



| 上海研究院智库丛书 |

丛书主编 李培林

Internationalization and
Development of Chinese Gold Market

中国黄金市场国际化
与发展

焦瑾璞 等 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

焦瑾璞

上海黄金交易所党委书记、理事长。上海市第十三届政协委员、经济委员会副主任委员。经济学博士、教授、研究员、博士生导师、享受国务院特殊津贴专家，是我国普惠金融研究方面的权威、金融消费者权益保护研究领域的专家、黄金市场及交易规则的制定者和实践者之一。公开发表学术论文或理论文章200余篇，出版著作10余本。

曾在中国人民银行工作近三十年，主要从事金融改革、货币政策、金融监管、农村金融和小额信贷、普惠金融、金融消费者权益等方面的研究和政策制定工作，历任中国人民银行金融消费者权益保护局局长、上海总部党委委员、研究生部党组书记、部务委员会副主席，以及中国人民银行研究局副局长、金融研究所副所长等职务。

本书编写者

焦瑾璞 戴新竹 李文伟 年四伍 于洋慧
黄婷婷 朱磊 姬明 高媛 卢静

本书受到上海研究院“中国黄金市场发展与国际化”项目资金资助，
为该项目成果。





| 上海研究院智库丛书 |

丛书主编 李培林

中国黄金市场国际化 与发展

Internationalization and
Development of Chinese Gold Market

焦瑾璞 等 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国黄金市场国际化与发展 / 焦瑾璞等著. -- 北京:
社会科学文献出版社, 2019. 6

(上海研究院智库丛书)

ISBN 978 - 7 - 5201 - 4767 - 5

I. ①中… II. ①焦… III. ①黄金市场 - 国际化 - 研
究 - 中国 IV. ①F832. 54

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 080567 号

· 上海研究院智库丛书 ·

中国黄金市场国际化与发展

著 者 / 焦瑾璞 等

出 版 人 / 谢寿光

责任编辑 / 连凌云

出 版 / 社会科学文献出版社 · 城市和绿色发展分社 (010) 59367143

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367083

印 装 / 三河市龙林印务有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 13 字 数: 167 千字

版 次 / 2019 年 6 月第 1 版 2019 年 6 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 4767 - 5

定 价 / 78.00 元

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

 版权所有 翻印必究

“上海研究院智库丛书”
编 委 会

主 编 李培林

副主编 李友梅 赵克斌 周国平

编 委 杨会军 朱 承 林 盼 李 青

目 录

CONTENTS

第一章 国际黄金市场格局 / 1
第一节 国际黄金市场发展沿革 / 1
第二节 国际黄金市场基本架构 / 8
第三节 国际重要黄金市场特点 / 17
第四节 国际黄金市场发展趋势 / 27
第二章 中国黄金市场发展现状 / 32
第一节 中国黄金市场概况 / 32
第二节 上海黄金交易所市场 / 42
第三节 黄金期货市场 / 49
第四节 商业银行黄金业务 / 52
第三章 中国黄金市场的国际化历程 / 59
第一节 参与主体的国际化融合 / 59
第二节 国内外市场密切联动 / 62

第三节 对外开放条件下的黄金管理改革 / 66

第四节 中国市场国际影响力不断加强 / 72

第四章 中国黄金市场国际化创新与实践 / 87

第一节 国际板启动 / 87

第二节 “上海金”启动 / 104

第五章 国际化黄金市场基础环境建设 / 114

第一节 健全黄金市场基础设施 / 114

第二节 创造稳健透明监管环境 / 138

第三节 坚持符合市场发展需求的税收政策 / 155

第六章 黄金市场发展机遇与挑战 / 162

第一节 后危机时代宽松货币政策下黄金市场的机遇与挑战 / 162

第二节 “一带一路”倡议下的机遇与挑战 / 165

第三节 互联网时代黄金市场的机遇与挑战 / 169

第七章 更加开放的黄金市场 / 188

第一节 形成开放战略新布局 / 189

第二节 打通双向开放新途径 / 193

第一章 国际黄金市场格局

第一节 国际黄金市场发展沿革

国际黄金市场从无到有，从简单到复杂，从封闭到开放，已有数千年的发展历史。总体而言，黄金市场经历了皇权垄断、金本位制、布雷顿森林体系、牙买加体系等时期，每个时期的黄金市场都有完全不同的时代背景和特征，而其不断演变的过程也是黄金的内在价值被不断发现和利用的过程。通过研究黄金市场的出现、发展与完善，不但能够帮助我们理解当前国际黄金市场的整体格局，还可以帮助我们判断未来国际黄金市场的发展趋势，从而长久地保持我国黄金市场稳定、健康的发展势头。

