

黄金投资者

2018年10月

新中国

成就增长之路



应对贸易战

中国战胜风险

面向未来的设计

在中国推行的黄金政策

保险业政策

中国资产管理公司将目光投向黄金

目录

前言

中国的新篇章



新闻摘要

来自世界各地的黄金市场新闻

改革、风险和贸易战

中国经济经历了一个漫长的转型增长期。但未来会如何？清华大学五道口金融学院的周皓教授思考了中国未来发展过程中可能面临的潜在陷阱和成功潜力。

黄金在中国保险业的前景

中国保险业的资产管理规模高达2万亿美元，是全球投资舞台上的一股日益强大的力量。中国保险资产管理业协会（IAMAC）执行副会长兼秘书长曹德云分析了保险业的发展状况，评估了黄金可以发挥的作用。



收获黄金的效益



黄金是一种久经考验的资产，拥有稳定的长期历史业绩。世界黄金协会中国区投资总监杨振海（Fred Yang）解释了中国投资者为何可以受益于黄金独一无二的投资特性。

3 开拓市场

中国拥有全球最大的黄金市场。且还有进一步增长的巨大机会。世界黄金协会中国区董事总经理王立新和国务院发展研究中心金融研究所副所长陈道富讨论了中国黄金市场发展方向。

18 适应变化

中国的金饰市场近年来恢复了增长，只要行业适应现代趋势，预计金饰市场将会进一步扩张。世界黄金协会中国区行业拓展总监陈志君（Gerry Chen）提出了取得进步的建议。

21 周大福的光明前景

周大福珠宝集团是中国金饰市场的领导者，拥有2,500多间门店，采用多渠道、多品牌战略。执行董事陈世昌对周大福和整个行业的前景持乐观态度。



23 开采黄金

中国拥有全球最大的黄金开采行业，该行业在国内外的影响都在日益增长。中国黄金协会副会长兼秘书长张永涛解释了如何让该行业变得更加强大。

26 金砖之路以外

中国的“一带一路”倡议规模宏大，雄心勃勃。该倡议还可能会对黄金市场产生深远影响，中银国际全球大宗商品市场策略主管傅晓解释了相关原因。

前言

中国的新篇章

Aram Shishmanian

世界黄金协会
首席执行官



在过去20年里，世界的轴心正在转变。而中国在经济、商业以及在政治上日益成为全球的重要力量。

这种转变已经在黄金市场得到了体现，而转变甚至可能加剧。在世纪之交，中国在黄金市场上还是一个微不足道的参与者。如今，中国已经成为全球最大的黄金消费国和生产国，在需求和供应总量中的占比分别为23%和13%。

这些数字令人瞩目，变化速度更是如此。且未来的增长依然有巨大潜力。

这种潜力得到了广泛认可，尤其是中国政府。中国与其他国家政府都认可，进一步成长之路涉及到开放、监管的改进和国际化。

中国政府已经采取初步措施，但对未来十年和更长远的更多举措还在规划中。这对很多领域都会有影响。

在本期《黄金投资者》中，我们从多个角度探讨了这些影响，并评估了中国的前景。

在一个充斥着地缘政治紧张局势的世界中，中国如何充分吸取经验教训，来发展自己的金融市场？世界闻名的清华五道口金融学院副院长周皓教授对此进行了思考。

在中国金融市场中，保险业经过十年的飞速发展，如今管理着2万亿美元资产。如果将其2万亿美元资产的一部分进行黄金投资，这个迅速增长的行业将

会更加受益。中国保险资产管理业协会解释了个中缘由。

我们还讨论了加强市场基础设施和监管如何增进人们对黄金投资市场的信心。在此之前，作为中国领先智库之一的国务院发展研究中心金融研究所发布了一份黄金相关的深度报告。

中国黄金协会也认同加强监管的必要性，并表示如果中国黄金开采行业变得更自律、更开放，就有望在国际舞台上发挥重要作用。

“一带一路”倡议已经成为中国的国际抱负，是其不断深化与全球新兴市场关系的象征。对于迄今为止所取得的进步，以及这一宏大项目将对黄金市场产生的重要影响，中银国际全球大宗商品市场策略主管傅晓进行了分析。

要全面看待中国黄金市场，就要分析中国的金饰市场。在一定程度上，中国的金饰市场规模是全球最大的。周大福作为中国最著名金饰零售商之一，相信前景是光明的，但承认该行业必须进行结构和战略改革，才能吸引年轻的富裕消费者。

在担任世界黄金协会首席执行官期间，我见证了中国以非凡的速度发展。今天，黄金市场的焦点无疑已经从西方转向东方，而中国则处在最前沿。中国在全球范围内的领导地位越来越稳固。这体现在成为世界黄金协会会员的中国黄金开采公司越来越多。为了促进中国会员参与董事会工作，我们特设立了中国委员会，由中国黄金集团有限公司董事长兼中国黄金协会会长宋鑫担任会长。中国委员会还为中国主要的黄金开采公司 and 市场领导者提供了一个平台，并能够在最高层面对我们的项目进行指导和参与。

我们期待聆听您对《黄金投资者》的建议或意见，欢迎发送邮件至goldinvestor@gold.org。祝您阅读愉快。



Aram Shishmanian

世界黄金协会是黄金行业的市场拓展机构。我们在供应链上与世界级组织合作，促进需求，开发黄金的创新用途，并将新产品推向市场。作为全球黄金市场的权威机构，我们针对该行业进行全面分析，在黄金需求的驱动因素方面，为决策者提供无可比拟的信息和洞察。

过去十年

2008年9月爆发全球金融危机，导致雷曼兄弟倒闭，随后世界各地的大型金融机构也相继破产，尤其是在美国和欧洲。债市和股市崩盘，各国政府纷纷出手援救，许多投资者转而投资黄金。从2007年至2008年，黄金投资需求增长64%，至1,091吨，并在接下来的一年里继续增长。金价在此期间上涨30%以上，2009年的均价为927美元/盎司，而两年前不到700美元/盎司。

各国央行增加黄金储备

今年各国央行一直在增加黄金储备，而新兴市场国家正处于这种趋势的前沿。俄罗斯央行的采购热情最为高涨，自2017年以来其黄金储备增加了35%以上。该央行的黄金持有量如今价值超过750亿美元。



印度审查黄金政策



改造印度国家研究院(NITI Aayog)建议对目前的黄金政策进行彻底改革。该政府智库表示，应削减黄金进口和销售税，银行应开设黄金储蓄账户，政府还应审查并更新现有的黄金货币化措施。NITI Aayog还建议政府设立一个黄金管理委员会，并在全中国成立多个金条交易所。这些建议是使印度黄金市场正规化的一部分尝试。该市场是全球第二大黄金市场。

亚洲经济体也热衷于增加黄金储备。印度央行近日购买了8吨黄金，这是2009年以来该央行首次购买黄金，而蒙古央行也在今年前8个月里购买了12吨多黄金。在东南亚，菲律宾在过去8年里增加了大约20%的黄金储备，印尼同期增加了10%。伊拉克也出现了这种趋势，该国央行近日购买了6.5吨黄金，使其总储备增加到96吨。

澳大利亚黄金产量达到20年来最高水平

澳大利亚黄金总产量在最近一个财年里达到310吨，是20年来的最高水平。该数字比2017年增长了4%，比1998年达到的史上最高记录仅少8吨。在2017/18财年最后一个季度，澳大利亚黄金产量大幅增加，在截至6月的3个月里环比提高了9%，达到81吨。

中国经济前景

中国在最近数十年里经历了一段转型增长期。然而如今的风险日益凸显。清华大学五道口金融学院副院长周皓教授评估了中国经济的前景和美国贸易战的影响。

周皓

清华大学五道口
金融学院副院长



问：中国的金融市场在过去30年间经历了日新月异的变化。您认为有哪些亮点？

答：关于近几十年来中国金融市场的发展，有两个重要的事实。首先，中国逐渐稳步走向自由化。利率和债券市场逐渐开放，对进一步的金融改革的兴趣也越来越大。当然，这是一个持续的过程，但已经取得了显著进步。

其次，需要指出的是，我们的市场在发展的同时并没有引发重大市场危机，没有妨碍实际GDP的增速——在过去40年间，GDP增速为每年8-10%。

我认为这两点密切相关。其他转型期经济体也追求过快速的金融改革，即所谓的“一夜之间私有化”，但这往往对经济增长带来负面影响。例如俄罗斯一夜之间将所有银行私有化，但这种“休克疗法”导致了巨大经济损失。

在中国，私营银行和企业获准与国有机构一起成长和发展——GDP在过去40年间增长了8倍。



上海环球金融中心

问：展望未来，汇率改革的正确路径和合适节奏是什么？

答：这是一个非常重要的问题，中国的经济学家持有两种截然相反的观点。一个学派主张立即转变成采用自由浮动汇率，理由是货币贬值会促进出口。另一个学派则担忧资本外流，主张加强管制和政府干预。

我认为两种观点都不对。我觉得中国应该逐步放松货币和资本账户管制。例如，在汇率方面，其他转型经济体的证据表明立即采用自由浮动汇率不一定是最佳策略。

事实上，我主张的速度比政府提议的还要慢。政府曾提出了一项1-3年的改革计划，但那时候中美贸易战还没有爆发。现在我认为3-5年的时间窗口更为合适。

“政府要进行微妙的平衡——一方面，要打破隐性政府担保；另一方面，政府要确保市场上有足够的流动性，以免造成不必要的压力。”

问：信贷条件在过去一年里有所收紧——这对中国的金融市场和经济有哪些影响？

答：收紧信贷条件、逐步加息的决定在一定程度上是经济增长的一种自然反应。例如，房地产行业近年的信贷条件很宽松。但政府正在通过允许一些金融公司——包括国有和私有——违约来解决隐性担保问题。

显然，企业应该明白，如果无法偿还债务，无法盈利，就会违约。然而，如果这些政策出台的时机不对，例如在贸易战期间出台，就可能会对经济产生严重影响。因此，政府要进行微妙的平衡——一方面，要打破隐性政府担保；另一方面，政府要确保市场上有足够的流动性，以免对中小企业等造成不必要的压力。

幸运的是，为了应对贸易战和贸易战导致的负面情绪，政策制定者撤消了先前的一些紧缩措施。

问：那么，您如何看待中美贸易战？

答：全球贸易战给我们的经济增加了另一层不确定性。贸易战影响了市场情绪，加剧了人们对系统性风险的担忧。



中国北京天安门广场人民大会堂

“估算结果表明，即使贸易战全面爆发，最多也只会让中国的GDP增速下降1%。经济体系的绝大部分——大约80%的企业——都没有受到这场贸易战的影响。”

