



期货大讲堂

{ 黄金期货 }

{ 资料汇编 }



2008 版



上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

目录

Contents

主编：陈建平

编委：罗 剑、徐春雷、王海洋、陆 洁

前言	1
黄金期货合约及规则体系	3
黄金期货的风险管理	17
黄金期货交割相关规则	31
世界黄金市场分析	48
机构黄金期货投资策略与风险管理	75
黄金期货套期保值策略	87
附件一 上海期货交易所指定交割金库	112
附件二 上海期货交易所黄金期货交易 增值税征收管理办法	113
声明	116

前言

为配合黄金期货的投资者教育工作，上海期货交易所自2007年底起先后录制、编印了《黄金期货投资报告会光盘》、《黄金期货宣传资料》（一）、（二）、（三）册和《黄金期货合约交易操作手册》等影音和图书资料，用于开展投资者教育，面向社会大众进行黄金期货的宣传推广。在以“期货大讲堂”为主题的投资报告会、研修班、研讨会等市场推介系列活动中，上述资料取得了良好的普及和宣传效果，并得到社会各界的积极反馈。

为进一步做精做深黄金期货，投资者教育工作要常抓不懈。尤其是上海期货交易所目前正以黄金期货上市为契机，大力发展机构投资者，优化市场参与主体结构。以此为背景，在已经形成的黄金期货普及材料的基础上，通过整理、筛选和吸收新的内容，编印面向机构投资者的教育资料显得尤为必要。为此，我们经过半年的资料收集和整理，在储备的大量高质量宣讲影像资料和课件资料中，精心选择了相关的内容，汇编成本册《黄金期货大讲堂资料汇编》，为市场提供较为专业性的宣传资料。

本册资料汇编内容全面涵盖了黄金期货合约及规则体系的整体框架，又对业内广泛关注的风险管理、交割和税票等问题作了详细讲解，并增选《上海期货交易所黄金期货交易增值税征收管理办法》作为附件供广大投资者参考。此外，本册资料汇编还从基本面、技术面的角度和世界经济以及美元汇率等影响因素对世界黄金市场进行分析，并对机构投资黄金期货的策略与风险管



理、企业利用黄金期货进行套期保值予以深入剖析和介绍，力求提供业内专家的思路和建议，启发企业和机构结合本企业、本机构的实际情况选择或创新符合本单位自身特色的策略和风险管理手段，为企业和机构自身的稳健发展保驾护航。

本手册同时得到紫金矿业集团和经易金业公司的大力支持，在此一并致谢。

热忱欢迎广大投资者对本手册提出改进意见及建议，便于我们更好地做好投资者教育工作。

上海期货交易所
二〇〇八年十月一日

黄金期货合约及规则体系

2008年1月9日，黄金期货正式在上海期货交易所（以下简称上期所）上市交易。黄金期货的推出有利于进一步完善整个黄金市场体系和价格形成机制，形成现货市场、远期交易市场与期货市场互相促进，共同发展的局面。期货场所具备的特殊交易机制，可以对未来的价格产生预期，这种价格形成机制可以对现货市场产生促进作用，从而完善整个市场体系。

推出黄金期货还有利于广大企业提高风险管理的水平和能力，增强市场竞争力和国际竞争力，增强中国在世界黄金市场的话语权。同时，推出黄金期货也有利于打击变相黄金期货交易，维护投资者的合法利益。

此外，黄金期货对中国产金、用金企业规避价格风险也具有重要作用。目前，中国已经是世界上最重要的黄金生产国和消费国之一，但近年来国际黄金现货价格波动剧烈，市场风险加大，中国产金用金企业、金融机构及广大投资者迫切需要通过黄金期货这一工具来发现价格和规避风险。因此，黄金期货的推出，将为中国黄金企业及其他投资者规避市场风险提供充分、便捷的市场工具，有利于相关企业控制生产成本和锁定收益，保证生产经营的连续性，促进行业整体的健康发展。

可见，黄金期货的推出只有在首先满足企业和机构规避现货市场风险需要的前提下，其次才成为机构和个人的投资工具。当然期货这个投资工具与其他投资工具有很大的不同，它更多的是

一种交易工具。像房产、债券、证券，虽然价格有波动，但只要拥有这类资产，基本上不用承担追加资金、本金跌为零等风险，不用考虑什么时候到期的问题。但期货有到期日，在到期日之前要对合约进行一定的处理，所以期货更多的是一种风险管理的工具，一种交易的工具。而作为投资工具，它与其他投资工具有很大的区别，这一点必须引起重视。

黄金期货标准合约的设计及其考虑因素

目前，黄金期货的标准合约如下表所示：

交易品种	黄金
交易单位	1000克/手
报价单位	元（人民币）/克
最小变动价位	0.01元/克
每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价 $\pm 5\%$
合约交割月份	1—12月
交易时间	上午9:00—11:30 下午1:30—3:00
最后交易日	合约交割月份的15日（遇法定假日顺延）
交割日期	最后交易日后连续五个工作日
交割品级	金含量不小于99.95%的国产金锭及经交易所认可的伦敦金银市场协会（LBMA）认定的合格供货商或精炼厂生产的标准金锭
交割地点	交易所指定交割金库
最低交易保证金	合约价值的7%
交易手续费	不高于成交金额的万分之二（含风险准备金）
交割方式	实物交割
交易代码	AU
上市交易所	上期所

上期所设计黄金期货合约时，需要考虑方方面面的因素，虽然通过表格所看到的合约条款非常简单，但在其背后隐藏的意义，或是设计过程中考虑的问题还是比较复杂的。在设计的过程

中主要考虑以下一些因素：

1、标的商品的现货市场情况

也就是国内国际的生产、消费规模，还有中国进出口情况及流通方式。现货市场规模是设计合约的一个重要因素。



2、标的商品的价格波动情况

价格波动情况是设计合约保证金水平以及每日涨跌停板幅度的重要依据。设计时要参考历史数据，用一定的数学模型进行数量分析。分析它的平均波动率是多少、极端波动情况怎么样，根据这个来设计涨跌停板幅度和保证金水平。而涨跌停板和保证金是相关联的，如果因为某几个交易日的极端波动情况而将涨跌停板定得过高，势必保证金也会高，保证金一高就会增加交易成本。但是跌停板定得高还要分析出现这种情况出现的概率是多少，如果概率很低，那定这样高的涨跌停板实际上没有意义，它会影响大部分交易时间的交易成本。所以最终要根据数理分析的结果确定保证金水平以及每日涨跌停板幅度。



3、市场的流动性

流动性对一个期货合约推出后成功与否是个很重要的指标。直观而言，一般情况下，合约定得小，流动性会好；合约太大，流动性相对会差一点。当然这不是绝对的，因为流动性还取决于市场的结构，市场的规模等等，所以最终要依据市场的实际情况来考虑怎样的流动性才能实现市场的价格发现、套期保值的功能。

4、如何有效地进行风险控制

期货投资的风险较大，需要较强的专业知识，以合理分析判断市场走势，并通过适当的资金管理降低风险。交易所作为期货市场的重要参与主体，必须对其风险进行全面、准确的评估，并制定一系列切实可行的措施，有效控制可能产生的风险状况。

5、目前及潜在的市场投资者结构

设计较大合约主要考虑到满足机构投资者的需求，引入各类机构投资者参与市场交易是期货市场发展的方向，但是不可否认在目前中国的实际国情下，自然人投资者占据了相当大的比例，所以必须考虑目前国内投资者的结构，同时也要为将来的发展做好铺垫。

6、市场惯例和投资者的交易习惯

符合市场惯例和投资者的交易习惯是非常重要的，比如现货市场标价是元/克，精确到小数点后两位，而现在的商品期货价格除黄金品种之外是没有小数点的。黄金期货的最小变动价位之所以是0.01元，主要是符合市场惯例和投资者的交易习惯。

7、国外同类合约的设计及运行情况

如参考纽约商业交易所、芝加哥商业交易所、日本东京商品交易所和巴西期货交易所的黄金期货合约的设计及运行情况。在考察纽约商业交易所COMEX分部和芝加哥商业交易所CBOT分部

的交易单位时，发现其标的都选择了100盎司/手，大概合3310克/手左右，而对新兴市场的考察包括日本东京商品交易所、印度多种商品交易所等，这些新兴的周边市场主流趋势都是使用1000克的交易单位，那么合约定位1000克也有相关的参照因素。

当然还有一些其他非市场因素，在设计时都充分考虑了，总体原则是符合市场的运行规律，立足于国情，并有利于与国际市场的接轨。

黄金期货标准合约解读

黄金期货的交易单位为1000克/手，根据2008年8月8日收盘价194.11元/克来算，一手合约价值是19.411万元。有过有色金属期货交易经历的投资者知道，铜期货合约如果按6万元/吨，5吨/手来计算，每手合约价值约30万元，所以单纯从价格的角度而言，黄金期货每手20万元的规模并不算大。上市之初基于“高标准、稳起步”的要求，门槛定得要稍稍高一点。市场的发展有它的内在规律，就像培养孩子一样，刚开始要稳妥，他还不能走路的时候就让他跑，那就不合适，就可能要摔跤，一摔跤一个好产品可能就没了，所以一定要防止出问题。另一方面，在国内目前的现货市场上，常规的两个品种规格就是1000克和3000克，成色上来





看，一公斤99.99%的黄金，或者三公斤99.99%、99.95%的黄金在现货市场是比较普及的。1000克/手也是基于现货市场的一个考虑。

最小变动价位是0.01元/克，这也是黄金期货和其他品种的区别。每日价格最大波动限制不超过上一交易日结算价的 $\pm 5\%$ ，从现货的波动率角度来看，5%基本上能够覆盖风险，但是从品种的特性角度来看，毕竟黄金期货刚刚推出，初期跟随纽约商业交易所或者其他交易所的趋势会比较明显。所以黄金期货推出初期保证金的取值或者最大波动的限制也适当留有了余地，即5%就是让波动率能适当大一点。

交割品级总的来说就不低于99.95%，这也是和现货市场匹配的，包括和上海黄金交易所（以下简称金交所）以及中国比较大的黄金企业、上市黄金公司的冶金能力是匹配的。



注意

除99.95%以上的国产金锭之外，还有伦敦金银市场协会（LBMA）认可的合格供货商或者金炼厂生产的标准金。在征求意见时也有声音指出LBMA认可的黄金其杂质会多一些，但是在合约标准化的前提下，上期所认为只要符合伦敦金银市场协会认可的供货商或者金炼厂生产的黄金也是可以交割的。

最低交易保证金合约规定的是7%，上市初期考虑到需要平稳推出的角度，暂时把保证金的比例定到9%，保证金7%是一个最低限，随着市场的发展和情况的不断变化，交易所会在适当的时候对其进行调整。

合约规定交易手续费不高于交易额的万分之二，在实际操作中，根据上期所《关于黄金期货上市有关事项的通知》规定，从上市之日起至2008年12月31日，手续费暂定为30元/手，但是在两种情况下减半收取，一种是交易六个月以后的远期合约；另一种就是当天开平仓即T+0交易的情况，开仓收费，平仓免费。总的来说交易手续费就是30元一手，两种情况下减半收取。

交割单位是3000克，每一个仓单3公斤。现货市场最大的是12.5公斤，通常都是1公斤和3公斤的。那么上期所定每一个仓单是3公斤，就是市场参与者拿到仓单以后，如果要提实物黄金就有两种选择，要么就给一个3公斤较大的金锭，要么就是给三个1公斤较小的金锭，相对来说比较好组合。

从质量规定角度来说，交割品级分为两种，要么不低于99.95%的成色，要么不低于99.99%的成色。对于3公斤的交割黄金，两种成色都可以；对于1公斤的，要求不低于99.99%的成色。对于黄金的含量要求，是依据整个现货黄金市场的冶炼能力而定的标准。其杂质标准主要就是考察含金量。

对于3千克的交割金锭，每块质量一般要求不超过正负50克。如果去过冶炼现场都会有个印象，金锭最初都是一颗一颗的小金粒，通过一个高温炉加热到溶解后，再注入一个模具，最后根据模具的形状就得到了金锭。3公斤其实还有一定的质量差异，有时候会多一点，有时候会少一点，比如3020克、2990克。黄金作为一种贵金属，对其质量的溢短要求就很严格，规定3公斤的质量上下波动大概必须在50克的范围之内，1千克每块毛重不得小于1千克，超过1千克按1千克计。这是因为冶炼的时候，1千克金锭的精度比较高，它的误差就比较小，这也是和现货市场相匹配的。

上期所目前指定了中国工商银行、中国建设银行、交通银行

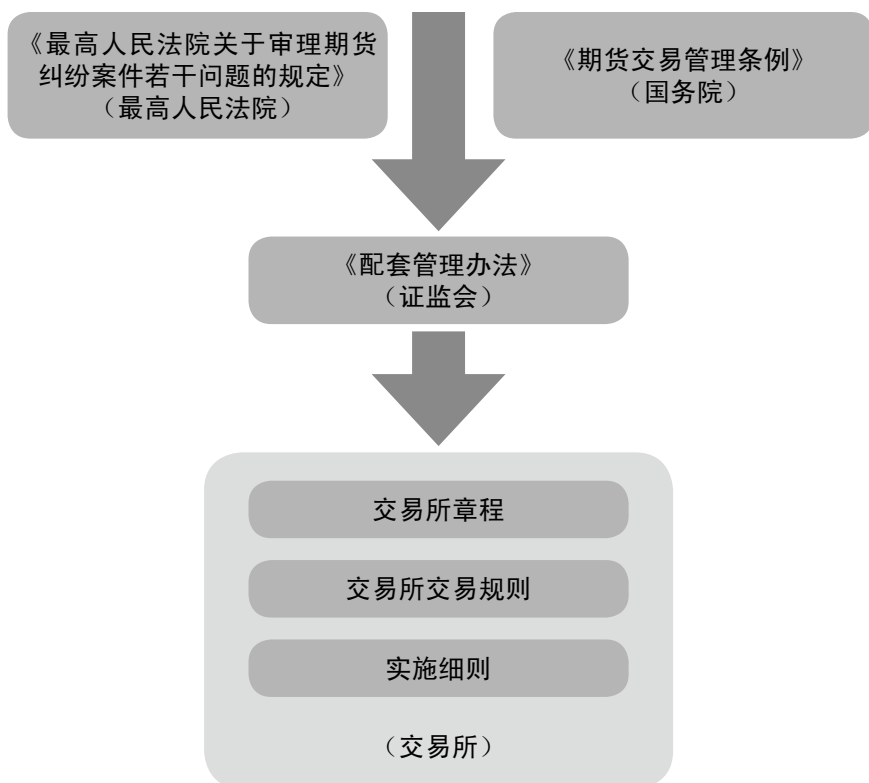
和中国银行四家银行作为交割金库。随着市场的发展，随着市场认知度的逐步提升以及市场参与者的实际需求，金库的地点会适当增加。最终是符合要求的地方就设交割金库，方便黄金相关产业链的企业交金或者取金。

黄金期货的规则体系

首先介绍一下中国期货市场的法规体系。自从新的《期货交易管理条例》颁布以后，中国的期货市场法规体系产生了重大的变化，新条例明确把金融期货和期权纳入调整范围，同时适当扩大了期货公司的业务范围，并允许金融机构与信贷资金合规进入期货市场，这一点为商业银行等金融机构参与黄金期货市场铺平了法律道路。因为目前在黄金现货交易中，银行起到了很大的作用，而且在现货市场上占据了很大的份额。那么期货交易推出之后，银行也应当参与这个市场，所以条例的修订顺应了这种要求。《期货交易管理条例》还对国有企业从事套期保值交易作了适当调整，并健全了风险控制制度和强化监督管理，同时在法律层面明确了什么是变相期货。

目前中国的期货市场法规体系主要分三个层次，如下图所示。

1999年9月1日实施的《期货管理暂行条例》，为清理整顿期货市场、规范市场主体交易行为、加强市场风险管理、确立期货市场集中统一监管体制提供了有利的法律保障。但它也存在一些问题：行政色彩浓厚、对市场主体及行为限制过严，并且显然没有预知金融期货的发展情况。在这种情况下，新修订的《期货交易管理条例》于2007年2月7日国务院第168次常务会议通过，2007年3月6日国务院令489号发布，并于2007年4月15日实施。条例



中有一些重要的问题得到了确认，比如说期货交易的场所是期货交易所或者经中国证监会（以下简称证监会）批准的其他交易场所；监督管理是由证监会对期货市场实行集中统一的监督管理。这些问题的明确为黄金期货在上期所上市提供了法律保障。

根据条例，证监会曾经制定了五个管理办法：

- 1、《期货交易所管理办法》
- 2、《期货公司管理办法》
- 3、《期货公司董事、监事和高级管理人员任职资格管理办法》



4、《期货从业人员管理办法》

(以上四个管理办法1999年第一次发布，2002年进行第一次修订，2007年第二次修订)

5、《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》

新的《期货交易管理条例》颁布后，证监会同时新增了若干管理办法，主要有：

1、《期货公司金融期货结算业务试行办法》

(2007/4/18 证监发[2007]第54号公布)

2、《期货公司风险监管指标管理试行办法》

(2007/4/18 证监发[2007]第55号公布)

3、《证券公司为期货公司提供中间介绍业务试行办法》

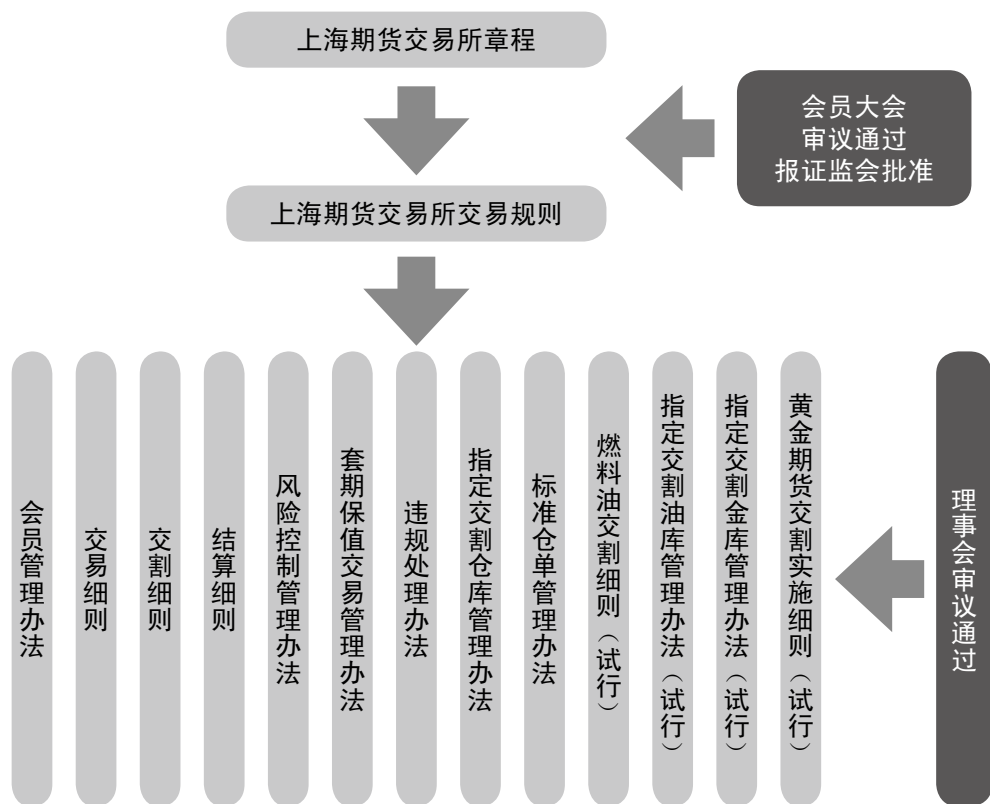
(2007/4/20 证监发[2007]第56号公布)

从条例中可以看出监管层在加强期货市场基础性制度建设方面所做的工作。首先是建立投资者客户保证金安全存管监控体系，由中国期货保证金监控中心对期货保证金每日进行监控，将交易所的结算数据、期货公司的交易数据和保证金存管银行的资金数据三者进行逐日逐笔稽核、对比，证监会据此能够及时发现、妥善处理客户保证金挪用问题。

第二是逐步实施以净资本为核心的期货公司财务报表和指标体系，全面反映和准确评估期货公司的财务和经营风险状况，及时监测和预警财务风险隐患。

第三是建立期货投资者保障基金，防范不可预见的风险对投资者特别是中小投资者合法权益的侵害，形成投资者利益补偿机制。

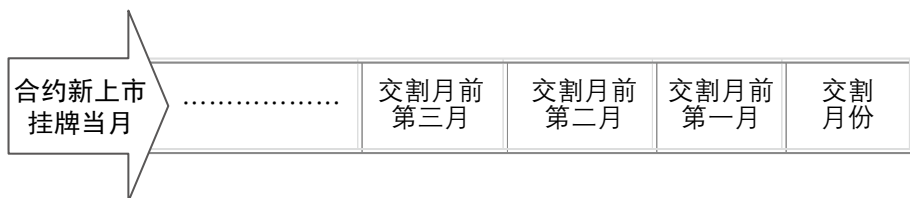
交易所层面的规章制度也分为三层，如下图所示。



黄金期货推出后，上期所还增加了《指定交割金库管理办法（试行）》和《黄金期货交割实施细则（试行）》。

黄金期货风险控制初步

期货交易与股票交易、债券交易、房产交易最大的区别就是生命周期。期货的生命周期相对较短，每个合约通常是一年。例如黄金0906合约的生命周期就是2008年6月16号到2009年6月15号。2008年6月16号就是合约的出生日，就像孩子诞生；2009年6月15日就是最后交易日，然后就要经过交割，整个周期有一年时间。



上面这张表对于参与风控或者从事财务相关工作的人是比较重要的，因为其中表示公司需要承担的财务压力，包括提前多长时间告诉客户，即保证金有可能要提高，仓位可能会有所限制等等。限仓主要是针对投机头寸，就黄金来说，上期所的黄金的投机头寸限仓还是比较严格的。对于企业而言，只要有套保需求，上期所就有专门的通道，企业可以申请套保额度。而作为纯粹的投机头寸，按照其他品种的模式会有一个限仓头寸的最高限额。

交割月前第一月的最后一个交易日收盘前，交易所会员及法人投资者黄金期货合约的持仓应当调整为3手的整倍数，自然人投资者黄金期货合约持仓应当调整为0手。进入交割月后，会员及法人投资者黄金期货合约持仓应当是3手的整倍数，新开仓、平仓也应是3手的整倍数；自然人投资者不允许新开仓。这也是考虑到自然人不能进行实物交割，可以看出，黄金期货的风险控制和别的品种是有所区别的，因为即将进入交割月时，交进来的黄金必须符合特定的成色和特定的品牌，如果允许自然人交割的话，尤其是作为空头卖出方，自然人很可能卖不出这个黄金，因为金库里有可能还没有黄金交进来。所以合约这么限制是有一定合理性的。



注意

进入交割月后，法人投资者投机头寸最大持仓不得超过30手，也就是说，如果超过30公斤就要申请套期保值头寸，但如果在30公斤以内，可以自由选择投机或套保的方式。

此外，调整为3手的整倍数的规定和其他品种也有相似之处。为什么会有这个规定呢？因为现在交割是以3公斤为一个仓单的，也就是说最小的交割必须是3公斤，但是正常交易时是以1手为交易单位的，比如持有2手头寸，也就是2公斤黄金的话，就没有办法交割了，所以基于这个考虑就会有3手的整倍数的要求，即之后的交易量必须是单张仓单的整数倍。一张仓单是3公斤，所以必须是3公斤的整数倍。

在遇到连续涨跌停板的情况下，应该如何处理呢？一个合约如果连续三天达到涨跌停板，那么第四天要暂停交易一天，之后就是两种方案中取一种。

第一种是交易方式，即规则上表达为单边或者双边的、同比例或者不同比例的、部分会员或者全部会员提高保证金，暂停部分会员或者全部会员开新仓，调整涨跌停板幅度、限制出金、限制平仓、强行平仓等措施中的一种或多种。实际中比较常见的就是适当增加保证金，或者适当打开涨跌停板。

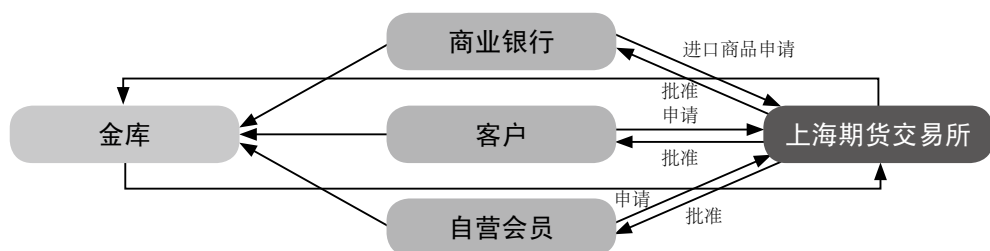
第二种是想出来的人找到对手方，以一定的比例撮合成交。

这两种方案需要认真理解。一方面，两种方案的选择权根据规定是属于交易所的；另一方面，很多人对第二种方案理解不了，比如很多客户会对期货公司进行风控或结算的提想法。通俗来讲，第二种方案就是在极端情况下，对于那些亏了很多钱想跑掉的人来说，应当给予机会。市场总是需要各个参与主体共同来维护的，对于另一方来说，已经赚了很多钱，那么适当少赚一点点，让市场平稳过渡并维护下去，那么市场就和谐了。所以规则必须要讲透。

强行平仓方面，在什么情况下选择进行强行平仓是非常重要的。如果交易所的规则没有规定得那么清楚，在真正遇到需要强行平仓的情况下就会无所适从。所以期货公司在开户的时候必须

给客户做好警示工作，要向客户完整、准确地说明哪些情况下是要被强行平仓的。

交割结算方面，简要而言目前交易所接受的黄金主要有三种途径。第一就是具有黄金进口许可资格证的国有的四大商业银行；第二是自营会员，一些大的自营会员自产的品牌也可以交到指定的金库里；第三就是一些注册企业，作为客户的身份，也可以成为交易所指定的注册企业，它们冶炼的金也可以交到指定的金库中去，如下图所示。



那么出库的过程相反，但是黄金比较特殊，有一个向交易所申请和复核的过程，如下图所示。



上述流程将在《黄金期货交割相关规则》部分详细介绍，同时黄金期货风险控制的详细内容还将在《黄金期货的风险管理》部分进行具体阐述。

黄金期货的风险管理

风险控制制度

上期所的风险控制制度主要规定在《上海期货交易所风险控制管理办法》之中，主要包括保证金制度、涨跌停板制度、持仓限额制度、大户报告及强行平仓等制度。

期货交易的一项重要特征就是杠杆交易，因此保证金制度是期货交易所的一项基本风控制度。根据合约，黄金期货最低交易保证金是7%，但上市初期暂时把保证金的比例定在9%。

此外，交易所还可以根据市场的风险状况对保证金进行一定的调整，包括根据市场持仓量水平、合约运行时期、合约价格的波动水平等来调整保证金，具体的保证金调整水平可以根据《上海期货交易所风控管理办法》中的规定，如下表所示。

