

---

## 中国黄金市场未来发展方向建议报告

---

## 目录

1 前言	01
1.1 目的和范围	01
1.2 结构	01
1.3 方法	01
1.4 作者	02
2 中国黄金市场的演变和主要挑战	03
2.1 黄金市场在过去20年的演变	03
2.2 金融市场发展	04
2.3 需要改进的领域	04
3 分析和建议	05
3.1 黄金市场监管和标准	05
3.2 机构投资者黄金市场准入	08
3.3 黄金市场基础设施	10
附录	12
一: 国际金融和黄金市场进展	12
二: 中国机构投资者的黄金案例	13
三: 中国黄金市场的投资产品	15
四: 参考文献	17

# 1: 报告概述

## 1.1. 目的和范围

二十年前,中国的黄金市场很小,中国以外的人很少关注它,但中国采取了仔细而谨慎的策略,为黄金市场的成长奠定了基础。2002年上海黄金交易所(SGE)的创立,以及一系列的市场化政策措施,为中国黄金市场成为世界上最大的黄金市场创造了必要的条件。

尽管中国黄金市场规模巨大,但仍面临很多挑战,例如,分散的黄金监管框架,狭窄的黄金投资市场投资者群体,而中国的黄金市场基础设施虽然令人印象深刻,却还不够强大。

中国的黄金市场并不是孤立存在,它处在一个日新月异的国家之中。中国的金融市场正在向海外投资者开放,人民币在国际上获得越来越多的关注,社会也在改变,例如,环境和社会问题对中国人来说正变得越来越重要。

今天,中国的黄金行业正处于十字路口,行业龙头正在问下一步将会去哪里?为了确保黄金行业在未来三到五年甚至更长时间的平稳发展,我们认为有三个问题需要考虑:

- 中国国内黄金投资市场如何变得更强?
- 中国黄金交易市场如何为全球一体化做好准备?
- 黄金如何支持人民币国际化?

本报告关注中国的黄金投资和交易市场。中国的金饰和科技市场发展强劲,他们不在本报告的关心范围内,但中国的投资和交易市场将受益于战略指导,而这一部分市场的发展将为人民币国际化提供支持。

本报告没有探讨中国在全球金融和黄金市场中的领导角色这一长期问题。中国正在迅速成为世界领导者。在不久的将来,它将成为世界上最富有、人口最多的国家之一。中国的公司将遍布全球,人民币将成为主要储备货币之一,与美元、欧元和日元并列,而资本管制将成为历史。超国家机构将被重新塑造,新的机构将会出现,以彰显中国作为全球领导者的角色。当然,中国将成为全球最大最强的黄金市场。但这也将引发很多问题:中国如何在全球黄金行业中发挥领导地位,如何在全球金融市场中发挥作用?中国人民银行和其他政策制定者如何塑造黄金在全球金融体系中的地位?这些问题不在本报告的范围之内,但是我们鼓励政策制定者和黄金行业的人士在未来几年对这些问题加以思考。

## 1.2. 结构

本报告重点介绍了与中国黄金市场有关的三个相关领域:

- 监管和标准
- 机构准入
- 市场基础设施

本报告的每一部分都以相似的结构编写,首先是总结,然后详细分析市场面临的挑战,最后是我们为克服这些挑战所提出的建议。

总之,这些建议将使中国的黄金投资市场更加强大,为其全球一体化进程做好准备,并为人民币国际化提供支持。

## 1.3. 方法

本报告的研究和分析分为三个不同的方面:

- 行业调查:与上海黄金交易所、上海期货交易所和国内银行的贵金属单位以及参与中国黄金市场的国际银行进行现场对话。
- 国际见解:对伦敦黄金市场进行调查,与世界黄金协会工作人员和其他金融专家会面。
- 文献和数据回顾:全面处理数据和研究,特别关注世界黄金协会的报告以及中国人民银行金融市场司和上海黄金交易所、上海期货交易所、中国黄金协会共同参与编写并每年发布的中国黄金市场报告。

---

## 1.4. 作者

**张承惠女士**，国务院发展研究中心金融研究所所长、研究员，中国金融学会副秘书长，博士生导师。中国社会科学院研究生院院长，中国人民银行金融学院硕士生导师，清华大学（五道口）硕士生导师，国务院特殊津贴获得者。

张女士的主要研究领域包括金融改革、中小企业（SME）融资和新融资。曾参加国务院发展研究中心数十项重点课题，主持十多项重点课题，担任50多项金融研究课题的负责人，发表论文300余篇，其中多篇论文被评为优秀论文。她曾多次获得中国发展研究奖。

**陈道富先生**，1976年9月生于福州（福建省），毕业于中国人民银行研究生院，经济学博士，研究员，国务院发展研究中心金融研究所副所长。陈先生发表了百余篇专题报告，如《国有银行改革方案》、《中国流动性报告》、《中国货币报告》、《外汇储备战略应用》、《中国金融战略2020》。

## 世界黄金协会的角色

20年前，世界黄金协会在中国黄金市场改革开放和发展中发挥了重要作用。在二十世纪九十年代末和二十一世纪初，国务院发展研究中心与世界黄金协会在几次报告中密切合作，就中国黄金市场如何改革进行了论述。

本报告的起草过程中，世界黄金协会为我们分析全球黄金市场提供了一如既往的支持，特别感谢世界黄金协会首席执行官Aram Shishmanian（施安霖）先生、首席市场策略师John Reade 先生、中国区董事总经理王立新先生、市场研究部总监Alistair Hewitt 先生以及中国区行业拓展总监陈志君先生等为本研究报告提供鼎力协助，在各方面都是我们的宝贵资源。

## 2: 中国黄金市场的演变和主要挑战

差不多20年前，中国经过深思熟虑打造了一个战略，为中国黄金市场的蓬勃发展创造了必要条件。今天，中国是世界上最大的黄金消费国和生产国，并且见证了黄金交易市场的快速发展。

对中国黄金市场的思考必须放在更广泛的经济趋势背景中。人民币在全球金融体系中扮演着更为重要的角色，中国的金融市场对海外投资者来说变得更加便利，特别是通过“一带一路”倡议，中国在上正发挥更大的领导作用。

虽然中国黄金市场规模庞大，但仍面临挑战。中国的黄金市场需要更好的监管和监督程序来确保黄金市场获得当前和未来市场参与者的信任。中国黄金投资市场的投资者群体相对较窄，其交易基础设施的中心过分侧重于国内市场和零售市场。

### 2.1. 黄金市场在过去20年的演变

中国黄金市场经历了一个显著的发展时期。差不多二十多年前，中国黄金市场规模相对较小，直接被国家管控。黄金行业的资源由国家分配，黄金矿商必须向中国人民银行出售黄金，而这也同时确定了国内的黄金价格。

从二十世纪九十年代末开始，国家开始放开黄金行业。国家取消了集中控制，并根据当时的经济政策的轨迹，让市场力量逐步发挥更大的作用，同时还创建了一个牢靠的基础设施来组织市场。

**2001年8月创建中国黄金协会 (CGA)。**中国黄金协会是一个非营利组织，它代表黄金行业的整个供应链，并为黄金行业的整个供应链（从矿山生产到金饰销售）提供支持。它的目标很简单：作为产业与政府之间的桥梁，推动行业内的最佳实践，帮助黄金市场按照共享的原则发展。

**2001年国家取消中国人民银行对黄金的集中管控。**中国人民银行不再设定价格，购买国内开采的黄金，也不会向精炼商出售黄金。相反，价格通过即将成立的上海黄金交易所确定，而中国人民银行成为上海黄金交易所的创始人和全国场内与场外黄金市场的监管者。所有精炼黄金和金条的进口都可以在上海黄金交易所出售，而该交易所是国务院批准的行业和金融机构购买现货黄金的唯一合法市场。

**2004年，中国银行业监督管理委员会 (CBRC) 与中国人民银行一起，正式解除了禁止金条私人所有权的规定。**这是发展一个大型、活跃的零售投资市场的重要一步。随后的几年中，商业银行相继开发了一系列黄金投资产品和服务，使中国的家庭能够获得黄金。

**2008年，上海期货交易所推出了首个黄金期货合约。**上海期货交易所的黄金期货交易同中国已经令人印象深刻的实物现货交易具有同等地位，这使得黄金期货交易能够被更广泛的市场参与者所接受。

上海黄金交易所和上海期货交易近年来一直蓬勃发展。两家交易所都建立并推出了易于参与的产品和交易平台，吸引了大量的交易。此外，他们还继续为交易商改善服务，例如延长交易时间。虽然纽约商品交易所全球黄金期货交易中占主导地位，但上海期货交易所规模也很大，而且增长迅速。上海黄金交易所的现货交易也出现爆发性增长。为了支持市场的持续发展，上海黄金交易所推出了全球首个以人民币计价的黄金基准价格：“上海金”于2016年启动，以反映中国的供求状况，其遵循开放、公平、诚信的原则，组织黄金的交易、结算和交割。

