



当前国际政治经济形势 及贵金属业务的风险管理

梁永慧

2020年9月

一、当前国际政治经济形势：

- 1、根本原因：社会周期、经济周期、军事周期、货币周期
- 2、应对策略。

二、贵金属企业风险管理策略：

- 1、为什么要重视风险管理？
- 2、贵金属业务存在哪些风险？
- 3、针对风险应该采取哪些措施？

一、当前国际政治经济形势

当面临的主要问题：

- 1、全球化退出。
- 2、经济周期、货币周期和战争周期等拐点。
- 3、疫情只是加速局势进展，并没有改变原趋势

原因：

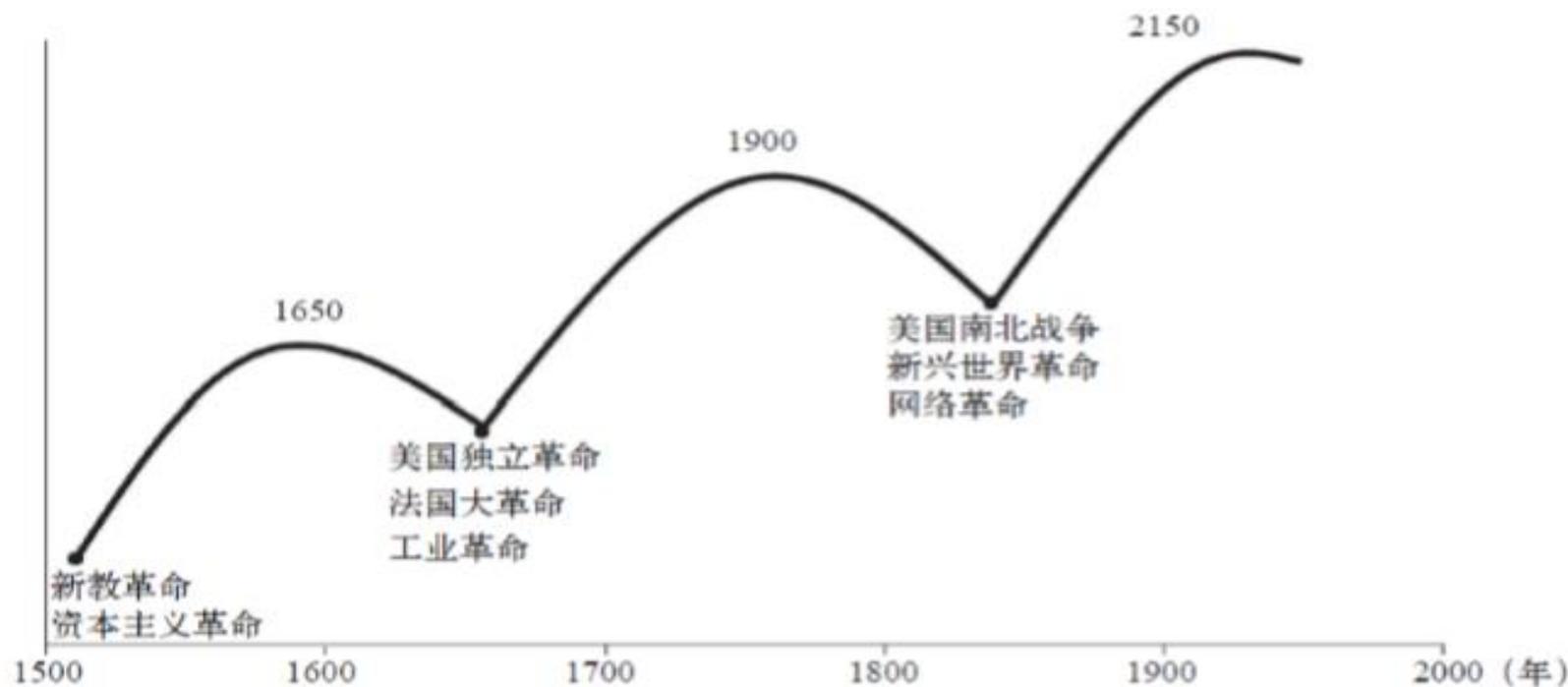
- 1、人口数量与资源供给矛盾突出。 资源和粮食承载力有限。
- 2、修昔底德陷阱的大国百年更替规律的拐点。 美国悲伤的孤独、西方的衰落。
- 3、囚徒困兽的铤而走险。
- 4、基督化、穆斯林化、伊斯兰化 10%规律
- 5、周期论。

科技革命周期： 世界经济增长已经快到极限了，如果再不发生**新的**科技革命，产生新的财富分配，**世界现有的秩序就要重新洗牌**。世界正在走向**存量残杀**，将导致**信用体系的崩溃**，世界恐慌情绪叠加，寻求避险资产，长期利多金银。

军事周期：250年的革命周期底部拐点，预示不同于1930代和1970年代，美国问题更加严重，美元纸币信用面临挑战。

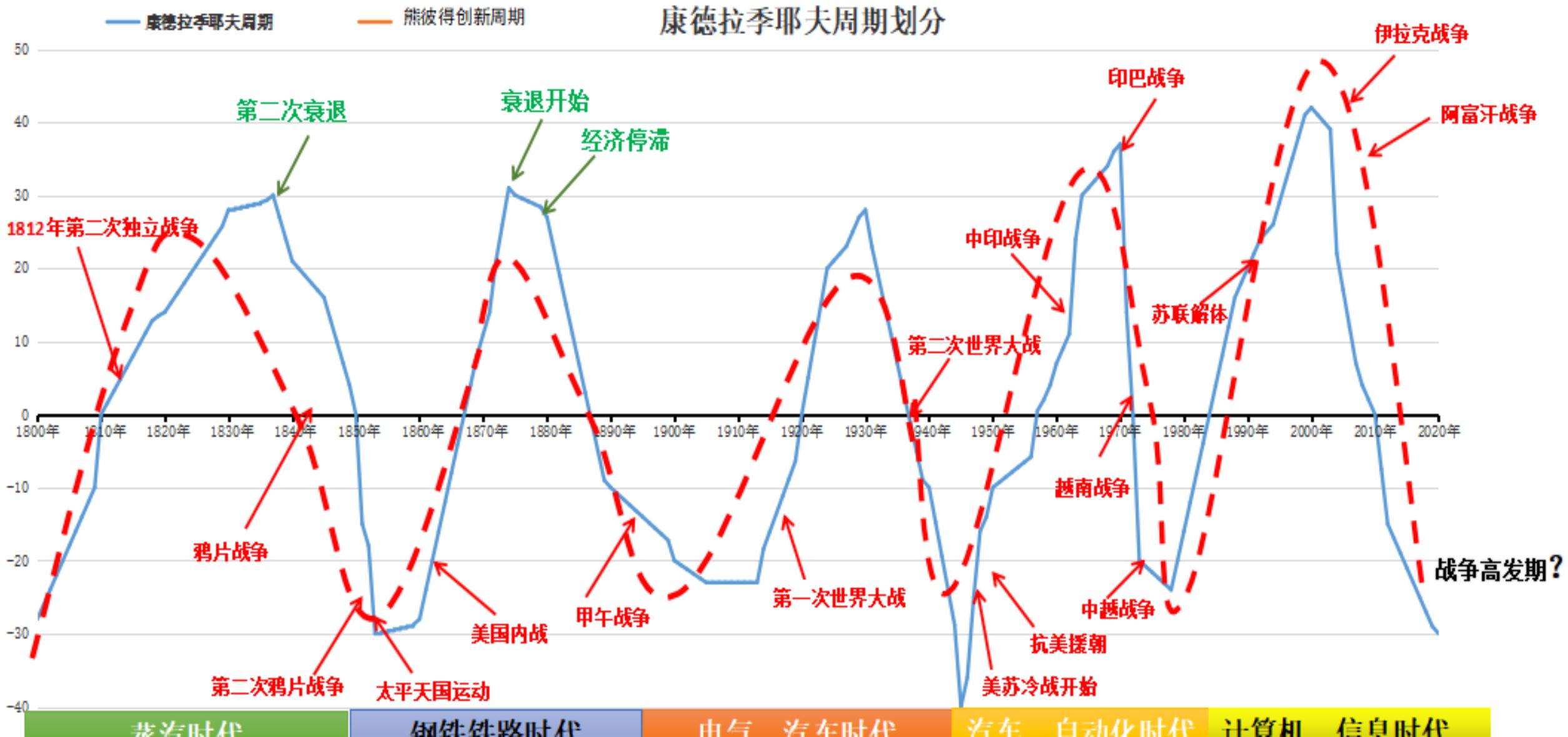
经济周期

2.1.5 250年的革命周期



太阳黑子论、康波周期、庚子年、战争周期、经济周期

康德拉季耶夫周期划分



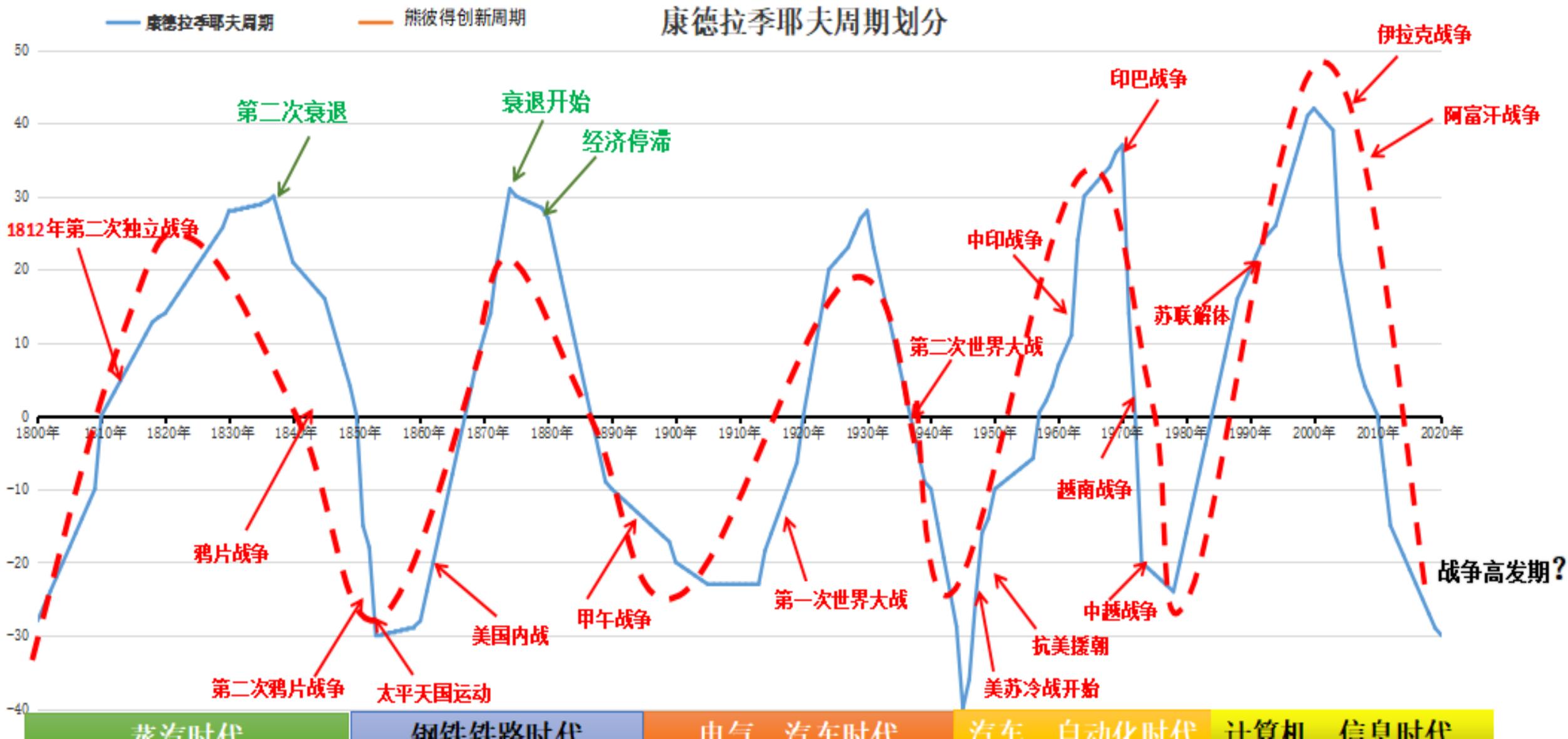
世界金融周期与中国社会发展周期形成共振

3、贫富周期与货币周期：长期全球潜在增速下行，贫富差距持续加大，全球化中利益受损的民众倒逼各国政府一次又一次地稳增长，核心表现对内是货币超发和财政杠杆提升，对外是贸易战+货币战+地缘政治摩擦加剧，但贫富差距甚至种族隔阂在稳增长中会一次又一次的加大，最终形成复循环，**信用逐步摊薄，直至财政税收难以覆盖国家债务**，货币水位高且波动性大，金银作为价值锚将大放异彩。

阶段	时间	标志	特点
第三次财富重新分配	1998—2017	增值， 房地产为标志	社会财富围绕 房地产 进行了深刻而剧烈的再分配，大部分为房子奔波，少部分人借信息、胆量等脱颖而出成为富豪，互联网电商如马云的崛起实际也是因为房地产的刺激。这一阶段的中国经济呈现出房地产及上下游产业链主导中国经济发展的态势，伴随着股市的暴跌，社会财富加速了向拥有资源、房产、资金的少数人的流动，贫富差距急剧扩大。
第四次财富重新分配	2018—	保值， 外汇和金银为标志	社会财富围绕 纸币 进行深刻而剧烈的再分配。大量的社会资本疯狂涌入金融市场，从事黄金、白银等避险资产的这一批人将成为富人阶层，不管实体经济如何，资本市场在这些资金眼中应该是存在套利空间的。泡沫的破灭也就意味着财富再分配的最终结果确认。印出的钱不会凭空失踪。人民币近期升值。

科技革命、康波周期、战争周期叠加，企业未来风控尤其重要。

康德拉季耶夫周期划分



2、康波周期：2020年处于康德拉季耶夫周期的新起点，每一轮拐点伴随世界经济动荡和军事动荡，金银波动幅度和频率都将明显加剧，商品价格体系的动荡是造成康波衰退的重要冲击来源，也是刺激金银价格抬升的重要推动力量，萧条期中金银存在牛市或超额溢价，或存在3-10年的上涨行情。



