

出國報告(出國類別：其他)

參加國際貴金屬研討會兼
拜訪黃金銀行、交易所等機構報告

服務機關：臺灣銀行貴金屬部

姓名職稱：副經理 楊天立

派赴國家：加拿大、美國

出國期間：100年9月16日至9月30日

報告日期：100年12月23日

參加國際貴金屬研討會兼拜訪黃金銀行、交易所等機構報告

內容摘要：

由於 2008 年金融海嘯之後迄今，歐美國家景氣復甦前景仍不穩定，新興國家經濟成長開始趨緩，歐洲地區主權債務愈演愈烈，地緣問題蠢蠢欲動，使得全球系統性風險仍居高不下，金融市場表現相當不穩定，分散風險成爲全球資金及資產配置思考的重點，而黃金、白銀等貴金屬因其與主流金融資產價格上低度相關及具有準貨幣等特性，遂成爲相當重要的選項之一。全球黃金需求大增，且逐漸趨向於現貨，本行黃金業務－無論是黃金存摺或現貨黃金，也都有明顯的成長，但金價的後勢發展，對於業務的影響也愈來愈大。此外，在全球面對金融系統性風險下，許多國家及國際組織均擬訂新的規範，黃金也受到一定程度的影響，對於法令發展的趨勢，也需要注意。

2011 年金價高低價差達 47%，1 月至 11 月金價上漲約二成，但價格波動度也較往年升高。展望 2012 年，一般認爲歐洲主權債務風險極高、全球景氣仍有下行風險、利率將持續處於低檔、貨幣政策趨向寬鬆、各國政府仍需擴張信用以刺激經濟或解決債務問題，因此，黃金的避險性需求仍將持續成長，而印度、大陸及亞洲新興國家的黃金需求仍處增加趨勢，新興國家中央銀行也會繼續分散外匯儲備到黃金，皆使金價的前景也相對樂觀。但金礦生產將維持增加，加上於金融市場表現不佳時，黃金常有套現賣壓，而美元的流動性不足，將使美元有上漲空間，凡此皆將形成金價的壓力，並使短期波動加劇。

另一方面，聯合國、OECD、美英等主要國家基於人權、環保、勞工權益等議題，開始注意主要礦物來源的可信賴度，全球合作制定可信賴的礦物來源管理規範，黃金也名列其中，將使全球黃金供應鏈受到衝擊。此外，對於黃金店頭市場交易也將有新的管理規範，店頭市場的清算交割也與交易所系統結合，以降低交易對手風險。而對黃金有正面幫助的是，愈來愈多清算機構及巴塞爾 III 都已經或計劃將黃金列爲高品質的流動性資產，計入合格擔保品或資本之中，也彰顯出黃金的特殊性質與地位。

本行長期辦理黃金業務，居於國內領導地位，需密切掌握價格趨勢、市場供需結構、交易規範及法令變化，以作爲業務發展之因應與發展參考，並可適時提供客戶客觀資訊，亦可利業務長期成長。

目次

摘要	I
壹、目的	1
貳、過程	2
一、2011 年倫敦金銀市場協會暨倫敦白金與鈀金市場貴金屬研討會 (The LBMA Precious Metals Conference 2011 In Association with the LPPM)	2
(一)、倫敦金銀市場協會(The London Bullion Market Association)	2
(二)、倫敦白金及鈀金市場 (The London Platinum and Palladium Market)	3
(三)、2011 年倫敦金銀市場協會暨倫敦白金與鈀金市場貴金屬研 討會概要	4
(四)、2011 年倫敦金銀市場協會暨倫敦白金與鈀金市場貴金屬研 討會內容摘要	7
1. 國際黃金市場情勢與價格表現概要	7
2. 基本面(1)—黃金供給	10
3. 基本面(2)—投資與避險需求	14
4. 印度及大陸地區	19
二、拜會黃金銀行與交易所等機構	27
(一)、黃金交易的新管理規範	27
1. 美國多德·法蘭克法案(Dodd-Frank Act)	28
2. 店頭市場黃金衍生性商品及個人交易限制	28
3. 黃金被列為高品質且具流動性資產	29
(二)可信賴的黃金	30
參、心得與建議	33
一、持續推廣及強化黃金存摺及黃金撲滿業務	33
二、推動現貨貴金屬商品	33
三、研究申請為倫敦金銀市場協會會員之可行性	33
四、注意可信賴黃金及非衝突來源黃金規範之發展	34

五、研究使用交易所清算機制的必要性·····	34
六、持續並擴大辦理貴金屬理財講座·····	35
七、加強教育訓練與培訓專業人才·····	35
八、推動海外分行及大陸地區分行辦理黃金業務·····	35
附表	
表一、十年市場相關數據比較·····	8
附圖	
圖一、全球前 10 大產金國及年產金量·····	11
圖二、新發現金礦蘊藏量與探勘成本投入金額·····	12
圖三、全球黃金年礦產量·····	13
圖四、全球回流金數量·····	14
圖五、2010 年現貨黃金需求量分佈比例·····	15
圖六、官方部門淨黃金買賣量·····	15
圖七、全球黃金準備量前 13 大及佔外匯儲備比例·····	16
圖八、全球受經理之資產之配置比例·····	17
圖九、投資避險黃金需求分佈及淨數量·····	18
圖十、印度及大陸消費性黃金需求佔全球消費需求比例·····	20
圖十一、歐美與印度及大陸金飾需求量比較·····	20
圖十二、印度家計單位儲蓄投資項目分布概況·····	21
圖十三、大陸儲蓄率比較圖及成長圖·····	23
圖十四、周大福大陸分支店數·····	24
圖十五、大陸飾金消費值·····	24
圖十六、大陸黃金需求量、供給量及金價·····	25
附錄	
附錄一、倫敦金銀市場協會造市會員名錄·····	37

參加國際貴金屬研討會 兼拜訪黃金銀行、交易所等機構報告

壹、目的

自 2008 年金融海嘯過後，金融市場系統性風險大增，對於銀行、金融機構、金融市場的信心明顯下降，對於景氣前景普遍保守甚至於悲觀，分散風險或是現金為王成為資產配置的主流，加上各國政府為了刺激經濟及解決債務問題，實施寬鬆的貨幣政策，使得市場錢滿為患，黃金等貴金屬成為分散風險的良好選項。尤其 2011 年由年初的茉莉花革命引爆一波地緣危機，其後歐洲主權債務及美國債務及財政赤字等問題輪番上場，加上對於景氣的強烈不確定感以及股票市場與房地產市場欲振乏力，國際金價一路上揚，於 9 月 6 日創下 1920 美元之全面新高，但也在套現壓力下，產生大幅震盪，於 15 個交易日內急跌 20%，不過國際市場對後市依然看好。

由於金價的持續上漲，全球黃金需求及供給結構產生明顯的轉變，在歐美是以避險性買盤為主，亞洲則是儲蓄、避險及消費均大量成長，尤其是大陸地區及部分亞洲國家力道持續強勁。而在商品方面，由於避險意識高漲，對於現貨金條、金幣、銀條、銀幣的需求快速增長，而這也是本國銀行貴金屬業務的核心。

惟國內銀行辦理黃金業務的競爭型態也開始改變，受到黃金投資及避險需求增加及價格持續上漲的吸引，許多國內銀行紛紛申請開辦黃金存摺或黃金帳戶類業務，多數銀行係與本行合作，由本行擔任其上手交易銀行及保管銀行，但也有銀行自行與國外黃金銀行合作，開辦相關業務，國內黃金市場規模在此刺激下可能擴大，但競合情勢也趨於微妙與激烈。

此外，金融風暴之後，各國政府或國際組織亦開始修訂金融交易與市場的相關管理規定，以避免類似金融災難再次發生，或是於爆發時，金融機構、金融體系及金融消費者能夠受到保障，降低衝擊，而黃金商品及黃金市場也有了法令及制度上的變化。

本行為國內貴金屬業務－特別是黃金業務的市場領導者，面對國內外市場結構、制度、法令等的變化，需要掌握第一手資訊，俾便及時規劃因應，以利業務永續發展。爰參加國際最重要之倫敦金銀市場協會暨倫敦白金及鈀金市場協會貴金屬研討會，蒐集相關資訊，並直接與國際黃金銀行、金商、精鍊廠、造幣廠、交易所及市場機構等洽商，以期掌握市場契機並能對本行未來業務發展有所助益。

貳、過程

一、2011 年倫敦金銀市場協會暨倫敦白金與鈀金市場貴金屬研討會 (The LBMA Precious Metals Conference 2011 In Association with the LPPM)

本次國際貴金屬研討會之主辦單位為倫敦金銀市場協會，係國際黃金及白銀業界的年度盛事，且為倫敦白金及鈀金市場協會第二次參與聯合辦理，因此全球貴金屬產業上、中、下游業者均齊聚一堂，成為國際貴金屬業界最大的聚會及活動，以下即簡介研討會主辦單位、研討會概要及主要內容。

(一)、倫敦金銀市場協會(The London Bullion Market Association, LBMA)

倫敦金銀市場協會是以倫敦為基礎(London-based)的交易商組織，主要由位於倫敦的黃金及白銀現貨店頭市場批發交易商組成，也可視為倫敦金、銀現貨市場的表徵，同時亦為國際金、銀現貨交易最重要的組織，目前全球黃金及白銀現貨的精煉與檢驗標準、交易慣例、各項標準契約與文件範本等，均由該協會訂定，並受到所有交易商的認可與採用。

該協會西元 1987 年成立時，主要是與英格蘭銀行 (Bank of England, 英國中央銀行) 共同制定黃金與白銀交易的相關規範。時至今日，英國黃金及白銀交易的主管機關雖為英國金融服務業管理局 (Financial Services Authority, FSA)，但該協會與該主管機關仍有相當密切的聯繫與合作，提供主要的建議。

由於倫敦是全球最重要的國際黃金與白銀現貨店頭交易市場，主要貴金屬交易銀行(bullion bank)及交易商均為其會員，該協會所訂定的相關交易規範，也就廣為全球黃金及白銀交易業界所遵循或參考，乃至於有關於衍生性商品交易的 ISDA 合約，也由該會擬定了有關黃金及白銀方面的參考條文，並為全球金融機構所採行。

倫敦金銀市場協會也訂定了有關金銀條塊(bullion)精煉、重量、成色等相關的交割標準(good delivery)規範，其認證 (recognised) 的標準交割名單 (Good Delivery List) 包括了其所認證的精煉廠與檢驗者，成為全球黃金與白銀交易的重要依據，其中對於黃金及白銀品質與規格的規範，也成為國際業界的通用標準。

倫敦金銀市場協會採會員制，會員包括造市會員(Market-making member)、一般會員(Ordinary member)及贊助會員(Associates)。其中最重要的是造市會員，渠等為國際現貨黃金及白銀交易市場的重要流動性提供者，過去造市會員席次相當穩定，鮮少改變，但在金融海嘯發生之後，除了重量級業者不動如山外，有少部分業者退出，並有新加入會員，目前造市會員共有十一家國際主要金融機構（如附錄一）。

LBMA 近年來會員數穩定的成長，除了貴金屬價格的上漲使市場興趣增加外，主要在於有關貴金屬交易的各項國際規範日趨增加及複雜，連銀行貴金屬交易及 BASEL III 都有相關國際性的管理及規定，而 LBMA 為因應此項變化，也成立了法律事務委員會(Regulatory Affairs sub-committee, RAC)，與各國際組織、各國政府單位及貴金屬相關機構與組織密切聯繫與合作，提供各該單位實務上的建議，並通知會員有關資訊，並於歐洲、北美洲及亞洲為會員辦理講習，使會員能掌握第一手資訊及了解如何因應。雖然 LBMA 對會員加入的審核標準嚴格，但仍於會中表示歡迎外國貴金屬交易相關業者申請加入為贊助會員，一起為提升國際貴金屬生產、精煉、交易等品質而努力。本行為我國龍頭貴金屬銀行(bullion bank)，未來似亦可考慮以總行名義加入為會員，以與國際貴金屬社會更加緊密合作。

除前段述及之法規相關事務外，倫敦金銀市場協會近年來也致力於推動降低交易對手風險的清算制度及確認金銀原料係來自於不涉及違反人權、資助戰爭等的乾淨之來源。

(二)、倫敦白金及鈀金市場 (The London Platinum and Palladium Market, LPPM)

