

## 金工研究/深度研究

2020年08月17日

**陈莉** SAC No. S0570520070001  
研究员 SFC No. BMV473  
0755-82766183  
chenli2832@htsc.com

**林晓明** SAC No. S0570516010001  
研究员 0755-82080134  
linxiaoming@htsc.com

**黄晓彬** SAC No. S0570516070001  
研究员 0755-23950493  
huangxiaobin@htsc.com

**刘依苇** SAC No. S0570119090123  
联系人 0755-23950493  
liuyiwei@htsc.com

### 相关研究

- 1 《金工：拥抱打新盛宴，详解打新收益测算》2020.08
- 2 《金工：归本溯源：质量 Smart Beta》2020.08
- 3 《金工：行业配置策略：宏观因子视角》2020.08

# 黄金大周期下半场保值功能凸显

## 黄金三重投资逻辑之对抗货币贬值或将持续发酵

### 我们判断黄金当前仍处于二十年一轮回的投资大周期

黄金具有货币、金融、商品的三重属性，其价格变化的周期规律明显。在1984年和2001年的黄金牛市中，对黄金价格影响最大的长周期均处于加速上升的阶段，中周期则处于顶部区域，推动价格序列以较高的速度增长。当前黄金的周期状态与之较为相似。从黄金价格的长期影响因素来看，美元指数下行预期逐渐显现提振黄金价格，CRB 中周期上行带动黄金消费增加，金融资产收益率下行凸显黄金配置机会，三重因素叠加，构成了黄金趋势上行的核心动力。我们延续2019年5月分析，判断黄金当前仍处于二十年一轮回的投资大周期。

### 从短期视角来看，近期美元贬值，美利率维持低位，利好黄金

历次金价趋势性上涨的基本面基本一致，大多是美国经济衰退、风险因素较多的背景状态。当前美国经济基本面与前述情况基本一致，美国二季度GDP 环比增速低至-32.9%，创下历史新低。为提振经济，美国采取了一系列宽松的货币和财政政策，直接导致美国债券利率大幅下行，降低了投资黄金的机会成本。同时美元指数持续下行，以美元计价的黄金价格随之升高，推动近期金价上涨。此外，从黄金市场参与者的角度来看，对黄金短期走势影响较大的管理基金当前态度较为乐观，COMEX 黄金管理基金空头持仓始终保持在低位，多头持仓量从5月29日到8月7日增加约20%。

### 历次大涨后的黄金价格大概率出现回调，但不影响中长线配置机会

上周黄金价格出现的短期回调与历次黄金大涨之后出现的回调规律一致，属于暂时性的技术性回调。从中长期视角来看，我们认为黄金仍有配置价值，当前全球经济处于底部，黄金的避险价值及抗通胀价值或将持续凸显。参考2007-2011年，在经济下行压力较大的阶段，黄金因其避险价值受到投资者青睐，价格持续上行。而在后续经济复苏阶段，黄金则成为了抵御通胀的优质资产，表现优于标普500。美国通胀率波动是伦敦金价格波动的格兰杰原因，通胀率上行会导致金价上行。当前全球通胀水平已经处在较低位置，随着通胀水平的回升，黄金或迎来配置机会。

### 上海金的集中定价机制提升了价格的抗操作性、公允性，适合机构参与

2016年4月，上海黄金交易所发布了全球首个以人民币计价的黄金基准价格——“上海金”。与传统的黄金现货实盘合约相比，上海金合约由符合条件的交易主体进行早盘和午盘的集中定价交易，上金所会实时公布定价过程中关键价量信息并对整个定价过程进行监督管理，防止价格操纵，保证价格的公允性，集中定价也使得投资成本更加确定。上海金ETF 主要投资于上海金合约，其投资门槛较低、投资方法便捷，能紧密跟踪上海金基准价，得益于上海金价格公允、确定的优势，适合广泛的各类投资者，尤其是机构投资者参与人民币计价黄金的安全、便利工具。

### 上海金ETF 基金是国内首批以上海金作为跟踪标的的黄金类ETF

上海金ETF 基金（场内代码：518680）2020年7月28日正式在上交所上市，成为国内首只挂牌上市的金ETF。相比其他形式的黄金投资方案，上海金ETF 基金在跟踪误差、收益增厚、流动性、投资门槛、操作可行性方面都具备优势。同时，富有经验的基金经理、实力强大的公司平台都为上海金ETF 基金的投资保驾护航。

风险提示：报告根据黄金价格、美元指数等金融经济指标的历史数据进行规律分析并得出金价的预测结论。历史规律有可能失效，且中周期时间跨度较大，误差可能对结论造成一定影响。报告中涉及到的具体基金产品不代表任何投资建议，请投资者谨慎、理性地看待。

## 正文目录

基于周期规律判断，当前黄金仍处于二十年一轮回的投资大周期 .....	4
从短期价格规律分析，美元、美利率、基金持仓情况皆利好黄金 .....	5
上半年美国经济增速下滑，美元贬值，美债收益率下行，推动黄金上行 .....	5
美国经济增速大幅下滑，美联储大幅降息并发布万亿刺激计划以提振经济 .....	5
美国债利率随基准利率下行，实际收益率跌至负值，降低黄金投资机会成本 .....	6
美元指数持续下跌，驱动美元计价的黄金逐步上行 .....	6
管理基金空头仓位维持在历史低位，机构投资者对黄金后市持乐观态度 .....	7
大涨之后黄金出现短期回调，但中长期配置价值依然明显 .....	8
当前黄金价格出现的短期回调与历次黄金大涨之后出现的回调规律相符 .....	8
类比近年从周期和基本面两个角度分析，黄金中期配置价值依然明显 .....	8
2007-2009 年经济下行压力较大的危机阶段，黄金的避险作用得到发挥 .....	8
2010-2011 年的经济复苏阶段，黄金成为了抵御通胀的优质资产，表现优于标普 500 .....	9
近期跟踪上海金的上海金 ETF 基金上市，黄金投资工具多样化 .....	11
上海金是上金所创新交易模式产品，集中定价具有价格公允抗操纵的特性 .....	11
上海金 ETF 基金是国内首批以上海金作为跟踪标的的黄金类 ETF .....	13
风险提示 .....	15

