



從古至今~談抗通膨資產・黃金

元大期貨資深協理◎陳昱宏

黃金變遷沿革，回顧歷史的關鍵時刻

2021年8月6日，黃金盤中一度創下2,063美元/盎司的歷史天價，黃金兇猛的漲勢也留下對未來無限的想像空間。那麼，歷史上黃金創過幾次新高？再者，背後推動金價大漲的因素又有那些呢？以下先從歷史角度來進行回顧。

1. 黃金貨幣時期 西元前550年-1870年代

世界上首批金幣最早出現於西元前550年，由呂底亞（土耳其境內的地區）國王克羅伊斯下令鑄造。在紙幣出現前，金幣在許多國家作為流通貨幣。紙幣發行後，其與黃金的關聯性仍存在（可依照比例兌換黃金）。

2. 古典金本位時期 1870年代-1914年

1870年代，英國、葡萄牙以及德意志帝國先後實質採用金本位制，到1900年，除了中國和部分中美國家外，原先採用銀本位、雙金屬貨幣制國家紛紛轉向金本位制，進入古典金本位時期。一直延續到第一次世界大戰，國際貿易進行大受影響，致使各國在將其貨幣兌換黃金時發生困難，金本位制度崩潰為止。此外，在兩次世界大戰期間，人們

不時嘗試回歸純粹、古典的金本位制度，但都未能成功延續。

3. 布雷頓森林體系時期 1944年-1971年

為了重建國際貨幣秩序，恢復國際貿易，1944年7月，共44個國家的代表舉行「布雷頓森林會議」，簽訂「布雷頓森林協議」，採取「固定匯率」使美元與黃金掛鉤、成員國貨幣和美元掛鉤，實行可調整固定匯率制度，且訂定兌換比率為「35美元兌換一盎司黃金」。這也是金價最早開始被國際紀錄、交易的價格。後來1960~1970年代爆發多次美元危機，1971年12月，尼克森頒布法令，宣布美國聯準會（Fed）拒絕向國外中央銀行出售黃金，美元與黃金掛鉤的體制名存實亡。1973年2月美元進一步貶值，世界各主要貨幣受投機客打擊被迫實行浮動匯率制，至此，布雷頓森林體系完全崩潰。

4. 第一次牛市來臨 1971年-1980年

黃金與美元脫鉤後，金價一路走揚，1973年一舉突破100美元，接著於1979年飆升至500美元，到了1980年1月20日更是創下歷史新高每盎司850美元，第一次牛市來臨，主要受到「地緣政治」以及「通貨膨脹」兩個因素的影響。首先，1979年伊朗爆



Cover Story

發「伊斯蘭革命」加上同年蘇聯入侵阿富汗，國際情勢緊張；此外，伊朗停止出口石油60天，導致原油從每桶13美元上漲至41美元，引發通膨遽增。在此背景下，避險買氣與保值需求激勵黃金上衝創下歷史新高，不過由於美國政府隨後透過控制貨幣供應量、削減開支等干預，黃金第一波牛市宣告結束。

5. 第二次黃金牛市 2005年-2012年

2011年9月6日，黃金市場火熱，現貨交易甚至突破每盎司1,920美元，再度刷新歷史新高，締造黃金第二次牛市。第二輪牛市行情可說是受到「金融風暴」以及「地緣政治」影響的結果。首先，金融體系從2005年開始，經濟數據便出現一些警訊，金價悄悄走揚。到了2007年，當房價開始進入惡性循環下跌，「次級貸款」出現大量違約，引發一連串衍生性商品的風暴，金融體系接近崩潰，風暴持續蔓延全球。金融市場的恐慌促使投資人將資金從債券、股票抽走，買入「保值」的商品，使黃金、原油等避險買盤十分強勁。2006年爆發的「第二次黎巴嫩戰爭」，2010年引發的「阿拉伯之春」，以及2011年「利比亞戰爭」等皆對國際情勢造成衝擊，支撐黃金避險情緒，推了黃金一把，帶動第二波牛市再創歷史新高。