除了交易所交易外，还有一个深度的场外交易 (OTC) 市场。商业银行不仅是上海黄金交易所和上海期货交易所的重要参与者，还是场外交易市场的活跃客户。上海黄金交易所扮演中央清算对手方 (CCP) 这一重要角色，确保这些交易能够合法地在交易所进行。

中国黄金市场的国际参与度一直在增加。例如，上海黄金交易所于2014年在上海自由贸易区推出了国际板，允许海外市场参与者在黄金交易所进行交易。中国人民银行已经逐步允许更多的海外银行向中国进口黄金。而且近年来，上海黄金交易所和上海期货交易所都允许海外银行在各自的平台上进行交易。

中国的黄金市场已经走上了国际舞台。例如，中国的矿业公司利用2013年的黄金价格下跌来收购海外的黄金开采资源。中国的银行在海外市场也变得更加活跃，截至2017年底，中国工商银行、中国建设银行、中国交通银行、平安银行、浦发银行等都先后成为伦敦金银市场协会的正式会员（中国银行早已是其会员），而伦敦金银市场协会是监督伦敦场外交易市场交易标准和惯例的行业机构。此外，中国银行、中国工商银行、中国交通银行和中国建设银行参与了伦敦金银市场协会最新的黄金价格竞拍过程。也许更重要的是，中国工商银行成为伦敦金库运营商、伦敦贵金属结算有限公司的成员以及伦敦金属交易所贵金属合约 (LMEprecious<sup>1</sup>) 的正式合作伙伴，这使中国工商银行成为伦敦交易市场的核心。此外，中银国际作为伦敦金属交易所会员和结算会员从最初就参与了 LMEprecious 合约的业务。

中国拥有一个巨大的黄金租赁市场。从2010年开始，银行向黄金供应链中的机构提供黄金租赁工具，帮助他们管理库存和财务。由于投资者认识到他们可以将黄金租赁作为比通过传统银行渠道更便宜地获得融资的一种方式，因此业务迅速扩大。从2013年起，黄金租赁量快速增长。2016年，31家商业银行向非金融公司、资产管理公司和证券公司借出了3386吨黄金（折合人民币9040亿元）。有趣的是，许多机构在使用黄金租赁获得相对便宜的信贷后，将资金重新投资于高收益资产。

**2017年，中国是全球最大的黄金市场。**中国是世界上最大的黄金进口国、消费国，也是世界上最大的黄金开采国，占全球产量的13%。中国占全球消费需求的30%左右，中国人民银行是最活跃的中央银行之一，在过去的15年中，中国人民银行在其官方储备中增加了黄金。

1 关于LMEprecious的更多信息，参见附录一。

## 2.2. 金融市场发展

中国黄金市场的演变应在中国总体发展轨迹的背景中进行考虑。尽管资本管制依然存在，但中国一直在稳步推进市场化改革，包括过去40年来逐步开放金融市场，且这一趋势将持续下去，其中三个重要的主题值得注意：

1. **人民币在国际金融市场将发挥更大的作用。**作为全球第八大交易货币，人民币已经在全球经济中扮演重要角色，并在金融体系中扮演着越来越重要的角色。2016年，国际货币基金组织（IMF）将人民币纳入其特别提款权货币篮子，这表明了人民币在世界各国央行储备中的突出重要性。多家央行已经将人民币资产作为其储备的一部分。
2. **中国资本市场对海外投资者来说更容易进入，且这种趋势可能会持续下去。**从2003年开始，符合条件的境外银行和其他金融机构获得合格境外机构投资者资格，并被允许在一定限制条件下投资中国人民币市场。特别是，2014年推出了“沪港通”及后期推出的“深港通”，旨在将香港股市与深圳和上海的股市联系起来，允许海外投资者进入中国股票市场。2017年推出了“债券通”，让海外投资者进入规模为人民币62万亿元（9万亿美元）的中国债券市场。
3. **中国正在通过“一带一路”倡议等举措提升其全球领导角色。**中国将通过为道路、港口、管道和其他基础设施的发展提供资金，改善中国与中亚、欧洲和非洲的联系。中国已经规划了6.2万亿元人民币（9000亿美元）的投资项目。中国的雄心并不止于基础设施，贸易壁垒和监管协调也提上了议程。

## 2.3. 需要改进的领域

中国黄金市场的多个方面状况良好，并不需要战略指导，例如：

**中国拥有世界上最大、最成熟的黄金饰品市场。**中国拥有一个发展良好的制造批发中心-深圳，拥有一个具有良好销售敏感度的大型零售商网络，并配备让消费者对所购买产品充满信心的品质标准。金饰制造商在使用尖端技术（如3D打印）创造复杂设计方面正引领世界。金饰业应该继续沿着现在的发展道路前进。

**中国迅速发展的科技产业在黄金方面领先世界。**中国的公司能生产各种先进微芯片、智能手机和电动汽车，而所有这些产品都含有黄金，创新科学家们也在不断开发和申请在技术中使用黄金的新方法和专利。中国以黄金为重点的研究和开发能力独占全球。技术产业应该继续沿着现在的发展道路前进。

但有三个领域可以进一步改善。

### 1 监管框架

中国过时的黄金相关法规和标准限制了市场的增长。这是一个广泛的话题，适用于中国黄金市场的多个方面。例如，零售投资市场正在快速发展，商业银行努力利用先进技术提升黄金业务，同时一系列的非银行企业纷纷拥抱互联网向互联网上的零售投资者出售黄金产品和服务。

但该领域的创新已经超越了监管的范围。一些诈骗在线黄金产品供应商欺骗了许多准散户黄金投资者，他们的产品的支撑都是一些非法、无管制的黄金交易，因此需要制定相关法规和政策，以保护中国零售投资者来之不易的财富。

对于中国的采金业是否符合国际环境（保护）和社会标准，目前存在疑问。监管机构和采矿业在这一领域无疑取得了良好的进展和重视，但行业需要确保其符合国际标准并在全球进行沟通。<sup>2</sup>

数据质量方面的标准力度不足造成市场缺乏透明度，这导致了国际分析人员的猜测。

### 2 机构投资者准入

黄金投资市场的投资者群体相对较窄。在商业银行和交易及证券公司的支持下，零售投资推动着中国黄金投资市场的发展。然而，监管法规阻止了养老基金和保险公司等长期资产所有者投资黄金，这就带来了两个问题：资产所有者不能利用多样化的好处，不能在投资组合中适度地配置黄金，而黄金市场缺乏大型机构资产所有者为投资市场带来的长期视角和流动性深度。

### 3 黄金市场基础设施

市场基础设施虽然骄人，但仍有改进空间。零售商主导上海期货交易所和上海黄金交易所的交易。这两个交易所都需要考虑潜在的新投资者，包括国内机构投资者和海外市场参与者，并且提供定制化产品、服务和价值定位以满足这些投资者的需求。

<sup>2</sup> 比如，《有关争端及高风险地区的可信矿产供应链尽职调查指导方针》或世界黄金协会的《非冲突黄金标准》。

## 3: 分析和建议

### 3.1. 黄金市场监管和标准

一个更健全的监管和标准制定框架将保护中国的黄金投资者, 并有利于中国黄金产业的强大, 为此我们提出四点建议:

1. 中国人民银行应尽快制定和发布新的《黄金市场管理规则》, 引导新的监管框架, 且这些规则应该以明确的指导原则为基础。中国人民银行与其他国内监管机构合作, 对中国黄金市场实施联合监管。
2. 监管机构应制定政策, 为最终的资本自由流动和双向、跨境黄金流动市场做好准备。第一小步可能就是将黄金出口配额分配给持牌银行。一个发展“一带一路”国家黄金贸易的战略政策将推动中国黄金市场的国际参与度。
3. 当前的黄金税收规定是有条理的, 无需重大改变。交易所或场外交易的黄金交易应像伦敦等其他主要交易市场一样, 应免征增值税。
4. 监管机构需要提高整个供应链的标准, 制定黄金仓储标准, 确保黄金开采不会破坏中国的环境, 从而保护散户投资者来之不易的财富。

