

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書  
(出國類別：其他)

## 參加 HSBC 黃金實務研討會 心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：邱曉玲 (三等專員)

出國地區：英國、倫敦

出國期間：101 年 6 月 23 日至 101 年 7 月 1 日

報告日期：101 年 9 月 7 日

| 目錄                                   | 頁次 |
|--------------------------------------|----|
| 壹、 前言                                | 1  |
| 貳、 倫敦黃金市場介紹                          | 2  |
| 一、倫敦黃金市場概況                           | 2  |
| 二、倫敦黃金市場協會（LBMA）                     | 2  |
| 三、本地倫敦金（Loco London Gold）            | 3  |
| 四、倫敦標準交割金條（London Good Delivery Bar） | 4  |
| 五、倫敦黃金定盤價制度（London Fixing）           | 4  |
| 六、黃金現貨交易實務                           | 5  |
| 參、 影響黃金走勢之因素及其未來展望                   | 10 |
| 一、影響黃金走勢之主要因素                        | 10 |
| 二、黃金市場回顧與展望未來                        | 16 |
| 肆、 黃金作為外匯存底投資資產之新角色                  | 20 |
| 一、持有黃金儲備優點                           | 20 |
| 二、目前各國央行參與黃金市場之概況                    | 23 |
| 三、黃金占外匯存底之最適比例                       | 25 |
| 四、央行在現今金價水準下如何增加黃金儲備                 | 26 |
| 伍、 結語                                | 28 |

## 壹、前言

職奉 派於 101 年 6 月 25 日至 6 月 29 日參加 HSBC 在倫敦舉辦之黃金市場實務研習課程，研討主題包括黃金產品介紹、實體黃金之交易及清算、倫敦黃金定盤價（London Fixing）、黃金未來走勢分析、黃金投資策略以及目前各國央行參與黃金市場之概況。除上述研討課程之外，本次研習安排與該行前台交易員直接溝通，實地瞭解交易員如何提供報價以及倫敦黃金定盤價如何訂定，誠屬難得機會。此外，HSBC 並安排拜訪倫敦黃金市場協會(London Bullion Market Association, LBMA)副執行長 Ruth Crowell 女士，Ruth Crowell 女士並親自介紹倫敦黃金市場協會組織與運作，以及該協會如何促進倫敦黃金市場發展，獲益匪淺。

本篇報告主要分為三部份：首先，介紹倫敦黃金市場之運作，包括本地倫敦金報價方式、倫敦標準交割金條之標準、倫敦黃金定盤價，藉此瞭解黃金交易實務；其次，說明影響黃金走勢之主要因素，並進一步分析黃金未來走勢；最後，探討黃金對外匯存底投資之新角色，以及目前各國央行參與黃金市場之概況，並提出相關投資建議。本報告若有疏漏錯誤之處，尚盼長官同仁不吝指正。

## 貳、倫敦黃金市場介紹

### 一、倫敦黃金市場概況

倫敦目前是全球的主要黃金交易中心，亦是世界上最大與歷史最悠久的黃金市場。倫敦黃金市場係以店頭交易市場(OTC)方式運作，並以批發交易(wholesale)為主，產品主要有現貨、遠期、選擇權。目前主管機關為英國金融管理局(Financial Services Authority, FSA)。

### 二、倫敦黃金市場協會 (LBMA)

倫敦黃金市場協會成立於 1987 年，為一個交易性組織 (trade association)，其主要任務在於負責與主管機關就會員的共同利益問題進行溝通，並制定黃金與白銀之交易、清算、保管等相關規範，例如倫敦標準交割標準 (The Good Delivery System)，以促進倫敦黃金與白銀市場發展。

倫敦黃金市場協會會員主要分為造市會員 (Market makers)、一般會員 (ordinary members) 與贊助會員 (Associates) 等三類：

(1) 造市會員：目前造市會員有 Bank of Nova Scotia、Barclays、Deutsche Bank、HSBC、Goldman Sachs、JP Morgan

Chase、Mitsui & Co. Precious Metals, Inc.、Societe Generale、UBS、Credit Swiss 等共 11 家，其中只有 HSBC 與 JP Morgan Chase 擁有保管黃金的倉儲。對店頭交易市場而言，Market makers 的角色相當重要，係因 Market makers 是市場流動性最後來源。因此，倫敦黃金市場協會要求造市會員在倫敦時間早上 8 點至下午 5 點之間，必須隨時提供黃金與白銀之現貨、遠期、選擇權等產品雙邊報價，單筆最小報價量如表一所示，以維持市場流動性。

表一、LBMA 訂定 Market making 之標準

| Metal  | Spot       | Forwards                                              |                       | Options                                       |                        |
|--------|------------|-------------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------------------------------|------------------------|
| Gold   | 5,000 oz   | 100,000 oz* to 1 year and 50,000 oz from 1 to 5 years |                       | 50,000 oz during the period 1 week to 3 years |                        |
| Silver | 100,000 oz | 1M oz up to 1 year                                    | 0.5M oz up to 3 years | 1M oz from 1 week to 1 year                   | 0.5M oz from 1-3 years |

(2)一般會員：一般會員包括銀行、經紀商、鑄造廠及運輸公司，目前一般會員有 49 家;

(3)贊助會員：贊助會員包括黃金交易商、礦商、精煉廠及檢驗者(Assayers)，目前贊助會員有 66 家。

### 三、本地倫敦金 (Loco London Gold)

本地倫敦金係指在倫敦完成實體黃金交割、交貨為基礎之報價方式。目前黃金現貨市場普遍以本地倫敦金來報價，若客戶要求交貨地在其它地區，則可根據本地倫敦金之報價，再加上兩地區之間實體黃金運輸與保險等所有費用。

