

五大因素推升黄金价格整体上涨

□章程

受投资基金入市大量买进的影响,近日纽约市场黄金和白银价格均出现上涨。此风波及到中国A股市场,黄金股等金属类股票也领涨大盘。那么,黄金价格到底为何如此波动,下半年走势如何?本文作者从5个方面论述了黄金价格将会总体向上的理由。想必这是一个投资者非常关注的热点市场问题。

进入2006年,国际黄金价格承接了2005年的涨势一度创下了26年的新高,到5月12日,国际黄金现货价格最高达到730美元/盎司,涨幅达到186.27%。同样,上海黄金交易所金价在两年时间的涨幅也高达86.51%。2006年5月15日,纽约商品期货交易所(COMEX)黄金期货价格全线大跌,但从整个市场的情况来看,这种回落我们理解为是对几年来大幅度上涨的一种修正,因为目前黄金的金融属性特征越来越明显,从而使得黄金市场整体定位也与以往扮演的角色有很大不同。我们认为,有五大因素将影响金价整体上涨。

第一,世界经济增长对金价上涨有影响。2006年上半年,世界经济继续保持平稳较快增长,预计全年世界经济运行基本正常。根据中国社科院的预计,2006年预计中国全年GDP增长率将达到10.6%左右。欧元区经济运行开始趋好,增速逐渐加快。日本经济增长有所放慢,但总体呈复苏之势。亚太地区发展中国家经济继续稳步快速增长。受持续升息和高油价的影响,目前美国经济并未出现明显减缓迹象。

尽管目前世界经济增长出现减缓迹象,但全年增长速度仍

将快于2005年。值得关注的是,国际原油价格居高不下并波动不稳、通胀压力加大、加息预期上升、为调整全球失衡引发美元持续贬值等影响世界经济的风险仍然存在,这些宏观经济因素对金价上涨有显著的影响。

第二,美元贬值预期将提升金价上涨动能。在国际上,美元既是全球贸易中最主要的结算货币,也是全球大宗商品作为标的价格的主要货币。黄金也同样如此。因此,美元的升值或贬值将直接影响到国际黄金供求关系的变化,从而导致黄金价格的变化。由于黄金通常被认为是“避风港”资产,金价与美元之间的关联趋势在美元下跌的时候表现更强。

目前,全球货币供应出现了流动性过剩的现象,主要来源于美国持续的双赤字、美元加大发行量和美元贬值。美元贬值导致其他货币相对升值,流动性过剩导致全球资产价格上涨和全球资产泡沫不断积聚,石油、黄金、股票、房地产等资产价格迅速上涨,发达国家已经多次通过上调利率来应对这次流动性过剩产生的通货膨胀风险。

同样,人民币汇率问题依然是全球关注的焦点。贸易收支差额是一个基点,对外方利益集团

的反应和观点要客观看待,目前人民币升值压力的主要来源集中于中国的外贸政策,这一点我们需要重视,而汇率只是焦点问题的体现和转移。对于黄金价格来说,今后要时刻关注由各种因素所导致的人民币升值问题,因此这关系到国内黄金价格的重新定位。

第三,国际原油价格上涨趋势影响金价波动。原油一直充当现代工业社会运行血液的重要地位,“石油美元”的出现足以说明原油在当今世界经济中的重要性。黄金与原油之间存在着正相关的关系,原油价格的上升预示着黄金价格也要上升,原油价格下跌预示着黄金价格也要下跌。油价波动将直接影响世界经济的发展,这是不争的事实。黄金价格与原油价格正相关,从中长期来看,黄金与原油波动趋势是基本一致的,只是大小幅度有所区别。

第四,国际金融市场变化。在全球各金融市场上,每天流动性难以计数的大规模的资金,发生的交易金额都是天文数字。根据《世界经济年鉴2005——2006》的资料统计,截止到2004年,全球有组织的金融衍生品约

交易总额为1143.9万亿美元,比2003年增长了30.7%,场外衍生市场交易继续保持活跃。这些金融衍生品价值只有极少部分投入到具体的产业链中进行生产,绝大部分仍然停留在全球金融市场中不断滚动,继续创造出新的金融衍生品价值。而黄金投资市场(期货、期权、凭证、互换、基金等等)只不过是产生这类价值的一部分而已。