持仓量对保证金的影响	
从进入交割月前第三月的第一个交易日起 当持仓总量（X）达到下列标准时	黄金交易保证金比例
$X \leq 8万$	7%
$8万 < X \leq 10万$	8%
$10万 < X \leq 12万$	10%
$X > 12万$	12%

注：X表示某一月份合约的双边持仓总量，单位：手



交易时间段对保证金的影响	
交易时间段	黄金交易保证金比例
合约挂牌之日起	7%
交割月前第二月的第十个交易日起	10%
交割月前第一月的第一个交易日起	15%
交割月前第一月的第十个交易日起	20%
交割月份的第一个交易日起	30%
最后交易日前二个交易日起	40%

其次是涨跌停板制度。上海期货交易所风控管理办法中所指的涨跌停板是指在当日交易日收盘前的5分钟之内没有打开涨停或者跌停的价格，这样才能认定为是涨跌停板。

如前所述，当合约价格水平发生较大波动的时候，交易所会相应调整保证金水平来控制风险。有关黄金合约发生涨跌停板后，交易所保证金水平和涨跌停板幅度的调整情况可以参见下表。

黄金合约连续同方向行情的涨跌停板变动情况			
交易日	涨跌停板幅度	当日保证金收取比例	当日收盘结算时保证金收取比例
D1	5%	7%	8%
D2	7%	8%	10%
D3	7%	10%	10%

如果黄金合约连续发生三个交易日的同方向涨停或跌停行情，交易所根据目前的风险控制管理办法有两种风控措施可以选择。措施一是组合多种手段化解市场风险，这是一种比较柔性的手段。如，交易所可以通过同比例或不同比例、部分会员或全部会员提高交易保证金，限制部分会员或全部会员出金，暂停部分会员或全部会员开新仓，调整涨跌停板幅度等手段，进而调节整个市场的风险状况。措施二则是一种比较硬性的方法，就是按照

风控管理办法的规定进行撮合平仓。交易所将该合约D3交易日闭市时以涨跌停板价申报的未成交平仓报单，以D3交易日的涨跌停板价，与该合约净持仓盈利的投资者或非经纪会员，按持仓比例自动撮合成交。那么交易所如何选择这些平仓报单的对手方呢？原则上是先投机后套保，同一类型的投资者中先挑选在该合约上净持仓盈利较大的。具体的办法可以详细参见风控管理办法，里面有较为详细的计算方法和相关说明。

另一项重要的风控制度是限仓制度，限仓是指交易所规定会员或投资者可以持有的，按单边计算的某一合约投机头寸的最大限额。经纪会员、非经纪会员和投资者的各品种期货合约在不同时期的限仓比例和持仓限额具体规定如下：

黄金期货合约在不同时期的限仓比例和持仓限额规定（单位：手）										
	合约挂牌至交割月前第二月的 最后一个交易日				交割月前第一月			交割月份		
	某一 期货合约 持仓量	限仓比例（%）								
		经纪 会员	非经纪 会员	投资者	经纪 会员	非经纪 会员	投资者	经纪 会员	非经纪 会员	投资者
黄金	≥8万手	15	10	5	900	300	90	300	90	30

注1：表中某一期货合约持仓量为双向计算，经纪会员、非经纪会员、投资者的持仓限额为单向计算；经纪会员的持仓限额为基数。
 注2：黄金期货合约在进入交割月份后，自然人投资者该黄金期货合约的持仓应当为0手。

限仓制度是针对投资头寸设立的，目的是防止过度投机，市场操纵或风险过于集中。黄金合约的持仓限额，从表中可了解到，只有当某一合约的持仓量大于8万手的时候，限仓制度才开始在该期货合约上执行。期货市场上不同主体的限仓额度不同，不同时期的持仓限额也有差别。从上表可以看到越是临近交割月，限仓越是严格。在合约挂牌至交割月前第二个月的最后一个交易日这个时段之内，对会员或者投资者进行的是比例限仓。经纪会员持仓不能超过总持仓量的15%。投资者不能超过总持仓量



的5%。当临近交割期，特别是进入交割期第一个月之后，交易所的持仓会逐渐趋向严格，持仓会从比例限仓变成绝对值限仓。这个时候经纪会员也只能是有900手这样的持仓量。非经纪会员只有300手，投资者只有90手。



注意

投资者在不同的期货公司开户，持仓量合并计算。

和持仓制度紧密相关的就是大户报告制度。当会员或是投资者的持仓达到了持仓限额的80%时，会员或是投资者要向交易所进行报告。报告的内容包括现有持仓、持仓性质、可动用资金、持仓意向、资金来源等等。期货公司还要提供持仓量前5的客户情况。交易所会根据这些情况，综合判断市场风险水平。

接下来是强行平仓制度。强行平仓是交易所对会员或投资者有关持仓实行平仓的一种强制措施。在下列情况下会发生强行平仓：一是会员结算准备金余额小于零，并未能在规定时限内补足的；二是持仓量超出其限仓规定的；三是因违规受到交易所强行平仓处罚的；四是根据交易所的紧急措施应予强行平仓的。根据规定，期货公司和交易所应当在符合这些条件的情况下对投资者进行强行平仓。其中尤其注意“应当”一词。如果期货公司在应该强平的情况下没有强平会引发什么样的后果呢？首先这是一种违规经营的行为，会引起交易所的处罚甚至是证监会的行政处

罚；其次，期货公司因非市场原因，未及时强平，造成损失进一步扩大的，可能会遭到投资者的质疑，最后这部分损失可能不得不由期货公司承担。



注意

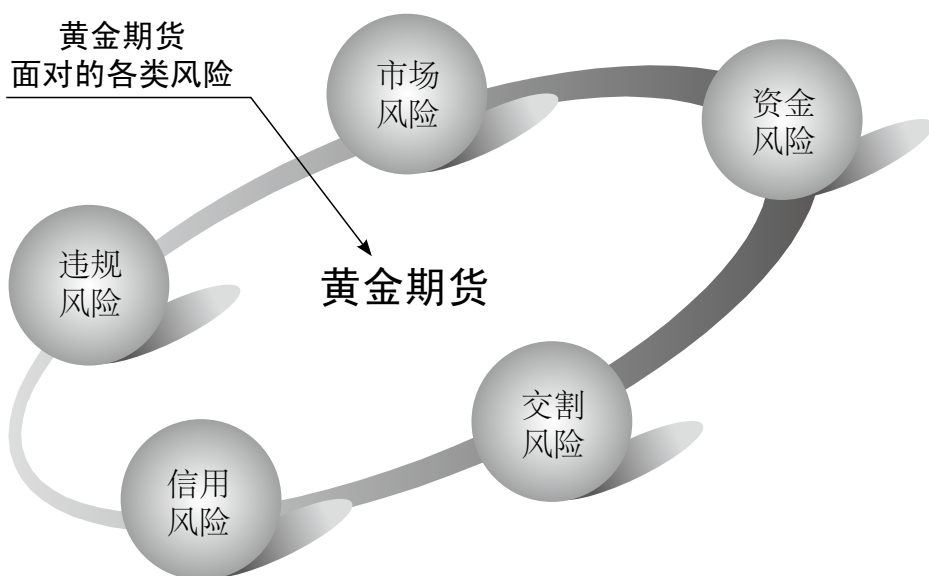
强行平仓先由会员自己执行，时间是开市后的第一节交易。如果会员未能及时完成，则由交易所对其头寸进行强平。

关于强行平仓的责任承担，风控管理办法中有专门的规定。由会员单位执行的强行平仓产生的盈利仍归直接责任人；由交易所执行的强行平仓产生的盈利按国家有关规定执行；因强行平仓发生的亏损由直接责任人承担。

最后是风险警示制度。风险警示制度是近几年来交易所常用的一种市场手段，包括报告情况、谈话提醒、书面警示、公开谴责、发布风险警示公告等措施。比如长假之前交易所都会发通知，警示市场长假期间可能积累的市场风险。

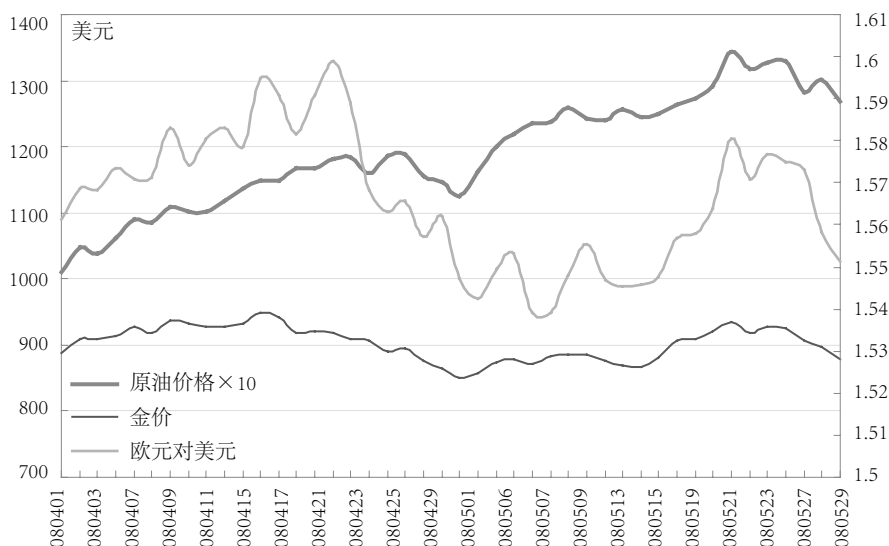
黄金期货风险种类

黄金是贵金属，它与交易所其他品种有什么异同呢？从风险种类上来看，黄金期货的风险类别主要包括市场风险、资金风险（流动性风险）、交割风险、信用风险（营运风险）、违规风险，如下图所示。



第一是市场风险。市场风险主要是因为价格波动引起的系统和非系统的风险。那么黄金的市场风险到底和其他的金属品种的市场风险有什么区别呢？首先可以看到黄金价格受到多重因素的影响，其中政策面因素尤其大，政策方面的因素首先是美元的走势。例如2008年6月10号这一天，正是因为美元的坚挺导致黄金价格的暴跌。从以往的历史看，在过去20年里，美元的走势和黄金基本呈现负相关的关系。美元一旦坚挺，黄金的上涨趋势价格就不大能上涨难以为继。如果美元下跌的话，黄金价格立刻就会有上涨的趋势。第二个因素是石油的价格，这在最近一段时间来看尤其明显，石油价格与黄金价格呈正相关的关系如果石油的价格上涨的话黄金的价格也会跟着上涨，那是因为石油常被称为是黑色黄金，而且影响这两个品种的因素比较相似，因此这两个是成正相关的关系，如下图所示。

08年4月以来原油/金价/美元走势情况



图中原油价格的波动线，这里把它乘以10，将其放大一点可以看得比较仔细，最下方的这条线显示的是黄金的价格。经过分析得知，这两条线的走势是基本相吻合的。可能原油的走势波动会大一些，但是整体走势基本差不多。

除了美元和石油对金价有影响之外，各国的货币政策也是长期以来影响黄金价格的一个因素，货币政策直接作用在各国的通货膨胀率。对于通货膨胀可分两部分考虑，一是长期的缓慢的通货膨胀，这并不会立刻的影响黄金的上涨，二是短期的迅速的通货膨胀，这会明显引起人们对黄金的偏好。

还有一个因素就是官方出售黄金的行为。因为大量的黄金储备都在一些政府和国际组织的手里，比如2008年4月，国际货币基金组织计划出售4万多吨黄金的行为，第二天就加速了黄金价格下跌的趋势。

黄金之所以受这些因素的影响，主要是因为黄金不仅具有商



品属性，还具有金融属性，而其金融属性占据主导地位。

同时黄金还是个全球性市场，各个市场之间价格走势是相互影响的。通过比较各个市场之间的价格走势，我们可以得知上海期货交易所的黄金价格基本与TOCOM、COMEX的黄金价格保持一致。

第二是资金风险。资金风险是由于无力满足现金流动的需要而引起的。期货市场有杠杆交易的特点，而黄金价格波动比较频繁，包括交易亏损、保证金比例调整、交割期临近都有可能引起资金的缺口。如果因为保证金不足而导致强平，会使投资者受到无谓的损失。但是相对市场风险而言，资金风险可以通过比较好的资金运作来进行管理。

第三是交割风险。交割方面黄金与其他品种不同的就是它是以3的整数倍作为交割单位的，其次个人不能进入交割月。

第四是信用风险。这需要重点说明。首先是代理交易人、经纪人等的信用风险情况，在目前期货市场处于一个逐渐发展壮大过程中，有很多新的投资者进入期货市场，他们会委托居间人、经纪人、代理交易人帮他们进行交易。但是这些经纪人的诚信度却没有保障。这里有个比较典型的案例，某天一个远月合约上突然出现了一起异常的交易行为，两个账户在涨停价开仓之后立即在跌停价位平仓，相差的价位非常大，交易所感觉交易异常，立刻要求期货公司向客户了解情况。其中一个客户说他当天没有进行过交易，也不知道这笔交易，他的账户是交给一位在网上认识的经纪人代理操作的，后来经过我们调查了解到这个经纪人通过这种手法将委托人账户上的资金转到自己的账户上去，这个案例反映的就是委托交易中的信用风险。

对于一些自营会员或机构投资者，同样存在诚信的问题。自营会员或机构投资者都设有专门的期货部门或期货交易人员。

对于这些人员缺乏有效的监督机制，就有可能给公司带来巨大风险，许多大家耳熟能详的风险事件都是由于交易员擅自行动，公司内控失灵引起的。有一个案例比较典型，这是一家铜的套期保值企业，企业内设有期货部，有一个主管和两个交易员。某天交易所发现在这家企业在一个远期合约上和一个个人账户之间发生了一笔对敲交易，交易所于是就进行了电话询问。根据该企业的说明，当天下单交易的是一个刚刚从事期货行业不到三个月小伙子，他那天比较紧张，把这批单子敲错了。但根据交易所的成交记录以及对方账户的情况来看，显然不是错单。随后通过细致的调查以及与这家企业财务主管进行面谈。最后这家企业终于看出了这不是简单的错单行为，而是交易员有计划地侵占企业账户资金的行为。这家企业缺乏对交易员的监督审核，是导致公司内控失灵，发生风险的重要原因。

第五是违规风险。违规风险主要指期货市场投资者及期货公司在参与市场的过程中引发的违规违法行为所产生的风险。违规风险可能引起哪些后果呢？首先违规行为会面临交易所的处罚措施，交易所目前的处罚措施包括罚款、暂停交易、暂停开仓、吊销交易公司的执照等等。此外，违规行为还可能引起交易所的临时处置措施。

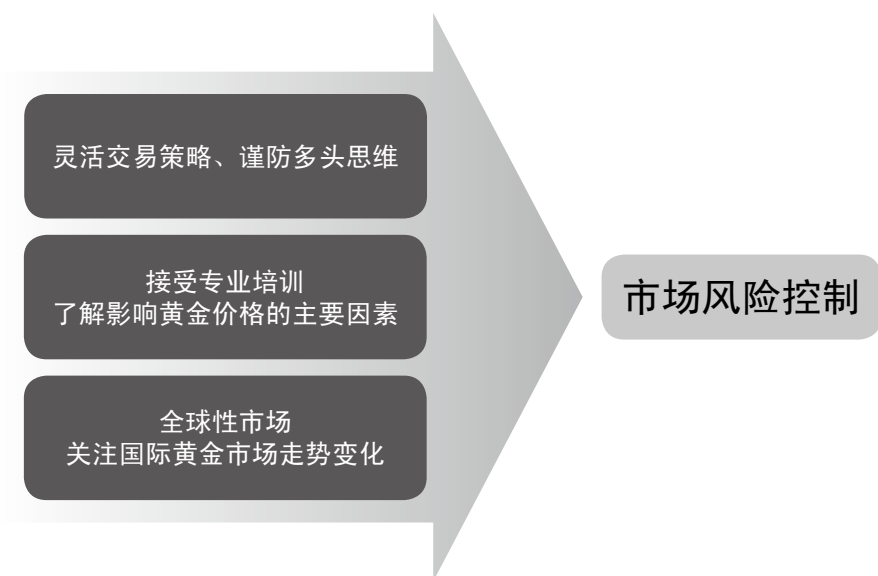
交易所的临时处置措施是为防止违规后果进一步扩大而做出的限制性措施。比如说要求投资者出面处理情况、要求强行平仓、要求暂停出金等等。暂停出金的时候投资者的交易仍可以继续进行，但是资金就不能转出了。

黄金期货风险管理重点

1、市场风险的管理



有效控制市场风险一方面有赖于投资者的操作，投资者应采用比较灵活交易策略，期货公司必须要跟投资者反复强调，不要以股市多头的思维进行操作。另一方面要让投资者能够较为专业地分析影响黄金价格的主要因素，并让投资者了解黄金市场是一个全球性的市场，不能单一关注黄金现货与黄金期货的价格，还要关注国内与国际的价格。



2、资金风险的管理

期货实际上是一个非常专业的风险管理与投资工具，但是很多投资者并没有这个意识，往往觉得黄金大不了还可以买了放在家里保值。其实不是这样，对于资金风险而言，投资者看到只需要10%至9%的保证金水平就可以交易一手黄金期货，换句话说，在现货市场上买一手的资金，在期货市场就可以买到十手，往往会满仓操作。这对于每日进行结算并随时会调整保证金的期货市

场来说，是完全不适宜的操作方式。在期货市场要有止损的概念，一旦发现方向判断不明，意识到这个问题就要及时止损，谨慎对待黄金隔夜持仓，以免出现更大的亏损。



注意

对于期货公司来讲，特别应该注意仓位和合理的资金使用率。通常认为，一天之内，投资者的交易保证金控制在总资金量的30%至40%是比较安全和理性的，如果在80%以上则是比较危险的。

3、交割风险的管理

期货公司应通过事前告知，事中提醒的方式让投资者知道交割过程中的注意事项。

4、信用风险的管理

对于个人来说，如果要委托经纪人，那么选择一名合适的专业经纪人很重要，不能仅仅看这个人的期货交易水平，还要考察他的诚信记录，比如对方有没有做过交易代理人，从业多少年，有没有固定的工作或居住地点等等。其次在委托经纪人的时候，最好能签订一份经纪合同，以便首先在双方可能发生争议的情况下明确双方的权利和义务，寻找一个比较好的争议解决机制。最后，投资者委托了经纪人进行交易应到期货公司及时备案，便于期货公司及交易所了解情况。

对于期货公司，应及早了解相关情况，一旦发现交易有问题就可以及时通知客户本人，替客户挽回损失。

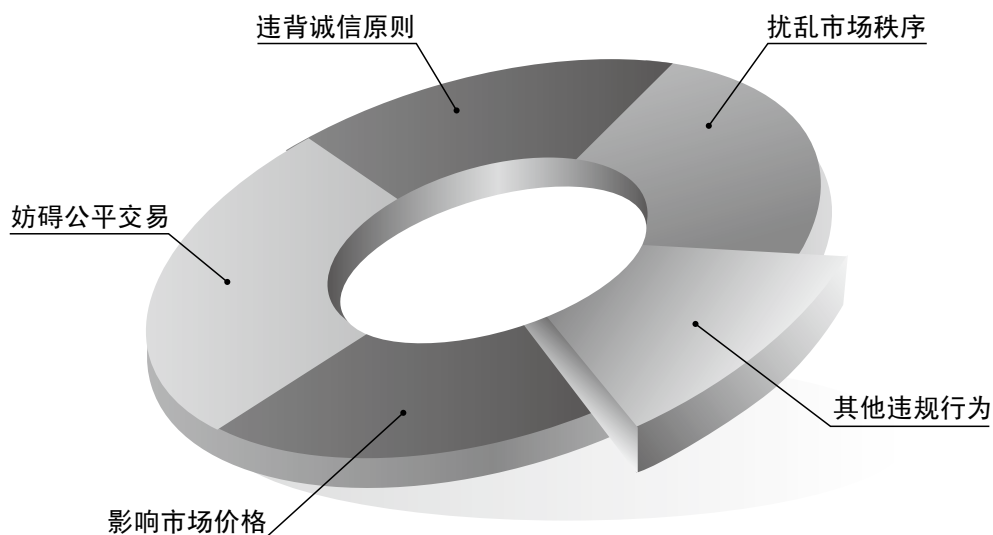
对投资期货的企业而言，应该制定较为完善的内部控制体系，采取有效的监督措施。服务比较好的期货公司应当向机构和

个人投资者提供专业性的投资咨询和建议。

投资者应勤于核查自身账户，随时关注自己的账户安全。历史上曾经发生过账户密码被盗窃的情况，所以提醒投资者不要轻易透露自己的密码并定期更换。

5、违规风险的管理

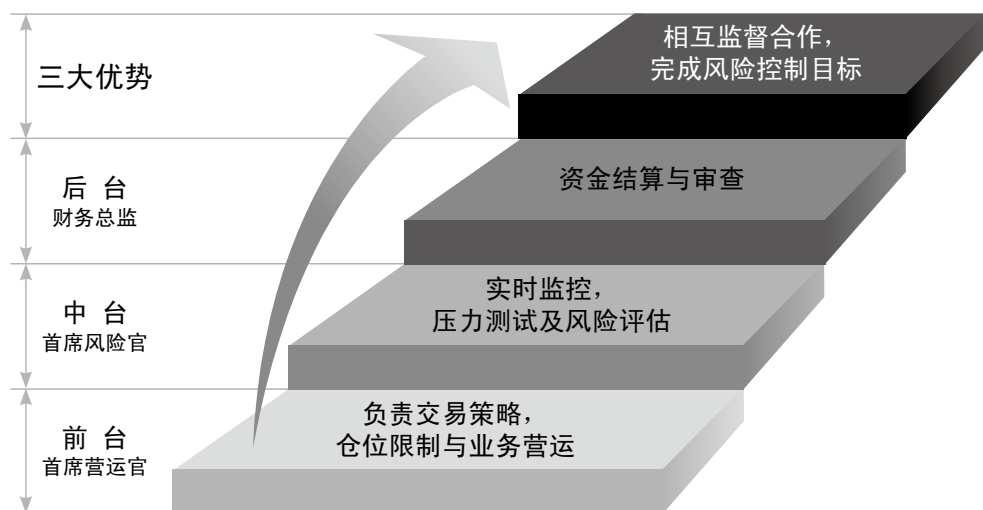
违规风险是由于违反交易所交易规则或相关法规引起的，



通常有如下几种违规行为。期货市场是个非常透明高效的交易场所，一般情况下，很少有恶性的违规事件发生。但总是有一些交易者因为不了解交易规则或怀着侥幸的心理进行一些违规的行为，导致被交易所处罚。期货公司碰到这种情况也会头疼，因为遇到违规交易的时候首先会对期货公司进行调查，而投资者遇到损失也会找期货公司抱怨，寻求解决的途径。所以对于期货公司来说，最好的办法是做好事前的风险教育，帮助投资者熟悉投资规则，然后通过案例和风险警示来避免违规操作。

那么在公司内部应如何设置适合自身的风险控制模式呢？下

面来看一种风险控制模式。下图所示的风险控制模式主要是把一个公司的业务分为前台、中台和后台三个环节。



前台负责人称之为首席营运官，主要是负责交易策略的制定、仓位的限定和业务营运，此外，他还负责对交易员进行管理和授权。

中台负责人称之为首席风险官，负责对交易实施及时的监控，如果公司在盘中有监控人员就可以在公司出现异常交易的时候及时发现，而这种情况在后台财务总监这里是很难审核出来的，因为后台看到的只是最后结算单据，对于价格的异常难以察觉，只有在盘中监控的时候才会发现下单异常。另外首席风险官还要进行盘中的风险评估，做一些盘中压力测试，能够有效验证风险程度及对资金的需求情况。首席风险官作出风险评估之后，应该及时给出建议进行汇报。

后台负责人是财务总监，主要负责资金和结算。一个好的决策和交易不仅取决于形势的判断，更取决于资金运作是否成功。



要知道期货很大的特点和优势就是可以用保证金进行交易，这样可以放大交易的效益，而同时也会放大交易的风险。很多情况下我们的长期判断可能是准确的，但是因为一个短期的价格波动而遭受平仓是非常可惜的。因此怎样做好资金结算和调用，确保资金流动性的充沛是很重要的。此外做为结算的环节，后台还应该对每一笔交易逐一进行审查。

针对期货市场的风险控制模式，有几点建议。企业在建设风险控制模式的时候，应当根据自身业务特点、机构设置、组织架构等情况选择和设计合理有效的风险控制模式，并在实际运营中不断修正，这才是最好的风险控制模式。同样对期货公司而言也是一样，必须根据自身机构的设置来寻找比较好的风险控制模式，并在实践中不断修正，不要制定出来了但是不去运用。

第二作为企业来说，要对期货交易的目标和市场的风险有所预期。对于套期保值企业来说并不是在期货市场上盈利就意味着交易策略有效。而是看其交易策略是否能覆盖企业经营本身的风险，帮助锁定利润。最后就是要制定风险应急预案，应急预案能显著提高风险决策效率，防止风险扩大。很多案例表明，风险刚被发现时，如果能及时采取措施，损失尚可以承受。但实际上，由于风险处置行动迟缓，最后的实际损失往往要大得多。行动迟缓可能是因为在汇报和决策的过程中效率太低，而在决策的过程中市场行情及其流动性可能发生巨大的变化，因此建议企业设置风险应急预案，包括事态评估，处置权限，汇报对象，处置模式等等。这样可以提高风险决策的效率，防止风险的扩大。

黄金期货交割相关规则

黄金期货上市后，首个主力合约0806合约于2008年6月23日进入最后交割日，经过仓单注册和票据交换等流程，该合约应进行实物交割的头寸全部完成交割，共交割黄金204公斤。

通常情况下，黄金期货合约进入交割月后，库存量应大于或等于持仓量，以便顺利实现交割；同时通过黄金期货价格的变化也可以看出，接近交割月份期货价格与现货价格趋向一致。要顺利实现交割，发挥期货市场价格发现和套期保值的功能，需要了解黄金期货交割的相关规则和细则。

黄金交割的有关规则

黄金期货交割遵循如下规则：

1、《上海期货交易所贵金属交割商品注册管理规定》

黄金生产企业比较关心这一规定，只有经过上海期货交易所注册的国产品牌金锭，或经上海期货交易所认可的伦敦金银市场协会认定的合格金锭供货商或精练厂生产的标准金锭才能进行交割。截至2008年5月31日，经上期所审核，中国黄金集团公司生产的“中金”牌、山东黄金矿业股份有限公司生产的“泰山”牌、山东招金金银精炼有限公司生产的“招金”牌、紫金矿业集团股份有限公司生产的“紫金”牌、灵宝市金源桐辉精炼有限责任公司生产的“灵宝金”牌、江西铜业股份有限公司生产的“江铜”



牌、云南铜业股份有限公司生产的“铁峰”牌、铜陵有色金属集团股份有限公司生产的“铜冠”牌、大冶有色金属有限公司生产的“大江”牌和云南地矿资源股份有限公司生产的“滇金”牌金锭已获准注册，可以用于上期所黄金标准合约的履约交割。

