

in gold we trust
.report

执信黄金. 年报

2020 年 12 月 12 日
中文版本

黄金时代 即将来临

罗纳德·彼得·斯多菲

(Ronald-Peter Stöferle)

马克·瓦拉克

(Mark J. Valek)



incrementum

我们要向为 2020 年《执信黄金》年报作出贡献的优秀合作伙伴们表示
诚挚的感谢

合作伙伴详情请见 90 页



目录

目录	3
简介	4
黄金的现状	16
货币情景下黄金的现状	18
黄金相对于大宗商品的现状	24
现状：总结	26
2020 去美元化 – 终局已开始	31
俄罗斯和中国抓住机遇	33
我们是怎么到这的	37
美元和石油：旧爱已逝	39
美元故事情节即将结束	42
矿业股：狂欢已开始	47
2020 年及以后的主题	51
创建黄金和白银股投资组合	55
总结	60
中国的采金业	64
做好准备，接下来只会更“惊心动魄”	71
黄金，将何去何从？	80
总结, 2020 年《执信黄金》年报之“黄金时代即将来临”	81
黄金，将何去何从？	82
执信黄金	84
关于我们	86
罗纳德·彼得·斯多菲(Ronald-Peter Stöferle), 特许市场技术分析师 (CMT)	86
马克·瓦拉克(Mark J. Valek), 特许另类投资分析师	86
Incrementum AG	87
公司介绍	90

简介

“条条道路通黄金。”

列夫·索科洛夫 (Kiril Sokoloff)

重点

- **货币政策正常化的失败**

在 2017 年《执信黄金》年报的四年预测中，我们预计货币政策正常化的失败将是大概率事件。在这一前提下，我们对 2021 年 1 月目标金价超过 1800 美元的预测也已实现。

- **新冠病毒成为迟来衰退的催化剂**

2018 年底以来，美国由债务驱动的扩张持续降温。以黄金计，美国股市早在 18 个月前达到峰值。新冠以及为应对新冠所采取的措施又大大地加速了衰退。

- **负债能力几近极限**

为应对大流行风险而采取的干预性措施，正在对多国的债务可持续性造成威胁。被认为是避风港的政府债券，将受到越来越多的质疑。而黄金可以替代扮演这个角色。

- **央行在应对未来通胀时陷入困境**

由于过度负债，央行将无法通过大幅提息来对抗初期的通胀风险。在中期通胀环境下，白银和矿业股将同黄金一起有效对抗通胀。

- **新的货币世界秩序即将到来**

在这刚开始的十年中，货币和地缘政治动荡将成为主旋律。在新的货币世界秩序中，黄金作为各国的储备货币将再次扮演重要的角色。

- **金价必将创历史新高**

问题不在于金价是否会持续创历史新高，而在于这趋势会持续多久。在这十年中，我们相信黄金将被证明是正确的投资，将为所有的投资组合带来稳定性及安全性。

黄金不是一个传说，直到它成为传说。

盖伊·阿达米(Guy Adami)

市场如天气，变幻无常。

曼德勃罗(Benoit Mandelbrot)

我们仅较 2019 年 2 月的至高点下降了 15%，但在我看来，世界被毁坏的程度不止这 15%。

霍华德·马克思(Howard Marks),
2020 年 4 月 20 日

愚蠢的人认为可以用金钱治愈贪婪，物质治愈沉迷，靠专家来解决专业问题，靠银行家来管理银行业务，靠经济学家来恢复经济，用购买债务来解决债务危机。

纳西姆·塔勒布(Nassim Taleb)

今年第 14 版的《执信黄金》年报，题为“黄金时代即将来临”，正于新的十年伊始发布。¹ 在过去十年接近尾声之时，黄金再次展现了它敏感的第七感，提醒了敏锐的观察者，金融市场的大环境将发生翻天覆地的变化。² 去年经济活动显著降温，酝酿已久的衰退风暴必将爆发。预计风暴来袭，2019 年黄金市场表现强劲，以美元计上涨 18.9%，而以欧元计更显著上涨 22.7%。

但甚至还在风雨大作和“常规衰退”发生之前，世界就已经面对着新冠病毒和对它的巨大反应。我们正在经历的经济风暴是前所未有的。**大流行成为以下基本情形的导火索和催化剂：**

● 经济紧急制动

经过长期的经济扩张，全球经济正经历 80 年来最严重的衰退。国际货币基金组织预测今年全球 GDP 将下降 3%，且该数值可能还需向下调整。³ 纽约联储银行的实时指标显示，第二季度美国 GDP 空前年度下滑超过 31%。⁴

● 金融市场的崩溃

经济衰退导致先前估值过热的金融资产急剧下跌，2020 年 3 月将成为股市历史上表现最糟糕的月份之一。今年首季度，以威尔希尔 5000 全市场指数 (Wilshire 5000 Total Market Index) 衡量的美国股市市值跌了 7 万亿美元。多年来我们一直提到的“万物皆泡沫”⁵ 正面临急速破裂的危险。央行因此一直试图在采取看似绝望的刺激措施，来阻止金融市场的进一步崩溃。

● 货币政策大转弯

货币政策正常化在完成之前，许久未被提及。由于现行的零利率水平，量化宽松现在再次变为常态。新的量化宽松计划的规模超乎想象。在金融市场极度恐慌之时，美联储两周内，每天 24 小时，平均每秒派发 1 百万美元。⁶ 值得注意的是，货币政策已在 2019 年下半年开始出现扭转，以便及早应对即将到来的衰退。

● 财政政策不断升级

数以万亿计的新的量化宽松计划正与高度扩张的财政政策相结合。2019 年美国财政赤字已达 4.6%，而 2020 年该数字可能将是 2019 年的 3 倍。欧元区的债务增长预计也将创历史新高。意大利、希腊、西班牙和法国这些已受经济低迷困扰的国家，将受到尤为沉重的打击。

● 债务可持续性的极限

由于灾难性的经济衰退和政府的大量干预，许多家庭、公司、新兴市场，甚至工业国家都可能达到债务可持续性的极限。根据国际货币基金组织的最新估计，仅在本年，工业国家的债务水平将从去年的占 GDP 的 105% 飙升至 122% 以上。⁷

¹ 前 13 版的《执信黄金》报告，请见 <https://ingoldwetrust.report/archive/?lang=en>。

² 请见 Stoeferle, Ronald: “黄金 - 金融市场的第七感”，演讲：贵金属峰会，2019 年 11 月 11 日

³ 请见 国际货币基金组织: *World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown*, 2020 年 4 月

⁴ *Nowcasting Report*, 纽约联储银行, 2020 年 5 月 15

⁵ 请见 “Introduction” and “White, Gray and Black Swans”, 2017 《执信黄金》报告; “Introduction”, 2018 《执信黄金》报告; “Introduction” and “The Status Quo of Gold”, 2019 《执信黄金》报告

⁶ 美联储用 2 星期创造了 1 万亿。假如你每秒数一张钱，那么你将花 31,000 年的时间。

⁷ IMF DataMapper: [Gross debt position in % of GDP](#)



Source: Federal Reserve Bank of Chicago

- **央行独立性的终结:** 债务的急剧上升正日益颠覆着央行的独立性。财政和货币政策的交织正稳步推进。例如，非常传统的英格兰银行在 4 月打破了一项基本禁忌，正通过直接购买政府债券来缓解政府赤字。⁸ 同时，美国央行界也正在公开考虑正式关联财政和货币政策。⁹ 所有的这些措施都进一步指向实施充满争议的现代货币理论（MMT, Modern Monetary Theory）的方向。

在某些情况下，这些发展已经积累了数年/数十年之久，但在当前危机下，局势变得异常恶化。已经大规模负债的经济体，最终万不得已或将采取货币贬值来缓解财政赤字，虽然总体局势令人不安，但却是有利于黄金发展的极佳时期。基于这些和许多其他原因，我们纵览形势，预见“黄金时代即将来临”。

但在开始分析今年的主题之前，让我们先回顾一下过往的论点。

正如北极星始终指向北方，黄金恒久保值。

史蒂夫·福布斯(Steve Forbes)

回顾最新一期《执信黄金》年报，我们发现在 2013 年金价暴跌之后，我们又太快变得乐观。在 2015 年美国开始放缓之前，衰退就已经开始酝酿。即使在美国，利率仍处于较低水平，货币政策正常化看似遥遥无期。由于低利率环境，我们当时预计在衰退来袭之时，黄金将大幅升值。在黄金牛市即将开启之际，却又在 2016 年年底突然再次放缓。

发生了什么? 唐纳德·特朗普当选美国总统，并与他的共和党主导国会两院。对我们来说显而易见的是，特朗普将成为金价的决定性因素。这需要对局势进行重新评估。因此我们在 2017 年《执信黄金》年报中，对金价的四年预测期是与特朗普的任期相吻合。¹⁰

我们的论点是，赤字支出加之先前失望的部分美国民众情绪的转换，最终将使得货币政策回归正常化成为可能。对我们来说，最终决定性的测试是利率能否回归正常水平或美联储能否在不扼杀由债带来的上涨趋势的前提下实施缩表计划。

就当时的金价，我们预测了以下四种情形，时间范围为 2021 年 1 月：

任期的特点	增长	货币政策正常化	金价 (美元)
情形 A: 真正的繁荣	年度实际增长 > 3%	成功; 实际利率水平 >1.5	700-1,000
情形 B: 艰难应付	年度增长加通胀 1.5-3%	未完成	1,000-1,400
情形 C: 通胀繁荣	年度增长加通胀 > 3%	未完成	1,400-2,300
情形 D: 不利情形	增长 / 收缩 <1.5%	正常化暂停或重启量化宽松	1,800-5,000

Source: Incrementum AG

⁸ "Bank of England to directly finance UK government's extra spending", Financial Times, 2020 年 4 月 9 日

⁹ Bianchi, Francesco, Faccini, Renato und Melosi, Leonardo: "Monetary and Fiscal Policies in Times of Large Debt: Unity is Strength", 芝加哥联储银行, Working Paper No. 2020-13, 修订于 2020 年 5 月 11 日

¹⁰ 请见 "Conclusion", 2017 《执信黄金》年报

关于成功实现货币正常化的可能性，尽管存在很大阻力，在 2017 年《执信黄金》年报中，我们提出以下立场，并在以下两个议题上也主张这一立场：^{11,12}

*“在我们看来，可以基本排除在不引发衰退的前提下实现货币政策正常化”*¹³

真相伤人。或许不如跳上一个没有坐垫的自行车那般疼痛，但它确实伤人。

弗兰克探长

Inspector Frank Drebin

今年《执信黄金》的报告标志着我们近四年观察期的结束。我们今天知道：货币政策正常化已显著失败，现已转向宽松货币政策。关于我们预测的四种情形，我们可以说在特朗普任职期间，经济在很大程度上处于“艰难应付”的模式（情形 B）。该任期很可能会在“不利情形”（情形 D）的状况下结束，这也是自 2017 年以来，我们一再认为的最可能会发生的情形。

金价的表现也与我们在各个情形下的预测一致。如果货币政策发生逆转，我们在 2017 年预测，金价在 2021 年 1 月底前将超过 1800 美元。现在看来仍然如此。

要成功，首先要学会生存。

纳西姆·塔勒布(Nassim Taleb)

黄金（美元），01/2015-11/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

如果可以熬过这个寒冬，剩下所有，皆为暖春。

谢默斯·希尼(Seamus Heaney)

回顾过去，我们对过去几年的评估较为满意，因为事实证明，我们之前的《执信黄金》年报的核心论点是正确的。

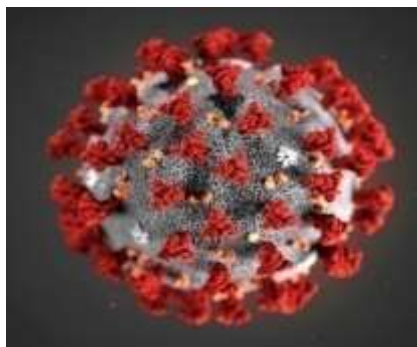
比回顾更振奋人心的是对未来的展望。为呼应今年的主题“黄金时代即将来临”，我们大胆提出金价的十年展望。¹⁴但首先，我们需要处理当前最紧迫的事情。

¹¹ 请见“Conclusion”，2018《执信黄金》

¹² 请见“Quo Vadis, Aurum?”，2019《执信黄金》年报

¹³ 请见“Conclusion”，2017《执信黄金》年报，p. 163

¹⁴ 与往常一样，可以在最后一章找到“Quo vadis, aurum?”