贸易战升级会损害出口导向型公司，尤其是私营部门的中小企业。事实上，随着不良贷款的增加，以及央行放松了货币政策，以允许中小企业获得更多的二级银行贷款，似乎已经造成了一些公司的损失。

股市也遭到沉重打击，虽然估算结果表明，即使贸易战全面爆发，最多也只会让中国的GDP增速下降1%。经济体系的绝大部分——大约80%的企业——都没有受到贸易战的影响，这也是事实。

所以总而言之，对于一些中小企业和股市情绪来说，短期影响相当严重。但长期影响可能相对轻微。

问：全球各地的分析师都在密切关注正在形成的系统性金融风险来源。您认为中国的金融体系有何风险？

答：有三个令人担忧的领域。首先，中国的债务与GDP之比为250%，这对于一个新兴市场来说太高了。其次是地方政府和国有企业积累的债务：地方政府债务难以计量和管理；国有企业的效率历来低于私营企业，因此应对高债务水平的能力较差。第三是影子银行部门，这个部门被认为很脆弱，尤其是加息以后。

我认为，人们应该不偏不倚地看待中国金融体系的内部风险。没错，债务与GDP的比率是很高，但经济增速每年依然有6%左右，所以这个比率的可持续性可能比人们想象中要高。此外，虽然某些经济领域负债严重，但其他领域并非如此。中国家庭的债务非常少，可能会加大杠杆。中央政府也几乎没有负债，并持有3万亿美元外汇储备，所以中国经济的灵活性可能比外部观察员想象的要高。我们还应该记住，降低债务水平的速度过快，可能会引发经济衰退。

在影子银行方面，资产管理行业在2010-2016年的增速极为可观。但从那时候开始，部分实体经济，例如制造业和房地产迅速增长，吸引了来自影子银行行业的资金。政府还出台了一些政策来清理这个行业过度发展的部分，尤其重视清理专门用于吸引小投资者的产品。监管意图是好的，但我认为有些监管收紧举措可能过于激进了。事实上，根据市场的反馈，今年年初某些措施有所放松。

问：在全球格局方面，您认为潜在的系统性风险来源于哪里？

答：我的个人观点是，欧洲——尤其是欧元——给全球经济和国际金融体系带来的风险最大。我担心类似希腊的情况带来的潜在系统性风险，因为南欧经济体比北欧脆弱得多，如果没有得到适当的纠正，可能会导致严重的结构性失衡。

欧元还引发了内部矛盾，因为欧元区有一个央行，但没有财政凝聚力或统一性。在过去，政治不统一的货币联盟通常会崩溃。如果欧元崩溃，可能会导致金融危机。

我认为英国脱欧也是一个相关风险，尤其是硬脱欧或未能达成协议的脱欧。

但我相信现在的全球风险低于一年前，因为整体经济增速正在提高。

问：您对黄金有何看法？

答：我有一个猜想：随着美国和中国经济增速的提高，黄金需求也会增长。因此总体而言，我预测在美国、中国和其他GDP正在增长的国家，黄金需求会增加。■

黄金在中国保险业中的前景

中国保险资产管理业协会（IAMAC）是全国性保险资产管理行业自律组织，截止目前已经有多家会员。中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云先生讲述了中国保险资产管理行业的发展，并分析了保险资金在寻求长期稳定收益过程中黄金可以起到的作用。

2008年的全球金融危机促使金融行业发起全面整顿。治理和监督法规被广泛修改，整个行业引入了新的架构和功能。

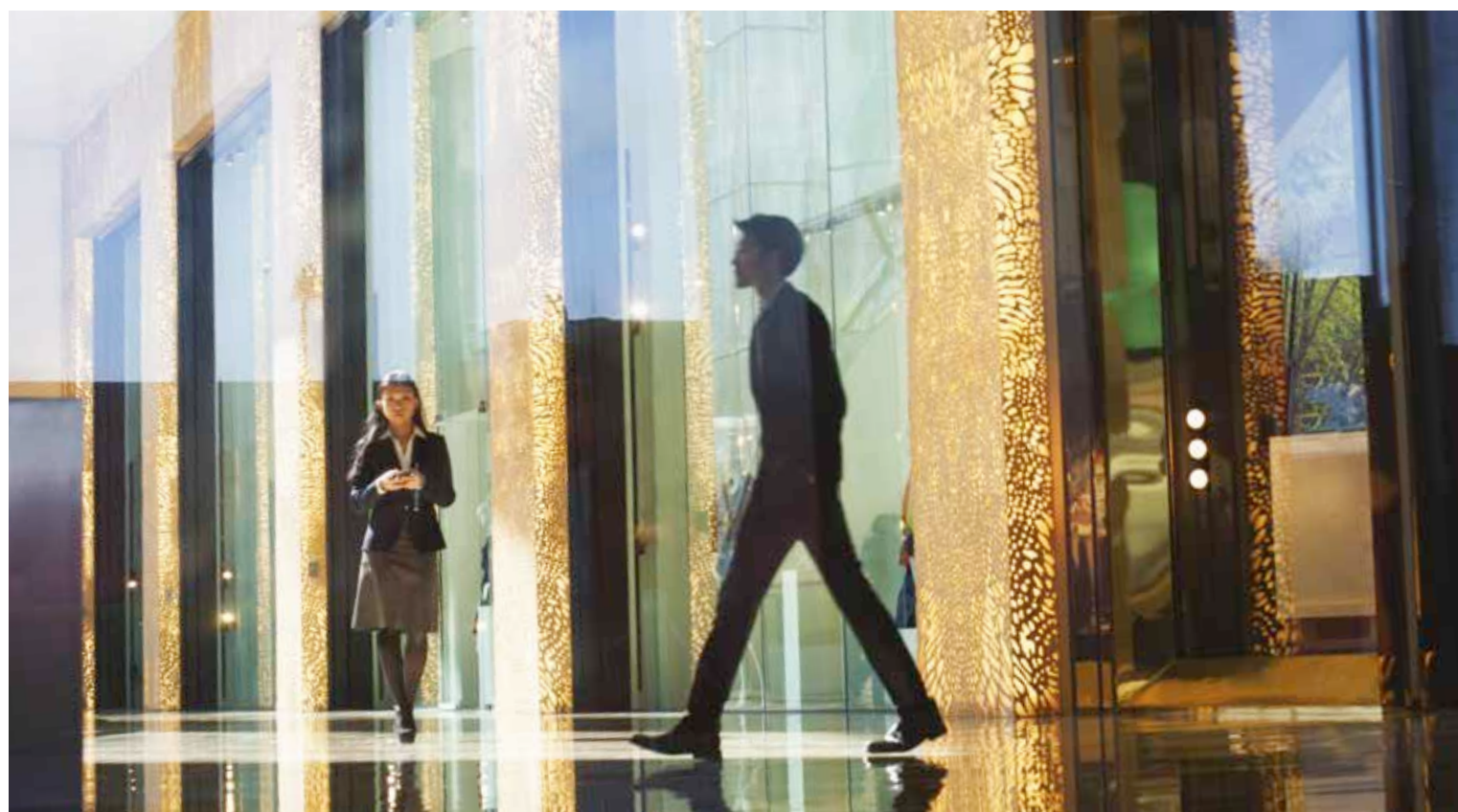
中国在国际舞台的角色也在过去10年不断发生变化。国际货币基金组织（IMF）估计，2017年全球经济增长率达到3.6%。这其中，中国经济对全球经济增长的贡献率为30%以上。因此对于全球经济增长而言，中国已经成为一个重要的参与者、建设者和贡献者。

中国政府近年来逐渐开放了国内经济，制定了金融行业的新法规，提高了海外参与者的参与度。在中共中央党的十九大报告中，习近平总书记指出，服务业需要进一步改革，才能成为一个真正开放的市场。在今年4月份，中国人民银行行长易纲宣布了中国金融开放12大具体举措，突显了政策制定者实现更深层次的改革、发展和自由化的意图。

伴随着中国改革开放40年的发展，中国保险资产管理行业发生了巨大变化，国内外参与者均得到了长足的发展。2006-2017年间，保险业总

曹德云

中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长



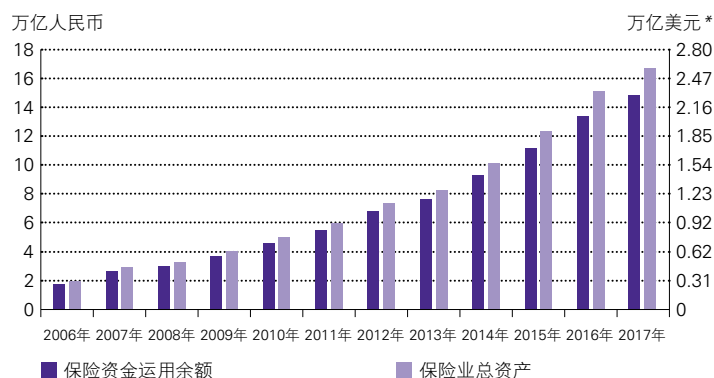
资产年均增长率23.85%，保险资金运用余额的增速大致相同。2017年，保险业保费收入为3.66万亿元人民币，同比增长18%；保险资金运用余额为14.9万亿元人民币，增长11.4%；行业总资产为16.75万亿元人民币，增长11%（**图表1**）。按照中国“十三五”规划，预计到2020年底，年度保费收入和总资产将分别达到4.5万亿和25万亿元人民币¹。

同样重要的是，外资保险公司数量占行业近30%。共有来自16个国家和地区的境外保险公司在华设立人身险、财产险、再保险、保险资管等57家外资保险法人机构，外资保险中介机构有13家，代表机构有141家。外资保险公司业务保持较快增长，市场份额稳步上升，发展势头良好。

国内保险资金“走出去”的迹象已经显露，保险公司使自己的资产多元化，增加了海外配置。截至2017年底，保险资金境外投资余额700亿美元左右，占保险业总资产比例2.3%。但投资步伐仍在加快。