随着市场的发展，上期所金锭品牌注册的工作会逐步推进，逐步增加。

2、《上海期货交易所黄金期货交割实施细则（试行）》

黄金交割主要根据该细则进行操作，需要重点了解。结构上，该细则主要包括交割流程、黄金入库、黄金出库、溢短结算、交割品的规定，期货转现货，还有交割中的费用、交割违约的处理等。

3、《上海期货交易所指定交割金库管理办法（试行）》

该办法明确了指定交割金库的申请和审批、交割金库的权利和义务、日常业务以及监督管理等。

4、其他规则

如收费规定、仓单系统等。有些在细则中有明确规定，比如交割手续费；有些则在黄金上市时的通知中有过规定。又如仓储费、黄金调运费、出入库费等等。

黄金期货具体的交割方式是实物交割，原则上期货交易所的商品期货都采用实物交割方式。那么最终选择实物交割，有哪些方面的因素呢？

首先，国际市场影响力大的黄金期货合约均采用实物交割方式。在考察其他国家市场的黄金期货合约时可以发现，绝大部分国家和地区、主流的商品期货交易市场，如NYMEX、CBOT、TOCOM等交易所的主要黄金期货合约都是以实物方式进行交割的。

其次，实物交割是期货价格与现货价格趋同的基础。由于

存在实物交割，才能使得期货价格在到期日与现货价格趋同，这样才能确保期货市场形成的价格可以反映现货市场供求变化的趋势。

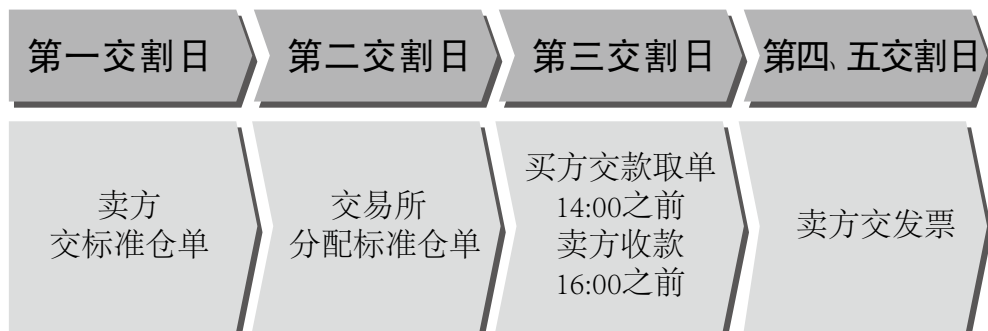
再次，实物交割能真实反映我国黄金市场的供求，提高中国黄金期货价格的影响力。虽然黄金具有很强的金融属性，但它本质上也是一种商品。采用实物交割方式，期货价格能比较真实地反映供求情况，才能对现货价格起引导作用；同时有利于期货市场的价格发现和套期保值的功能发挥。从宏观角度看，我国上市黄金期货需要有国际性的价格影响力，从而发挥中国价格的作用，对国际市场产生一定的影响。在这种情况下，通过实物交割有利于达到这个目标。

基于上述一些原因，上期所确定至少在目前，还是采用实物交割的方式。

黄金交割流程

黄金的交割期是合约最后交易日之后的连续五个工作日，上期所目前的所有品种都遵循这样的交割流程。原则上虽然是五个工作日，实际上第三天就可以实现所有权的转移。

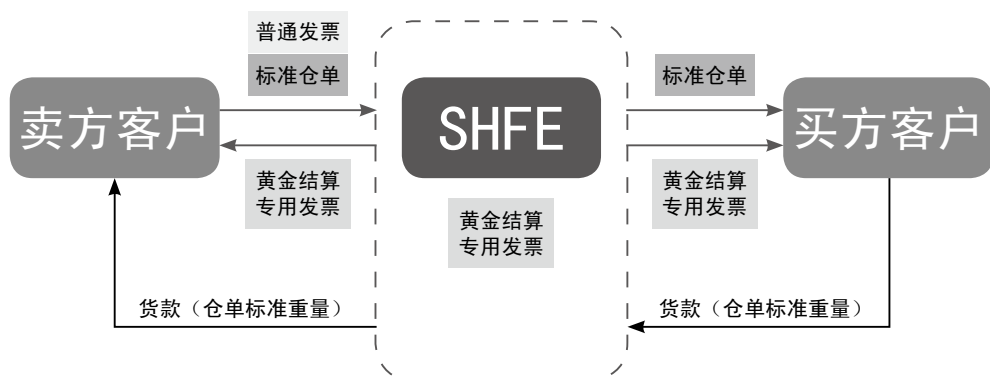
具体的交割流程如下图所示。





第一天是卖方交标准仓单，第二天交易所分配仓单，第三天买方交货款取仓单、卖方收货款，第四、五天卖方交发票。所有的工作都在上期所标准仓单系统中进行。交割过程的票据流程如下图所示。

上期所一般交割过程票据流程图



注：客户的票据及款项均通过会员与交易所进行传递。

简单来说，黄金期货的交割可以概括为四句话：择地交金，择地提金，统一调用，方便套利。就是交金是择地的，卖方有权利选择交金的地点；提金也是如此，可以择地提金，同样有权利选择提金的地方。那么为什么能做到择地交金和择地提金呢？上期所通过统一调用来达到自由择地。最后就是方便套利。上期所有很大一部分注册品牌及金库和金交所是重合的，因此很方便套利，当初设计交割制度的时候，着眼点就有要方便套利。

交割方面，还有几个重要的规定：

第一，自然人客户不得进行实物交割。有几个原因，首先涉及到发票的问题，因为个人无法开发票；其次个人客户如果想要实物黄金可以通过多种途径，比如通过银行、金交所、黄金零售商等。随着期货市场的不断成熟，上期所黄金价格和金交所黄

金价格之间的套利空间将越来越少。期货主要起套期保值和价格发现的作用，帮助企业锁定利润、控制风险，如果要获得实物黄金，完全可以通过其他途径，没有必要进入最后的交割。

第二，交割月前第一个月的最后一个交易日收盘前，自然人客户黄金期货合约持仓量应当调整为0手。这也是黄金跟其他品种不同的地方，其他的品种理论上可以持仓到最后一天，但黄金进入交割月后，自然人投资者不允许新开仓，自交割月第一个交易日起，对自然人客户的交割月份持仓直接由交易所予以强制平仓。

黄金入库流程

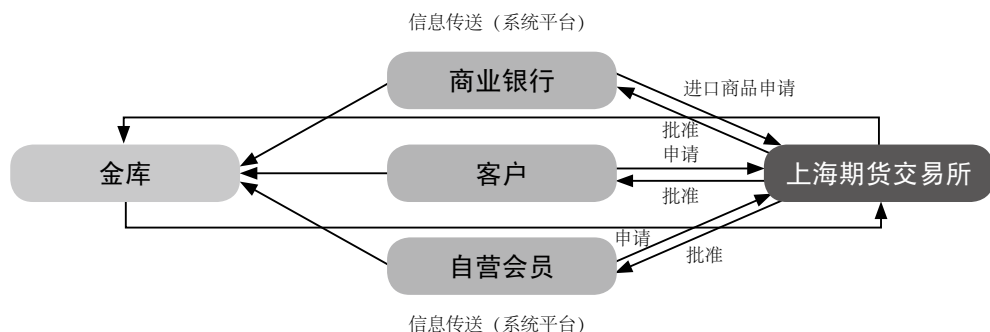
黄金入库的流程是这样的：首先进行入库申报（交割预报），交易所进行审评，这和其他品种有所不同。此外黄金不要交入库保证金，而是预报之后再入金。而现在的有色金属如铜、铝等都是先入库之后再申报，申报就是申报地点，比如说在山东烟台，货主要申报要入金，可以选择金库，而具体是中行、工行、交行还是建行等银行金库，是由交易所考虑货主意愿进行指定的。再比如客户在交割时，可以选择在上海交割，具体是哪家银行金库也是交易所根据情况来指定的。但是可以保证在指定的地点交金，这就称为择地交金。



注意

交易所在库容允许情况下，考虑货主意愿，在3个交易日内指定货主交金金库。货主应在交易所规定的有效期内向已批准的入库申报中确定的指定交割金库发货。未经过交易所批准入库或未在规定的有效期内入库的金锭不能用于交割。

入库的简单流程如下图所示。



黄金入库的过程中有个办理人员的问题。国产金锭对办理入库的人员有所规定，这与其他品种不一样。其他品种只要货主委托什么人进行入库就可以，但是黄金要求国产金锭必须是交易所注册黄金品牌企业备案的一个指定的存货人员。比如一个企业要交割，必须要先指定这个人，而这个人要在交易所备案的，才能去办理黄金的入库手续。如果换成其他人，虽然也是这个企业的，但是没有在交易所备案，那么去办理入库的时候，金库不承认，这是跟其他品种不同的地方。因为黄金的入库都是黄金生产企业的人员操作的，不像铜、铝入库的时候，不一定是铜厂和铝厂的人员来入库。黄金实物入库，肯定是黄金企业的人员去办理，虽然黄金仓单的所有者并不一定是黄金企业，但是办理入库手续的人员必须是黄金企业的。同理，国外的进口金锭就必须有进口银行指定的人员。

之后同一仓库现货金锭转作标准仓单。上期所规定必须要提供该批金锭相应生产厂方或进口银行提供的有效证明及其他相关证件，这主要是针对在期、现两个市场之间的套利操作而设定的。比如客户购买金交所的黄金，然后进入上期所的金库，要做上期所的仓单，那么只要提供金交所买金时的相关手续即可，即提供原始的凭证，上期所是允许转作仓单的。针对市场关于期、

现两个市场仓单要通用的建议，理论上不排除这种可能性，但需要一个过程，也需要期、现两个交易所之间进行合作。目前期、现两个交易所之间相同品牌的黄金转出仓单，从上期所的角度来讲没有障碍，只需执行相关出入库手续即可，黄金还是在同一个金库，相当于把它从金库里的一间库房搬到另一间库房。

黄金入库以后还有一个检验过程，国产金锭和进口金锭有不同的检验方法。所谓质量检验，主要是根据质量证明书，其实黄金就像其他商品一样，包装箱包括每块金锭都有随货同行的质保书，其上标明黄金的规格、重量、成色，金锭的编号等等内容。黄金就像铜、铝一样，认定的是生产厂家的质保书，金库做的工作主要是数量检验，比如检验3000克的金锭，金库要做的就是复磅，把每一块金锭都放在磅秤上称一下，称出的重量和质保书上的重量进行比对，如果在规定的磅差范围之内，就以质保书上的重量为准。有些企业质量的控制技术特别高超，每一块金锭都是负磅差，那也是认可的，就像在菜场买菜，有一个公平秤，公平秤也有个合理的磅差，在磅差范围之内，就算合格。此外还有所谓毛重、纯重的概念，在仓单上，标准重量是3000克，但真正拿块金锭在秤上称称，不止3000克。因为理论上每块金锭的成色都可能不同，毛重就是放在秤上称出来的重量，毛重乘以成色，就是纯重。比如3000克的金锭，成色是99.95，纯重就是2998.5克，上期所是以纯重作为溢短、结算标准的。

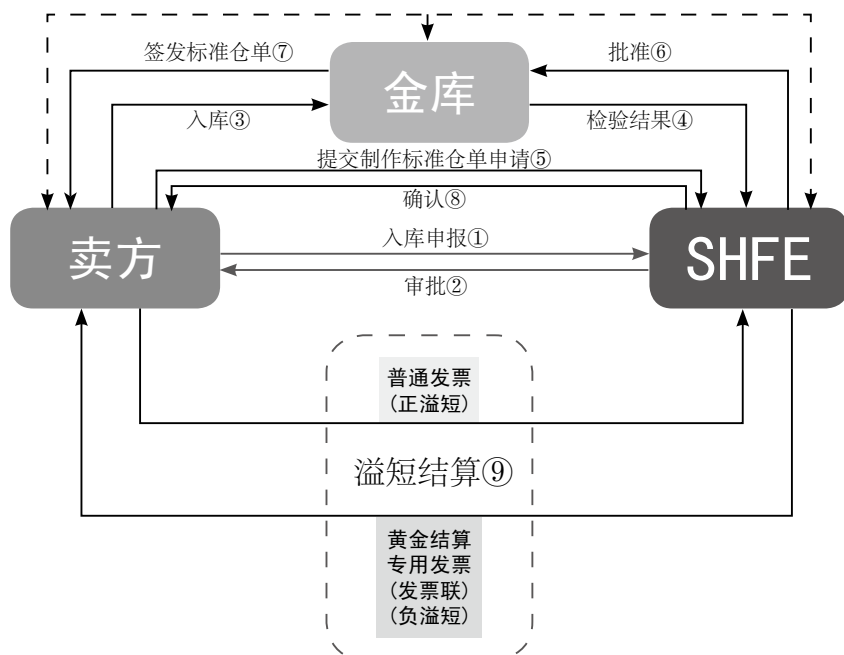
对于进口金锭，上期所指定金库的检验以金锭的标识和相应的质量证明为准。对于数量检验，3000克的金锭以复磅为准，1000克的金锭和国产金锭一样，不计溢短，毛重不得低于1000克，超过1000克的以1000克计。

上述程序完成之后，黄金验收合格，此时会员单位需提交制作仓单申请，交易所审查合格后在仓单系统内予以确定，金库就

可以签发标准的仓单了，交割的所有流程都是通过该标准仓单管理系统来完成的。未来客户如果有交割的意向，会员单位首先应开好标准仓单账户，同时会员单位有责任提醒参与交割的客户做好仓单的开户工作。金库签发标准仓单后，客户在仓单系统里将看到自己入库的每一块黄金的份量，也会进行一个核对，数据吻合即可在14:00点之前确认，仓单当天生效，14:00点以后确认的，仓单第二天生效。

仓单生效前，上期所会通过会员的保证金和客户进行溢短结算。为什么要进行溢短结算呢？因为黄金仓单的标准重量都是3000克，但入库的金锭不可能恰好是3000克，其中的差异需要在入库时进行溢短结算。

上期所黄金入库溢短结算及发票流程图



注1: ①会员向交易所提交入库申报; ②交易所审批入库申报; ③客户办理黄金入库, 金库进行入库检验; ④金库将检验结果传送到交易所、客户; ⑤会员提交制作标准仓单申请; ⑥交易所审查合格后, 批准金库签发标准仓单; ⑦金库向客户签发标准仓单; ⑧客户确认; ⑨交易所与卖方进行溢短结算

注2: 交易所、金库以及客户之间的信息传送均通过交易所标准仓单管理系统进行。

注3: 客户的票据及款项均通过会员与交易所进行传递。

上图是黄金入库溢短结算及发票流程，溢短结算有个计算公式：

溢短结算货款 = 溢短 × 溢短结算日前一交易日交易所挂牌交易的最近月份黄金期货合约的结算价



注意

交割商品的入库质量检验应当适当提前入库，预留作业时间。

黄金出库流程及发票

黄金出库的流程是这样的：货主提交出库申请，选择提货地，交易所在货主提交提货申请后的五个交易日内确定其中一天可以去提黄金，称之为发货日。在发货日前的某一交易日，交易所会通知货主，这一天称之为发货通知日。交易所会在发货通知日对出库金锭进行溢短结算。

黄金出库的简单流程如下图所示。



货主提交出库申请后，交易所即锁定货主所提金锭。比如货主要到工行去提金，交易所会首先指定相应的金库，然后指定这



个金库里面哪一块金锭是属于货主的，具体到金锭的编号。那么这块金锭的份量也明确了，它的份量也不会恰好是3000克，有一个溢短量，因此出库时需要进行溢短结算。这个溢短结算是在发货通知日进行的。

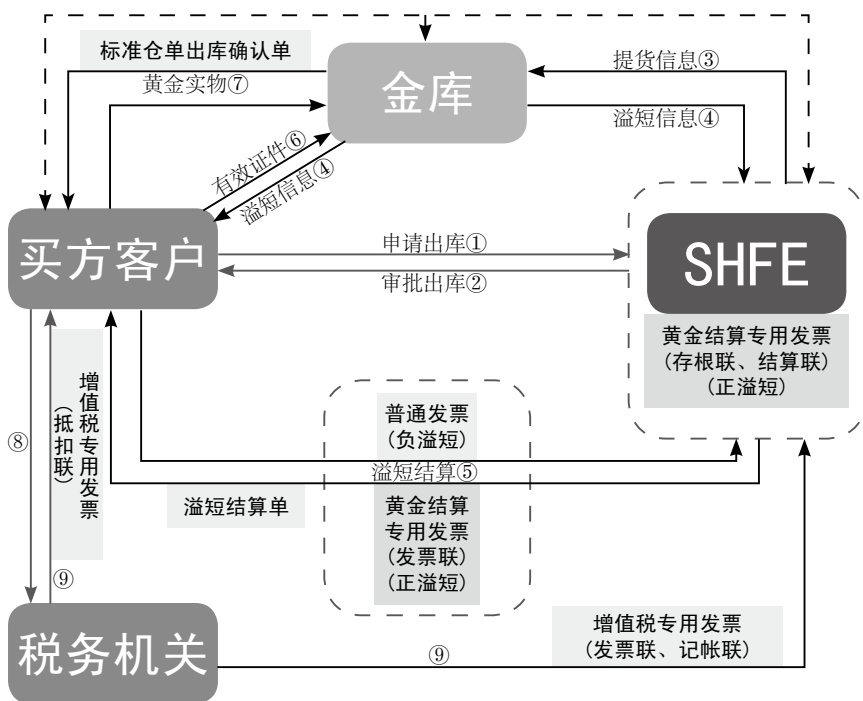
确定发货日之后，货主必须两天之内进行提货，否则仓单将被注销。一旦仓单被注销，黄金就转为现货黄金，成为银行代保管的金锭，产生的费用和银行进行结算。从黄金出库的流程来看，交易所的提金是择地提金，买方有权选择一个地方进行提金，交易所必须保证提金的顺利进行。比如货主，即仓单持有者要在福州提金，如果福州的金库里暂时没有黄金，交易所必须进行调运，如果福建上杭的交割金库里有黄金，就要把黄金从上杭调到福州，五天之内保证调到，如果福州的交割金库有黄金，当天就可以提出。

下面详细介绍黄金出库的溢短结算和发票流程，其流程如下图所示。

黄金出库的溢短结算和发票流程分为两种情况：一种是经过交割的标准仓单的提货出库，另一种是未经过交割的标准仓单的提货出库。在发票开具上，如果客户拿了经过交割的标准仓单去提货出库，提货的时候会开具一张增值税发票，其中包括溢短部分的金额；而没有经过交割的标准仓单提货出库就不涉及增值税发票的问题，开的是普通发票。例如在0806合约交割之前，上期所发生过几次黄金的出库入库，当时的情况就是未经过交割的标准仓单的提货出库。比如有的客户将黄金入库之后，过段时间如果觉得价格合适，就可能将黄金提出，其中不经过交割环节。那么这样的入库和出库，开的就是普通发票。

那么黄金交割时，买方发票如何开具呢？国家税务总局印发的《上海期货交易所黄金期货交易增值税征收管理办法》（附

上期所黄金出库溢短结算及发票流程图



注1：①客户向交易所提出出库申请；
 ②交易所审批客户的出库申请；
 ③交易所将提货信息告知金库；
 ④金库将溢短信息告知交易所和客户；
 ⑤交易所与客户进行溢短结算；
 ⑥客户向金库出具有效证件；
 ⑦金库向客户发货，并填制《标准仓单出库确认单》；
 ⑧客户向税务机关提供《交割结算单》、《标准仓单出库确认单》、《溢短结算单》；
 ⑨税务机关按照实际交割货款（由交割货款和溢短结算货款组成）和提货数量，代交易所向客户开具增值税专用发票（抵扣联），增值税专用发票的发票联和记账联由交易所留存。

注2：交易所、金库以及客户之间的信息传送均通过交易所标准仓单管理系统进行。

注3：客户的票据及款项均通过会员与交易所进行传递。

件二）对此进行了详细说明。需要说明的是，交割并不意味着提货，交割和提货是两种行为，可以发生在两个不同的时间。如果仅交割，黄金还是存在金库内不提货，此时买方客户将获得一张黄金结算专用发票的发票联。如果过一段时间客户要提金出库，



此时可得到一张增值税发票的抵扣联。



注意

交割时，对于质量数(重)量存在争议，一般通过以下几种途径解决：

- 1、有异议的，应当在指定交割金库内实物交收时当场提出。
- 2、金锭的质量和数(重)量以检验机构报告为准。
- 3、逾期未提出书面异议申请、或未提供交易所指定检验机构出具的有关检验报告，视为提货方对所交割金锭无异议。

交割品

黄金标准合约的交割单位为每一仓单标准重量3000克，交割数量应当是3000克的整数倍。

对于交割品的规定，这里提到的3000克，规定的是纯重而不是毛重。交割品级规定不低于99.95%。溢短规定不超过正负50克，这个规定也是基于纯重。就是纯重最高不能高于3050克，而最低不能低于2950克。这个3050克不是放在称上称出的重量，而是重量乘以成色后的份量。

对于1000克的金锭规定毛重不能低于1000克，同时对于每块金锭的磅差不超过正负0.1克。每一仓单的黄金必须是同一生产企业的、同一牌号、同一商标、同一品级，这个主要针对1000克的金锭。如果客户的仓单是3000克，交易所可能会分配三块1000克

金锭，那么这三块1000克的金锭必须是同一个企业的生产的、上期所认可的注册品牌。

然后还有一个费用问题，交割细则中所明确的交割手续费是0.06元/克，而仓储费、出入库费、出入库调运费在黄金期货上市之前的通知里进行了规定。仓储费是每天1.80元/千克，并由交易所通过会员保证金账户进行结算，定期月结。目前有两种支付方式，一是客户拿到仓单后未确定交割和提金的时间，那么上期所每月进行一次结算，通过会员的保证金账户进行，然后会员再和货主进行结算。第二种支付方式是客户明确了交割或提货的时间，就可以进行仓储费的预付，上期所将根据客户提交的预付预期收仓储费。还有一些交割的细节体现在标准仓单管理系统的手册内，比如入库、出库费由货主直接和金库进行结算；入库调运费在入库的时候由交易所通过保证金账户和货主进行结算；出库调运费也是这样，黄金在出库时在发货通知日当天，交易所和货主进行结算。目前入库调运费4分/克，出库调运费7分/克。

指定交割金库

上期所目前指定了中国工商银行、中国建设银行、交通银行和中国银行四家银行作为交割金库。随着市场的发展，随着市场认知度的逐步提升以及市场参与者的实际需求，金库的地点会适当增加。基本原则是随着注册品牌的增加，交割金库相应增加，方便产金企业黄金入库；同时也会根据用金企业的需求增设交割金库，最终是符合产金企业要求的地方、有需求的地方都设交割金库，方便黄金相关产业链的企业交金或者取金。截至2008年5月5日，上期所共有4家银行的32家交割金库，有关详细资料请见附件一。



黄金交割结算

黄金交割结算价，指的是合约最后5个有成交交易日的成交价格，按照成交量的加权平均价。

交易所交割货款结算是按照仓单的标准重量（纯重）来进行结算的，交割发票流转则是卖方非经纪会员或客户开发票给交易所，交易所开黄金结算专用发票给买方非经纪会员或客户。

和其他品种不同在于，发票的开具不经过期货公司，发票是客户直接开给交易所，或者交易所直接开给客户的。当然，客户的货款还是通过期货公司进行中转的。

下面是黄金期货交割结算有关公式的汇总及说明：

$$\text{金锭纯重} = \text{金锭毛重} \times \text{金含量}$$
$$\text{溢短} = \text{金锭纯重} - \text{仓单标准重量（纯重）}$$
$$\text{交割货款} = \text{标准仓单张数} \times \text{每张仓单标准重量（纯重）} \times \text{交割结算价}$$
$$\text{溢短结算货款} = \text{溢短} \times \text{溢短结算日前一交易日交易所挂牌交易的最近月份黄金期货合约的结算价}$$
$$\text{实际交割货款} = \text{交割货款} + \text{溢短结算货款}$$
$$\text{实际交割价} = \text{实际交割货款} \div \text{提货数量}$$
$$\text{增值税专用发票的单价} = \text{实际交割价} \div (1 + \text{增值税税率})$$
$$\text{增值税专用发票的金额} = \text{数量} \times \text{增值税专用发票的单价}$$
$$\text{增值税税额} = \text{增值税专用发票的金额} \times \text{增值税税率}$$

其中交割货款是第三交割日提金，按照标准份量3000克来计算的。

实际交割货款是黄金期货和其他品种不同的地方，实际交割货款由两部分组成，客户交割时的交割货款，和客户提货时溢短结算货款，这两部分加起来形成了交割货款，这个交割货款和溢短结算货款是两个时间产生的，比如0806合约，交割货款是第三交割日进行结算的，而客户提货可能在6月底，产生溢短货款，这两部分累加就产生实际交割货款。

有了实际交割价就可以推算增值税发票的单价，但是如果客户在6月份、7月份和8月份都进行交割，连续交割了三次，前面三次都没有马上进行提货，但是9月份可能一次性就提货了，也有可能只提货了一部分，那最后核算增值税发票的时候，这个交割款是算哪个月份的呢？这里有个原则就是后进先出，也就是客户在6月、7月和8月每个月份都交割了一次，比如每个月都交割了3000克，那么就有9000克黄金，然后到了9月份客户要提黄金了，开始提1000克，此时开增值税发票就要倒过来推算。首先根据8月份交割产生的货款，加上溢短货款产生的一个实际交割价。需要提醒的是交割入库包括黄金入库，包括交易所金库作检验的过程。



注意

在交割中还应明确下述事项：

- 1、最小交易单位与最小交割单位的差异及时调整持仓数量3的倍数
- 2、交割头寸限制（非保值头寸）
 - 自然人投资者不允许交割
 - 经纪会员： 300
 - 非经纪会员： 90
 - 法人投资者： 30
 - 投资者根据情况及时申请保值头寸



期货转现货

期转现是指持有方向相反的同一个月份合约的会员（客户）协商一致并向交易所提出申请，获得交易所批准后，分别将各自持有的合约按交易所规定的价格由交易所代为平仓，同时按双方协议价格进行与期货合约标的物数量相当、品种相同、方向相同的仓单的交换行为。它是集中交割的补充。

黄金提货相对来说比其他品种简单，其他品种在期转现时要考虑哪些方面呢？首先就是要提前，比如交割是在每月固定的几天，而通过期转现客户可以提前交割。另一方面其他品种做期转现需要客户自己去找一个交割的对手，客户得知道对方提供的交割品是什么品牌，在哪个仓库。以铝为例，客户要做一个期转现的话要知道对手交割的是什么样的铝，在什么仓库，然后再进行交割，

黄金的期转现就不存在这个问题，因为如果期转现客户提供的是标准仓单，在任何地点提金交易所都会满足客户，只要客户提出意向，就不会存在地区问题。



注意

期转现注意要点：

- 1、期转现双方必须持有当月的期货合约。
- 2、期转现要有一个场外协商，对手是要客户自己去寻找的。
- 3、期转现后由交易所代为平仓。

期转现是交割的一种方式，期转现的交割结算价是双方协商确定的，可以和平仓价格之间有个价差。而正常交割下交易所会

对最后交易日结算价和交割结算价之间做一次结算。

期货转现货具有重要的意义。首先，利用期转现可以改变传统的价格谈判方式，通过期转现利用基差报价方式来完成了各自的价格锁定。其次期转现不受制于固定交割日，随时可以完成实物交收。再次期转现还使非标仓单的交割成为可能，最后通过期转现，买卖双方可事先选择合适的交易对象、交割货物和结算方式。



