

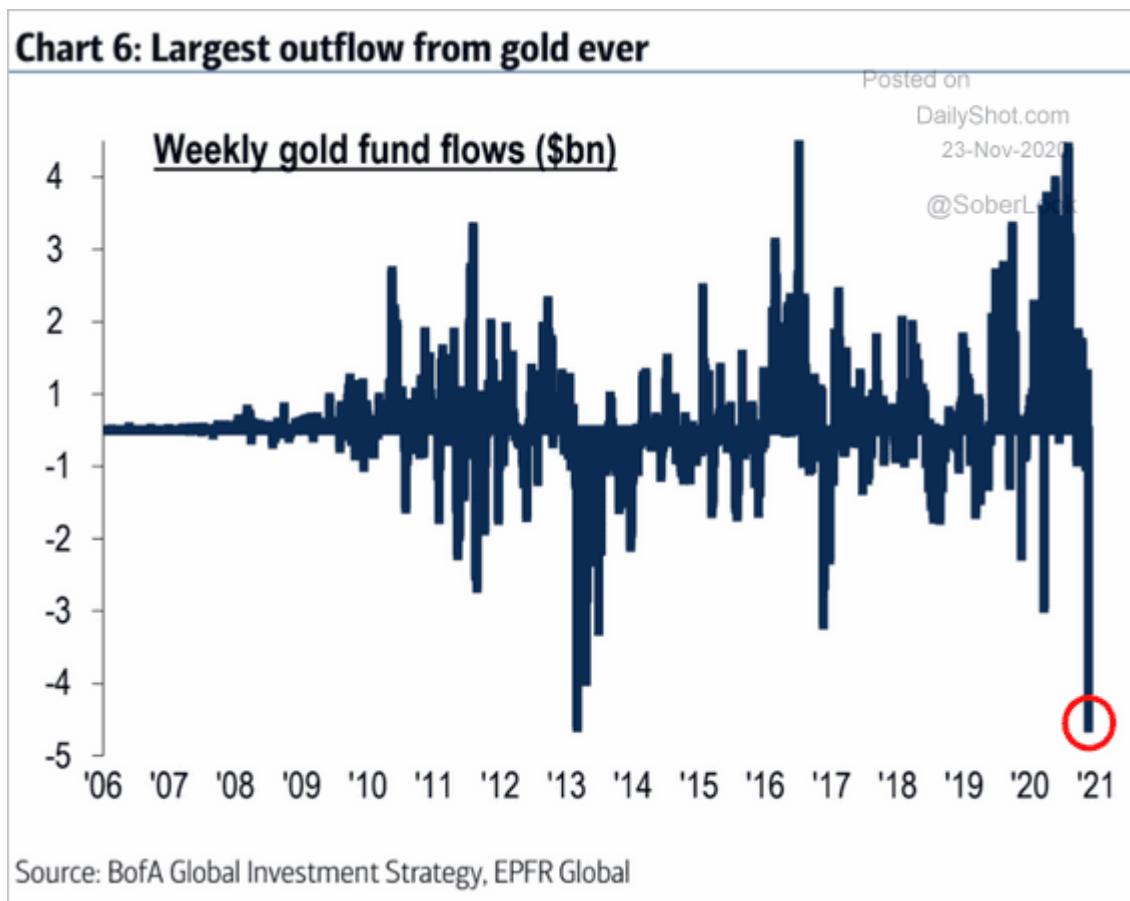


再论黄金

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

一、黄金的回调

图表 1 近二十年最大的单周资金流出黄金



资料来源：EPFR，铜冠金源期货

近来黄金从前期高点回调近 20%，而按照技术流派的定义，回调 20%即意味着牛市的结束。应该相信技术流派吗？

二、黄金与美债

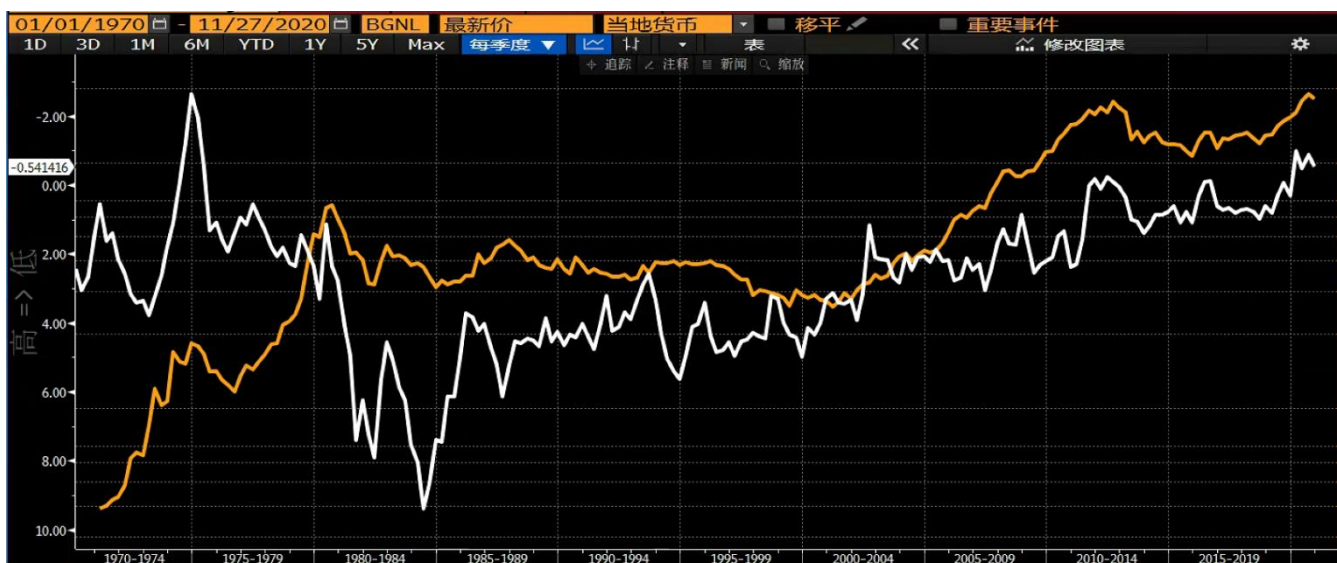
图表 2 2008 年以来美债实际收益率；黄金



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

诸多研究者常以通胀保值债券来对比黄金——近十年的历史数据也展现了两者高度的相关性。并且这种相关性也能找到支撑——通货膨胀保值债券的本金与 CPI 挂钩，于是按照固定票面利率计算的利息随着本金变动而变动。换句话说，CPI 是检测通货膨胀的手段。如果这个检测可信度足够的话，按照费雪公式，实际利率=名义利率-通货膨胀率。通货膨胀保值债券的利率也就意味着实际利率。另一方面，黄金等商品也同样有着反映通货膨胀的作用，并且黄金和其他大宗商品所不同的是，大宗商品的需要仓储成本，即负的现金流，而黄金则可以产生租赁收入，是正的现金流。这样看来，黄金价格与实际利率有着较高的相似性。

图表 3 1970 年以来美债实际收益率；黄金



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

但是，当我们把时间拉长，对比半个世纪以来的美债实际利率和黄金价格，则发现两者

的相关性迅速弱化。也就是说，此前论述两者的逻辑最多适用于某个阶段而已——更无法保证这层逻辑能够用在将来。

三、归纳法与演绎法

无论技术流派还是以美债观察黄金的视角，本质都是归纳法，即通过过去的相关性得到结论，一旦条件略微变化，归纳法就可能导致错误的结果。

演绎法是借助于理性进行推论的主要逻辑形式，它有一个极具价值的特点：可以从已知模型推出新模型。如果已知模型是正确的，那么以此推出的新模型也是正确的。反之也有效，比如著名的三段论“所有人都会死，苏格拉底是人，所以苏格拉底也会死”。

四、第一性原理

张磊在《价值》中这样写道，“最好的方式方法未必是使用估值理论、资产定价模型、投资组合策略，而是坚持第一性原理，即追本溯源，这个“源”包括基本的公理、处世的哲学、人类的本性、万物的规律”

