

从黄金衍生品市场的活跃度 看我国黄金市场发展

梁永慧

黄金凭借其货币、金融和商品等多重属性一直备受世界人民关注，由于其具有稳定的物理属性和化学属性广泛应用于黄金饰品、工业及高新技术产业的生产中。2019 年，我国黄金实物消费量达到 1002.78 吨，是 2000 年（212.6 吨）的 4.7 倍，连续第七年成为全球黄金第一大消费国。随着黄金实物的应用范围越来越广，黄金需求量逐步增加，金价波动愈发剧烈，越来越多的黄金企业意识到参与黄金金融衍生品市场的重要性。

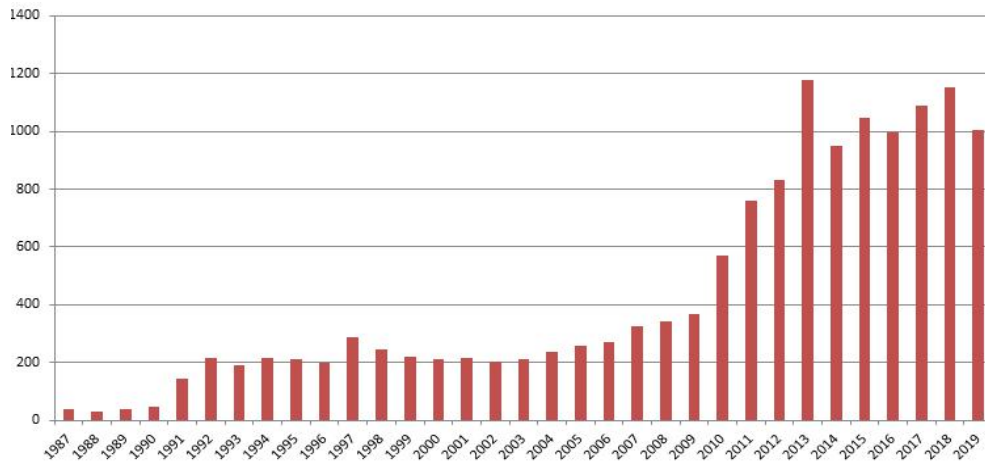


图 1 我国黄金消费量（吨）

数据来源：中国黄金协会

上海期货交易所努力探索，积极顺应市场需求，进一步挖掘黄金金融属性，不断完善黄金衍生品金融工具。2008 年 1 月 9 日，黄金期货上市，是我国黄金市场和期货市场的一次历史性飞跃，填补了黄金金融衍生品的空白；2019 年 12 月 20 日，黄金

期权上市，不仅给投资者增加了多元化的投资渠道，给黄金企业的增添了新的风险对冲工具，重要的是提升了我国黄金期货定价权和影响力。至此，我国黄金金融衍生品市场基本完善。

黄金衍生品具有价格发现、风险规避及资产配置等功能，对于黄金企业稳定盈利能力水平、控制生产成本、抵御价格风险等方面具有重要意义。近些年，参与到黄金期货、期权的交易当中的黄金企业的数量越来越多，期货、期权的成交量、持仓量呈逐年上升态势。

