



黄金：扶摇直上九万里

联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点

从货币的四个层级，到资产的四种类型，再到黄金占世界资产的比例。

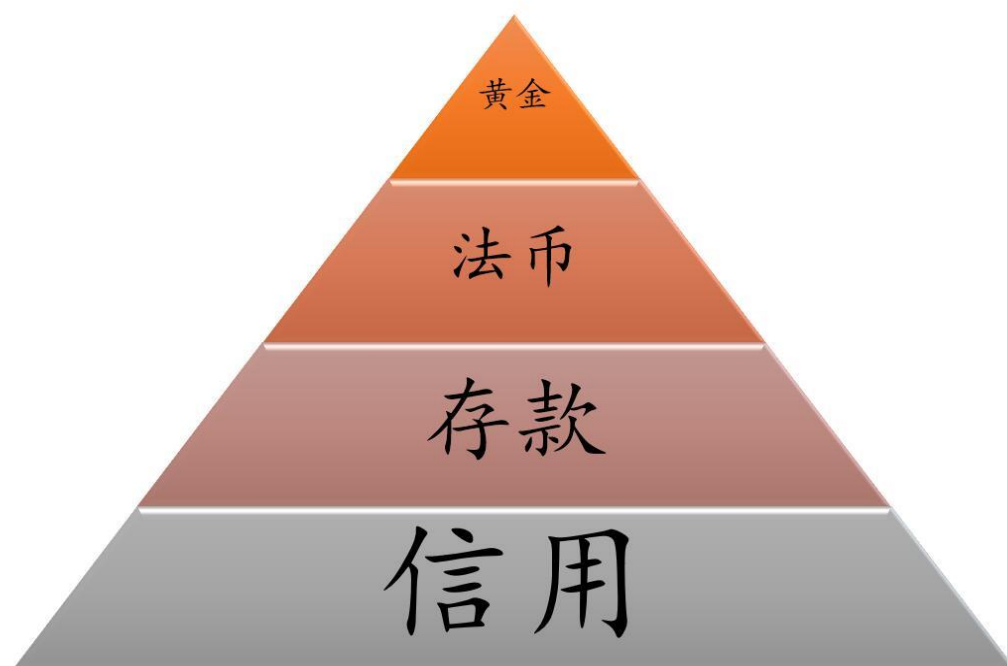
黄金已经大涨，还能更高。

2019 年 6 月 21 号，黄金创下六年新高之际，我们撰写了报告《黄金还能更高》。此后黄金一骑绝尘，连续突破 1400 美元，1500 美元，1550 美元。我们的报告领先市场不止一步。随后，在 2019 年 9 月 2 日的宏观周报《金价的长期逻辑》中，我们揭示了黄金将长期上涨的逻辑。需要指出的是，在黄金历史性的牛市进程中，我们从未看空过黄金，这些报告并非幸存者偏差后的事后追认。

2020 年 3 月 16 号我们在《全球市场动荡的深层次原因》剖析了金融市场动荡的逻辑，最后在结尾处写道，“由于填补负债的短暂的资本流动结束之后，必然出现反向的过程，也就是黄金的重新上涨，A 股的重新上涨。”那一天，金价触及 1451 美元，半年来最低点。此刻回望，可谓字字千金。