Source: Center for Disease Control and Prevention (CDC) via AP

美联储可以改变事物的观感，却无法改变其本质。

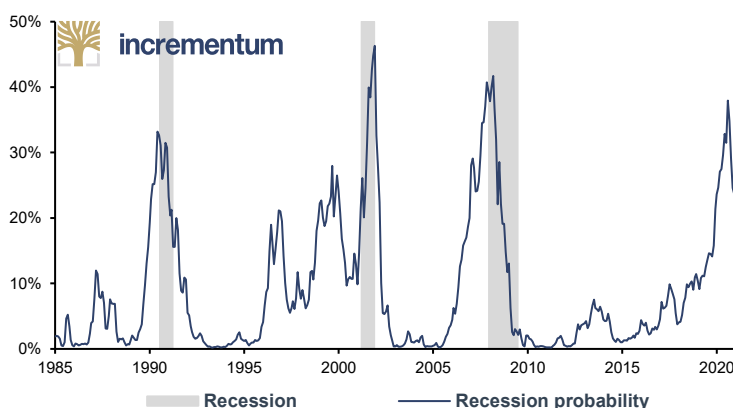
吉姆·格朗(Jim Grant)

新冠和衰退的可能

国际上对新冠所采取的措施是导致我们正在面临异常严峻的衰退的主要原因。但即使没有大流行，衰退还会发生吗？这种假设性问题的答案，对未来发展的评估尤为重要。我们坚信，即使没有 2020 年的新冠病毒大流行，主要经济体也会陷入衰退。是什么让我们持有这一观点？像德国、意大利和日本都进入了衰退或半衰退阶段。

对我们而言，最能说明问题的是，世界贸易规模通常保持 5% 的年增速，或是 GDP 增速的 2 倍，而去年却下降了约 0.5%。这是自 1980 年来仅有的第三次下跌。其他两次发生在 1982 年和 2009 年大衰退之时。¹⁵ 因此，我们似乎已经进入非常疲软的 2020 年，即使没有新冠，我们相信美国也将进入衰退。我们想用有关美国经济的图表来支撑这一论点。

未来一年发生衰退的概率, 01/1985-04/2021



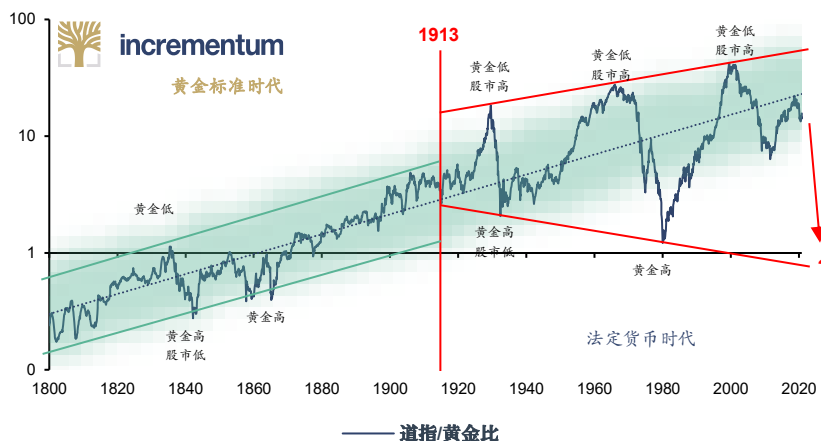
Source: Federal Reserve NY, Incrementum AG

收益率曲线倒置一直被认为是预测衰退最可靠的先行指标之一。早在 2019 年，收益率曲线倒置的比例已经相当可观，这充分预示着衰退的来临。根据这一指标，到 2020 年中，衰退不是不可能发生。

我们同时对道指黄金比非常感兴趣，因为强劲上涨的金价常常预示着股市反弹的不可持续性。根据道指黄金比，股价已在 2018 年底到达峰值。此后，以黄金计算的股价呈现明显的下降趋势。从长期走势图可以清楚看出，以黄金计算的股价未来呈下跌趋势。

¹⁵ 请见 Lacy Hunt: "The Road Through Deflation Toward Eventual Hyperinflation", Macrovoices, 2020 年 4 月 30 日

道指/黄金比 (对数比例), 01/1800-11/2020



Source: Nick Laird, goldchartsrus.com, Reuters Eikon, Incrementum AG

然而，预示衰退来临最有力的证据是美国货币政策的掉转。在 2017/2018 年美联储持续向外界传达，无论如何都将执行货币政策正常化的意图，直到 2018 年 12 月，杰罗姆·鲍威尔表示，美联储的缩表计划“还在进行”。¹⁶ 仅几天后，由于股市大幅调整，他撤回了该声明。自 2008 年以来，美联储终于在 2019 年 7 月 31 日首次下调关键利率，随后在 2019 年又进行了两次降息。

朋友不断告诉我，美联储开枪了，现在没有子弹了。开玩笑的吗？弹药工厂是他们开的呀。

哈里斯·库伯曼
(Harris Kupperman)

2019 年秋季，停止了资产负债表的量化紧缩。美联储开始再次扩表，最初的目的是想阻止短期利率的上升。早在新冠爆发前就采取了这些措施，证实了到 2019 年经济势头已大大削弱这一事实。

美联储资产负债表 (左边), 单位十亿美元, 有效联邦基金利率 (右边), 单位%, 01/2003-11/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

该计划本质上将美联储和财政部合并为一个机构。

吉姆·比安科(Jim Bianco)

为什么“即使没有新冠，衰退是否还会发生”这个问题如此重要呢？本·伯南克一直认为，美联储购买债券并不是通过增加货币供应来为政府提供资金，因为这些增加的债券只是由美联储暂时持有：

¹⁶ 请见“Treasury Yields fall as Fed's Powell says balance sheet reduction on auto pilot”，路透社，2018 年 12 月 19 日

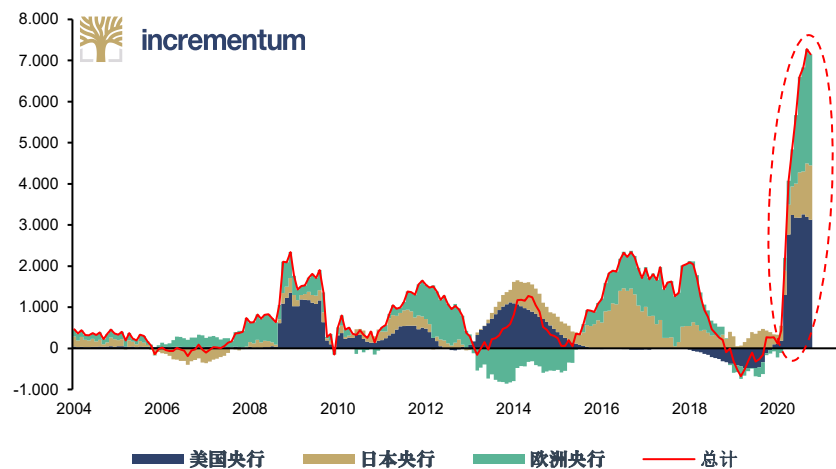
“联邦公开市场委员会 (FOMC) 经常表示, 希望美联储资产负债表逐渐回归危机前的正常水平。一旦实现, 财政部将承担的债务和在美联储采取任何行动之前公众所持有的债务一样多。这种情形一旦发生, 很显然美联储不再通过发行货币来为政府的开支提供源源不断的资金来源。”¹⁷

极度异常变为令人不适的正常。当小概率事件变为日常, 这隐晦让人感到困扰。
克劳迪奥·博里奥, 国际清算银行 (Claudio Borio, BIS)

如果我的回答使您害怕, 文森特, 那么您应该不要再问可怕的问题。
《低俗小说》Pulp Fiction

美联储的资产负债表总额在 2008-2015 年间, 从 0.9 万亿增加到 4.5 万亿美元。这其中仅有一部分是在经济周期内得以偿还。在美联储采取第一轮应对新冠灾难性经济影响的措施后, 资产负债表总额目前达到惊人的 7 万亿美元。实际上, 与本·伯南克的说法正好相反: 资产负债表的通胀是永久性的, 因此需要通过扩大货币供应来向政府提供资金。

央行流动性 同比, 单位10亿美元, 01/2004-10/2020



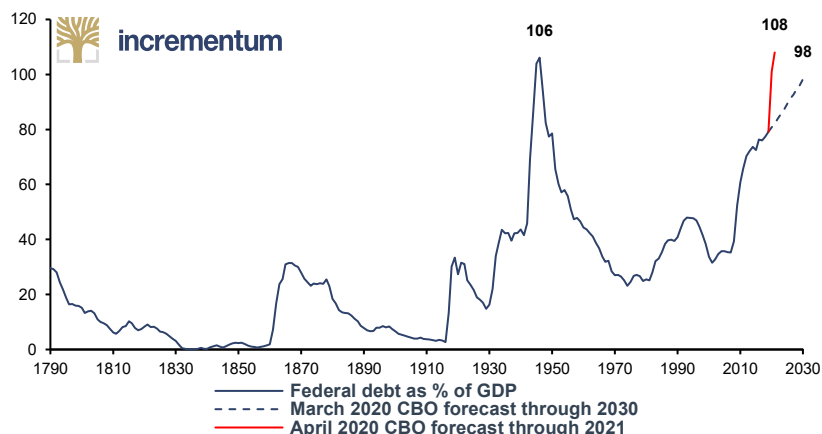
黄金经受住时间的考验, 数千年来为人类提供了稳定的财富储备。同时, 当我们看向日益充满不确定性的未来, 不断上升的债务水平, 使得全球法定货币承受着巨大的压力, 黄金仍是唯一可存续的保值资产。
格兰特·威廉姆斯 (Grant Williams)

工业国家是否已经沦为量化宽松成瘾的受害者?

在我们看来, 甚至在货币政策正常化之前, 又一场衰退的发生证实了非常规货币政策“药物”最多只是被暂停了, 但已不能被阻止。现在, 量化宽松是常规货币政策, 是新常态的一部分, 而通过增加货币供应来为国家预算 (间接) 提供资金是新的永久性形势。

¹⁷ "In-Depth: Is the Fed Monetizing Government Debt?", 圣路易斯联储银行, 2013年4月1日

联邦债务占GDP的比重, 1790-2030



Source: CBO, Incrementum AG

政府和央行之间就如何应对新冠危机造成的不良经济后果达成一致：无论付出多少代价，都应挽救尽可能多的生命。在我们之后，洪水滔天 – 债务水平不再重要。前所未有的经济崩溃加之不断飙升的债务水平，极易引起危机大爆发。债务现在有可能出现永久性失控。在新冠危机之后，不断恶化的债务危机正在逼近。由于全球储蓄额已不足以支撑增加货币供应的需求，因此可能将无法偿还债务。

央行不仅参与政府的债务游戏，并且积极鼓励。在欧元区，拉加德夫人呼吁采取“共同的欧洲财政应对措施”，该措施应是“迅速，大规模且对称的”。¹⁸然而，正是由于这些行动，央行正丧失最后的独立性。明尼阿波利斯联邦储备银行行长尼尔·卡什卡里最近在电视节目《60分钟》中回答了“美联储是否会直接印钞”的问题：



Credit: Wikipedia

“实际上，这就是国会要我们做的事。印钞以及向金融系统注入流动性，这是他们赋予我们的权力。并且我们也是这样做的。我们以电子方式创建它。同时，我们还可以同财政部一起打印纸币，这样您就可以从ATM取钱。”¹⁹

印钞机疯狂运转

对于央行货币供应只有一个方向的这一认知，也将影响一种未被发掘的法定货币最重要的因素：信心。除对体系至关重要的黄金信徒外，年轻一代中也有越来越多的纸币批判者，他们中的大多数通过研究加密货币得出此结论。随着新的量化宽松计划的推出，世界各地的这些年轻公民正通过社交媒体来使货币政策的监督者履行相应责任。随着新的量化宽松计划的实施，美国有关“印钞机疯狂运转”口号的表情包、²⁰搞笑的主页²¹以及YouTube视频都在网上出现。当前货币体系的批判者仍然只占少数。然而，未来几年，在一个以不断印钞为主导的世界中，将会有越来越多的人持批判观点。此外，在未来几年，预计会有更激进的措施，例如实施现代货币理论、直接现金补贴，升级财务限制措施，例如现金限制和低负利率。