## 图表目录

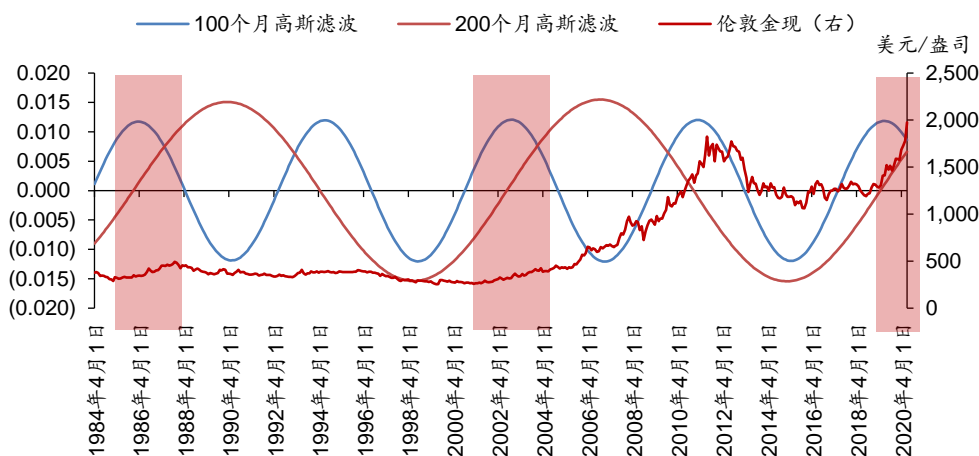
图表 1: 当前黄金的中长周期状态类似 1984 年与 2001 年 (1984.04-2020.07) .....	4
图表 2: 各指标中周期状态 (1984.04-2020.07) .....	4
图表 3: 各指标长周期状态 (1984.04-2020.07) .....	4
图表 4: 黄金价格历次上涨期间美国经济金融指标变动情况 (月度数据计算) .....	5
图表 5: 黄金价格历次上涨美国经济金融指标变动详细数据 .....	5
图表 6: 2020 年美国 GDP 环比增速大幅下滑至负值区间 (单位: %) .....	5
图表 7: 美国联邦利率大幅下行, 长期国债实际收益率跌至负值 (单位: %) .....	6
图表 8: 近期美元指数快速下行 .....	7
图表 9: 近期 COMEX 黄金管理基金空头持仓维持在低位, 多头仓位大幅增加 (单位: 张) .....	7
图表 10: 黄金现货与期货涨跌规律 (截止 2020 年 8 月 14 日) .....	8
图表 11: 2007-2009 年, 黄金价格整体呈现先升后降再升的趋势 .....	9
图表 12: 英国、韩国、新加坡 CPI 同比 (单位: %) .....	9
图表 13: 法国、德国、日本、美国 CPI 同比 (单位: %) .....	9
图表 14: 美国政府财政赤字大幅提高 (单位: 亿美元) .....	10
图表 15: 上海金 (SHAU) 定价流程 .....	11
图表 16: 上海金定价成员名单 .....	12
图表 17: 上海金与 Au99.99 合约的参数细则 .....	12
图表 18: 国内黄金投资标的的六种途径 .....	13
图表 19: 上海金 ETF 基金的基本信息 .....	14
图表 20: 基金经理张圣贤的基金管理经历 .....	15
图表 21: 基金经理王乐乐的基金管理经历 .....	15

## 基于周期规律判断，当前黄金仍处于二十年一轮回的投资大周期

在 2019 年 5 月 16 日发布的《大周期拐点的黄金中长线配置机会》和 2019 年 8 月 26 日发布的《二十年一轮回的黄金投资大周期》中，我们通过三周期滤波对黄金价格的周期规律进行了检验。1985 年 2 月-1987 年 11 月内，伦敦金现上涨幅度为 71.16%；2001 年 3 月则是总涨幅为 603.73% 的十年黄金牛市的起点。我们对伦敦金现对数同比序列进行三周期滤波后发现，在前述两个区间内，黄金的周期状态都是相同的，对黄金价格影响最大的长周期均处于加速上升的阶段，中周期则均处于顶部区域，推动价格序列以较高的速度增长。

以 2020 年 7 月的最新数据进行滤波观测，我们发现当前黄金长周期正处于上行中段，中周期处于顶部区域。这种周期状态接近 20 年才会出现一次，每次出现均伴随着较大的投资机会，可以说，我们正处于二十年一轮回的黄金投资大周期中。

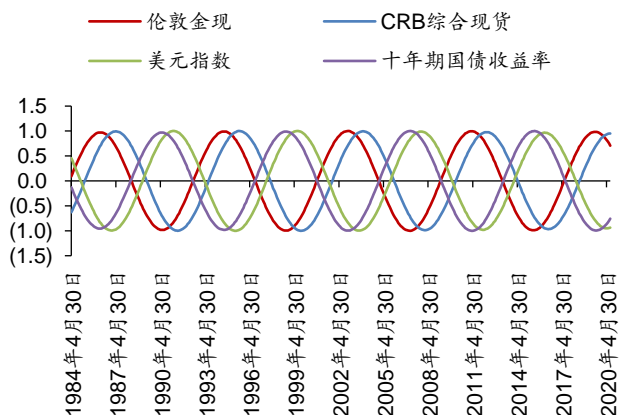
图表1：当前黄金的中长周期状态类似 1984 年与 2001 年（1984.04-2020.07）



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

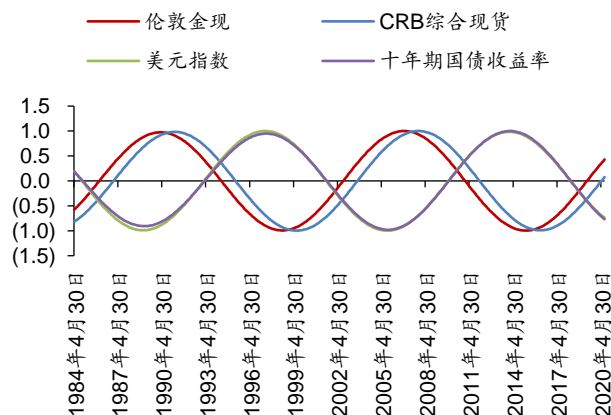
从黄金价格的长期影响因素来看，黄金与美元指数在长周期上反向变动；与 CRB 指数在长周期上同向变动；与美国十年期国债利率在中周期上反向变动。目前美元指数同比序列的长周期均处于下行阶段，中周期处于底部区域；CRB 指数同比序列的中长周期均处于上行阶段；美国十年期国债中周期处于底部，长周期下行。与 2001 年各指标的周期状态大体一致。美元指数下行预期逐渐显现提振黄金价格，CRB 中长周期上行带动黄金消费增加，金融资产收益率下行凸显黄金配置机会，三重因素叠加，构成了黄金趋势上行的核心动力。

图表2：各指标中周期状态（1984.04-2020.07）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：各指标长周期状态（1984.04-2020.07）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 从短期价格规律分析，美元、美利率、基金持仓情况皆利好黄金 上半年美国经济增速下滑，美元贬值，美债收益率下行，推动黄金上行

