

宏观深度报告

报告日期：2026 年 04 月 17 日

从老黄金到新黄金

——新黄金系列报告一

核心观点

2022 年以来轰轰烈烈的黄金大牛市得益于全球“去美元”化叙事下央行储备资产的结构调整，而当前全球长期资金的传统“固收”资产正面临 AI 挑战和主权信用的更大裂痕，又迫于收益率要求无法“有样学样”配置黄金，我们认为以中国央企红利为代表的资产将成为未来全球长期资金投资的“新黄金”（详细请参考前期报告《“乱世”新纪元，拥抱“新黄金”》）。

未来我们将通过“新黄金”系列报告，继续深度阐述以中国央企红利资产为代表的“新黄金”的配置逻辑：

重建石油美元体系是特朗普政府维持美元国际储备货币地位的重要政策目标，也是黄金未来走势的关键“变量”，成则利空黄金，败则利好黄金。然而无论石油美元体系或“胜”或“败”，特朗普的政策尝试对中国央行红利相关资产均将形成利好，“新黄金”在这一过程中的确定性优于“老黄金”。

小概率情形下：特朗普如果能够从美伊战争中成功抽身，继续维持美国在中东的较高影响力，甚至通过“伊朗的亲美化改造（概率极低）”进一步强化石油美元体系，这将会对“老黄金”形成利空。但对应，再次“尝到甜头”的特朗普可能继续“南征北伐”，创造更动荡的地缘环境，中国央企的“实物安全”属性将在动荡中获益，对“新黄金”形成利好。

需要注意的是，特朗普是否能够成功搭建石油美元体系还取决于美国对其他国家传统能源体系的介入。如果伊朗最终无法纳入体系，但成功完成对其他核心国家能源体系的整合，也可视为石油美元强化。

更大的概率下：本场冲突过后，美国在中东的影响力可能进一步下降，石油美元体系将受挫，美元地位的下降将对“老黄金”和“新黄金”形成双重利好。老黄金主要受益于美元地位下行，“新黄金”则受益于人民币资产价值重估。类比历史，二战后英国综合国力较战前大幅衰落，但仍维持了中东军事存在，是英国“大国余晖”的重要支撑，体现在战后“七姐妹”石油体系、“苏伊士”航道和英镑区地位三个方面。1956 年苏伊士运河危机是全球地缘政治大变局的“缩影”，危机破坏了英国“大国余晖”的三大支撑，也是后续 OPEC、石油美元体系形成的“起点”，全球资本“美进英退”。

□ 风险提示

全球地缘政治冲突超预期；长期资金的制度性限制超预期；美国维持中东影响力的实际路径与推演不符；历史类比可能失效；央企红利资产的“实物安全”属性未获全球资金广泛认可。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

研究助理：汤子玉

tangziyu@stocke.com.cn

相关报告

1 《美股为何转向“防御”？》

2026.02.23

2 《如何解读 M1 与 M2 双双回升？》

2026.02.14

3 《1 月通胀：春节扰动较大，

关注物价非合理回升》

2026.02.11

正文目录

1 石油美元体系是全球资产配置趋势的关键变量	4
2 如冲突后石油美元体系强化（小概率）：将弱化“老黄金”，但强化“新黄金”	4
3 如冲突后石油美元体系弱化（概率更大）：将对新、老黄金形成双双强化	8
3.1 苏伊士运河危机为何是大英帝国的“日落之战”？	8
3.1.1 二战后英国凭借中东影响力维持大国余晖	8
3.1.2 伴随红线协定撕毁-摩萨台倒台-苏伊士危机，美国逐步取代英国在中东的主导地位	9
3.1.3 长期来看，苏伊士运河危机是英国落幕的“起点”	10
3.2 如最终美国无法维持中东影响力，将构成新老黄金的双重利好	13
4 风险提示	13

图表目录

图 1: 西北航道	6
图 2: 2019 至 2090 年预计海冰范围变化及北极海上航道北迁	6
图 3: 全球储备货币变动趋势	9
图 4: 1950 年“七姐妹”国际石油市场份额占比	9
图 5: 二战后英国在中东军事存在的关键节点	10
图 6: 外资对英美权益资产配置规模及比例	12
图 7: 外国对英美直接投资存量	12
表 1: 伊朗“十点”诉求	5

