

“黄金东流”：亚洲为何爆买黄金？

蒋芷毓

在许多亚洲国家的文化传统中，黄金代表着好运。几千年来，黄金在重要节庆日、婚嫁习俗中都是不可或缺的一部分。自古以来的文化需求，以及黄金的避险保值功能，使得黄金实物有着向东方流动的特点。

据海关总署数据，今年7月，中国黄金进口量达178吨，较上年同期增加111吨，是自2017年以来最高的7月进口量。印度也十分推崇黄金，2021年印度全年黄金进口量达925吨，是世界第二大黄金消费国。越南、日本、土耳其等国家也在增持黄金。

近期，国际金价持续下跌，截至10月24日收盘，金价已经跌破1655美元/盎司，伴随着金价变动的是国际实物黄金的进一步向东迁徙。随着欧美投资者抛售黄金、金价走低，纽约、伦敦、苏黎士等市场的黄金也自然流向亚洲。

黄金既有消费属性，又有投资属性，当投资走弱时，黄金消费会受金价下跌刺激走高。而西方投资者卖黄金、东方消费者买黄金，随着亚洲国家经济迅速增长带来的购买力，这种现象已经持续了数十年。业内人士认为，黄金价格虽然是影响黄金需求格局的因素之一，但黄金产业和黄金市场的发展才是奠定目前“西金东移”格局的主要原因。

“黄金东流”现象未来如何演变，将对全球黄金生产、交易和国际金价带来哪些影响？

国际金价下跌，国内金价企稳

国际金价已经跌至2020年以来的最低点，与今年3月国际金价突破2000美元/盎司的高点相比，跌幅超过10%。10月24日，现货黄金下跌至1650.78美元/盎司；COMEX(纽约期货交易所)期金主力合约下沉0.05%至1655.5美元/盎司。

金价走低主要受美联储加息预期等因素影响。在全球通胀背景下，为了抑制本国的高通胀、回笼资金，美联储自今年以来持续加息，其中三次大幅度加息75个基点，联邦基金基准利率达3.25%。

中信建投期货贵金属分析师王彦青告诉《中国新闻周刊》，美元与黄金有着紧密关系。在纸币出现以前，金币是许多国家通用货币。即便是现在，黄金的硬通货属性仍然存在。“二战”后建立的布雷顿森林货币体系将金价与美元挂钩，一盎司黄金

等于35美元，同时，其他国家货币与美元挂钩。直到1971年该体系破灭，金价才与美元脱钩，允许金价自由浮动，但美元是世界上流通最广泛的货币之一，直到现在黄金仍与美元高度相关。

王彦青解释，近期金价走低主要有两方面因素，一方面，美联储加息对金价影响很大，从历史来看，美债收益率与黄金负相关关系较强，美联储加息，美债收益率大幅上行，金价也相应承压。另一方面，由于俄乌冲突加剧，欧洲经济承压，投资者抛售欧元、购买美元，美元指数走强，给金价造成压力。

“美联储激进加息后，利率不断抬升，而黄金一般被看作无息资产，相比其他类现金资产吸引力下降，导致投资者抛售黄金。”东证期货贵金属资深分析师徐颖对《中国新闻周刊》分析，从黄金ETF的变动也可以看出，欧美市场对黄金的整体偏好不高。

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，被看作黄金市场的风向标。根据世界黄金协会数据，在今年前四个月，经济和地缘政治动荡的加剧推动了投资者避险需求，全球黄金ETF流入超过300吨(约合190亿美元)，但自4月底以来，全球黄金ETF又急剧减持了几乎相当的吨数，而流出主要集中在北美和欧洲基金，亚洲持仓规模相对稳定。

不过，从过去20年的数据来看，目前金价仍处于高位。黄金通常被视为一种通胀对冲工具，持续的通胀和地缘政治风险支撑了投资者的避险需求。在今年上半年俄乌冲突爆发时，投资者亟须寻求对冲手段，从而抬高了当时的金价，国际金价一度突破2000美元/盎司。此外，股票和债券市场的低迷也可能使得投资者在资产配置上转向黄金。在多种因素影响下，今年金价呈现大幅度波动状态。

也有业内人士认为，今年全球金融市场波动率明显增加，但在避险需求的支撑下黄金的表现仍跑赢主要金融市场。

相较于国际金价持续走低，国内金价则相对平稳。10月24日，沪金收盘价392.72元/克，当日涨幅达1.14%，相较于年初1月7日收盘价上涨6.7%。从全球来看，多个国家的当地金价与国际金价有所偏离，这与本地黄金市场有关。