从周期看，每一轮拐点伴随世界剧烈动荡；风控

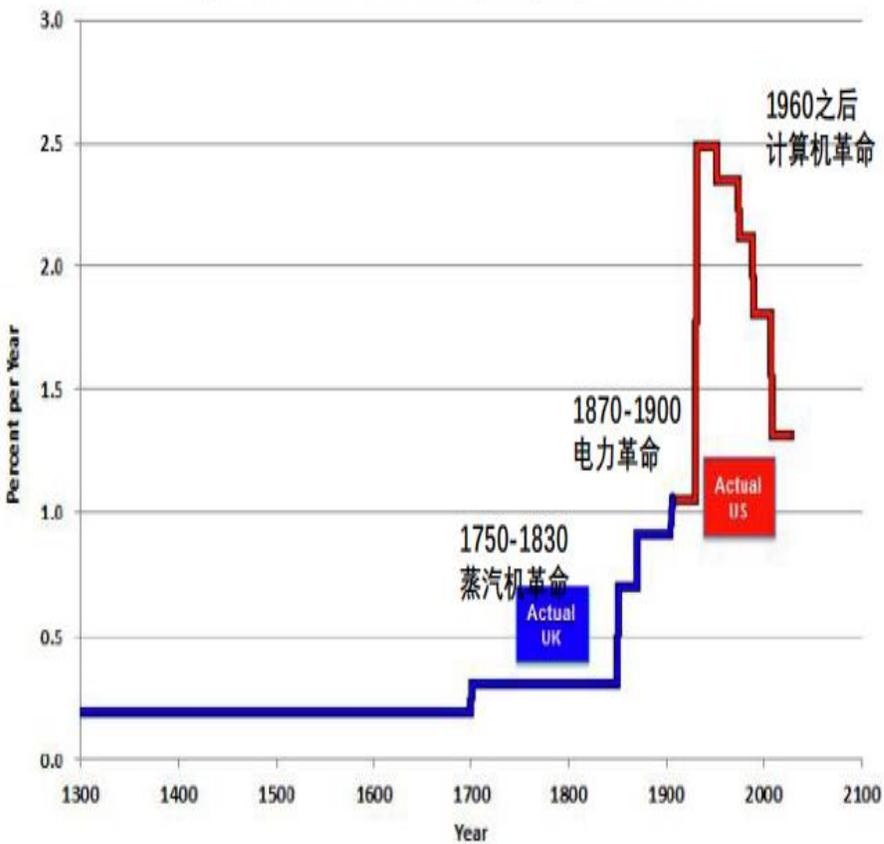
货币周期拐点已经出现：虽然疫情对经济复苏中短期带来负面冲击，但全球**逆周期宽松已经开启**，全球央行大量印钞诱发通胀，本轮全球宏观经济修复的逻辑拐点始于美联储**2019年**第三季度的三次降息，打开了全球逆周期宽松的流动性总闸，意味着一些国家的恶性通胀开始了，**世界将重返高通胀时代**，通胀的核心动力是纸币贬值，**全球滞胀时期**的到来正在让货币贬值的压力急剧加大。当全球结束疫情的影响之后，随着疫情殆尽，经济修复将促进金银的需求，或给予金银未来**2-3年**上涨基础，全民投资金银的热度将再度大幅提升。

世界动力在减弱，至暗时刻？

Robert J.Gordon: Is U.S. Economy Growth Over? (2012年8月)

- Frontier of per-capita real GDP 正在下降

Figure 1: Growth in Real GDP per Capita, 1300-2100

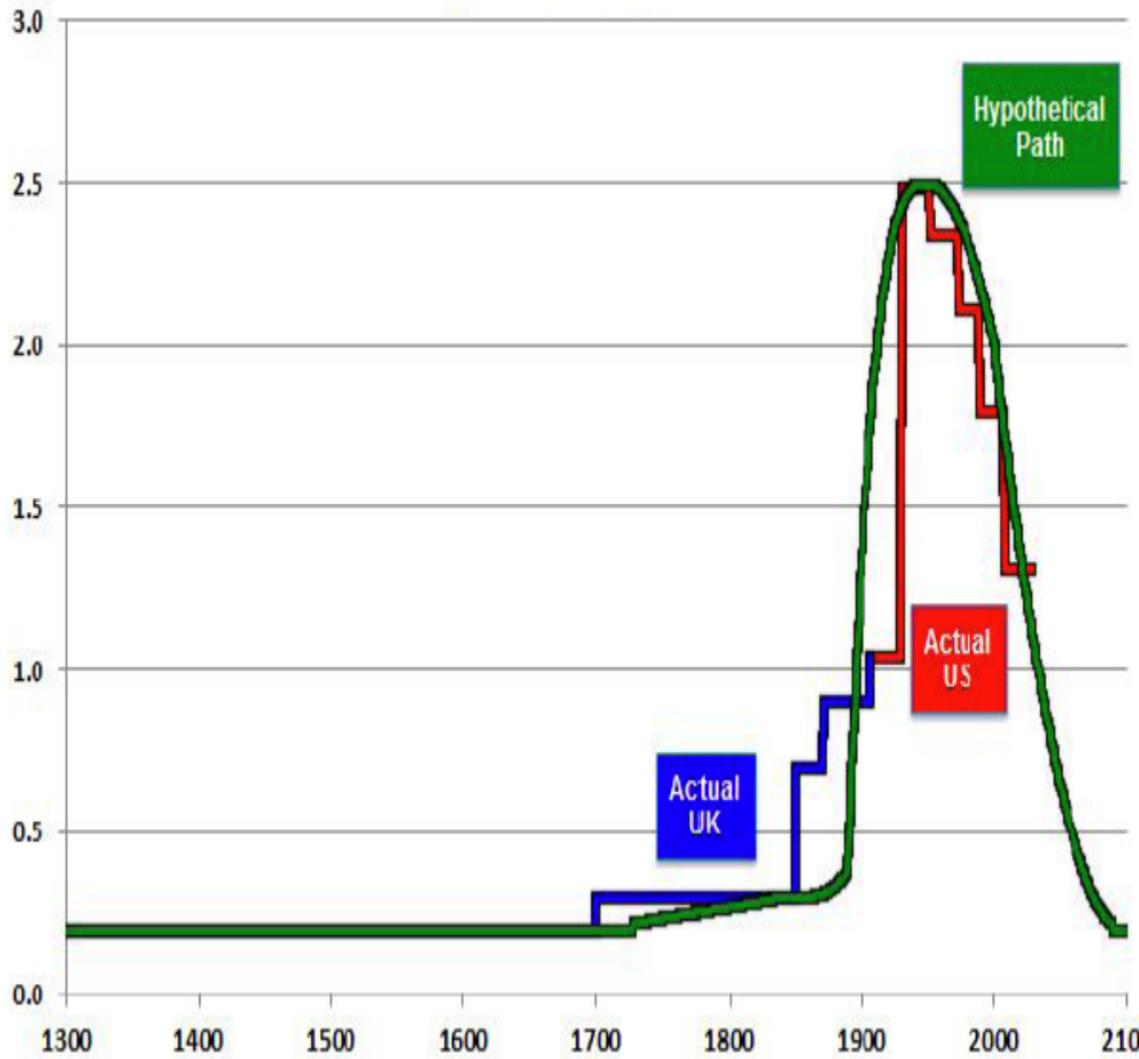


IR #3: 开始于1960s, 1990s末期达到高潮, 在1970-1980s带来了生产力提升。但2000年以后主要集中于娱乐和通信设备, 塑造生活方式和提高劳动生产率的影响逐渐下降,

IR #2: 1879年: 电灯、内燃机引擎; 1870-1900年: 自来水工程; 1880s: 电话、留声机、电影 1929年以前: 汽车、飞机、高速铁路、电梯等 1929-1950年: 1930年代罗斯福新政催生的技术进步和二战催生的军事科技 1950-1970s: 空调、家用电器和洲际公路 至少经过100年才实现全面的革命

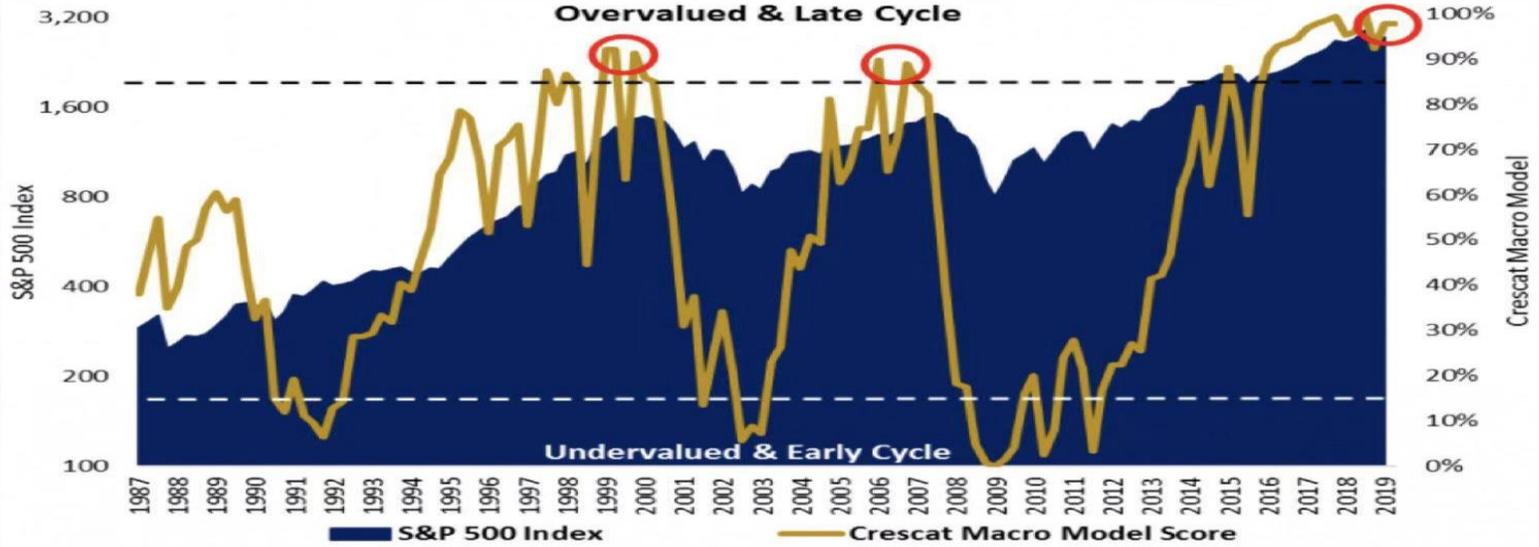
IR #1: 蒸汽机、纺织机、铁路和蒸汽船, 至少经过150年才实现了全面革命

Figure 2: Growth in Real GDP per Capita, 1300-2100, with Actual and Hypothetical Paths



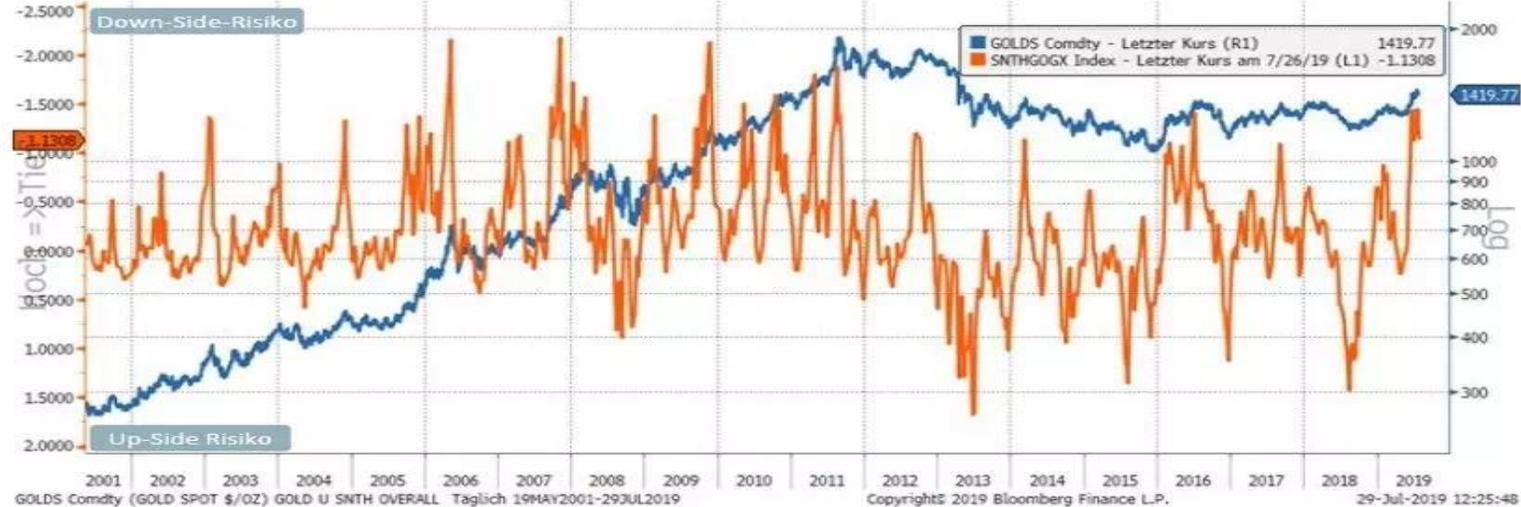
债务、赤字、违约、 通缩、通胀、货币贬值

Macro Model Shows US Stock Market Record Overvalued and Overdue For Bear Market



Source: BIS, IMF, BLS, Fed, Conference Board, Bloomberg

© 2019 Crescat Capital LLC



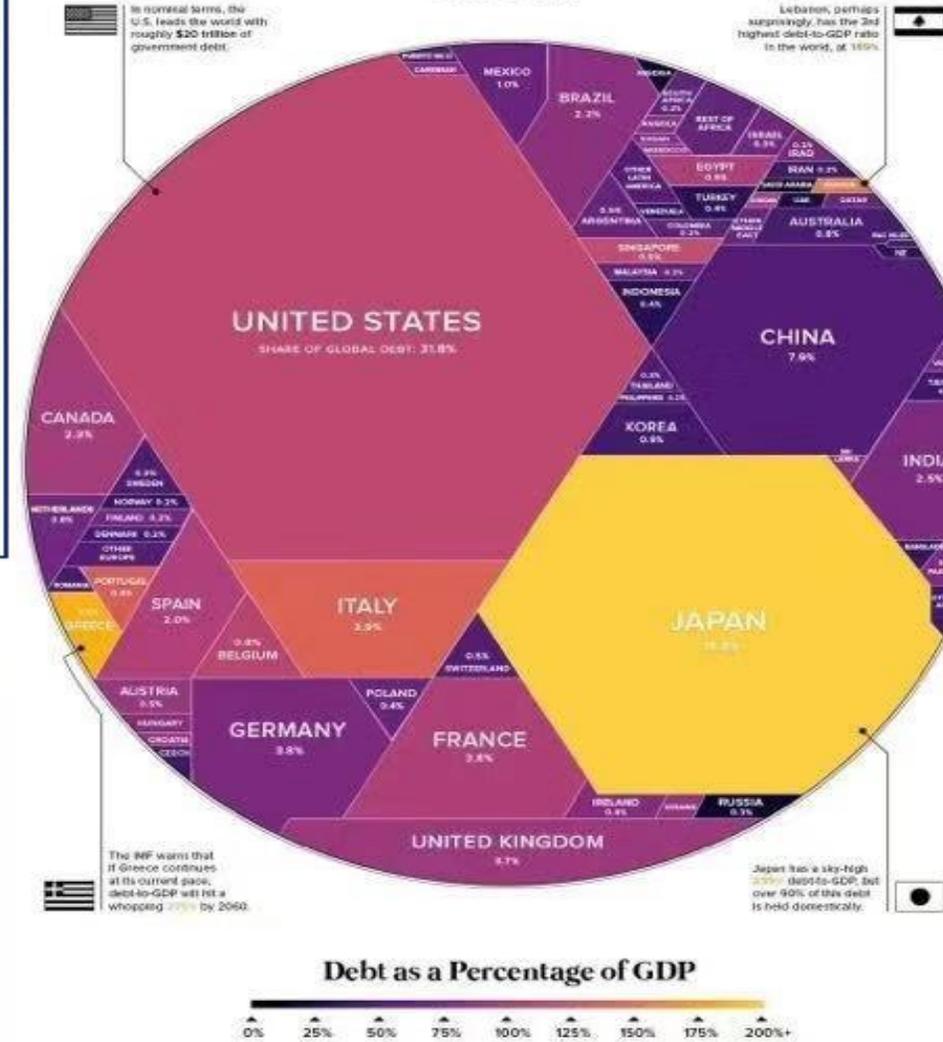
GOLDS Comdty (GOLD SPOT \$/OZ) GOLD U SNTH OVERALL Täglich 19MAY2001-29JUL2019 Copyright© 2019 Bloomberg Finance LP. 29-Jul-2019 12:25:48