在金本位制出现之前，黄金主要由统治阶层所有。一方面，当时黄金的开采、冶炼等相关技术落后，生产力不足，导致其产量极低，因此黄金在当时十分稀缺；另一方面，黄金也常被视为君王的权力与财富的象征，并用于制作祭祀礼器。其制作、使用和保管都非常严格，只有特权阶层才能接触。因此，在皇权垄断时期，平民很难接触

或拥有黄金，黄金也无法实现大规模的流通。

在古代埃及（公元前 2000 ~ 公元前 1849 年），黄金被视为财富的象征，法老为掠夺黄金资源多次发动战争，黄金的流入极大地增加了国家的经济实力，并使其有能力发展水利和农业、营建宫殿陵墓等。考古学家从当时的墓葬中发现了大量的黄金，例如，图坦卡蒙法老的棺材使用了超过 100 公斤的黄金。在古罗马时期，黄金依旧扮演着十分重要的角色，不仅被用于铸造金币，也用于制造统治阶层的生活物品和祭祀。公元前 47 年，罗马大帝恺撒出兵击败古埃及，掠夺了数十吨黄金和数千吨白银，这些金银的流入增强了罗马帝国的实力。公元前 1 世纪左右，一种印有执政官安东尼头像的金币开始流通。

黄金在我国也有着悠久的历史，早在战国时期的楚国，一种名为“郢爰”的黄金货币开始流通。随着秦始皇统一六国，黄金成为法定货币。《汉书·食货志》对秦朝的货币体系做了详细的记载：“秦兼天下，币为二等：黄金以溢（通镒）为名，上币；铜钱质如周钱，文曰‘半两’，重如其文。而珠玉、龟贝、银锡之属为器饰宝臧（通藏），不为币。”在汉代，黄金主要体现其价值贮藏功能，多用于皇帝赏赐、大臣进贡或是大额交易中。考古发现汉代黄金货币主要有马蹄金、麟趾金、金饼、金版等形式，但马蹄金、麟趾金多用于皇帝和贵族的标准样品，而交易中多使用金饼和金版。

在漫长的封建时期，欧洲和亚洲各国普遍实行银本位制或金银混合本位制。到 13 世纪后期，法国、意大利等欧洲国家的部分商业城市开始铸造金币，1489 年英国首次铸成“金镑”，与银币一起流通。

从 15 世纪开始，西班牙和葡萄牙凭借地理大发现和海外殖民逐渐建立了海上霸权，并累积了大量金银货币。但随着 16 世纪欧洲大陆战争的爆发，西班牙和葡萄牙国力逐渐衰弱，最终在 1588 年英西



图 1-1 战国时期，楚国郢爰

资料来源：中国钱币博物馆官网。

海战中，英国海军以弱胜强击溃西班牙无敌舰队，成为新的海上霸主。同时期的荷兰也凭借发达的海上贸易使其经济得到了空前的发展，繁荣的海上贸易也让阿姆斯特丹成为当时全球最重要的贸易与金融中心。以国际贸易融资和债券发行量来评价，当时荷兰的融资规模是西方世界最大的，是最大的资本输出国，因此荷兰盾也在一段时期内充当了国际货币的角色^①。17 世纪，英法两国为了打击日益发展的商业竞争对手荷兰、掠夺海外资源、争夺国际贸易特权，先后与荷兰爆发了四次英荷战争和一次荷法战争。战争极大地削弱了荷兰的海上贸易实力，荷兰从此衰落，荷兰盾也因此未能成为真正意义上的国际货币。17~18 世纪的欧洲，法国经济实力最强，其黄金储备也高于英国，巴黎与伦敦是当时世界上的两大金融中心。但由于普法战争和

