر سهام و اوراق، عامل جهانی ریسک، ماندگاری روندها، هزینه‌ی دنبال کردن برنده، و نقش لنگری دلار در ایران.
- شکننده: ترتیب‌ها، زمان‌بندی‌ها و هر چیزی که روی چهار یا پنج مشاهده ساخته شده است.
- چرخش سرمایه آب‌وهواست، نه جدول حرکت قطار: چارچوب‌ها می‌گویند چه هوایی به نفع کدام دارایی است، نه اینکه هوا کی عوض می‌شود.
- چک‌لیست ده‌سؤالی را روی هر ادعای «پول دارد به سمت X می‌رود» اجرا کنید.

آزمونک

۱. سه دلیل ماندگاری افسانه‌های چرخش سرمایه چیست؟
۲. چرا «قانون» طلا و نرخ واقعی بعد از 2022 شکست؟
۳. یک مثال از کرپتو و یک مثال از ایران بیاورید که ترتیب ثابت ادعایی را نقض می‌کند.
۴. منظور از «چرخش سرمایه آب‌وهواست، نه جدول حرکت قطار» چیست؟
۵. شاخص بورس تهران در یک بازه 23٪ بالا رفته است. پیش از اینکه نتیجه بگیرید «پول به بورس رفت»، کدام دو سؤال از چک‌لیست مهم‌ترند؟

پاسخ آزمونک

۱. نمونه‌های کوچک (چند مشاهده برای «اثبات» یک قانون)، سوگیری بازمانده (فقط داستان بازارهای برنده شنیده می‌شود)، و جذاب‌تر بودن داستان ساده از داده‌ی پیچیده.
۲. چون خریدار حاشیه‌ای عوض شد. تا ETF 2021های غربی که به نرخ واقعی حساس‌اند قیمت را تعیین می‌کردند؛ از 2022 بانک‌های مرکزی کشورهای نوظهور خریدار اصلی شدند که به قیمت و نرخ حساس نیستند. طبق RBC، همبستگی معکوس از حدود 84٪ (2005 تا 2021) به حدود 3٪ (2022 تا 2023) رسید.

۳. کریپتو: شاخص فصل آلت‌کوین در دسامبر 2024 ده ماه قبل از سقف بیت‌کوین به اوج رسید و آلت‌سیزن بعد از

سقف نیامد. ایران: در 1399 شاخص بورس در 19 مرداد به سقف رسید، دو ماه قبل از سقف دلار و سکه.

۴. یعنی چارچوب‌ها می‌گویند چه شرایطی (نرخ واقعی، تورم، دلار، نقدینگی) به نفع کدام دارایی است، ولی نمی‌گویند شرایط دقیقاً کی عوض می‌شود یا بازارها به چه ترتیبی حرکت می‌کنند. برای «کی» باید داده‌ی زنده‌ی سه لایه را با هم خواند، و حتی آن هم توصیف است، نه پیش‌بینی.

۵. «به ارز درست حساب شده؟» (اگر دلار هم حدود 23٪ بالا رفته باشد، بازده دلاری بورس تقریباً صفر است، مثل 8 ژوئیه تا 2 سپتامبر 2026) و «جریان است یا معامله‌ی ثانویه؟» (ورود پول حقیقی فقط جابه‌جایی بین حقیقی و حقوقی است؛ پول تازه را صدور واحد صندوق‌ها نشان می‌دهد).

مرجع

پیوست

عدها، منابع و واژه‌ها

در این پیوست: سه ابزار مرجع برای استفاده‌ی دوباره از کتاب. اول، عکس عدهای کلیدی بازارها در 17 مهر 1405 (9 اکتبر 2026)، همراه با منبع هر عدد؛ این عدها لحظه‌ای‌اند و هر روز عوض می‌شوند، پس آن‌ها را به‌عنوان نقطه‌ی مقایسه به کار ببرید، نه داده‌ی زنده. دوم، واژه‌نامه‌ی دوزبانه‌ی اصطلاحاتی که در کتاب به کار رفته‌اند، دسته‌بندی‌شده بر اساس موضوع. سوم، فهرست منابع اصلی: پژوهش‌های دانشگاهی، نهادها، چارچوب‌ها و چند سایت داده‌ی رایگان.

