

黑金、黃金和紙金

陳元

前言

石油的需要彈性甚小，即使大幅漲價並不能使生產者或消費者大量減少使用。同時，石油的蘊藏量和生產量，集中在人口很少的中東和北非，因而能够大量輸出。在這種條件之下，石油就成爲最適合於採取卡特爾活動——限制供給量、提高價格——的商品。石油輸出國組織這個卡特爾就成爲所有商品卡特爾中力量最強的一個。

中東人口少而石油產量多，石油漲價以後的龐大收入使世人矚目。然而，中東各國站在他們的立場，看到自己的疆土上除了石油和天然氣以外，缺乏其他任何天然資源，而石油和天然氣的已知蘊藏量只够繼續開採幾十年，一旦涸竭，要靠什麼來維持人民的生活和社會的生存呢？賣油、氣等於賣祖先的遺產。所以，不能不打算怎樣賣油、氣，也不能不打算怎樣處理賣油、氣的收入。既要使收入豐富，也要善於保存收入，使其不致損失，最好還能够產生利潤或利息。資金要投入最安全的處所和報酬率最高的處所。當世界經濟陷於一般性的停滯性膨脹的今天，任何證券投資和存款，都不能保證獲得平減膨脹以後的真實利潤和利息。何況，世界的長久和平也不是有確實保障，所以，中東產油國將售油的收入或已有的流動資產轉而購買他們素所愛好的黃金。

世界每年黃金的產量和消費量大體是平衡的。政府和民間的儲藏，經常變動不大。一旦有大量資金投入黃金市場，黃金作爲逃避膨脹的保值商品，具有先天敏感性，立刻發生巨幅價格波動。購進黃金勢必拋出各種證券、各種國際關鍵通貨，而使其價值下跌。這對於國際金融市場自己也發生干擾作用。黃金價格既然看漲，世界目光四射的投機家決不對良機失之交臂，除了用其自有資金以外，還可以向歐洲通貨市場借入巨款，從事搶購黃金。今年第三季，這類投機的盈利是令人驚羨的。從小處說，稍有餘資的人當黃金身價飛漲的時候，而不買一點，是很少的。這樣推波助瀾，更使各種關鍵通貨受打擊，也使國際間正常貿易受不利影響，自不能不善謀對策。九月初，五大工業國財經首長在巴黎開會，沒有宣佈所作決定，據傳說，準備在預定於十月在貝爾格雷德舉行的國際貨幣基金會提出方案，由基金設置『美元代替帳戶』，使擁有過多美元外匯準備的國家可以將其向基金交換特別提款權，這樣可以避免美元貶值的損失而不必向國際市場拋出——包括購買黃金。詳細辦法還有待基金會舉行後正式宣布。

石油和黃金價格的波動，對於世界經濟的穩定和成長都有不利影響，而油價和金價有適度的關聯。正當世界經濟出現普遍的高膨脹率和低成長率的時期，怎樣對付自為重要問題。紙金——特別提款權——的擴大運用至少是方法之一。這是需要注意的一系列相關問題。

石油對國際金融的影響

石油身價抬高是一九七〇年代的事。當一九六〇年，世界初級能源消費總量是三、〇五八百萬石油當量噸(tons of oil equivalent)，其中煤炭佔五〇·七%，石油佔三三·二%，天然氣佔一三·六%，水力和核能和地熱發電共佔二·五%。到一九六五年，石油比例增為三八·七%，煤炭減為四二·一%。到一九七〇年，石油比重增為四三·九%，煤炭比例低於石油為三四·六%。即使石油的需要量逐漸增加，石油價格從一九五七到一九七〇年並沒有顯著變動。波斯灣各國石油平均售價，一九五七年為每桶八五·七美分，一九七〇年為八五·八美分；其中，從一九五八到六五年且不及八〇美分。利比亞和委內瑞拉的低硫油到一九七〇年也只售每桶一〇九美分。可是進入一九七〇年代以後，油價迅速上漲，一九七三年十月一日沙烏地阿拉伯標準輕油價為每桶三·〇一一美元，十月十六日禁運開始，提高為五·一一九美元，一九七四年一月一日經石油輸出國組織決定，再提高為一一·六五一美元。這次加價又恰逢世界性膨脹以後，乃造成一九七四年到七五年戰後程度最深和歷時最久的全球性衰退。從這次加價以後，石油價格不再由產油國和石油公司雙方協議來決定而是由石油輸出國組織單方面決定，石油市場成為供給者的市場^①。從這樣發展過程，可以推知，世界人口增加和經濟成長情勢之下，石油輸出國組織的卡特爾活動的效力愈大，未來的石油價格將決定於石油輸出國組織的政策。除非用油國在發展新能源方面出現技術的突破，或發現廣大的新油源。

