

黄金绽放

■ **正本清源看黄金。**黄金的本质是人类纸币体系信用的量度。这涉及到两个问题，一是人类纸币体系，目前来看，即自布雷顿森林体系建立及其崩溃所确立的以美元为主的货币体系；二是纸币信用量度，黄金本质上是美元信用的对冲品，即美元信用体系加强，黄金配置价值下降，美元信用体系弱化，比如通胀或扩张性货币政策，再比如美元权威受到挑战，全球货币体系出现混乱，黄金配置价值就会系统性上升。

■ **一个框架：美国实际利率，即美国名义利率-通货膨胀预期。**一是当前全球货币体系主要是美元本位，黄金的对冲价值更多是相对于美元信用体系；二是理论上讲，由于相比于其他实物和金融资产，黄金自身并不生息，因此实际利率可视为持有黄金的真实机会成本；三是从历史数据来看，金价与实际利率的负相关性非常显著，2000年初至今相关系数-0.88，和美元指数的相关系数仅有-0.58。四是易于跟踪和预测，可操作性强。

■ **两种世界观：再通胀 vs 暗黑世界观。**再通胀世界观是在美元本位稳固的背景下较为传统、偏乐观的情景假设，即一旦加息周期开启，金价即长期利空出尽，逐步的加息是新一轮再通胀周期的确认，通胀预期中长期走高，实际利率中枢会持续受到压制，金价慢牛可期。暗黑世界观是反传统、偏悲观的情景假设，即全球经济增速放缓，各国通过贸易战+汇率战争抢经济存量蛋糕份额，导致加息放缓甚至竞争性货币宽松，通胀预期上升，实际利率显著下降；G2修昔底德陷阱难以避免，全球货币体系可能陷入“失锚”混乱，黄金避险价值巨大。

■ **黄金绽放：黄金有望迎来系统性配置重大机遇。**再通胀角度，短期看3月下旬美国加息刚落地，实际利率见顶，支持金价反弹；长期看黄金系统性利空出尽，再通胀进程中实际利率被系统性压制，金价慢牛可期。暗黑世界观角度，3月以来美国挑起贸易战醉翁之意不在逆差，而在于遏制中国崛起，暗黑时代已显露冰山一角。短期看，11月美国共和党中期选举的政治诉求是当前主要矛盾，这决定了政治博弈不会轻易结束，甚至不排除逐步升级可能，黄金避险价值大增；长期看，G2修昔底德陷阱难以避免，全球货币体系“失锚”风险上升，黄金是终极对冲工具。更深层次看，全球产业分工体系正在经历不可逆的重构，再通胀逻辑有赖于南亚等欠发经济体承接产能转移，激活工业化潜力；但其镜像是中国经济转型升级，中美全球产业分工角色的逐渐趋同，威胁美国产业和货币霸权，G2陷入修昔底德陷阱，暗黑时代混乱模式开启。这意味着再通胀逻辑将必然指向暗黑时代，两大世界观将实现统一，黄金作为人类信用体系的终极量度，将在这个过程中金光闪耀，大放异彩。

■ **A股黄金板块：估值持续去化，具备较强配置价值。**2016年下半年至今，金价基本回到前期高点，但股价持续回落，估值去化较为彻底；上述黄金绽放的逻辑正在兑现，金价短期反弹、长期走牛逻辑扎实，黄金股有望迎来强劲的戴维斯双击行情。建议重点关注山东黄金、赤峰黄金、湖南黄金、紫金矿业、中金黄金、西部黄金等相关标的。白银板块亦要重视，重点关注银泰资源、兴业矿业、金贵银业、盛屯矿业、盛达矿业等相关标的。

■ **风险提示：**1) 贸易战、地缘政治风险低于预期；2) 美联储加息超预期。

投资评级 **领先大市-A**

首次评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.54	-2.30	-13.22
绝对收益	-1.04	-9.08	-1.00

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001

qiding@essence.com.cn

010-83321063

黄孚

报告联系人

huangfu@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 正本清源看黄金	4
1.1. 从黄金到美元：人类纸币体系的百年变迁.....	4
1.2. 货币体系变迁的本质：寻找信用秩序.....	6
1.3. 黄金的本质：人类纸币信用的对冲品.....	7
2. 一个框架：美国实际利率	9
3. 两种世界观：再通胀 vs 暗黑世界观	10
3.1. 再通胀世界观.....	10
3.1.1. “再通胀世界观”的表述.....	10
3.1.2. 实证案例：2003~2007 年大宗超级牛市的加息周期.....	10
3.2. 暗黑世界观.....	11
3.2.1. “暗黑世界观”的表述.....	11
3.2.2. 实证案例：1985~1995 年美日贸易战，以及布什总统 2002 年发动“201 条款”提 高钢保护性关税.....	12
4. 黄金绽放：黄金迎来系统性配置的重大机遇	14
4.1. 再通胀世界观：美国实际利率持续受到压制，金价慢牛可期.....	14
4.2. 暗黑世界观：贸易战暗示暗黑时代将至，黄金有望金光闪耀.....	15
4.2.1. 此次贸易战的独特之处：特朗普之意不在逆差，而在遏制中国崛起.....	15
4.2.2. 贸易战暗示暗黑时代已至，黄金有望金光闪耀，大放异彩.....	17
4.3. 两种世界观的统一：全球化分工正在经历不可逆的重构，再通胀必然通向暗黑时代.....	20
5. A 股黄金板块：估值持续去化，配置价值大幅提升	23

图表目录

图 1: 金本位时期的黄金价格.....	5
图 2: 二战让美国的黄金储备远超欧洲.....	5
图 3: 国际货币体系的百年变迁及其标志性时间.....	6
图 4: 金本位时期的黄金价格.....	7
图 5: 一张图看清 220 年来金价走势.....	7
图 6: 1900 年以来人类社会主要货币相对于黄金的价值走势.....	8
图 7: 美国实际利率和黄金价格呈现显著的负相关关系.....	9
图 8: 2003 年 6 月至 2007 年 9 月加息周期中的金价表现.....	11
图 9: 2015 年以来联邦基金利率和黄金价格关系.....	11
图 10: 上世纪 80 年代美日贸易战中黄金和美元的表现.....	13
图 11: 2002-2003 年美元与黄金走势.....	13
图 12: 2015 年以来前五次加息后 Comex 金价涨幅.....	14
图 13: 本轮加息进程中长期实际利率上升动能已趋弱.....	14
图 14: 美国 301 调查涉及拟征税商品领域, 中国对美国的顺差情况一览.....	16
图 15: 2017 年以来特朗普强烈支持 vs 反对投票民调比例.....	18
图 16: 2018 年以来特朗普民调支持率逐步回升.....	18
图 17: 美国“铁锈地带”: 东北部、中心部和五大湖地区.....	18
图 18: 铁锈地带是支持特朗普竞选获胜的州中的重要部分.....	18
图 19: 美国制造业就业人数占比在 10% 以上的州都是特朗普竞选的获胜州.....	19
图 20: 美国全部住户收入基尼系数持续攀升.....	21
图 21: 中国与俄罗斯的黄金储备迅速增加.....	22
图 22: 金融危机以来, 中、俄是全球黄金储备主要买入国.....	22
图 23: 山东黄金股价和国内黄金价格走势.....	23
图 24: 17 年以来黄金股处于估值持续去化阶段.....	23
图 25: A 股黄金股业绩和市盈率弹性测算.....	24
表 1: 1910s~1970s 国际货币体系变迁.....	4
表 2: 国际货币体系的百年变迁: 特征、优点、硬伤与崩溃.....	6
表 3: 4 月 4 日, 美国公布的“301 调查”征税产品大类清单.....	15
表 4: 2018 年 3 月初以来, 中美贸易摩擦逐步升级.....	17

1. 正本清源看黄金

黄金是对人类纸币体系信用的量度。这涉及到两个问题，一是人类纸币体系，目前来看，即自布雷顿森林体系建立及其崩溃所确立的以美元为主的货币体系；二是纸币信用量度，黄金本质上是美元信用的对冲品，即美元信用体系加强，黄金配置价值下降，美元信用体系弱化，比如通货膨胀或扩张性货币政策，再比如美元权威受到挑战，全球货币体系出现混乱，黄金配置价值就会系统性上升。

1.1. 从黄金到美元：人类纸币体系的百年变迁

自 1914 年一战爆发，金本位制中断起，人类纸币体系在近百年里出现了巨大的变迁。期间的每一次货币体系演进，都经历了巨大的动荡。金本位制在一战的战火中坍塌，英镑-黄金汇兑本位制在二战的伤痕里让位美元，而美元与黄金脱钩则既离不开越战的泥潭，也未能避免对全球金融市场产生巨大冲击。

