华东师范大学

硕士学位论文

基于藏金于民的我国黄金储备战略研究

姓名：钟赟

申请学位级别：硕士

专业：金融学

指导教师：周洁卿

20100501

摘 要

牙买加体系建立后，国际货币体系进入黄金非货币化时代。黄金的非货币化没有使黄金完全失去货币职能，只是使其货币职能受到削弱。非货币化后黄金的货币职能主要体现为：贮藏手段、支付功能、融资功能和投资避险功能。在刚刚经历的国际金融危机中，黄金的这些货币职能表现地更为突出。黄金货币职能的发挥使其在国际储备体系中仍然占有重要地位。由于我国黄金储备规模相对较小，我国应该建立适合本国国情的黄金储备战略，积极寻求增加黄金储备的途径。

本文通过理论联系实际，系统分析了黄金的货币职能和黄金储备的重要作用，采用定性分析和定量分析相结合的研究方法，分析了藏金于民相对于单纯依靠央行储备黄金的优势，并结合藏金于民对国家宏观经济的调控作用论证了藏金于民黄金储备战略选择的必然性。文章通过借鉴国外藏金于民黄金储备模式，对比研究了印度和日本藏金于民的不同特点。印度的藏金于民模式以黄金消费为主要特征，这主要跟印度的传统文化和宗教信仰有关；日本黄金市场的相对成熟决定了其以黄金投资为主要特征的藏金于民模式。这两个国家不同的藏金于民模式为我国藏金于民储备战略实施提供了重要参考。

我国藏金于民的发展还处于初期探索阶段，制约我国藏金于民储备战略实施的最大障碍是黄金投资需求的不足，藏金于民的进一步深化也需要国家制订相应的引导政策。因此我国要加快黄金市场的发展，重点加强黄金市场环境建设，积极开拓黄金投资产品，同时辅之以相关政策引导，鼓励居民进行黄金投资和消费，这样才能确保藏金于民黄金储备战略的顺利实施。

关键词： 货币职能　黄金储备　藏金于民　黄金市场

Abstract

Since Jamaica System is established, the international monetary system has entered the era of demonetization of gold. Gold still retained some functions of money after demonetization, including storage means, payment functions, finance functions and investment hedging function. In the last international financial crisis, the performance of gold's monetary functions was more prominent. Since gold still has functions of money, gold plays an important role in the international reserve system. As the relatively small size of China's gold reserves, China should establish gold reserve strategy based on its own national conditions, and actively seek ways to increase gold reserve.

This paper analyzes the advantage of individuals owing gold relative to central bank gold reserve in the qualitative and quantitative research methods, demonstrate the inevitability of choose individuals owing gold as gold reserve strategy through individuals owing gold act on national macro-economy. Based on the foreign patterns of individuals owing gold, this paper comparatively studies the different characters of India and Japan's pattern of individuals owing gold. The pattern of India's individuals owing gold is characterized by gold consumption, and the character of Japan pattern is gold investment. The different patterns of individual owing gold in those two countries provide important reference for China's gold reserve strategy based on individuals owing gold.

The development of China's individuals owing gold is still at an early stage, the greatest obstacle restricting the development of China's individuals owing gold is the lack of gold investment demand. Therefore, China should speed up the development of the gold market, focus on strengthening construction of the gold market environment, and actively develop gold investment products, and meanwhile, work out some relevant guide policy to encourage residents to invest and consume gold.

Key Word: Function of Money Gold Reserve Individuals Owing Gold Gold Market

钟 赟 硕士学位论文答辩委员会成员名单

姓名	职称	单位	备注
冉生欣	副教授	华东师范大学	主席
吴信如	教授	华东师范大学	
聂丹	副教授	华东师范大学	

导论

第一节 选题背景及意义

2008 年由美国次贷危机引发的国际金融风暴使全球经济遭受重创，作为主要国际货币的美元也一度出现信用危机，以信用货币为核心的国际货币体系的不稳定再次唤起了人们对黄金的重视。2009 年世界经济开始走出衰退并缓慢复苏。在如此动荡不安的全球金融环境背景下，黄金作为最后的支付手段，其保值避险功能正得到淋漓尽致的发挥。黄金的这种区别于其它普通商品的金融属性，使得它在当前黄金非货币化的环境下仍然倍受人们的青睐。黄金在各国央行的国际储备资产中一直占有重要地位，世界主要发达国家中除日本外都持有大量的黄金储备，其中美国、德国、法国、意大利的黄金储备占其外汇储备比例超过了 50%。我国到 2009 年底的央行黄金储备量为 1054 吨，这也是基于 2009 年央行宣布增持 454 吨黄金储备的基础上形成的。增持之后，黄金储备占外汇储备比例为 1.6%[1]，这与美国及欧洲发达国家相比，显然是很低的水平，而且这与我国的经济实力也不相匹配。美国和欧洲主要储金国家在牙买加体系形成之初就建立了它们现有的黄金储备规模，因而它们的黄金购买成本都很低。鉴于当前国际黄金价格处于历史较高水平的原因，而且央行直接在国际市场购金也容易引起国际黄金价格的高涨，我们应当积极寻求增加国家黄金储备的其它途径。

基于这样的背景下，本文提出实施藏金于民的黄金储备战略，所谓藏金于民，是相对于央行储备黄金而言，通过黄金投资和黄金消费的方式实现黄金在民间的储藏。首先，通过藏金于民，可以有效地缓解当前金价高企给央行储金带来的压力，并节约央行储备黄金的成本。其次，藏金于民将为民众拓宽投资渠道，提供保值和避险工具。最后，从长远来看，实施藏金于民可以有效增加我国黄金储备规模，抵御当前信用货币体系下的信用风险，保障国家金融安全。本文拟在前人研究成果的基础上，通过借鉴国外藏金于民的成功模式和经验，试图作出对我国藏金于民储备模式的有益探索。

第二节 国内外研究现状综述

近年来，国内外对黄金储备的研究并不多。Stephen Harmston (1998)[37]通过

[1] 数据引自世界黄金协会网站（www.gold.org）。

对美国、英国、德国、法国、日本五国黄金储备的研究，说明黄金储备在长期内确实能起到价值储藏的作用，但由于黄金价格在短期内会有所波动，各国央行应该结合自身情况，制定符合自己国情的黄金储备管理政策。Timothy Green (1999)[36]提出在黄金非货币化的背景下，各国央行应该加强黄金储备的流动性，适当运用衍生工具实现黄金储备的保值增值。Forrest CaPie (2004)[35]等人通过建立模型证明了黄金是美元和日元汇率变动的对冲器，增加黄金储备能有效地降低外汇储备的汇率风险，但其有效性的大小很大程度上依赖不可预测的政府政策和突发事情。

国内方面，李江、王雁（1999）[31]通过分析影响我国黄金储备总量的影响因素，提出从发展黄金工业、将部分外汇储备转换为黄金储备、国际黄金市场借金储备三个方面增加我国黄金储备的建议。肖云辉（2001）[29]从黄金非货币化的角度分析了当前黄金在国际储备体系中的地位，认为黄金已不是货币稳定的基础，各国央行减持黄金将是一种必然趋势，并因此造成黄金市场在相当长的一段时间内的低迷态势。周洁卿（2006）[17]主要从规避外汇风险的角度分析了增加我国黄金储备的必要性，并对我国黄金储备的适度规模做出了积极探索，提出了央行和民众储金同步发展、运用国家税收政策（主要通过遗产税）等途径增加我国黄金储备。孙建华（2008）[14]针对当时国内流动性过剩问题，提出黄金储备必须与外汇储备保持合理比例，黄金储备必须实施动态管理以发挥其货币调控功能。景乃权（2009）[9]从金融安全的角度分析了黄金储备的重要作用，并提出增加黄金储备，完善黄金市场的建议。陈小竹（2009）[10]通过分析国内外黄金储备的历史、发展和现状，提出现阶段我国不宜大量增加黄金储备，而应该通过藏金于民，藏金于市，藏金于地（资源）的方式间接增加我国黄金储备的建议。

而关于藏金于民方面的研究历史较短。在我国，虽然“藏金于民”这一概念早在改革开放的初期就有学者提出，虞关涛（1981）[32]就曾提出藏金于民的政策建议，他认为通过藏金于民（央行向国内抛售黄金）一方面可以回笼人民币，从而达到当时平抑物价的政策目标；另一方面藏金于民具有重要战略意义，国家可以在危机时候调动民间的黄金资源，从而保障国家的金融安全。但是由于改革开放初期我国外汇和黄金储备都非常紧缺，人们最关注的是如何增加我国的外汇储备，直到近年了我国外汇储备实现超额增长，大家才开始研究如何建立合理的国际储备体系，因而国内在藏金于民方面的研究也是近几年才出现的。王尧基（2005）[24]通过分析黄金储备在一国国际储备中的重要性，针对当时中国外汇

储备超额增长并面临贬值损失的情况，提出在增加国家储金的同时，将部分外汇储备转化为民间藏金，并重视发挥民间藏金对国际储备的替代作用。宋钰勤、罗江（2006）[19]提出以藏金于民推动藏汇于民，以缓解出我国外汇储备高速增长带来的压力，并就藏金于民问题提出发行“央行金票”和直接利用上海黄金交易所现有黄金产品两种实施途径。王喆（2006）[18]通过研究布雷顿森林体系崩溃后黄金在美国货币政策中发挥的重要作用，提出我国必须通过藏金于民来充分发挥黄金的货币政策职能，并提出通过商业银行代理居民在交易所内购买黄金的具体措施。周洁卿（2009）[11]认为实施藏金于民可以提高国家抵御危机的能力，减轻国家外汇储备的压力，分担国家黄金储备负担，以及为央行调节货币政策提供新的工具，并从实证角度分析了藏金于民对我国国际储备的替代效应，提出通过商业银行的黄金业务来实现藏金于民的具体实施途径。

第三节　本文的创新和不足之处

国内对于黄金储备的研究，大多是从优化我国国际储备结构，降低外汇储备比例的角度去思考，认为当前黄金储备在国际储备中占比例太小，应当适当增加黄金储备。笔者认为之前的研究中涉及的黄金储备都是狭义上的黄金储备概念，它只是针对中央银行的黄金储备而言。本文试图从广义的角度去研究黄金储备，也就是说，黄金储备除了包括中央银行的黄金储备外，还包括储藏于民间，国家在必要的时候可以充分调动的黄金储备，而且在当前的国际经济形势下，国家应该充分调动民间储金的积极性，以此提高国家的黄金总储备存量，这是本文的创新之处。

但是，本文的研究也存在一些不足之处。首先是对国内民间藏金的相关数据搜集较少，其次是对藏金于民的研究缺乏深度，希望以后的研究能够弥补这些不足。

第四节　本文的研究方法和结构

本文采用理论联系实际的研究方法，从理论层面分析了黄金的货币职能和黄金储备的重要作用，并联系当前黄金非货币化的实际情况分析了黄金货币职能的具体表现，结合我国黄金储备的实际情况和黄金市场现状论证了我国实施藏金于民黄金储备战略的必然性。文章通过比较分析的方法研究了藏金于民相对央行储备黄金的优势，并比较分析了印度和日本藏金于民模式的不同特点，从而为我国

藏金于民黄金储备战略实施提供重要参考。文章还采用了定性分析和定量分析相结合的方法。定性分析贯穿了整篇文章思路架构，并为文章提供了理论铺垫；在分析藏金于民战略选择和我国黄金供求状况的时候，文章采用了定量分析的研究方法，通过对相关统计数据的整理分析为定性分析提供了有力的支持。

本文的研究结构如下：

导论部分介绍了本文的选题背景及意义、相关文献综述、本文的创新和不足之处以及文章的研究方法和结构。

第一部分主要分析了黄金在不同历史时期的货币地位，并通过不同时期黄金货币作用的表现形式说明了黄金由来已久的货币属性。

第二部分分析了黄金储备在国际储备体系中的重要作用，研究了选择藏金于民作为我国黄金储备战略的主要原因，并从居民资产配置的角度论证了藏金于民在我国的可行性。

第三部分通过实证分析研究了国外藏金于民黄金储备模式，对比分析了印度和日本的藏金于民模式的不同特点，指出了我国的藏金于民发展中存在的主要问题。

第四部分通过借鉴国外藏金于民的发展经验、结合我国藏金于民的发展现状提出了相关建议及措施。

第一章　黄金的货币职能依然存在

在人类历史很长的一段时间里，黄金都是法定货币。自从20世纪70年代牙买加体系确立以来，美元不再与黄金挂钩，黄金也不再作为主要的国际货币流通，国际货币体系进入黄金非货币化时代。然而，黄金的非货币化并非代表黄金与货币彻底脱离关系，只是黄金的货币职能被弱化，黄金仍然行使着部分货币职能。马克思主义的货币理论认为，货币的职能可以分为以下五种：价值尺度、流通手段、支付手段、贮藏手段和世界货币。黄金经历非货币化以后，仍然保留着贮藏手段、世界货币和最后的支付手段的职能，因而我们认为黄金一直都在扮演着货币的角色，只是在不同时期，其货币职能表现的强弱程度不一样而已。

第一节　金本位制时期黄金货币职能的积极作用

在金本位制时期，黄金作为本位货币，行使着货币的所有职能，这些职能的发挥对金本位制的平稳运行起到了关键的作用。本节通过分析金本位制时期黄金的货币职能发挥对经济发展的重要作用，有助于理解黄金的货币金融属性，并为文章后面黄金储备战略的提出提供理论依据。

一、金本位制度的形成及其基本特征

金本位制是以黄金作为本位货币的货币制度，由于行使的是金币，也叫金币本位制或完全金本位制。金本位制度有广义和狭义之分，广义的金本位制包括金币本位制、金块本位制和金汇兑本位制，狭义的金本位制一般就是指金币本位制。

金本位制作为人类历史上第一个国际货币体系，且有如下特点[2]：

（一）由国家以法定重量和成色的黄金铸成金币，在市面上流通，其它金属辅币和银行券可以自行兑换成金币或者等量的黄金；

（二）黄金可以自由买卖、贮藏和出入国境，私人持有的金块可以交出国家铸币机构铸成金币；

（三）国家的货币储备和国际结算业务都使用黄金。

进入十九世纪以后，俄国、美国、南非、澳大利亚、加拿大先后发现了丰富的金矿资源，黄金生产迅速发展，到十九世纪后半叶，黄金生产就超过了过去五千年产量总和，这为人类进入金币本位时期奠定了坚实的物质条件，由于黄金产量的增加，人类增加黄金需求有了现实的物质条件，以黄金生产力的发展为前提，