6. 第三波牛市來臨 2020年-迄今 2013年由於美國前聯準會

主席柏南克首次釋放縮減購債規模的訊號，市場出現「縮表恐慌」，引發金融市場大幅震盪，也導致金價重挫，之後隨著美國升息以及縮表，金價態勢低迷，直到2019年底才出現好轉。2020年1月，一種新型新冠病毒突然爆發感染，並蔓延至全球，各地被迫採取嚴格的封鎖措施，以避免出現醫療超出負荷的情形。2021年3月，美國聯準會（Fed）出手，一連降息接近至0-0.25%或朝向無限量QE，透過購買公債、公司債及ETF等挹注大量資金希望改善市場流動性不足的問題，隨後逐漸取得成效。在低利率、低資金成本且高通膨的預期下，黃金價格不斷上行，表現強勁，並於2020年8月6日一度達到每盎司2,063美元，寫下歷史新紀錄，隨後雖然有所回落，但依舊維持高檔整理。

回顧黃金歷史可以發現，當「國際局勢」緊張或是處於「寬鬆、低利率」的環境，將有利於金價的表現。



圖 1、黃金價格歷史走勢圖
資料來源：Reuters, 元大期貨 - 研究部 (YFRD)
資料期間：1968年3月 - 2021年7月



金價波動分析，影響行情的多空因子

1. 供需基本面

(1) 黃金供給面

黃金的供給與需求就像拔河一樣，相互牽動黃金價格波動。首先，在供給方面，最直接影響的就是全球金礦的產量，以2020年全球金礦產量前五大國來看，依序分別為中國、澳洲、俄羅斯、美國以及加拿大，前五

大國合計共占全球約44.58%的金礦產量。金礦的產量會受到很多因素的影響，例如：勞資雙方合約談不攏導致工會發起罷工、新的投產探勘情況、金礦含金量的變動、因應疫情增強防護措施導致生產效率下滑等。此外，若依礦山產量來看，2020年全球前3大礦山分別為位於美國的Nevada Gold Mines、位於印尼的Grasberg以及位於俄羅斯的Olympiada。

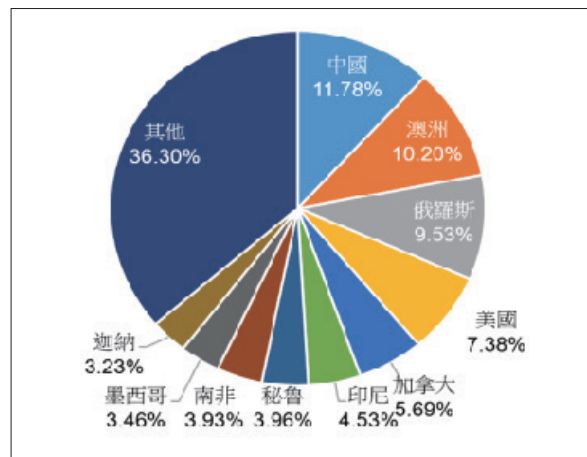
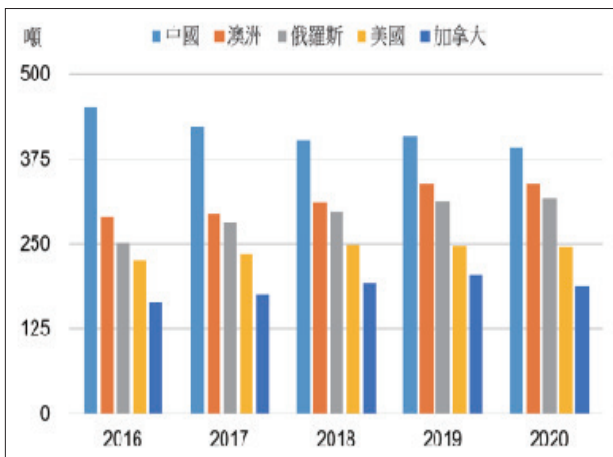