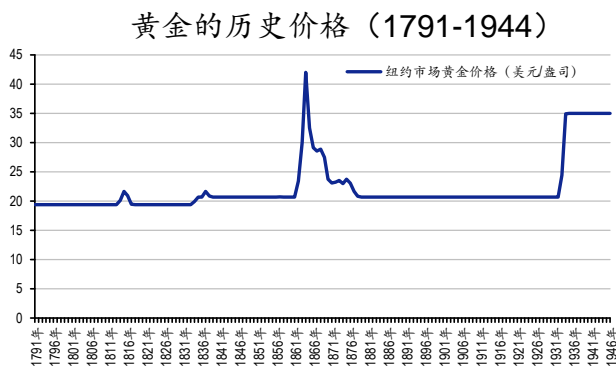
表 1：1910s~1970s 国际货币体系变迁

1914 年以前的 100 年	各国向金本位制进化，国际货币体系比较稳定
1914 年	一战爆发，金本位制中断
1914 年—1919 年	一战中欧洲各国的战争债务积累
1917 年 4 月	美国参战
1919 年	放弃对英镑和法郎的支持，货币贬值
1922 年 8 月	巴尔福照会
1923 年-1924 年	德国超级通货膨胀，土地马克、帝国马克的发行
1924 年 4 月	道威斯计划，开启了一战后世界性战争债务循环
1925 年	英国实行金块本位制，但英镑估价过高，大幅削弱英国贸易竞争力
1926 年	法国法郎稳定于贬值后的水平
1929 年	大萧条开始，从纽约股票市场崩溃开始，战争债务收支环流崩溃
1930 年 4 月	杨格计划，由于 1931 年延长赔款偿付期未能实施
1931 年 6 月	胡佛延长战争贷款和赔款的偿付期，德国汇率冻结协定及外汇管制开始
1931 年 9 月	英国宣布放弃金块本位制，英镑贬值，
1932 年 7 月	渥太华会议，建立帝国特惠制，金本位仍然实质上是英镑本位
1933 年 3 月 4 日	罗斯福新政，4 月 12 日接受托马斯修正案，改变黄金的价格，相对于英镑贬值
1934 年	美国在 1933 年放弃金本位以后将金价从每盎司 20.67 美元提高到 35 美元
1933 年 6 月 1 日	伦敦世界经济会议，罗斯福为了国内新政坚持美元贬值
1933 年 6 月 15 日	英国最后一次向美国偿还战争债务，一战战争债务循环中止
1933 年 7 月 8 日	黄金集团在巴黎的会议
1936 年 9 月	法国在黄金集团瓦解后宣布法郎贬值
1936 年 9 月 26 日	三国货币协议
1939 年	二战爆发
1940 年	英镑贬值到 4.40 美元
1941 年 3 月 11 日	美国国会通过租借法案，1942 年开始对同盟国实行租借法案
1944 年	布雷顿森林会议，建立美元-黄金本位制
1945 年 12 月	英美金融协定，以向英国发放 37.5 亿美元的贷款代价换得了英镑霸权的崩溃
1947 年	英镑可兑换，但仅延续了六个星期
1948 年	《马歇尔计划》帮助重建欧洲，在布雷顿森林体系空缺期向欧洲经济大举渗透
1949 年	英镑贬值，其他货币调整汇率
1950 年 6 月 25 日	朝鲜战争爆发，至 1953 年 7 月结束，美国海外战争支出开始改变其国际收支状况
1958 年	法国法郎贬值，英镑可兑换
1960 年	第一次美元危机，黄金总汇在伦敦成立
1961 年 5 月	越战爆发，直至 1975 年 5 月结束，美国陷入了海外军事支出的泥潭
1968 年	第二次美元危机，黄金总汇解散，采用双重价格体系，IMF 提出特别提款权
1971 年	第三次美元危机，尼克松“新经济政策”，达成史密森协定，美元贬值
1973 年 2 月	美元浮动，史密森协定寿终正寝，布雷顿森林体系彻底崩溃

资料来源：IMF，《国际经济学》，安信证券研究中心

国际货币体系的百年变迁可以概括为四大阶段：一是金本位制（1870年-1918年）。其特征是金币直接参与流通，具有无限法偿能力，黄金在各国之间可以自由输出或输入。好处是货币信用直接由黄金重量保障，缺点是黄金产量有限与经济发展对货币需求无限的矛盾不可调和，最终由于一战期间，战争耗资巨大，各国黄金存量锐减，不足以应付战后经济发展对流通货币的需要，停止了法定货币和黄金的兑换。

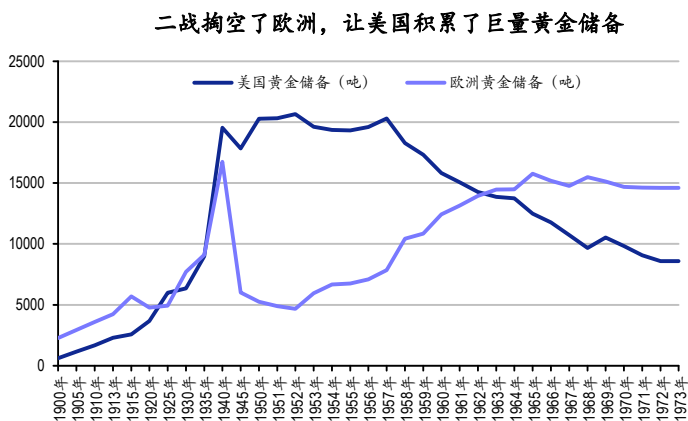
图 1：金本位时期的黄金价格



资料来源：USGS，安信证券研究中心

二是英镑-黄金汇兑本位制（1918年-1944年）。其特点是英镑、法郎有限制地兑换成金块，其他国家货币不能直接兑换黄金，只能按照固定比价兑换成英镑、法郎。但最终由于英法两国在两次大战中积累了过多债务，信用基础不足而让位于美元。

图 2：二战让美国的黄金储备远超欧洲



资料来源：Wind，安信证券研究中心

三是美元-黄金汇兑本位制（1945年-1973年）。其特点仍然是双挂钩，美元与黄金挂钩，各国货币与美元挂钩。该制度的好处是美国在两次世界大战中积累了大量黄金储备，并以军事、经济实力保证美元和黄金按照固定价格兑换的可信承诺，硬伤则是“特里芬难题”（见下表）。最终在美国国际收支和财政双赤字带来的美元贬值和抢兑黄金浪潮下，美国政府宣布停止兑换黄金。

四是美元本位制（1974年至今）。其特点是美元成为全球纸币信用体系的中心，在美国国力绝对强势的背景下，美元信用非常坚实，为国际贸易提供了顺畅的结算工具。缺点则是美国经济和货币政策的伸缩对全球流动性影响巨大，加剧了全球波动风险。目前看，该制度在美国国力仍居世界巅峰的背景下仍难以撼动，但欧元和人民币崛起正在冲击美元的统治地位。

表 2：国际货币体系的百年变迁：特征、优点、硬伤与崩溃

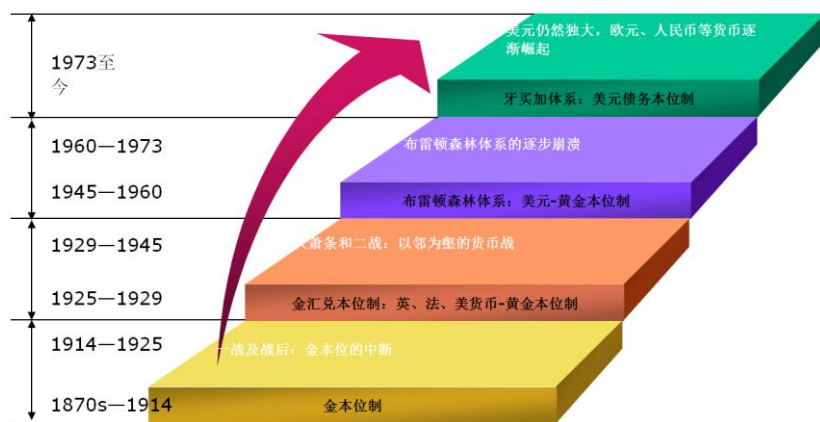
国际货币体系阶段	本位制	特征	好处	硬伤	崩溃
金本位制时期 (1870 年~1918 年)	金本位制	金币直接参与流通，具有无限法偿能力；金币可以自由铸造，自发调节货币流通数量；黄金在各国之间可以自由输出或输入。	无条件保证将法定货币按照固定价格兑换成黄金是一个可信的承诺	黄金产量有限与经济发展对货币需求无限的矛盾不可调和；黄金储备多少与各国经济发展快慢之间不一致	一战期间，战争耗资巨大，各国黄金存量锐减，不足以应付战后经济发展对流通货币的需要，各国停止法定货币和黄金的自由兑换
前布雷顿森林体系时期 (1918 年~1944 年)	金汇兑本位制：英镑、法郎	英镑、法郎有限制地兑换成金块，其他国家货币不能直接兑换黄金，只能按照固定比价兑换成英镑、法郎	英、法作为一战战胜国，国力较强，可以一定程度上维持该国货币与黄金按照固定价格兑换的可信承诺	英、法在一战后国力日颓，信用基础逐步下降，许多国家为了本国利益，操纵汇率，实行以邻为壑政策	美国以一战债权国身份，对欧洲列强特别是英国强行逼债，导致欧洲各国陷入经济萧条和贸易战；1929-1933 年大萧条和二战，彻底摧毁英镑、法郎作为国际本位货币的信用基础
布雷顿森林体系时期 (1945 年~1973 年)	金汇兑本位制：美元	双挂钩：美元与黄金挂钩，各国货币与美元挂钩	美国在两次世界大战中积累了大量黄金储备，并以军事、经济实力保证美元和黄金按照固定价格兑换的可信承诺	特里芬难题：一方面满足国际经济不断发展，美元必须无限制供应，必然产生美国持续逆差，美元信用被削弱；另一方面，美元必须维持兑换黄金的信心，这要求美国持续顺差，产生美元供应紧缩	1950s 的朝鲜战争、1961 年开始的越南战争，把美国拖进了国际收支赤字、财政赤字泥潭；美元开始出现大幅度贬值，并爆发抢兑黄金浪潮，1973 年，美国政府宣布美元停止兑换黄金
后布雷顿森林体系时期 (1974 年~今)	美元本位制	美国不再需要承诺将美元兑换为黄金，并且升级为赤裸裸的美元本位制，美元霸权全面胜利	在美国绝对强势的背景下，美元信用非常坚实，保证了全球经济较为稳定的兑换关系	美元脱离了黄金兑换的束缚，大肆攫取铸币税，美国经济冷暖和货币政策波动对全球流动性带来致命影响，加剧了世界各国的经济波动和金融风险	中短期难以撼动。主要观察美国强势地位是否能继续维持，以及人民币、欧元是否能真正崛起

资料来源：IMF，《国际经济学》，安信证券研究中心

1.2. 货币体系变迁的本质：寻找信用秩序

货币本质上仅仅是货币的职能 (Money is what money does)，是人类自发和不可预见的有秩序地合作过程的不断扩展 (Spontaneous Extended Order)。百年货币变迁史本质上是对外部名义驻锚 (Extended Nominal Anchor) 的选择，各种形式的金本位界定了金作为外部名义驻锚。人们需要的并非黄金金或者美元本身，而是通过本位货币表征的信用秩序而已。

