

排名	经济体 / 多边组织	公吨	占中央银行储备百分比
1	美国	8 133.5	75%
2	德国	3 377.9	69%
3	国际货币基金组织	2 814.0	—
4	意大利	2 451.8	68%
5	法国	2 435.9	64%
6	中国内地	1 842.6	2%
7	俄罗斯	1 680.1	17%
8	瑞士	1 040.0	6%
9	日本	765.2	2%
10	荷兰	612.5	64%
11	印度	557.8	6%
12	欧洲中央银行	504.8	27%
13	土耳其	427.8	16%
14	中国台湾地区	423.6	4%
15	葡萄牙	382.5	55%

续前表



图11-1 近代黄金市场发展史

资料来源：香港交易所，对公开资料的分析。

黄金基本面

1. 黄金的供求

2016年全球约53%的黄金消费用于首饰，37%用于投资，10%作工业用途（见图11-2）。由于黄金不会腐朽或轻易与其他物质产生反应，人类几千年来开采出来的黄金今天大部分仍然存在，尽管很多可能已散失、埋于墓中，或是（如黄金作工业用）嵌藏于垃圾堆填区中的某些垃圾。不过，来自私人首饰和金条块的黄金废料、来自回收工业产品的黄金废料，都与新开采的黄金一样，同是每年黄金供应的重要来源。

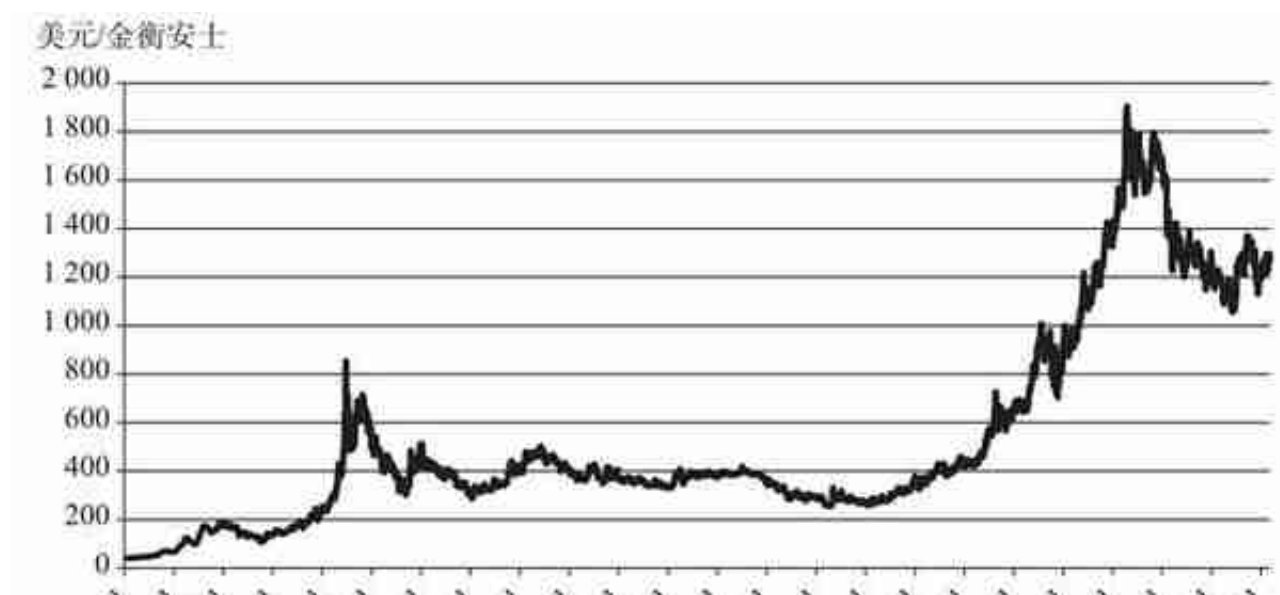


图11-3 过往每日黄金现货价（1971年1月—2017年6月）

资料来源：彭博。

如表11-2所示，金矿产量过去10年不断上升，现时年产超过3000吨。2016年，废金供应按年增加8%至1268吨，符合金价近期升势。如表11-2所示，这逆转了2014年废金供应跌至1158吨最低点的下降轨。