عکس عدهای کلیدی (17 مهر 9 / 1405 اکتبر 2026)

عدهای زیر از پژوهش‌های پشتیبان همین کتاب آمده‌اند. جایی که نوشته شده «محاسبه‌ی ما»، عدد را خودمان از داده‌ی خام عمومی (Yahoo، CFTC، FRED) حساب کرده‌ایم. جایی که «منبع ثانویه» آمده، عدد از گزارشی خبری یا تجمیع‌کننده است که به منبع اصلی ارجاع می‌دهد. پیش از هر استفاده‌ی جدی، عدد روز را از منبع اصلی بگیرید.

نرخ‌ها، دلار و نقدینگی آمریکا

مورد	مقدار	تاریخ	منبع
بازده واقعی 10 ساله (TIPS)	2.87٪	8 اکتبر 2026	FRED (DFII10)
بازده اسمی 10 ساله	5.22٪	8 اکتبر 2026	FRED (DGS10)
نرخ بهره‌ی فدرال رزرو	3.75 تا 4.00٪ (افزایش 16 سپتامبر 2026)	سپتامبر 2026	فدرال رزرو
شاخص دلار (DXY)	102.2 (بالاترین یک سال اخیر)	9 اکتبر 2026	Yahoo
نقدینگی خالص فد	حدود 5.87 تریلیون دلار (اوج 7.14 در سپتامبر 2021)	7 اکتبر 2026	محاسبه‌ی ما از H.4.1
ریورس ریپوی شبانه	تقریباً صفر (رکورد حدود 2.55 تریلیون در دسامبر 2022)	اکتبر 2026	FRED
M2 آمریکا	23.34 تریلیون دلار (+5.7٪ سالانه)	اوت 2026	FRED (M2SL)
صندوق‌های بازار پول آمریکا	7.96 تریلیون دلار	هفته‌ی منتهی به 7 اکتبر 2026	ICI
همبستگی سهام و اوراق آمریکا	حدود +0.43	2026 تا اکتبر	محاسبه‌ی ما

مورد	مقدار	تاریخ	منبع
طلای اسپات (XAUUSD)	حدود 4,170 تا 4,200 دلار	9 اکتبر 2026	Trading, CNBC Economics
سقف تاریخی، اسپات (XAUUSD)	5,595.47 دلار (درون روزی)	29 ژانویه 2026	شورای جهانی طلا
سقف تاریخی، فیوچرز GC	5,626.80 دلار (درون روزی، قرارداد آوریل)	29 ژانویه 2026	Investing.com, CNBC
سقف تاریخی، قیمت LBMA	5,405 دلار (PM)	29 ژانویه 2026	شورای جهانی طلا
کف 2026، اسپات	3,959.33 دلار (درون روزی؛ حدود 29-٪ از سقف)	25 ژوئن 2026	شورای جهانی طلا، LBMA
موجودی ETF های طلای دنیا	رکورد 4,256 تن	پایان سپتامبر 2026	شورای جهانی طلا
ورودی ETF های طلا، فصل سوم 2026	حدود 211 تن، رکورد 31 میلیارد دلار	سپتامبر 2026	شورای جهانی طلا
خرید بانک های مرکزی	289 تن (فصل دوم 2026)؛ 863 تن (کل 2025)	2026	شورای جهانی طلا
خرید خالص مدیران پول در کامکس	110,987 قرارداد (28٪ اپن اینترست؛ شاخص سه ساله 47)	6 اکتبر 2026	محاسبه ی ما از CFTC
موجودی انبارهای کامکس	حدود 23.5 میلیون اونس (حدود 15.1 میلیون ثبت شده)	6 و 7 اکتبر 2026	منبع ثانویه
نسبت طلا به نقره	70.4	8 و 9 اکتبر 2026	محاسبه ی ما
نسبت طلا به S&P 500	0.535 (صدک 2 یک ساله)	8 و 9 اکتبر 2026	محاسبه ی ما

توجه: قیمت های طلا بسته به معیار (اسپات XAUUSD، فیوچرز GC، قیمت LBMA) با هم فرق دارند. XAUUSD معمولاً به خاطر هزینه ی نگهداری چند تا چند ده دلار پایین تر از نزدیک ترین قرارداد فعال GC معامله می شود و این فاصله روز به روز تغییر می کند.