UNITED NATIONS OF DEBT

HOW MUCH GOVERNMENT DEBT EXISTS?

According to most recent estimates by the IMF, governments have accumulated \$63 trillion in total - and the U.S. makes up almost a third of that amount.

Percentage of World Debt BY COUNTRY



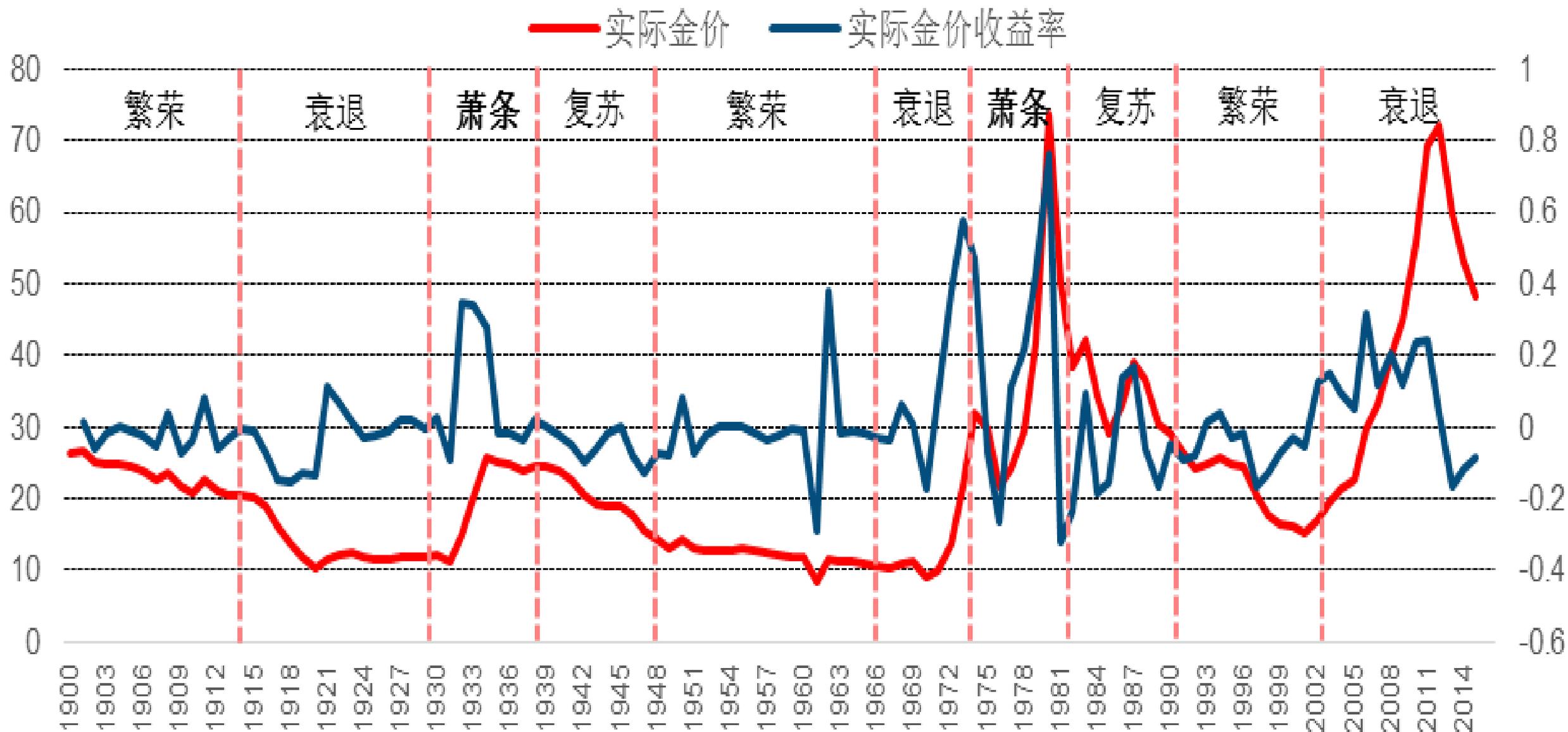
In nominal terms, the U.S. leads the world with roughly \$20 trillion of government debt.

Lebanon, perhaps surprisingly, has the 2nd highest debt-to-GDP ratio in the world, at 169%.

The IMF warns that if Greece continues at its current pace, debt-to-GDP will hit a whopping 200% by 2060.

Japan has a sky-high debt-to-GDP, but over 90% of this debt is held domestically.

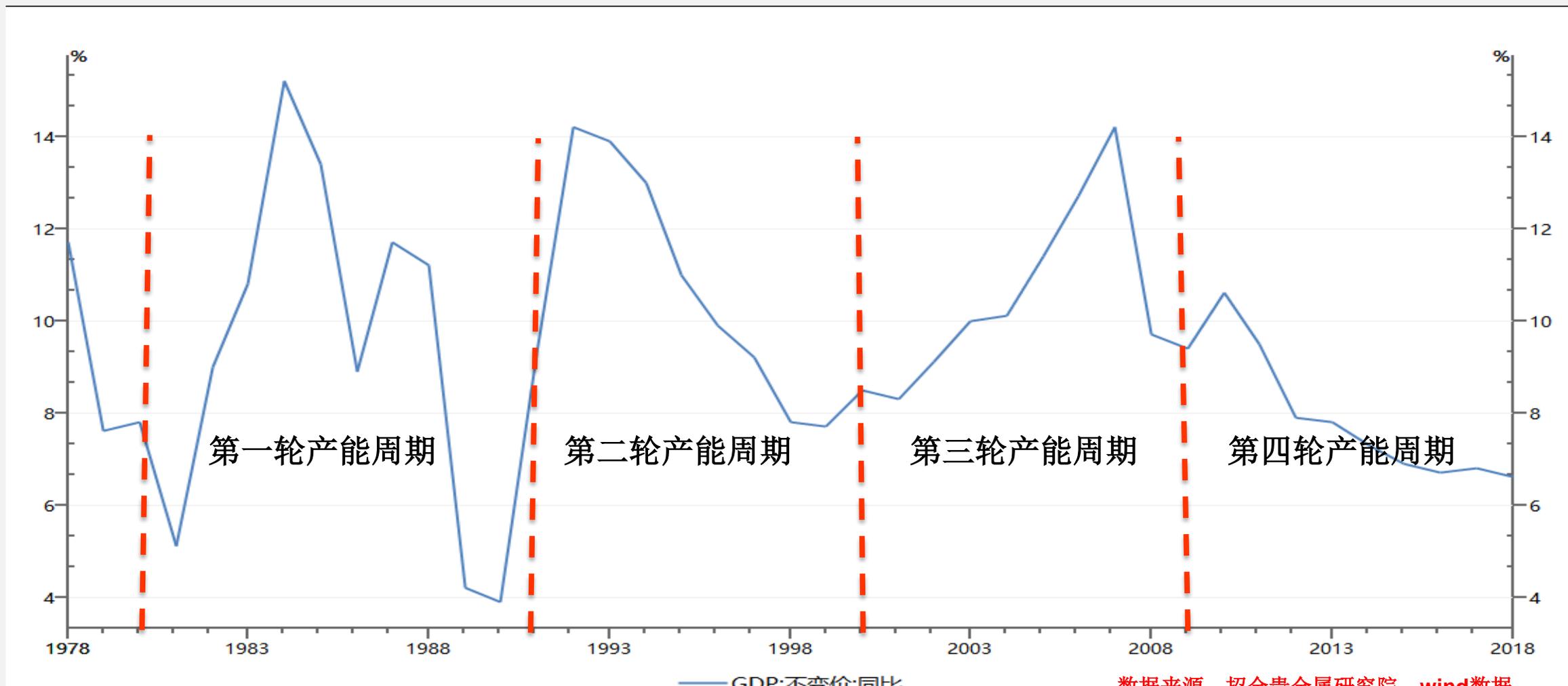
康波萧条期 “牛市或超额溢价” 背后的风控？



从库存周期看，2015年2020年大宗商品二次见底，未来通胀

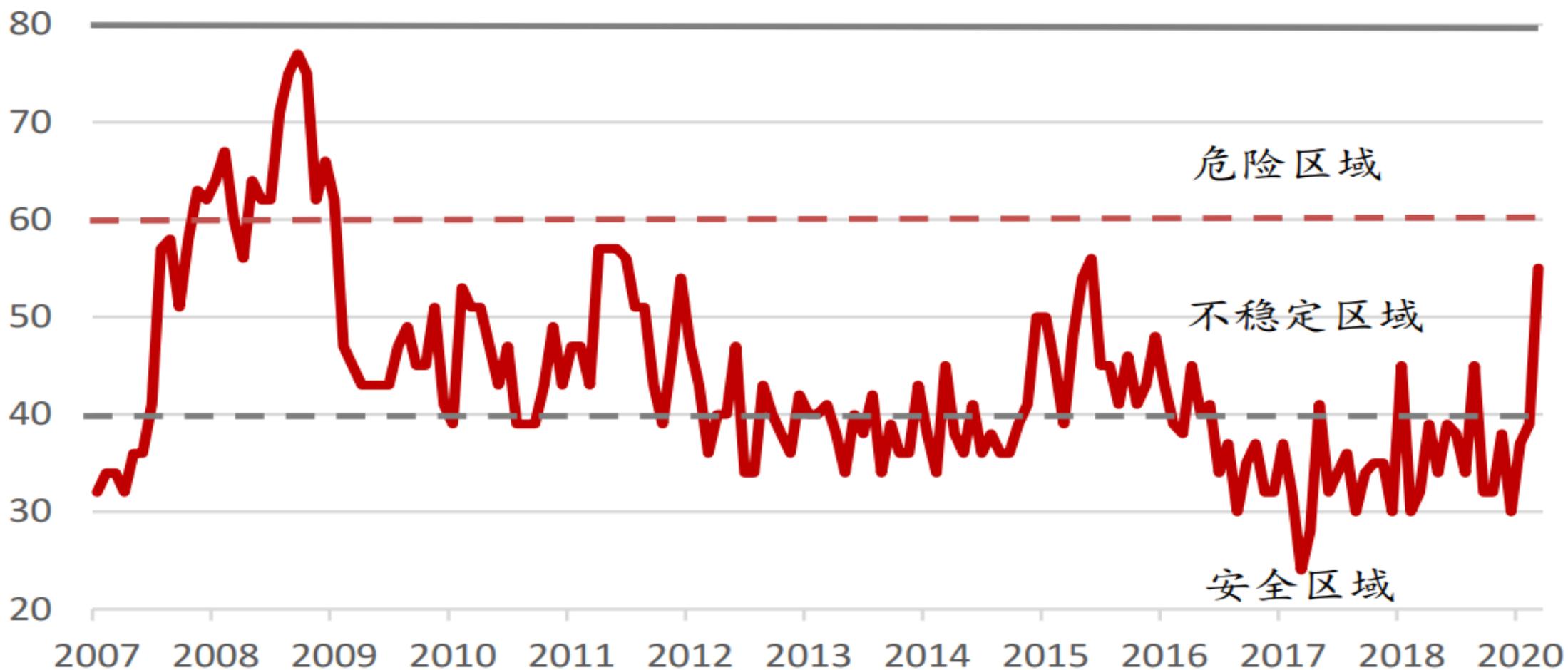
新周期：产能出清

改革开放以来，中国经济经历了四轮产能周期：**1980-1991年**，**1992-2000年**，**2001-2008年**，**2009-2016年**，**2017年**前后处于第五轮产能周期的起点



美国金融风险监测指标进入不稳定区域

美国金融危机风险指标 (ROFCI)



从利率看，美债实际收益率进入负利率

Resource Center

Home » Resource Center » Data and Charts Center » Interest Rate Statistics » TextView

Daily Treasury Real Yield Curve Rates

Get updates to this content.

XML These data are also available in XML format by clicking on the XML icon.

XSD The schema for the XML is available in XSD format by clicking on the XSD icon.

If you are having trouble viewing the above XML in your browser, click here.