表11-2 全球黄金供求（公吨）

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
需求										
零售投资	449	937	866	1 263	1 616	1 407	1 873	1 164	1 162	1 058
金条	238	667	562	946	1 247	1 056	1 444	886	876	787
金币	211	270	304	317	369	351	429	278	286	271
实物需求总量	2 931	3 536	3 125	3 903	4 635	4 441	5 313	4 502	4 359	3 560
实物盈余 / 赤字	204	-38	1 057	509	-45	102	-972	-64	43	951
ETF 囤积存货	253	321	623	382	185	279	-880	-155	-125	524
交易所囤积存货	-10	34	39	54	-6	-10	-98	1	-48	86

资料来源：黄金矿业服务公司。

如表11-2显示，黄金实体需求总量持续下降至2016年三年低位3 560吨，跌幅18%，所有需求领域均显示需求下降。首饰始终是需求的最大来源，继而是散户投资。

不过，首饰需求下跌21%，主要是印度和中国消费下跌⁽¹⁶⁶⁾

。工业制造继续下降3%至354吨，是10年来最低水平，因所有主要行业需求均疲弱，特别是电子业（持续减少使用黄金，代之以其他物质）以及牙科和装饰用途，但与此同时，随着投资者配置更多资金作交易所买卖基金及期货交易，黄金的非实物投资总额增至610吨（主因是年内交易所买卖基金的购买量很大，有别于对上一年该等基金录得赎回净额）。

根据黄金矿业服务公司数据，2016年的地上黄金存货总额（矿产累计历史总额）按年增加1%，达187 200吨，相当于2017年6月21日7.6万亿美元左右。如图11-4所示，首饰的存货量最大，占48%左右，继而是私人投资和官方的持有量，约占38%