LPPM 在性質上與 LBMA 類似，也是一個市場交易與會員組織，由於白金及鈀金在早期並未被列為貴金屬，所以 LPPM 成立較晚，其設立可回溯至 1973 年的倫敦白金訂價制度(London Platinum Quotation)，這是由當時倫敦的主要金屬交易商所共同訂定一天二次的白金現貨價格。稍後，在 1979 年倫敦及蘇黎世的主要白金交易商再共同議定了白金及鈀金的標準交割的規格、成色、檢驗等相關規範。此一非正式的現貨交易制度終於在 1987 年在交易商之間共同簽訂的「創立契約」(Deed of Establishment)下，正式成立了 LPPM。

倫敦白金與鈀金市場仍是以現貨交易為主，但會員也提供遠期契約的報價，交易時間以蘇黎士及倫敦營業時間為範圍，交易最小數量通常為 500 英兩(troy ounce)或 1,000 英兩，並以此為倍數。此一市場在 1989 年將倫敦白金訂價制度改制為更加完備的倫敦白金與金定盤價(Fixings)制度。

LPPM 的會員有完全會員(Full member)、一般會員(Associates)及贊助會員(Affiliates)等三種。完全會員及一般會員都必須是設立於英國、且經常從事白金與鈀金交易的交易商，其資產、淨值、交易經驗等達一定標準者，方能申請，而完全會員則還必須承擔造市、清算、保管、精煉、製造等相關義務，目前之完全會員名單如附錄二。

至於贊助會員則是其相關條件低於完全會員或一般會員之標準，但經 LPPM 審核認為仍在相當程度上參與國際白金與鈀金交易者，也有些是因為並未在英國設立公司或獨立之分支機構。

(三)、2011 年倫敦金銀市場協會暨倫敦白金與鈀金市場貴金屬研討會概要

2011 年 LBMA 貴金屬研討會為第十二屆，本次研討會於 2011 年 9 月 18 日至 20 日於加拿大蒙特婁舉行，會場在蒙特婁市中心之喜來登飯店(Le Centre Sheraton)。此為 LBMA 研討會第一次在加拿大舉辦，雖然近年來加拿大的金礦產量快速減少，已由全球第四大產金國下降至排名第八，且還有續降的可能，但加拿大的金礦商透過購併，其規模並未萎縮，目前全世界前 15 大金礦生產者(gold producer)中，加拿大商即有 5 家，全球最大的巴瑞克(Barrick)也屬加拿大商，他們對金礦之生產、銷售、趨勢分析等，仍具有舉足輕重之影響力。

研討會之大會總主席為倫敦金銀市場協會之現任理事長(Chairman) David Gornall 先生。David Gornall 先生於今年 6 月才由前任理事長 Kevin Crisp 先生手中接下現職，渠現為法國第二大銀行集團之法國外貿銀行(Natixis Bank)貴金屬交易部門之全球主管(Global Head of Precious Metals Trading)。LBMA 之理事長向由在國際貴金屬業界長期任職之銀行或交易商貴金屬部門高階主管擔任，以借助其受業界肯定與尊崇之專業、經驗及人際關係協調、辦理、制定相關事務與規章。

此次研討會為 LPPM 第二次參與，上一次為 2008 年 LPPM 與 LBMA 平行列名聯合主辦，大會主席團也由 LBMA 及 LPPM 共同主持，此次 LPPM 係參與協

辦(in association with)，整體會務及研討會之進行仍以 LBMA 為主，但兩會合一畢竟號召力驚人，國際貴金屬業界均踴躍響應，參加人數超過 500 人，加上工作人員與參展廠商計超過 600 人與會，整層樓的會場人潮洶湧，不但創本研討會歷來最多紀錄，也獨占全球各類貴金屬及金屬研討會之鰲頭，可謂盛況空前，也再一次確立了 LBMA 於國際貴金屬交易的領導地位。而此次研討會場地之所以選擇喜來登飯店，也是因為其客房數及會議場地較為充足，可容納大量參加者，且位於蒙特婁市中心，接近貝爾中心(Centre Bell)、舊溫莎車站(Gare Windsor)、中央火車站(Gare Centrale)、客運總站及市區主要道路 René-Lévesque 等，也是機場接駁巴士的主要路線，機場巴士於飯店前後兩個路口均有停靠站，因此附近交通、商店、餐廳及各項設施齊全，方便賓客們往來、聚會、洽商等之用。

也因此，會外會的機會更是兵家必爭，所以主辦單位更是貼心的將飯店 37 樓的貴賓樓層租下，可全天候使用，並供應早餐及飲料與點心，以供業者們會議洽談之用。由於本行與多家造市等級之國際銀行與交易商以及精煉廠、造幣廠等均有長久良好往來關係，且許多國際業者也希望能與本行交換意見，因此，在既定研討會議程之外，也是小會不斷，甚至在會議前一天，剛抵達蒙特婁，將行李放進旅館，也來不及調整時差，就匆匆換裝，開始與往來業者會商洽談，希望藉由這次研討會，省去往來各國奔波的成本，而能強化與既有往來交易商及供應商之關係，同時伺機開發新的往來關係與蒐集業務資訊。

此次研討會精心設計的議題引人注目，包含目前市場所關切的主要議題，講座亦多為業界一時之選，特摘要如下：

1. Keynote Speech
Pierre Lassonde, Chairman, Franco-Nevada
2. Precious Metals Regulation
Barbara Ridpath, Chief Executive, International Centre for Financial Regulation
3. Macroeconomic Overview
Dr. Avery Shenfeld, Managing Director & Chief Economist, CIBC

4. Are all Commodities the Same: Precious Metals versus other Commodities
John Fallon, President, Pia Capital Management
5. The Realpolitik of Gold
James Steel, Precious Metals Analyst, HSBC Bank USA
6. The Macro Case for Gold-\$500 or \$5000?
Douglas J. Hepworth, CFA, Director of Research,
Gresham Investment Management LLC
7. Gold Investment: Metal, Equity, of ETF?
Jerome Berset, Senior Hedge Fund Analyst,
Palaedino Asset Management
Jean-François Pages, CEO, Swiss Precious Metals Pte. Ltd
8. Silver Investment: Long History, Short Future?
Som Seif, CEO, Claymore Investments Inc
9. PGM Investment: Fundamentally Flowed?
Christoph Eibl, CEO, Tiberius Group
10. Future Trends in Off Road Engine Demand-Platinum Saviour?
Ben Tiley, Global Account Manager, Johnson Matthey Inc.
11. Producer Pressures-The Inside Story
Stuart Murray, CEO, Aquarius Platinum Ltd.
12. Chinese Statistics: Lost in Translation?
David Jollie, Strategic Analyst,
Mitsui & Co Precious Metals, Inc.
13. Increasing Chinese Consumerism and Propensity to Save
Wai-Chan Chan, Director, Partner, OC&C, Greater China
14. Chinese Gold Market Evolution-A Boom or a Bubble?
Zhao Wenjian, Deputy General Manager,
ICBC Precious Metal Department

15. Can India Maintain Its Appetite for Precious Metals?
Rujan Panjwani, President,
Edelweiss Financial Services Limited
16. Silver Investment
Philip Newman, Research Director, Thomson Reuters GFMS
17. Coins and Bars - Demand or Supply
Terry Hanlon, President, Dillon Gage Metals
18. Silver Usage in the Photovoltaic Business-Electrifying
Demand?
Andy London, Global Manager of Phtovoltaic,
Heraeus Materials Technology LLP
19. Conference Summary
Dr. Edel Tully, Dr. Edel Tully,
Global Precious Metals strategist, UBS Investment Bank
20. OECD Due Diligence-Gold Supplement
Tyler Gillard, Legal Expert-Investment Division, OECD
21. LBMA Responsible Gold Guidance
Stewart Murray, Chief Executive, LBMA
22. Conflict Gold-The Good, the Bad and the Ugly
John Bullock, Chairman,
IPMI Environmental and Regulatory Affairs Committee

(四)、2011 年倫敦金銀市場協會暨倫敦白金與鈀金市場貴金屬研討會內容摘要

此次研討會之議題涵蓋全球貴金屬市場與產業發展以及貴金屬行情展望等部分，謹就其與本行貴金屬業務及未來發展相關部分摘要如下：

1. 國際黃金市場情勢與價格表現概要

在眾多的議題之中，價格的表現與未來的趨勢，無疑仍是受到最多的

關注。國際黃金價格由 1999 年及 2001 年的歷史低價區反轉，終結了自 1980 年開始的 20 年大空頭市場，並連續上漲了超過十年，於 2011 年正式邁入第 11 年的長多行情，每年都能突破前一年的高價，於 2007 年突破了 1980 年的歷史高價 850 美元/英兩，在 2008 年第一季即站上千元大關，而在 2008 年金融海嘯後的 10 月份開始，由於整體市場風險的升高，黃金的避險性需求瘋狂攀升，使得黃金價格漲升的速度及幅度都加快加大。且自 2010 年起現貨黃金需求快速加溫，實體交割的需求大量增加，許多精煉廠及國家鑄幣廠都全能生產，但還常發生無法應付市場現貨需求的情況。

此次研討會的前夕，國際現貨金價於 9 月 6 日站上 1920 美元的全新高點，價格偏離程度也接近歷史高位，但在會議期間，金價正在快速下跌，在會議結束後一周內的 9 月 26 日，國際現貨金價觸及每英兩 1534 美元，短短 15 個交易日，金價竟然下跌了 20%。而年來，市場也一直有些雜音，憂慮金價是否能持續多頭或是將會泡沫化的討論也愈來愈多。價格的變化攸關著黃金相關產業、商品的發展，而我國銀行辦理貴金屬業務係以現貨為主，缺乏面對價格下跌時可靈活運用的商品，受到價格趨勢影響甚大，對其發展需要密切的注意。

自 2008 年金融海嘯之後，金價的上漲與「風險」兩個字脫不了關係，避險性買盤大量的湧入，實際觀察上，資金面的確是影響金價相當大的因素，但也帶動了不適當的預期與投機。不過，面對各方對金價的質疑，大會在一開始就把 10 年前，亦即 2001 年 5 月在土耳其伊斯坦堡召開 LBMA 貴金屬研討會時的一些當年 4 月份前後的市場數據和目前(約 2011 年 8-9 月間)的數據做了些比較，也令人發現 10 年來的一些有趣的結果，特摘錄製表如下：

項目	2001 年	2011 年
道瓊工業指數	10,735	11,509(9/16)
美國 3 個月國庫券利率	3.88%	0.03%
美元對歐元匯率	1.12	1.38(9/16)

大陸地區原油消費量	18 億桶	33 億桶
美國原油消費量	72 億桶	70 億桶
大陸地區外匯儲備	1,666 億美元	3.1 兆美元
全球中央銀行淨出售(淨買入以負值表現)黃金數量	479 公噸	-395 公噸
平均每英兩黃金生產成本	319 美元/英兩	700 美元/英兩
平均全球金礦產量	2,620 公噸	2,689 公噸
金銀珠寶黃金需求比例	84%	49%
科技業黃金需求比例	11%	12%
投資黃金需求比例	4%	37%

表一：十年市場相關數據比較

資料來源：LBMA 貴金屬研討會，Pierre Lassonde，湯森路透

由表一的資料比對可以發現，10 年來，美國股市與匯價竟然相去不遠，其原油消費量及黃金的礦產量等變化不大，但利率水準降得極低，全球金礦的生產成本劇增，大陸地區的快速成長所可能帶動的民間黃金消費力道及官方黃金儲備需求大幅增加，黃金的需求結構發生明顯改變，傳統的飾金需求佔總需求比例大減，工業性需求佔比持平，但投資性需求大增。而此處所謂的投資性需求，並非一般認為投機性的短線進出或衍生性商品交易，而是實際購買現貨金條、金幣的比例，其中多數應為避險、保值性需求，且並不傾向於短期間即賣出。

這些數據是否也暗示著，10 年來景氣無法有大幅度的擴張，金融市場的風險加大，而許多人認為目前已高漲的金價，其實是具有實際的支撐，且未來仍有發展的空間，由中央銀行的淨買賣數量，也似乎可發現，未來