To access interest rate data in the legacy XML format and the corresponding XSD schema,

Select type of Interest Rate Data

Daily Treasury Real Yield Curve Rates

Select Time Period

Current Month

DATE	5 YR	7 YR	10 YR	20 YR	30 YR
05/01/20	-0.32	-0.40	-0.42	-0.26	-0.12
05/04/20	-0.33	-0.41	-0.43	-0.27	-0.12
05/05/20	-0.35	-0.42	-0.44	-0.27	-0.12
05/06/20	-0.34	-0.38	-0.38	-0.21	-0.04
05/07/20	-0.41	-0.44	-0.45	-0.28	-0.11
05/08/20	-0.41	-0.43	-0.43	-0.25	-0.07
05/11/20	-0.39	-0.41	-0.40	-0.23	-0.05
05/12/20	-0.38	-0.40	-0.40	-0.23	-0.05
05/13/20	-0.40	-0.43	-0.43	-0.25	-0.08
05/14/20	-0.40	-0.43	-0.43	-0.26	-0.09
05/15/20	-0.44	-0.45	-0.45	-0.28	-0.11
05/18/20	-0.46	-0.46	-0.44	-0.25	-0.07
05/19/20	-0.47	-0.47	-0.45	-0.25	-0.06
05/20/20	-0.49	-0.49	-0.48	-0.29	-0.10

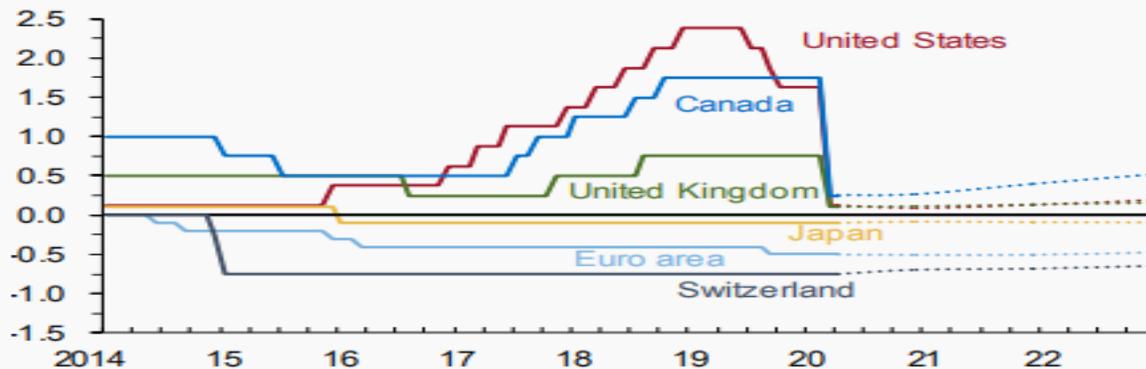


Thursday May 21, 2020, 2:21 AM

美债和黄金的利差是美债实际收益率



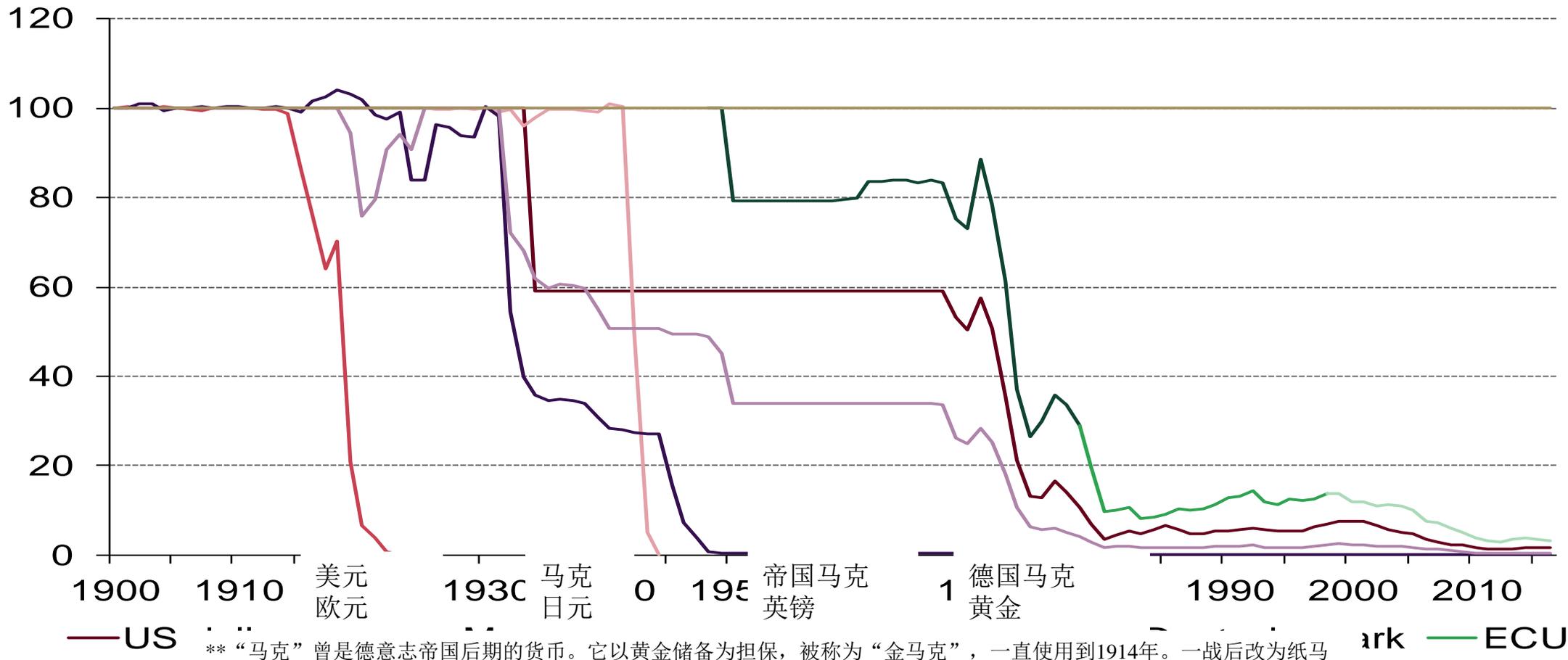
3. Actual and Expected Policy Rates (Percent)



Source: Bloomberg Finance L.P. and IMF staff calculations

Currency: 货币相对黄金的贬值趋势

Gold index vs 黄金指数值



**“马克”曾是德意志帝国后期的货币。它以黄金储备为担保，被称为“金马克”，一直使用到1914年。一战后改为纸马克。

数据来源：彭博社；世界黄金协会

**The 'Mark' was the currency of the German Empire. It was originally known as the Goldmark and backed by gold until 1914. It was known as the Papermark thereafter.
Source: Bloomberg, World Gold Council

从世界危机看，通常世界人们如何应对？

（二）个人面对经济危机采取的办法：

- 1、不要持有高位资产。（收藏品、字画等）
- 2、收支平衡。
- 3、持有硬通货。 持有**黄金、白银**、粮食、酒等硬通货。
- 4、保住工作，别被裁员。 丢失工作出现资金流彻底断裂。
- 5、身体是最大的财富。 锻炼身体别生病
- 6、储备生活必需品。 留足经济极端背景下的生活资料。
- 7、孩子是最好的投资。



长期基本面支撑黄金

长期来看，世界处于**下降周期**、地缘政治对抗加剧、全球持续量化宽松和低负利率大势、央行及大型金融机构避险配置需求继续增加，**短期流动性危机难以改变全球经济复苏大势**，**短期流动性危机**造成的价值洼地将给予全球资产很好的**配置时机**，未来货币价值重置将推动金银长期走强。



疫情对世界和黄金的影响

在经历了第一阶段紧急而又剧烈的流动性冲击之后，全球金融市场还将面临数轮来自经济基本面、企业盈利、金融市场内部、国内政治、国际关系、乃至疫情自身演化的挑战和冲击，整个历程有可能长达数年；

第一轮冲击是大量“拥挤交易”转向后的踩踏； 以本次原油暴跌为标志。

第二轮冲击有可能在几周内到来，可能是最先由金融市场引发； 导火索一：价格剧烈波动。导致具有“系统重要性”地位的大型金融机构出现巨额亏损引发清偿能力和生存能力的担忧和恐慌，财务危机或流动性危机。导火索二：疫情自身。病毒的烈度不断刷新我们的预期底线。全球股市熔断，流动性风险，经济危机，企业倒闭，失业率上升等等.....黑天鹅过境，物是人非。

第三轮冲击有可能在3-6个月内来临，很可能来自政治领域引发；

无限的量宽政策酝酿货币危机或高通胀，将诱发第三次冲击——政治黑天鹅。在黑天鹅湖泛滥的背景下，作为对冲风险的黄金，其避险和货币价值将进一步得到体现。

第四轮冲击有可能在1-10年内来临。可能是世界危机。

黄金企业的经营、市值管理和个人投资等应当抓住金融市场一波三折中的喘息窗口，尽可能加强各方面的防御措施。要做好打“持久战”的准备，把“最坏情况”考虑的更坏一些，按照“百年一遇”的事件和影响进行压力测试，做好应对更大规模、更持久的市场冲击的准备和预案。在此背景下，**黄金的避险作用将被继续强化。**

目前很多人担心房价下跌，实际上比房价下跌更可怕的，是可能即将到来的失业而引起的房贷断供潮，疫情引爆的降薪失业潮，工薪阶层没钱如何还得起月供。

疫情只是加速了世界衰退，并不影响世界宏观大势

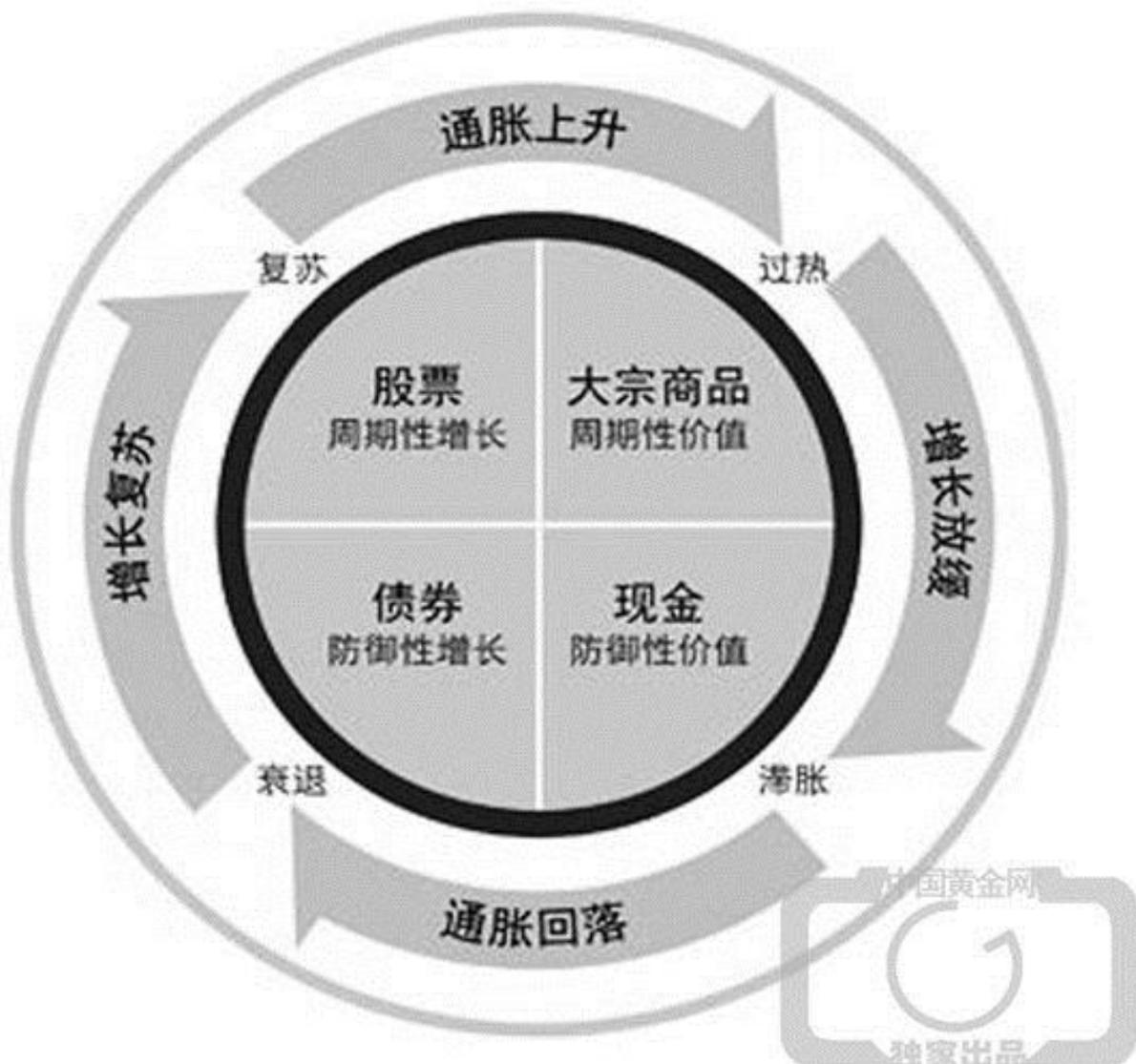
世界还没有意识到当前世界的严重性：

- 1、全球经济大幅下滑，短期内难以恢复
- 2、贸易保护主义上升，逆全球化思潮盛行
- 3、多变体制改革困难，对抗性矛盾上升
- 4、全球价值链需重构，中国面临挑战
- 5、中美措施合作机会，矛盾冲突持续升级。
- 6、病毒变异快，不断刷新预期底线。

对世界的影响：

- 1、全球化1.0结束。
- 2、世界封城、断航成常态。人类活动受到压缩，发展空间萎缩到最小程度。
- 3、人类生存质量、总人口数量、将出现急剧下降。投资、贸易等大幅下降。
- 4、全球政治经济格局将面临重新洗牌。

从投资周期看，金银保值避险投资周期已经到来



认识不到黄金的价值，本身也是风险

为什么买黄金：

- 1、保购买力。
- 2、保社会阶层。
- 3、隐蔽转移财富。

策略：乱世买古董，盛世买黄金。

三、贵金属风险管理

一、 贵金属业务包括哪些：

- 1、生产、扩张、兼并、重组业务：
- 2、借金融资、质押融资等融资业务
- 3、产融结合：
- 4、套保：
- 5、套利：
- 6、投机：
- 7、.....



