



2020.05.22

长期红利可抵短期波折，新高可期

——金银配置工具大解析

近期报告：

20200331-专题报告-黄金、原油及铜两两比价的表征及策略衍生

20200515-深度报告-镍豆交割放开，套利机会测算及沪镍定价探讨


王蓉


021-33038639



wangrong013179@gtjas.com

投资咨询资格 Z0002529

邵婉嫣（联系人）
贺一堂（联系人）

021-33038659/33038623

shaowanyi020696@gtjas.com

heyitang020968@gtjas.com

**刘媛（风险管理
有限公司）**

021-33037558

Liuyuan021097@

gtjas.com

重要提示：报告表述内容不构成投资建议。

【报告要点】

从贵金属驱动逻辑来看，就中期逻辑而言，我们认为不论美联储是否接纳“负利率”，名义利率的波动率都将趋向下降，而且名义利率的方向也趋向下降，所以在影响美国实际利率的变量上，通胀预期的扰动性更大。如果通胀陷入低位盘整，那么实际利率对黄金的边际定价就会钝化，中长期在可预见的低货币利率（这同时意味着低资产回报率）的经济环境中，资金的配置需求或者说投资性需求会转而成为推高金价的核心。通胀预期起来与否，只是影响黄金上涨的速率，并不影响方向，除非转向深度通缩。而短期市场对“负利率”预期的炒作，我们认为一方面是短期加大了名义利率继续向下的弹性，另一方面更重要的是，美联储如果打开“负利率”的大门，市场资金对黄金的中长期配置需求将更为确定。所以这其实也促使短期逻辑向中期逻辑进行了偏移。只是仍需注意，短期逻辑依然存在反复性，中期多单仍需关注阶段性回调时的仓位风险。

基于当前贵金属的价格逻辑，投资者可根据各自不同的配置周期和风险偏好，对应选择不同类型的配置工具。从目前的驱动来看，我们认为中期高配贵金属特别是黄金，依然具有较强的确定性，相应地在配置工具选择上例如买入远期期货、现货电子盘、看涨期权、ETF及股票等，都有一定的操作空间。不过，我们也看到国内黄金价格已经创出上市新高，COMEX价格也在接近历史记录，对部分投资者而言，风险收益比并不合适，更倾向做卖出看跌期权。归根到底，配置工具的选择还是取决于投资者各自的实际情况，从而进行多元化的投资策略组合。

1. 黄金短期投机与长期配置的逻辑差异

站在不同类型市场参与者的角度，同一种资产类别的配置方向并不相同，这或许是今年上半年迄今黄金所面临的情况。黄金价格自3月中旬至4月中旬走出了一波“深V”反弹，创出年内新高1788美元/盎司，随后就是将近一个月的横盘整理，直到近日市场对“负利率”的预期升温之后，金价才重拾涨势，目前千八已经在望，突破1922美元/盎司的历史最高价似乎也不是梦。

在此前一个月的横盘整理阶段，对只专注于黄金市场的虚盘投资者或者是交易员而言，黄金短周期的投资方向是不明朗的，多空单边交易的驱动都不强。然而，对于大类资产的配置者而言，短期价格及驱动的无序可以过滤掉，在中长期更宏观的视野下，黄金依然具有高配的价值。不同类型的市场参与者对于黄金的不同配置思路，本质上折射出的是短期和中长期的时间范畴里黄金定价框架的差异。商品期货市场的投资者和研究员更关注短期基本面的边际变化及由此衍生的近端预期的演绎，因为短期的变量相对确定和直接；而中长期的定价框架往往相对不确定和间接，但是这并不代表它无效。

目前从市场对黄金中长期的定价逻辑来看，存在以下4点不确定中的相对确定性：

第一点，美国实际利率对黄金价格的指引趋向钝化，黄金需要寻找新的核心定价锚；

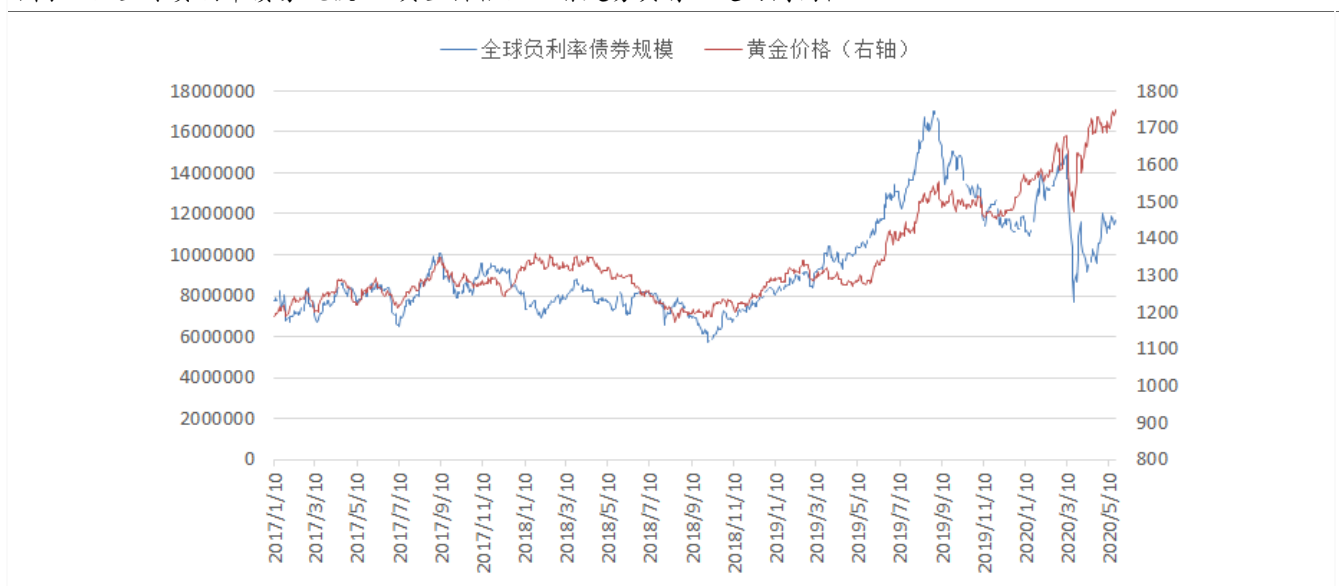
第二点，全球负利率债券规模持续扩张，可能会成为指引黄金价格走高的一个关键变量；

第三点，全球低利率低资产收益率的经济环境中，黄金是资产配置池中余下不多的一个选择；

第四点，美元在美国超量放水的压力下走弱，支撑黄金价格，这一点我们认为逻辑相对比较弱，因为美元的定价还需要看到美国和非美经济体谁会更差。

就中长期逻辑来看，本质上就在说一件事情——黄金的配置价值。

图表 1：全球负利率债券规模 VS 黄金价格：二者走势具有一定的同向性



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

从我们的视角来看，其实黄金的定价逻辑在短期与中长期的分化中，会存在一个过渡或者是衔接的因子，这可能是因为出现了新的变量使得短期逻辑向中期逻辑偏移（反之亦然），也可能是因为中期变量在短期形成了量变到质变，从而开始矫正短期逻辑的走向。在近期这波金价走势中，我们认为就是短期逻辑发生了向中期逻辑的偏移，背后的驱动既有新变量“负利率”预期升温的影响，也有中期变量例如ETF等投资性需求持续增加的质变式影响。

就中期逻辑而言，我们认为不论美联储是否接纳“负利率”，名义利率的波动率都将趋向下降，而且名义利率的方向也趋向下降，所以在影响美国实际利率的变量上，通胀预期的扰动性更大。未来通胀预期的走向存在三条演变路径：通胀大幅反弹、转向深度通缩、通胀处于低位盘整。如果通胀陷入低位盘整，那么实际利率对黄金的边际定价就会钝化，中长期在可预见的低货币利率（这同时意味着低资产回报率）的经济环境中，资金的配置需求或者说投资性需求会转而成为推高金价的核心。通胀预期起来与否，只是影响黄金上涨的速率，并不影响方向，除非转向深度通缩。当然，通胀预期持续抬升也会引致名义利率转向且更快速走高，但是距离这个逻辑的触发还非常遥远。

而短期市场对“负利率”预期的炒作，我们认为一方面是短期加大了名义利率继续向下的弹性，另一方面更重要的是，美联储如果打开“负利率”的大门，市场资金对黄金的中长期配置需求将更为确定。所以这其实也促使短期逻辑向中期逻辑进行了偏移。只是仍需注意，短期逻辑依然存在反复性，中期多单仍需关注阶段性回调时的仓位风险。

黄金短长期不同的定价逻辑，其实就衍生了不同的资产配置需求。目前在全球贵金属市场中，投资者可以参与的贵金属资产配置工具有哪些，分别对应了怎样的配置周期，投资者又可以进行怎样的投资组合，这是下文重点将分享的内容。

