



对俄罗斯央行

停止增持黄金储备的解读

联系人 李婷
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点

整体看来，欧洲一些黄金储备量高的发达国家央行，在2008年金融危机及之后又出现欧债危机的影响下，已基本上已停售黄金。新兴市场国家经济快速增长，而其外汇储备中黄金的占比又非常低，它们有动力大量购入黄金以实现外汇储备的多元化。这两方面的因素导致全球央行的黄金储备持续十年增加。

虽然目前俄罗斯央行由于疫情对经济的冲击而暂停增持黄金，但并不会影响其他新兴市场国家央行的黄金储备的趋势，全球黄金储备量有望继续增加。

一、俄罗斯央行宣布停止购买，全球最大黄金买家收手

近些年来俄罗斯一直在大量购入黄金。但在金价在 2020 年 3 月创 7 年新高之际，俄罗斯央行在 3 月 30 日宣布，将从 4 月 1 日开始停止购买黄金。

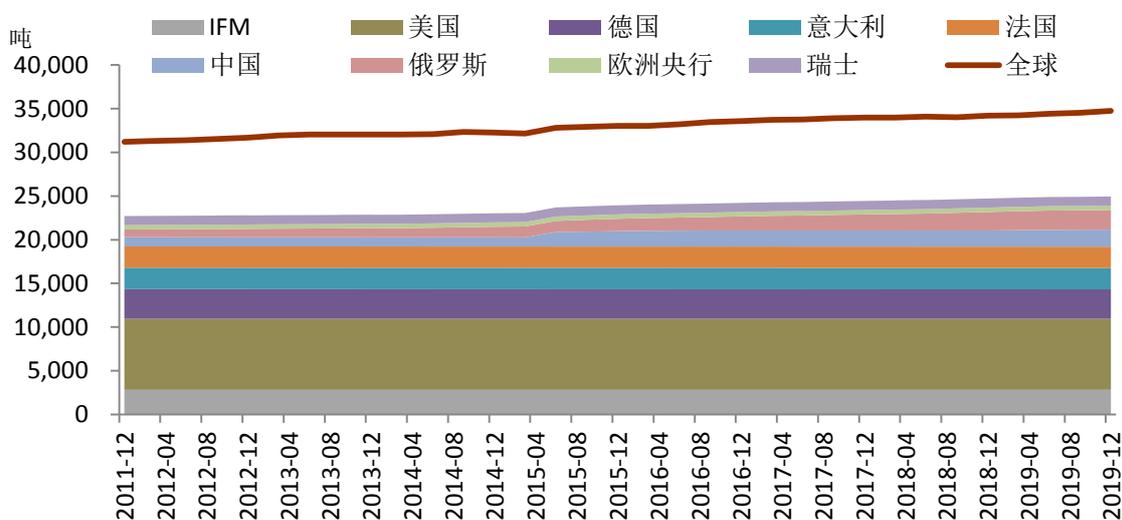
俄罗斯央行一直是黄金市场的重要力量，在过去 10 年里，俄罗斯的黄金储备一直在稳步攀升，从 2014 年开始增速加快，并且每月都在不断增加其黄金储备。

俄罗斯“疯狂”购买黄金的原因，是俄罗斯政府为了使其外汇储备多样化，以此避免各种地缘政治风险，并消除俄罗斯经济对美元的依赖。对此，可以从俄罗斯官员的发言中得到证实。俄罗斯央行行长纳比乌林娜在 2018 年的 10 月就曾表示，央行正在实施多元化国际储备投资政策，同时考虑到经济、金融和地缘政治风险。而作为计划的一部分，目前俄罗斯央行正在大幅削减了美元在外汇储备中持有的份额。具体来看，在 2018 年的 4 月和 5 月期间，俄罗斯央行就“清空式”抛售了 810 亿美元的美国国债，而这一数字接近整个俄罗斯黄金储备约 900 亿美元的现值。此外，据美银美林编制的数据显示，2018 年，美元在俄罗斯外汇储备中所占比例几乎折半，即：从 46% 降至 22%。而欧元储备比例升至 32%，人民币储备比例升至 14.7%。