随着目前全球经济一体化的加快,金融类资产的增加,属于金融性质的投资需求规模远远要大于对某个商品的实物需求,而这部分投资需求是很难具体来用数据量化的,因为这种投资需求无时无刻不在迅速变化,只要该类商品或投资品种(可以归纳为该市场)条件合适,适合投资的投资需求就会源源不断地涌现。

也就是说,如果黄金市场投资条件合适,将有源源不断的投资需求出现在黄金市场,从而拉动市场价格。例如,2005年纽约商品交易所的期货活动继续着2001年以来的趋势,在2004年的水平上继续增长。全年期货成交量接近1600万张合同,相当于49425吨,比上年增长6%。增长主要是因为交易所内的投机活动增加。

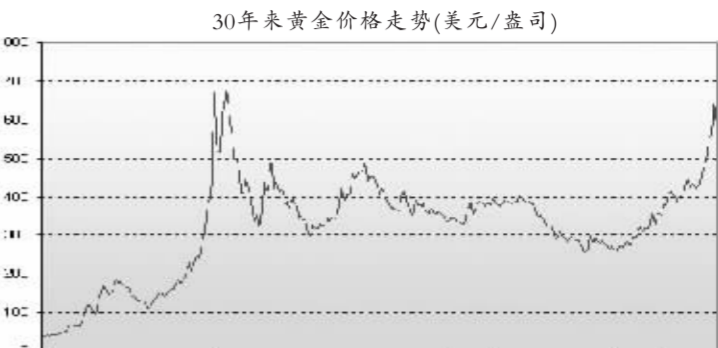
第五,黄金需求增长依然不减。黄金的基本属性之一仍然是作为商品出现,因此供求关系在一定程度上依然影响着黄金市场的价格。世界黄金协会的报告指出,2006年第二季度黄金供应量环比下降5%,至832吨,因央行黄金出售量下降且矿业公司纷

纷在第二季积极减少对冲,其力度令许多观察人士始料不及,也对黄金市场供应面构成冲击。第二季黄金的供求较需求过剩52吨。

世界黄金协会表示,全球经济和地缘政治局势的不确定性将继续在2006年激励投资者大力投资黄金,第二季黄金饰品需求金额则上升至114亿美元的纪录高位,这将支撑市场对黄金的总体需求量,前提是近期的金价波动减缓使第二季黄金的总需求金额跳增23%,至162亿美元,而这部分投资需求是难以具体来用数据量化的,因为这种投资需求无时无刻不在迅速变化,只要该类商品或投资品种(可以归纳为该市场)条件合适,适合投资的投资需求就会源源不断地涌现。

黄金储备需求将会增加,美元走弱也推动了部分国家和地区政府减持美元等相关资产而增加黄金的储备,因为通过增加黄金储备以及未来黄金资产的升值,可以转移本币升值造成的未来外汇储备购买力损失,其中以俄罗斯最为明显。俄罗斯中央银行提供的最新统计数据表明,俄黄金外汇储备从去年年初的1245亿美元增加到1822亿美元,增幅为46.3%。

根据上述五大影响因素看,未来金价整体将依然向上。进入2006年,伊期核问题引发的政治紧张局势提升了黄金的避险功能。伊期誓言继续进行核计划,从而推动黄金市场的买盘。



30年来黄金价格走势(美元/盎司)

不仅如此,目前全球经济格局也发生着不断改变,虽然美国作为世界经济领头羊的地位短期难以动摇,但欧盟以及日本经济恢复增长的这一事实已无法改变,原先的世界经济平衡在不确定性因素,都将导致黄金的储备功能显得越发重要,从而使黄金投资的避险功能加强。因此,如今的黄金并非是一种商品的单纯上涨。