从最牢固的前提出发，使用演绎法思考的方法，就是第一性原理的思考方式。

五、货币的第一性原理

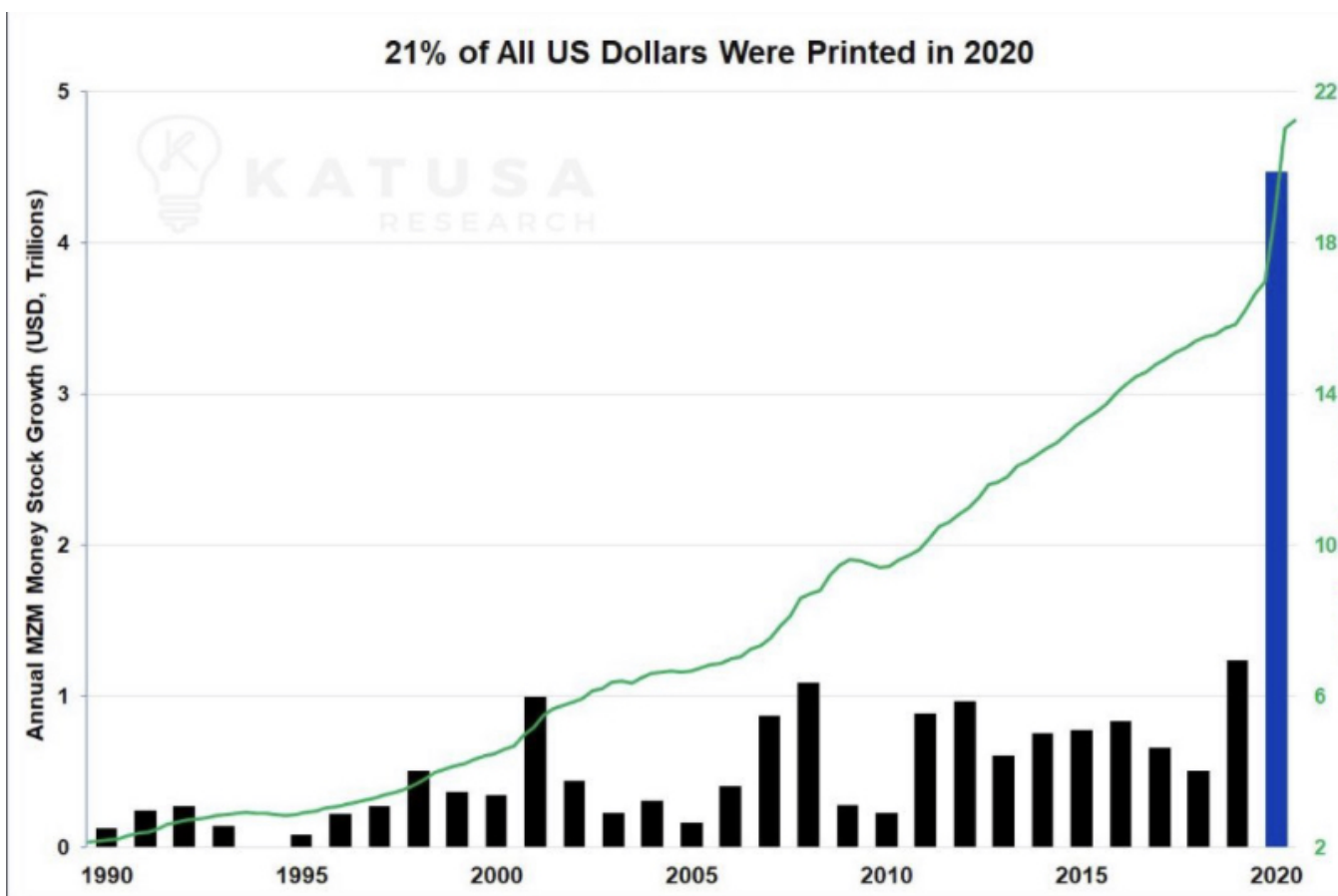
曾在《黄金的逻辑》中阐释，一切内生货币都是欠条 (IOU)，这就是货币的第一性原理。内生货币就是某种形式的信用，外生货币是不构成任何人负债的资产。黄金在任何意义上都不是信用，一切其他资产都是信用。那么黄金相对内生货币的价值，将由“欠条”的购买力贬值而体现。

内生货币会在什么情况下经历大幅贬值呢？从“欠条”的角度观察，一是在现金流不变的情况下发行更多的欠条，二是在欠条规模不变的情况下未来现金流减少，三是对欠条的一般性需求减少。

六、美元的难以为继

对于美元而言，以上三个条件同时触发。

图表 4 历年美元发行规模



资料来源：KATUSA，铜冠金源期货

今年发行的美元规模占历史总规模的 21%；而预计美国的次年的财政收入为 3.5 万亿美元左右（和今年接近），而财政支出可能上升到 7 万亿美元；十月份 SWIFT 数据显示全球货币使用量的占比中，美元第一次落后于欧元。

七、结论

从货币替代物的角度，黄金的升腾依托于美元的衰落。而美元的衰落进程还未见到停止的迹象。

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。