从基本面角度来看，在 2019 年 8 月 26 日发布的报告《二十年一轮回的黄金投资大周期》中，我们整理后发现，历次以美元计价的伦敦金现发生趋势性上涨时，短期基本面较为一致，大多是美国经济衰退、风险因素较多的背景状态。其经济逻辑是：当美国国内爆发重大风险事件，GDP 增速大幅下滑陷入衰退，因此美联储和美国政府采用降低基准利率或实施经济刺激计划等手段来提振经济。美债利率由于宽松的货币财政政策而呈现下行趋势，美股收益率也受到经济下行、企业盈利降低的拖累而下滑。为了抵御国内资产收益率下行，投资者会将目光转向保值能力更强的黄金，随着需求量的增加，黄金价格也水涨船高，成为该环境下配置价值较高的资产。

图表4：黄金价格历次上涨期间美国经济金融指标变动情况（月度数据计算）

	1971-1974	1976-1980	1982-1983	1985-1987	2001-2011
区间涨幅	325%	541%	57%	71%	604%
通胀调整后涨幅	256%	340%	56%	56%	446%
美国 GDP 增速下滑	✓	✓	✓	✓	先升后降再升
利率下降	×	×	✓	✓	✓
美元指数下跌	✓	✓	无明显趋势	✓	✓
CPI 同比上涨	✓	✓	×	✓	✓
上涨诱因	黄金价值回归	牙买加协议 石油危机	经济形势恶化	广场协议	互联网泡沫破裂 全球金融危机

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：黄金价格历次上涨美国经济金融指标变动详细数据

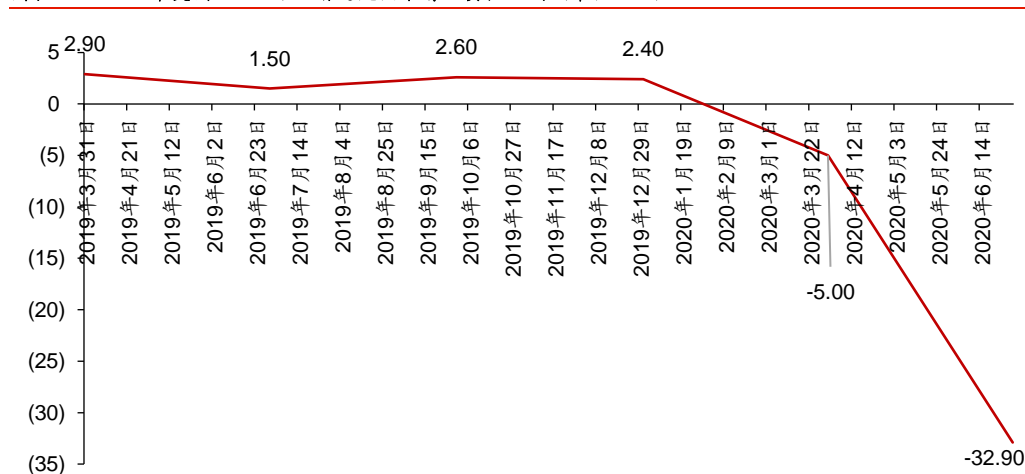
	美国 GDP (万亿)		美国 GDP 增速 (%)		美元指数		国债利率 (%)		联邦基金利率 (%)		美国 CPI 同比 (%)	
	上涨开始	上涨结束	上涨开始	上涨结束	上涨开始	上涨结束	上涨开始	上涨结束	上涨开始	上涨结束	上涨开始	上涨结束
1971-1974	5.11	5.66	3.3	-0.5	116.47	95.61	6.28	7.4	5.75	11.6	4.60	12.30
1976-1980	5.96	6.76	5.4	-0.3	106.13	86.02	7.66	11.86	5.31	13.19	5.70	12.60
1982-1983	6.8	7.12	2.5	-1.8	119.04	120.35	14.44	10.27	14.58	8.53	7.10	3.50
1985-1987	7.95	8.51	4.2	3.5	160.41	89.15	11.91	8.99	8.74	7.19	3.50	4.50
2001-2011	13.26	15.84	1	1.6	115.91	74.13	4.92	2.23	5.29	0.08	2.90	3.80

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 美国经济增速大幅下滑，美联储大幅降息并发布万亿刺激计划以提振经济

当前美国经济基本面与前述情况基本一致。受其国内新冠疫情失控等事件影响，美国一、二季度经济增速大幅下滑，2020 年一季度 GDP 不变价环比增速为-5.0%，二季度 GDP 环比增速低至-32.9%，创下自 1947 年美国开始公布季度 GDP 数据以来的新低。

图表6：2020 年美国 GDP 环比增速大幅下滑至负值区间（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所



为了提振经济，安抚民众，美国自疫情爆发以来采取了一系列宽松的货币和财政政策：

2020 年 3 月 3 日，美联储紧急将基准利率降低 50bps 至 1-1.25% 区间，随后在 3 月 16 日的议息会议上，又将基准利率大幅降低 100bps 至 0-0.25% 区间。此外，美联储还采用大规模逆回购，设立商业票据融资工具(CPFF)、一级交易商信贷支持工具(PDCF)等非

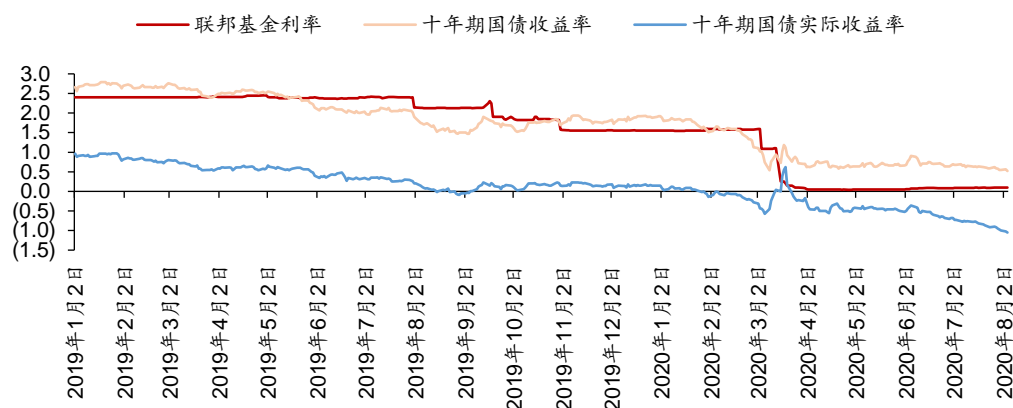
2020 年 3 月 25 日，美国政府通过了总规模高达 2.2 万亿美元的经济刺激计划，其中大部分用于救助美国家庭、失业人员、小型企业以及在疫情中受到重创的行业。此次刺激计划的规模在美国历史上极为罕见。