总的来说, 这些建议将加强中国的黄金投资市场。国内参与者将采取更高的标准 - 保护广泛的中外利益相关者 - 而市场将进一步融入全球黄金和资本市场。

### 挑战

#### 分散的黄金市场监管

当前黄金市场相关的法律法规已经过时。境内金融子市场, 如外汇、期货、股票、债券等, 都具有明确的监管规则, 而黄金市场却还没有。国务院于1983年颁布了《中华人民共和国金银管理条例》, 但在2001年中国开始改革黄金市场后, 该条例已被废止。1995年, 《中华人民共和国中国人民银行法》出台, 赋予中国人民银行明确的监管和规范黄金市场的职责, 但却不包含相关部门出台的下级管理规定和操作规则。2010年, 中国人民银行和六部委联合发布《关于促进黄金市场发展的若干意见》, 但这不是一个关键的战略性文件, 且适用性有限。

**分散的监督导致监管的错位、缺席和重复。**比如, 上海黄金交易所由中国人民银行监管, 上海期货交易所由证监会监管, 从事黄金交易, 特别是纸黄金交易的商业银行受银行保险监督管理委员会监管。其他机构投资者, 如证券和基金管理公司、信托公司和保险资产管理公司分别受证监会、银保监会监管。与黄金相关的互联网公司由于不属于金融机构, 由工业和信息化部(MIIT)和国家工商管理总局(SAIC)监管, 而不是被纳入金融监管。中国还存在大量的地下炒金企业和交易平台, 不归属于任何机构监管, 处于灰色地带。

#### 宏观经济政策限制了国际一体化

中国黄金市场与世界其他地区的融合已经取得了进展。2014年, 在上海正在推行金融改革的过程中, 上海黄金交易所推出了“国际版”(SGEI), 以协助自由化和自由贸易区的建设, 之后, 在2015年, 启动了一个名为“黄金沪港通”的计划, 旨在吸引国际投资者和离岸人民币基金进入国内黄金市场。

**但黄金自由流动的资本账户管控制限制了进一步整合。**进口配额和无法出口黄金严重制约了中国与全球黄金市场的融合。虽然上海黄金交易所国际版是作为自贸区鼓励国际参与举措的一部分而设立的, 但它只取得了有限的成功。根据上海黄金交易所2017年年度报告, 国际版会员为69家, 许多成员为国内商业银行和其他公司在自贸区成立的子公司, 而不是真正的国际银行和经纪公司, 这就使人质疑是否因此需要一个支持国际版有序和持续发展的监管新政和相应的基础设施。

## 部分市场的标准力度较弱

中国黄金市场的一些领域具有示范性标准。金饰市场便是其中一个例子，其从明确的基准标准中受益良多。另外一个例子是上海黄金交易所，它将黄金交易细化到非常具体的标准。

但在其他领域，标准很大程度上是缺席的。在零售黄金市场，欺诈性的数字化黄金供应商欺骗了许多可能的黄金投资者，而提供黄金挂钩理财产品的互联网公司却不受监管。这些类型的黄金交易很容易受到价格操纵、欺诈或其他危害社会稳定的非法行为的影响。对于这类不受监管的活动所造成的危害，天津贵金属交易所丑闻就是一个很好的例子。

对中国黄金市场的误解导致了毫无根据的猜测。缺乏透明度意味着海外投资者难以分析市场。例如，由于相关部门公布的官方贸易数据系列的缺乏，分析师们被迫依赖于来自其他国家（如香港、瑞士、澳大利亚和英国）的贸易数据，这引发了猜测和误解。租赁数据也是如此，对于数据是否是在整个12个月期间内滚存的租赁总额或净额，其实是不清楚的。

中国的决策者在强调经济增长之后，专注于环境问题。2014年3月，中国总理李克强表示，现在是中国向污染“宣战”的时候了。在中国共产党第十九次全国代表大会上，中国国家主席习近平发誓要实施最严格的环保体系，发展生态友好型增长模式和生活方式。习主席表示，中国宁要绿水青山，不要金山银山，突出了中国愿意为保护环境而牺牲一些经济利益。中国黄金行业需要适应，中国是全球最大的黄金开采业所在地，2017年产量（429吨）占全球矿产总量的13%。世界上最大的黄金生产商遵守国际社会和环境标准，对于全球黄金行业的声誉至关重要。

## 建议

### 一种新的监管方式

中国的黄金市场要变强，需要强有力的领导。中国人民银行有能力领导整个行业，并把长期的战略问题放在发展的核心位置，但是它可能需要克服下列列出的一些问题。

首先，中国人民银行需要制定和颁布新的黄金市场管理规则。这些规则应明确黄金市场的地位和方向，并确定监管实体及其职责。这些规则需要确保黄金市场与其他市场相同。

拟议的《黄金市场管理规则》应以明晰的指导原则为基础。这些规则应借鉴习近平主席在中国第五次全国金融工作会议上的指示，习近平主席要求加强监管，确保金融业服务实体经济，控制金融风险，深化金融改革。另外，我们认为黄金市场管理规则也应该借鉴世界各地监管机构在过去十年中为应对金融危机和不当行为过程中所吸取的经验教训，附录一对此进行了论述。《黄金市场管理规则》应遵循以下三项指导原则：

### 1. 公平对待客户

客户，无论是生产商、精炼商、加工商还是投资者，都必须得到公平对待。行业和监管机构必须确保市场惯例和行为标准得到明确和一致的贯彻，而这必须以透明的方式进行。市场必须能够接触到最广泛的市场参与者。如果客户得到公平待遇，他们将对其他市场参与者的诚信和行为充满信心。

### 2. 促进高效有序的市场

客户必须能够以可预见的方式进行交易。市场需要一个强大的交易基础设施，使参与者能够随时获得流动资金。一个有效和有序的市场将为竞争价格的形成和交易提供支撑。

### 3. 保持有效的监管框架

市场和参与者的行为必须由可信的监管机构进行监督。监管机构必须确保利益相关方理解其方法，明确其目标和规定，并确保其行为可预测。监管机构应该有强有力的监管和监督程序，以表明他们对正在监管的市场具有的深刻理解，但更重要的是，要了解市场如何演变以及监管如何适应。

中国人民银行需要建立更加完善的监管机制。该机制应该确保其借鉴中国证监会、银保监会、工信部、国家工商管理总局、上海证券交易所、上海黄金交易所、上海期货交易所及中国黄金协会等所有监管机构和市场基础设施提供商的见解，其目的应是促进有关监管机构、交易所和协会之间的明确沟通，提供贯穿黄金供应链的一致性法规，并确保定期进行市场监测以识别新出现的风险。该机制将确保监管和监督重合地进行，而不是分散地进行。



中国人民银行应利用这一机制，将两个重要问题作为优先考虑事项：

- 黄金租赁及其在影子银行业务中的作用。中国人民银行应为黄金租赁交易建立一个信息共享平台，允许监管机构追踪参与黄金租赁的企业、经纪商和银行的数据，这将有助于监管机构了解黄金租赁的整体风险，并制定适当的政策响应。
- 中国黄金场外交易主协议。自律性组织-国家银行间市场交易商协会（NAFMII）根据国际掉期和衍生品协议（ISDA）的原则制定了黄金场外交易商使用的《NAFMII主协议》。《NAFMII主协议》受中华人民共和国法律管辖。然而，国际参与者最有可能使用《ISDA主协议》进行跨境黄金衍生品交易，并将单独的《黄金买卖主协议》用于双边实物黄金交易。使用一个以上的协议有可能造成摩擦，从而阻碍国际贸易进入中国国内市场。因此，应该对《NAFMII主协议》进行审查，以确保其行业领先，并满足所有市场参与者的需求。

#### 资本的自由流动及黄金的双向跨境流动

**跨境贸易和投资需要振兴。**实现这一目标的关键是促进实物黄金的有序双向跨境流动。上海浦东自贸区可以在特定关区范围内试点黄金进出口和人民币资本项目可兑换。

**海外市场参与者需要更多关于资本管制和配额的确定性以参与国内黄金交易。**要吸引外商进入自由贸易区进行跨境贸易和交付，必须做更多的工作，把境内外的黄金和外汇市场联系起来。一些著名的国际贸易商由于资本和外汇管制和配额的不确定性而变得更为谨慎。

**“一带一路”倡议可发挥重要作用。**一带一路沿线国家占全球全年金矿产量的五分之一，而如前所述，中国是世界上最大的黄金进口国。推动“一带一路”国家将黄金直接运往中国的战略性政策将带来诸多好处，其将鼓励更多的市场参与者在上海黄金交易所和上海期货交易所进行风险套期保值，并为“上海金”作为价格发现机制的角色提供支持，并为中国大型精炼行业提供支持。

