

金工研究/深度研究

2020年04月28日

林晓明 执业证书编号: S0570516010001
研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

黄晓彬 执业证书编号: S0570516070001
研究员 0755-23950493
huangxiaobin@htsc.com

刘依苇 0755-23950493
联系人 liuyiwei@htsc.com

韩哲 0755-82493656
联系人 hanxi@htsc.com

相关研究

- 1 《金工：从关联到逻辑：因果推断初探》
2020.04
- 2 《金工：稳中求胜：对冲基金的前世今生》
2020.04
- 3 《金工：牛熊指标在择时轮动中的应用探讨》
2020.04

黄金定价基础：市场构成及参与者

伦敦现货金、纽约期货金，沪港采用本币克两计价

全文摘要

本篇报告我们主要讨论黄金价格是在哪些市场中由哪些投资者决定的。伦敦金市是全球最大的现货黄金批发市场，纽约金市是全球最大的黄金期货交易市场，香港金市填补了两个市场交易时间的空缺，三个市场共同引导国际黄金价格走势。黄金市场直接交易者包括做市商、其他金银银行和经纪商，间接交易者包括各国央行、投资基金及各类法人和私人投资者，其中投资基金对黄金短期价格波动有较大影响。国内可通过黄金 ETF 来投资黄金，近期华夏黄金 ETF 等三只黄金 ETF 新发募集。

英美黄金市场掌握国际黄金定价权，投机交易主导短期黄金价格波动

伦敦黄金市场是全球最大的场外现货黄金交易市场，年交易量约 140 万吨。伦敦黄金市场中的账户分为央行和 ETF 持有的、以等量实物黄金背书的已分配账户，以及投机交易者持有的少量“准备金”挂钩的未分配账户，大部分交易量来自未分配账户的交易。纽约黄金市场是全球最大的场外期货黄金交易市场，年交易量约 20.6 万吨。纽约黄金市场中的头寸主要分为涉及现货黄金需求的商业头寸，以及基金公司、投资机构持有的非商业头寸。基金持仓占比的波动较大，且与黄金价格走势密切相关，近期基金空头持仓维持在低位，说明投资者对黄金短期走势较为乐观。

香港是重要的国际黄金交易枢纽，上海因规模基础全球影响力与日俱增

香港黄金市场是全球最活跃的实物黄金交易市场之一，也是国际金价的发现者之一。香港黄金市场共三种货币类型六类不同计价单位的交易合约，其中包括一种以人民币交易的合约。上海黄金交易市场由上金所现货及衍生品市场、上期所黄金期货市场以及商业银行场外市场共同构成。上金所提供现货合约、延期合约、中远期合约以及多个询价现货、期权、拆借品种，其中 Au99.99 是成交量最大的现货合约。2019 年上金所全部黄金品种累计成交量(双边)约 6.86 万吨，上期所 SHFE 黄金合约总交易量约 9.24 万吨，交易规模在全球黄金市场中排名前列，影响力与日俱增。

黄金市场参与者包括金银银行、央行、基金和私人投资者等

伦敦黄金市场的参与者分为直接交易者和间接交易者两类。直接交易者又分为做市商、其他金银银行和经纪商这三类，均为 LMBA 的会员。伦敦金市中的黄金做市商需要为客户提供双向报价；其他金银银行也在伦敦金市直接参与交易，但没有义务进行双向报价；经纪商则为伦敦金市提供黄金经纪服务以及风险管理等服务。间接交易者则包括各国央行，投资基金，以及各类法人和私人投资者。央行投资黄金的主要目的是维持资产储备；基金投资黄金则是以信息差从黄金价格的变动中获利；各类法人和私人交易者则主要是购入实物黄金用以精炼、加工、生产、收藏等。

黄金 ETF 是投资黄金的便捷工具，华夏等三只黄金 ETF 新发募集

黄金 ETF 及其联接基金以投资成本较低、交易便捷、流动性较高等优点成为备受青睐的黄金投资大众化工具。国内已有华安黄金等四只运行超过五年的黄金 ETF，近期华夏黄金等三只黄金 ETF 新发募集，联接基金也陆续发售。以华夏黄金 ETF 为例，其主要投资标的为上金所实盘合约中交易量最大的 Au99.99，同时还可通过黄金租赁增厚基金收益。黄金 ETF 支持 T+0 交易，也可通过申赎买卖进行折溢价套利，投资方式多样。华夏黄金 ETF 联接基金投资目标与华夏黄金 ETF 相同，适合银行渠道、互联网基金超市等场外投资者参与。

风险提示：黄金价格影响指标的定量测试结果是基于历史数据得到，历史规律在未来有失效风险。另外，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

华泰金工判断黄金当前正处于二十年一轮回的投资大周期	4
纽伦港是主要黄金交易市场，上海金借规模基础影响力与日俱增	6
伦敦现货金：年交易量全球最大，“准备金”制度支撑大量交易	6
伦敦金市是场外交易，由伦敦金银市场协会（LMBA）主导	6
伦敦金采用每日两次电子拍卖定盘价机制，代表性强、定价效率较高	6
伦敦黄金市场的交易量采用清算量估计：年约 140 万吨	6
“准备金”制度下的“纸黄金”账户支撑着大量交易	7
纽约期货金：年交易量约 20.6 万吨，基金持仓与金价密切相关	8
COMEX 共四种计价单位的黄金期货合约，100 盎司合约交易量最大	8
COMEX 黄金年交易量约 20.6 万吨，基金持仓与金价走势密切相关	9
近期基金空头持仓处于历史低位	10
香港金：重要的国际贵金属交易枢纽，本地交易以华人为主、以两计价	12
香港黄金交易市场分为金银实物贸易市场、伦敦金市场和黄金期货市场	12
香港黄金市场共三种货币类型六类不同计价单位的交易合约	13
上海金：产品类型多样，以克/元计价，全球影响力逐渐扩大	13
上金所 2019 现货合约总交易量达 6.857 万吨，其中 Au99.99 成交量最大	14
上海期货交易所 2019 黄金期货总交易量约为 9.24 万吨	14
其他地区市场联动下，全球形成 24 小时不间断的黄金交易市场	14
黄金市场参与者包括金银银行、央行、基金和私人投资者等	15
直接交易者包括做市商、其他金银银行和经纪商	15
间接交易者包括各国央行、投资基金、以及各类法人和私人投资者	15
黄金 ETF 是黄金投资利器，近期国内三只黄金 ETF 发行募集	17
黄金 ETF 相比实物金投资更便捷，且大幅降低投资成本和提高持有安全性	17
华夏黄金等三只黄金 ETF 于近期新发募集，丰富参与黄金投资的选择空间	18
黄金 ETF 主要投资标的为上金所 Au99.99 合约，可通过黄金租赁增厚收益 ..	19
黄金 ETF 支持 T+0 交易，还可通过申赎买卖进行折溢价套利	19
黄金 ETF 联接基金与黄金 ETF 净值走势基本一致，适合银行渠道等场外投资者参与	20
风险提示	20

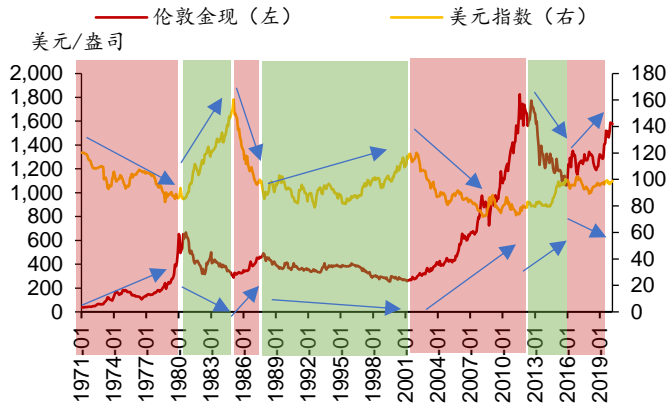
图表目录

图表 1: 历次黄金牛市均伴随着美元指数的下行.....	4
图表 2: 黄金与大宗商品历史走势相近	4
图表 3: 当前黄金同比序列的中长周期状态类似 1984 年与 2001 年	5
图表 4: 伦敦金日均清算量 (单位: 百万盎司)	7
图表 5: 伦敦黄金交易市场账户分类示意图	8
图表 6: COMEX 黄金期货合约基本信息	9
图表 7: CME 交易所黄金合约交易量 (单位: 手)	9
图表 8: COMEX 黄金各类持仓数量占比	10
图表 9: 持仓波动与 COMEX 黄金收益率相关系数 (周度) (19890131-20200421) .	11
图表 10: COMEX 黄金各类持仓数量占比 (新版分类)	11
图表 11: 持仓波动与 COMEX 黄金收益率相关系数 (周度) (20090901-20200421) .	12
图表 12: 上金所各合约 2019 年交易量 (单位: 吨)	14
图表 13: 世界各国央行黄金储备情况 (2020 年 3 月, 单位: 吨)	16
图表 14: 国内黄金投资标的	17
图表 15: 国内黄金 ETF 基本信息	18
图表 16: 华夏黄金 ETF 基本信息	18
图表 17: 黄金 ETF 运作机制	19
图表 18: 华夏黄金 ETF 联接 A 基本信息	20

