

# 论金融危机下黄金储备与金融安全的关系

## On relation between gold reserves and financial security amid ongoing financial crisis

景乃权

### 作者简介

景乃权，浙江大学经济学院副教授

### Author

Jing Naiquan, Associate Professor, School of Economics, Zhejiang University

### 摘 要

在当前金融危机下，探讨黄金储备与国家金融安全的关系具有重要的现实意义。在首次提出“美元三权”概念的同时，文章分析了金融安全的含义以及黄金储备在维护国家金融安全中的作用，强调确立黄金市场定价权的重要性，并在此基础上提出了相应的政策建议。

### Abstract

This paper highlights the significance of the relation between the gold reserves and national financial security amid the ongoing financial crisis. The concept of 'US Dollar Tripartite Rights' is first put forward in this paper. The implication of financial security and the function of gold reserves in maintaining financial safety are analyzed. More emphasis is laid on the importance of getting the gold market pricing right and, accordingly, policy suggestions are offered.

## 一、引言

随着这次由美国次贷危机引发的全球金融危机的爆发，各国金融体系受到巨大创伤，全球金融市场出现剧烈动荡，实体经济出现衰退。美元面临大幅贬值的巨大风险，很多发展中国家的外汇储备将大幅缩水。为了提振实体经济，各国政府向市场大量投放货币，为未来通货膨胀留下隐患。黄金的特殊属性使得它成为最为安全的资产，所以在目前金融危机的背景下，有必要站在战略的高度思考黄金储备在国家金融安全中的作用。

## 二、金融安全的含义

关于金融安全的问题，国内外学者做过大量的研究。但是对于金融安全的定义并没有一个统一的约定。笔者认为金融安全的内容应当包括金融体系与金融市场的稳定，以及金融危机爆发后的自我修复能力。金融市场的稳定主要指的是各种资产价格的稳定，由于全球金融市场已经连为一体，某国金融市场的剧烈动荡，很有可能引起全球金融市场的连锁反应。次贷危机爆发后，全球金融市场的剧烈波动充分证明了这一点。黄金的一个重要作用就在于它在危机中的稳定表

现，持有黄金可以减少财富的损失，并且规避外汇市场的汇率风险。金融体系的稳定主要是银行体系的稳定，黄金对银行体系的稳定作用并不直接，但是它可以降低货币危机发生的概率，进而减少金融体系受到冲击的可能性。另外，金融危机爆发后各国政府往往有可能发生债务危机，而如果一国政府持有比例的黄金储备，那么它便可以动用黄金储备进行债务偿还。因此黄金对维护国家的金融安全具有重要意义。

### 三、黄金储备在维护金融安全中的作用

#### (一) 减少外汇储备损失

目前，在我国的外汇储备中，美元资产占了绝大部分，主要包括美国国债、美国机构债、美国公司债和美国股票。因此我国外汇储备的风险主要是美元储备的风险。笔者认为美元储备主要面临三个风险：一是美元获得对价时的折价风险，二是电子美元被冻结的风险，三是美元贬值的风险。为了清晰地阐述以上三个风险，本文首次提出“美元三权”的概念。所谓“美元三权”指的是美元的对价权、储备权和美元债权的实现权。

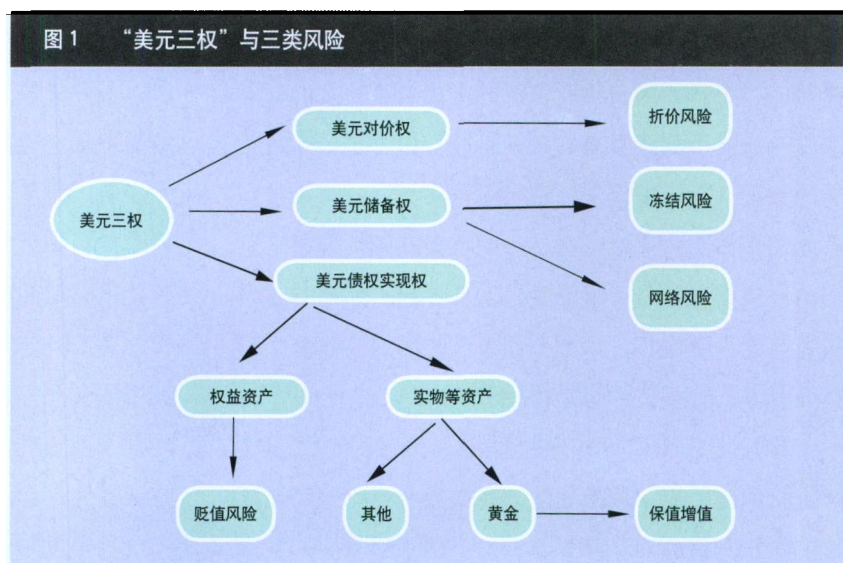
美元的对价权是指中国通过输出商品和劳务获得美元平等对价的权利。从形式上看，我们输出商品和劳务，然后换取美元，交易本应是平等的。但是我们输出的商品和劳务是以消耗资源和能源为代价并以低廉的价格出售，而美国向我们输出资本和技术密集型商品和劳务时，在不用过多消耗他们的资源和能源的同时又价值链短附加值高，以此获取高额利润。从这一点来看，我们所获取的美元对价是折价的。另外，我国在国际市场上购买商品时往往导致该种商品价格上涨，而当我们出售某种商品时又经常导致商品价格下跌，导致我国在国际交易中的不平等，交易的不平等带来了美元对价权上的折价风险。这也是媒体经