基于通胀压力增大及地缘政治经济的不稳定,国际游资(包括投资和投机性的)大规模地购买黄金等具有多重功能的商品,作为使自身资产保值增值的一种手段,这些资金的介入,又进一步使黄金投资的避险功能得到强化。近两年来对冲基金的资产速度扩大有加快的趋势,全世界92%的对冲基金在美国。从近两年商品走势上来看,对冲基金在黄金等贵金属、基本金属以及能源类商品市场上的投资

力度是相当大的。而黄金所具有的独特金融属性使其在很大程度上又摆脱了传统的供求关系影响,使其成为无可替代的大资金投资避险的有力工具。

从以上几个方面来看,目前黄金市场随着诸多不稳定因素的出现,黄金将会引起更多方面的关注。花旗调高2006年黄金均价预估值至每盎司540美元,并指出投入商品市场的资金总额为2000亿美元,不是去年年底市场普遍认为的约800亿美元,今年对商品市场的投资可能再增加400亿美元。工业类基本金属难以摆脱的供求定律使目前此类商品的价格有高估之嫌,能源类商品受国家和地区关系影响的比重较大,预测结果的准确性难度更大,而黄金具备的多种功能尤其是其金融属性更使其价格的稳定性要上述商品好得多。因此,在地区冲突加剧,政治经济动荡,大量游资需要保障资产安全的大背景下,黄金投资需求量的增加必然使价格趋势总体上依然是偏向上的。

(作者单位:经易智业投资有限公司)

利用股指期货避险套保

□银河期货经纪有限公司研究中心 蒋东义

以沪深300指数为基础的股指期货即将推出,一旦股指期货面世,许多资产管理的模式将发生变化。套期保值,即对冲策略,作为指数期货套保、套利、投机三大投资策略之一,是指数期货的主要功能之一。投资者买卖股票时投资风险可分为系统性和非系统性风险,其中系统风险的规避必须通过参与套期保值,通过对现货市场和期货市场反向对冲来实现。投资者经常会面临手中股票投资组合经过长期行业研究和公司调研,精挑细选而成,但此时市场走势不明,系统风险较高的情况,或者个股质地很好,一旦抛出,将来重新建仓的成本很高,此时股指期货套期保值的作用便十分突出。

套期保值按目标可分为积极套期保值和消极套期保值,消极套期保值不对市场进行判断,仅仅反向操作以锁定系统风险,以获利稳定的非系统性收益。如果手中持仓很大,波动性与大盘相一致,消极套保虽然锁定了系统风险,但也只能获得无风险的低收益水平。而积极套期保值更为常用,这是一种锁仓行为,在一段时间内对股票组合进行对冲,等待形势明朗,系统风险释放后平掉期货头寸,保留股票头寸。

套期保值最关键的在于套保比率的确,即如果规定一单位的现货投资风险,需要搭配多少数量的期货头寸问题。

模型自变量为沪深300指数的日收益率,因变量分别为上述50ETF的日收益率和中小板指数的日收益率,样本期间为2005年4月11日至2006年6月5日,套期保值期为2006年6月5日至7月21日。采用OLS模型,回归分析结果显示,拟合效果显著,上述50ETF模型的拟合优度达到83%,中小板模型的拟合优度达到62%,上述50ETF对冲比率的可信性要高于中小板。

根据上述结果计算出的套保比率分别为:中小板=1.218,上述50ETF=0.898

我们分别以1000万的上述

货并非同方向、同幅度变动时,可能会过高或过低估计避险比率,导致过度避险,或是避险不足,使得避险效果不佳。

2.投资组合β对冲模型。这种模型按风险最小化分析其收益与风险,计算投资组合的β值,以求解最优套保比率。其采用最为广泛的就是OLS模型,并由此针对收益率数据的统计性质,衍生出误差修正模型、广义异方差模型等。由于需要不断调整β值,基于简便考虑,OLS模型完全能满足需要。

我们同时采用两种模型来测算在国内A股市场上套期保值的实际效果,或者市场走势明显向下,系统性风险已经暴露,但是手中股票的组合流动性太差,无法大量抛出又不至于对价格产生重大压力,或者个股质地很好,一旦抛出,将来重新建仓的成本很高,此时股指期货套期保值的作用便十分突出。

