

實物黃金與黃金衍生品：了解黃金的概念、用途及投資產品

撰稿人

Fiona Boal

全球大宗商品及實物資
產主管

fiona.boal@spglobal.com

[標普高盛黃金指數](#)於 2020 年首 10 個月上升 22%。指數的利好表現受惠多項因素。全球疫情爆發促使投資者相信，值得在他們投資組合中加入黃金，用作對沖股票回報、接近零的利率、美元貶值和經濟增長滯後。很多機構投資者亦利用黃金來對抗可能出現的通縮或高通脹、大規模財政和貨幣刺激措施的影響。

投資者可利用多種工具來投資黃金的表現，如金條、礦業股、衍生工具及基於衍生工具的金融產品。專業投資者較常用的兩種黃金投資工具為黃金期貨（包括基於黃金期貨的金融工具）及基於實物黃金的交易所買賣產品(ETP)。在很多情況下，衍生工具和 ETP 都是合適的選擇，但兩者在價格釐定、流動性、槓桿、成本結構、交易對手風險和自訂投資方面卻存在顯著的差異，因此在作出任何投資決定前均需作出深入了解。

鼓吹投資黃金的人士可能會認為，持有實物黃金能免於遭受法定貨幣完全崩塌等真正黑天鵝事件影響。但在發生這些事件之後，幾根金條的作用能有多大，卻是個值得深思的問題。不過，本文的重點是比較有實物黃金支持的投資工具和基於黃金衍生產品的投資工具的優缺點，而不是探討應否持有實物金條和金幣（見圖 1）。

圖 1：另類黃金投資工具的優缺點

實物黃金 ETP	
優點	缺點
<ul style="list-style-type: none"> 有實物黃金支持 流動性高 具透明度 易於執行買賣和管理 無需特定的衍生工具經驗或執行能力 在某些情況下可以實物交收 	<ul style="list-style-type: none"> 交易對手風險可能不明 倫敦金銀市場協會(LBMA)定價機制 必須全數支付投資金額 託管高度集中 黃金不會分配予個人投資者 不會產生任何收入 難以自訂投資或自訂投資費用高昂 現貨金價存在追蹤誤差
基於衍生工具的黃金產品	
優點	缺點
<ul style="list-style-type: none"> 流動性高和市場參與者數量龐大 透明的定價機制 容許自訂投資—短倉、槓桿、年期、多元資產 資金效率高（毋須全數支付投資金額） 交易對手風險廣為人知 在某些情況下可以實物交收 具流動性期權市場作對沖之用 	<ul style="list-style-type: none"> 需要特定的衍生工具經驗和執行能力 轉倉收益可損害表現 現貨金價存在追蹤誤差 資本效率和自訂投資成本可導致單位成本上升

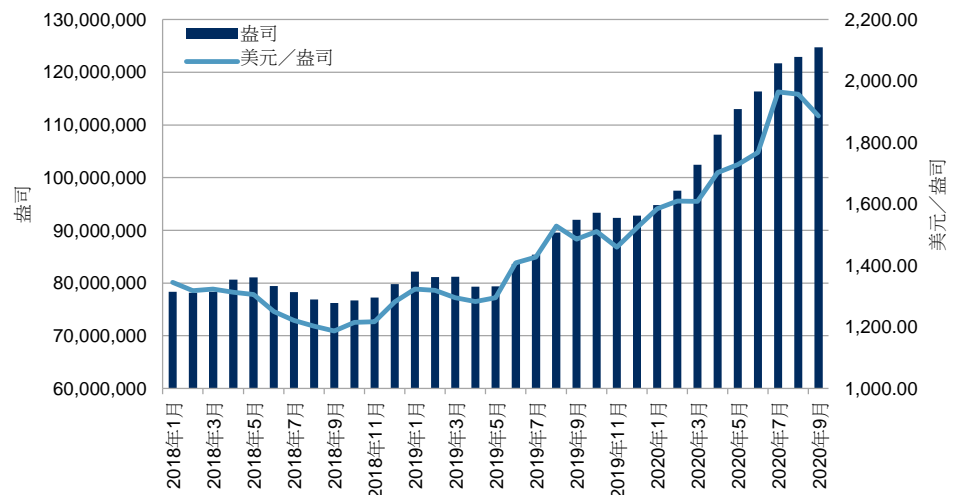
投資者可利用多種工具來投資黃金的表現……

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。表格僅供說明用途。

實物黃金交易所買賣產品 (ETPs)