但是，目标必须是取消黄金的进出口配额，一旦资本管制被取消，就允许黄金自由流动。一旦货币完全可兑换，中国的黄金产业需要奠定基础，改变市场基础设施。

**当前的黄金税收规定结构良好，不应该改变。**与伦敦等其他主要交易市场一样，交易所进行的黄金交易应免征增值税，且现状应保持。投资级别金条和金币、ETF或24K金饰的销售应无须缴纳增值税，任何适用于黄金投资和交易的增值税税率变动都可能损害该行业，并限制其在国际交易商中的吸引力。

金饰引出一个有趣的问题 - 如何征税？海外市场对金饰的销售适用增值税，主要是因为是在伦敦、巴黎或纽约等地购买的品牌金饰的投资价值有限。我们的建议很简单：金饰为24K的，显然具有强大的投资目的，应免征增值税，金饰纯度低于24K的，可以考虑像其他奢侈品一样征收增值税。但应当避免双重征税。

更普遍的是，行业和监管机构可以做更多的工作防止国内增值税套利。这项工作可以由中国人民银行牵头，并借鉴监管委员会的专业知识。

#### 更高的标准

监管机构和行业领导者应该把重点放在行业标准上。许多领域需要处理，但有三个领域需要立即关注：

1. **零售互联网平台和数字黄金。**为确保客户得到公平对待，黄金零售互联网平台和其他黄金服务提供商必须满足高标准要求。标准保护投资者，提高黄金的声誉并支持市场发展。我们建议人民银行和SGE制定适用于所有在线黄金投资平台和黄金供应商的标准，其应包括以下领域：

- 黄金交易和转让，包括分配黄金的作用
- 交易资金的托管与监管
- 营销
- 审计和报告
- 合规和风险管理

该领域的高标准将使这一部分市场得到健康发展，进一步满足数字化投资者的需求。

2. **黄金的环境和社会影响。**中国黄金行业应制定各项标准，明确规定供应链企业和社会和环境责任的行为准则，这将实现两个目标：让中国的黄金产业走上正轨，实现习主席提出的国家战略环境目标，同时也将确保黄金产业满足主权财富基金等大型海外投资者的需求，他们通常具有分配资本的社会和环境标准。中国在这方面已经有了很好的进展。2015年，中国五矿化工进出口商会联合经济合作与发展组织共同起草了并发布了《中国负责任矿产供应链尽责管理指南》，且这是自愿发布的。中国黄金协会应确保黄金行业全面采用该指南，将这一进展情况传达给世界，并对其他需要加强环境和社会标准的领域保持关注。

3. **数据透明度和完整性。**与其他任何黄金市场相比，中国更具透明度潜力。上海黄金交易所位于黄金市场的中心，了解黄金的流动（包括租赁），而包括中国人民银行在内的其他监管机构拥有商业银行的黄金投资数据。但应提高报告标准，以确保数据更清晰的定义，以防止各种误解。除此之外，还应该发布更多的数据，例如：

- 贸易数据可以提高透明度。中国海关应该公布每月官方数据，详细说明黄金进出口情况。
- 提高租赁数据的频率和透明度，包括数量、期限和费率等详细信息，将是一个净效益，其将产生双重效应：监管机构可以更有效地监控黄金市场，并改善对中国以外市场的信心。
- 定期报告商业银行的黄金持有量和风险敞口将有助于展现中国黄金市场的全貌。

## 结论

总的来说，这些建议将为中国黄金市场的强大奠定基础，国内参与者将以更高的标准运作，保护中国投资者及其来之不易的财富，且市场将进一步融入全球黄金市场。

但是中国应该考虑扩大其影响力。中国为支持国内市场而制定的各项法规和标准可以用来影响其他国家。希望将黄金出售到中国黄金市场的“一带一路”沿线国家应确保其采矿业遵守中国标准，例如，中国企业应该能够对黄金的监管链进行尽职调查，以确保其符合负责任的采购标准要求。

## 3.2. 机构投资者黄金市场准入

虽然中国人民银行是全球最大的黄金投资者之一，但中国的许多机构投资者尚未开放持有黄金。例如，养老基金和保险公司就没有机会获得黄金给投资组合带来的安全保障。而海外同行却可以。

- 我们建议监管机构改变规则，允许机构投资者中的养老金和保险公司投资黄金。
- 这应该由投资者培训计划提供支持，以分享有关黄金在投资组合中的作用的知识。
- 包括上海黄金交易所、上海期货交易所和黄金ETF提供商在内的金融公司应借鉴国际组织的专业知识，开发符合这些机构需求的产品。

这是一个双赢的局面。作为高质量的流动性资产，中国投资者将从投资黄金中受益，中国的黄金市场将受益于长期投资者给市场所带来的流动性深度。

## 挑战

### 中国狭小的黄金投资者群体

**中国最大、战略上最重要的资金库包括黄金。**随着过去20年中国外汇储备的增长，中国人民银行稳步增持黄金储备。中国人民银行与世界各地的其他中央银行一样，理解黄金在多元化投资组合方面的作用，且这一高质量的无对手风险的流动性资产可以增加其外汇储备的金融安全性。

**但从更广泛的角度考虑，中国黄金投资市场的投资群体狭小。**大部分产品，无论是实物黄金、交易所交易基金（ETF）还是期货合约，主要由零售投资者或商业银行和证券公司代表散户投资者进行交易，机构资产管理人基本缺席。部分原因是监管机构的规定限制了一些大型机构投资者投资黄金。对于那些可以投资黄金的企业（如资产管理公司）来说，配置比例很低，在一定程度上是因为投资者没有足够的知识做出明智的投资决策所导致，但也可能是因为符合要求的投资产品并不一定存在所导致的，例如，他们可能没有所需的流动性。

**该问题应分两个原因解释。首先是部分机构资产管理人缺乏投资可能会提高其投资组合风险调整后回报率资产的机会。**世界各地的资产管理人使用黄金来管理其投资组合内的风险，并与其他资产的相关性非常低的高质量流动资产中受益，但在中国，他们不能这样做。

**第二个原因是中国的黄金市场缺乏长期资金的投入。**上海黄金交易所和上海期货交易所的主要参与方是零售交易者。中国新兴的ETF市场也是如此。在过去的两年里，进出中国ETF的流动性比其他国家更具波动。机构投资者通常具有更长的时间范围和大量的资金投入，这将支持国内产品创新，增加流动性深度，一旦中国金融市场进一步放开，将使中国成为更吸引海外投资者的市场。

## 养老保险资产配置近期趋势

价值超过27万亿元的投资工具不得投资黄金。全国社保基金、地方社会保险基金,住房公积金和企业年金(均由人力资源和社会保障部和财政部共同监管)和保险公司(中国银行保险监督管理委员会监管)均尚未开放投资黄金。

管制这些资金能否投资的规则已经发生变化。近年来,监管机构扩大了资金投资领域,最明显的例子是保险业,保险业资产总值约14万亿元人民币,早在1995年,这些基金仅被允许投资存款、政府债券和金融债券。到2012年,他们可以投资共同基金、股票、房地产、基础设施债务、私募股权、衍生产品、海外投资和其他金融产品,如证券公司发行的金融产品。

这种自由化使得保险公司能够投资潜在回报更高但投资风险也更高的资产。而黄金在帮助管理风险和优化保险资金的风险调整回报方面将起到重要作用,依靠这些保险产品实现财务安全的零售客户将最终受益。

### 黄金在保护中国财富方面的作用

黄金在保护财富方面可以发挥有效的作用。黄金在保护国家外汇储备和家庭储蓄方面发挥着重要作用,它也可以在机构资本池(如保险和养老基金)中发挥类似的作用,例如,世界黄金协会使用投资组合优化工具进行分析,发现3-6%的黄金配置将使中国保险公司从中获益,具体取决于投资组合的风险状况。<sup>3</sup>

## 来自海外的经验

作为被监管的实体,海外养老基金和保险公司在投资方面面临限制,但并没有被禁止拥有黄金。以美国为例:监管机构对保险公司实行风险资本要求,黄金支持的ETF被视为“普通股”,对财产和意外伤害保险基金有15%的“准备金”要求,因此,一个财产和意外伤害保险公司,在黄金ETF上配置1美元,就必须保留0.15美元的资本来弥补风险。

美国投资者已经通过在其投资组合中增加黄金来利用这一点。交易所买卖基金(ETF)相对透明:监管文件能够很好地洞察谁在投资黄金。持有黄金的著名养老基金包括得克萨斯州教师退休制度,新泽西州投资部,宾夕法尼亚州公立学校雇员退休制度和洛克希德马丁投资管理公司。还有一些著名的养老基金持有黄金,数量最多的是哈佛管理公司(Harvard Management Co Inc.)。配置黄金ETF的保险公司名单甚至更长。