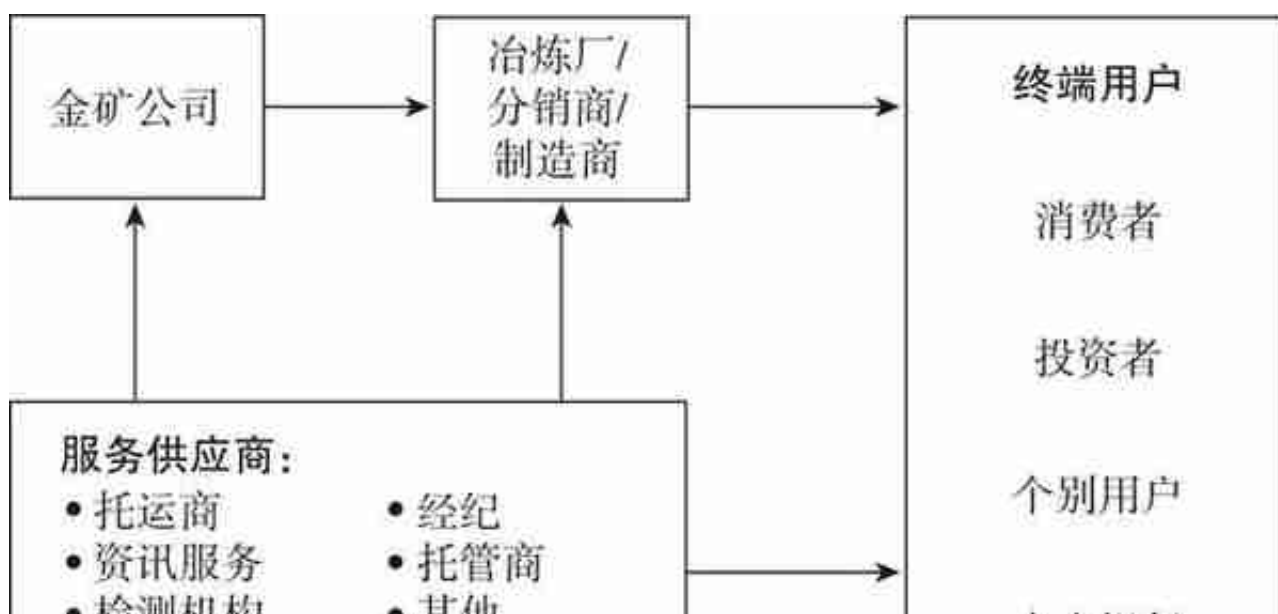


图11-5 黄金价值链

资料来源：香港交易所。

全球黄金市场

全球黄金市场分布广泛，但尤以伦敦为中心的场外交易主导，不过芝加哥商业交易所（CME，简称芝商所）集团的COMEX（纽约商品交易所）及上海期货交易所（

上期所)等数家期货交易所亦录得显著成交。左右黄金价格的信息来自不同渠道,包括矿场、首饰需求、央行交易以及宏观经济发展。西方国家的黄金市场生态圈已非常成熟,由现货交易以至远期交易、黄金租赁、融资及其他衍生产品等琳琅满目。目前,全球黄金价格以伦敦现货定价及纽约期货交易价格为基准。下文阐述这两个西方市场及中国内地和中国香港这两个东方市场。

1. 西方市场

以伦敦为基础的场外市场

伦敦黄金市场发展历史可追溯至200多年前,从1804年伦敦超越阿姆斯特丹成为全球的黄金交易中心之时说起。场外金银批发市场—伦敦金银市场协会(LBMA)于1919年开始投入运作,每日市场价格由五大金银批发商及银行厘定。伦敦价格亦影响着纽约及香港的黄金价格。现时,伦敦仍是世界最大黄金现货交易市场,全球金银交易仍参考伦敦金价作为基准价格。

2016年, LBMA结算会员转移及结算了约157 828⁽¹⁶⁷⁾

吨黄金,价值6.3万亿美元。随着LBMA的活动(大部分为商业银行之间)而产生的,可以是黄金实物转移或纯粹合约转移。LBMA结算会员于2016年转移的这157 828吨黄金占伦敦市场约1/8的成交。随着中国、泰国及新加坡等交易中心的崛起,2016年伦敦成交占全球总成交由90%下跌至65%。2016年全球总成交估计达1 867 000吨,价值75万亿美元,相当于矿产量的580倍。由于流通量庞大,黄金(一如大部分货币)以持仓成本全覆盖(Full Carry)的方式交易。

苏黎世黄金市场

相对伦敦而言,苏黎世黄金市场并无任何正式规模,主要是由3大瑞士银行为场外市场提供流通量及结算服务。瑞士是全球最大的黄金中转枢纽,汇集了全球若干最著名的黄金冶炼厂,如PAMP及Metalor。此外,基于其特有的法制为黄金拥有者提供了额外保障,瑞士也是世界最大的私人黄金储存中心。

芝商所集团的COMEX期货市场

COMEX(现隶属芝商所集团)前称Commodity Exchange Inc.,于1974年成立,那是美国放弃金本位制、黄金对美元改为灵活定价后,再加上美国大部分法人机构对于套期保值或投资增值的需要增加等因素所推动而成。

受美元大幅波动及其他因素所推动,美元黄金期货市场于1978年至1980年间急速

扩展。时至今日，COMEX按成交量计仍是全球最大黄金期货交易中心，对现货金价有庞大影响。COMEX黄金期货为每月合约，于交割月份采用每日交割机制。所有交割点均位于纽约市及附近的特拉华州。2016年，COMEX黄金期货总名义成交量为179 000吨⁽¹⁶⁸⁾。

2. 东方市场

中国内地黄金市场

1950年，中国将黄金行业纳入国家管制。自1978年经济改革首阶段起，黄金市场开始审慎开放，主要体现形式为用于深圳经济特区生产首饰。1983年颁布的《金银管理条例》，确认了中国人民银行（人行）在规管、监督及管制金银采购及分布的中央角色。人行亦负责管理中国的黄金储备。2001年人行取消其黄金统购统配及定价管制后，私营市场对首饰的需求及近年对黄金投资的需求急剧增长。

人行放宽直接管制后，由人行作为主要组建人兼主要权益持有人的上海黄金交易所（上金所）肩负起定价责任。上金所于2002年10月20日开始交易。所有冶炼黄金均于上金所出售，使该所成了业界及金融机构购买黄金的唯一市场。所有进口金银均经由上金所出售。2003年进一步放宽措施，废除了经营金银产品业务的牌照制度；2004年，中国更容许私人拥有及买卖金银。