图 3：国际货币体系的百年变迁及其标志性时间



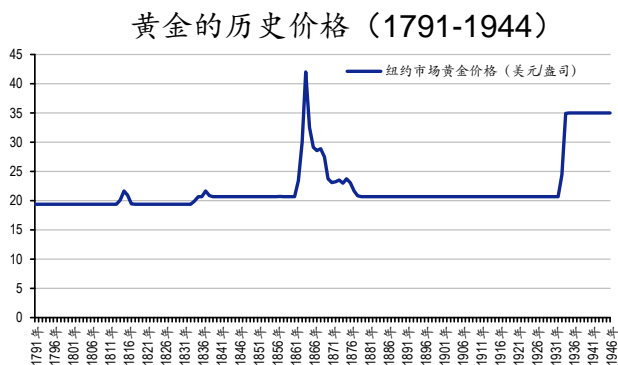
资料来源：安信证券研究中心

1.3. 黄金的本质：人类纸币信用的对冲品

人类纸币体系寻找信用秩序的本质是寻找锚定工具。尽管几经变更，美元已经成为纸币体系的锚，但黄金天然的锚定价值，决定了其仍然是人类纸币信用的终极对冲品。当纸币体系信用提升，黄金的纸币价值下降；当纸币体系信用下降，黄金的对冲价值就相应提升。

金本位时代下：由于黄金本身的信用稳定，金价也相应的较为稳定。

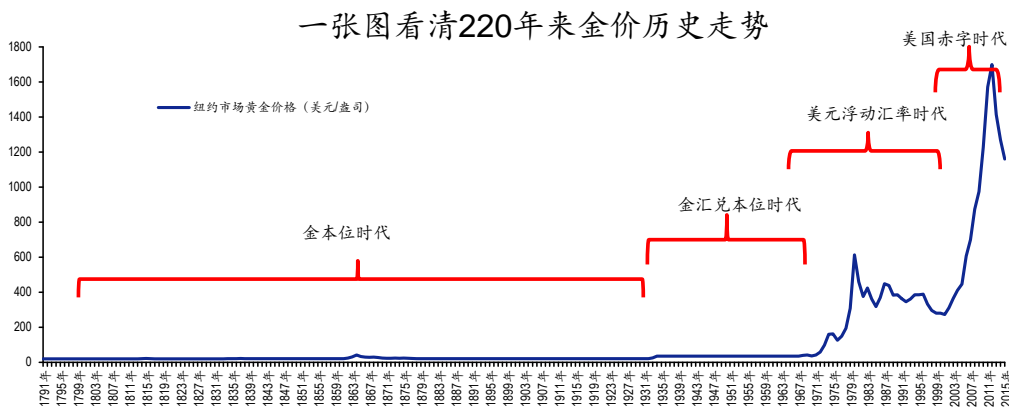
图 4：金本位时期的黄金价格



资料来源：USGS，安信证券研究中心

美元黄金汇兑本位及美元本位时代下：纸币信用是由美元建立的，黄金开始成为美元信用的对冲品，金价的波动实际上就是美元信用的波动。由于美国的信用扩张速度较快和美国国力的周期波动，导致了金价的重心逐步抬升，且波动剧烈。

图 5：一张图看清 220 年来金价走势

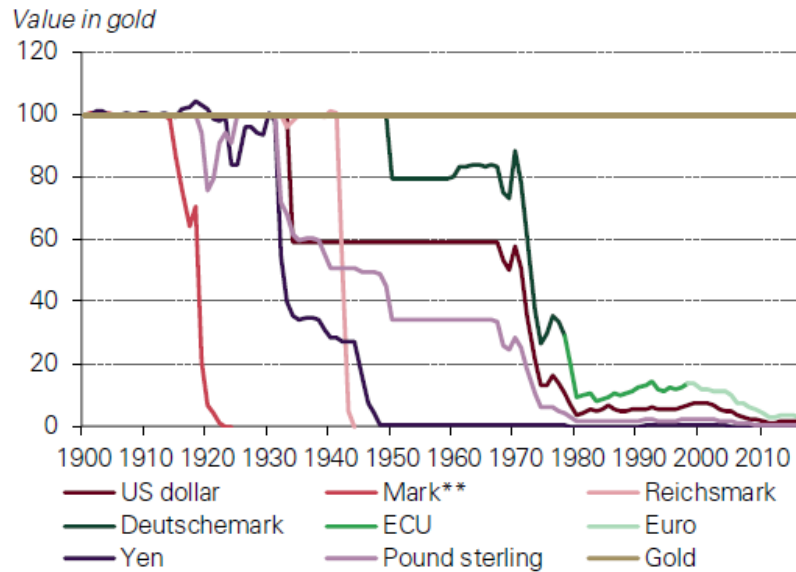


资料来源：USGS，彭博，安信证券研究中心

长期看，美元未必是本位货币的终点，美元的本位货币信用地位的变化决定美元计价的黄金的变化。本位货币是国家的综合实力决定的，美元借助一战、二战战胜英镑，建立军事、科技的霸权地位，并在布雷顿森林体系崩溃后通过货币惯性绑架世界，建立了前所未有的纸币霸权。从政治经济博弈角度看，欧元、人民币崛起挑战美元是美元信用下降的潜在趋势，利好美元计价的黄金，但这个趋势较为确定，但整体进程还是缓慢的。

图 6：1900 年以来人类社会主要货币相对于黄金的价值走势

Relative value between major currencies and gold since 1900*



*As of 31 December 2017.

**The 'Mark' was the currency of the late German Empire. It was originally known as the Goldmark and backed by gold until 1914. It was known as the Papermark thereafter.

Source: Bloomberg, Harold Marcuse – UC Santa Barbara, World Gold Council

资料来源：WGC，安信证券研究中心

人类历史上的本位货币，基本上都是先维持与黄金的固定汇兑比例，然后由于“特里芬难题”而无法维持该比例，出现大幅贬值。

长期看，黄金跑赢了历史上的所有人类法币。

2. 一个框架：美国实际利率

黄金的相关研究汗牛充栋，不同流派有不同的分析框架，但什么样的框架是最好的？我们认为，就是变量单纯，一以贯之，可解释过去，可预测未来。

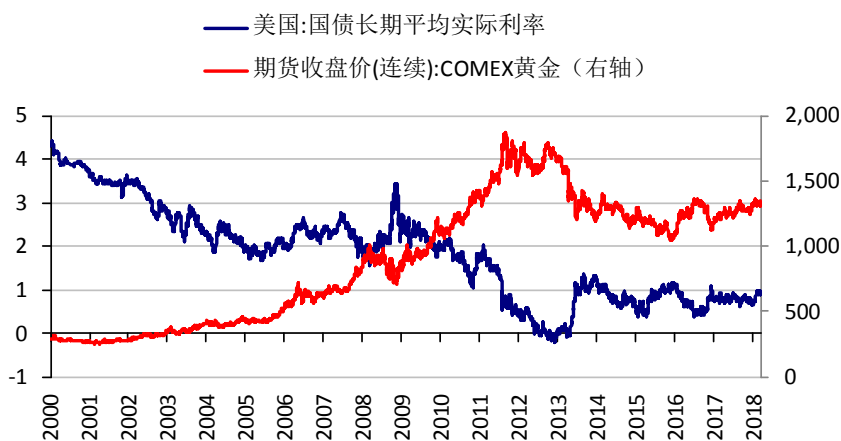
美国的实际利率，即名义利率-通货膨胀预期（注意：是通胀预期，而非通胀本身，真正影响人类经济活动的是事前的通胀预期）。

我们认为，美国实际利率是研究黄金最有效的框架。一是当前人类货币体系主要以美元为本位货币，黄金的对冲价值更多是相对于美元信用体系。二是因为相比其他实物和金融资产，黄金自身并不生息，因此其他资产的收益率或说利率可视为持有黄金的机会成本。三是从历史数据来看，黄金价格与实际利率的负相关性非常显著。

美国实际利率代表着黄金的持有成本。美国实际利率代表着美国实体经济真实的回报率，如果实际利率上升，持有黄金则意味着要放弃其他资产的高收益，黄金的吸引力下降，价格有下跌压力；若实际利率下降，则持有黄金的成本下降，金价有上涨动力。实际利率由名义利率和通货膨胀预期两部分组成，因此需要综合两个指标的变化。落实到操作上，就是看一定的投资期限内，名义利率和通胀预期谁跑得快，由此决定的实际利率成为金价的反向指标。

实证上，实际利率与黄金价格呈显著的负相关关系。一些研究者把美元指数作为研究黄金的主要反向指标，但我们认为这一指标没有实际利率好。首先，2000年初至今，共18年时间，Comex黄金和美国实际利率的相关系数-0.88，和美元指数的相关系数仅有-0.58，反向关系紧密程度的差异高下立判；第二，美元指数涉及的变量过多，不容易进行分析和预测，其更多是个概念上的框架，或者是个结果，而实际利率这个框架易于跟踪和预测，操作性强。

图7：美国实际利率和黄金价格呈现显著的负相关关系



资料来源：Wind，安信证券研究中心

美国实际利率和黄金的反向关系建立在美元国际本位货币地位的基础之上。1973年布雷顿森林体系虽然崩溃，但美元却脱离了1盎司黄金=35美元的束缚，在强大的美国军事、科技、经贸实力的背书下，反而成为了更具弹性的国际本位货币，美国铸币税的终极利益得到了空前强化。在这个背景下，美国的实际利率（=名义利率-通胀预期）与黄金紧密的反指关系才得以实现，名义利率和通胀预期两个指标互相追逐的游戏也就对金价走势带来了极为重要的影响。

即使美元国际本位货币的地位下降或者失去，美国实际利率与黄金的反向关系仍高度有效。全球本位货币的确立和维持，及其铸币税终极利益的攫取，和大国霸权密不可分。在人类历史的长河中，任何一国的霸权并不是永恒的，这也决定了全球本位货币的锚并不永远是美元。我们认为，即使美元国际本位货币的地位下降或失去，美国实际利率与黄金的反向关系仍有效。因为美元的式微，本质上是美国经济实力下降的结果，在此进程中，美联储将趋于扩张性货币政策，对内刺激经济，对外促进美元贬值争夺全球市场份额，这也客观上带来了通货膨胀预期。如果说在美元霸权的范畴内讨论美国实际利率是有效的话，那么美元霸权如果进入长期下降通道，这更意味着美国实际利率中枢的长期下降，黄金对冲价值的历史性地提升，这一反向关系仍然高度有效。