华泰金工判断黄金当前正处于二十年一轮回的投资大周期

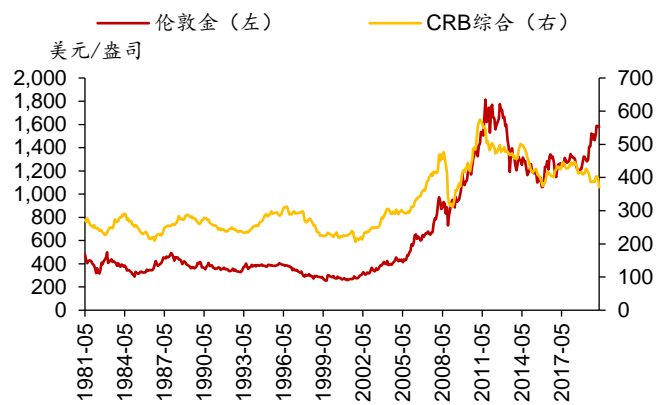
在 2019 年 5 月发布的量化资产配置月报中，我们提出了大周期级别看多黄金的观点。2019 年 8 月发布的报告《二十年一轮回的黄金投资大周期》，又从周期角度阐释了黄金的中长期定价逻辑。前期研究我们依靠经济逻辑和周期分析方法，从定性和定量的角度论证了黄金的中长期走势与三个指标有着显著的相关关系：代表其货币属性的美元指数、代表其商品属性的 CRB 指数，以及代表其金融属性的美国十年期国债收益率。从下图历史规律中可以看出，历次黄金牛市均伴随着美元指数的大幅下行，且黄金与大宗商品的中长期走势基本一致。

图表1： 历次黄金牛市均伴随着美元指数的下行



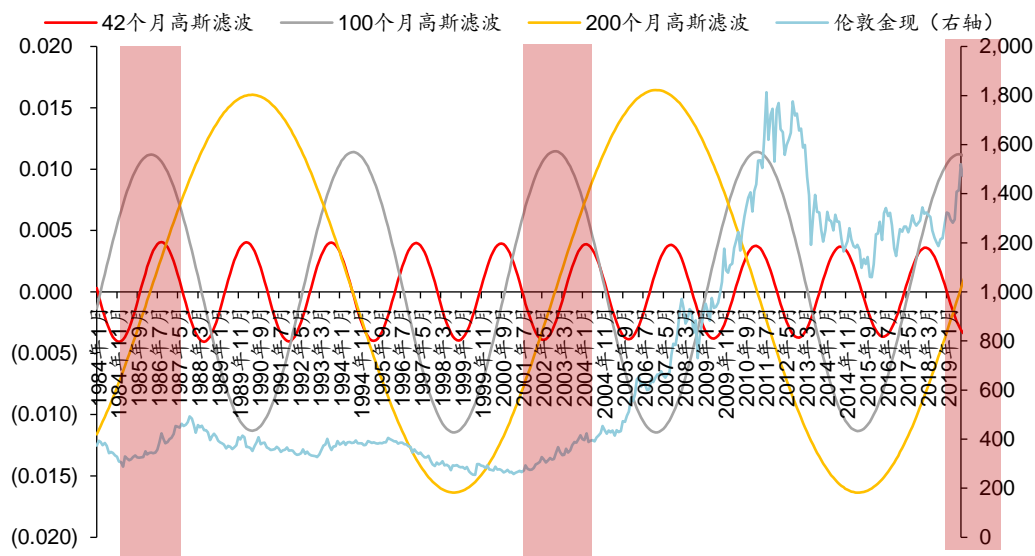
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 黄金与大宗商品历史走势相近



资料来源：Wind，华泰证券研究所

如前所述，我们预测美元指数处于大周期顶部区域，未来或转头下行；大宗商品中长周期上行，短周期在 2020 年处于上行区间，两者叠加，我们在前期研究中判断 2018 年 8 月作为大周期的阶段性底部往后黄金至少有 2 年较大投资机会。当前黄金同比序列中长周期相对状态类似于 1984 年和 2001 年：长周期处于上升中段，中周期处于顶部区域，推动黄金价格较快上涨。1984 年后黄金价格经历了为期两年的上涨，涨幅超过 70%，2001 年则是黄金 10 年大牛市的起点，该次牛市涨幅约为 600%，故此我们预计此次黄金上涨也能够达到较高的涨幅。

图表3：当前黄金同比序列的中长周期状态类似 1984 年与 2001 年

资料来源：Wind，华泰证券研究所

前期研究我们根据每轮大周期黄金价格的涨幅，预估本轮上行周期，上海金有望突破 420 元/克。从 2019 年 5 月 17 日我们首份黄金研究报告《大周期拐点的黄金中长线配置机会》发布到 2020 年 4 月 24 日，伦敦金现上涨 35.26%，上海金上涨 32.34%，涨幅较为可观。在本报告中，我们维持前期观点，并着眼于黄金价格的短期影响因素，分析在当前市场环境，哪些因素在催化，哪些因素在掣肘。

研究黄金价格的短期影响因素，首先需要清楚全球有多少黄金市场，哪个市场的报价最为权威，黄金市场的参与者有哪些，他们买入或卖出黄金的目的是什么，各方的行为会对黄金价格造成多大程度的影响。本文将对伦敦、纽约、香港和上海黄金市场运作机制、交易者类型和交易量等信息进行深入挖掘。

纽伦港是主要黄金交易市场，上海金借规模基础影响力与日俱增 伦敦现货金：年交易量全球最大，“准备金”制度支撑大量交易

伦敦黄金市场的历史最早可以追溯到 1919 年，当时以英国洛希尔投资银行为主的五大银行在伦敦第一次实施联合黄金定价，为日后伦敦成为世界黄金结算中心奠定了基础。时至今日，以交易量衡量，伦敦黄金市场是世界上最大的黄金批发市场，它与纽约黄金期货交易市场共同承担起全球黄金价格发现的功能。

伦敦金市是场外交易，由伦敦金银市场协会（LMBA）主导

黄金交易市场是一个场外交易市场，其参与者包括投资银行（俗称黄金银行 bullion banks）、经纪人、商品贸易公司、中央银行、黄金精炼商和黄金开采公司等，由于参与者主要是较大的机构，该市场也被称为黄金的批发市场（wholesale market）。

伦敦黄金场外交易受到伦敦金银市场协会（LMBA）的影响很大。伦敦金银市场协会是一家代表着伦敦金银市场的国际金银行业同业协会，主要负责制定贵金属标准、维护交易规则、促进市场联络和监管贵金属交易，为协会内成员和伦敦金银交易市场参与者提供服务。大部分参与黄金交易或黄金清算的机构均为 LMBA 的会员。

伦敦金采用每日两次电子拍卖定盘价机制，代表性强、定价效率较高

从 1919 年到 2015 年，伦敦黄金市场于当地时间每天上午 10:30 和下午 3:00 在位于伦敦中心的洛希尔投资银行总部进行两次定价，参与定价的是伦敦黄金市场上的五大金商，其客户群体包括世界上各大矿山、厂商和金商。在每天定价开始之前，主席会根据前一日纽约黄金市场的收盘价以及当日早上的香港黄金市场价格，制定一个合适的开盘价，其他定价代表把这个价格通过交易室报给各自的客户。如果定价高买家少则调低价格，如果价格低买家多则提高价格，直至买盘卖盘基本平衡。这五大做市商与市场的密切联系使得其定价更具有权威性，此价格也成为“国际黄金价格”。但这种定价方式也存在致命问题：①不透明性较强；②定价效率较低；③容易被五大做市商操纵牟利。