1 石油美元体系是全球资产配置趋势的关键变量

石油美元体系的内涵是美国以“安全承诺”为担保，让以海湾国家为代表的产油国将原油贸易顺差形成的外汇收入，通过投资、采购、同盟治理等方式回流，并转化为对美元地位的支持、对美国产业与财政的补充、对美国地缘利益的资源与权力的维护。

重建石油美元体系是特朗普政府维持美元国际储备货币地位的重要政策目标，目前特朗普诸多政策主张上已经有所体现：

一是打通中东地缘堵点：将伊朗作为核心突破点，通过军事外交手段推动美伊谈判，试图解决伊朗核问题、解除制裁分歧。未来若达成全面协定可能恢复伊朗在石油美元体系中的回流功能，释放中东产油国的顺差回流潜力。

二是掌控西半球油气资源：提出“唐罗主义”，通过军事行动和外交手段掌控委内瑞拉等西半球核心产油国的油气资源。美国油气企业介入后可共享油价上涨收益。

三是促进俄乌和谈，在俄乌冲突边际缓和背景下，协调产能控制油价可能成为美俄的重要共同利益，既可填补俄罗斯财政，又可以为最大石油生产国美国创收。

唯一问题是油价抬升可能造成美国国内通胀反复，但参考 70 年代经验，特朗普可以通过行政手段进行对冲，潜在可能性包括实施国内限价措施、建立海外利润补偿机制，让企业“海外赚钱、国内让利”；在石油美元回流改善财政环境后，通过税收减免、能源补贴等手段对冲居民部门的能源成本压力。

重建石油美元体系是特朗普政府维持美元国际储备货币地位的重要政策目标，也是黄金未来走势的关键“变量”，成则利空黄金，败则利好黄金。然而无论石油美元体系或“胜”或“败”，特朗普的政策尝试对中国国企红利均将形成利好，“新黄金”在这一过程中的确定性优于“老黄金”。我们认为：

小概率情形下，特朗普如果能够从美伊战争中成功抽身，继续维持美国在中东的较高影响力，甚至通过“伊朗的亲美化改造（概率极低）”进一步强化石油美元体系，这将会对“老黄金”形成利空。但对应，再次“尝到甜头”的特朗普可能继续“南征北伐”，创造更动荡的地缘环境，中国央企的“实物安全”属性将获益，对“新黄金”形成利好。

相对更大的概率是，本场冲突过后，美国在中东的影响力进一步下降，石油美元体系进一步受挫，美元地位的下降将对“老黄金”和“新黄金”形成双重利好。类比历史，二战后英国综合国力较战前大幅衰落，但仍维持了中东军事存在，是英国“大国余晖”的重要支撑，体现在战后“七姐妹”石油体系、“苏伊士”航道和英镑区地位三个方面。1956 年苏伊士运河危机是全球地缘政治大变局的“缩影”，危机破坏了英国“大国余晖”的三大支撑，也是后续 OPEC、石油美元体系形成的“起点”，全球资本“美进英退”。

2 如冲突后石油美元体系强化（小概率）：将弱化“老黄金”，但强化“新黄金”

经过一个多月的高强度对战，当前美伊达成临时停火协议，但双方核心诉求与谈判分歧极大。

美国的核心诉求聚焦于彻底遏制伊朗核能力并重塑中东安全秩序，其政策框架以“永久冻结核计划”、“无限期国际核查”、“切断地区代理人支持”及“保障霍尔木兹海峡自由通航”为四大支柱，旨在从根本上消除其战略主导权面临的系统性挑战。

伊朗的核心诉求则围绕生存权与主权恢复展开，其政策底线明确为“全面解除经济与金融制裁”、“撤出美军威慑力量”、“战争损失赔偿”及“确立对霍尔木兹海峡的主权控制权”，四者构成其国家安全不可分割的有机整体。伊朗对霍尔木兹海峡的主权主张，不仅基于地理现实与历史法理，更源于其作为非对称威慑核心的军事能力——控制海峡意在对冲美国的军事优势。