#### 四、倫敦標準交割金條（London Good Delivery Bar）

本地倫敦金之交易標的稱為倫敦標準交割金條。倫敦標準交割金條標準係由倫敦黃金市場協會訂定，必須符合下列規定：成色至少為千分之 995 以上、重量在 350 至 430 盎司之間（10.9 公斤至 13.4 公斤）、金條表面無瑕疵，並標示精煉廠品牌、出廠序號、成色與製造年份等資料。

#### 五、倫敦黃金定盤價制度（London Fixing）

倫敦黃金定盤價制度始於 1919 年，定價時間為每日倫敦早上 10 點 30 分與下午 3 點。目前由 Deutsche Bank、Barclays、HSBC、Societe Generale、Bank of Nova Scotia 等 5 家銀行，共同決定以美元計價之黃金定價格，並依據當時 EUR/USD 與 GBP/USD 定價，同時公布歐元與英鎊計價之倫敦黃金定盤價。

在定價時，首先由主席（由上述 5 家銀行輪流擔任，每

任一年，目前是由 Deutsche Bank 擔任）宣布一開盤價，接著 5 家銀行交易室將開盤價告知客戶，詢問客戶是否有意願進場買賣（客戶亦可在定價開始前先行下單），並將買賣數量告知主席，若金塊買賣數量不平且差距在 50 條以上，金價便開始調整直至價格滿足買賣雙方需求，主席便會宣告定價完成。

倫敦黃金定盤價主要功能在於提供一個公正且透明度高之市場價格，而且倫敦黃金定盤價是單一報價（single quoted price），市場上買賣雙方均可以此單一報價達成交易，沒有買賣價差（bid ask spread），許多黃金相關商品亦透過倫敦定價格進行訂價或結算。

## 六、黃金現貨交易實務

黃金現貨交易與外匯即期交易相當類似，單筆最小報價量為 1,000 盎司，交割日為 T+2，Spread 則視市場流動性、報價數量及市場假日決定。

黃金現貨交易之清算帳戶可分為 Allocated account 與 Unallocated Account 兩種：

### （1）Allocated account

Allocated account 中之黃金均為記名，金條之專屬序號均已登

記在客戶帳戶下，市場普遍稱之為 Allocated Gold 或 Physical Gold。由於 Allocated account 中之黃金均為記名序號金條並與保管行資產完全分開，因此無保管行之信用風險。一般而言，投資人若考慮買入並長期持有（buy and hold）黃金，適合以 Allocated account 作為清算帳戶，優點是可以完全避免保管行之信用風險，但缺點是（1）由於每條金條重量不一（介在 350 至 430 盎司之間），若投資人以整數重量進行報價、交易與交割，常常發生庫存金條重量與成交重量發生些微差距而不一致，導致交易雙方必須在交易成交後，再根據庫存金條實際重量重新議定成交重量，造成作業不便；（2）須支付昂貴倉儲保管費。2008 年 Lehman Brother 倒閉後，越來越多機構投資人傾向持有 Allocated Gold，而多數央行則選擇在英格蘭銀行（Bank of England）開設 Allocated account 存放金條。

## （2）Unallocated Account

Unallocated Account 中之黃金並非記名黃金，而僅是表彰在該保管行之黃金資產池中的單位黃金量，市場普遍稱之為 Unallocated Gold。當保管行發生破產時，客戶必須與其他同樣開設該類帳戶的投資人依序取回，可能面臨無法取回之風險，

因此客戶須承擔保管行之信用風險。Unallocated account 優點是（1）投資人若考慮從事積極交易，以 Unallocated Account 進行交割較為便利；（2）Unallocated Gold 可以承作 Gold Lease，增加收益。

表二、Unallocated account 與 Allocated account 比較

| 帳戶類型                | 優點                                      | 缺點              | 適合之交易類型            |
|---------------------|-----------------------------------------|-----------------|--------------------|
| Allocated account   | 無保管行之信用風險。                              | 倉儲費高。<br>交易不便利。 | 適合作為長期持有實體黃金之清算帳戶。 |
| Unallocated account | 交易便利。<br>倉儲費較低。<br>可承作 gold lease，增加收益。 | 有保管行之信用風險。      | 適合作為積極交易之清算帳戶。     |

在黃金市場實務上，投資人僅考慮從事積極交易，而無持有實體黃金需求，只須開設 Unallocated account。若投資人希望持有實體黃金，則有下列 2 種方式處理：

（1）只開設 Allocated account

投資人欲買進黃金時，首先在 Reuters Dealing（或是透過 Bloomberg IB、電話等）請交易聯行針對某一整數重量進行報價（交易對話內容如範例所示），成交後立即請交易聯行清點庫存金條重量，並儘速回覆實際重量與成交重量之差距，雙

方再重新修正成交重量，進行交割。交割時，交易聯行除了將金條運送至客戶所指定保管帳戶，另外還會發出一份 Bar list 通知客戶金條之專屬序號、重量及純度等資料。