3. 两种世界观：再通胀 vs 暗黑世界观

越宏观的东西，由于难以精确的定量研究，也难有对错之分，往往讨论起来容易关公战秦琼。黄金也一样，相由心生，不同世界观的人，对黄金的观点会大不一样，但我们相信，黄金价格是以下这两种世界观所产生的的两种情景假设的期望值。世界观不同虽然很难彼此说服，但由此产生了买卖，买卖就产生了价格，价格的变化实际上反映了两种世界观情景假设的概率和对金价影响的强度的变化。

3.1. 再通胀世界观

3.1.1. “再通胀世界观”的表述

再通胀世界观是个偏传统、偏乐观的世界观，也是在美元本位建立以来屡试不爽的模式。我们把在加息周期中看涨黄金的“再通胀世界观”表述如下：

第一，黄金熊市的开启并不是加息本身，而是加息预期提升带来的实际利率走强；而一旦加息落地，加息周期开启，黄金基本上也就利空出尽，跌到位了。比如最近的一轮黄金熊市，是2012Q4开启，2013年Q1加速的，其背景就是美国不会再有进一步QE了，直到2015年底美联储第一次加息结束，黄金熊市出清，拐点向上，迎来了2016年的金价大涨。

第二，一旦开启加息周期，即是对新一轮再通胀周期的确认，通胀持续走高，实际利率中期会受到压制。开启加息周期后，随着通胀趋势的逐步加强，美联储预期管理的态度总体上是鼓励通胀的，加息只是适应性地压制通胀，而非希望逆转通胀，重回通缩。在这个背景下，实际利率和金价就会有独特的运行规律，即加息落地，进一步的加息有待通胀的进一步走强，实际利率短期见顶回落，金价反弹；通胀压力走强，加息预期提升，实际利率短期见底回升，金价回落。在这种短周期的波动中，由于通胀方向中长期走高，实际利率中枢会持续受到压制甚至下降，金价的中枢会逐步提升。

3.1.2. 实证案例：2003~2007年大宗超级牛市的加息周期

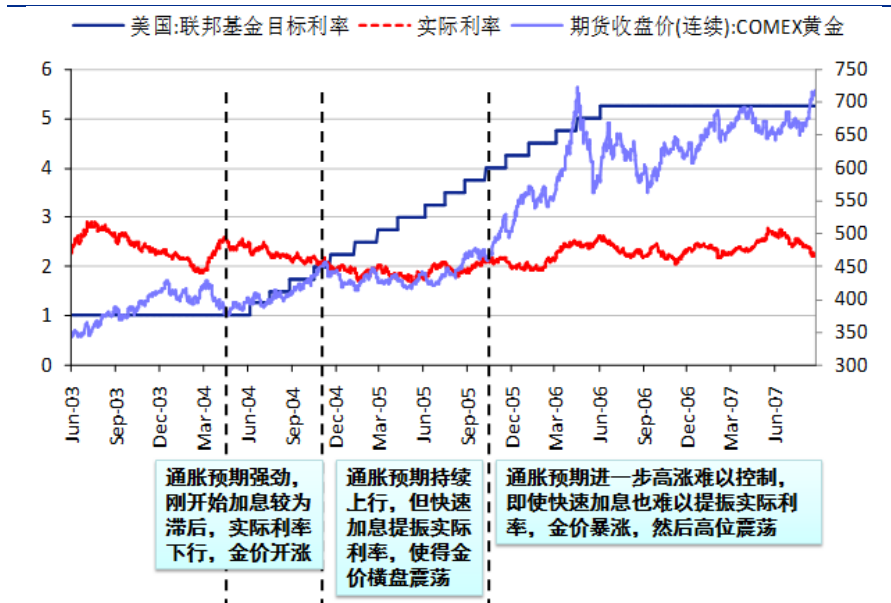
我们回溯在上一轮美国加息周期（2003年6月25日-2007年9月17日）中的金价表现和美国名义利率、实际利率的相互关系，可以验证“再通胀世界观”的基本逻辑。

加息初期：金价温和上涨。在2004年6月30日、8月10日、9月21日、11月10日连续加息期间（联邦基金目标利率从1%上调到2%），由于当时通胀预期强劲或者加息进度慢于通胀预期，实际利率反而出现下行，金价上涨16%。

加息中期：金价震荡。在2004年12月14日开始到2005年11月，联邦基金目标利率在1年间从2%通过8次加息提升到4%，这种高频加息对通胀预期产生了实质性打压，实际利率结束下降，处于窄幅震荡，金价涨幅仅有3%左右。

加息后期：金价大涨。2005年11月开始到2006年9月17日，联邦基金目标利率从4%提升到5.25%，但此时连续加息已经难以抑制强劲的通胀预期，实际利率趋弱，金价上涨57%。

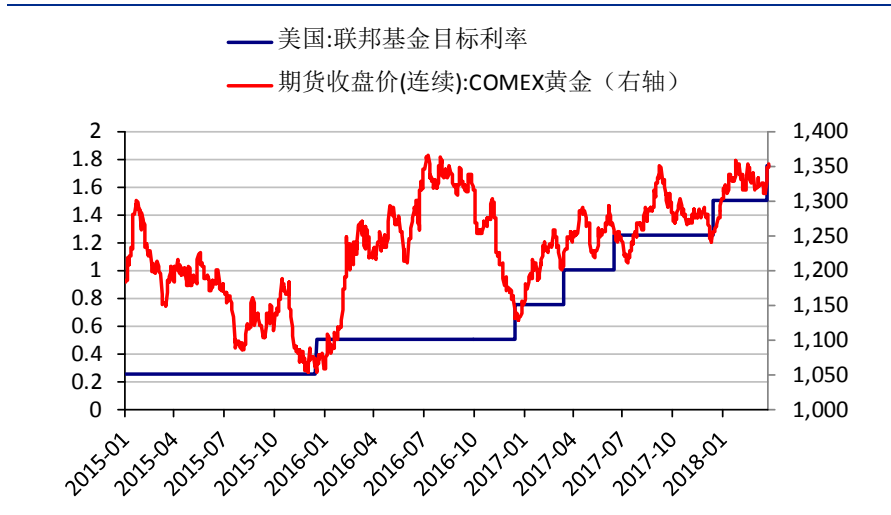
图 8：2003 年 6 月至 2007 年 9 月加息周期中的金价表现



资料来源：Wind，安信证券研究中心

再看 2015 年底第一次加息至今的情况，每次美联储加息落地，均是黄金向上的拐点，金价均会酝酿一波反弹，而且价格中枢会逐步抬升。这恰恰就是再通胀世界观的体现，当前的加息更多是对通胀的确认，同步甚至滞后于通胀预期的上行，实际利率并没有出现趋势性上行，黄金则具备持续向上的动能。

图 9：2015 年以来联邦基金利率和黄金价格关系



资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.2. 暗黑世界观

3.2.1. “暗黑世界观”的表述

暗黑世界观是反传统、偏悲观的世界观，当然我们也不希望它真正发生，但目前看这种情景假设的概率是存在的，而且在提升。我们对“暗黑世界观”的表述如下（仅为主观推演，并非一定是客观事实）：

第一，暗黑时代的背景。从经济总量角度，全球经济增速放缓，技术进步陷入瓶颈，生产率难有突破性进展，全球经济蛋糕无法做大，各国开始对存量蛋糕进行争抢；从贸易结构上看，中国经济转型升级的客观趋势和主观诉求明显，贸易比较优势逐渐向美国趋近，威胁美国产业价值链高端的统治地位；从货币铸币税角度看，中国的国际经贸总量迅速成长，为人民币国际化奠定了雄厚基础，威胁到美元本位的终极利益，美元信用正在逐渐被削弱。

第二，暗黑时代的结果。一是全球经济放缓，产业分工全球化，全球化中受损的“大多数”民粹主义、保护主义抬头，在此背景下上层建筑有向左走的倾向，政策极端化和对抗性增强；二是即使考虑到东南亚能够以其低成本的劳动力优势顺利地承接中国低端产能，降低美国对中国的贸易逆差，但仍然解决不了 G2 进入了“修昔底德陷阱”的终极问题，作为新兴崛起且比较优势逐渐与美国趋同的大国，至少在美国看来，中国正在全方位地和美国争夺战略影响力和全球事务的主导权，并且越来越具有对抗性。在此背景下，全球经济增长有可能出现停滞和混乱，且极易催生全球各国经济体以邻为壑的贸易战和汇率战，如果进一步恶化甚至有可能演化为战争。

第三，暗黑时代，黄金作为人类信用体系的终极价值量度，避险价值将系统性提升。首先，在美元本位体系下，全球经济在暗黑时代增长放缓，导致美国加息进程放缓，名义利率提升放缓甚至下降，而关税以及以邻为壑的汇率战带来的竞争性货币宽松使得通胀预期上升，美国实际利率将出现显著下降；第二，从更长的历史维度上看，G2 的政经关系正在经历不可逆的，系统性的，影响非常深远的变化，美元作为全球本位货币的地位将遭到系统性削弱和挑战，可能会出现失去美元“货币锚”的风险，人类纸币体系信用将会系统性削弱，并出现一定时期“失锚”的混乱。那么，在这样的暗黑时代，黄金作为人类信用体系的终极价值量度，避险价值将系统性提升。

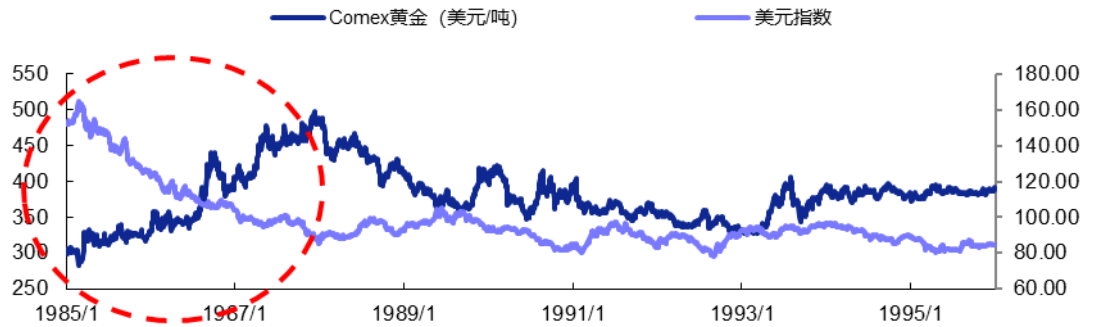
3.2.2. 实证案例：1985~1995 年美日贸易战，以及布什总统 2002 年发动“201 条款”提高钢保护性关税