مورد	مقدار	تاریخ	منبع
بیت‌کوین	حدود 82,500 دلار	9 اکتبر 2026	Fortune
سقف تاریخی بیت‌کوین	126,080 دلار	6 اکتبر 2025	منابع خبری
دامیننس بیت‌کوین	حدود 58 تا 59%	اکتبر 2026	به منبع داده بستگی دارد
عرضه‌ی استیبل‌کوین‌ها	حدود 313 میلیارد دلار (رکورد 322.4 در 17 مه 2026)	9 اکتبر 2026	DefiLlama
ورودی خالص تجمعی ETF‌های اسپات بیت‌کوین آمریکا	حدود 57.3 میلیارد دلار از ژانویه 2024	7 اکتبر 2026	منبع ثانویه به نقل از Farside
همبستگی بیت‌کوین و نزدک	0.43 (90 روزه)؛ 0.68 (30 روزه)	8 اکتبر 2026	محاسبه‌ی ما

ایران

مورد	مقدار	تاریخ	منبع
دلار آزاد	حدود 269,000 تومان	14 مهر 1405	اقتصادآنلاین، tgju
سکه‌ی امامی	حدود 272 میلیون تومان (حباب حدود 4%)	14 مهر 1405	tgju
شاخص کل بورس تهران	حدود 8.13 میلیون واحد (رکورد)	15 مهر 1405	تابناک
تورم	73.6% سالانه؛ 89.8% نقطه‌به‌نقطه	شهریور 1405	مرکز آمار
نقدینگی	حدود 18,541 همت (+54.3% سالانه؛ تخمین مطبوعاتی)	مرداد 1405	بانک مرکزی، به نقل از مطبوعات
سود سپرده‌ی یک‌ساله	23%	مرداد 1405	نبض قیمت
نرخ بهره‌ی واقعی تقریبی	حدود -29%	1405	محاسبه از تورم و سود سپرده
فرمول ارزش ذاتی سکه‌ی امامی	$0.23533 \times \text{اونس} \times \text{دلار}$	ثابت	مشخصات سکه

نکته‌ی طلا: فرمول آخر جدول ایران، پل بین این کتاب و بازار طلای جهانی است. درصد تغییر سکه تقریباً برابر است با درصد تغییر اونس به‌اضافه‌ی درصد تغییر دلار به‌اضافه‌ی تغییر حباب. پس هر حرکت XAUUSD یا GC که روی نمودار می‌بینید، یک‌به‌یک و بلافاصله به ارزش ذاتی سکه و طلای 18 عیار در تهران منتقل می‌شود.

اصطلاحات زیر در فصل‌های کتاب به کار رفته‌اند. هر اصطلاح با معادل انگلیسی و یک توضیح کوتاه آمده است. برای توضیح کامل، به فصل مربوط برگردید.

فارسی	English	توضیح کوتاه
چرخش سرمایه	Capital Rotation	تغییر رهبری بازارها و ترجیح نسبی دارایی‌ها در طول زمان؛ نه انتقال یک استخر ثابت پول
پول کنار گود	Cash on the Sidelines	ادعای رایج درباره‌ی پولی که «منتظر ورود» است؛ از نظر حسابداری گمراه‌کننده
خریدار حاشیه‌ای	Marginal Buyer	آخرین خریداری که حاضر است گران‌تر بخرد و قیمت را تعیین می‌کند
اشتهای ریسک	Risk Appetite	میزان تمایل بازار به نگهداشتن دارایی‌های پرریسک
ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی	Risk-on / Risk-off	دو حالت بازار که در آن دارایی‌های پرریسک با هم بالا یا با هم پایین می‌روند
چرخه‌ی مالی جهانی	Global Financial Cycle	عامل مشترکی که به گفته‌ی هلن ری بخشی از حرکت دارایی‌های پرریسک دنیا را توضیح می‌دهد
همبستگی	Correlation	میزان هم‌جهتی دو سری قیمت؛ بین -1 و +1
رژیم	Regime	دوره‌ای که روابط بین بازارها در آن نسبتاً ثابت می‌ماند
نرخ بهره‌ی واقعی	Real Interest Rate / Real Yield	نرخ اسمی منهای تورم؛ هزینه‌ی فرصت نگهداشتن دارایی بی‌بهره
اوراق تورمی خزانه	TIPS	اوراق آمریکا که اصلشان با تورم تعدیل می‌شود؛ معیار نرخ واقعی
تورم ضمنی	Breakeven Inflation	اختلاف بازده اسمی و واقعی؛ انتظار تورم بازار
شاخص دلار	DXY	ارزش دلار در برابر سیدی از ارزها که حدود 58٪ آن یورو است
لبخند دلار	Dollar Smile	ایده‌ی استیون جن: دلار هم در ترس و هم در رشد قوی آمریکا بالا می‌رود
تسهیل کمی	QE	خرید دارایی توسط بانک مرکزی که پول تازه وارد سیستم می‌کند
نقدینگی خالص فد	Fed Net Liquidity	دارایی‌های فد منهای حساب خزانه منهای ریورس ریپو؛ سنج‌های غیررسمی
حساب خزانه‌داری	TGA	حساب نقدی دولت آمریکا نزد فدرال رزرو