图表1: 2006-2017年保险资产规模

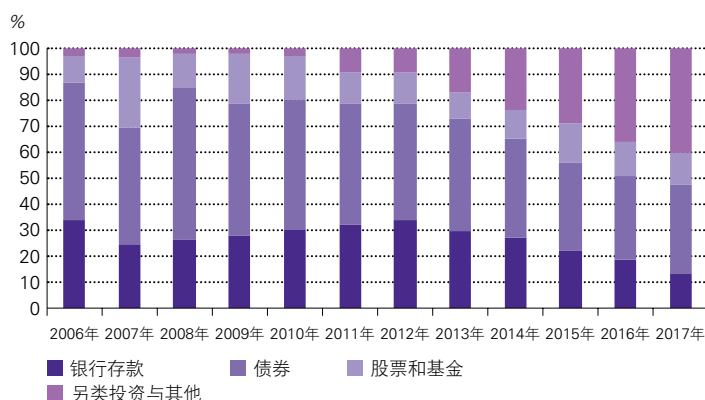


注：保险资金运用余额是符合地方保险法的资本、实缴资本、留存利润、保险准备金和其他资金之和。总资产是保险资金运用余额加上但不限于固定资产、无形资产和抵押资产。

*汇率为 6.4884

数据来源：CBIRC（中国银行保险监督管理委员会），世界黄金协会

图表2: 2006-2017年保险资产配置趋势



数据来源：CBIRC（中国银行保险监督管理委员会），世界黄金协会

“2006-2017年间，保险业总资产年均增长率23.85%；保险资金运用余额的增速大致相同。”

1 这一估算结果是基于2006至2017年间23.85%的保险资产年复合增长率。

“中国保险资产管理行业也在深入研究投资黄金的可行性。历史数据表明，作为一种高流动性资产，黄金可以成为投资组合分散风险的有效工具。”

随着行业的成熟，这一趋势已变得明显。在中国的资产管理行业专业化的过程中，多元资产配置可以发挥不可或缺的作用，提高效率和国际影响力。多元资产配置还有助于防止系统性风险，减轻单个市场波动的影响。

如今，保险资产总额中固定收益类资产占比为47.51%，其中各类债券占比34.59%，银行存款占比12.92%；权益类资产占比为12.3%，其中股票占比7.26%，证券投资基金占比5.04%；另类投资占比为26.57%；其他投资占比为13.62%（**图表2**）。

与此同时，面对全球气候变暖及环境发展等一系列问题，环境、社会及公司治理（ESG）等因素也越来越引起中国保险资产管理行业的关注，绿色金融、责任投资的理念逐渐形成行业共识。

但展望未来，保险公司渴望投资新资产，同时寻找大规模的长期资金来源、长期稳定收益，降低系统性金融风险。在这种背景下，黄金也可以做出有益贡献。

因此，在世界黄金协会的支持下，中国保险资产管理行业也在深入研究投资黄金的可行性。历史数据表明，黄金作为投资组合分散风险的有效工具，属于高流动性资产，不仅历史收益率可观，同时没有信用风险的威胁，面对通货膨胀和货币贬值的冲击，还能提高组合风险收益水平，为投资者实现资产保值、增值。我们的研究还在持续进行，但是我们相信黄金可以成为中国保险资产管理业快速发展过程中的一项有效资产。■

中国保险资产管理业协会是经中华人民共和国国务院同意，原中国保险监督管理委员会和中华人民共和国民政部批准成立的全国性保险资产管理行业自律组织，其宗旨就是为行业的发展提供维权、自律、创新和服务，截止目前已经各类会员540多家。

世界黄金协会与中国保险资产管理业协会并无关联，本文的观点是作者的观点，不一定是世界黄金协会的观点。

中国投资者为何可以受益于黄金？

黄金是一种久经考验的资产，能够降低投资组合风险，提高收益。因此，中国投资者可以受益于将黄金作为投资组合的一部分，世界黄金协会中国区投资总监杨振海解释了相关原因。

杨振海

世界黄金协会
中国区投资总监



今年中国投资者面临严峻挑战，股票和企业债均陷入困境。自2018年1月1日以来，沪深300指数的表现比MSCI全球指数低20%左右，而AA+信用债与中国国家开发银行(CDB)债券之间的信用利差飙升至超过200个基点，突显了对国内公司前景的担忧（**图表1**）。CFETS人民币汇率指数也大幅下跌（该指数旨在反映人民币兑一篮子货币的表现），从2018年第二季度近98点的峰值下降到现在的93以下。

图表1: 信用利差走扩，股票收益低于全球整体股票表现



有众多原因导致了上述弱势表现的发生。就国内方面而言，去杠杆和防控影子银行政策的加码起到了至关重要的作用。但中国也受到了国际问题的冲击：美联储缩表以及中美贸易争端就是两个很明显的例子。

这种形势让中国投资者陷入困境。股票和债券期货市场尚不成熟，无法提供有效的对冲工具。在国内，投资者也很难保护自己免受货币疲软带来的影响。

在这种环境下，出于四个主要的原因，黄金投资的优势变得尤为突出。

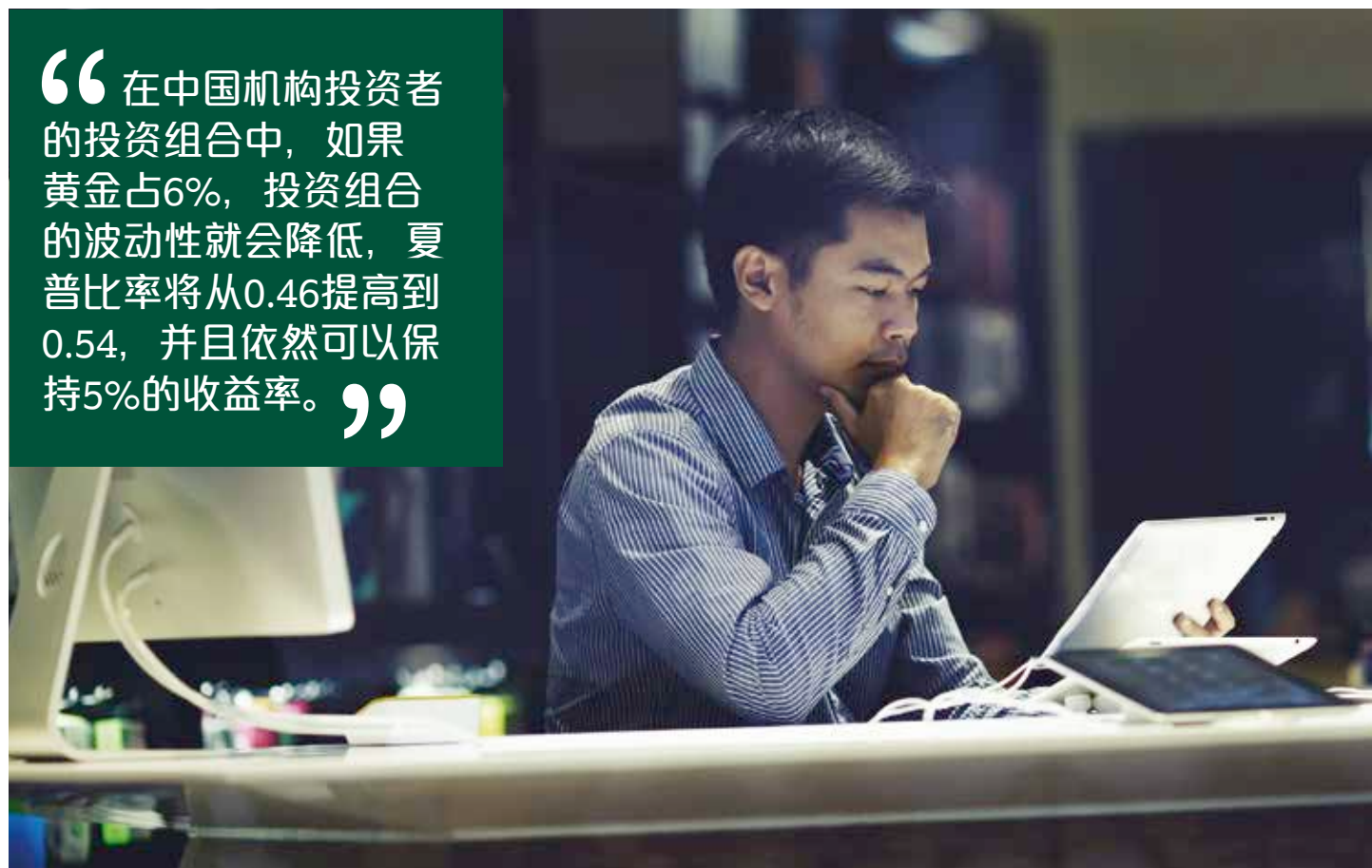
首先，黄金与其他资产类别的低相关性甚至负相关性是全球许多机构投资者在其投资组合中适度配置黄金的原因之一（**表格1**）。如今，黄金与传统资产的低相关性尤为重要，因为市场的相互关联程度日益加深，波动性一直令人担忧。增加黄金之类的资产普遍被视为一种理智的风险缓解方式。

其次，黄金可以作为替代货币。长期的货币宽松政策导致货币供应量急剧增加，法定货币价值下降。例如，在过去十年里，美元、欧元和人民币相比黄金已经大幅贬值（**图表2**）。自2007年6月以来，美元和欧元相比黄金贬值了一半左右，人民币则贬值了大约三分之一。

图表2: 货币相对黄金的长期贬值趋势



“在中国机构投资者的投资组合中，如果黄金占6%，投资组合的波动性就会降低，夏普比率将从0.46提高到0.54，并且依然可以保持5%的收益率。”



表格1: 跨资产相关性

	企业债 (AAA)	金融债	国债	货币基金	沪深300	黄金
企业债 (AAA)		0.76	0.59	0.33	(0.03)	0.01
金融债	0.76		0.77	0.29	(0.04)	(0.00)
国债	0.59	0.77		0.16	(0.11)	0.04
货币基金	0.33	0.29	0.16		0.01	(0.04)
沪深300	(0.03)	(0.04)	(0.11)	0.01		0.08
黄金	0.01	(0.00)	0.04	(0.04)	0.08	

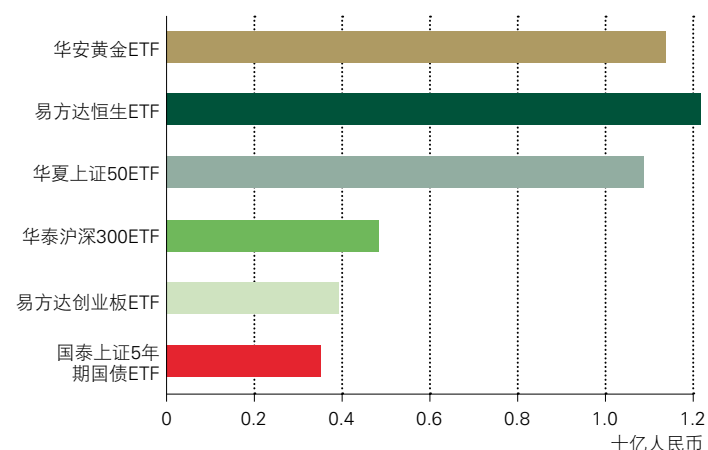
注：以上相关系数源自2007年1月至2017年12月的数据

数据来源：Wind；世界黄金协会

第三，黄金没有信用风险。黄金不以任何政府义务为支撑，因而也不属于任何形式的负债。在投资组合中配置有实物支撑的黄金产品，有助于保护投资者免于信用风险，在危机时期令人格外放心。