与抛售美元相对应的是，2018 年俄罗斯央行增持了 274.27 吨黄金，黄金储备达到 2113 吨，超过中国成为全球第五大黄金持有国，仅次于法国、意大利、德国和美国。而在 2018 年，全球各国央行总计增持了 651.5 吨黄金储备，同比飙升 74%，而俄罗斯的行为只是全球央行购买更多黄金的一部分。这是布雷顿森林体系瓦解之后各国央行最大的年度净增持量。

根据世界黄金协会（WGC）的数据，俄罗斯中央银行 2019 年购买了 158.1 吨黄金。俄罗斯央行在今年第一季度又购买了 28.7 吨黄金。截至 2020 年 3 月底，俄罗斯的黄金储备达 2290.19 吨，依然在全球央行中排第五位。目前俄罗斯中央银行持有的黄金储备价值超过 1200 亿美元，黄金储备在外汇储备中的占比也上升至 24.86%，已经超过美元储备。

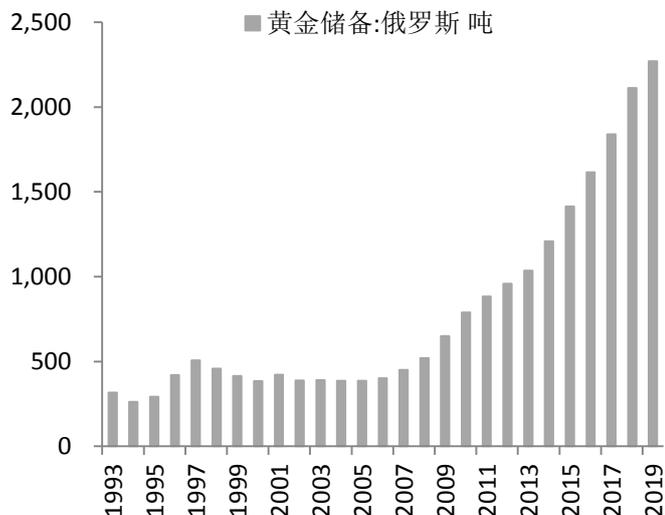
图表 1 全球主要国家和机构黄金储备变化



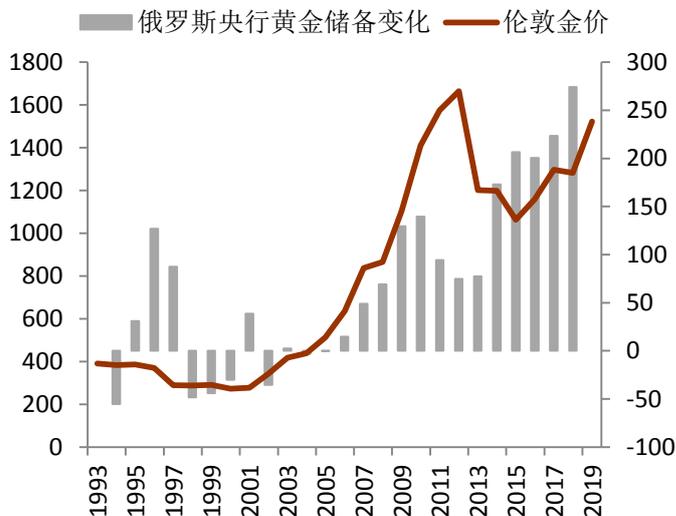
资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 2 俄罗斯的黄金储备持续增加



图表 3 金价与俄罗斯黄金储备变化



数据来源: Wind、铜冠金源期货

二、俄罗斯央行为何暂停增加黄金储备?

