配置黄金ETF平抑组合波动

□恒天财富研究中心 公募研究部 李洋

2016年以来,国际金融市场动荡,股票市场、原油普遍下跌,而黄金价格则表现强势,2016年前两月涨幅超过15%。金价的快速上涨,使得资金大举涌向黄金ETF。

黄金ETF基金,是一种以实物黄金作为基础资产,追踪黄金价格的ETF基金。投资者可以用实物黄金或黄金现货合约向基金公司申购ETF份额,也可以在证券交易所买入黄金ETF份额。投资者还可以用足额的ETF份额向基金公司赎回实物黄金或黄金现货合约,也可以在证券交易所卖出黄金ETF份额。黄金ETF实现了黄金的再证券化,有效地联通了黄金市场和证券市场。本文拟简要介绍国外黄金ETF的发展概况,并对我国黄金ETF基金进行差异化分析,希望为投资者参与黄金ETF投资提供帮助。

今年以来黄金ETF净流入

2003年3月28日,黄金业有限公司和世界黄金协会共同创新推出了世界第一只黄金ETF——Gold Bullion Securities,并在澳大利亚证券交易所上市交易。该黄金ETF每份代表1/10盎司(3.1克)黄金。2004年11月18日,当今规模最大、流动性最高的黄金ETF——SPDR Gold Trust(下简称"GLD")登陆美国,如今在纽约证券交易所高增长板市场(NYSE Arca)上市交易。与纸黄金不同,GLD的基础资产是黄金现货,基金份额都以1/10盎司黄金为依托,基金份额价格的变动直接反映了黄金现货价格的变动。GLD最小申购赎回单位为100000份,只有授权参与人(AP)才被允许进行基金的申购和赎回。2005年1月21日,在GLD成立2个月后,另一个特点分明的黄金ETF——iShares Gold ETF(下简称"IAU")诞生了,发起人为黑石,保管人摩根大通银行将黄金分置纽约、多伦多和伦敦三地。IAU的运作方式大体与GLD类似,但为了差异化竞争,其产品设计上有两点不同:一是份额资产净值更低。每份IAU的基金份额仅代表1/100盎司黄金,是GLD的十分之一,因此每份IAU的交易价格远低于GLD。对中小投资者而言,此举降低了投资门槛,但对大型机构投资者而言,持有10倍于GLD的基金份额反而带来不便。第二个不同是费率更低。IAU的年费率仅为0.25%,比GLD的0.40%低15个基点,这一点吸引了不少大型机构投资者。

今年年初以来,市场的混乱以及地缘政治问题等推动着避险需求,使得金价上涨。而另一方面,美国今年的总统大选也为市场带来大量不确定性,为黄金市场添加了一些上行动能。从全球范围看,黄金ETF今年至今已经净流入了超过270吨,总持有量达到了1735吨,是两年以来的最高水平。以目前ETF的流入速度而言,今年一季度将成为2010年二季度以来的黄金ETF最好表现的时期。

我国已有4只黄金ETF上市

2013年6月,我国首批黄金ETF——国泰黄金ETF、华安黄金易ETF正式通过审批并公开发行,标志着我国黄金投资进入新时代。截至目前,国内市场上黄金ETF主要包括上交所的华安黄金ETF、国泰黄金ETF,深交所的博时黄金ETF和易方达黄金ETF。国泰、华安和博时黄金ETF都将以不低于90%的资产投资于上海黄金交易所场内的黄金现货合约,易方达黄金ETF投资黄金现货合约的比例不低于基金资产净值的95%,以追踪国内黄金现货价格的走势。

黄金ETF由于大都追踪黄金价格走势,所以产品的同质化程度较高,此时黄金ETF需要在跟踪误差、流动性等方面进行区别。国内4只已经上市的黄金ETF同样如此。

从交易门槛来看,4只黄金ETF的申赎最小份额为30万份,交易所的最低交易份额为100份,即1克。一级市场申赎适合资金量大的机构投资者,而二级市场的门槛较低,适合中小投资者。

从费率来看,4只黄金ETF的管理费和托管费均分别为0.5%、0.1%,国泰、易方达和博时黄金ETF不收申赎费,而华安黄金ETF的现金申赎费不超过0.5%,黄金合约申赎费不超过0.1%。

风险管理目标方面,国泰黄金ETF的目标为日跟踪偏离度不超过0.35%,年化跟踪误差不超过4%;华安易富黄金ETF目标为日跟踪偏离度0.25%,年化跟踪误差不超过3%;易方达黄金ETF和博时黄金ETF的目标均为日跟踪偏离度0.2%,年化跟踪误差不超过2%。易方达黄金ETF和博时黄金ETF的目标值设定更为严格。

