

## 國外期貨商經驗談

# 黃金商品，價格風險管理與挑戰

◎新加坡輝立期貨私人有限公司

### 歷史與商品

長久以來，黃金交易便與貨幣息息相關。西元1945年後，隨著佈雷頓森林貨幣體系的出現，美元取代了黃金，成為了國際貨幣體系的基礎。西元1971年，由於美國單方面終止，這一體系徹底崩潰，瞬間切斷了黃金與全球貨幣體系的關聯，黃金從此不再與美元掛鉤。

雖然受此挫折，黃金卻越戰越勇，價格

一路飆升。2010年底，黃金價格創下了歷史新高，成就了最輝煌的一年。去年空前的貨幣刺激措施和低利率使黃金受益，促使投資者將黃金作為避險工具抵抗通貨膨脹。除了受疫情影響，2020年全球經濟前景黯淡和美元疲軟，也有使黃金成為投資者心目中的最佳保值資產。去年，以美元計價的金價上漲了35%，突破了\$1,900的歷史高點，隨後價格稍微下跌。金價在2020年達到 \$2,070刷新紀錄。



圖 1、自 2003 年以來的每週現貨黃金走勢圖

資料來源：輝立 MT5



過去的十年是發展黃金商品最好的階段，因為全球各國央行都採取了寬鬆的貨幣政策來促進增長。英國脫歐，智利到香港等地區的動盪以及從主要中央銀行和投資基金購買的貨幣也幫助支撐了價格。

零售市場的黃金交易以兩種主要形式的主導而回升，場外交易（OTC）和交易所交易。歷史上大多數OTC市場都是圍繞倫敦構建的，而提供黃金現貨和期貨交易的交易所則分佈在主要的全球交易中心。

儘管OTC在黃金交易中扮演著主導地位，芝加哥商品交易所集團（CME Group）旗下的紐約商品交易所（COMEX）也成為推動價格發現的另一個重要指標。值得注意的是，在亞洲市場交易時段，COMEX和OTC黃金的交易量都穩健地增長，這反映了亞洲市場黃金交易的需求增長。除了通往中國市場的門戶香港以外，新加坡也成為在亞洲市場及重要的黃金交易據點。其中100金衡盎司OTC黃金合約，便是輝立期貨客戶最熱衷交易的黃金產品之一。

輝立期貨的執行長張賜政表示：「儘管全球期貨交易所在生態系統中扮演著關鍵的角色，但在過去10年中，OTC市場正在迅速地擴展，在散戶投資者中越來越受歡迎。將黃金作為現貨OTC產品提供給客戶是另一種選擇，為了商品價值鏈延伸，在過去幾年中我們也開始探索實體黃金和其他非槓桿黃金商品。」

本篇我們將從實體業者及經紀商兩個面向的經驗分享提供讀者參考，期許未來經紀商與實體業者能有更堅強的跨業合作。

## 實體業者的挑戰

新加坡的實體黃金市場的參與者來自於四面八方，從金銀交易銀行，經紀商，黃金商人，珠寶商，精煉廠到儲存和運輸金條、珠寶的尖端物流公司。儘管參與者各不相同，但相同的是他們都必須懂得管理手上持有的黃金商品對於金價的波動。有些甚至可能面臨外匯風險，因為批發市場中的黃金通常以美元定價，而本地零售市場中的黃金買賣則是新幣。

儘管前述參與者可以透過審慎的風險管理對沖來保護自己免受價格風險和波動的影響，但實際上，大多數套期保值參與者本身就是擁有一定的資金規模和經驗。從成本考量，規模較小的公司可能只會對沖其持有黃金的一小部分。

使用各種工具來管理價格風險。小型零售珠寶店可能會與他的黃金批發供應商有浮動價格安排，以防止其波動。通常，這種安排是以黃金現貨價格為基準。只是，大型批發商有多種方式可以防止價格波動，從與銀行的結構性遠期合約到黃金期貨合約不等。然而，大多數的參與者更喜歡使用場外衍生品市場，大型參與者還會利用外匯市場來彌補貨幣波動。

小型的黃金零售商有時也會進行風險管理，以保護自己並確保利潤。例如，珠寶商會在參加大型黃金博覽會展示最新設計之前，從黃金經銷商處購買金條，製作珠寶並按時交付。如果珠寶商今天購買黃金，可能會面臨金價下跌的趨勢，並可能造成庫存虧損。

珠寶商通常會以現貨價格從供貨商購買黃金，然後出售等量的場外黃金衍生品。博覽會結束後甚至在博覽會期間，珠寶商便可以支付其場外黃金衍生品合約所產生的費用，管理成本。如果金價下跌，他將受到保護；但若金價上漲，他也無法享受衍生的利潤。