2020 年 7 月 28 日，在第一轮救助计划到期之际，美国执政党又公布了总规模约 1 万亿美金的刺激计划，拟继续救助美国家庭；8 月 5 日，美国两党在该项计划的谈判上取得进展，计划通过概率增大。

### 美国债利率随基准利率下行，实际收益率跌至负值，降低黄金投资机会成本

上述宽松力度较大的货币政策和财政政策直接导致美国债券利率大幅下行，实际收益率已经落至负值区间，降低了投资黄金的机会成本，同时为投资者带来了美元贬值的预期，对黄金价格有提振作用。

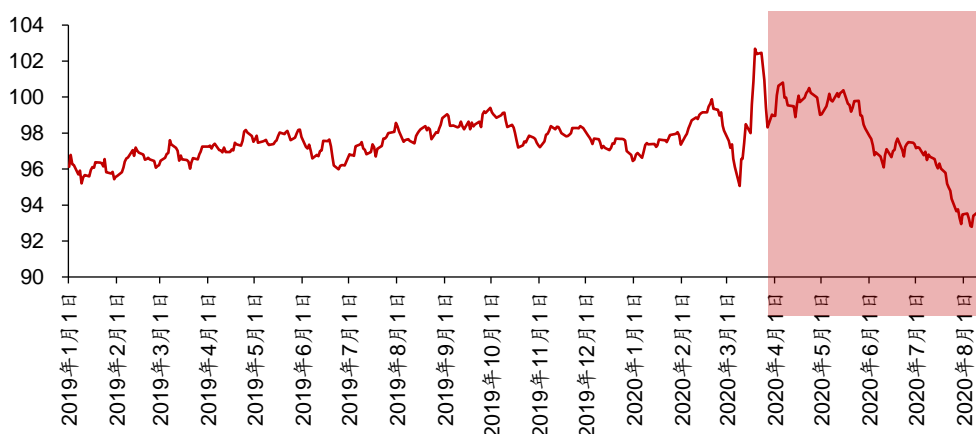
图表7： 美国联邦利率大幅下行，长期国债实际收益率跌至负值（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 美元指数持续下跌，驱动美元计价的黄金逐步上行

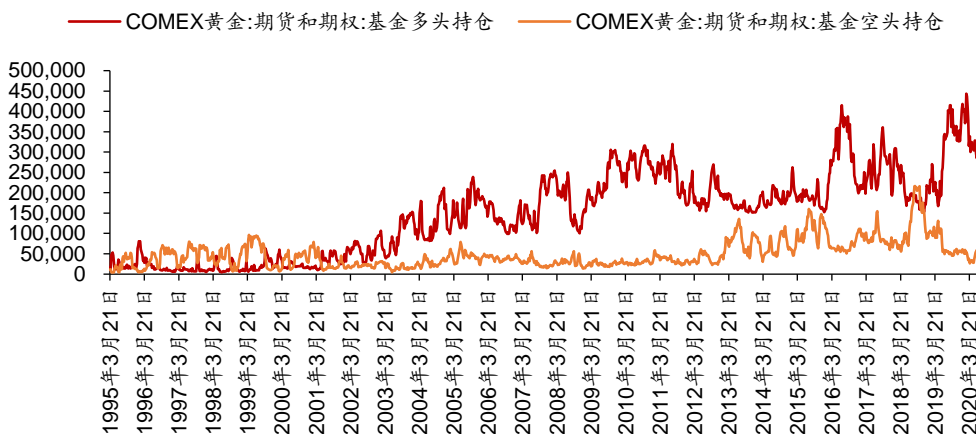
美国市场利率的下行直接导致美元吸引力下降，成为了近期黄金价格上涨的重要驱动力。从 2020 年 4 月到 2020 年 8 月 14 日，美元指数持续下行，以美元计价的黄金价格则随之升高。

**图表8： 近期美元指数快速下行**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**管理基金空头仓位维持在历史低位，机构投资者对黄金后市持乐观态度**

从黄金市场参与者的角度来看，在 2020.4.28 日发布的报告《黄金定价基础：市场构成及参与者》中，我们发现，黄金短期的价格波动与管理基金多头持仓变动方向基本一致，与管理基金空头持仓呈现反向变动。黄金价格的短期波动，主要是由管理基金的交易行为决定的。近期 COMEX 黄金的管理基金多头持仓处于历史高位，且从 5 月 29 日到 8 月 7 日，持仓量在 10 周内增加约 20%，空头持仓则始终保持在历史低位，可见管理基金等机构投资者对于黄金的未来走势较为乐观。

**图表9： 近期 COMEX 黄金管理基金空头持仓维持在低位，多头仓位大幅增加（单位：张）**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 大涨之后黄金出现短期回调，但中长期配置价值依然明显

从 2019 年初至今（2020 年 8 月 14 日），伦敦金现涨幅超过 50%。2020 年初至今，伦敦金涨幅接近 30%。近期黄金价格涨超 2000 美元/盎司，创下历史新高。本次猛烈的上涨是否预示着黄金的投资机会已经被透支？近期黄金大涨的主因是美元大幅下行。黄金的三重投资逻辑为不看好其他风险资产、不看好本币、不看好美元，当前三重逻辑尚未完全兑现，黄金仍有对抗货币贬值的投资价值。我们认为，中长期来看黄金或仍有配置价值，短期的回调为投资者创造了更好的介入时机。

## 当前黄金价格出现的短期回调与历次黄金大涨之后出现的回调规律相符

我们对伦敦金、国内黄金现货和期货的历史月度和周度数据进行了分析，得到的涨跌规律如下表所示。近期伦敦金已连续上涨 9 周（2020 年 6 月 8 日-2020 年 8 月 7 日），连续上涨 4 月（2020 年 4 月-2020 年 7 月），接近 1975 年至今连续上涨的记录。国内金交所 AU9995 合约则已经连续上涨 8 月（2019 年 12 月-2020 年 7 月），与 2004 年至今的连续上涨纪录持平。SHFE 黄金期货也已连续上涨 8 月，打破了 2008 年至今的连续上涨记录。从统计意义上来看，短期内黄金存在一定回调风险。

图表10：黄金现货与期货涨跌规律（截止 2020 年 8 月 14 日）

	伦敦金 (1975 年至今)	AU9995 (2004 年至今)	AU9999 (2004 年至今)	SHFE 黄金期货 (2008 年至今)
连续上涨不超过月数	6	8	6	8
连续下跌不超过月数	6	5	5	5
连续上涨不超过周数	11	11	11	7
连续下跌不超过周数	7	8	8	8