[2] 杨小佛、张望：《黄金投资知识读本》，上海社会科学出版社，2003年，引用其对金本位制特点的概括。

人类进入了一个金本位时期。货币金本位的建立意味着黄金从帝王贵族专有，走向了整个社会的流通领域。

英国作为当时世界上最发达的资本主义国家，于1816年首先在国内颁布实施金本位制的法令，但由于英法战争的影响，到1821年才真正实施该法令的规定。19世纪下半叶，其它资本主义国家纷纷效仿英国，开始实行金本位制度(见表1)。到1914年第一次世界大战开始时已有59个国家实行了金本位制。金本位制虽时有间断，但大致延续到20世纪的20年代。由于各国的具体情况不同，有的国家实行金本位制长达一百多年，有的国家仅有几十年的金本位制历史。

表1 主要国家实行金本位制的时间

国别	年份	国别	年份	国别	年份
英国	1816	法国	1874	美国	1879
德国	1871	比利时	1874	奥地利	1892
瑞典	1873	瑞士	1874	日本	1897
挪威	1873	意大利	1874	俄罗斯	1898
丹麦	1873	荷兰	1875	墨西哥	1905

资料来源：IMF: International Financial Statistics (1952-1972)

二、黄金与物价稳定

在金本位制度下，黄金作为本位货币，对物价水平具有自动调节作用。马克思在《资本论》中形象地把这种自动调节机制比喻为蓄水池。这一调节机制具体表现为：当由于大金矿的发现或冶炼技术的提高，黄金供给相对过剩导致金价下降，物价上涨时，居民将会把手中持有的部分金币熔化，用于储藏或转为装饰用途进入蓄水池，这时候流通中的黄金减少，物价自然会下降；当由于商品经济的发展，导致黄金供给相对不足，金价上升，物价下降时，这时金币币值将高于其作为黄金的价值，居民就会将储藏的金块或用于装饰用的黄金铸成金币，导致黄金流出蓄水池，从而增加流通中的金币供应，使物价上升。这一自动调节机制的有效运行的前提是蓄水池有足够的容量，当物价上涨时，蓄水池必须吸收多余的金币，当物价下降时，蓄水池要能够释放足够的黄金。蓄水池的调节作用在短期来看是有效的。长期来看，物价的稳定需要通过黄金供给量来调节。当物价上涨导致蓄水池中黄金不断增加时，同时也增加黄金的生产成本，生产成本的增加会导致黄金供给的减少，从而有助于在根本上抑制物价的上涨；当物价下降导致蓄水池中的黄金流出时，同时降低了黄金的生产成本，从而使黄金供给量增加，新

增加的黄金供给将对蓄水池形成有效的补充，最终使物价上升到正常水平。

理论上金本位制是不存在通货膨胀的，因为当通货膨胀发生时，短期来看，自动调节机制会使多余的金币供给进入蓄水池当中，长期来看物价的上升会促使黄金供应减少，进而使物价恢复到正常水平。但是，金本位制在实际运行过程中仍然存在通货膨胀和通货紧缩的现象，从上面的分析中我们也不难看出其价格自动调节机制存在的缺陷。首先是黄金供给弹性不足，当经济运行中需要更多的金币供应时，黄金供给的增加受已探明的金矿存量和开采能力的限制。当黄金供给长期不能满足金币需求时就会出现通货紧缩现象。其次，黄金供给的自动调节存在较长的时滞，当物价上涨到较高水平时，可能还存在大量新探明并正在开采的金矿，黄金供给仍然会增加，这就容易导致通货膨胀的发生。相反，当物价持续下跌时，矿产黄金供给短期内难以满足对人们对金币的需求，就会出现通货紧缩的现象。

表 2　金本位制期间英美德法四国批发物价指数波动

年份	美国	英国	德国	法国
1816	150	147	94	143
1849	82	86	67	94
1873	137	130	114	122
1896	64	72	69	69
1913	100	100	100	100
价格波动率%				
1816－1849	-45	-41	-29	-33
1849－1873	67	51	70	30
1873－1896	-53	-45	-40	-45
1896－1913	56	39	45	45
平均波动率%	6.25	1	11.5	-0.75

资料来源：RICHARD N. COOPER: “The Gold Standard Historical Facts and Future Prospects”, Brookings Papers on Economic Activity, 1982

总体来说，如表 2 所示，金本位制时期物价水平相对稳定，黄金的自动调节机制对保持物价稳定起到重要作用。据统计[3]，英国 1939 年的物价水平基本上和

[3] 米尔顿.弗里德曼：《论通货膨胀》，中国社会科学出版社，1982 年，引自第 2 页。

1739 年差不多，美国 1939 年的物价水平也和 1800 年大致相同。在这期间，物价水平也有过上下波动，不过除了大规模的战争中及战后短期，物价水平在任何一段长时期内，上下波动很少出现超过年率 3%的情况。

三、黄金与国际收支平衡

金本位制时期，黄金作为本位货币的机制能够自动调节国际收支平衡。当一国出现国际收支逆差时，就会引起黄金外流，从而导致国内货币供应量减少，物价下跌，商品成本下降。这样本国商品在国际市场上的竞争力就会提高，外国商品在本国市场的竞争力就会下降。于是进口将会减少，出口将会增加，从而扭转国际收支逆差的局面。相反，当国际收支出现顺差时，就会引起黄金流入国内，从而导致国内货币供应量增加，物价上涨，商品成本提高。这样本国商品在国际市场上失去竞争优势，而外国商品在本国市场的竞争力提高，有利于进口，不利于出口，从而改变国际收支顺差的局面。这一国际收支自动调节过程即是休谟所提出的“价格—铸币流动机制”理论。我们看到，这一理论反映了以黄金为本位货币的金本位制在调节国内物价水平的同时也起到调节国际收支平衡的作用。不过，“价格－铸币流动机制”理论的前提条件是非常严格的。比如市场机制必须统一完善，从而形成顺利的传导机制，以便随着黄金的流入和流出，国内货币供给必须相应变化，价格水平也相应变化，这个理论以货币数量论为基础，同时也就意味着各国的价格和工资调整必须具有充分的弹性，以致黄金的流动和货币供应的变化都只作用于价格，而对充分就业状况没有影响。并且，相对价格水平变化引起的进出口贸易流向的变化足以改变国际收支状况，即进出口商品在各国都必须具有充分弹性。所有这些条件都非常关键，而在金本位制时期，这些条件也只能大体上满足。

不过，“铸币－价格流动机制”并没有完全概括金本位时期国际收支平衡的调节机制，在国际收支的自动调节机制中，除了相对价格调整机制以外，还有收入调整和利率调整的机制在发挥作用。国际收支逆差除了引起黄金外流，还可能由于出口收入的下降而直接引起总需求和国民收入水平的下降。这又会相应引起进口支出水平的下降，于是缓解国际收支的失衡。特别是对英国而言，由于它在当时的世界贸易体系中居于主导地位，英国的国内经济活动水平和收入水平的下降若引起其进口需求的下降，能够降低世界市场初级产品的价格，从而有利于缓解英国的国际收支困难。如果英国的总需求和收入水平下降能够引起其国内投资水平的下降，那么其进口支出水平将下降得更多。

另外，国际收支逆差形成黄金流失和国内货币供应减少后，还会形成银行信用的紧缩和市场利息率水平的提高。银行信用的紧缩可以进一步抵制国内经济活动的水平，有利于压缩进口需求。同时，利息率水平的提高有助于压低国内价格水平，提高出口产品的国际竞争能力。而且，利率水平的提高还有助于吸引短期资金的流入，而缓解国际收支困难。然而就利率调节机制而言，在金本位条件下也不是完全自动进行的。英格兰银行在面临黄金流失时，其首要任务是提高伦敦金融市场的利息率，以吸引国际资本流入平衡国际收支。而且英格兰银行的行动非常迅速，因为英国的黄金储备相对于其国际贸易量是很少的。当时英格兰银行使用的重要手段是提高英格兰银行贴现率。特里芬指出，英格兰银行贴现率的提高在降价格水平提高英国产业国际竞争力的同时，还可以起到改善贸易条件的作用。因为伦敦贴现市场的紧缩，减少了为英国进口商的存货提供的融资，于是迫使进口商尽快清理存货并压缩进口。这样，利率提高对进口产品价格下降的影响比对出口产品价格的影响要大，从而改善了英国的贸易条件，并且能更明显地改善其国际收支。可见，利率调整机制在一战前的金本位时期也并非完全自由。但重要的是，英格兰银行对市场利率的调控仍以对外平衡，即保持国际收支平衡和英镑的自由兑换为首要目标。因而这种利率调整机制，与相对价格和收入调整机制的效应是同方向的，并且还可能加强了相对价格和收入调整机制的作用。

第二节　非货币化后黄金的货币职能变化

1978 年，国际货币基金组织以多数票通过批准了修改后的《国际货币基金协定》，删除了以前有关黄金的所有规定，宣布黄金不再作为货币价值标准，废除黄金官价，黄金可以在市场上自由买卖。自此，布雷顿森林体系宣告彻底崩溃，国际货币体系进入黄金非货币化时代。

一、非货币化后黄金在各国国际储备中的地位及其变化

黄金非货币化以后，黄金的货币职能被削弱，各国的黄金储备也发生了一些变化。虽然黄金的货币职能被弱化，但黄金抵御风险和保值增值的功能一直受到人们的重视，它在国际市场上的流通性、变现性与一般的信用货币相比仍然具备绝对的优势。因此，黄金没有因为其非货币化进程而遭到各个国家的抛弃，黄金非货币化后各国黄金储备的变化与黄金的货币职能弱化有关，也与各个时期各主要信用货币的运行情况相关。在 20 世纪 70 年代黄金非货币化后的初期，受黄金非货币化风潮的影响，世界各主要储金国家基本都减持了央行的黄金储备量，而

一些黄金储备稀缺的国家如日本和印度刚乘机增持了部分黄金储备。进入20世纪80年代后，基于对黄金保值增值和抵御通货膨胀能力的认识，各主要储金国家央行基本停止了对黄金的抛售，其它黄金储备相对缺乏的国家则加大了黄金储备的增持力度。到20世纪90年代，世界范围的通货膨胀水平普遍下降，部分国家甚至出现通货紧缩的现象，由此造成人们在抵御通货膨胀方面的黄金需求下降，各国增持黄金储备的热情了受到打击。特别是在90年代中、后期，作为全球主要国际货币的美元处于强势地位，信用货币的良好表现抑制了人们对黄金在保值避险方面的需求。在这一背景下又有部分央行减持了其黄金储备，典型的有英国、加拿大、荷兰、比利时和奥地利。从20世纪黄金非货币化后整个一段时间来看，大部分主要储金国家的黄金储备都有明显的下降，其中加拿大抛售的600多吨储备几乎是其全部的央行黄金储备量，比利时抛售的黄金也接近其央行储备量的80%，而英国、荷兰和奥地利也抛售了将近一半的央行黄金储备量（见表3）。

表3　部分国家黄金储备变化情况（单位：吨）

年份 / 国家	1972	1979	1985	1990	1995	1997	1998	2000
美国	8584	8230	8170	8147	8140	8138	8137	8137
德国	3650	2963	2960	2960	2960	2960	3701	3469
法国	3132	2547	2546	2546	2546	2547	3184	3025
意大利	2562	2075	2074	2074	2074	2074	2593	2452
瑞士	2585	2590	2590	2590	2590	2590	2590	2420
荷兰	1685	1368	1367	1367	1081	842	1052	912
比利时	1340	1064	1063	940	639	477	296	258
加拿大	683	690	626	459	106	96	77	37
英国	656	566	592	589	573	715	639	311
日本	656	754	754	754	754	754	754	763
奥地利	649	657	658	634	373	245	300	378
南非	558	394	151	127	132	124	124	183
西班牙	443	454	456	486	486	486	608	523
印度	216	266	292	333	398	396	357	357

资料来源：IMF: International Financial Statistics, 2003

各国黄金储备的变化总体上与国际经济和政治形势变化相关，世界经济稳定增长，政治局势稳定时期，各国央行对黄金储备的需求下降，部分央行可能还会抛售一定比例的黄金储备。当世界经济不稳定，或者出现经济危机时期，各国央行对黄金储备的需求就会增加。不过具体到各个国家的黄金储备变化情况，其变化的原因又是多种多样的。针对 20 世纪黄金非货币化这段时期各主要储金国家的黄金储备变化情况，这些国家的黄金储备变化主要表现为不定期的黄金抛售，究其具体原因，归纳起来，可以分为以下几种情况：

（一）依托国内丰富的黄金矿产资源，通过抛售央行黄金储备节约储备成本。基于这一原因抛售黄金的国家主要有南非和加拿大。这些国家自身为产金大国，拥有丰富的黄金资源，但是黄金储备即不能生息，还会产生保管费用，出于当前经济利益的考虑，它们认为国内的矿产资源为增加黄金储备提供了很好的保障，因此长期持有大量的黄金储备是不经济的。出于这种原因抛售黄金的国家黄金减持力度是最大的，黄金非货币化后，它们逐步减持了绝大部分的黄金储备。

（二）通过抛售黄金储备改善国内财政状况，并进一步增加国际储备资产的效益和流动性。英国在进入 90 年代末的黄金储备减持计划是这类情况的典型代表。黄金非货币化后，央行不用为了国内货币运行稳定而保持黄金储备，一些国家便利用央行已有的黄金储备配合国内财政政策目标的实现。1999 年 5 月 7 日，英国财政部宣布，为实现平衡政府财政的目的，英国将对外汇储备作了结构性调整，于是在接下来的几年内英格兰银行出售了 415 吨黄金储备换取外汇，并投资海外债券市场，从而使储备资产的流动性和盈利性得到提高。

（三）欧洲一些拥有巨额黄金储备的国家，在黄金非货币化后出于国际储备资产结构调整和欧共体相关货币政策的原因减持黄金储备。德国、法国、意大利和瑞士等国的黄金储备变化就属于这种情况，这四个国家在牙买加体系确立之初的黄金储备占世界黄金储备总量的比例超过了三分之一，在各自国际储备中所占的比例也相当大。所以在黄金非货币化后，这些国家央行减持黄金的意愿也是比较强烈的。而当时欧共体制订的相关货币政策也是支持央行减持黄金储备的，1979 年欧洲货币体系成立后，要求成员国提交 20%的黄金储备来充实欧洲货币合作基金（EMCF）以保持整个欧洲货币体系的有效运行。后来《欧洲中央银行法》也规定，各成员国中央银行在向欧洲中央银行转移国际储备资产时，所转移资产总额的 15%必有是黄金，这一比例要求给各国央行抛售黄金储备留下了巨大的空间。