ریورس ریپوی شبانه	ON RRP	تسهیلاتی که در آن پول مازاد نزد فدرال رزرو می‌شود
عرضه پول	M2	پول نقد، سپرده‌ها و دارایی‌های شبه نقد
صندوق بازار پول	Money Market Fund	صندوقی که در اوراق کوتاه مدت سرمایه‌گذاری می‌کند
تحلیل بین‌بازاری	Intermarket Analysis	بررسی روابط دلار، کالاها، اوراق و سهام (جان مورفی)
ساعت سرمایه‌گذاری	Investment Clock	چهار فاز رشد و تورم و دارایی برنده‌ی هر فاز (مریل لینگ، 2004)
ریفلیشن	Reflation	فازی با رشد پایین و تورم رو به کاهش
رکود تورمی	Stagflation	رشد رو به کاهش همراه با تورم رو به افزایش
چرخش صنایع	Sector Rotation	ادعای نوبت‌دار بودن صنایع در طول چرخه‌ی اقتصادی
پرتفوی 60/40	60/40 Portfolio	سبد 60٪ سهام و 40٪ اوراق
ابرچرخه‌ی کالا	Commodity Supercycle	چرخه‌های 30 تا 40 ساله‌ی قیمت کالاها (ارتن و اوکامپو)
مومنتوم سری زمانی	Time-Series Momentum	تمایل بازده گذشته‌ی یک دارایی به ادامه پیدا کردن در کوتاه مدت
دنبال کردن روند	Trend Following	راهبردی که به برنده اضافه و از بازنده کم می‌کند؛ کار صندوق‌های CTA
دنبال کردن بازده	Performance Chasing	ورود پول به صندوق‌ها و دارایی‌هایی که اخیراً خوب بوده‌اند
پول احمق	Dumb Money	اصطلاح فراترینی و لامونت برای جریان پول خرد با زمان‌بندی بد
رفتار گله‌ای	Herding	تکرار کار جمع و کنار گذاشتن اطلاعات خود
ترس از جا ماندن	FOMO	فشار روانی برای خرید چیزی که همه از آن حرف می‌زنند
اثر ثروت	Wealth Effect	افزایش مصرف به خاطر بالا رفتن ارزش دارایی‌ها
سوگیری بازمانده	Survivorship Bias	نتیجه‌گیری فقط از نمونه‌هایی که زنده مانده‌اند

