

CFO 调查结果：中国黄金储量应三倍！？

作者：Claude B. Erb 和 Campbell R. Harvey*

中国的官方黄金持有量为 1,054 吨，居世界第六。然而，仅 SPDR GLD 一家上市基金的黄金持有量就高于中国。此外，黄金仅占中国的外汇储备的 1.7%——这与美国（76.3%的储备）和德国（73.5%的储量）形成了强烈的反差。¹

杜克大学 CFO 调查结果

在最近的杜克-CFO 全球经济展望调查中（详见 <http://cfosurvey.org>），我们询问了中国的 CFO 们对于中国黄金持有量的看法。问卷回答者主要来自制造企业，这些企业的平均年销售收入约为 4.4 亿美元，平均员工人数为 1,650。

在 43 名问卷回答者中，62.8%的人认为，应该增加黄金持有量。只有一位回答者认为，应减少黄金持有量。

我们还询问了 CFO 们对于 2015 年中国黄金持有量应达目标的想法。令人惊讶的是，CFO 们认为黄金的官方持有量应当至少为现在的三倍，达到 3,616 吨。

在我们的研究报告“金色的困境”中，我们做了如下的计算。美国的黄金持有量（以吨为单位）占 GDP（以十亿美元为单位）的 0.56。而目前在中国的占比仅为 0.18。中国还需要增加多少黄金储备才能达到美国的水平？结果是 3279 吨——这与我们的问卷调查结果惊人的接近。

黄金持有量是否有可能达到 3000 多吨？自 2000 年第一季度至今，中国积累的黄金比任何国家都多。在此期间，中国增加了 690 吨黄金——每年约 50 吨。²实际上，全世界 2011 年的黄金产量仅有 2700 吨，³而珠宝首饰和牙科加工就消耗了其中的 2,425 吨。如果要达到 3616 吨的目标，中国就必须在未来三年每年积累 800 吨，这似乎是不可行的。

中国的黄金战略

* http://www.duke.edu/~charvey/short_bio.htm

¹ 详见 World Gold Council (2013) World Official Gold Holdings。

² 2009 年 4 月，中国宣布购买 454 吨黄金。然而，这次收购持续了六年，因此相当于每年购买 76 吨。

³ 详见 [U.S. Geological Survey](http://www.usgs.gov)。

持有黄金的原因通常至少有两个：其一，个人不信任政府维持货币稳定的能力；其二，一国担心其贸易伙伴所用货币的稳定性。鉴于美国和欧洲动荡的经济形势，中国有充分的理由相信美元和欧元是有风险的。⁴

购买黄金是中国转换其大量的美元和欧元储备的方式之一。中国至少有三个选择：1) 继续增持有外汇风险的贸易伙伴的货币；2) 将部分外汇储备转化为黄金或其他实物资产；3) 开始用人民币交易。

美国的开国国父之一本杰明·富兰克林指出过：“怀疑、审慎，安全之本”。如果中国继续增持美元和欧元，它将在缓解如下事实上毫无作为：它质疑其贸易伙伴的意图。如今做法只是拖延现状。

是否有理由相信美元和欧元未来会贬值？当然。常识告诉我们，应该为负面结果做好准备。美元和欧元的价值一定会一降为零？也不是。但出于经济安全的考虑，我们需要更加多样化的经济贸易工具。

还应当考虑到，万不得已的投资很少能获得一个很好的价格。每年 200 吨的积累速度会造成黄金价格的飙升，更不用说每年 800 吨了。原因在于世界上所有的黄金都已经被一些人占有，所以出高价收购是积累大量黄金储备的唯一途径。

美国投资家沃伦·巴菲特喜欢说，“付出的是价钱，买到的是价值”。黄金的价值可能不会因为中国增加购买量而增加，但黄金的价格却会增加。然而，正如我们在我们的研究报告中所说，⁵除去通胀因素后的黄金真实价格已经很高了。如果中国在未来的一年中购买所有新开采的黄金，黄金价格可能会增加一倍。我们可以近似地认为相对于高涨的黄金价格，美元和欧元已贬值了一半。此外，中国大量购买黄金将进一步推高黄金价格，进而增加现黄金持有者的财富。中国大量的黄金购买将主要使中国以外的金主收益。

最终，人们可能会把持有黄金当成一种非常昂贵的用来应对美元和欧元大幅贬值的保险方式。

稳健的货币

⁴ 日本为中国的第三大贸易伙伴国。然而，与美国和欧洲不同的是，中国对日本有贸易逆差，并没有日元储备。

⁵ Erb 和 Harvey (2013) 指出，如果黄金价格恢复到其均值，则目标价格将会为 780 美元。

1948年后，德国马克被看作一种稳健的货币，因为德国的货币政策基本与“金本位制”趋同，而不是因为德国的黄金储量。它被看成是一种稳健的货币是因为德国人遵循稳健的经济政策：通过增加出口、维持低通胀，鼓励公民和政府不要超额消费来促进经济增长。

通过购买黄金来减少中国面临的美元和欧元贬值风险也许可以给中国一些心理安慰。然而，用美元和欧元换黄金可能是非常昂贵的。遵照类似“金本位制”的经济政策（不将美元和欧元转换成黄金，而转换为一种货币供给增速期望较低的货币），可能对中国更加有利。

这对中国意味着什么？黄金也许是经济政策成败的晴雨表。与其投资晴雨表，不如采取负责任的经济政策。

经济政策

只要中国奉行审慎的经济政策，其现有的黄金储备已足够保证经济的正常运行。事实上，一个在稳健的经济政策下平稳运行的经济体甚至可能并不需要任何黄金储备。可以这样想：中国有更多的黄金储备就可以发展的更好更快吗？很可能不会。接下来我们要想想，中国是否会更好是否取决于其外汇收入是黄金、美元还是欧元。

最保险的方式是政府和个人都遵循稳健的经济政策。首先，政府、企业和家庭应适量借债。第二，政府应该努力消除长期赤字。第三，中国应保持适度的贸易顺差。第四，政府应确保社会福利制度（如养老金和医疗保健）是可持续的。

我们可能很难找到一国黄金储量与其经济健康程度的直接关系。遵循审慎的经济政策才是治本之策。

结论

持有大量的黄金，并不能保证经济的稳定。经济的增长和稳定应当来自于审慎的经济政策。这就是说，虽说我们不能只着眼于黄金储备，然而当黄金只占外汇储备的1.7%时，我们应当对于中国的风险管理提出质疑。中国似乎应当把不同的风险管理的方法放入其讨论日程，以便有效地管理其庞大的外汇储备带来的风险。黄金的作用应该是其中的一部分。

作者联系方式

欢迎电子邮件联系杜克大学 Fuqua 商学院著名金融学教授 Campbell R. Harvey: cam.harvey@duke.edu.

注释

杜克大学商学院官方网址链接:

- <http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/ChinagoldC.pdf>

详细研究报告，及更多有趣的信息，可通过以下链接获取

- Erb, Claude B. and Campbell R. Harvey, 2013. The Golden Dilemma. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2078535>

(翻译: 王晓璐, 杜克大学经济系硕士一年级)