二、为什么要重视风险管理？——风险事件频发

(1) 影响国家安全。 套期保值业务缺失，企业效益**被动依靠行情**。大豆企业在2004年前后的一轮暴涨暴跌中，绝大部分企业未采取套期保值手段，导致全产业集体亏损，外资趁机而入，而只有少数进行了套期保值的企业有效地化解了危机和风险，实现了企业的稳健发展。我国的大豆产业由于**缺乏风险管理意识，不开展套期保值业务，已经影响到我国的产业乃至粮食的安全。**

(2) 影响行业发展。 盲目扩张，企业无法承受长期亏损。2008年铂金价格高达**2290美元/盎司**，生产成本为1200美元，而2012年铂金生产成本升至1600美元/盎司时，铂金价格却降至**1340美元/盎司**。**2017年一度跌至900美元/盎司**，铂金价格长期跌破生产成本以下，**导致铂金矿山企业全面亏损**。全球三分之二的铂金矿产产自南非，三分之二的南非矿产又是由三大生产商开采，铂金行业应当有能力成为卡特尔组织（垄断组织）的背景下，铂金企业却依然产生巨大亏损，表明盲目的扩张对企业和行业影响巨大。

(3) 影响企业经营。 盲目扩大交易规模，企业无法承受之重。因金价单边上涨，套期保值业务时机选择错误，套期保值规模过大，现金流断掉，企业被迫倒逼。亏损原因主要是套期保值规模过大，与当期生产规模不匹配。

(4) 影响员工发展。 职责划分不明确，推卸责任容易扩大亏损。某公司曾发生因一个交易员操作失误形成单边头寸，由于职责划分不明确，导致公司高管互相推卸责任，不敢出面决定止损平仓，一错再错最终导致**2亿元的亏损**。交易员和相关人员被解雇。

存在的问题及面临的挑战

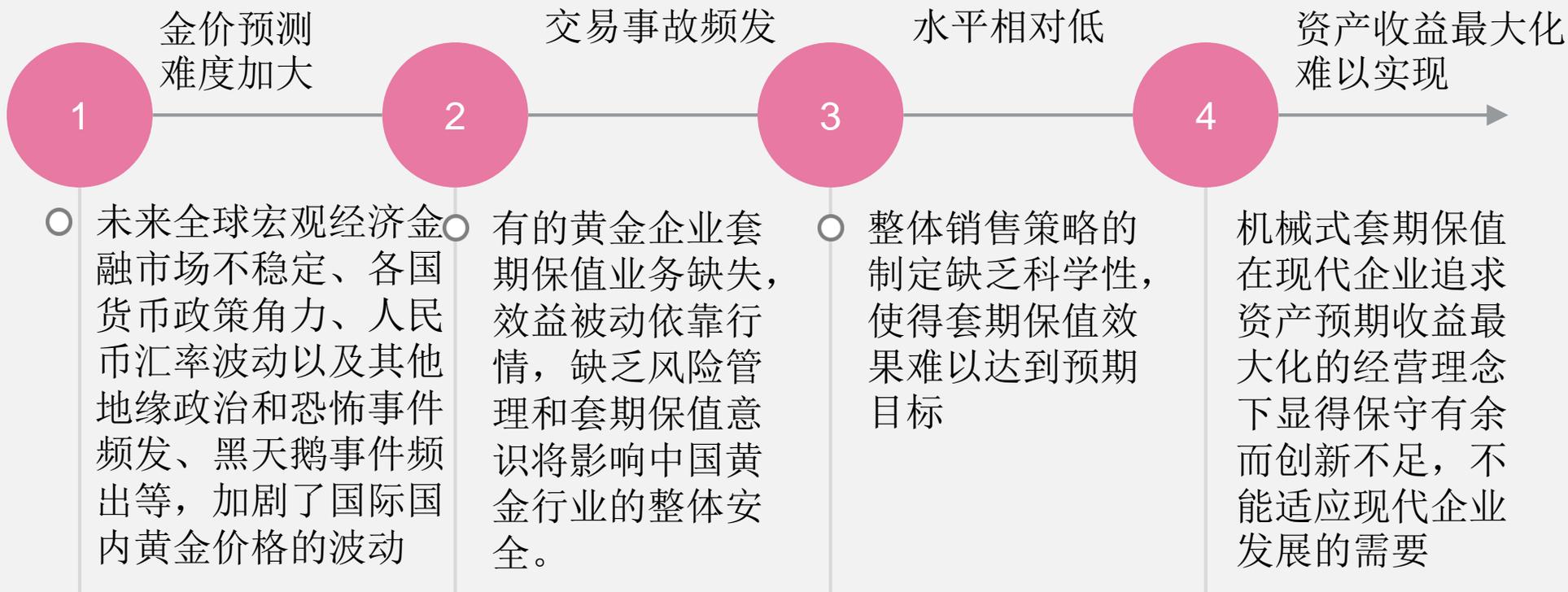


表1 套期保值理论发展变化对比^[2]

发展阶段	交易特点	交易特点				拟解决的问题
		品种	数量	方向	操作时机	
第一阶段	传统套期保值理论	相同	相等	相反	同时	系统性风险
第二阶段	基差逐利型套期保值理论	相关	相等	相反	相机抉择	升贴水
第三阶段	组合投资型套期保值理论	不尽相同	不等	相反	同时	价格趋势

二、为什么要重视风险管理？

2015年黄金产业调研记录：**成本与风控**

序号	企业	品级(克/吨)	综合成本(元/克)	销售均价(元/克)	年产量(千克)	专职黄金交易员	风控管理体系
1	G*金矿	2.6	210	261	1000以上	15人	有
2	济*金矿	1.9	230	255	5000以上	31人	有
3	纪**金矿	—	243	246	1000以上	18人	无
4	宝*金矿	—	220	240	1000	财务兼任	无
5	西**金矿	1.6	283	245	350	财务兼任	无
6	曹*金矿	—	225	—	500	财务兼任	无
7	横**金矿	1	230	—	200	财务兼任	无
8	曲*金矿	—	237	—	600	1	无
9	河**金矿	2.5	250	—	800	1	无
10	鑫*金矿	4.31	272	240	400	无	无
11	孙*金矿	—	220	240	150	无	无
12	李*金矿	1.2	220	—	300	无	无
13	大*金矿	—	230	236	200	无	无
14	中*金矿	1.6	—	—	—	无	无
15	张*金矿	1.1	290	—	500	无	无

二、为什么要重视风险管理？

案例：某黄金集团在16年金价大幅上升中，盈利下滑36.44%。

2016年某黄金矿业前三季度财报，这家公司在2016年前九月金价大幅上升的过程中，盈利居然下滑了36.44%，还比不上金价惨淡的2015年。

3.1.6 利润表主要项目大幅变动情况

项目	2016年1-9月份 (元)	2015年1-9月 份(元)	与上年同期对比 增减金额(元)	与上年同期对 比增减比例
资产减值损失	59,759,874	106,319,963	-46,560,089	-43.79%
公允价值变动损益	562,548,822	116,540,009	446,008,813	382.71%
投资收益	-1,594,274,279	632,062,934	-2,226,337,213	不适用
对联营企业和合营企业的投资收益	189,664,814	-273,512,649	463,177,463	不适用
所得税费用	208,301,363	667,219,519	-458,918,156	-68.78%
少数股东损益	27,521,851	-13,258,501	40,780,352	不适用
其他综合收益的税后净额	-115,300,603	-244,623,393	129,322,790	不适用



二、为什么要重视风险管理？

对于个人投资者：在进行贵金属投资过程中的风险管理就更加重要了，尤其是在进行**杠杆交易**的过程中，资金管理和仓位控制就显得更加重要了。

过去的隔夜**满仓**，不少投资者赚得盆满钵满，但是，亏损也是巨额亏损，由于**缺少仓位管理**，导致投资者亏损巨大，部分甚至倾家荡产。

风险管理：收益与风险的平衡。



认识风险，核心是发生的概率。

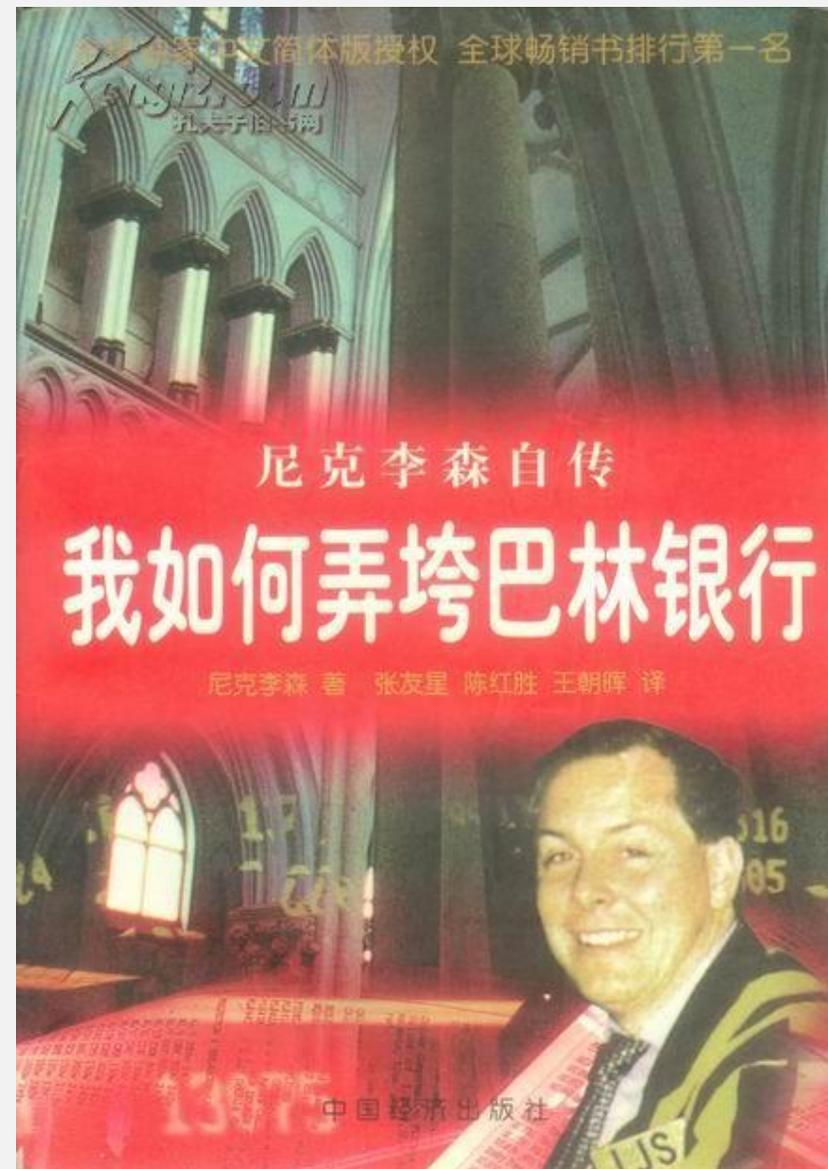
金价走势的不同阶段，风险发生的概率不同。

不能因为存在风险而拒绝做。

人生、企业经营本身就存在各种风险。

目的:

我们关注风险发生的概率、严重程度、以及
采取规避风险的办法。



三、黄金企业交易中的大类风险（发生概率）

风险类型	风险源
<p>基差风险</p>	<p>基差是现货价格与期货价格之间的价差，期货与现货价格的变动在方向上基本一致，但幅度并非一致，而保值者通过期货市场和现货市场的反方向运作，形成两个市场一盈一亏的结果，通过盈亏相抵，达到规避价格风险的目的，但基差在价格运行中会有变化，因此基差风险是套期保值可能承担的代价。（2015年基差12元/克，借金融资业务）</p>
<p>投机风险</p>	<p>期货套期保值与企业经营考核目标有关，但操作中交易员需要基于行情预判，存在在市场方向发生变化或判断失误时给企业带来损失的风险。套期保值交易具有防御性特征，不能指望利用套期保值交易赚取额外利润，它的最大目标是保值，是在转移价格风险后致力于现货经营，获取正常的经营利润。</p>
<p>资金管理风险</p>	<p>资金管理风险主要是套期保值资金管理和资金调拨当中的风险，由于企业套期保值时间周期一般较长，不排除市场偶然因素朝相反方向发展，或导致企业保证金不足，如果不能及时调拨资金补足保证金，保值头寸面临强平风险。在资金风险控制当中，企业要有后备资金，而且交易时要关注资金变动情况。（单边、节假日、逼仓）</p>
<p>头寸风险</p>	<p>头寸即套期保值的持仓和所占用的资金，企业确定套期保值头寸是一个动态过程，头寸如果大于企业真实套期保值需求可能引起套保过度，如果少于则可能是套保不足，不能转移企业的大部分风险将影响套期保值效果。</p>
<p>交易风险</p>	<p>错单风险：即交易时合约选择、数量、方向等发生错误引发的风险； 移仓风险：由于期货合约有到期日，如果持仓时间过长，存在从一个合约向另一个合约转移的过程，而不同合约之间存在价差，致使移仓过程中存在交易成本； 擅自改变交易模式或扩大交易的风险：以套期保值的名义去做投机，甚至在投机亏损发生后不断的加仓致使损失扩大，以及超出企业套期保值需要而做其他品种或类型的交易等，使企业套期保值面临失败甚至巨亏风险，这样的案例很多，如东航油套保巨亏、株洲冶炼套保巨亏事件等</p>
<p>职责风险</p>	<p>主要是交易员操作失误，而企业监管机制设计存在漏洞、缺乏严格的风险控制而未能及时发现，或者套期保值相关人员未按照机制流程等进行工作发生的风险，如巴林银行倒闭事件是典型的职责风险事件。</p>