圖 2 及 3、2016-2020 年全球各國黃金產量與占比
資料來源：Reuters、YFRD；資料期間：2016 年 1 月 -2020 年 12 月

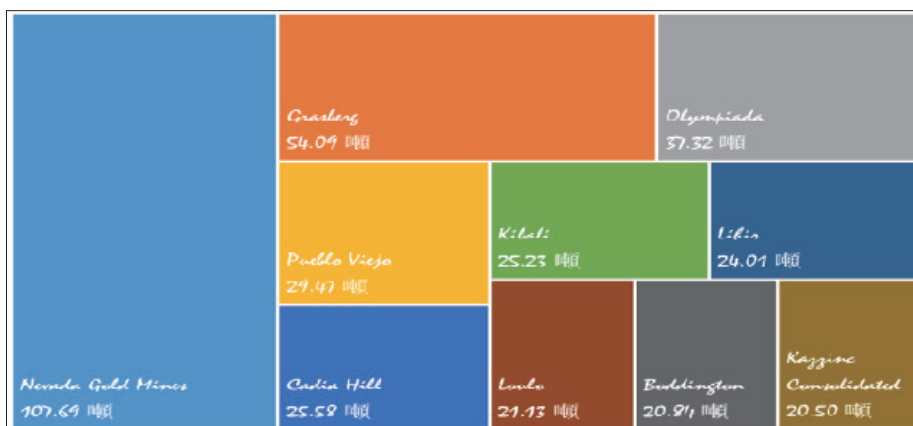


圖 4、2020 年全球前 10 大金礦產量
資料來源：Reuters、YFRD；資料期間：2020 年 1 月 -2020 年 12 月



Cover Story

(2) 黃金需求面

黃金需求面可分為央行與機構購買、投資需求及實體需求。

A. 在央行與機構購買黃金方面，由於持有黃金可以抵禦通貨膨脹或是其他形式的金融風險，因此央行會根據國際情勢，貨幣政策、避險需求等調節黃金持倉部位。

B. 在投資需求方面，ETF將根據其所擁有的資產管理規模，建立適當的黃金持倉部位，以全球最大的ETF-SPDR Gold Shares (GLD) 來說，截至8月11日止，GLD共持有1023.54噸黃金；若以路透統計的黃金ETF總持倉量來看，ETF共持有2058.00噸黃金。透過觀察黃金ETF持倉增減可以了解市場對黃金投資需求的變化。

C. 在實體需求方面，黃金因其天然美 (Natural Beauty) 以及光澤亮度加上稀有性，而被視為珍寶，甚至許多文化傳統都將黃金視為太陽的象徵。而對黃金珠寶、金飾需求前2大國家分別為中國以及印度。中國春節講求喜氣為傳統黃金需求旺季，在春節前後大幅帶動珠寶、金飾等消費；印度方面，結婚金飾消費可觀，由於大多數新人會選擇在11月至隔年

5月間結婚，此時實體需求強勁，5月14日的佛陀滿月節為印度教徒的神聖節日，在這期間購買黃金被認為是吉祥的，另外10月至11月中旬的印度排燈節也將購買黃金作為慶祝活動的一部分。整體來說，實體需求有一定周期性。