一、黄金衍生品市场成交量、持仓量表现亮眼

（一）国内黄金期货成交量持续攀升

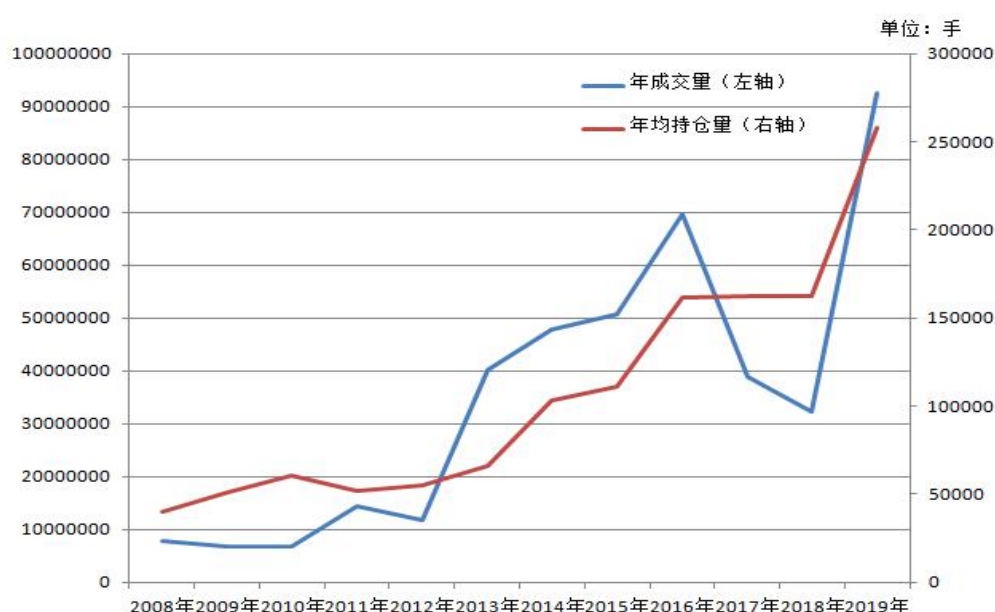


图 2：国内黄金期货年成交量、年均持仓量

数据来源：上海期货交易所

2019 年，我国黄金期货双边成交量为 92417134 手，是 2008 年 7780934 手的 11.9 倍；2019 年月均双边持仓量为 526640 手，是 2008 年 40361 手的 13 倍。

2020 年上半年受到新冠肺炎疫情因素影响，考虑到期货行业从业者的安全和防止疫情扩散、降低期货公司运营成本，2 月 3 日-5 月 5 日国内商品期货暂停夜盘交易。但是值得关注的是虽然上期所每日交易时间缩短，但是国内黄金期货的成交量和持仓量较去年均有上升。这主要来源于上期所在其中积极开展工作，维护市场稳定，上期所在疫情期间多次与企业联系进行疫情对行业影响情况的调研，同时开展投教工作，提供疫情期间企业套保及风险管理的案例，给企业提供了参考，引导企业做好风险管理。与此同时，上期所调降黄金期货交割手续费，降低企业成本，给企业带来了极大的便利。

表 1 2020 年 2-4 月与 2019 年 2-4 月成交量、持仓量对比

	2020 年 2-4 月（单边）	2019 年 2-4 月（单边）	同比增长（单边）
累计成交量（手）	8828706	6282644	40.5%
平均持仓量（手）	261012	235568	10.8%

数据来源：上海期货交易所

（二）国内黄金期权成交量稳步提升

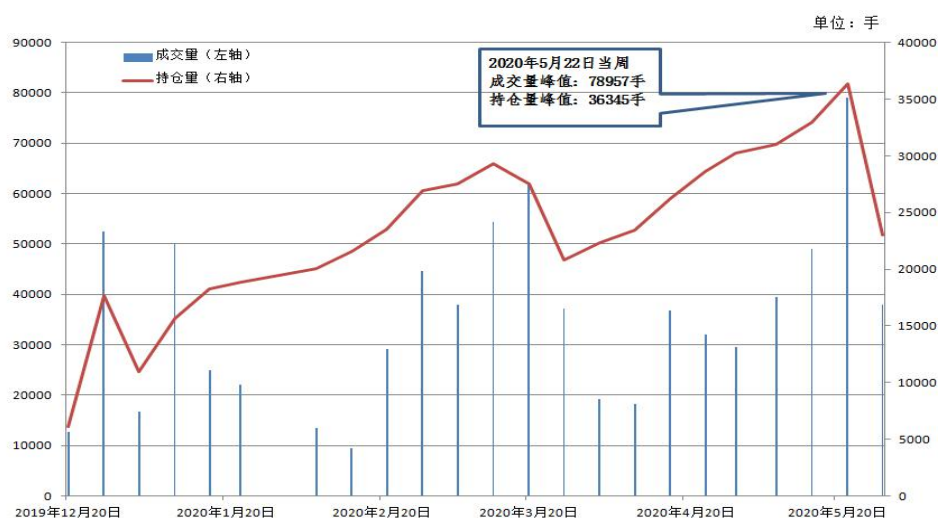


图 3：黄金期权成交量、持仓量周度数据

数据来源：上海期货交易所

黄金期权自 2019 年 12 月 20 日上市以来，一直受到广大机构投资者、个人投资者以及黄金企业的重点关注，运行平稳，在新冠肺炎疫情冲击的情况下，依然实现了成交量、持仓量稳定持续增长，上期所在黄金期权前后做了大量的准备工作，从企业调研到投资者教育再到意见征集，通过与企业密切联系，目前黄金企业参与期权交易的积极性显著提升，从黄金期权的成交量和持仓量的变动也是显而易见。