石油輸出國售油的收入，除了為輸入商品而支付以外還有盈餘的，大體上只有收入多而人口少的中東各國。它們一九七四年的盈餘達六百億美元，一九七五年以後因為輸入國節省使用和工業國一般性的經濟衰退，故爾減少，一九七九年由於再度大幅漲價，據估計，盈餘可增達四五〇億，連前共積累二千億美元^②。握有售油盈餘各國處置這些資金自必根據安全和盈利的原則來考慮。出路無非是在國內投資和向國外投資。首先看國內投資的問題，因為中東國家除伊朗有三千多萬人口外，其餘人口甚少；同時，除石油以外缺乏其他原料，在人力資源和自然資源兩俱缺乏的條件下，建設任何工業，成本都過高而競爭力低，用來內銷則市場又太小。所以在國內投資是不合經濟原則的。再看向國外投資的問題。直接投資於製造業，因缺乏管理經驗，不能輕舉，若

註① Peter Hill and Roger Vieooye "Energy In Crisis", (Robert Yeatman Ltd., 1974) Pn. 19, 54, 73.

註② "Spreading the Wealth", Newsweek, Aug. 27, 1979, p. 39.

購買已有成就的大工廠，每每不為地主國所歡迎。所以大量資金是投於股票、政府債券或存放於國際銀行。據分析家研究，其所持國外資產有八五%是以美元投資或存款。美元價值的不穩定，使中東國家遭受重大損失，因此，中東各國政府決定採取分散的政策。不過，據倫敦通貨專家的判斷，他們目前不使所持美元或美元證券低於全部國外資產的六五%，因為過多拋出美元將使美元價值更低，進而損害其全部國外美元資產的價值，而寧可逐漸分散。

分散國外資產可以拋美元與美元證券而購進強勢通貨及其證券。中東國家已經這樣做，拋美元而購入馬克、日元、瑞士法郎和其他強勢通貨的外匯和證券。不過，中東國家有喜愛黃金的傳統，黃金除了可以保值以外，還可以避免國際戰爭的危機。國外資產，包括存款和證券，可能因戰爭而跌價，可能被凍結，只有庫裏的黃金是在自己控制之下，所以寧願犧牲利息和利潤而保證安全。

中東石油輸出國對於世界金融的影響力決定於以下各因素：(一)石油蘊藏量佔世界的比例，(二)石油產量佔世界的比例，以及(三)各國人口與其每日產油量的比例，決定其貿易盈餘額。茲列四表如下②：

表一：一九七九年一月世界已證實蘊油量

地 區	蘊藏量 (單位：十億桶)	佔世界 蘊藏量百分比
中東	三七〇	五七·七
共產國家	九四	一四·六
非洲	五八	九·〇
拉丁美洲	四一	六·四
北美洲	三五	五·五
歐洲	二四	三·七
遠東	二〇	三·一
總數	六四二	一〇〇·〇

表二：一九七九年一月中東各國已證實蘊油量

地 區	蘊藏量 (單位：十億桶)	佔中東 蘊藏量百分比
沙烏地·阿拉伯	一六九·〇	四五·七
科威特	六七·四	一八·二
伊朗	五九·〇	一五·九
伊拉克	三三·一	八·七
阿拉伯聯合公國	三一·三	八·五
其他	一一·二	三·〇
總數	三七〇·〇	一〇〇·〇

再進一步瞭解中東各國已知石油蘊藏的分佈情形。

中東各產油國的產油量根據各自的政策，沙烏地·阿拉伯每每是調節供需的中心，當世界供給量過多時就減產，過少時就增產。再看各國一九七八年生產的情形。

註② "The Security of Middle East Oil, (The Institute For The Study of Conflict, May 1979), p. 14.

表三：一九七八年一至八月中東各國石油日產量

地 區	日 產 量 (單位：百萬桶)	估 中 東 的 產 量 百 分 比
沙烏地·阿拉伯	七·六	三七·六
伊 朗	五·六	二七·七
伊 拉 克	二·四	一二·〇
科 威 特	一·九	九·六
阿不·達拜	一·四	七·一
其 他	一·二	六·〇
總 數	二〇·三	一〇〇·〇

表四：中東各國人口、所得與石油產量比較表

地 區	人 口	一九七七年每人國 民生產毛額(美元)	一九七八年每日 生產能量(單位 ：千桶)
沙烏地·阿拉伯	五、五〇〇、〇〇〇	八、七二七	一一、八四〇
伊 朗	三、五〇〇、〇〇〇	二、三〇一	六、九七〇
伊 拉 克	一、二〇〇、〇〇〇	一、五二四	三、一五〇
科 威 特	一、二〇〇、〇〇〇	一、五四五	三、三四〇
巴 林	二八四、〇〇〇	二、一一三	五 四
卡 達	一六二、〇〇〇	一九、七五三	六五〇
阿拉伯聯合公國	六五六、〇〇〇	一三、五〇〇	二、四九五