### 黃金現貨交易範例

# HI FRD, XAU 50K VAL SPOT ALLOCATED PLS

#1647.70/1648.10

# DONE I BUY

# CFM U BUY 50K GOLD AT 1648.10 VAL T+2

# MY XAU TO HBUS LONDON PLEASE. YOUR USD TO HSBC NY. WOULD APPRECIATE RECEIVING THE WEIGHT DIFFERENCE INFO ASAP

### Bar List 範例

| VAULT REF | BAR NUMBER | REFINER CODE | REFINER SHORT NAME | REFINER LONG NAME        | BAR GROSS WEIGHT | BAR FINE WEIGHT | BAR ASSAY |
|-----------|------------|--------------|--------------------|--------------------------|------------------|-----------------|-----------|
| 10017/    | 114448     | 3856         | JMBRAM             | JOHNSON MATTHEY BRAMPTON | 380.3            | 380.186         | 9997      |
| 10017/    | 114449     | 3856         | JMBRAM             | JOHNSON MATTHEY BRAMPTON | 390.3            | 390.183         | 9997      |
| 10017/    | 114450     | 3856         | JMBRAM             | JOHNSON MATTHEY BRAMPTON | 391.875          | 391.757         | 9997      |
| 10017/    | 114451     | 3856         | JMBRAM             | JOHNSON MATTHEY BRAMPTON | 401.65           | 401.529         | 9997      |
| 10017/    | 114452     | 3856         | JMBRAM             | JOHNSON MATTHEY BRAMPTON | 393.25           | 393.132         | 9997      |
| 10017/    | 114453     | 3856         | JMBRAM             | JOHNSON MATTHEY BRAMPTON | 388.7            | 388.583         | 9997      |
| 10017/    | 114454     | 3856         | JMBRAM             | JOHNSON MATTHEY BRAMPTON | 385.6            | 385.484         | 9997      |
| 10017/    | 114455     | 3856         | JMBRAM             | JOHNSON MATTHEY BRAMPTON | 380.95           | 380.835         | 9997      |
| 10017/    | 114456     | 3856         | JMBRAM             | JOHNSON MATTHEY BRAMPTON | 393.05           | 392.932         | 9997      |

(2) 同時開設 Unallocated account 與 Allocated account。

投資人若同時開設 Unallocated account 與 Allocated

account，則可以先買入數筆 Unallocated Gold，之後視情況需要，再將部份 Unallocated Gold 轉至 Allocated account。部份投資人為降低信用風險，希望 Unallocated account 內黃金只維持一最小單位重量，則可以透過標準指示通知（standard instruction），請保管行自動將超過 430 盎司以上 Unallocated Gold 轉至 Allocated account。

最後，若投資人日後有需要，亦可以通知保管行將 Allocated account 內黃金轉至 Unallocated account。

## 貳、影響黃金走勢之主要因素及其未來展望

### 一、影響黃金走勢之主要因素

影響黃金走勢之因素主要有：需求面、供給面、實質利率水準、美元匯率及地緣政治風險幾項：

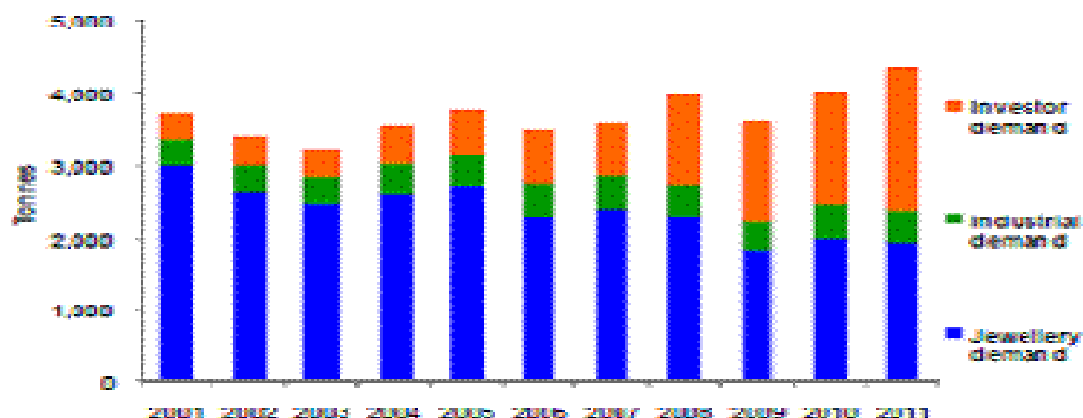
#### （一）需求面

黃金需求主要來自於珠寶需求、工業用途需求及投資性需求。過去珠寶需求占整體黃金需求量之比例最高，曾高達80%以上，近幾年來因金價上漲，導致珠寶需求呈現下滑，加上投資性需求大幅增加，2011年珠寶需求占整體黃金需求量之比例已降至43%。至於工業用途需求則相對持穩，占整體黃金需求量之比例約10%左右。

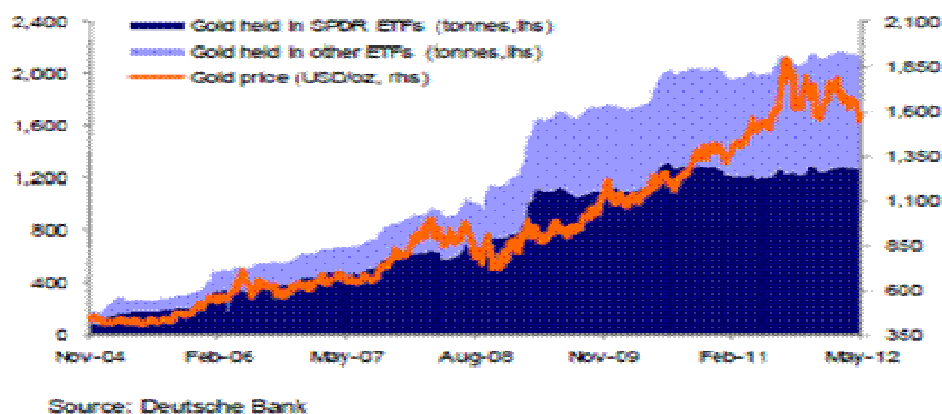
投資性需求主要來自於金條、金幣、黃金ETF及官方機構購買黃金。近幾年來，因新興國家經濟蓬勃發展、原物料價格上揚、美元再度走貶，引發資產組合多元化風潮，加上黃金ETF問世，提供投資人一個更便利管道參與黃金市場，帶動投資性需求大幅成長，即使在2008年次貸危機，金價大幅回檔時，投資性需求仍相對持穩。由此可知，投資性需求對金價走勢之影響越來越大。根據黃金世界協會統計資料顯示，2011年投資性需求達2,148噸，占整體黃金需求量之47%，已超越

珠寶需求之 43%。

圖一：黃金需求



圖二：黃金 ETF 規模與黃金價格走勢



在個別國家中，印度一直是世界第 1 大黃金消費國。印度不論是宗教、傳統習俗及文化皆與黃金關係密切，在印度教中黃金是財富與繁榮象徵，另外黃金還被稱為印度婦女的財富，因此每年年底印度結婚旺季是印度人購買黃金高峰期，往