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 类比近年从周期和基本面两个角度分析，黄金中期配置价值依然明显

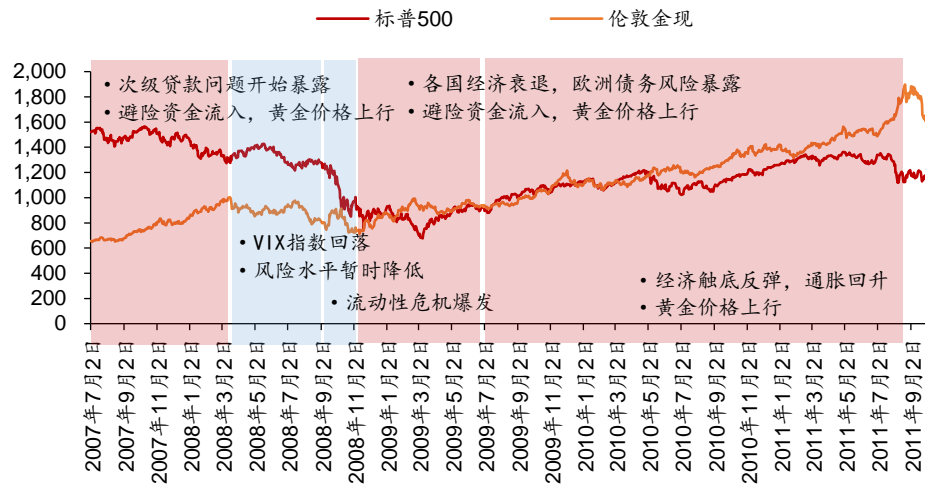
从中长期视角来看，我们认为黄金中期仍有一定配置价值，一方面是我们当前正处于黄金投资的大周期中，如前所述，长周期加速上行，中周期筑顶为黄金上涨带来了内在驱动力。另一方面则是由于疫情影响，全球经济处于底部，黄金的避险价值及抗通胀价值将持续凸显。以最近的经济低点 2007-2011 年为参考，我们对类似环境下的黄金走势进行简单回顾。

## 2007-2009 年经济下行压力较大的危机阶段，黄金的避险作用得到发挥

在 2007-2009 年经济下行压力较大的危机阶段，除美国抬高利率及流动性危机爆发的两段时间内，黄金一直在发挥避险作用。自 2007 年 7 月次贷问题初现端倪后，美联储连续降息，避险资金开始流入黄金和其他大宗商品，黄金价格大幅上涨。



图表11： 2007-2009 年，黄金价格整体呈现先升后降再升的趋势



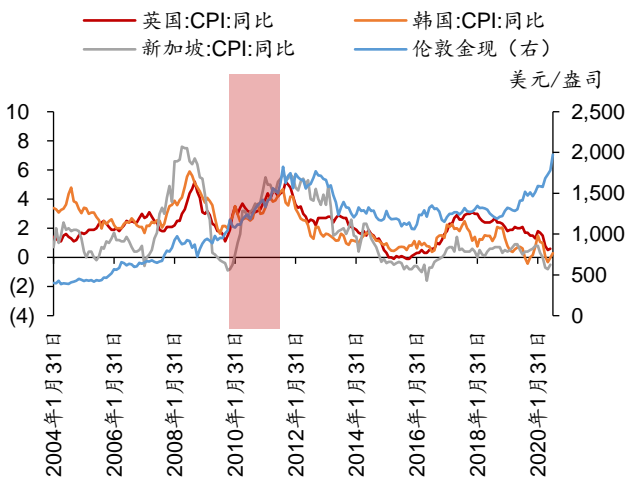
资料来源：Wind，华泰证券研究所

2008 年 3 月到 9 月，指示风险水平的 VIX 指数回落，黄金价格也经历了短期下行。直到 2008 年 10 月初，投资者信心受到了巨额金融机构救援方案的打击，黄金价格短暂飙升，又受流动性危机影响遭到重挫。在流动性危机解除后，各国经济陷入衰退、欧洲债务风险逐渐暴露时，避险资金再度推高了黄金价格。可见在经济隐忧尚未破除的期间，黄金始终被大量投资者当做资金的避风港。

### 2010-2011 年的经济复苏阶段，黄金成为了抵御通胀的优质资产，表现优于标普 500

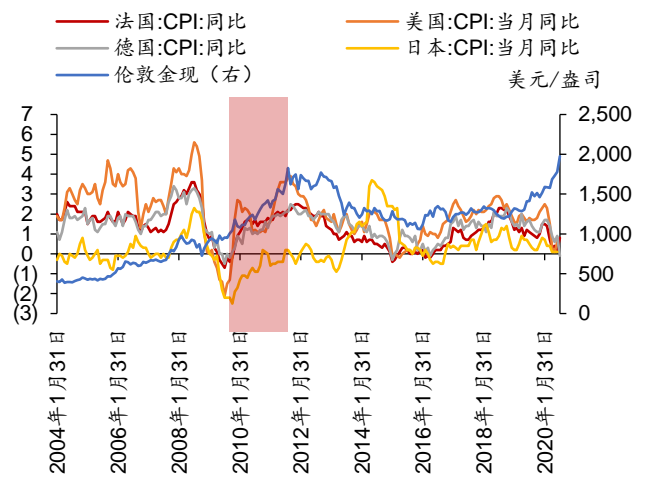
危机后的经济复苏阶段，黄金或仍有一定配置价值。从 2008 年的经验来看，在全球各国大力实施宽松的财政政策、经济触底回升之后，本国通货膨胀水平会有较大概率上升。如英国、韩国、新加坡等没有控制得当的国家，CPI 在 2010-2011 年上涨到了历史较高水平。

图表12： 英国、韩国、新加坡 CPI 同比（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

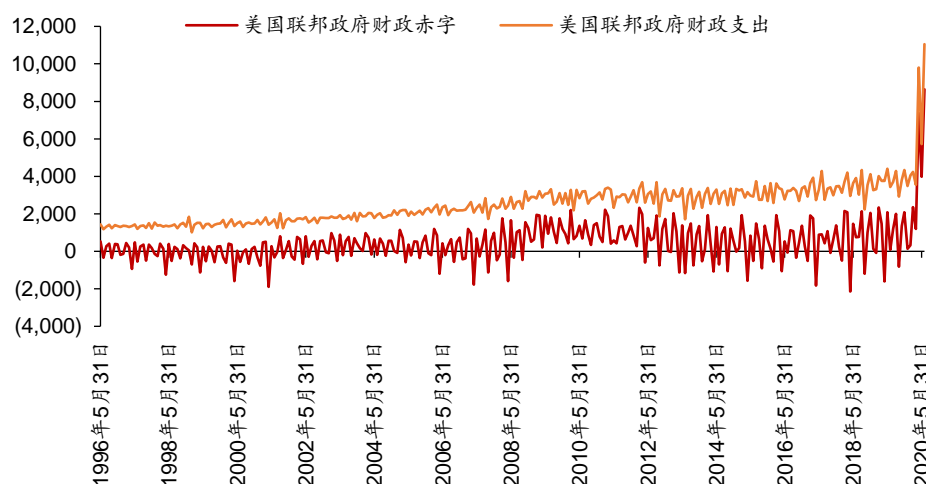
图表13： 法国、德国、日本、美国 CPI 同比（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