產量多而人口少的國家，其國際收入多而支出少，纔會有大量盈餘，茲比較中東各國情形如表四。

從以上各表可以看到，沙烏地·阿拉伯因其石油蘊藏量和生產能量遠大於其他國家，而人口不過五百多萬，所以不論在世界石油供需關係方面或所累積資金對於國際金融的影響力方面，都居於舉足輕重的地位。

從以上的分析，可以初步判斷，以沙烏地·阿拉伯為首的中東石油輸出國因為鑒於美元價值不穩定，故採取分散國外資產的政策，黃金具各種優點，成為保值和易於保障安全的投資對象，購貯黃金無疑是明智的決定。然而，中東國家也不會將過去所積累資金全部或大部分轉變為黃金，也不會將未來的售油盈餘全部用以購買黃金；因為，這樣將過度提高黃金價值而使所持有美元資產跌價。最後，所貯存的黃金也不能保證不跌價。其分散的正確辦法將是，逐漸的將美元資產轉變為各種強勢貨幣、不動產、可靠證券、並向新興國家投資，黃金只是分散對象之一而已。

搶購黃金潮

國內經營黃金買賣的銀樓業已經習慣於根據石油價格變動來預測金價更動。二者之間確有相當關係，雖然關連不是那麼確定。關連是在兩方面：第一、當油價上漲時必然加深膨脹，膨脹率升高時，貨幣貶值，利潤降低，資產所有者常常拋出貨幣和證券而買進黃金。在平時，一般人並不喜歡持有大量黃金，因為貯運不便又不生利。第二、當油價上漲時，石油輸出國國際收支順差增加，總有一部分投入黃金，尤其當膨脹時。不過，黃金價格變動仍決定於基本的供求關係。

首先看供給的情形。根據美國統一金礦公司和國際貨幣基金的資料，一九七三年全世界黃金產量，南非聯邦為八五二·三公噸、蘇聯三七〇·六、加拿大六〇·〇、美國三六·〇、中南美三六·〇、迦納二五·〇、新畿內亞二〇·三、澳大利亞一八·四、菲律賓一八·一、羅德西亞一五·六、歐洲一四·三、世界其他地區三二·三。總數為一、四九九·一公噸^④。這總數中，蘇俄的年產量並不經常流入國際市場，只有當需要購買自由世界糧食而缺乏硬通貨時才拋黃金。南非聯邦也不按時出售全部產金而以維持世界適當黃金價格為準。已出土的黃金是很大的後備力量，據估計可等於目前年產量的五〇倍，而可供目前消費水準七五年之用。南非礦業局估計，因南非產量逐漸減少，在二十年內，蘇俄或將取代南非的地位，不過蘇俄可開發的金礦多在東部，難於開採。綜合觀察，世界黃金供給是有相當彈性的，當價格具吸引力時，高成本的舊礦或不易開採的礦會被開發，被貯藏的黃金也會被拋出。

再就需要方面看。據一九七三年資料，世界使用黃金的比例，裝飾用途佔三三·七%，投機與投資佔三三·九%，電子工業使用八·七%，其他工業使用四·七%，牙科用途四·八%，政府鑄幣三·五%，貯藏三·一%，獎章一·五%，蘇聯產用途不明佔六·一%^⑤。電子工業雖然日漸發達，用金可能增加，但業者已經積極發展代用品。照以上分析，黃金的需要彈性也不是很小。黃金的供給既然頗具彈性而需要彈性也不小，何以會漲價這樣快呢？事實上，每當膨脹而財富需要保值的時候，或感覺戰亂威脅的時候，黃金就成為搶購的對象。一九七七年初以來的美元匯率下跌，一九七九年初的伊朗政變，七月的石油大幅度漲價，都是促成搶購黃金的因素。

最有資力的購買者當然是中東產油國，隱匿身分而委託德國和瑞士銀行以及經紀商來購買。歐洲投資者也因為石油漲價使其所持有通貨趨弱而渴求黃金。東南亞投資者憂慮中共和越南的緊張關係深化而求購黃金以策安全。許多美國大投資人同樣藉黃金以避免損失。黃金的需要增強而供給跟不上的時候，就使金價飛漲。國際貨幣基金每月拍賣黃金，九月份在十二日開拍，投標請購數量達一·六百萬金衡兩，而標售量只有四四四、〇〇〇兩。供給減少也因為美國從一九七九年五月起減少拍賣量五〇%而為七五〇、〇〇〇金衡兩。國際貨幣基金拍賣黃金將於一九八〇年五月停止。一九七八年蘇俄售金約減少三分之一。南非聯邦產量在過去十年間減少了二五%。這些都是使黃金市場供給緊張的原因^⑥。

值得注意的是，過去五年間美國財政部和國際貨幣基金所拍賣約一千公噸黃金，幾乎有半數都被西德的得列德納銀行所吸收。今年八月美國財政部拍賣黃金七五〇、〇〇〇兩，這個銀行的董事長史萊柏出價每兩三〇一美元，拍購了七二〇、〇〇〇兩。

註④ "Gold Rush", U.S. News and World Report, Jan. 13, 1975, pp. 9-11.

