

1月中旬以来，内外盘黄金价格走势分化，扩大的价差貌似为跨境套利带来良机。

但实际上，这一轮内外盘金价分化行情，似乎并没有打动跨境套利人士。

业内投资人士表示，实际上，与有色金属市场不同，黄金跨境套利好看却“难吃”。一方面是内外盘交易制度、合约标准、交易时间的差异限制；另一方面，汇率的波动、实物进出口的限制都制约了贵金属跨境套利的有效进行。

内外金价分化 套利者却不愿出手

以稳定收益和风险有限著称的套利交易一直以来都是投资者推崇的投资策略。价差的过分扩大和缩小通常是这类交易机会来临的重要特征。

今年1月中旬以来，国内外黄金市场似乎就出现了这样的时刻。

中国证券报记者统计发现，1月15日以来，国内上海期货交易所黄金期货主力结束前期上涨行情大幅回落，累计下跌3.2%，同期COMEX黄金期货主力合约在冲击1365美元/盎司之后转入高位震荡，迄今跌幅1%。内外盘金市强弱格局明显分化。

造成这一现象的主要原因是弱势美元对应强势人民币的汇率格局。相关分析人士解释，去年12月美联储加息以来，美国利率水平不断攀升，通胀平稳造成实际利率有所抬升，但在这一过程中由于税改带来的财政压力巨大美债供需失衡以及贸易逆差因素共同压制美元，外盘黄金因此走强；同期人民币对美元汇率中间价一度逼近7，但随后就伴随弱势美元一直处于升值状态，内盘人民币计价的黄金也随之走弱。

在内外盘黄金期货走势一下一上的情况下，二者价差随之扩大，市场跨境套利机会随之增加。但奇怪的是，价差扩大期间，黄金套利者却并不愿意“出手”。

“我在公司主要负责黄金投资策略的开发，公司在内外盘黄金市场均有开户，也有熟悉内外盘交易的团队，一旦有交易机会，我们会立刻将资金准备到位，按照策略及时下单进去。”南方一家贵金属投资公司的策略负责人黄晓（化名）说，但目前来看，他认为“（黄金跨境套利）利润还可以，但并不准备进场交易。主要是基于对汇率风险的衡量，目前的利润空间还不足够吸引人。”

“价差的变化不仅要看绝对值，更要看变化率。如果价差水平不是大幅度的波动的，也很少有套利空间。”黄晓解释，例如2008年底有一次，国内外黄金市场价差由0.5元/克的区间一下扩大到4元/克，价差水平飙升了700%。那样罕见的价差才是黄金套利的绝佳时机，不过这样的机会很少。

跨市套利也称市场间套利，是指在某个交易所买入（或卖出）某一交割月份的某种商品合约的同时，在另一个交易所卖出（或买入）同一交割月份的同种商品合约，以期在有利时机分别在两个交易所同时对冲平仓所持有的合约而获利。

其依据是，由于区域间的地理差别，各商品合约间存在一定价差，为交易者的跨市套利提供了机会。

交易者一般卖出价格相对便宜合约，同时卖出高价合约。

就黄金市场而言，据介绍，内外盘价差的计算，除了盘面汇率和计量单位的统一之外，还需要考虑套利交易所需缴纳的手续费，运输成本，购汇、结汇手续费等因素。

黄晓告诉中国证券报记者，做黄金的套利需要等待时机。目前的黄金内外盘市场价差虽然有所扩大，但仍旧不具备明显的交易价值。

他表示，目前国内外价格差一直保持在3元/克的水平波动，把手续费、交易渠道和汇率这些因素考虑进去之后，利润空间其实很有限。“所以有时候价差看上去很多，但其实利润不大，白银套利相对黄金来看会好一些。其中，汇率因素是大头，如果没办法锁汇的话，套利价差的利润是无法覆盖汇率的亏损的。”