因此在 2015 年 3 月 20 日，伦敦黄金协会开始使用全新的定盘价机制，来取代上述的“黄金定盘价机制”。新的定价机制被称为“LMBA 黄金价格”，这种定盘价机制是一种基于互联网和计算机的电子化拍卖过程，拍卖的管理人由洲际交易所（Intercontinental Exchange, ICE）的基准管理机构（ICE Benchmark Administration IBA）来担任。新机制的定盘价公布频率仍与此前相同，多家机构通过电子竞拍，得出最后可交易的黄金的美元价格，此价格将最终用作伦敦黄金市场的价格基准。LMBA 黄金价格制定的参与机构纳入了北美、亚洲等多家银行，参与机构数量更多，价格的代表性更强，透明度、公平度和定价效率也更高。

除定盘价机制以外，伦敦黄金市场也遵循保证金交易与实时买卖机制。保证金机制要求交易者缴纳一定量的保证金，随后即可进行大额的黄金相关交易，这为本金不够的中小型投资者提供了杠杆交易的机会。而实施买卖机制意味着交易者可以在全球交易时段内进行交易而不受限制。

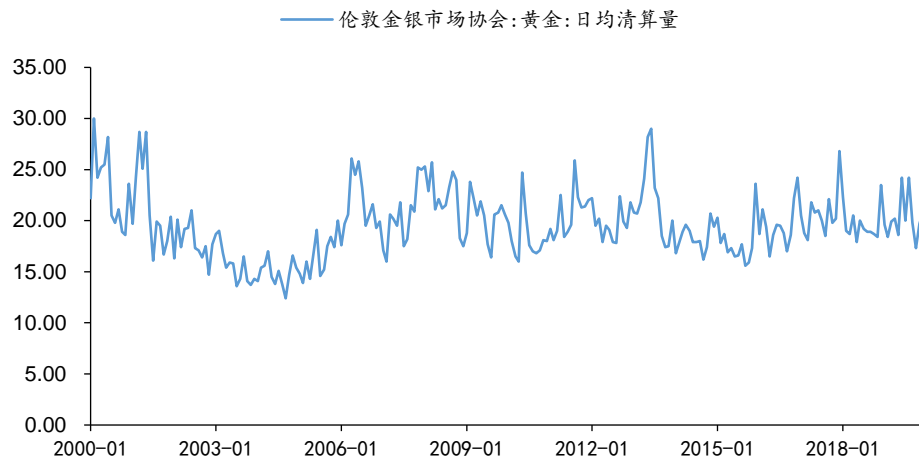
伦敦黄金市场的交易量采用清算量估计：年约 140 万吨

由于伦敦黄金市场是一个场外交易市场，LBMA 及其成员也不愿公布其黄金交易统计数据。因此唯一可用的相对近期的交易数据来自 LBMA 在 2011 年对伦敦市场进行的自愿调查。该调查涵盖了 2011 年第一季度的全部交易，并收集了现货、远期和其他交易的交易量数据。尽管不是强制性的，但活跃于黄金交易的 56 家成员中有 36 家均对调查做出了回应（包括所有现货和远期市场做市商），并且这些成员提供的数据中同时包括了与 LBMA 其他成员之间的交易以及与非成员之间的交易，因此该数据较为全面且代表性较强。

该调查结果显示，2011 年第一季度，伦敦黄金市场的交易量达 109 亿盎司黄金，总价值达 15.1 万亿美元，涵盖了 385,000 笔交易。现货黄金交易额约占总交易额的 90%，远期交易和其他交易各占交易额的 5%。平均每天的交易量约为 1.73 亿盎司黄金，价值约 2410 亿美元，交易笔数约为 6100 笔。

同时，LBMA 每月发布的清算量（即净交易量）显示，2011 年第一季度 LBMA 清算了 11.8 亿盎司的黄金，这表明交易量与清算量之比约为 10:1。因此，伦敦黄金市场的交易量可以通过 LBMA 的清算量来粗略估计。

图表4： 伦敦金日均清算量（单位：百万盎司）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

根据 Wind 上的官方公布数据，从 2019 年 1 月初到 2019 年 12 月底，伦敦黄金日均清算量约为 2023 万盎司，换算为年均清算量则为 50.575 亿盎司，约为 143377.69 吨。将清算量乘以 10 倍，估算出伦敦黄金市场 2019 年交易量约为 140 万吨，而根据贵金属研究机构 Bullionstar 在 2016 年的调查测算，伦敦黄金市场的实物黄金仅有 6500 吨，交易量和实物黄金存量之间产生巨大差距的主要原因是什么呢？

2003 年，LPMCL 时任董事长 Peter Fava 曾提供了伦敦黄金市场大额结算量背后的交易类型清单：

1. 每月转存的央行黄金存款以及与该交易相关的对冲交易
2. 利率互换和长期抵押协议
3. 到期前平仓的远期杠杆投机交易
4. 投资基金的现货交易
5. 银行间市场交易（每天多次）
6. 实物黄金寄售
7. 黄金 ETF 申赎

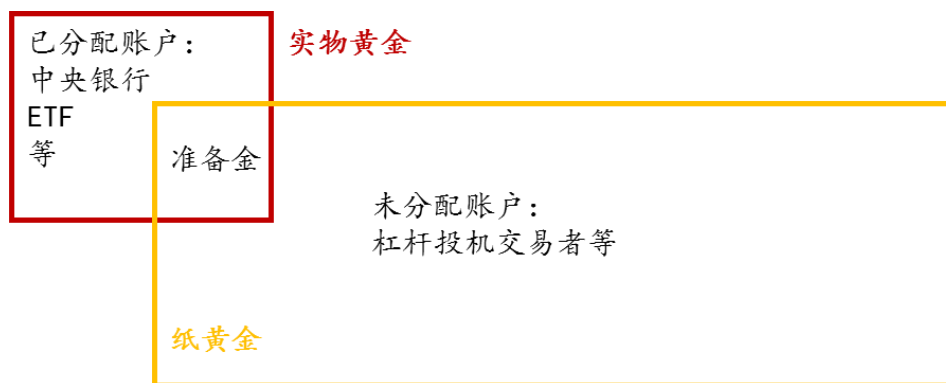
从以上清单中可以看出，很少有交易类型是与实物黄金交易或黄金的实际需求有关，因此大部分交易都可以在各大账户间以纸面转移而非实物转移的形式进行。这种模式的实现离不开伦敦黄金交易市场中的未分配账户机制。

“准备金”制度下的“纸黄金”账户支撑着大量交易

据 LBMA 在 2016 年的一次调查显示，在伦敦黄金交易市场每天的黄金交易中，只有不到 5% 是确实可兑换为实物黄金的资产，其余大部分都是由黄金“准备金”制度所产生的。黄金准备金制度与银行存款准备金制度相似，也是由小比例真实存在的实物黄金作为准备金，以一定的准备金率来折合成市面上交易的黄金，这些黄金只是账户上的数字，相当于一张凭证。

伦敦黄金市场的准备金制度源于其对账户的分类。LBMA 将伦敦场外黄金交易市场的黄金账户划分为已分配的账户和未分配的账户。已分配账户中的黄金，对应着有具体编码的实物金条。账户所有者保留对其账户内全部实物黄金的所有权及使用权，身为黄金保管者的银行无权出借或抵押这一类账户上的黄金资产，只有账户所有者将实物金条移入或移出账户才能影响账户余额。

图表5：伦敦黄金交易市场账户分类示意图



资料来源：华泰证券研究所

而未分配账户中的黄金则是纸面意义上的黄金，背后并没有等量实物黄金的支持。账户上黄金的所有权归银行所有，银行可自行借出或处置未分配账户下的黄金。账户所有人仅是储金银行的无担保债权人（unsecured creditor），也就是说，持有未分配账户的客户实际上持有的并非是黄金，而是对银行的债权。据贵金属研究机构 Bullionstar 的调查测算，未分配账户余额与其支持黄金的比率可能在 20:1 到 100:1 之间，LBMA 正在利用很少的准备金支撑着大量的黄金交易。

纽约期货金：年交易量约 20.6 万吨，基金持仓与金价密切相关

1971 年后，随着布雷顿森林体系的瓦解，美元也不断贬值，美国人为了能够套期保值或通过投资获利，把目光转向了黄金期货市场，因此在 20 世纪 70 年代中期，纽约和芝加哥黄金市场得以迅速发展。目前，美国的黄金期货交易居世界第一，美国黄金期货市场也已成为世界上最主要的黄金期货交易市场。与伦敦的场外交易模式不同，美国黄金市场是一个有形市场，交易在交易所内进行。交易所为交易者提供交易场所和设施，并制定规章制度，保证双方在公平合理的前提下进行交易。