大货币通货膨胀

央行措施的幅度不仅受到少数批判性消费者的关注，各种各样的投资传奇人物也无法掩饰他们对庞大的量化宽松计划的担忧。例如，对冲基金名人保罗·都铎·琼斯的最

¹⁸ “Lagarde urges eurozone to launch joint fiscal stimulus”, Financial Times, 2020年5月8日

¹⁹ “Coronavirus and the economy: Best and worst-case scenarios from Minneapolis Fed president”, CBS News, 2020年3月22日

²⁰ Know Your Meme: [Money Printer Go Brrr](#)

²¹ [brrr.money](#)

新报告《大货币通货膨胀》引起了人们的注意。他提到，他极不看好货币政策，并因此看涨黄金：

“经济下跌的深度和广度，把现代货币理论（或直接大规模财政赤字货币化）毫无争议地从理论带到实践。它在全球范围内发展的速度让我这样的业内人士都愕然。”²²

我相信黄金将大幅上涨。

保罗·都铎·琼斯
(Paul Tudor Jones)

此外，琼斯对比特币可以对冲即将到来的金融海啸持肯定看法，因为他在这里发现较高的凸性。比特币的话题对我们比较重要，这就是为什么我们在《执信黄金》年报中常常提到比特币的原因，今年也是如此。最近，我们还开始向实物黄金和比特币的专业投资人提供一项基金策略。²³

钱都流向哪里？

需要强调的是，在大宗商品价格极端低迷的两段时期（1970 和 2000），都伴随着高估的股市以及投资泡沫，今天历史又再度重演。

Leigh Goehring & Adam
Rozenchwajg

实验性的货币政策很有可能会引发硬资产的复兴。如果这一论点正确，那么遭受重创的大宗商品行业，也应该为勇敢的逆势投资者带来机会。相较于道指，大宗商品目前的交易价格为 1960 年代中期以来的最低水平。与股票相比，大宗商品在 1929 年 10 月 24 日黑色星期四之前和互联网泡沫期间都被相似程度地低估。

高盛商品指数/道琼斯工业平均指数比率, 01/1900-11/2020



Source: <http://blog.gorozen.com/blog/commodities-at-a-100-year-low-valuation>, Reuters Eikon, Incrementum AG

在大宗商品牛市之初，我们来仔细研究一下大宗商品相对于股市取得较好估值的两个阶段。这两个阶段的共同点是，在它们之前都发生了大规模的通货膨胀。

1970 年和 2000 年左右的十年变化与当下形势惊人的相似。在此之前，每一次扩张性的货币政策都孕育了一段牛市。1960 年代的“价值 50”（Nifty Fifty）是什么，1990 年代的互联网股是什么，现在的 FAANG 科技股又是什么？历史会重演吗？在 1970 年和 2000 年之后，都开启了大宗商品的十年牛市。在过去的十年，我们经历了历史上规模最大，最具实验性的货币政策，但该货币政策仅对大宗商品市场产生很小的影响。

²² Jones, Paul T. and Giorgianni, Lorenzo: “The Great Monetary Inflation”, 市场展望—宏观角度, 2020 年 5 月
²³ 更多信息请见 www.noninflatable.com.

要赢得好的声誉需要 20 年，而毁掉它只需 5 分钟。如果明白了这一点，你做起事来就会有所不同。

巴菲特

(Warren Buffett)

黄金是对金融体系信任的基础。如果整个体系崩溃，黄金储备可作为重建的基础。

荷兰中央银行

De Nederlandsche Bank

法定货币体系至关重要

随着一个新时代的到来，世界日益加强干预。正如格言所说，“一旦外界声誉遭到破坏，别人的看法就不再重要了”。现在，新的借贷障碍在被打破。债务不再起作用，就目前来看，零利率和货币供应扩张仍是现状。

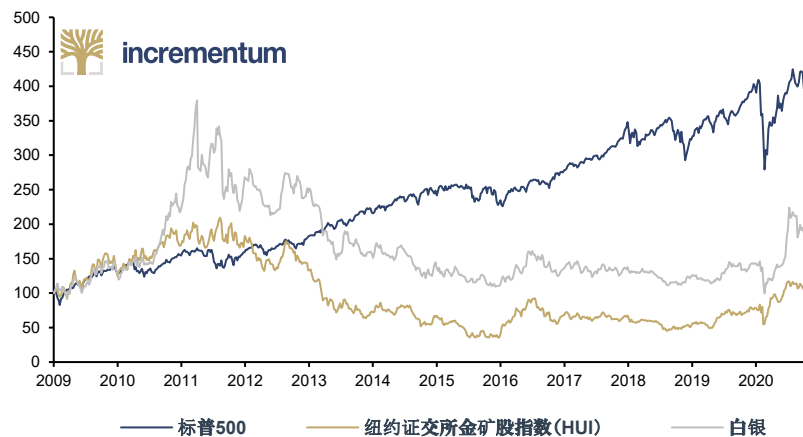
在这个十年伊始，多样化的局势或将导致已经存在了近半世纪的世界货币秩序出现根本性失控。这是由越来越多为传统银行工作的分析师得出的结论。例如，德意志银行在 2030 年的展望中写道，在这 10 年结束之前，我们的货币体系可能会走向瓦解：

“支撑当前货币体系的力量现在看来很脆弱，可能会在 2020 年代解体。如果是这样，将开始抵制法定货币，像黄金或加密货币这类替代性货币的需求可能会飙升。”²⁴

未来储户和投资者会发现，安全配置资产变得越来越困难。虽然全球货币供应泛滥，但避风港极少。在负利率时代，黄金与债券的竞争或将日益激烈，这是投资黄金的最佳时机。虽然我们不确定十年后的债务水平或货币供应量，但像黄金甚至比特币，很可能会出现相对短缺。

历史上，永久性的央行债务总会引起通胀率上升。另外，在通胀环境下，白银和矿业股是不错的投资。这两种资产近年来都被传统投资者拒之门外，因此仍然相对便宜。

白银，纽约证交所金矿股指数 (HUI) 和标普500, indexed 30.01.2009 = 100, 01/2009-11/2020



我们一直坚持对金融市场进行全面分析。最终，我们与其他黄金分析师的方法不同的是，我们的目标是尽可能全面地把握长期形势。

²⁴ Reid, Jim: "The end of fiat money?", in: "Imagine 2030 - The decade ahead", db research, 2019 年 12 月 4 日, p.10

总结昨天，活在当下，期望明天。最重要的是，永远不要停止发问。

爱因斯坦(Albert Einstein)

多年来，《执信黄金》年报力争成为世界上公认的、被广泛传阅和对黄金分析最全面的报告。如果没有这 20 多人团队的完美配合，尤其是如果没有我们优秀合作伙伴²⁵的支持，这将是不可能的任务。我们要向他们表示诚挚的感谢。

按照左边爱因斯坦教授的话，我们将继续竭尽所能向您 - 我们亲爱的读者，提供有关黄金投资及其影响因素的全面、内容丰富且有趣的指引。

现在我们邀请您阅读我们的年度精心之作，并希望您可以像我们享受撰写这份报告一样，喜欢我们的第 14 版《执信黄金》年报以及迄今为止的第 2 个中文版报告，“黄金时代即将来临”。

Cordially,



罗纳德·彼得·斯多菲
(Ronald-Peter Stöferle)



和 马克·瓦拉克
(Mark J. Valek)



²⁵ 在《执信黄金》的结尾部分，您可以找到我们的优质合作伙伴及其公司简介。



麦克尤恩  矿业公司
纽约证交所 & 多伦多证交所

MUX

发展中的转折点

生产黄金和白银

奥兹勘探大楼

位于主要贵金属区

重要内部人士持股情况

大型高级的铜矿

网页：mcewenmining.com

邮箱：info@mcewenmining.com

电话：1-866-441-0690

黄金的现状

“我意识到，天地万物都是彼此相连的。”

列奥纳多·达·芬奇 (Leonardo Da Vinci)

重点

- 近期以所有货币计的金价，都创下了历史新高。甚至是美元，问题是“会升到多高”？
- 2008年还主要是对流动性和对货币供应不足的担忧，但新冠导致的衰退/萧条可能会得出完全相反的市场评估。
- 我们确信，现已接近岔路口：通货收缩压力将（必须）消除。通货膨胀将成为主流。我们认为通货膨胀将是未来几年的投资主题。
- 尤其是央行和机构投资者将对黄金产生更大的需求。
- 通胀加剧以及新冠后的经济衰退，是有利于黄金发展的“完美风暴”。
- 货币供应的增加，负实际利率环境以及债务的过度增长，都进一步加剧了全球体系的脆弱性。

独行能更好地认识自己。
理伯特·海德·贝利
(Liberty Hyde Bailey)

需要有独立思维的人来分析司空
见惯的事物。
艾尔弗雷德·诺思·怀特海
(Alfred North Whitehead)

与往年一样，我们在今年的《执信黄金》年报中对黄金领域进行了大量的分析，其中还详细分析了最重要的影响要素。尤其是在动荡时期，对形势进行全面评估很重要，这适用于个人以及宏观经济的整体情况。确定一个位置至少需要三个参照点；每增加一个参照点可以提高定位的精确度。因此，在接下来几页，我们希望从尽可能多的角度分析黄金的现状。

与大多数黄金分析师不同，我们认为单独分析供需数据并不有助于评估金价的走势。黄金是股票型商品和货币金属。²⁶ 因此，最终影响金价走势的决定性中短期因素与货币体系和金融市场的当下形势密切相关。因此，在分析过程中，我们主要关注以下要素：

- 美元和其他法定货币的趋势
- 机会成本（股票，债券等）
- 大宗商品价格趋势
- 通胀趋势和预期
- 实际利率水平和趋势
- 信贷利差（作为经济信心和信贷增长的指标）
- 债务情况动态
- 货币增长的趋势和势头
- 对央行政策的信心以及金融体系和经济发展的稳定性
- 对政治和财政稳定的信心
- 地缘政治环境
- 技术设置（交易价格设置，情绪等）

²⁶ 请见“Stock-to-Flow Ratio as the Most Important Reason for Gold's Monetary Importance”，2013《执信黄金》报告，“The Stock-to-Flow Ratio as the Most Significant Reason for Gold's Monetary Importance”，2014《执信黄金》报告，“Gold and Inflation”，2015《执信黄金》报告

货币情景下黄金的现状

“稀缺性是所有经济学的基本出发点，其最重要的影响是形成所有事物都有机会成本的观点。”

赛义德·阿米斯 (Saifedean Ammous)

传统上，在开始评估时，我们会先查看最重要的价格数据。在过去一年，以所有货币计的金价，都创下了历史新高，其中包括美元、欧元、日元、瑞郎、人民币、澳元、加元、英镑等。因此，这涨势的“市场广度”非常好。

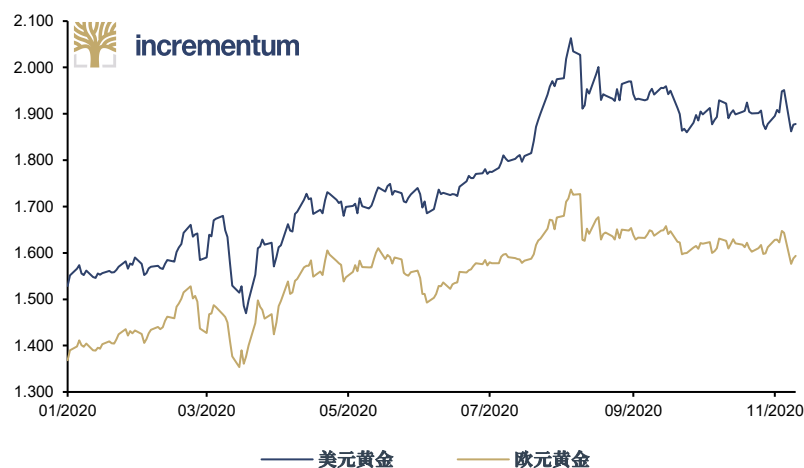
凡是过往，皆为序章。

威廉·莎士比亚

(William Shakespeare)

2020 年到目前为止，美元黄金大幅上涨 23.9%，以欧元和人民币计的黄金也显著上涨了 17.7%。现在来看自上次《执信黄金》年报之后，以美元和欧元计的黄金价格的走势。在 2019 年 5 月 28 日发布最新的《执信黄金》年报三周后，金价成功突破 1,360-1,380 美元的阻力区。²⁷ 随后，预计在秋季窄幅震荡巩固之前，暴涨至 1600 美元以下。