截止 2020 年 6 月 5 日，黄金期权单边累计成交 843349 手，其中 5 月 22 日当周单边成交量、持仓量达到上市以来的峰值：78957 手和 36345 手，分别是上市当周成交量 12722 手（双边）、持仓量 6156（双边）的 12.4 倍和 11.8 倍（单边对比数）。

（三）黄金衍生品市场：可比肩于 COMEX 黄金期货

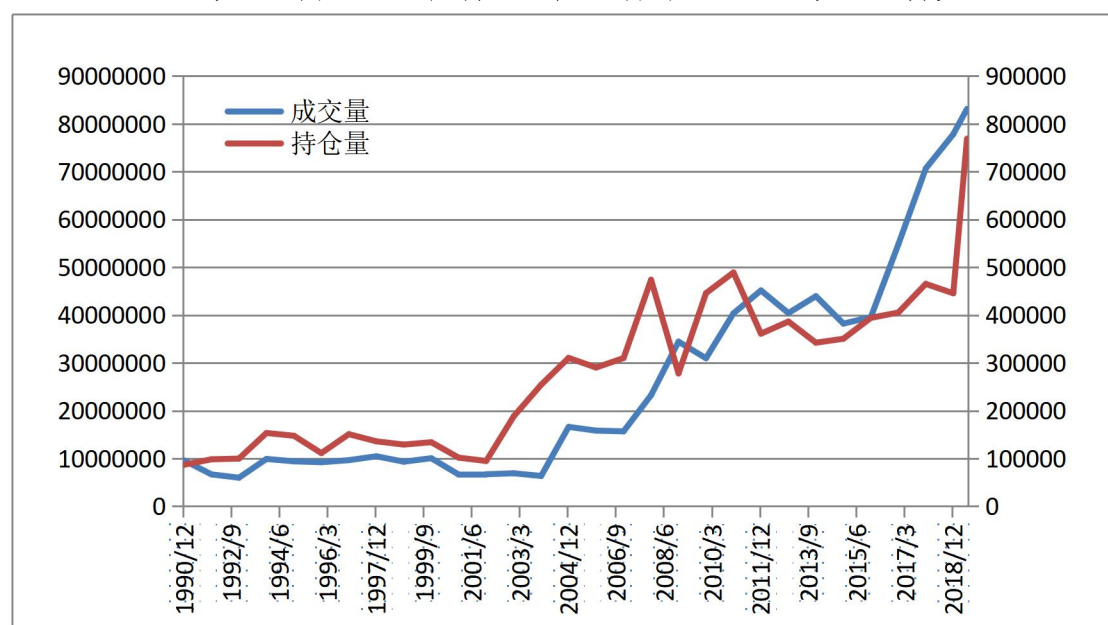


图 4：COMEX 黄金期货持仓量成交量图

数据来源：文华财经

仅就期货产品而言，目前国际上最大的 COMEX 黄金期货于

1974 年在纽约商品交易所上市，是全球首个黄金期货交易品种。2019 年 COMEX 黄金期货(单边)成交量和持仓量分别为 83095312 手和 768706 手，是 1990 年的成交量 9601294 手、持仓量 86880 手 8.6 倍和 8.8 倍，而与之对应的国内黄金期货品种，虽然起步晚，黄金期货市场发展不过 12 年的时间，但成交增长迅速，不论是成长速度还是高度，国内黄金期货都可与 COMEX 期货黄金一较高下，国内黄金期货未来可期，这对我国黄金市场未来争夺国际定价权也是一个重大助力。