日本的养老基金近年来也越来越多地持有黄金。面对极端的货币政策、负利率和以往不曾经历的中央银行干预水平,日本的养老基金已经转向了黄金。这里的市场并不像美国那样透明,但我们估计有160个确定缴费型养老金和220个确定给付型养老金可能已投资于黄金。

欧洲也有类似情形。一个典型例子就是慕尼黑再保险,世界上最大的再保险公司之一,其2016年年报显示,黄金投资金额达3.61亿欧元(合28亿人民币)。而且这并不是孤例,Flossenbach von Storch,一家大型的德国投资集团,为高净值个人和机构管理财富,其客户包括养老基金和保险公司,在2017年投资了13.5亿欧元(100亿人民币)的金条。

中国银行保险监督管理委员会规定的可投资资产类别											
开放时间	可投资资产类别										
1995-1999	存款	国债	金融债								
1999-2004	存款	国债	金融债	公募基金							
2004-2006	存款	国债	金融债	公募基金	股票						
2006-2010	存款	国债	金融债	公募基金	股票	房地产	基础设施债权 投资计划				
2010-2012	存款	国债	金融债	公募基金	股票	房地产	基础设施债权 投资计划	私募股权			
2012-至今	存款	国债,金融债, 其他债券		公募基金	股票	房地产	基础设施债权 投资计划	私募股权	金融 衍生品	境外投资	金融产品*

备注:金融产品\*包括银行理财产品、资产支持证券、信托公司集合信托计划、证券公司专项资产管理计划以及保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划、项目资产支持计划和资产管理产品等。

来源:保监发[2014]13号:《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》

3 分析概述见附录。

## 建议

### 允许养老基金和保险公司投资黄金

**应允许机构投资者投资黄金。**在下一个监管周期中，监管养老基金和保险公司的监管机构应允许这些基金和公司投资黄金，这将使管理这些机构投资者的规则与海外市场相类似，并允许这些基金从带给投资组合金融安全的黄金中受益。

### 确保投资者了解黄金投资案例

**投资者需要教育。**投资者需要了解黄金在投资组合中所扮演的角色，以及在提高风险调整收益方面的好处。世界黄金协会拥有丰富的投资者教育经验，并与世界各地的机构投资者、中央银行和主权财富基金分享信息和分析结论，在教育投资者方面处于领先地位。

### 为新投资者量身打造投资产品

**金融公司应该开发针对机构投资者需求的产品。**中国黄金市场所提供的产品一直为零售市场量身定做的产品。大型机构投资者的要求在成本结构和流动性方面是非常不同的。上海黄金交易所、上海期货交易所、商业银行和ETF提供商需要了解这些要求，并适当地调整其产品供应。国内玩家无需害怕利用国际专业知识。美国和欧洲黄金ETF市场相对成熟，中国的ETF供应商应与海外ETF供应商合作，具体的合作可以通过合资企业的方式进行，以确保他们开发合适的机构产品和营销计划。

## 结论

**黄金市场将受益于机构投资者的更多参与。**机构投资者将增加市场的流动性，刺激产品开发，同时他们将获得可以提高风险调整回报的资产。当资本市场开放时，更深层次、更具流动性的市场将使中国成为吸引海外市场参与者参与的市场，这是一个双赢的局面。

## 3.3 黄金市场基础设施

中国的黄金市场基础设施状况良好。上海黄金交易所无论是在国内还是国际上都是顶尖交易所，上海期货交易所受中国证监会监管，而中国证监会正按照证券委员会国际组织（IOSCO）的原则，率先推出中国金融改革议程。

但是还有改进的空间。我们认为市场可以在两方面取得进展：

- 中国人民银行和上海黄金交易所应为黄金和资本的双向跨境流动奠定基础，为资本管制的市场化做好准备。
- 交易所应提高对未来潜在客户的了解，更新其价值主张，开发适当的产品系列，以加强其作为亚洲主要黄金交易中心的地位。

## 挑战

总的来说，中国的交易市场基础设施状况良好。上海黄金交易所无论是在国内还是国际上都是顶尖交易所，比如，交付与付款相结合，可以充分缓解交易双方与上海黄金交易所之间的信用风险和结算风险。从信用风险缓解的角度来看，这超出了IOSCO的原则。

**上海期货交易所同样受到好评。**上海期货交易所处于IOSCO董事会成员中国证监会的直接监督下，中国证监会根据追求金融市场稳定的全球改革议程，倡导《金融市场基础设施原则》在中国的应用。

但是中国黄金市场基础设施还有几个领域有待改善，交易所也可以采取的行动，确保它们对中国市场结构的变化和资本市场的进一步自由化做出反应。

### 交易所过多关注国内和零售市场

上海期货交易所主要面向国内零售市场，而上海黄金交易所和及上海黄金交易所国际板缺乏广泛的国际参与。如前所述，中国市场将因国内机构投资者和海外市场参与者的更多参与而变得强大。

**上海黄金交易所和上海黄金交易所国际板已经为保持国内和国际市场的分离做好准备。**这种模式在跨境资本流动受到限制的情况下运作良好。但是，当资本项目最终放开时，上海黄金交易所和上海黄金交易所国际板的分离将不甚理想。在这种环境下，这种分离将成为国际参与的障碍。

### 市场结构不支持有效的风险管理

**国内生产商难以确保长期现金流量来支持国内市场上的债务融资，以及股权融资。**国内交易场所流动性相对较短，两个交易所上的流动性不到一年。上海期货交易所的合约包含最近三个连续月份的合约以及最近十一个月以内的双月合约。上海黄金交易所的流动性为T+N1（最近为6月15日）或T+N2（最近为12月15日）。由于缺乏长期流动性，因此，银行必须转向西方市场以对冲风险，例如伦敦的场外交易市场或伦敦金属交易所（LME），因为其长端流动性充足。

这不仅是国内企业面临的一个当前问题，也是“一带一路”国家黄金生产商、精炼商和银行未来潜在的问题。这些国家的黄金产量占全球年产量的五分之一左右，随着“一带一路”倡议的推动，他们可能希望将黄金直接出售给中国。如果他们这样做，他们可能想要管理他们在中国交易所面临的风险。

### 交易市场的某些方面非常昂贵

**现货和期货黄金市场相对分散。**上海黄金交易所和上海期货交易所分别负责现货黄金交易和黄金期货交易，它们是中国黄金市场的主要平台。这两个机构在许多方面都有合作，但在资金结算、注册和托管以及实物交割方面则完全独立，这导致了市场分割，并导致市场参与者在两个市场交易之间进行交易时承担了高于必要成本之上的交易成本。

**中国的交易成本明显高于其他市场。**交易成本在封闭市场中不是问题，但是，在一个开放的市场中，国际参与者可以选择在一些国家的交易所进行交易，成本可能是考虑中国市场的一个因素，成本问题可能导致中国市场在竞争国际业务时处于劣势。

## 建议

### 为黄金和资本的双向流动做好准备

**中国人民银行和上海黄金交易所应该建立必要的市场基础设施，以支撑黄金和资本的双向流动。**中国人民银行应根据持证黄金出口银行的申请签发有限出口配额：这可复制现行的进口配额流程。中国人民银行将通过以下方式保持对黄金流的完全控制：i) 限制许可证签发数量；ii) 限制可用于出口的数量。上海黄金交易所出口银行的流量和行为进行监控。

各种迹象表明，中国正在朝着允许黄金出口的方向发展，尽管是以控制的方式进行，国际市场将会看到这是一个重大的进展。这将增强中国向更加国际化的市场迈进的信心。

表1. 执行交易费用对比

	伦敦金属交易所 (LMEprecious)		纽约商品交易所 (COMEX)		上海黄金交易所 (SGE)	上海期货交易所 (SHFE)
	电子交易系统 (LME Select)	场外交易市场 (Inter-office Market)	电子交易系统 (CME Globex)	场外交易清算系统 CME ClearPort		
主力合约交易单位(盎司)	100	100	100	100		
主力合约交易单位(千克)					根据不同合约确定	1
价格 (美元/盎司)	US\$1,290.00	US\$1,290.00	US\$1,290.00	US\$1,290.00	根据不同合约确定	
价格 (人民币/克)						¥280.00
名义合约金额 (美元)	US\$129,000.00	US\$129,000.00	US\$129,000.00	US\$129,000.00		
名义合约金额 (人民币)					根据不同合约确定	¥280,000.00
会员交易费用 (每交易单位)	US\$0.40	US\$0.30	US\$0.70	US\$0.85	0.035%	¥10.00
非会员交易费用 (每交易单位)	US\$0.90	US\$0.68	US\$1.50	US\$1.50	(Au9999合约)	
会员交易费用(%)	<b>0.00031%</b>	<b>0.00023%</b>	<b>0.00054%</b>	<b>0.00066%</b>	<b>0.035%</b>	<b>0.00357%</b>
非会员交易费用(%)	<b>0.00070%</b>	<b>0.00053%</b>	<b>0.00116%</b>	<b>0.00116%</b>	(Au9999合约)	