官方部門的買入應會持續，且可能成為金價的支撐之一。不過，由需求結構的改變，也表示資金面的進出對目前金價的影響加大，價格趨勢與波動應不若過去由基本需求帶動時的穩定。

雖然會議期間金價是由歷史高點急挫，與會者也提出金價可能泡沫化的討論，但整體而言對 2012 年的金價普遍表示樂觀。主要的原因有：(1) 一般認為歐債問題無法根本解決，明年上半年歐債有再次爆發的可能，將造成金融系統性風險與重擊全球實體經濟。(2) 全球經濟前景充滿不確定性，經濟趨緩的情勢相當明顯。(3) 前述兩點將使得股票市場的走勢相當不穩定，甚至有持續下跌的可能，風險明顯升高。(4) 各國政府為了拯救債務及經濟，將持續寬鬆的貨幣政策，利率將維持相當低的水準，且大量注入市場的資金，可能使得金融市場不穩定，甚至引發商品市場的投機，帶動通貨膨脹的預期。(5) 需求面相當看好，避險性需求將繼續成長，新興國家及亞洲國家的中央銀行仍將增加黃金準備。(6) 供給面則好壞參半，2011 年金礦產量應可微幅增加，但 2012 年或 2013 年後，增產的力道將慢慢減弱，所以短期內礦產仍會在供給面保持一定的壓力，至於回流金已連續兩年減少，應不至於給價格帶來負面影響。

但金價也有其不利因素：(1) 短期美元流動性的不足：由於美國扭轉操作，加上歐洲地區的部份中央銀行及商業銀行因亟需美元流動性，以及股市短期若不斷下跌，也會使得機構法人需要現金，凡此都可能引發黃金的套現賣壓，使得金價承壓。(2) 由於投資人普遍對政府債務及經濟不樂觀，風險意識升高，現金為王的觀念抬頭，使得黃金避險買盤減少，而因為對歐元的發展較為不樂觀，所以持有美元的意願升高。(3) 景氣前景趨緩，通貨膨脹預期降低，使得基本需求及抗通膨買盤減少。(4) 供給面，特別是金礦產量短期內仍有增加的空間，給高檔行情帶來賣壓。(5) 市場居高思危的情緒可能發酵，認為 10 年多頭後，價格可能需要一些調整。

綜合上述看法，與會全體人員對於 2012 年金價仍保持樂觀，咸認為金價有機會突破 2,000 美元大關，且如果系統性風險持續竄高，也有機會更加強勢，而上看 2,200 美元以上的預測。但對於短期內金價以及其他貴金屬價格需要稍微整理一番的共識也相當高。

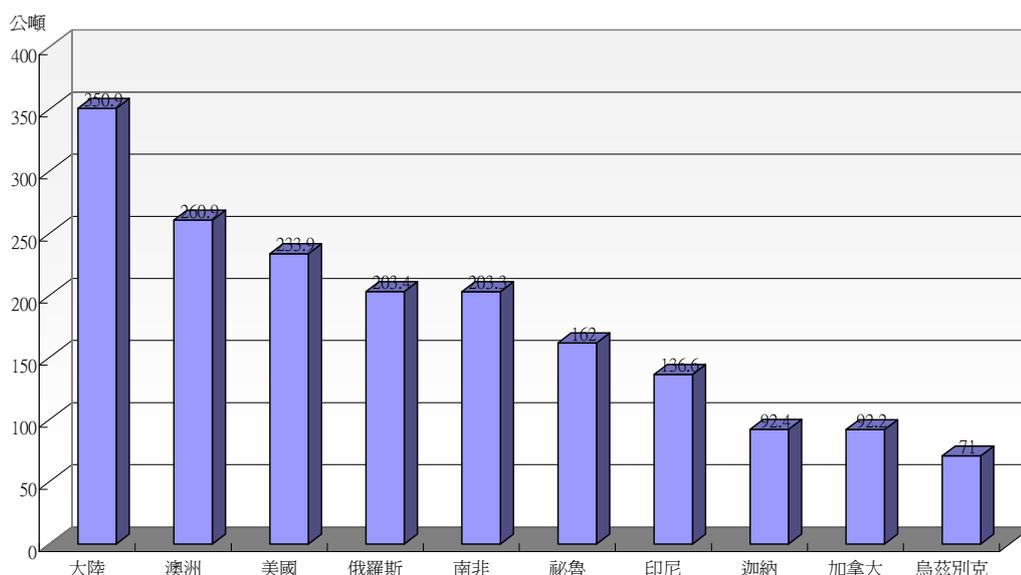
2. 基本面(1)－黃金供給

黃金的供給主要分為兩大部分—金礦生產及回流黃金。由於黃金供給面的趨勢明確，因此，本次研討會不同於以往有供給面的專題，而是散見於幾位討論金價的講者之內容以及座談時幾位與談者的意見中，對於礦產及回流黃金的討論相對少了許多。

在礦業方面，基本上，2010年至2011年上半年，全球黃金礦業仍維持著近年來的結構性變化，亦即過去的產金大國如南非、加拿大等產量明顯下降，南非及加拿大的產金量排名再度後退，分別為第5及第9位。過去的前四大產金國只有澳洲和美國還分居第2、3名，且還能有少量的增產，但澳洲的地表礦源已經消耗大半，開採深度不斷加深，使得其成本壓力加重，預估澳洲一年內每英兩(troy ounce)的生產成本將增加100美元以上，2011年將突破900美元，美國也可能增加50美元，所以也和許多老牌產金國一樣，生產成本不斷地攀升，這個趨勢將可能愈來愈明顯。

目前全球金礦的增產能量主要依靠著新興的產金地區，例如大陸、俄羅斯、秘魯、印尼、迦納等，目前分別為全球排名第1、4、6、8位。大陸地區現為全球排名第一的產金區，但2011年產量預估為380公噸，遠小於南非過去的1,000公噸。2010年全球前10大產金國的排名及產量如圖一。

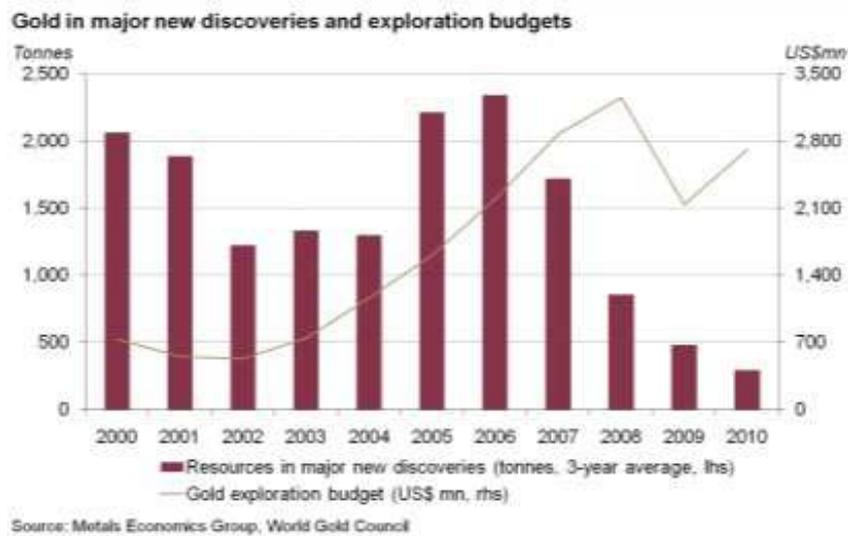
2010年前10大產金國及年產金量



圖一、全球前10大產金國及年產金量(公噸)

資料來源：Thomson Reuters GFMS

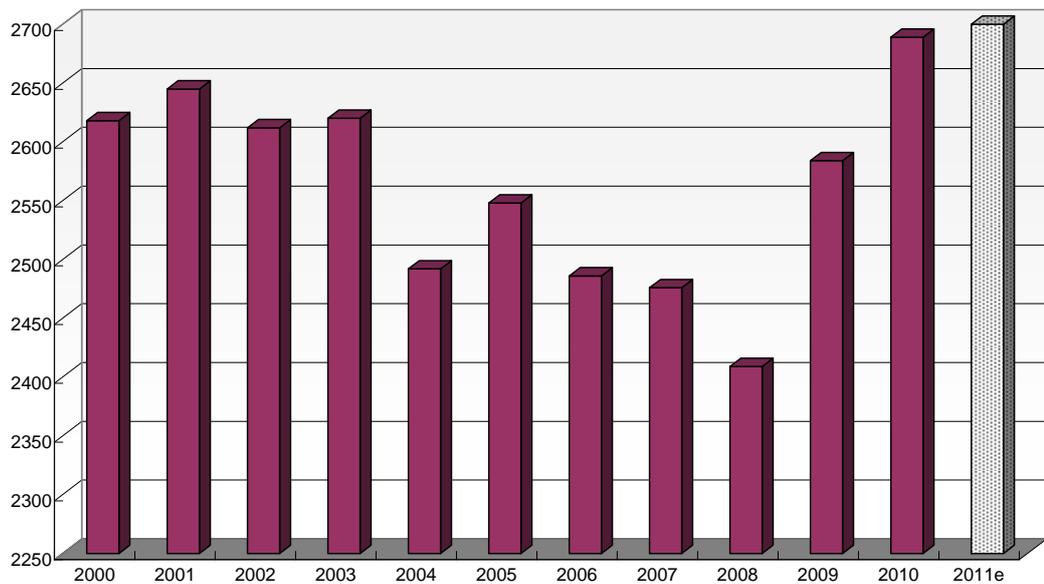
此次研討會中，部分與會者仍表示，目前金礦產出佔全球黃金總供給的約 62%，因此金礦對黃金供給面的影響極大。以全球目前確認可開採的黃金蘊藏量估算，全球金礦恐將於約 10-12 年內開採殆盡，而大陸目前確認之黃金蘊藏量大約也只能維持 6 年的開採。其實，各金礦商自 2000 年來無不投入大量的探勘成本以開發新礦源，但新發現的黃金礦藏數量非常不理想，就長期而言，也代表著全球黃金供應的緊縮。影響更大的是，在此之前，單位黃金生產成本則將提前開始快速上升。



圖二、新發現金礦蘊藏量與探勘成本投入金額

資料來源：Metals Economics Group, WGC, Pierre Lassonde

一般預期短期內由於新興產金國的產能仍在高峰，且高漲的金價對其加速生產的誘因極大，因此金礦產量仍將延續著 2009 年開始的上升趨勢(如圖三)，並可能維持到 2012 年，預估要到 2014 年或 2015 年之後，金礦產量又將恢復 2001 年起的下降趨勢，而且單位生產成本的增加則將更快速。

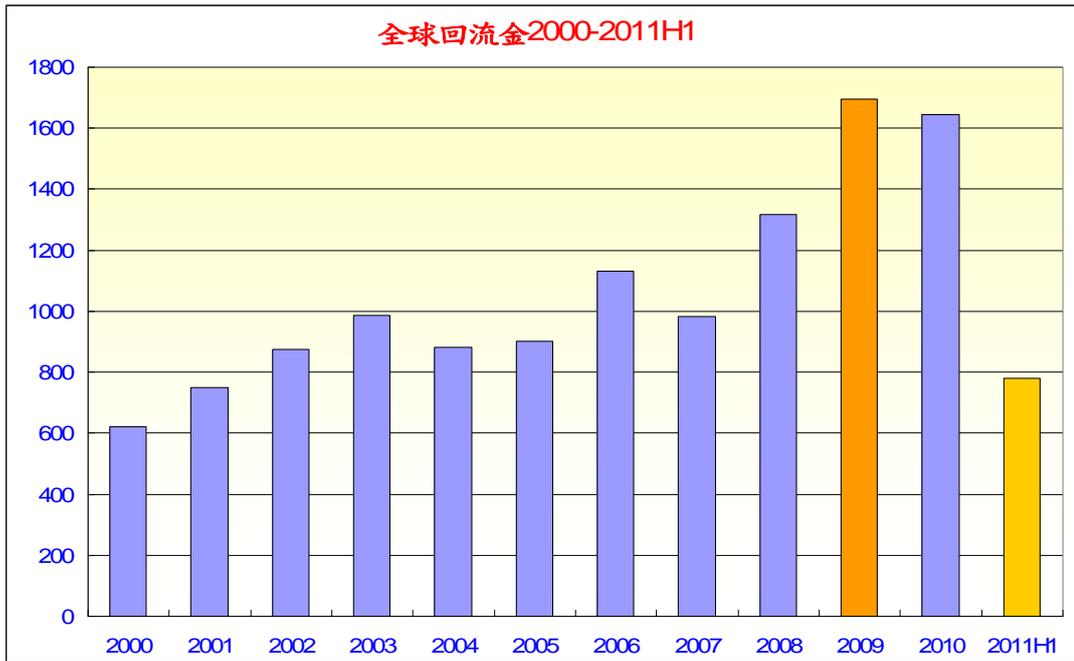


圖三、全球黃金年礦產量（2011 年為估計數量）

資料來源：Thomson Reuters GFMS,WGC

舊金回流

在 2008 年第四季及 2009 年上半年因金融海嘯衝擊而發生的令人慌目驚心的大量回流黃金情形近年來略有改善，符合市場原先的預期。2009 年全年 1,672 公噸的舊金回售一般咸認為將會是天量，未來不太容易超過，除非全球經濟、金融緊張情勢迅速改善，股票、債券、房地產市場均重回榮景，金價轉入空頭，使得近兩年累積的許多避險性現貨窖藏大量流出。至於短中期內，由於全球總體面的系統風險仍相當高，新興國家的消費力道仍強，回流黃金應不至於暴增，也不會形成對金價太大的壓力。目前的擔心是如果景氣發生明顯衰退，導致股市持續下挫，根據過去的經驗，許多機構、投資法人或投資者，乃至於市井小民為了生活，基於現金需求而賣出過去多年來所累積的黃金，以度過難關，可能導致回流舊金再度大增。此外，近來也觀察到，當金價一波段大漲後，也會有獲利性的現貨賣壓，但這種賣盤通常是較為短期的，不至於對金價產生趨勢性扭轉的力量。