黄金非货币化后，虽然世界各主要储金国家都减持了一定比例的黄金储备，但是我们从世界各国央行黄金储备总量变化情况来看（见表 4），央行黄金储备总量在黄金非货币化后呈现缓慢下降的趋势。不过其中有一个特殊的时间点就是1998 年，在 1997 年亚洲金融危机过后的第二年，央行黄金储备总量就实现了将近 10%的大幅增长，这一方面是由于当时一些亚洲国家大量以黄金偿还外债，另一方面也说明黄金储备在金融危机过后进一步受到人们的重视。从表 2 中我们可以发现，在大部分时间里央行官方售金总量都要大于央行黄金储备总量的变化量，这说明在部分国家央行抛售黄金的同时，也有部分国家央行增持了黄金储备，这在一定程度上也缓和了世界黄金储备分布不均匀的状况。总体来看世界央行黄金储备规模波动不大，这说明非货币化后黄金没有完全丢失其货币职能，黄金储备在稳定一国经济运行、保障国家金融安全方面仍然发挥着重要作用。

表 4　世界各国央行黄金储备总量及官方售金情况表（单位：吨）

时间	央行储金总量	官方售金总量	央行储金减少量(上年减本年)
1972	31772	—	—
1979	29451	—	—
1989	29269	432	—
1993	28606	468	—
1997	27751	326	—
1998	30119	380	-2367
1999	30107	478	12
2000	29643	489	464
2001	29366	504	277
2002	28999	556	368
2003	28447	617	551
2004	27917	479	531
2005	27339	663	578
2006	26989	365	350
2007	26519	484	470
2008	26384	246	134

资料来源：世界黄金协会网站，《黄金年鉴》（1997-2009）

二、非货币化后黄金的货币职能变化

在金本位时期，黄金作为本位货币具备了五大职能，即价值尺度、流通手段、支付手段、贮藏手段和世界货币。黄金非货币化后，黄金的货币职能被人为的削弱，但是，在当前的国际货币体系运行的过程中，黄金仍然保留了部分货币职能。从前面划分的五种职能来看，黄金至少还保留了支付手段和贮藏手段的职能，并且还具备一定的世界货币职能。综合黄金的货币和金融属性来分析，非货币化后黄金的货币职能可以归纳为以下四种[4]，即贮藏功能、支付功能、融资功能和投资避险功能。

首先，黄金仍然是重要的贮藏手段，这体现在黄金仍然是各国国际储备中的重要组成部分（见表 5）。从本节第一部分的分析中，我们知道非货币化后世界央行黄金储备总量基本保持稳定，其中由于牙买加体系建立初期，央行黄金储备在各国间的分布极不平衡，世界主要储金国家抛售了部分黄金储备，但是我们也可以注意到，大部国家的央行黄金储备在牙买加体系确立之初都是很少的，在黄金非货币化后它们大都选择了增持央行黄金储备。在 1997 年亚洲爆发金融危机后，1998 年德国、法国、意大利分别增持黄金 841 吨、637 吨和 519 吨，而这三个国家一直以来都是储金大国，这说明黄金作为国际储备资产在保护国家金融安全方面的作用是非常重要的。1999 年 9 月，包括欧洲央行在内的 15 国央行签署了《华盛顿协议》。该协议肯定了“黄金仍然是全球货币储备的重要组成部分”，从而唤起人们对黄金货币作用的重新认识。黄金的货币功能与信用货币相比具有绝对的优势，持有黄金是一个国家的主权资产，不代表任何国家的负债，持有黄金基本上不受任何国家、地域限制，随时可以兑换成信用货币或转购急需物资。黄金内在价值的稳定性及其一直保有的货币职能使得黄金储备在全球国际储备资产中始终保持重要地位。

我们在前面分析央行黄金储备变动时，并没有分析美国黄金储备的变动情况。因为黄金非货币化后，美国的黄金储备基本保持不变，一直都稳定在 8000 多吨的水平。我们注意到，2007 年底美国发生次贷危机，进而引发了全球金融风暴。当时金融机构面临巨额信贷紧缩，但是美国政府并没有抛售黄金，而是大量发行国债，这再次印证了黄金储备在保证国家金融安全中的重要作用。美元的情况有些不同，它是当今主要国际货币美元的发行国，所以美国不会轻易的抛售黄金来应对金融危机，黄金更重要的作用是支撑美元的国际地位，从而谋取在国际政治、

[4] 周洁卿：《论黄金非货币化与黄金的货币地位》，《上海金融》，2009 年第一期，引用其对非货币化后黄金货币功能的概括。

经济上更大的利益。美国拥有的黄金储备占世界第一位，巨额的黄金储备体现了美国超强的经济实力，也说明了黄金储备在国际货币体系中的重要作用。

表5 部分国家黄金储备情况表

	2001		2004		2007		2009	
	黄金储备(吨)	占外汇储备比例%	黄金储备(吨)	占外汇储备比例%	黄金储备(吨)	占外汇储备比例%	黄金储备(吨)	占外汇储备比例%
美国	8149	56.7	8136.2	61.1	8133.5	79.8	8133.5	70.4
德国	3456.6	37.6	3433.2	48.7	3417.4	68.9	3406.8	66.1
日本	765.2	1.7	765.2	1.2	765.2	2.3	765.2	2.5
法国	3024.8	47.1	2977.8	51.4	2586.9	59.7	2435.4	65.7
英国	314.8	7.5	312.2	8.7	310.3	15.5	310.3	16.5
西班牙	523.4	13.2	523.3	37	281.6	41.8	281.6	35.7
意大利	2451.8	47.8	2451.8	54.4	2451.8	70.4	2451.8	64.9
瑞士	2149.7	38.2	1332.1	24.6	1133.9	42.9	1040.1	27.1
印度	357.8	7.2	357.7	3.8	357.7	3.6	557.7	6.9

资料来源：世界黄金协会网站

其次，黄金仍然具备支付功能。金本位时期，黄金是法定的本位货币，在商品交易中充当支付手段。非货币化后，黄金一般不直接充当支付手段，而是作为最后的支付手段。比如当一国的外债借款到期后该国没有充足的外汇储备来支付，并且也无法通过借款等其它方式偿还的时候，便可以利用黄金来偿付，这也是各国央行持有黄金储备的一个原因。黄金作为最后的支付手段的优势也是很明显的，黄金具有稳定的内在价值，而信用货币则容易发生贬值。当用于国际支付的信用货币发生贬值的时候，债权人就会抵制债务人用信用货币偿还债务，这时候黄金在国际支付中就会倍受青睐。良好的流动性和抵御风险的能力也保证了黄金的支付功能，黄金的众多优点使它成为一种突破地域和时间限制的国际公认的资产。所以说在以信用货币为基础的现代国际货币体系中，黄金仍然充当着最后的支付手段。

再次，黄金具有融资功能。在非货币化后，黄金一般不直接当作货币来使用，但是当一国政府需要资金融通的时候，黄金的金融属性又能使它发挥重要作用。在国际融资活动中，黄金经常充当融资抵押品，或者直接用来偿还债务。黄金的

货币属性和金融属性使它在非货币化后仍然在国际资金融通活动中受到欢迎，并成为重要的融资工具。1991 年，印度国大党执政期间，为了取得国外的贷款，印度把价值 10 亿美元的黄金抵押给国际金融机构。由于获得国际金融机构的贷款，印度的外贸发展迅速,同时带来了国家外汇储备的快速增长。到 1994 年末，印度储备银行已拥有 195 亿美元的外汇储备，其中黄金储备为 38. 3 亿美元(约 310 吨)，占国家总储备的 19.6%。1994 年 12 月 14 日，印度财政部宣布印度已收回 1991 年抵押在国外的全部黄金。这一期间，印度通过抵押黄金获得了国家急需的外汇贷款，从而为国内经济发展提供资金支持，并通过外贸出口的方式累积了一定量的黄金和外汇储备，而作为抵押的黄金在贷款还清后又可以收回，不至于造成黄金储备的流失。通过利用黄金的融资功能，印度实现了促进国内经济发展，平衡国际收支的目标。

最后，黄金具有投资避险的功能。在非货币化后，国际黄金价格回归市场主导的模式，这就是使黄金增加了投资的功能，人们可以通过黄金市场买卖黄金而赚取收益。黄金的投资功能与黄金能规避风险的特点是分不开的。黄金投资价值的一个重要方面就是基于黄金抵御风险的能力，当国际经济形势不稳定，或者部分经济体出现金融危机的时候，黄金就是最好的投资和避险工具。黄金在对抗通货膨胀风险方面也是很有效的，所以在黄金非货币化后，黄金价格与美元指数长期呈负相关关系，这也为使黄金成为各国央行规避风险的重要工具。黄金在政治动荡，局部战争的环境中也同样体现出它规避风险的功能。2001 年，美国发生 9·11 恐怖事件，国际金融市场大量的资金涌向当时最低迷的黄金市场，黄金价格也因此一路上涨。2007 年美国次贷危机爆发后，各国股市大跌，各路资金也纷纷流向黄金市场，致使黄金价格上升至将近一千美元/盎司。据统计，截止到 2008 年底，全球私人储金达到 2.73 万吨，比 2007 年增加了 928 吨；金首饰存量总计达 8.36 万吨。这说明黄金非货币化后，随着黄金市场的开放，黄金成为人们投资理财和保值避险的一个重要选择。

第二章　藏金于民黄金储备战略的提出

前面我们通过分析非货币化后黄金的货币地位，得出黄金仍然具备货币职能，只是这种职能在黄金非货币化后有所减弱。本章通过分析黄金储备在维护一国经济平稳运行中的重要作用，明确了黄金储备在当前国际储备中的重要地位。并从成本和收益的角度论证了藏金于民储备战略的优势。

第一节　黄金储备在国际储备体系中的重要作用

在当今的国际货币体系中，美元、欧元、日元等信用货币充当了主要国际货币。一国经济在信用货币体系环境下面临通货膨胀，储备资产缩水和信用货币危机等种种风险。黄金储备作为一国国际储备中的重要组成部分，对规避信用货币风险，保障国家金融安全具有重要作用。另外，经济全球化和区域经济一体化的背景下，黄金储备也为人民币走向国际化提供了重要支撑。

一、黄金储备规避信用货币风险

信用货币的特点是不以实物资产为基础，完全以国家信用为保障而发行的货币。布雷顿森林体系崩溃以后直到现在，国际货币体系一直都是建立在信用货币基础之上的，虽然黄金储备在国际储备中仍然具有重要地位，但是在当前各国的国际储备资产中，以美元为首的世界主要信用货币占据了绝大部分。截止到2009年底，黄金以外的储备资产占世界各国国际储备总资产的90%[5]。虽然以信用货币为基础的货币体系是国际货币体系发展演变的必然趋势，生产力的高度发展使金本位制下的金属货币无法满足经济活动的需要，但是经过30多年的运行，信用货币体系自身的风险也被充分暴露。而黄金作为金属货币的优良特性和其具备的货币和金融属性恰好使得黄金储备可以有效地规避一国的信用货币风险。

一国持有大量的信用货币作为国际储备资产将面临两方面的风险。一是信用货币的违约风险；二是信用货币间的汇率波动风险。当前国际外汇储备货币主要有美元、欧元、英镑、日元等，这些货币的价值取决于发行国的经济实力和资信度。债权国持有信用货币本质上只是拥有一纸债权，这种债权最终能否实现受制于负债国家的信用和偿付能力。例如在20世纪70年代的美国与伊朗冲突中，美国就冻结伊朗在美国的美元资产，后来又冻结了伊拉克在美国的美元资产。后来，东欧国家为了保证美元资产的安全，把美元资产转移到美国管辖范围之外的区

[5] 数据引自世界黄金协会网站（www.gold.org）。

域，于是产生了“欧洲美元市场”。可见，拥有信用货币要承担负债国的国家信用违约风险。黄金作为国际储备资产能很好的规避信用违约风险，因为黄金具备稳定的内在价值，它不代表任何国家的负债，而是作为一种主权财富。当信用货币出现违约风险时，一国国际储备资产中的信用货币资产面临巨大损失，而黄金储备不受国家信用的影响。黄金作为主权财富不受国籍的限制，并且代表着最后的支付手段，这也是非货币化后，各国仍保留黄金储备的原因。

黄金储备还可以规避信用货币间的汇率波动风险。在当前的国货币体系中，美元是最主要的国际货币，因此美元也是各国外汇储备中最要的储备资产。一国大量持有美元资产必然要承担美元汇率风险，一旦美元贬值，该国持有的美元资产的购买力降低，将使该国储备资产的价值面临严重缩水。纵观黄金非货币化后的三十多年来，美元汇率波动较大，这一时期美元的强弱表现可以划分为五个阶段（见表6）：第一阶段为1972－1978年，这一时期美元表现为弱势货币；1979－1985年，美元转为强势货币；1986－1995年，又转回弱势货币；1996－2001年，美元重新回到强势货币；从2002年开始又变成弱势货币。而从当前的美元表现来看，美元仍然是弱势货。按照Addison的划分，在这37年来，只有13年时间美元是强势货币，所以说在大部分时间里美元价值都是不被看好的，也就是说持有美元资产储备在大部分时间都面临贬值的风险，日本在这方面的教训就是极为惨重的。从上世纪70年代开始，日本经济增长模式从投资主导转向出口主导，出口的快速增加也推动了日本经济的高速增长，在1974－1980年期间，日本的GDP年增增长率超过10%。到80年代中期，日本积累了大量的美元储备。1985年9月，美国、日本、英国等5国签订“广场协议”，约定各国央行联合干预外汇市场，使美元对主要货币有秩序的下调，以解决当时美国巨额贸易赤字问题。此后，美元兑日元一路贬值，在不到3年时间贬值幅度就达到50%。日本由于国际储备资产中主要为美元资产，因此遭受了重大损失。所以说，国际储备资产中配置一定比例的黄金储备，可以减少由于信用货币间的汇率波动带来的损失。