套期保值按目标可分为积极套期保值和消极套期保值,消极套期保值不对市场进行判断,仅仅反向操作以锁定系统风险,以获利稳定的非系统性收益。如果手中持仓很大,波动性与大盘相一致,消极套保虽然锁定了系统风险,但也只能获得无风险的低收益水平。而积极套期保值更为常用,这是一种锁仓行为,在一段时间内对股票组合进行对冲,等待形势明朗,系统风险释放后平掉期货头寸,保留股票头寸。

套期保值最关键的在于套保比率的确,即如果规定一单位的现货投资风险,需要搭配多少数量的期货头寸问题。

随着我国金融期货交易挂牌的日益临近,股指期货越来越受到市场的关注。以沪深300指数为基础的股指期货一旦面世,许多资产管理的模式将发生变化。为此,笔者针对国内A股市场波动特征,采用两个具有代表性的投资组合进行套期保值效果实证分析,验证在市场走势不确定的时期套期保值组合要比不套期保值组合,具有更高的收益与更低的风险,价值型组合套保效果优于成长型组合,简单套保对价值型组合简单实用,而β对冲对成长型组合套保更充分。

50ETF和中小板市值来计算所需要对冲的期货合约数量,套保开始当日现货指数收盘为1403.163点,合约乘数为100,设定保证金为1016.56万,到7月21日市值为998.13万,由期货头寸中分别多赚5.89万和挽回损失30.16万,在简单套保情况下,市值到6月底为1017.2万,到7月21日市值为1001.43万,由期货头寸中分别多赚6.532万和挽回损失33.46万,相对50ETF组合来说,简单套保略胜,但差别不大。

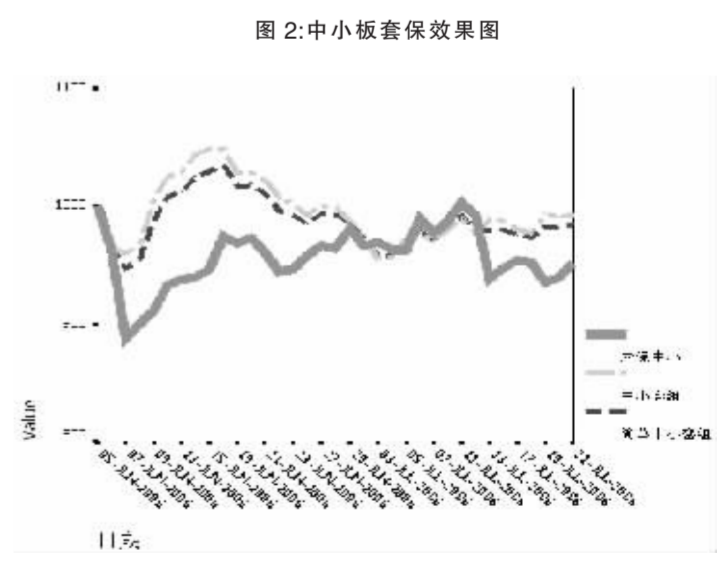
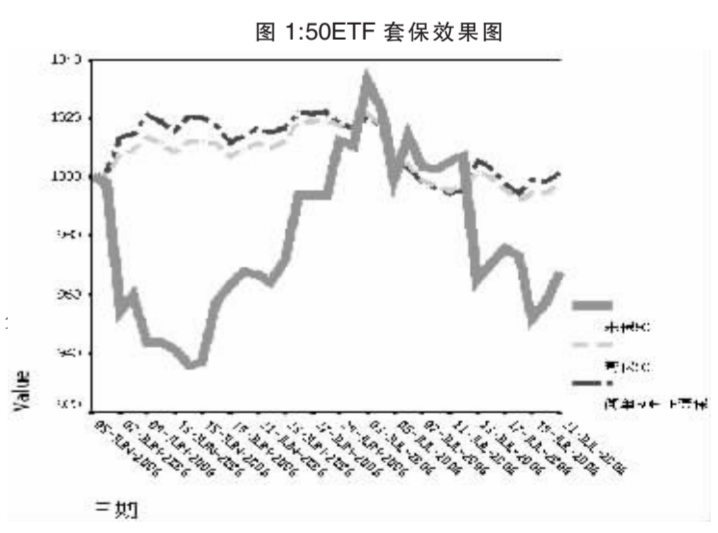
未套保的中小板组合到6月底市值为965.8万,亏损34.19万,到7月21日市值为951.22万,损失48.78万,β套保后市值

