



黄金的逻辑

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

黄金是唯一不构成他人的负债的金融资产。

一、货币的层级

信用是对支付的承诺，而货币是可以消除债务的事物。如在金本位体制下，法币是对支付黄金的承诺，存款是对支付法币的承诺，信用/证券是对支付存款的承诺。这是环环相扣的金字塔，从信用到货币，层级越高则货币性越强。并且，这个金字塔如同开合的雨伞般动态扩张和收缩。在繁荣中信用和信用在质量上的区别会变得模糊，而在危机中得到重申。故而信用利差在危机中扩大，在繁荣中收窄。

在货币的层级中，黄金是稀缺的，而信用是轻易扩张的。一切外生货币都是欠条（IOU），可以由信用主体轻易创造。

二、内生货币与外生货币的区别

黄金具有被广泛接受的内在价值，不像债务资产或其他资产需要有可执行的合同或法律来确保对方履行其承诺，交付其承诺的任何东西——如纸币。如果是在缺乏信任和强迫执行的情景下，人们依然可以在没有信用中介的情况下，从买方收取金币作为报酬。因为，即使将金币融化，由于金具有内在价值，你依然可以获得你相应的报酬。这样，交易就可以在低风险或无需承诺的条件下达成。

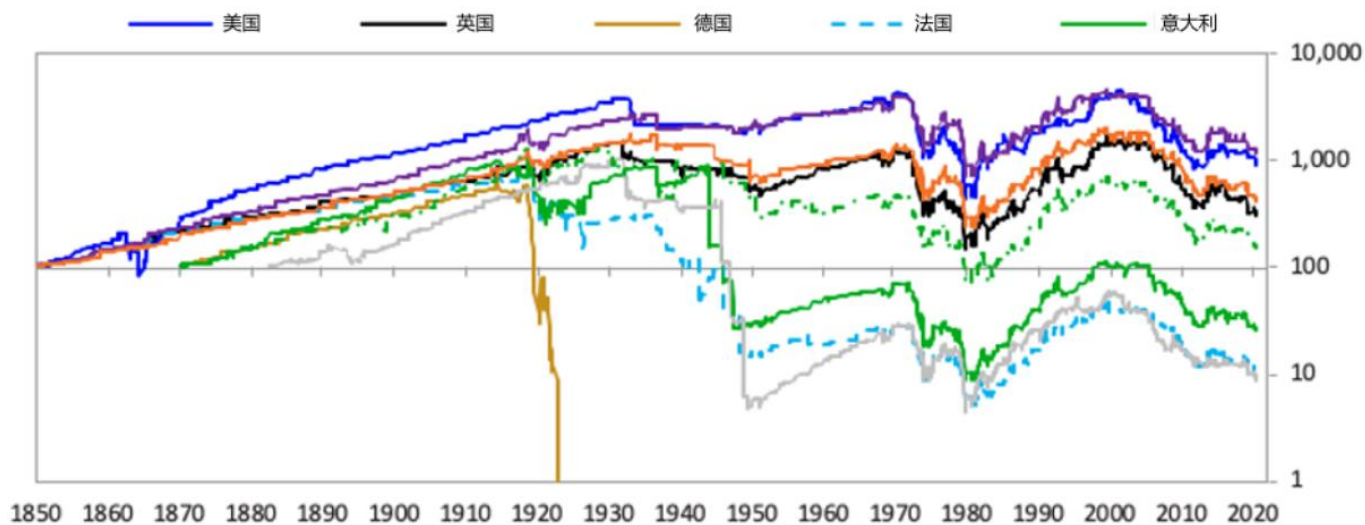
内生货币就是某种形式的信用，外生货币是不构成任何人负债的资产。黄金在任何意义上都不是信用，一切其他资产都是信用。

三、外生货币的约束

信用扩张近乎无限，而商品却是稀缺的。当债务和货币的数额大到无法将其转化为实际价值的商品和服务的债权数额时，货币持有者将竞相把他们所持有的货币债务换成其他的财富载体。股票、房产、艺术品均是备选方案。