最后，黄金市场是一个具有深度流动性的市场。投资者可以通过上海黄金交易所、上海期货交易所和证券交易所（四只黄金ETF）的黄金合约购入黄金（[图表3](#)）。2017年1月至2018年6月，上述三家交易所平均每天黄金合约单边交易总额为541亿元人民币，让投资者易于投资黄金。

图表3: 中国ETF自2017年以来日均交易额（十亿人民币）



注：此图展示了华安黄金ETF的日均交易量，因为该ETF在4只中国黄金ETF中拥有最高的日均交易量。

数据来源：Wind；世界黄金协会

黄金的最佳配置

黄金带来的财富保值好处将意味着机构投资者可以有效配置一部分资金到黄金上。但合适的金额是多少？以下案例研究采用了New Frontier Advisors开发的优化模拟程序，并结合2007年1月至2017年12月期间的下列数据，以代表中国投资者的主要资产类别（[表格2](#)）。案例分析模拟了投资组合不同目标收益率情况下的最优黄金配置比例变化。结果表明，随着投资目标组合收益率从4.0%提高到5.5%，黄金的最优配置比例从3%提高到6%（[图表4](#)）。

表格2: 主要资产类别

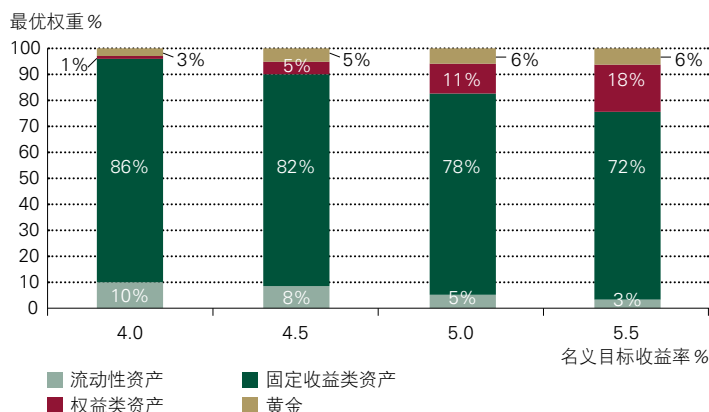
资产类别	代表性指数	名义收益率*	波动率
流动性资产	中证货币基金指数	3.1%	0.2%
权益类资产	沪深300全收益指数	10.5%	28.7%
	中债AAA企业债财富指数	4.5%	3.3%
固定收益资产	中债金融债财富指数	3.6%	3.6%
	中债国债财富指数	4.2%	6.5%
黄金	人民币计价黄金	7.1%	18.3%

*2007年1月至2017年12月年化名义收益率

注：收益率是总收益率，没有考虑交易成本

数据来源：Wind；世界黄金协会

图表4: 实现投资组合不同目标收益率的最优权重

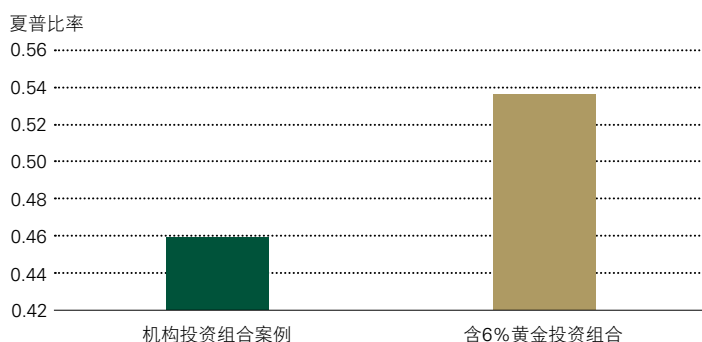


注：投资组合经理预先确定不同的名义目标收益率，并推导出每种资产类别的权重。
数据来源：Wind；世界黄金协会

案例分析进一步表明，在中国机构投资者的投资组合中，如果黄金占6%，投资组合的波动性就会降低，夏普比率将从0.46提高到0.54，并且依然可以保持5%的收益率（图表5）。

“增加黄金之类的资产普遍被视为一种理智的风险缓解方式。”

图表5: 相同目标收益率情况下黄金对投资组合夏普比率的影响



注：夏普比率是指投资组合真实收益率与其标准偏差之比
数据来源：Wind；世界黄金协会

分析结果发人深省。但这个结果也呼应了我们先前的研究。通过世界黄金协会对全球投资组合的分析表明，无论是投资于美国、欧洲还是英国的资产，适度的黄金配置有利于大多数均衡型投资组合。上述分析对中国资产投资者也同样适用。黄金与其他主流资产的相关性很低，风险调整后的收益率也大幅度提升。因此，黄金有望成为中国投资者的一种有益资产。■



中国黄金市场的未来之路

中国的黄金市场在过去20年里被彻底改变，使中国成为全球最大的黄金生产国和消费国。但依然有重要机会实现进一步发展，正如中国的领先智库国务院发展研究中心的一份报告概述的那样。

这份报告由世界黄金协会委托编写，并在今年的中国国际黄金大会上发布。报告概述了中国黄金市场面临的重大挑战，并建言如何以最佳方式解决这些挑战，以便充分发挥市场潜力。世界黄金协会中国区董事总经理**王立新**和国务院发展研究中心金融研究所副所长**陈道富**讨论了这份报告的主要研究结果，即《中国黄金市场未来发展方向建议报告》。

王立新

世界黄金协会
中国区董事总经理



陈道富

国务院发展研究中心
金融研究所副所长



“这份报告包含我们要讨论的许多重要话题，但我认为最突出的两个话题是：i) 确保中国黄金市场支持人民币国际化，ii) 允许中国的大型机构投资者——例如保险基金——投资黄金。”



王立新

问：在过去20年里，政策的发展如何改变了中国黄金市场的格局？

答：1999年，世界黄金协会和国务院发展研究中心发布了一份与中国黄金市场有关的报告，讨论了这个市场能否开放、并转变为一个真正市场的问题，同时这份报告的研究结果构成了世界黄金协会第二份报告的基础。第二份报告概述了黄金市场和金融市场应该如何发展。两份报告发挥了重大作用，创造了一个框架，使中国黄金市场能够从微不足道的市场发展成世界舞台上的一个主要参与者。国家管制被取消，黄金流通被自由化，上海黄金交易所成立，成为一个以市场为导向的交易所。

问：最近的这份报告为什么在今年的中国国际黄金大会上发布？

答：在过去20年里，中国黄金市场以上海金交所、上海期货交易所和商业银行部门的场外交易为基础，研发了稳固的交易基础设施。但我们相信中国黄金市场现在必须进一步融入全球黄金市场，以便发挥全部潜力。

问：接下来的措施是什么？

答：我们的主要目标是与政府机构、监管部门和市场参与者合作，确定如何充分利用这份报告，在长期可持续的基础上发展中国黄金市场。这份报告包含我们要讨论的许多重要话题，但我认为最突出的两个话题是，i)确保中国黄金市场支持人民币国际化，ii)允许中国的大型机构投资者——例如保险基金——投资黄金。



上海黄金交易所



陈道富

问：中国黄金市场面临的最大的挑战是什么？

答：我认为中国黄金市场面临三大挑战。首先，投资者群体太狭小。其次，市场基础设施需要改变。第三，监管环境有待加强。

首先看投资者群体，目前的法规阻碍了长期资产所有者投资黄金，例如养老基金和保险公司。这造成了两个问题：资产所有者无法利用适度配置黄金为投资组合带来的多元化效益，黄金市场缺乏长期思维和机构投资者为市场提供的深度流动性。

黄金市场的基础设施也有改进的空间。上海期货交易所和上海金交所零售投资者为主。两个交易所都要思考吸引新投资者的最佳方式——包括国内机构投资者和海外市场参与者——并相应地调整产品、服务和价值定位。

在零售方面，欺诈性的线上提供商提供由无监管的非法黄金交易支撑的产品，欺骗了很多个人黄金投资者。中国人民银行意识到了这个问题，出台了监管措施进行打击，但对于保护零售投资者辛辛苦苦挣到的积蓄，执法至关重要。

.....
“需要一个更稳固的监管和标准设定框架，来提高整条供应链的标准。必须制定更有效的监管和监控流程，修改监管法规，让机构投资者可以投资黄金。”

问：这份报告中的主要建议是什么？

答：为了应对上述三大挑战，这份报告提出了三大建议。首先，需要一个更稳固的监管和标准设定框架，来提高供应链标准，保护中国的黄金投资者，确保中国的黄金开采行业尊重和保护环境。制定更有效的监管和监控流程，来保持目前和未来黄金市场参与者的信心。

其次，报告建议修改法规来允许机构投资者投资黄金，让机构投资者可以受益于黄金为投资组合带来的多元化效益。

最后，中国的黄金市场很健康，但了解国内机构投资者的需求和要求可以让它发展得更好。市场基础设施建设者还应该了解“一带一路”倡议沿线国家的银行、金矿公司和精炼商的需求，这样它们可以开发出合适的产品和服务，为人民币国际化提供支持。

问：您认为中国黄金市场在未来五到十年里会如何发展？

答：这方面的时间表很难确定，但在我看来，中国将在全球金融和黄金市场上占据主导地位。在未来某个时候，人民币可能会成为外汇储备货币，与美元、欧元和日元并列，资本管制可能会成为历史。当然，中国将成为全球最大的黄金市场。

但展望未来五到十年，我相信中国的黄金市场将变得更开放，尤其是对于国内机构投资者，并且中国的黄金开采公司将继续专注于确保自己尊重环境。我相信我们还会看到更多创新。中国还拥有制造先进微芯片、智能手机和电动车的公司，这些产品都含有黄金。中国有许多富有创新精神的科学家，他们开发出黄金在科技行业的新用途，并申请专利。因此总体而言，前景是光明的。■

中国金饰市场的增长潜力

低迷多年后，中国的金饰市场取得了重大进步，正在复苏。为了满足中国的时尚消费者的需求，还可以做更多的事情。世界黄金协会中国区行业拓展总监陈志君提出了取得进步的建议。