交易规则方面,4只黄金ETF都可实现T+0回转交易,即T日买入,T日即可卖出,然而它们的申购赎回规则却有所区别。国泰黄金ETF和华安黄金ETF在T日买入,T日可卖,也可现金赎回,T+1日可黄金合约赎回;易方达黄金ETF和博时黄金ETF在T日买入,T日可卖,T+1日可赎回。若投资者T日现金申购,T+1日即可卖出,也可赎回。若投资者选择实物申购,国泰黄金ETF和华安黄金ETF在T日可卖可赎,易方达黄金ETF和博时黄金ETF在T日可卖,可实物赎回但不能现金申购。

配置黄金ETF利于平抑组合波动

从2003年到2012年的10年间,黄金的收益率表现相对较好,期间除2008年以外,黄金均取得了正收益。相比之下,沪深300指数上涨的年份和下跌的年份基本对等,中信标普全债在3个年份中录得负收益。受美国QE退出、美国经济走强预期,以及黄金供应量的增加等因素共同影响,2013年黄金价格下跌了近30%,创10年以来最大跌幅。2014年相对2013年,金价止跌但依然保持相对弱势行情。2015年再度走低,2016年以来全球金融市场动荡重新点燃了人们对黄金投资的热情,截至目前,黄金已取得18.79%的收益,远超同期沪深300指数。

作为一种投资品,黄金在资产组合的作用中,主要表现在以下几方面:普通投资者投资黄金可以起到资产保值的作用,即黄金投资的安全性。另一方面,中短期内的相对稳定性,即具有规避市场风险的功能。黄金价格变动具有非常突出的一个特点,这就是黄金与其他投资产品价格变动具有负相关性。一般投资产品变动都具有高度正相关性,因此,达不到分散风险的目的,而黄金与大多数投资产品之间存在的负相关关系,使之成为一种重要的分散风险的投资工具。

黄金ETF作为直接对应黄金商品的金融工具,为投资者资产配置不可或缺的组成部分。资产配置中加入黄金ETF的另一个好处在于多资产组合可以平抑净值的波动。目前全球很多对冲基金都会在资产组合中配置一定比例的黄金资产,其目的不是通过投资黄金获取投资收益,而是为了抵御风险。

我们在沪深300组合中加入黄金ETF,该组合的风险收益效率得到明显改善。单纯投资沪深300指数,组合3年期的年华夏普比率为-0.0115(假设无风险利率为0.025),而将黄金ETF加入投资组合后,组合的夏普比率提高至0.6179。组合收益率变动如图2所示,加入黄金ETF能有效对冲风险。

投资黄金资产的套利策略

1、ETF折溢价套利策略

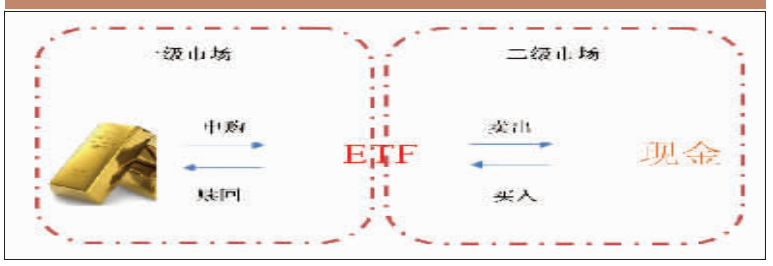
黄金ETF具有一二级市场。二级市场会出现折溢价,在二级市场的折溢价超过一定阈值时,投资者可以进行无风险套利来赚取套利收入。当ETF份额的价格大于交易成本与净值之和时,投资者用在上海黄金交易所买入的黄金合约申购ETF份额,当日在上海证券交易所卖出,赚取溢价收入;当ETF份额的价格与交易成本之和小于净值时,投资者在上海证券交易所买入ETF份额,当日申请赎回ETF份额,投资者获得黄金现货合约,在上海黄金交易所卖出现货合约,结束套利过程,赚取折价收入。黄金ETF完成实物申购赎回业务需同时具有深交所A股账户和金交所黄金账户,并根据金交所的相关规定通过基金管理人或发售代理机构进行账户备案。

2、期现套利策略

市场上存在多种不同品种的黄金产品,如黄金期货,黄金T+D等,这些品种之间会存在价格偏差,投资者可以根据这些偏差进行套利操作从而获利,市场上做的较多的是黄金期货和黄金T+D之间的期现套利,主要原因是因为两者都可双向操作,但黄金T+D具有流动性差、费用高(递延费)等特点,因此,当存在正向套利机会时,可以使用黄金ETF来代替T+D。当期货价格相对于现货价格较高时,即存在正向套利机会时,可买入黄金ETF份额,做空黄金期货,待差价回归合理时,平仓获利。