黃金 ETP 於 21 世紀初面世，目的是將股票或共同基金的流動性和可交易性特點與實物黃金誘人的保值特點和多元化特徵結合起來。它們無疑顛覆了貴金屬市場，讓投資者可更易於投資這一獨特的可投資資產。黃金作為一種可投資資產，近期的出色表現主要見於實物 ETP 市場，代表有實物黃金支持的交易所買賣基金(ETF)持有的黃金規模現接近 1.23 億盎司，年初至今上升 32%（見圖 2）。

圖 2：實物黃金 ETF 持有量與金價



……如金條、礦業股、衍生工具及基於衍生工具的金融產品。

資料來源：世界黃金協會。2018 年 1 月至 2020 年 9 月的月度數據。過往表現概不保證未來業績。圖表僅供說明用途。

實物黃金 ETP，所追蹤的黃金由託管商代表投資者在金庫中持有。ETP 的買賣方式與股票相同，執行和管理亦可能一樣簡易。每個 ETP 都由所分配的實物黃金支持，並可對金價進行普通投資。

專業投資者較常用的黃金投資工具包括基於黃金期貨的金融工具及基於實物黃金的 ETP。

黃金 ETP 的流動性很高，買賣差價很小。然而，它們的開支比率可能相對較高，與股票 ETP 及（在某些情況下）透過衍生工具進行的黃金投資相比更是特別高。從某種意義上說，投資者在購買 ETP 時，是花錢讓其他人來管理他們的實物黃金投資。世界最大的實物黃金 ETP (SPDR Gold Trust) 的開支比率為 0.40%。

實物黃金 ETP 的表現以現貨黃金為基準，準確來說是基於 LBMA 金價。目前有 15 家金融機構獲准參與釐訂 LBMA 金價¹，有關金價每天按電子拍賣流程設置兩次。

大多數黃金 ETP 發行人都是特殊目的載體，其作用僅限於營運和推銷產品。

大多數黃金 ETP 發行人都是特殊目的載體，其作用僅限於營運和推銷產品。ETP 持有的大部分黃金都儲存在數家機構的金庫內和倫敦的某個地方。因此，黃金 ETP 的託管高度集中，投資者應當了解相關的交易對手風險。

在大部分情況下，投資者需全數支付黃金 ETP 的投資金額。由於很多政府債券向投資者支付負回報，故黃金是一項不產生收入的金融資產這一事實已經變得越來越無關緊要，但投資黃金仍然存在機會成本，特別是對機構投資者來說，這與必須全數支付黃金的投資金額有關。

黃金 ETP 必須根據其發行的股票數量持有黃金資產，但在某些情況下，ETP 管理人會獲准將分配予 ETP 的黃金借給其他投資者。此舉可為 ETP 管理人帶來收入，降低管理 ETP 的成本，但同時可能會違背投資者傾向持有由實物資產支持的金融工具的初衷。

大部分黃金 ETP 都不需要將黃金分配予個別單位持有人；沒有特定的金條屬於指定的投資者，因為所有投資者在 ETP 控制的所有黃金中都擁有部分所有權。在大多數情況下，投資者無法以其 ETP 股票持有的實物黃金進行交收。

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

少數黃金 ETF 確實提供實物金條交收，但需受若干條件所限並支付交收成本（如運輸、保安和保險）。

就這一類資產而言，黃金（一種實物商品）不會產生任何收入。ETP 會產生持續的行政開支，如管理和推銷費用，有關開支必須由基金透過出售金條來支付，原因是並無股息或票息收入可用來支付這些成本。透過出售黃金以支付成本的做法會減少 ETP 的整體持有量，長此下去將侵蝕其價值，繼而可能導致現貨金價出現追蹤誤差。

基於衍生工具的金融工具是投資黃金表現的另一個工具，通常被稱為黃金衍生品投資。

基於衍生工具的黃金投資

基於衍生工具的金融工具是投資黃金表現的另一個工具，通常被稱為黃金衍生品投資。最常見的工具為黃金期貨合約、基於黃金指數期貨及指數的 ETP，或基於衍生黃金指數的掉期。

就黃金而言，在交易所或場外交易的黃金交易量令 ETP 的交易量顯得微不足道。

一般而言，期貨市場在高度監管的市場環境下，為市場參與者提供有效的價格釐定機制。期貨的流動性很高，並提供標準化合約，吸引廣泛的參與者投資，如對沖者和投機者。就黃金而言，在交易所或場外交易的黃金交易量令 ETP 的交易量顯得微不足道（見圖 3）。黃金期貨合約價格由大量參與者決定，而 ETP 則由 15 家金融機構參與釐定 LMBA 金價。

圖 3：每日平均黃金交易量（十億美元）

投資工具	2019 年全年	2020 年初至今	2020 年 8 月	2020 年 9 月
場外	78.56	111.59	124.57	117.39
交易所	65.37	72.36	98.49	76.47
黃金 ETF	1.78	3.43	5.20	3.22