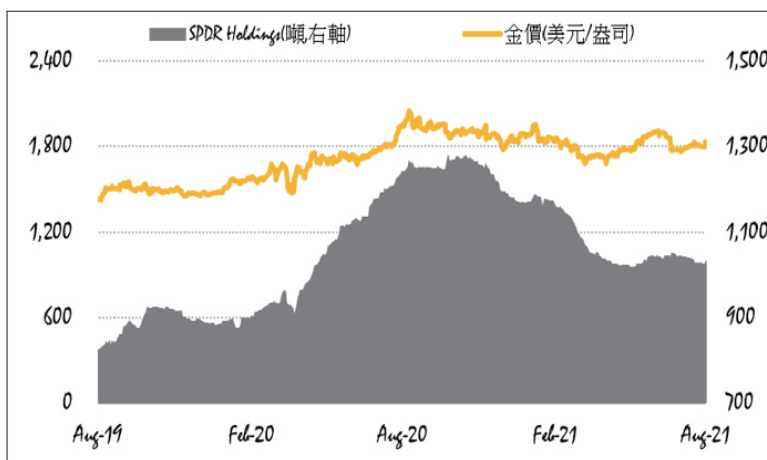


圖 5、SPDR Gold Shares (GLD) 黃金持倉量與金價走勢圖比較
資料來源：SPDR、YFRD；資料期間：2019年8月-2021年8月

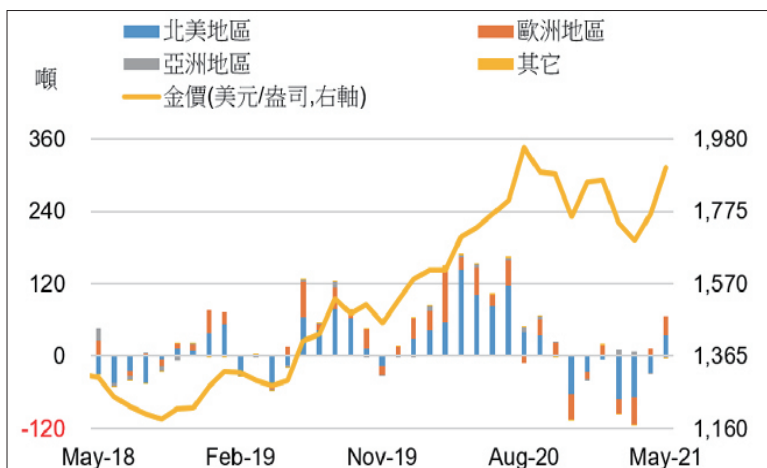


圖 6、全球黃金 ETF 持有量變動
資料來源：WGC、YFRD；資料期間：2018年5月-2021年5月



2. 黃金市況面

可能影響黃金價格的因素包含美元、利率、通貨膨脹及避險情緒等。

(1) 美元

由於黃金交易主要以美元計價，因此黃金與美元的走勢通常呈現負相關。具體來說，若美元升值，其他貨幣國需花費更多該國貨幣購買黃金，導致需求減弱，金價下跌；反之~若美元貶值，其他貨幣國僅需花

費較少該國貨幣便可購買黃金，導致需求提升，金價上漲。除此之外，可能透過美元間接影響黃金的因素較多，例如：經濟前景預期、美國聯準會（Fed）利率決議、存款與債券利差、市場避險氛圍等。

(2) 利率

美國聯邦公開市場委員會（FOMC）每年召開8次會議決定美國基準利率，將根據經濟前景、數據等訂定基準利率目標區間，

尋求經濟成長、就業與通貨膨脹間的平衡。若景氣衰退或是通膨不如預期，將啟動降息增加市場流動性；若景氣過熱或通膨超乎預期，將啟動升息以防止泡沫。而美國基準利率與美債殖利率呈正相關，現實普遍採用美國十年期公債殖利率做為無風險利率，亦可視為投資黃金的資金成本。若無風險利率下滑，購買黃金成本降低可望推升需求，帶動黃金上漲；若無風險利率上升，購買黃金成本增加將打擊黃金需求，壓抑黃金下跌。

(3) 通貨膨脹

黃金具有抗通膨特性，通貨膨脹升溫時，可透過持有黃金對抗。通貨膨脹數據可以參考美債平衡通膨率，美國平衡通膨率為美國同天期公債與抗通膨債券殖利率的差值。若預



圖 7、美元指數與金價走勢
資料來源：Reuters、YFRD；資料期間：2019年8月-2021年8月



圖 8、10年期美債殖利率與金價走勢
資料來源：Reuters、YFRD；資料期間：2018年8月-2021年8月



Cover Story

期通膨將上升，美債殖利率上升，而美國抗通膨債券殖利率將下降，導致美國平衡通膨率上升，反之亦然。

(4) 避險情緒

當國際情勢緊張、局勢動盪或疫情蔓延等，避險氛圍將提升，市場拋售風險性資產，資金轉向避險性資產如黃金等，有利金價表現。

3. 黃金籌碼面

美國商品期貨交易委員會（CFTC）的 Commitments of Traders（COT Reports）是期貨交易重要報告。

COT Reports，是CFTC每周五發布的報告。這份報告將市場內的交易者分為3類並分別記錄和統計這3類交易者在當周周二收盤時的倉位分佈，投資者從而可以對當周市場內各商品期貨的供求狀況有個大概瞭解。報告的主要作用在於為投資者提供較為及時的各個期貨市場內交易情況的信息，增進期貨交易市場透明度。

黃金投資價值，擁抱黃金的多種管道

談到怎麼買黃金，大部分民眾大多想到兩種商品：實體黃金、黃金存摺，但除此之外，隨著衍生性商品市場的發展，進入門檻低，且不需要保管成本的黃金期貨也成為市場熱門的黃金投資選項。