陈志君

世界黄金协会
中国区行业拓展总监



中国的金饰市场全球最大，占全球需求的30%。但它是一个不断变化的市场。传统上，中国消费者购买金饰仅仅是因为金饰含有黄金。而今天，中国消费者越来越重视金饰的装饰作用，年轻消费者尤其将金饰视同作为一种展现个性、获得社会认可和接纳变化的方式。

不断变化的品味对市场产生了显著影响。中国经济快速增长，财富不断增长，随后金饰需求在2013年达到顶峰。但金饰市场在接下来数年里走弱，使该行业的店铺和产能过剩，价格竞争激烈。

随后步入一段痛苦的修复期，金饰企业专注于通过更多元的产品组合和更深入的数字业务提高对年轻消费者的吸引力。

这些努力产生了喜人的结果。自2013年以来，金饰需求在2017年首次增长（**图表1**），只要行业继续创新，适应消费者不断变化的口味，增长应该会继续。

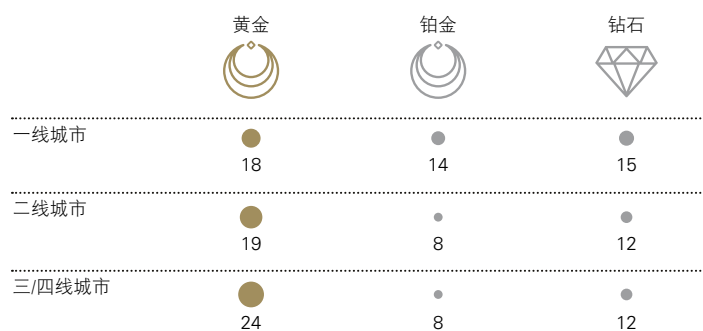
近期由世界黄金协会开展了一次消费者行为分析，结果突显了两种重要趋势。

首先，消费者偏好因地区而异。一线城市的竞争尤为激烈，钻石和铂金首饰几乎与黄金一样受欢迎。相比之下，在级别较低的城市，消费者倾向于购买沉重的高纯度金饰来实现财富保值目的（**图1**）。

“自2013年以来，金饰需求在2017年首次增长，只要行业继续创新，适应消费者不断变化的口味，增长应该会继续。”



图1: 愿意花5,000元人民币购买特定首饰产品的女性比例



来源: 世界黄金协会

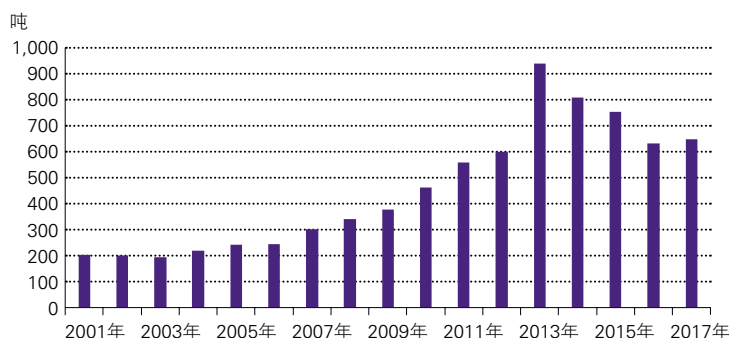
其次，每一代人的偏好都有所不同。例如，千禧一代将自己的可支配收入花在高科技和时尚产品上的可能性远远高于花在金饰上。但年纪较大的消费者依然更青睐黄金（图2）。

这些问题值得重视。一线城市和千禧一代正在改变中国的消费格局，这些消费群体中出现的趋势将逐渐渗透到全国。

虽然这对金饰企业构成了挑战，但也带来了一个机会。根据中国最大金融服务公司之一中国银联的统计，一线城市的消费者贡献了全国总消费的40%左右，而千禧一代的消费增速比年纪较大的消费者高一倍。90后年轻一代过半的支出是在网上消费，与之相比，70后和80后的网上消费占比为三分之一。

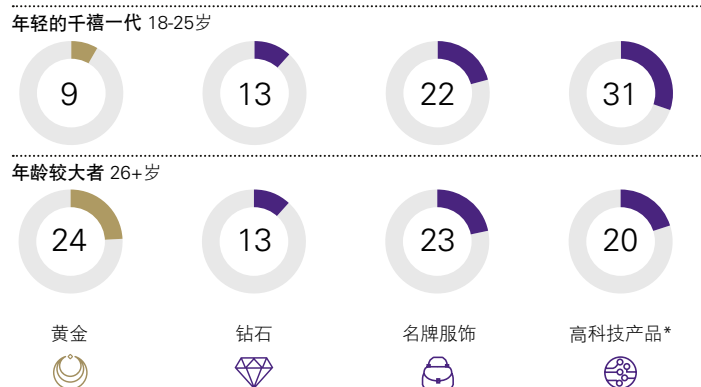
那么，中国金饰市场显然需要吸引城市居民和年轻人，才能继续繁荣发展。幸运的是，这种变化已经开始形成。

图表1: 中国内地年金饰需求量



数据来源: 金属聚焦公司; 汤森路透黄金矿业公司; 世界黄金协会

图2: 假设获得5,000元人民币的受访者按年龄和选购产品划分的比例



*智能手机/可穿戴设备

来源: 世界黄金协会

“一线城市的消费者贡献了全国总消费的40%左右，而千禧一代的消费增速比年纪较大的消费者高一倍。”

更好的产品

历史上，中国市场由24K金饰主导，这种金饰很能吸引年龄较大的传统消费者。但年轻的城市居民对它不怎么感兴趣，因此金饰商推出了18K黄金（又名K金）。最近业界还推出了22K的黄金。18K和22K金饰被认为比24K黄金更时尚和实惠。另外，18K和22K金饰给零售商带来的利润率更高。

金饰企业还设法提供满足较低预算消费、设计精美的金饰，例如3D硬金，这种金饰的硬度是24K黄金的四倍，而黄金使用量只有传统金饰的三分之一。一些具有前瞻思维的企业还利用备受喜爱的品牌来吸引千禧一代，例如领先零售商周大福推出的迪士尼Tsum Tsum系列。

融合线上/线下体验

金饰行业还改善了客户的线上和线下体验的相互作用。世界黄金协会的研究表明，虽然大约三分之一的黄金购买者的黄金购买之旅是从线上开始的，但只有4%的购买者完成了线上购买。

消费者担忧线上购买的安全性，希望在购买之前触摸实物。实体门店还提供其他服务，例如免费清洁、保养和回购方案。因此在短期到中期，线上店铺不大可能占据很大的市场份额。

然而线上店铺在购买流程中发挥着重要作用。聪明的金饰企业利用包括双十一光棍节在内的诸多线上购物节来提高线下销量——例如，一家著名的金饰企业表示，这种线上销售活动使实体店的销量增至五倍。

金饰企业也在付出更多努力来吸引线上购物者，推出了更低价的轻量化金饰和K金金饰来吸引精通数字技术的年轻消费者。

同样重要的是，线上购物者的浏览记录也有助于金饰企业更好、更快、更有效地了解客户。例如，横幅广告的点击数据或“愿望清单”中保存的商品记录可以提供让线上和线下实体店都受益的线索。



促进增长

展望未来，我们相信有三大重点领域可以帮助金饰行业提高销量。

首先，金饰企业要打造消费者认同的品牌。目前，该行业以千篇一律的超大型商铺为主，品牌差异几乎不存在。超大型商铺可能受到传统金饰购买者的青睐，但对于禧一代而言就并非如此，后者想购买能够反映其独特风格、彰显自身成就的金饰。

其次，零售商要对客户保持开放透明的态度，以建立信任。一些零售商销售镀有24K黄金的低纯度金饰，但并不明确告知产品规格。往好了说，消费者对此可能会感到困惑；往坏了说，会觉得这是误导。

业界还应该更加重视有道德的生产，因为越来越多的消费者开始担心环境和社会问题。处理24K金饰需要采用一种污染性的化学工艺，因此通过负责任地开发金饰，该行业可能会吸引更多的兴趣。

第三，市场可以考虑创造更多“购买时机”的方式。24K金饰的销量集中于春节、婚礼和生日等时机。K金和3D硬金的问世吸引了年轻消费者，但这些产品也可用于提高传统客户的消费频率。

更好地利用线上平台和社交媒体，专注于速度和便利性也有帮助。线上购买者还应获得与线下客户相同的好处。这两个群体经常被视为互不相干的独立群体，但此举增加了沟通成本，令商家错失收集有价值数据的机会。

总体而言，金饰市场在过去几年里取得了可观的进步，这些努力已经初见成效，尤其是更具开拓精神的零售商。展望未来，利用中国持续的经济扩张和不断增长的可支配收入，有巨大的潜力推动进一步增长。■

“三分之一的黄金购买者的黄金购买之旅是从线上开始的，但只有4%的购买者完成了线上购买。”

来自周大福珠宝集团的自信展望

周大福珠宝集团是中国一家领先的珠宝零售商，在全国拥有2,500多家店铺，以尖端设计和创新而闻名。执行董事陈世昌对中国金饰行业的长期前景持乐观态度。

陈世昌

周大福珠宝集团
执行董事



据世界黄金协会的统计，中国的金饰行业规模在2002至2013年间增长了四倍。此后出现了一段收缩期，但现在已经恢复增长，周大福对前景充满信心。

执行董事陈世昌表示：“国内经济变得越发倾向于消费驱动，金饰需求继续保持稳定，不仅在一线城市，在三线城市和其他城市也是如此。”

快速城市化在周大福的增长战略中发挥核心作用，这家零售商还预计自己将受益于中国不断扩大的中产阶级和日益提高的收入水平，因为消费者既想要轻奢产品，又想要高端产品。随着设计变得时尚并得到改进，年轻消费者，尤其是千禧一代也将越来越青睐这个市场。

陈世昌表示：“K金产品如今在年轻人当中非常受欢迎，因为这个群体更追求时尚。我们近日发布了一批采用22K黄金制作、采用最时尚设计的产品。这都是我们在金饰行业创造一股时尚新趋势追求的一部分。”

技术进步对此也有帮助，让金饰生产商能够扩大设计范围，创造出更时尚的产品来吸引年轻客户。3D硬金就是一个典型的例子。3D硬金让周大福得以制作大件金饰，这些金饰是中空的，因此既轻盈又时尚。尽管实体店的体验对于珠宝行业而言依然不可或缺，但线上渠道在金饰销量中的占比越来越高。