فارسی	English	توضیح کوتاه
طلای اسپات	Spot Gold / XAUUSD	قیمت طلا برای تحویل فوری؛ مبنای CFD های طلا
فیوچرز طلای کامکس	GC	قرارداد آتی 100 اونس طلا در کامکس
قیمت LBMA	LBMA Price	قیمت مرجع حراج طلای لندن
بیس	Basis	اختلاف قیمت فیوچرز و اسپات
خارج از بورس	OTC	معاملاتی که مستقیم بین طرفین و بیرون از بورس انجام می‌شود
بانک شمش	Bullion Bank	بانکی که در بازار عمده‌ی طلا معامله و نگهداری می‌کند
دیلر سوآپ	Swap Dealer	گروهی در COT که پوشش ریسک معاملات خارج از بورس را انجام می‌دهد
طلای ثبت‌شده و واجد شرایط	Registered / Eligible	طلای انبار کامکس، با حواله‌ی تحویل یا بدون آن
EFP	Exchange for Physical	اختلاف فیوچرز کامکس و طلای نقد لندن
روندهای تقاضای طلا	Gold Demand Trends	گزارش فصلی عرضه و تقاضای شورای جهانی طلا
پناهگاه امن	Safe Haven	دارایی‌ای که در بحران ارزشش را حفظ می‌کند؛ طلا فقط به‌طور شرطی
نسبت دایو به طلا	Dow/Gold Ratio	قیمت شاخص داو جونز بر حسب اونس طلا
نسبت طلا به نقره	Gold/Silver Ratio	چند اونس نقره با یک اونس طلا برابر است
نسبت مس به طلا	Copper/Gold Ratio	معیار رشد در برابر ترس

داده‌ها و جریان‌ها

فارسی	English	توضیح کوتاه
صندوق قابل معامله	ETF	صندوقی که واحدهایش در بورس معامله می‌شود
صدور و ابطال واحد	Creation / Redemption	تنها راهی که پول تازه وارد صندوق یا از آن خارج می‌شود
واسطه‌ی مجاز	Authorized Participant	نهادی که واحد ETF را صادر یا باطل می‌کند
ارزش خالص دارایی	NAV	ارزش دارایی‌های صندوق تقسیم بر تعداد واحدها
معامله‌ی بیس	Basis Trade	خرید نقد و فروش فیوچرز برای گرفتن اختلاف قیمت، بدون شرط روی جهت
گزارش تعهدات معامله‌گران	COT	گزارش هفتگی CFTC از موقعیت گروه‌های معامله‌گر در بازار آتی
مدیران پول	Managed Money	صندوق‌های پوشش ریسک و CTAها در گزارش تفکیکی COT
صندوق‌های اهرمی	Leveraged Funds	همتای مدیران پول در گزارش فیوچرز مالی
مدیران دارایی	Asset Managers	صندوق‌ها و نهادهای بلندمدت در گزارش فیوچرز مالی
شاخص COT	COT Index	جایگاه موقعیت خالص فعلی در محدوده‌ی چندساله، بین 0 و 100
اپن اینترست	Open Interest	تعداد قراردادهای باز
نمودار نسبت	Ratio Chart	قیمت یک دارایی بر حسب دارایی دیگر
نمودار چرخش نسبی	RRG	نمایش قدرت نسبی و شتاب آن در چهار ناحیه (د کمپنار)
چارچوب سه‌سرعته	Three-Speed Framework	چیدن داده‌ها در لایه‌های کند، متوسط و سریع

فارسی	English	توضیح کوتاه
هاوینگ	Halving	نصف شدن پاداش استخراج بیت‌کوین، تقریباً هر چهار سال
دامیننس بیت‌کوین	Bitcoin Dominance	سهم بیت‌کوین از ارزش کل بازار کریپتو
آلت‌سیزن	Altseason	دوره‌ای که آلت‌کوین‌ها از بیت‌کوین جلو می‌زنند
استیبل‌کوین	Stablecoin	توکنی با ارزش ثابت دلاری؛ «اتاق انتظار» کریپتو
قرارداد پریچوال	Perpetual Futures	قرارداد آتی بدون سررسید در صرافی‌های کریپتو
نرخ فاندینگ	Funding Rate	پرداخت دوره‌ای بین خریداران و فروشندگان پریچوال
لیکوئید شدن	Liquidation	بسته شدن اجباری موقعیت اهرمی به خاطر کمبود وثیقه