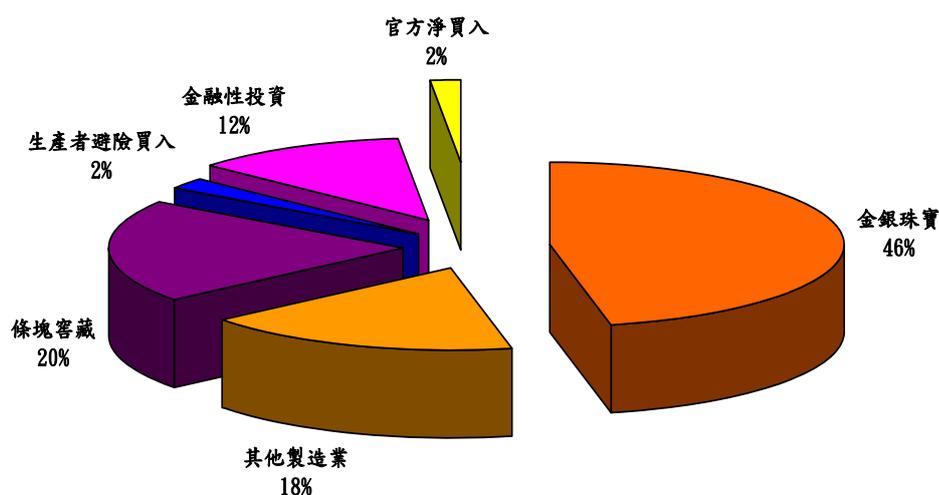


圖四、全球回流金數量

資料來源：Thomson Reuters GFMS,WGC

3. 基本面(2)－投資與避險需求

前文表一的 10 年對照中，提及黃金的需求結構有了重大的改變，以往佔黃金需求八成以上的金銀珠寶業及工業性的需求，已逐漸下降到約六成，反倒是投資與避險性的需求大增，雖然所佔總需求的比例還不到 50%，但由於這個統計是最後統計截止日淨存量的概念，考慮到總交易量及資金流動較基本面需求變化為快速的特性，此一需求對於黃金市場及價格的影響就相當的大。其中最為市場所討論的即為各國中央銀行的黃金準備以及近年來的現貨避險需求等。圖五為 2010 年現貨黃金各項需求量的比例分佈狀況。

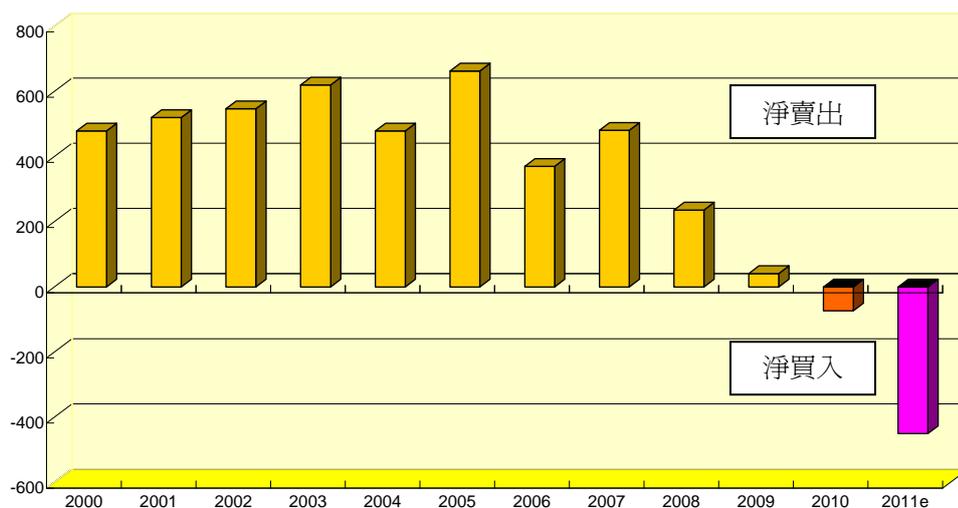


圖五、2010年現貨黃金需求量分佈比例

資料來源：Thomson Reuters GFMS

(1) 中央銀行黃金準備

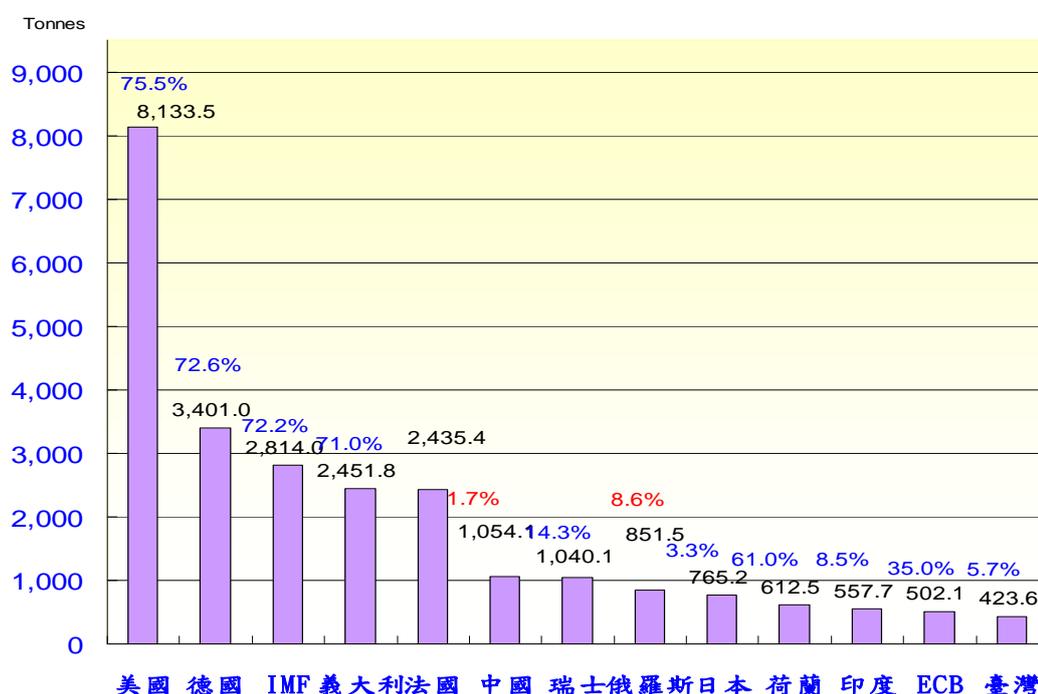
傳統上，由於歐美的中央銀行外匯儲備中，黃金所佔的比例相當高，平均超過 40%，部份甚至達到 60-70%以上，所以，當政府財政收支較為困難、需要籌措資金或是想要轉投資一些孳息收入較高的資產時，通常會想要變賣或運用其所持有的黃金儲備，因此過去中央銀行黃金準備的淨買賣數量通常是淨出售，也理所當然的被列為黃金供給項目之一。



圖六、官方部門淨黃金買賣量

資料來源：Thomson Reuters GFMS, WGC

由圖六可以發現，全球中央銀行黃金準備的淨出售情況，在 2009 年起有了些改變，事實上，當年如果只計算中央銀行的交易，應該以已轉為淨買入，但由於 IMF 出售黃金以解決第三世界國家債務所需資金，也被計入廣義的官方部門買賣，使得當年仍有少量的淨出售量。但從圖形上也明顯的看出，2010 年起，官方部門正式成為黃金的淨買方，而 2011 年上半年就已經超過了 2010 年全年的數量，預估全年官方部門淨買入量將達到 450 公噸。也因此在此統計分類上，有些機構將其列為供給的減項，也有將此轉換為需求項目。



圖七、全球黃金準備量前 13 大及佔外匯儲備比例

資料來源：世界黃金協會

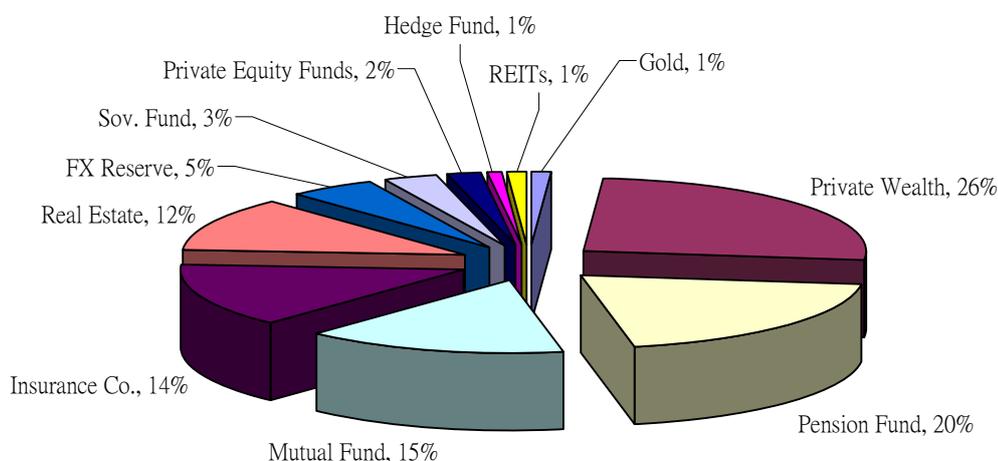
與會人士普遍同意，鑒於全球經濟、金融、貨幣等不確定極高，而許多亞洲國家與新興國家所持有的黃金準備無論是數量上或是比例上都相當低，平均佔外匯準備之比例才約近 2%，遠低於全球平均 11% 的水準，比諸歐美各國就更低了，而美元、美債、歐元、歐債等佔這些新興國家外匯準備之比例相對很高，基於分散風險的考量，無論金價高低，新興國家都將可能繼續增加黃金準備，由長期觀點預估，全球政府黃金佔外匯儲備之平均比例可能由 11% 增加到 15%。根據會議資料的估算，如果主要亞洲國家包括我國、日本、南韓、印度、大陸、泰國及印尼，如果將黃金佔外匯準備

的比例增加到 15%，以 2010 年底或 2011 年上半年的外匯準備金額評估，則至少需要近 18,000 公噸的黃金，約為 7 年的金礦產量，也超過了目前可供經濟開採的黃金蘊藏量半數以上。

此外，在會議中也對在 1990 年代後期到 2000 年代為了改善財政赤字及轉換高孳息投資而大賣黃金準備的歐洲地區部份中央銀行做了評估，如以每英兩 1,500 美元為基礎計算，他們如果保留這些黃金，至少可以增加 2,000 多億美元的價值，遠比轉換其他投資商品的收益要高，而這些國家中央銀行除了彌補政府收支外，其他的投資或許有孳息及名目收益，但實質上卻可能是虧損的，因此，許多國家對於出售黃金準備也就愈來愈保守。目前一項可能的風險在於，如果歐洲主權債務問題愈演愈烈，某些國家最後可能被迫出售黃金準備來應付債務問題，影響到全球黃金供需的平衡。