而在進行黃金交易的時候，還須考慮到交易成本，包含價差成本，即（賣出價-買入價）/買賣均價，其中買入價為交易對手向你買進黃金的報價；賣出價則為對方賣給你的報價。而期貨交易部分還需留意到手續費，黃金基金除了手續費，還會有管理費，各種黃金交易管道的投資成本比較如表1。

以下進一步說明各類黃金投資管道：

1. 黃金存摺（紙黃金）

黃金存摺是客戶在銀行開立帳戶後，銀行發給一本存摺，客戶視銀行當時揭示的黃金存摺牌告價格，可決定是否透過親自到銀

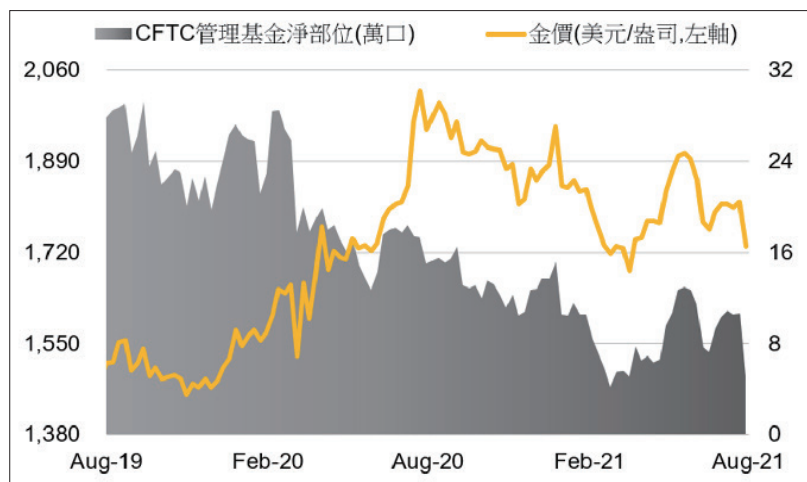


圖 9、CFTC 管理基金部位與金價走勢
資料來源：Reuters、YFRD；資料期間：2019 年 8 月 -2021 年 8 月



表1、黃金投資成本比較表

管道	類別	價差成本	持有成本	換匯成本	實體黃金提領
黃金存摺	臺幣黃金存摺	○	X	X	○
	美元黃金存摺	○	X	○	○
黃金 ETF	臺股黃金 ETF	○	管理費、指數授權費、手續費等	X	X
	美股黃金 ETF	○		○	X
黃金期貨 /CFD	黃金 CFD 交易	○	利息	○	X
	黃金期貨	○	手續費	○(外期)	X
黃金現貨	臺銀金、一銀金	○	手續費	X	○
實體黃金	銀樓金條金飾	○	保存成本	X	○
	銀行金條金幣	○	保存成本	X	○

資料來源：YFRD 整理；資料日期：2021 年 8 月

行櫃檯或是自動化設備進行單筆買賣。

許多家大型銀行都可以開立黃金存摺帳戶，例如：臺灣銀行、第一銀行、元大銀行等。而黃金存摺的特色包含買進黃金+銀行幫你保管、無利息產生、可兌換實體黃金、適合長期持有、交易成本中等，以及不適合頻繁買賣賺價差等等。

交易成本則包含買賣價差，交易美元黃金存摺需考慮的換匯成本、開戶費、提領現貨須補價差，以及稅金等等。

2. 黃金ETF

黃金ETF投資是大部分基金財產以黃金為基礎資產進行投資，緊密跟蹤黃金價格，並在證券交易所上市的開放式基金。由黃金生產商向基金公司寄售實物黃金，隨後基金公司以此實物黃金為依託，在交易所內公開發行基金份額，銷售給各類投資人。

國內黃金ETF交易是在證券商開戶，交

易上幾乎等同買賣臺灣股票，還可以信用交易。目前元大一共發行了3檔黃金ETF，分別為元大標普黃金ETF（00635U）、元大標普黃金反1 ETF（00674R）、元大標普黃金正2 ETF（00708L）；國外黃金ETF交易則可考慮SPDR發行的SPDR Gold Trust（GLD），是最大也是歷史最悠久的海外ETF，iShaes發行的iShares Gold Trust（IAU）則是次大。這兩檔ETF都是追蹤黃金指數，透過美股券商都能夠買進，當然還有更多其他的ETF，不過規模較小，而美股券商最大的好處就是交易成本往往都極低，而且美股ETF管理費也都很低。