线上和线下

在周大福2018年的财务业绩显示，中国线上黄金产品销量同比增长90%以上，原因是该集团加强了与一些主要线上平台伙伴的合作。这家零售商的电商业务以单价较低、面向年轻消费者的时尚产品为主。为了促进全渠道零售，该集团还推出了一个从线上到线下的战略，让消费者能够在线上订购，去实体店领取产品，并在实体店获得一线员工更好的客户服务。

展望未来，周大福预计随着电商市场的不断发展，其将实现缓慢增长。陈世昌表示：“我们相信电商已经进入更成熟的阶段，在接下来的一年里可能会保持稳定，不会出现爆炸性增长。对我们来说，线上和线下的整合已经成为一个关键的零售趋势。”



品牌影响力

周大福还制定了多品牌战略，以实现产品组合的多元化，吸引更广泛的客户群体。

陈世昌表示：“我们的产品组合中有多种产品，专门吸引不同的目标客户。除了我们的标志性品牌周大福以外，我们还拥有针对引领潮流的千禧一代的时尚品牌MONOLOGUE，轻奢婚嫁品牌SOINLOVE；以及两个钻石品牌周大福T MARK和Hearts On Fire。为了吸引更为精致的客户群体，我们升级了一些周大福门店，推出了Jewelria周大福荟馆，提供国际设计师所设计的镶宝产品。”

周大福深知线上媒体的重要性，也对数字营销进行了巨额投资，利用软促销来吸引年轻消费者。该集团还与知名商业合作伙伴合作推出获授权的黄金产品，例如LINE FRIENDS和长草颜团子，以吸引千禧一代和青少年。尽管如此，该公司依然同样重视传统消费者。

陈世昌表示：“我们的「传承」系列，为金饰类产品注入了更多的中华传统文化内涵和工艺，去年一上市就受到了消费者的欢迎。”

展望未来，陈世昌预计需求会来自老人和年轻人。中国每年有1,000多万对新婚夫妇，因此预计传统婚嫁金饰产品的需求将保持强劲。与此同时，周大福认为只要该行业对日新月异的市场动态做出反应，时尚金饰就应该会受益于年轻人日益增长的购买力。

陈世昌提出：“我们要确保提供更符合年轻一代需求的产品，所以我们将继续与不同的商业伙伴合作，利用尖端技术来增加黄金产品的款式。我们还将创造一体化销售渠道，为客户提供更顺畅的全渠道体验。”



“随着国内经济变得越发倾向于消费驱动，金饰需求将得以复苏，不仅在一二线城市，在三线城市和其他城市也是如此。”

长期而言，这家零售商对需求趋势充满信心。陈世昌解释道：“传统金饰在中国消费者当中扮演着重要的角色，因为传统金饰一直被用作婚嫁和生日礼物，因此市场需求保持稳定。我们对中国金饰市场的长期前景感到乐观，将在级别较低的城市加速开拓。” ■

中国的黄金开采行业： 关于增长的故事

中国拥有全球最大的黄金开采行业，该行业在国内外的影响力正在日益增长。中国黄金协会副会长兼秘书长张永涛认为，如果采取了某些措施，中国的黄金矿业可能会占据更加主导的行业地位。

张永涛

中国黄金协会
副会长兼秘书长



中国黄金资源储量十分丰富，查明储量也在不断增长。截至2017年底，中国已探明的黄金资源储量为13,195.60吨（[图表1](#)），这本身是一个巨大的数字，且同比增长8.45%。

中国也是全球黄金生产领域的领导者。自2007年中国黄金产量首次超过南非，已连续11年保持全球第一产金大国的地位。2017年，中国黄金产量为426.14吨，在全球市场中的占比略超13%。

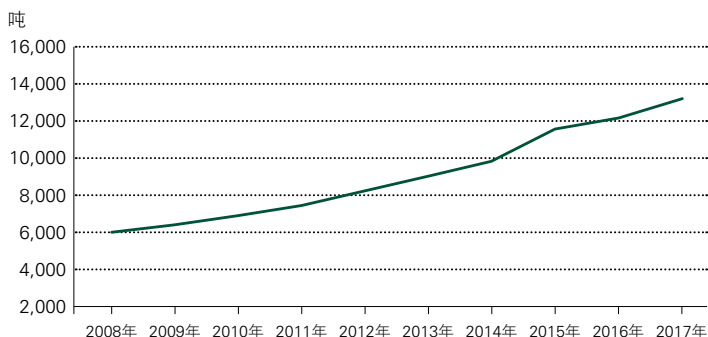
中国金矿矿区数共计3,389个，黄金矿山企业数量400家左右。在这个群体中，最大的13家黄金企业集团境内矿山企业占据了大部分产量，成品黄金和金矿产量分别占59.77%和41.04%。最大的四家——中国黄金集团、山东黄金、紫金矿业和山东招金——的主导地位尤为明显。

中国金矿资源相对集中于东部地区；大部分金矿是品位较高的中小型金矿。技术突破也为深部勘探铺平了道路，使储量进一步增加。如今，新增资源储量1,840吨，累计探明金矿资源储量已达近4,000吨。

然而，国内市场也面临着一些挑战。在黄金价格低位运行、安全环保法规越发严格、成本不断上升的打击下，2017年的黄金产量比2016年下跌6%。以2017年为例，中国黄金综合成本为200.38元/克（914美元/盎司左右），同比上升了2.15%（[图表2](#)）。

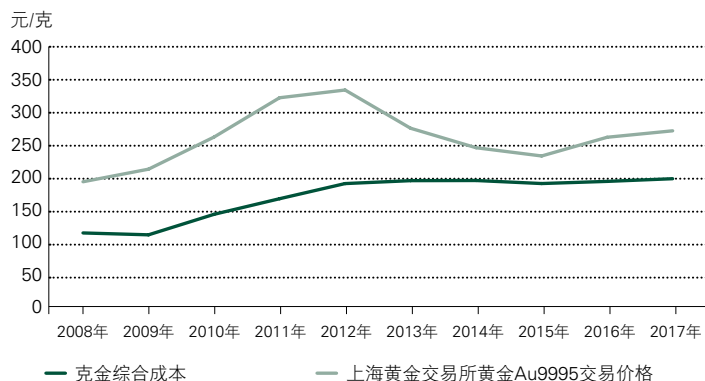


图表1: 2008-2017年全国金矿查明资源储量图



数据来源：中国黄金协会

图表2: 年全国克金成本与金价比较图



数据来源：中国黄金协会

“走出去”

更积极的是，整个行业越来越注重优质资产，中国黄金行业在立足开发国内资源的同时，积极进行国际合作。黄金行业充分发挥“全球第一黄金冶炼大国”的优势，正积极寻求国际合作伙伴和合资企业。对海外业务的重视，部分原因是该行业越发意识到与海外同行合作带来的好处，另一方面也体现了黄金在中国“一带一路”倡议中的作用。

例如，中国去年进口了854,150吨价值达17亿美元的黄金原料，包括购买来自55个地区和国家的贵金属矿砂和精矿——其中19个国家位于“一带一路”倡议的沿线地区。

海外投资也在稳步增长。2011年至今，中国黄金企业海外累计投资近40亿美元，获取黄金资源量超过800吨。展望未来，预计会出现更多此类投资。快速浏览一下整个行业就可以看出这一趋势。

例如，紫金矿业集团收购了许多海外资产：其先后收购了塔吉克斯坦吉劳、塔罗金矿，吉尔吉斯左岸金矿，澳洲诺顿金矿和新几内亚波格拉金矿，刚果(金)科卢韦齐铜矿和卡库拉铜矿。这些交易总计使紫金矿业集团2017年的境外黄金产量增加到19.30吨，超过其国内黄金产量16.46吨。





“国有企业和民营企业可以合力参与黄金“一带一路”建设，加大与沿线黄金资源丰富国家的合作力度，提高产量。”

山东黄金也在海外扩张，出资9.6亿美元收购阿根廷贝拉德罗金矿项目50%的权益。2017年，该矿生产黄金12.98吨。

在其他地方，已被中国黄金收购的吉尔吉斯布丘克金矿、库鲁金矿项目正在建设中；而在近期的另一项交易中，刚果（布）索瑞米项目正式顺利投产。

山东招金也将“走出去”作为第一要务，投资了澳大利亚的上市公司，在加拿大设立了一个基金平台，并成功并购厄瓜多尔黄金矿山项目。

增长与发展

中国的黄金行业不仅仅专注于通过收购扩张；它也紧跟市场潮流，探索国内外创新发展。多年来，该行业已经扩张到覆盖整条价值链，覆盖勘探、开采、加工、流通、销售、交易和投资。

如今，中国黄金、山东招金、山东黄金和紫金矿业等多家大型黄金集团依托黄金矿业，积极延长产业链，并推动发展。例如，中国黄金集团成立了中国黄金集团黄金珠宝有限公司，进军下游产业。该公司的“中国黄金”品牌广受欢迎，颇为成功。

由于中国经济运行稳中向好，科技创新仍是重中之重，因此前景是光明的。但要想让黄金行业的潜力最大化，就必须采取某些措施。

第一，黄金企业要进一步加大地质勘探和矿权投资力度，增加后备资源，并在更广的范围内确保行业的可持续发展。

第二，黄金行业将受益于结构改革。业绩不佳的业务必须关闭，而整合将提高生产率，消除过剩产能。应该减少低效供应，增加环境考量，改善风险管理政策；公司应该对国内外市场动态保持敏锐意识。

行业还应专注于价值链上的合作，加强企业与金融、国内与国际市场、上游与下游之间的联系。这将促进增长，鼓励创新，使整个行业受益。

第三，为了在人力资源、研发和可持续性等领域实现进步，行业必须团结一致。这些都是共同的问题，最好是由整个行业一起解决。

第四，黄金行业要继续坚持绿色发展理念，改善行业对社会责任的态​​度。必须坚持原则和环境标准，应该加强资源回收，控制排放，强化治理，在教育与培训、职业健康、可问责性和安全等多个领域实现进步。

第五，黄金行业已经在“一带一路”沿线具有的良好合作基础。但通过国内资源整合和境外资源开发，进一步获益的潜力依然巨大。为此，国有企业和民营企业可以合力参与黄金“一带一路”建设，加大与沿线黄金资源丰富国家的合作力度，提高产量。

中国的黄金行业已经拥有强大地位。但它还可以变得更强大。国际增长、技术创新以及对环境、社会和治理问题的日益关注，将有助于该行业成为具有全球市场影响力的真正的全球领导者。■