(2)私部門投資與避險需求

私部門的黃金投資與避險性需求目前約佔總需求的 34%，而且有繼續增加的趨勢，主因在於近年來市場系統性風險太高，經濟前景不確定，政府主權債務及財政問題嚴重，金融體系也不穩定，政府必須採取寬鬆的財政及貨幣政策來提振經濟與解決債務問題。會中多數講者均認為，只要利率一直維持在極低水準，甚至有負實質利率的情形，而政府不斷印鈔擴張信用，加上歐洲主權債務問題的不妥善解決以及景氣不穩定對金融市場的衝擊，這股黃金需求將持續加溫。

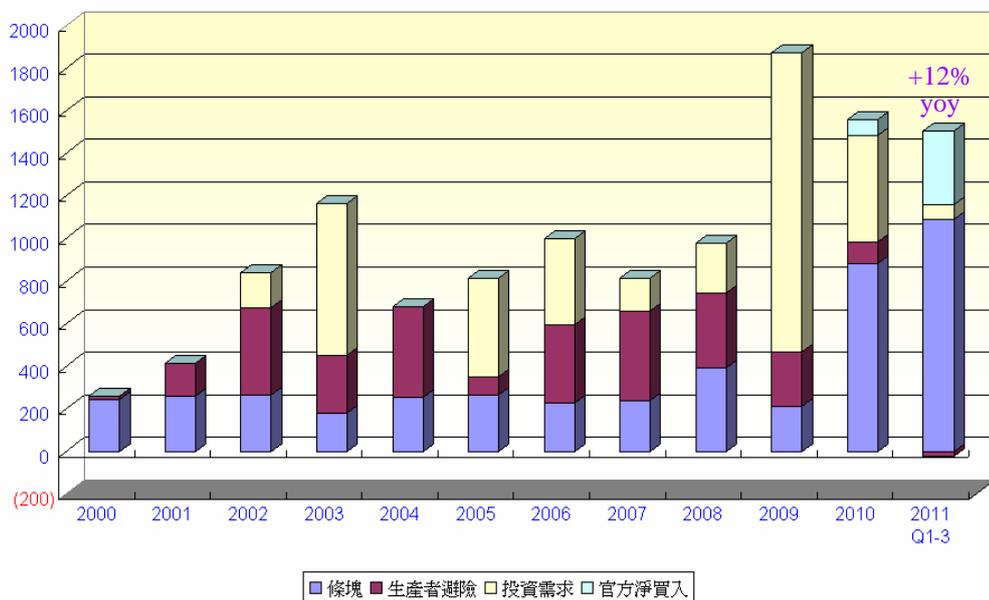


圖八 全球受經理(under management)之資產之配置比例

資料提供：Pierre Lassonde

這是因為實證研究上，金價與主流資產如股票、債券及房地產的長期相關性極低，相關係數約在正負 0.15 之間，受到金融市場的直接衝擊較小，又與大多數商品呈現正相關，表示具有部分對抗物價上漲的功能，且對美元負相關。此外，金價的波動度相對於股價指數及多數商品都較低，面對目前全球經濟、金融的局勢，適度的配置在資產中，可以發揮防禦及分散風險的效果。而估計 2010 年底在全球交付經理機構管理的約 128 兆美元資產中，配置於黃金的比例極低，約只有 1%(如圖 8)，若以全球股、債市約有 200 兆美元的市值計算，則黃金所佔比例更低，因此私部門資產配置分散到黃金的成長潛力相當大。會中指出，若長期將上述 1%的比例提升到 5%，則將會是近 163,000 公噸的黃金，約當於人類有史以來已開採之黃金總量，也就是目前全球地表上所有的黃金。

不過黃金投資與避險需求的數量雖然高，但結構上也有了些改變，由圖九可以發現，此項需求的淨額在 2009 年達到歷史天量，2010 年略微減少，但 2011 年又再度增加，且將可能超越 2009 年。



圖九 投資避險黃金需求分佈及淨數量

資料提供：Thomson Reuters GFMS, WGC

由結構上分析，2009 年增加最多的是 ETF 類的黃金商品，但在 2010 年及 2011 年前三季明顯減少，取而代之的是直接買入現貨金條，且增長幅度

及速度都相當快，生產者避險買回數降低，這些都代表市場風險意識升高，且對價格預期較為樂觀。至於 ETF 類的黃金商品淨數量減少，是否就代表負面的訊息，由於此項統計是截止日的淨買賣數量，或許能指出持金量逐漸接近飽和點，增長減緩，但就交易量來講，並未減少，而整體的持金量仍維持成長，只是成長速度趨緩，而且市場數據指出，許多在黃金 ETF 市場平倉的人，其實是轉向現貨市場，因此，整體私部門的黃金投資避險需求，仍處於成長的趨勢中。

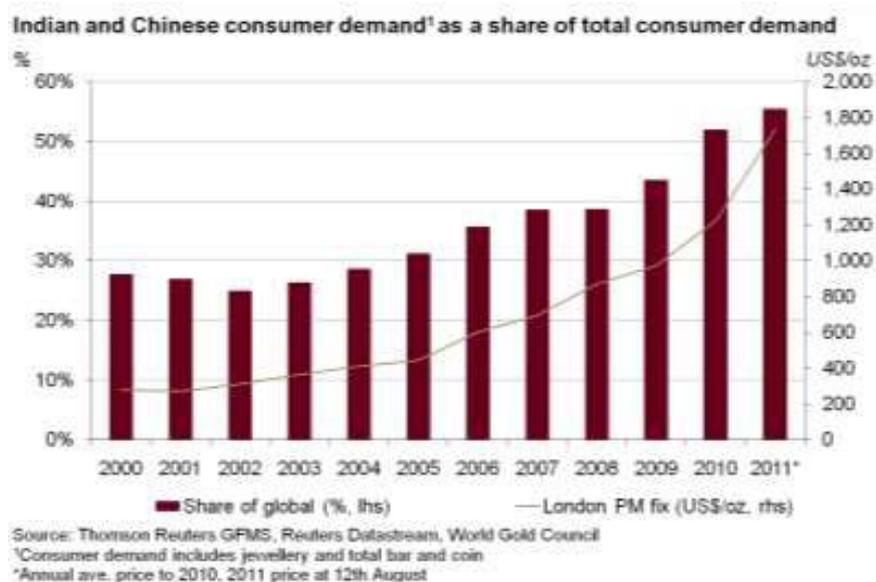
與會者—尤其是來自於歐美的金融業者多認為，這是因為由 2008 年金融海嘯發展迄今，已經普遍引發了對於銀行體系不穩定的覺察，認為金融體系可能違約或發生重大風險的意識不斷升高，投資人開始尋求於危機發生時，能提供相當保障的實體資產(tangible assets)，將部分資產分散到黃金等傳統保值性商品，只不過是在銀行與金融資產外的一項保險，而且因為過去做得太少，所以此一現象方興未艾，趨勢將會繼續。

實際觀察中也發現，除了亞洲，歐美許多私人投資者都開始購買實體的金條及金幣，而在 2011 年 3 月美國猶他州則將美國造幣局鑄造的金幣及銀幣列為法償貨幣；2011 年 4 月，美國德州大學校務基金將其資產配置中的黃金一部分—約 10 億美元轉換為現貨黃金；2011 年 8 月委內瑞拉將黃金產業全部國有化，並要求將存放在英格蘭銀行的 99 公噸黃金準備提領回國。論者或以為這些做法太過於悲觀，但這趨勢也在發展之中。

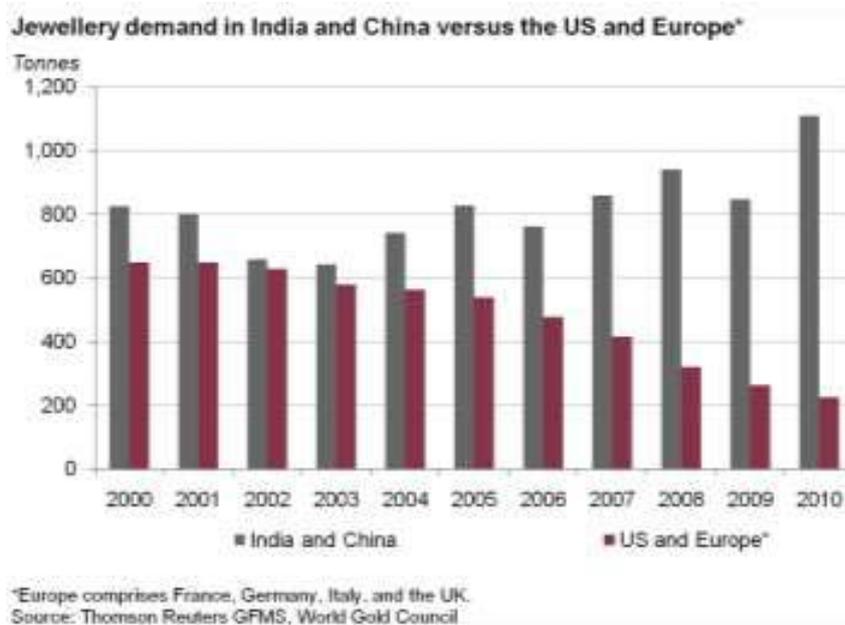
4. 印度及大陸

在全球黃金需求的成長風潮中，印度及大陸無疑是最受到重視的，國際貴金屬業者近年來紛紛前往探路或設置分支機構，許多與會者也熱烈的討論，此次研討會也特別開設一個大陸及印度時段(China and India Session)，邀請當地的業者就市場的關心主題說明，以讓大家了解近來市場發展的兩大黃金巨人(the Evolution of Golden Giants)。此一時段由世界黃金協會遠東區董事總經理鄭良豪先生主持，鄭先生自 1980 年代初期即任職於加拿大皇家造幣廠(Royal Canadian Mint)，於國際黃金業界關係良好，亦經常來台訪問，對本行也相當友好，對於全球黃金產業及零售投資趨勢有極為深入的認識及參與，近年來更直接從事印度、大陸及東南亞

國家黃金市場發展與推廣工作，由其主持當是不二人選。



圖十、印度及大陸消費性黃金需求佔全球消費需求比例
 資料來源：Thomson Reuters GFMS, Reuters Datastream, WGC, Pierre Lassonde



圖十一、歐美與印度及大陸金飾需求量比較
 資料來源：Thomson Reuters GFMS, WGC

整體來說，印度以及大陸的黃金需求規模不斷的擴大，佔全球黃金消費性需求的比例已由 2000 年代初期不到三成，成長到了全球的 55% 上下(如圖十)，相對於過去主導全球需求的美國及歐洲的衰退(如圖十一)，影響力不斷上升，成為國際黃金業者必爭之地。印度於總量上領先大陸，但需求成長並不穩定，常受到價格及景氣的影響而有起伏，並非持續穩定的增加，而大陸則是無論景氣好壞、價格高低，需求量有增無減。

印度

印度為全球最大現貨黃金需求國，目前年黃金進口量約 900 公噸，年消費性黃金使用量(含飾金及金條窖藏)超過 1,000 公噸，但其需求受到價格及景氣的影響極大，金融海嘯之後的 2009 年，黃金需求減少達三成，2010 年雖有二成以上的成長，2011 年上半年也恢復約 25%，但第三季受到金價逐漸走高的衝擊，似乎有些後繼無力，市場也預估 2011 年的進口量恐將減少到 800 公噸，使得市場對其黃金需求胃納量感到懷疑。

Investments as percentage of Total Household Savings in 2010 (in \$ bn)



圖十二、印度家計單位儲蓄投資項目分布概況

資料來源：The Edelweiss Financial Services Limited

但印度最大黃金進口商 The Edelweiss Financial Services Limited 董事長 Mr. Rujan Panjwani 認為，印度的黃金需求成長潛力極大，與會的印度中央銀行(Reserve Bank of India)及其他銀行人員也抱持相同看法。