表6　黄金非货币化后美元表现

时期	1972-1978	1979-1985	1986-1995	1996-2001	2002至今
美元表现	弱势	强势	弱势	强势	弱势

资料来源：安迪森·维金：《美元的坠落》，广东经济出版社，2006年，引自第173页

二、黄金储备保障国家金融安全

黄金作为主权财富和最后的支付手段，能够有效的保障一国金融安全。正如英国经济学家凯恩斯所说："黄金在我们的制度中具有重要作用。它作为最后的卫兵和紧急需要时的储备金,还没有其他更好的东西可以代替。"从前文的分析可知，黄金在非货币化后仍然具备货币职能，它仍然是重要的贮藏手段，并且具备融资和避险功能，被认为是最后的支付手段。因而在国家面临金融风险和危机的时候，黄金储备在保障国家金融安全方面能够发挥重要的作用。1997 年爆发的亚洲金融危机使亚洲新兴国家经济受到沉重打击，当时韩国外汇储备出现严重短缺，而国家又只有很少的黄金储备，因而根本没办法应付巨额的外汇支出。后来韩国政府发动民众捐献黄金，从而收集了两百多吨的黄金，用于直接偿还外债或兑换成美元，以此缓解了金融危机对国内经济的冲击。随后，德国和法国等世界主要储金国家在 1998 年大量增加了央行的黄金储备，世界各国央行黄金储备总量也一反之前逐年下降的趋势，当年增加了两千多吨黄金储备。作为当前主要国际货币美元的发行国，美国自从布雷顿森林体系崩溃后一直保留着 8000 多吨的黄金储备。尽管 2007 年底美国爆发了二战后最为严重的金融危机，美国仍然没有动用其黄金储备,而是通过大量印刷货币,为金融机构注入流动性来应对危机。由此我们可以看出黄金储备作为国家金融安全保障的重要地位。

三、黄金储备为人民币国际化提供重要支撑

随着我国经济的快速发展，经济对外开放程度的不断提高，人民币国际化在长期来看是一种必然趋势。人民币在周边国家流通早在上世纪 90 年代就开始，当时主要是在中国边境贸易中采用人民币结算，尤其是在云南、广西等地对东盟国家的边境贸易中普遍采用，并且，中国对缅甸、越南、泰国、老挝、俄罗斯、朝鲜等国家也都有相关的人民币结算模式。进入本世纪以来，国外对人民币的跨境结算又出台了多项政策。2009 年 7 月 6 日，我国跨境贸易人民币结算试点正式启动。同年的 12 月 23 日，"一行三会"出台了《关于进一步做好金融服务支持重点产业调整振兴和抑制部分行业产能过剩的指导意见》，将在全国范围内全面开展跨境贸易人民币结算，并在有效监管的基础上推进跨境投融资的便利化。另外，国家也通过货币互换和境外发行人民币债券的形式来推进人民币走向国际化。从 2008 年底至今，中国人民银行先后与韩国、香港、白俄罗斯等 6 个国家和地区的央行及货币当局签署了高达 6500 亿元人民币的货币互换协议。2009 年 9 月 28 日，财政部在香港发行 60 亿元人民币国债，这是国政府首次在大陆以外

地区发行以人民币计价的债券。

随着人民币不断走向国际化，我国一方面需要不断提高经济实力，另一方面也要有足够安全的国际储备资产作为保障，而最为安全的国际储备资产就是黄金。当前主要的国际储备货币美元的背后就有大量的黄金储备作支撑。美国为了保障美元在国际货币体系中的主要地位，在黄金非货币化后一直都没有抛售它的黄金储备。因此，国家持有一定规模的黄金储备对人民币国际化有重要的支撑作用。另外，人民币走向国际化的过程中，中国经济与世界经济的联系将更为密切，我国的货币政策、金融体系也会越来越受到其它国家的影响。实施相对独立的货币财政政策，特别是外汇政策，避免或减少国外不利因素对本国经济的冲击，提高我国货币当局宏观调控能力，也要求我国持有充足的黄金储备。所以说，黄金储备是人民币国际化进程中维护本国经济稳定运行、确保人民币最终顺利走向国际化的重要保证。

第二节　选择藏金于民作为我国黄金储备战略的原因

基于黄金储备对一国经济发展和金融安全的重要性，我们应该制订合理的黄金储备战略。美国和一些欧洲发达国家都是通过央行持有大量的黄金储备，但是由于我国目前央行黄金储备规模较少，黄金价格又处于较高水平，照搬它们的央行储备黄金模式是不现实的。因而本文提出以藏金于民作为我国黄金储备战略，主要原因包括以下几个方面：

一、藏金于民对我国国际储备资产具有替补作用

（一）藏金于民可以减轻央行黄金储备的负担

2009 年 4 月 24 日，国家外汇管理局局长胡晓炼表示，中国黄金储备已经由之前的 600 吨增加到 1054 吨，中国的黄金储备一举跃升至世界第五位。中国的央行黄金储备量虽然增加了，但是黄金储备占外汇储备的比例仍然很低，在 2009 年底这一比例只有 1.6%。这一方面与我国的经济实力不相符，另一方面与世界主要国际货币发行国的黄金储备存在巨大差距。美国拥有最多的黄金储备，2009 年底，美国的黄金储备占外汇储备的 70.4%，欧盟规定其成员国的黄金储备应占总储备的 15%，英国的这一比例也达到 16.5%[6]。所以说，我国目前的黄金储备量还是相对不足的。但是如果完全依靠央行储备黄金，在当前国际金价高企的环境下成本太高。目前国际金价已经上涨到 1000 多美元每盎司，纵观世界主要储金

[6] 数据引自世界黄金协会网站（www.gold.org）。

国家的储金成本都是比较低的（见表 7），所以当前环境下要求央行大量增加黄金储备是不明智的。而且央行大量储备黄金也要承担一定的成本，这种成本包括两个方面：一是持有黄金储备的机会成本，二是央行保存黄金储备产生的相关费用。黄金储备作为一种实物资产储备，既不能产生利息收入，也不能带来投资回报。但是如果把购买黄金储备所用资金投入到国家的生产建设活动中，以我国近年来 10%左右的平均经济增长速度，将会带来可观的经济收益。或者把黄金储备资金投资到美国国债上，目前 10 年期美国债券的收益率接近 4%左右，而储备黄金却基本上分毫不得，这就是储备黄金的机会成本。央行保存黄金储备还会产后相关费用。如央行建立国家金库存储黄金，需要投入大笔资金，并且还要支付日常管理费用、仓储费用等，实物黄金需要转移还要支付运输费用。而通过藏金于民储备黄金可以分担央行的储备成本，减轻央行黄金储备负担，使国家可以集中更多的资源建设经济。藏金于民还可以为央行黄金储备分担黄金价格波动风险。上世纪 80 年代后，黄金市场经历了 20 年左右的大熊市，黄金价格的大幅下跌造成央行黄金储备资产价值的大幅缩水。而通过藏金于民，民众通过进入黄金市场交易能够很好的分散价格波动风险，从而分担了央行黄金储备面临的价格波动风险。

表 7　世界主要储金国家黄金储备成本

	美国	德国	法国	意大利
储备成本	低于 35 美元/盎司	1997 年持有 2960 吨，1998 年增持 741 吨，增持后平均成本：86.86 美元/盎司	1997 年持有 2547 吨，1998 年增持 637 吨，增持后平均成本：86.82 美元/盎司	1997 年持有 2074 吨，1998 年增持 519 吨，增持后平均成本：86.84 美元/盎司

注：35 美元/盎司为布雷顿森林体系时期美元与黄金的官方比价。美国的黄金储备在布雷顿森林体系建立之前就拥有，德国、法国、意大利等国大部分黄金储备在布雷顿森林体系期间获得，布雷顿森林体系崩溃后它们只在 1998 年增持了黄金储备，所以 1997 年的储备成本大概为 35 美元/盎司。1998 年增持部分的成本以当年黄金均价 294 美元/盎司计算。两部分加权平均得到其当前黄金储备的平均成本。

资料来源：IMF: International Financial Statistics, 2008

（二）藏金于民可以降低我国外汇储备的压力

2006 年 4 月底，我国外汇储备跃居世界首位，到 2009 年 6 月更是突破了 2 万亿美元。持续增长的巨额外汇储备使我国经济发展面临一系列的潜在不利影响

因素。首先，持有巨额外汇储备存在很高的机会成本。我国外汇储备很大一部分都用于购买美国国债，根据国际货币基金组织《国际金融统计》显示，1999－2008年美国国债的年平均收益率是4.8%，而同期国内经济增长率将近10%，投资美国国债导致我们收益率减少了50%以上。此外，投资美国国债相当于给美国提供了一笔巨额的低息贷款，而反过来，我国还要以各种优惠条件吸引外资。不可否认，这些外资之中，有一部分就是我国外汇储备的“逆回流”，这对于我国来说，是得不偿失的。其次，巨额外汇储备不利于我国保持独立的货币政策。外汇储备的大量增加导致国内基础货币的过量投放，造成流动性过剩。即使央行为了缓解由此带来的通货膨胀压力而采取经常性的“对冲”操作，也不能从根本上解决问题。而且，如按一年期央行票据利率 1.9%的水平计算，央行每年将为“对冲”操作支付一笔不菲的成本。这种被动的基础货币投放也使国内的利率政策失效。基础货币投放过多，应该提高利率，实施紧缩政策。但按照利率平价理论，国际资金会从利率相对较低的国家或地区流向利率相对较高的国家或地区。这样来看，如果提高利率就会吸引更多的国外资金流入，结汇后又会形成更多的基础货币投放。由此可见，过多的外汇储备会使利率政策失效，货币政策的独立性将受到影响。最后，外汇储备不断增加加大了人民币升值压力。近年来国际社会要求人民币升值的压力越来越大，一个重要的原因就是我国连续十余年的巨额国际贸易顺差，以及由此带来的外汇储备的迅速增长。由于过多的外汇储备，增加了外汇市场上对人民币升值的预期，使得国际热钱通过各种途径向国内流动，从而使人民币升值的压力进一步增大，形成了一个恶性循环。

实施藏金于民可以有效的降低我国巨额外汇储备带来的压力。具体来说，我国可以利用部分外汇储备购买黄金，然后投放到国内市场。这样一方面可以回收部分流动性，缓解基础货币投放过多带来的通胀压力，另一方面也可以提高民间黄金储备规模。我国居民的财富有很大一部分都用于储蓄，2008 年我国的居民储蓄率为51.3%，当年居民储蓄余额为21.8万亿元。如果能引导其中3%的资金投资黄金，以美联储公布的2008年人民币兑美元平均汇率6.9477换算，黄金价格以2008年国际市场黄金均价872美元/盎司计算，可以增加民间藏金3358吨。而这一数目是我国目前央行黄金储备的三倍多，这说明我国民间储备黄金存在着巨大的空间和潜力。据估计，目前我国人均黄金储备量只有3克左右，而世界人均黄金持有量约为25克，亚洲最大的黄金消费国印度的人均黄金持有量约为15克。如果通过外汇储备购入黄金并投入民间，使我国人均黄金持有量增至印度的

15克，我国人口按13亿估计，将增加民间黄金储备约15600吨，黄金价格以2008年均价计算，将使我国外汇储备降低4374亿美元。将这些资金投资于国内建设，回报率以1999-2008年10年平均GDP增长率9.68%计算，相比较投资于美国10年期国债4.8%的回报率，将使收益率提高4.88%，投资回报增加213亿美元。如果使我国人均黄金持有量增加至世界平均水平 25 克，将增加民间黄金储备约28600吨，外汇储备将降低8018亿美元，投资于国内建设将使投资回报增加391亿美元。这说明，通过增加人均黄金持有量，实施藏金于民，可以有效降低国家外汇储备的压力，分散巨额外汇储备产生的风险。当然，藏金于民的实施不能单纯依靠国内黄金供给的增加，而必须辅之以相关政策引导和市场环境的建设。

表8 藏金于民对外汇储备资产的替补效应

利用外汇储备购买黄金	外汇储备减少	投资收益增加	黄金储备总量增加
人均黄金储备增加到15克	4374亿美元	213亿美元	15600吨
人均黄金储备增加到25克	8018亿美元	391亿美元	28600吨

注：黄金价格取2008年黄金均价872美元/盎司，1盎司=31.1035克，我国人口总量以13亿计算；投资收益增加是指将外汇储备减少释放的资金投资于国内建设（收益率假设为近10年平均GDP增长率9.68%）相比这部分外汇储备投资于美国国债（收益率假设为近10年美国10年期国债的平均收益率4.8%）每年增加的收益。

二、藏金于民有利于国家进行宏观经济调控

（一）藏金于民有利于缓解国内流动性过剩问题

近几年，我国一直被资金流动性过剩所困扰。资金流动性过剩导致货币供应量过度增加，银行体系资金泛滥，利率长期维持在较低水平。如果不回收过剩的资金，就会引发实体经济投资过热或通货膨胀，推动楼市、股市等资产价格上涨，并形成资产泡沫，损害整个国民经济。资金流动性过剩已成为威胁我国经济健康发展的隐患，是目前我国经济面临的严重问题之一。实施藏金于民可以有效地缓解流动性过剩问题。藏金于民使居民将一定量的货币资金转化为黄金资产，从而吸收部分过剩的流动性。如果我们开拓出符合居民需要的黄金产品，引导居民储存黄金，并鼓励居民增加对黄金的消费，如本节第一部分所述，假如我国人均增加2 克黄金，居民储金总量增加2600 吨黄金，就可以吸收约5064亿元人民币

资金[7]，这相当于我国 2008 年末货币供应量（M1）余额的 3%[8]。可见藏金于民将有效缓解国内流动性过剩问题。

（二）藏金于民为国家提供货币政策调节新工具

实施藏金于民的黄金储备战略，将为央行调节货币政策提供新的工具。在藏金于民的实施过程中，中央银行可以通过吞吐黄金调节基础货币，进而调节货币供应量。具体来说，央行可以通过商业银行投放金条和金币，回笼资金。因为通过银行抛售金条和金币，信用度高，居民愿意接受，央行采取这种紧缩性货币政策效果明显。1988 年我国处于物资紧缺时期，全国发生抢购商品浪潮，通胀率又居高不下，中央银行向珠宝市场投放近百吨黄金，回笼了大量货币，对抑制通货膨胀起到了有效的作用。同时央行也可以采取回购金条、金币的办法，这样既达到放松银根的目的，又增加了央行的黄金储备，央行回购的金条、金币可以在国际市场上兑换任何国际货币，从而转化为外汇储备。在我国藏金于民达到一定规模，黄金市场得到进一步完善后，央行的这一货币政策调节工具将会更加顺畅和有效。