2. 境内外金银期现货对比分析

对于配置周期偏短期且风险偏好程度较高的投资者而言，金银期现货金融衍生品工具不失为一种理想的投资选择。国内投资者相对比较熟悉的主要包括 COMEX 黄金期货、COMEX 白银期货、伦敦金现货电子盘、伦敦银现货电子盘、上期所黄金期货（SHFE 黄金）、上期所白银期货（SHFE 白银）、金交所黄金 T+D 现货电子盘（SGE 黄金 T+D）、金交所白银 T+D 现货电子盘（SGE 白银 T+D）等。从价格相关程度来看，黄金境内外价格走势基本同步，白银境内外价格走势亦基本同步，金银期货和现货价格走势也基本同步，这可以从相关度测算及各类资产价格走势上得到验证。

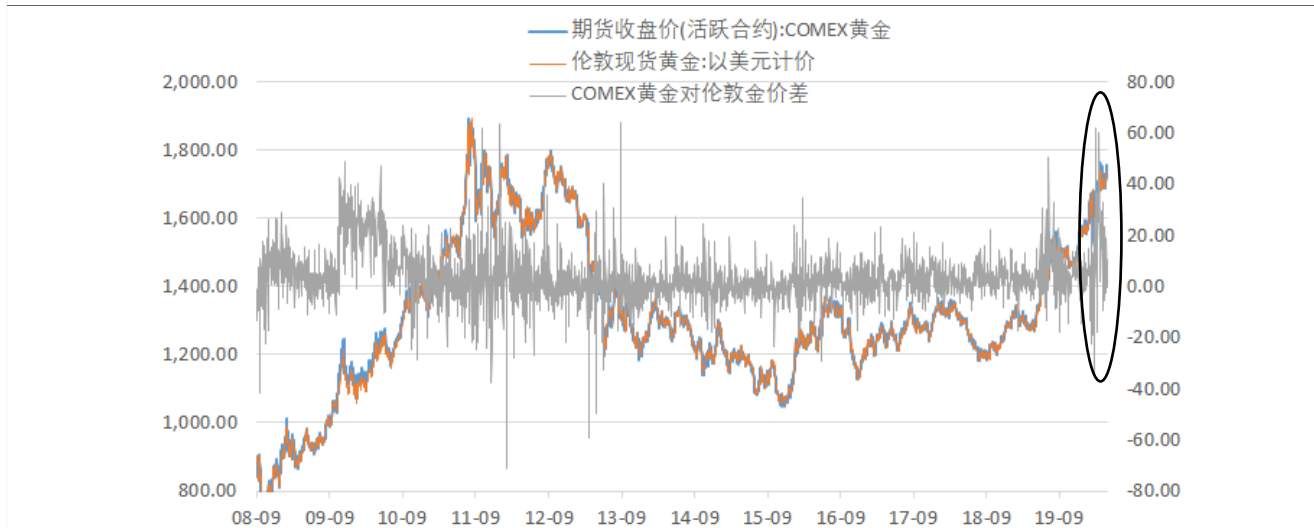
从目前全球贵金属市场的定价来看，基本上还是由 COMEX 和伦敦市场主导。但是，投资者进行境外贵金属期货交易，如果需要进入现货交割，就需要通过 EFP（Exchange for Physicals）合约进行转换，流程会相较国内复杂。今年 3 月 24 日 COMEX 黄金期货价格的暴涨，也令 COMEX 市场期转现问题再次浮出水面。

图表 2：境内外金银期现货价格相关度测算结果

日线	近1月	近3月	近6月	近1年	近3年	自定义	2015 - 04 - 10	2020 - 04 - 10	导出	保存	贵金属相关性
+	添加	COMEX黄金	伦敦金现	SHFE黄金	SGE黄金T+D	COMEX白银	伦敦银现	SHFE白银	SGE白银T+D		
COMEX黄金	1.000	0.999	0.961	0.963	0.382	0.356	0.506	0.565			
伦敦金现	0.999	1.000	0.962	0.963	0.393	0.377	0.525	0.582			
SHFE黄金	0.961	0.962	1.000	0.999	0.318	0.303	0.562	0.623			
SGE黄金T+D	0.963	0.963	0.999	1.000	0.309	0.295	0.549	0.616			
COMEX白银	0.382	0.393	0.318	0.309	1.000	0.998	0.888	0.861			
伦敦银现	0.356	0.377	0.303	0.295	0.998	1.000	0.888	0.860			
SHFE白银	0.506	0.525	0.562	0.549	0.888	0.888	1.000	0.992			
SGE白银T+D	0.565	0.582	0.623	0.616	0.861	0.860	0.992	1.000			

资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

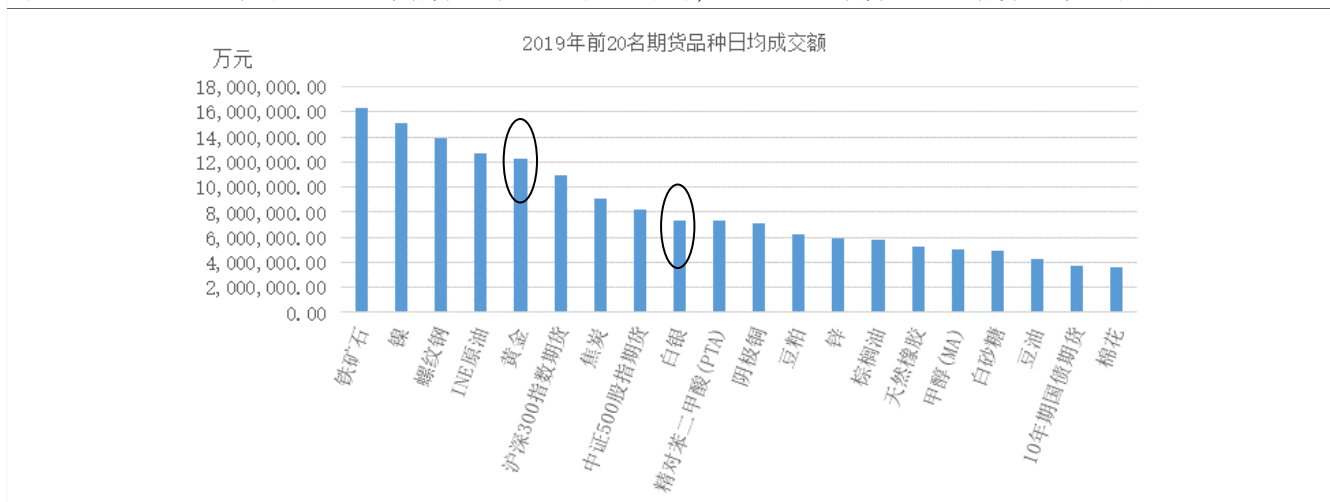
图表 3：从 COMEX 黄金期限结构来看，4 月合约对远月合约出现了极高的正价差



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

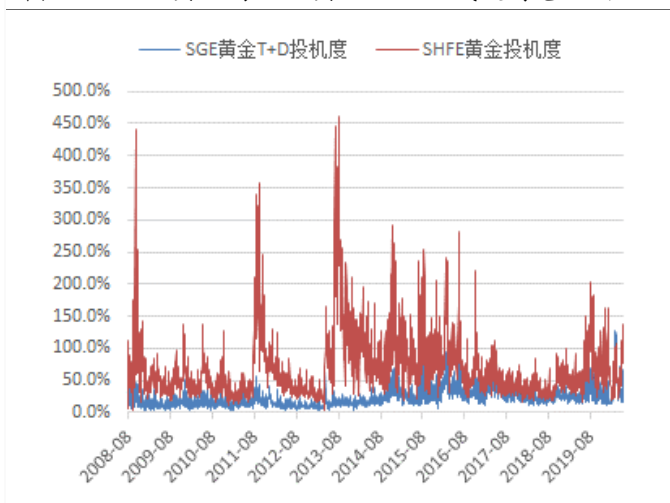
国内投资者进行贵金属交易，SHFE 黄金期货和白银期货是首选。首先，从价格走势上看，国内期货价格与 COMEX 价格具有非常高的正相关性，参与国内市场既可以保持与国际市场的同步性，也可以避免境外交易的汇率波动风险。其次，国内期货交割的流程相对简单，白银期货的交割体量并不小，市场流动性较好。再次，从 SHFE 黄金及白银去年日均成交额来看，在国内全期货市场中黄金和白银这两个品种均排在前列，成交额规模也不小。此外，从国内贵金属期货与现货电子盘的流动性对比来看，SHFE 黄金及白银的成交持仓比此前明显高于 SGE 黄金 T+D 及白银 T+D，近几年仍略高于现货电子盘。

图表 4：按照 2019 年前 20 名国内期货品种日均成交额来看，SHFE 黄金期货和白银期货均排在前列



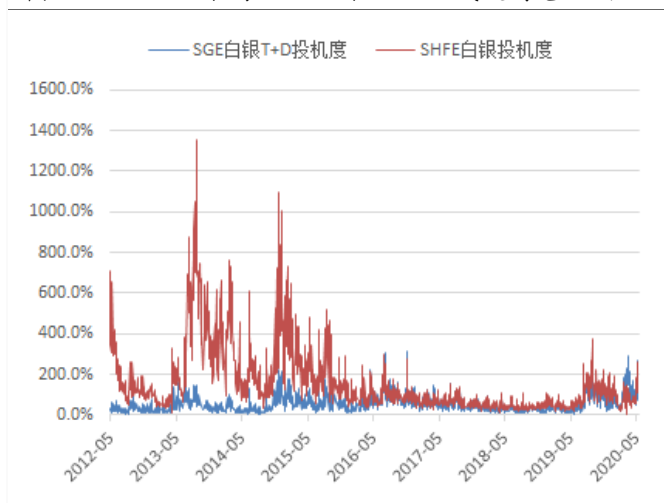
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图表 5：SHFE 黄金与 SGE 黄金 T+D 的成交持仓比对比