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司。截至 2020 年 10 月 20 日的數據。過往表現概不保證未來業績。表格僅供說明用途。

投資基於衍生工具的黃金確實需要對大宗商品交易市場有認識和了解。

基於衍生工具的黃金投資相關費用需要計入滾動投資相關交易成本。整體成本可能需視乎工具的複雜程度和投資規模而定。然而，在大多數情況下，通過期貨合約或期貨指數建立的基本性黃金投資，與實物黃金 ETP 相比可能更具競爭力，具體取決於投資的期限和性質。

投資基於衍生工具的黃金確實需要對大宗商品交易市場有認識和了解，而大宗商品交易市場與股票市場有別。如果直接在期貨市場執行投資，投資者確實需要對期貨交易有最低限度的認識，如果通過場外合約執行投資，則需要透過相關交易對手進行投資交易。

通過期貨市場投資黃金的一個主要優勢是交易對手風險很小。

通過期貨市場投資黃金的一個主要優勢是交易對手風險很小；黃金期貨在歷史悠久和監管完善的期貨交易所進行交易和結算，買賣雙方在交易中不會碰面。基於指數的產品仍然存在交易對手風險，但在大多數情況下，市場參與者都非常清楚這些風險，而且知悉其交易對手，合約關係亦有據可查。存在多層交易對手風險的情況並不常見。

雖然實物黃金並無提供收益或收入，但基於衍生工具的投資則不同。任何以大宗商品期貨作為基礎工具的大宗商品投資產品，須不斷地將到期的較短期合約進行再投資或滾動為較長期合約，以維持對有關大宗商品連續投資。倘期貨曲線向上傾斜（正價差）時，滾動收益將為負數。倘期貨曲線向下傾斜（逆價差）時，滾動收益將為正數。

黃金合成品的投資較黃金ETP更具資本效率。

使用商品期貨的商品投資通常毋須全數支付投資金額，因此資本效率可能會較高。投資者或資產管理人將使用相對較大比例的已分配資產來購買國債和其他固定收益工具，從而為期貨合約提供抵押。因此，部分的回報或會來自投資於固定收益工具的抵押品，最常見的是美國國庫債券。然而，投資者可能需要以較高的每單位投資成本來支付此費用，視乎投資期限及資本的其他用途而定（見圖4）。

圖4：標普GSCI黃金指數與SPDR黃金信託指數



資料來源：標準普爾道瓊斯指數有限責任公司、Refinitiv。數據取自2005年4月29日至2020年9月30日。指數表現按美元計值的總回報計算。過往表現概不保證未來業績。圖表僅供說明用途。

與 ETP 相比，基於衍生工具的黃金工具相對較容易建立長倉和短倉。

與 ETP 相比，基於衍生品的黃金投資工具相對較容易建立長倉和短倉。透過期貨合約或基於期貨的工具表達對黃金價格的負面看法遠比透過 ETP 表達負面看法要簡單得多。以基於衍生品的黃金工具亦可輕易實現槓桿。流動性黃金期權市場亦容許投資者管理核心黃金持倉的風險或複製特定投資。

基於衍生品的工具容許自訂投資，不過當中牽涉成本。

基於衍生品的工具容許更大自由度的自訂投資，不過當中牽涉成本。投資者可自行決定將遠期黃金、貨幣對沖、另類轉倉時間表及另類抵押品收益等特點結合到投資中，亦可將多元資產投資及多個地區投資的不同年期投資合併起來。亦可實行其他更複雜或動態策略，例如將黃金納入另類風險溢價策略及多元資產動態配置策略等。

2020 年，芝商所黃金期貨市場普遍通過期貨市場交收黃金，期貨市場已證實為一個簡單且具有成本效益的金條投資途徑。這種可能性取決於期貨合約是否有明確的規格。

結論

無論是投資於價格在相對較短期內的走向，還是作為策略性資產配置的一部分，黃金都為市場參與者提供了很多投資用途。

投資者可透過兩種工具投資黃金，分別為有實物黃金 ETP 和黃金衍生工具，但兩者皆有各自的優缺點。從成本、透明度、交易對手風險和執行簡易性的角度來看，資深投資者可能適合使用所謂的紙黃金金融工具。對於那些更傾向以實物形式持有長期策略性黃金配置的投資者來說，他們必須充分了解實物黃金 ETP 的運作機制。

附註：本文並無探討不同類型黃金投資的稅務影響。稅務考慮會因司法管轄區和個人情況而異。本文亦無論述各司法管轄區相關監管機構對不同黃金工具的處理。