表1：伊朗“十点”诉求

项目	概要	内容
1	全面停止所有侵略	伊朗希望永久停止袭击，而不仅仅是暂时停火，关键是希望保护其代理人网络，包括真主党和胡塞武装。
2	美军撤出该地区	伊朗呼吁美军从中东撤军，并禁止对地区军事基地发动攻击。
3	承认伊朗核浓缩权利	伊朗希望华盛顿正式承认其在本国领土上浓缩铀的权利，这一直是美以谈判中的核心关注点。
4	解除所有美国初级制裁	伊朗寻求完全解除初级制裁，这些制裁禁止美国实体与伊朗开展业务，并构成华盛顿经济施压运动的核心力量。
5	取消所有次级制裁	这将结束对与伊朗机构有业务往来的外国实体的制裁。
6	终止所有联合国安理会决议	伊朗寻求终止所有针对其的联合国安理会决议。
7	终止所有国际原子能机构关于伊朗核计划的决议	伊朗寻求撤销国际原子能机构批评其核活动的决议，这些决议根本与美国的防扩散政策不兼容。
8	美国不侵略保证	伊朗寻求一项具有约束力的承诺，即美国绝不会对该国发动攻击或威胁使用军事力量。
9	对霍尔木兹海峡的官方控制权	伊朗正寻求与伊朗武装部队协调，通过霍尔木兹海峡进行受控通行，这意味着伊朗将保持对该水道的控制权。
10	赔偿与重建	伊朗寻求冲突期间造成的损害赔偿，而美国通常不会向敌对政府提供战争损害赔偿。

资料来源：伊朗最高国家安全委员会，浙商证券研究所

双方的根本性分歧在于安全逻辑与生存逻辑较难调和。从当下情况来看，谈判难度较大。小概率情形下，特朗普如果能够从美伊战争中成功抽身，继续维持美国在中东的较高影响力，甚至通过“伊朗的亲美化改造（概率极低）”进一步强化石油美元体系，这将会对“老黄金”形成利空。

但对应，再次“尝到甜头”的特朗普可能继续“南征北伐”，创造更动荡的地缘环境，中国央企的“实物安全”属性将获益，对“新黄金”形成利好。未来特朗普潜在的动作包括：

一是实现控制格陵兰岛的地缘战略。格陵兰岛作为北极地区最大的陆地实体，其地缘战略价值核心在于对北美能源安全与石油美元体系闭环的结构性支撑。美国将格陵兰视为打破传统中东石油运输依赖、构建北美本土能源闭环的核心支点，通过控制该岛资源与航道，可确保美元计价的能源流动不被欧亚大陆其他地缘力量所干扰。这一路径的终极目标，是将格陵兰从一个边缘自治领地，转变为北美能源一体化体系的北端枢纽，使石油美元的影响力从传统产油区延伸至极地资源带，从而在地缘政治与金融体系双重维度上，构筑对多极化货币体系的结构性压制。

二是继续施压古巴。古巴极度依赖能源进口，超过 90% 的电力需要进口燃油支撑。美国意图通过直接或间接控制全球主要产油区（如委内瑞拉、中东），来主导能源的流向和定价权。施压古巴被视为“双向钳制”战略的一部分，即在中东打击伊朗的同时，在拉美控制委内瑞拉和古巴，从而主导全球能源供应。通过能源封锁使古巴“自愿”转向依赖美国，从而进行政权更迭。美国财政部甚至为此设立了特殊的“许可证政策”，允许向古巴私营部门转售美国控制的石油，以期在经济上重塑美古关系。

三是巩固哥伦比亚作为区域的安全支点。哥伦比亚作为美国在拉美地区战略支点的核心价值，正在通过能源安全与地缘政治的深度绑定被系统性重构。这一“区域安全支点”概念并非泛泛而谈的地缘术语，而是美国在拉美权力结构中为应对左翼政权扩张、保障石油美元循环稳定而精心设计的制度性安排。

四是削弱巴西能源独立性与外交多元化的策略。巴西依托盐下层油田的规模化开发，已实现原油产量自给并逐步转向净出口，其能源独立进程正系统性削弱石油美元在拉美核心经济体中的传统支配地位。