此外，此次危机中，部分主要国家的财政刺激计划规模远超 2008 年，例如美国 2008 年的刺激计划总规模在 8500 亿美元左右，美联储共开启了四轮 QE，而 2020 年 3 月 25 日美国发布了总规模为 2.2 万亿美元的刺激计划，其中包括对实体企业的直接救助和美国居民的现金补贴，此外美联储还开启了“无限量”QE。2020 年 8 月刺激计划到期之际，另一个 1 万亿美元的刺激计划又被提上了谈判日程，美国联邦政府 6 月财政赤字也上升到史无前例的 8640 亿美元。可见美国此次货币财政政策的宽松力度明显强于 2008 年。

图表14： 美国政府财政赤字大幅提高（单位：亿美元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在 2009-2012 年的后危机时代，全球各国 CPI 持续上行，黄金价格也水涨船高。在华泰金工 2020 年 5 月 7 日发布的深度报告《黄金的短期价格影响因素及规律》中，我们证实了美国通胀率波动是伦敦金价格波动的格兰杰原因，通胀率的上行在短期内会导致金价上行。当前全球通胀水平已经处在较低位置，未来随着通胀水平的回升，黄金或迎来配置机会。

## 近期跟踪上海金的上海金 ETF 基金上市，黄金投资工具多样化

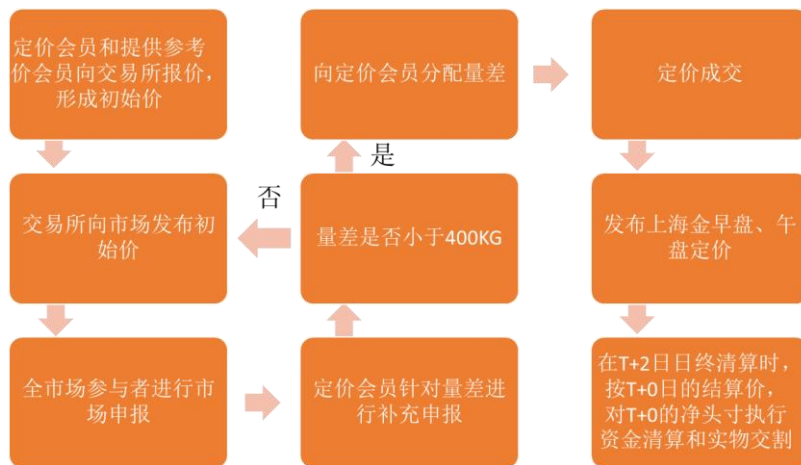
### 上海金是上金所创新交易模式产品，集中定价具有价格公允抗操纵的特性

随着中国黄金市场不断开放，以中国、中国香港等为代表的亚太地区逐渐成为全球重要的黄金生产和消费区域，全球投资者对于以人民币标识的黄金产品的交易和价格风险管理需求不断增长。在此背景下，2016 年 4 月，上海黄金交易所（以下简称“上金所”）发布了全球首个以人民币计价的黄金基准价格——“上海金”，为黄金市场参与者提供了良好的风险管理工具，具有创新意义，加快了我国黄金市场的国际化进程。上海金自发布以来发展势头良好，上海金目前巨大的场内交易规模也为未来发行黄金衍生产品提供了流动性保障。我们预期未来上海金具有广阔的发展前景。

“上海金”定价业务，是指在上海黄金交易所的平台上，以 1 公斤、成色不低于 99.99% 的标准金锭为交易对象，以人民币/克为交易单位，通过多轮次“以价询量”集中交易的方式，在达到市场量价相对平衡后，最终形成“上海金”人民币基准价格。传统的黄金现货实盘合约和上海金集中定价合约在交易方式、交易主体、交易时间和交易透明度等方面明显不同：

在交易方式上，上海金合约按照“以价询量、数量撮合”的集中交易方式，是在市场量价平衡时，确定定价合约的人民币基准价，并按基准价成交。定价过程中当某轮的买入申报量与卖出申报量之差（以下简称“量差”）等于或小于定价合约规定的成交阈值，那么定价过程结束，该轮的所有有效申报全部以基准价成交。而传统的黄金现货合约 Au99.99 是以价格优先、时间优先的自由报价、撮合成交的交易方式。上海黄金交易所会负责上海金定价业务平台的系统开发和运行维护，并对整个定价过程进行监督管理，防止价格操纵，保证价格的公允性。集中定价的优势，使得上海金对机构投资人或具有更强的吸引力。

图表15：上海金（SHAU）定价流程



资料来源：上海黄金交易所，华泰证券研究所

在交易主体上，上海金的集中定价交易实行定价成员和提供参考价成员制度，定价成员在规定时间内提供相应定价合约参考价，并在一定数量范围内承担平衡合约供求职责。提供参考价成员会在规定时间内提供相应定价合约参考价，最终由交易所的会员、客户在“以价询量、数量匹配”的原则下确定定价合约的人民币基准价。定价成员和提供参考价成员通常是专业的金融机构或贵金属产业链上的龙头实体企业；黄金现货合约 Au99.99 则没有实行定价成员和提供参考价成员制度。

**图表16： 上海金定价成员名单****上海金定价交易定价成员名单**

中国工商银行股份有限公司  
 中国农业银行股份有限公司  
 中国银行股份有限公司  
 中国建设银行股份有限公司  
 交通银行股份有限公司  
 上海浦东发展银行股份有限公司  
 中国民生银行股份有限公司  
 兴业银行股份有限公司  
 平安银行股份有限公司  
 上海银行股份有限公司  
 渣打银行（中国）有限公司  
 澳大利亚和新西兰银行(中国)有限公司

**上海金定价交易提供参考价成员名单**

中国黄金集团公司  
 山东黄金矿业股份有限公司  
 上海老凤祥有限公司  
 周大福珠宝金行（深圳）有限公司  
 中国银行（香港）有限公司  
 瑞士 MKS 集团