世界黄金市场分析

2002年10月30日，上海黄金交易所正式运营，标志着中国黄金市场开始走向市场化。经国务院同意，2008年1月9日，中国证监会批准上海期货交易所上市黄金期货。黄金期货的推出，标志着中国黄金行业在市场化进程中又迈出了坚实一步。随着中国黄金交易的逐步放开，企业将直接面对市场，并接受市场价格波动的考验。

黄金期货上市后，中国的黄金市场形成了黄金期货、现货、纸黄金（账户金）三种投资渠道，中国未来的黄金市场发展方向，可以概括为：一个目标、两个渠道、三个转变和四个落实。

一个目标，指的就是以繁荣黄金市场取得国际黄金市场定价权作为目标。

两个渠道，指现货市场和衍生品市场两个渠道，主要有现货交易和期货交易两个市场。现货交易除上海黄金交易所的品种外还有各类银行内部的黄金交易，期货交易仅限于上海期货交易所。上海黄金交易所的主管部门为人民银行，各银行的主管部门为中国银监会，上海期货交易所则受中国证监会集中统一监督管理。目前尚无一个全面的黄金管理规定，1983年6月15日发布的《中华人民共和国金银管理条例》内的大部分条款已经不适应现行的黄金市场。同时，中国国内的黄金现货买卖已完全放开，不再需要通过人民银行批准，通过上海黄金交易所的场内交易和场外销售都是允许的，差别在于税收优惠政策；而黄金期货则依照

《期货交易管理条例》执行，符合条例规定的机构和个人都可以通过期货公司进行期货交易或参与自营。

三个转变，是中国人民银行行长周小川于2004年9月在伦敦金银市场协会年会上指出的，中国黄金市场应当逐步实现三个转变，即实现中国黄金市场从商品交易向金融产品交易的转变，实现中国黄金市场从黄金现货交易向黄金衍生产品交易的过渡，实现中国黄金市场由国内市场融入国际市场的转变。周小川表示，中国黄金市场的建立和发展，标志着包括货币市场、证券市场、保险市场、外汇市场在内的中国主要金融产品交易市场基本建成，中国金融市场体系更加完整，黄金市场的发展和完善还有利于完善货币政策调控工具和宏观调控体系。

四个落实，就是落实监管层、市场组织者，市场服务机构和投资群体。

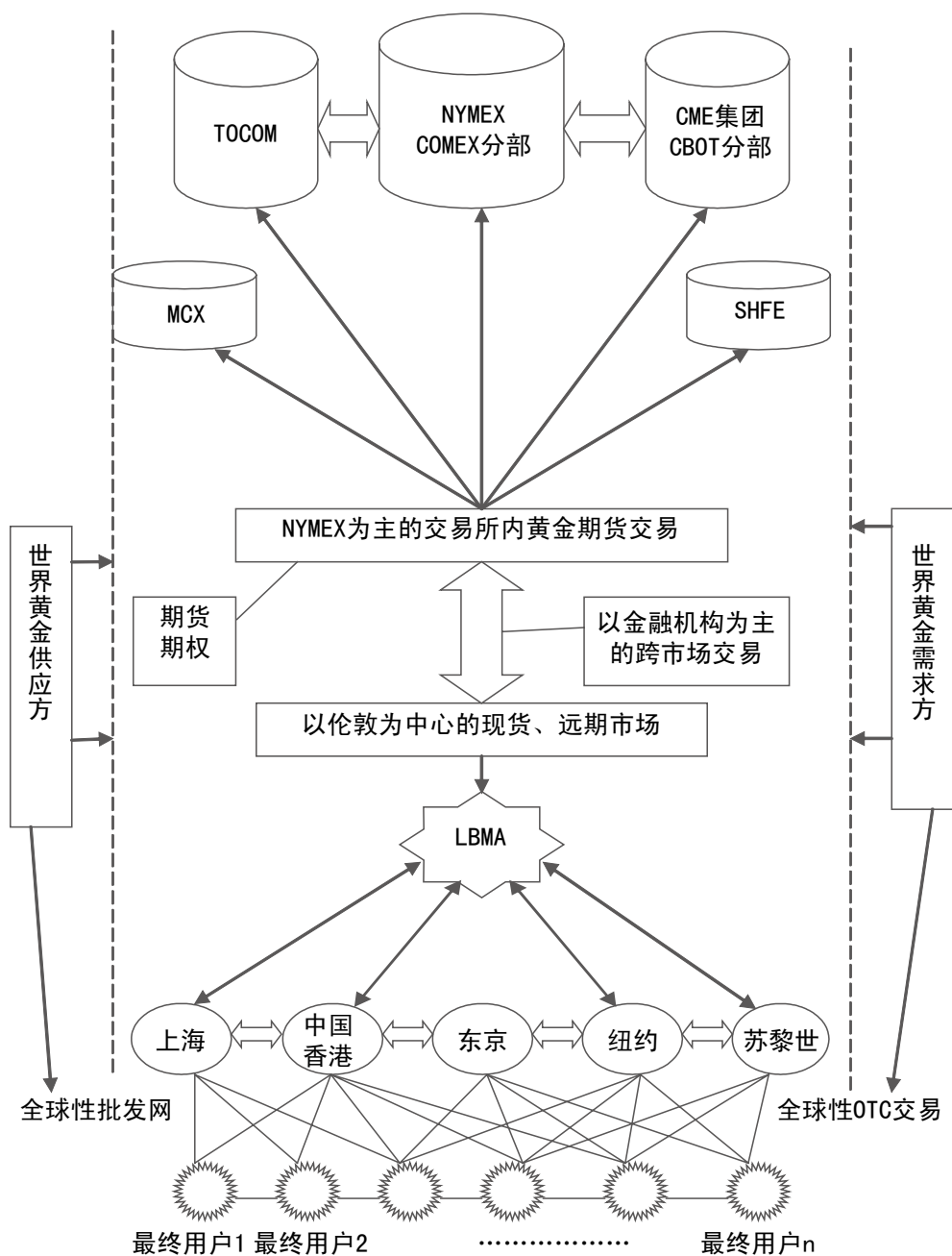
黄金期货上市运行以来，按照“高标准、稳起步”的要求，依循谨慎推出、小心磨合、逐步成熟的思路，切实加强投资者教育，严格风险监管，市场运行总体平稳，首次交割顺畅，价格波动合理，功能逐步显现，实现了“稳健运行、稳步发展”的预期目标，赢得了市场的普遍认同。

从世界范围来看，黄金市场演变至今，形成了一个多层次的复杂结构，如右图所示。

图中可见，世界黄金市场主要分为两个部分，一个是以伦敦为中心的现货和远期市场，这个市场主要以伦敦金银市场协会（LBMA）为主，伦敦金银市场协会是全球性最大的黄金场外交易（OTC）市场，通过其会员，LBMA的影响力已辐射到中国的上海、香港、日本的东京、美国的纽约以及瑞士的苏黎世等市场。另一部分是以期货期权为主的场内交易市场，这个市场主要是纽约商业交易所（NYMEX）的COMEX分部，东京商品交易所



世界黄金市场结构图



(TOCOM)，芝加哥交易所集团的CBOT分部，印度大宗商品交易所(MCX)以及上海期货交易所(SHFE)。截至2008年7月9日，上海期货交易所在黄金期货日均成交吨数上排全球第五位，列于COMEX、CBOT、TOCOM和MCX之后。

世界黄金这两大市场之间通过金融机构进行密切联系，跨市套利的存在使得现货和期货两个市场的价格不至偏离太远。经过多年发展，目前黄金市场的主要力量集中在伦敦金银市场以及纽约商业交易所，中国的黄金市场尚处于初级阶段，还有很大的发展空间。

黄金市场同时是一个全球性的市场，全天24个小时都可以交易。其中香港、伦敦和纽约三个市场的交易时段就覆盖了全球24小时的交易时段。世界各地黄金交易时间如下(北京时间)：

伦敦 (London)	: 16:00-1:00
纽约 (New York)	: 21:20-3:40
悉尼 (Sydney)	: 7:00-15:00
香港 (Hong Kong)	: 9:00-17:00

黄金价格(伦敦定盘价)的长期走势图如下页图所示。

黄金市场基本面分析

黄金价格的分析可以分为基本面分析法和技術分析法，其中基本面分析法是黄金价格分析的主要基础，本节详述黄金的基本面因素。

由于黄金具有稳定性和永不磨损的特性，黄金生产出来一般会全部留在地面。截至2007年底，地面上的黄金储量接近18万

注：2008年8月，芝加哥交易所集团(CME)完成对纽约商业交易所(NYMEX)的收购

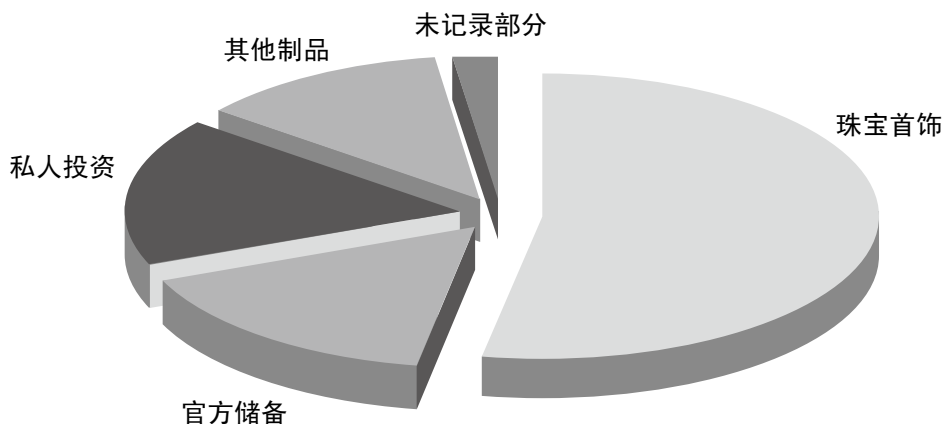


1975年1月—2008年9月黄金长期走势图



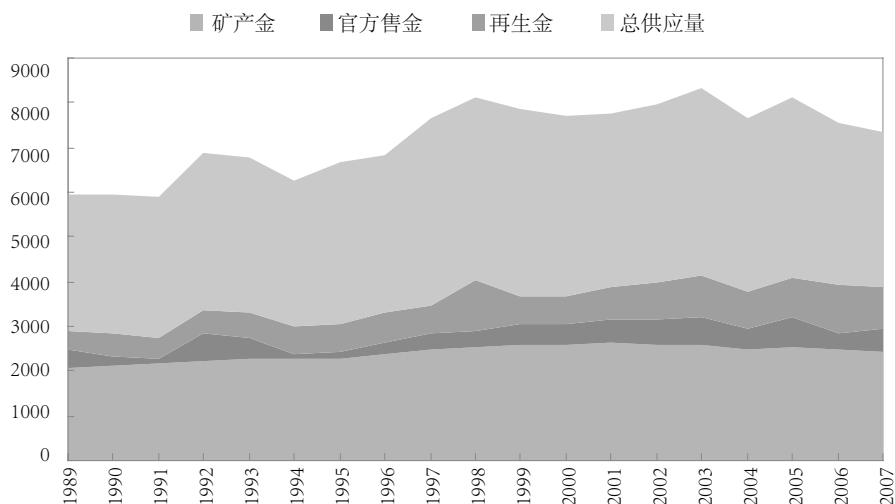
吨，超过一半以上都是珠宝首饰，官方储存大概占16%，黄金投资大概占18%，其他制品占12%左右，如下图所示。

2007年底地面黄金存量分布



黄金的来源是矿产金、官方售金、再生金，还有一部分是生产商对冲，因生产商对冲有增有减，未在下图中显示。

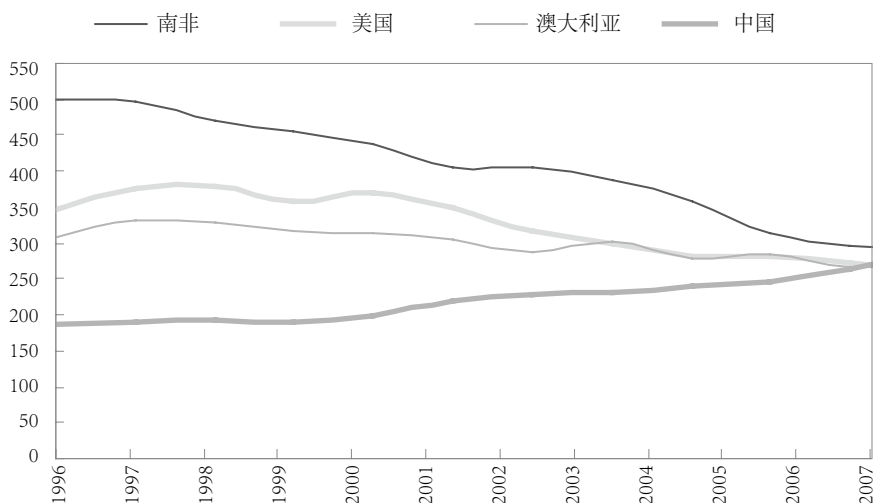
2007年底全球黄金供应量分布



全球主要的十大产金国，分别是南非、美国、澳大利亚、中国、俄罗斯、秘鲁、加拿大、印度尼西亚、乌兹别克斯坦和巴布亚新几内亚。这十大产金国的产金量囊括了当年全球产金量的70%左右。南非的矿产金近年来大幅下降，中国经过长期发展黄金产量与南非接近，中国黄金产业的发展步伐正不断加快，如下图所示。

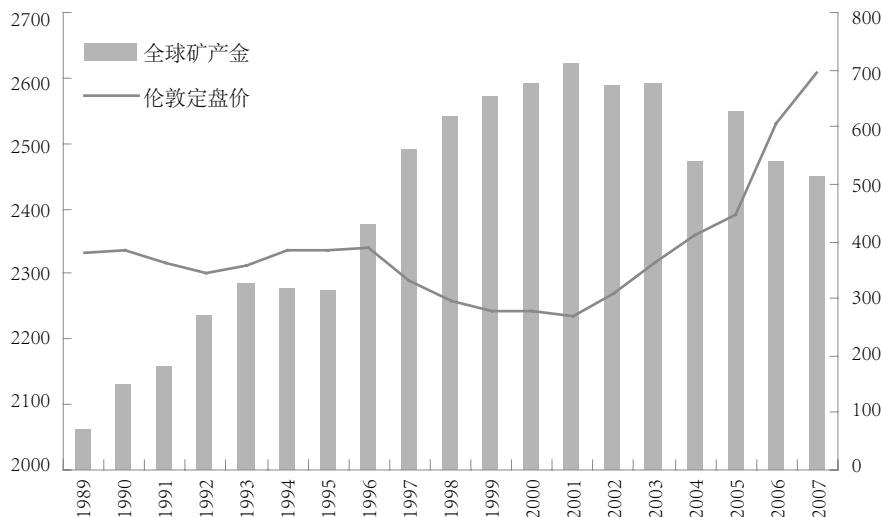


主要产金国产金量

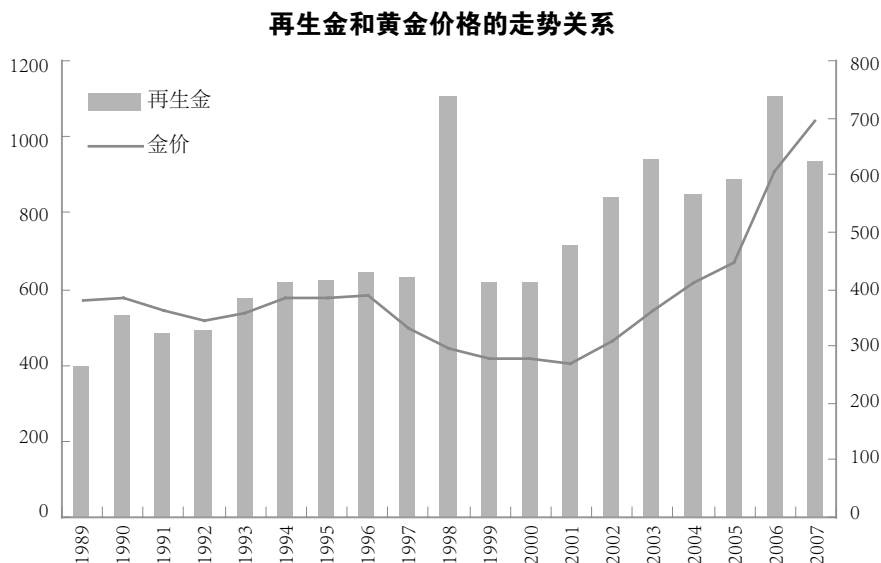


全球矿产金和黄金价格存在一定的负相关关系，但不绝对。从供求关系角度来看，矿产金增加，黄金的价格受到供应增加的影响会下降，如下图所示。2008年黄金价格处于一个较高的水平，就可能刺激矿产企业增加产量，因此路透社预估全球矿产金在2009年—2010年可能会有所增加。

全球矿产金与黄金价格关系图



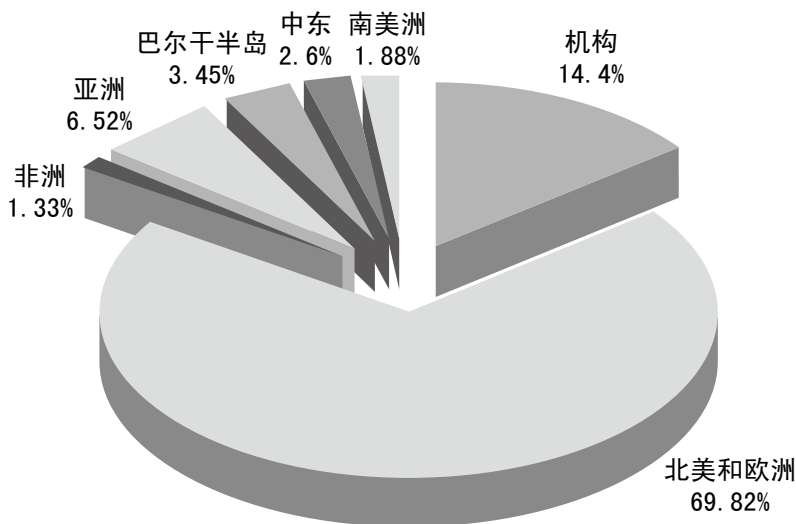
再生金是黄金供应量的一个重要来源。再生金主要来自于黄金首饰，再生金和黄金价格没有绝对关系，但需要注意的是1998年，再生金突破了1000吨，主要原因是1997年东南亚经济危机发生后，以韩国为最，1998年从民间回收的黄金有300吨之多。此外，2006年5月份黄金价格冲破了730美元，使得很多再生金也回到了市场。再生金和金价走势关系如下图所示。



截至2008年3月，世界黄金储备合计29872.7吨，且近年来一直呈现递减的趋势，其分布情况如下图所示。



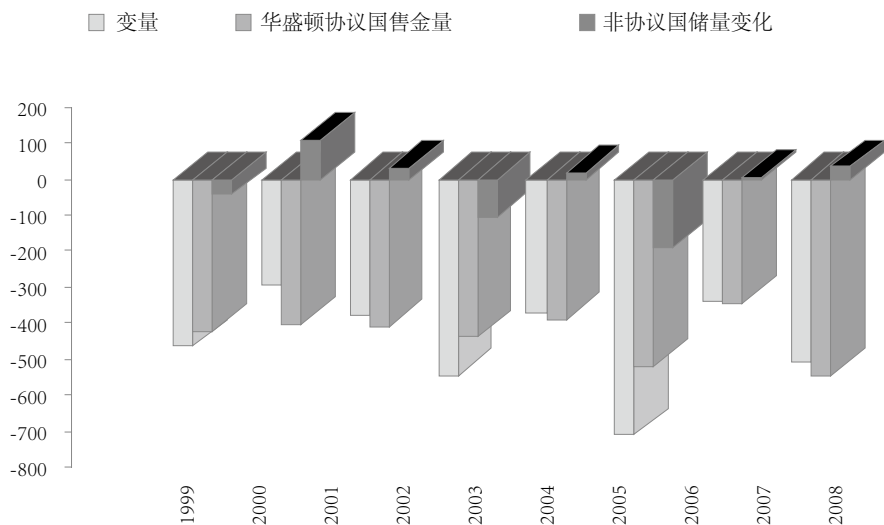
世界黄金储备分布（截至2008年3月）



黄金储备大多在北美和欧洲的中央银行，由于黄金的非货币化和黄金自八十年代以来长达20年的熊市，一些央行在九十年代末出售黄金的官方储备。世界各国黄金储备自1999年底至2008年3月底，合计减少了3622.7吨，至29872.7吨。华盛顿协议签约央行在此期间共出售了3479.68吨，主要是瑞士、英国、法国、荷兰、葡萄牙、西班牙、欧洲央行和奥地利等国央行，南美洲的巴西、智利、乌拉圭也在出售黄金，出售量不到200吨，增加黄金储备的国家主要有俄罗斯、乌克兰、哈萨克斯坦、阿根廷、委内瑞拉和中国，增量约在400吨左右。

为防止央行售金对黄金价格的进一步打压，1999年9月26日，欧洲15个央行达成了《华盛顿协议》（Washington Agreement），限制央行的最大售金量，该协议在2004年得到再次续签。有关官方黄金储备的变化明细如下图所示。

官方黄金储备变化



欧盟组织成员（不包括丹麦和希腊）以及瑞士在《华盛顿协议》中宣布了下列条款：

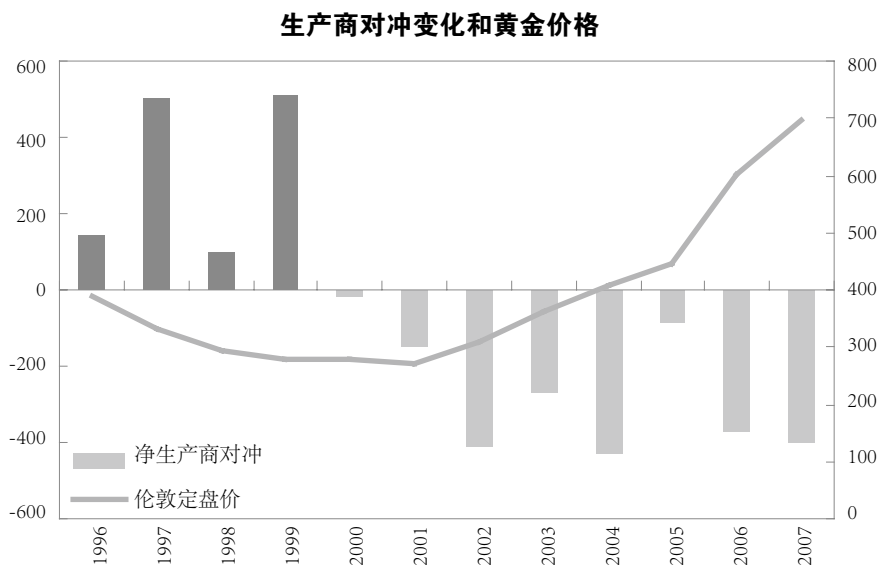
- 1、黄金依然是全球货币储备的重要组成部分。
- 2、协议的签字国决定未来5年按每年大约400吨，合计不超过2000吨的计划限定黄金销售。5年后协议将重新修订。
- 3、协议的签字国将其贷金规模限制在已有贷金数量之内，不再增加新的黄金用于借贷和黄金衍生物。

没有在协议上签字的包括加拿大、美国、日本、澳大利亚、国际结算银行以及国际货币基金组织等。

2004年3月8日，欧洲央行宣布了更新之后的央行售金协议。新协议在主要条款和目标上与原有协议大体类似。值得注意的是，签字国在从2004年9月底开始的5年期内总的售金额度限定为2500吨。协议限定签字国在黄金衍生物和贷金方面的活动不得超过1999年9月底的水平。新的协议在5年后将再次更新。签字国基

本上还是和上次一样，只有两个例外：英国不再是签字国，而希腊银行成为15个签字国之一。

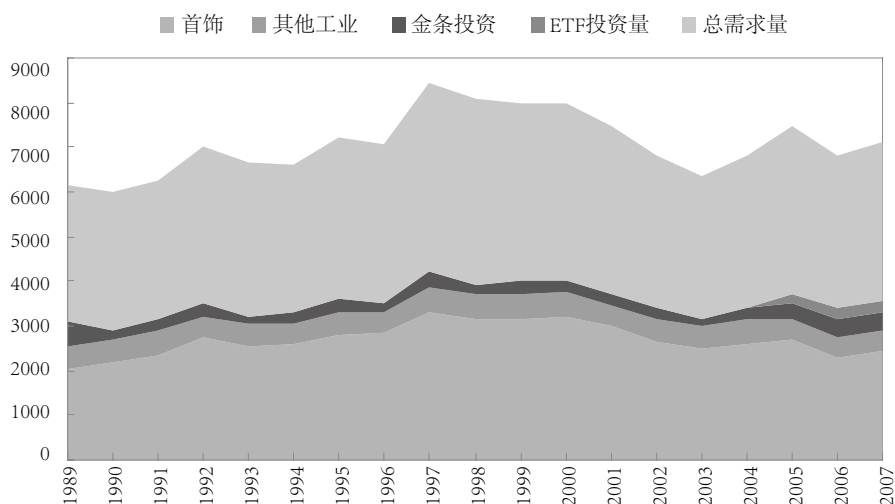
黄金供给还有一个方面，就是生产商对冲。生产商对冲既可以产生黄金远期的一个溢价防止收入因为价格下跌而受到影响，还能够通过金融融资偿还债务。在九十年代，因为黄金价格下跌，很多矿产企业提前销售未来的黄金，反而导致金价持续下跌，生厂商对此只能继续对冲，引起恶性循环，越下跌越对冲，这种状况一直到2000年，金价几乎跌破每盎司250美元的时候才起了变化。2000年之后，黄金价格一路上涨，对冲成本越来越高。但是由于对冲成为矿产企业的基本政策，因而改变了黄金的供求关系，这是引起黄金价格上涨的重要原因。生产商对冲与黄金价格的关系如下图所示。



需求方面，黄金需求主要是首饰用金、其他工业用金以及投资用金等，如下图所示。首饰用金占黄金需求的绝大部分，与黄金价格呈现负相关关系。如价格低的时候首饰用金可能会增加，