印度大量的黃金需求主要受到其傳統文化、宗教、習俗的影響。在傳統文化中最重要的是節慶與婚禮，重要的節慶幾乎都需要使用黃金，其中最富盛名的應該是等同於新年的排燈節(或稱光明節)，許多印度的節慶起源傳說都與黃金有關。而婚禮中約 10%-15%的成本是使用於黃金首飾，如果沒有黃金或金飾，就無法舉辦婚禮，因此有所謂「沒有黃金就沒有太太(no gold, no wife)」的說法，交換與佩戴黃金及金飾是婚禮中相當重要的習俗。由於黃金被認為是很好的儲蓄工具，估計民間窖藏黃金應該有 18,000—22,000 公噸。宗教上的黃金需求也很大，千百年來累積了相當多的黃金，今年稍早光是在印度南部的某一神廟庫房中就發現了價值約 300 億美元的黃金，而這類黃金通常不能出售，只能使用。

近年來由於其經濟快速成長、人口增加，配合上習慣使用黃金作為儲蓄、保值的工具，使其黃金需求大幅增長。其中一個重要的原因是因為印度社會制度發展較為緩慢，缺乏保險、退休金、社會安全等保障，加上印度人普遍不相信銀行，根據印度中央銀行的資料，全國近 13 億人口，卻只有約 350 萬個銀行帳戶，這還沒有扣除大都市中的 30%-40%的高所得者經常擁有二個以上銀行戶頭，估計印度至少 60%-70%的家庭沒有銀行帳戶。因此，黃金成為一種重要的儲蓄及保值的工具。印度是個儲蓄率很高的國家，1999 年時的儲蓄約佔 GDP 的 17%，到 2010 年儲蓄這個比率已高達 35%，由於銀行是高所得者的選擇，整體金額大，但房地產及黃金是則是庶民儲蓄最重要的項目，兩者約佔儲蓄的 35%。在 2010 年印度人至少購買了 963 公噸的零售黃金，價值約 380 億美元。

由於印度是個非常年輕的國家，平均年齡只有 27 歲，經濟的活力相對較高，人口尚未老化，每人的負擔較輕，產出潛能高。印度的 GDP 在 2001 年為 4,730 億美元，2012 年預估為 2 兆美元，到 2021 年將可成長一倍以上達 4.5 兆美元，個人所得將可成長三倍到 3,200 美元，估計未來十年消費市場的規模將由目前約 6,000 億美元成長 4 倍為 2.5 兆美元，也因此將有 1.25 億到 1.5 億對新人結婚，加上預估所得將可快速成長，黃金的消費力道將會持續成長。

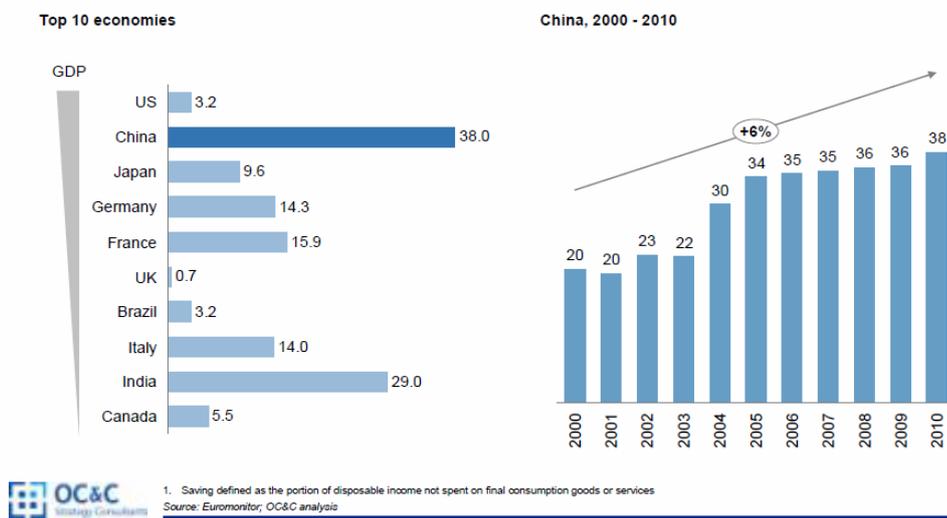
隨著經濟的成長，黃金的投資性需求也開始增加。由於農村的第二代在受了現代教育後觀念的改變，新一代的年輕白領階級，開始使用金條及其他的黃金現貨商品為投資工具，使得條塊的需求開始成長，目前印度人仍然只相信現貨黃金，所以印度的幾檔黃金 ETF 也開始受到注意，由 2007 年開始 3 公噸的黃金 ETF，到 2010 年約為 22 公噸，數量雖然不大，但成長率很高。由 2010 年到 2011 年黃金投資性需求量約成長 51%，估計到 2020 年，每年平均將有 1,300 億美元的投資性資金投入黃金。

大陸

自從大陸於 2002 年開放國內黃金市場交易至今，其已成為全球黃金需求成長最快的地區，也名列全球第一大金礦生產區。背景類似於印度，大陸地區的人口眾多、經濟快速成長、所得穩定增加、消費潛力高，加上傳統上喜愛黃金，社會安全、保險、退休等制度不完全，使得儲蓄率高，使得黃金市場的成長潛力極大。

Despite the fast increasing expenditure, China's saving rate is the highest among the top economies

Savings as % of disposable income¹
%



圖十三、大陸儲蓄率比較圖及成長圖

資料來源：OC&C

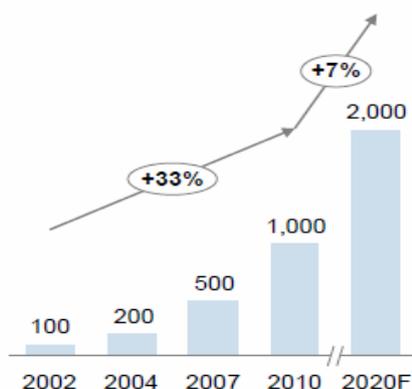
雖然大陸地區的經濟成長快速、經濟規模不斷擴大，炒股、炒房、炒商品等消息不絕於途，間或也有炒金銀的消息，但購買黃金的基本原因之

一非常傳統，即是儲蓄與避險，因為剛由較為貧困的生活中成長，加上社會安全保障不足，無論是退休、醫療、保險都尚不完備，加上華人傳統不喜歡負債，所以儲蓄率相當的高，約佔可支配所得的 38%，為全球前 10 大經濟體中最高者，也高於前述的印度(如圖十三)，而黃金正好是傳統上儲蓄及對抗社會經濟變動最佳的選擇之一。會中提及國際社會一般的印象是大陸在富有之後瘋狂消費，但沒有注意到的是，在花錢的背後是儲蓄也在成長。

會中討論也說明了既然經濟與金融都快速成長，為何黃金還是廣受歡迎，主因之一當然是傳統及文化；另一方面則是大陸地區過去百年來經常都在動盪之中，人心當然有尋求避險的傾向；此外大陸人口眾多，目前金融市場的規模有限，並非人人均可接觸，加上市場的管制很多，購買外匯或是國外的基金、股票等產品更是困難，加上黃金不記名、容易攜帶、具有實體、準貨幣性、抗通貨膨脹等特性，更是多數人心中儲蓄、避險的第一選擇。

除了儲蓄之外，大陸的消費力道當然也相當驚人，就飾金或是相關的商品而言，既是儲蓄、也是消費，當然更具有奢侈品的地位，所以無論是升斗小民有了些錢想要儲蓄，或是新興中產階級乃至富裕人家想要裝飾、彰顯身分，都是很好的選擇。所以前段討論的是存錢，而此處則要看到其花錢的潛力。

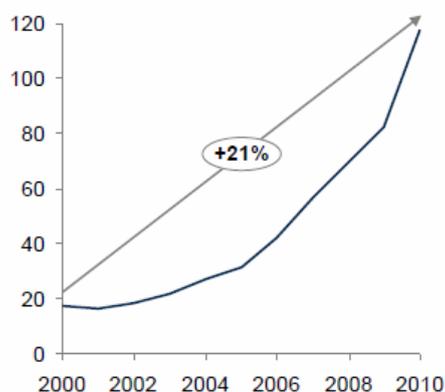
Chow Tai Fook retail store numbers, 2002 – 2020F
#



圖十四、周大福大陸分支店數

資料來源：OC&C

Gold jewellery consumption value in China, 2000 - 2010
bn RMB, %

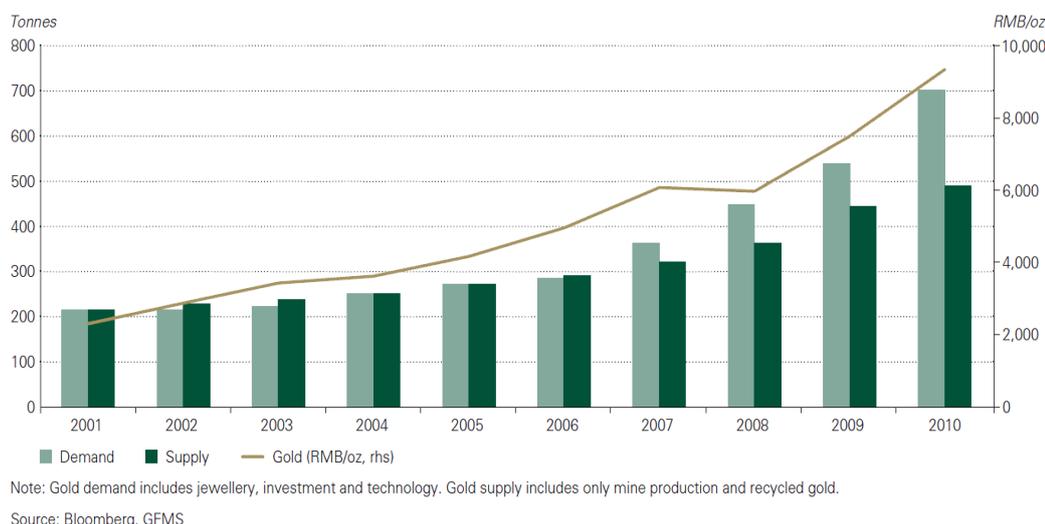


圖十五、大陸飾金消費值

資料來源：OC&C

由消費品的研究顯示，大陸精品、奢侈品的消費市場約佔全球的 27%，而到歐洲購買精品的消費者人數中 75%來自亞洲，其中大陸仍然獨佔鰲頭，而 LV 及 Prada 銷售的 40%及 30%與大陸有關，LV 在大陸有 36 家展售店，其中上海更有全球最大的 LV 旗艦店，Burberry 也計畫在 2015 年前在大陸開設 100 家分店。因此，大陸的確已經進入了消費是為了展示(show off)的階段。

時尚金品當然也在精品之列，此項消費約過去一年增加了 7%。各個黃金零售通路無不卯足全力擴張其分支店數，例如知名的港商周大福已經開設 1,500 家通路(圖十四)，並計畫要上市，一家傳統銀樓在短短數年間成功的擴張成長，可以看出整體黃金消費市場的潛力(圖十五)。



圖十六、大陸黃金需求量(淺綠)、供給量(深綠)，單位：公噸、左軸及金價(線圖)，單位：人民幣/英兩、右軸

資料來源：WGC

當然，黃金也是一項重要的投資選項，過去一年大陸黃金投資需求成長了 39%，上海黃金交易所及各大商業銀行的黃金業務蒸蒸日上，這也是因為民間對於財富增加的渴望，但股票及商品市場並非那麼容易接近，加上主管機關對於股市、房市及商品市場的炒作較為敏感，黃金自然就成為另一選項。而自 2002 年開放黃金買賣以來，黃金市場需求平均以每年 14%的幅度成長，而金礦生產誘因大增，產量也因此而大幅成長，自 2007 年起成為全球第一大金礦生產地區。

最值得本行業務上參考及未來發展借鏡的則是，商業銀行在黃金市場

中的角色。除了傳統的銀樓及新興的貴金屬公司等，商業銀行近年來在黃金市場的地位日漸重要，扮演著連結黃金產業上、下游的中游關鍵地位。

在連結上游方面，商業銀行提供金礦生產者融資服務，協助生產者探勘、購置設備與生產等所需的資金。另一方面，商業銀行也提供產業用金者黃金原料，若製造業者需要融資服務，商業銀行可以直接提供貸款，也可視業者需要辦理黃金借貸(gold leasing, gold loan)，至於所需要的黃金，商業銀行可透過黃金交易所或進口取得。目前大陸有八家商業銀行擁有黃金進口執照。