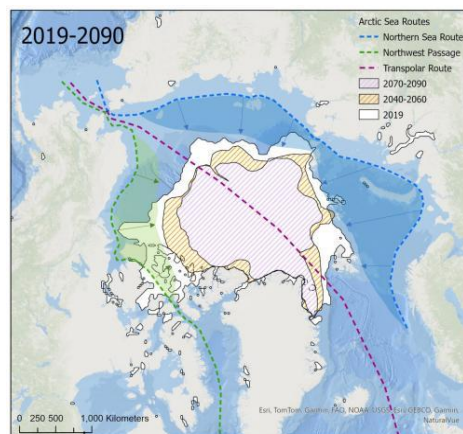
五是深化美加能源一体化与管道政治。加拿大作为美国最大原油进口来源国，其出口流向完全受制于美国管道审批与基础设施控制权，试图绕开美元结算的贸易尝试，也将面临运输通道被实质性封锁的风险。

图1：西北航道



资料来源：IBRU，英国杜伦大学，浙商证券研究所

图2：2019 至 2090 年预计海冰范围变化及北极海上航道北迁



资料来源：EGU，浙商证券研究所

我们认为，聚焦能源体系政治遗产导向的特朗普可能会持续发起地缘争端，加大对古巴、格陵兰岛、哥伦比亚、巴西、加拿大等控制与影响，地缘动荡背景下将加强“新黄金”的“实体安全”逻辑。

在全球地缘政治博弈激化的背景下，传统避险国“金融”避险但“实体”不避险。二战以来国际环境相对稳定，过去危机时“避险国”多指的是“金融避险”，这一类国家以瑞士、新加坡、迪拜为代表，其通常具备四大特征：（1）主权信用高，汇率相对稳定，本币债违约风险较小；（2）资本自由流动，无外汇管制，全球资金可快速进出；（3）产权保护极强，司法独立、内部政治长期稳定；（4）外交立场偏向中立，较少主动卷入外部军事冲突。

伴随全球地缘博弈全面升级，风险从金融概念向物理概念转变，产业链安全、能源粮食自给、地缘隔离屏障、战略自主可控等硬核指标，更进一步成为衡量新型避险资产与避险经济体的标准。从 26 年美伊冲突以来现实来看，传统的“避险”概念已经不能满足安全需要。例如瑞士、新加坡等国虽是“避险国”，但当伊朗封锁霍尔木兹海峡后，其衍生的全球能源

短缺、粮食短缺风险并不因其中立地位而有所减少。若冲突延长，此类国家储备能源耗尽后即可能遭遇能源短缺影响，继而冲击金融资产价格。反之，在此背景下中国国企红利“新黄金”的“实物安全”属性将得到凸显（详细请参考前期报告《“乱世”新纪元，拥抱“新黄金”》）。

需要注意的是，特朗普是否能够成功搭建石油美元体系还取决于美国对其他国家传统能源体系的介入。如果伊朗最终无法纳入体系，但成功完成对其他核心国家能源体系的整合，也可视为石油美元强化。

3 如冲突后石油美元体系弱化（概率更大）：将对新、老黄金形成双双强化

本场冲突过后，如美国在中东的影响力进一步下降，石油美元体系进一步受挫，美元地位的下降将对“老黄金”和“新黄金”形成双重利好。类比历史，二战后英国综合国力较战前大幅衰落，但仍维持了中东军事存在，是英国“大国余晖”的重要支撑，体现在战后“七姐妹”石油体系、“苏伊士”航道和英镑区地位三个方面。1956年苏伊士运河危机是全球地缘政治大变局的“缩影”，危机破坏了英国“大国余晖”的三大支撑，也是后续 OPEC、石油美元体系形成的“起点”，全球资本“美进英退”。

3.1 苏伊士运河危机为何是大英帝国的“日落之战”？

3.1.1 二战后英国凭借中东影响力维持大国余晖

二战后英国综合国力较战前大幅衰落，1947年英国最大殖民地印度、巴基斯坦独立，1948年缅甸独立。英国虽在亚洲地区收缩，但仍维持了中东军事存在，截至1950年，在埃及、伊拉克、巴林、亚丁（也门南部）、约旦、苏丹均有军事基地存在。英国在中东的军事存在，是英国“大国余晖”的重要支撑，体现在战后石油体系、航道和英镑区地位三个方面。