表 2：黄金衍生品成交量、持仓量增长汇总

	国内黄金期货（双边）	国内黄金期权	COMEX 黄金期货（单边）
成交量	2019 年，92417134 手	2020 年 5 月 22 日当周 78957 手（单边）	2019 年，83095312 手
	2008 年，7780934 手	上市当周，12722 手（双边）	1990 年，9601294 手
	11.9 倍	12.4 倍	8.6 倍
月均持仓量	2019 年，526640 手	2020 年 5 月 22 日当周 36345 手（单边）	2019 年，768706 手
	2008 年，40361 手	上市当周，6156 手（双边）	1990 年，86880 手
	13 倍	11.8 倍	8.8 倍

数据来源：上海期货交易所，文华财经

二、黄金衍生品市场活跃助力黄金产业齐头并进

（一）促进黄金市场定价合理

黄金期货市场的基本功能之一是价格发现。价格发现功能发挥的前提条件是，市场活跃度高、参与者众多且多元化。在活跃的市场中，市场价格准确体现了市场各方对价格预期的综合观点和信息汇总，是信息的有效表达；同时，活跃的市场具有较高的流动性，能够保证交易的顺利进行，实现风险的转移。由于黄金期货和期权的保证金交易、T+0 买卖、可多空双向操作的特点，使得金价对信息反应敏感，高效、及时且准确传递了整个市场中

参与者对行情未来走势的判断。因此较高的市场活跃度能够高效率实现黄金衍生品市场的价格发现功能。

（二）增强黄金实体企业的抗风险能力

黄金矿山、珠宝首饰等实体企业，是黄金实物多头的持有者，控制企业经营成本、增强抗风险能力、稳定盈利水平是这些企业首要的任务和目标。由于期货、期权具有套期保值的功能，因此黄金期货、黄金期权是实现上述任务和目标的重要工具。黄金衍生品市场成交量大、持仓量高、参与度活跃，直接决定了这些工具能否有效发挥。

（三）有效降低参与者的交易成本

在成交量大、持仓量高黄金市场中，市场参与者可以以零点差或者小点差快速进出场进行交易，此时的交易成本较低；而相反，在成交不活跃、交易量和持仓量较小的市场中，由于报价不连续、流动性不足导致成交点差较大，造成交易成本增加。因此，活跃的市场为参与者降低交易成本、提升盈利水平、控制风险创造有利条件。

（四）营造公平的市场环境

黄金价格的涨与跌是由于市场交易双方多空力量不均衡导致，即：多大于空，价格上涨，空大于多，价格下跌。因此，活跃度高、成交量大的市场能够充分表达市场意愿，并且多空双方对垒资金庞大，单一力量很难通过资金实力来撼动金价。在有效市场中，即使价格受到单纯资金方面的影响产生了波动，最终也

会由于客观供求因素回到均衡位置，即：有效价格，反映市场最真实的状态。

（五）提升我国黄金话语权

我国是世界上黄金生产量、需求量最大的国家，但在国际上黄金定价话语权却不足。在近百年的时间里，伦敦金一直是黄金现货价格的风向标，而纽约黄金期货则是国际期货价格的风向标。随着我国黄金现货、黄金期货及黄金期权的挂牌上市，我国黄金市场功能逐步完善，黄金市场交易量、持仓量呈几何级增长，把全球黄金交易量的重心拉向中国，实现“西金东移”。

（六）稳定黄金金融市场

黄金具有金融属性和货币属性，一直以来，黄金市场是金融体系中不可分割的一部分。我国黄金市场的建立，与货币、证券等金融市场形成互补效应。黄金市场交易品种丰富、成交量大、持仓量高，表明我国黄金市场功能完善、制度健全，市场环境公开、公平、公正，得到投资机构和投资者的高度和广泛认可，是具有较好发展潜力市场。因此，黄金市场的活跃度是我国金融市场健康稳定发展的基础和前提。

三、黄金衍生品助力黄金产业未来可“期”

今年4月份，我国金融市场开始对外开放，金融改革进一步加速，一方面国内金融机构面料竞争加剧，但同时也是国内金融市场的重要发展契机。黄金市场作为一个全球性市场，黄金衍生品的构建、发展与完善对于维护黄金产业与客户仍将大有可为。