往也帶動金價於年底走揚。隨著印度經濟持續發展，印度對黃金需求亦隨之增加，根據黃金世界協會統計資料顯示，在珠寶、金條與金幣方面，2011 年印度的黃金需求達 933 噸，占全球需求量之 27%。值得注意的是，近年來中國對黃金需求有逐漸增加趨勢，2011 年中國的黃金需求為 770 噸，占全球需求量之 22%，僅次於印度。

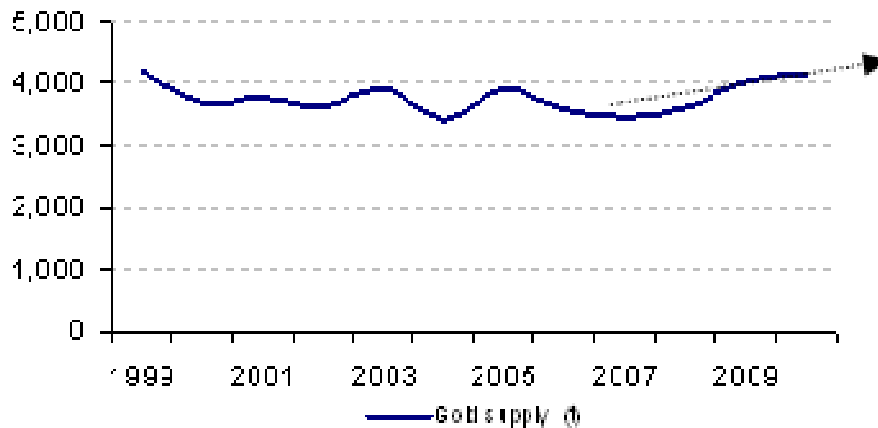
## （二）供給面

黃金供給主要來自於新開採金礦（mine supply）、官方機構出售黃金（official sector sales）、舊金回流（scrap supply）。

新開採金礦一直是黃金供給之主要來源，近幾年來因大量資金投入新礦產探勘，使金礦產量增加，2011 年新開採金礦產量為 2,832 噸，占整體黃金供給量之 63%，市場分析師並預期未來 3 年金礦產量仍將持續增加。

舊金回流部份則與金價走勢息息相關。近幾年來，因金價上漲，舊金回流數量較過去有明顯增加，2011 年舊金回流為 1,665 噸，占整體黃金供給之 37%。值得注意的是，官方機構出售黃金部份於 2010 年已經降至 0，係因近幾年來歐洲各國央行出售黃金意願低落。

圖三、黃金供給量

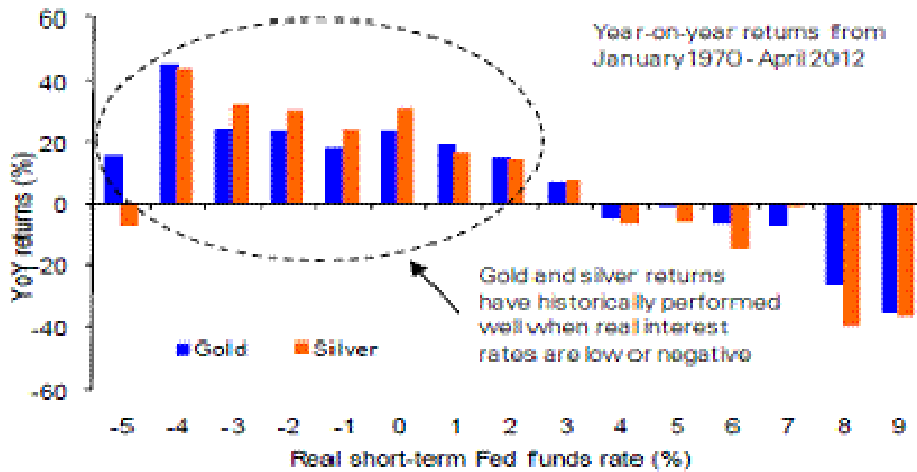


### (三) 實質利率水準

當實質利率水準越低或為負時，黃金表現越佳，主要係因投資黃金沒有利息收入，加上黃金價格波動大，因此當實質利率越高時，持有黃金機會成本越高；再者，當實質利率越高時代表經濟景氣佳，此時投資人偏好將資金轉向其他較高收益資產。

根據 Deutsche Bank 所作實證研究（如圖四所示）發現，自 1970 年至 2012 年 4 月之間，當美國實質利率越低或為負值時，黃金表現越優異；反之，當美國實質利率高於 3% 時，黃金實質報酬便開始由正報酬轉為負報酬。

圖四：黃金年報酬率與美國實質短期利率關係  
(1970/1-2012/4)