美国较具代表性的贸易战有两次，均是“暗黑世界观”的生动案例。一是 1985-1995 年美日贸易战，二是 2002 年布什总统发动“201 条款”，提高钢材保护性关税。我们可以清楚的看到，以邻为壑的贸易战和汇率战从来都是一个硬币的两面，两者相辅相成，由此而来的各国货币当局的竞争性放水会系统性提高人类纸币体系的水位，摊薄纸币信用，均带来黄金的大幅上涨。

1985 年美日贸易战开启美元数年贬值之路，黄金迎来大涨。20 世纪 80 年代，美国遭遇“双赤字”难题，而日本经济的高速增长使得美日贸易逆差的问题愈演愈烈，美国政府祭出了“汇率战+贸易战”的杀手锏。

一是贸易战，上世纪 80 年代，美国贸易代表前后总计想日本发起了 24 例 301 条款案例调查，几乎全部迫使日本政府做出让步和妥协，自愿限制出口、开放市场和提高对外直接投资等；二是汇率战，1985 年 9 月 22 日，在美国主导下，美日德法英等五国在纽约广场饭店举行会议，力促力促美元对日元等非美货币贬值，美元自 1985 年开始也开启了长达数年的贬值之路。在此背景下，1985-1988 年三年内金价上涨了近 60%。

图 10: 上世纪 80 年代美日贸易战中黄金和美元的表现

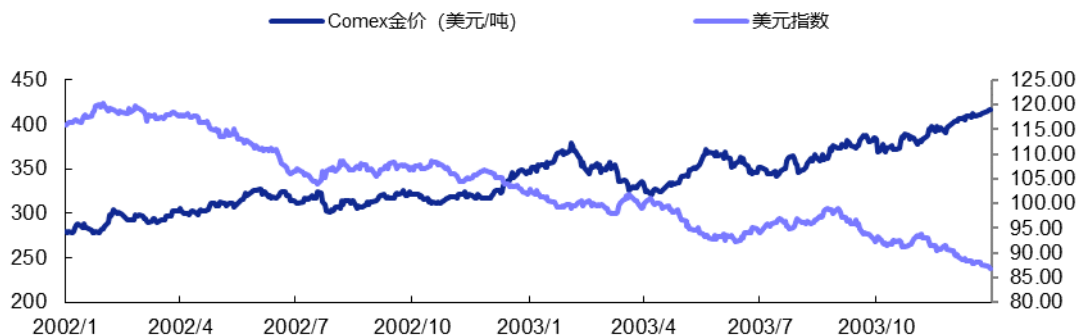


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2002 年布什发动钢材进口关税同样伴随着美元的弱化，黄金表现不俗。进入 21 世纪，全球钢铁行业面临产能过剩问题，美国国内钢铁厂商经营困难，行业协会给政府施加了一定压力。于是以进口钢铁产品涉嫌违反“201 条款”为由，美国国际贸易委员会展开了调查。

最终于 2002 年 3 月 5 日，美国总统布什决定根据 201 保障条款，将对板坯、板材、长板等进口的主要钢铁品种实施为期 3 年的关税配额或高达 8-30% 不等的关税。这一举措涉及到包括欧盟、中国等多个国家，随后便遭到了反制行为，最终在 WTO 和各国的压力之下，布什于 2003 年底取消了钢材了保护性关税。在 2002 年 3 月到 2003 年底这一年多的时间中，美元表现相对弱势，而黄金的表现依然较好。从 2002 年 3 月 290 美元/吨一直涨到 2003 年底的 410 美元/吨，区间涨幅达到 40%。

图 11: 2002-2003 年美元与黄金走势



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

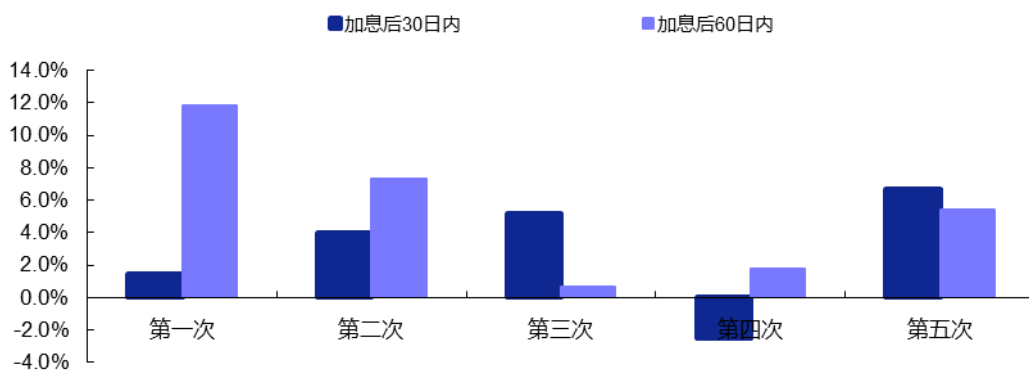
回溯以上历史，值得高度重视的规律是，贸易战通常伴随着汇率战或偏弱的货币政策。逻辑上贸易战一旦开打，强势美元将抵消贸易战的效果，因此较难与贸易战共存。类似美日贸易战，美国更是主动放软本币使自己占据贸易战的有利位置，2002 年布什征收钢材关税时的货币政策背景则是美联储进行了两次降息。以邻为壑的贸易战和汇率战如同双生儿，两者利益同源，相辅相成。退一步说即使美国不主动去挑起汇率战，竞争性关税的设置也会对他国形成贸易冲击，他国有动力寻求本国货币的贬值以改善贸易条件，无形之中也对美国的货币政策和汇率政策形成压力。

4. 黄金绽放：黄金迎来系统性配置的重大机遇

4.1. 再通胀世界观：美国实际利率持续受到压制，金价慢牛可期

短期看，3月下旬美国加息刚落地，实际利率见顶回落，金价反弹符合以往规律。美国加息在3月22日刚刚落地，短期内名义利率提升的预期稳定，进一步加息需要通胀预期的进一步起来，短期实际利率见顶，金价反弹符合以往的一贯规律。

图 12：2015 年以来前五次加息后 Comex 金价涨幅



资料来源：Wind，安信证券研究中心

长期看，黄金系统性利空已出尽，再通胀进程对实际利率将构成系统性压制，金价慢牛可期。本轮美国加息的本质是货币政策回归正常化。2013-2015年，美联储的主要任务是让市场逐渐接受鹰派政策基调，从2013年初停止进一步QE到2015年加息落地，使得名义利率回升预期逐步提升，同时经济增长放缓，通胀预期也出现弱化，实际利率大幅提升，也对应着黄金的大幅回落。

但2015年底美国第一次加息落地之后，实际利率开始触底回升，美联储的主要任务已逐步转向对再通胀的确认和被动性跟随，总体态度是鼓励再通胀，而非逆转通胀，重回通缩。这就意味着名义利率的上调很难系统性超过通胀预期的上行，这一过程实际利率将受到系统性压制。这使得黄金利空出尽，下探风险非常有限（在每次名义利率加息之前可能会出现实际利率短期提升的阶段，金价往往会出现小幅下跌，但跌幅有限），上行空间打开，慢牛可期。

图 13：本轮加息进程中长期实际利率上升动能已趋弱



资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.2. 暗黑世界观：贸易战暗示暗黑时代将至，黄金有望金光闪耀

4.2.1. 此次贸易战的独特之处：特朗普之意不在逆差，而在遏制中国崛起

2018年3月22日，美方开启301调查，要求对约500亿美元中国进口产品征收25%特别关税，中方强势回击。3月22日，美国总统特朗普签署行政命令，启动“301”调查，要求对约500亿美元的中国进口产品征收25%的特别关税，并采取其他措施应对中国强制美国公司将其技术和知识产权转让给中国国内企业的政策。这些政策加强了中国在其“工业计划”中所阐述的先进技术领域取得经济领先地位的意愿，如“中国制造2025”。

“301调查”的法律基础是美国《1974年贸易法》第301条，授权美国贸易代表可对他国的“不合理或不公正贸易做法”发起调查，并可在调查结束后建议美国总统实施单边制裁，包括撤销贸易优惠、征收报复性关税等。

美国东部时间4月3日，美国贸易代表办公室发布对华“301调查”项下征税产品建议清单，涉及中国出口美国1300种独立关税项目、约500亿美元出口金额，包括航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业。此建议清单公布后，将有60天的公示磋商期，到期将公布对华301调查最终制裁清单。

数小时内，中方多部门相继强势回击。4月4日下午，中方公布对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税的对等措施，涉及中国自美约500亿美元进口额。

4月5日，特朗普要求美国贸易代表考虑对中国1000亿美元出口商品征收关税。中国商务部新闻发言人表示：我们注意到美方有关声明。在中美经贸问题上，中方立场已经讲得很清楚。我们不想打，但不怕打贸易战。

醉翁之意不在酒，特朗普之意也不在贸易逆差，而在遏制中国技术升级。和传统的贸易战不同，从征税逻辑看，特朗普总统认为中国强制美国公司将其技术和知识产权转让给中国国内企业的政策损害了美国利益，因此要征收等同于这些利益损失的关税金额。从征税领域看，大多并不是中国对美国严重顺差的产品，因为中国拥有绝对比较优势的附加值制造对美国的巨大顺差无疑大幅和长久地增进了美国福利，而主要针对诸如“中国制造2025”，这些中国亟待转型升级的高端制造领域，包括航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业。

表3：4月4日，美国公布的“301调查”征税产品大类清单

所属大类	HS2分类	HS编号
化工产品	无机化学品	28
	有机化学品	29
	药品	30
	杂项化学品	38
塑料橡胶制品	橡胶及制品	40
基本金属及其制品	钢铁	72
	钢铁制品	73
	铝及制品	76
	基本金属杂项制品	83
机电产品	机械设备	84
	电气设备	85
	铁道车辆	86
运输、航空航天设备	汽车	87
	航空航天装备	88
	船舶	89