到6月底为973.81万,到7月21日市值为992.22万,由期货头寸中分别挽回损失8万和41万,在简单套保情况下,市值到6月底为972.34万,到7月21日市值为984.68万,由期货头寸中分别挽回损失6.53万和33.46万,相比而言,β套保策略更好些。

再次,从投资组合风险的角度来看,定义避险绩效指数(HEI)为未避险投资组合方差与避险投资组合方差的差占未避险投资组合方差的比值。计算结果如下显示组合对冲套保50ETF避险绩效指数高达93.5%,而中小板避险绩效指数也高达61%,也就是说套保后的组合价值波动性分别下降了93.5%和61%。从避险绩效指数角度看50ETF的效果优于中小板组合,而对于50ETF简单套保略次于β对冲,对于中小板简单套保略优于β对冲,两者套保后都实现了在降低方差的同时提高了收益率的均值水平,实现了投资组合理想的目标。

结论和应注意的问题。综合分析:首先明确的是在方向趋势与现货投资组合时头寸方向一致时,不需要采取套保,当市场走势与现货投资组合方向相反时,卖出现货或采取套保都是明显的应采取的策略。只有市场走势不确定的时期较难从定性上确定,因此我们从实证分析角度验证了套期保值组合要比不套期保值组合,具有更高的收益与更低的风险,价值型组合套保效果优于成长型组合,简单套保对价值型组合简单实用,而β对冲对成长型组合套保更充分。

□银河期货经纪有限公司研究中心 蒋东义



沪深300代表性优于其它指数

我们以沪深300为因变量,上证指数为自变量进行回归分析,样本期间为2005年4月11日至2006年7月21日,这正好是从下跌到回调起点的水平,因此我们从实证分析角度验证了套期保值组合要比不套期保值组合,具有更高的收益与更低的风险。其次对于成长型投资,风险较高的组合,如中小板组合等,虽然从避险绩效指数来看效果要低于价值型组合,但是从绝对收益角度来看,中小板套保组合有了更加明显的改善,不能单从波动性考虑问题。第三,综合考虑简单套保对于价值型组合来说要优于成长型组

指数的解释程度十分相近,可以认为一致,都在80%左右,说明这10只股票的涨跌可以解释指数大部分波动。由于采取了10个自变量,多重共线性往往成为模型冗余的最大问题。但是这两个回归模型的多重共线性检验却再度令我们十分惊讶。10只股票的共线性十分低,也就是说这些股票收益率之间相关不强,互相影响的成分较低,对于指数的涨跌都起着很难完全替代的作用。

从拟合优度来看,这10只权重股对上证指数和沪深300

票,β值的分布不均说明上证指数可操纵性较高。综合以上分析,我们认为虽然沪深300指数的代表性和稳定性远优于上证指数,但是由于市场系统风险和羊群效应十分容易扩散,上证指数与沪深300被个股操纵的可能性,只是具有这种可能性的个股并不是在沪深300中权重最大的招商银行,而仍然是中国石化、中国银行,这意味着同样的资金,通过中国银行、中国石化这样的高杠杆作用个股对沪深300指数的影响比通过招商银行等最大权重股更加有效。

票,β值的分布不均说明上证指数可操纵性较高。综合以上分析,我们认为虽然沪深300指数的代表性和稳定性远优于上证指数,但是由于市场系统风险和羊群效应十分容易扩散,上证指数与沪深300被个股操纵的可能性,只是具有这种可能性的个股并不是在沪深300中权重最大的招商银行,而仍然是中国石化、中国银行,这意味着同样的资金,通过中国银行、中国石化这样的高杠杆作用个股对沪深300指数的影响比通过招商银行等最大权重股更加有效。