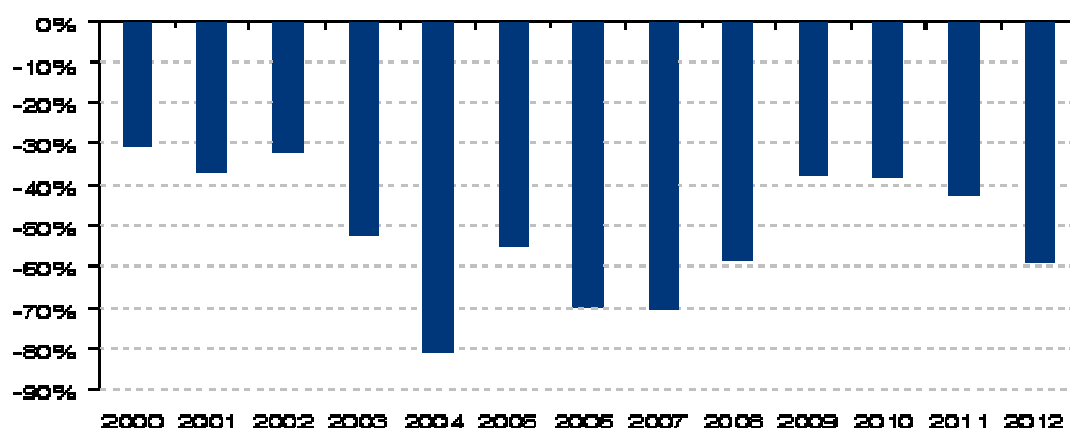
為挽救低迷不振的經濟與居高不下失業率，先前美國聯準會已表示，直至 2014 年底，利率將維持在低點 0.25%-0%。在歐洲方面，因歐債危機持續惡化，歐洲多國經濟已陷入衰退或零成長，歐洲央行於 2012 年 7 月 5 日將基準利率由 1%降至 0.75%之歷史低點，多數市場分析師並預期未來歐洲央行仍可能進一步調降基準利率。其他國家央行為因應歐債危機對經濟負面衝擊之影響，亦普遍傾向維持寬鬆貨幣政策。因此，市場預期未來全球將長期處於一個低利率水準環境，此對黃金走勢將有相當大支撐。

#### (四) 美元匯率

長期以來，黃金走勢與美元呈負相關，如圖五所示，主

要原因包括（1）黃金係以美元計價，當美元貶值時，黃金賣方為反映成本將相對調高售價；（2）當美國聯準會大量印鈔時，美元將趨於疲軟，但黃金因具有保值功能而走強；（3）投資黃金沒有利息收入，當美元走強時，投資人傾向將資金轉向美元資產獲取較高收益。

圖五：黃金與美元指數（the trade weighted US dollar）之相關性



2008 年金融危機後，美國聯準會採取量化寬鬆貨幣政策，大量印鈔充裕市場流動性，導致美元走貶，而黃金價格在此激勵之下快速反彈上揚，在美國聯準會於 2008 年 11 月至 2010 年 3 月採取第 1 輪量化寬鬆措施（QE1），黃金價格上漲約 30%左右（同期間美元指數由 85.0 下跌至 81.07）；在 2010 年 11 月至 2011 年 3 月實行第 2 輪量化寬鬆措施（QE2），黃金價格則上漲約 17%左右（同期間美元指數下跌由 76.48 下跌至

74.30)。由於目前美國經濟復甦緩慢，尤其是就業市場部份，聯準會表示不排除必要時將採取進一步行動，以刺激經濟增長。因此，市場紛紛預期聯準會極可能實施第 3 輪量化寬鬆措施（QE3），屆時美元將趨於弱勢，有利於金價未來發展。

### （五）地緣政治風險

當地緣政治風險升高或發生戰爭危及全球經濟時，有利金價走勢。最顯著例子是 1980 年蘇聯入侵阿富汗，造成國際情勢緊張，加上發生 2 次石油危機，導致當時金價飆升至每盎司 850 美元。

## 二、黃金市場回顧與展望未來

### （一）黃金市場回顧

圖六、黃金價格走勢圖（1972/7-2012/7）



回顧過去，70 年代末期至 80 年代初期，因地緣政治風險

不確定性、石油危機及通貨膨脹隱憂，帶動金價一路走堅，並創下每盎司 850 美元天價。之後，隨著全球經濟快速成長、金融市場蓬勃發展，抑制黃金市場行情。直至 80 年代末期，因美國股市一度崩盤，使金價短暫上揚至每盎司 500 美元左右。

90 年代金價低迷不振，始終維持在每盎司 400 美元以下，並曾一度跌至每盎司 250 美元左右，主要原因有：(1) 美元表現強勢；(2) 實質利率水準偏高；(3) 全球股票市場表現亮麗；(4) 歐洲各國央行大舉出售黃金；(5) 冷戰結束，避險需求降低。

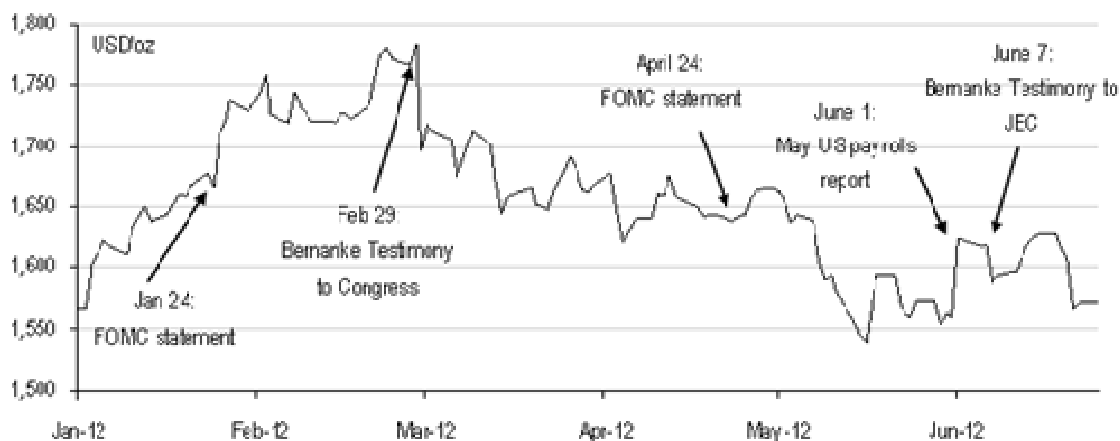
2000 年之後黃金價格出現一波多頭行情，且長達 10 年以上，此波黃金漲勢有多項利多因素支撐，包括 (1) 美元再度走貶；(2) 低利率環境促使資金轉向實體資產；(3) 歐洲各國央行協議每年出售黃金數量，降低對黃金市場賣壓；(4) 恐怖主義興起與地緣政治風險升高；(5) 黃金 ETF 問世，吸引更多資金投入黃金市場；(6) 新興國家崛起，如中國與印度，帶動龐大黃金需求。雖然黃金價格在 2008 年次貸危機時一度回檔，之後在主要央行紛紛採取量化寬鬆貨幣政策、挹注市場流動性的支撐下，迅速反彈並不斷創新高。2011 年下半年因歐債危機加劇以及對未來通貨膨脹疑慮加深情況下，引發另一波黃