资料来源：上海黄金交易所，华泰证券研究所

在交易时段上，上海金集中定价交易按场次分为早盘定价和午盘定价，分别开始于 10:15 和 14:15，每场经过一轮或多轮的定价过程产生该场的基准价；黄金现货合约 Au99.99 则在日间 9:00 至 15:30，夜间 19:50 至次日 02:30 连续交易。

在交易透明度上，交易所集中定价交易系统会实时显示上海金集中定价交易的出价、市场申报量、补充申报量、基准价、成交量等行情信息。而 Au99.99 因为参与主体众多因而难以追溯并公布。

**图表17： 上海金与 Au99.99 合约的参数细则**

	上海金合约	AU99.99 合约
交易代码	SHAU	Au99.99
交易方式	集中定价交易	现货实盘交易
参与主体	符合条件的交易所会员和客户	交易所所有的会员和客户
交易单位	1 千克/手	10 克/手
报价单位	元（人民币）/克	元（人民币）/克
最小变动价位	0.01 元/克	0.01 元/克
每日价格最大波动限制	无限制	上一交易日收盘价±30%
最小单笔报价量	1 手	1 手
最大单笔报价量	10000 手	50000 手
交易时间	早盘：10:09-10:14 参考价申报，10:15 定价开始 午盘：14:55-14:50 参考价申报，15:00 定价开始	日间：9:00 至 15:30 夜间：20:00 至次日 02:30
结算方式	钱货两讫	钱货两讫
交割品种	标准重量 1 千克、成色不低于 99.99% 的金锭	标准重量 1 千克、成色不低于 99.99% 的金锭
交割方式	实物交割	实物交割
交割时间	T+2	T+0
质量标准	经交易所认定的可提供标准金锭企业生产的符合交易所执行的《金锭》标准的实物，及伦敦金银市场协会（LBMA）认定的合格供货商生产的标准实物	经交易所认定的可提供标准金锭企业生产的符合交易所执行的《金锭》标准的实物，及伦敦金银市场协会（LBMA）认定的合格供货商生产的标准实物
交割地点	交易所指定仓库	交易所指定仓库
交易手续费	暂免	优惠为成交金额的万分之三
交割费	0	0
上市日期	2016 年 4 月 19 日	2002 年 10 月 30 日

资料来源：上海黄金交易所，华泰证券研究所

上海金的推出进一步丰富了我国黄金可投资合约的品种，提高了我国黄金交易的活跃度，丰富了黄金市场的参与主体，为投资者增加了投资黄金的新选择。

当前国内黄金投资主要有六种方法，我们认为黄金类 ETF 以投资成本较低、交易便捷和流动性较高等优点成为了国内市场黄金投资的有利工具。当前我国黄金类 ETF 分为传统的黄金 ETF 和上海金 ETF，二者不同在于黄金 ETF 主要投资 Au99.99 合约，而上海金 ETF 主要投资上海金合约：

- (1) 黄金类 ETF 价格紧密跟踪国内黄金价格，偏离幅度很小，与其跟踪的黄金合约价格基本保持一致；
- (2) 黄金类 ETF 交易费用很低，黄金类 ETF 在二级市场买入卖出的交易费用与股票相同，而在一级市场申购赎回的费用为 0，大幅降低了黄金的投资成本，同时也没有像实物黄金等的储存成本；
- (3) 相比其他投资方式，黄金类 ETF 的流动性很高，可选择在一级市场申赎或在二级市场买卖；
- (4) 黄金类 ETF 购买手续较为便捷，小额购买的投资者可在二级市场购买，只要有证券账户即可交易，一手仅花费几百元，投资门槛较低。购买份额较多的大额投资者则可以直接在一级市场申购。

**图表18：国内黄金投资标的的六种途径**

	实物黄金	黄金类 ETF	纸黄金	黄金期货	黄金现货	黄金 T+D
有无杠杆	无	无	无	有	无	有
可否做空	不可	不可	不可	可以	不可	可以
交易成本	变现成本>30%	申赎费用为零； 交易费用同股票； 年管理费费率 0.5%； 年托管费率 0.1%。	0.25%	万分之二 双边收费	成交金额 0.06%	成交金额的万分之十五左右
交易时间	周一至周日 9:30-15:30	周一至周五 股票交易时间	周一至周六 24 小时	09:00-11:30 13:30-15:00 21:00-02:30	9:00-15:30 19:50-02:30	9:00-15:30 19:50-02:30
交易地点	银行、金属交易所、金饰店等	沪深交易所	网上银行、电话银行及网点办理	上海期货交易所	上海黄金交易所	上海黄金交易所
主要标的	投资性金条或金币	黄金 ETF、上海金 ETF	工行“金行家” 中行“黄金宝”建行“账户金”	1-12 月黄金期货合约	AU99.99 AU99.95 AU99.5	Au(T+D) Au(T+N1) Au(T+N2)

资料来源：上金所、上期所、Wind、华泰证券研究所

### 上海金 ETF 基金是国内首批以上海金作为跟踪标的的黄金类 ETF

截至 2020 年 8 月 14 日，目前我国可投资的黄金类 ETF 总共有 11 只，其中成立较早的 7 只 ETF 是以上海黄金交易所的 AU99.99 黄金现货实盘合约的收益率为业绩比较基准，而新获批成立的 4 只 ETF 则是以上金所上海金集中定价合约的收益率为业绩比较基准。

对于机构投资者来说，黄金类 ETF 相比其他黄金投资方式，在交易费用、投资门槛、流动性上都具有优势。黄金类 ETF 中的黄金 ETF 和上海金 ETF 都可紧密跟踪黄金现货价格，但由于二者所跟踪的合约在定价机制上有所不同，上海金合约是在早盘和午盘各公布一个基准价，而 AU99.99 合约是日间和夜间交易的连续价格，因此两类 ETF 的价格会略有不同。另外，上海金 ETF 跟踪的上海金集中定价合约定价实行定价成员和提供参考价成员制度，交易所会负责审核成员资格，而黄金 ETF 跟踪的黄金现货实盘合约的参与主体则是交易所的会员和客户。

正因为上海金集中定价合约参与主体是有限的具有专业度的银行和金商，因此交易所集中定价交易系统能实时显示集中定价交易的出价、市场申报量、补充申报量、基准价、成交量等行情信息，从而使得上海金报价的可追溯性更好，价格透明度更高。对于机构投资者来说，其申赎的成本更加确定。

值得一提的是，上金所公告称：为进一步培育市场，鼓励创新业务发展，决定在 2020 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日期间，继续免收上海金、上海金集中定价合约交易手续费，而黄金现货实盘合约手续费率也优惠为万分之三。这无疑进一步降低了当前上海金的购买成本，有助于提升黄金类 ETF 的投资收益。