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

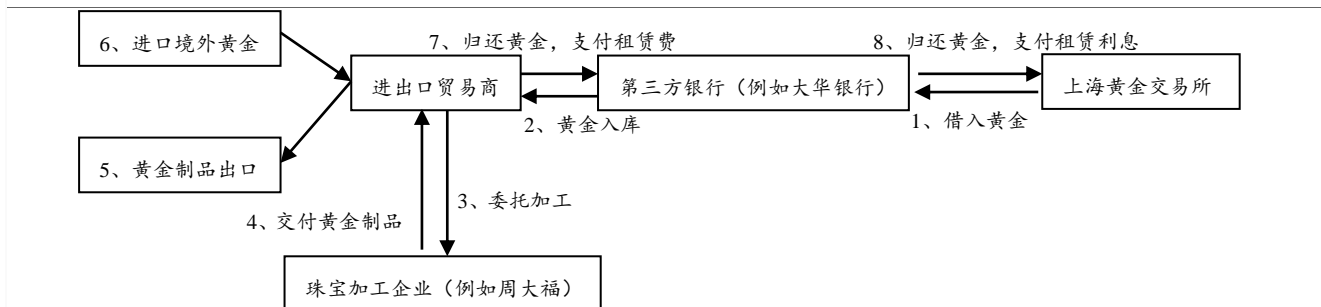
图表 6：SHFE 白银与 SGE 白银 T+D 的成交持仓比对比



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

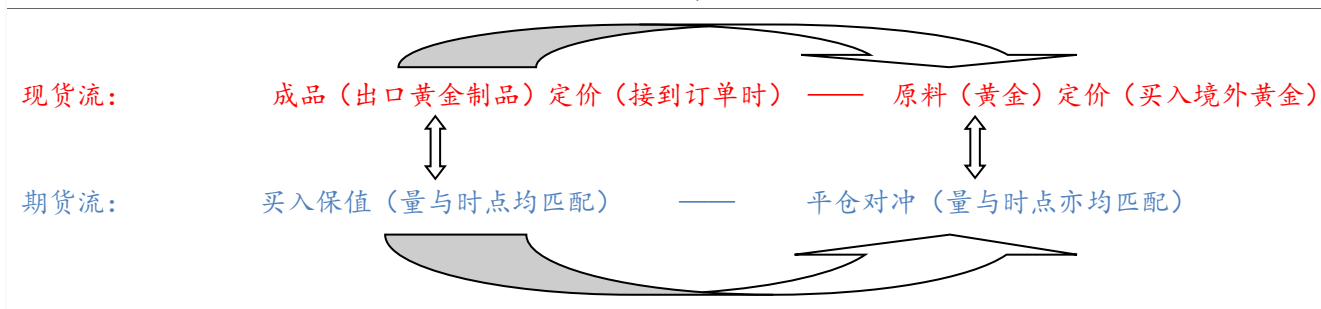
借助国内外贵金属期现货工具，市场衍生出了诸多的投资组合策略，例如基于黄金进出口贸易行业“黄金租赁+来料加工”业务模式的套保套利策略。假如出口的黄金制品以接到订单时的黄金价格定价，那么从接到订单，到生产出黄金制品，销售回款，再买入境外黄金，这中间就会存在一段时滞。假如这段时间黄金价格上涨，对该贸易商而言是不利的，所以贸易商在接到订单的同时，就应进行买入套期保值，以规避黄金价格上涨的风险。考虑到 2020 年黄金价格上涨的大概率，从事此类业务的贸易商应有买入保值的必要性。此外，假如该贸易商进口境外黄金的数量，除了交还给上海黄金交易所外，还有剩余，那么这部分黄金还可以做进口正套的套利（今年春节后至今的时机不合适）。

图表 7：“黄金租赁+来料加工”业务大致流程（注：图中数字是该业务流程大致顺序，与实际情况可能有所出入）



资料来源：公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

图表 8：假如出口的黄金制品以接到订单时的黄金价格定价，贸易商需要进行买入保值



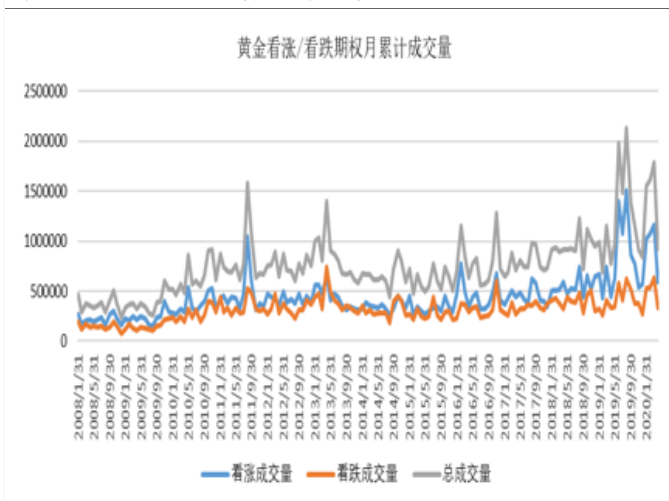
资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

3. 借助期权工具，拓展更灵活的风险对冲及投资手段

2019 年 12 月 20 日，中国第一个场内黄金期货期权在上海期货交易所（SHFE）上市，填补了国内场内黄金期权市场的空白。从海外来看，早在 1982 年和 1984 年 COMEX 交易所就已经引入黄金和白银期权。多年来，COMEX 金银期权交易规模位居全球前列，黄金期权更是全球商品期权交易市场上的佼佼者。黄金期权相较期货，除了能够交易黄金期货合约的价格外，还可以交易价格的波动率及合约的时间价值。众多交易价格及期权组合策略在场内外市场的存在，为金银交易商提供了更加灵活、更个性化的投资避险和获利工具。从服务实体经济，帮助企业更好实现套期保值功能的角度来看，期权甚至是比期货更合适的一种工具。

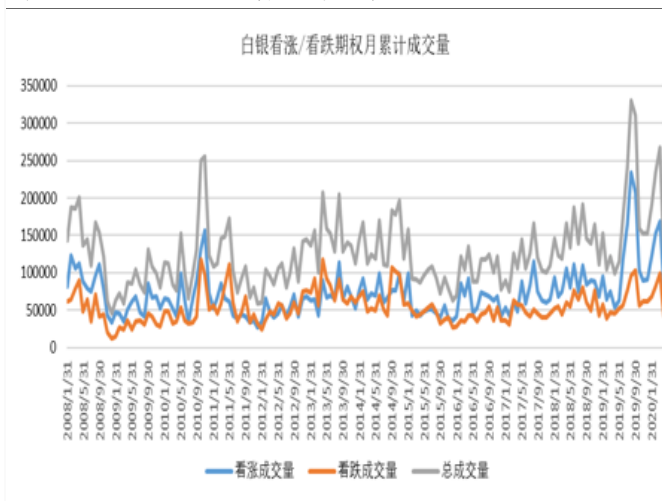
从 COMEX 金银期权过去一年的市场运行情况来看，黄金期权成交仍在快速增长，绝大多数投资者喜好交易看涨期权；白银期权成交同样在增长，但总量仍较小，不及黄金期权市场规模的一半。这也显示出同为贵金属，黄金的关注度仍要高于白银不少。从走势来看，白银的交易量变动的幅度与时点与黄金期权基本相同，也可以看出大部分白银期权投资者在判断白银走势时仍会参考黄金的趋势。

图表 9：COMEX 黄金期权成交情况



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

图表 10：COMEX 白银期权成交情况



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

今年2月底3月初当全球大类资产均遭遇恐慌性抛售时，金银期货价格也是大跳水，彼时 COMEX 金银期权市场依旧火热，成交量不减，说明投资者在积极利用 COMEX 期权管理金银期货价格风险。期权的非线性优势在此时体现得淋漓尽致，它既可以作为保险，保护自己持有的头寸，也可以作为独立的工具进行投机或套利，极大地丰富了投资人的投资维度与选择。

目前在国内市场，黄金既有场内期权，也有场外期权，白银仅有场外期权。黄金场外期权的成交量要大于场内，场外流动性相对更好，但是场外期权在各家期货公司风险管理子公司的报价不尽相同，且也有不同的交易门槛，这都需要投资者根据自身情况单独询价，也可以进行个性化的方案咨询。