常讲“中国目前在国际市场上是买什么什么贵，卖什么什么便宜”。当然，这种状况与国际贸易和国际金融规则制定的话语权不在我们的掌控之中关系密切。

美元的储备权是指我国获得的美元以电子形式储备于美国银行的权利，国际结算中又称为镜子账户。由于电子技术的发展，现在以现钞形式交易的数额在不断减少，而且现钞的使用成本高昂限制多，因此我国获得的美元大部分以电子的账面形式储备在美国美元结算中心纽约的若干家国际银行中，它同时又处在美元国际清算中心地位。但是这带来的风险是如果电子系统崩溃，如9·11恐怖事件发生时，美元储备权有可能不能及时恢复，导致美元储备的损失；还有黑客侵害银行网络系统带来的损失等等。另外一个问题在于电子形式的美元储备有被冻结的风险。虽然目前发生争端的可能性较小，但我们仍然需要重视这类风险。

美元债权实现权是指中国用美元债权购买权益资产和实物等资产实现的权利。通俗地讲，即美元债权的实现过程或美元债权的物化过程。我国目前的美元储备主要用于购买美国国债、美国机构债、美国公司债和美国股票等权益资产。但是这类权益资产存在的最大问题是美元贬值造成的巨大损失。理论上，美元储备应当可以用于购买任何实物等等资产。但是现实中，美国政府出于政治目的对高科技产品、能源、以

图1 “美元三权”与三类风险



及先进武器等重要物资的出口施加限制，使得我国美元债权的实现权受到削弱。因此，就我们目前美元债权的实现来看，增加黄金储备是一重要的选择。

对于美元对价权的折价风险，笔者认为根本的解决办法还在于转变经济增长方式，提高服务业比重，增加出口产品的品牌竞争力，提高附加值的同时缩短价值链的实现过程，并且争取我国在重要的能源和资源市场中取得国际定价权。但是要做到以上几点都需要中国长期的努力建设。而电子美元被冻结的风险和美元储备贬值的损失都可以通过增加黄金储备的方式加以化解。由于目前电子美元被冻结的概率相对较小，因此本文将重点分析美元贬值的风险。笔者认为从历史和现实情况来看，美元未来贬值都是必然的趋势，但也不排除短期因素导致的美元走强。

首先，从历史的角度来看，美元从确立其霸主地位以来，不断处于贬值的过程中。布雷顿森林体系结束到现在的30多年来，1盎司黄金从35美元已经涨到目前的900多美元，今天的1美元相当于30多年前的4美分，美元贬值了25倍之多。其次，当下金融危机的爆发将进一步促使美元的贬值以及美元地位的动摇。2007年美国次贷危机爆发以来，美联储为了挽救美国金融体系及实体经济已经多次采用“印钞策略”。由于美元过多发行，必然导致未来美国通胀率的上升，从而使得美元继续贬值。虽然目前情况下，美国出现通货紧缩的迹象，但是笔者认为这种现象只是暂时的。主要原因是货币政策的实施具有一定的时滞效应。在货币政策实施的起初阶段，由于银行系统惜贷的原因，货币投放未能进入实体经济，货币乘数尚不能发挥作用，造成广义货币的增量有限。但是一旦实体经济走出低谷，货币乘数发挥作用，整个货币供应量就会大幅增加，从而引起新一轮的通货膨胀。而美元对内贬值必将导致其对外贬值。

理论上，我们可以通过储备货币多元化的途径来进行风险回避，但是任何一种信用货币都逃不过贬值的命运，最为安全和保值的资产仍然是黄金。亚洲

金融危机期间，虽然按美元计价的黄金价格下跌了14.6%，但相对于东南亚主要国家货币对美元贬值幅度，黄金仍然起到了很好的保值作用。这次金融危机中，美元相对于黄金贬值36.8%。所以，我国应当通过各种途径，逐渐将手中的美元资产换成黄金储备，以确保外汇储备的保值增值。