第三节　实施藏金于民黄金储备战略的可行性分析

藏金于民储备战略能否得到有效实施，很大程度上依赖于居民对黄金的接受程度。黄金具有保值增值、投资避险等优良特性，这些特性使黄金成为居民投资组合中的重要组成部分。下面文章将从资产选择理论方面来分析藏金于民的可行性。

一、黄金投资可以优化居民的资产配置

人们在进行投资活动时应该充分考虑到存在的风险，并在风险可控的情况下追求更高的收益率。在当前信用货币体系下，信用货币的信用风险时刻存在，在刚发生的这次世界金融危机中，美元的信用就受到了广泛的质疑，只不过由于信用货币体系下没有任何一个国家的货币能够替代美元作为世界货币，所以美元汇率在最近三年来波动较大。在 2007 年底次贷危机刚刚爆发时美元汇率急剧下跌，人们对美元币值普遍看低，其后由于世界各大经济体都受到金融危机的冲击，其它信用货币同样存在信用风险，而美元背后有美国雄厚的经济实力作保障，美元资产相对来说更为安全，这又促成了部分资金转向美元资产，导致美元汇率上升。

[7] 按 2008 年黄金均价 872 美元/盎司、2008 年人民币兑美元平均汇率 6.9477 计算。
[8] 根据人民银行网站公布的我国货币供应量数据，2008 年末我国货币供应量（M1）为 166217.33 亿元。

而在金融危机发生后，黄金价格表现出强劲的上涨势头，只是在2008年出现短期调整，2009年以来黄金价格又进入了快速上升阶段。黄金在金融危机中的表现充分说明了其投资和避险价值。另外，需要说明的是，即使没有发生金融危机，黄金仍然具有投资价值。自从2002年以来，黄金市场一直处于牛市阶段，这段时期投资黄金市场基本上都能取得可观的收益。

在进行资产配置时，我们要同时考虑风险和收益两方面因素。根据马科维茨的投资组合理论，理性的投资者在进行资产配置时会根据自身的风险偏好来选择资产组合，但是不管是风险偏好还是风险厌恶的理性投资者，在相同的风险水平下，都会追求更高的收益率水平，在相同收益率水平下，都会追求更低的风险。投资组合理论强调风险的分散，并试图在更低的风险水平下追求更高的收益。黄金的保值和避险功能使它成为居民资产配置时的重要选择。黄金的保值避险功能主要体现在它与美元等信用资产的负相关关系。黄金的价值是其本身所固有的，它不构成任何人的负债，而其它一般金融资产的价值是以信用为基础的，当出现信用危机的时候，一般金融资产的价值就会受到损失，最坏的情形可能是金融资产完全失去其价值，但是黄金的价值不会受到社会信用的影响。相反，当信用资产出现贬值时，人们会争相持有黄金来规避风险，从而推高黄金的价格。黄金的这种保值避险特性，使它在投资组合中具有重要的地位。

二、黄金投资可以规避资产组合的信用风险

前面我们一直强调黄金可以有效规避信用风险，黄金的避险功能主要是由于黄金价格与美元等信用资产价格的负相关关系。为了验证这种负相关关系的存在，下面本文将以美元指数为例实证研究黄金价格与信用资产的相关关系。

模型选取了1976年到2009年间黄金价格与美元指数的408组月度数据，其中黄金价格月平均价以伦敦黄金市场每天下午定盘价为基础计算得到，数据来源于伦敦金银市场协会(LBMA)网站，美元指数也是取月平均值，数据来自美联储网站。通过线性回归分析得到黄金价格与美元指数的相关系数为-0.51，回归结果表明黄金价格与美元指数确实存在一定的负相关性，但长期来看这种负相关度并不高，这也在一定程度上反应了黄金价格除了受美元指数影响外，还受其它一些因素的影响。根据经验我们知道在不同时期黄金价格与美元指数相关性表现并不一致，比如在发生金融危机时黄金价格往往表现出与美元指数的高度负相关，因此，我们尝试着研究在相对更短的时期内黄金价格与美元指数的相关关系。

表 9 黄金价格与美元指数分段回归分析结果

回归区间	1976-1980 年	1981-1985 年	1986-1990 年	1991-1995 年	1996-2000 年	2001-2005 年	2006-2009 年
相关系数	-0.6731	-0.7582	-0.4322	-0.3244	-0.9207	-0.9372	-0.6601
回归系数	-22.97	-4	-2.12	-1.98	-7.46	-5.9	-23.41

我们将这 408 组数据按表 9 所示分七个时间段作回归分析。从表中我们可以看到，黄金价格与美元指数在某些时间段里表现出相当高的负相关性，如 1996-2000 年和 2001-2005 年，黄金价格与美元指数的相关系数绝对值都超过了 0.9，这足以说明黄金价格与美元指数存在高度的负相关关系。但是在另外一些时间段，如 1986-1990 年和 1991-1995 年，黄金价格与美元指数相关系数的绝对值都小于 0.5，这说明在有些时候黄金价格与美元指数的负相关性并不明显，这也是为什么我们没有进行分段回归时求出的相关系数绝对值较低的原因。表中的回归系数是指美元指数变动一个单位时黄金价格的变化量。另外，我们还对回归结果进行 t 检验和 F 检验，检验结果显示，在给定显著水平下 0.01 的条件下，各个回归区间内美元指数对黄金价格的影响都是显著的。结合整体回归结果和分段回归结果可以得出，黄金价格在长期来看与美元指数存在一定的负相关关系，这种负相关关系在某些特定的时间段内表现得尤为突出。

上面的实证分析验证了黄金价格与美元等信用资产价格的负相关关系。通过加入黄金，居民可以在资产配置中有效分散风险，并在控制风险的同时达到收益最大化。当然黄金的价格还要受到其它因素的影响，比如黄金供求关系，石油价格等。黄金在资产组合中除了保值避险价值外，还有投资价值，我们知道近年来黄金市场一直处于牛市中，2002 年到 2009 年黄金价格翻了三倍多，所以，黄金的投资价值也是居民资产配置时选择黄金的重要原因。综上所述，黄金的保值增值和投资避险功能使它在居民资产配置时受到欢迎，黄金产品的加入可以优化居民的资产配置，降低居民的投资组合风险。而且，我国目前民间储金并不多，据估计，我国目前人均黄金持有量只有 3 克左右，居民黄金需求具有重大发掘潜力，所以藏金于民黄金储备战略的实施在我国具有可行性。

第三章　国内外藏金于民黄金储备模式研究

由于我国的黄金市场发展历史较短，国内黄金市场也没有完全对外开放，我国的藏金于民黄金储备模式还处于发展初期的探索阶段。通过借鉴国外藏金于民的发展模式，对比我国藏金于民的现状，将为我国进一步实施藏金于民黄金储备战略产生提供重要帮助。

第一节　国外藏金于民黄金储备模式对比研究

从国际黄金储备模式的实际情况来看，各国黄金储备的结构和特点各不相同，其中美国和欧洲主要发达国家的黄金储备规模庞大，占世界黄金储备总量的绝大部分，并且在各自国际储备中也占到很大的比例，这些国家黄金储备模式的特点是国家藏金。而藏金于民的储备方式主要见诸于一些亚洲国家，其中最具代表性的要数印度和日本。这些国家国际储备中黄金储备占比例较小，但是民间的黄金投资和消费相对活跃，民间储金成为国家黄金储备的重要组成部分。以下，我们将对印度和日本的藏金于民黄金储备模式作一对比分析，希望能对我国的黄金储备战略提供一些启示。

一、印度

印度是世界上最大的黄金消费国，这一方面跟印度的宗教礼仪和传统文化有关，另一方面也跟印度近年来黄金市场的快速发展有关。印度的国家黄金储备并不多，其国内的黄金存量大部分以民间储藏的形式存在，形成以黄金消费为主要特征的藏金于民黄金储备模式。通过分析印度藏金于民黄金储备模式，对我国藏金于民储备战略的构建具有积极意义。下面，本文将从黄金文化和黄金供求特点两个方面来分析印度的藏金于民黄金储备模式。

（一）印度的黄金文化

在印度的文化中，黄金有很多用途，它经常和一些宗教礼仪联系在一起，例如婚庆活动或宗教节日期间要用到黄金，结过婚的妇女要配戴一种特别款式的黄金项链等。在一些特殊的习俗中，作为礼节，金匠要给出生 12 天的小孩耳朵上打眼，并贴上一些薄薄的金片。在印度的神话故事和民间传说中，黄金也被赋予了种种传奇色彩。

印度历史上的一些立法和传统也促成了民众对黄金的特殊偏好。在印度的莫尔王朝时代（大约 1500 年－1850 年），遗产法的颁布大大刺激了黄金在民间的

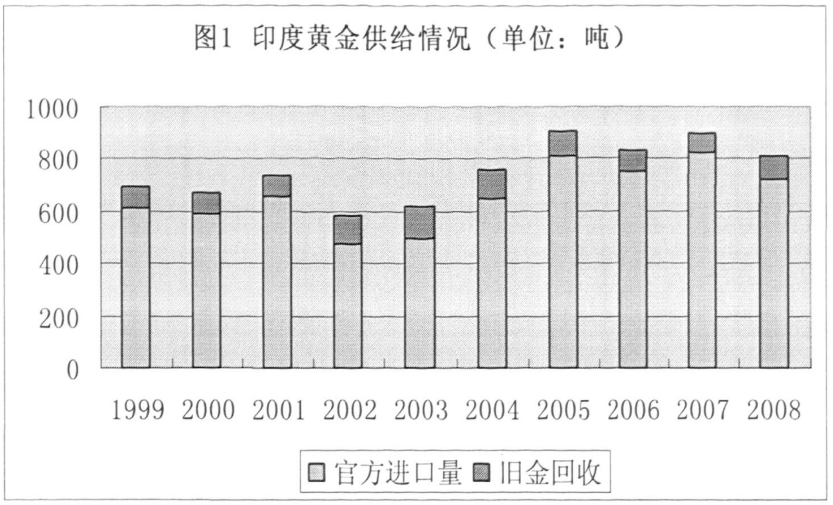
积累，尤其是在富人阶层的积累。这些法律规定，在人死后，必须首先将其不动产强制性归属于当地政府。死者的法定遗产继承人要先到政府支付一定的费用后，才能得到财产。这样就导致人们去寻求一些特殊的方法来保护其财富，这样就出现两种情况：一是大量挥霍他们的财产；二是变相的储存财产，把遗产中不动产尽量转换为其它形式的财产，以避免因遗产税征收造成的损失。如果选择以第二种方法去保护遗产，这时候黄金、白银、珠宝等就成了人们的最佳选择，它们具有很好的保值功能和储藏价值，并可以以此代代相传，同时避免了遗产税的缴纳。这种根深蒂固的保护财产的思想对后来印度居民的黄金偏好有着深远的影响。印度的一些传统习俗也引导了居民的黄金偏好。在印度，妇女们一般不能继承土地财产，因此，黄金、白银、珠宝就成了妇女结婚时的主要嫁妆。

宗教信仰也是印度居民偏好黄金的一大原因。在印度，信仰印度教的人数占印度人口总数的80%，在诸如建摩斯达密节这样的一些传统节日里，人们相信互相赠送黄金能给大家带来好运，因此，黄金在很多时候也成为重要的馈赠礼物。

（二）印度的黄金供求特点

1、印度藏金于民的供给分析

印度是黄金消费大国，但是其国内的矿产黄金量非常少，每年黄金产量不足4吨，那么它巨大的国内需要是如何得到满足的呢？印度的黄金供给主要有2个来源：进口、旧金回收。进口黄金是印度黄金供给的主要来源，根据印度黄金市场协会数据显示，最近十年印度黄金进口平均为600多吨，这两年由于国际黄金价高涨，印度黄金需求下滑，黄金进口量有所下滑。旧金回收是印度黄金供应的稳定来源，每年都有将近100吨的黄金供应量（见图1）。另外，走私黄金也构成黄金供给的一部分。印度大规模黄金走私是由1947年当局颁布《外汇管理条例》开始的，该条例全面限制了黄金的进出口，其主要目的是在布雷顿森林体系环境下让黄金得到存储。黄金走私的情况直到1997年印度解除黄金进出口禁令才得到有效缓解。近年来随着印度黄金市场的开放和政府对走私的严格管制，走私现象基本消除。不过，2009年印度宣布对黄金进口征收原先两倍的关税，这可能又将引发黄金走私的死灰复燃。



资料来源：《黄金年鉴2009》黄金矿业服务有限公司

2、印度藏金于民的需求结构分析

受宗教和文化因素影响，印度居民一直对黄金消费有很大的热情，特别是对于黄金首饰的消费，是印度居民黄金消费的主要形式。在黄金投资方面，随着近几年黄金价格的一路走高，印度居民的投资热情也越来越高，形成了国内黄金需求的重要组成部分。下面，我们就从消费和投资两个方面来分析印度居民的黄金需求结构。

印度居民的黄金消费近十年来基本保持在500－600吨的水平（见表10）。只是在近两年黄金价格高企的情况下，居民的消费需求有所下滑。印度居民的消费需求中首饰需求占居了绝大部分，而且在1999年，居民黄金首饰需求就达到600多吨，这说明印度居民对黄金首饰大量需求是长期存在的，这主要与其宗教和文化因素有关。2002年开始，国际黄金价格的一路走高虽然在一定程度上抑制了印度国内黄金首饰需求，但并没有对其造成实质性的冲击。所以说，印度居民对黄金首饰强劲的需求是有很浓厚的黄金文化和宗教信仰因素作保障的。在2008年，印度居民的首饰需求有所下降，这一方面是受全球金融危机的冲击导致需求下滑，另一方面黄金价格的强劲增长也抑制了居民的黄金首饰消费。在首饰需求外，印度的工业用金和装饰用金也构成其国内消费需求的一部分，并且在最近十年来基本保持在25吨左右的稳定规模。