图表 11：国泰君安风险管理有限公司今年 5 月 19 日发布的“商品类场外周报”截图



资料来源：国泰君安风险管理有限公司，国泰君安期货产业服务研究所

图表 12：国泰君安风险管理有限公司场外期权报价示例

品种		标的	标的价格	买价	卖价
螺纹钢	RB2010	3564	73.37	88.04	
热卷	HC2010	3470	70.62	84.50	
铁矿石	I2009	722.5	24.22	28.46	
焦煤	JM2009	1168.5	24.74	33.67	
焦炭	J2009	1857.5	46.76	55.71	
动力煤	ZC009	538	8.54	11.90	
沪铜	CU2008	44150	727.17	934.88	
沪铝	AL2008	12570	177.46	266.17	
沪锌	ZN2008	16405	270.20	385.97	
沪金	AU2012	395.12	7.34	9.67	
沪银	AG2012	4209	100.02	218.72	
豆粕	M2009	2735	48.26	57.91	
菜粕	RM009	2292	46.65	57.97	
豆油	Y2009	5452	107.75	197.50	
棕榈油	P2009	4568	99.95	171.38	

免责声明：此价格为参考价格，具体交易请详细咨询
服务热线：021-52138165

资料来源：国泰君安风险管理有限公司，国泰君安期货产业服务研究所

图表 13：“国泰君安风险管理”公众号（含场外实时报价）



资料来源：国泰君安风险管理有限公司，国泰君安期货产业服务研究所

4. 长周期大类资产配置的选择——金银 ETF (LOF)

和直接投资贵金属期现货相比，贵金属 ETF 有着投资门槛低、可自由申购赎回、交易成本低、流动性较

好、风险较低、跟踪效果好等诸多优点，对于配置周期偏中长期且风险偏好程度较低的投资者而言，金银 ETF（LOF）是进行大类资产配置比较理想的一种投资工具。相比期货工具，金银 ETF 最大的劣势在于资金利用率较低，并且部分 ETF 无法做空。

世界上第一只黄金 ETF 基金（ETFS Physical Gold）于 2003 年 4 月在澳大利亚股票交易所上市，目前纽约、伦敦、香港、东京、法兰克福等成熟的金融市场，南非、澳大利亚等主要黄金生产国，以及以银行业发达著称的瑞士都先后推出了黄金 ETF。从黄金 ETF 现有数量和规模看，截至 2020 年 4 月底，Bloomberg 统计的 24 只全球黄金 ETF 的总规模约为 1611 亿美元，其中规模超过 100 亿美元的巨型黄金 ETF 有 4 只，分别为 SPDR GOLD SHARES、ISHARES GOLD TRUST、NEWGOLD ISSUER LTD-GLD B DEB 和 ISHARES PHYSICAL GOLD ETC，规模分别达到 578.20 亿美元、231.10 亿美元、212.94 亿美元和 111.09 亿美元。黄金 ETF 的寡头属性显著，其中占据绝对优势的 SPDR GOLD TRUST 由世界黄金信托服务机构发起，于 2004 年 11 月 18 日开始在纽约证券交易所（NYSE）交易，截至 2020 年 4 月底，其规模占比达到 35.9%，排名前三家 ETF 规模占比达到 63.47%。

图表 14：前十大海外上市黄金 ETF

名称	注册地	上市日期	总市值（百万美元）	占比
SPDR GOLD SHARES	美国	2004/11/18	57820.14	35.90%
ISHARES GOLD TRUST	美国	2005/1/28	23109.92	14.35%
NEWGOLD ISSUER LTD-GLD B DEB	南非	2004/11/2	21293.53	13.22%
ISHARES PHYSICAL GOLD ETC	伦敦	2011/4/11	11109.09	6.90%
INVESCO PHYSICAL GOLD ETC	伦敦	2009/6/30	10870.35	6.75%
WISDOMTREE PHYSICAL GOLD	伦敦	2007/4/24	8032.67	4.99%
GOLD-PRICE-LINKED ETF	日本	2007/8/10	5828.00	3.62%
GOLD BULLION SECURITIES LTD	伦敦	2004/3/31	4596.53	2.85%
XTRACKER GOLD ETC EUR	德国	2010/9/3	3542.66	2.20%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所（总市值数据截取 2020 年 4 月 31 日数据）

我们以全球黄金 ETF 中规模最大、成立时间较早、产品结构最具代表性的 SPDR GOLD TRUST 为例，对海外黄金 ETF 的投资策略、主要参与人、申购赎回流程、基金费用、产品表现和基金跟踪误差进行逐一说明。

（1）投资策略：跟踪 London PM Fix 美元报价，基金资产全部投资于实物黄金。

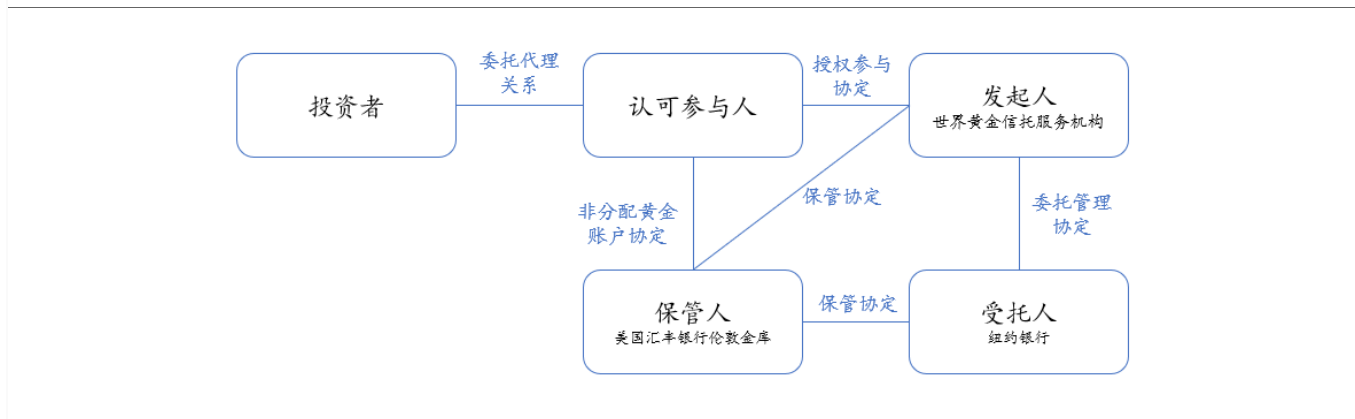
目前，黄金 ETF 的投资运作方式主要有两种：一种方式是“基金资产全部投资于实物黄金”，即该黄金基金的全部资产都持有实物黄金，这些黄金被保存在基于基金合同规定的商业银行中。另一种方式是“基金资产大部分投资于实物黄金，部分投资于流动性资产”的黄金，一般流动性资产选择货币市场票据或债券，衍生产品则选择黄金期货或者期权等，通过购买相关金融衍生品或者利用债务杠杆在跟踪黄金价格的同时博取更高的收益。

SPDR GOLD Trust 基金采用第一种方式达到紧密跟踪黄金价格的投资目标，投资组合只买入并持有符合规定的黄金，紧密跟踪 London PM Fix（伦敦黄金下午价格）的美元报价。完全实物投资的黄金 ETF 其资产配置全部为黄金实物，不能通过借款等方式来支付日常管理费用，也不能投资于其它流动性资产。因此，完全实物投资的黄金 ETF 本身为完全被动的管理方式，不会偏重于金价的短期波动机会，基金的经营得到严格限定，对于基金投资者而言，承担金价之外的投资风险就相对较小。

（2）主要参与人：包括发起人、受托人、保管人、认可参与人及投资者等。

SPDR GOLD TRUST 是根据纽约州的法律成立的一只信托基金，注册于美国特拉华州，属于契约型结构，SPDR GOLD TRUST 的发起人是世界黄金信托服务机构（World Gold Trust Services, LLC）、受托人是纽约银行、保管人是美国汇丰银行伦敦金库、由美国道富环球市场公司代理。发起人与受托人、保管人、授权参与机构分别签订相关协定，规定各方的职责、权利等，各个参与者的关系如下图所示。