一、货币的四个层级

对黄金的理解，绕不开对货币的理解。

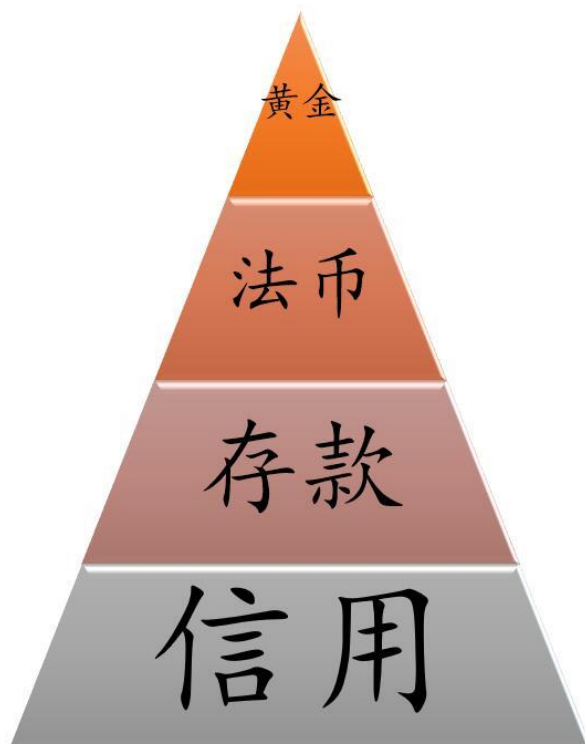


央行发行法币，并持有黄金（当然不仅仅是黄金，还有短期美债等）；银行体系持有法币作为资产，发行存款作为负债；私人部门持有银行存款作为自己的资产，并发行各种信用/证券作为自己的负债。

这里黄金是不构成任何人负债的资产，黄金是外生货币。其他一切东西都是信用。

这里我们会注意到，货币是某种形式的承诺，一系列承诺构成了一座金字塔。信用，是对支付存款的承诺；存款，是对支付法币的承诺；法币，是对支付黄金的承诺。（当然，还包括支付美债，也就是以税收作为备兑支付的承诺）

货币在金字塔的顶端，信用在金字塔的底端。从信用到货币，越往上货币性越强，越往下信用性越强。并且，这样的货币体系是动态呈现的，在不断扩张和收缩之中。



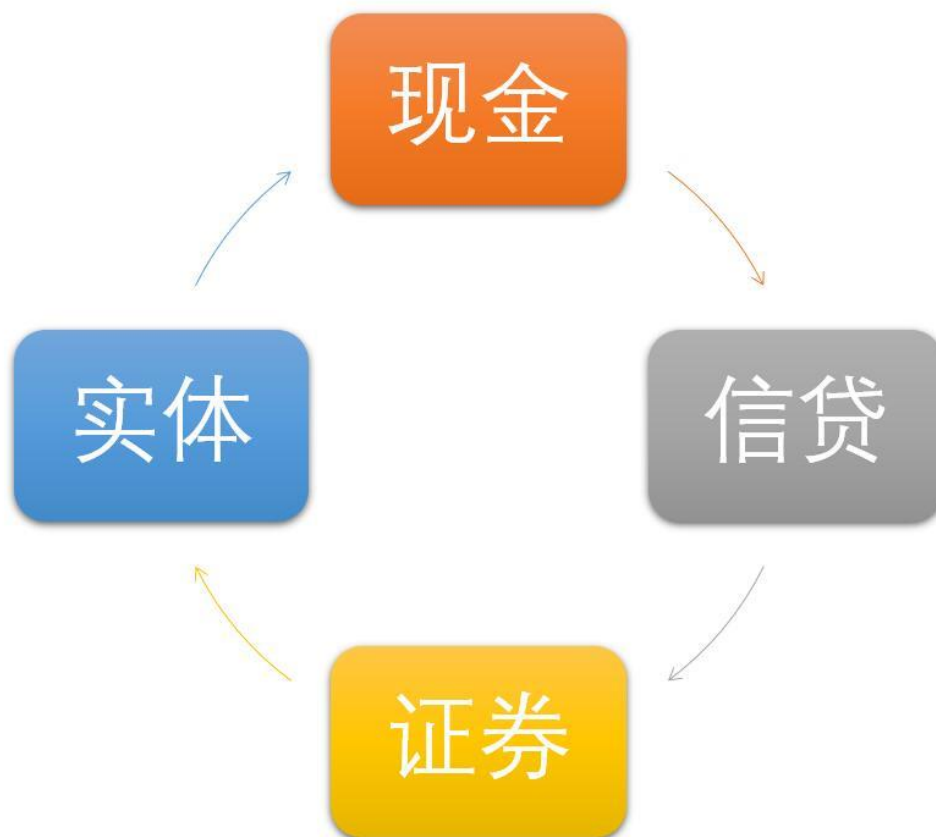
在经济扩张期间，信用看起来很像是货币本身，甚至信用之间的鸿沟也被弥合。比如垃圾债的收益率能够非常接近国债的利率，信用和货币的区别变得模糊。而在经济收缩期间，信用和货币之前的区别会骤然扩大。金字塔自上而下的质量会越来越差。信用利差在危机中扩大，在繁荣中收窄。