从黄金消费市场来看，周大福珠宝集团回应《中国新闻周刊》，周大福的零售金价在过去一个月的变动幅度维持稳定，周大福的零售金价参考了国际黄金价格，再按照汇率折算成人民币。虽然过去几个月国际金价下跌，但由于人民币汇率也有所下跌，所以国际金价的跌幅没有充分反映于内地的零售金价上。10月24日，周大福零售金价为足金502元/克。

汇率是影响内外盘价差的关键变量。今年来离岸人民币汇率跌破7.3。中国一直是黄金进口大国，徐颖透露，在人民币贬值压力增加时，黄金进口会受到一定限制，加上投资者购买黄金对冲风险的需求存在，导致国内黄金相对外盘有一定溢价。

王彦青也认为，计价方式是主要影响因素。“国外黄金以美元计价，国内以人民币计价，近期人民币贬值幅度大，用更便宜的币种计量黄金的价格，自然会显得更高。”

“溢价可能还会维持一段时间。”徐颖指出，“直到人民币贬值压力释放、汇率企稳，国内外黄金价差才会逐渐缩小。”从上海-伦敦金价差来看，9月溢价已达近六年来的最高月度水平。

另一方面，国内黄金需求也是境内外金价溢价的驱动因素。近几个月的上游实物黄金需求一直保持强势。9月，上海黄金交易所的黄金出库量达到了180吨，环比增长8%，连续五个月环比上升。世界黄金协会称，黄金行业上游历来会在国庆假期前积极补货，目的是为了准备十一黄金周的传统黄金销售旺季，同时稳定的金价也促进了上游需求。

中国黄金进口大涨

欧美投资者抛售黄金，而中国等亚洲国家则保持了对黄金的消费热情。根据世界黄金协会数据，自4月底以来，已有超过527吨黄金从芝加哥商品交易所集团(CME)和伦敦金银市场协会(LBMA)的金库流出，而据彭博社报道，目前满足亚洲需求的大部分贵金属来自CME运营的金库。

中国和印度连续多年位列世界黄金消费国的前两位。受上半年疫情等因素影响，中国黄金进口量从6月开始恢复，根据海关总署数据，7月，中国黄金进口量达178吨，较上年增加111吨，是自2017年以来最高的7月进口量。8月，这一态势延续，黄金进口量超过183吨。

黄金有投资需求，也有消费需求，它具有“跷跷板效应”。王彦青认为，当黄金投资者抛售大量拥有的金条和黄金，金价下跌，消费者则会倾向于买入黄金。“投资低消费就高，会达到动态平衡。而黄金消费大国是中国和印度等东方国家，导致欧美的黄金沉淀到这些国家的民间，从这个角度来说这是黄金东流。”

业内人士对《中国新闻周刊》表示，黄金实物持续从纽约、伦敦、苏黎士等黄金市场流向亚洲国家和地区，呈现所谓的“西金东移”格局，这种现象是由以中国、印度等为代表的亚洲国家对黄金实物的持续需求决定的。

据统计，我国和印度连续多年位列世界黄金消费国的前两位，尤其是我国，随着我国民间消费、工业用金、投资需求不断提高，黄金需求快速增长，从2013年开始，我国一直是全球最大的黄金消费国。

中国人对于黄金的偏爱早已为世人所知。2013年国际金价大跌时，中国大妈在国外疯抢黄金而“一战成名”。在中国加入世贸后，黄金市场不再统购统销，转为自由流通，黄金需求逐渐增加，此后中国一直保持黄金净进口状态。

今年上半年，由于国内疫情等因素影响，黄金首饰消费量一度下滑。不过，近期一些珠宝商披露了最新的经营数据。10月14日，周大福发布公告称，截至9月止的3个月里，集团零售值同比增长26%。10月18日，六福集团发布，从2022年7月1日至9月30日，六福集团整体同店销售同比增长40%。

业内人士认为，全球对以首饰为主的实物黄金投资仍保持较高的热情，意大利等欧洲地区对全球高端市场首饰出口量增长显著，国内在七夕和国庆期间首饰金的销售也相对较好，推动全球黄金市场交易规模扩大。

周大福珠宝集团回应《中国新闻周刊》称，2022年7至9月，周大福黄金首饰及产品类别在内地的同店销售较去年同期上升9.4%，其中，受年轻消费者欢迎的周大福·传承系列占黄金产品零售值的约四成。