图表 15: SPDR GOLD TRUST 中主要参与人的关系

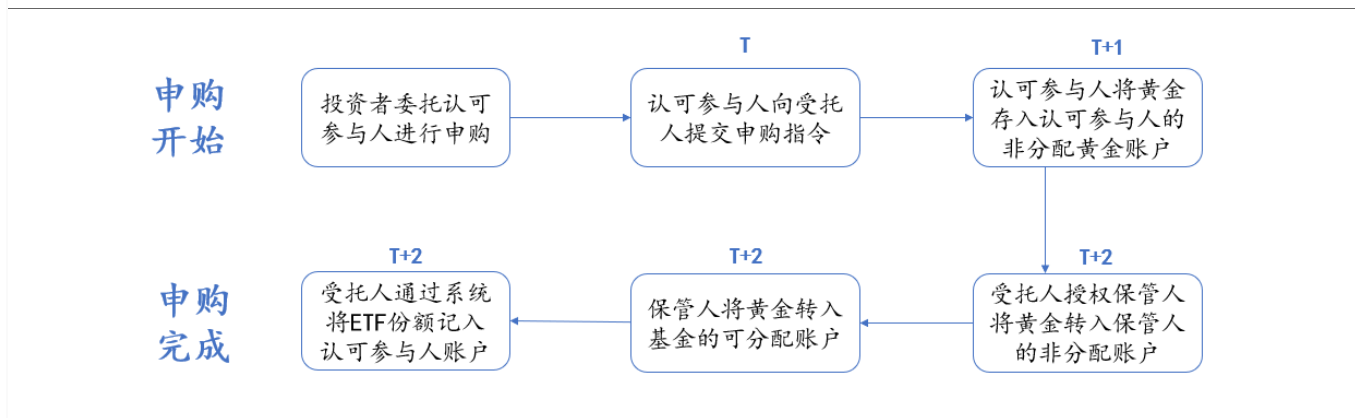


资料来源:《我国推出黄金 ETF 机制构建与风险度量研究》, 国泰君安期货产业服务研究所

(3) 申购赎回: 由认可参与者发起, 最小单位是 10 万份, 价值在 1600 万美元以上。

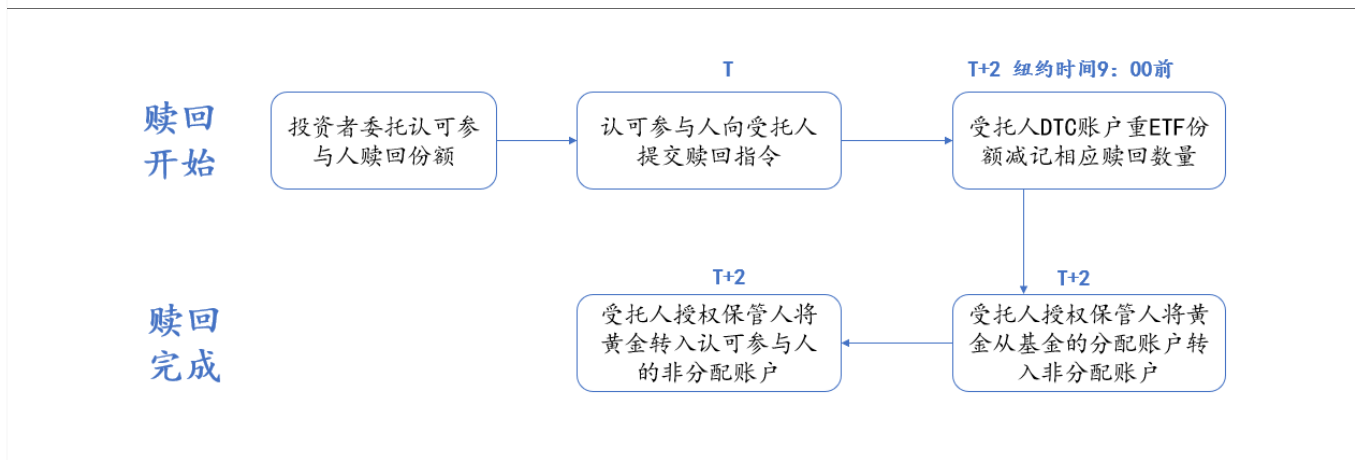
黄金 ETF 的一级市场申购赎回流程涉及到实物黄金的交割, 申购赎回指令只能由认可参与者发起。SPDR GOLD TRUST 申购赎回的最小单位是 10 万份, 按照 2020 年 4 月末净值测算, 申购赎回最小单位的价值在 1600 万美元以上。SPDR GOLD TRUST 的申购赎回流程如下:

图表 16: SPDR GOLD TRUST 基金的申购流程



资料来源:《我国推出黄金 ETF 机制构建与风险度量研究》, 国泰君安期货产业服务研究所

图表 17: SPDR GOLD TRUST 基金的赎回流程



资料来源:《我国推出黄金 ETF 机制构建与风险度量研究》, 国泰君安期货产业服务研究所

(4) 基金费用: 主流基金的管理费用为 0.25%-0.4%。

黄金 ETF 的基金费用主要包括基金管理费和日常运营开支。相比其他投资方式, 黄金 ETF 的交易费用相对较低。SPDR GOLD TRUST 向市场收取投资价值 40 个基点费用, 而其竞争对手 IShares GOLD 和 Xtrackers 则收取 25 个基点费用。

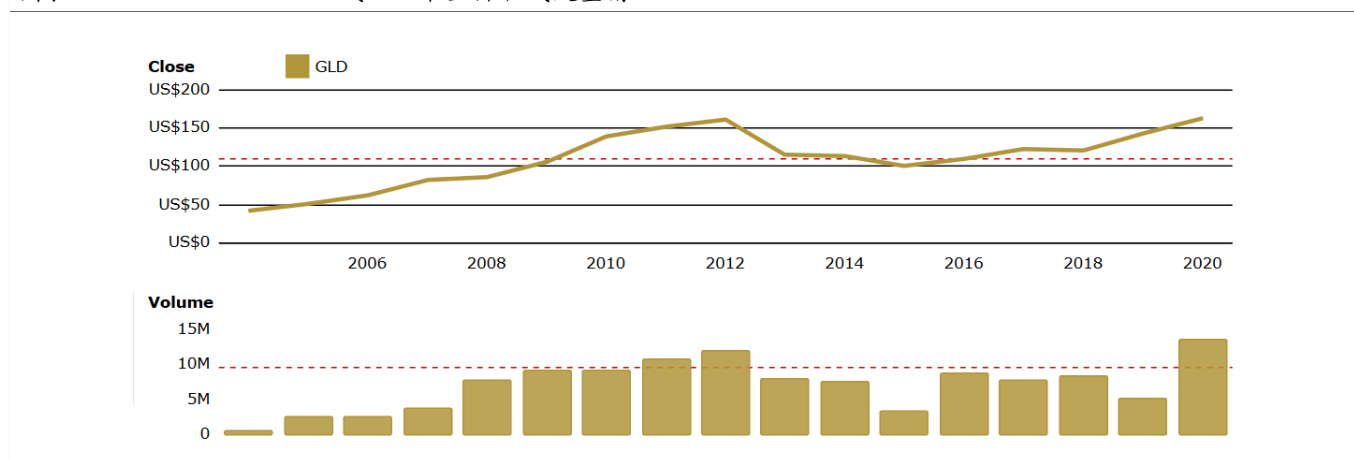
按照 SPDR GOLD TRUST 契约规定，基金费用主要包括基金发起人费用、基金受托人费用和基金保管人费用。支付给基金发起人费用是以调整后净资产值为基础，计费费率为年化 0.15%，每日计算每月累计并延后一个月支付。支付给受托人的费用以调整后净资产值为基础，以年化 0.02% 为费率，每年最低费用为 50 万美元、最高费用为 200 万美元，每日计算、每月累计、支付延后一个月。支付给基金保管人的费用参照保留金条账户协议，根据该协议，保管人费用以存放在信托可分配账户和非分配账户中的黄金日均余额为基础，450 万盎司黄金以下部分以 0.10% 的年化费率每日计算，超过 450 万盎司的部分以 0.06% 的年化费率每日计算，该费用每季累计并延后支付。同时，SPDR GOLD TRUST 在契约中规定了总费用的上限，即每年结算时如果这几类费用的合计超过 0.4%，则发起人的费用将被削减，以符合费用上限的要求。除了管理费用之外，投资者如果申购赎回需要支付申购赎回费用，按照每笔支付 2000 美元。

税收方面，SPDR GOLD TRUST 的投资者在售出基金份额时，会按照盈利和亏损额计征资本利得税。如果投资者不直接出售基金份额，而是采取在一级市场赎回并换取现金，考虑赢利或亏损暂时不易计算暂不征税，如果之后持有人在市场上出售这批黄金则需要征税。

(5) 产品表现：二级市场成交活跃度较高，折溢价率在正负 0.5% 范围内。

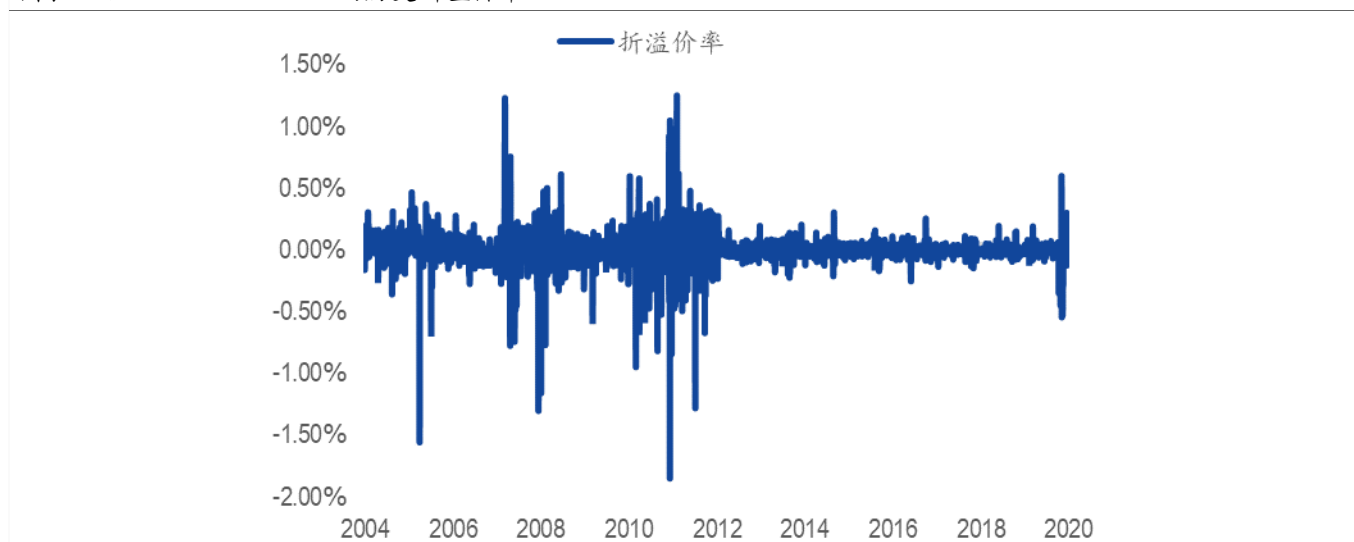
SPDR GOLD TRUST 申购赎回的门槛较高，按照最新净值测算最小单位在 1600 万美元以上，因此一般的投资者主要通过二级市场买卖参与。投资者在参与二级市场买卖时，首要考虑的因素是成交活跃度以及折溢价率。从交易量看，SPDR GOLD TRUST 从 2004 年底成立以来，成交量随着金价表现发生变化，2020 年 1-4 月，日均交易量达到 1300 万份，整体交投比较活跃。从折溢价来看，二级市场折溢价率在 (-2%，+1.5%) 范围内波动，且大部分时间处于 (+0.5%，-0.5%) 之间，波动幅度较小，产品运行效率较高。