### 确保交易所满足未来用户的需求

**不同的市场参与者有不同的需求。**机构投资者以及为机构投资者提供投资解决方案的基金和银行与零售投资者有不同的要求。适合零售投资者的产品可能与适合大型保险公司的产品非常不同。

我们建议，上海黄金交易所和上海期货交易所合作开展研究工作，吸取国内机构资产管理公司（以及向基金提供投资服务的银行）的见解，确保其产品和价值主张符合受众的要求。

**上海黄金交易所和上海期货交易所应该与其他潜在的用户（如精炼商、采矿商和生产商等）建立友好关系，他们可能希望在更长的时间框架内管理风险。**具体的方案可包含国内市场参与者，但可以扩大到海外市场参与者，包括一带一路沿线国家的参与者，以确保中国的交易所设置正确的组织并提供合适的产品，这将允许海外实体在直接向中国黄金市场出售产品时能管理其风险敞口，这些见解也应用于改善上海黄金交易所和上海期货交易所的价值主张。

一方面，大型长期机构投资者的需求，另一方面采矿商和精炼商的需求，都可能为长期期货和期权创造一个健康的市场。

**交易所可以借鉴国际经验。**伦敦金属交易所和世界黄金协会经过广泛的行业咨询流程设计了已经在LMEprecious上成功推出的合约，由此产生的经验和见解可以与上海黄金交易所和上海期货交易所分享，这些经验和见解已经创造了适合潜在市场参与者的产品，因此它们可以作为研究和开发指南。

## 结论

我们的建议从两个角度来处理市场基础设施问题：首先，集中于促进黄金和资本最终双向流动所需的过程；其次，改善目前的市场设置。交易所可以就市场调查进行合作，以确保他们为潜在的新用户（无论是大型国内机构投资者，还是在“一带一路”国家的想同中国直接做生意的实体如矿商、银行和精炼企业）开发并提供合适的产品。另外，这些见解可以用来形成自己的价值主张，提升中国作为亚洲领先的黄金交易枢纽的地位。

# 附录一：

## 国际金融与黄金市场进展

**金融市场运作良好至关重要。**金融市场中进行的交易，无论是固定收益、外汇、商品还是股票，最终都会影响实体经济，包括家庭、企业和政府。

**但近年来国际金融市场的表现并不理想。**金融危机凸显了银行体系的错误，银行的行为也受到质疑，例如，重要的财务基准构建不善。在金融危机期间，Libor（家庭、抵押贷款和公司财务状况的关键基准）是基于交易者的判断而不是机遇实际的交易，导致其可以被操纵。<sup>4</sup> 由于外汇基准以实际的交易为基础，因此外汇基准表现良好。但是执行时间缩短一分钟窗口，交易者就可以操纵货币基准来获得自己的财务收益。<sup>5</sup> 黄金市场并不能免除这种不当行为。2015年，一家银行因未能处理与黄金定价有关的利益冲突而被罚款2600万英镑。<sup>6</sup>

在这些丑闻之后，世界各地的监管机构制定了改善金融市场的各种政策和指导方针，例如：

- 《巴塞尔协议III》，及其净稳定资金比率，旨在提高银行的稳健性，并提高对资本效率的关注。
- 英格兰银行于2015年颁布了《公平有效市场评论》，旨在加强对批发固定收益、货币和商品市场的信心。
- 欧盟委员会更新了《金融工具市场法规 - MIFID II》，以加强投资者保护，提高金融市场竞争并加强监管力度。
- 欧盟委员会还推出了“欧洲市场基础设施条例”（EMIR），旨在降低场外衍生品市场的交易对手和操作风险。
- 在国际清算银行的指导下，外汇工作小组与行业从业人员合作，制定了《外汇全球行为守则》，为每天交易额达人民币34.5万亿（5万亿美元）的外汇市场的良好实践制定了一套通用的指南。
- 国际证监会组织（IOSCO）发布了一套详细的原则，对如何管理财务基准问题进行了论述。

这些政策和指导方针对国际黄金市场产生了重大影响，例如：

- 在伦敦场外交易市场活跃的一些主要投资银行成立了一个合资企业，开发伦敦金属交易所贵金属合约（LMEprecious），以实现伦敦黄金市场的现代化。它将解决持续监管变化和透明度方面的挑战，并为市场参与者提供在伦敦现有场外交易市场或交易所内进行交易的选择。

- 伦敦金银市场协会推出了《贵金属准则》（Precious Metals Code）。<sup>7</sup> 该规范大体借鉴了G20中央银行制定的《外汇准则》，专门针对黄金市场量身定制，旨在“……促进一个强大、公平、有效和适当透明的市场，在这个市场中，在有弹性的基础设施的支持下，各种市场参与者能够自信地以反映可用信息的竞争价格，并以符合可接受的行为标准进行交易”。
- 伦敦金银市场协会还采取措施，使不透明场外交易市场更加透明化，包括与成员和数据提供商合作，推动行业走向强制性交易报告制度。此外，它正在与英格兰银行和商业金库合作，通过发布关键数据（包括黄金持有量），提高伦敦当地实物黄金的透明度。
- 设定黄金价格的程序也发生了变化。LBMA价格不再通过电话会议确定，而是由洲际交易所基准管理机构（ICE Benchmark Administration）独立管理的电子竞拍设定。计算过程更加透明，集合出价和报价实时显示在屏幕上，操纵或勾结更加困难。更透明的价格也正在出现，如LMEprecious基于其交易平台上执行的交易发布黄金参考价格。重要的是，该价格形成程序符合IOSCO金融市场的原则。

### 对中国决策者的经验教训

**政策制定者可以从这些规章制度中学到什么？**虽然这些法规和政策涉及市场的不同部分，而且目标略有不同，但是它们均以第2a条中提出的三个指导原则为基础，可以用来指导中国黄金行业。

1. 确保客户得到公平对待
2. 促进高效有序的市场
3. 保持有效的监管框架

**近年来世界各地制定的各项规章制度均贯彻了这些指导原则。**确保这些原则适用于中国的黄金市场将确保中国市场避免其他市场的错误，并为进一步开放和融入全球金融市场做好准备。

**这些指导原则也将确保中国黄金市场的发展符合中国金融市场其他方面的轨迹。**在中国第五次全国金融工作会议上，习近平主席要求加强监管，确保金融业服务实体经济，金融风险得到控制，金融改革进一步深化。

4 金融史上最大的丑闻之一，多家银行和金融中介操纵了Libor。

5 调查发现，银行为了提高自身的利润，进行了非法预先交易。

6 巴克莱银行因为未能充分管理自身和客户之间的利益冲突而被罚款

7 <http://www.lbma.org.uk/downloads/PMC2018.pdf>

## 附录二:

### 中国机构投资者的黄金案例

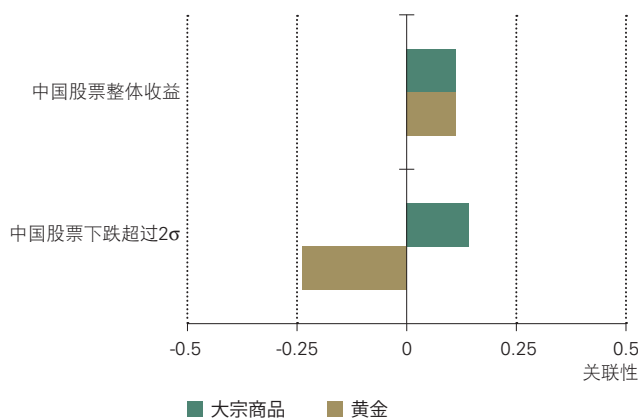
中国是世界第二大经济体，在商品贸易领域处于世界领先地位，是第三大外商直接投资来源国，如果没有1978年实施的经济改革方案，这些成就是不可能取得的。

中国投资者将继续享受全球化和供应链整合带来的好处，但随着金融市场的日益同步，机构投资者的风险管理策略变得越来越重要。在帮助机构投资者平衡其基金的风险回报情况方面，黄金可以发挥重要作用。

黄金的投资特点很多，它是一个有效的投资组合多样化，它保护资金免受通货膨胀和货币贬值所带来的财富侵蚀。黄金还是流动性很强的资产，没有信用风险或交易对手风险，而且在不确定性较大和非常规货币政策的环境下，黄金的属性可帮助投资者改善其投资组合表现。以下是黄金投资的五个最显著特点：