以美元和欧元计的黄金，年初以来的走势



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

自新冠危机爆发，以及随之而来的划时代货币和财政刺激措施推出以来，即使强劲的黄金牛市也对股市的剧烈反弹感到惊讶，尽管黄金在 3 月的股市抛售中也有较好的表现。

如果我们看一下近期的走势，似乎很多投资者都对黄金在最初新冠崩溃时期的表现感到失望和不安。我们认为以下因素是黄金短期下跌的主要原因：²⁸

- **流动性压力：**黄金是流动性很高的资产，平均每天交易黄金合约 2600 亿美元。在金融市场承压的情况下，黄金可以快速卖出，且只产生较低的交易费

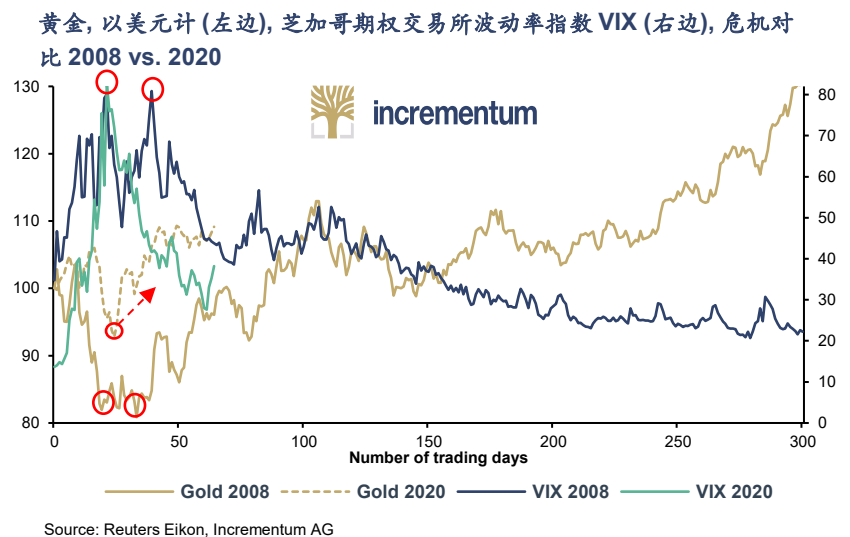
²⁷ 但是，并不能完全将该突破归因于我们的预测。

²⁸ 请见“[Investment Update: Gold prices swing as markets sell off](#)”，世界黄金协会，2020 年 3 月 19 日

用。如下图所示，当市场波动上升至极端水平时，抛售压力增加。在这种特殊情况下，黄金的强大优势之一，即：几乎可以在世界任何地方迅速抛售，转换为法定货币，计为暂时性损失。

- **见利抛售：**黄金在 2020 年的第一个交易周出现反弹，而在 3 月 9 日（即抛售之前），已经年度上涨了 7%。随后即出现获利抛售。
- **抛售压力主要来自于衍生品市场：**纽约商品交易所（COMEX）的净多头头寸处于股市抛售前的历史高位。在 3 月 9 日至 3 月 19 日期间，交易量达到近 500 万张期货合约。另一方面，实物商品需求以及交易型开放式指数基金（ETF）都有大量资金流入。
- **实际利率走向：**经济崩溃阶段总是通货紧缩的，即由于通货膨胀预期破灭导致实际利率上升，这通常意味着金价受阻。

2008 年，VIX（芝加哥期权交易所波动率指数）的高点为 80 点，与黄金的低点相对应。类似的情况还发生在 2020 年，当 VIX 在 3 月 16 日达到 82.7 点的高位，黄金触及 1,455 美元的盘中低位。



熊市有三个阶段 - 急跌、超跌反弹和长期的根本性的下跌趋势。
鲍勃·法雷尔, 投资法则第 8 条
Bob Farrell, Rule #8

此后，黄金和矿业股总体较股票和其他风险资产有较快的恢复。到 2020 年 3 月 23 日标准普尔 500 指数跌至 2,237 低点时，黄金已从低点上涨了 100 美元。正如我们在前几年所预测的，由于上述原因，金价通常在经济崩溃之初表现较弱。**仅在短期之后，财政和货币措施又再次提振了金价。**

现在问题出现了：是否真的规避了市场风险？央银官员和政客们是否再次解救了我们？金融和实体经济会很快“一切照旧”吗？忠实的读者可能已经开始质疑，因为在历史上，市场崩溃会经历三个阶段：

1. 最初的恐慌抛售 ✓
2. 从低点压抑后的反弹，即“死猫反弹”²⁹ ✓
3. 随着灾难性的公司 and 经济新闻的发布，重返令人沮丧的恐慌低点。但是市场不再跌破最初的恐慌低点。✗

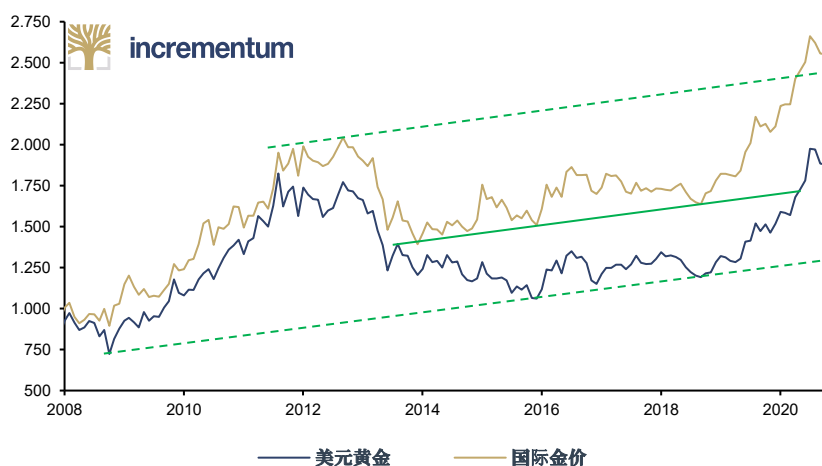
在这三个崩溃阶段之后，市场将再次试探其低点以及 VIX 再次飙升，这些似乎并非完全不可能。在 2008/2009 年就是这种情况，当 VIX 在 2008 年 10 月 24 日交易时段达到近 90。之后在 11 月 20 日，经过短暂的大幅下跌之后，VIX 又再次升至 80 以上，如果这种情况在 2020 年重演，可能意味着金价受阻。

关于黄金的最大误解是它不再是金钱。官僚，总统可能可以在 1971 年说黄金不是金钱，因此它就不是金钱。4000 年后，官僚控制金钱这一说法，对任何学习过历史并了解经济学的人来说都是荒谬的。

丹尼尔·奥利弗
(Daniel Oliver)

但是，现在我们来查看黄金的“市场广度”，即在不同货币的发展。该分析有助于我们了解上升趋势有多强劲。国际金价（以美元的贸易加权外部价值计算的黄金价格）已连续创下历史新高，目前报价为 2500。美元金价与国际金价之间的差异很好地展示了美元的强势，自 2012 年底以来，美元始终处于主导地位。鉴于目前国际金价的强势上涨，现在看来可能将维持窄幅震荡。

美元黄金, 国际金价, 01/2008-11/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

现在，我们对货币范围进一步细分，来看以一些主要货币计算的金价。2019年全年，对以任何货币计算的金价都是显著上涨的一年，平均上涨18.3%。即便在这漫长的牛市中，该表现仍然令人印象深刻。2001年至2020年年均上涨10.40%。在此期间，虽然有重大回调，但黄金的表现仍明显优于几乎其他所有资产类别，尤其是优于其他所有货币。自2020年初以来，黄金一直表现出色。

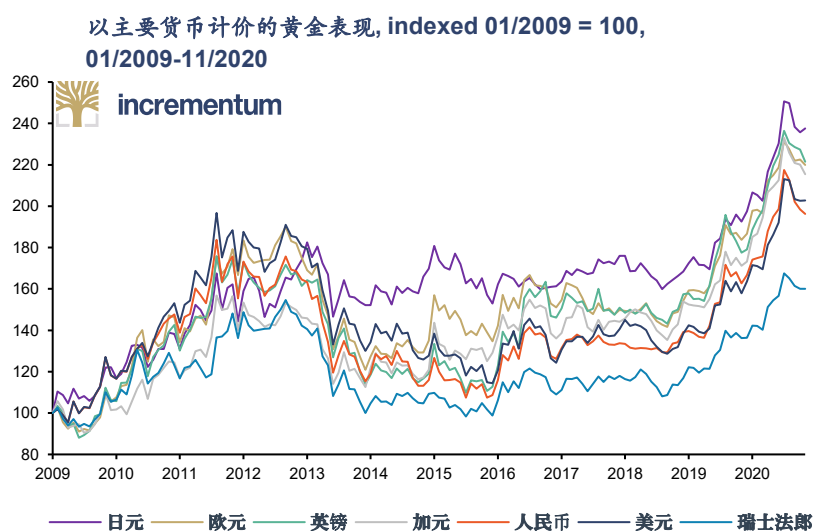
²⁹ 请见维基百科：“Dead Cat Bounce”：“该术语是金融市场上的一个隐喻。它描述了在强烈的（通常是长时间的）暴跌之后的不可持续的恢复。这个名词源自愤世嫉俗的说法：‘即使一只死猫从足够高的地方掉下来，它也会反弹！’因此，经过短暂的上升之后，继续下跌。”

2001 年以来以各种货币计的黄金表现 (%)

来源: Goldprice.org, Reuters Eikon, Incrementum AG, figures as of November 10, 2020

	EUR	USD	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Average
2001	8.1%	2.5%	5.4%	11.3%	8.8%	2.5%	17.4%	5.0%	5.8%	7.4%
2002	5.9%	24.7%	12.7%	13.5%	23.7%	24.8%	13.0%	3.9%	24.0%	16.2%
2003	-0.5%	19.6%	7.9%	-10.5%	-2.2%	19.5%	7.9%	7.0%	13.5%	6.9%
2004	-2.7%	5.3%	-2.3%	1.8%	-1.9%	5.3%	0.7%	-3.4%	0.6%	0.5%
2005	36.8%	20.0%	33.0%	28.9%	15.4%	17.0%	37.6%	37.8%	24.2%	26.1%
2006	10.6%	23.0%	8.1%	13.7%	23.0%	19.1%	24.3%	14.1%	20.9%	17.2%
2007	18.4%	30.9%	29.2%	18.3%	12.1%	22.3%	22.9%	21.7%	16.5%	21.7%
2008	10.5%	5.6%	43.2%	31.3%	30.1%	-2.4%	-14.4%	-0.1%	28.8%	15.5%
2009	20.7%	23.4%	12.7%	-3.0%	5.9%	23.6%	26.8%	20.1%	19.3%	16.5%
2010	38.8%	29.5%	34.3%	13.5%	22.3%	24.9%	13.0%	16.7%	23.7%	25.2%
2011	14.2%	10.1%	10.5%	10.2%	13.5%	5.9%	4.5%	11.2%	31.1%	11.2%
2012	4.9%	7.0%	2.2%	5.4%	4.3%	6.2%	20.7%	4.2%	10.3%	7.5%
2013	-31.2%	-28.3%	-29.4%	-16.2%	-23.0%	-30.2%	-12.8%	-30.1%	-18.7%	-24.1%
2014	12.1%	-1.5%	5.0%	7.7%	7.9%	1.2%	12.3%	9.9%	0.8%	6.2%
2015	-0.3%	-10.4%	-5.2%	0.4%	7.5%	-6.2%	-10.1%	-9.9%	-5.9%	-3.8%
2016	12.4%	9.1%	30.2%	10.5%	5.9%	16.8%	5.8%	10.8%	11.9%	12.3%
2017	-1.0%	13.6%	3.2%	4.6%	6.0%	6.4%	8.9%	8.1%	6.4%	6.3%
2018	2.7%	-2.1%	3.8%	8.5%	6.3%	3.5%	-4.7%	-1.2%	6.6%	2.6%
2019	22.7%	18.9%	14.2%	19.3%	13.0%	20.3%	17.7%	17.1%	21.6%	18.3%
2020 ytd	17.7%	23.9%	23.9%	19.5%	24.2%	17.7%	20.0%	17.3%	28.9%	21.5%
Average	9.5%	10.4%	11.9%	9.4%	9.4%	9.1%	10.3%	7.4%	12.9%	10.4%