图表 18：SPDR GOLD TRUST 成立以来金价和成交量情况



资料来源：SPDR GOLD TRUST 基金，国泰君安期货产业服务研究所

图表 19：SPDR GOLD TRUST 的历史折溢价率



资料来源：SPDR GOLD TRUST 基金，国泰君安期货产业服务研究所

(6) 基金跟踪误差：成立以来的负跟踪误差仅为 0.43%。

由于管理费用的存在，黄金 ETF 的长期收益必然略低于黄金实物收益，即有负向跟踪误差。SPDR GOLD TRUST 体现了较好运作能力，虽然其每年需要支付大约 0.4%的管理费用，但其成立以来的负跟踪误差仅为 0.43%。SPDR GOLD TRUST 与黄金价格的收益状况对比如下：

图表 20：SPDR GOLD TRUST 收益跟踪对比（截至 2020 年 4 月底）

	近 1 月	近 3 月	近 6 月	近 1 年	近 5 年	成立以来
SPDR GOLD TRUST 收益	5.80%	7.38%	12.47%	32.27%	7.17%	8.68%
黄金现货价格收益	5.83%	7.48%	12.69%	32.79%	7.60%	9.12%
跟踪偏离度	-0.03%	-0.11%	-0.22%	-0.52%	-0.43%	-0.43%

资料来源：SPDR GOLD TRUST 基金，国泰君安期货产业服务研究所

从国内的情况来看，当前我国已上市 4 只黄金 ETF、1 只白银期货 LOF，对贵金属价格的跟踪效果较好。2019 年 10 月及 2020 年 2 月，证监会相继审批通过了 3 家基金公司的黄金 ETF 及 4 家基金公司的上海金 ETF。今年全球疫情蔓延，大类资产波动率的提升增加了贵金属期货的操作难度，而这恰恰给投资贵金属 ETF 带来了更多的机遇。

截至今年 3 月，我国已上市的 4 只黄金 ETF 分别为国泰黄金 ETF（518800）、华安黄金 ETF（518880）、易方达黄金 ETF（159934）、博时黄金 ETF（159937），跟踪标的均为上海黄金交易所的 Au99.99 黄金现货实盘合约，业绩比较标准为该现货实盘合约的收盘价或收益率。

图表 21：市场现有的黄金 ETF 相关产品信息，目前来看华安黄金 ETF 规模最大

代码	简称	基金成立日	基金上市日	上市交易所	基金经理	基金规模 (亿元)
518800	国泰黄金 ETF	2013/7/18	2013/7/29	上海证券交易所	艾小军、徐成城	5.28
518880	华安黄金 ETF	2013/7/18	2013/7/29	上海证券交易所	许之彦	112.5
159934	易方达黄金 ETF	2013/11/29	2013/12/16	深圳证券交易所	范冰冰、余海燕	34.29
159937	博时黄金 ETF	2014/8/13	2014/9/1	深圳证券交易所	赵云阳、王祥	56.66

资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所（注：基金规模为截至 2020 年 5 月 20 日的数据）

图表 22：4 只黄金 ETF 的业绩比较标准

	业绩比较基准
国泰黄金 ETF	上海黄金交易所 Au99.99 现货实盘合约收盘价
华安黄金 ETF	上海黄金交易所 Au99.99 现货实盘合约收益率
易方达黄金 ETF	上海黄金交易所 Au99.99 现货实盘合约收盘价
博时黄金 ETF	上海黄金交易所 Au99.99 现货实盘合约收益率

资料来源：公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

目前来看，4 只黄金 ETF 中，华安的基金规模最大，为 69.95 亿元，紧随其后的是博时黄金 ETF，基金规模为 45.69 亿元，国泰和易方达的基金规模较小，分别为 10.6 亿元、20.51 亿元。各基金的资产配置结构方面，4 只黄金 ETF 均把绝大部分资金投资于其他部分（黄金 AU99.99 现货实盘合约），剩余少量资金以现金的形式配置。其中，国泰黄金 ETF 的黄金配比稍低，易方达最高，不过都是在 90%以上。由于 4 只黄金 ETF 都是基于上海黄金交易所的 AU99.99 现货实盘合约，且资金配比都是在 90%以上，因而这些 ETF 的收益率和跟踪误差较为接近。从近 3 个月、近 6 个月、近 1 年的情况中可以看出，黄金 ETF 的跟踪误差在 0.15%以内。

黄金 ETF 的投资者结构方面，当前博时黄金 ETF 的机构投资者占比最高，约 95.3%，另外 3 只黄金 ETF 的机构投资者占比都在 68%-86%之间。纵向比较的话，4 只黄金 ETF 的机构投资者占比都在 17 年、18 年达到最高值，19 年年中比重回落，年末回升，不过总的来看机构投资者仍然明显多于个人投资者。

图表 23: 4 只黄金 ETF 的资产配置结构对比

		现金	股票	债券	权证	基金	其他
	国泰黄金 ETF	6.73%	/	/	/	/	93.27%
	华安黄金 ETF	0.75%	/	/	/	/	99.25%
	易方达黄金 ETF	0.07%	/	/	/	/	99.93%
	博时黄金 ETF	0.81%	/	/	/	/	99.19%

资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所 (注: 资产配置占比为 2019 年底数据)

图表 24: 4 只黄金 ETF 的单位净值、收益率及跟踪误差对比

	单位净值	近 3 个月 收益率	近 6 个月 收益率	近 1 年收 益率	近 3 个月 跟踪误差	近 6 个月 跟踪误差	近 1 年跟 踪误差
国泰黄金 ETF	3.8726	7.11	18.56	37.48	0.15	0.13	0.10
华安黄金 ETF	3.9086	7.15	18.64	37.67	0.15	0.14	0.11
易方达黄金 ETF	3.8777	7.13	18.64	37.57	0.04	0.04	0.04
博时黄金 ETF	3.9074	7.13	18.59	37.57	0.10	0.09	0.20

资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所 (注: 截至 2020 年 5 月 20 日的数据)

图表 25: 市场现有的黄金 ETF 机构投资者占比情况, 目前来看博时黄金 ETF 机构投资者占比最大 (单位: %)

	博时黄金 ETF	易方达黄金 ETF	国泰黄金 ETF	华安黄金 ETF
2014/12/31	84.98	0.31	87.25	55.24
2015/6/30	13.56	0.91	33.33	53.83
2015/12/31	98.94	11.37	56.14	41
2016/6/30	65.88	52.93	77.66	47.42
2016/12/31	66.6	71.37	72.62	57.18
2017/6/30	63.66	70.45	55.7	70.64
2017/12/31	88.88	77.34	63.39	76.38
2018/6/30	99.04	74.45	62.12	78.6
2018/12/31	94.13	68.79	83.7	71.4
2019/6/30	93.68	65.4	74.67	65.07
2019/12/30	95.26	68.04	85.81	70.59

资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

2019 年 10 月, 华夏、工银瑞信、前海开源 3 家基金公司早年申报的黄金 ETF 及联接基金获得证监会批文, 业绩比较基准均为上海黄金交易所 Au99.99 现货实盘合约收益率。据市场最新的消息显示, 工银瑞信黄金 ETF (518660)、华夏黄金 ETF (518850)、前海开源黄金 ETF (159812) 分别于 2020 年 3 月 23 日、3 月 27 日、4 月 7 日正式发行。除了黄金 ETF 外, 上海金 ETF 也将逐步成为配置黄金的新方式。2020 年 2 月, 广发、中银、富国、建信 4 家基金公司申报的上海金 ETF 及联接基金获批。不同于黄金 ETF, 上海金 ETF 按照以价询量、数量撮合的集中交易方式, 以人民币计价黄金的基准价——上海金价格为业绩比较标准。2020 年 3 月, 南方基金、大成基金、平安基金、嘉实基金、天弘基金是第二批申报上海金 ETF 的五家公司, 上海金 ETF 也处在不断扩容的大趋势中。