美国黄金市场既包括活跃的黄金期货交易市场，也包括大型实物黄金市场。纽约商品交易所(COMEX)是美国最著名的黄金期货交易所。除此之外，也有少部分黄金期货合约在纽约的洲际交易所(ICE)上交易，但交易量比较小。两家交易所主要经营的还是期货合约的交割，实物黄金交割量相对较少。但美国仍是世界上大型实物黄金市场之一，在美国黄金交易市场上有着很多世界上最大的黄金批发商和金银银行，黄金开采与黄金提炼业务规模也较大。

COMEX 共四种计价单位的黄金期货合约，100 盎司合约交易量最大

芝加哥商业交易所是美国最大的期货交易所，也是世界上第二大买卖期货和期权合约的交易所。芝加哥商业交易所采用电子交易系统进行交易，其交易内容主要涉及能源和稀有金属两大类，其于 2008 年收购了主要从事金属产品交易的纽约商业交易所(COMEX)。COMEX 是全球最大的黄金期货交易市场，COMEX 市场中交易出的黄金价格往往会对全球金价产生重要的影响。在 COMEX 黄金交易市场中，黄金期货与期权交易占比远大于实物黄金交易，市场的参与者也大都是以投资或对冲为目的的交易者。

目前主要有四种黄金期货合约在 COMEX 上交易，即 COMEX 100 黄金期货，miNY 黄金期货，E-micro 黄金期货和 Kilo 黄金期货。

图表6: COMEX 黄金期货合约基本信息

期货名称	COMEX 100 黄金期货	miNY 黄金期货	E-micro 黄金期货	Kilo 黄金期货
合同单位	100 金衡盎司	10 金衡盎司	50 金衡盎司	1 公斤
报价单位	每金衡盎司美元和美分			
最小价格波动	每金衡盎司\$0.10=\$1.00	每金衡盎司\$0.10=\$1.00	每金衡盎司\$0.25	每金衡盎司\$0.10
产品代码	GC	MGC	QO	GCK
上市合约	连续三个月以及最近 23 个月的任何 2 月、4 月、8 月和 10 月以及最近 72 个月内的任何 6 月和 12 月的月度合同	最近 24 个月内任何 2 月、4 月、6 月、8 月、12 月进行交割		当前日历月, 接下来的两个日历月以及每个 2 月、4 月、6 月、8 月、12 月, 从当前合同月份开始的 12 个月内
结算方式	可交付结算		财务结算	可交付结算
终止交易	合同月份最后一个工作日的美国中部时间下午 12:30	合同月的最后一个工作日	交货月份前一个月的倒数第三个工作日	交货日前三个工作日
交货期	交付月的第一个工作日或交付月的任何后续工作日, 但不得迟于当前交付月的最后一个工作日			交货月份的第三个星期三
等级和质量	至少为 995			

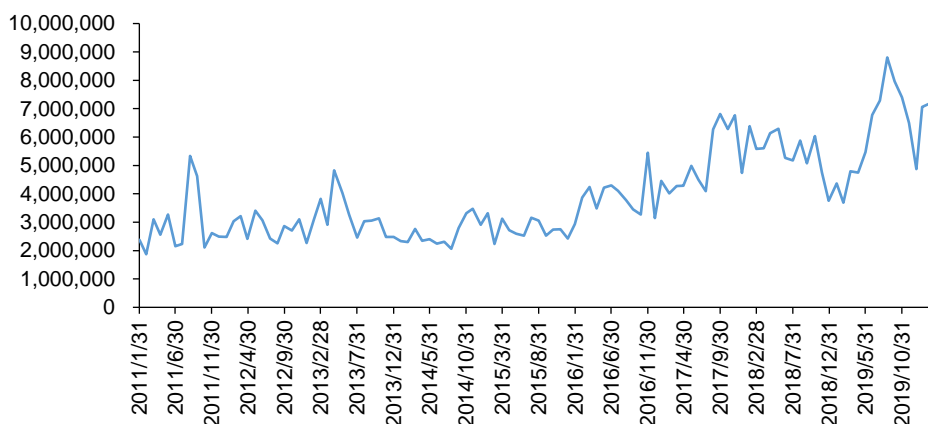
资料来源: 贵金属研究机构 Bullionstar, 华泰证券研究所

其中, COMEX 100 盎司黄金期货(GC)是 CME 交易量最大的金属合约, 也是所有 CME 贵金属和贱金属期货中交易量最大的合约之一。根据贵金属研究机构 Bullionstar 的调查统计, Comex 100 盎司合约(GC)上 90%以上的交易通过 Globex 平台达成, 其余交易在 ClearPort 上达成, 而在 Open Outcry 平台上几乎没有交易量(0.01%)。CME 的 miNY 黄金期货合约(QO)和 E-Micro 黄金期货合约(MGC)的交易量都非常低。

COMEX 黄金年交易量约 20.6 万吨, 基金持仓与金价走势密切相关

CME 的每月清算量为百万数量级, 从 2019 年 1 月初到 2019 年 12 月底, CME 黄金合约的月均交易量约为 6.06 百万手, 一手合约为 100 金衡盎司。据此估算, CME 黄金合约月均交易量约为 17170 吨, 年交易量约为 20.6 万吨黄金, 少于伦敦市场的 140 万吨黄金。

图表7: CME 交易所黄金合约交易量 (单位: 手)



资料来源: COMEX, Wind, 华泰证券研究所

美国黄金市场交易者包括: 美国的商业银行、黄金交易商、黄金经纪公司、对冲基金和养老基金、人寿保险公司、共同基金和商品交易顾问(CATS)等机构投资者和个人投资者等。不同交易者的交易目的不同, 有些交易者的目的是套期保值, 有些交易者的目的是趋势投资或投机, 有些交易者的目的则是套利。因此在美国商品期货交易委员会(CFTC)公布的数据中, 也将 COMEX 黄金的持仓头寸对应分为三类:

第一类是商业头寸, 这类头寸通常由涉及现货黄金买卖的金矿所有人和现货商人持有, 其主要投资目的为套期保值, 部分情况下, 指数基金在期货市场上的对冲持仓也会被纳入这类头寸。

第二类是非商业头寸，这类头寸通常由不涉及现货的基金公司、投资机构和个人投资者持有，其主要目的为趋势投资或投机。这部分头寸随市场行情而上下波动，贡献了较高的交易量，也加剧了黄金价格的波动。

第三类是套利头寸，当某一投资者同时持有多单和空单，则其中重合的部分会被记为套利头寸。

除了这三类以外，还有一类非报告头寸，即散户的小规模投资交易，根据 CFTC 统计，这类交易头寸占比一直稳定在 10% 左右。

由 CFTC 公布的旧版分类数据来看，当前 COMEX 黄金持仓者中商业空头持仓数量最多，非商业多头持仓数量次之，但商业空头持仓的占比较为稳定，而非商业多头持仓占比的历史波动幅度较大，且与黄金价格走势密切相关。商业多头持仓数量第三，非商业空头持仓和非商业套利持仓数量都较小。

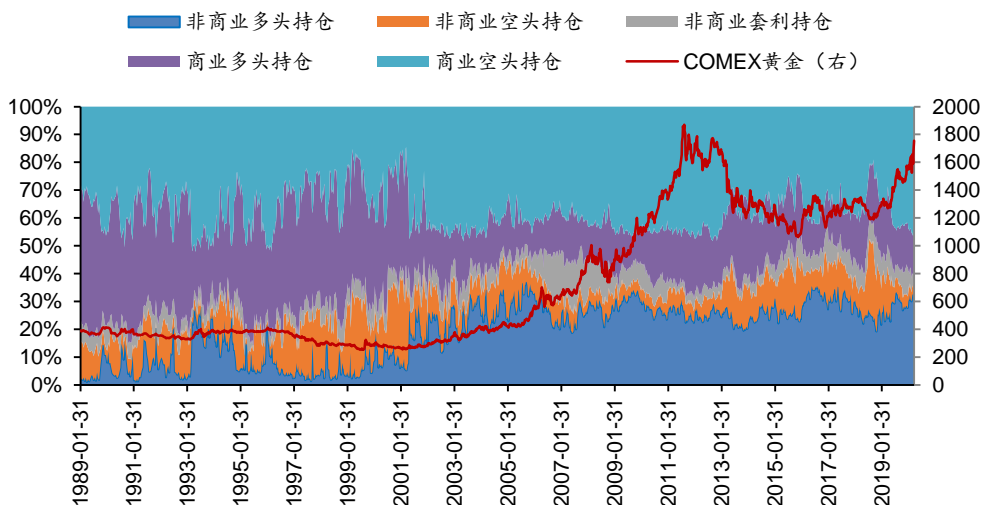
由 CFTC 公布的新版分类数据来看，当前 COMEX 黄金多头持仓者中，管理基金多头持仓量与其他报告头寸接近，远大于生产商和掉期商的多头持仓量。而空头持仓者中，掉期商空头持仓量大于生产商，生产商空头持仓量又远大于管理基金。其中，管理基金的多头持仓与黄金价格的走势最为密切。各类型交易者持仓量变动与黄金价格之间的相关关系，将会在下一小节中定量论证。