现在来看以 7 种最重要的货币计算的金价走势，我们发现，出现在 2011-2013 年
仅以美元计的金价高点，至今未被超越。

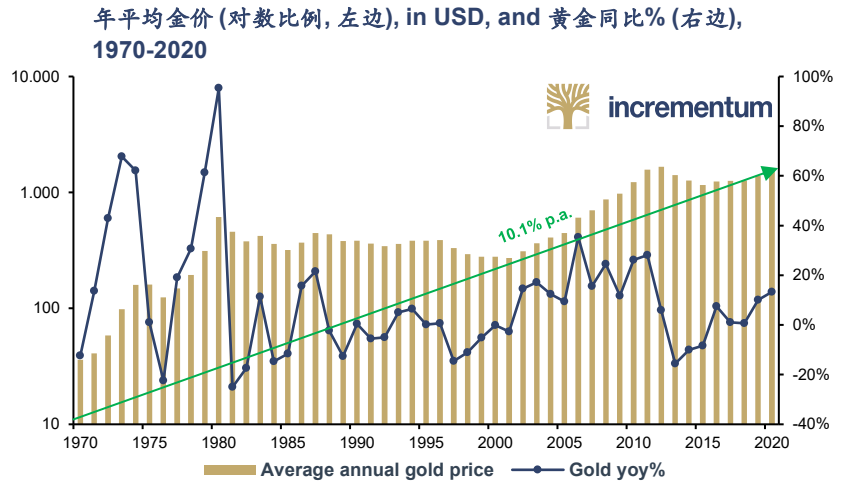


Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

从亚历山大时代开始，黄金的地位逐渐下滑……当某种东西能保存两千年的时间，我不相信由于偏见或错误的理论而变成这样。

伯纳德·巴鲁克
(Bernard Baruch)

但现在让我们看向更远的历史。自 1971 年 8 月 15 日（这个新货币时代伊始）以来，美元黄金价格年均上涨 10.1%。经通胀调整后的黄金对美元的升值，平均每年为 6.1%。下图显著地证明了，利用摊平成本的效应定期购买黄金（“黄金储蓄”）是值得推荐的。



当我们来看以不同货币计的金价走势，几十年来，我们发现显著差异。特别是在 1970 年代，2000 年代次之，可以说是黄金年代。如果您看美元实际利率的变化，就可以很好地解释。1970 年代的特点是由高通胀导致实际利率为负。在 1980 年代初期，情况发生了巨大变化。在 2000 年代末首次达到零利率，虽然名义利率仍保持在最低水平，但 2010 年代相对较低的通胀率并未使得实际利率进一步下降。

Gold Yields	1971-1980	1980-1990	1990-2000	2000-2010	2010-today
USD	1,268%	-22%	-28%	281%	72%
EUR	1,256%	-3%	-15%	168%	108%
GBP	1,275%	9%	-28%	281%	109%
CHF	1,098%	-24%	-26%	148%	52%
JPY	1,219%	-53%	-49%	246%	94%
AUD	1,269%	7%	-18%	179%	111%
CAD	1,282%	-23%	-10%	177%	112%
INR	1,274%	30%	33%	313%	174%
RUB	1,296%	-17%	30%	306%	417%
ZAR	1,251%	142%	73%	357%	260%
CNY	1,204%	155%	26%	214%	66%
TRY	1,358%	74%	71%	939%	847%
BRL	1,360%	-24%	72%	278%	429%
ARS	1,356%	68%	-29%	1,370%	2,544%

Source: Bloomberg, Michael Nicoletos, Incrementum AG

总结

去年我们得出了以下暂时性结论：

“在没有媒体和更广泛的投资界关注的安静背景下，无论是以欧元还是美元来看，黄金的价格似乎都在缓慢上涨。以某些货币计的金价已创历史新高的事实证实了这一论点。”³⁰

纸币的价格不会向上浮动，只会以不同的速度下跌。

克莱德·哈里森(Clyde Harrison)

我们的预测，或更确切地说，去年的结论，即黄金处于新的牛市中，已经实现。去年，这种上涨的强劲势头愈发凸显，这就是为什么我们认为美元黄金将很快到达历史新高。我们清楚地意识到，黄金价格（相对于任何货币）即将进入黄金的十年，即以黄金衡量的欧元、美元等的购买力将继续下降。

毫克金/美元&欧元, 01/1999-11/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

³⁰ 请见 [“The Status Quo of Gold”](#), 2019《执信黄金》报告

黄金相对于大宗商品的现状

“很显然，未来将不同于过去，今天的传统投资智慧将变为明天的愚蠢：流动性将成为新的流动性不足；快速的换手交易成为新的耐心；新的指数跟踪成为利基战略。在这黄金年代中涨幅最大的是政府和企业债券、股票、私募、风险投资、房地产，但随着时间的推移，它们跌得最惨。”

迪伦·格赖斯 (Dylan Grice)

不仅是绝对发展，还有相对发展，特别是相对于一般大宗商品的发展，都对针对金价发展进行全面的定位分析非常重要。因此，在接下来几页，我们想研究黄金相对于尤其是大宗商品的相对估值和趋势强度，以便更好地了解黄金投资的机会成本。

黄金 vs. 大宗商品

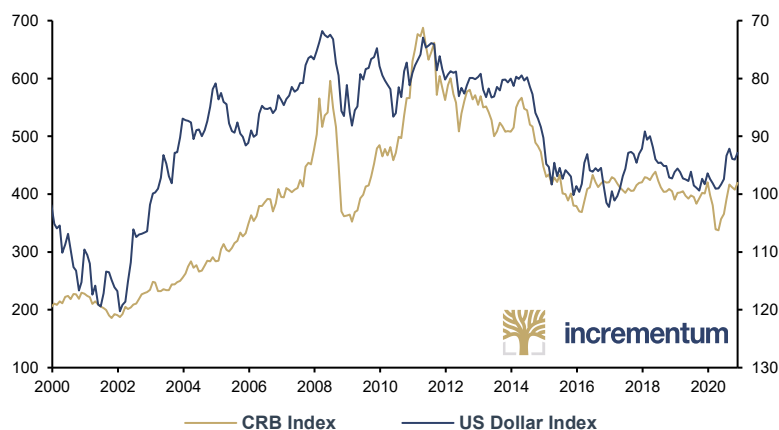
就像贾斯汀·比伯 (美国流行偶像) 最近一次复出的尝试一样，大宗商品行业最近几个月持续动荡和低迷。今年，美国商品调查局 (CRB) 大宗商品指数下跌 0.2%，现距离历史高点下跌 39%，而同期彭博商品指数 (BCOM) 下跌 10%，现距高点下跌 70%。由于负利率，在石油购买者通过借款来购买石油，债务人因更多借贷而收取利息之后，世界看来如同颠倒，我们进入了“反向的世界”³¹。

对比大宗商品 (CRB 指数) 与美元指数 (DXY) 的发展，我们发现，大宗商品价格和美元之间仍然有很强的负相关性。简而言之，大宗商品的福祉与美元息息相关。大宗商品价格只有在美元继续走弱的情况下，才有较强的支撑。

目标不应是达成强美元或弱美元，
而是一个可靠的美元。

朱蒂·谢尔顿
(Judy Shelton)

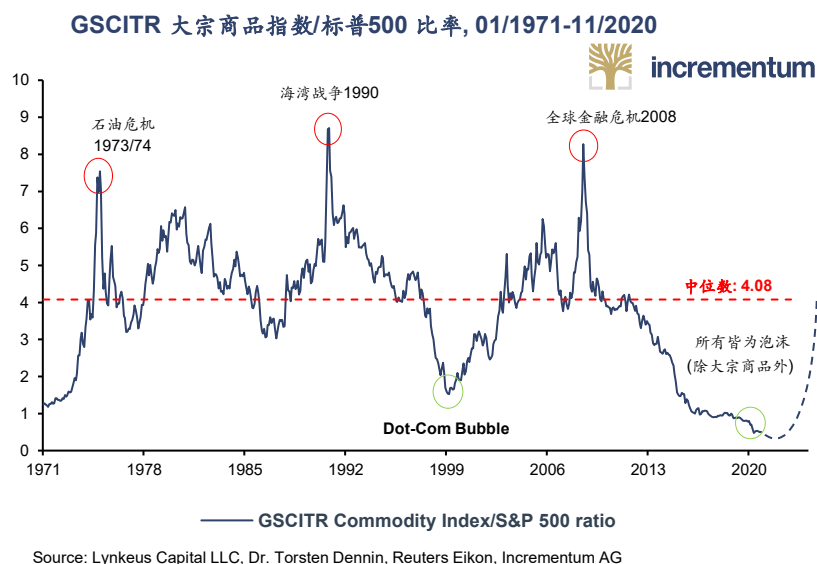
美国商品调查局 (CRB) 指数 (左边), 和美元指数 (倒置, 右边),
01/2000-11/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

³¹ 请见 Hamlyn, Charlotte Rose: “*Opposite Land*”

现在我们来看看相对于股市大宗商品的发展。下图是迄今为止《执信黄金》年报中引用最多的图表。³² 它深刻地展示了目前大宗商品相对股票的估值，处于历史极低水平。对比标准普尔 500 指数，GSCI 大宗商品指数 (TR) 处于 50 年来的最低水平。目前该比率为 0.50，远低于 4.08 的长期中位数，也与高点相去甚远。就均值回归来说，诱人的投资机会只为有胆识、有充分耐心和热衷于逆周期投资的人而准备。



总结

股市上涨趋势在很长一段时间内都似乎不可动摇，但在 2020 年 2 月中旬被扼杀。与大多报告相反，这使得黄金相对于各种股票指数大幅上涨，现相对于债券也是如此。然而，大宗商品相对于股市被严重低估现象比去年更加明显。在我们看来，黄金始终领先，而白银和大宗商品则紧随市场周期。

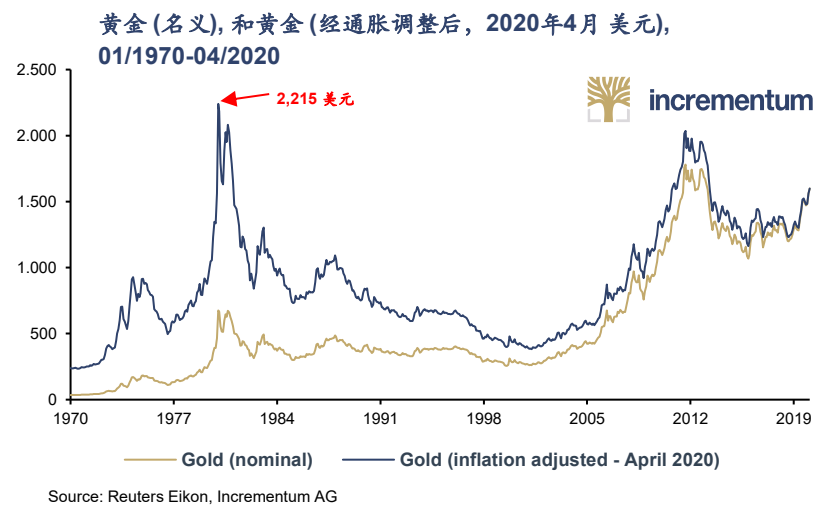
³² 我们想借此机会再次感谢教授 Torsten Dennin 博士，为这精彩的图表作出的贡献。

现状：总结

“黄金不是治病良药，而只是告别不诚实的象征 - 是独立，诚实的货币和永恒的象征。”

安东尼·艾登 (Anthony Deden)

去年，我们立场明确，并得出我们处于新黄金牛市早期的结论。突破 1,360-1,380 的阻力区以及之后反弹的开始，这些都证实了这一观点。但对于这种大幅上涨，我们应持保留态度。要达到 1980 年的通胀调整后的历史高位，黄金还须升至 2,215 美元。



问题比答案要多。发现的越多，知道的越少。

约翰·纳什
(Johnny Nash)

我们正处于一个新的牛市之初，去年我们假设的背景是，经济已经处于对黄金越来越有利的状态（甚至是在新冠大流行爆发之前）：不断下降的实际利率，货币和财政政策进一步宽松的可能，不断增长的政治不确定性，和衰退来临的阴霾。