表1 1997年亚洲金融危机中黄金的保值作用

	对美元贬值率	美元金价下跌率	黄金保值率
印尼盾	83.4	14.6	68.8
马来西亚吉特	39.24	14.6	24.64
泰铢	38.48	14.6	23.88
菲律宾比索	36.15	14.6	21.55
韩元	35	14.6	20.4

资料来源：刘山恩《黄金：规避金融风险的港湾》，《中国黄金经济》1998年第5期

## （二）维护人民币定价权

维护人民币币值稳定是国家金融安全的重要方面，本币汇率的稳定直接影响到一国金融市场和金融体系的稳定。1997年亚洲金融风暴，东南亚各国货币汇率大幅波动，政府完全失去了本币定价权，最终导致了货币危机的发生，由此引发了更为严重的东南亚金融危机。广场协议后，日元大幅升值，日本政府失去了对日元的定价权，最终导致日本经济长期的衰退。因此维护人民币定价权，保持人民币汇率的稳定十分重要，而笔者认为黄金储备对维持人民币汇率稳定具有不可替代的作用。

自2005年的人民币汇率改革以来，人民币呈现出不断升值的趋势。但是人民币升值对中国经济的发展以及中国金融市场和金融体系的稳定带来了一定的负面影响。随着人民币的不断升值，出口企业受到巨大冲击；为了保持人民币币值的稳定，央行不得不在外汇市场上大量购进外汇，以外汇占款的方式投放基础货币，从而在一定程度上造成国内的通货膨胀；由于人民币升值预期的不断加强，导致大量国际游资进入中国套利，造成金融市场的巨大波动，并进一步威胁到我国金融体系的稳定。而人民币不断升值的一个重要原因是美元储备的持续增加。所以，从国家金融安全的角度来看，有必要动用一部分美元储备持续地

长期地购买黄金，以缓解人民币升值的长期压力。

### （三）最后的清偿手段

著名经济学家凯恩斯曾这样评价黄金的作用：“黄金在我们的制度中具有重要的作用，它作为最后的卫兵和紧急需要时的储备金，还没有其它更好的东西可以替代它。”黄金作为货币是一种突破时间和空间限制的硬通货，它有着极强的流动性，在一国货币遭受质疑的情况下，黄金仍然是最后的支付手段。

1983～1984年拉丁美洲发生债务危机，巴西、哥斯达黎加、乌拉圭、萨尔瓦多等国用出售全部或部分黄金储备的方法，解除或缓解各自的长期债务压力。1991年，印度国大党执政时期，为了取得国外的贷款，把46吨黄金抵押给国际金融机构。获得了贷款后的印度，其外贸发展十分迅速。1997年，亚洲金融危机爆发，为了获得国际货币基金组织的贷款，韩国政府发动民众，搜集民间黄金250吨，并兑换外汇来支付国际收支缺口，缓解金融危机对韩国的冲击。以上的事实充分说明了黄金在一国发生金融危机时所发挥的最后支付功能。因此，笔者认为黄金并没有真正退出货币领域，而且在新的世界货币诞生以前，黄金的货币属性只会更加凸显。

### 四、金融危机下黄金市场走势分析

从2007年美国次贷危机爆发到现在的两年多时间里，黄金价格总体上涨36.8%，美元指数上涨1.07%。金融危机的爆发，促使对黄金的避险需求增加，从而推动黄金价格的上涨，这是符合逻辑的。但是黄金价格在2008年3月到2008年11月期间的下跌以及金融危机爆发的中后期美元指数的大幅上涨则令人疑惑。金融危机爆发为什么黄金价格反而下跌，而处于金融危机中心的美国，其美元走势反而更强，原因何在？

#### （一）以黄金定价权达到美元强势的目的

让我们仔细来看一下两者之间的走势，2008年3月中旬黄金价格突破1000美元整数关口，此后黄金价格逐波回落，2008年10月下旬已经跌到680美元

图2 黄金价格与美元指数走势



附近，下跌幅度达到32%。而同期，美元指数上涨17.5%。理论上美元指数的上涨是可以解释黄金价格下跌的，因为在长期中美元指数和黄金价格呈反比关系。但是我们认为在这段时期内两者的关系是相互的，即我们也可以以黄金价格的下跌来解释美元指数的上涨。所以不排除在这一特殊阶段，美国政府通过控制黄金价格来达到美元强势的目的。