“做内外盘黄金套利，其实就是套了汇率，还不如找人民币标的，而且两个市场手续费、杠杆之类的不一样。除非在统计意义上有很大的偏差，利润可能还可以，不过一年可能就一两次机会。”中大期货贵金属分析师赵晓君说。

好看不“好吃”

业内人士介绍，黄金市场内外盘套利是一项非常复杂的工程，其对价差的敏感度也一直逊色于有色金属市场。

在国内，目前监管层认可的全国性黄金交易所两家，分别是上海黄金交易所和上海期货交易所，前者依托现货市场进行T+D的递延交易，而后者则是国内黄金期货交易的市场。

从国际市场来看，目前投资者普遍认可、流动性较好的黄金市场也是两家，分别为伦敦黄金市场和纽约商品交易所的黄金期货市场。

据国内投资人士介绍，纽约商品交易所的黄金期货更加受国内跨境套利人士青睐，与之对应的，则主要选择上海期货交易所的沪金合约。

“内外盘黄金套利，对投资者专业度要求非常高，不适合一般投资者。”一位曾经长期从事期货品种套利的交易员告诉中国证券报记者，背后主要有以下原因。

其一，两个平台黄金品种的保证金水平均较高，一般投资者难以承受。

其二，交易时段难以连续对应。例如，在国内时间的下午三点钟到晚上九点钟，处于国内交易平台收盘期，而国外平台还在交易；统计发现，黄金市场的波动主要出现在下午六点钟到晚上十二点。另外，国内外节假日也不同步，经常遇到一个市场开市而另一个休市的情况。

其三，国内外市场交易单位和报价单位差别很大。例如，外盘交易单位为盎司，内盘为克。外盘以美元报价，国内则以人民币报价。另外，纽约商品交易所黄金期货交易单位为100盎司/手，合3110.35克/手；上海期货交易所为1000克/手，二者无法完全按比例吻合。“交易面临诸多换算困难。”

其四，资金补充问题。资金在两个套利账户之间无法实时划拨，要分别对两个账户进行资金监测。

“最后，也是最重要的因素，就是人民币汇率的波动，在人民币波动双向化之前，人民币单边升值一度为做空国内和做多外盘黄金创造了利润空间，但此后这样的机会随之人民币双向波动而结束，套利也更加难做。”上述交易员说，整体上，国内外黄金价格的相关系数是很高的。这对以价差为生命线的套利行为来说也是不利的。

在实际操作中，有色金属的内外盘套利较贵金属更为流行。

黄晓告诉记者，这主要是由于有色金属的工业属性强于贵金属，价格对成本比较敏感，而且其进出口成本是可测算的；而黄金价格主要由金融属性决定，很难测算成本，且黄金的进出口还受到管制。在贵金属中，白银的工业属性又强于黄金，且有增加的趋势。在有色金属中，铜的金融属性又强于其他品种。

跨市场跨品种套利

不过，尽管黄金跨境套利面临上述种种困难，但仍有投资者心向往之，并通过一系列措施绕过上述关隘。

例如，对于交易单位和交易规模的吻合方面，有投资者就想到扩大资金量减少误差。另外，通过降低仓位来控制资金风险和节假日风险。对于汇率波动风险，则可以通过缩短持仓时间来进行适当规避。

当然，在这些措施之下，跨境套利的收益和效果也会降低和弱化，有“费力不讨好”之嫌。

从实际操作来看，似乎更多贵金属套利投资者倾向于国内的跨市场套利和跨品种套利。

据上述套利交易员介绍，相比跨境套利而言，在上期所和上海黄金交易所之间捕捉金银的跨市场套利机会更加方便和容易。“在交易过程中，常常出现期现价格一方突然上涨或下跌的情况，价差迅速拉大，但很快又会回归。在这期间，进行套利就很容易。”

他表示，而且这样的机会是有规律可循的，通常在交割期出现的频率更高。

“另外，也可以通过跟踪金银比价的变化，进行黄金、白银之间的跨品种套利。”这位交易员表示。（记者 张利静）