一是战后国际能源体系进入“七姐妹”阶段，全球“能源”体系由美、英共同控制。“七姐妹”即七家西方跨国石油巨头构成的非正式全球卡特尔，包括5家美国公司（埃克森、美孚、雪佛龙、德士古、海湾石油）、1家英国公司（英国石油公司 BP）、以及1家英荷合资公司（壳牌）。

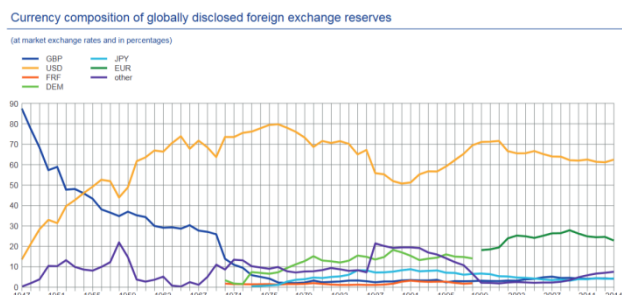
“七姐妹”主导1928-1973年的国际石油产业，垄断全球油气勘探、生产、炼油、贸易与定价。一方面1928年《红线协定》下英法美荷石油公司（BP前身英波石油公司、壳牌、法国石油、埃克森、美孚）瓜分中东石油，用红线圈定“集体垄断区”（埃及以东、波斯以西，不含科威特），牛津能源研究所的历史综述显示，1950年前后，“七姐妹”在北美和共产主义阵营之外拥有约70%的炼油能力、接近100%的管道网络，以及超过60%的全球私人油轮船队。另一方面1928年《阿奇纳卡里协定》下“七姐妹”通过联合公布官方牌价来“设定”国际油价，产油国完全没有定价权，只能被动接受。战后初期“七姐妹”石油体系基本得到了保留。

二是英国控制西欧获取中东石油的主干线“苏伊士运河”。英国上议院1956年12月指出，欧洲正常年耗油量约1.3亿吨，其中约1亿吨来自中东，主要通过苏伊士运河运输。

三是英镑仍具备重要国际货币功能。1945年美国的GDP占世界的40%，拥有世界黄金储备的59%，1948年更上升到72%，随之配套的是1944年布雷顿森林体系建立，但英镑仍是极重要的国际货币。

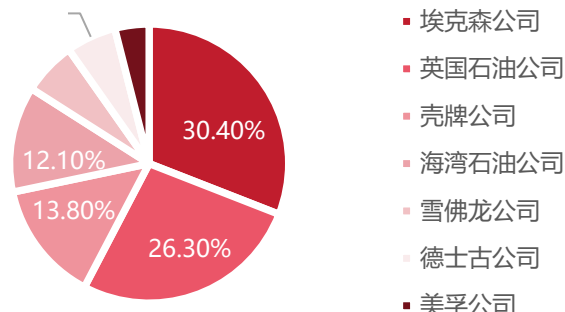
在储备货币方面，1950年全球外汇储备中仍有55%以英镑形式持有，在1953年之前，在全球储备货币中份额还要超过美元。在货币结算方面，英镑区在全球贸易中的占比约30%，在融资功能方面，1950年前后英镑融资约占全球的36%。这意味着，虽然美元随美国崛起已成为更强势的中心货币，但英镑区在战后初期仍承担储备池、支付中心和资本沉淀枢纽功能。

图3：全球储备货币变动趋势



资料来源：欧央行，浙商证券研究所

图4：1950年“七姐妹”国际石油市场份额占比



资料来源：《The oil crisis, lever or barrier for the development of a common European energy policy?》，浙商证券研究所

3.1.2 伴随红线协定撕毁-摩萨台倒台-苏伊士危机，美国逐步取代英国在中东的主导地位

苏伊士运河危机前中东局势已经“危机重重”。

先是红线协定被撕毁，美国单独攫取沙特石油利益。1946年10月新泽西美孚（埃克森）、纽约美孚（美孚）在美国政府公开支持下，正式宣布1928年《红线协定》（本质是英、法、美约定“红线”内石油资源共同开发）无效，意图绕过《红线协定》的开发禁令，单独攫取沙特石油资源。在美国以战后援助、军事基地施压的环境下1948年11月《红线协定》被撕毁，次月阿美石油公司完成股权重组，100%美国资本控制沙特石油。