更加有趣的是，由于不同的实体的资产和负债分别跨越金字塔的不同层级，所以当金字塔在扩张或收缩时，它们也被朝着两个方向拉扯。央行夹在黄金和法币两层之间；银行体系夹在法币和存款两层之间；做市商夹在存款和信用（证券）两层之间——比如你想要证券，它就卖证券给你，你想要货币，它就买下你的证券。

换言之，这些机构身处波动的夹缝之中，资产和负债的分化，流动性的稀缺，能够让巨兽瞬间倒下。

简单来说，当经济收缩时，越往上的层级越稀缺，越优质，也越被人们争抢。

二、资产的四种形态



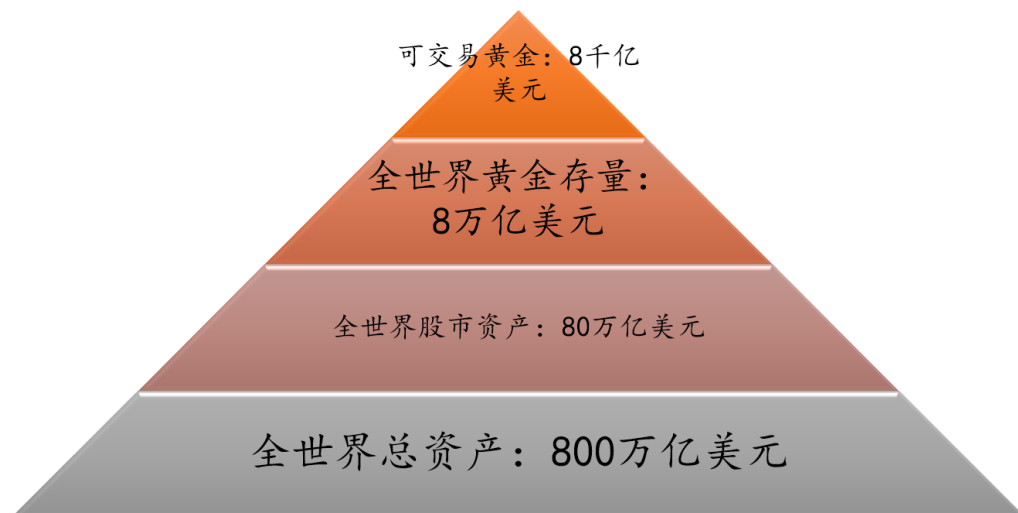
资产存在的形态是金融研究的核心和要点。比如说是以不动产——房产的形式存在；比如说拥有一家企业，是以实业的方式存在；比如在银行的一笔存款是以现金的形态存在；比如说你投资的股票是以证券的形态存在；再比如通过房产或者通过资产为别人提供担保、融资租赁，那么就是以信贷的方式存在。

这涉及到通常对资本运作的理解。资本运作就是将资产的形态予以改变。比如一个经济体进入到高速发展状况，整个市场任何东西都是稀缺的时候，那么资产应该实体化，去生产产品、创造价值。当市场资金严重稀缺的时候，那么资产应该信贷化。当你知道一个国家由一般性的经济状况进入到高度资本化的状况的时候，这个时候就应该将资产证券化。

我们通常会把不动产放在信贷这个环节。信贷既包括你借钱给别人，也包括你借别人钱转换成资产。

三、货币与资产的对应

货币的四个层级的两端，分别对应了两种资产类型。黄金对应了资产现金化；信用对应了资产信贷化。并且不同的资产类型，同样体现了金字塔式的层级关系。



全世界总资产是 800 万亿美元，全世界股市的资产是 80 万亿美元，全世界黄金的存量是 8 万亿美元。而黄金这 8 万亿美元存量里边，接近 70% 以不可交易的形式形态存在，如首饰等。还有接近 20% 左右作为国家储备手上，最终仅仅有 10% 作为在交易过程中的黄金，即八千亿美元的黄金。

四、总结

当经济体收缩时，黄金价格飙升的幅度能够超出几乎所有人的预期。事后回望，甚至 2000 美元一盎司的价格也会无比便宜。大鹏一日同风起，扶摇直上九万里。

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

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

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

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。