这样判断的理由在于：一方面，美国政府有这个动机保持美元的强势，因为美元霸主地位对美国而言具有巨大的经济利益，只要美元仍是世界货币，它就能向世界各国输出美元，获取巨额铸币税，从而转嫁金融危机；另一方面，从客观上讲，美国有这个能力控制黄金价格，纽约黄金期货交易所是世界上黄金期货交易的领头羊，虽然英国有着强大的现货市场，但是我们知道期货市场具有价格发现功能，反映的是黄金未来的价格走势，因此只要控制了黄金期货价格，等于引领了国际黄金价格。

除了理论上的逻辑以外，我们还可以从美国领导人在此期间关于美元强势地位的发言中看到蛛丝马迹。2008年4月25日，前美国财政部部长保尔森重申强势美元符合美国利益，2008年7月10日保尔森又再次重申了他长期以来关于强势美元的立场。所以，美国政府保持美元强势的愿望是强烈的，他们会利用一切可以使用的手段，包括经济的、政治的手段来达到美元的强势地位，当然也包括利用手中掌握的黄金

定价权对黄金价格进行控制。而保持美元强势的地位，是配合美国政府采取的救市措施。2008年10月2日，美国参议院通过了布什政府提出的7000亿美元新版救市方案，并将救市方案总额从原来的7000亿美元提高到了8500亿美元。这次救市方案将使美国财政部背负巨大的债务，而偿还这些债务恐怕只有印钞一条路，而强势美元则是其印钞行为的强大基础。所以笔者的结论是当美元走势不影响到其霸主地位时，黄金价格是以市场规律来调节的；而一旦美元的霸主地位受到影响时，黄金价格可能受到相关利益机构的控制，以维护其霸主地位。

## （二）黄金货币属性凸显

黄金价格走势与美元指数走势的另一个疑惑在于2009年1季度，黄金价格走势与美元走势是一致的，这违背了长期中黄金价格走势与美元指数走势相反这一规律。但是笔者认为这恰恰是这段时间黄金货币属性加强的信号。我们都知道黄金具有商品和货币双重属性，当黄金作为一种商品时，以美元标价的黄金价格会随着美元的升值而下降，但是当黄金作为一种货币时，它的价值将明显超过任何一种信用货币，因此此时即使美元升值，黄金价格仍然会上涨。

黄金货币属性凸显意味着美元货币地位的动摇，对于这一点美国似乎早已有所意识。从2009年国际货币基金组织公布的各国黄金储备的数据来看，目前黄金储备前四位的国家分别是美国8133.5吨，德国3421.6吨，法国2487.1吨，意大利2451.8吨。美国的黄金储备不仅排名全球第一，而且超过排名第二的德国一倍以上，差不多占了全球黄金储备的三分之一。美国不惜高额的成本储备黄金，可见其对黄金储备战略意义的高度重视。这也印证了我们前面所讲的：黄金到目前为止仍然没有真正退出货币领域，在美元地位不断削弱并且新的世界货币没有诞生之前，黄金的货币属性不但不会削弱，反而将不断增强。

## （三）黄金市场未来走势分析

就长期而言，笔者看好黄金价格走势。主要理由

是未来美元贬值及通货膨胀预期的加强。2009年3月18日，美联储决定在未来6个月内购入最高3000亿美元长期国债，并将在原先购买5000亿美元抵押贷款证券的基础上，再购买7500亿美元抵押贷款证券。美联储还将购买两大住房抵押贷款机构的1000亿美元债券。美国通过印钞来解决债务问题，必然会降低美元的“含金量”。另外，由于货币多发造成未来通货膨胀预期加强，而长期中黄金是抵御通胀最好的资产。因此笔者的判断是2009年下半年黄金价格将继续上涨。

## 五、政策建议

### （一）增加黄金储备，储藏于国内

2009年4月24日，中国人民银行副行长、外汇管理局局长胡晓炼在接受新华社采访时表示，中国黄金储备已达到1054吨，在全球各国公布的黄金储备中，排名第五。虽然从绝对数量上而言，我国黄金储备已经居于世界前列，但是值得注意的是，随着我国外汇储备的不断增加，黄金储备占总的外汇储备的比例并没有增加。中国即使通过这次调整，黄金储备占外汇储备的比例依然不到2%，和排在中国之前的美、德、法、意四国高达50%的比例相比，还是存在较大的差距。