其次，“七姐妹”掠夺中东资源，英美联合颠覆伊朗摩萨台政府打造伊朗亲美政府。二战后伊朗实行君主立宪制度，英、苏分区控制，英伊石油公司（AIOC，BP前身）通过“七姐妹”体系控制伊朗石油资源，引发民族主义抬头。1949年伊朗摩萨台创立民族阵线，主张石油国有化、民主宪政，迅速崛起。1951年3月亲英领导人拉兹马拉被刺杀，4月议会以选举摩萨台上台。其上任后一是积极推动石油国有化，1951年5月成立伊朗国家石油公司（NIOC）接管英伊石油公司资产；二是外交亲苏，引发英美警惕。1953年艾森豪威尔上台，英国和美国联手，于1953年8月通过军事政变推翻摩萨台政府，伊朗民主进程遭到破坏。

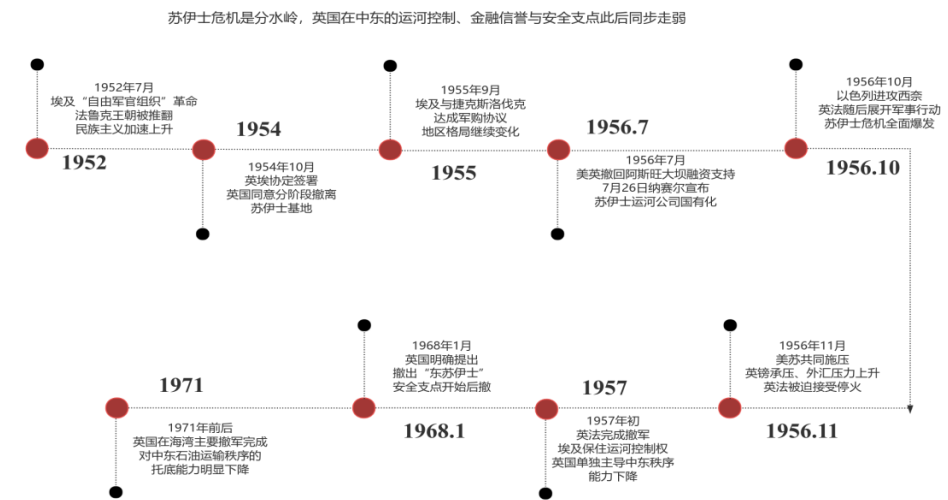
此后，埃及民族主义政府上台，英国再无力“颠覆”。“七姐妹”体系下中东沦为资源附庸，阿拉伯民族主义愈演愈烈。1952年埃及“自由军官组织”推翻法鲁克王朝，1953年埃及共和国正式建立。新政府目标收回运河主权、驱逐殖民势力，在这一思想下纳赛尔政府默许民间抗英，导致运河区持续动荡，英国军事压制难以为继。在财政和外交（美、苏）的双重压力下，1954年英国签订英埃协定，承诺1956年6月前撤出运河区，但英法仍掌控运河公司。1955至1956年，纳赛尔计划修建阿斯旺大坝，美英最初承诺2.7亿美元贷款，但由于纳赛尔“亲苏”立场，于拒绝加入西方军事同盟，美英于1956年7月取消贷款承诺。

1956年7月，在美英撤回阿斯旺大坝融资承诺后，纳赛尔于7月26日宣布苏伊士运河公司国有化，苏伊士运河危机正式爆发：

1956年8月至9月英法与以色列完成了秘密结盟。期间埃及事实上接管了运河运营，英法在联合国的“运河国际化”提议被否决，但英法与以色列达成了秘密协议，商定以色列攻打西奈半岛，英法再以“维和”为名出兵运河区，共同推翻埃及纳赛尔政府。