- 1. 黄金是最有效的投资组合多元化之一。**重要的是，黄金提供了适当的多样化，可以抵消股市下跌时的损失。黄金与中国股市的关联性较低，而且这种关联性在尾部事件（即股市下跌超过两个标准差时）中则变为负值。

#### 中国股市与黄金和大宗商品的关联性\*

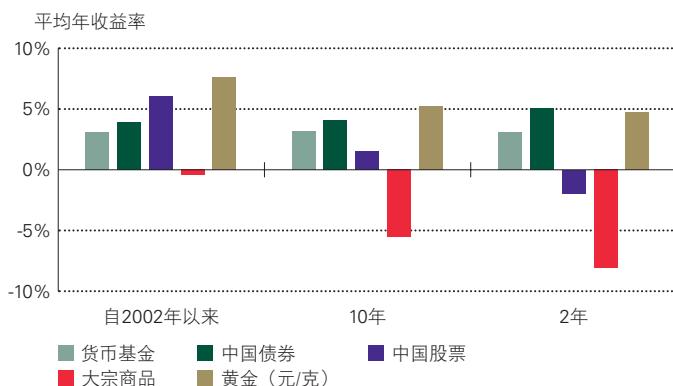


\* 基于2002年以来的上证综合指数、上海黄金交易所9999合约价格和彭博大宗商品指数的周收益率。

数据来源：彭博社；世界黄金协会

- 2. 黄金从长远来看提供健康的回报，并跑赢通胀。**自2002年以来，黄金平均年化收益率高达8%，高于债券和股票，而且其收益率一直很稳定。在较短的时间内，它也表现良好：从2年和10年的表现来看，黄金的回报率与债券相当，并远远优于股票和大宗商品指数。

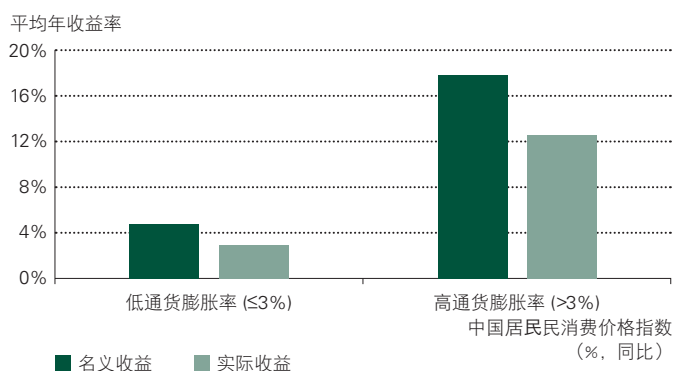
#### 黄金与其他金融资产的长期收益率比较\*



\* 基于2002年12月以来的CSI货币基金、中国债券综合指数、上证综合指数和彭博大宗商品指数等全收益指数。黄金表现基于上海黄金交易所9999合约价格  
数据来源：彭博社；Wind资讯；世界黄金协会

- 3. 黄金保护投资者免受通货膨胀。**在中国高通胀时期（CPI高于3%），黄金的年平均实际回报率为13%，而较低通货膨胀期间的年平均回报为3%，这进一步证实了黄金作为财富储备和对冲通货膨胀的双重作用。

#### 黄金在不同年通货膨胀率下的收益表现\*



\*2002年至2016年间的通货膨胀率（根据中国居民消费价格指数年度同比变化计算）

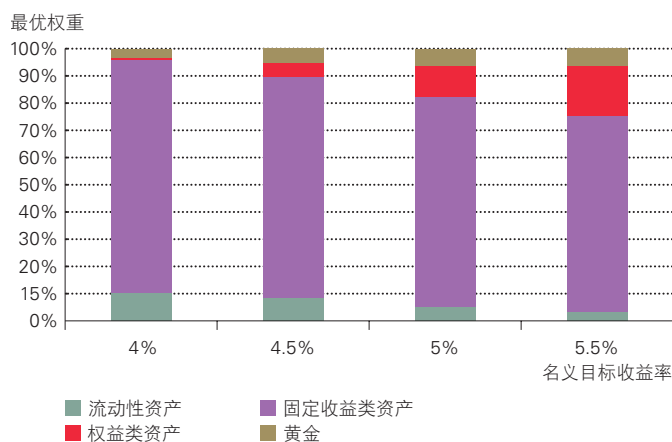
\*\*对于样本中的每一年，实际收益= (1+名义收益) / (1+通货膨胀率) - 1

数据来源：彭博社；世界黄金协会

4. 黄金的最优配置比例随名义目标收益率提高而增加。通过使用历史数据及New Frontier Advisors<sup>8</sup>公司开发的优化模拟程序, 我们的分析显示随着投资组合的名义目标收益率从4.0%上升到5.5%, 黄金的最优配置比例从3%稳步上升至6%。

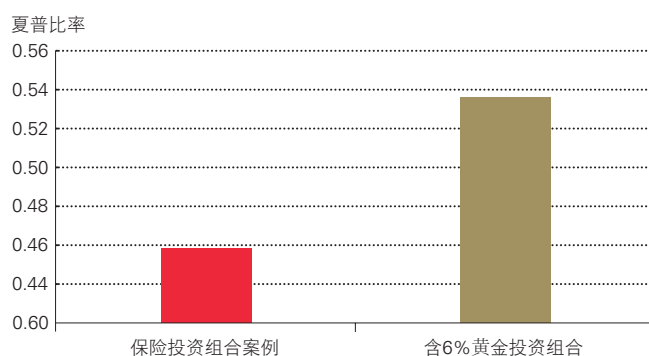
5. 黄金提高投资组合风险调整后收益。本分析考虑了按下列比例投资的保险公司投资组合, 如: 80%的固定收益类投资, 15%的权益类投资和5%的现金和现金等价物, 结果表明, 6%的黄金配置将提高风险调整后的回报率, 夏普比率从0.46增加到0.54。<sup>9</sup>

实现投资组合不同目标收益率的最优权重



数据来源: 彭博社; New Frontier Advisors; 世界黄金协会

相同目标收益率情况下黄金对投资组合夏普比率的影响\*



\*基于2007年1月至2017年12月历史数据。  
数据来源: 彭博社; 世界黄金协会

8 <https://www.newfrontieradvisors.com>

9 采用标准差和超额收益计算的风险调整指标, 以确定每单位风险的回报。夏普比率越高, 基金的历史风险调整表现越好。



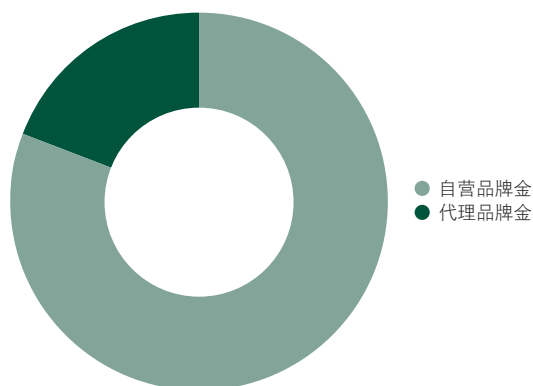
## 附录三：

### 中国黄金市场的投资产品

黄金投资产品有多种分类方法。从产品性质看，中国黄金市场投资品大致可分为五类：实物黄金销售类、投资交易类、衍生品类、融资类和理财类，参见附表1。

- 1. 实物销售类产品。**实物销售类产品主要指商业银行、黄金制品企业销售的各种黄金实物，如实物品牌金、金条、金币等。商业银行代理销售的品牌金多为黄金企业的产品。2017年，商业银行销售各类自营、代理品牌金102.04吨，比2016年下降25.3%，参见附图6。
- 2. 交易类产品。**交易类产品按是否提取现货细分又可以为实物交易类和账户交易类。**实物交易类**是指交易标的为可提取现货的实物黄金产品，场内如上海黄金交易所黄金现货实盘交易（Au99.95、Au99.99、Au50g、Au100g）、上海金集中定价、黄金ETF，场外如上海黄金交易所黄金即期询价、商业银行的黄金积存、黄金定投等产品。2017年，实物交易类<sup>10</sup>累计成交黄金8162.9吨，同比增长6.13%，其中金交所现货实盘6649.02吨，占81.45%，上海金集中定价1262.74吨，占15.47%，商业银行的黄金积存和定投成交201.85吨，占2.47%，黄金ETF成交49.29吨，占0.6%。**账户交易类**，俗称“纸黄金”或“账户金”。这类产品一般不涉及实物黄金交割，投资者主要通过金价变动获益，如商业银行的账户金。2017年，商业银行账户金累计交易2130.8吨，交易金额5835.1亿元，比2016年分别下降1.34%和3.49%。
- 3. 衍生品类。**黄金衍生品包括以黄金为基础资产延伸而来的黄金期货、延期、远期、掉期、期权等产品，现已初步形成贯通场内外，横跨境内外的产品体系。其中，上海期货交易所的黄金期货和上海黄金交易所的黄金延期为主力品种。上海黄金交易所2004年推出的黄金延期交易以实物交割为基础，价格直接反映现货市场供求，现货特征明显。而上海期货交易所2008推出的黄金交易是标准期货合约，交割量极少。期货价格与现货价格往往存在基差（基差就是期现价差，期货交割时，期货价格收敛于现货价格，基差为0，一般情况下基差都存在）。