新冠的爆发只是压垮骆驼的最后一根稻草。非常重的一根稻草，以人们无法想象的剧烈程度砸向市场。每个危机开始之时，情况都还非常模糊。通货紧缩的影响（例如由于收入不足导致需求减少，失业激增和濒临破产）与通货膨胀的影响（例如由于商业和边境关闭导致供应减少，以及供应链开始断裂，更不用说财政赤字和央行资产负债表的大规模扩张）紧密联系。我们认为，可以排除许多经济学家先前预测的 V 型复苏的可能性。

我们投资理念的核心前提之一是，认为通货膨胀和通货紧缩之间的相互作用对投资者来说越来越重要。我们认为，现已接近岔路口：将（必须）突破通货收缩的压力。

通胀势头将占上风。因此，我们认为通胀将是未来几年最重要的投资主题。这对于对通胀敏感的投资，例如黄金，大宗商品和矿业股来说，是个好消息。对于大多数投资者来说，告别目前的低通胀阶段可能会是一件痛苦的事，尤其是如果债券市场40年的狂欢结束。如果我们拿1980年和2011年黄金最近一次历史高点时的宏观和市场指标与今天的指标来比较，很显然，当前的黄金估值仍然非常具有吸引力。

黄金在1980和2011年历史高点和当前的各种市场和宏观数据:

	1980	2011	Current
美元金价	850	1,900	1,880
货币基础 (单位 10 亿. USD)	155	2,637	4,880
M3 (单位 10 亿. USD)	1,480	9,539	18,410
未偿还美元债务 (单位 10 亿. USD)	863	14,790	27,000
人均 GDP	30,154	50,660	53,240
标普 500	110	1,165	3,500
失业率	6%	9%	7%
美元指数	86	78	93.00

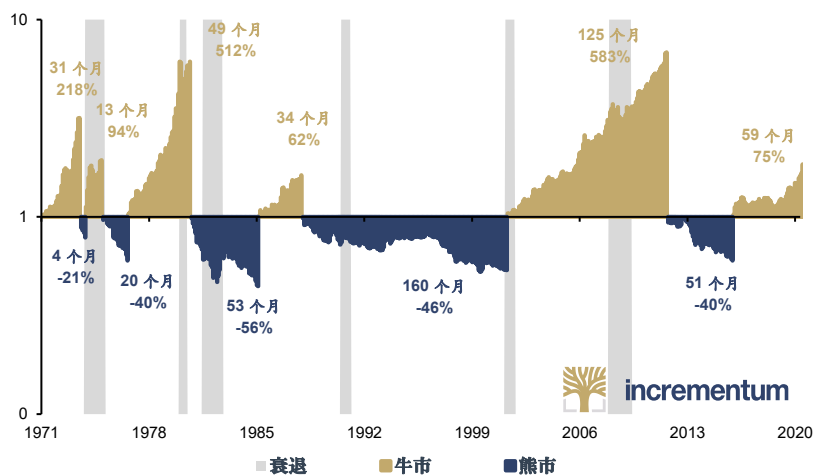
Source: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG, as of November 10, 2020

我们谁都没有选择挑战的自由：它们是命运和历史的赠与……我们能做的就是面对即将到来的挑战。

杰罗姆·鲍威尔
(Jerome Powell)

总体来说，我们看到了巨大的上涨潜力，尤其是在大宗商品市场。它们不论是以绝对还是相对估值来看都具有吸引力，尤其是相对于股市而言。如果我们来看过去50年的牛市，令人惊讶的是，即便是在最微弱的上升阶段，黄金依然上涨了62%。这使得我们对未来充满信心。

黄金牛市和熊市, 01/1971-11/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

我们知道接下来将要发生的事，这既是好消息也是坏消息。

约翰·内皮尔
(Russell Napier)

危机是具有生产力、充满机会的状态。你只需忍受灾难的滋味。

马克斯·弗里施
(Max Frisch)

在对现状的详细评估中，我们重点介绍了影响金价走势的各种因素。可以肯定的是：货币供应的扩张，负实际利率环境以及债务的过度增长，都进一步加剧了全球体系的脆弱性。

在 2016 年《执信黄金》的报告中，对黄金的抗脆弱性进行了详细的讨论。³³我们对黄金的抗脆弱性有以下看法：

- 黄金的价值是基于信任。
- 黄金一直以来都是世界上最稳定的支付方式。
- 黄金流动性好，尤其是在压力环境下。
- 黄金与货币体系负相关。

因此，我们比以往任何时候都更加确信，黄金是多维度的投资组合要素，具有抗脆弱性，它将在未来的黄金十年中展现其全部实力。黄金最重要的特征是，它与货币体系呈负相关，可以有效地抵御通胀和危机。对于无法预测、突如其来的市场扭曲，尤为如此。³⁴

³³ 请见“[Gold in the Context of Portfolio Diversification](#)”，2016《执信黄金》报告

³⁴ 请见“[Gold in the Context of Portfolio Diversification](#)”，2016《执信黄金》报告

酒精就像真实生活的迷幻剂。

威尔·法瑞尔

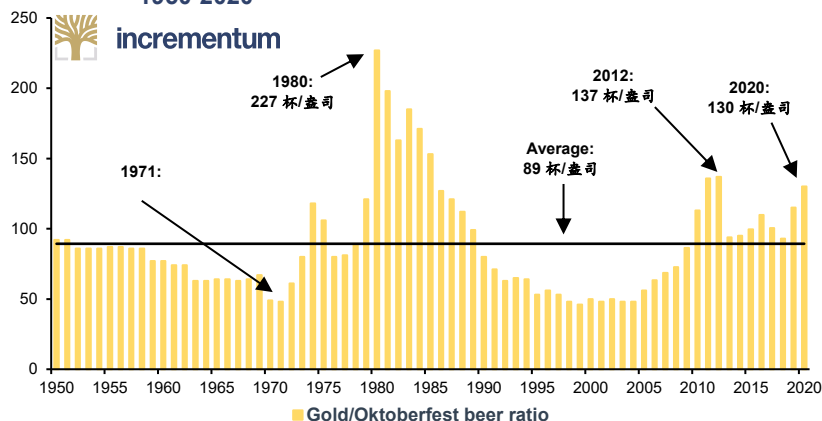
(Will Ferrell)

《执信黄金》番外篇：黄金/慕尼黑啤酒节（世界著名的慕尼黑啤酒节）啤酒比率³⁵

“我敬爱的朋友，一切理论都是灰色的，只有生命之金树常青。”³⁶ 尽管可能很难，但在某些年中，人们必须对理论感到满意。2020年就是这样的一年，因为第187届慕尼黑啤酒节已成为新冠病毒大流行的受害者。³⁷ 但这并不能阻止我们继续进行最受欢迎的传统之一——《执信黄金》年报：黄金/慕尼黑啤酒节的啤酒比率。很难想象没有慕尼黑啤酒节的慕尼黑，但没有最新黄金/慕尼黑啤酒节啤酒比率的《执信黄金》的报告是不能接受的。

在上届慕尼黑啤酒节上，一杯啤酒的价格已经高达11.80欧元。1950年，参加慕尼黑啤酒节的人只需支付0.82欧元。自1950年以来，慕尼黑啤酒节的啤酒价格年度上涨幅度大致相同，平均上涨3.8%。目前每盎司黄金可以买多少杯啤酒？可以买130杯！对比历史平均89杯的水平，黄金的啤酒购买力现在高于平均水平。

黄金/慕尼黑啤酒节（世界著名的慕尼黑啤酒节）啤酒比率，1950-2020



Source: Statista, Incrementum AG

我坚定地相信人民的力量。只要告知其真相，就可以依赖他们的力量，一起来面对任何国家危机。最重要的是事实和啤酒。

亚伯拉罕·林肯

(Abraham Lincoln)

由于近期黄金/慕尼黑啤酒节啤酒比率急剧上升，热爱慕尼黑啤酒节的黄金投资者一定不会口干舌燥地在家参加线上慕尼黑啤酒节。在去年每盎司黄金可购买的啤酒数从93大增22，到115杯之后，2020年也将进一步增至130杯。³⁸ 但是，距离1980年每盎司黄金227杯的历史高位还有很长的路要走。然而，如此大量地饮酒是否有益于健康，读者们必须自己决定。

³⁵ 当特雷西娅草坪熙熙攘攘之时，每年秋季在《执信黄金》特别版中，我们都会密切关注黄金/维森比尔酒的比率。虽然今天慕尼黑啤酒节仅在线上举行，我们依然会这样做。请参见“O'zapft is! – The gold/Oktoberfest beer ratio 2019”，《执信黄金》特别版 09/2019

³⁶ Goethe, Johann Wolfgang von: Faust, Part 1

³⁷ 自1810年首次举办以来，维森总共被取消了24次，都是因为严重的紧急情况：战争，例如1813年的拿破仑战争，1866年的普鲁士奥地利战争以及第一和第二次世界大战。霍乱中断了1854年和1873年的慕尼黑啤酒节，并且在1923年由于恶性通货膨胀迫使啤酒节被取消。自1949年恢复以来，2020年维森将首次被取消。

³⁸ 但我们认为啤酒的价格本不该上涨。与上一年相比上涨3.6%，啤酒消费量下跌超过3杯。



The world's premier company
for gold ownership



MATTERHORN
ASSET MANAGEMENT AG

Matterhorn Asset Management AG
GoldSwitzerland

Bahnhofstrasse 43
CH-8001 Zurich
Switzerland

+41 44 213 62 45
contact@goldswitzerland.com
www.goldswitzerland.com

2020 去美元化——终局 已开始

“全球经济并非恒久不变，这个时代并不比其他任何时代更持久。”

纽约时报 2019.2.22

重点

- 如果一方面涉及货币，则另一方面几乎总是与能源相关联，尤其是石油。毕竟，当前的美元体系以“黑色黄金（石油）”交易为基础。
- 在缓慢通向多极化的世界中，美元、欧元和人民币扮演着石油和储备货币的角色。
- 不论是从结构层面还是重要性来看，美元可能仍然是全球无可争议的第一货币。但除了去美元化的重大步骤（例如引入共同的欧洲货币或以人民币定价黄金和石油）外，还有许多小的步骤。
- 有关 Libra（Facebook 推出的虚拟加密货币）的争论以及央行官员和政客的紧张反应都已很好地表明，围绕主要货币（美元）的体系已经变得多么脆弱。

一旦用积极思维替换消极思维，你将开始收获积极的结果。

威利·纳尔逊
Willie Nelson

我认为黄金是全球的主要货币。是除白银外，唯一不需要交易对手签字的货币。

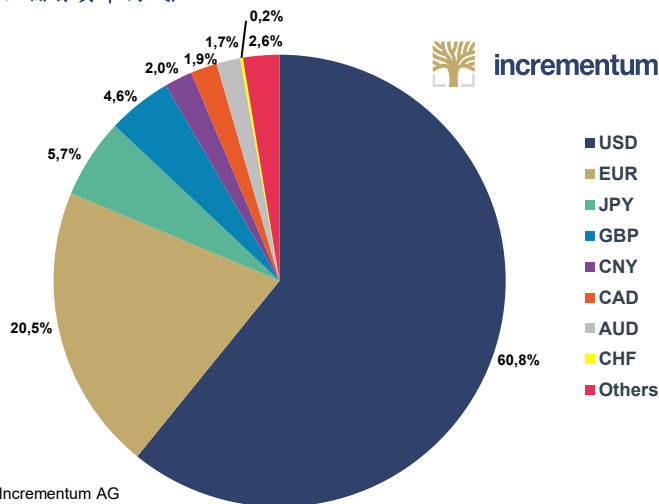
艾伦·格林斯潘 (美联储主席)
(Alan Greenspan)

您可能很难想象新冠之前的世界。那时，英格兰银行前行长马克·卡尼发表了令人震惊的观点：他在去年八月怀俄明州杰克逊·霍尔举行的传统央行官员会议上提到，美元的主导地位过于强大。卡尼建议使用“数字替代货币”（一种虚拟的世界货币）替代美元。他说，这种货币将允许各州激活其美元储备，持有这种货币主要目的是为了“对抗未知风险”。目前，全球约有 60% 的外汇储备以美元持有。

当然，这不包括黄金储备。它们呆在地窖和央行的资产负债表上。直到再需要它们。也许是在即将到来的“黄金时代”？不管怎样，有许多迹象表明，黄金在央行官员的考虑中的确扮演着重要的角色。早在 2010 年，时任世界银行行长的罗伯特·佐利克提出了一个以黄金为中心的新体系：