图表 26: 未来黄金 ETF、上海金 ETF 均处在不断扩容的趋势中

	基金公司	获批日期	最新进展
黄金 ETF	华夏	2019 年 10 月	2020 年 3 月 27 日正式发行
	工银瑞信	2019 年 10 月	2020 年 3 月 23 日正式发行
	前海开源	2019 年 10 月	2020 年 4 月 7 日正式发行
上海金 ETF	广发	2020 年 2 月	
	中银	2020 年 2 月	

	富国	2020 年 2 月	
	建信	2020 年 2 月	
	南方	已申报, 暂未获批	
	大成	已申报, 暂未获批	
	平安	已申报, 暂未获批	
	嘉实	已申报, 暂未获批	
	天弘	已申报, 暂未获批	

资料来源: 天天基金网, 国泰君安期货产业服务研究所

除黄金 ETF 外, 我国还有 1 只上市的白银期货 LOF——国投瑞银白银期货 LOF (161226), 跟踪标的为上海期货交易所白银期货主力合约收益率(扣除相关费用), 暂无白银 ETF。相比于黄金 ETF, 国投瑞银白银期货 LOF 上市时间较晚, 于 2015 年 8 月在深圳证券交易所上市。

在资产配置方面, 不同于黄金 ETF, 白银期货 LOF 并未把绝大部分资金放在白银期货合约中, 而是将一半以上的资金用于债券投资, 白银期货的资金占用不到 30% (2019 年底)。从近年来的收益率及跟踪误差情况可以看出, 在白银期货价格显著走低时例如今年 3 月, 国投瑞银白银期货 LOF 及其比较基准均录得明显的负收益率, 跟踪误差也偏大。

图表 27: 国投瑞银白银期货 LOF 的相关产品信息

代码	161226
简称	国投瑞银白银期货 LOF
基金发行日	2015/7/20
基金成立日	2015/8/6
基金上市日	2015/8/17
上市交易所	深圳证券交易所
初始份额规模 (亿份)	3.466
基金经理	赵建、邹立虎
基金资产规模 (亿元)	7.89
基金份额规模 (亿份)	8.8
单位净值 (元/份)	0.6260
业绩比较基准	上海期货交易所白银期货主力合约收益率(扣除相关费用)

资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所 (注: 基金单位净值为截至 2020 年 5 月 20 日的数据)

图表 28: 国投瑞银白银期货 LOF 的收益率及跟踪误差情况

	近 1 个月 收益率 (%)	近 3 个月 收益率 (%)	近 6 个月 收益率 (%)	近 1 年 收益率 (%)
国投瑞银白银期货 LOF	12.91	-9.48	-2.58	11.39
国投瑞银白银期货基准	16.17	-4.69	2.95	20.38
跟踪误差 (%)	6.48	4.51	3.90	3.26

资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所 (注: 截至 2020 年 5 月 20 日的数据)

图表 29: 国投瑞银白银期货 LOF 的资产配置情况, 以债券和白银期货为主

	2018 年 6 月	2018 年 12 月	2019 年 6 月	2019 年 12 月
现金	15.22%	20.80%	15.41%	10.29%
股票	/	/	/	/
债券	53.32%	40.20%	54.52%	66.01%
权证	/	/	/	/
基金	/	/	/	/
其他	31.46%	39.00%	30.07%	23.70%

资料来源: Wind, 国泰君安期货产业服务研究所

我们进一步比较黄金 ETF 与白银期货 LOF 的收益率、跟踪误差、费率及风险波动情况，可以看出，四种黄金 ETF 的近 3 个月、近 6 个月及近 1 年的收益情况、跟踪效果均明显好于白银期货 LOF。各类基金考察的时间区间越长，跟踪效果越好。四种黄金 ETF 相比，以近 1 年的收益率及跟踪误差来看，华安黄金 ETF 的收益情况最好，易方达黄金 ETF 的跟踪效果最好。

费用方面，黄金 ETF 多数不收取申购费和赎回费（博时黄金 ETF 除外），管理费率及托管费率分别定在 0.5%、0.1%，而白银期货 LOF 的费率较高，总费率是黄金 ETF（博时黄金 ETF 除外）的 4-6 倍，是博时黄金 ETF 的 1.5-2 倍。风险波动情况上，各项风险指标均显示黄金 ETF 的下行风险更小、波动更低、Sharpe 比率更高、最低单月回报的跌幅更小，而受累于今年 3 月白银期货的大幅跌价，当前白银期货 LOF 的 Sharpe 比率已跌至负值区间，波动性也较大。

图表 30：白银期货 LOF 在收益率及跟踪误差方面均明显差于黄金 ETF

	单位净值	近 3 个月 收益率 (%)	近 6 个月 收益率 (%)	近 1 年收 益率 (%)	近 3 个月 跟踪误差 (%)	近 6 个月 跟踪误差 (%)	近 1 年跟 踪误差 (%)
国泰黄金 ETF	3.8726	7.11	18.56	37.48	0.15	0.13	0.10
华安黄金 ETF	3.9086	7.15	18.64	37.67	0.15	0.14	0.11
易方达黄金 ETF	3.8777	7.13	18.64	37.57	0.04	0.04	0.04
博时黄金 ETF	3.9074	7.13	18.59	37.57	0.10	0.09	0.20
国投瑞银白银期货 LOF	0.8310	-9.48	-2.58	11.39	4.51	3.90	3.26

资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所（注：截至 2020 年 5 月 20 日的数据）

图表 31：相比黄金 ETF，白银期货 LOF 的各项费率相对较高

	申购费率	赎回费率	管理费率	托管费率	总费率（持有一年）
国泰黄金 ETF	/	/	0.50%	0.10%	0.60%
华安黄金 ETF	/	/	0.50%	0.10%	0.60%
易方达黄金 ETF	/	/	0.50%	0.10%	0.60%
博时黄金 ETF	0.50%	0.50%	0.50%	0.10%	1.60%
国投瑞银白银期货 LOF	0.6%-1.0%	0.5%-1.5%	1%	0.20%	2.3%-3.7%

资料来源：公开资料，国泰君安期货产业服务研究所

图表 32：相比白银期货 LOF，风险指标反映黄金 ETF 的下行风险更小、波动更低

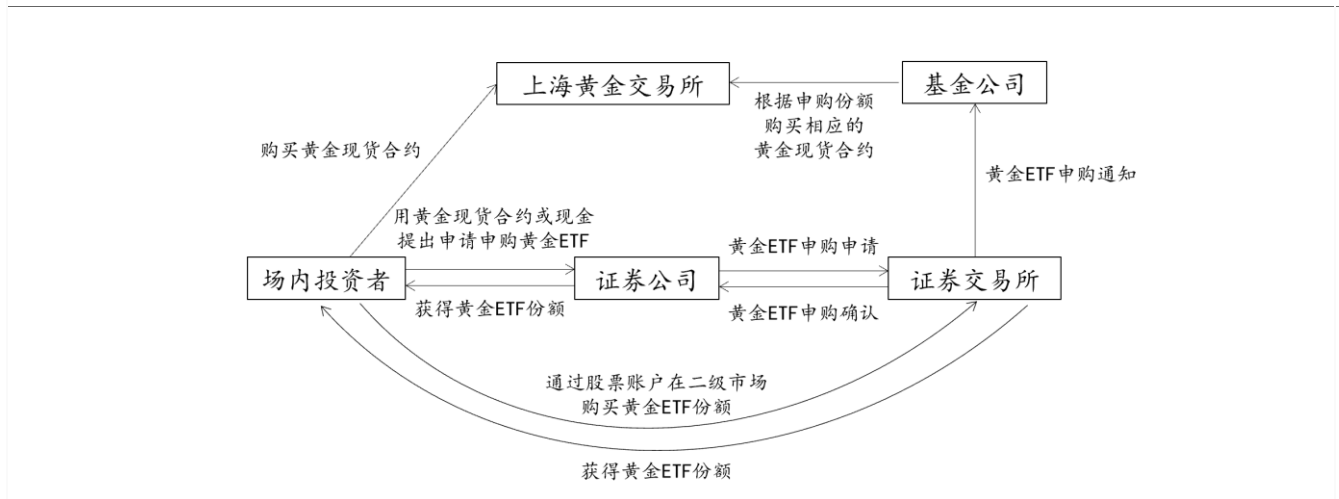
	同类基金	国泰黄金 ETF	华安黄金 ETF	易方达黄 金 ETF	博时黄金 ETF	国投瑞银 白银期货 LOF
Alpha(年化)	27.26%	29.29%	29.42%	29.35%	29.34%	0.73%
Beta	0.2594	0.2206	0.2217	0.2212	0.2222	0.8036
Sharpe(年化)	1.8162	1.9207	1.9271	1.9258	1.9234	0.2208
年化波动率	16.82%	15.68%	15.70%	15.67%	15.69%	34.81%
下行风险	9.26%	8.20%	8.20%	8.19%	8.21%	25.48%
最低单月回报	-3.96%	-2.77%	-2.78%	-2.76%	-2.83%	-20.99%