^① 林甜甜：《英美货币霸权演变及比较》，东北财经大学硕士学位论文，2013。

拿破仑战争的爆发，法国国力逐渐衰弱。特别在 1815 年的滑铁卢战役中，英国对法国取得胜利正式确立了英国在欧洲的霸主地位，而在金融方面，金本位与英镑霸权也随着英国国力的上升逐渐登上国际舞台。

1816 年，英国通过《金本位制度法案》，正式确立了黄金作为英镑纸币发行本位的法律地位；1819 年又通过了《恢复兑换条例》，进一步恢复货币与金块、金条的兑换，同时取消了对金币、金条的出口限制，这也标志着金本位货币制度的正式建立。金本位货币制度是以黄金为本位币的货币制度。在金本位制下，各国货币与黄金挂钩，每单位的货币价值等同于若干重量的黄金，各国货币之间的汇率则由它们的含金量之比（金平价）来决定。在历史上，金本位有三种主要形式：金币本位制、金块本位制、金汇兑本位制。

随后，在 19 世纪 60 ~ 70 年代，法国、德国、丹麦、瑞典、挪威、俄罗斯、日本等国也相继采用金本位货币制度，美国也在 1900 年开始实行金本位制，至此，当时世界上的主要国家均实行了这一货币制度，这标志着一个以英镑为中心的国际金本位货币制度正式建立。金本位制的推行和英镑霸权的建立与英国当时的经济、政治和军事实力密不可分。在工业革命时期，英国凭借强大的工业制造能力一举成为当时世界上最大的工业制品输出国和最大的海外投资国，伦敦也凭借繁荣的国际贸易和发达的金融体系成为当时的国际贸易金融中心，英镑也自然而然地成为当时全球使用最为广泛的货币，其货币霸权地位也就此确立。

然而，从 19 世纪后半叶至 20 世纪初期，美国、德国等国家的国民经济水平和工业制造能力也得到了快速提升，综合国力逐渐超越了英国，并在全球范围内与英国争夺黄金资源，增加本国黄金储备。然而，随着经济规模的不断增大，黄金储备量已无法满足国民经济活动

表 1-1 金本位时期各国货币供应比例*

比例	英美法三国		11 个主要国家		世界总体	
	1885 年	1913 年	1885 年	1913 年	1885 年	1913 年
1. 货币供应	100	100	100	100	100	100
黄金	23	10	21	10	17	10
白银	11	3	12	5	21	7
信用货币	66	87	67	85	62	83
纸币	25	19	27	22	27	25
活期存款	41	67	39	63	35	59
2. 储备货币	16	14	18	15	14	16
黄金	9	11	11	12	9	12
白银	7	3	7	3	5	4
3. 黄金白银总额	49	27	51	30	52	33
黄金	32	21	32	22	26	22
白银	17	6	19	8	26	11

* B. Eichengreen, 1985, p. 134.

的需求，因此，部分国家开始降低本国货币与黄金的兑换比例（即降低含金量），甚至连政府也不再维持本币含金量的稳定性，这进一步限制了黄金的自由兑换，国际金本位货币制度受到了冲击。

而在英国国内，由于经济危机的冲击和其他国家生产能力的提高，英国逐渐丧失了“世界工厂”的地位，其国际收支状况不断恶化，贸易逆差不断增大。为了缓和国内矛盾，英国政府开始干预市场，并限制黄金外流，这些政策进一步降低了黄金在全球范围内的自由兑换，削弱了国际金本位制度的基础。

随着 1914 年第一次世界大战的爆发，国际贸易秩序遭到严重破坏。为了限制黄金外流，以英国为代表的主要参战国相继颁布了黄金禁运法令，并宣布纸币禁止兑换黄金，严重损坏了国际金本位制度赖以生存的基础。此外，随着战争的不断发展，参战国为了维持巨大的