对于俄罗斯央行停止增加黄金储备的举动,市场上主要有这样几种观点,我们逐一作出解析。

观点一:俄罗斯黄金储备已经很多,可能不需要更多。我们从横向和纵向两个角度来分析。从纵向来看,俄罗斯黄金储备在外汇储备中的占比从2007年的2.58%快速上升到2019年的24.86%,确实是处于历史最高水平。但横来看,与其他几位黄金储备居前的国家相比,比如:美国占76.92%、德国占72.96%、意大利占68.44%、法国占62.94%,黄金在俄罗斯的外汇储备中的占比处于很低的水平。以俄罗斯明确表示的去美元化的目标来看,俄罗斯的央行可能希望继续增加外汇储备中的黄金份额。

观点二:原油价格大跌,俄罗斯外汇收入减少官方储备在下降,进而暂停增加黄金储备。众所周知,俄罗斯经济对原油的依赖度非常大。俄罗斯高度依赖石油收入(油气资源的贡献在联邦预算中占比超过50%,在俄罗斯出口中占比超过2/3)。近几年由于国际油价大跌以及西方国家的经济制裁,俄罗斯的经济结构开始出现多样化,以降低对原油的依赖度,但原油依然是其支柱产业。

受疫情冲击能源需求以及主要产油国之间爆发原油价格战影响,国际油价自3月初以来连续出现暴跌行情。目前俄罗斯产乌拉尔原油价格多在每桶30美元至20美元间徘徊。有分析称,如果今年乌拉尔原油平均价格低于每桶42.4美元,俄联邦预算和主权财富基金国家福利基金都会受损,不仅原油进口收入锐减,相关社会支出急剧减少,而且造成卢布大幅贬值,增加了医疗物资的进口成本。疫情的冲击已经让俄罗斯社会、经济活动陷入停摆,而油价的暴跌让整个经济雪上加霜。从这个角度来看,这可能是这种形势的发展让俄罗斯央行暂

停增持黄金的原因之一。

观点三：疫情对黄金的供应造成扰动导致俄罗斯央行暂停增持。随着疫情在全球的持续蔓延，3月欧洲地区多个国家宣布进入紧急状态，国际航班及物流受管制明显，瑞士作为重要的黄金出口国和冶炼中心，其对外物流也受到较大影响。为有效防控疫情，与意大利疫情最为严重的伦巴第毗邻的瑞士提契诺州颁布政府在3月命令关停非必要产业，以遏制冠状病毒传播。其中，就涉及到一些黄金冶炼厂，如Valcambi、PAMP将暂停运营至3月29日，Argor Heraeus将暂停运营至4月5日。这对全球黄金现货供应造成冲击，一度使得COMEX黄金期货与伦敦现货金的价格出现80美元/盎司以上前所未有的高价差。而疫情的恐慌和全球央行不断加码量化宽松政策又激发了市场对黄金的需求。即使在世界各地的金库中存放着大量的黄金，但由于疫情期间无数航班被取消也很难在需要的时间和地点买得到。这可能也是俄罗斯央行暂停增持黄金的原因之一。

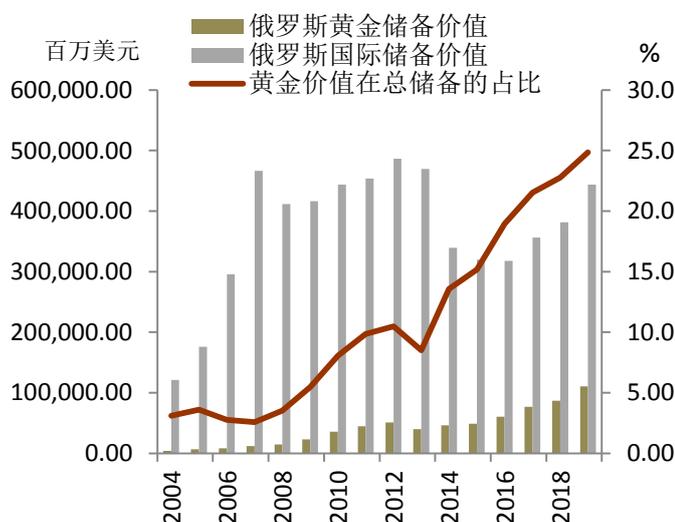
图表4 全球主要国家黄金储备和占外汇储备比例

排名	国家和地区	黄金储备吨数	占外汇储备比例
1	美国	8133.46	76.92%
2	德国	3366.77	72.97%
3	国际货币基金组织	2814.04	
4	意大利	2451.84	68.44%
5	法国	2436.01	62.94%
6	俄罗斯	2241.86	20.20%
7	中国	1948.32	2.89%
8	瑞士	1040	5.97%
9	日本	785.22	2.76%
10	印度	618.16	6.85%
11	荷兰	612.45	69.67%
12	欧洲央行	504.77	32.36%