附图6：2017年商业银行实物黄金销售情况



2012年以来，上海黄金交易所在银行间黄金市场陆续推出了黄金远期询价、黄金掉期询价和黄金期权询价等衍生产品。2017年上海黄金交易所询价交易<sup>11</sup> 2.29万吨，比上年增长29.28%，形成与竞价交易互为补充、快速发展的态势。

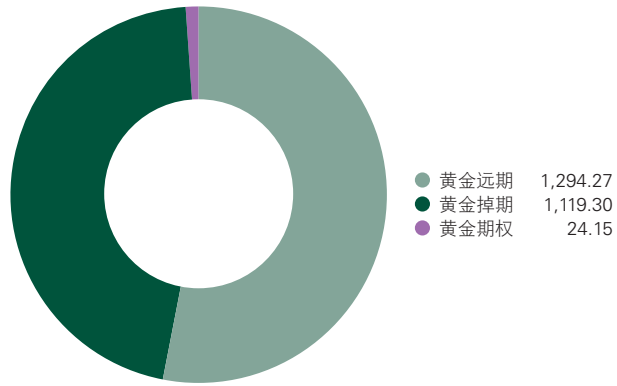
场外黄金衍生品主要是指银行柜台提供的场外黄金远期、掉期和黄金期权等产品，交易币种有美元和人民币。2017年，商业银行在境内交易的各种黄金衍生品2437.71吨，比2016年增长32.89%；在境外交易的黄金衍生品9191.43吨，比2016年下降24.28%，参见附图7和附图8。

- 4. 融资类产品。**融资类产品包括黄金租借和黄金质押，是商业银行通过黄金借贷和黄金质押方式，为机构和个人客户提供的融资服务。按借贷对象，黄金租借又可细分为商业银行之间的黄金拆借和商业银行对黄金企业的黄金租赁。黄金质押主要面向个人客户开展的融资业务。2017年，商业银行租出黄金2994.65吨，比2016年下降2.47%；接收质押黄金0.83吨，比2016年下降75.64%。
- 5. 理财类产品。**黄金理财产品主要指商业银行出售的各类挂钩黄金的理财产品。黄金理财产品的大部分本金投资在债券和货币市场工具上，仅有少部分用于挂钩黄金，是结构性操作的理财产品。其投资回报率取决于所挂钩产品的市场表现。随着金价下行，黄金理财产品的收益水平一般低于预期收益的上限。截至2017年年末，未到期的商业银行黄金理财产品余额为1830.9亿元。

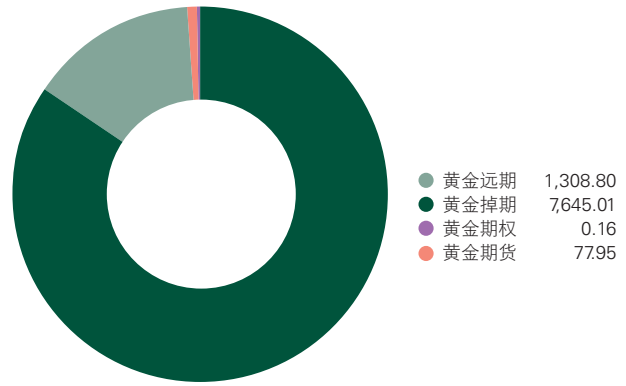
<sup>10</sup> 上海黄金交易所不再公布区分即期询价和远期等其他询价，实物交易类本应包括即期询价交易，但考虑数据的可得性，这里暂不包括。

<sup>11</sup> 这里的询价交易含即期询价交易，不完全是衍生品类。

附图7：2017年商业银行境内黄金衍生品交易量



附图8：2017年商业银行境外黄金衍生品交易量



附表1 中国黄金投资渠道和投资产品

投资渠道/产品类别	实物类	交易类			融资类	理财类
		实物交易类	账户交易类	衍生品交易类		
上海黄金交易所	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>黄金现货实盘：(Au99.95、Au99.99、Au50g、Au100g)</li> <li>黄金即期询价</li> <li>黄金ETF</li> </ul>	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>黄金延期 (Au (T+D))</li> <li>Au (T+N1)</li> <li>Au (T+N2)</li> <li>黄金远期询价</li> <li>黄金掉期询价</li> <li>实物黄金期权询价</li> </ul>	—	—
上海期货交易所	—	—	—	黄金期货	—	—
商业银行	<ul style="list-style-type: none"> <li>自营品牌金</li> <li>代理品牌金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>黄金积存</li> <li>黄金定投</li> </ul>	账户金	<ul style="list-style-type: none"> <li>对客提供境内场外黄金衍生品：(黄金期货、黄金远期、黄金掉期、黄金期权)</li> <li>自营境外黄金衍生品交易</li> <li>自营代理上海黄金交易所黄金产品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>黄金租赁</li> <li>黄金拆借</li> <li>黄金质押</li> </ul>	黄金理财

数据来源：根据相关网站整理。

## 附录四: 参考文献

- 1) 周洁卿著,《黄金和黄金市场: 投资价值的认识与实践》[M], 学林出版社, 2008。
- 2) 上海黄金交易所网站。http://www.sge.com.cn。
- 3) 世界黄金协会网站。http://www.gold.org/。
- 4) 金田公司各年《黄金年鉴》。http://www.gfms.co.uk/。
- 5) 伦敦金银市场协会网站。http://www.lbma.org.uk/。
- 6) 中国黄金集团网站。http://www.chinagoldgroup.com/。
- 7) 美国劳工部网站。http://www.dol.gov。
- 8) 美国国家经济研究局。http://www.nber.org/。
- 9) 世界银行网站。http://www.worldbank.org.cn/。
- 10) 国际货币基金组织网站。http://www.imf.org/。
- 11) 中国人民银行官网, 人民银行等六部《关于促进黄金市场发展的若干意见》, 2010年7月。
- 12) 中国黄金市场发展报告2016年。
- 13) 孔军、朱琦、年四伍, 关于提升我国黄金市场国际定价影响力的研究, 《上海金融》2015年第8期。
- 14) 田传战、姚德良《世界黄金期货市场、工具与法规政策环境的比较分析》, 《国际金融研究》2008年第4期;
- 15) 罗剑、赵茜《发达国家的黄金市场发展: 现状、经验及启示》, 国际金融研究, 2009年第11期。
- 16) 周小川, 《充分发挥黄金市场的投资管理功能》, 伦敦金银市场协会全球贵金属年会上海峰会, 2004年9月6日。
- 17) [美]彼得·伯恩斯坦, 黄金简史[M], 上海财经大学出版社, 2008年版。
- 18) 汪轶、年四伍, 黄金保值效果分析及对银行发展黄金业务的启示, 《投资研究》, 2011年第2期。
- 19) 年四伍, 黄金投资能够对抗通货膨胀吗——兼论对商业银行黄金业务发展的启示, 《上海金融》, 2011年第3期。
- 20) Khalifa, Miao et al, "Return Distributions and Volatility Forecasting in Metal Futures Markets: Evidence from Gold, Silver, and Copper." Journal of Futures Markets 31(1):55-80, 2011
- 21) Cross, J.2000.Gold derivative: The market review, The World Gold Council n.
- 22) Cheung, Yin-Wong. Lai, Kon S.1993, Do Gold Market Returns Have Long Memory? The Financial Review 28(2),181-202.
- 23) Lawrence C.2003, Why is Gold Different from Other Assets? An Empirical Investigation, World Gold Council, London.
- 24) 年四伍, 周贤宇, 我国黄金市场发展现状、问题及对策建议, 《海南金融》, 2014年第5期。
- 25) 年四伍, 杜海均, 徐荟竹, 黄金交易中心建设——政府推动、自发演进与中国的现实选择, 《金融发展评论》-2012。



Pulps used to produce this paper are  
Elemental Chlorine Free (ECF).

The paper mill and printer are accredited  
to ISO14001 environmental standards.