此外，从 CFTC 公布的持仓多头前几名占比来看，纽约黄金价格总持仓多头和空头前 4 名分别占比 22.5% 和 34.9%；总持仓多头和空头前 8 名分别占比 31% 和 51%，持仓集中度和银、铂、钯等其他贵金属类似。

近期基金空头持仓处于历史低位

由下图可以清晰地看到，每次金价发生短期波动时，非商业多头持仓占比都会同向大幅变动，而非商业空头持仓占比则会大幅反向变动，可见非商业持仓与 COMEX 黄金价格走势关系密切。也就是说，短期来看，黄金生产加工行业的供给和需求或许不是黄金价格变动的主导因素，基金公司、投资机构和个人投资者对于黄金这项金融资产的买入需求和卖出需求才是影响其短期价格变动的主要因素。

图表8： COMEX 黄金各类持仓数量占比



资料来源：CFTC，Wind，华泰证券研究所

我们计算了不同类别持仓头寸的每周增减幅度与 COMEX 黄金周度收益率的相关系数。结果发现，多头持仓中，仅有非商业多头持仓增减幅度是与黄金周度收益中度正相关的，商业多头持仓与黄金收益率呈现中度负相关的关系。而在空头持仓中，非商业空头持仓增减幅度是与黄金周度收益轻度负相关，商业空头持仓则与黄金收益率呈现中度正相关关系。可见，黄金价格的短期波动，主要是由非商业交易者的交易行为决定的。从 3 月 17 日到 3 月 24 日仅一周时间内，黄金非商业空头持仓下降 16.70%，近期持仓虽有所回升，但仍保持在历史低位，可见非商业类投资者对于黄金未来走势有较为乐观。

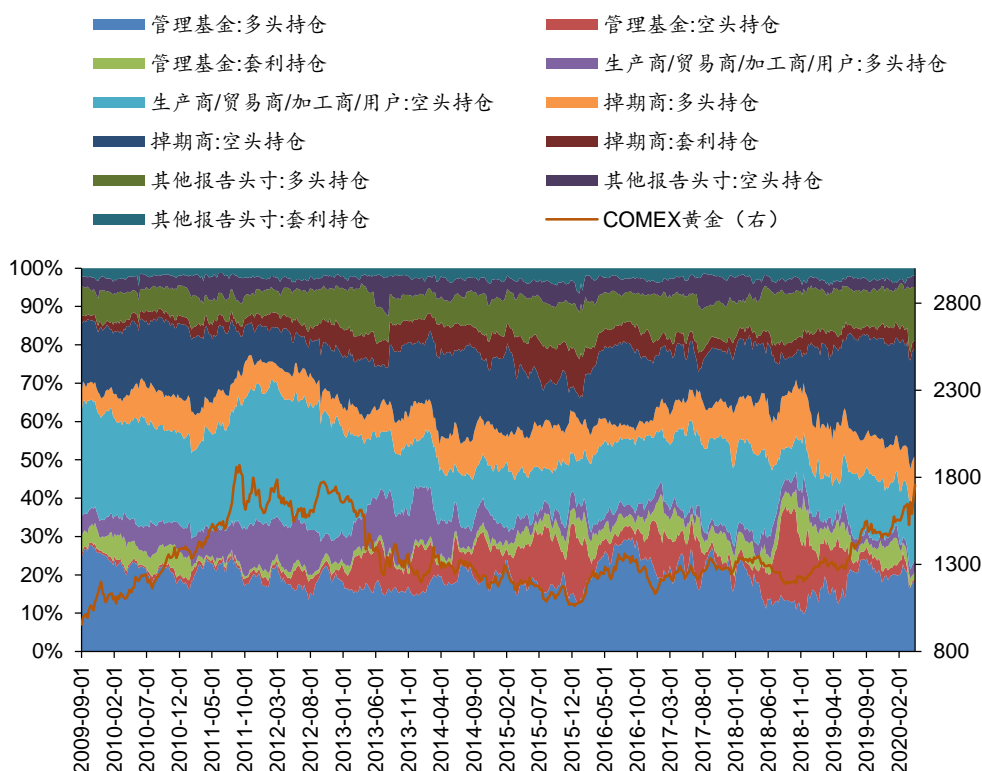
图表9：持仓波动与 COMEX 黄金收益率相关系数（周度）（19890131-20200421）

持仓类别	相关系数
非商业多头持仓	0.350
非商业空头持仓	-0.254
非商业套利持仓	0.038
商业多头持仓	-0.388
商业空头持仓	0.479

资料来源：CFTC，Wind，华泰证券研究所

如果按照 CFTC 的新版分类，将报告头寸划分为生产商/贸易商/加工商/用户持仓、掉期商持仓、管理基金持仓和其他报告头寸持仓，我们可以看到，黄金短期的价格波动与管理基金多头持仓占比波动基本一致，与管理基金空头持仓呈现反向变动。

图表10：COMEX 黄金各类持仓数量占比（新版分类）



资料来源：CFTC，Wind，华泰证券研究所

我们计算了不同类别持仓头寸的每周增减幅度与 COMEX 黄金周度收益率的相关系数。结果发现，多头持仓中，仅有管理基金的多头持仓增减幅度是与黄金周度收益中度正相关的，生产商多头持仓和掉期商多头持仓均与黄金收益率呈现较弱的负相关关系。而在空头持仓中，仅有管理基金的空头持仓增减幅度是与黄金周度收益中度负相关的，生产商和掉期商的空头持仓均与黄金收益率呈现中度正相关关系。可见，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。

图表11： 持仓波动与 COMEX 黄金收益率相关系数（周度）（20090901-20200421）

持仓类别	相关系数
管理基金:多头持仓	0.539
管理基金:空头持仓	-0.377
管理基金:套利持仓	0.058
生产商/贸易商/加工商/用户:多头持仓	-0.132
生产商/贸易商/加工商/用户:空头持仓	0.406
掉期商:多头持仓	-0.195
掉期商:空头持仓	0.477
掉期商:套利持仓	0.003
其他报告头寸:多头持仓	0.151
其他报告头寸:空头持仓	0.283
其他报告头寸:套利持仓	-0.015

资料来源：CFTC，Wind，华泰证券研究所

2020 年 3 月 17 日-3 月 24 日，COMEX 黄金管理基金空头持仓环比下降约 85.72%，此后三周持仓虽有所恢复，但仍维持在历史低位，可见管理基金对于黄金短期内的走势较为乐观。

香港金：重要的国际贵金属交易枢纽，本地交易以华人为主、以两计价

香港黄金市场是全球最活跃的实物黄金交易市场之一，既是传统的中国黄金和白银的交易地点，也是包含了众多国际投资银行贵金属交易柜台的交易枢纽。由于交易时间填补了前两个市场的空缺，香港的黄金交易价格会对当天略晚开盘的纽约、伦敦黄金市场价格产生一定影响。香港黄金市场不完全是英美黄金市场价格的接受者，也承担着国际黄金价格发现者的角色。

香港黄金交易市场分为金银实物贸易市场、伦敦金市场和黄金期货市场

香港黄金交易市场分为三个市场：金银贸易市场、伦敦金市场和黄金期货市场。香港金银贸易市场的主要参与者大部分都是华人，是有固定交易场所的黄金实物交易市场，其主要流通的是五两/条的 99 标准金条；香港伦敦金市场的参与者则主要是外国投资者，是没有固定买卖场所的场外交易市场；香港黄金期货市场与美国黄金期货交易市场的基本交易合约、交易机制相似，是中国最主要的黄金期货交易所之一。在香港黄金交易市场中，也有香港金银业贸易场（CGSE）扮演与 LMBA 相近的角色来对黄金交易进行促进与监管，目前 CSGE 由 170 家左右的注册行员共同管理。

香港交易的黄金产品类型包括伦敦金、实物黄金和黄金期货三大类。香港的伦敦金市场是一个现货市场，其结算方式与普通的现货市场有所不同，借由香港迅速发展的信贷产业，香港的伦敦金市场拥有其伦敦金延时结算机制，可以通过借贷黄金、美元、保证金等方式对交易进行延时结算。同时香港还有种类丰富的实金交易市场，主要交易的产品包括但不限于金条、金币、黄金制品等。