金避險需求，進而推升金價於 2011 年 9 月創下歷史高點每盎司 1,920 美元。

## （二）展望未來

2012 年初以來，金價大都在每盎司 1,500 至 1,750 美元之間區間整理，未能續創新高，原因之一為全球經濟成長放緩，黃金需求出現減緩，尤其是印度與中國。其中印度受到政府調高黃金進口稅、經濟成長趨緩以及盧比貶值等因素之影響，2012 年上半年印度對黃金需求量為 389 噸，較上年同期大幅減少 33%。中國則因全球經濟成長放緩，加上進行宏觀調控，近來經濟明顯降溫，導致民眾對黃金需求下降。另一原因為缺乏利多因素推動金價上漲。由下圖可以發現，市場高度期待聯準會實施 QE3 能帶動金價上漲，因此 2012 年初以來聯準會一言一行均明顯影響市場對 QE3 之預期以及金價走勢。

圖七、市場對聯準會是否實施 QE3 之預期對金價具重要影響



未來影響黃金走勢主要因素在於：全球貨幣政策與金融情勢、地緣政治風險及投資性需求。此外，歐債危機發展、美國是否如市場預期推出 QE3、美國總統選舉結果、中國政權轉換，亦將隨時牽動黃金走勢。

市場分析師指出，未來金價要突破近期盤整區間，恢復上漲趨勢，須有下列因素支持：(1) 美國推出 QE3 或是其他央行推出更多寬鬆貨幣政策；(2) 歐債危機再次惡化，引發資金投入黃金市場避險；(3) 印度與中國對黃金需求增加，如上述情境發生，金價未來仍有機會測試前波高點每盎司 1,920 美元。然而，除非黃金整體需求進一步轉強，否則金價將在每盎司 2,000 美元附近承壓。

在下檔風險方面，一旦金價跌破每盎司 1,500 美元，將帶動實體黃金需求與央行買盤進場，另一方面黃金回流部份亦可能大幅縮減造成黃金供給減少，使金價在每盎司 1,450 美元附近獲得支撐。

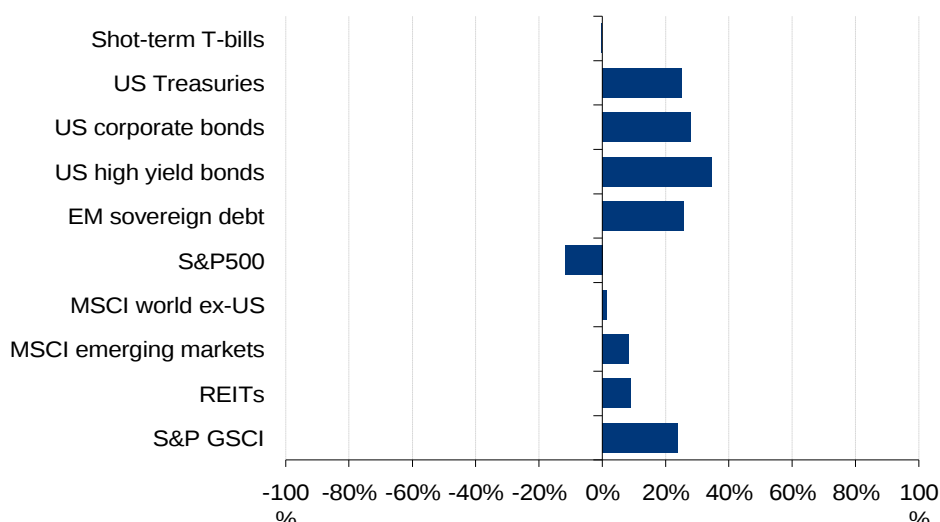
## 參、黃金作為外匯存底投資資產之新角色

### 一、持有黃金儲備優點

#### （一）分散投資風險

根據 World Gold Council 研究顯示，由於影響黃金走勢因素相當多元，如前所述，因此黃金與其他主要資產報酬的相關性低，或是呈負相關，如下圖所示，因此黃金具有投資組合的避險功能，可以有效分散投資組合風險。

圖七：黃金與主要資產月報酬率之相關性  
(2000/1 - 2012/5)