金砖之路以外

中国的“一带一路”倡议规模巨大、视野宏大，且已在进行中。随着该项目的发展，它可能会对黄金市场产生深远影响，中银国际全球大宗商品市场策略主管傅晓解释了相关原因。

傅晓

中银国际全球大宗商品市场策略主管



中国的“一带一路”倡议是一项致力于在亚洲和其他地区促进贸易、刺激经济增长的长期发展活动。“一带一路”沿线地区拥有丰富的矿产资源，占全球黄金供需中的很大份额。

因此，黄金开采投资在该地区发挥了主导作用，中国和一些“一带一路”沿线国家成立了许多项目以及合资企业。展望未来，我们预计在黄金勘探、开采、加工、消费和交易领域将出现进一步的深入合作。

欧洲基础设施发达，而东南亚、南亚和中东的基础设施比欧洲落后得多，因此“一带一路”规划了连接亚洲和欧洲的铁路和桥梁，以帮助促进贸易。这应该还会增进黄金开采投资，重塑全球黄金开采格局。

当然，“一带一路”倡议也存在风险，包括政府换届、全球地缘政治紧张局势加剧、项目延期和收债困难。但总体而言，我们认为该倡议是一个有意义的长期战略，可以扩大和深化中国与世界其他地区的联系。我们相信，相关效益将超过风险或潜在损失。



““一带一路”项目覆盖68个国家或地区，这些国家或地区拥有全球一半人口，占全球经济的三分之一左右。”

揭秘“一带一路”

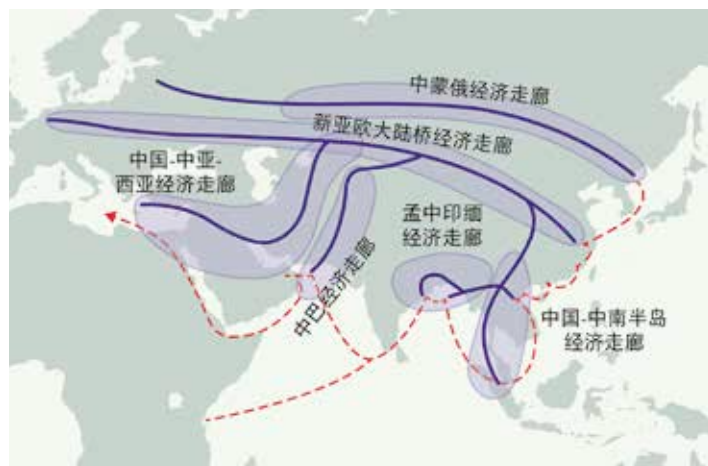
“一带一路”项目覆盖68个国家或地区，横跨欧亚大陆的广阔区域，以及非洲和亚太的部分地区。据估计，这些地理位置拥有全球一半人口，占全球经济的三分之一左右。该倡议有三个主要目标：消除贸易壁垒，促进区域经济发展；促进大宗商品流入中国；升级物流和基础设施，加强与周边国家的联系。预计21世纪海上丝绸之路和丝绸之路经济带获得的投资比例为60/40（图1和2）。在丝绸之路经济带沿线，俄罗斯、中欧和东欧可能会成为最大的投资支出接收方。在海上丝绸之路沿线，资金可能会被均分给南亚、东南亚、中东和非洲。

图1: 复兴丝绸之路



来源：中银国际

图2: 六大经济走廊



来源：中银国际

金矿开采投资在中国的“一带一路”倡议中发挥主导作用

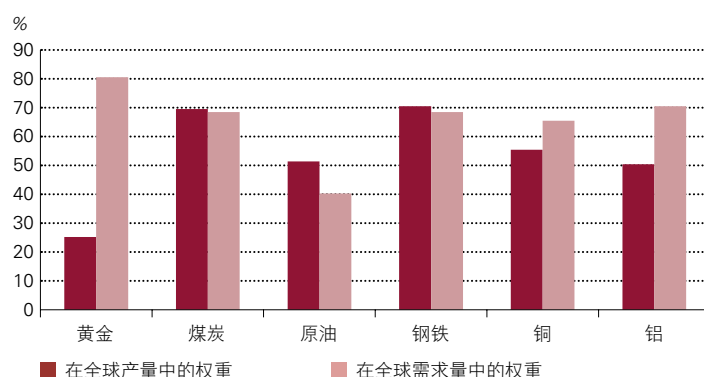
“一带一路”沿线地区在全球矿业供需体系中发挥重要作用（图表1）。不同的国家有不同的商品储备、经济结构、产业发展水平和价值链，因此有必要开展经济和行业合作。就黄金行业而言，该地区占全球黄金消费量的80%、全球黄金供应量的25%。中亚和俄罗斯的金矿储量尤为丰富，这些黄金储量将继续成为优先投资标的。

据中国黄金协会的统计，中国目前的黄金产量约占全球的13%左右，拥有大约1.3万吨黄金资源和储备。中亚地区机会也巨大，阿塞拜疆、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、蒙古、巴基斯坦、塔吉克斯坦、土耳其、乌兹别克斯坦和俄罗斯都拥有可观的天然金矿储量（图3）。

“一带一路”倡议可以在这些国家帮助开发矿藏，加快经济和财富的增长。

为了支持中亚和俄罗斯的发展，中国于2015年5月设立了国有黄金投资基金，初始资金为160亿美元。该基金的两大投资者是中国最大的黄金公司山东黄金集团(35%)和陕西黄金集团(25%)。黄金公司也利用这个机会在中国的丝绸之路沿线开展业务。例如，中国领先的黄金开采公司紫金矿业集团在2005年推行“走出去”战略，在丝绸之路沿线的三个国家——塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦和俄罗斯——拥有项目，目前紫金矿业一半的黄金是在国外生产，一半的利润（所有大宗商品）是在国外产生。

图表1: “一带一路”沿线地区的矿产供需



来源：美国企业研究所（American Enterprise Institute）；中银国际研究、2017年；美国遗产基金会（Heritage Foundation）

图3: “一带一路” 沿线大宗商品资源丰富

国家	自然资源
哈萨克斯坦	原油、天然气、煤炭、铜、锌、其他矿产和森林资源
乌兹别克斯坦	黄金、石油、天然气、煤炭、铀、铜、钨等
吉尔吉斯斯坦	煤炭、汞、锑等
土库曼斯坦	作物油、天然气、盐、碘和其他矿产资源；小麦和棉花等作物
塔吉克斯坦	铅、锌、钨、锑、汞、煤炭、天然气、铀等
沙特阿拉伯	石油、天然气、银、铜、铁、铝土矿、磷等
伊朗	原油、天然气、银、铜、锌、铬、金、锰、锑、铅、大理石等
格鲁吉亚	原油、天然气、锰、煤炭、铜、锌、其他矿产和森林资源
阿联酋	原油、天然气
约旦	磷酸盐、钾、铜、锰、页岩油等
科威特	原油、天然气
阿曼	原油、天然气、水产、铜、金、银、铬、铁、锰、镁、煤炭、石灰岩、大理石、石膏、磷酸盐、盐、石英、高岭土等
卡塔尔	原油、天然气
阿塞拜疆	石油、天然气、矿泉水、铁、钼、铜、金、其他矿产资源和动植物资源
越南	近海原油、天然气、煤炭、铁、铝、锰、铬、锡、钛、磷、其他矿产资源、海洋和森林资源
马来西亚	原油、铁、黄金、钨、煤炭、铝土矿、锰、其他矿产资源、橡胶、棕榈油、胡椒和其他自然资源
印度尼西亚	原油、天然气、锡、煤炭、铀、铜、其他矿产资源、海洋和森林资源
泰国	原油、天然气、煤炭、油页岩、锡、钨、锑、铅、锰、铁、锌、铜和钼、镍、铬、铀、钍

来源：中银国际

通过基础设施建设促进采矿投资和增进金属需求

“一带一路”倡议旨在通过重大基础设施、建设和采矿项目来加强互联互通，以促进贸易和经济合作。我们预计“一带一路”沿线地区的基础设施发展会提高对钢铁、铝、铁矿、铜、镍和锌的需求。经过改进的运输基础设施也将提高大宗商品的可达性和可交付性。例如，有三条主要铁路通过古代丝绸之路连接中国和欧洲。对这种基础设施投资应该有助于将物料和大宗商品从矿山运输到市场，为采矿项目的进一步开发提供支持。

“金矿开采投资已经在” 一带一路” 沿线地区发挥主导作用。展望未来，我们预计在黄金勘探、开采、加工、消费和交易领域将出现进一步的深入合作。”



中国岳阳市洞庭湖大桥

建设金融合作网络

“一带一路”地区巨大的贸易和投资需求，是一个国家或者甚至几个国家无法满足的。相反，必须开展金融合作才能利用全球资金。因此中国向新成立的亚洲基础设施投资银行（AIIB）、新丝绸之路基金（NSRF）、上海合作组织（SCO）、丝绸之路黄金基金和矿业产业发展基金投入了巨额资金。中国还与周边国家签订了许多双边协议。与此同时，资本市场可以提供其他融资选项，例如上市、并购、项目融资等。资本市场的直接投资还有助于减轻对传统信贷市场的依赖，以期限更长的可持续融资为项目提供支持。

这将为黄金市场的进一步发展提供机会。上海黄金交易所等市场基础设施可以建立自己的价值定位，来满足银行、采矿公司和寻求在中国销售其产品的精炼商的需求。这可以逐渐提高中国黄金市场的流动性。

风险和效益

“一带一路”倡议既带来了机会，也带来了挑战。包括边境冲突和资源国家主义在内的地区政治和社会的不稳定可能会成为障碍。该地区的很多国家还拥有政治变化频繁的特点，这可能会影响某些政策和项目的执行。

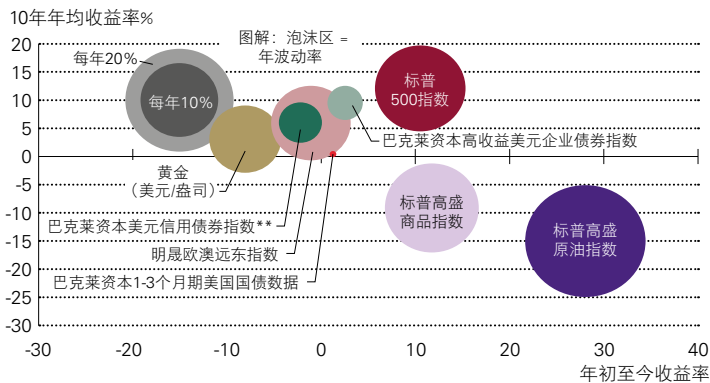
许多寻求海外扩张的中国企业依然需要获得更多经验。法律或文化差异可能导致项目开工延迟，长期而言，收债可能具有挑战性。此外，由于投资者对发展中国家的主权风险越来越谨慎，中国不温不火的GDP增速可能会限制对外采矿投资的加速。