“体系还应该考虑将黄金作为对通货膨胀、通货紧缩和未来货币价值的市场预期的校准点。尽管教科书可能将黄金归为传统资产，但如今市场正把黄金看作另类货币资产。”³⁹

全球官方外汇储备货币构成, Q4/2019



但是回到马克·卡尼最近的提议。卡尼说，一种新的数字全球货币也许可以抑制“美元在全球贸易中的主导影响”。他将启用一种新的全球货币的过程和英镑停止作为储备货币的过程进行了对比，后者始于大约 100 年前，于 1944 年的布雷顿森林会议终结。即使在当时，英国人仍在提倡“中性”储备资产。约翰·梅纳德·凯恩斯 (John Maynard Keynes) 称其为“bancor（一种全新的超国家的储备货币，用于国际结算）”。卡尼认为：

“如果围绕新的[数字货币]建立一个金融体系，并取代美元在信贷市场的主导地位，那么美元对全球金融局势的影响则可能会相应的减少。通过减少美国对全球金融周期的影响，将有助于降低新兴市场经济体资金流向的波动。”⁴⁰

³⁹ 请见 “Zoellick seeks gold standard debate”, *Financial Times*, 2010 年 11 月 7 日

⁴⁰ 请见 “Mark Carney: dollar is too dominant and could be replaced by digital currency”, *The Guardian*, 2019 年 8 月 23 日

中国在其周围半径拓展方面，具有最高的军事、金融和经济实力。俄罗斯正在开拓其经济和军事影响范围。欧洲人正在使用欧元。随着美国力量的不断削弱，美元将越来越无法获得地缘政治的支持。

丹·奥利弗

(Dan Oliver)

特朗普政府越来越多地将美元以及可以进行美元结算和融资的机会当作地缘政治武器，此举可能将遭到报复，甚至有可能危害以美元为基础的全球货币体系的未来。

威廉·怀特

(William White)

终结是游戏的一部分。

钢铁侠《复仇者联盟》

Iron Man, The Avengers

我们正陷于重大危机之中，需要重新评估卡尼所说的话。他不希望美元被其他国家货币所取代。这对人民币来说，显然是个坏消息。由于 19 个不同的国家都把欧元作为本国货币，如今欧元的地位有所不同。但是我们可以变得更国际化吗？卡尼真的有谈到比特币吗？Libra？提到国际货币基金组织所定义的特别提款权（SDR）的数字版本？他是否提到过甚至在布雷顿森林会议之前就被各国当作储备资产的黄金？还是说他只是和之前许多的央行行长一样，只是在谈总体情况？他是想再次表达以美元为主导的日子已所剩无几，并且需要其他替代？卡尼是在试图引发新的讨论，还是央行界里数十年来都是如此？他是否想向世界暗示即将发生的事情，必将会发生的事情？但无论如何，他的话确信无疑：

“只要稍微了解货币历史，就知道这个中心不会持久。让我们停止对国际货币和金融体系的恶意忽略，建立一套正在出现的多元且多极化的体系。”⁴¹

大约一年后，我们陷入了巨大的危机。所有的事情突然都发生得如此迅速。在抗击新冠过程中，各州和央行动员了他们可以召集的一切。这也可能加速了卡尼所说的向“多极化全球经济”的发展。因为（几十年前我们就意识到了）可能在某个时候，为了全球的利益而牺牲美元作为国际货币的地位，也将是符合美国的利益。这天似乎已经到来，货币的终局已经开始。

对我们来说，这并不令人感到意外。我们一直在观察这长期且缓慢的“去美元化”进程。⁴²但同时，我们也对自新冠大流行爆发以来这一变化的速度感到惊讶。发展之迅速，即使专家也很难跟进。

但是，我们过去几年所说的现在仍然适用：我们在这里看到的是一个过程。预计美元的势力不会瞬间被打破。我们看到了一条缓慢通向多极化世界的道路，在这个多极化的世界中，美元、欧元和人民币扮演着石油和储备货币的角色。

另外：在观察事态发展时，我们不仅要关注能源交易，还须关注债务发展。由于现在有很多美元债务，甚至是在美元为非本国货币的国家中也债台高筑，因此在实际操作中，取消美元作为外汇储备并非易事。正如我们在 2020 年 3 月下旬及 2020 年 4 月初反复看到的那样，一旦发生危机，就容易出现美元短缺。若国际债务能更少地以美元标价，那么这将是迈向去美元化的重要一步。目前，这方面的转变非常缓慢。

俄罗斯和中国抓住机遇

在美国，由于美元继续作为全球第一储备货币，这种全球性对美元债务融资的依赖，是人们坚定相信美元不可替代的原因之一。几乎没有人质疑这种观点，对于少数这样的人，媒体没有给他们一个可以发声的舞台。

⁴¹ 请见“Carney Urges Libra-Like Reserve Currency to End Dollar Dominance”，Bloomberg，2019 年 8 月 23 日

⁴² 请见“De-Dollarization: Good-bye Dollar, Hello Gold?”，2017 年《执信黄金》报告；“De-Dollarization – From the Dollar to Gold, Via the Yuan and the Euro”，2018 年《执信黄金》报告；“De-Dollarization: Europe Joins the Party”，2019 年《执信黄金》报告

美国就像寄生虫一样依赖着全球经济，并且垄断着美元.....如果（在美国）那边出现系统性故障，这将影响我们每个人。

普京
Vladimir Putin

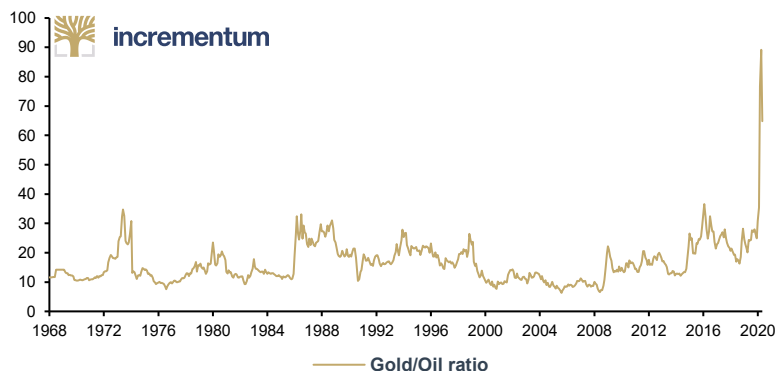


Credit: news.com.au

美国金融频道 CNBC 在 2020 年 3 月 6 日星期五刚开始的时候，心情很好。确实，因为在维也纳召开的欧佩克+会议上，沙特阿拉伯和俄罗斯尚未就削减石油产量的谈判达成一致。但 CNBC 确实安排在下午采访了俄罗斯石油部长亚历山大·诺瓦克。主持人说：“如果还未达成协议，他为什么要接受采访？”⁴³ 从美国的角度来看，削减补贴已成定局。新冠严重打击了世界经济。**主要石油生产国为何要降价？**

剩下的已经成为历史。俄罗斯（官方）意外地向沙特表示不同意减产。也许沙特所表达的惊讶只是做样子 - 毕竟，阿拉伯王储和俄罗斯总统似乎相处得很好。尽管如此，在减产之外，也宣告自由石油市场的建立。对于生产成本高昂的美国页岩油行业而言，价格的下跌是一场灾难；但是对沙特和俄罗斯最重要的客户 - 中国来说，这是乐于看到的。中国立刻开始增加其战略石油储备。⁴⁴廉价的石油还将有助于病毒大流行之后的重建。同时，它将黄金相对于石油的价值推向新高。

黄金石油比率, 01/1968-05/2020

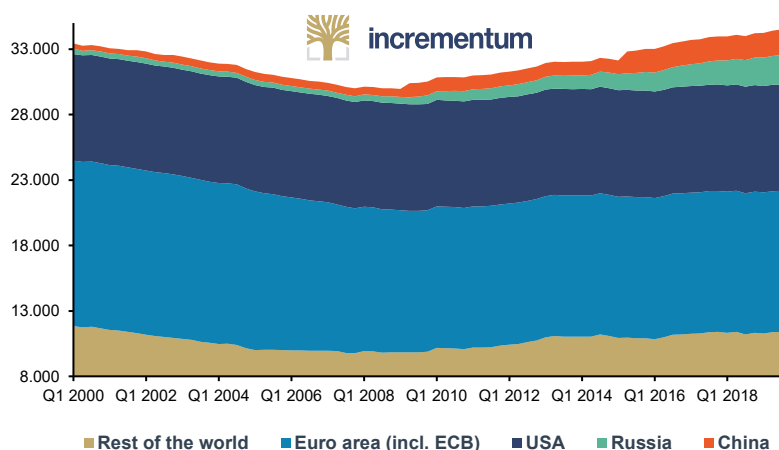


Source: Reuters Eikon, Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

城堡的大门永远向满载黄金的驴开放。

俄罗斯谚语
Russian Proverb

黄金储备, 单位吨, Q1/2000-Q4/2019



Source: World Gold Council, Incrementum AG

自 2008 年金融危机以来，中俄两国的黄金储备均大幅增加。尤其是俄罗斯，这是以牺牲美元外汇储备为代价。2020 年 3 月 6 日欧佩克+的行动是对当前以美元为主

⁴³ "CNBC Squawk Box", CNBC, 2020 年 3 月 6 日

⁴⁴ "China to Start Buying Oil for State Reserves After Crash", Bloomberg, 2020 年 4 月 2 日

导的货币体系基础的又一次打击。石油美元体系也进一步削弱。这是中国、俄罗斯和欧洲几十年来一直在努力的项目。现在看来，似乎沙特阿拉伯也被迫袒露其心声。

接下来的日子一片混乱。2020年3月8日，市场经历了一场地震。石油价格下跌的速度比1991年以来的任何时候都要快。⁴⁵股市也出现暴跌。而且由于所有这些都是新冠威胁的背景下发生的，因此许多人完全不感到惊讶。但美国决策者对此感到非常惊讶。甚至在几周后，美国议员还抱怨说，他们的“盟友”沙特阿拉伯正在发动“经济战争”。⁴⁶

他们是对的。美国页岩油行业无法长期承受低于40美元的油价。沙特阿拉伯和俄罗斯正试图将美国挤出市场，并努力占领市场份额。但这还不是全部。充其量只是冰山一角。美国的反应非常愤怒。4月中旬，它敦促俄罗斯和沙特阿拉伯接受新的削减措施。

2020年4月8日美国国会共和党人的反应表明，沙特似乎采取了战略性行动：

“未能解决这场能源危机，将危及我们两国之间在经济和军事上合作的共同努力。如果沙特王国未能采取合理措施来扭转这场人为的能源危机，我们将鼓励美国政府采取其认为适当的对等回应。”⁴⁷

傲慢使人变得愚蠢
阿拉伯谚语
Arabian Proverb

4月中旬，终于就“历史性”减产达成共识。但仅有这项共识依然无法回转局势。虽然10%的减产是很大一步，但是结构性的变化仍然存在，需求进一步萎缩。⁴⁸

今年的关键问题是：利雅得和华盛顿之间的关系将如何发展？不仅两国之间的联盟，还有全球货币体系最重要的轴心，都面临着威胁。数十年来，我们一直在朝着打破这一轴心的方向缓慢前进，即使在中期会有新一轮的石油减产，但这似乎也真的会在2020年实现。沙特的行动是关键。毕竟，现在正在发生的事情不是对大流行的自然反应，而是沙特、中国、欧洲和俄罗斯长期规划的战略。要明白这一点，您只需查看俄罗斯的黄金政策。我们的朋友卢克·格罗曼（Luke Gromen）- 新闻简报《Forest For the Trees》的作者，认为以下是该战略的核心：

“俄罗斯自2008年以来（在中国的支持下）持续购买黄金储备的做法，被西方纸黄金市场认为是简直“扯淡”，而这将黄金重新确立为全球石油市场的‘参照点’。1850年到1971年之间的121年就是如此。”⁴⁹

⁴⁵ “Oil plunges 24% for worst day since 1991, hits multi-year low after OPEC deal failure sparks price war”, CNBC, 2020年3月8日