香港黄金市场共三种货币类型六类不同计价单位的交易合约

香港黄金交易的参与者包括所有获准在人民币合约电子交易平台上进行交易的 CGSE 会员。每日结算价格在上午时段上午 11:55 确定，在下午 3:00 确定实物交割和结算时的决定价格。

在 CGSE 的电子交易平台上共有四个黄金合约可供交易：

1. Kilobar Gold Contract, RMB
2. 999.9 Tael Gold Contract, HKD
3. 100 ounce Loco London Gold Contract, USD
4. 10 ounce Loco London Gold Contract, USD

还有两个合约是通过公开叫价来进行交易的：

1. 99 Tael Gold Contract (100 taels lot), HKD
2. HKD Kilo Gold Contract (5 kilo lot), HKD

CGSE 的交易时间为星期一至星期五上午 9 点至中午，以及下午 2 点至下午 5 点。以公开叫价交易的形式，通过向 CGSE 结算部门提交合同说明进行结算，该部门会更新其结算系统中的会员头寸，CGSE 将结算交易通知相关银行。

上海金：产品类型多样，以克/元计价，全球影响力逐渐扩大

上海黄金交易市场目前已覆盖了黄金市场的全生态链，形成了上海黄金交易所黄金现货及衍生品市场、上海期货交易所黄金期货市场和商业银行场外市场协同发展的多方面、全功能的黄金市场格局。

上海黄金交易所是大陆唯一合法从事黄金交易的市场，于 2002 年 10 月经国务院批准，由中国人民银行组建并正式运行。除实物交易外，上金所还有多元化的黄金衍生品市场，包含了竞价、定价、询价、报价、金币、租借、黄金 ETF 等市场板块，全方位满足国内投资者的个性化需求。

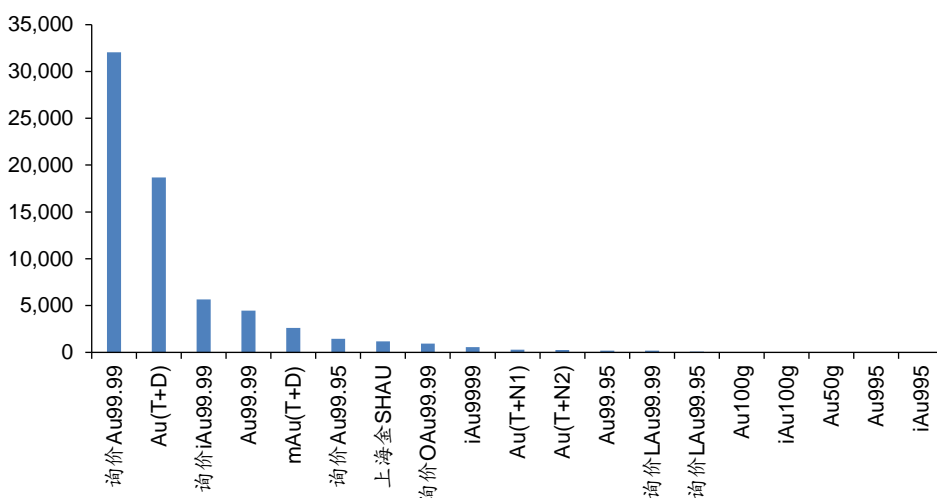
上金所的建立时间较晚，因此所有交易平台都是电子化平台。同时，类似香港黄金市场，上金所也为投资者提供现货、延期合约和期权等产品，在为前述产品提供结算服务的同时，也为流入、流出的实物黄金提供交付，转移和保管服务。

上金所 2019 现货合约总交易量达 6.857 万吨，其中 Au99.99 成交量最大

上金所主要交易品种如下：Au99.95、Au99.99、Au50g、Au100g、Au995 五个国内现货黄金交易合约；iAu9999、iAu100g、iAu995 三个国际版现货合约；询价 Au99.99、询价 iAu99.99、询价 Au99.95、询价 OAu99.95、询价 LAu99.99、询价 LAu99.95 等多个询价现货、期权、拆借品种；Au(T+5)、Au(T+D)两个延期交易品种和 Au(T+N1)、Au(T+N2)两个中远期交易品种。

现货合约中，Au99.99 合约是成交量最大的现货合约，iAu99.99 合约次之，Au50g、Au995、iAu995 在 2019 年几乎没有成交。延期交收的合约中，Au(T+D)成交量最大，2019 年交易量约 18675 吨。询价产品中，询价 Au99.99 成交量最大，2019 年交易量约 32053 吨。据上金所公布数据统计，2019 年上海黄金交易所全部黄金品种累计成交量(双边)达 6.857 万吨。

图表12： 上金所各合约 2019 年交易量（单位：吨）



资料来源：上海黄金交易所，华泰证券研究所

交易所实行“择库存入、择库取货”的交割原则，在全国 34 个城市设立 42 家指定交割仓库，会员可自由选择交割仓库存入或提取黄金，并由交易所统一调运配送，保证交易后 3 天内可拿到黄金。

上海期货交易所 2019 黄金期货总交易量约为 9.24 万吨

上海期货交易所于 2007 年 9 月获得批准后，于 2008 年 1 月推出了黄金期货合约。交易时间为 9:00 am-11:30 am、1:30 pm-3:00 pm 和 9:00pm-次日 2:30am。上海黄金期货交易所的黄金期货的交易单位为 1 千克，要求成色不低于 99.95。

根据上期所公布数据，2019 年，SHFE 黄金总交易量为 7198.34 万手，每手合约约为 1000 克黄金，所有合约总交易量约为 9.24 万吨。

其他地区市场联动下，全球形成 24 小时不间断的黄金交易市场

除上述几大黄金交易市场外，悉尼、苏黎世、东京、法兰克福黄金市场也在国际黄金交易市场中占有重要地位。黄金作为现代的一项重要投资产品，投资者更倾向于能随时、随地、跨国进行黄金买卖交易，遍布在世界各地的黄金市场为黄金的不间断交易提供了机会。全球较大的几个黄金交易市场所在地——伦敦、纽约、苏黎世、芝加哥、中国香港和上海分别位于几大洲，联合其他位于十几个城市的规模较小的交易市场（如法兰克福、巴黎、布鲁塞尔、东京、悉尼和新加坡等黄金交易市场），遍布全球的交易市场使得黄金得以进行 24 小时不间断的交易。

黄金市场参与者包括金银银行、央行、基金和私人投资者等

本小节我们将以伦敦黄金市场为例，对于黄金市场上的参与者进行简要介绍和说明。我们首先将交易者划分为直接交易者和间接交易者两类，并对不同交易者以及他们的不同目的进行简要的说明。

直接交易者包括做市商、其他金银银行和经纪商

一般来说，伦敦黄金市场上的直接交易者分为：做市商、其他金银银行（除做市商外）、经纪商这三类。

做市商：伦敦黄金市场上的所有黄金做市商都必须是 LBMA（伦敦金银市场协会）的成员，并且他们拥有一个特殊的会员类别，称为“做市商”。所有做市商也是国际投资银行在伦敦的实体。每种产品（即期，远期和期权）的做市商被要求在伦敦市场交易时间内按该产品的商定数量提供双向报价（即报价者同时向客户报出买入价格和卖出价格）。

LBMA 有 13 个做市商，其中 11 个是现货做市商。这些做市商是巴克莱银行，高盛国际，美国汇丰银行，摩根大通银行，瑞银，花旗银行，瑞士信贷，摩根士丹利国际有限公司，美林国际，渣打银行等。其中四家银行，即汇丰银行，瑞银集团，高盛和摩根大通，以即期，远期和期权市场进行交易。德意志银行（Deutsche Bank AG）于 2014 年停止成为 LBMA 做市商。同样，三井物产（Mitsui & Co Precious Metals）于 2015 年末停止成为 LBMA 做市商。巴克莱（Barclays）还宣布退出伦敦贵金属市场，并缩减了其做市活动，从现货，期权和远期合约的完整做市商转变为现货做市商。