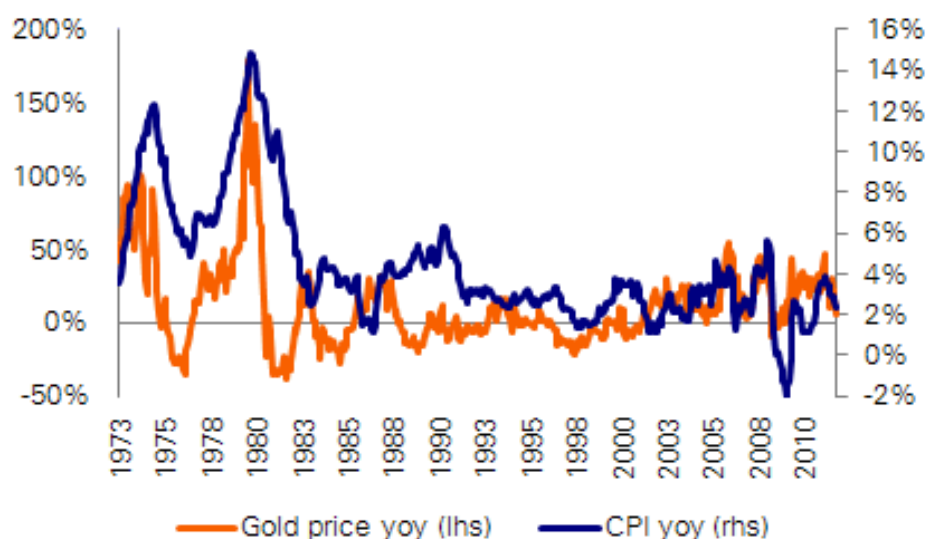


#### （二）作為通膨避險工具

長期而言，黃金具有規避通貨膨脹風險與保值功能（如下圖所示），主要係因（1）黃金非貨幣性資產，無法毫無限制增加供給量；（2）當發生通貨膨脹時，將帶動原物料價格與黃

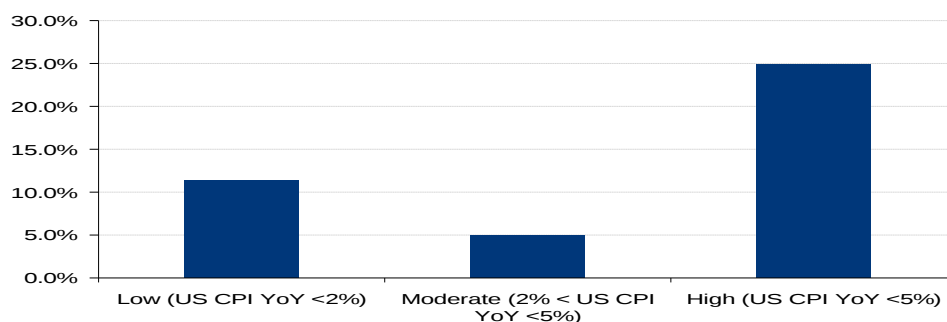
金開採成本，進而帶動黃金價格。因此，當通貨膨脹疑慮升高時，人們將增持黃金以維持本身的購買力。

圖八：金價年成長率與美國消費者物價指數年成長率之走勢（1973 - 2011）



根據世界黃金協會（World Gold Council）實證研究，以美國 1973 年至 2011 年為例，依據其消費者物價指數（CPI）區分為高通貨膨脹（ $CPI > 5\%$ ）、溫和通貨膨脹（ $5\% > CPI > 2\%$ ）及低通貨膨脹時期（ $CPI < 2\%$ ），結果顯示在高通貨膨脹時期，黃金平均年實質報酬約 25%，表現相當突出。

圖九：在不同通貨膨脹狀態下，黃金之平均實質年報酬率表現（USA 1972 - 2011）



### （三）規避美元貶值風險

目前全球央行外匯存底中，仍以美元比例為最高，一旦美元走貶，外匯存底資產價值將明顯縮水。由實證資料顯示，黃金走勢與美元具有負相關，因此在外匯存底中配置黃金，有助於規避美元貶值風險。

### （四）避險資產（Safe Haven Asset）

長期以來，在發生地緣政治或金融危機時，黃金均被視為避險資產。

不同於其他避險資產，例如政府公債，黃金不是任何國家或央行的負債項目，不具任何信用風險（credit risk free）。再者，不同於個別貨幣，黃金價格不易被個別國家貨幣或財政政策所操弄或影響。

## 二、目前各國央行參與黃金市場之概況

### （一）2010 年全球央行開始轉為黃金淨買方

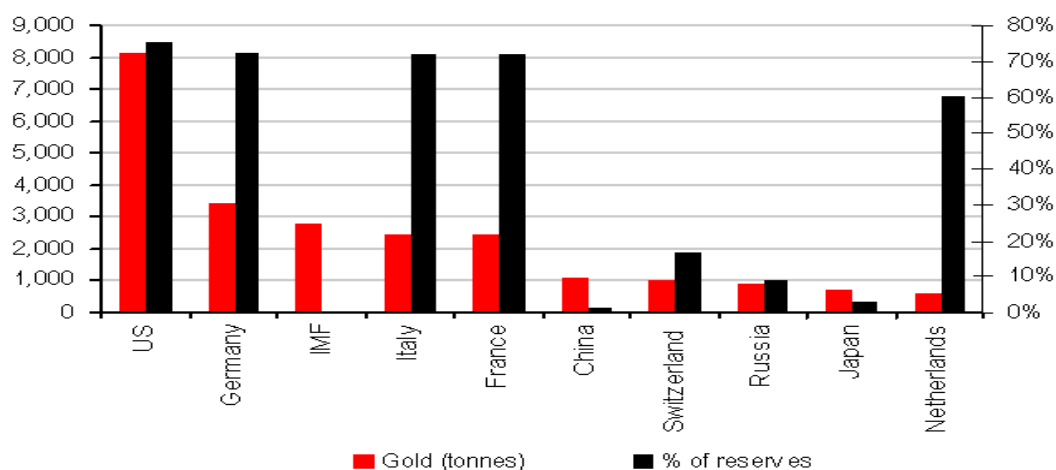
過去近 20 年以來，全球央行一直為黃金淨賣方，直至 2010 年才開始轉為黃金淨買方。根據統計資料顯示，全球央行在 2010 年購買 77 噸黃金，2011 年則大幅購買 456 噸黃金。

### （二）美國、日本及歐洲各國央行幾乎無出售黃金意願

過去在冷戰時期，西方國家普遍持有大量黃金以因應地緣政治風險。冷戰結束後，歐洲各國央行紛紛開始出售黃金，藉此解決其財政赤字問題。為避免央行毫無節制拋售持有之黃金，拖累當時低迷金價，歐洲 14 國央行與歐洲央行於 1999 年 9 月 26 日開始簽署 5 年一期之央行出售黃金協議(Central Bank Gold Agreement, CBGA)，限制簽約國每年出售黃金上限為 400 噸。之後，前述歐洲各國央行及歐洲央行陸續簽署第二期央行出售黃金協議（2004/9/27-2009/9/26）與第三期央行出售黃金協議（2009/9/27-2014/9/26），簽約國含歐洲央行在內增加至 19 國。雖然第三期央行出售黃金協議於 2014 年到期期滿，但過去 3 年以來，歐洲各國央行幾乎無任何意願出售持有之黃金。除了歐洲各國央行之外，美國與日本亦表示無意願出售持有之