三、有哪些风险？——产融结合风险源（发生概率）

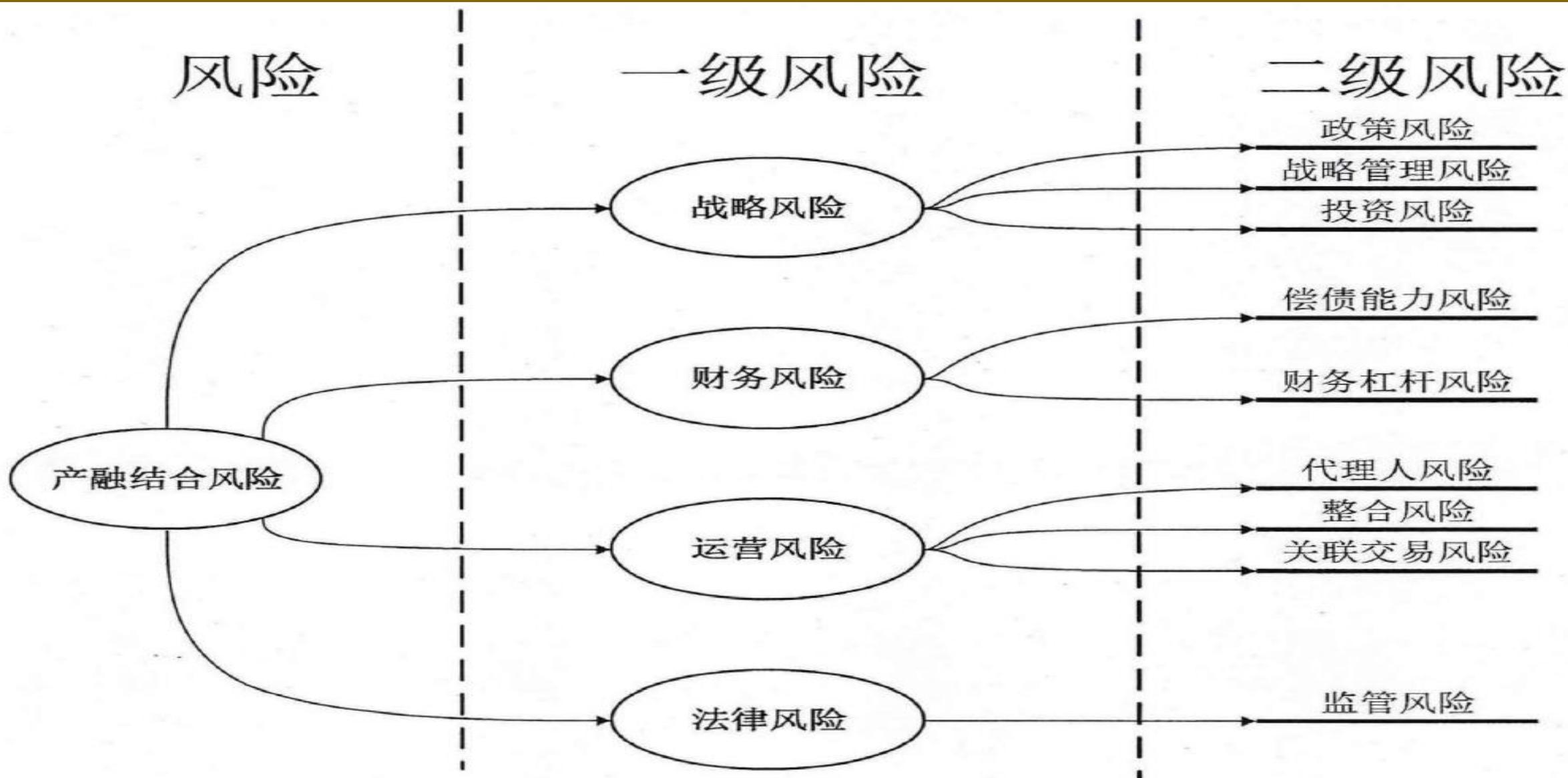


图 4-1 产融结合风险分类图

“如果有10%的利润,它就保证到处被使用; 有20%的利润,它就活跃起来; 有50%的利润,它就铤而走险; 为了100%的利润,它就敢践踏一切人间法律; 有300%的利润,它就敢犯任何罪行,甚至**绞首**的危险。”

——《资本论》



国家的金融风险管理，必须要有大量黄金储备

忧虑：谈“主力”色变？

黄金是国际化的，国际化的商品和货币都有主力是广泛共识，但由于各国央行参与黄金的交易，黄金是最难干预的货币，也是最难干预的商品。

（1968年美国黄金基金操纵失败，多货币之间的博弈）

美国试图干预黄金（黄金定价权和现货），但黄金定价权和现货正逐步向中国转移，为人民币国际化提供支撑，为国家安全稳定提供支撑。

黄金是国内外联动性最好的品种，是老百姓最公平的投资品种。

(3) 黄金的本质：货币

- **美元的背书：** 曾经以黄金做背书的黄金美元、以石油做背书的石油美元，以及未来可能以**做背书的美元。
- **美元试图保持第一梯队的战术：** 美国通过改变黄金的投资逻辑，把**黄金与美元强行关联**；**推出比特币期货**压制数字货币的发展；通过**退欧**搞残欧元；意图把黄金、数字货币、欧元变成为美元的影子。
- **新的货币体系挑战美元全球结算货币霸权：** 美国未来的**美元**，与**中俄**的新货币体系“**人民币+黄金**”和“**卢布+原油**”形成对抗。



人民币国际化在推进的过程中，无法和石油结算捆绑，就只能用大量的黄金储备来保驾护航了，也就是说我们人民币资产的价格需要黄金来支撑的。

美国干预黄金价格，绞杀各国机构和散户，获取丰厚的利润，这已经不是什么秘密。

黄金的干预，从头到尾都发生在一个完全封闭隔绝的空间里，这里的世界完全抛弃了普通人原有的投资观，我们是处在一个美国为了自身利益的世界立场，去反观他们操纵的价值观和手法。

所以，我们难以去用自己原有的投资观去评价这里面 美国对金价操纵的对错，我们在这里，反而是**站在主力的角度，用黄金投资分析师和交易员的视角去评价操纵黄金的手法与策略，从而在贵金属业务中，规避风险，赚取稳健的利润。**



黄金：1970年-至今的干预思路

金价波动的内部结构与周期性秩序：

1970年-1982年：美国政府意识到各国纷纷提黄金现货，在很短的时间内，美国积累的黄金**库存将被提空**，美国已经无力继续压制黄金，黄金即将成为脱缰的野马，具有巨大上涨空间，美国的目的是**防止黄金长期削弱美元的霸主地位**（绑架全球各国经济和获得铸币税）

如果美国**把黄金变为美元的影子**，使黄金不具备长期的升值空间，逼迫保值增值的资金离场，通过衍生品市场把金价波动打压在美国认为合理的范围之内，利用西方经济学编造黄金无用论，依然能实现美元的全球霸主地位。

因此，**美国需要在很短的时间内，通过快速拉抬金价达到一个很高的价位，造成黄金仅具备短期投机功能的印象，控制使黄金丧失几十年的保值增值功能，通过衍生品市场可以无限扩大投机头寸同时反复割韭菜消灭一切进入黄金的投机和保值力量，为未来进一步控制金价积攒弹药。**

1983年-2005年：打压黄金。

2006年-至今：通胀、商品周期、纸币贬值

基于扩张风险、价格波动风险、交易风险、产融结合风险、干预风险等等，贵金属企业和投资者应该如何防范？

科学的制度管理控制住**90%**的风险。

加强交易能力、研发能力、制度保障等，不同类型投资者需求不同

企业类型	进行风险控制管理的作用
黄金生产企业	<p>利用黄金价格风险预警系统和黄金衍生品市场，对黄金企业规避金价波动的风险。对黄金生产企业而言，其作用主要在于规避未来黄金价格下跌的风险，可以锁定成本，避免亏损，顺利实现销售计划，也可以丰富企业的定价方式，实现企业的平稳运行。</p>
黄金冶炼企业	<p>黄金冶炼企业的冶炼利润往往很低，其盈利能力往往受到原材料成本的影响。目前，中国黄金冶炼的毛利率一般为2%~3%，净利率不足1%。而冶炼企业的原料从进货到生产出黄金往往需要几个月的时间。在加工生产的这几个月时间中，如果金价出现波动，黄金冶炼企业面临的价格风险就比较大，保住成本价格和实现利润的目标可能就无法完成。因此，借助风险控制管理体系，黄金企业可以在每次采购原材料的同时于期货市场上做相应套期保值，锁定原材料的成本，确保日常经营业务成本可控并获得正常经营利润。</p>
黄金销售	<p>黄金交易风险管理可以使黄金企业能够按照预期进行生产和交易。一方面，黄金企业可以顺利完成销售计划，按照原计划进行常规的生产经营；另一方面，有利于黄金销售合同的顺利签订，不必担心购货方要求以日后交货时的现货市场价作为成交价。在金价下跌的趋势下，企业因进行了黄金套期保值，可以用期货市场中的盈利来弥补现货市场中的损失。</p>

对冲模式策略

发展阶段		代表人物	交易特点				拟解决的问题
			品种	数量	方向	操作时机	
第一阶段	传统对冲理论	凯恩斯和希克斯	相同	相等	相反	同时	系统性风险问题
第二阶段	基差逐利对冲理论	沃金	相关	相等	相反	相机抉择	升贴水问题
第三阶段	组合投资型对冲理论	詹森、斯特恩、埃德林顿	不尽相同	不等	相反	同时	价格趋势问题

10%的黄金企业处于第三阶段，多数黄金矿山企业处于第一阶段，或者初级阶段。

招金、中金、山金、紫金、银行等较好。

2. 风险敞口的识别。

(1) 类型：企业的风险敞口由企业的类型决定。站在产业链的角度，企业可以分为生产型、贸易型、加工型、消费型四类基本形式。

生产型企业： 单向敞口的上游闭口、下游敞口型。上游风险较小，主要风险点在于产品跌价。如黄金矿山生产企业、铜矿生产企业、农产品也是同理。

贸易型企业： 双向敞口型。既担心涨价，又担心跌价。金银精炼企业上下游都有风险。

加工型企业： 双向敞口型。如首饰加工型企业，风险来自上游采购和下游销售。

消费类企业： 单项敞口的下游闭口、上游敞口型。论件销售的饰品。

(2) 不同风险类型的不同对冲方式。

①大型企业风险敞口类型。

对于大型企业，其业务可能覆盖上、中、下游的两个或三个领域，应采用“先拆分、再整合”的方式，分别梳理每个业务部分的风险点以后，再联合起来看某些风险点是否可以相互覆盖。

如“招金集团”——招金精炼、招金银楼（贸易型）、招金矿业（生产型）、招金珠宝（消费型）。从每个企业来看，都有自己的上下游的风险敞口，但从集团来看，实行的是**全产业链经营模式**，意味着上、中、下有都能覆盖。

从风险管理的角度，全产业链的模式本身也是大型企业管理风险的一种方法。

②不同类型风险应采用不同的对冲方式。

上游闭口、下游敞口——卖出对冲；（担心价格下跌）

上游敞口、下游闭口——买入对冲；（担心价格上涨）

双向敞口的企业————买入对冲 卖出对冲 （既担心价格上涨 又担心价格下跌）

3. 风险敞口的度量。

需要**对风险敞口进行量化，对企业的风险承受能力进行衡量**。如果影响不大，不一定需要对冲；如果可能导致企业严重亏损甚至危及生死存亡，应该寻求风险规避。

注意：一定数量的风险对企业经营的影响程度要视每个企业的具体状况而定；不同时期内，对同一个企业的影响程度也会不同，需要及时调整。

量化风险的手段和工具很多，经常使用的量化工具包括：

- (1) VaR法、
- (2) 情景分析法、
- (3) 波动率分析法、
- (4) 敏感性分析法、
- (5) 压力测试等

注：VAR方法(Value at Risk, 简称VaR) ，称为**风险价值模型**，也称受险价值方法、在险价值方法,常用于金融机构的风险管理。

(二) 对冲比率的确定：

对冲比率（Hedge Ratio）是指持有期货合约的头寸大小与资产风险暴露数量大小的比率。

- 1、最小方差对冲比率。
- 2、价格敏感性对冲比率。
- 3、黄金股、股指的组合对冲比率。
- 4、不同风险敞口下对冲比率的计算。
 - (1) 价格风险的对冲。（精炼实时对冲）
 - (2) 收益风险的对冲。（考核年销售均价）
 - (3) 利润风险的对冲。（年中7月铜销售）
 - (4) 资产组合价值的对冲。
 - (5) 多重风险源的对冲

（一）对冲策略的评价

1. 从企业战略的高度认识对冲的作用。

（1）对冲策略对企业的重要意义。

风险管理可以提高企业持续经营的能力。——从而专注于自己擅长的经营领域。（富不过三代、榨油行业被跨国粮商控制）

很多国际知名公司的成功就是很好的例子。比如说，国际农产品市场著名的ABCD（A是ADM，B是邦吉，C是嘉吉，D是路易达孚）等这些百年老店就是依靠有效的对冲交易实现经济稳定增长，不断进行全球扩张。相比之下，我国企业在对冲方面的意识非常单薄。

（2）贵金属企业的风险管理事关我国贵金属产业乃至金融的安全。

以大豆产业为例：2004年大豆危机，2003~2004年，芝加哥期货交易所大豆猛涨，从540美分上涨到1 060美分，创下近30年来新高。我国企业在这种恐慌压力下纷纷加大采购力度，以4 300元/吨的高价抢购了800多万吨大豆，而由于缺乏风险管理意识，绝大部分企业并未采取对冲手段。但随后，国际大豆价格快速回落，导致全行业集体亏损，外资趁机而入。当年只有少数企业在大连商品交易所做了对冲交易（九三油脂），而其他许多榨油企业则损失惨重。

大豆产业的事例说明，**我国企业和国外优秀企业的差距不在于经营管理，而在于风险管理的理念和风险管理工具的运用。**因此我国企业一定要学会如何利用衍生工具来规避价格波动的风险。

(3) 必须正确运用期货对冲交易。

不对冲是傻子，乱对冲是疯子。期货交易是把双刃剑。企业很容易犯的错误是以套期保值的名义，进行投机。

风险管理的目的：为了降低风险而不是增加预期盈利。

2. 在现实约束下实现合理对冲。

贵金属企业进行套期保值，必须正视种种现实约束：

(1) 市场发展的约束。现阶段，我国市场上可选择的对冲工具还比较有限。因此，企业在进行对冲时必须注意对冲工具的市场流动性等方面的约束。

(2) 规章政策的约束。为控制风险，我国期货市场设有限仓、调整保证金、涨跌停板等措施，也有严格的对冲申请和审批制度。此外，中央企业的对冲交易还要受到更严格的管理。2009年国资委《关于进一步加强中央企业金融衍生业务监管的通知》中的规定。

【案例】境外违规套保

套保“变味”成“投机”，使得中航油新加坡公司因巨亏5.5亿美元轰然倒下。早在1998年，株洲冶炼厂在伦敦金属交易所超过其生产能力过量保值锌，也造成14亿元人民币的损失。

3. 对冲效果的评价。

前面提到的对冲巨额亏损案例，有些人对套期保值产生了怀疑。实际上，绝大多数企业进行的并非对冲交易而是投机交易。常见的对冲有效性评价方法主要有主要条款比较法、比率分析法和回归分析法等。