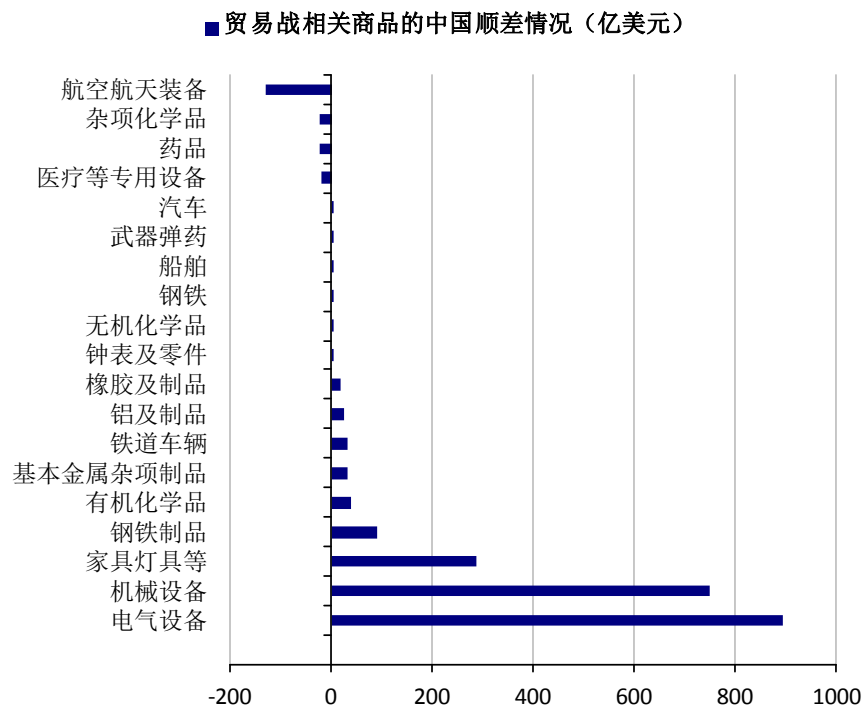
仪器类	医疗等专用设备	90
	钟表及零件	91
武器弹药	武器弹药	93
杂项制品	家具灯具等	94

资料来源：USTR，安信证券研究中心

注：USTR 公布的具体关税项目是 8 位 HS 编码，限于数据可得性，我们只统计了两位 HS 编码的大类产品口径，这使得最终得到的结果与真实情况有一定出入。

事实上，即使按照最宽泛的 HS 两位编码大类口径，我们也能看到，除了电气设备、机械设备、家具灯具等领域中国对美国有显著顺差之外，其他领域的顺差并不明显，甚至诸如航空航天、杂项化学品、药品、医疗等专用设备是逆差状态。显而易见，此次美国启动 301 条款对中国商品征收进口关税，并非为了解决贸易逆差，主要是以知识产权被侵犯为名，遏制中国在关键高端制造业的转型升级和长远发展。

图 14：美国 301 调查涉及拟征税商品领域，中国对美国的顺差情况一览



资料来源：Wind，USTR，安信证券研究中心

注：USTR 公布的具体关税项目是 8 位 HS 编码，限于数据可得性，我们只统计了两位 HS 编码的大类产品口径，这使得最终得到的结果与真实情况有一定出入。

2018 年 3 月 9 日，特朗普正式签署关税法令，“对进口钢铁和铝分别征收 25%和 10%的关税”，关税措施将在 15 天后正式生效。征收这两项高关税的依据是美国商务部进行的“232 调查”。根据美国《1962 年贸易扩展法》第 232 条款，美国商务部有权对进口产品是否损害美国国家安全启动调查。美国商务部 2017 年 4 月分别对进口钢铁和铝产品启动“232 调查”，并于今年 1 月向特朗普提交了调查报告。

中国商务部 3 月 23 日强势回击。对美国包括鲜水果、干果及坚果制品、葡萄酒、改性乙醇、花旗参、无缝钢管等产品，拟加征 15%的关税，涉及美对华 9.77 亿美元出口，对美国猪肉及制品、回收铝等产品，拟加征 25%的关税，涉及美对华 19.92 亿美元出口。

值得高度重视的是，此次征收关税并非广泛地应用于美国的钢、铝贸易伙伴，剑指中国、俄罗斯的意图昭然若揭。第一，美国钢、铝的贸易逆差，很大程度上是根据各国比较优势，全球化产业分工的结果，并非贸易伙伴之间的不公平竞争，特朗普对钢、铝开启 232 调查，其实很大程度上是为了实现对“铁锈地带”选民的承诺，象征意义大于实质；

第二，中国对美出口钢铁、铝占美国进口总量的比例很低，钢铁不到 3%，铝不到 10%。美国商务部数据显示，2017 年前十个月对美出口钢铁最多的六大经济体分别是加拿大、巴西、韩国、墨西哥、土耳其和日本，来自中国的钢铁仅占美进口钢铁总量的约 3%。美国铝业协会数据显示，去年 1 月至十月，加拿大，俄罗斯，阿联酋，中国和巴林是美国进口铝产品的前五大来源地，而中国对美国的铝出口仅占美国总进口量的不足 10%。

第三，该关税法令推出后，特朗普总统先后豁免加拿大、墨西哥、澳大利亚、欧洲、韩国、阿根廷和巴西在内盟友的关税征收（并希望在 4 月底前结束与其他国家的关税豁免谈判），剑指中国、俄罗斯的意图非常明显。以铝为例，加拿大和墨西哥 2016 年对美出口铝产品共 281 万吨，占美国当年进口量的 47%，最先获得豁免；阿联酋作为第三大美国进口铝来源地，考虑到该国是美国在中东最大的出口市场之一，且阿联酋航空和阿提哈德航空均为波音飞机的大买家，阿联酋政府也是美国军火的大买家，阿联酋关于豁免的谈判空间较大。相比之下，俄罗斯、中国并未在豁免之列，剑指中俄的意图昭然若揭。

表 4：2018 年 3 月初以来，中美贸易摩擦逐步升级

时间	事件
2018/3/8	美国总统特朗普签署公告，对进口钢铁和铝产品加征关税（即 232 措施）
2018/3/22	特朗普签署行政命令，要求对约 500 亿美元的中国进口产品征收关税。
2018/3/23	中国商务部针对美国进口钢铁和铝产品 232 措施的中止减让产品清单并征求公众意见
2018/3/29	白宫贸易代表表示根据 301 条款采取惩罚性关税，可能针对中国的十个行业，包括航天、现代铁路和新能源汽车等
2018/4/2	国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 128 项进口商品中止关税减让义务，是对美国 232 措施的反击。涉及美对华约 30 亿美元出口
2018/4/3	美国依据“301 调查”结果公布拟加征关税的中国商品清单，涉及每年从中国进口的价值约 500 亿美元商品。
2018/4/4	中国国务院对 301 调查进行反击，对原产于美国的大豆等农产品、飞机等加征关税，涉及 2017 年中国自美国进口金额约 500 亿美元
2018/4/5	美国总统特朗普要求美国贸易代表考虑对中国 1000 亿美元出口商品征收关税；中国商务部新闻发言人表示：我们注意到美方有关声明。在中美经贸问题上，中方立场已经讲得很清楚。我们不想打，但不怕打贸易战。

资料来源：国务院，商务部，安信证券研究中心

4.2.2. 贸易战暗示暗黑时代已至，黄金有望金光闪耀，大放异彩

短期看，美国共和党在中期选举中的政治诉求是主要矛盾。这决定了贸易战相关的政治博弈不会轻易结束，甚至不排除逐步升级的可能，全球金融市场波动加大，黄金避险价值大幅提升。首先，美国 11 月份的中期选举对美国共和党和特朗普总统来说意义重大。一是美国国会参议员任期为六年、众议员任期为两年，因此每逢偶数年份都会有 1/3 的参议员以及全部众议员要重新选举，2018 年也不例外，因此这涉及到共和党在两院是否能继续掌握多数席位，同时还涉及 36 个州的州长和多个州的议会选举，这对会接下来特朗普总统的连任以及美国的政治格局走向产生极其深远的影响；

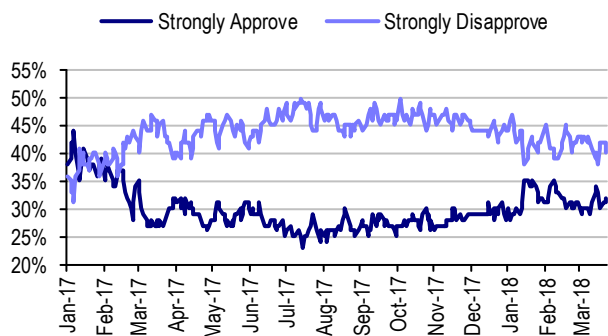
二是今年中期选举由于涉及到州长的选举，将会对重新划分选区产生重大影响。美国人口普查局 2020 年会进行每 10 年一次的人口普查，普查结果是美国国会和州议会选举选区划分的基础，并将于 2022 年选举前正式生效。每个州重新划分选区的程序有所不同，但在绝大多数州都是由州议会执行重划选区的具体程序，而州长具有一票否决权。2018 年当选的州长

和一些州议员会在选区划分中扮演重要角色，这一点也让今年的中期选举变得更加白热化。选区的划分最终将决定哪个党更有可能赢得众议院的席位。2010 年人口普查后，共和党利用在各州议会的优势让选区的划分有利于本党，从而得以在接下来 10 年的时间里紧紧握住了众议院的控制权。靠着划分选区带来的优势，2016 年共和党虽然在众议院全国投票中只获得了 50.6% 的选票，但却抓住了 55.4% 的众议院席位。

三是 2016 年特朗普入主白宫，其票仓中很大一部分是来自美国传统制造业密集的“铁锈地带”（一般美国东北部、中心部和五大湖地区，这些地区曾一度以钢铁、汽车、冶金等传统工业为骄傲，但是在全球化时代逐渐衰落），这些在全球化和 QE 中并未得益反而逐渐没落的“沉默的大多数”，对贸易保护主义有着天然的拥护，特朗普的重要策略就是投其所好，夯实自己赖以上台的政治基础。从时间上看，美国中期选举通常在当年 11 月第一个星期后的星期二举行，在此之前，特朗普政府的造势活动理论上不应减弱，反而会逐步升级。事实上，随着特朗普在 2018 年以来保护主义的政策导向愈发明显，其民调支持率也出现比较明显的回升，这显然又给其带来了正向激励。