国庆等节假日是传统的婚庆旺季，推动婚庆类黄金首饰销量走俏。老凤祥市场部总经理王恩生告诉《中国新闻周刊》，年轻消费者看重黄金饰品的品牌、设计和服务，老凤祥推出“凤祥喜事”婚嫁系列产品及主题店来吸引消费者。根据老凤祥2022年半年度报告，报告期公司实现营收337.4亿元，同比增长6.80%;归母净利润8.9亿元，同比下降14.53%。

徐颖认为，价格变动对珠宝商的经营情况有两方面影响。“珠宝商盈利模式是赚中间加工费用和品牌溢价，利润与交易量及溢价呈正相关，当黄金价格上涨时，消费者看涨金条，购买金条增值的需求增加，而首饰类则会减少购买;黄金价格下跌时，消费者则会倾向于购买首饰。因此金价变动对于珠宝商的影响并不是固定的。但整体而言黄金上涨周期中，珠宝商盈利会受益于黄金关注度和购买量的增加。”

面对亚洲持续强劲的需求，如何保证上百吨黄金在全球范围内流通交易?由于亚洲和欧洲交割方式的不同，黄金此前在全球范围内流通较为缓慢，加上近期国际物流受阻，也给跨国贸易带来挑战。

熟悉行业的人士介绍，近年来，一系列改革措施落地后，顺畅的实物黄金流通机制也为“西金东移”格局的形成提供了保障。

2014年前，中国黄金进口通过一般贸易形式开展，黄金进口主体以大宗商品贸易向海关申报入境的方式采购黄金实物。在2014年9月，上海黄金交易所推出国际板，国际黄金供货商可以将黄金实物在上金所国际板平台卖出，进口主体通过国际板平台买入后向海关申报进口。同时，上金所也推动国内黄金市场与国际市场标准对接，为黄金实物的流通提供便利。

2015年，中国人民银行、海关总署对《黄金及黄金制品进出口管理办法》做出了修订，对黄金进口业务进行了进一步改革，便于了黄金进口业务的开展。上金所的会员主体也不断扩展，目前共招募了98家国际会员，主要来自新加坡、瑞士、英国等国，包括国际主要黄金生产企业、精炼商、和外资银行。

中国于2016年试点开展黄金及黄金制品进出口“非一批一证”准许证，海关总署将纸质申报转为电子申报，上金所也对黄金实物外包装要求进行了优化，通关时间由最初一天缩短至3小时。

“黄金东流”是常态

除了中国之外，印度等亚洲国家也是黄金消费的大国。

印度私营银行科塔克-马亨德拉银行全球交易和贵金属总裁谢卡尔·班达里曾公开表示，中国和印度约占全球黄金进口总量的50%。在印度的婚礼季和中国的农历新年期间，若对实物黄金的需求增加，将利于黄金市场稳定。

黄金在印度有悠久的宗教文化历史。印度最古老的诗歌集、印度传统文化源头《梨俱吠陀》就有对于黄金的推崇，在印度教神话中，金胎(hiranya-garbha)孕育了整个宇宙。数千年的文化传承下，在节假日购买黄金已经是印度的习俗。印度最重要的节日之一排灯节(Diwali)通常在每年10月中旬至11月中旬，其首日Dhanteras是庆祝财神的日子。在这天，人们会购买黄金、白银等珠宝首饰，以纪念财富女神拉克希米，祈求来年的繁荣。

更现实的原因是，印度的银行储蓄业务目前仍未普遍渗透到广大农村地区，很多人视黄金为替代储蓄手段。对黄金的宗教文化依赖，叠加黄金在印度巨大的实用属性，使得很大一部分印度人选择将黄金作为财富保障。

黄金在印度经济中也占据了重要地位。印度消费的黄金中有75%被用作了珠宝饰品，而印度珠宝行业对出口、就业贡献巨大。2020~2021财年，黄金珠宝的出口额在印度总出口额中占比高达14%，黄金出口额又占其中的1/3。

过去十年来，尽管印度卢比兑换黄金价格上涨了400%，印度消费者对黄金热情却

依旧不减。黄金对于印度人来说，是生活的一部分。从女孩出生开始，很多印度家庭便开始为她准备“Stridhan”（黄金嫁妆）。在印度，越高的种姓（婆罗门、刹帝利），嫁妆标准越高。根据世界银行数据，1960年至2008年间，95%的女性家庭都支付了嫁妆，每次婚姻的嫁妆往往相当于女方家庭数年的收入，使其背上沉重负担。

世界黄金协会数据显示，2021年印度全年黄金进口量同比增长超过100%，达925吨，是2011年以来的最高水平。它还预计，由于印度人口结构的推动，在未来十年中，印度每年将可能举行1500万场婚礼，其中过半数的新人年龄都不到25岁，这意味着更广阔的黄金市场。