(1) 主要条款比较法。是通过比较对冲工具和被对冲项目的主要条款，以确定对冲是否有效的方法。

对冲工具和被对冲项目的所有主要条款均能准确地匹配，可认定因被对冲风险引起的对冲工具和被对冲项目公允价值或现金流量变动可以相互抵消。。

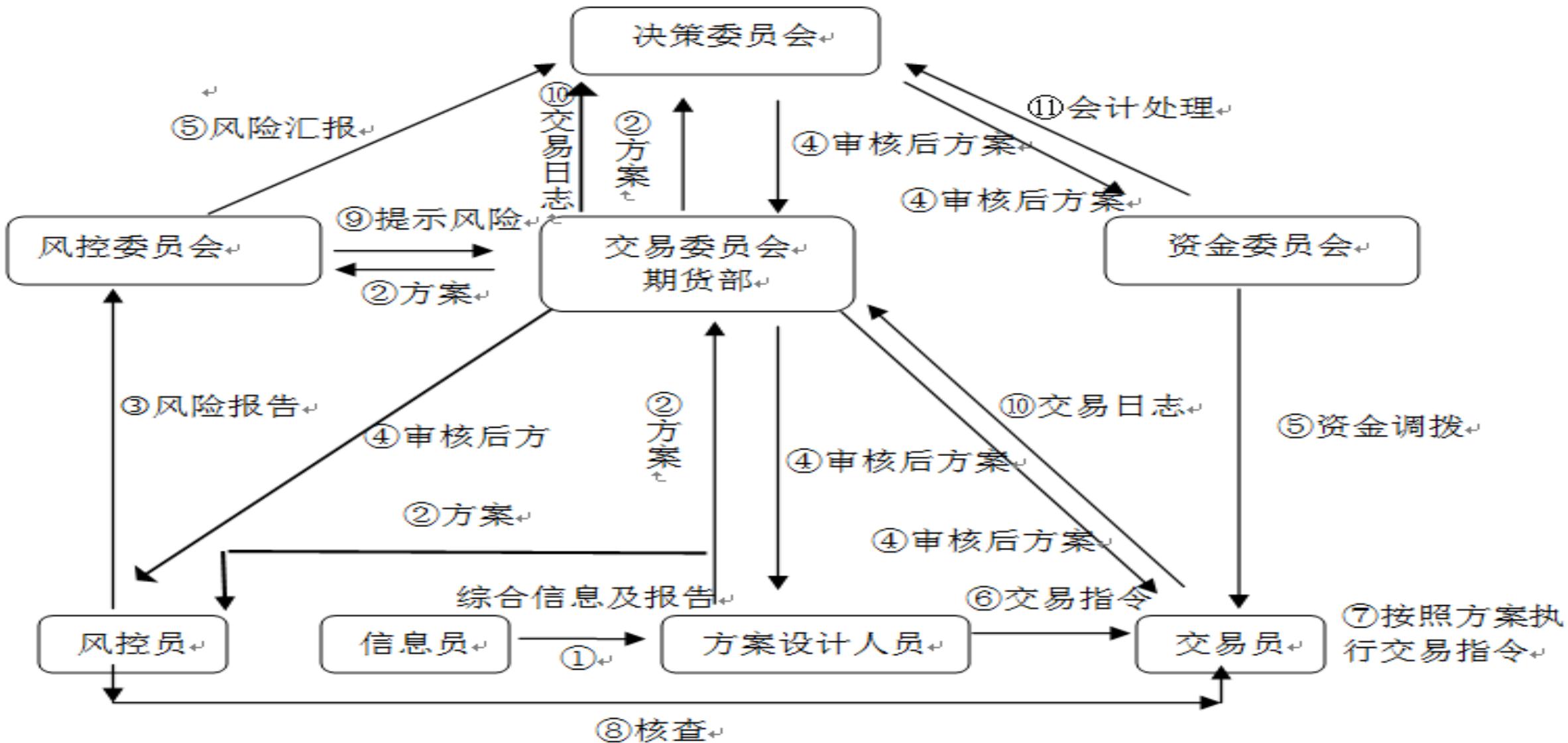
评价：对冲的“四项基本原则”；定性为主，定量不足。

(2) 比率分析法。是通过比较被对冲风险引起的对冲工具和被对冲项目公允价值或现金流量变动比率，以确定对冲是否有效的方法。方法是企业根据自身风险管理政策的特点选择以累计变动数（即自对冲开始以来的累计变动数）为基础比较，或以单个基期变动数为基础比较。如果上述比率在80%～125%范围内，可以认定对冲是高度有效的。

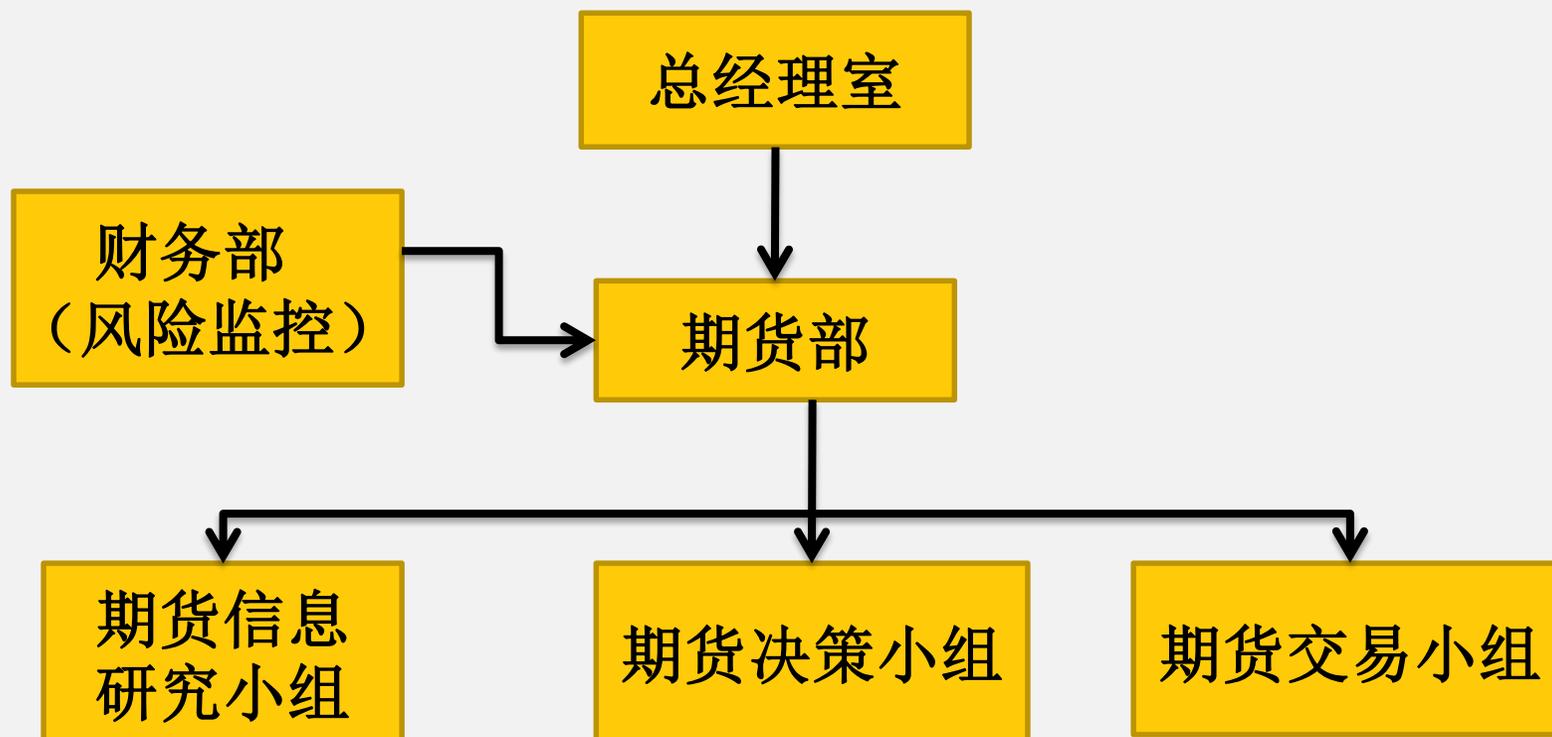
优缺点：较为简单明了，将基差变化纳入进来，但缺乏对冲操作过程的监测和实时的效果评估。

(3) 回归分析法。是在掌握一定数量观察数据基础上，利用数理统计方法建立自变量和因变量之间回归关系函数的方法。

黄金企业风险控制管理体系的建立（流程保障）



另：普遍简化的机构设置：（一把手工程）



黄金期权在企业风险管理中的应用

黄金期权可以应用到企业的风险管理当中，对企业控制经营风险、提升盈利水平有重要意义。

一、黄金期权与黄金期货对比

	黄金期权	黄金期货
杠杆倍数	无限	10倍左右
交易方向	看涨、看跌、看波动、看平稳	看涨、看跌
潜在收益	买方：潜在收益无限 卖方：最大收益有限	无限
潜在损失	买方：最大损失仅为支付的权利金 卖方：最大损失无限	无限
是否会被强平	买方：不会被强平 卖方：需追加保证金，否则会被强平（保证金比例小于期货）	如不追加保证金，则会被强平

黄金期货期权合约

合约标的物	黄金期货合约（1000克）
合约类型	看涨期权，看跌期权
交易单位	1手黄金期货合约
报价单位	元（人民币）/克
最小变动价位	0.02元/克
涨跌停板幅度	与黄金期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	与上市标的期货合约相同
交易时间	上午9:00-11:30下午13:30-15:00及交易所规定的其他时间
最后交易日	标的期货合约交割月前第一月的倒数第五个交易日，交易所可以根据国家法定节假日等调整最后交易日
到期日	同最后交易日
行权价格	行权价格覆盖黄金期货合约上一交易日结算价上下浮动1.5倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。行权价格≤200元/克，行权价格间距为2元/克；200元/克<行权价格≤400元/克，行权价格间距为4元/克；行权价格>400元/克，行权价格间距为8元/克
行权方式	欧式。到期日买方可以在15:30之前提交行权申请、放弃申请
交易代码	看涨期权：AU-合约月份-C-行权价格 看跌期权：AU-合约月份-P-行权价格
上市交易所	上海期货交易所

（一）套期保值

1. 锁定未来采购成本

·适用情形：企业将在**未来某一时间采购黄金实物**，预计金价会上涨，想控制采购成本

·操作：**买入与采购数量相同、期限相同或相近黄金看涨期权，执行价位为采购目标成本**

·优势：

（1）如果未来金价上涨，那么可以把采购**成本控制**在执行价；

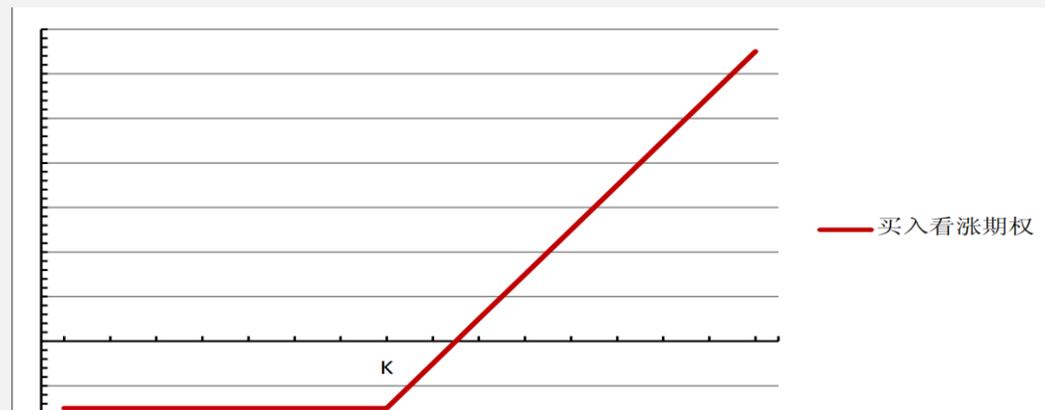
（2）如果未来金价下跌，期权**最大损失为权利金**，但现货的盈利可以有效弥补权利金的支出，仍旧可以实现控制采购成本的目标。

·劣势：

（1）权利金支出较高，增加成本；

（2）若未来金价未发生波动，那么成本为权利金支出。

·盈亏曲线：



2. 锁定黄金销售价格

·适用情形：企业将在**未来某一时间销售黄金**，并对当前金价比较满意，又担心未来金价会下跌，影响销售收入，可以利用黄金期权锁定销售价格

·操作：**买入与采购数量相同、期限相同或相近黄金看跌期权，执行价格为销售目标价格**

·优势：

(1) 如果未来金价下跌，那么可以把**销售价格控制在执行价**；

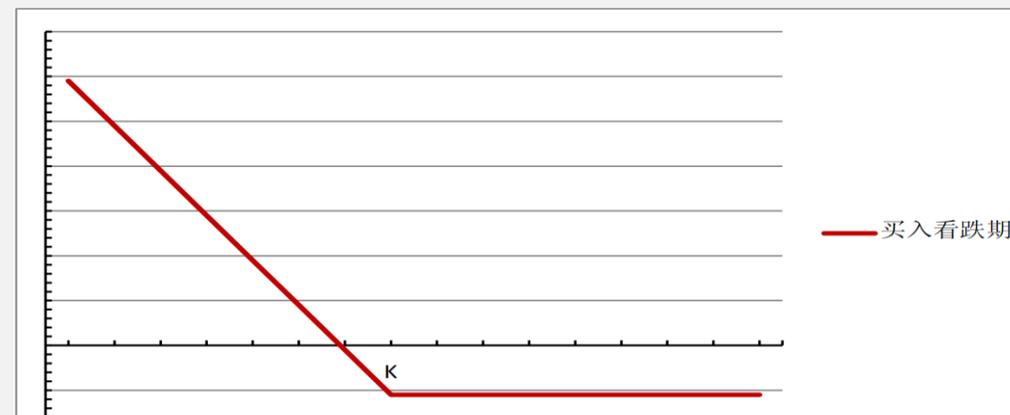
(2) 如果未来金价上涨，期权**最大损失为权利金**，但现货的盈利可以有效弥补权利金的支出，仍旧可以**实现控制锁定销售价格的目标**。