中国黄金市场仍受国家间接管制。虽然私人黄金买卖已大幅度放宽限制，但中国与国际市场之间的互动仍然受限，也是资本账管制的一项主要措施。上金所2014年在上海自由贸易区（自贸区）推出黄金国际板，开放给国际交易参与者参加，是进一步审慎开放的措施，不过至今交易量仍然甚少。

表11-3显示中国黄金政策及市场发展的主要里程碑。

表11-3 中国黄金政策的里程碑及主要市场发展

年份	描述
2011年	• 上海期货交易所首次允许外国银行买卖黄金：澳新银行、汇丰
2012年	• 银行间市场参与者获许进行场外黄金交易，透过上海黄金交易所进行结算
2013年	• 中国成为全球最大黄金消耗国 • 首只中国黄金ETF在7月推出 • 外国银行获发黄金进口牌照：澳新银行、汇丰
2014年	• 在上海自贸区推出金交所国际板

资料来源：世界黄金协会。

1978年，中国黄金年产量少于10吨，至2016年已增至453吨。为提高产量，所采取的措施包括建立中国黄金集团公司的前身公司，以及成立人民解放军特别黄金矿业组负责勘探黄金及开发金矿。1981—1985年及1986—1990年的两个五年计划先后推出了多项便利政策，将中国黄金年产量提升至1990年初的100吨，此后增长率持续强劲。2007年中国成为世界最大的黄金生产国，2016年占全球总产量14%。

虽然近年源自国内生产及循环再用的黄金供应一直上涨，但国内需求也直线上升并超出供应量，以致中国从录得黄金盈余走向巨大黄金赤字。即使中国并未刊发黄金进口数字，但中国黄金进口量自2010年起一直显著增长，大部分经香港进口⁽¹⁶⁹⁾。

中国的黄金交易主要集中于上金所及上期所。上金所是中国唯一可合法进行实物黄金交易的场所，接通黄金产量与消耗需求。上期所于2008年建立，是中国内地唯一的黄金期货市场。

上金所主要买卖现货，较近期才加入现货延期合约。散户投资者可到本身是上金所会员的银行开立户口买卖黄金。这计划最初由工商银行试点经营，但1千克合约额对散户投资者来说实在过大。2007年7月，散户投资者获准开始经银行买卖Au999.9及Au100g合约。根据上金所资料，2010年，约180万散户投资者占该所交易的19%⁽¹⁷⁰⁾。同年，上金所成交5 715吨，至2016年成交已超过23 000吨⁽¹⁷¹⁾。

散户投资者现可买卖上金所的所有黄金期货合约。合约以实物交割结算，但大部分均为投机性质，于结算前早已平仓。

2014年9月，上金所在上海自贸区开设人民币计价的期货合约国际板。由推出至2014年底期间名义黄金期货合约成交为78吨，交投淡静，至2015年首两个月稍升至约50吨。2016年4月，上金所推出有史以来首个人民币黄金定价。

根据美国期货业协会（Futures Industry Association，简称FIA），上期所的黄金期货交易自2013年起按合约张数计排名全球第二，仅次于COMEX，图11-6显示近年两家交易所的成交量对照。

合约	美元黄金期货	人民币（香港）黄金期货
合约目标	金含量不小于 99.99%，带有认可的精炼厂标签及其序列号的 1 千克黄金	
合约单位	1 千克	
交易货币	美元	人民币（即人民币（香港））
合约月份	现货月及后续 11 个月	
最低波幅 / 最小变动价位	每克 0.01 美元	每克人民币 0.05 元
交易时间（香港时间）	上午 8 时 30 分至下午 4 时 30 分（日间交易时段）及下午 5 时 15 分至翌日凌晨 1 时（收市后期货交易时段）	
最后交易日	合约月份的第 3 个星期一，如该日为香港公众假期，则延至下一营业日	
最后结算日	最后交易日后的第 2 个香港营业日	
结算方式	实物交收	
交易所费用 ^②	交易费：每边每张合约 1.00 美元 结算费：每边每张合约 2.00 美元	交易费：每边每张合约人民币 6.00 元

② 费用金额不时可予更改。

附录二 交易及结算安排及规定⁽¹⁷⁴⁾

1. 交易及结算安排

交易及结算安排如下图所示。