10月战争爆发，短期内取得成果，但在美、苏压力下停火。10月29日以色列埃及进攻西奈，10月31日英法随即展开军事行动，到11月6日，英法已经推进至运河区。但军事冲突期间一方面美国反对英法殖民体系复辟，通过抛售英镑、冻结英法资产，威胁石油禁运来施加压力；另一方面苏联赫鲁晓夫威胁对英法本土发动核打击，同时向埃及提供武器。“两强”压力下英法被迫于12月撤出埃及，1957年3月以色列撤出西奈半岛，苏伊士运河危机落幕。

图5：二战后英国在中东军事存在的关键节点



资料来源：英国议会、美国国务院历史文件，浙商证券研究所

3.1.3 长期来看，苏伊士运河危机是英国落幕的“起点”

苏伊士运河危机后，英国深陷“维持中东军事存在”与“英镑持续失血”的恶性循环。苏伊士运河危机后，英国国力已明显衰退，却仍试图维系在中东的庞大防务体系。根据英国议会官方档案《Hansard（议会辩论实录）》的书面问答记录，1965年苏伊士以东全部驻军的年度总成本约为3.2亿英镑，其中中东地区约占6000万英镑，仅亚丁一地就达3500万英镑；与此同时，国内产业竞争力下滑导致商品贸易逆差居高不下，1959年至1966年累计贸易逆差为16.86亿英镑。

美国趁机填补权力真空，同时暗中推动石油贸易计价向美元转换。面对英国的帝国过度扩张困境，美国顺势切入，自1957年推出“艾森豪威尔主义”并获批2亿美元中东特别基金后，逐步接管中东防务事务，逐步填补英国留下的权力空白。1965至1971年，美国对伊朗援助总额进一步增至11.53亿美元。在此过程中，随着英镑信用持续受损，美国同步推进一项关键布局：一方面牵头组建“黄金总库”，其中美国承担50%的注资份额，英国仅勉强承担9.3%，表面上为英镑提供流动性支撑；另一方面默许美资主导的“七姐妹”，在全球原油官方标价（Posted Price）中逐步淘汰英镑，全面改用美元计价结算。这一石油结算货币的转换，直接推动伦敦“欧洲美元（Eurodollar）”离岸市场规模快速扩张，据国际清算银行（BIS）历史数据显示，该市场规模从1959年的10亿美元增长至1971年的500亿美元，这一数据变化，也成为石油贸易暗中向美元转向的重要佐证。

1967年英镑下跌促使英军加速撤出中东，美国全面接盘中东地缘格局，为石油美元体系奠定基础。1967年，英国政府被迫宣布英镑一次性贬值14.3%，汇率从1英镑兑2.8美元降至1英镑兑2.4美元。这场货币危机彻底打破了英国维持海外帝国的财政底线，仅在贬值两个月后，即1968年初，英国政府被迫宣布，将于1971年底前全面撤出“苏伊士运河以东”的所有军事力量，彻底放弃中东防务。科威特作为石油英镑体系的核心支柱，其持有的英镑结存总额约6.5亿至7亿英镑在这场大幅贬值造成约9000万英镑的“账面损失”。

面对这一冲击，科威特立即宣布其第纳尔不再钉住英镑、改与美元挂钩。1968年3月，半个月內美国流失黄金14亿美元（约124吨），美国宣布该体系瓦解，实质性切断了对英镑的黄金支撑；1969年，尼克松政府推出“双柱政策”，将伊朗和沙特培育为填补中东防务真空的地缘代理人，强化对中东的控制。1971年，尼克松宣布美元与黄金脱钩；1972年，英国被迫实行英镑自由浮动，英镑区随之解体，英国在中东的地缘影响力与货币霸权彻底终结。

石油定价权从“七姐妹”向OPEC的转移。1970年代初，OPEC逐步崛起，1971年与“七姐妹”签署《德黑兰协定》《的黎波里协定》，将产油国税率从50%提升至不低于55%，新协定使得海湾产油国当年的石油收入比1970年增加了约14亿美元；1973年第四次中东战争爆发后，OPEC阿拉伯成员国实施石油禁运，将油价从每桶3.01美元大幅提升至11.65美元，涨幅近3倍，掌握全球石油定价权。