军费开支，大量发行纸币，由于失去了黄金的支持，纸币的价值衡量丧失了统一的基础，金本位制度趋于瓦解。一战结束后，英国政府颁布《新金本位制法》，确立了金块本位制，德国施特雷泽曼政府开始推行金汇兑本位制。然而随着 1929 年世界经济危机的爆发，各国大量发行纸币，金块本位制和金汇兑本位制也很快走向终结。英国于 1931 年 9 月 21 日宣布废除金本位制，美国也于 1933 年 3 月 4 日宣布放弃金本位制。至此，第一个国际货币体系由于黄金紧缺且分布不均衡和政府控制，最终退出了流通领域。

随着两次世界大战的爆发，英国经济受到重创，国力日渐衰弱，而同时期美国的经济、军事、政治实力却在不断提升。到第二次世界大战结束时，美国工业制品已占全球产量的一半，国际贸易额占全球的 1/3，黄金储备占全球的 59%，成为当之无愧的世界经济第一强国，为之后美元霸权的建立奠定了基础。

为了重新恢复被战争破坏的国际货币体系，英美两国于 1943 年分别从自身利益出发提出了“凯恩斯计划”即国际清算联盟方案和“怀特计划”即联合国外汇稳定方案，并最终促成了 44 个国家于 1944 年在美国布雷顿森林共同签署《国际货币基金协定》和《国际复兴开发银行协定》，布雷顿森林体系正式建立。

在布雷顿森林体系货币制度下，各国以黄金为基础，并以美元为主要国际储备货币，实行“黄金美元双挂钩”，简而言之，就是美元与黄金直接挂钩，各国货币再与美元挂钩；同时，各国间实行固定汇率制，确立美元为国际储备资产；此外，还确立了各国货币兑换性与国际支付结算原则和国际收支调节。

布雷顿森林体系的建立标志着以美元为中心的国际货币体系的正式建立，也确立了美元的国际货币霸权地位。布雷顿森林体系的本质是一种金汇兑本位制，即虽然黄金在美国国内无法流通，但其他以美



元作为储备的国家可以其持有的美元向美国换取黄金，其在国际货币体系的发展历程中具有十分重要的地位，促进了战后世界经济的重建和复兴，也为美国在全球范围内推行其经济和政治霸权提供了支持。

然而随着战后各国经济不断恢复，国际经济贸易快速发展，此时，以美元为中心的国际货币制度本身固有的矛盾和缺陷日益凸显。在布雷顿森林国际货币制度下，美元作为主要国际储备货币，在黄金生产较低的情况下，各国的国际储备的供应完全取决于美国的国际收支状况。如果美国的国际收支为顺差，美元储备将足以应付国际贸易的需要；但如果美国的国际收支为逆差，则各国美元储备资产将过剩，从而导致美元危机。这个矛盾在经济学界被称为“特里芬难题”，由于该难题一直无法得到妥善解决，因此，布雷顿森林体系下的国际货币制度变得十分不稳定。

然而进入 20 世纪 50 ~ 60 年代，美国经济逐渐走弱，其国际收支持续逆差，导致美元大量流出，黄金储备大幅下降，引发美元危机。1971 年 7 月，第七次美元危机爆发，为了减少黄金流出，8 月 15 日，尼克松政府宣布“新经济政策”，并关闭“黄金窗口”，随后两次宣布美元兑黄金贬值。到 1976 年，主要工业国家货币兑美元均采用了浮动汇率制度，布雷顿森林体系正式瓦解。

在布雷顿森林体系解体后，国际社会积极探索新的国际货币体系，经过多方努力，最终，国际货币基金组织临时委员会于 1976 年 1 月 8 日在牙买加首都金斯敦会议上通过的关于国际货币制度改革的协议，即“牙买加协议”。其主要内容包括：取消平价和中心汇率，允许会员国自由选择汇率制度；废除黄金官价，各国中央银行可按市价自由进行交易；减少黄金的货币作用，使特别提款权成为主要国际储备资产等。随着牙买加协议的签署，国际货币体系逐渐走向多元化格局，而黄金的非货币化进程也正式开始，信用货币正式登上历史的舞台。