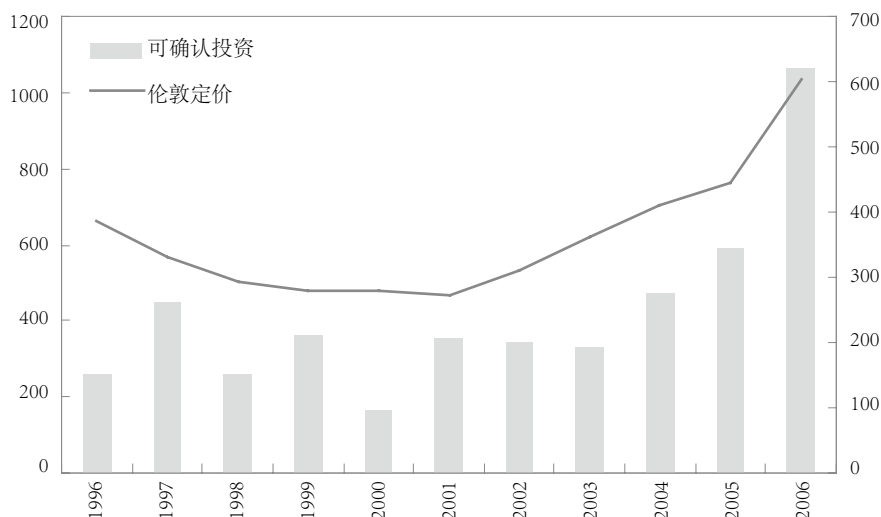
价格上涨首饰需求就有所下降。工业用金占需求量比例比较小，大概15%左右，对黄金价格影响不大，相反会受到黄金价格的影响，价格上涨工业需求会下降。投资需求是价格上涨的主要推动力。

2007年底黄金需求量分布



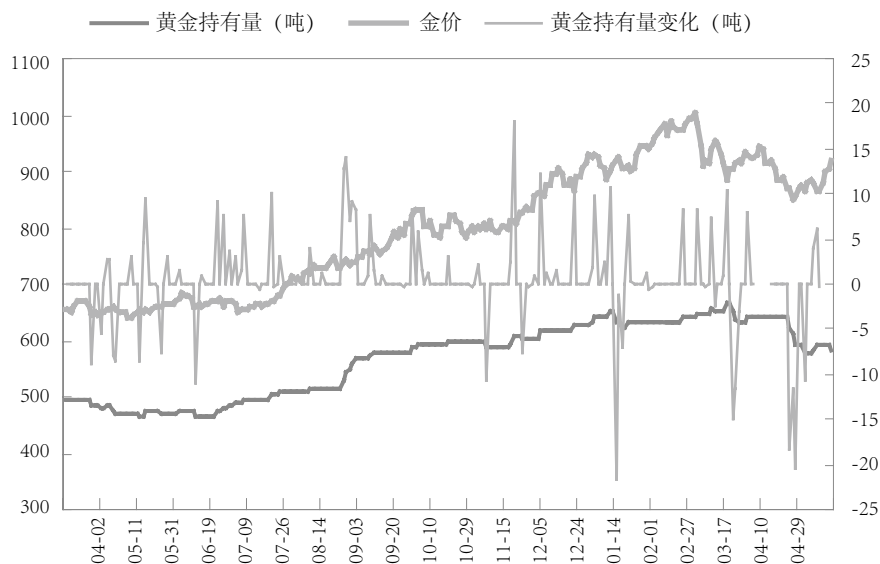
近年来黄金的投资需求明显上升，从下图可以看出，2006年有大幅增长。根据世界黄金协会公布的数据，可确认投资需求包括金条、金币、金砖以及其他投资需求，金条囤积也占投资的大部分，但是近年来也呈现下降趋势。

投资需求和黄金价格



相比上述投资量，投资基金增长明显，特别是全球最大的黄金上市交易基金（ETF）SPDR GOLD Shsres（前身是StreetTracks Gold Shares，代码GLD），在2004年刚上市的时候，规模才0.62吨，而截至2008年3月份，最大的持仓规模超过了600吨。它的持仓量对黄金的价格也是有影响作用的，如下图所示。

黄金ETF和黄金价格



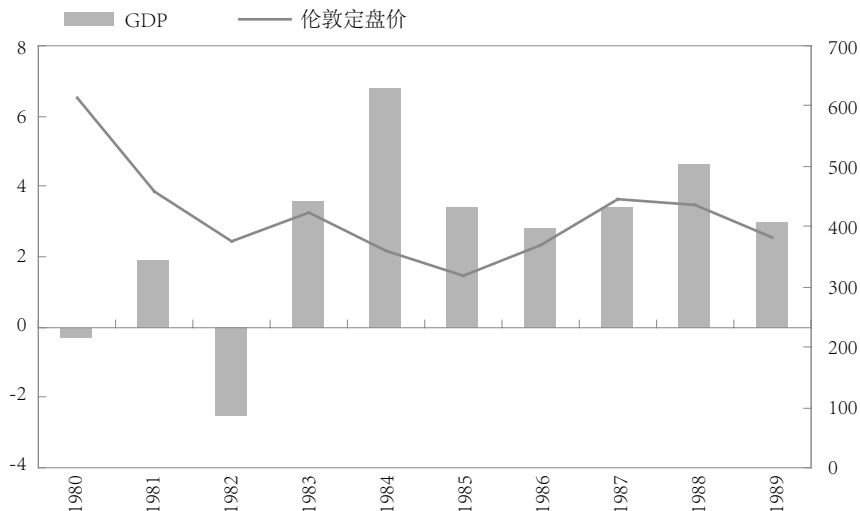
国际经济形势对黄金的影响

黄金市场还有一个重要的影响因素是国际经济背景，特别是美国的经济背景。如果国际经济形势稳定和发展良好，实体经济和虚拟经济领域充满投资机会，短期资本机会成本较高，刺激短期资本流向收益较高的实体经济投资或虚拟经济领域的证券市场投资，流入黄金市场的短期资本流量下降，黄金价格在趋势上就趋于下降。如果国际经济形势不稳定或出现危机预期，实体经济和虚拟经济领域投资机会减少，短期资本机会成本下降，刺激短期资本流从实体经济投资或虚拟经济领域的证券市场分流，流入黄金市场的短期资本流量增加，黄金价格在趋势上趋于上升。

目前国际政治领域里主要有五种力量在维持，美国、中国、俄罗斯、欧洲和日本，这五大政治力量和经济力量的相互牵制，使得美国霸权的力量得到制约。其实各国如果经济增长比较弱的时候，黄金价格会有比较大的增长。例如2006年3月份和2007年4月份，黄金价格都有大幅度的增长。

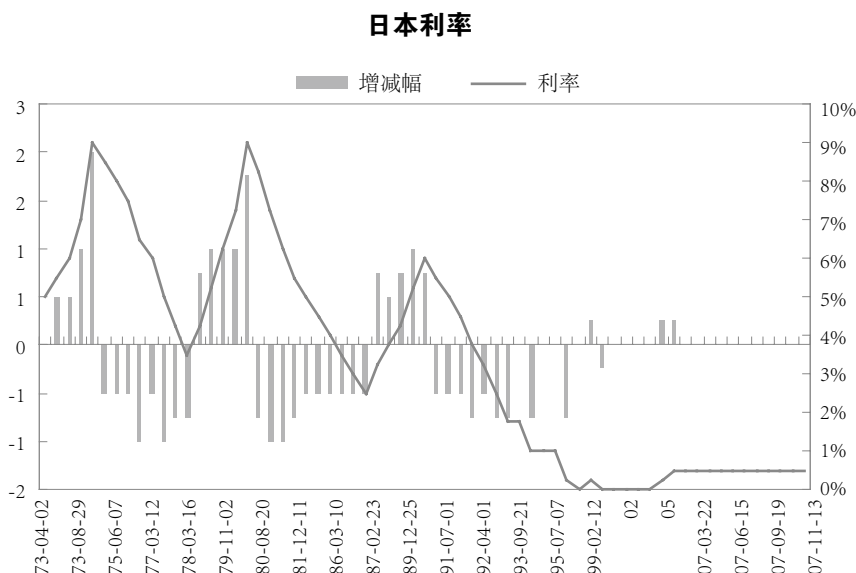
具体看一下美国历年的经济政策对黄金价格的影响。从二战到七十年代初是美国经济发展的黄金时期，美国取得了世界经济的领导权和世界货币的领导权。但是在七十年代初出现的两次石油危机，引发了全球的金融和经济危机，美元贬值，这也是为什么在八十年代初黄金价格上涨到800美元以上的主要原因。八十年代黄金价格波动非常大，特别是1980年波动非常剧烈，如下图所示。这是因为里根政府上台后出台了扩张性的财政政策，降低利率并减税，使得美国经济有了很大改观，黄金就从高峰期一路下降，一直跌到克林顿政府结束以后。

八十年代的美国经济和黄金价格



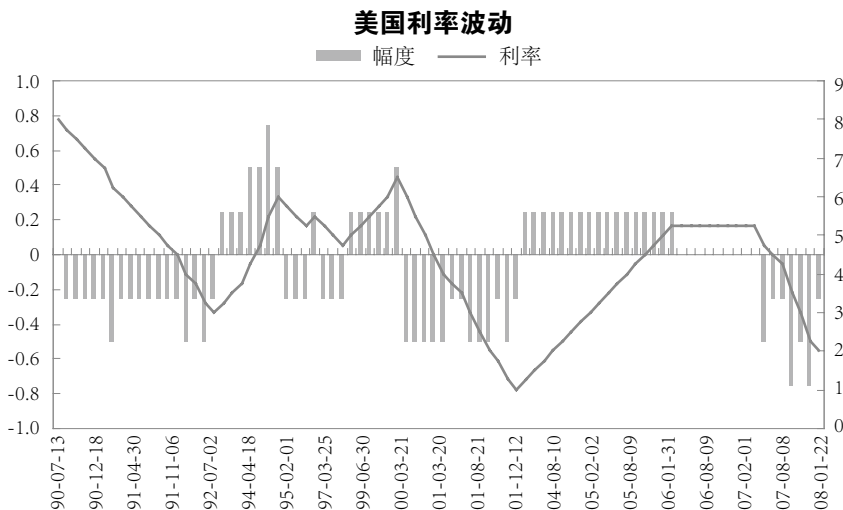
这期间的一个重要事件就是《广场协议》的签署。日本在七十、八十年代发展迅猛，到八十年代末，日本经济达到美国经济的50%左右，严重影响了美国经济的霸权地位。为此美国召集日本、法国等国在日本的广场酒店签订了《广场协议》，强迫干预日元升值，导致日本经济泡沫、房地产泡沫、投资泡沫先后破灭，而且陷入了长达10年的经济衰退期，期间日本的利率情况如下图所示。

到八十年代末美国双赤字非常严重，经济严重萎缩，克林顿政府采取了增税的政策，迎来美国经济的发展。美元坚挺、股市投资旺盛，黄金价格进一步下跌，这期间其他国家却发生了经济危机，如东南亚经济危机以及俄罗斯，巴西，丹麦，阿根廷先后发生了经济危机。八十年代和九十年代的整整二十年，美国经济处于增长期，股市投资收益较高，黄金即使有刺激因素但是上



涨效果不长，整体处于熊市状态。其实股市和黄金也有一定的联系，比如股市快速增长时，黄金价格相对弱势，但股市处于震荡时期、收益较差时，黄金往往可能有较大发展。

国际金价曾在2008年3月份创出1035美元的新高，这源于布什政府扩张性的经济政策。21世纪初克林顿政府的新经济泡沫破灭，特别是9.11事件美国遭受恐怖主义袭击，导致美国把反恐做为重要的事情之一。新经济破灭后，受全球通胀威胁，美国经济有衰退的危险，为改变这种状况，布什政府采用了扩张性的经济政策和财政政策，降息和减税并举，刺激消费，促使经济稳定发展，美国九十年代以来的利率情况如下图所示。也是在这种政策下美国在2004年取得了较快的发展。但之后全球出现流动性过剩，资产泡沫也开始酝酿通货膨胀，威胁着世界经济的持续发展，在这一因素刺激下，黄金市场迎来了第二轮牛市。

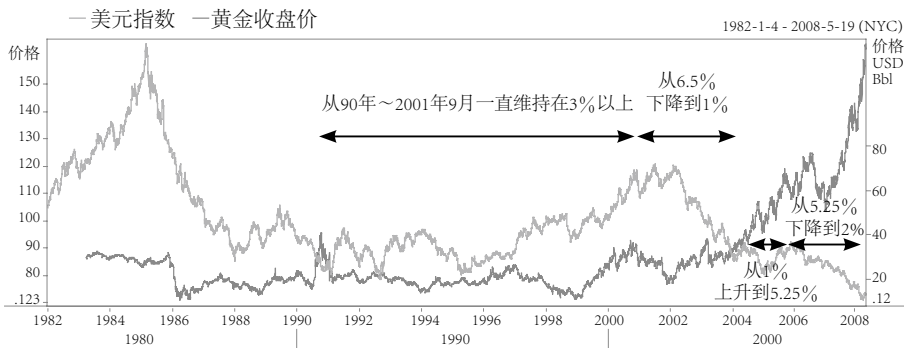


美国经济影响黄金价格的实质—美元本位制

2007年4月2日，美国新世纪金融申请破产保护，次级贷危机爆发。次级贷危机使美国经济遭受重大打击，而且投行业务亏损严重，这一事件虽然前期刺激黄金上涨，但在亏损严重后投行出现资金链断链，对黄金利空。不论是克林顿时期的紧缩制度，还是布什时期采取的扩张制度，美国利率都相对较低。七十年代以来美国经济政策对黄金价格的影响，实际上就是美元本位制对黄金的影响。因为黄金和美元是对立的，也是此消彼长的，美元强黄金就弱。美元贬值政策是黄金价格上涨的一个直接因素，从2002年以后的变化来看，2002年初美元指数开始下跌，2004年到2005年之间有一个上涨的过程，理论上说该上涨应拖累黄金，但这期间投资需求的上涨使得黄金仍然保持上涨，而在2006年黄金价格冲破了730美元以后，黄金获利回吐，使得黄金价格大幅回调。但2007年9月份黄金价格又重新开始上涨，这主要是美国次级

贷危机爆发，美元继续贬值对黄金推动作用非常大，可以说，美元贬值政策是黄金价格上涨的直接因素，如下图所示。

美元指数与黄金价格的关系



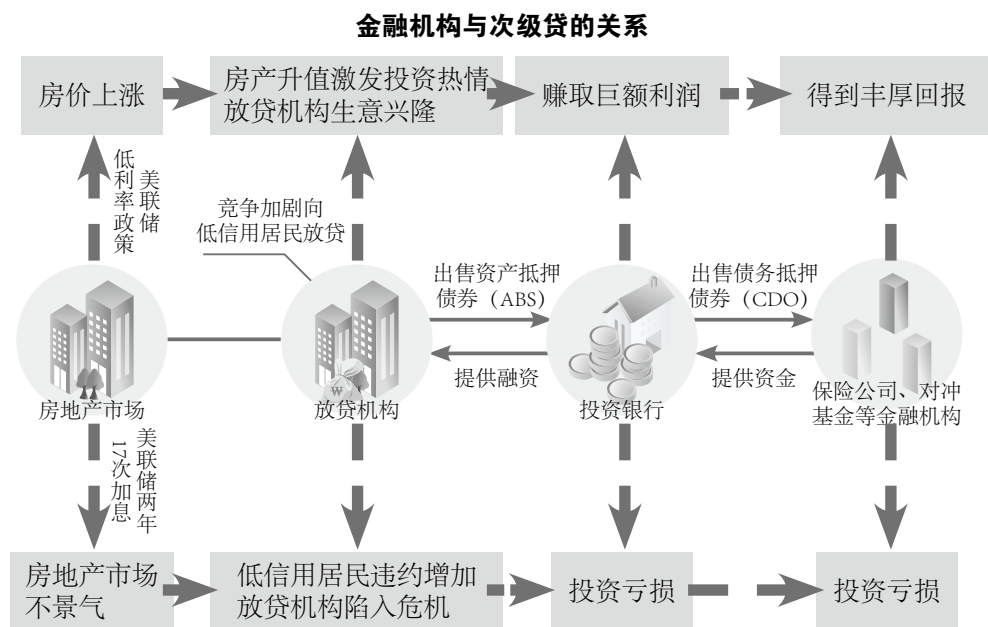
美元从2002年开始到目前最大的贬值幅度到了40%，为什么美元会大幅贬值呢？根本原因是美国经济的疲软。如果2008年美元继续贬值，黄金价格就会继续上涨。

美元贬值是当前美国经济政策的必然结果，美元贬值不仅对美国，而且对世界经济也产生影响。美元持续贬值首先使全球能源和初期产品价格上涨，其次使国际金融市场的不确定性增加，也使许多国家面临严峻压力，这样会刺激投资者投资黄金。美元贬值还抑制了美国以外的其他经济体国家出口贸易，贸易保护主义抬头，美元贬值使新兴经济体外汇储备缩水，出口导向型经济的可持续性下降，大量外资流入滋生经济泡沫，可能引发金融危机。

美元贬值的过程伴随着欧元的崛起，欧元区是目前唯一可以和美国抗衡的经济实体，二者各自的经济总量均超过十万亿美元。欧元的崛起严重影响到美元的货币结算地位，同时使得美元的领导权不再理所当然，国际货币体系也可能发生变化，日元和新兴市场国家的货币都有可能加入其中。

次贷危机和地缘政治的影响

而美国的次级贷问题，市场影响极其深远。美国各金融机构与次级抵押贷款的关系如下图所示。



次贷危机爆发后，一方面，危机打压美国房价，房地产商信心指数下跌，同时波及外汇理财产品缩水，美元继续贬值。另一方面，危机还造成美国金融业损失惨重，投行遭受重创，金融市场不确定性增加，进而殃及全球商品市场。人们普遍担心，通过投行触目惊心的亏损报告，是否可以理解为对冲资金背后的资金链存在问题？如果资金断链，哪怕有任何消息传出，基金持仓就有可能减少多头头寸，这样黄金和原油的价格都会出现大幅下跌，这只是次贷引发金融市场动荡的一部分情况。次贷危机的早

期曾刺激黄金价格上涨，但在一定时期黄金价格也会剧烈波动，主要原因就是基金从黄金市场将抽离资金。

分析黄金市场还必须关注地缘政治问题，虽然地缘政治在趋势上不会对黄金造成重大的影响，但短期内可能促使黄金价格爆发性上涨或下跌，而地缘政治的主要内容就是对石油的争夺。

自从2001年9.11事件发生后，美国将国家安全列为其全球战略的首要目标。布什政府的反恐战略链条如下：

“9.11”→阿富汗战争→伊拉克战争→利比亚主动放弃大规模杀伤性武器→朝鲜在核问题上积极合作→伊朗在核问题上被动合作→叙利亚孤掌难鸣→美、巴夹击“基地”组织→驻军中东→输出“民主”政府→控制石油资源

可以说，美国的反恐战略打响了“以鲜血换石油”的战争。

通过布什政府的反恐链条可见，美国发动这些反恐战争最终目的就是控制石油资源。反恐的战争影响并不仅仅局限于战争本身的直接损失，更重要的是影响了人们的投资和消费信心，使美元相对主流货币贬值、股市下跌、石油等战略物资价格上涨，并实时从地域上波及欧洲及亚洲等主流金融市场，引起市场的过激反应，从而导致美国和世界其他国家经济增长减慢，这在间接上推动了黄金价格的上涨。

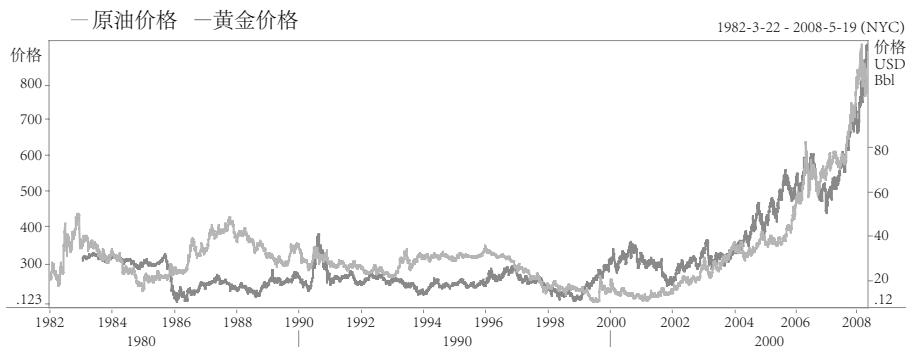
石油是工业的血液，是最重要的战略资源之一，这也是为什么各国家抢占中东原油的原因。中东的原油产量占世界总产量的70%左右，被称为世界油库。而美国的原油消费量占世界消费量的四分之一，所以战略石油储备成为一个重要问题。

原油价格和黄金整体呈现正相关的关系，如下图所示。

但是石油和黄金两个商品又有所区别。石油是一次性能源，用完就消耗掉了，而黄金属于奢侈品，永不磨损，只要产出来都存在于地面上。所以黄金产出越来越多，石油则越来越少。从需



原油价格与黄金价格的关系



求量来说，石油的需求量是一定的，但黄金如果涨得太高了需求就会下降，甚至可以买替代品。此外黄金涨到一定高度时，就会有存放的黄金释放到市场上去获利，造成黄金供应量增加，进而打压黄金价格。这就是为什么黄金在2008年3月份涨到一定高度时价格出现相对下调，但是原油继续创新高的原因。

此外，原油的投机市场容量比黄金的大得多。数据上看，2008年6月6日美国黄金总持仓约50万手，价格500亿左右，但同期原油在4000亿左右。原油的资金池大，容纳的投资基金也大。所以一旦黄金波动较大时，资金撤离会比较迅速。

通货膨胀的影响

通胀的全球性影响比较大，马克思说过金银天然不是货币，黄金相对于纸币来说是绝对的货币。黄金对抗通胀的道理非常简单，就是按实际利率来算。比如中国，某月实际CPI是8点多，只要银行利率超过8%，那么实际利率就为正，资金存入银行就是合算的。一旦银行利率低于8%，实际利率就变成负值，那么持有黄金更合算。

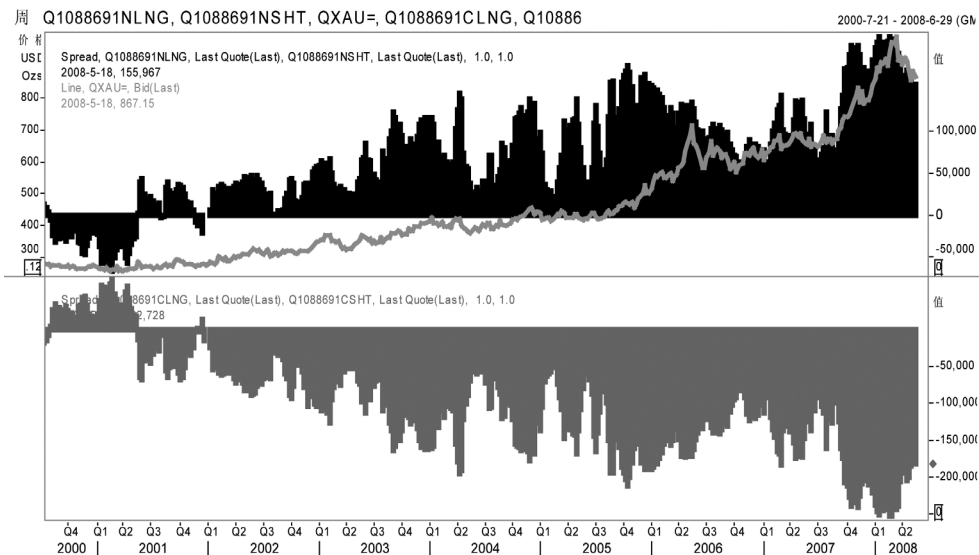
根据2008年的情况来看，美国、中国、日本的实际利率都是负值，这也是人们积极投资黄金的一个原因，因为持有的资金不断缩水，持有黄金还能够保值。

投资需求是黄金价格上涨的助力器

投资需求是黄金价格上涨的助力器，近年来黄金投资快速增长。分析一下基金的情况，下图是美国商品交易委员会（CFTC）公布的基金净持仓状况，从2003年由净空头转变为净多头，也是从这个时候开始黄金进入上涨通道。

几年以来，美国基金的净多头寸一直维持在高位，而且还在逐渐增加，虽然2008年净多头出现大幅下降，对黄金价格产生了很大的影响，但是到目前为止仍然是维持高位的。这一点来说对黄金的支撑力度非常大。

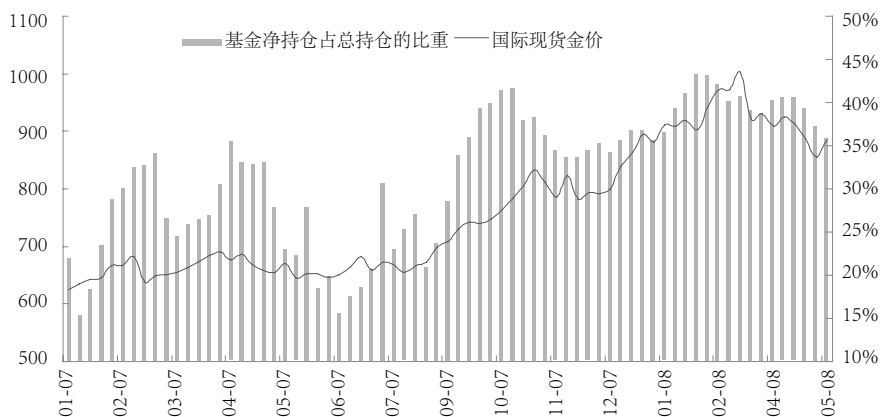
美国CFTC基金持仓及金价





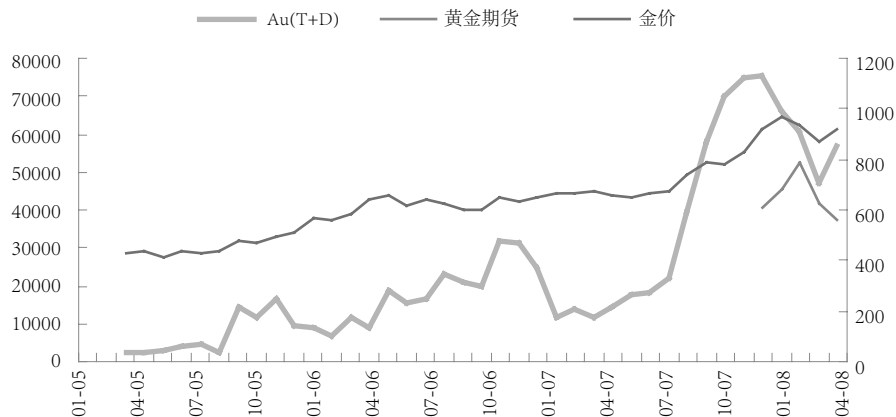
从CFTC持仓明细变化可以看出，2007年9月份以来，总持仓、投机多头和投机净多头寸明显下降，基金净持仓占总持仓的比例大幅下降，投机性空头明显增加，资金撤离比较明显，如下图所示。这也是2008年年中黄金价格大幅下调的主要原因。