英国华威大学商学院金融教授Gordon Gemmill，曾运用过去30年的历史数据进行了深入研究。他认为对一个普通国家来说，黄金持有量为10%最合适。但是笔者认为我国黄金储备的比例可以保持在15%的水平上，之所以要高出5%的水平，主要是出于以下两个原因：一是为了防范将来我国放开外汇管制，人民币自由兑换后可能带来的汇率风险。在持有黄金储备排名前10的国家中，除中国外，其货币均为可自由兑换货币，因此人民币可自由兑换需要增加黄金储备。二是为将来人民币国际化打下坚实的基础。虽然人民币国际化有很长的路要走，但是这是人民币的最佳选择。与其寄希望于美元、欧元等货币不贬值，不如积极推广人民币国际化。但是任何一种主权货币成

为世界各国信任的通用货币，必然需要背后有强大的黄金储备作为基础。英镑和美元成为国际货币都经历了这样的过程。目前中国可以利用外汇储备向世界各国进口黄金。实际上，国际上已经有过用外汇储备进口黄金的例子。上个世纪80年代中期，日本对美国贸易顺差大幅增加，日本政府忧虑美国可能采取贸易报复措施，便设法减少对美贸易顺差，方法就是从美国大量进口黄金。如果我国采用这种方法，既可以增加黄金储备，也缓解了人民币的升值压力，从而保持人民币汇率的稳定。因此笔者建议央行在黄金价格相对偏低的情况下，继续逐步增加黄金储备。

还有一点需要重新引起我们的重视，目前许多国家的黄金储备都储存在美联储的地下金库，美国成了世界黄金储备的基地。2008年12月9日，CCTV也再次确认中国的黄金储备存放在美国金库的事实。至于为什么各国黄金储备都留在美国，笔者认为这很大程度上只是为了国与国之间黄金交易的方便。但是这样的处理带来的一个问题是，黄金储备放在美国是存在一定风险的，这与我国储备实物黄金而增加的成本相比较，后者的付出是微不足道的。因此笔者建议央行在增加黄金储备的过程中充分考虑这一点，逐步将实物黄金储备运回国内，进行体内循环。

## （二）鼓励“藏金于民”

除了官方的黄金储备外，笔者建议同时增加非官方的黄金储备，即推行“藏金于民”的政策。让百姓持有黄金无论是对个人和国家而言都是有利的，对于普通民众而言，持有黄金可以规避通货膨胀带来的风险，同时通过黄金投资可以获取差价收益；而对于国家而言，央行持有过多的黄金储备，其成本较大，而由个人来承担黄金储备可以减轻国家的经济负担。另外，一旦我国发生恶性金融危机，国家可以向民众调动黄金，应付紧急状况。随着我国经济的不断发展，普通居民手中握有巨大的储蓄，为居民持有黄金打下了客观基础；而主观上，中国老百姓对黄金偏爱有加，这也为推动民间藏金提供了群众基础。因此笔者建议

不断创新黄金投资品种，让普通百姓也参与到纸黄金和实物黄金投资中去，从而引导民众对黄金进行储备。通过民间藏金与国家黄金储备的共同实施，增加国家抵抗风险和突发事件的能力。

## （三）进一步完善黄金市场

完善黄金市场对维护国家金融安全具有重要意义。首先，有利于增强货币政策的灵活性。央行可以在黄金市场上买卖黄金来改变市场上的货币供给量，从而实现既定的政策目标。其次，有利于争取黄金的国际定价权，维护我国金融市场的安全与稳定。最后，有利于“藏金于民”政策的实施。通过黄金市场这一平台，实现藏金于民的政策，既可以活跃黄金市场，又可以促进黄金在政府和社会公众之间的有效配置，建立起政府黄金储备与民间黄金储备的相互协调机制，防范和化解金融危机。2008年1月9日，中国黄金期货在上海期货交易所正式上市，标志着我国黄金市场体系的进一步确立，形成了现货定价和期货定价相结合的完整的定价体系。我们应当在这一平台的基础上，进一步完善黄金市场价格形成机制，增加黄金投资品种，扩大黄金市场规模，并逐步将黄金市场推向国际，争取在国际黄金市场上有中国话语权和定价权，并占有一席之地！■

## 参考文献

- [1] Stephen W. Salant and Dale W. Henderson. Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold. *Journal of Political Economy*, 1978, (4): 627-648
- [2] L. A. Sjaastad and F. Scacciavillani. The Price of Gold and the Exchange Rate. *Journal of International Money and Finance*, 1996(6): 879-897
- [3] 景乃权，徐伟等. 2009年黄金市场发展分析与预测（2009年中国金融市场发展分析与预测）. 杭州：浙江大学出版社，2008
- [4] 周洁卿. 增加黄金储备规避外汇风险. *黄金市场*，2006，2

**C** 关键词：黄金储备；美元三权；金融安全  
Keywords: gold reserves, US dollar tripartite rights, financial security