但总体而言，我们认为“一带一路”倡议是一项有意义的长期承诺，可以深化中国与“一带一路”沿线地区的关系，为这些地区带来财富。在我们看来，改善“一带一路”沿线地区经济关系、促进全球可持续增长的好处应该会超过相关风险或潜在损失。随着该倡议的启动和发展，黄金可以发挥重要作用。■



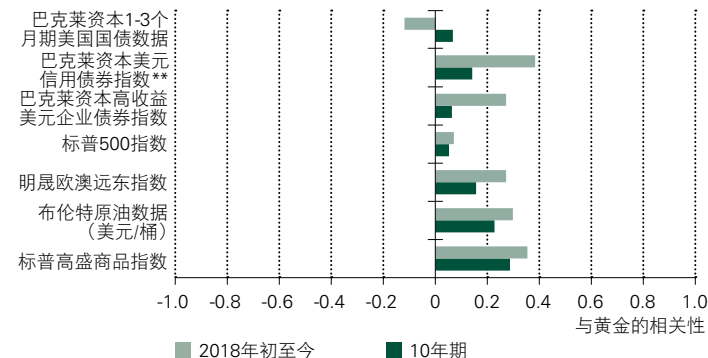
主要黄金市场统计数据

与主要金融资产相比，黄金收益率具有竞争力
全球主要金融资产表现衡量指标（以美元计）*



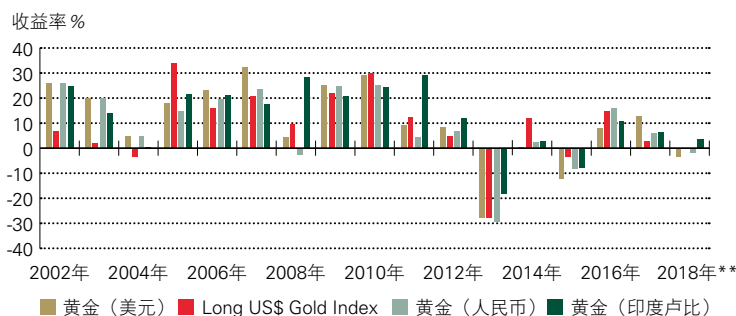
*截至2018年9月28日的1年期和10年期收益率。
**巴克莱资本美元信用债券包括政府和高级企业债券。
来源：彭博社；世界黄金协会

年初至今，黄金的表现与股票和高质量债券有关
关键资产和黄金的周收益率相关性（以美元计）*



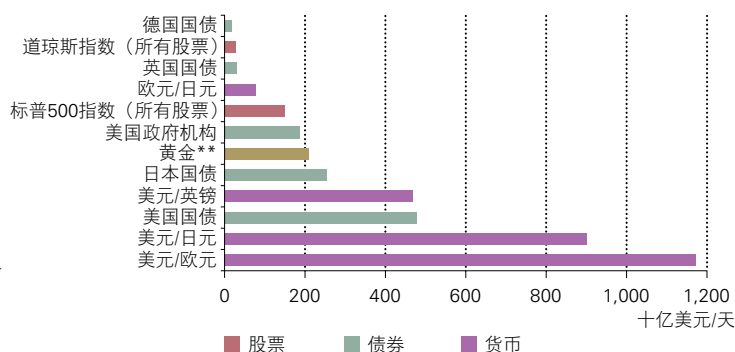
*截至2018年9月28日的年初至今和10年期相关性。
**巴克莱资本美元信用债券包括主权债券和企业债券。
来源：彭博社；世界黄金协会

应该用一种以上货币来衡量黄金的表现
以不同货币计算的黄金年收益率*



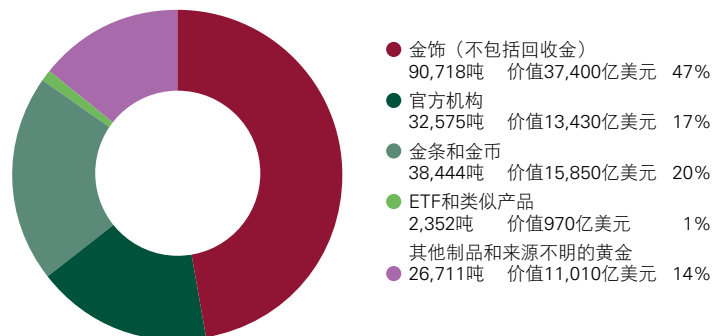
*基于LBMA下午黄金定盘价，但Long USD Gold Index除外，该指数是基于Solactive GLD® Long USD Gold Index。该指数结合了针对实物黄金的多头寸，包括对欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加元（9.1%）、瑞典克朗（4.2%）和瑞士法郎（3.6%）等货币篮子中的多头寸。更多细节，请访问：<https://www.solactive.com/complex-indexing/?index=DE000SLA2K90>
**2018年初至9月28日。
来源：彭博社；洲际交易所基准管理机构，Solactive AG，世界黄金协会

黄金交易量高于很多其他主要金融资产
日均交易量（以美元计）*



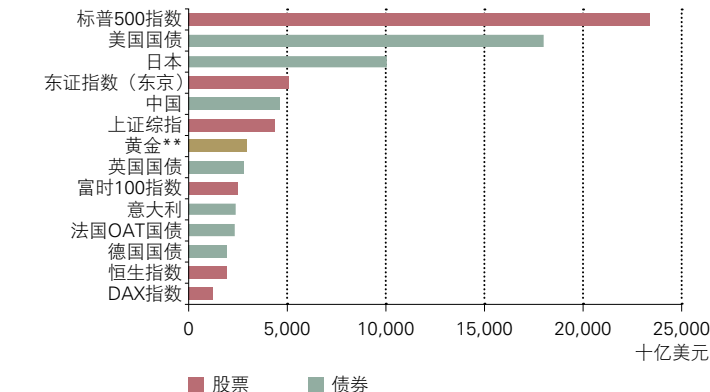
*基于截至2018年9月28日的1年平均交易量估计值，但由于数据可用性的原因，采用对应2016年交易量的货币计算的估计值除外。
**黄金流动性包括场外（OTC）交易的估算，以及期货交易所和以黄金为依托的交易所交易产品的公开统计数据。
来源：国际清算银行；彭博社；德国联邦财务代理公司；日本证券业协会；伦敦金银市场协会；英国债务管理办公室（DMO）；世界黄金协会

金融类黄金占现有地上黄金储量的三分之一以上
各类黄金的市场规模（单位为吨和美元）*



*截至2017年12月31日的估计吨数。以美元计算的价值是采用2017年最近一年的伦敦金银市场协会（LBMA）黄金均价1,287美元/盎司计算的。金融类黄金被定义为官方机构持有量、金条和金币、交易所交易产品（ETP）**的总量（73,371吨，价值3万亿美元，占38%）。
**ETP包括以黄金为依托的交易所交易基金（ETF）和类似产品。
来源：彭博社；汤森路透黄金矿业服务公司（GFMS）；洲际交易所基准管理机构；各自的ETP提供商；世界黄金协会

金融类实物黄金的规模大于很多股票和债券市场
全球主要金融资产的规模（以美元计）*



*截至2018年9月28日的可用数据，或最新发布的数据。
**包括金条、金币、以黄金为依托的交易所交易产品和官方储备。
来源：国际清算银行；彭博社；汤森路透黄金矿业服务公司（GFMS）；洲际交易所基准管理机构；世界黄金协会

© 2018 世界黄金协会保留所有权利。世界黄金协会和环形是世界黄金协会及其附属机构的商标。

对伦敦金银市场协会黄金价格(LBMA Gold Price)的引用已获得洲际交易所基准管理机构的许可, 仅供参考之用。洲际交易所基准管理机构不对这些价格的准确性, 或者这些价格所对应的产品承担任何责任。其他第三方内容是各个第三方的知识产权, 所有权利属于独立投稿人。这些内容体现了独立投稿人的观点, 不一定是世界黄金协会的观点。

未经世界黄金协会或相关版权所有者的事先书面同意, 严禁复制或再分发任何内容, 但符合下述规定的除外。

本资料中的统计数据仅允许用于根据行业的公平做法和以下两个前提条件进行评论(包括媒体评论): (i) 仅允许使用部分数据或分析内容; (ii)使用这些统计数据的任何内容都应引用世界黄金协会, 在适当情况下, 引用汤森路透或其他经过确认的第三方来源作为其来源。

世界黄金协会不保证任何信息的准确性和完整性。对于使用本文件而造成的直接或间接损失或损害, 世界黄金协会不承担任何责任。

本文所含信息不构成且不可解释为构成购买或销售黄金、任何黄金相关产品或服务或任何其他产品、服务、证券或金融工具(统称“服务”)的建议或要约。在做出任何与服务或投资有关的决定前, 投资者应与合适的投资专业人士讨论自身情况。

本文件包含前瞻性陈述, 例如使用“认为”、“预计”、“可能”、“暗示”或类似词语的陈述。这些前瞻性陈述是基于当前预期, 可能会被修改。前瞻性陈述包含一些风险和不确定性。无法保证任何前瞻性陈述会成为现实。我们不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

照片来源

- 封面: ispyfriends/iStock
- 第 4页: 左上角, Olivier Le Moal/Shutterstock.com
- 第 4页: 右上角, Popova Valeriya/Shutterstock.com
- 第 4页: 左下角, imagedb.com/Shutterstock.com
- 第 5页: Jackal Pan/Gettyimages
- 第 6页: tcly/Shutterstock.com
- 第 8页: XiXinXing/Shutterstock.com
- 第 10页: katjen/Shutterstock.com
- 第 11页: 世界黄金协会/James Kar Productions 2014
- 第 12页: pixfly/Shutterstock.com
- 第 14页: 世界黄金协会/James Kar Productions 2014
- 第 16页: Robert Paul Van Beets/Shutterstock.com
- 第 18页: Kgold
- 第 20页: leungchopan/Shutterstock.com
- 第 22页: 所有图片, Chow Tai Fook Jewellery Group
- 第 23页: Rattapon Ninlapoom/Shutterstock.com
- 第 24页: 版权所有世界黄金协会
- 第 25页: Sadik Gulec/Shutterstock.com
- 第 26页: VladimirE/Shutterstock.com
- 第 28页: lightrain/Shutterstock.com