亚洲不少国家对于黄金有着类似的文化热情。在越南，春节也是一年中最重要节日，每年大年初十是“财神日”，越南人会购买黄金祈求新年带来财富。根据世界黄金协会数据，2021年越南黄金需求总量为43吨，同比增长8%，成为东南亚地区黄金消费量最大国家。

今年二季度，越南黄金消费需求持续增长，黄金消费量从2021年第二季度的12.6吨增加至2022年二季度的14吨，同比增长了11%。世界黄金协会亚太区（不包括中国）首席执行官安德鲁·奈勒认为，由于对通胀升级和越南盾贬值而产生的担忧，越南投资者转向买入黄金来对冲风险。

中国、印度、越南都是过去二十年全球迅速增长的经济体，黄金东流，不仅是当地长久以来推崇黄金的社会文化，也印证了快速增长的经济体带来的购买力。

不过，世界黄金协会预计，印度今年底节日期间的黄金销售可能不如2021年的表现，这与其经济发展和购买力有关。由于今年天气变化影响印度农业生产收入，而农村需求约占印度黄金消费的60%，加上进口税的增加，作为黄金第二大消费国的印度今年黄金消费并不强劲。

中国黄金协会副会长张永涛认为，印度黄金的消费群体主要是中产阶级，受收入结构等因素影响，购买力较为稳定，市场难以进一步拓展。在印度，国际黄金价格基准的溢价已下滑至每盎司1至2美元，而去年这个时候约为4美元。相较之下，土耳其的黄金进口溢价达到80美元/盎司。

这导致欧美的黄金供应商倾向于将黄金卖给土耳其、中国和其他溢价更高的市场。9月，印度黄金进口量同比下降30%至68吨，而土耳其的黄金进口量则飙升数倍。

根据世界黄金协会数据，今年上半年，土耳其是黄金储备增长量最高的国家，增长63.5吨。市场人士认为，土耳其增加黄金储备主要是地缘政治因素。张永涛分析，

由于土耳其里拉大幅贬值，在贸易过程中，需要用黄金增加信誉度，因此要增加黄金储备。

今年以来，受美联储加息影响，各国央行承受巨大压力。在日元大幅贬值的压力下，日本央行于9月22日采取干预措施，也是24年来的首次干预。根据美国财政部公布的最新数据，日本8月所持美国国债环比减少345亿美元。在2021年一季度，日本增持了约81吨黄金储备。徐颖分析，央行增持黄金一般是为了外汇储备多样化，对冲美元资产的风险。

日本是外汇大国，其黄金储备占比为3.9%。中国人民银行的黄金储备仍维持在1948.3吨，占外汇总量的3.61%。全球黄金储备最高的国家是美国，黄金储备8133.47吨 占外汇储备68.17%。法国、德国、意大利黄金储备占比也在60%以上。张永涛认为，按中国目前的比例，应继续增加黄金储备，才能与外汇储备相匹配，但由于金价波动的影响，增持黄金也有相应考量。

下一步，国际金价将如何变动?美联储加息何时止步是黄金市场颇为关注的问题。10月24日，国际金价升至六个交易日以来新高1670.68美元/盎司后回落，即是受美联储加息预期减弱的带动。

由于市场对美联储加息预期强烈，市场对于金价看跌情绪仍未完全消退。徐颖认为，目前处于金价筑底阶段，四季度将会见底回升，市场在等待美联储货币政策边际上由鹰转鸽，年末黄金表现预计更好一些。

“市场已经充分预期美联储11月将继续加息75bp，但由于美国加息也将反噬其经济表现，在11月或12月加息后，预计美联储加息已近尾声，市场预期则会转变。”徐颖说，“四季度美国通胀应仍然维持较高水平，美元指数见顶后人民币贬值压力变小，但黄金涨幅应该比人民币更大，因此内外盘都将处于上涨状态。”

王彦青则认为，由于美联储今年较强的加息预期，美元指数走强，美债收益率上升，四季度国际金价压力恐持续存在，将呈现波动向下的状态。待明年全球经济衰退传达到美国，美联储加息节奏也将会放缓，明年一季度国际金价将逐渐见底，经济衰退对金价有利，其避险、保值功能将会凸显，从而吸引力增强、价格回升。相较于国际金价，国内金价则仍然保持稳定。

届时，当国际金价再次上涨时，欧美投资者买入黄金，部分实物黄金又将会重新回到纽约、伦敦和苏黎世的金库。