فارسی	English	توضیح کوتاه
اوردرفلو	Order Flow	ثبت و تحلیل معاملات و سفارش‌ها در دفتر سفارش یک بورس
دفتر سفارش	Order Book	فهرست سفارش‌های لیمیت منتظر در هر قیمت
خریدار یا فروشنده‌ی تهاجمی	Aggressor	طرفی که با سفارش مارکت اسپرد را پرداخت می‌کند
سفارش منفعل	Passive (Limit) Order	سفارشی که در دفتر سفارش منتظر می‌ماند
دلتا	Delta	خرید تهاجمی منهای فروش تهاجمی؛ معیار عجله، نه ورود پول
دلتای تجمعی	CVD	جمع دلتا در یک بازه
فوت‌پرینت	Footprint	حجم خرید و فروش در هر قیمت داخل کندل
جدول عمق بازار	DOM	جدول سفارش‌های منتظر در هر قیمت
هیت‌مپ	Heatmap	نمایش دفتر سفارش در طول زمان با رنگ
داده‌ی سفارش به سفارش	MBO	رویدادهای تک‌تک سفارش‌ها در صف
آیسبرگ	Iceberg Order	سفارشی که فقط بخشی از آن دیده می‌شود؛ استتباط می‌شود، نه مشاهده
جذب	Absorption	معاملات تهاجمی زیاد که قیمت را حرکت نمی‌دهند
معامله‌ی بلاک	Block Trade	معامله‌ی بزرگ مذاکره‌شده که خارج از دفتر سفارش گزارش می‌شود
TWAP و VWAP	VWAP / TWAP	الگوریتم‌هایی که سفارش بزرگ را در طول زمان خرد می‌کنند
اسپوفینگ	Spoofing	گذاشتن سفارش‌هایی که قصد اجرایشان نیست؛ غیرقانونی
معامله‌گری فرکانس بالا	HFT	معامله‌ی الگوریتمی بسیار سریع
بازارساز	Market Maker	نهادی که هم‌زمان پیشنهاد خرید و فروش می‌دهد
معامله در قیمت تسویه	TAS	سفارشی که با قیمت تسویه‌ی روز اجرا می‌شود

فارسی	English	توضیح کوتاه
نقدینگی سرگردان	Wandering Liquidity	پول زیادی که در اقتصاد تورمی دنبال حفظ ارزش می‌گردد
فرار از پول نقد	Flight from Cash	بالا رفتن هم‌زمان همه‌ی دارایی‌های واقعی در جهش انتظارات تورمی
جهش ارزی	Currency Jump	افزایش تند نرخ دلار آزاد
حقیقی و حقوقی	Individual / Institutional	دو نوع کد معاملاتی در بورس تهران
ورود پول حقیقی	Individual Net Flow	خالص خرید حقیقی‌ها؛ جابه‌جایی است، نه پول جدید
قدرت خریدار	Buyer Power	سرانه‌ی خرید تقسیم بر سرانه‌ی فروش؛ توصیفی، نه پیش‌بین
صندوق درآمد ثابت	Fixed-Income Fund	«اتاق انتظار» پول در ایران
صندوق طلا	Gold Fund	صندوقی که گواهی سکه و شمش نگه می‌دارد
ارزش ذاتی سکه	Intrinsic Value	$0.23533 \times \text{اونس} \times \text{دلار}$
حباب سکه	Coin Premium (Bubble)	فاصله‌ی قیمت بازار سکه از ارزش ذاتی
دلار ضمنی سکه	Coin-Implied Dollar	قیمت سکه تقسیم بر $(0.23533 \times \text{اونس})$
دامنه‌ی نوسان	Price Limit	سقف تغییر روزانه‌ی قیمت در بورس تهران
جامانده	Laggard	بازاری که هنوز به حساب دلاری عقب است
همت	Trillion Toman	هزار میلیارد تومان

منابع اصلی

فهرست کامل حدود 330 منبعی که پژوهش این کتاب بر آن‌ها تکیه دارد، در گزارش‌های پشتیبان آمده است. در اینجا مهم‌ترین‌ها را می‌آوریم.

پژوهش‌های دانشگاهی

- Rey, H. (2013) «Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy». Independence، سمپوزیوم جکسون هول.
- Avdjiev, S., Bruno, V., Koch, C., Shin, H. S. (2018) «The dollar exchange rate as a global risk factor». BIS Working Paper 695.