·劣势：

(1) 权利金支出较高，增加成本；

(2) 若未来金价未发生波动，那么成本为权利金支出。

·期权盈亏曲线：



(二) 盘活库存，增加额外收益

操作一：卖出看涨期权

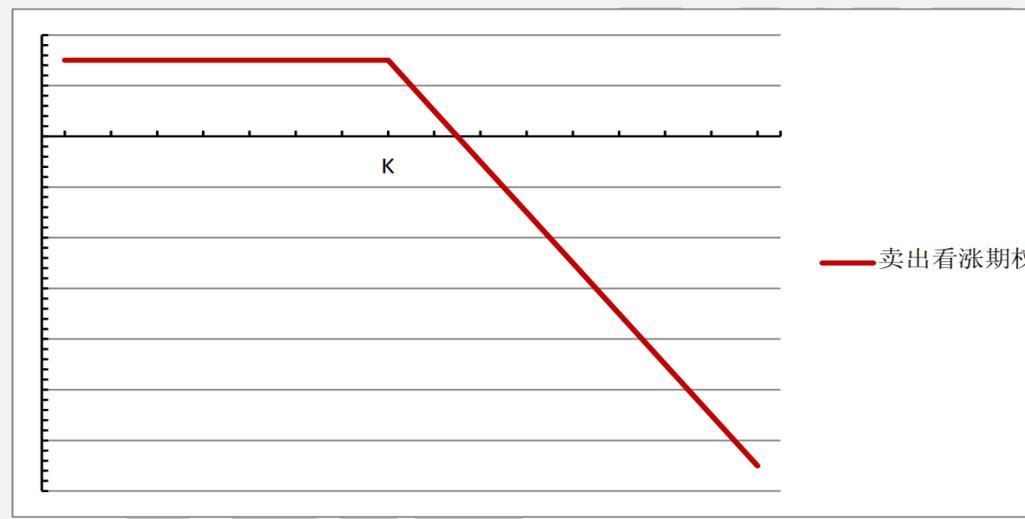
·适用情形：企业当前**拥有较多的黄金现货库存**，并且近期没有销售计划，预计未来一段时间金价会窄幅震荡，不会出现上涨，有可能会小幅微跌，并想获得收益

·操作：**卖出看涨期权**

·优势：若金价横盘震荡或者下跌，那么可以**获得权力金的收入**

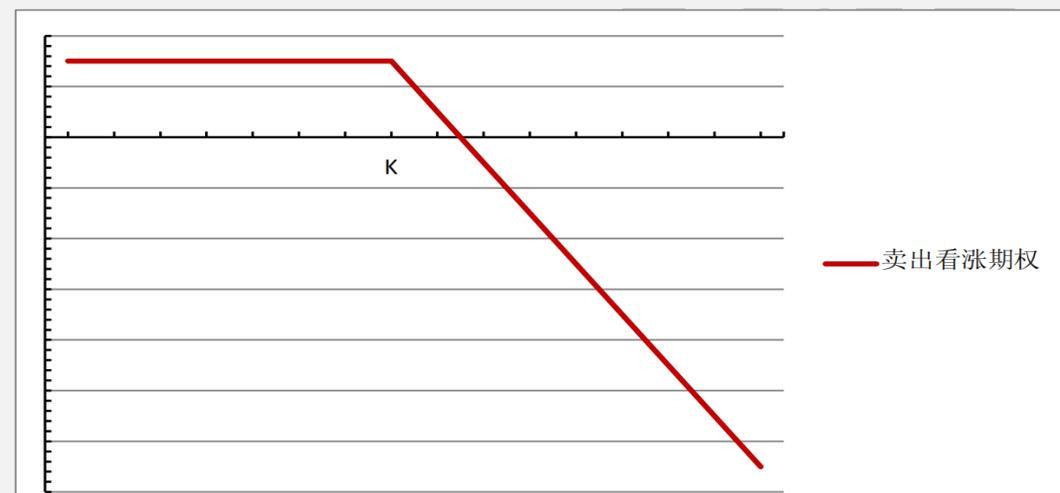
·劣势：若金价出现较大幅度的涨幅，那么亏损会变大，且无上限

·期权盈亏曲线：



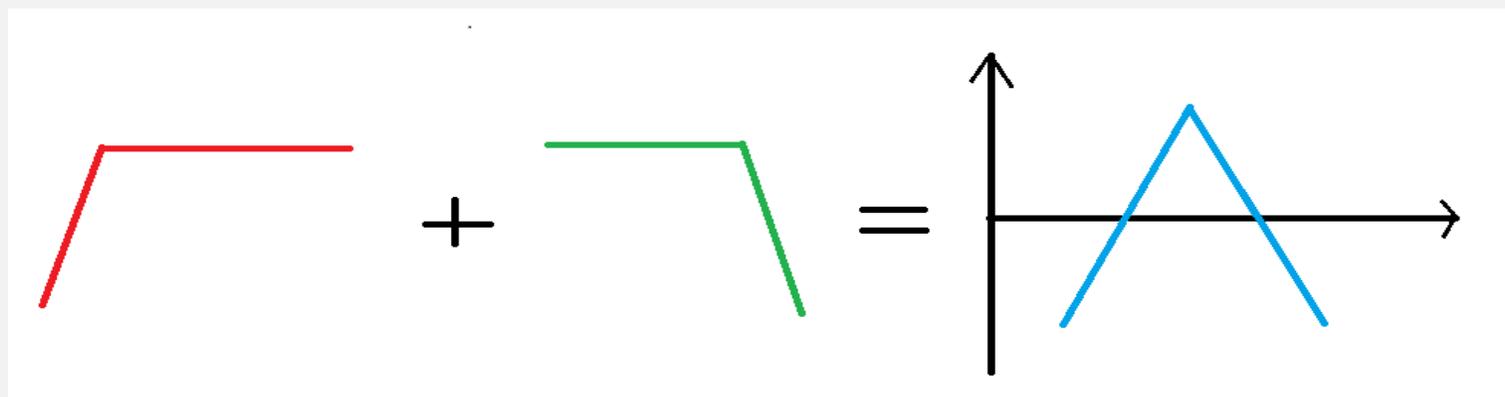
操作二：卖出看跌期权

- 适用情形：企业当前**拥有较多的黄金现货库存，并且近期没有销售计划，预计未来一段时间金价会窄幅震荡**，不会出现下跌，有可能会小幅微涨，并想获得收益
- 操作：**卖出看跌期权**
- 优势：若金价横盘震荡或者上涨，那么可以**获得权力金的收入**
- 劣势：若金价出现较大幅度的下跌，那么亏损会变大，且无上限
- 期权盈亏曲线：



操作三：卖出跨市

- 适用情形：企业当前拥有较多的黄金现货库存，并且近期没有销售计划，预计未来一段时间金价会窄幅震荡，不确定是微涨还是微跌，并想获得收益
- 操作：卖出平值看涨期权和平值看跌期权
- 优势：若金价横盘震荡、价格没有变化，那么可以获得两份期权金的收入，收益较大
- 劣势：若金价一旦出现波动，远离执行价，那么会出现亏损，且无上限
- 期权盈亏曲线：



操作四：卖出宽跨市

- 适用情形：企业当前**拥有较多的黄金现货库存**，并且近期没有销售计划，预计未来一段时间金价会出现一定幅度的**横盘震荡**，不会出现较大幅度下跌，也不会出现较大幅度的上涨，并想获得收益
- 操作：**卖出虚值看涨期权和虚值看跌期权**
- 优势：允许金价有一定幅度的波动空间，若未来金价在两个执行价之间横盘震荡，那么可以**获得两份权力金的收入**；
- 劣势：若金价一旦出现较大波动，上涨超过较高的执行价、下跌超过较低的执行价，那么会出现亏损，且无上限；但由于是虚值期权，权利金收入较卖出跨市少；

·期权盈亏曲线：



（三）构建虚拟库存

·适用情形：**预计未来黄金价格要大幅上涨**，但黄金**企业没有足够的库存**，想获得金价上涨带来的收益，可以利用买入看涨期权代替库存。

·操作：**建立看涨期权多头头寸**

·优势：

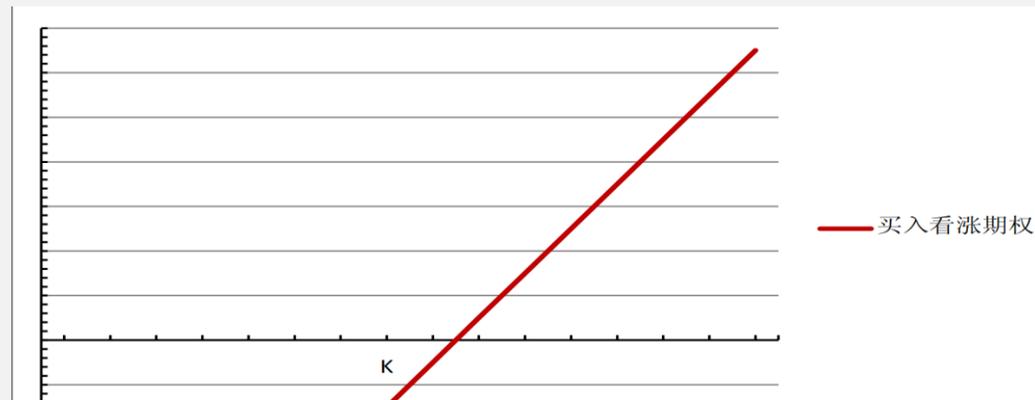
1.可以利用较少的成本实现拥有现货库存的效果，当未来金价出现大幅上涨，可以获得金价上涨带来的收益；若金价下跌，期权市场的亏损有限，**最大为权利金损失**；

2.期权的流动性较好，买卖自如，并且操作灵活，可根据市场变化灵活调整；

·劣势：

若未来金价没有出现上涨，而是横盘震荡，那么权利金支出就会白白浪费。

·期权盈亏曲线：



上游矿山企业的风险管理方法

上游黄金矿山企业面临着库存积压和采矿后销售的价格风险——矿山企业的风险敞口是单向的。

解决方法：

可以通过虚拟库存来解决黄金矿山企业的库存积压风险，其次通过套期保值来解决企业采矿后的价格风险。

总的套期保值原则是根据市场价格走势，特别是在黄金价格处于低迷时，适度套期保值，实现利润最大化。这种风险，可以通过在期货上进行虚拟库存和卖出套期保值来加以规避。



贵金属业务之套期保值：冶炼加工操作思路

中下游冶炼企业及贸易企业的风险管理方法

1. 原材料采购模式缺陷造成的亏损。

企业用购买金矿粉，多是基于对黄金趋势的判断逢低买入为主，如果买入之后黄金价格上涨，那么企业赚取相应的投机利润，如果黄金价格继续下跌，那么企业的头寸将会完全暴露在市场之中而承担贬值损失吞噬加工利润而带来亏损的风险。因此此种采购模式成败与否的关键是企业对黄金趋势性走势判断的准确与否。

冶炼及贸易企业风险点

2. 库存贬值的风险。

企业自有矿粉和自有库存黄金由于不涉及采购问题，在黄金上涨行情中能够赚取投机利润，但在黄金大幅下跌的背景，依然存在大幅缩水的风险。

解决方法建议：

解决原料采购模式缺陷和库存问题的办法是，**改变基于对趋势性判断进行原料采购的模式，采取对用现金购进的金粉和库存在期货市场上实时套保的原则，企业只赚取稳定的加工利润。**

黄金首饰加工企业的库存水平与黄金价格的走势普遍呈负相关，这种负相关性是企业市场行为导致的，金价上涨引发需求增加，企业库存减少；金价下跌需求不足，企业库存增加；但是对企业经营而言，这种负相关性产生的效果却往往是不但增加了企业的负担，而且还可能引发企业经营亏损，如果企业能将库存水平调整到与金价呈正相关性，对企业生产经营而言将非常有利。

贵金属业务之套期保值：冶炼加工操作思路

1.对流转库存进行套期保值：在抵消进项和出项的黄金用量以后，**企业经过统计可以得到一个最低库存水平，这部分库存是保证其正常生产经营所必不可缺的，但是保有这些库存黄金（原料或成品）将面临相应的价格风险，此时需要首先考虑的问题应该是价格风险控制，而非收益最大化，**因此采取适当的套期保值操作是正确的选择，企业完全可以采用传统的套期保值方式对这部分库存进行保值操作，所需要做的仅仅是根据库存数量的变化对期货头寸进行适当调整。

2.趋势性套期保值和季节性套期保值的综合运用：对库存进行的套期保值只能满足很小部分的风险控制需求，相对于每年大量的销售而言，库存规模无法相比，解决这个问题的关键在于适当选择趋势性套期保值和季节性套期保值，以达到降低采购成本、提高销售价格的目的。

3.注意事项：**严格控制套期保值的总体规模，**应该以年度销售总量和库存水平为依据，杜绝盲目扩大套保头寸，将套期保值操作转变为单边的投机性交易；虽然市场方向性把握没有问题，但是由于对金价走势分析的差异存在入市时机的偏差，应该正确认识由此可能带来的阶段性资金损益，套期保值的实际效果必须和现货采购与销售情况合并计算；在确定性不高时应采取保守的套期保值策略；**套期保值操作同样要注意资金管理和风险控制。**

1、借金融融资业务：（反向期现套利）卖现货、多远期期货策略

风险：

- （1）防止期现价差倒挂，移仓和交割不畅，当前风险高发。**
- （2）套利变成投机。
- （3）无力追加保证金。

跨期套利：（一）事件冲击性套利

（1）挤仓。投资者在发现挤仓情况下如何操作？

多头挤仓：

空头挤仓：

操作：当辨别出潜在的挤仓行为时，可以买进或者卖出挤仓合约并在其他合约上进行对冲。

多头挤仓一般情况下产生资金性溢价，因此可以进行买近期卖远期的正向套利；空头挤仓一般情况下产生仓单压力贴水，可以进行买远期卖近期的反向套利。

（2）库存变化。

库存变化对于近远期合约的价差变化影响比较明显。关注库存因素对于市场的影响需要重点了解的是一个品种的正常库存波动区间，只有当库存超过了正常的库存波动区间的时候，才能够影响合约的价差变化。

（一）跨商品套利

1、金银比值套利。

（1）价差、比值，防范下半年疫情之后，黄金的金融属性与白银、jin'yi铜的工业属性产生分化。

（2）现货流通风险加大。

2、跨商品套利的特征。（宏观套利）

（1）出现套利机会的概率较大。

（2）相应风险大。波动性不一致

工业品通缩、农产品通胀。金融属性与商品属性分化。

当前要关注的风险点及应对策略：

- 1、境内外价差倒挂风险。
- 2、大幅波动风险。
- 3、世界危机的不确定性风险。
- 4、程序化参与过多的交易风险。
- 5、过时的风控策略风险。
- 6、行情判断错误风险。

交易风险管理

在一个纸币贬值、波动率大幅上升的时代，你却固守着过去传统机械的风控策略，这种想法本身就充满风险。

赚钱市场说了算，亏钱自己说了算，这就是风控的本质！

随着中国黄金市场的逐步开放，国内黄金定价机制与国际接轨，中国黄金市场的发展愈趋完善。可以预见，**未来黄金现货与黄金衍生品融合发展**

(期货现货、场内场外、产品产业、黄金品种联动等) 将是中国黄金市场的新热点，中国黄金产业和市场将引来更为深入的改革，这将推进整个黄金行业向更成熟的方向发展，企业也将面临更加复杂的黄金市场环境。

所以，黄金价格市场化后，**中国黄金企业应当积极应对，抓住机遇，促进中国黄金产业和企业自身的健康发展。**



祝大家开展顺利
谢谢！