3. 黃金CFD（差價合約）

黃金差價合約（CFD）是一種運用保證金來放大槓桿的買賣方式，和期貨交易非常的像，但並沒有實體的商品，主要是「買賣合約」。



Cover Story

CFD的優勢包含交易成本極低（用保證金交易）、小資金就可以開始、多空都可操作、適合短線頻繁操作等，但要注意須避免槓桿太大。

交易成本包含隔夜費用（因交易差價合約的概念類似於融資買進，因此融資的資金會有利息）、換匯成本，及買賣價差等。

交易人可透過槓桿交易商（從事店頭衍生品交易）開戶買賣黃金CFD差價合約，目前國內槓桿業務係由期貨商兼營，例如元大期貨及群益期貨都有相關產品。

4. 黃金現貨

現貨黃金由各黃金交易商建立交易平台，以槓桿比例的形式進行網上買賣交易。通常也稱現貨黃金是世界第一大股票。因為現貨黃金每天的交易量巨大，日交易量約為20兆美元。現貨黃金市場沒有莊家，市場規範，自律性強，法規健全。

目前在櫃買中心「黃金現貨交易平台」登錄買賣的黃金現貨有「臺銀金（AU9901）」及「一銀金（AU9902）」等兩檔，投資人用一般任何券商的證券戶就可以買進黃金現貨。

黃金現貨不必去銀行開設黃金存摺，交易成本也較黃金存摺低（買賣價差較小），還可申請提領實體黃金，同時買入與賣出價格為銀行提供，沒有交易量與流通性的問題。

交易成本則包含手續費、買賣價差、提領實體黃金費用，以及稅金等。

5. 實體黃金

實體黃金投資，指的是包括金條、金幣以及黃金首飾，以持有黃金實物作為投資。黃金作為國際硬通貨，具有很強的保值增值作用，並且黃金的價值是自身所固有的和內在的。

實體黃金的優點是看的到又摸的到，但因純度難以完全從外認證，坊間回收價通常低很多，加上手續費太貴，且保管不易，又有保存風險，是投資中較不被選擇的方式，然交易成本的部分則以買賣價差及加工費為主。

6. 黃金期貨

黃金期貨是以黃金為交易對象的期貨合約。如一般的期貨合約一樣，黃金期貨合約也載有交易單位、品質等級、期限、最後到期日、報價方式、交割方法、價格變動的最小幅度、每日價格變動的限度等內容。

黃金期貨的買賣交易成本低（保證金交易），也就是進入門檻低，且不需要保管成本，加上多空都能操作，且兼具避險功能，是彈性很大的黃金投資選擇，惟槓桿交易波動大，比較適合熟手操作。

交易成本包含手續費、轉倉成本（雖然沒有利息成本，但因為期貨合約會到期，要進行一次換倉轉換到新的月份，換句話說就是會產生一次價差成本）、期交稅、海外所得稅等。

黃金作為一種戰略性資產，提高了投資組合的風險調整收益，在減少損失的同時提供了收益，並在市場壓力較大時提供了流動資產以償還債務，同時黃金不論經濟好壞皆



表2、國內黃金投資工具比較表

商品別	黃金存摺	黃金現貨	黃金期貨	黃金 CFD	實體黃金	黃金 ETF	類股基金
金價連結	高	高	高	高	高	高	低
黃金轉換	可	可	可	否	可	否	否
交易場所	各家銀行	櫃買中心規定	期交所規定	店頭市場	銀行銀樓	證交所	各投信
交易成本	買賣價差	手續費	手續費	買賣價差	買賣價差	手續費	手續費
報價方式	銀行牌告	集中報價	集中報價	交易商報價	公會報價	集中報價	淨值
其他費用	無	無	無	無	無	管理費	管理費
組成方式	實體黃金	實體黃金	實體黃金	實體黃金	實體黃金	黃金期貨	股票
相關稅負	所得稅	所得稅	期交稅	所得稅	所得稅	證交稅	所得稅
槓桿效果	無	無	有	20 倍	無	可融券	無
交割帳戶	黃金帳戶	證券帳戶	期貨帳戶	保證金帳戶	現金交易	證券帳戶	投信帳戶

