

实物黄金与黄金衍生品：了解黄金的概念、用途及投资产品

撰稿人

Fiona Boal

全球大宗商品及实物资产主管

fiona.boal@spglobal.com

[标普高盛黄金指数](#)于 2020 年首 10 个月上升 22%。指数的利好表现受惠于多项因素。全球疫情爆发促使投资者相信，在他们的投资组合中加入黄金将是值得的，可用作对冲股票回报、接近零的利率、美元贬值和经济增长滞后。很多机构投资者也利用黄金来对抗可能出现的通缩或高通胀、大规模财政和货币刺激措施的影响。

投资者可利用多种工具来投资黄金的表现，如金条、矿业股、衍生工具及基于衍生工具的金融产品。专业投资者较常用的两种黄金投资工具为黄金期货（包括基于黄金期货的金融工具）及基于实物黄金的交易所买卖产品(ETP)。在很多情况下，衍生工具和 ETP 都是合适的选择，但两者在价格厘定、流动性、杠杆、成本结构、交易对手风险和自订投资方面却存在显著的差异，因此在作出任何投资决定前均需作出深入了解。

鼓吹投资黄金的人士可能会认为，持有实物黄金能免于遭受法定货币完全崩塌等真正黑天鹅事件影响。但在发生这些事件之后，几根金条的作用能有多大，却是个值得深思的问题。不过，本文的重点是比较有实物黄金支持的投资工具和基于黄金衍生产品的投资工具的优缺点，而不是探讨应否持有实物金条和金币（见图 1）。

图 1：另类黄金投资工具的优缺点

实物黄金 ETP	
优点	缺点
<ul style="list-style-type: none"> 有实物黄金支持 流动性高 具透明度 易于执行买卖和管理 无需特定的衍生工具经验或执行能力 在某些情况下可以实物交收 	<ul style="list-style-type: none"> 交易对手风险可能不明 伦敦金银市场协会(LMBA)定价机制 必须全数支付投资金额 托管高度集中 黄金不会分配予个人投资者 不会产生任何收入 难以自订投资或自订投资费用高昂 现货金价存在追踪误差
基于衍生工具的黄金产品	
优点	缺点
<ul style="list-style-type: none"> 流动性高和市场参与者数量庞大 透明的定价机制 容许自订投资—短仓、杠杆、年期、多元资产 资金效率高（毋须全数支付投资金额） 交易对手风险广为人知 在某些情况下可以实物交收 具流动性期权市场作对冲之用 	<ul style="list-style-type: none"> 需要特定的衍生工具经验和执行能力 转仓收益可损害表现 现货金价存在追踪误差 资本效率和自订投资成本可导致单位成本上升

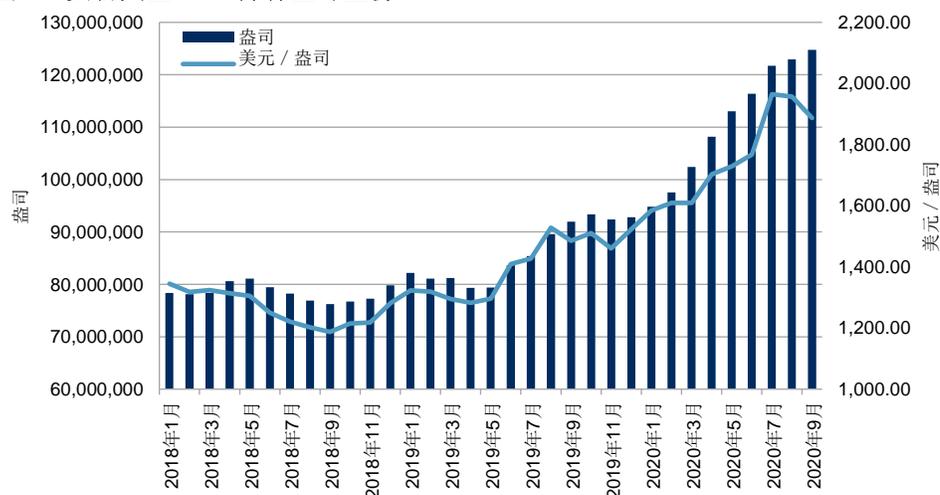
投资者可利用多种工具来投资黄金的表现.....