- Journal of «Time Series Momentum». Moskowitz, T., Ooi, Y. H., Pedersen, L. H. (2012). Financial Economics
- A Century of Evidence on Trend-Following». Hurst, B., Ooi, Y. H., Pedersen, L. H. (2017). Journal of Portfolio Management «Investing
- Journal of «Time series momentum: Is it there». Huang, D., Li, J., Wang, L., Zhou, G. (2020). Financial Economics
- International «The myth of business cycle sector rotation». Molchanov, A., Stangl, J. (2024). Journal of Finance & Economics
- SSRN «Sector Rotation across the Business Cycle». Jacobsen, B., Stangl, J., Visaltanachoti, N
- Journal of Finance «Costly Search and Mutual Fund Flows». Sirri, E., Tufano, P. (1998)
- Dumb Money: Mutual Fund Flows and the Cross-Section of». Frazzini, A., Lamont, O. (2008). Journal of Financial Economics «Stock Returns
- Journal of «Global Stock Markets in the Twentieth Century». Jorion, P., Goetzmann, W. (1999). Finance
- Super-cycles of commodity prices since the mid-nineteenth». Erten, B., Ocampo, J. A. (2013). World Development «century
- Journal of Finance «Is Bitcoin Really Untethered». Griffin, J. M., Shams, A. (2020)
- Journal of Political «Order Flow and Exchange Rate Dynamics». Evans, M., Lyons, R. (2002). Economy
- Econometrica «Continuous Auctions and Insider Trading». Kyle, A. (1985)
- Flow Toxicity and Liquidity in a High-». Easley, D., López de Prado, M., O'Hara, M. (2012). Review of Financial Studies «Frequency World
- بستان‌زاد و داوودی (1396). انتقال ریسک بین بازارهای ارز، سهام و مسکن، فصلنامه‌ی مدیریت دارایی و تأمین مالی.

چارچوب‌ها و کتاب‌ها

- Murphy, J. J. (2004). Intermarket Analysis: Profiting from Global Market Relationships. Wiley
- Greetham, T., Hartnett, M. (2004). The Investment Clock. Merrill Lynch
- Pring Turner Capital (2016). Pring Turner Approach to Business Cycle Investing
- Howell, M. J. (2020). Capital Wars: The Rise of Global Liquidity. Palgrave Macmillan
- Eurizon SLJ Capital (2026). یادداشت‌های «لبخند دلار» از استیون جن.
- Morningstar (2025). Mind the Gap 2025

نهاده‌ها و گزارش‌ها

- صندوق بین‌المللی پول (IMF): یادداشت‌های 2022 درباره‌ی هم‌حرکتی کریپتو و سهام و 2026 درباره‌ی همبستگی سهام و اوراق.
- بانک تسویه‌ی بین‌المللی (BIS): Working Papers 644 و 695.
- شورای جهانی طلا: Gold Demand Trends، گزارش‌های ماهانه‌ی جریان ETF، نظرسنجی بانک‌های مرکزی 2025 و 2026.
- کمیسیون معاملات آتی کالای آمریکا (CFTC): گزارش‌های COT.
- فدرال رزرو: گزارش H.4.1 و پایگاه داده‌ی FRED.
- مؤسسه‌ی شرکت‌های سرمایه‌گذاری آمریکا (ICI): دارایی صندوق‌های بازار پول و جریان صندوق‌ها.
- بانک جهانی: Commodity Markets Outlook، آوریل 2026.
- بانک مرکزی و مرکز آمار ایران؛ کانون نهادهای سرمایه‌گذاری.

چند سایت داده‌ی رایگان

داده	سایت
جریان ETF طلا، تقاضای طلا، بانک‌های مرکزی	gold.org/goldhub
گزارش COT و API آن	publicreporting.cftc.gov و cftc.gov
نرخ‌ها، دلار، ترازنامه‌ی فد، M2	fred.stlouisfed.org
جریان ETFهای بیت‌کوین و اتریوم	farside.co.uk
عرضه‌ی استیبل‌کوین	defillama.com
فاندینگ و اپن اینترست کریپتو	coinglass.com
صندوق‌های بازار پول آمریکا	ici.org
نمودار چرخش نسبی	stockcharts.com
ورود پول حقیقی و معاملات بورس تهران	tsetmc.com
صدور و ابطال صندوق‌های ایران	fipiran.com
قیمت تاریخی سکه، طلا و ارز در ایران	tgju.org