黄金作为一个兼具商品属性和货币功能的产品,决定黄金价格的因素众多,既有黄金商品的供给需求因素,又有国际汇率、利率、通货膨胀等因素,还有投资避险需求强弱、投资者交易预期、政治等因素的影响,很难准确预测,有时还会出现比较大的价格波动。从资产配置来看,黄金是和目前主流股市、原油等交易品种相关性较低的投资品种,可作为投资组合的配置工具,组合中加入黄金ETF可以对冲风险,提高组合夏普比。但是我们也要看到,黄金ETF无法进行保证金交易,这使得资金的利用效率大打折扣。此外,黄金ETF缺乏做空机制,在黄金价格持续走低,未来前景并不被看好的情况下,缺乏做空机制的黄金ETF在与黄金期货,黄金T+D等黄金投资方式的比较中处于劣势,投资者需结合自己的投资目标与风险承受能力作出投资判断。

图1:黄金ETF联通黄金市场和证券市场



数据来源:恒天财富研究中心

表1:我国黄金ETF信息列示

基金代码	基金简称	基金成立日	ETF上市日	管理人	上市地点	业绩比较基准
518800	国泰黄金ETF	2013-07-18	2013-07-29	国泰基金	深交所	上海黄金交易所Au99.99合约
518880	华安黄金ETF	2013-07-18	2013-07-29	华安基金	上交所	国内黄金现货价格收益率
159934	易方达黄金ETF	2013-11-29	2013-12-16	易方达基金	深交所	上海黄金交易所Au99.99现货实盘合约收益率
159937	博时黄金ETF	2014-09-18	2014-09-01	博时基金	深交所	黄金现货实盘合约Au99.99收益率

数据来源:Wind,恒天财富研究中心

表2:我国黄金ETF产品比较

	国泰黄金ETF	华安黄金ETF	易方达黄金ETF	博时黄金ETF
最小申购赎回单位	30万份	30万份	30万份	30万份
申购赎回费率	[illegible]	黄金合约申购赎回:不超过[illegible] 黄金合约申购赎回:不超过0.1%	[illegible]	[illegible]
收益分配方式	自动分红 每年不低于[illegible]	自动分红 每年不低于[illegible]	自动分红 (每年不少于1次)	自动分红 (每年不少于2次)
管理费率(年)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
托管费率(年)	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
申购、赎回开放时间	交易日9:30-15:00	交易日9:30-15:00	交易日9:30-15:00	交易日9:30-15:00
风险管理目标	日跟踪偏离度不超过0.35% 年化跟踪误差不超过4%	日跟踪偏离度不超过0.35% 年化跟踪误差不超过4%	日跟踪偏离度0.25% 年化跟踪误差不超过3%	日跟踪偏离度0.2% 年化跟踪误差不超过2%
T日买入	T日卖出,T日现金赎回 T+1日黄金合约赎回 T+1日卖出	T日卖出,T日现金赎回 T+1日黄金合约赎回 T+1日卖出	T日卖出,T日可赎回 T+1日可赎回	T日卖出,T日可赎回 T+1日可赎回
T日现金申购	T日可卖,T日可赎	T日可卖,T日可赎	T+1日可卖,T日可赎	T+1日可卖,T日可赎
实物申购	T日可卖,T日可赎	T日可卖,T日可赎	T日可卖,T日可赎,但实物赎回不能现金申购	T日可卖,T日可赎,但实物赎回不能现金申购

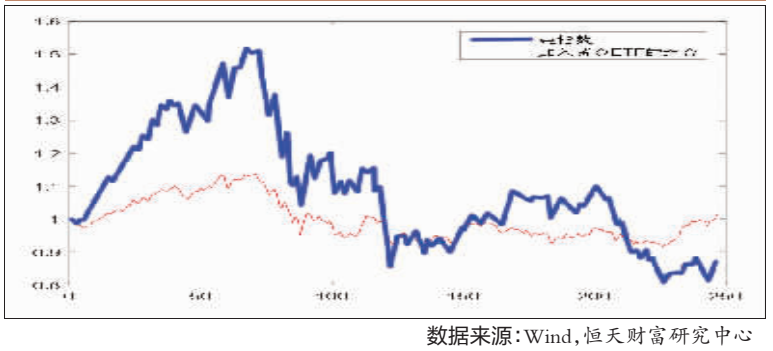
数据来源:Wind,恒天财富研究中心

表3:黄金、沪深300指数、中信标普全债指数历史收益率

	黄金99.99合约	沪深300指数	中信标普全债指数
2003	19.62	8.25	-0.45
2004	6.38	16.30	1.95
2005	13.10	7.65	12.34
2006	19.31	121.02	1.69
2007	23.40	161.55	0.98
2008	3.35	65.95	9.69
2009	29.25	96.71	0.27
2010	23.41	-12.51	2.00
2011	5.96	25.01	3.79
2012	4.60	7.55	4.03
2013	-29.31	-7.65	1.78
2014	1.75	51.66	9.11
2015	7.37	5.58	4.73
今年以来	18.79	-17.09	-

数据来源:Wind,恒天财富研究中心 注:1、中信标普全债指数已停止发布;2、数据截止日:2016年3月4日

图2:黄金ETF与沪深300组合投资收益效果



数据来源:Wind,恒天财富研究中心