黃金。

圖：主要央行持有黃金數量及其占外匯存底之比例



### （三）新興市場國家央行增持大量黃金，以分散其外匯存底

不同於美國、德國、法國、義大利、瑞士等國央行持有大量黃金，新興市場國家央行持有之黃金數量普遍偏低，其持有之黃金占外匯存底之比例普遍低於 5%（目前全球黃金儲備平均比例約 12%左右）。

過去 10 年來，新興市場國家經濟快速成長，亦累積大量外匯存底。據統計，全球外匯存底於 2001 年時約為 2 兆美元，而在 2011 年底，該數值膨脹到 10.3 兆美元。這些新興市場國家央行紛紛增持大量黃金，藉此分散其外匯存底。據報導，中國、俄羅斯、印度、墨西哥、泰國、南韓、土耳其及玻利維亞

等國近幾年來均大量購買黃金。

部分新興市場國家不斷快速的增加外匯存底規模，使得原本占其外匯存底比重已經很低的黃金儲備比重更加減少。許多新興市場國家已成為黃金市場的主要買家，其主要目的便是希望讓黃金在外匯存底中的比例回到先前的水準或是某一目標水準。例如，俄羅斯央行先前表示，其黃金占外匯存底之比例將維持在 10% 左右；哈薩克央行則表示，計畫將其黃金占外匯存底之比例提高至 15%。對這些國家來說，購買黃金已成為讓外匯存底配置多元化之一種具有吸引力的方式。

除了由海外進口黃金以外，部份新興市場國家盡其所能的購買該國所產出的黃金以增加其外匯存底中的黃金儲備，例如中國、俄羅斯、菲律賓、委內瑞拉等。除了增持黃金儲備以外，部份國家亦鼓勵其國內民眾投資與持有黃金，希望將更多黃金留在國內。

### 三、黃金占外匯存底之最適比例

雖然黃金作為儲備資產有上述多項優點，但其缺點在於黃金價格波動大，且投資黃金並無利息收入。對此，各國央行可參考下列幾點，評估其黃金占外匯存底之最適比例：經濟規

模及其開放程度、外匯存底規模、外債規模、對風險容忍度(risk tolerance level)、對持有貨幣(fiat currency)信心、國內是否有生產黃金、對黃金未來走勢看法及法定規定(例如, ECB 要求歐洲各國黃金占外匯存底之比例不得低於 15%)。

#### 四、央行在現今金價水準下如何增加黃金儲備

##### (一) 直接購買黃金現貨或未來交割之遠期契約

央行可以在 OTC 市場上直接買進黃金現貨或未來交割之遠期契約, 累積黃金儲備。或是透過交易聯行下單, 預先指定按某段期間之倫敦黃金定盤價分批買進。

##### (二) 採行直接購買黃金及賣出選擇權賣權之混合策略

除了直接購買黃金現貨或未來交割之遠期契約之外, 央行亦可同時採行賣出選擇權賣權之策略。舉例說明, 假設目前黃金市價在每盎司 1,550 美元附近, 而央行設定在黃金每盎司 1,400 美元價位增持部位, 則可以賣出一個黃金賣權給交易對手, 約定期間為 3 個月, 履約價為每盎司 1,400 美元。在約定期間內, 若黃金市價低於該賣權履約價格, 央行將以每盎司 1,400 美元向交易對手(賣權的買方)購入約定數量之黃金; 若黃金價格一直高於每盎司 1,400 美元, 該賣權到期時將完全

失去價值，央行可賺取交易對手所支付的權利金。

該策略優點在於（1）央行明確知道未來取得黃金的價格（也就是出售賣權之履約價）；（2）若市場走向與預期不同，仍可賺取交易對手所支付的權利金。但缺點是（1）央行得承擔交易對手風險；（2）當黃金價格出現大幅下跌時，央行將以相對偏高價格取得黃金。

## 伍、結語

目前全球經濟復甦力道疲弱，加上歐債危機持續，預期各國央行將繼續維持寬鬆貨幣政策，未來全球將長期處於一個低利率水準環境。再者，美國財政問題嚴重，加上聯準會或將採取第 3 輪量化寬鬆貨幣政策以提振經濟成長，美元長期仍將趨於弱勢。而其他央行亦紛紛透過非傳統貨幣政策，買進公債，市場憂慮資金氾濫情況將導致未來通貨膨脹水準升高，Pimco 便表示未來三至五年全球平均通貨膨脹水準將高於過去 25 年的水準。對此，身為保守的投資者以及注重風險管理的央行，應善用各種投資工具，規避弱勢美元、對抗通貨膨脹、分散投資組合，因應金融市場動盪，以保護自己外匯存底的投資價值。

在眾多投資工具之中，黃金是少數之一可以全面滿足上述需求。黃金與其他主要資產報酬的相關性低，或是呈負相關，故具備分散投資風險功能，加上其 hard currency 特質，可規避美元貶值與通貨膨脹風險之特質，因此黃金在外匯存底資產中所扮演角色越來越重要。

許多國家央行已經意識到黃金儲備重要性，美國、日本及歐洲各國央行均表示無任何意願出售持有之黃金，而新興市

場國家央行則紛紛增持大量黃金，包括中國、俄羅斯、印度、墨西哥、泰國、南韓及土耳其等國。根據國際貨幣基金組織（IMF）統計資料顯示，目前新興市場國家央行持有之黃金數量普遍偏低，其持有之黃金占外匯存底之比例大都低於 5%，例如擁有 3.2 兆美元外匯存底之中國大陸，其黃金儲備占外匯存底之比例僅 1.78%。因此，預期中長期新興市場國家央行仍將持續增持黃金儲備，以分散投資組合風險。