表 10 印度居民黄金需求情况表（单位：吨）

需求 / 年份	消费需求			投资需求	
	首饰用金	电子工业用金	其它工业和装饰用金	金条囤积	金章和纪念币
1999	629.7	1	21	71	18
2000	620	1.6	24.4	80	23
2001	597.7	1.5	30.1	84	23
2002	459.3	1.4	22	67	21
2003	441.7	1.8	19.8	65.6	20.7
2004	517.2	2	22.6	76.2	21.1
2005	584.8	2.2	26.3	102.1	32.8
2006	514.2	2.6	26.3	139.9	55.8
2007	551.7	2.5	24.3	148.6	68.9
2008	474.6	2.3	19.3	139.6	58.3

资料来源：《黄金年鉴 2009》黄金矿业服务有限公司

在投资需求方面，印度居民对黄金投资也是极具热情的。对实物黄金的投资一般包括对金条、金币、纪念币等的投资。《黄金年鉴》对金条囤积量、金章和纪念币的统计可以反映一国对黄金的投资需求。对于印度居民来说，金条投资占据其黄金投资的很大部分。2008 年，印度的金条囤积量将近 140 吨，是世界上最大的黄金囤积国家，其金条囤积量占世界总量的 36%还多[9]。印度居民的黄金投资在 1990 年之前是很少的。1990 年以后，印度黄金市场逐渐开放，居民黄金投资开始快速增加。到 1999 年，印度金条囤积量由 1999 年的 9 吨上升到 71 吨。随着 2002 年黄金牛市的到来，2003 年以后，印度居民对黄金投资保持了快速的增长势头。

总体来说，印度居民黄金需求以消费需求为主。2008 年，消费需求占总需求的 71%。印度居的黄金消费需求长期来看较为稳定，这主要跟印度的黄金文化和民间宗教信仰有关。另外，随着 90 年代印度黄金市场的开放，印度居民的投资需求快速增长，投资需求占总需求的比例也逐年提高，投资需求逐渐成为民间黄金需求的重要组成部分。

[9] 数据引自《黄金年鉴 2009》黄金矿业服务有限公司。

二、日本

在黄金储备模式上，日本的藏金于民与印度的藏金于民最大区别在于日本模式重在黄金投资，而印度模式重在黄金消费。日本的国际储备结构跟我国的情况比较相似，都拥有巨额的外汇储备，而黄金储备占外汇储备的比例却很小。但是，日本的黄金市场发展时间比我国要长，其制度和产品设计也相对完善。因此，日本的黄金市场为其藏金于民政策的实施提供了有利的条件。下面，我们通过分析日本的黄金市场的特点来研究日本的藏金于民黄金储备模式。

布雷顿森林体系崩溃后，各国开始逐渐放开国内黄金市场。日本黄金市场在1980年开始全面解禁，并得到迅速发展。在随后的20年里，日本黄金市场受国际金价的波动以及国内经济泡沫和日元大幅升值的影响，经历了上下起伏的发展阶段，进入21世纪后，随着国际金价的不断上涨，黄金再次吸引了民众的投资热情，这也使日本的黄金市场进入快速发展时期。

从黄金市场结构来看，日本的黄金投资市场大致可分为三类：第一类是高端市场，这一市场的特点是投资门槛较高，投资者多为富人阶层。高端市场最受欢迎的一类产品就是“千两箱”，如当时住友、三井、三菱等大财团推出的千两箱中的10千克金条就非常受投资者的青睐。千两箱用传统珍宝箱包装5个至10个1000克或500克的金条，或者100个至500个一盎司的金币，其中，1000克和500克的金条最受欢迎。它们大部分是用进口的伦敦金熔化后制造的金锭，以田中、三菱和住友的品牌最为著名。2006年，日本千两箱销量占金条和金币总销量将近四分之一。第二类是中产阶级市场。日本的中产阶级是黄金投资和消费的主力军。在这类市场中，最受欢迎的一类产品是黄金积累计划，黄金积累计划是指客户每月以固定的日元购买黄金，金价低时买得多，金价高时买得少，当合同到期时，客户累积的黄金可以兑现，或者以金块、金币形式交付，或者换成黄金首饰。这一计划每月的最低投资3000日元，收取1%至2%的手续费。一般为一年期合同，但是客户可以连续购买3年至5年。黄金积累计划针对的客户群为20岁至50岁之间的投资者。对女性客户来说，合同到期后能够转换成黄金首饰是选择计划的一项重要考虑。黄金积累计划的经营者范围很广，包括矿业公司（如三菱材料、住友金属矿山等），金银机构（如田中贵金属），综合性贸易商社（住友、三井、三菱等）及期货公司。而商业银行和信用卡公司则在这些批发商的保护下担当黄金积累零售商的角色。根据世界黄金协会的统计，日本的黄金积累计划每年开立48万个账户，替客户存储约190吨黄金。黄金零存整取也是这类市

场上推出的比较成功的一项产品。黄金零存整取是日本大和期货公司在1994年推出的，该品种具有以下三个特点：一是该品种兼有定期和活期储蓄的性质。二是商业银行把客户储存的货币资产转换成黄金。商业银行通过两个渠道使客户的零存整取货币转换为零存整取黄金。一种渠道是直接向金矿企业购入黄金，采取“美元与黄金成本平均法”，另一种渠道是通过共同基金交易获得黄金。三是存款到期储户有三种选择方式，期满后储户可以一次性提取黄金，也可以在期满后续存，或者到期支取现金。第三类是投机性机构市场，在这类市场中，投资机构一般通过参与东京工业品交易所（TOCOM）的期货和期权交易进行黄金投资或投机。东京工业品交易所是亚洲地区最大的商品期货交易所。2008年，TOCOM的1千克标准黄金期货成交15163975张，同比下降了16.7%，但是仍名列全球黄金期货成交量的第二位；与之形成鲜明对比的是，其100克的迷你黄金期货去年成交5736883张，同比锐增了1260.27%，涨幅居去年世界黄金期货合约成交量涨幅的第2位，仅次于土耳其衍生品交易所的100克的TurkDEX黄金期货涨幅。

日本藏金于民黄金储备模式的主要特征是黄金投资构成藏金于民的主要来源。日本黄金市场开放后，居民的黄金投资便开始迅速增长。从1981年到2005年，日本一直是金条的净买方，平均年投资金条量占全球总量的26%，个别年份甚至高达46%。在2002年以后，日本开始大规模减少其黄金囤积量，最近两年金价高位运行时，日本成为金条的净卖方，这显示了日本投资者在黄金投资方面已经比较成熟。日本黄金市场丰富的产品设计和完善的市场结构为藏金于民提供了客观条件。

第二节　我国藏金于民的现状和存在的问题

一、中国的黄金文化

黄金在中国的历史是非常悠久的，在中国古代对黄金的利用甚至比银、铜等其它有色金属还要早些，因为金的采集相对比较容易些，在河畔砂砾中就常常有天然的金块或金粒。在中国黄金作为货币也具有很长的历史，早在距今三四千年以前的商代，黄金就被人们用作货币。如现今出土的殷商青铜器中就有鎏金和错金的，还有凹凸花印金叶出土。在其后的周朝、春秋战国时代，相关史籍中都有黄金作为货币的记载。

虽然在中国很早就出现了金币，但是，在中国历史上大部分时间里，黄金都没能成为本位货币。在秦始皇统一币制以后的两千多年时间，中国的封建货币制

度基本上都是以铜钱充当本位货币。黄金虽然不是本位货币，但是它的货币职能并没有被抹杀，在古代大宗商品交易中，黄金是很重要的支付手段。在古代中国的封建统治阶级内部，黄金是权势和地位的象征，同时承担着财富贮藏手段的功能。由于黄金的稀有和昂贵，它对于社会中下层阶级来说极其难得的，因而在中国古代人们对黄金的推崇和钟爱绝不仅仅是因为它具有货币的功能，黄金其实已经被人们赋予了更多的内涵和意义。在古代的西方，有黄金象征太阳，白银象征月亮的说法，而中国古人也是有迷信的，那么我们也有理由相信在中国古代，黄金同样也可能被人们赋予某种神秘的色彩。在中国两千多年的封建社会里，黄金象征了权力、财富，而金黄色象征了高贵和富有。黄金不但因其独特的物理特征成为人们贮藏财富的首选，更是一种身份和地位信息的传递手段，甚至我们现在用到的很多赞美之词如金碧辉煌、金玉良言也都跟黄金有关。可见，中国人对黄金的喜爱已经深深的嵌入我们的文化之中。

二、我国藏金于民的现状

藏金于民的实施包括两个方面，一是黄金投资，二是黄金消费。不管是哪个方面的发展都要通过黄金市场进行，所以说黄金市场的有效运行是实施藏金于民的关键所在。

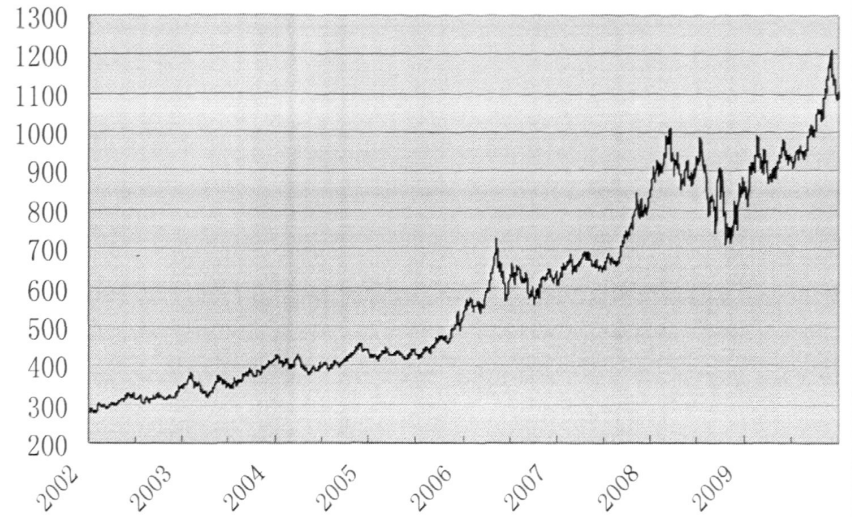
（一）我国黄金市场的发展现状

2002 年，上海黄金交易所的成立标志着中国黄金市场进入全面开放的发展阶段。经过 7 年来的发展，我国黄金市场形成了以上海黄金交易所、上海期货交易所为主导，场外零售市场为补充的黄金交易体系格局。上海黄金交易所是黄金现货交易的场内市场，也是连接产金和用金企业的一个重要市场平台，是具有批发性质的主体市场，目前已经成为全球场内黄金交易量排名第一的交易所。2009 年，上海黄金交易所的黄金交易量达 4710.82 吨，交易金额 10288.76 亿元，不但保持了上海黄金交易所自 2002 年成立以来每年交易量增长趋势不变，同时各个品种的黄金成交量和成交金额均创下历史新高。黄金期货于 2008 年初在上海期货交易所上市交易，黄金期货产品的推出为我国居民投资黄金增添了新渠道，使我国的黄金市场体系得到进一步完善。黄金期货上市以来，虽然交易并不活跃，但是市场运行稳定，市场投资者结构不断完善，国内外市场行情关联度也不断提高。目前，上海黄金期货价格与现货价格、国际市场价格已形成联动，据测算，三者的相关系数基本保持在 90%以上。

随着近几年黄金价格的一路上涨（见图 2），国内黄金市场得到了迅速的发

展，黄金投资产品和投资者的群体也得到不断的丰富和扩展。目前，国内黄金市场的投资产品主要包括四大类，即实物黄金、纸黄金、黄金（T+D）和黄金期货。

图2 2002-2009年国际黄金价格走势图（单位：美元/盎司）



数据来源：世界黄金协会网站(www.gold.org)

实物黄金投资产品包括金条（块）、金币和纪念币。实物黄金的投资渠道主要有上海黄金交易所、商业银行和专业投资公司。上海黄金交易所提供标准化的黄金投资产品，目前在该所交易的是标准重量为 50 克、100 克、1 千克、3 千克、12.5 千克的金条、金锭和法定金币。上海黄金交易所实行会员制的组织形式，其特点是投资门槛较高。其黄金业务目前还没有直接向个人开放，不过个人投资者可以通过金交所会员单位进行 50 克“小黄金”实物黄金交易。国内商业银行是个人投资黄金产品的一个重要渠道。商业银行的黄金产品可以分为银行自有品牌和代理品牌两类。比如工行的“如意金”、建行的“龙鼎金”即属于其自有品牌。农行和招商银行代销“高赛尔金条”、兴业银行代理金交所实物黄金、深圳发展银行“聚金宝”代理金交所实物黄金、华夏银行“金盈”代理金交所实物黄金业务等等都属于代理品牌。该渠道的特点是安全有保障，如果不提取实金银行可代为托管（如建行），但是购买和回购成本较高。比如以建行龙鼎金投资金条每日售价高于同期国际黄金价格大概 16 元/克，广州建行的托管金条，回购时的价差在 18 元左右。专业的黄金投资公司也提供黄金投资产品。比如中金黄金发行的中金金条、深圳翠绿投资的翠绿金等等。该渠道特点是规格成色等鉴定认证仅为该品牌认可，但购买和回购的成本相对较低。比如中金金条交易价格在每周

工作日的交易时间参照上海黄金交易所实时金价，投资者购买时加 8 元每克的手续费，卖出时只需扣除两元的手续费。投资者还可以在各大商场和金店购买投资性金条、金币和纪念币。

纸黄金是指投资者投资黄金不涉及实物黄金的提取，买卖黄金通过预先开立的黄金存折账户来体现。其盈利模式是通过低买高卖，获取差价利润。在纸黄金的买过程中，由于个人投资者和银行之间不发生实物黄金的提取和交收的二次清算交割，无需对黄金进行成色鉴定和重量检验，相对实物黄金投资而言，其交易更为方便快捷，交易成本也相对较低，适合专业投资者进行中短线的操作。目前国内已有四家银行开办纸黄金业务，分别是中国银行的黄金宝，中国工商银行的金行家，中国建设银行的账户金和中信银行的汇金宝。

黄金（T+D）是一种以保证金方式进行的黄金现货延期交收业务。它的最大特点是采用保证金方式交易，并且延期交割没有时间限制。黄金（T+D）也是上海黄金交易所推出的一项黄金投资业务，它规定的保证金比例为 10%，交易杠杆较大。它的交易时间也比较灵活，投资者可以在白天和晚上进行交易，而且为投资者提供了做空机制，交易方式非常灵活，推出后一直倍受投资者的青睐。后来交易所又推出了黄金（T+D）的改良品种黄金（T+N），该品种在黄金（T+D）的基础上采用分期支付延期费用的方式买卖，从而丰富了黄金延期交收业务的品种。