数据来源：Wind、铜冠金源期货

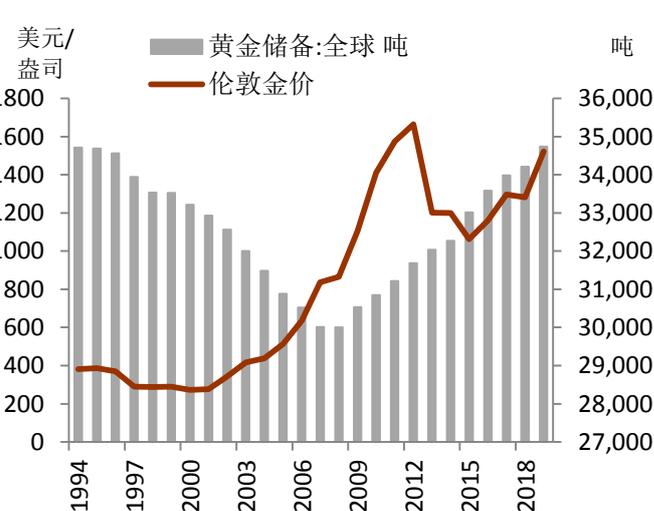
(数据截至2019年12月底)

图表5 俄罗斯的黄金储备占比增加



数据来源：Wind、铜冠金源期货

图表6 金价与全球黄金储备变化



三、其他国家央行也会减缓增持黄金吗？

目前全球黄金最大的买家俄罗斯已经停止增持，而金价又处于高位，接下来我们来看看其他国家会不会跟随俄罗斯的步伐停止或减缓增持黄金。

1、2008 年金融危机是央行增持黄金的转折点

自 20 世纪 70 年代初《布雷顿森林体系》崩溃之后，黄金与美元挂钩，各国央行都一直在卖出黄金。直到 20 世纪末，当时由于金价处于历史低谷，而欧洲各个央行为了解决财政赤字还在纷纷抛售库存的黄金，为了避免无节制的抛售将金价彻底打垮，1999 年 9 月 27 日欧洲 11 个国家央行加上欧盟央行联合签署的一个央行售金协定(CBGA)，规定在此后的 5 年中，签约国每年只允许抛售 400 吨黄金，并每 5 年签约一次。以此来约束欧洲各国央行抛售黄金。

在 2008 年的金融危机之后，全球央行开始主动减缓抛售黄金。2010 年全球央行转身成为黄金的净买入方，净购入 87 吨黄金，其中，俄罗斯央行成为最大买家。之后全球央行就持续增持黄金储备。即使在 2011 年和 2012 年金价处于高位的时间段，全球央行依然在大幅增加黄金储备 366 吨和 475 吨。可见，高金价并未能影响央行增持黄金，因为在全球经济风险暴露时期，黄金是避险资金的首选。目前，在疫情的冲击之下，资产价格的暴跌更甚于金融危机时期，黄金依然是资产配置中最受青睐的标的。

2、新兴市场国家是积极增持黄金主力军

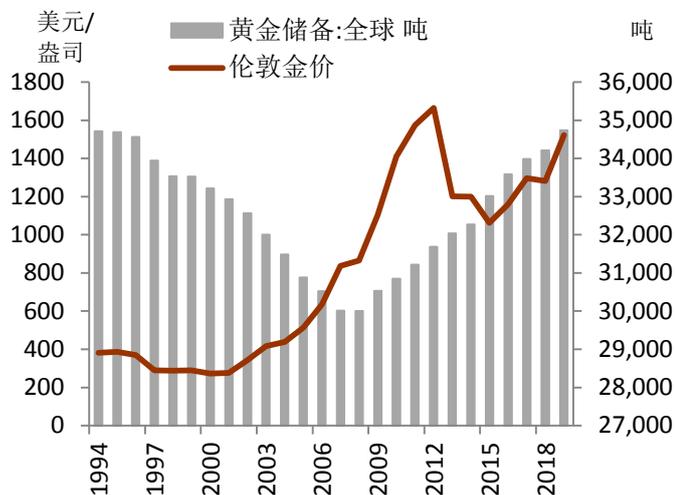
近十年来，新兴市场国家央行一直以相当稳定的速度增持黄金。除俄罗斯之外，中国、土耳其、波兰也在大幅增持黄金。根据世界黄金协会的数据显示，2019 全年净购买金量达到令人瞩目的 650.3 吨，仅比 2018 年总增量（656.2 吨）少 1%，为 50 年来第二高的年度购买量，也是全球各国央行连续净买入黄金的第十年，在此期间，各国央行为全球官方黄金储备补充了 5,019 吨黄金，平均每年买入约 500 吨，而在这之前的 10 年，平均年净销金 443 吨。与此同时，2019 年共有 15 个国家的央行增加了至少 1 吨的黄金储备，突显出黄金购买国家的范围在扩大，