無論如何，套期保值對黃金實體交易商來說的主要目的之一是管理公司的現金流量，而價格風險管理策略在這裏可以發揮作用以幫助公司。

### 經紀商的挑戰

黃金作為金融衍生品面臨著末端的風險，這些風險將影響經紀商的財務表現。毫無疑問，提供OTC黃金交易業務具有相當大

的挑戰性，但是關鍵在於是否懂得在這些挑戰或契機從中獲利。經紀商需要做的不僅是克服更嚴格的監管標準、行銷限制和更激烈的競爭所帶來的阻礙。經紀商更需要調整態度，思維革新，甚至改變公司的營運框架。除了提供客戶優質的服務外，經紀商還必須具有強健的風險管理系統和流程，以應對進退瞬息萬變的市場考驗。

由於黃金具有貨幣屬性，因此黃金與許多其他金融工具一樣面臨著相同的市場變動因素。在過去的十年中，金融市場經歷了無數次崩盤和反彈，特別是在市場高峰和低谷時的波動以及“地緣政治新聞的爆發”，可能會導致黃金大幅波動，造成許多投資者巨大的交易損失，失去對市場的信心。

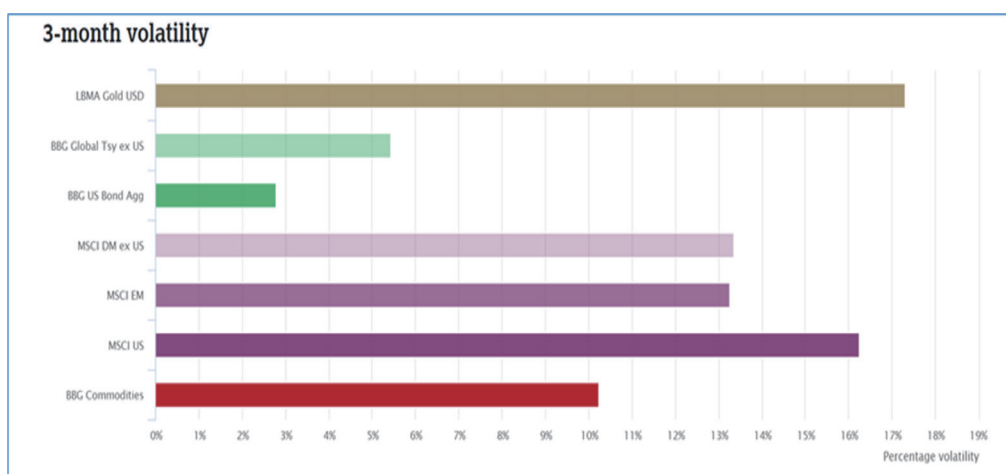


圖 2、黃金與其他資產相比的三個月波動率 (美元)

資料來源：Gold.org

黃金價格會隨著不確定的因素，經常跳升或跌破4%。中央銀行會議以及隨後發布的聲明或“指南”通常是造成價格動盪的導火線。國家之間爆發敵對行動，甚至爆發黑

天鵝事件，都可能導致黃金價格觸及高點。這種波動對客戶和經紀商都是重大風險，尤其是在保證金收取較低或低於正常水平時。



近期最著名的例子是2020年3月，在美聯儲採取積極的新措施應對新型冠狀病毒爆發的經濟影響並宣布採取大膽的貨幣刺激措施之後，OTC黃金價格飆升了超過4%。一夕之間，許多經紀商陷入困境，許多投資者的頭寸被風險管理人清算。通常，這些經紀商僅收取約1%的低保證金。在這種狀況下，經紀商鋌而走險的銷售技巧不僅使自己失敗也導致客戶的損失。經紀商須平衡業務需求和保護客戶權益，這一直都是一個挑戰，因為不同的客戶族群可以承擔的風險不同。

帶給經紀商的另一個挑戰就是交易上手風險。OTC商品的主要風險之一就是交易上手風險。近年來，在國際間，從銀行獲取信貸後去經營一家OTC衍生品交易公司已經變得相當艱辛。OTC黃金經紀商應該要特別注意，衍生品交易中交易上手對所應付金額違約可能性所引起的風險，已成為業界所有人關心的焦點。

幾年前，瑞士國家銀行（SNB）宣布取消1歐元兌1.2瑞郎的匯率下限，造成了市場空前的波動。在幾分鐘之內，使許多零售和商業經紀商客戶虧損。有些經紀商被迫倒

閉，較大的經紀商倖存下來，但受到了嚴重衝擊。此事件的影響依然歷歷在目，這也時刻提醒著我們交易上手風險之重要性。

選擇一位可靠且受監管的交易上手進行合作，經紀商可以更放心的經營業務。因此，交易上手的財務穩健性，操作可靠性和服務標準是主要的考量。

## 結語

隨著上世紀OTC黃金市場的增長，衡量國際商品的確切規模和流動性對經紀商來說甚至更具挑戰性。OTC交易滿足了交易方客制化需求，然而其交易訊息同交易所結算的期貨產品相比之下，相對較不透明，這常常使經紀商對黃金市場的規模和流動性的認識有限。鑑於中央銀行的金庫和投資銀行手中持有大量黃金，當大型交易發生時易造成黃金價格曲線的偏離，為此，世界黃金協會不時對黃金市場進行定期研究，其研究結果的深度和廣度非常一致，提供公眾參考，以強化資訊的透明度。