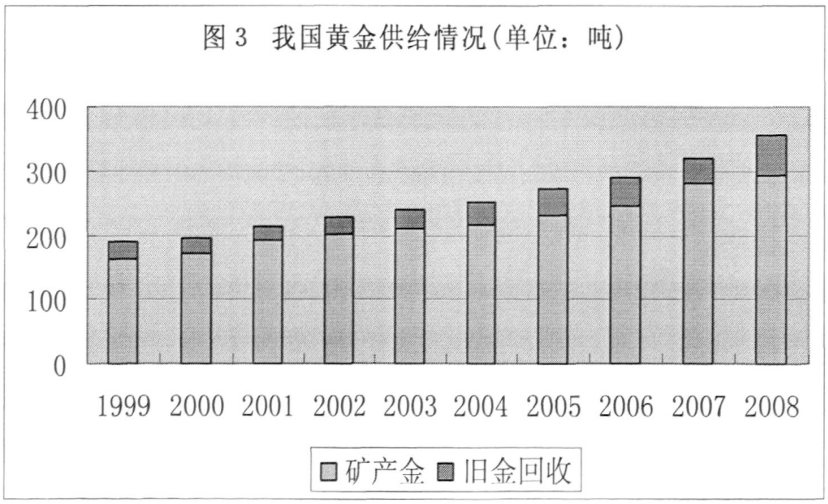
2008 年初上海期货交易所黄金期货合约的推出进一步丰富了我国黄金市场的投资产品。目前，上海期货交易所黄金期货标准合约的交易单位为每手 1000 克，交割单位为每一仓单 3000 克，交割必须以每一仓单的整数倍交割。黄金期货交易的特点是实行保证金制度，交易杠杆较大，采用多空双向交易机制，可以随时进行买入和卖空操作，所以对于个人投资者来说风险较大。

虽然近年来我国黄金市场发展迅速，投资产品日益丰富，但是黄金市场的发展仍然存在诸多限制。黄金市场经过近年来的改革后已经完全实现对内开放，但是在我国资本项目尚未完全开放的情况下，央行对黄金的进出口仍然实施一定的管制措施。在 2005 年以前，只有中国银行、中国工商银行、中国农业银行和中国建设银行四大国有银行拥有黄金进出口的代理权。2005 年 12 月中国人民银行公布了《黄金制品进出品管理办法（征求意见稿）》，进一步放宽了黄金进出口的限制条件，文件指出只要注册资本金不低于 3000 万元，且申请进出口的黄金为正常生产、经营所需，并满足其它相关的条件，均可申请开办黄金制品进出口业务。央行对黄金进出口管制的放宽进一步促进了我国黄金市场的发展。但是从长

远来看，央行必须逐步放开对黄金进出口的管制，这样才能使我国黄金市场得到长足的发展，并最终与国际市场接轨。

（二）我国黄金供给分析

我国的黄金供给以矿产金为主，其次是进口黄金和旧金回收。我国的黄金生产自改革开放后发展迅速，最近十年我国矿产黄金量增长稳定（见图 3），2007 年黄金产量为 280.5 吨，首次超过南非，这使得中国取代南非成为世界第一大产金国。我国近年来黄金产量的稳步增长一方面跟我国黄金工业的高速发展有关，另一方面，黄金价格的不断上涨也是黄金产量增加的重要推动因素。我国虽然是产金大国，但矿产黄金仍然满足不了国内的黄金需求，因而进口黄金也是我国黄金供给的一个重要来源。据估计，2008 年中国黄金净进口量为 112 吨[10]，较上年有所上升。旧金回收也构成了我国黄金供给来源，近几年我国旧金回收规模有所增加，在 2008 年达到 62.3 吨，占当年矿产黄金量的 21.3%。从整体来看，我国黄金供给主要来源于矿产黄金，近年来虽然我国黄金量稳步增长，但是出于矿产黄金供给弹性较小，随着近年来我国黄金需求的迅速增长，供给的不足还要依靠进口黄金来弥补。



资料来源：《黄金年鉴 2009》黄金矿业服务有限公司

（三）我国居民黄金需求结构

近年来，随着国内经济的高速发展和人民生活水平的不断提高，我国已经成为世界第二大黄金消费国。我国拥有久远而深厚的黄金文化，民间也一直都有收藏黄金的偏好，所以随着经济的快速发展，我国的黄金消费增长迅速。由于我国

[10]引自中国民生银行贵金属部门主管鲁丽罗在 2009 年黄金投资展望会(GoldOutlook2009)上的发言。

黄金市场开放较晚，所以国内的黄金市场规模相当有限，对黄金的投资需求也是近几年才取得快速增加。

具体来看，最近十年居民消费需求中，对首饰用金的需求占据了绝大部分（见表11）。2008年首饰用金占消费需求的95%，这比同期印度的这一比例还高，主要原因是印度在其它工业和装饰用金上占比较大。中国黄金首饰市场是1982年开放的，此后黄金首饰加工开始复兴，但起步是仅有4吨左右的规模。随着中国改革开放不断推进，以及居民收入的不断提高，黄金首饰市场的规模得到了快速扩张，黄金首饰加工业因此得到了快速的发展。上个世纪九十年代后期达到了黄金首饰加工业规模扩张的高潮。1997年中国黄金首饰需求量达到339吨，加工量271吨，创历史最高纪录。1997年以后中国黄金首饰市场进入了一个调整期，至到2002年，黄金首饰需求才开始回升。2003年以后，我国黄金首饰需求总体上呈稳定增长趋势，特别是近几年来增长势头强劲，大有赶超印度黄金首饰需求量的势头。从投资需求方面看，在2003以前，居民投资需求处于相当低的水平。2002年金条囤积与金币需求总和还不到10吨，不到印度当年投资需求量的10%。随着后来上海黄金交易所的成立，以及国际黄金价格的一路走高，居民投资需求开始稳步增长，最近两年增长尤为迅速，2008年投资需求相比上年增长了135%。

表11　我国居民黄金需求情况表

需求 / 年份	消费需求			投资需求	
	首饰用金	电子工业用金	其它工业和装饰用金	金条囤积	金币
1999	215.3	9	3.6	21	2.7
2000	205.6	9.7	3.8	5	3.1
2001	203.1	6.5	3.9	4	4.7
2002	199.6	7	3.8	2.2	3.7
2003	201	7.7	4.3	2	5
2004	224.1	9.2	4.6	6.7	4.9
2005	241.4	10.6	5.1	9	3.6
2006	244.7	12.3	5.8	10.1	6.9
2007	302.6	12.7	6.1	18	11.2
2008	326.7	12.7	6.1	60.8	7.9

资料来源：《黄金年鉴2009》黄金矿业服务有限公司

总体来看，我国居民目前的黄金需求以消费需求为主，2008 年消费需求占总需求量比例为 83%。居民投资需求的规模较小，与印度和日本的差距还比较大，这主要是因为我国黄金市场发展起步较晚，居民投资渠道不通畅，投资产品结构不完善。但是，近几年居民投资需求增长迅速，加上国内黄金市场的快速发展，居民投资需求的增加还有很大的潜力。印度的黄金需求一直都是以消费需求为主，但是由于其黄金市场开放较早，2008 年其居民投资需求是我国的将近三倍。我国居民在消费需求方面与印度的差距相对较小，2008 年印度居民黄金消费需求比我国高出 44 个百分点，据估计，2009 年中国黄金消费量很可能超过印度，取代其黄金消费第一大国的地位。可见，以我国目前经济发展形势来看，居民投资需求还有很大的挖掘潜力。日本黄金市场更是在上世纪 80 年初就逐步开放。其居民黄金需求主要以投资需求为主。日本黄金市场相比印度黄金市场要更为完善，而且其黄金市场参与者也更为成熟，投资产品更为丰富。我们应该借鉴日本和印度的黄金市场发展经验，丰富投资品种，拓宽居民投资渠道，以实现藏金于民在我国更好的发展。

三、我国藏金于民存在的问题

我国的藏金于民主要存在两个问题：一是黄金投资需求不足；二是缺乏相应的政策引导。通过前面对我国黄金供求状况分析我们可以知道，我国黄金消费需求规模较大，并且增长势头良好，但是黄金投资需求却相对较小。这主要是因为我国黄金市场还处于发展初期，交易机制和服务体系都还有待进一步完善，黄金投资渠道不够通畅，黄金投资产品不能很好地满足投资者的需求。黄金消费需求主要跟居民消费习惯，民族文化传统有关，其需求弹性相对较小。所以实施藏金于民，要重点发掘居民的投资需求。2008 年我国黄金投资需求量只有印度黄金投资需求量的 1/3 左右，说明我国居民黄金投资需求还有很大的发展潜力。藏金于民的实施还需要国家政策的引导。对黄金进出口的管制是一直以来制约我国黄金市场发展的重要因素。国内黄金市场的逐渐开放，应该辅之以相应的黄金投资、消费引导政策和相关法律法规的完善。这样可以增强居民进行黄金投资和消费的积极性，促进藏金于民黄金储备战略的有效实施。

第四章　构建藏金于民储备战略的建议及措施

藏金于民的前提是居民有能力并且愿意去投资和消费黄金，然后还必须有通畅的投资和消费渠道。所以说，我国构建藏金于民的黄金储备战略必须围绕提高居民可支配收入、完善市场环境建设和制订相关引导政策来进行。提高居民可支配收入必须通过发展经济来实现，这也是我国长期致力于经济发展的目标。下面我们就从市场环境建设和政策建议两个方面来分析。

第一节　藏金于民的市场环境建设

黄金市场是居民投资和消费黄金的关键场所，所以构建藏金于民的黄金储备战略的关键是完善市场环境建设，提高黄金市场的运行效率和服务质量，从而方便居民的投资和消费活动的进行。

一、进一步完善黄金市场的交易服务体系

黄金市场的交易服务体系为黄金交易的完成提供必要的服务和支持，是市场参与者交易过程是否通畅，交易要求能否得到满足的重要保障。完善黄金市场交易服务体系应该从以下几个方面着手。

（一）发挥商业银行在黄金市场中的关键作用

商业银行作为国家金融体系中的重要组成部分，在资金实力、交易平台和经营网络上具有绝对的优势。藏金于民的实施必须利用商业银行的这些优势，使居民能够更加方便地参与黄金市场。商业银行可以利用其支付平台和经营机构来延伸上海黄金交易所的交易网络，为黄金市场投资者提供代买代卖、存保和结算服务，给投资者交易提供便利，并吸引更多资金进入黄金投资市场，扩充市场总量。商业银行应该充分利用自身资金优势和业务特色不断开拓黄金新业务。比如商业银行可以为黄金企业提供借金还金和黄金融资业务，这两种业务一般涉及资金量较大，通过这类业务一方面能够有效满足产金和用金企业在不用时期对黄金的需要，另一方面也可以增加黄金在市场上的流动性，有利于调节黄金市场参与主体的供求关系。在开展黄金业务的过程中，商业银行还应该充分发挥各自的业务优势。比如中国银行是伦敦黄金协会会员，长期从事国际黄金买卖业务和外汇交易，并且具有进出口黄金和国际市场交易的便利。中国银行可以选择连接国内外市场的黄金业务，进行跨市套利，或者中国银行在国内经营黄金业务时，承担做市商角色，把多余头寸通过国际市场进行调节，从中获取差价。商业银行还可以进一

步开拓与黄金有关的其它理财业务和黄金衍生品交易。

应该积极探索商业银行做市商制度。实力雄厚的商业银行应该利用自身资金实力和影响力充当做市商的角色，同时扮演黄金市场的买方和卖方，增加市场的流动性。在这一方面可以借鉴瑞士苏黎世黄金市场的成功经验。苏黎世黄金市场在国际黄金市场上的地位仅次于伦敦，但其并没有正式组织结构，它是由瑞士三大银行：瑞士银行、瑞士信贷银行和瑞士联合银行负责清算结账。三大银行不仅可为客户代行交易，而且黄金交易也是这三家银行本身的主要业务。这三大银行联合设立的苏黎世黄金总库作为清算系统按照每日的市场交易数据确定当日黄金价格，此价格即为苏黎世黄金市场价格，并且对世界各地其它银行的黄金交易价格也有一定的指导作用。

（二）培养一批实力雄厚的金商集团

培养有实力的金商集团可以活跃黄金交易市场，提高黄金市场的交易量和流动性，为投资者提供更加便利的黄金投资服务。这里所说的实力雄厚的金商，是指即拥有大量实物黄金，又具有前瞻性投资意识和操作策略，同时在其内部拥有产、供、销一体化的若干中小企业的联合集团[11]。目前世界上交易量最大的黄金现货市场伦敦黄金市场就是通过五大金商联合报价形成伦敦黄金市场价格。这些大金商依靠其雄厚的经济实力，利用其与大金矿、黄金厂商的广泛联系以及其下属公司与众多其它金商和客户之间的关系，不断报出黄金的买卖价格，通过对市场的准确判断来获利。这些金商活跃在黄金市场上充当了做市商的角色，它们的参与大大提高了黄金市场的交易量和流动性。在我国，大金商的培养模式可以考虑通过整合黄金生产冶炼企业、首饰制造加工企业和大型金融机构，形成金商集团。在金商集团中确立以经济实力最强的一方为代表，加入黄金市场做市商的行列。集团内部应充分发挥各自优势，把黄金的生产、供应和销售连接起来。多个大金商之间应该密切合作，促进我国黄金市场的有序发展，并在此基础上形成中国金商集团。目前，部分产金企业已经通过自己的经济实力和影响力，建立了区域交易中心，这对将来朝大型金商的目标发展奠定了基础。这些企业应该充分利用已经搭建的交易平台，把黄金业务延伸到更广泛的地区，在全国各地建立代理商制度，这样将有效提高金商的经济实力了影响力。我国的商业银行等金融机构也应加强与黄金生产和加工企业的合作，充分发挥各自的信息和资源优势，也可以通过相互参股的方式整合资源，逐渐形成一批有影响力的金商集团。