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。表格仅供说明用途。

实物黄金交易所买卖产品（ETPs）

黄金 ETP 于 21 世纪初面世，目的是将股票或共同基金的流动性和可交易性特点与实物黄金诱人的保值特点和多元化特征结合起来。它们无疑颠覆了贵金属市场，让投资者可更易于投资这一独特的可投资资产。黄金作为一种可投资资产，近期的出色表现主要见于实物 ETP 市场，代表有实物黄金支持的交易所买卖基金(ETF)持有的黄金规模现接近 1.23 亿盎司，年初至今上升 32%（见图 2）。

图 2：实物黄金 ETF 持有量与金价



.....如金条、矿业股、衍生工具及基于衍生工具的金融产品。

资料来源：世界黄金协会。2018年1月至2020年9月的月度数据。过往表现概不保证未来业绩。图表仅供说明用途。

实物黄金 ETP 所追踪的黄金由托管商代表投资者在金库中持有。ETP 的买卖方式与股票相同，执行和管理亦可能一样简易。每个 ETP 都由所分配的实物黄金支持，并可对金价进行普通投资。

专业投资者较常用的黄金投资工具包括基于黄金期货的金融工具及基于实物黄金的 ETP。

黄金 ETP 的流动性很高，买卖差价很小。然而，它们的开支比率可能相对较高，与股票 ETP 及（在某些情况下）通过衍生工具进行的黄金投资相比更是特别高。从某种意义上说，投资者在购买 ETP 时，是花钱让其他人来管理他们的实物黄金投资。世界最大的实物黄金 ETP(SPDR Gold Trust)的开支比率为 0.40%。

实物黄金 ETP 的表现以现货黄金为基准，准确来说是基于 LBMA 金价。目前有 15 家金融机构获准参与厘订 LBMA 金价¹，有关金价每天按电子拍卖流程设置两次。

大多数黄金 ETP 发行人都是特殊目的载体，其作用仅限于运营和推销产品。

大多数黄金 ETP 发行人都是特殊目的载体，其作用仅限于运营和推销产品。ETP 持有的大部分黄金都储存在数家机构的金库内和伦敦的某个地方。因此，黄金 ETP 的托管高度集中，投资者应当了解相关的交易对手风险。

在大部分情况下，投资者需全数支付黄金 ETP 的投资金额。由于很多政府债券向投资者支付负回报，故黄金是一项不产生收入的金融资产这一事实已经变得越来越无关紧要，但投资黄金仍然存在机会成本，特别是对机构投资者来说，这与必须全数支付黄金的投资金额有关。

黄金 ETP 必须根据其发行的股票数量持有黄金资产，但在某些情况下，ETP 管理人会获准将分配予 ETP 的黄金借给其他投资者。此举可为 ETP 管理人带来收入，降低管理 ETP 的成本，但同时可能会违背投资者倾向持有由实物资产支持的金融工具的初衷。

大部分黄金 ETP 都不需要将黄金分配予个别单位持有人；没有特定的金条属于指定的投资者，因为所有投资者在 ETP 控制的所有黄金中都拥有部分所有权。在大多数情况下，投资者无法以其 ETP 股票持有的实物黄金进行交收。

¹ <http://www.lbma.org.uk/lbma-gold-price>

少数黄金 ETF 确实提供实物金条交收，但需受若干条件所限并支付交收成本（如运输、保安和保险）。

就这一类资产而言，黄金（一种实物商品）不会产生任何收入。ETP 会产生持续的行政开支，如管理和推销费用，有关开支必须由基金通过出售金条来支付，原因是并无股息或票息收入可用来支付这些成本。通过出售黄金以支付成本的做法会减少 ETP 的整体持有量，长此下去将侵蚀其价值，继而可能导致现货金价出现追踪误差。