目前国内挂牌上市的上海金 ETF 有上海金 ETF 和上海金 ETF 基金，我们以最早上市的上海金 ETF 基金为例，对上海金 ETF 的跟踪合约要素、基金运作方法及产品投资门槛等进行介绍。上海金 ETF 基金（场内代码：518680）2020 年 7 月 28 日正式在上交所上市，成为国内首只挂牌上市的上海金 ETF，该基金主要投资于上海黄金交易所的上海金集中定价合约（SHAUSGE），紧密跟踪国内黄金现货价格的表现，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。由前文可知，上海金是上海黄金交易所推出的定价合约，通过“以价询量、数量匹配”方式确定黄金的基准价，该价格是全球首个以人民币/克为单位的黄金价格，能更好地反映中国黄金市场的价格走势，其集中定价的交易方式提高了黄金价格的公允性、透明性和抗操纵性。

具体来说，上海金 ETF 基金具有以下优势：

- （1）上海金 ETF 基金投资于黄金现货合约的比例不低于基金资产的 90%，主要包括上海金集中定价合约，另也可以投资黄金现货实盘合约，黄金现货延期交收合约等各类黄金现货合约。因此投资者可以借助该产品来紧密跟踪上海金价格走势并获取相应收益。
- （2）基金可以将持有的黄金现货合约借出给信誉良好的机构，以取得租赁收入。除此以外，其余资金还可通过投资债券回购、银行存款、同业存单等金融工具以增厚基金收益。
- （3）上海金 ETF 基金在投资操作上便捷且高效，投资者在交易时间内通过证券账户即可进行买卖，操作行为类似于交易股票，产品的流动性好。
- （4）由于上海金 ETF 基金有相应的联接基金，因此投资门槛较低，资金量有限的中小投资者也可参与。
- （5）与投资实物黄金相比，上海金 ETF 基金投资操作简便易行，无需考虑鉴别、储存以及实物变现等问题；与投资纸黄金相比，上海金 ETF 基金的投资费率相对低廉，能够有效节省投资者的成本支出。

上海金 ETF 基金的基本信息如下：

图表19：上海金 ETF 基金的基本信息

基金简称	上海金 ETF 基金	基金全称	富国上海金交易型开放式证券投资基金
基金管理人	富国基金管理有限公司	基金托管人	上海浦东发展银行股份有限公司
成立日期	2020/7/6	到期日期	--
上市日期	2020/7/28	上市板	上海证券交易所
比较基准	上海黄金交易所上海金集中定价合约(合约代码:SHAUSGE)午盘基准价格收益率	发行规模(元)	355,885,370
运作方式	契约型开放式	投资类型	另类投资基金,商品型基金
投资风格	黄金现货合约	投资区域	--
单笔申购金额下限(元)	100,000	单笔赎回份额下限(份)	100,000
管理费率	0.50%	托管费率	0.10%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

该基金由张圣贤和王乐乐两位基金经理负责管理。其中张圣贤自 2015 年 6 月起开始管理基金产品，曾管理过 9 只基金，涵盖被动指数型和偏股混合型基金；王乐乐自 2015 年 8 月起开始管理基金产品，曾担任过 16 只基金的基金经理，当前在管的均为被动指数型基金。

**图表20：基金经理张圣贤的基金管理经历**

产品名称	投资类型	任职日期
富国国企改革	被动指数型	2015-06-05
富国中证新能源汽车	被动指数型	2015-06-05
富国中证军工	被动指数型	2015-06-05
富国中证工业 4.0	被动指数型	2015-08-07
富国中证体育产业	被动指数型	2015-08-11
富国中证智能汽车	被动指数型	2016-02-16
富国新兴成长量化精选	偏股混合型	2017-07-21
富国中证煤炭	被动指数型	2017-11-27
富国中证银行 ETF	被动指数型	2020-04-01
<b>富国上海金 ETF 基金</b>	商品型	2020-07-06

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表21：基金经理王乐乐的基金管理经历**

产品名称	投资类型	任职日期	离职日期
富国中证煤炭	被动指数型	2015-08-10	2020-01-10
富国全球债券人民币	国际(QDII)债券型	2016-10-17	2018-07-11
富国兴利增强	混合债券型二级	2017-10-09	2020-01-10
富国中证体育产业	被动指数型	2017-11-27	2020-01-10
富国中证工业 4.0	被动指数型	2017-11-27	2020-01-10
富国中证价值 ETF	被动指数型	2018-11-07	2020-05-25
富国恒生中国企业 ETF	被动指数型	2019-03-07	--
富国创业板 ETF	被动指数型	2019-06-11	--
富国中证军工龙头 ETF	被动指数型	2019-07-23	--
富国中证央企创新驱动 ETF	被动指数型	2019-09-20	--
富国中证消费 50ETF	被动指数型	2019-10-14	--
富国中证国企一带一路 ETF	被动指数型	2019-11-06	--
富国中证科技 50 策略 ETF	被动指数型	2019-11-15	--
富国中证全指证券公司 ETF	被动指数型	2020-01-21	--
富国中证医药 50ETF	被动指数型	2020-03-16	--
富国中证 800ETF	被动指数型	2020-05-13	--
<b>富国上海金 ETF 基金</b>	商品型	2020-07-06	--

资料来源：Wind，华泰证券研究所

上海金 ETF 基金的后续稳定运作还依托于基金管理人的强大实力。富国基金管理有限公司成立于 1999 年，是国内首批十家基金管理公司之一，属于中国成立最早的基金公司之一。经过二十年的发展，富国基金在中国资本市场的演进中积累了丰富的投资管理经验，投资业绩出众并屡获奖项，资产管理规模长期居前。2019 年 6 月获得第六届中国基金业“英华奖”，2019 年 4 月获得《中国证券报》第 16 届“金牛奖”。截至 2019 年 12 月 31 日，富国基金共管理公募基金 143 只，剔除货币基金后的管理规模约 2362.9 亿元，全市场排名第 9。公司在基本实力、投资管理能力和稳定性等方面的综合评定始终名列前茅。

### 风险提示

- 1、报告根据黄金价格、美元指数等金融经济指标的历史数据进行规律分析并得出金价的预测结论。历史规律有可能失效。
- 2、中长周期时间跨度较大，误差可能对结论造成一定影响。
- 3、报告中涉及到的具体基金产品不代表任何投资意见，请投资者谨慎、理性地看待。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，陈莉、林晓明、黄晓彬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师陈莉、林晓明、黄晓彬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

#### 法律实体披露

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J  
**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809  
**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

#### 华泰证券股份有限公司

##### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

#### 华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司