在一般黃金零售業務方面，商業銀行比銀樓或貴金屬公司擁有信用及通路上的優勢，包括實體通路與虛擬通路。大陸的大型商業銀行均擁有數量極多的分支機構，特別是中、農、工、建四大行及四大股份制銀行，因此可以深耕各個地區，透過銀行櫃台進行黃金交易。此外，銀行也具有資金及技術上優勢，得以開發良好的網路系統，並提供市場與商品訊息，且可從事網路交易。

在交易商品方面，銀行可提供自有品牌或代銷的金條、金幣與紀念性條塊與金幣。也扮演經紀商的角色，經紀上海黃金交易所及上海期貨交易所的交易商品，目前也有其他的交易所與銀行辦理合作事宜。但另一方面，銀行也扮演自營商，與客戶及交易所各自獨立交易，並收取手續費用。大型商業銀行也扮演交易所的做市商(market maker)，積極參與交易。

資料顯示，大陸目前每人平均黃金持有量還不到 4 公克，遠小於許多成熟國家的平均量，也小於全球的平均數，因此未來仍有相當大的成長空間。不過，由於市場剛開始發展，仍有許多挑戰許要面對。主要在於民間對於黃金商品的認識仍多停留在傳統的觀念，且許多人將黃金當作投機性商品，甚至許多新加入的金商也抱著類似的心態，使得黃金市場的發展受到阻礙。也因此，無論是金商或是投資人對黃金商品的特性與資產配置功能並不清楚，更遑論對於市場風險或是信用風險的認知，這是未來市場管理與消費者教育非常重要的一環。此外，黃金商品的種類有限，無法滿足機構投資人、業者等的避險或財務管理上需求，當然，這與相關的管制有關，也有待於未來市場開放。

二、拜會黃金銀行與交易所等機構

此次參加貴金屬研討會的另一目的即是與往來銀行、金商、造幣廠及其他業者的拜會與交流，因國際黃金產業為關係密集行業，相當注重相互往來關係的強化及人際關係的建立，此次於研討會外的一些洽談與會議成果豐碩。另一行程為兼程拜會紐約地區之往來黃金銀行及交易所等機構，洽談業務與收集市場資訊，作為本行未來業務發展之參考。其中涉及本行未來業務發展之機會及可行部分，並不適合於本報告中公開揭露，僅能供作內部研發與未來規劃之用，但有幾項為目前國際黃金市場發展之重要制度，特摘要其重要發展於本報告。

(一) 黃金交易的新管理規範

在金融海嘯發生之後，各國政府主管機關無不重新檢視各項金融管理法規，試圖亡羊補牢，並避免未來再發生類似的金融災難。由於金融海嘯似乎暗示著過去的自由市場或效率市場的假設並無法真的達成金融市場與體系的穩定，因此而訂定各項法規也不能避免金融災難的發生，且自 2008 年至今，無論是立法者或是政府也似乎還未找出一個確定的方向，以預防未來再發生同樣的事件，但許多法規都在修訂，新的規範也多在制定與實施。

傳統上，黃金市場運作的相當順暢，且幾乎沒有發生過重大的違約、弊案或是金融災難。長久以來，黃金市場--特別是現貨及店頭市場(OTC)一直是一個業者組織自律(self-regulatory)的市場，且運作的相當有效率及安全。但也因為如此，許多立法者或是主管機關對這個市場相當不了解，甚至認為黃金市場有些神秘或是不透明(opaque)，此外，由於黃金良好的流動性，具有準貨幣的性質，應可當作良好的金融準備，但也可能成為不明資金移動所使用的對象，因此，在制定新的管理規範時，黃金就被列入考慮。

目前，歐洲地區對於黃金交易還是持著較為自由開放的態度，認為過去的自律方式運作良好，但也有一些法規逐步在訂定，特別是針對店頭市場黃金的清算交割及保管作業，而美國就相對較為嚴格，在訂定一整個包裹的金融法案管理法案時，黃金就名列其中，也因此將影響到全球黃金產業的運作。為此，LBMA 也特別於 2011 年 1 月成立了法規小組(Regulatory Affairs sub-committee)，一方面可與相關法令訂定單位及主管機關密切合作，提供實務上的資訊與建議，另一方面可以對會員從事教育訓練，使會員能夠預作準備，符合法令的要求、降低作業成本、減輕法規實施的衝擊。

1. 美國多德·法蘭克法案(Dodd-Frank Act)

雷曼事件後，主管機關發現，有時很難清楚知道一筆金融交易背後真正的交易對象，也很難立刻清理出到底誰真正的欠了哪個交一對手多少錢，甚至無法清楚知道真正的曝險部位及風險到底有多大，爲了理清金融交易的流程、資金流向、每個交易對手、曝險部位等等，改善現有金融體系及報告中所有可能隱晦、不清的問題，多德·法蘭克法案應運而生。

多德·法蘭克法案共有 2,000 頁，創下了紀錄，但這項法案並沒有任何的法規(regulation)或是實施日期，它是一項概括式的法案(omnibus act)，把所有要規範的事務及原則列出，其餘的部分則由各相關主管機關去訂定詳細法規與實施日期，其中最主要的主管機關應該是美國證管會(SEC)及期貨交易及監督管理委員會(CFTC)。本項法案在 2010 年 7 月簽署，並應該在 12-18 個月內實施，亦即最晚於 2011 年底要有相關的法規並開始施行，但因爲當時每個主管機關或立法者都把想要修訂或增刪的部分塞進這個法案，試圖包山包海的含攝所有的面向，又沒有訂下細節及確切的日期，也沒有罰則，所以各項作業都在延後，因此也讓業界及主管機關有許多反映意見、修改及彈性的空間，但 SEC 應該會希望自 2012 年期開始實施相關法規。

此項法案管理的金融性交易非常多，包含外匯、股票、債券、期貨、選擇權、結構型商品、商品(commodities)等等，據稱黃金只是因爲其流動性良好及交易過程一般人較不了解，所以正好被列了進來，對黃金交易的影響包括：店頭市場衍生性商品、個人店頭市場買賣、巴賽爾協議(BASEL III)、黃金原料來源的證明及零售交易等。由於所有的細節都還在進行中，目前並無法完全確定其內容，但大致方向已經擬定。

2. 店頭市場(OTC)黃金衍生性商品及個人交易限制

主要包括黃金遠期合約、交換(SWAP)、選擇權等，過去 LBMA 均曾訂定相關的交易規範，並爲業界所遵循。但爲了確保交易的安全、清楚了解交易對手、避免交割失敗等，投機性的交易管制將趨嚴格，而新的清算交割制度也將被要求。至於生產者、原料使用者、交易者等從事相對於其現貨部位的避險交易，應該不會在管制範圍，至於清算交割制度，LBMA 與倫敦及紐約的交易所已開始運作。至於黃金遠期合約利率交換及黃金借貸利率交換則可能在加強管理之列，交易規範將更趨嚴格，交易成本也將增加。

此外，在多德·法蘭克法案的 742a 節(section)中對金融商品銷售予個人有許多規範，所以任何對個人銷售使用槓桿或保證金方式的黃金商品將可能受限，除非能證明會在 28 天內交割現貨。

對於未來發展較不確定的是一般民眾的店頭現貨黃金買賣，歐洲及美國對於商品(commodities)交易的限制有許多討論，主要是針對農糧商品，因為這方面的投機炒作將會傷害到一些貧窮國家，也會對新興國家有些影響，對於某些與基礎建設有關的金屬或能源也在討論之列，但每次討論到商品時，黃金也常會被波及，目前這方面的發展並不確定，但要非常的注意，主要是美國的規定可能趨嚴，例如：多德·法蘭克法案的修正提案中，是否會禁止美國一般大眾透過店頭市場買賣貴金屬—包括黃金及白銀？或是為了管制某些較投機性的 ETF 交易，結果也限制了黃金、白銀 ETF 的交易？這都是未來可能發生的爭議，且將影響整個金融界乃至一般交易商、貴金屬公司等黃金交易，也將可能影響我國主管機關及黃金市場的態度。

3. 黃金被列為高品質且具流動性資產(high quality and liquid asset)

由於黃金的信用風險及市場風險相對於其他金融資產低、具有實體價值、變現性良好、與主要金融資產間價格相關性低、且在主要交易所掛牌交易，因此具有令人信任的價值與高流動性，已經開始有些組織或立法機構考慮將黃金列為具流動性資產。

首先，是巴賽爾委員會的銀行法規小組(Basel Committee on Bank Regulation)所正在研擬的銀行資本流動性標準，希望新的資本規範能保障銀行經營的安全及避免類似金融海嘯等嚴重災難的發生，而有關在 BASEL III 中，黃金是否被列為第一類資本(Tier 1 Capital)或其它的資本項目已被列入討論，若一旦通過，對於黃金交易的影響將相當大。

此外，歐洲將極為可能把黃金列為 EMIR(European Market Infrastructure Regulation)下的合格擔保品之一，且由於歐洲地區金融機構的美元流動性極為短缺，使用黃金借貸(gold lending)及交換(SWAP)來取得美元已蔚為風潮，這也凸顯出黃金在流動性中的重要性，所以目前歐洲重要的衍生性商品清算公司 ICE Clear Europe、重要的金屬清算公司—倫敦清算公司(London Clearing House, LCH)、芝加哥商品交易所(CME)、摩根(JP Morgan)等也計畫或同意將黃金列為充抵保證金的合格資產之一。而在亞洲

地區，類似的計畫也在討論之中。考慮到未來新的資本計算規定將可能使銀行的資產負債表承受極大的壓力，因此接受黃金成爲具流動性的資本項目之一，將可能逐漸成爲一種趨勢。

此外，對於美國的多德·法蘭克法案所提的伏克爾(Volker)修正案中，要求某些資產不計入銀行的資產負債表，包括股票及自營部位，但黃金並不包含在此項修正案內，這對銀行是個好消息，當然對黃金的需求可能也有幫助。

(二) 可信賴的黃金(Responsible Gold)

近年來關於可信賴的礦物(Responsible Minerals)的議題在國際社會逐漸受到關注，主要是因爲天然礦物資源的開發、交易及投資通常有產生相當收益的潛力，並可促進經濟、增加所得與財富、挹注社會發展。但不幸的是，礦業的探勘、開發、生產及銷售等，經常與環境保護、工安、人權、勞動條件、勞工權益、地方發展等有密切的關係及利益上的衝突。實際的情況是，許多天然礦業資源是位於高衝突與高風險的區域，在這些地區，礦業的確是經濟的重要來源，但另一方面更可能直接或間接的牽涉到資助軍事衝突、種族傷害、違反及迫害人權、嚴重環境汙染等情事，反而阻礙了經濟與社會的發展。

因此，聯合國、經濟合作發展組織(Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)、美國及許多國際礦業及產業組織等，自 2009 年起開始先後擬具相關的規範或呼應加入及遵守這些規定。這些規定最主要的目的是要求產業界由公司的管理上自我要求，不使用牽涉到衝突來源的礦產(Conflict Minerals)或利用這些礦產製作的零配件、半成品、成品及商品。主要的突破是由 2010 年第二季起由聯合國專家小組(UN Working Group of Experts)、OECD、世界黃金協會及美國國會提案開始，倫敦金銀市場協會(LBMA)隨後也加入成爲觀察員，並提供貴金屬市場的相關專業資訊。

OECD

OECD 結合了許多非洲國家及礦產國、國際組織、產業組織、大型企業及民間團體，草擬了「非衝突來源的礦物供應鏈適當注意指南」(Due Diligence Guidance for Conflict-free Supply Chains of Minerals)，此指南預定於 2011 年底前制訂完成並公布施行。本規定所稱的礦物也包括了黃金，供應鏈是指所有可能接觸到或使用到礦產的礦業生產者(miner)、精鍊及處理業者、原料使用者

及銷售者、製造業者、乃至最終產品銷售者等。此指南也讓業者改善及訂定管理制度，由採購開始就能夠辨別其所接觸或使用的原料或商品供應來源。同時也讓相關業者知道由哪些管道獲得資訊來源，以及需要拒絕任何來自衝突有關或不明來源的原料及商品。其內容包括了五大部分：