註⑤ 註④。

註⑥ "Lift for the Bullion Boom", Time, Sept. 17, 1979, p. 39.

據傳聞，史萊柏是替中東投資人購買的，當然，銀行本身也買了一部份^⑦。

除了大戶頭以外，小買主的活動同樣活躍。美國伯明罕一個鑄幣投資公司的人說：路上的人成爲「購買的裝配帶」，有工人、有救火員、有教師。他一小時之內接了一百次電話^⑧。就這樣大自政府小到個人的搶購者把黃金買貴了。一九七七年九月每金衡兩價格是一五五美元，一九七八年九月升到二二〇，一九七九年九月再升到三八〇美元^⑨。

由以上各方面的報導可以知道，搶購黃金的行列，包括世界各國政府、企業、投機家和個人。中東各國政府和個人不過是其中強有力的構成部份而已。

結 論

黃金價格猛漲對於國際金融的不利影響，前文已經說到。黃金被貯藏，紙幣——特別是美元——被拋出，價值轉移於黃金，而紙幣的價值更貶低。這樣就更加深膨脹。假使因美元貶值而引起石油再度大幅加價，更要引起第二循環的困難。這是各工業國，尤其是美國，所不能不關心的。

美、英、德、法和日本五個工業國的財政部長於九月十五日在巴黎開會。據紐約時報報導，這次會議是討論怎樣支持美元，所籌劃的辦法就是在國際貨幣基金設置『美元代替帳戶』，使各成員國有過多美元外匯準備的，可以向國際貨幣基金兌換特別提款權。特別提款權現在是基金內部清算的貨幣單位，當初設時，其價值等於美元，美元終止對黃金平價而實行浮動匯率以後，特別提款權匯率的變動是以十六種通貨匯率的加權平均數爲準，所以比較穩定。石油輸出國組織曾經考慮以特別提款權爲計價單位^⑩。

這個方案將成爲今年國際貨幣基金年會的主要議題，到現在雖然還不知道方案詳細內容，初步可以推知，其目的在於由基金收回各國準備中的美元的一部份，使其不致大量流入國際金融市場——包含購金在內，以致於更壓低美元匯率，加深世界性膨脹。所吸收各國官方準備中的美元，當然也包括中東石油輸出國所持有的美元。這樣無疑會稍抑止搶購黃金潮，和緩搶購各種物資的作爲；也會有益於安定國際金融，穩定國際經濟。不過，對於美國却是沉重的壓力。因爲，假如今年以A量的美元向國際貨幣

註⑦ 同註⑥。

註⑧ "In U. S., 'Too, Small Guys' Get the Bug", The Ssian Wall Street Journal, Sept. 21, 1979.

註⑨ "The Glitter That Is Gold", Time, Oct. 1, 1979, p. 11.

註⑩ "Secret talks to Bolster Dollar", South China Morning Post, Sept. 19, 1979.

基金換特別提款權，明年需要向市場支付時，再以原量特別提款權交換滙率降低後的多於A量的美元，這就是美國對外負債的增加。過去，美元貶值是外國持有者單方面的損失，假使實現新方案，則損失的負擔，美國要多一點。不過，假使實施這個方案，可能是採取特別提款權爲國際通用貨幣的一個步驟。在新方案尚未通過和發表以前，只能作爲問題來探討，而不能作任何評論。由油價的猛漲而引起金價的動亂，演成有害國際經濟穩定和成長的情勢，能不能用特別提款權（別稱「紙金」）來克服，是很重要的構想和嘗試。

敬請注意：

如蒙訂閱「問題與研究」月刊——

- (一) 國內：請到附近郵局索取劃撥儲金存款通知單填妥，連同訂閱費，劃撥三四五六號本中心帳戶（免付滙費），當即照所指定之出版月份（或卷期）及收件人地址等寄奉刊物。
- (二) 國外：請將訂閱費利用美金支票或滙款繳付，并請指明從何時開始訂閱及收件人地址等，俾便辦理。所有繳付之訂閱費，均掣奉收據（如指定收據抬頭，請說明），以清手續。

國際關係研究中心 敬啓