四是 中国对特朗普浓重的重商主义施压，采取“以牙还牙”的策略坚决回击，这也进一步使得特朗普在中期选举期间被民意绑架，骑虎难下，容易做出更加极端的政治表态。

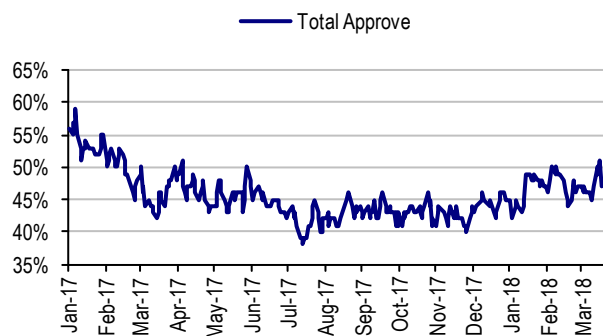
图 15: 2017 年以来特朗普强烈支持 vs 反对投票民调比例



资料来源: Rasmussen reports, 安信证券研究中心

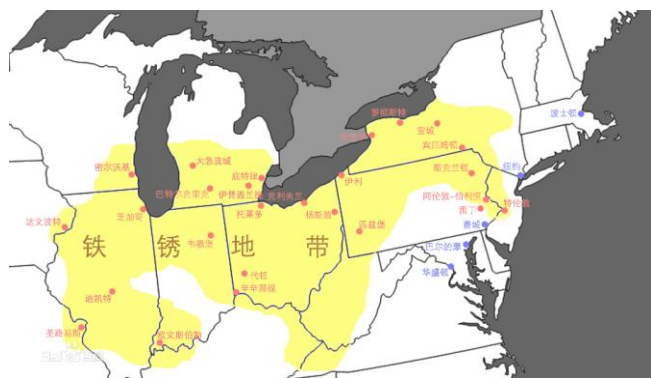
注: Rasmussen 是目前美国唯一一家在全国范围内、每日跟踪美国总统支持率的民调机构。

图 16: 2018 年以来特朗普民调支持率逐步回升



资料来源: Rasmussen reports, 安信证券研究中心

图 17: 美国“铁锈地带”: 东北部、中心部和五大湖地区



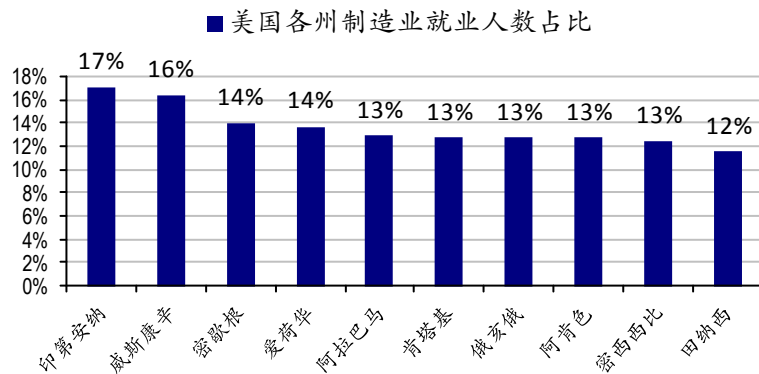
资料来源: 百度百科, 安信证券研究中心

图 18: 铁锈地带是支持特朗普竞选获胜的州中的重要部分



资料来源: 环球网, 安信证券研究中心

图 19：美国制造业就业人数占比在 10% 以上的州都是特朗普竞选的获胜州



资料来源：Center for Manufacturing Research，安信证券研究中心

五是美国对俄罗斯的制裁，以及美俄在叙利亚问题的冲突又进一步将国际地缘整治局势增添不稳定因素。美国财政部 4 月 6 日宣布，将对一批俄罗斯个人和实体实施制裁，以回应所谓的俄罗斯在全世界范围内的“全部恶意行为”。美国政府官员称，制裁与俄罗斯在全球范围内采取的行动有关，包括克里米亚问题、乌克兰东部危机、叙利亚问题以及所谓试图颠覆西方民主、进行恶意网络攻击等。

4 月 10 日以来，美国和俄罗斯在叙利亚问题上的冲突不断升级，剑拔弩张。美国总统特朗普日前针对 4 月 7 日叙利亚东古塔地区化学武器事件表态，提出美方将在 24 至 48 小时内决定如何回应。而由于叙利亚问题，特朗普甚至取消了原定在秘鲁首都利马举行的美洲峰会。

长期看，贸易战压制名义利率，与之伴生的汇率战造成通胀预期加强，美国实际利率将系统性下降。一是贸易战对全球经济增长会带来负面影响，名义利率加息预期放缓。尽管美国目前处于加息周期，但在贸易战预期的冲击下，近期美国长端名义利率已出现阶段性下行，贸易战如持续发酵，可能会反噬美国经济，延缓甚至停止美国加息进程。二是征收关税以及竞争性放水展开汇率战，可能提升通胀水平。综合起来看，名义利率受压制，通胀水平有望上升，美国实际利率将系统性承压。

更深刻地看，全球货币体系“失锚”风险上升，黄金作为人类信用体系的终极量度，有望金光闪耀，大放异彩。中美“修昔底德陷阱”难以避免，G2 对抗已经升级，以邻为壑的贸易战和汇率战之下，全球金融市场进入“大放水+大波动”局面的概率加强，美元信用系统性削弱，全球货币体系可能会出现一段较长时间“失锚”的混乱，避险需求极强。黄金作为人类信用体系的终极量度，有望金光闪耀，大放异彩。

4.3. 两种世界观的统一：全球化分工正在经历不可逆的重构，再通胀必然通向暗黑时代

前文我们用“再通胀世界观”和“暗黑世界观”表述了两种截然不同的情景假设，但如果体会两种世界观的内在逻辑，即“全球化分工的不可逆重构”，我们就会发现，两种世界观最终有可能趋于统一，再通胀道路必然通向暗黑时代。

再通胀的逻辑主轴，简单地概括即为“供给收缩至，需求渐次来”。供给侧，2011-2015年的商品熊市带来了广泛的供给出清，并在2015年底第一次美联储加息前出现了全球商品的投降式杀跌，由此引发2016年全球广谱商品的猛烈的去产能和去产量；再加上2016-2017年大部分大宗商品占全球供应比例在40%-50%甚至以上的中国坚定实施供给侧改革，使得供给收缩演绎到极致，2018年以后即使涨价引发资本开支增加，但由于商品的供应周期较长，供给端也缺乏弹性。

需求侧，中短期的逻辑是欧美和中国共振向上，长期逻辑还要靠真正激活南亚等欠发达经济体的工业化潜力。短期看，欧美经济去杠杆、去产能比较彻底，已经从2016年以来持续健康复苏；中期看，在欧美持续复苏的背景下，中国在供给侧改革、金融去杠杆的政策推动下，也会逐步完成去杠杆、去产能，特别是房地产去库存较为彻底、GDP的房地产引擎的实现降速之后，中国经济也将逐步进入高质量的增长阶段，实现与欧美经济的共振向上。长期看，考虑到欧美成熟经济体的增速有天花板，中国经济增速也将进入降速提质阶段，单独靠欧美和中国难以持续提振通胀，再通胀的长期逻辑还要靠真正激活南亚等欠发达经济体的工业化潜力。

激活南亚等欠发达经济体的工业化，本质上是全球分工体系的重构。南亚等欠发达经济体的工业化不是简单的自我升级，而是在全球化背景下，通过自身劳动力、资源等欠发达经济体所特有的比较优势来承接产能转移。而这一产能转移的必然镜像是当前中国作为全球制造业产能的中心，在供给侧改革和振兴高端制造业的政策导向下，低端的制造业产能的比较优势已不复存在，相关产能将转移到东南亚等欠发达经济体，而自身将完成产业结构转型升级，消费结构升级。

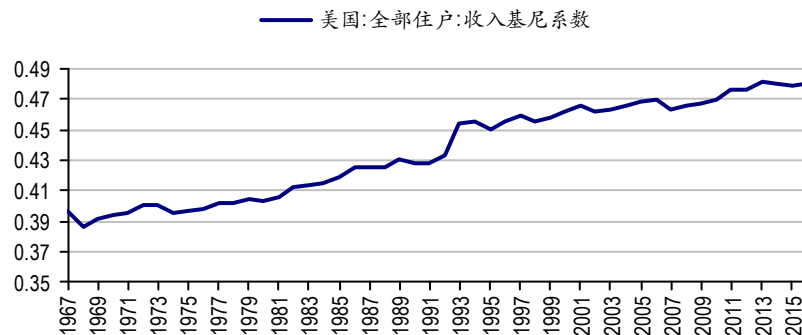
这种全球分工体系的重构蕴含着重大风险，“再通胀”必然通向“暗黑时代”。当前的全球分工体系可极端简化为，消费国，生产国和资源国，分别以美国，中国和俄罗斯、中东为代表，而这个分工体系相应塑造了全球的贸易体系和货币体系。简单地说，美国凭借二战中积累的科技、军事等方面的巨大优势成为消费国，总体特征是大幅贸易逆差和美元输出，充分享有铸币税的终极利益；中国以劳动力等成本优势成为生产国，总体特征是大额贸易顺差和持续积累美元储备；俄罗斯、中东地区以资源优势成为资源国，总体特征是大额贸易顺差和持续积累美元储备。这个分工体系本质上是基于各国比较优势带来的正常产业变迁，推动了全球化进一步的融合和深化，为各国带来了巨大福利增进；但是，这一分工体系并非千秋万代，正在面临不可逆的重构。

这种不可逆的重构包括三个方面，一是美国逐步趋于保护主义；二是中国转型升级，并进一步拥抱全球化；三是中美的全球化分工的角色趋近，修昔底德陷阱不可避免。

第一，美国逐步趋于保护主义，全球地缘政治、经济上掀起的风暴可能才刚刚开始。美国在消费国的定位下，传统行业逐步在本土衰亡而由生产国和资源国接手，“铁锈地带”的没落滋生了失业增加、贫富差距加大、民粹主义抬头，而在全球化中得益的跨国公司、精英阶层却在全球化分工的产业链最顶层变得日益垄断，全社会基尼系数已攀升到战后最高水平，这种阶层撕裂正在潜移默化地影响美国的政治经济生态，导致全球化对美国整体福利的边际收