资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所（注：截至 2020 年 5 月 20 日的数据）

从市场参与渠道来看，国内现有的黄金 ETF、白银期货 LOF 均可在交易所（二级市场）通过股票账户买卖。对于银行理财子公司及其他持牌机构来说，黄金 ETF 联接基金也是配置贵金属资产的便捷方式。白银期货 LOF 没有相应的联接基金，场外投资者无法购买。

场内投资者购买黄金 ETF 主要有以下几种方式：（1）现金申购，即在申购期内用现金向证券公司直接提出黄金 ETF 的申购申请并获得相应的黄金 ETF 份额；（2）实物申购，即投资者在上海黄金交易所购买黄金现货合约，用所购的黄金现货合约向证券公司提出黄金 ETF 的申购申请并获得相应的黄金 ETF 份额；（3）二级市场购买，即通过在证券公司所开的账户直接在黄金 ETF 对应的证券交易所购买一定份额的黄金 ETF。

图表 33：黄金 ETF 的申购、二级市场交易的流程与机理



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

对于场外投资者来说，可以通过银行、券商或者第三方理财平台投资对应的联接基金。联接基金有 A 类和 C 类之分，在基金运作上并无差异，只是在收费结构上有所不同。A 类联接基金属于前端收费类型，收取申购费、赎回费，但不收销售服务费；C 类联接基金属于销售服务收费类型，不收申购费，但收取销售服务费及赎回费。如果投资者打算长期投资（一般来说在一年以上），则购买 A 类联接基金比较合适，否则购买 C 类联接基金更合适。

图表 34：四类黄金 ETF 及其联接基金代码

基金	基金代码	联接基金	联接基金代码
国泰黄金 ETF	518800	国泰黄金 ETF 联接 A	000218
		国泰黄金 ETF 联接 C	004253
华安黄金 ETF	518880	华安黄金 ETF 联接 A	000216
		华安黄金 ETF 联接 C	000217
易方达黄金 ETF	159934	易方达黄金 ETF 联接 A	000307
		易方达黄金 ETF 联接 C	002963
博时黄金 ETF	159937	博时黄金 ETF 联接 A	002610
		博时黄金 ETF 联接 C	002611

资料来源：天天基金网，国泰君安期货产业服务研究所

5. 贵金属股票 VS 贵金属价格对比

除了以上提及的贵金属相关投资工具外，国内贵金属股票更是拥有广泛的群众基础，也更受中长期投资需求的青睐。不过，国内贵金属股票与贵金属价格的对应关系，并不如海外市场那么有效。

很多对贵金属走势看好的投资者可能都会选择贵金属股票而非直接投资贵金属，原因就是贵金属股票对贵金属价格通常自带杠杆。比如一家金矿公司成本为 1000 美元/盎司，金价为 1500 美元/盎司，当金价上涨到 1700 美元时，金价上涨了 13%。假定其他条件不变，则金矿股每盎司的黄金利润将上涨 40%，那么股价理论上也会比金价上涨更大的幅度。

但从 A 股黄金板块挑选的几只个股来看，对金价的波幅似乎并无明显的弹性，即使是相关性程度较高的山东黄金和紫金矿业也无法测出有效的弹性。而海外的几大金矿公司股价波幅对金价的大都表现出了 2-3 倍的弹性，即金价上涨或下跌 1%，股价同向变动 2%-3%，杠杆效应明显。白银板块同样，A 股挑选的几只个股对白银价格的波动幅度几乎没有表现出明显的弹性，而挑选的海外银矿股大多有着 1.3 倍的杠杆，银价上涨或下跌 1%，则股票价格约同向变动 1.3%。

此外，根据我们对过去一年金银股票价格与金银价格的相关性测算显示，在 A 股黄金板块比较有代表性的几只矿股中，只有山东黄金和赤峰黄金表现出了与金价较强的正相关性，其余几家正相关性都不强。而海

外几只金矿股多数都呈现出了与黄金价格较强的正相关关系。白银板块选取的国内几只股票中，只有盛达矿业表现出了较强的正相关性，其余几家正相关性都不强。海外市场挑选了目前全球比较大的几只银矿股，呈现偏强正相关的股票数也多于国内。

这种内外市场的差异部分原因与市场成熟度有关，投资者结构还是有所分化。另一个原因可能是因为近几年我国环保政策以及资源保障政策逐渐趋于严格，有些金矿与自然保护区冲突从而导致限产停产等情况，使得这些矿企产量会受到比较大的影响，而矿山关停带来的资产减值以及照常计提的折旧费用又会使得公司成本大幅增加，从而影响公司利润，进而影响股价，部分抵消了金价上行带来的利好。

图表 35：过去一年 A 股黄金股价与金价的相关系数测算

股票名称	与金价相关系数	相关程度
中金黄金	-0.0251	无相关性
山东黄金	0.8665	强正相关
紫金矿业	0.5729	中等强度正相关
湖南黄金	-0.0879	无相关性
园城黄金	-0.3478	弱负相关
赤峰黄金	0.6974	较强正相关
恒邦股份	0.4180	偏弱正相关

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所（注：数据选取时间为 2019 年 4 月 30 日至 2020 年 4 月 30 日）

图表 36：过去一年海外黄金股价与金价的相关系数测算

股票名称	与金价相关系数	相关程度
Newmont Corporation	0.9080	强正相关
Barrick Gold Corp	0.9328	强正相关
Harmony Gold Mining Co.	0.7166	较强正相关
Gold Fields Limited	0.7968	较强正相关
Coeur Mining Inc	0.2429	弱正相关

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所（注：数据选取时间为 2019 年 4 月 30 日至 2020 年 4 月 30 日）

图表 37：过去一年 A 股白银股价与银价的相关系数测算

股票名称	与银价相关系数	相关程度
云南铜业	0.5302	中等强度正相关
豫光金铅	0.2393	弱正相关
铜陵有色	-0.0325	无相关性
盛达矿业	0.8292	强正相关
江西有色	0.4387	偏弱正相关
银泰资源	0.2927	弱正相关

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所（注：数据选取时间为 2019 年 4 月 30 日至 2020 年 4 月 30 日）

图表 38：过去一年海外白银股价与银价的相关系数测算

股票名称	与银价相关系数	相关程度
Hecla Mining Company	0.5221	中等强度正相关
Pan American Silver Corp.	0.6613	较强正相关
Wheaton Precious Metals Corp	0.3655	弱正相关
Coeur Mining Inc	0.7514	较强正相关
Fresnillo Plc	-0.2279	弱负相关

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所（注：数据选取时间为 2019 年 4 月 30 日至 2020 年 4 月 30 日）

6. 结论：借助多种配置工具进行贵金属策略交易

从贵金属驱动逻辑来看，就中期逻辑而言，我们认为不论美联储是否接纳“负利率”，名义利率的波动率都将趋向下降，而且名义利率的方向也趋向下降，所以在影响美国实际利率的变量上，通胀预期的扰动性

更大。未来通胀预期的走向存在三条演变路径：通胀大幅反弹、转向深度通缩、通胀处于低位盘整。如果通胀陷入低位盘整，那么实际利率对黄金的边际定价就会钝化，中长期在可预见的低货币利率（这同时意味着低资产回报率）的经济环境中，资金的配置需求或者说投资性需求会转而成为推高金价的核心。通胀预期起来与否，只是影响黄金上涨的速率，并不影响方向，除非转向深度通缩。当然，通胀预期持续抬升也会引致名义利率转向且更快速走高，但是距离这个逻辑的触发还非常遥远。

而短期市场对“负利率”预期的炒作，我们认为一方面是短期加大了名义利率继续向下的弹性，另一方面更重要的是，美联储如果打开“负利率”的大门，市场资金对黄金的中长期配置需求将更为确定。所以这其实也促使短期逻辑向中期逻辑进行了偏移。只是仍需注意，短期逻辑依然存在反复性，中期多单仍需关注阶段性回调时的仓位风险。

基于当前贵金属的价格逻辑，投资者可根据各自不同的配置周期和风险偏好，对应选择不同类型的配置工具。从目前的驱动来看，我们认为中期高配贵金属特别是黄金，依然具有比较强的确定性，相应地在配置工具选择上例如买入远期期货、现货电子盘、看涨期权、ETF及股票等，都有一定的操作空间。不过，我们也看到国内黄金价格已经创出上市新高，COMEX 价格也在接近历史记录，对部分投资者而言，风险收益比并不合适，更倾向做卖出看跌期权。归根到底，配置工具的选择还是取决于投资者各自的实际情况，从而进行多元化的投资策略组合。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格**分析师声明**

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

广东分公司天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583**金融理财部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720**上海期货大厦营业部**上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738**国际业务部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038895 传真: 021-33038683**深圳营业部**深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597**大连营业部**大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759**宁波营业部**宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513**天津营业部**天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863**郑州营业部**郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168**青岛营业部**青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630**北京三元桥营业部**北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**济南营业部**济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177**厦门分公司**厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元
电话: 0592-5886138**北京分公司**北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787**产业发展部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038719**上海国宾路营业部**上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766**上海中山北路营业部**上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823**长春营业部**吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622**杭州营业部**杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517**南京营业部**南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991**武汉营业部**武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027**西安营业部**西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956**石家庄营业部**石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**长沙营业部**长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453**上海延安东路营业部**上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282**上海银城路营业部**中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元
电话: 021-58590368国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521