四、黄金的历史表现

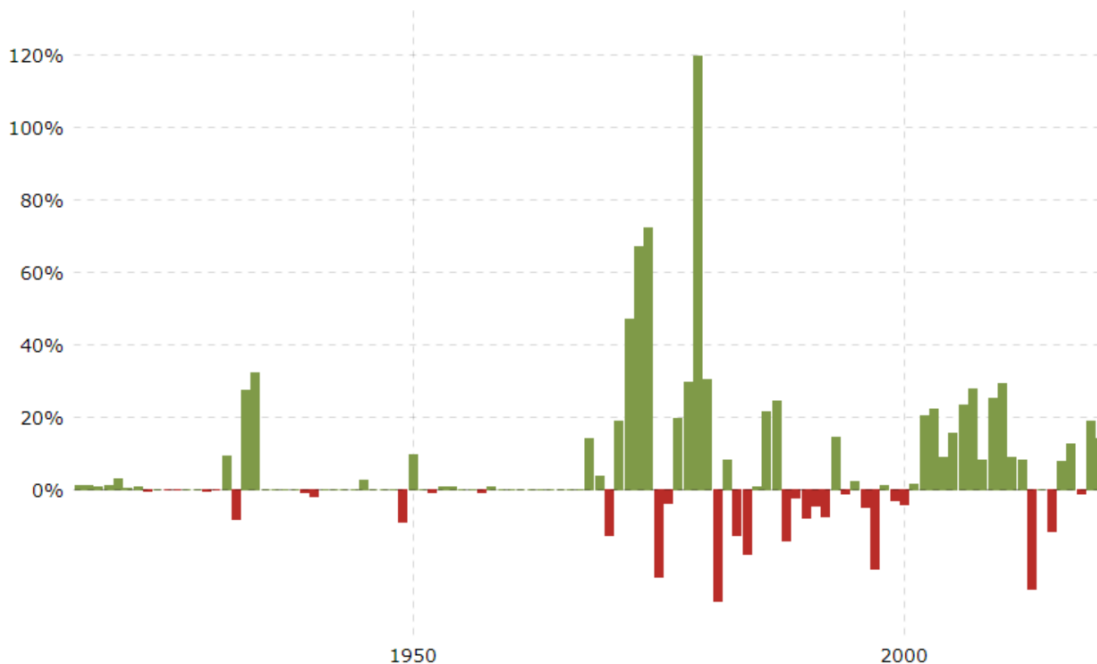
图表1 生息货币总回报 vs 黄金价格（自然对数）



资料来源： Bridgewater，铜冠金源期货

1850 年以来，持有生息的现金货币的平均年回报率为 1.2%，比持有黄金的平均实际回报率 1.3%要低一些。

图表2 生息货币总回报 vs 黄金价格（自然对数）

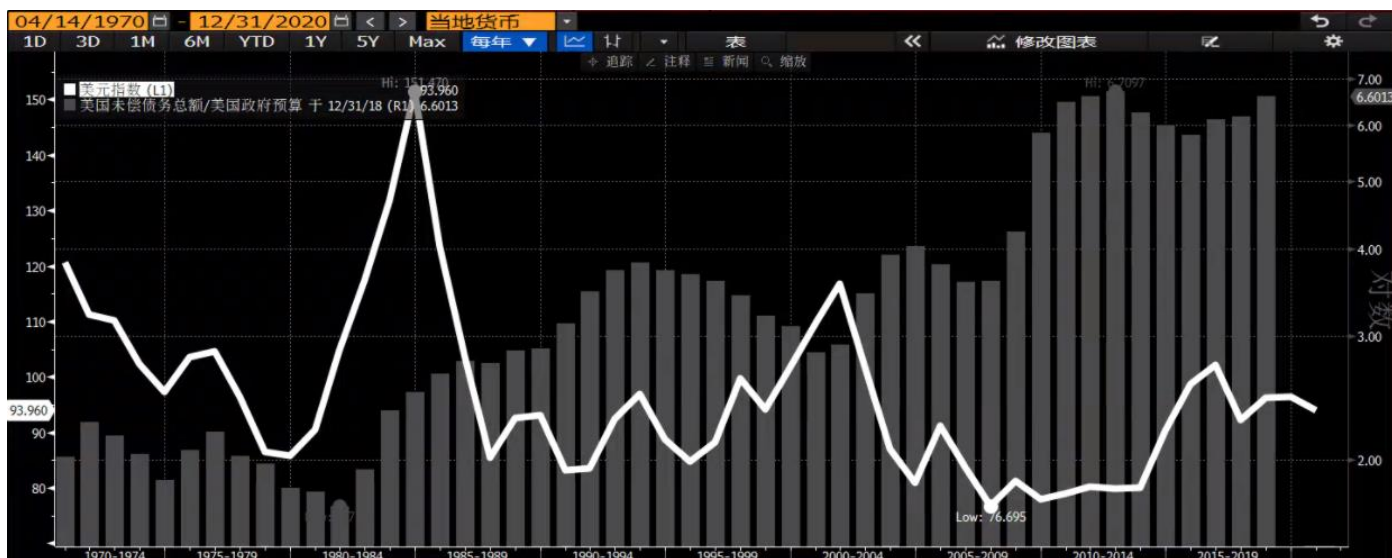


资料来源： macrotrends，铜冠金源期货

但持有黄金并不总是优胜的，在债务周期前期，更多的货币创造出更多的商品和服务。商品和服务的增速高于货币的增速，货币相对变得稀缺从而利率上升，持有生息的现金货币的回报高于黄金。如工业革命、二战后复苏、1980 年里根撒切尔私有化改革时期。

五、当下的局面

图表 3 美元指数，美国政府预算/美国未偿债务总额



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

在债务周期的后期，债务的增长超过商品和服务的增长。应对债务负担，决策者拥有四种手段：

紧缩（减少开支）

债务违约和重组

将资金和信贷从多于其需要的人手中转移到少于其需要的人手中(例如，增加税收)

印钞和货币贬值

而现实意义中，印钞的阻力远小于前三种手段的阻力。这也是疫情发生后各国正在施行的。这反而加剧了问题本身——货币数量和购买商品和服务的数量之比过高，以至于其使用货币无法获得对应的价值。货币持有人转而持有抗通胀资产和其他货币，这将导致货币贬值的自我强化。而兼具普遍接受度且易于流通的，唯有黄金。

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。