（一）深化套期保值功能，控制黄金企业经营风险

黄金金融衍生品市场设立的初衷是维护黄金产业健康稳定发展，健全实体企业业务模式，控制企业经营风险。黄金矿山、珠宝首饰等实体企业分别处于黄金产业链上游和下游，都以黄金现货为主要经营对象，这些企业天然成为黄金套期保值的需求者。目前黄金期货、黄金期权等工具已全部上市，产品结构基本完善，应继续发挥市场功能，利用黄金期货+期权组合工具实现风险对冲和套期保值，增强企业抵抗风险的水平，降低市场风险，为企业生产经营保驾护航。

（二）积极拓展融资渠道，降低融资成本

产业企业在发展中遇到的障碍较多，从融资的角度来看，主要表现为融资难、融资贵、渠道单一等方面。而黄金产业与其他产业相比具有明显的优势，黄金的多重属性开辟了新的融资思路。产业链中的参与者大多是黄金实物的持有者，应以黄金现货背景为依托，通过期货仓单质押、租赁融资、黄金资产证券化以及设立黄金基金等方式，不但使融资渠道多元化，而且降低了融资成本，更重要的是能够把库存流通起来，带来超额收益。

（三）积极探索产业需求，提升产业服务质量

深入黄金全产业链研究，打通上中下游关系，对黄金矿山、冶炼、精炼企业，珠宝首饰加工、零售企业，银行、投资类企业等产业链各个环节进行有针对性分析，积极探索产业、企业的个性化需求，提供有针对性的服务。加强与高校的联系，推动产、

学、研一体化，利用高校的丰富资源和研究智库，解决黄金产业技术性难题。加强金价走势背后的逻辑研究，为企业的生产经营提供决策依据。

（四）丰富产业投资渠道，多元化资产配置

黄金投资市场可以看作银行、证券、外汇等金融工具的补充，其在资产配置中具有重要作用，各个国家也将黄金储备作为外汇管理的一部分。目前已有的黄金投资品种有黄金期货、期权、现货、黄金 ETF 及证券等等。要进一步加强黄金衍生品品种的研发，丰富投资工具、增加投资渠道，为黄金产业提供更加多元化的投资方式，丰富产业资产配置、分散风险、提高企业经营收益。

（五）推动我国黄金期货国际化，提升跨境服务能力

开放是全球经济发展的大趋势，随着“一带一路”建设的推进，我国各大黄金矿山企业“走出去”的步伐越来越快，中国黄金、紫金矿业、山东黄金、招金集团的业跨境业务越来越多，迫切需要黄金市场服务能力跟上企业需求，提供跨境综合服务。放开境外资金准入门槛、推出黄金期货国际板，是我国顺应国际黄金市场大变革的必然要求，对完善我国黄金期货市场结构、扩大市场规模，提升我国跨境服务能力具有重要意义。尽快建立与境外黄金产业需求相匹配的综合服务体系和能力，在资本、技术、法律、人才、文化等多方面做好准备，学习借鉴境外机构在产品研发、综合服务、风险管理等方面的先进经验，通过服务将全球的市场、资源、产品、产业链以及风险管理衔接起来，不断提高

跨境服务能力和水平。

（六）加强监管，促进金融市场稳定发展

上海期货交易所是我国期货市场重要的监督和管理机构，对维护我国金融市场稳定、保障国家金融安全、维护投资者利益、服务黄金产业等方面发挥重要作用。随着黄金期货市场活跃度上升，多空双方阵营的对垒资金庞大，一旦发生敏感性事件，会引发市场风险，成交量大幅上升，导致金价剧烈波动，容易给投资者造成亏损，不利于黄金市场稳定发展。目前上期所针对这些可能发生的风险已经建立了相关的风险控制和管理制度，在未来黄金衍生品市场的发展过程中，随着市场的不断纵深发展，市场力量不断强大，上期所对黄金衍生品市场的引导作用就显得更加重要。未来需要交易所与黄金行业一起努力，通过维护市场平稳运行，保障市场功能发挥，维护投资者利益，提升产业服务质量，为黄金行业的发展保驾护航，黄金衍生品市场的发展未来可期，中国黄金市场的发展大有可为。