益已经日益下降，直至以保护主义、民粹形象示人的特朗普上台，成为了与推行全球化的政策导向的重大的分水岭。我们认为，特朗普掀起的贸易战仅仅是这一政策导向的冰山一角，接下来在全球地缘政治、经济上掀起的风暴可能才刚刚开始。

图 20：美国全部住户收入基尼系数持续攀升



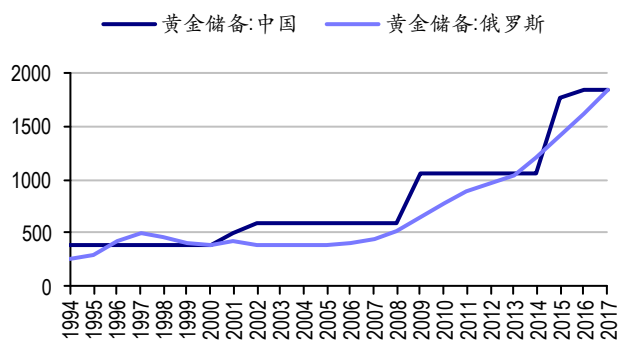
资料来源：Wind，安信证券研究中心

第二，中国坚定推进改革开放，转型升级，将在全球化进程中大幅受益。在上世纪 90 年代至今迅猛的工业化和 2001 年至今加入 WTO 拥抱全球化带来了大宗商品的超级牛市，也使中国成为名副其实的世界工厂，已成为仅次于美国的第二大经济体，积累了巨量美元储备。但是，随之而来的是人力成本的上升、环境的破坏、资源的流失以及产业低端化。当前的中国正站在从生产国逐渐向消费国转变的伟大进程中，一方面是我们已经具备了向全球产业链高端转型升级的基础，另一方面也面临刘易斯拐点已过，环境、资源不堪重负的重重压力，具备转型升级的必要性。

这个过程其实也就相应伴随着前文所述的南亚等欠发达经济体接过中国的接力棒，逐步承接传统产业产能转移，成为下一个时期的生产国；更要求中国要进一步的推进对内改革和对外开放，并通过全球化来打开中国高端制造的全球市场，消费全球市场更多的商品来增进国内福利。

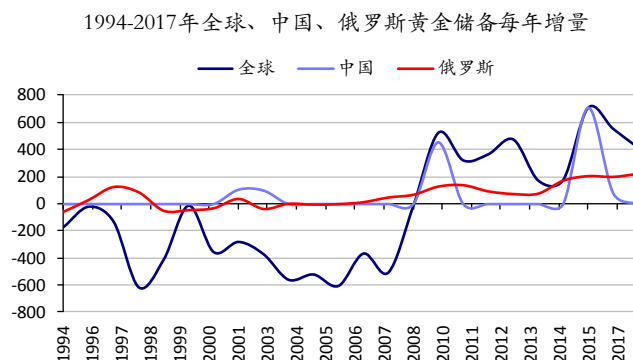
第三，中国和美国的全球产业分工的角色开始逐渐趋近，“修昔底德陷阱”难以避免。修昔底德陷阱，指一个新崛起的大国必然要挑战现存大国，而现存大国也必然会回应这种威胁，这样战争变得难以避免。具体的看，中国的全球分工角色向美国趋同，在产业分工体系角度看，意味着正面挑战美国价值链高端的垄断地位；在货币体系角度，意味着人民币在全球的结算份额逐步上升，美元的结算份额逐步被摊薄，人民币开始威胁美国本位的铸币税利益（事实上，数据显示中国、俄罗斯的黄金储备一直在稳步增长，为本国货币的国际化提供背书）。显然，这是现存大国美国的终极利益所在，修昔底德陷阱难以避免，这也必然带来全球货币体系的“失锚”风险。

图 21：中国与俄罗斯的黄金储备迅速增加



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：金融危机以来，中、俄是全球黄金储备主要买入国



资料来源：Wind，安信证券研究中心

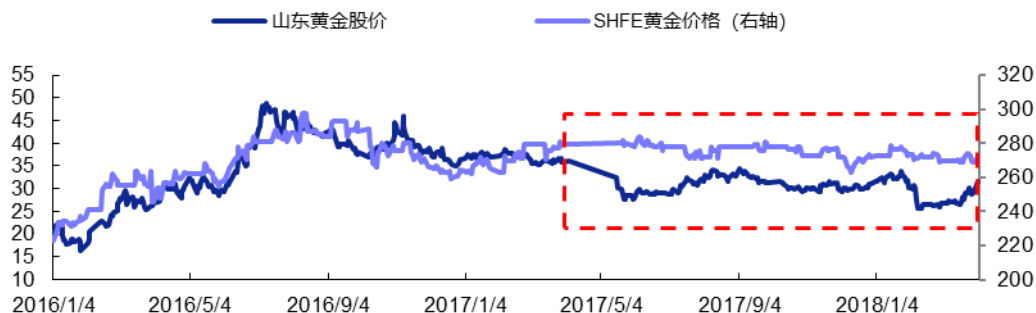
综上所述，我们认为，由于再通胀的长期逻辑有赖于南亚等欠发达经济体承接产能转移，实现工业化；但其镜像是中国和美国的全球产业分工角色逐渐趋同，威胁美国产业和货币霸权，陷入修昔底德陷阱，从而开启暗黑时代的混乱模式。这意味着再通胀逻辑将必然指向“暗黑时代”。反过来看，如果再通胀的长期逻辑无法兑现，全球经济重现停滞和通缩，暗黑世界观下“以邻为壑”行为的博弈结果也必然指向“大放水+大波动”，甚至难以避免战争的出现。

如果以上推演成立，“再通胀”和“暗黑时代”世界观将实现统一，全球产业分工的不可逆重构将必然带来黄金的绽放，黄金作为人类信用体系的终极量度，有望在这个过程中金光闪耀，大放异彩！

5. A 股黄金板块：估值持续去化，配置价值大幅提升

A 股黄金板块估值自 2016 年至今持续去化。我们回顾 2016 年至今的 A 股黄金板块和金价走势，会发现一个重要特征，就是在 2016 年初到 2016 年 6 月底，美联储“放鸽”到 6 月 24 日英国脱欧，金价出现了 30~40% 的上涨，以山东黄金为代表的 A 股黄金上市公司出现了戴维斯双击，股价出现了波澜壮阔的翻倍行情。但是，随着 2016 年下半年英国脱欧带来风险的逐步管控，金价出现回落，以山东黄金为代表的 A 股黄金股股价出现了持续下行。

图 23：山东黄金股价和国内黄金价格走势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

事实上，2017 年以来黄金价格在再通胀的进程逐步确认，美联储的连续五次加息均迎来了金价逐步震荡上行的局面，当前金价已经接近 2016 年 6 月底时 1,377 美元/盎司的前期高点，但黄金板块的股价却持续下行。考虑到相关黄金上市公司的黄金产量持平或稳步增长，金价的上扬必然会带来 EPS 的改善，但股价持续下行则意味着估值的持续去化。

图 24：17 年以来黄金股处于估值持续去化阶段



资料来源：Wind，安信证券研究中心

一旦金融属性得以催化，黄金股易迎戴维斯双击。黄金股的估值弹性主要取决于金融属性对金价的影响。和其他金属品种类似，黄金股的估值本质上是金价上涨的二阶导数，如果金价加速上涨，估值必然提升，加速度下降，估值下降。我们发现，黄金价格的决定因素中，其商品属性带来的影响是比较微小的，更多的是金融属性所决定，这意味着黄金产量即使在金价大涨中放量，并不会对金价造成压制。真正决定黄金股估值的是以上我们探讨的金融属

性对于金价的影响，而金价既然受本身供需影响较小，一旦相关因素对其催化，金价弹性很大，且难以证实和证伪其涨幅，这意味着其“估值顶”难以确定，黄金股的戴维斯双击的强度会很大。

估值提升潜力较大，A股黄金板块具有极强的配置价值。我们认为，考虑到黄金在短期、中长期具有系统性的避险配置价值，金价短期、中长期均具备上涨的较强动能，再加上A股黄金上市公司估值去化较为彻底，与海外同类上市公司相比估值也无显著高估，A股黄金板块估值提升潜力较大，具备极强的配置价值。综合考虑上市公司矿产金市值比、其他业务占比、业绩弹性以及外延并购预期和能力，建议重点关注山东黄金、赤峰黄金、湖南黄金、紫金矿业、中金黄金、西部黄金等相关标的。白银板块亦要重视，重点关注银泰资源（拥有玉龙矿业银铅锌矿，以及东龙、白山、滩间山金矿）、兴业矿业、金贵银业、盛屯矿业、盛达矿业等相关标的。

图 25：A 股黄金股业绩和市盈率弹性测算

单位 公司	矿产金权益产量 (2017E) 吨	当前市值 亿元	权益产量/ 市值比 吨/百亿元	不同金价假设下归母净利润测算						不同金价假设下PE					
				280	300	320	340	360	380	280	300	320	340	360	380
山东黄金	35.0	594.1	5.9	12.7	18.6	24.6	30.5	36.5	42.4	46.8	31.9	24.2	19.5	16.3	14.0
中金黄金	16.8	320.61	5.2	4.3	7.2	10.0	12.9	15.7	18.6	78.7	47.3	33.8	26.3	21.5	18.2
湖南黄金	4.8	115.6	4.2	3.7	4.5	5.3	6.1	6.9	7.8	31.4	25.7	21.8	18.9	16.6	14.9
赤峰黄金	3.0	105.3	2.8	3.5	4.0	4.5	4.9	5.4	5.9	30.1	26.4	23.6	21.3	19.4	17.8
紫金矿业	29.0	1041.0	2.8	49.4	53.8	58.1	62.5	66.8	71.2	21.1	19.4	17.9	16.7	15.6	14.6
西部黄金	4.0	159.4	2.5	1.6	2.2	2.9	3.6	4.3	5.0	101.7	71.0	54.5	44.2	37.2	32.1

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心测算

注：市值数据按照 4 月 11 日收盘价测算。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034