美国和沙特联合协议的签署标志着石油美元体系正式建立，美国彻底完成对英国中东石油与货币霸权的替代，确立全球金融与石油主导地位。1974年，美国与沙特达成核心秘密协议，约定沙特将美元作为石油出口唯一计价与结算货币，美国则为沙特提供全面军事安全保障与先进武器供应。在沙特带动下，中东石油出口国持有的美国国债占其对美国投资的比例，从附加安排开始的43%提到了1977年底的65%，石油美元体系彻底确立

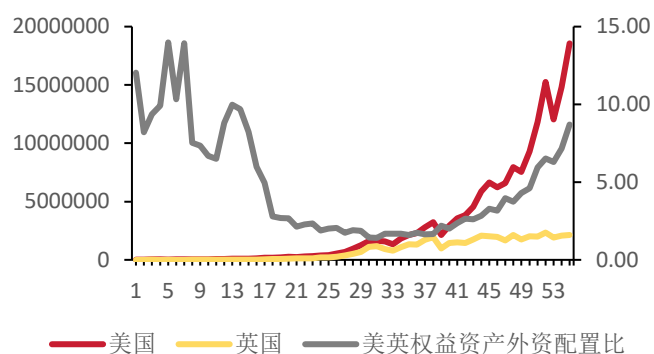
长期来看，全球资本“美进英退”纽约取代伦敦成为全球金融中心。1960-1970年代，随英镑持续贬值、英镑区解体，英国政治军事衰退、资产风险上升，美元资产成为全球资本核心配置方向：

权益资产方面，外国持有的美国权益资产从1970年的272亿美元增至1990年的2,438亿美元，同期英国从23亿美元增至1,141亿美元，美国权益市场对外资的吸引力在基数上持续领先。

固收资产方面，外国持有的美国固收资产从1970年的337亿美元飙升至1990年的7,031亿美元，而英国从1980年的167亿美元增至1990年的2,507亿美元，美国国债作为全球储备资产的地位迅速巩固。

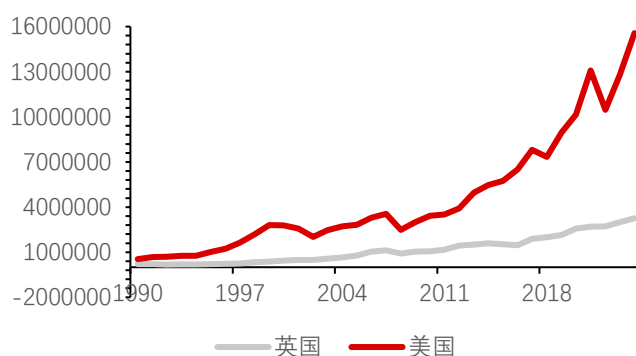
汇率方面，英镑兑美元年末汇率从1970年的2.4跌至1982年的1.61，1990年回升至1.92，期间英镑长期弱势削弱了英国资产的货币回报，为资本流向美元资产提供了汇率条件。

图6: 外资对英美权益资产配置规模及比例



资料来源: UNCTAD, 浙商证券研究所

图7: 外国对英美直接投资存量



资料来源: UNCTAD, 浙商证券研究所

3.2 如最终美国无法维持中东影响力，将构成新老黄金的双重利好

以英国退出中东的历史类比当下，在美伊谈判过程中，如果最终的结果是未来美国无法继续维持中东影响力，将冲击石油美元体系，利好“黄金”，也利好“新黄金”。老黄金主要受益于美元地位下行，“新黄金”则受益于人民币资产价值重估。

4 风险提示

地缘冲突超预期。当前俄乌冲突尚未结束，中东、印巴仍有潜在隐患，需关注相关事件对风险偏好的潜在冲击。

长期资金的制度性限制超预期。长期资金受政策影响较大，若中美金融摩擦加剧，可能出现对华投资限制。

美国维持中东影响力的实际路径与推演不符：地缘局势存在一定突发性，若中东地区冲突出现委内瑞拉式的“快速缓和”，实际演变方向或与预期存在差异。

历史类比可能失效：地缘博弈不确定性较高，虽然背景相似，但1956年苏伊士运河危机与当前中东变局的走势可能并不相同。

央企红利资产的“实物安全”属性未获全球资金广泛认可：国内基本面或政策存在不确定性，若出现基本面超预期下行或政策变动，全球资金可能重新评估央企红利资产的投资风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>