牙买加体系的建立也推动了黄金非货币化的进程，加之政府对于黄金管制的放松，为黄金市场的快速发展提供了基础。例如美国政府于1975年1月解除长达40余年的黄金持有禁令，宣布居民可以持有黄金，促使纽约商品交易所（COMEX）于同年推出了黄金期货交易。之后，国际黄金市场逐渐发展成为以伦敦为中心，苏黎世为运转中心，链接香港、东京、纽约、上海等地的全球运作模式。1993年以后，随着黄金衍生品市场的快速发展，黄金产品也更趋多元化。

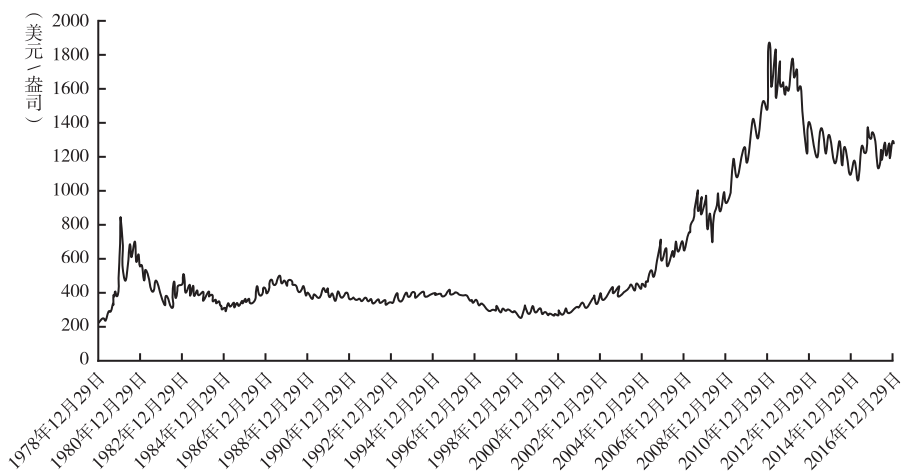


图 1-2 1978 ~ 2017 年国际黄金价格走势

资料来源：世界黄金协会。

第二节 国际黄金市场基本架构

黄金市场是一个真正的国际性市场，黄金交易几乎在所有时区持续进行。世界各地的投资者通过交易和套利产生当地的黄金交易价格，而各地的黄金价格彼此关联，并跟随主要市场价格运转。目



前全球共有 40 余个黄金交易市场，其中交易规模和影响力较大的地区市场包括英国伦敦金银市场协会（LBMA）、美国纽约商品交易所（COMEX）、上海黄金交易所（SGE）、瑞士苏黎世黄金总库（ZGP）、日本东京工业品交易所（TOCOM）、香港金银业贸易场（CGSE）、新加坡国际交易所（SGX）、印度孟买多种商品交易所（MCX）等。

按交易方式划分，黄金交易可以分为场内交易（Exchange Traded）和场外交易（OTC）两种。场内交易是指在交易所提供的场所以及由此延伸出来的电子交易平台之上，由交易者平等参与，按照“价格优先、时间优先”的原则达成的交易。例如美国纽约商品交易所、上海黄金交易所、上海期货交易所、迪拜商品交易所等的黄金产品交易主要采用场内交易的方式来进行。场外交易是指在交易所外由买卖双方直接询价完成的交易，也称 OTC 市场（over-the-counter）交易。目前，国际上规模较大的场外黄金交易市场有伦敦黄金市场、瑞士苏黎世黄金市场、上海黄金交易所的询价市场等。

按交易标的划分，黄金交易可以分为黄金现货交易和黄金衍生品交易。黄金现货交易主要包括现货实盘交易、现货即期交易等；而黄金衍生品是从黄金现货产品派生出来的衍生金融工具，例如期货、期权、远期、掉期等。黄金衍生品交易一般设有一定比率的保证金，因此具有杠杆效应，且保证金比率越低，杠杆越高，交易风险也会越大。目前，英国伦敦金银市场协会（LBMA）黄金市场、瑞士苏黎世黄金市场、上海黄金交易所市场主要进行黄金现货交易，而美国纽约商品交易所、上海期货交易所、迪拜商品交易所等主要进行黄金期货交易及衍生品的交易。