基于衍生工具的金融工具
是投资黄金表现的另
一个工具，通常被称为
黄金衍生品投资。

基于衍生工具的黄金投资

基于衍生工具的金融工具是投资黄金表现的另一个工具，通常被称为黄金衍生品投资。最常见的工具为黄金期货合约、基于黄金指数期货及指数的 ETP，或基于衍生黄金指数的掉期。

一般而言，期货市场在高度监管的市场环境下，为市场参与者提供有效的价格厘定机制。期货的流动性很高，并提供标准化合约，吸引广泛的参与者投资，如对冲者和投机者。就黄金而言，在交易所或场外交易的黄金交易量令 ETP 的交易量显得微不足道（见图 3）。黄金期货合约价格由大量参与者决定，而 ETP 则由 15 家金融机构参与厘定 LMBA 金价。

就黄金而言，在交易所
或场外交易的黄金交易
量令 ETP 的交易量显得
微不足道。

图 3：每日平均黄金交易量（十亿美元）

投资工具	2019 年全年	2020 年初至今	2020 年 8 月	2020 年 9 月
场外	78.56	111.59	124.57	117.39
交易所	65.37	72.36	98.49	76.47
黄金 ETF	1.78	3.43	5.20	3.22

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。截至 2020 年 10 月 20 日的的数据。过往表现概不保证未来业绩。表格仅供说明用途。

基于衍生工具的黄金投资相关费用需要计入滚动投资相关交易成本。整体成本可能需视乎工具的复杂程度和投资规模而定。然而，在大多数情况下，通过期货合约或期货指数建立的基本性黄金投资，与实物黄金 ETP 相比可能更具竞争力，具体取决于投资的期限和性质。

投资基于衍生工具的黄金确实需要对大宗商品交易市场有认识 and 了解，而大宗商品交易市场与股票市场有别。如果直接在期货市场执行投资，投资者确实需要对期货交易有最低限度的认识，如果通过场外合约执行投资，则需要通过与相关交易对手进行投资交易。

投资基于衍生工具的黄金
确实需要对大宗商品
交易市场有认识 and 了
解。

通过期货市场投资黄金的一个主要优势是交易对手风险很小。

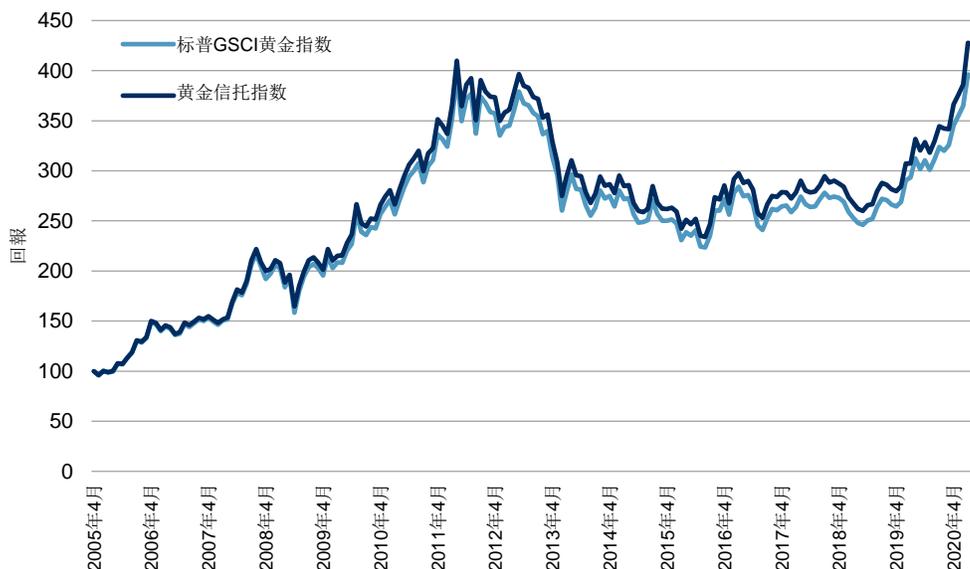
通过期货市场投资黄金的一个主要优势是交易对手风险很小；黄金期货在历史悠久和监管完善的期货交易所进行交易和结算，买卖双方交易中不会碰面。基于指数的产品仍然存在交易对手风险，但在大多数情况下，市场参与者都非常清楚这些风险，而且知悉其交易对手，合约关系亦有据可查。存在多层交易对手风险的情况并不常见。