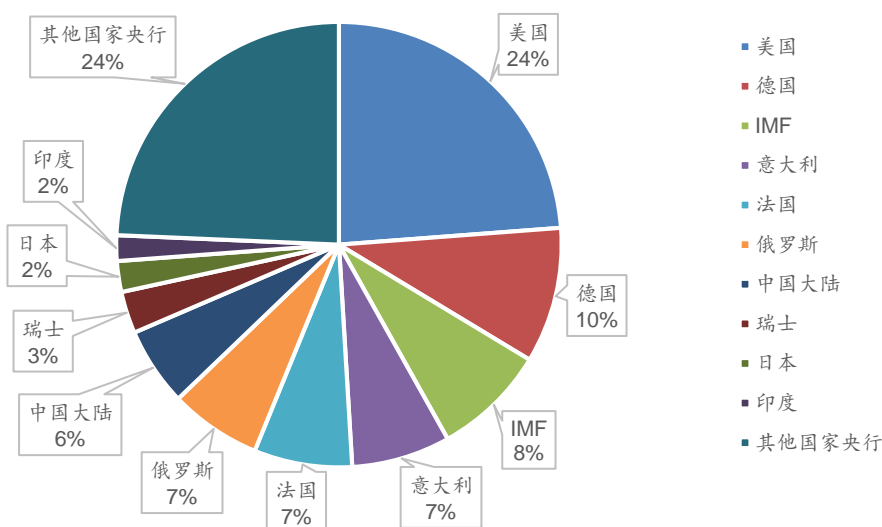
其他金银银行：其他金银银行是 LBMA 的普通会员，它们也在伦敦 OTC 黄金市场交易，但是与做市商不同，普通 LBMA 会员没有义务进行双向报价。普通会员银行包括中国银行，中国工商银行，西太平洋银行，澳新银行，加拿大皇家银行，法国巴黎银行，多伦多支行等。

经纪商：与伦敦其他 OTC 金融市场（例如债券和外汇市场）相似，许多专业经纪商为伦敦黄金市场提供黄金经纪服务。这些经纪商也是 LBMA 的普通会员，包括 iCap, Sucden Financial, Marex Spectron, Prebon Premex（Tullett Prebon），New Edge（由 SocGen 拥有）和 Triland（由三菱拥有），它们的服务包括在现货和远期市场中的报价，期权的定价，提供直接电子交易通道和风险管理服务。值得注意的是，这些经纪商还向全球其他主要的黄金交易所（例如 COMEX）提供执行（和清算）服务，以及获得其他黄金 OTC 产品的权限。

间接交易者包括各国央行、投资基金、以及各类法人和私人投资者

伦敦黄金市场的间接交易者广泛地利用上文提到的直接交易者（做市商、金银银行和经纪商）的交易服务。一般来说，这些间接交易者包括各国的中央银行、投资基金和对冲基金、以及各类法人和其他投资者（包括黄金的工业用户，精炼厂，采矿场，大型珠宝公司等）。

各国中央银行：黄金市场中不可或缺的是各国中央银行的参与。众所周知，黄金储备作为国际储备的主要形式之一，是一个国家央行资产储备的重要内容。黄金储备指一国货币当局（中央银行）持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平，作为金融资产持有的黄金。它在稳定一国经济、抗通胀、提高国际资信等方面有着非常好的作用。

图表13： 世界各国央行黄金储备情况（2020 年 3 月，单位：吨）

资料来源：华泰证券研究所

上图是 2019 年世界上主要黄金储备国家的黄金储备情况，可以看出：美国央行的黄金储量占主要黄金储备国家储量的 24%居世界首位，德国央行次之，占 10%，第三和第四位分别是 IMF 和意大利央行，中国央行占 6%排在第 7 位。

投资基金和对冲基金：近年来，国际上的投资基金和对冲基金活跃在国际金融市场的各个角落，当然在黄金市场上也不例外。有观点认为，黄金市场上几乎每次大的价格波动都与投资基金和对冲基金的介入有关。被投资者熟知的黄金 ETF（Exchange Traded Funds，在交易所交易的基金）基金就属于这里所说的投资基金的范畴。一些规模庞大的对冲基金经理人由于专业水平较高，可能对经济基本面的变化和新政策较为敏感，之后这些管理人就可以基于他们研究得出的这些领先于其他投资者的信息，利用他们管理的庞大资金进行买入或卖空操作，从而使得黄金市场价格变化剧烈，并从中获利。

各类法人和私人投资者：各类法人机构以及私人投资者是黄金市场间接参与者中最广泛、最活跃的群体。其中既包括黄金的工业用户，精炼厂，采矿场，大型珠宝公司、私人购买黄金的收藏者等，也包括专门从事黄金买卖业务的投资公司、个人投资者等。另外，按照投资者对市场风险的厌恶程度不同，还可以将这些投资者划分为风险厌恶投资者和风险爱好投资者：风险厌恶投资者希望最大程度的降低风险，包括黄金加工商、珠宝公司等等；风险爱好投资者可能是一些私人投机者或者是一些投机的公司，他们希望从价格涨跌中获取利益、转嫁风险。

黄金 ETF 是黄金投资利器，近期国内三只黄金 ETF 发行募集

在华泰金工 2019 年 8 月 26 日发布的研究报告《二十年一轮回的黄金投资大周期》中，我们详细介绍了国内黄金投资的六种方法以及各种方法的优缺点，在此前报告已详细列举，在此我们仅列示主要要素信息。其中黄金 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。目前国内有华安、博时、易方达、国泰旗下四只已稳定运行超过五年的黄金 ETF，近期还有华夏、工银瑞信和前海开源旗下三只黄金 ETF 发行募集。后文我们将以华夏黄金 ETF 为例对新发黄金 ETF 的产品要素、投资管理办法、交易与申购赎回规则等进行简单介绍。

黄金 ETF 相比实物金投资更便捷，且大幅降低投资成本和提高持有安全性

黄金 ETF 主要投资于金交所黄金现货合约，并在证券交易所上市，其相比其他黄金投资方法有明显的优势：1、黄金 ETF 购买手续极为便捷，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。购买份额在 30 万份以上的大额投资者则可以直接在一级市场申购；2、黄金 ETF 交易费用很低，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；3、黄金 ETF 价格紧密跟踪上海金价格，偏离幅度很小，与其跟踪的黄金现货价格或现货实盘合约价格基本保持一致；4、相比其他投资方式，黄金 ETF 的流动性很高，可选择在一级市场申购或在二级市场买卖。

图表 14：国内黄金投资标的

	实物黄金	黄金 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%	申购费用为零； 交易费用同股票； 年管理费 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	华安、博时、易方达、国泰等已上市黄金 ETF 华夏、工银瑞信、前海开源等新发黄金 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

如下图表所示，目前国内共有华安、博时、易方达和国泰旗下四只已上市黄金 ETF，均已稳定运行超过五年，总规模超过百亿。有华夏、工银瑞信和前海开源旗下三只刚成立或即将成立的黄金 ETF。

图表15：国内黄金 ETF 基本信息

证券代码	基金全称	基金成立日	上市日期	业绩比较基准	管理费率 (%)	托管费率 (%)
518880.SH	华安易富黄金交易型开放式证券投资基金	2013/7/18	2013/7/29	国内黄金现货价格收益率	0.5	0.1
159937.SZ	博时黄金交易型开放式证券投资基金	2014/8/13	2014/9/1	黄金现货实盘合约 AU99.99 收益率	0.5	0.1
159934.SZ	易方达黄金交易型开放式证券投资基金	2013/11/29	2013/12/16	上海黄金交易所 Au99.99 现货实盘合约收盘价	0.5	0.1
518800.SH	国泰黄金交易型开放式证券投资基金	2013/7/18	2013/7/29	上海黄金交易所挂盘交易的 Au99.99 合约	0.5	0.1
518850.OF	华夏黄金交易型开放式证券投资基金	2020/4/13	-	上海黄金交易所黄金现货实盘合约 Au99.99 价格收益率	0.5	0.1
518660.OF	工银瑞信黄金交易型开放式证券投资基金	-	-	上海黄金交易所 Au99.99 现货实盘合约收盘价收益率	0.5	0.1
159812.OF	前海开源黄金交易型开放式证券投资基金	-	-	上海黄金交易所 Au99.99 现货实盘合约收益率	0.5	0.1

资料来源：Wind，华泰证券研究所

华夏黄金等三只黄金 ETF 于近期新发募集，丰富参与黄金投资的选择空间

接下来，我们以华夏黄金 ETF 为例，对新发黄金 ETF 的产品要素、运作方法及申赎交易规则等进行介绍。华夏黄金 ETF 的跟踪标的为上海黄金交易所黄金现货实盘合约中交易量最大的 Au99.99。同时，该基金还可通过参与黄金租赁业务来增厚黄金 ETF 的收益。