資料來源：YFRD 整理；資料日期：2021 年 8 月

有其投資價值，很適合投資人在比較優缺點之後（表2），選擇適合自己的投資工具，在投資組合中配置一定比例的黃金。

通膨隱憂下 黃金期貨現況與展望

6月16日美國公開市場委員會（FOMC）政策會議後，最新利率點陣圖顯示，在18位官員中，有13位官員預計到2023年底可能需要升息2次，並調升經濟及通膨預測，且提到未來可能進行更多縮減QE的討論。這推動美元升至逾兩個月高位，削弱了黃金對持有其他貨幣投資人的吸引力，並幫助美國公債殖利率跳漲，提高了持有無收益黃金的機會成本。自此黃金便隨著市場對於美國聯準

會（Fed）收緊寬鬆的預期上下起伏，儘管美國6月失業率意外上升至5.9%，加上Fed主席鮑威爾一再強調：目前離充分就業及實質性進展尚有一段距離，經濟復甦的進展還不足以開始削減央行每月的資產購買規模，一度淡化市場對Fed升息時程提前的預期，令金價重新抬頭；不過美國7月非農新增就業人數94.3萬人，高於經濟學家預估的84.5萬人，且是近一年來新增就業的最快速度，加上Fed副主席克拉里達表示：如果經濟運行順利，Fed可望在2023年開始升息、達拉斯聯邦儲備銀行行長卡普蘭也認為：Fed應盡快開始逐步縮減購債計畫，這樣可以讓Fed在升息方面留有更多餘地，近期Fed官員鷹聲頻頻令市場認為Fed有更多動力，提早升



Cover Story

息和削減每月1,200億美元資產購買規模，而這樣的預期心理又導致黃金價格再次走跌。

而通膨對金價來說也如同雙面刃，因為通膨威脅升高固然彰顯黃金傳統上作為抗通膨資產的吸引力，提升黃金的價值；但另一方面，市場也逐漸擔憂通膨上揚會引來聯準會的注意，有可能在某個時點就會暗示將縮減購債規模，從而對金價造成壓力。

不過從供需基本面來看，世界黃金協會（WGC）數據顯示，7月流入全球黃金交易所交易基金（ETF）的資金略有增加，較6月成長11.1噸（0.3%），其中歐洲市場黃金ETF流入了17.1噸，亞洲以及其他地區的黃金ETF持倉分別增加1噸與0.3噸。呼應WGC之前公布第二季全球黃金消費及投資需求有所提升，全球黃金總需求量達到955.1噸，較第一季成長9%，預計全年全球金飾需求可能在1,600至1,800噸之間，遠高於2020年金飾需求量的看法。

同時，第二季印度黃金投資需求年增6%至21噸，上半年印度黃金需求也年增30%至216.1噸，儘管仍是相對較低的水準，但也暗示一旦疫情能夠獲得控制，印度的黃金需求將還有很大的恢復空間。除此之外，香港政府統計處公布的數據顯示，6月中國自香港淨進口黃金30.89噸，較5月的21.78噸增加42%，創下2019年12月以來的次高；1到6月中國自香港淨進口黃金約130噸，中印主要需求國的黃金買氣回溫，也提供金價支撐。

花旗銀行預期央行可能在未來兩年，合計將購買逾1,000噸黃金，包含2021年購買

500噸與2022年購買540噸，都遠高於2020年的326.3噸，而WGC 6月公布的一項調查也顯示，全球約有五分之一的央行，計畫在未來一年增加黃金儲備，元大期貨研究團隊認為：雖然目前黃金市場都聚焦於Fed的政策動向，受緊縮預期影響，美元反彈令金價遭遇不少阻力，但因利率仍將維持在低水準，而政府債務也居高不下，加上即使是全球的疫情正式結束之後，疲弱的經濟環境也還將維持相當一段時間，再考量到地緣政治緊張，以及股市可能的震盪等因素，避險需求都將繼續成為支撐金價的動力，配合央行購金腳步持續，短線上黃金雖然上檔發揮空間不大，但低利環境、ETF買氣，及實體需求回升的支撐，還是有利黃金站穩腳步，尚且還不至於邁入下行趨勢，尤其在中長期需求強勁下，黃金投資依舊是國人熱衷的投資標的。