1. 建立有效及強力的公司管理系統。
2. 辨認及處理供應鏈中的風險與問題。
3. 擬定與實施回應與處理風險政策。
4. 由第三人設定適當注意的供應鏈檢查點，並實施獨立稽核。
5. 提出供應鏈適當注意報告。

美國

美國則在多德·法蘭克法案的 1502 節(section)中規定任何在 SEC 登錄的公司或是任何供應商要銷售黃金予 SEC 登錄之公司，都必須證明其黃金來源不是剛果共和國或其周邊國家。這項規定包含了 3TsG，即錫(Tin)、鉭(Tantalum)、鎢(Tungsten)及黃金。雖然許多反對者表示此項規定可能殃及無辜，使得許多非洲國家－特別是中非地區－的礦產出口受阻，進而影響渠等國家之經濟，但相關規定已是箭在弦上，確定要實施，SEC 預定於 2011 年底前公布相關規定，並自 2012 年開始實施，相關的國際及產業組織也都表示將加入，由於 SEC 登錄的公司是指資產超過 1,000 萬美金及股東超過 500 人的公司，因此與美國中型以上企業往來，且其交易、產品會使用到 3TsG，或有特定關係者，均可能適用此一規範，對於全球的黃金供應鏈及銷售鏈也將發生極大的影響。

上述規範對於黃金的直接交易、使用到黃金的商品、舊金循環買賣、現有存貨來源等都有影響，目前 LBMA 的法規小組與各主管機關、國際機構等都保持密切的聯繫，對於所有登錄的合格黃金精鍊廠(Good Delivery Refiners)、會員及贊助會員都提供最新的資訊與座談會及教育訓練，業界也普遍以「可信賴的黃金」(Responsible gold)或「衝突來源的黃金」(Conflict gold)等分別稱呼未來可合法使用或非法的黃金。在黃金相關規範方面，除了 LBMA，OECD 及非 OECD 計 41 國、世界銀行、世界黃金協會、國際礦業及金屬協會、可信賴的珠寶協會(Responsible Jewellery Council)、美國電子業公民聯盟(Electronic Industry Citizen Coalition, EICC)、全球 e 產業永續開創聯盟(GeSI)、大型礦業公司都

已經加入此項行動。

LBMA 預定於 OECD 及美國 SEC 公布相關規範後，於 2012 年初公布可信賴的黃金指南(Responsible Gold Guidance)供業界參考。

本行為國內最主要黃金銀行，金條、金幣為主力商品，也批售黃金原料予產業用金業者，這些製造業者的商品也可能銷售至美國等 41 個參加國，本行取得之黃金來源之精鍊廠均為 LBMA 的合格標準交割精鍊廠，往來之造幣局也多為國家造幣單位，應該都會參加此制度，但仍須對此保持密切注意，以確保本行的信譽及安全。

參、心得與建議

此次參加 2011 年倫敦金銀市場協會暨倫敦白金及鈀金市場協會貴金屬研討會，並與各國往來銀行、交易商、精鍊廠、造幣廠、交易所等洽談，收獲豐富，對於未來的業務發展也提供了參考。本行為臺灣貴金屬業務之領導銀行，與國內、外業界關係良好，加以信譽卓著、行員素質優良，辦理黃金業務的經驗及專業豐富，民眾認知度也相當高，面對未來國際金融市場與黃金交易在規範、市場結構等各方面的可能變化，應密切掌握及適切因應，使業務能永續發展成長，並維持領先地位。謹將拜會與會議心得及建議臚陳於後：

一、 強化及推廣黃金存摺與黃金撲滿業務

在金融海嘯之後，黃金及白銀避險性需求大增，且有明顯轉向現貨黃金、白銀之趨勢，店頭市場買賣也日趨熱絡。而本行於臺灣首創之黃金存摺及黃金撲滿，屬於現貨黃金商品，研發之目的即在於解決現貨黃金買賣、攜帶、儲藏保管、回售、檢驗、門檻及價差較高等缺點，具有十足準備，且無需收取保管費，同時有新台幣/公克及美元/英兩計價兩種方式，而可轉換的黃金現貨條塊與金幣種類多，可說是全球最靈活的現貨黃金商品之一。

未來應積極強化黃金存摺及黃金撲滿之功能，使其商品性更加豐富、多元外，使現有客戶及潛在客戶能更加了解此商品之特色、優點及運用方式，作最妥適的運用，俾增裕本行營收，強化本行黃金業務專業形象，又可帶動其他業務發展。

二、 推動現貨貴金屬商品

本行擁有國內最完整之現貨黃金商品線，除了黃金存摺及黃金撲滿外，有規格齊全之金條、金幣、銀幣、紀念幣、套幣等商品，並可以零售及批發方式辦理。由於全球系統性風險仍高，全球投資人逐漸偏好以現貨金、銀商品為主要資產配置之一環，國際精鍊廠及造幣廠近兩年常全能運轉，但仍然供不應求。惟許多行員及客戶對本行現貨貴金屬商品了解有限，甚至不知道本行辦理此類業務，應透過可行管道傳播本行貴金屬商品各項訊息，增加市場曝光度及認知程度，以帶動業務發展。

三、 研究申請為倫敦金銀市場協會會員之可行性

近年來有關國際貴金屬交易的相關規範變化極大，LBMA 為各國際組織及各

國主管機關之徵詢對象，並參與相關規範之制訂，同時即時提供會員最新資訊、辦理座談及相關教育訓練。本行似可研究以總行名義加入該會成為贊助會員，或是由倫敦分行加入為一般會員，俾便隨時掌握市場最新發展，並與國際貴金屬社會更緊密的結合，以利業務之因應與推動。

四、 注意可信賴黃金及非衝突來源黃金規範之發展

本行為國營銀行，信譽卓著。可信賴黃金(礦物)及非衝突來源黃金(礦物)規範已成為全球性之趨勢，一旦施行，對本行之影響包括國外供應來源之確認、相關供應證明文件之取得、在有必要時對外說明本行支持、符合及遵守可信賴之黃金供應鏈相關規範(且須留意是否有外交上之考量)、提供產業用金客戶必須之書面文件使其商品能順利於國際銷售等。由於此對國際礦業供應鏈之規範牽涉範圍很廣，相關國際組織或主要國家之主管機關在規範擬訂上相當審慎，並須聽取各方意見，以致於進度多有延宕，本行當密切注意後續發展，俾妥為因應。

五、 研究使用交易所清算機制的必要性

由於國內銀行辦理貴金屬業務以現貨為主，故本行之貴金屬交易向來是透過店頭市場清算交割，此一以倫敦為基礎之機制也一直相當穩定及安全，並無重大違約等情事發生。但在金融海嘯之後，由於對銀行和金融體系的不信任，交易對手風險升高，而店頭市場交易及交割基本上是基於交易雙方的信用，因此，關於其清算交割風險的關注程度不斷升高。

為此 LBMA 將原來的 6 家清算會員由協會的會員體制下分開，由這 6 家會員另外成立倫敦貴金屬清算公司(London Precious Metals Clearing Ltd., LPMCL)，獨立辦理清算交割，但截至 2010 年，只有總交易量的約十分之一是透過 LPMCL 交割，多數還是交易兩造依 LBMA 規範自行清算。所以，為了使某些交易者能更降低風險，LBMA 又與倫敦金屬交易所(London Metals Exchange, LME)合作，透過倫敦清算公司(London Clearing House, LCH)辦理於倫敦及歐洲市場的黃金交割，將店頭市場的清算交割引進了交易所的系統。此外，在美國地區則與執全球貴金屬期貨、選擇權交易牛耳的前紐約商品交易所(COMEX)之母公司芝加哥商品交易所集團(CME Group)合作，透過其 CME ClearPort 系統，清算於北美地區之倫敦黃金遠期合約。

本行之國際現貨貴金屬交易主要仍使用 LBMA 造市會員及 LPMCL 之交割機制，國際黃金交易界咸認為此制度仍相當安全。但目前許多國際黃金交易者也已

開始同時加入 CME ClearPort 或 LCH 的制度，當作萬一市場風險再度升高、金融機構安全堪慮時的後備方案。當然，使用交易所的清算系統需要承擔相當的成本，因此，當審慎研究未來使用交易所黃金清算系統的必要性與可行性。

六、 持續並擴大辦理貴金屬理財講座

貴金屬商品－特別是黃金，因兼具商品、資產與準貨幣的功能，功能與一般金融商品不同，在目前系統性風險居高不下時，已成為全球注目的「策略性資產」，但國人對於貴金屬商品的了解有限，常是透過媒體片段且可能不正確的報導來認識，臨櫃實務上常可發現，有些客戶對黃金極端保守，但也有投資人操作黃金相當投機，此對業務長期發展利弊參半，故本行除透過理專及網站提供相關訊息，近兩年來也積極透過分行辦理理財講座，傳遞客觀、公正的市場資訊予客戶及社會大眾，未來應持續適時辦理相關講座，一方面可增進服務水準，增加與客戶之互動，對於開拓客源與增加業務量也將極有助益，並可帶動本行其他業務，並可裨益營收。

七、 加強教育訓練與培訓專業人才

貴金屬業務人才培訓不易，在總行需要持續及長期培養交易、商品研發、市場分析、行銷管理、客戶服務、通路管理、風險管理、清算交割、倉儲、物流等相關專業人力，其培育需要相當長的時間與努力，而此部分由於人力有限，補訓相對較為吃力。

而各分行由經辦行員乃至於單位主管，都是業務尖兵，實務上發現許多客戶抱怨多來自於臨櫃業務解說不夠充分，或是臨櫃行員對於業務瞭解不夠深入所致，而對商品、業務及市場愈了解的分行，其業務績效通常也相對良好，成長較為迅速。因此，本行業於 100 年修訂辦理黃金銷售等相關人員資格，要求參與教育訓練，各營業單位派訓也開始較為積極，客戶抱怨略見減少，部分分行業績也有改善，顯示已有初步成效。未來應不斷及持續規劃各種訓練課程及在職培訓計畫，以利業務的永續發展。

八、 推動海外分行及大陸地區分行辦理黃金業務

國際貴金屬業務已經相當成熟及國際化，辦理貴金屬業務之大型黃金銀行與交易商業務範圍多不會僅侷限於一個區域，縱使是近年來歐美新設立的貴金屬交易商也會提供國際性的服務，本行也逐漸有法人或貴賓級個人客戶有於其他地區

或國家交易黃金等貴金屬之需求，據悉國內少數民營銀行亦已於香港開辦貴金屬交易業務，提供其於臺灣的貴賓客戶及於其它地區台商客戶黃金交易服務。

本行長期辦理貴金屬業務，與國際往來黃金銀行、金商、精煉廠及市場機構之關係良好，並具有於其他地區交易與交割黃金等貴金屬之能力，故可研究是否於香港或華人較多地區或未來於大陸地區開辦黃金業務，一方面可強化與當地黃金銀行、交易商及主管機關之關係，同時可蒐集第一手市場資訊，又可服務客戶，至於所需之黃金或產生之部位，初期可由總行統一拋補處理，待其達到相當經濟規模時，則可由海外分行自行建立交易機制及配置貴金屬交易人員，自行辦理相關業務。且鑒於大陸貴金屬市場成長潛力高，且在銀行貴金屬商品較臺灣開放，可與大陸地區商業銀行、金商、市場機構等建立交流管道，掌握當地之資訊與商機，作為未來適時於當地辦理貴金屬業務之參考。本行未來培訓國際金融及海外分行人才時，也可將貴金屬業務列入考慮，俾利於適當時機開辦貴金屬業務。

附錄

附錄一

倫敦金銀市場協會造市會員名錄

會員名稱	會員種類
The Bank of Nova Scotia - ScotiaMocatta	現貨、遠期
Barclays Bank Plc	現貨、遠期、選擇權
Credit Suisse	現貨、選擇權
Deutsche Bank AG	現貨、遠期、選擇權
Goldman Sachs International	現貨、遠期、選擇權
HSBC Bank USA NA	現貨、遠期、選擇權
JP Morgan Chase Bank	現貨、遠期、選擇權
Merrill Lynch International Bank Limited	選擇權
Mitsui & Co Precious Metals Inc	現貨
Société Générale	現貨、遠期
UBS AG	現貨、遠期、選擇權

資料來源：倫敦金銀市場協會 2011.10.