基金净持仓占总持仓的比重大幅下滑



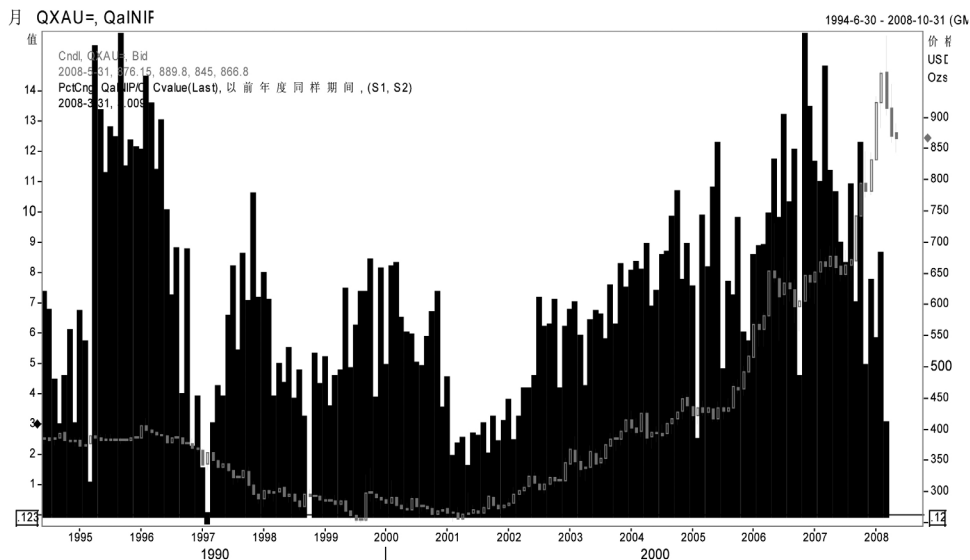
再看看国内黄金的持仓和金价的关系。下图是上海黄金T+D每月底的持仓情况，每年底都有一个大幅增长的过程。特别是2007年的持仓相当高，2008年3月份，黄金突破1000美元大关，T+D的持仓超过80000手，达到一个非常大的持仓量。

国内黄金持仓情况和金价关系图



分析黄金的需求还要注意印度的黄金消耗情况。

印度GDP和黄金价格



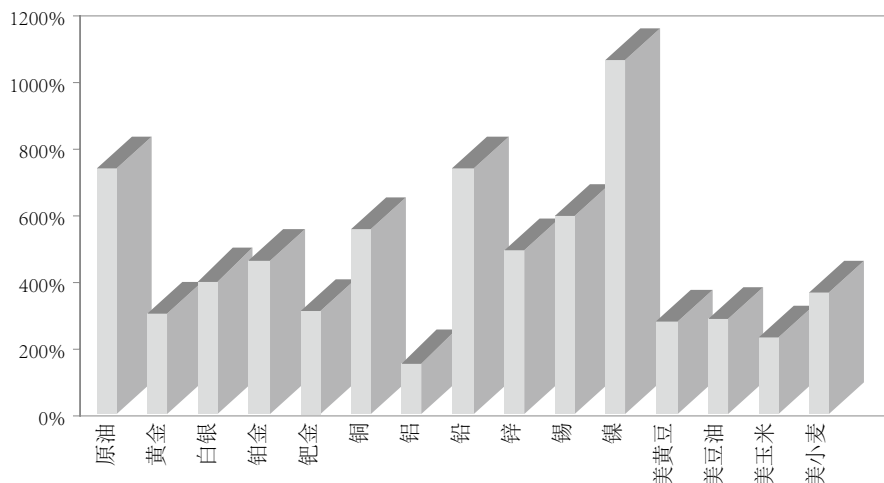
印度是一个对黄金有特殊偏好的国家，在印度教中黄金是财富和纯洁的象征。印度新娘出嫁时几乎都挂满了黄金，印度的黄金新娘甚至代表了印度的黄金文化。近年来印度的黄金发展非常快，随着生活水平的提高，居民购买黄金量逐渐增加，但印度的产金量非常少，所以大多需要进口来满足。上图反映的是印度GDP和黄金价格的关系。从2001年以来，印度的经济发展比较迅速，人们的需求也推动了黄金价格的上涨。

黄金价格的技术分析

下面尝试从技术分析来判断未来黄金价格的走势。进入新千年以来，全球商品市场一片繁荣，各个商品都有很大幅度的上涨。从下图中可以看出，黄金的上涨幅度并不是最大的，原油和

镍的涨幅很大。这不仅迎来了矿业企业的蓬勃发展，投资市场也异常火爆。

全球商品市场的涨幅



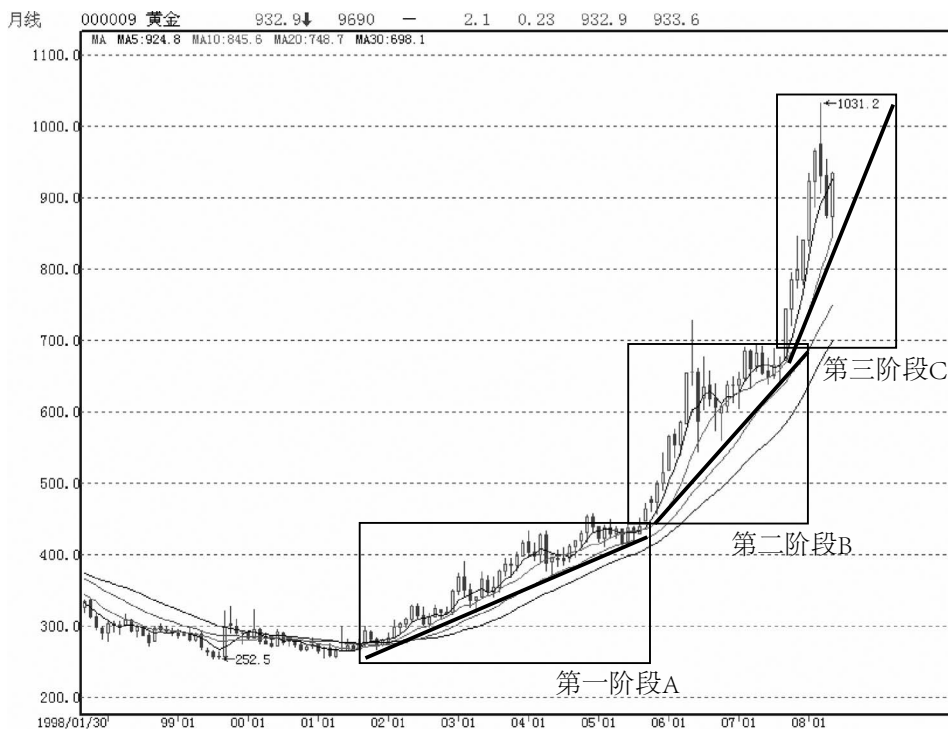
从2001年以来，黄金经过七年的发展，可以把它的走势分成三个平台，如下图所示。

第一个平台从2001年到2005年底，称之为基础夯实阶段。黄金的价格基本上在250美元—500美元阶段波动。当基础稳定之后，再上涨就非常容易了。

第二个平台从2005年底到2007年1月份左右，这个阶段波动非常大，投资量也很大，但是实际需求有所萎缩，首饰需求下降较大。这个平台主要巩固的是500美元—700美元之间。一旦跨过700美元关口，下一阶段就会继续上涨。

第三个平台是2007年底到08年上半年，称为进一步提高阶段。黄金年如果要进一步上涨就必须稳定1000美元的平台，或者说800美元—1050美元这个平台，如果这个平台稳定下来。实金商都接受了，投资者都接受了，同时美国经济继续疲软，美元没有

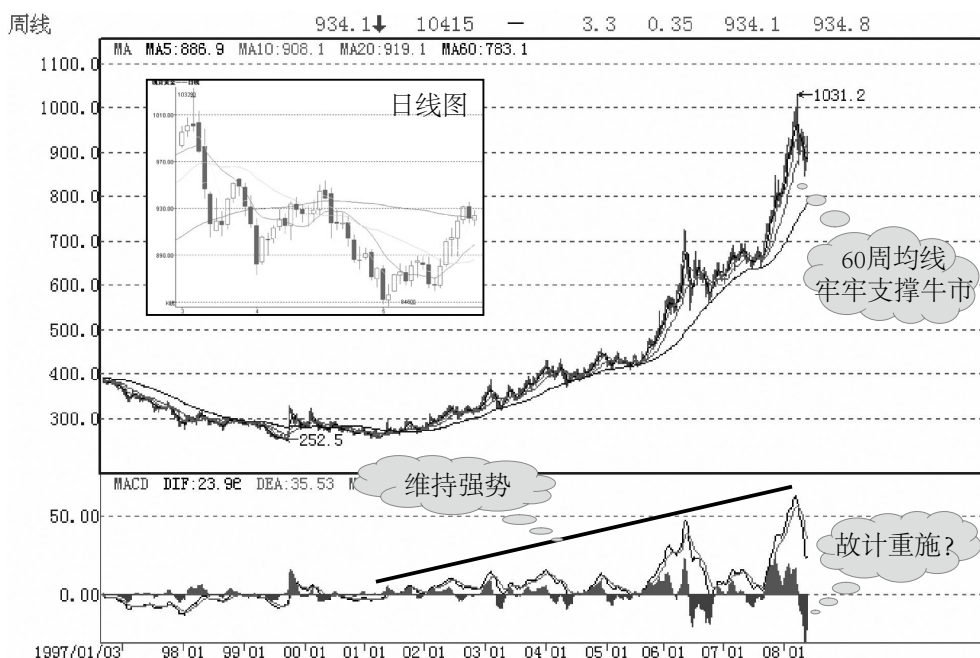
良好的表现，如果这个位置夯实以后，黄金价格还有非常大的想象空间。但是如果这个平台巩固不住，比如美元出现非常大的反弹，下半年美国经济出现比较好的迹象。黄金就有可能跌破800美元。



通常技术分析市场可以用一句话来概括：一把直尺走天下。实际上这也就是趋势性分析方法，只要趋势没有跌破就有可能继续，如果跌破就有可能逆转。上图的三个框代表了每个框所花费的时间和幅度。第一个阶段大概花了52个月，第二个阶段是20个月，截至2008年8月，第三个阶段到了8个月，那它还能持续多长时间呢？从均线上来分析，从近年的黄金牛市来看，60日均线是每次价格回调的一个重要支撑，即便是2006年的下调也在60日均线处牢牢被支撑住。



从平滑移动曲线来看，MACD也是维持强势的，如下图所示。但是2008年6月份出现了一个大幅下调的过程，那么它会不会和2006年5月份出现的情况一样呢？再次通过一年的时间来巩固这个阶段？在年底的时候通过一些实金需求基金的买入来推动这个价格往上涨呢？就本人的观点看来，黄金在短期内还是偏弱发展的。



本文根据紫金矿业高级黄金分析师雷桂琴的演讲整理所得，
谨代表演讲者个人观点，并非任何投资建议。

机构黄金期货投资策略与风险管理

不论机构还是个人投资者，在介入黄金期货品种之前，首先应具备最基本的技能，比如知道什么是买进、卖出、开仓、平仓等等，最重要的是必须熟悉有关的规则和制度，这是介入期货市场的必要前提。

从某种意义而言，黄金期货只是个新生儿，甚至相对早产，因为人民币并未达到完全市场化的程度。在国内投资黄金期货，如果脱离人民币谈黄金价格是无意义的。同样，黄金价格与国际市场联系紧密，它必然是一个全球化的市场，如果仅仅按照股票投资的思路来谈论黄金市场的投资，那也注定是要失败的。在黄金期货已经上市的情况下，就好像高速公路已经修好，游戏规则已经建立，从彼岸到此岸必然会有商机。如何去把握这个商机，关键是要发现从此岸到彼岸的途径以及背后寓意的价值。黄金价格涨跌本身并不重要，重要的是这个价格背后意味着什么。

2008年1月9日黄金期货在上海期货交易所上市当日，主力0806合约的收盘价是223.30元/克，而当日上海黄金交易所T+D的收盘价是208.05元/克，这两个截然不同的价格是否给了我们什么启示？一方面这说明大家确实对黄金非常喜爱，投资者热情高，很有激情。另一方面也说明很多投资者对黄金价格的认识还远远不够，还需要更多地学习。

不论是黄金市场、汇率市场还是利率市场，都是银行占据主导地位的市场，在美元相对世界主流货币持续贬值，人民币不断



升值的大背景下，黄金未来还可能形成多次波动。这对于任何投资者在考虑经营、管理、贸易、投资，乃至最后的权益结算、财富增长等等而言都是一个系统工程。所以黄金期货的上市实际上给我们提供了一个很好的学习机会，简简单单的任何一手成交以及买卖价格，其中都包含着深刻的含义，从中可以分析出很多内容。下面就机构投资黄金期货的有关策略和风险管理进行简要介绍。

投资黄金期货的四个问题

机构进行黄金期货的投资，首要考虑的是投资机会在哪里。真正投资之前，需要明确以下四个问题。

一、黄金到底是什么？

黄金期货这个黄金，和我们平时理解的黄金是不是一回事？中国的黄金、外国的黄金、期货交易所的黄金、现货交易所的黄金、银行的黄金、首饰业的黄金之间有什么联系和区别？如果投资者不知道它们之间的界定，那对于黄金市场的投资肯定是盲目的。

还有，黄金期货如何与现货联结？国内的黄金市场是封闭的吗？黄金的规模有多大？黄金的货币、商品和金融属性如何？国内黄金期货如何定价？这些问题都需要理解，读者可以从本书的其他章节找到答案。

有人说黄金是一个谜，以前说黄金就是单纯指黄金，因为金本位制奠定了它世界货币的地位。但自从上世纪七十年代，浮动汇率制度登上历史舞台之后，黄金的货币性职能受到削弱，而作为储备资产的功能得到加强。各国官方黄金储备量增加，直接导致了上世纪七十年代之后，世界黄金价格大幅度上涨。然而到了

上个世纪八十、九十年代，各国中央银行开始重新看待黄金在外汇储备中的作用。中央银行日渐独立以及日益市场化，使其更加强调整备资产组合的收益。在这种背景下，没有任何利息收入的黄金地位有所下降，部分中央银行决定减少黄金储备。正是由于主要国家抛售黄金，导致当时黄金价格处于低迷状态，在随后的二十多年里基本徘徊在400美元以下。但是自从2001年以来，随着矿业股票、黄金基金和各类基金的成长，以黄金为代表的商品市场步入了一派欣欣向荣的辉煌阶段，并且黄金在2008年一度突破了每盎司1000美元的关口，这或许是它对过去二十多年来一直默默无闻表现的某种回馈。

黄金同时也是一种工具，尤其在中国金融市场更是如此。因为在国际市场上，发达的市场经济国家其利率市场、汇率市场都非常发达，金融工具和避险工具不但种类繁多而且非常复杂。但中国目前利率和汇率都没有完全市场化，因此黄金作为一种金融工具弥足珍贵。如果把黄金看做资产背后的一种标杆就可以理解，它和人民币紧密相关，货币变化的因素往往大于黄金本身。

二、为什么要投资黄金？

介入黄金期货固然具有避险保值的功能，但从宏观上讲发展黄金期货也有利于中国的黄金市场从商品交易向金融产品交易的转变，从黄金现货交易向黄金衍生产品交易的过渡，由国内市场融入国际市场的转变。

同时在中国利率和汇率都没有完全市场化之前，黄金更重要的作用是可以起到一种金融市场基础设施的建设作用，从某一方面形成了突破。



注意

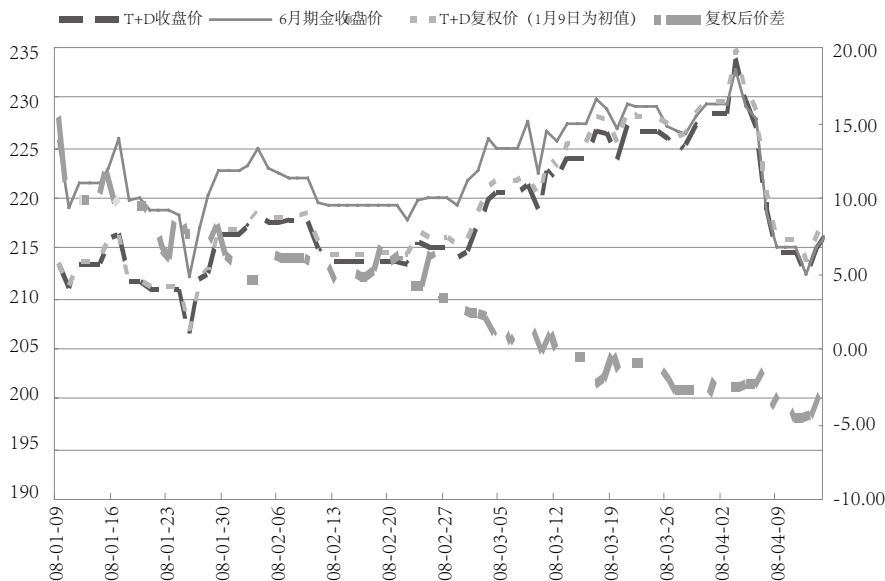
在以避险保值为目的参与黄金期货市场时，还应注意几个技术要点，如保值的数量、增值税、交割分离以及黄金与其他金融产品及商品的区别。

三、谁来投资黄金？

这个问题涉及到投资主体的概念。黄金市场要由国内市场融入国际市场，个人投资者、机构投资者，包括银行、券商，是否可以准入？通过什么途径？投资的目标和定位如何？利润与风险的关系考量，属于不同的投资主体，会有不同的思考。

例如2008年1月9日，上海期货交易所与上海黄金交易所之间黄金高达22元的差价，提供了无风险的套利机会，不论是个人还是机构，如果没有做好准备，这22块的差价是赚不到的。之后价差逐渐缩小，甚至出现期现价格倒挂的现象，如下图所示。

上海期货交易所与上海黄金交易所黄金价差



近几年来人民币在不断升值，但是如果经历了长时间升值之后，人民币汇率的预期不再是单边升值的情况，那么中国的金融市场会发生怎样的巨大变化呢？投资领域有可能出现一个利率市场——除股票市场之外更基础的一个金融工具会出现，这又将是一次巨大的机会。这个市场的雏形已经从黄金市场开始了，所以要黄金市场非常重视。

四、怎样进行黄金期货投资？

进行黄金期货投资是一个不断学习的过程，需要不断交流、不断沟通和磨合。虽然黄金市场是从现货市场发展起来的，考虑得更多的它的商品属性，但黄金市场从来都是一个金融市场，黄金本身也是一种金融产品。

而且黄金的调度也非常方便，比如一块金锭从香港的某个金库送到深圳的指定交割金库只用两个小时，而黄金又可以择地交割，机构在上海、北京或者全国其他任何一个指定交割金库都可以直接提金。这就意味着到了某一合约的最后交易日，如果香港和内地两个市场有两块钱的差价，估计将有很多保安押运的车就会从香港调运到你的家门口。这些风险就意味着黄金的期现结构跟其他商品市场是不同的。对其他商品期货品种，投资者基本不敢大规模抛近月买远月，因为做期货有句口诀，就是做期货贴水是有限的，因为银行有个基准利率；现货升水是无限的，因为钱永远比现货多。但黄金是一个不同的市场，因为世界范围内它有庞大的库存，而且黄金又是一个全球化的市场，因此可以进行抛近买远的交易。事实上在这个市场里，人们考虑的仅仅是收益率曲线而已。当然每个合约背后还要注意交割、发票这些细节，控制好了每个细节，对全局就胜券在握。下面就简单介绍一下黄金期货的投资策略。

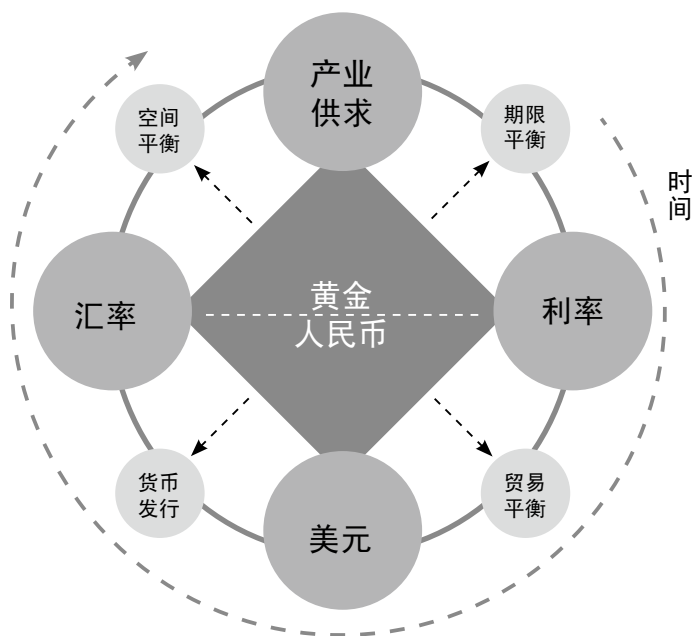


机构的投资策略

长期以来，从地底下挖出来、冶炼出来的矿产金都积累在地面上，到2006年，全球已开采出的黄金大约有15万吨，到2008年，预计会达到16万吨以上。其中又有相当一部分，至少有7、8万吨黄金储备在银行的仓库里。为什么黄金这个资产会有这么多人关注？就是因为它的全球化、资产的配置以及其他延伸出来的功能。

考察一下其他的商品市场，比如原油市场，当油价处于每桶10美元的时候，人们都觉得这是一个非常普通的商品市场。但是一旦油价涨到100美元、150美元，甚至200美元的时候，再没有人会忽视商品市场本身的价值。其实商品市场过去几年大幅的上涨，从货币角度而言，是对货币发行过剩的一种报复性行为。2002年到2006年，世界矿产黄金的总量基本每年维持在2500吨上下。2500吨和16万吨相比，算出来黄金的资产增量和矿产增量大概仅仅是1.6%，同时在卖出这些增量黄金的时候，人们会觉得钱不值钱了。这意味着供需平衡不是黄金的供需平衡，而是背后的美元和人民币供需平衡关系在发生变化，这是导致金价变动的核心原因。

所以如果参与黄金期货交易，一定要基于货币市场，并在其背后弄清楚它的货币结构、利率结构、期限机构、汇率结构，才能对黄金有一个真正透彻的了解，如下图所示。



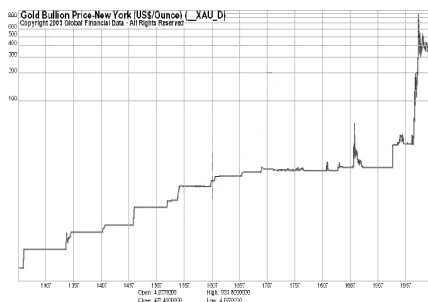
注意

不同的投资者想法是不一样的，有的做产品、有些做基础设施，不同的心态，不同的出发点促使每个人要思考。以套期保值为目的的市场参与者，如珠宝首饰商、矿产金商，同样需要思考关于数量平衡的问题、交割分离的问题等等，这些细节和参数必须完全理解，才能得到比较精确的结论。

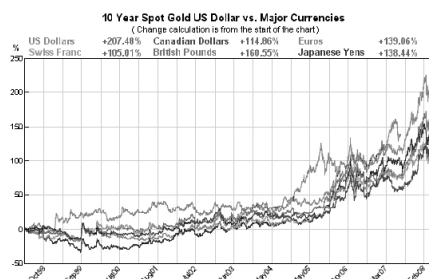
美国十年期国债走势



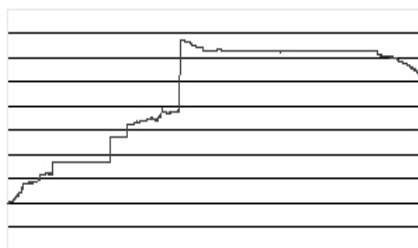
黄金历史走势图



黄金十年来以主要货币计价走势



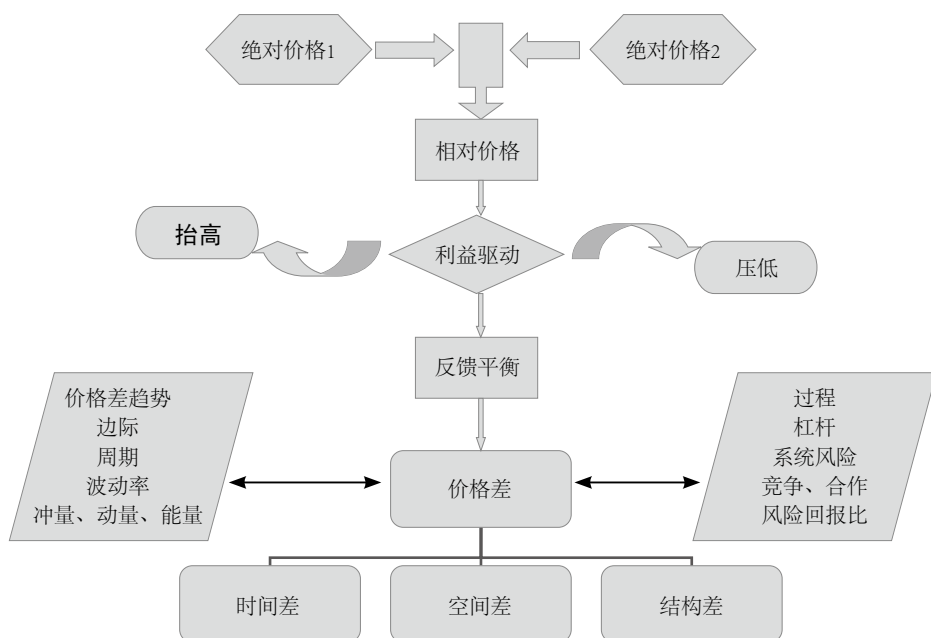
人民币汇率走势



如上图所示，美国的十年期国债从长期来看，在七十年代正处于一个大幅上升的通道初期，这个阶段与七十年代黄金大幅上涨是契合的。而现在商品价格的上涨有部分原因是因为负利率本身，遇到财政压力时，就冒着货币发行过剩的风险，从而流动性过剩导致物价上涨。黄金的价格，只是黄金跟人民币的比价，把黄金作为常量，人民币作为变量就好理解了。

目前国内黄金尚不具备全球性的定价权，还是一个缺乏主动性的市场，黄金的定价主要是根据国际市场的美元价格、人民币汇率来测算出国内即期市场，然后根据美元的远期利率结构、黄金的租赁结构、人民币的利率结构、人民币黄金的租赁结构以及人民币跟美元的近期和远期的汇率结构形成的体系，最终来确定对黄金价格的预期。所以在这个领域中，不同的参与主体可以看

出不同的机会。有一个相对的价格必定会有一个利益的驱动，如下图所示。



目前国内和国际市场的相关性非常高，经过测算，两个市场的价格按照即期汇率的价差非常小了。

随着汇率波动，围绕国内和国际两个市场的机会仍然很多。人民币并不会永远升值，或许几年之内这种预期就会被打破，这意味着以后人民币会面临异常的波动，因此交易所黄金的价格也会同样出现波动，这个波动不在于金价本身，而在于人民币汇率日间的波动。

黄金期货投资风险管理

任何投资都存在风险，关键是如何对其控制和管理。其实风



险可以分为两个层面来理解。一方面需要控制和管理好风险，另一方面风险也能带来收益。期货和其他的投资领域不同，其风险点也不一样，关键是对这个市场的风险是否可以驾驭，其风险是否可控。交易所设计了一整套完备的风险防范措施，关键是投资者的交易团队和管理团队，甚至要细化到财务处理和结算人员，对交易所的规则、制度，包括交易、结算、交割等等制度是否真正融会贯通，不清楚之前入市交易毫无裨益。