[11]周洁卿：《黄金和黄金市场：投资价值的认识与实践》，上海学林出版社，2008 年，引用其对金商的定义。

二、积极开发黄金投资产品

由于我国黄金市场发展历史较短，黄金投资产品的开发还比较落后。目前我国黄金市场的投资产品主要为实物黄金的形式，而实物黄金的买卖在整个黄金投资市场风险最小，故以实物黄金交易为主导的中国黄金投资市场也符合中国当前的国情。从交易所的黄金投资品种来看，其参与者仍主要局限于上海黄金交易所会员单位，适合个人投资者投资的产品比较少，投资门槛也相对较高。近两年商业银行的黄金业务发展迅速，商业银行纸黄金业务的推出满足了居民小额投资的需求，使居民投资黄金产品更加灵活方便。黄金期货的推出更是丰富了人们投资黄金的选择，也为黄金生产和加工企业提供了重要的套期保值工具。但是，总体来看，我国居民黄金投资需求太小，现有黄金投资产品不能很好地适应投资者的需求，应加强对黄金投资产品的开发，进一步引导居民投资黄金。

目前国际上黄金市场产品种类繁多，衍生品层出不穷。除国内市场上已经有的产品外，国际黄金市场上还有诸如黄金期权、黄金远期、黄金掉期、远期利率协议、黄金回购、黄金积累计划、黄金 ETF 等黄金产品。这些产品不仅可以满足不同需求和风险偏好的投资者的投融资要求，而且对国际金融市场的影响也十分显著。目前国际上的 8 个主要的黄金 ETF 的价格和持金量的增减对国际金价就有着极大的影响。我国藏金于民的实施还需要进一步丰富黄金投资产品。国际上现有的很多产品都值得我们借鉴，比如日本的黄金积累计划就是我国居民投资黄金的很好选择。这项黄金投资业务的支付特点和定期存款差不多，而我国居民恰好又有储蓄的习惯，所以这次产品推广起来会相对容易，类似的产品还有黄金零存整取。我国黄金市场与日本黄金市场很重要的一方面差距就在于投资者素质。所以我国在不断开发黄金产品的同时应该注重对投资者的教育，增强居民的投资理财知识，这样才能取得更好的效果。另外，我国应该适时推出黄金 ETF。黄金 ETF 是一种以黄金为基础资产，追踪现货黄金价格波动的金融衍生产品。其运行原理为：由大型黄金生产商向基金公司寄售实物黄金，随后由基金公司以此实物黄金为依托，在交易所内公开发行基金份额，销售给各类投资者，商业银行分别担任基金托管行和实物保管行，投资者在基金存续期间内可以自由赎回。黄金 ETF 在证券交易所上市，投资者可像买卖股票一样方便地交易黄金 ETF。交易费用低廉是黄金 ETF 的一大优势。投资者购买黄金 ETF 可免去黄金的保管费、储藏费和保险费等费用，只需交纳通常约为 0.3%至 0.4%的管理费用，相较于其他黄金投资渠道平均 2%至 3%的费用，优势十分突出。此外，黄金 ETF 还具备保管安全、

流动性强等优点。黄金 ETF 的诸多优点可以很好的弥补我国现有投资品种的不足，通过黄金ETF的推出还可以慢慢引入其它黄金衍生产品，为居民投资黄金增添渠道。

三、健全黄金投资的回购机制

黄金回购是黄金市场流通体系中的重要环节，如果回购机制不健全，投资者不能通过售回黄金获利，那么将极大地打击投资者投资的积极性。因此，健全的黄金回购机制是实施藏金于民的重要保障。目前我国黄金市场黄金回购限制较多，检验程序也很复杂，还要支付一定的费用，这样在一定程度上限制了居民对实物黄金的需求。黄金回购机制不完善的主要原因是市场上的黄金产品标准不一，而回购业务要求对黄金制品不论品牌和成色，需要当场鉴定作价回收，这就给鉴定工作带来了很大难度。因此，完善黄金回购机制，必须从黄金制品供给入手，所有黄金制品的上市，都要经权威机构统一鉴定。这将有利于形成统一的标准，降低黄金回购成本，简化回购程序。在这方面，我们可以借鉴伦敦黄金市场的做法。伦敦黄金市场的金锭质量认证，是由伦敦金银协会成立的黄金现货委员会负责实施质量认证管理，因为伦敦黄金市场的金银锭质量认证体系具有国际权威性，经其认证合格的金银锭作为标准金银锭产品可以在世界范围内进行销售和流通，从而提高了伦敦黄金市场的运行效率。黄金制品的标准确立后，应该确立黄金回购业务的承担主体。我国的黄金回购业务可以由商业银行或者大金商来承担，它们的共同特点是资金实力雄厚，都具备保管黄金的条件与经验，有回购黄金处置能力。其中商业银行拥有遍布全国的营业网点和良好的信誉，而大金商有标准化的精炼技术和规范化的鉴定技术，都能为黄金回购业务提供有力的支持。通过健全黄金的回购机制，可以消除投资者投资实物黄金的后顾之忧，将有效地推动藏金于民的实施。

第二节　政策建议

藏金于民储备战略的实施还需要国家政策的引导。目前对我国黄金市场发展的一大束缚就是对黄金市场的管制，虽然近年来我国黄金市场改革取得了很大的进步，但对黄金进出口的限制一直都没有完全放开。另外，我国黄金市场的发展还需要健全相关法律法规。

一、逐步放开对黄金的进出口管制

藏金于民的实施离不开黄金市场的发展，而对黄金进出口的管制限制了我国

黄金市场规模的扩大。虽然我国近年来已跃升为黄金生产第一大国，但是国内每年200多号的矿产黄金供给远远不能满足国内的黄金需求。所以，实施藏金的储备战略也要求我国逐步放开对黄金进出口的管制。

我国对黄金进出口的管制大致可以分为三个阶段：第一阶段是新中国成立初期到改革开放前夕，这一时期我国禁止一切金银外带出境，允许居民存储金银，但不得用于流通。第二阶段是改革开放后至1992年，这一时期的规定是携带金银入境的数量不受限制，但须向海关申报登记。携带金银出境必须凭中国人民银行出具的证明或原入境时的申报登记，以不超过原申报登记的数量为原则。第三阶段是从1993年到现在，1993年以后，国家对黄金进出口的限制逐渐放宽。最新的规定是2005年12月人民银行公布的《黄金制品进出口管理办法（征求意见稿）》，该文件规定只要资本不低于3000万无，申请进出口黄金为正常生产、经营所需，而且满足其它的相关条件，均可申请开办黄金制品进出口业务。这一文件的颁布很大程度上下放了黄金进出口权，但是它对申请主体和黄金用途都作了严格的规定，这必然在一定程度上限制了黄金市场上黄金产品的供给，也不利于黄金市场的长期发展。所以，从战略角度考虑，实施藏金于民必须逐步放开对黄金进出口的管制。

二、加强黄金市场的法律法规建设

藏金于民的推行需要有健康有序的黄金市场作为保障。随着2002年上海黄金交易所的成立，我国黄金市场得到快速发展，但黄金市场的法律法规还很不完善。自1993年以来，中国黄金体制坚持了市场化取向的改革，也陆续出台了相关法规，但是原有的黄金管理法规，如《中华人民共和国金银管理条例》及《关于规范黄金制品零售市场有关问题的通知》等若干行政性规定，已与实际情况严重脱节，却在法理上没有废除。另外，黄金市场的发展应该有一部完善的黄金法保驾护航。市场参与主体地位的平等需要法律的维护和保障，市场远行的规则也需要有法可依，市场运行机制的公平竞争需要法律来维系和保证。完备的法律法规是黄金市场平稳运行的基础，也是藏金于民储备战略顺利实施的重要保障。

参考文献

[1] 周洁卿，《黄金和黄金市场：投资价值的认识与实践》，上海：学林出版社，2008 年

[2] 王仲会，《黄金.货币.金融安全：中国黄金体系改革与发展研究》，北京：中国财政经济出版社，2007 年

[3] 杨小佛、张望，《黄金投资知识读本》，上海：上海社会科学出版社，2003 年

[4] 周洁卿，《中国黄金市场研究》，上海：上海三联书店，2002 年

[5] 何泽荣，《入世与中国金融国际化研究》，成都：西南财经大学出版社，2002 年

[6] 罗伯特·特里芬，《黄金与美元危机——自由兑换的未来》，北京：商务印书馆，1997 年

[7] 姜波克，《人民币自由兑换论》，上海：立信会计出版社，1995 年

[8] 阿尔贝托·夸德里约·库茨奥主编，万鹏华译，《黄金问题》，北京：中国对外经济贸易出版社，1988 年

[9] 景乃权，《论金融危机下黄金储备与金融安全的关系》，《中国货币市场》，2009 年第 6 期

[10]陈小竹，《巨额外汇储备下我国黄金储备问题研究》，《上海金融》，2009 年第 11 期

[11]周洁卿，《藏金于民对我国储备资产替补效应的思考》，《财经科学》，2009 年第 11 期

[12]张华忠，《浅议黄金储备与金融安全》，《上海金融》，2008 年第 9 期

[13]沈小炜，《印度“藏金于民”给中国带来的启示》，《黄金》，2008 年第 4 期

[14]孙建华，《控制外源性通胀应发挥黄金储备管理的货币调控功能》，《海南金融》，2008 年第 7 期

[15]高洁、李静，《非货币化后黄金储备变化的动因分析》，《国际金融研究》，2007 年第 4 期

[16]周洁卿，《我国黄金储备动态管理研究》，《上海金融》，2007 年第 9 期

[17]周洁卿，《增加黄金储备 规避外汇风险》，《黄金》，2006 年第 2 期

[18]王喆，《“藏金于民”:由“藏汇于民”想到的》，《中国金融》，2006 年第 13

期

[19]宋钰勤、罗江，《以“藏金于民”推动“藏汇于民”》，《银行家》，2006年第6期

[20]龙永俊、杨军，《基于多视角的中国黄金储备选择》，《武汉金融》，2006年第3期

[21]周彤，《我国商业银行发挥黄金市场主体作用研究》，《经济纵横》，2006年第15期

[22]唐旭，《多层次金融市场与金融脱媒》，《中国金融》，2006年第14期

[23]钟伟、唐欣，《重新审视——储备管理的国际比较及对中国的启示》，《国际贸易》，2005年第5期

[24]王尧基，《中国的超额外汇储备与藏金于民》，《上海经济研究》，2005年第11期

[25]陈宝山，《黄金储备、黄金管理体制改革与黄金市场》，《中国金融》，2004年第7期

[26]俞莺，《试论中国黄金市场的商业银行做市制度》，《中国金融》，2003年第1期

[27]林娟、李凯，《关于黄金市场交易存在问题及发展对策的探讨》，《黄金》，2003年第12期

[28]叶英男，《我国黄金管理体制改革与黄金市场发展》，《中国金融》，2003年第1期

[29]肖云辉，《如何评价现代经济中的黄金储备》，《黄金》，2001年第10期

[30]戴从、宗良，《商业银行在我国黄金市场中的业务参与》，《中国黄金经济》，2000年第6期

[31]李江、王雁，《关于我国黄金储备总量的设想》，《中国黄金经济》，1999年第3期

[32]虞关涛，《必须保持合理的黄金、外汇储备》，《金融研究》，1981年第11期

[33]Richard Michaud, Robert Michaud and Katharine Pulvermacher, “Gold as a Strategic Asset”, World Gold Council, 2006

[34]David Ranson, H. C. Wainwright, “Why Gold, Not Oil, Is The Superior Predictor of Inflation”, Gold: Report, World Gold Council, 2005

[35]Forrest Capie, Terence C Mills and Geoffrey Wood, “Gold as a Hedge Against

The US Dollar", Research Study No.30, World Gold Council, 2004

[36]Timothy Green, "Central Bank Gold Reserves: An historical perspective since 1845", Research Study No.23, World Gold Council, 1999

[37]Stephen Harmston, "Gold as a Store of Value", Research Study No.22, World Gold Council, 1998

[38]Lawrence H. and Thomas D. Willett, "The Interaction of Adjustment and Gold-Conversion Policies in a Reserve Currency System", Western Economic Journal, 8:1 (1970:Mar.) p.47

[39]Edward M. Bernstein (1961), "The Adequacy of United States Gold Reserve", The American Economic Review, Vol. 51, No. 2

[40]David B. McCalmont (1961), "Redistribution of Gold Reserves Between Federal Reserve Banks", The Journal of Finance, Vol. 16, No. 4

后 记

随着毕业论文的完成，三年的研究生生活也接近尾声。回顾这三年来的学习生活，有快乐，也有烦恼，最重要的是我从中收获了很多东西，这离不开老师和同学们的关心和帮助，也离不开学校提供的优良环境和齐全的设施。

在此，我要感谢我的导师周洁卿老师三年来的悉心教导。她不仅在学习方面给我悉心指导，还关心我的生活，教给我为人处事的道理。我的论文从选题、立意、资料收集整理到最后完成写作，每个环节周老师都从百忙中抽出时间给予我悉心的指导，她严谨的治学态度和踏实的治学精神深深地感染了我。还要感谢我的论文评阅老师和答辩老师，感谢他们给予我的论文的宝贵意见。

感谢学院老师三年来的教导，也要感谢师兄师姐们、同学们给予我学习和生活上的无私帮助。

我还要感谢我的父母、家人一直以来对我的支持，是他们的无私奉献才让我能够顺利完成学业。

基于藏金于民的我国黄金储备战略研究

万方数据 WANFANG DATA 文献链接

作者： 钟赟
学位授予单位： 华东师范大学

本文读者也读过(10条)

1. 河贞顺 中国黄金储备管理策略研究[学位论文]2010
2. 季晓南 增加我国黄金储备缓解外汇储备风险[期刊论文]-中国国情国力2010(6)
3. 卫娴.林顺顺.吕妍 我国黄金储备现状及路径选择[期刊论文]-河北金融2011(2)
4. 郭旭琴 黄金储备的意义及途径[期刊论文]-致富时代(下半月)2009(9)
5. 口李靖 日本"藏金于民"对于我国增加黄金储备的启示[期刊论文]-金融经济（理论版）2009(6)
6. 周洁卿 论我国黄金储备适度规模及其实现途径[期刊论文]-上海金融2005(11)
7. 南特莉·丹珀丝特.乔治·米勒-斯坦利.胡妍斌 黄金在储备资产管理中的作用[期刊论文]-新金融2010(11)
8. 储幼阳.林可 国际黄金储备的演化及借鉴[期刊论文]-海南金融2010(6)
9. 苏西莉 我国增加黄金储备的意义及策略分析[期刊论文]-现代商业2010(26)
10. 方超逸 中日两国黄金储备比较[期刊论文]-经济研究参考2010(6)

本文链接：http://d.g.wanfangdata.com.cn/Thesis_Y1743612.aspx