虽然实物黄金并不提供收益或收入，但基于衍生工具的投资则不同。任何以大宗商品期货作为基础工具的大宗商品投资产品，须不断地将到期的较短期合约进行再投资或滚动为较长期合约，以维持对有关大宗商品连续投资。倘期货曲线向上倾斜（正价差）时，滚动收益将为负数。倘期货曲线向下倾斜（逆价差）时，滚动收益将为正数。

黄金合成品的投资较黄金 ETP 更具资本效率。

使用商品期货的商品投资通常毋须全数支付投资金额，因此资本效率可能会较高。投资者或资产管理人将使用相对较大比例的已分配资产来购买国债和其他固定收益工具，从而为期货合约提供抵押。因此，部分的回报或会来自投资于固定收益工具的抵押品，最常见的是美国国库债券。然而，投资者可能需要以较高的每单位投资成本来支付此费用，视乎投资期限及资本的其他用途而定（见图 4）。

图 4：标普 GSCI 黄金指数与 SPDR 黄金信托指数



资料来源：标准普尔道琼斯指数有限责任公司、Refinitiv。数据取自 2005 年 4 月 29 日至 2020 年 9 月 30 日。指数表现按美元计值的总回报计算。过往表现概不保证未来业绩。图表仅供说明用途。

与ETP相比，基于衍生工具的黄金工具相对较容易建立长仓和短仓。

基于衍生品的工具容许自订投资，不过当中牵涉成本。

与ETP相比，基于衍生品的黄金投资工具相对较容易建立长仓和短仓。通过期货合约或基于期货的工具表达对黄金价格的负面看法远比通过ETP表达负面看法要简单得多。以基于衍生品的黄金工具亦可轻易实现杠杆。流动性黄金期权市场也容许投资者管理核心黄金持仓的风险或复制特定投资。

基于衍生品的工具容许更大自由度的自订投资，不过当中牵涉成本。投资者可自行决定将远期黄金、货币对冲、另类转仓时间表及另类抵押品收益等特点结合到投资中，更可将多元资产投资及多个地区投资的不同年期投资合并起来。亦可实行其他更复杂或动态策略，例如将黄金纳入另类风险溢价策略及多元资产动态配置策略等。

2020年，芝商所黄金期货市场普遍通过期货市场交收黄金，期货市场已证实为一个简单且具有成本效益的金条投资途径。这种可能性取决于期货合约是否有明确的规格。

结论

无论是投资于价格在相对较短期内的走向，还是作为策略性资产配置的一部分，黄金都为市场参与者提供了很多投资用途。

投资者可通过两种工具投资黄金，分别为有实物黄金ETP和黄金衍生工具，但两者皆有各自的优缺点。从成本、透明度、交易对手风险和执行简易性的角度来看，资深投资者可能适合使用所谓的纸黄金金融工具。对于那些更倾向以实物形式持有长期策略性黄金配置的投资者来说，他们必须充分了解实物黄金ETP的运作机制。

附注：本文并未探讨不同类型黄金投资的税务影响。税务考虑会因司法管辖区和个人情况而异。本文亦未论述各司法管辖区相关监管机构对不同黄金工具的处理。