从风险源上来看，黄金市场可能面临政治、经济、金融、市场体系、价格、规则、管理、操作等各个层面的风险。从类别上看，黄金市场可能面临环境类、体系类、制度规则类、价格类和内因类的风险，但只要大家共同遵守规则，风险率就大大降低了。

关于黄金市场风险的传导途径，在全球一体化和信息透明化的今天，风险传导效率大大提升，它属于全球化的传递，必然要考虑政治体系、经济体系、金融体系、互联网技术已经把世界变成了一个地球村，风险传递的速度会非常快，这同时也意味着任何一个人都不会占有绝对的优势。其他方面，比如市场体制的不稳定性、信用链的问题、制度这些细节，还有价格波动率、流动性、杠杆、卖空等。包括交易所限仓、提高保证金给投资者带来的风险，都需要随时注意并高度重视。

从风险管理方面来看，交易所的管理、期货公司的管理，企业交易团队的管理都会有所侧重和不同，弄清黄金的货币属性、投资属性和商品属性，对于制定游戏规则具有重要的参考意义。当然其他方面，比如说有一个汇率或是利率组合工具，那就意味着这些风险可能就不再是风险，而是收益非常重要的来源，也将成为银行和投资机构以及流动性业务的核心主营业务。

关于黄金期货的风险管理，要注意杠杆与卖空、衍生品市场

的多样性，还有黄金税收与黄金交割，其中要区分货币黄金、投资黄金和商品黄金的差别。同时还应注意汇率与利率，以及规则的差异性，黄金进出口政策及黄金制品进出口政策，这些规则的变化都会对细节产生影响。

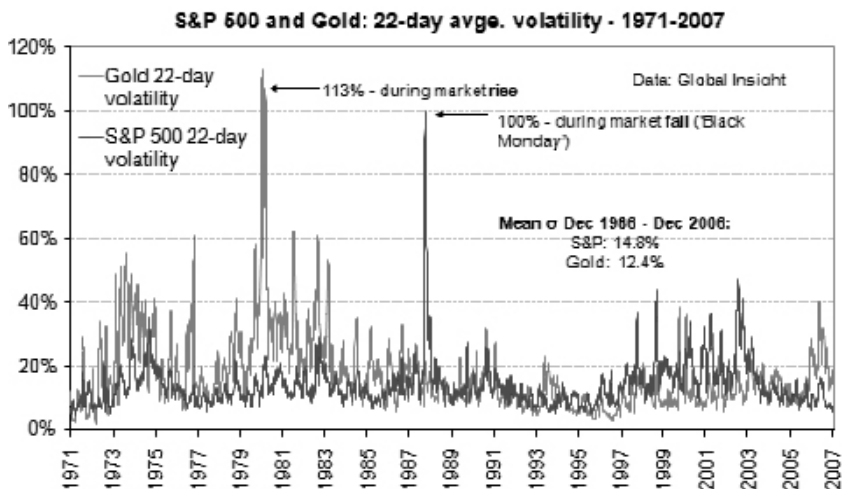
机构投资黄金期货有如下具体风险：

- 1、金融机构的交割如何实现
- 2、限仓等风险管理的规定
- 3、如何申请套期保值的头寸
- 4、连续停板的应对
- 5、内部风险控制制度
- 6、具体操作管理

这些问题在上海期货交易所的交易规则和实施细则中都有说明，必须熟知。

比如说限仓怎么办？投资需要杠杆，投资者100万的资金希望做1000万的生意，如果无法交割就意味着出局。如何申请套期保值头寸？上海黄金交易所的现货和上海期货交易所的期货未来能否达到一个共同繁荣的效果等等。

1971年-2007年黄金波动率





又比如，考虑一下黄金过去三十年的波动情况，如上图所示，七十年代黄金的波动率经常会达到40%以上，甚至还有超过100%的记录，然而到了九十年代，黄金处于一种边缘状态，波动率下降。自从2000年以来，随着金价的上涨，金价的波动率在上升，其中就会出现很多投资机会。

总之，投资面临风险是必然的，但前提是投资者对风险要有足够的认识，并且具备管理、控制风险的能力。首先，要做有管理的风险投资；其次，把握波动率带来的机会；第三，把握规则确定的机会；第四，把握在理性纠偏过程中带来的投资机会；第五，用黄金来管理自己的资产配置，进而管理风险。包括利用黄金期货这个工具，挖掘它在商业金融中的应用价值，来管理企业的生产，管理贸易的，管理资产配置的蓄水池，从而通过回报收益率把小钱变成大钱。

推广到利率、汇率方面，同样存在机会，但需要通过金融业者的能力和服务，来体现它所存在的价值，所以黄金期货也是金融的基础。

本文根据经易金业高级黄金分析师陈进华的演讲整理所得，
谨代表演讲者个人观点，并非任何投资建议。

黄金期货套期保值策略

黄金作为一种特殊的商品，具有金融和商品的双重属性。它的货币功能涉及到一个国家的货币政策，包括汇率政策、外汇储备政策，还涉及到通胀率等等；在它的商品属性中，其主要表现形式是广大消费者喜爱的首饰。这就使它具有“上天入地”的特殊性，一旦发生剧烈价格波动，既牵动最高管理层的决策，又会拨动广大消费者的心。它的波动会直接影响人们对宏观经济的看法，并由此产生一系列相应的心理预期和经济行为。

但黄金其实是一个相对稳定的品种，通过长期分析可以看出，它的价格波动在所有的金属品种中很低，波幅也较小，否则没有任何国家愿意把它作为战略储备。黄金的储量、产量、腐蚀程度都是已知的，有相当大的稳定性，所以从古至今才会把它作为货币的储备。市场稳定，大家就会忘记它；市场动荡，大家就会想起它。为什么要想起它？因为动荡就意味着有很多未知的因素，但它是已知的。所以二战期间，美国经济强大，一枝独秀，因此才有黄金等于美元的说法，储备美元就等于储备黄金。

虽然黄金价格波动的影响因素少，其他商品价格波动的影响因素多，但是其它商品波动因素的可预测性强而黄金的可预测性小，是难以被市场所掌握的，它有一个最大的未知数就是宏观货币政策在发生剧烈震荡的时候，国家会采取买和卖的措施，这个买和卖的行为一定是国家的核心机密。因此黄金作为一种特殊的商品，黄金期货作为一种特殊的期货品种，它不同于其它商品期

货，不能用简单的算术关系来衡量，同时它也是一个难以用商品供求关系来衡量的品种，因此，它的保值具有一定的特殊性。

具体来说，一方面黄金相当一部分产量是在有色金属生产过程中伴生的，成本核算不显著，有色生产企业对它的保值需求不显著；另外黄金生产企业由于国家多年来的特殊政策，市场化程度明显不足；同时由于国家多年来对这个行业的管制，造成民间黄金的储备不足，其市场需求难以满足，民间黄金需求一直处于饥渴型。

全球的黄金储备还有个很大的特点，主要集中在政府和老百姓两端，老百姓不怕套牢愿意把它买走，政府也非常担心人人都来买，导致储备不够。而这个市场的参与者有三类，第一类，是正宗的投机者，这类群体的目的就是赚钱，并不关心黄金多大小，这类群体在市场上最多。第二类是套利商，主要在两个或多个市场上寻找价格之间的差异，赚取利差，并且认为套利的风险有限。第三类主要分为生产商、消费商和流通商，他们对于市场的预期各不相同，其中生产商还可以细分为矿山和黄金冶炼生产者。



企业套期保值的意义

一、哪些企业应当进行黄金的套期保值

上述三类市场参与者哪些对保值最感兴趣呢？一种情况是价格在其成本线上下波动，而且还有可能下降，为了锁住自己的利润，就需要保值，这种情况比较少。另一种是国有企业或国有控股企业，如上市公司，它有长期股权激励，这种情况下最好的工具就是保值。

但是对消费商而言，情况又有所不同，有一部分首饰加工商，其加工费有限，因此原料价格的波动一旦加大，加工费的利润就有可能完全丧失，所以这部分市场参与者实际上是保值的主体，应该通过期货市场通过保值来锁定经营风险。

此外，黄金行业的流通商不像其它行业的流通商那么活跃，流通商往往具备独特的人脉或者进口渠道和资源，与下游的关系非常紧密。这种流通商之间本身的竞争性不强。有的流通商本身就是来料加工商，加工首饰自己销售，和企业有本质的区别。这部分流通商是保值的主力军，他们必须锁定自身的风险。

过去几十年以来，黄金价格在缓慢上升后经历了剧烈的波动，大大增加了企业面临的风险。随着原油价格突破130美元，黄金价格由每盎司250美元上涨至超过1000美元，上涨幅度高达300%；但是2008年中期随着原油从高位回落，黄金价格急剧下跌到750美元左右，很短的时间内下跌幅度即达25%。市场价格波动的风险是客观存在的，在价格突变的 market 环境中，企业很容易两边受损失，出现高买低卖。要回避价格剧烈波动风险，达到企业预先制定的经营目标，套期保值无疑是有效的方法，它能够使企业锁定其正常的生产经营利润，实现企业的稳健经营。



套期保值只是为了把未知的东西变成已知，是解决投资者的风险承受力问题，只是一个保险，即为原材料和产成品买“意外险”。做为保险它的收益率肯定不会太高，所以要记住套期保值不是为了让风险消失，风险是一直存在的，只不过通过保值使风险的承受者发生了转移，要把风险转移给他人或是分散给市场其他参与主体。风险是永恒的，转移只不过是一种手段。

二、企业套期保值的实际意义

通常，如果市场价格波动越大越频繁，或企业规模越大，或企业产品越单一，利润来源越单一、利润越薄，或企业采购原料或产品的价格波动越大，或企业生产与加工周期越长，或企业库存越大、现金流越紧张，或企业产品销售渠道不畅，或客户违约数量增加，企业套期保值的需要越大。

参与期货市场，不仅是企业增强企业竞争力的手段，同时也是决定企业能否抵挡市场风险的生存之本，是企业长期稳定发展所必备和不可或缺的。参与期货市场还是企业规避价格风险，稳健经营的重要手段。参与期货市场也是黄金生产、加工企业进行国际化经营，参与国际竞争的必然选择，不仅能有效地规避国内和国际市场价格波动的风险，还能促进企业经营管理水平的提高。

企业套期保值实务

一、企业必须正确认识套期保值

人们通常对套期保值存在着一些不正确的观点，比如认为套期保值是为了扩大企业利润，或者为了减亏，或者为了获得市场超额投机利润；还有人认为套期保值是为了消除经营过程中的风险，评价套期保值是否成功的标准是期货交易盈亏的多少。这些

都是认识上的误区。

风险换种说法就是未知，任何事物只要是已知和稳定的，就很难成为风险。进行套期保值的本质核心的就是把未知变成已知。它不等于能够赚到巨额的钱，也不等于灭失了风险，也不等于捡了亏。期货市场最大是什么作用呢？期货市场不能改变经济周期。在没有期货市场的条件下，经济周期的波峰和波底能够把企业击穿。期货市场虽然不可能摆脱周期，但是给了企业更多的机会转移和分散风险。

套期保值是指买进（或卖出）与现货数量相等、交易方向相反的期货合约，以期在将来某一时间通过平仓获利来抵偿因现货市场价格变动带来的实际价格风险。

换句话说，生产经营者同时在期货市场和现货市场进行交易方向相反的交易，使一个市场的盈利弥补另一个市场的亏损，从而在两个市场建立对冲机制，以规避现货市场价格波动的风险。也就是说，套期保值是通过期、现货两个市场来共同完成的。

套期保值之所以能够防范价格风险，在于套期保值的可能





性。首先，标准化合约与相关现货商品具有可替代性；其次，期货价格和现货价格的变动趋势基本一致；最重要的是，现货价格与期货价格随着期货合约到期日的临近两者趋于一致。



注意

进行套期保值应当遵循以下原则：

- 交易方向相反原则
- 商品种类相同原则
- 商品数量相当原则
- 交易月份相同或相近原则

二、现代套期保值的主要理论

套期保值经过长期发展，逐渐形成了几大理论。

1、基差逐利理论

20世纪50年代，美国著名期货专家霍布鲁克·沃金对套期保值的理论提出了独到的看法，他认为：套期保值的结果不一定会将风险全部转移出去，套期保值者为避免现货价格变动的大幅风险，选择了相对较小的基差风险。套期保值的核心并不是要消除风险，而是通过寻求基差方面的变化或预期基差变化来谋取利润，即通过发现期货市场与现货市场之间的价格未来变动来寻求活力机会。

2、组合投资理论

组合投资理论认为，交易者进行套期保值实际上是对现货市场和期货市场的资产进行组合投资，套期保值者根据组合投资的预期收益和预期收益的方差，确定现货市场和期货市场的交易头寸，以使收益风险最小化或者效用函数最大化。组合投资理论认

为，套期保值者在期货市场上保值的比例是可以选择的，最佳套期保值的比例取决于套期保值的交易目的以及现货市场和期货市场价格的相关性，而在传统套期保值交易中，套期保值的比例恒等于一。套期者的动机并不是单纯的风险最小化，也不是单纯的利益最大化，而是两者的统一。

3、流动性理论

流动性理论认为，相对于一些非正式的柜台交易市场或者说远期市场，一个有组织的期货市场将能提供更强的流动性，因为期货市场有统一的交易规则、规范的交易合约以及有效的监管机制，期货合约是一种标准化的远期交易方式，合约中，交易的品种、规格、数量、期限、交割地点等都已经标准化，唯一可变的的就是价格，而其他一些柜台或远期交易市场上的交易只能是依赖于交易双方的需求与供给关系以及信用程度。这样，期货合约的流动性大大加强，而有效地规避了交易双方违约的信用风险。

4、长期合约关系理论

对于众多在金融衍生市场从事衍生工具交易的企业而言，大多数衍生工具的交易都是以金融合约的形式进行的，包括期货合约、期权合约、互换合约等等。这些合约的类型反映了交易双方的合约关系。如果交易双方或一方并不是完全的套期保值者，而是一些套利投机者的话，这种合约通常是短期的，将对交易双方而言，不构成一个稳定的合约关系。而当交易双方都是作为一个企业，一个需要在衍生市场上进行资产价格风险规避的套期保值者，通常这种合约将构成一个长期的合约关系。即交易双方企业通过特定的衍生合约而获取一种长期的关系，这种现象在生产行业大量存在。而这种企业间长期合约关系的存在，使得企业节约了相当的交易成本，这些成本包括搜寻与自身产业相关的上下游企业、即原料供应商以及产品销售商，以及获取这些企业相关信

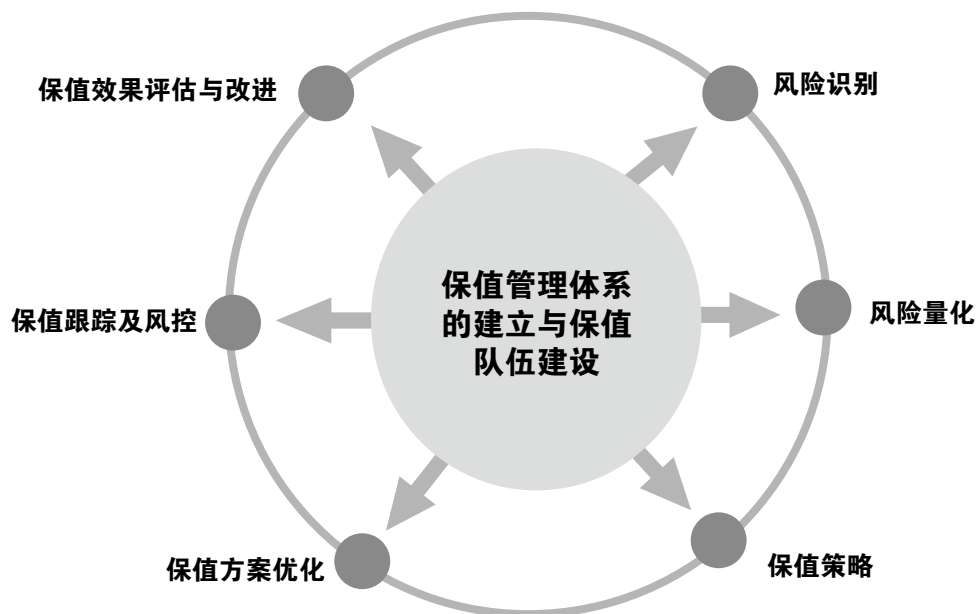
息的信息成本。金融衍生市场成为提供企业间这种长期合约关系的一个重要场所。

三、套期保值的操作规范与运作流程

为了更好地实现套期保值目的，企业在进行套期保值交易时，必须注意要坚持“等量同时相反”。进行期货交易的商品必须和现货市场上将要交易的商品在种类上相同或相关数量上相一致。“相反”，就是在两个市场上采取相反的买卖行为，如在现货市场上买，在期货市场则要卖，或相反。“同时”即在现货与期货二个市场上的操作要同时进行。

此外，还应选择有一定风险的现货交易品种进行套期保值。如果市场价格较为稳定，那就不需进行套期保值，进行保值交易需支付一定费用。比较净冒险额与保值费用，最终确定是否要进行套期保值。

作为生产或消费型企业，更多应考虑宏观经济周期对价格的



影响，由此而要求的周期性对冲，这对企业尤为重要。当然市场的策略性对冲也是很重要的。

套期保值的运作流程如上图所示。

1、套期保值方案制定小组通过市场调研，负责编写套期保值方案。在这一过程中，必须弄清保值对象，并进行风险回避需要和市场分析，制定好套期保值方案后，还要拟定风险控制措施。

2、套期保值决策委员会审定保值方案，方案通过后，送交易部执行，并启动风险控制程序。

3、做好交易准备工作，交易部办理好开户手续，开通交易系统，财务将保证金打入期货公司账户。

4、交易部执行方案。

5、结算部统计成交结果，并对交易结果进行确认，财务部对交易头寸进行合理的记账。

6、跟踪保值头寸。期货部与结算部共同跟踪交易头寸的风险状况，在保证金不足时，通知财务部追加保证金。

7、对冲平仓。现货部门的销售工作与期货部门的平仓操作同时进行，但方向相反。或者进行交割。

8、财务部门对保值效果进行书面评价，并提出改进建议。套期保值方案制定小组进行方案设计效果评估并提出改进建议。

9、风控部对整个套期保值流程进行合规性检查，并给出书面稽核报告，对操作过程中不合规的步骤提出改进意见。

整个过程的核心及首要任务是建立保值管理体系和合格的保值队伍。

企业进行套期保值还应当遵循以下管理原则：

· 统一管理：对所有套期保值分支机构的统一设置、统一研发、统一保值策略的决策、统一授权、统一稽核等。



- 统一财务：保值资金及信用额度的申请、资金调拨、风险控制由公司财务部统一管理。

- 统一结算：所有分支机构的保值账单的审核、确认统一由公司期货结算部负责。

- 统一授权：企业的授权体系如何是风险管理的核心，它集中体现了一个企业管理的水平和运作效率，也反映出企业的现代化程度，它有唯一性。

- 统一风控：所有头寸的动态风险状况由总公司期货部掌控，包括对保值头寸的风险警示、不合规头寸的进行平仓。

四、套期保值组织结构与授权管理

企业套期保值成功与否的先决条件是建立保值管理体系和合格的保值队伍，完善的管理体系必须具备明确的操作流程、完备的操作方案、有效的风险控制、顺畅的执行中心、快捷的信息沟通、充足的资金保障。在建立组织结构的过程中，要以各部门按照相互协作、相互制约的原则进行分工。为有效进行套期保值，企业可以下设套期保值决策小组、套期保值方案制订小组、交易部、风险管理部、结算部、财务部六个职能部门（或相应岗位）。

- 套期保值决策小组：由公司董事会“经营决策与风险管理委员会”成员与公司的期货套期保值部门及现货营销管理部门的负责人组成。必要时邀请负责生产与进出口业务的经理参加决策事宜。

- 套期保值方案制订小组：由公司经营管理层及专业人士组成。广泛收集市场信息、分析、预测市场行情；提出套期保值建议方案。

- 交易部：负责套期保值方案的执行。关键是运作策略和效率。

· 风险管理部：制定并监督执行企业期货业务管理制度和保值方案；建立期货统计报表制度；对期货业务进行风险控制等。关键是原则和第一时间。

· 结算部：对企业各分支机构进行的套期保值头寸集中管理，统计，确认或提出疑义。关键是认真和市场意识。

· 财务部：负责套期保值所需保证金的统筹安排与调拨。用于期货套期保值的资金由企业法人授权分管副经理进行调拨。保值方案中应制定资金需求计划。在保值方案确定后，按方案所需资金及时间要求及时足额提供保证金，如遇行情突变需临时增加保证金时，则由分管副经理提出书面报告经有关领导批准后由财务部增拨资金，平时保证金有富裕时应及时调回企业。用于交割提货的资金由分管副经理在接到现货部门提出的交割数量后在交割月的前一个月向财务部提出申请；卖出保值头寸交割后，要求期货公司必须将全部交割货款尽快汇到企业资金帐户上。要求有公司生产经营进程和资金统筹意识。

建立行之有效的授权体系是企业开展期货保值业务的前提，要予以充分的重视。

- 交易授权：对交易指令下达人进行授权。
- 交易确认授权：对所有保值结算表格按交易进行确认。
- 交易资金调拨授权：对交易账户的资金调拨进行授权。



注意

以上三种授权互不交叉、互相制衡，每一种具体授权有明确的数量或金额限制。相对于很多企业，在早期可以在授权范围和时限上小一些短一些，运行一段后在行扩大范围要好一些。但无论如何要清晰，有时效。



五、风险识别与转移

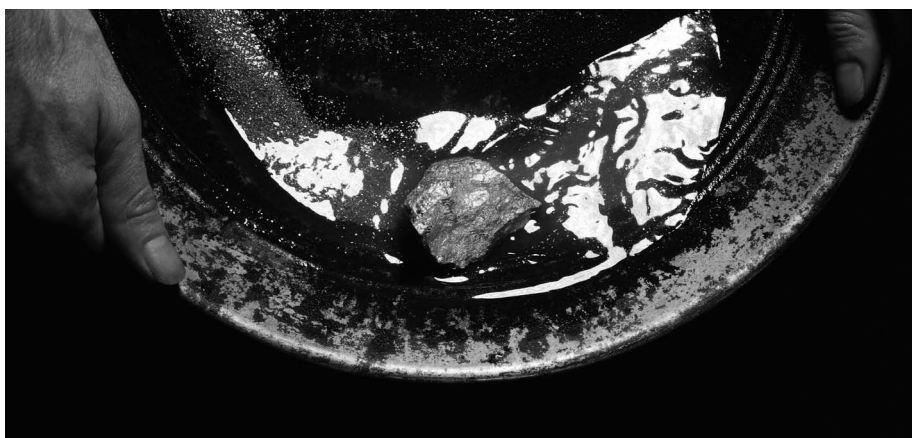
企业核心经营目标的不确定性因素就是风险，因此在制定套期保值方案的时候，首先就要认识鉴别企业活动中各种损失的可能性，估计市场风险对企业目标的影响。具体讲来，企业面临的风险可以划分为以下几种，并且它们大多数情况下都可以通过期货套期保值进行规避。

· 原料供应风险：原材料有时供不应求，有时供大于求，有时定价权被上游或机构垄断，使企业蒙受不必要的损失等等。

· 产品销售风险：企业产品在销售过程中，供销渠道不通，导致产品销售不畅；优质产品卖不出应有的价钱；下游用户违约、三角债、合同纠纷、产品定价标准或方式不能满足客户的需要等。

· 流动资金风险：企业库存占用流动资金过大、企业套期保值资金占用过多、套期保值资金不够，保值头寸面临被强制平仓的风险、企业现金流紧张时企业短期融资能力不足，导致企业运营出现困难。

· 汇率与利率风险：由于汇率变化导致进出口利润大量减少，由于利息变化而导致企业还贷压力与还贷成本增大等等。



· 市场价格波动风险：导致企业无法获得预期的利润。

风险管理有两种方法，即风险接受和风险转移。风险接受是由于市场上不存在任何一种完全化解市场风险的办法，所有措施只能相对减少对企业的影晌，最优秀的化解市场风险的方法也存在一定的不足，甚至这些化解风险的手段本身也可能存在一定的风险。因此对接受风险，要有一定的心理准备与承受能力。

期货套期保值主要是指进行风险转移。风险转移是指通过期货对冲、远期合同锁定加工利润等方法来将风险转移至产业的上游、下游或市场投机者的身上，从而达到回避风险的目的。

六、制定套期保值方案

确定了需要转移的风险因素并具体将其量化之后，即可按照下述步骤制定套期保值方案：

1、弄清保值对象：在制定套期保值方案时，首先要弄清楚保值的对象什么，是原料保值、还是产成品保值、或者是周转库存保值；是生产企业保值、加工企业的保值、储运企业的保值、还是流通企业的保值。不同的保值对象与保值目的，采取的保值策略与方式是不同的。

2、避险需求分析：在弄清保值对象之后，首先要做的工作是进行风险回避的需求分析，根据企业套期保值的作用，可对避险需求做如下几种分类：

- 根据期货价格信号确定和调整生产计划，避免产品积压和按市场需要组织生产。
- 保证原料质量、数量与交货时间。
- 锁定产品生产成本、利润（生产利润或加工利润）。
- 稳定商业合作关系，回避债务风险；（如贷款不能回收）。
- 减少资金占用，加快资金周转。



- 帮助企业提前安排运输和仓储，降低储运成本。
- 规避商品在储运途中的价格波动风险。
- 提供购买和销售时机更大的选择余地和灵活性。
- 提高企业的融资能力。
- 生产经营过程中原定策略与市场表现出偏差，需要回避风险。
- 其它。

3、建立有效的信息渠道和中枢。通过这个信息中枢，汇集信息、传达要求、集中讨论，为风险管理和决策提供必要的支持。

4、编写套期保值方案。制定套期保值方案时应注意的几点问题：

- 企业进行套期保值的品种只能是与自身生产经营密切相关的品种。
- 企业进行套期保值时，期货交易总量应与其同期现货交易总量相适应。也就是说企业对套期保值头寸数量应做出限制，以不超过现货商品规模为限。
- 企业在进行套期保值时，应考虑成本以及预期利润水平。以生产者卖期保值为例，理论上讲，如果该商品期货价格等于或大于成本与预期利润（目标利润）之和，企业即可以考虑进行卖期保值，因此成本水平和利润水平在一定程度上影响企业是否进行套期保值。
- 对于套期保值头寸可灵活运用交割式操作或平仓式操作两种手法。期货交易所规定套期保值头寸必须申请，在一定时段内并不得重复使用，只能在规定的期限内一次性平仓或者实物交割。因此企业在进行套期保值时应从经济效益的角度来考虑是进行交割式操作亦或平仓式操作。以卖期保值为例，如果期货价格