新兴市场国家依然是购买黄金的主力。土耳其从 2017 年开始购买黄金，在 2019 年成为最大的买家，黄金储备增加了 159 吨。这使其总持有量达到 413 吨，较上年同比增长 63%，相当于其总外汇储备的 20%。波兰在 2018 年购买了 25.7 吨黄金，并在 2019 年进行了最大的单笔购买——6 月购买了 94.9 吨黄金。波兰 2019 年度净购金量共计 100 吨，使黄金储备量达到了 228.6 吨。俄罗斯黄金储备增加了 158.1 吨，尽管增幅较上年同期下降了 42%，但增长良好。中国从 2018 年 12 月起连续 10 个月增持黄金，目前有 1948.3 吨的黄金储备，紧跟俄罗斯之后排名全球第六。哈萨克斯坦（35 吨）、印度（32.7 吨）、阿联酋（13.5 吨）、卡塔尔（11 吨）、厄瓜多尔（10.6 吨）和塞尔维亚（10 吨）的央行也增加了 10 吨以上的官方黄金储备。这显示各国央行在其储备组合中对配置黄金的重视程度。

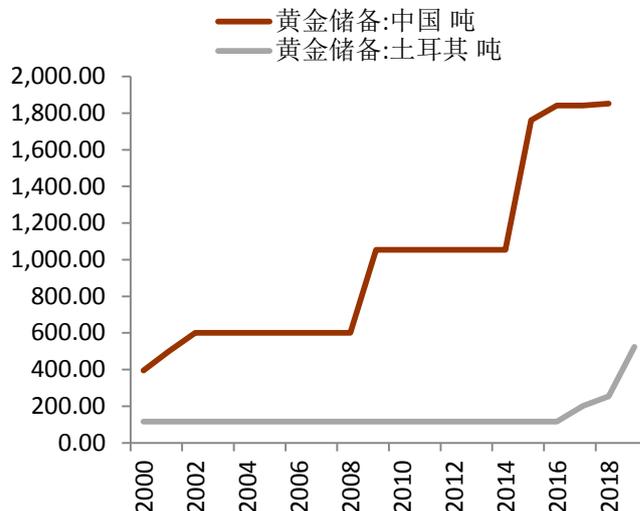
俄罗斯央行暂停购买黄金，表示“关于黄金购买的进一步决定将取决于形势的发展”，

但并不意味着后期不会重启增持黄金。而其他新兴市场国家黄金占外汇储备的比例依然很低，从外汇储备多元化的角度来看，新兴市场国家还有很大的增持黄金的空间。

图表7 全球黄金储备在持续走高



图表8 中国、土耳其大幅增加黄金储备



数据来源：Wind、铜冠金源期货

整体看来，欧洲一些黄金储备量高的发达国家央行，在2008年金融危机及之后又出现欧债危机的影响下，已基本上已停售黄金。新兴市场国家经济快速增长，而其外汇储备中黄金的占比又非常低，它们有动力大量购入黄金以实现外汇储备的多元化。这两方面的因素导致全球央行的黄金储备持续十年增加。

虽然目前俄罗斯央行由于疫情对经济的冲击而暂停增持黄金，但并不会影响其他新兴市场国家央行的黄金储备的趋势，全球黄金储备量有望继续增加。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。