图表16：华夏黄金 ETF 基本信息

基金名称	华夏黄金交易型开放式证券投资基金
基金简称	黄金 ETF 9999
认购代码	518853
证券代码	518850
基金经理	荣膺
托管人	中国建设银行
投资目标	紧密跟踪国内黄金现货价格表现，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化。
投资比例	基金投资于黄金现货合约的价值不低于基金资产的 90%。在每个交易日终，扣除黄金现货延期交收合约需缴纳的交易保证金后，应当保持不低于交易保证金一倍的现金，其中，现金不包括结算备付金、存出保证金、应收申购款等。
投资策略	<p>主要采取被动式管理策略，将绝大部分基金资产投资于上海黄金交易所挂盘交易的黄金现货合约等黄金品种，来实现跟踪国内黄金现货价格表现的目标。在黄金现货实盘合约流动性不足、黄金现货延期交收合约投资成本更低等情况下，本基金可适当投资于黄金现货延期交收合约，基金坚持审慎原则，参与投资黄金现货延期交收合约仅用于风险管理或提高资产配置效率。为了更好的实现投资目标或特殊情况（如上海黄金交易所市场流动性不足或法律法规禁止的情况等），可采用合理方法进行替代投资。</p> <p>基金可参与黄金租赁业务，需依据《上海黄金交易所实物租借管理办法》规定，遵守审慎经营原则，制定科学合理的投资策略和 risk 管理制度，有限防范和控制风险，切实维护基金财产的安全和基金持有人的利益。当黄金 ETF 发生流动性问题时，管理人有权提前终止租赁协议，要求交易对手归还黄金现货合约。</p>
跟踪误差及偏离度	在正常市场情况下，本基金追求日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.2%，年化跟踪误差不超过 2%。
业绩基准	上海黄金交易所黄金现货实盘合约
风险等级	中高风险，具体风险评级结果以基金管理人和销售机构提供的评级结果为准
风险收益特征	90%以上的基金资产投资于国内黄金现货合约，黄金现货合约不同于股票、债券等，其预期风险和预期收益不同于股票基金、混合基金、债券基金和货币市场基金。
产品费率	管理费：0.50% 托管费：0.10% 认购费率：50 万份以下 0.8%；50 万份及以上-100 万份以下 0.5%；100 万份及以上每笔 1000 元

资料来源：华夏基金，Wind，华泰证券研究所

被批准发行黄金 ETF 的基金公司通常都具有较强的风险管控能力和丰富的权益类 ETF 产品发行管理经验，以华夏基金为例。根据华夏基金近期发布的年度报告，截止 2019 年末，该基金公司旗下管理的权益 ETF 产品规模达 1197 亿元，在公募基金行业内排名前列，是境内首家旗下管理权益类 ETF 突破千亿规模的基金公司。基金经理荣膺女士来自于华夏基金数量投资部，该团队共有 22 位成员，由具有多年丰富经验的海内外专业投资经理以及专职研究人员组成。

黄金 ETF 主要投资标的为上金所 Au99.99 合约，可通过黄金租赁增厚收益

基金合约选择

华夏黄金 ETF 主要投资于上海黄金交易所的黄金现货合约，包括 Au9999、Au9995 和 Au (T+D)。在符合法律法规和业务规则要求且在对跟踪误差控制的基础上，基金将适度的将基金资产分配在各个合约上。

投资比例分配

华夏黄金 ETF 以 Au9999 合约为主要投资标的，适当情况下，还将适度的投资于 Au9995 合约和 Au (T+D) 合约。

夜盘交易

基金在市场出现重大变化或确认有必要参与夜盘交易时，基金经理在履行适当程序后，通知各部门备岗人员，开展夜盘交易。

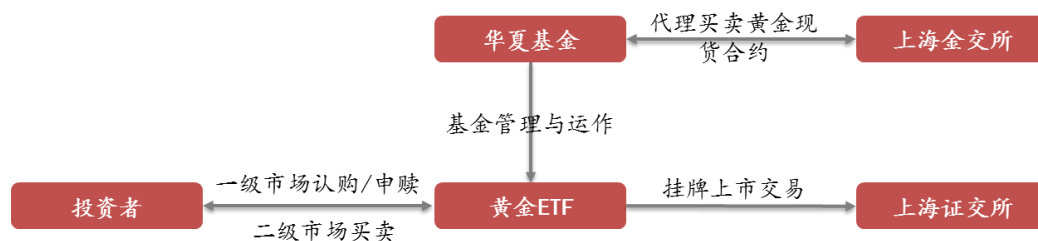
黄金租赁

持有黄金具有一定的成本，基金还将面临各项费用，为降低跟踪误差，将审慎的开展黄金租赁业务，参与出借的黄金现货合约不超过基金资产的 30%，出借单个交易对手的黄金现货合约不超过基金资产净值的 10%。

黄金 ETF 运作机制

华夏黄金 ETF 运作机制如下图所示。黄金 ETF 在上海证交所挂牌上市交易；投资者可通过一级市场认购/申购或二级市场买入来对黄金 ETF 进行投资；华夏基金对黄金 ETF 进行管理，并代替交易者在上海金交所买卖黄金现货合约。

图表17： 黄金 ETF 运作机制



资料来源：华夏基金，华泰证券研究所

黄金 ETF 支持 T+0 交易，还可通过申赎买卖进行折溢价套利

华夏黄金 ETF 与普通 ETF 类似，支持 T+0 交易，也可以通过实物申赎进行折溢价套利，场内实物申赎的具体规则如下：

1. T 日买入，T 日可卖
2. T 日申购，T 日可卖、T 日可赎回。
3. T 日赎回，合约 T 日可卖，T 日可用于申购
4. T 日买入，T 日可以现金赎回，但不可进行合约赎回

场内现金申赎的具体规则如下：

1. T 日买入，T 日可卖
2. T 日申购，完成清算交收后，T+1 日可卖，T+1 日可赎回
3. T 日赎回，管理人一般在 T+1 日代理卖出合约，一般约定 T+7 日内完成交收。
4. T 日买入，T 日可以现金赎回，但不可进行合约赎回

黄金 ETF 联接基金与黄金 ETF 净值走势基本一致，适合银行渠道等场外投资者参与

黄金 ETF 常常设有供场外投资人参与的联接基金--联接基金是指将绝大多数基金财产投资于目标 ETF，与目标 ETF 的投资目标类似，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，采用开放式运作的基金。此类基金的投资目标和费率均与黄金 ETF 基本相同，但相比黄金 ETF，黄金 ETF 联接基金极大地降低了申购门槛，为投资者提供了黄金 ETF 以外的黄金投资手段。接下来我们以华夏黄金 ETF 联接 A 为例，来对这类基金的基本要素进行介绍。

图表18： 华夏黄金 ETF 联接 A 基本信息

基金名称	华夏黄金交易型开放式证券投资基金发起式联接基金
基金简称	华夏黄金 ETF 联接 A
认购代码	008701
基金经理	荣膺
托管人	中国建设银行
投资目标	通过对目标 ETF 基金份额的投资，追求跟踪国内黄金现货价格，获得与国内黄金现货价格收益相似的回报。
投资比例	基金投资于目标 ETF 的比例不低于基金资产净值的 90%； 作为普通的开放式基金，需将不低于基金资产净值 5% 的资产投资于现金或者到期日在一年以内的政府债券。
投资策略	基金主要通过交易所买卖或申购赎回的方式投资于目标 ETF。根据投资者申购、赎回的现金流情况，该基金将综合目标 ETF 的流动性、折溢价率、黄金现货合约流动性等因素分析，对投资组合进行监控和调整，密切跟踪国内黄金现货价格。 基金可积极参与风险低且可控的债券回购等投资，以及国债期货投资。 基金投资国债期货将本着谨慎的原则，充分考虑其流动性和风险收益特征，适度参与国债期货投资。 基金可以基金资产特殊申购目标 ETF 份额，以进行基金建仓。
跟踪误差及偏离度	在正常市场情况下，本基金追求日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.35%，年化跟踪误差不超过 4%。
产品费率	管理费：0.50% 托管费：0.10% 认购费率：100 万元以下 0.4%；100-500 万元 0.2%；500-1000 万元 0.05%；1000 万元及以上每笔 1000 元

资料来源：华夏基金，Wind，华泰证券研究所

从费率来看，华夏黄金 ETF 联接 A 的管理费率和托管费率与华夏黄金 ETF 相同，但其认购费率明显低于华夏黄金 ETF。若黄金 ETF 认购期已过，与之投资目标基本一致的黄金 ETF 联接基金，也可作为投资黄金的有效工具。

风险提示

黄金价格影响指标的定量测试结果是基于历史数据得到，历史规律在未来有失效风险。另外，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，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

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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

本研究报告并非意图发送、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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究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（以下简称华泰证券（美国））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。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。

所有权及重大利益冲突

分析师林晓明、黄晓彬本人及相关人士并不担任本研究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研究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。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

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

法律实体披露

本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。

华泰证券全资子公司华泰证券(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。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司