下跌幅度大于现货价格下跌幅度时，卖期保值者会倾向于平仓式操作；当期货价格下跌小于现货价格下跌幅度时，卖期保值者会倾向于交割式操作。

· 在进行套期保值的过程中应充分了解行情，并对价格走势进行预测，以利于企业更好地完成套期保值工作，而不应过于简单机械地操作。企业如果能对市场有充分的了解，对价格走势进行较为准确的预测，则有利于做好套期保值工作，并能给企业创造更大的效益。

· 一个企业不应该只有一个一成不变的套期保值方案。每一个套期保值方案都应该根据自身的具体要求考虑特定的保值策略。要尽量使保值方案的每一个步骤更加精细与周到。

七、套期保值头寸的交割

大多数套期保值的头寸会在交割期到来之前平仓，但在期现基差有利等情况下，企业仍然会选择通过交割来完成套期保值的最后一个环节。

在进入交割月的前一月，由企业的现货部门将需要实物交割的产品数量通知期货相关部。现货部门组织资源并发运至指定仓库，由指定单位进行验收、制作仓单，并根据期货部门的书面指令将仓单交由期货公司进行实物交割，或由财务部按期货部门提出的资金计划筹集贷款交指定的期货公司办理实物交割。交割完毕后期货部门将仓单交由现货部门处理。如因资源、资金、运输等原因不能如期办理交割则及时向企业主管领导汇报，由其进行协调处理，确定不能进行交割则必须提前通知期货部门作平仓处理。

八、企业套期保值的风险管理

套期保值也存在风险，企业参与套期保值的风险基本分为如下几类：



1、内部风险

套保策略风险：买卖时机不对、买卖数量不对、买卖合约对象不对、平仓时机选择不对等等。

组织结构风险：组织设立不能满足套期保值的各项功能发挥，不能相互制约、相互合作。

决策机制风险：决策权力过于集中、或过于分散，决策程序是否科学、决策失误后止损方案是否具备。

管理制度风险：人员定岗定责、部门职能是责是否明确、工作的原则性与时效性能否保障、风控制度是否完善等等。

制约机制风险：各项操作是否透明、各部门沟通是否畅通、信息是否公开、稽核是否有效、越权操作或违规操作是否能及时发现等等。

财务合规性风险：财务记账是否合规，财务资金调拨手续是否齐全，资金使用率是否达到要求，资金成本是否得到有效控制等等。

2、中间代理风险

经纪委托风险：选择的期货保值渠道是否有正规执照、信誉度如何、服务质量如何、服务成本是否合理等。

交易、交割风险：在套期保值过程中是否存在交易技术故障的可能、有无交易应急预案；交割程序是否清晰、交割资金是否准备充分、交割仓单是否提前做好准备、增值税发票是否能按时提供、本企业或交易所、经纪公司有无交割违约的可能等等。

3、外部风险

流动性风险：由于交易过于清淡、或者市场出现涨跌停板而使期货套期保值头寸无法开仓或平仓的风险。

市场异常波动的风险：当市场被机构操纵时，期货价格与现货价格严重背离。

政策风险：由于国内货币政策变化，进出口政策变化、利率汇率变化、通胀变化尤其是国际市场发生变化或其他突发因素而造成的期货价格脱离现货价格的急剧变化。

4、其它风险

企业在加强风险管理时，关键要有良好的内部控制，这是风险管理工作的基础，其次还应当设立专门机构，并大力推广应用风险管理先进技术，条件允许时建立风险管理信息系统，对有关部门业务进行动态监控。



按照企业参与套期保值交易的过程，实行风险控制管理应包括以下几个方面：

- 1、套期保值计划制定过程中的监督。由于企业所处的环境不同，其生产、经营和利润的目标也不尽相同，如何制订适合本企业经营发展目标的保值计划，是企业参与期市的重要一步。企业应以套期保值决策委员会为核心，财务、经营人员为主的保值领导小组，共同监督制定保值计划，以求目标利润最大化和经营风险最小化，严格控制企业参与期市的资金总量和交易中的总持仓量。



2、套期保值交易过程中的监督。套期保值交易是一个动态的交易过程，每时每刻行情都会发生变化。这就要求从事保值交易的操作人员能灵活运用期货知识，及时调整交易手段，建立每日定期报告制度，将每日交易状况及时通报主管部门，套期保值领导小组及相关业务部门也可不定期查检套期保值交易情况，了解保值计划执行情况。

3、事后的监督稽核体系。针对套保业务的特点企业主管部门应在一定时段内对企业的所有交易过程和内部财务处理进行全面的复核，以便及时发现问题、堵塞漏洞。事后监督应覆盖交易过程的各个领域，重点应在交易过程中的风险防范。同时建立必要的稽核系统，保证套保交易活动的真实性、完整性、准确性和有效性，防止差错、虚假、违法等现象发生，对违法违规的具体责任人进行调查、核实，根据国家有关法律、法规进行严肃处理。

一个有效的监督管理体系是保证企业的决策层、领导层能及时了解和掌握其企业套期保值执行过程中的动态情况，在必要的情况下，可以由主管部门做出直接的紧急干预决策，防止由于内部管理不善或内部管理体制出现漏洞而产生损失。最重要的是了解企业内部授权体系和运作程序以及各种规章制度及运作方案。企业套期保值的风险管理体系要通过组织结构建设、授权管理、决策制度的制定、业务流程制定、风险评估体系的建立、监督报告体系的建立确保牢牢控制套期保值过程中的风险。

对于国有大中型企业，《中央企业全面风险管理指引》还对风险管理的目标进行了具体描述。

1、确保将风险控制在与总体目标相适应并可承受的范围内。

2、确保内外部，尤其是企业与股东之间实现真实、可靠的

信息沟通，包括编制和提供真实、可靠的财务报告。

3、确保遵守有关法律法规。

4、确保企业有关规章制度和为实现经营目标而采取重大措施的贯彻执行，保障经营管理的有效性，提高经营活动的效率和效果，降低实现经营目标的不确定性。

5、确保企业建立针对各项重大风险发生后的危机处理计划，保护企业不因灾害性风险或人为失误而遭受重大损失。

黄金期货套期保值案例报道

《自营金商打好套保牌 黄金期货“套”锁利润》¹

编者按：年内刚刚在上海期货交易所挂牌交易的黄金期货合约本月顺利完成首次交割。业内人士普遍认为，虽然首张黄金期货合约0806实现交割的数量并不是很多，但通过对其半年以来的实战操作，广大投资者积累了较为丰富的交易技巧，诸多产金用金企业也获得了进行套期保值的宝贵经验，这些都将为黄金期货未来的健康发展打下扎实的基础。日前，本报记者赶赴总部位于福建上杭的紫金矿业集团股份有限公司，深入了解了紫金矿业通过期货市场开展保值业务的具体情况。

跨市套利获全胜

2008年1月9日上午9点，伴随着一声锣响，上海期货交易所交易大厅的电子屏幕上跳出了一串数字——230.95。这是黄金期货主力合约Au0806当天的开盘价格，距离黄金期货上市首日的涨停板230.99元/克仅仅差了4分钱。而同时挂牌的另外六张黄金期货合约的开盘价则集体报在了涨停位置。按当时的汇率进行计算，我国黄金期货开盘价是当天全球期金市场的盘中最高价格。

回忆起黄金期货上市当天的情景，紫金矿业集团市场部常务副总经理杨庶至今还历历在目。“黄金是一种特殊的金属，正常情况下，凡是在开放交易的黄金市场，几乎都不存在价差。”杨庶告诉记者，如果折合成人民币进行计算，同一时间全球各大交易所的黄金价格差距每克不会超过正负5毛钱。但是，在“炒新”热情的推动下，1月9日当天国内黄金期货的开盘价高于其他市

¹见《上海证券报》2008年07月01日 作者：钱晓涵



场的价格不少，这在深谙市场规律的现货商看来，带来了颇为难得的套利机会。

上海期货交易所公布的持仓数据显示，黄金期货上市当天，拥有上期所黄金期货自营席位的产金企业就开始抛空。紫金矿业、山东黄金、招金集团从首日起就开始在0806合约上建立空仓。1月9日，紫金、招金还只是尝试性地卖出了130手和24手，山东黄金则一上来就空了680手；此后的三个交易日，紫金、招金不断增仓，紫金持有的空单数量大幅增加至1513手，招金也增至345手；而首日大举建仓的山东黄金变化不大，空单数量始终稳定在640手。以上期所黄金期货0806合约1月14日的结算价219.28元/克计算，短短四天后，三大金商自营席位持有的空头合约价值就达到了5.48亿元。

“很多人都说我们是黄金期货的最大空头，其实不是这样，我们没有一手的净空头，所有的合约都是对锁的，连合约的到期日都是对锁的！”杨庶所说的“对锁”，是指在抛空国内0806合约的同时，在国外其他市场买入同等数量的期货合约。由于黄金具有极强的金融属性，按照经济学的规律，不同市场的同月份期货合约在合约到期时价格必然趋于一致，这一点成为了紫金矿业进行跨市场套利的理论基础。

按照杨庶的计算，1月9日上市当天，6月份到期的黄金期货合约理论价格最多高于现货金价5元/克，但事实上，当天的价差超过了20元。“如此大的价差蕴含着巨大的无风险套利机会，至少我是这么认为的。”由杨庶制定的套利计划很快在得到紫金矿业高层的首肯后付诸实施，最终，0806与现货金价之间



存在的巨大价差消失，紫金矿业也在这场套利战役中大获全胜。

积极开展保值业务

据了解，紫金矿业集团此前在期货市场上并没有多少运作经验，真正开始做保值业务，也只是从近几年开始。“可以说我们正在尝试、正在摸索。”主管集团保值业务的财务总监周铮元对记者坦言，期货是一把“双刃剑”，但企业为了保证自己的利润，就必须参与到期货保值业务中来，期货市场也将成为黄金生产企业的重要销售渠道。

周铮元做了个假设，“比如说今年集团公司预计黄金的销售价格大约是200元/克，那么200元就是公司的计划销售价格。售价超过200元的部分是超计划利润，企业当然就可以做。虽然存在一种可能，就是公司在期货市场以205元/克的价格卖出，但现货市场在今后某个期间的实际价格可能涨到了210元/克。看上去企业少赚了5块钱，但由于企业预期的利润目标可以实现，在这个时候，企业肯定会做的。”

记者在采访中发现，生产成本的快速增长，是促使黄金生产企业主动开展保值业务的重要推动因素。周铮元表示，两大原因的存在，导致黄金生产企业的成本只会越来越高。一是金矿开采的洞越挖越深、越打越远，这使得同样生产一克黄金的成本增加；第二是其他成本不断增加，就拿人工成本来说，职工的工资会逐步提高。再加之原油价格上涨，机械运作的成本也会提高。所以，通过期货市场开展保值业务，是保住企业生产利润的重要工具。

当然，即便是开展套期保值业务，也会存在一定的操作风险。为有效控制风险，紫金矿业董事会规定，开展保值业务的量，必须控制在集团黄金年产量的25%以内。周铮元表示，控制住了量，也就是控制了套期保值的风险。

作为首批自营会员，紫金矿业在上期所拥有自营席位。不仅如此，紫金矿业还可利用工商银行、中国银行给予的授信额度在国际市场上进行保值。凭借“双跑道”的优势，紫金矿业在开展保值业务的时候显得游刃有余；与此同时，类似产金用金企业在积极参与国内期货市场的过程，也使得国内黄金期货市场价格发现的功能更趋合理。

黄金期货上市之初，受市场对黄金上涨普遍存在预期的影响，在“炒新”投资热情高涨的带动下，黄金期货价格出现了预期高涨的现象。此后，正是由于产业机构投资者的主动抛空，使得黄金期货价格出现合理回归。业内人士表示，继续引导机构投资者入市，有利于黄金期货的进一步发展。



《紫金矿业套期保值稳定未来业绩》²

净利润从7亿到17亿，再到25.5亿！近年来，紫金矿业经营业绩飞速发展，成为国内资源类上市公司中规模与成长性兼具的代表。日前，记者跟随“黄金期货规则制度高级研修班”走进福建上杭调研发现，紫金矿业近年摸索建立的一套集中监管、分散操作的套期保值模式，已经成为帮助企业实现稳定利润、规模扩张的有效工具。

套保策略应对风险

“我们把套期保值权下放到旗下的冶炼企业，因为对于加工企业来说，如果不保值，风险很大。”紫金矿业市场部常务副总经理杨庶对记者表示。据介绍，冶炼企业主要赚取加工费，但其利润往往很薄，黄金价格稍有波动便可能消失。

记者注意到，紫金矿业黄金产量中有很大部分是以这种外来矿加工的方式进行生产。2007年，紫金矿业生产黄金52.294吨，其中矿产金24.827吨，意味着剩余超过一半的黄金产量存在迫切的保值需求。另外，紫金矿业还是中国第三大矿产铜生产企业和中国六大锌生产企业之一，而这两种金属价格在近年来更是大幅波动。

据了解，为应对市场风险，紫金矿业从2005年开始进行期货交易，通过期货交易对黄金和阴极铜进行保值。2006年，公司董事会对2007年度产品套期保值计划交易量和交易范围作出决议，明确阴极铜套期保值量不超过年计划产量的25%，公司年黄金远期量不超过矿产金年计划产量的25%。2007国内锌期货推出后，紫金矿业董事会又对期锌交易作出决议，授权公司运营和市场部进行持仓量不超过1000吨的锌产品套期保值交易，同意巴彦淖尔紫金在履行必备的批准程序后，进行持仓量不超过2000吨的锌产品套期保值交易。

内控机制显功效

参与期货交易，企业固然分散了原有的风险，但同时又产生了新的外来风险。对此，紫金矿业管理层有着深刻的理解。

紫金矿业集团财务总监周铮元表示，期货是把双刃剑，企业为了保证自己的利润，应该参与期货市场，比如今年企业预期的黄金目标价格是200元/克，如果超过这个利润目标，企业就做期货保值，这样可以保证利润目标的实

²见《证券时报》2008年07月01日 记者：游石

现。但同时一定也要注意量的控制，董事会要求保值量控制在总产量的25%以内。

此外，在为控制集团总体财务风险的同时，又兼顾下属企业经营的灵活和自主性，紫金矿业集团还将销售权和经营权分散给各个子公司，使其可以根据业务情况及时进行独立的套期保值操作，但集团总部对分公司的操作、头寸以及资金状况严密监控，并在内控制度上严格把关。

据了解，为控制期货业务的风险，紫金矿业制定了《集团公司期货及远期交易管理办法》和《套期保值交易管理规则》等制度，规定：公司的期货交易必须在董事会授权的权限内进行期货交易，以套期保值为目的，即通过恰当的期货交易，在一定程度内锁定公司产品销售的远期价格波动风险。并且，公司期货交易实行内部限仓和止损制度，各交易员只能在该额度内进行交易，其所持仓位设立不高于5%的止损点，一旦触及坚决平仓离场。

经营业绩稳提升

虽然身处周期性行业，但紫金矿业扎实稳健的经营策略，却为企业带来了优秀的业绩。数据显示，公司在过去的十四年间，资产、销售、利润三大指标年均增长68%以上。2007年，紫金矿业更是实现销售收入人民币148.71亿元，净利润人民币25.52亿元，比上年增长49.72%。截至2007年底，总资产为人民币167.99亿元，比上年增长48.01%；净资产为人民币71.19亿元，比上年增长40.86%。

同时，公司对市场风险的科学化管理，更有助于企业规模的不断壮大和可持续发展。对于期货交易的战略意义，公司管理层认为，从矿业企业自身经营运作模式和特点来看，从企业长远稳健经营出发，利用套期保值作为一个锁定价格、规避风险的工具，是随着企业规模不断扩大而必须采用的一种手段或者说矿业类企业的一个趋势，而套期保值在现货价格波动的两个方向上均有其控制价格风险的积极作用。

企业成功套期保值的体会分享

做好企业套期保值必须高度重视并正确认识从事套期保值是一种转移风险业务，通过期货盈亏与现货盈亏相对冲而实现原定目标，不能撇开现货而单独看待期货盈亏，否则就可能使期货成为投机目的而产生巨大风险。

成功的套期保值要注意科学决策，灵活操作，更要注意规范



运作，控制风险。由于影响期货市场因素的多样性、复杂性，期市瞬息万变，这就要求企业在进行保值时要广泛收集市场信息、认真研究市场趋势，根据本单位的生产、资金状况，确定保值数量、运作方案，否则，盲目保值不但起不到回避风险的作用，甚至可能给企业带来巨大风险。

规范运作是指企业集合规范的市场体系、规范的监管体系和规范的企业行为为一体的期货运作方式，要实现在期货市场规范运作，既要建立防范风险的科学架构，又要端正操作理念、规范操作行为。一方面应当熟悉市场的“游戏”规则，按规则指导全部行为；另一方面还要掌握监管机构的有关法规并严格遵照执行；最后要正确定位自己在期货市场中的角色，建立符合本企业实际的完善的内控制度，并确保各项风控制度得以认真的贯彻执行而不流于形式，把握好自己的期货交易行为。

最后小结一下，企业保值的策略就是和经济周期对冲。作为生产商，经济周期好的时候保值的需求就小；经济周期差的时候就应当保值。但对于消费商，经济周期差的时候一般是买涨不买跌，所以保值的需求也小。可见对于生产商和消费商来说，更重要的是对于经济周期的判断。而对于流通商来说没有选择，因为流通商有一个最大的特点，就是随时随地获取资源并随时随地卖出资源，流通商的利润很薄，所以需要通过套期保值提前将利润进行锁定。



注意

不同的角色应该有不同的策略选择，但是期货市场的诱惑太大，往往容易陷入到投机的陷阱。所以必须注意：

第一，做期货永远不要超过自身的承受能力。

第二，授权体系是最核心的，授权的范围和时效是最重要的。

第三，把交易、结算和财务等几个部门分开，即使部门再小也要分开。

本文根据上期所有研修班及公开资料综合整理所得，
仅作为信息参考，并非任何投资建议。

附件一

上海期货交易所指定交割金库					
序号	指定交割金库名称	地址	业务电话	联系人	邮编
1	工商银行北京分行营业部	北京市复兴门南大街2号天银大厦B座	010-66410615	刘 伟	100031
2	工商银行上海分行营业部出纳科	上海市中山东一路24号	021-63294004	朱渭清	200002
3	工商银行深圳分行清算中心	深圳市深南东路金融中心北座1610室	0755-82246264	章仕标	518015
4	工商银行贵溪市支行	江西省贵溪市雄石大道38号	0701-3791705	彭利华	335400
5	工商银行三门峡分行营业部中心库	河南省三门峡市崤山路40号	0398-2936811	王 刚	472000
6	工商银行三门峡分行灵宝支行	河南省灵宝市金城大道20号	0398-8861995	贾富军	472500
7	工商银行龙岩市分行	福建省龙岩市新罗区九一南路47号	0597-2224619	廖庆璋	364000
8	工商银行龙岩市分行上杭支行	福建省龙岩市上杭县北环路东段	0597-3843087	邱国钧	364200
9	工商银行招远分行	山东省招远市魁星路95号	0535-8224694	张桂才	265400
10	工商银行莱州分行	山东省莱州市鼓城街88号	0535-2211315	胡庆方	261400
11	工商银行洛阳分行	河南省洛阳市中州中路230号	0379--63336969	海建伟	471000
12	工商银行武汉市江岸支行	湖北省武汉市中山大道998号	027-82802897	王 芳	430014
13	建设银行北京市铁道专业支行	北京西客站北广场东配楼铁道支行	010-63989511	徐 英	100055
14	建设银行上海分行	上海陆家嘴环路900号	021-58880000-1403	曾 敏	200120
15	建设银行深圳市分行	广东省深圳市红岭南路金融中心东座	0755-82488307	李志华	518031
16	建设银行安徽省铜陵市分行	安徽省铜陵市长江西路41号	0562-2820013	冯 俊	244000
17	建设银行河南省三门峡市分行	河南省三门峡市崤山路52号	0398-2985036	卢群才	472000
18	建设银行河南省灵宝支行金库	灵宝市金城大道与函谷路交叉口西北角	0371-65556558	王 冬	472500
19	建设银行山东省烟台市分行	山东省烟台市南大街9号	0535-6603048	李增禹	264001
20	建设银行福建省分行龙岩分行	福建省龙岩市九一北路111号	0597-2239529	林 琳	364000
21	建设银行福建省分行上杭支行	福建省龙岩市上杭县临江镇北环路261号	0597-4821512	温晓丽	364200
22	交通银行北京分行	北京市西城区金融大街33号	010-66101662	海 峰	100032
23	交通银行上海分行	上海市东园路158号	021-63111000-3523	王海东	200120
24	交通银行深圳分行	深圳市福田区红荔西路3002号交行大厦	0755-83680609	郭珠峰	518028
25	交通银行昆明分行	云南省昆明市护国路67号	0871-3107221	梁楚华	650021
26	中国银行股份有限公司上海市分行	上海市中山东一路23号	021-63294288	张润华	200002
27	中国银行股份有限公司深圳市分行	深圳市建设路2022号国际金融大厦	13602536999	黎丽芬	518001
28	中国银行股份有限公司莱州支行	山东省莱州市莱州北路733号	0535-2232071	董 武	261400
29	中国银行股份有限公司招远支行	山东省招远市府前路78号	0535-8210553	考少侠	265400
30	中国银行股份有限公司福建省分行	福建省福州市五四路136号	0591-87090960	张水满	350003
31	中国银行股份有限公司三门峡分行	河南省三门峡市崤山东路15号	0398-2857107	王 岩	472000
32	中国银行股份有限公司灵宝支行	河南省灵宝市金城大道10号	0398-8854278	董志红	472500

附件二

上海期货交易所黄金期货交易增值税征收管理办法

第一条 根据《中华人民共和国税收征收管理法》及实施细则、《中华人民共和国增值税暂行条例》及实施细则、《财政部 国家税务总局关于黄金期货交易有关税收政策的通知》（财税[2008]5号）等规定，制定本办法。

第二条 本办法所规定的“黄金”是指标准黄金，即成色与规格同时符合以下标准的金锭、金条及金块等黄金原料：

成色：AU9999，AU9995，AU999，AU995.规格：50克，100克，1公斤，3公斤，12.5公斤。

非标准黄金，即成色与规格不同时符合以上标准的黄金原料，不适用本办法。

第三条 上海期货交易所黄金期货交易增值税的征收管理按以下规定执行：

（一）上海期货交易所应向主管税务机关申请印制《黄金结算专用发票》（一式三联，分为结算联、发票联和存根联）。

（二）上海期货交易所会员和客户，通过上海期货交易所进行黄金期货交易并发生实物交割的，按照以下规定办理：

1.卖方会员或客户按交割结算价向上海期货交易所开具普通发票，对其免征增值税。上海期货交易所按交割结算价向卖方提供《黄金结算专用发票》结算联，发票联、存根联由交易所留存。

2.买方会员或客户未提取黄金出库的，由上海期货交易所按交割结算价开具《黄金结算专用发票》并提供发票联，存根联、结算联由上海期货交易所留存。

3.买方会员或客户提取黄金出库的，应向上海期货交易所主管税务机关出具期货交易交割结算单、标准仓单出库确认单、溢短结算单，由税务机关按实际交割价和提货数量，代上海期货交易所向具有增值税一般纳税人资格的买方会员或客户（提货方）开具增值税专用发票（抵扣联），增值税专用发票的发票联和记账联由上海期货交易所留存，抵扣联传递给提货方会员或客户。

买方会员或客户（提货方）不属于增值税一般纳税人的，



不得向其开具增值税专用发票。

(三) 上海期货交易所应对黄金期货交割并提货环节的增值税税款实行单独核算，并享受增值税即征即退政策，同时免征城市维护建设税、教育费附加。

第四条 会员和客户按以下规定核算增值税进项税额：

(一) 上海期货交易所会员或客户（中国人民银行除外）应对在上海期货交易所或黄金交易所办理黄金实物交割提取出库时取得的进项税额实行单独核算，按取得的税务机关代开的增值税专用发票上注明的增值税税额（包括相对应的买入量）单独记账。

对会员或客户从上海期货交易所或黄金交易所购入黄金（指提货出库后）再通过上海期货交易所卖出的，应计算通过上海期货交易所卖出黄金进项税额的转出额，并从当期进项税额中转出，同时计入成本；对当期账面进项税额小于通过下列公式计算出的应转出的进项税额，其差额部分应当立即补征入库。

应转出的进项税额=单位进项税额×当期黄金卖出量。

单位进项税额=购入黄金的累计进项税额÷累计黄金购入额

(二) 对上海期货交易所会员或客户（中国人民银行除外）通过上海期货交易所销售企业原有库存黄金，应按实际成交价格计算相应进项税额的转出额，并从当期进项税额中转出，计入成本。

应转出的进项税额=销售库存黄金实际成交价格÷（1+增值税税率）×增值税税率。

(三) 买方会员或客户（提货方）取得增值税专用发票抵扣联后，应按发票上注明的税额从黄金材料成本科目中转入“应缴税金——进项税额”科目，核算进项税额。

第五条 增值税专用发票的单价和金额、税额按以下规定确定：

上海期货交易所买方会员或客户（提货方）提货出库时，主管税务机关代开增值税专用发票上注明的单价，应由实际交割货款和提货数量确定，但不包括手续费、仓储费等其他费用。其中，实际交割货款由交割货款和溢短结算货款组成，交割货款按后进先出法原则确定。具体计算公式如下：

税额=金额×增值税税率
金额=数量×单价
单价=实际交割价

÷ (1+增值税税率)

实际交割价=实际交割货款÷提货数量
实际交割货款=交割货款+溢短结算货款
交割货款=标准仓单张数×每张仓单标准数量×交割结算价
溢短结算货款=溢短×溢短结算日前一交易日上海期货交易所挂牌交易的最近月份黄金期货合约的结算价
其中，单价小数点后至少保留6位。

第六条 会员和客户应将上海期货交易所开具的《黄金结算专用发票》（发票联）作为会计记账凭证进行财务核算；买方会员和客户（提货方）取得税务部门代开的增值税专用发票（抵扣联），仅作为核算进项税额的凭证。

第七条 卖方会员或客户应凭上海期货交易所开具的《黄金结算专用发票》（结算联），向卖方会员或客户主管税务机关办理免税手续。

第八条 上海期货交易所会员应分别核算自营黄金期货交易、代理客户黄金期货交易与黄金实物交割业务的销售额以及增值税销项税额、进项税额、应纳税额。

第九条 本办法所规定的“提取黄金出库”，是指期货交易所会员或客户从指定的金库中提取在期货交易所已交割的黄金的行为。

第十条 本办法由国家税务总局解释。

第十一条 本办法自2008年1月1日起执行。



声明

本印刷品仅用于信息提供、交流，而交易的最终决定权在于投资者自身的判断。上海期货交易所本着审慎的原则编写本印刷品，力求使本印刷品依据真实、可靠的信息制定，但上海期货交易所并不能保证这些信息完全准确。同时，文中观点均代表演讲者个人观点，不作为投资者投资决策的依据，亦不作为投资者入市的指导。另外，不得擅自传送、引用、复印本印刷品中的内容。



黄金期货资料汇编



上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

地址：上海浦东新区浦电路500号

邮编：200122

电话：8621-6840 0375

传真：8621-6840 1198

网址：<http://www.shfe.com.cn>