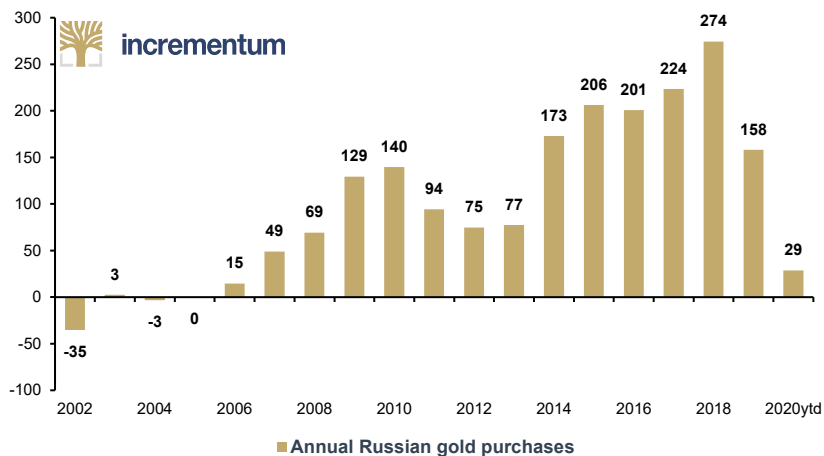
⁴⁶ “Is the U.S. Also to Blame in the Oil Price War?”, Foreign Policy, 2020年3月27日

⁴⁷ “House Republicans threaten pushback on Saudi Arabia amid oil market slump”, The Hill, 2020年4月8日

⁴⁸ “The Big Deal to Cut Oil Production May Not Be Big Enough”, The New York Times, 2020年4月13日

⁴⁹ 请见“FFTT Newsletter”, 2020年3月12日

俄罗斯年黄金购买量, 单位吨, 2002-2020ytd到现在为止



Source: World Gold Council, Incrementum AG

在过去的五年中，莫斯科购买了近 400 亿美元的黄金。俄罗斯超过 20% 的外汇储备是以黄金（我们最爱的金属）持有。在国际上，这是个很高的数字。有趣的是，仅在油价暴跌两周后，俄罗斯宣布将不再增加黄金储备。他们说，已储备充足，并且俄罗斯的黄金交易员更应服务于私人市场，自危机以来，私人市场对实物金属的需求激增。⁵⁰许多主流媒体认为，俄罗斯的这一举动将对黄金产生负面影响。⁵¹

最终，黄金不仅是与美元的竞争；是与银行存款、股票和债券的竞争，尤其是在经济紧张时期 - 而这正是决策者们持久兴趣的来源。

保留·沃尔克
Paul Volcker

国家之间没有永恒的朋友或盟友，只有永恒的利益。

·帕麦斯顿首相
Lord Palmerston

确实，自 2010 年以来，央行的黄金购买行为是经常被提到的关于金价上涨的原因。但俄罗斯的决定也表明，它已经积累了足够的黄金来应对国际货币体系中的某些“变化”。仅此一点并不构成反对黄金的理由。毕竟，欧元区央行已经 20 年没有购买过黄金 - 并在此期间，金价急剧上涨。俄罗斯是否只是认为价格会继续上涨？至少相对于石油？因此您不必购买更多的黄金？必须了解的是：只有当所有主要国家都储备了黄金，黄金才能在国际金融体系中发挥作用。在开始新游戏之前，必须先分发筹码。例如，引入欧元之后的时期，尤其是亚洲央行对欧元的购买，就可以看作是筹码的发放。

著名的《华盛顿黄金协议》⁵²已于 2019 年夏天到期，并且是 20 年来首次没有续签。该协议实际上为自 1990 年代末以来金价的上涨奠定了基础。虽然现已到期，但并不意味着欧元区国家将再次出售黄金。事实上，欧洲央行非常明确地表示不会这样做。

“自 1999 年以来，全球黄金市场在期限、流动性和投资者基数方面均取得了长足发展。同期金价上涨了五倍左右。签署国近十年来没有大量出售黄金，央行和其他官方机构总体上已成为黄金的净买入者。”

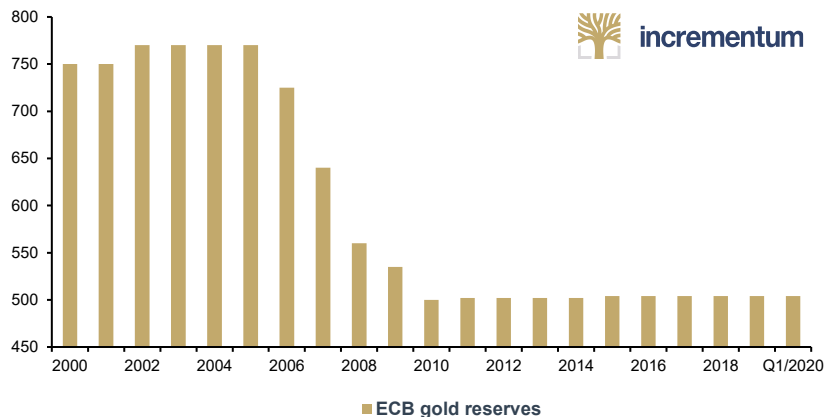
⁵⁰ "Russia, World's Biggest Buyer of Gold, Will Stop Purchases", Bloomberg, 2020 年 3 月 30 日

⁵¹ "Don't Expect a Crisis to Be Good for Gold", Yahoo Finance, 2020 年 4 月 1 日

⁵² 请见维基百科: "Washington Agreement on Gold"

签署国肯定了黄金依然是全球货币储备的重要组成部分，因为它可以分散资产风险，同时它们目前都没有出售大量黄金的计划。”⁵³

欧洲央行黄金储备，单位吨，2000-Q1/2020



Source: World Gold Council, Incrementum AG

但是：如果没有协议，他们现在可以根据需要再次购买。卢克·格罗曼是为数不多的，成功预测这些发展情况的分析师之一。和我们一样，多年来，他一直将全球黄金和石油市场的发展描述为世界逐渐“去美元化”的故事。通过 2020 年 3 月的行动，俄罗斯和中国留给了美国一个艰难的选择：

- 1) 让美国页岩油和能源行业破产，或者
- 2) 使美元相对于黄金大幅贬值，因此美国石油可以与俄罗斯和沙特阿拉伯石油竞争，或者
- 3) 与俄罗斯和中国开始经济（或实际）战争来制止它们。⁵⁴

在美国，没有哪个主要机构能像美联储那样，如此长期地维持着糟糕的表现，但却有如此之高的声誉。

米尔顿·弗里德曼
(Milton Friedman)

在接下来的几周中，美联储推出了有史以来规模最大的印钞计划，以正式对抗新冠危机带来的后果。自那时以来，印钞马拉松的步伐不断加快 - 政府也在尽全力向市场注入数万亿美元的资金。似乎华盛顿已决定选择方案 2：美元贬值。⁵⁵

我们是如何走到这一步的？

“美元是我们的货币，却是你们的难题。”

约翰·康纳尼 (John Connally)，美国财政部长，1971

如果美元或任何其他货币随时都能被广泛接受，那么央行就根本没有必要持有黄金。他们之所以这样做，说明这种货币并非黄金的通用替代品。

艾伦·格林斯潘 (美联储主席)
(Alan Greenspan)

对以美元为中心的货币体系的抵制，与体系本身一样久远。早在 1944 年，当它在著名的布雷顿森林会议上被推出时，一些国家对此非常不满意，首先是已废黜的英国人，其谈判代表约翰·梅纳德·凯恩斯提议创建一个超国家的账户单位，称为“bancor”。英国人知道掌控世界储备货币的优势及其劣势。美国人不在乎。他们只看到优势，并引入了布雷顿森林体系的黄金交易标准。未来，只有美元与黄金挂

⁵³ 请见 [“As market matures central banks conclude that a formal gold agreement is no longer necessary”](#)，欧洲央行，2019 年 7 月 26 日

⁵⁴ 请见 [“FETT Newsletter”](#)，2020 年 3 月 12 日

⁵⁵ [“Fed Unbound: All the U.S. Central Bank's Corona-Related Moves”](#)，Bloomberg，2020 年 3 月 5 日

钩，所有其他货币都将与美元挂钩。美元因此“与黄金一样好”。但是会持续多久？时间已分秒流逝。

一个伟大的帝国，就像一块大蛋糕，最容易在边缘被削弱。

本杰明·富兰克林
(Benjamin Franklin)

一种货币可以非常迅速地上升至全球重要地位。美元的地位目前看来可能很稳固，但不能保证它将长期保持其最重要的地位。

威尔·德尼爾
(Will Denyer)

国家不会因侵略而灭亡，而是由于内部的腐坏。

亚伯拉罕·林肯
(Abraham Lincoln)

为了向世界提供全球性货币，美国不得不出现永久性贸易逆差。今天仍然如此。但在布雷顿森林体系下，他们不得不代表外国央行和政府以每盎司 35 美元的价格将其货币转换为黄金。1959 年，美籍比利时裔经济学家罗伯特·特里芬出现在美国国会，并警告说，在国外流通的美元已经超过了美国黄金储备可兑付的美元。他关于发行储备货币国家的利益最终将与使用储备货币的国际社会利益发生冲突的预测，被称为“特里芬困境”。⁵⁶罗伯特·特里芬是对的。因此，在 1971 年，美国总统尼克松直接中止了美元的黄金可兑换性 - 当然是“暂时地” - 他当时是这么说的。

美国无意放弃其最后剩下的 8133 吨黄金。尼克松这一举动引起的愤怒，在欧洲尤为严重，这导致了当时几乎绝望的计划，即最终创造美元替代。欧洲另辟蹊径，并在 1999 年达到了其第一个里程碑 - 欧元的问世。罗伯特·特里芬提供了很多帮助。在美国被埋没之后，他于 1977 年重获比利时国籍，并帮助建立了欧洲货币体系 (EMS)，后来变为欧元体系和欧洲中央银行。欧元是一种明确的国际货币，不能由任何一个国家控制。

一种货币由超过 11,000 吨的大量黄金储备间接兑付，但没有以固定的汇率与黄金挂钩，而黄金储备则根据其自由市场价值每年调整四次。这形成了一种灵活的机制，历史上首次，金价的上涨对法定货币而言并不一定是个坏兆头。在去年对金融博主“FOFOA”长达近 50 页的采访中，我们解释了这一转变的影响，同时还分别介绍了沙特阿拉伯和欧洲以及美国和欧洲之间的交易背景。该文现在读来仍像是一部惊悚科幻小说，其中“FOFOA”还详细引用了其之前的文章。⁵⁷“另一个人”和“另一个人的朋友”(FOA)显然是知情人士，他们在 1990 年代末期的黄金论坛上发表的一长串文章中，首次提到这种新货币体系。

“美元仅由一个国家统治。这意味着在讨论政策时仅考虑一种经济体，即美国。因此，利率、通货膨胀、货币价值和危机干预的管理，是为了从政治上施惠于某一世界团体，仍然还是美国人。我们已经看到许多有关如何践踏其他地缘政治团体（国家）诉求的新闻事件。”

另一方面，欧元将使用完全不同的共识管理架构。它将由有明显诉求冲突的多国管理。正是这一弱点，分析师都对其进行了很好的记录，这将成为有利于欧元普及的“主要”力量。随着时间的流逝，它将受到多种文化的约束，包括黄金的“公开市场”估值。”⁵⁸

任何人看到欧洲国家之间合作的悲惨现状，都必然承认欧元的持续存在近乎奇迹。但任何人只要明白欧洲单一货币不仅仅只是在欧洲使用，而且它也是美元的替代，就可能也会了解为什么中国在欧洲最大危机之时力挺欧元。⁵⁹以及为什么俄罗斯长期总统弗拉基米尔·普京会在 2010 年甚至谈到俄罗斯“加入欧元区”的原因。⁶⁰

⁵⁶ 请见“[Inflation and Investment](#)”，2016 年《执信黄金》报告，特别是 p. 51；“[History Does \(Not\) Repeat Itself – Plaza Accord 2.0?](#)”，2019 年《执信黄金》报告

⁵⁷ 请见“[20 Years later – a Freegold Project: Interview with FOFOA](#)”，2019 年《执信黄金》报告

⁵⁸ 请见“[20 Years later – a Freegold Project: Interview with FOFOA](#)”，2019 年《执信黄金》报告

⁵⁹ “[Eurozone crisis live: China offers support and urges action – as it happened](#)”，The Guardian, 2012 年 8 月 30 日

⁶⁰ “[Putin: Russia will join the euro one day](#)”，The Telegraph, 2010 年 11 月 26 日

世界上许多国家都开始放弃使用美元作为储备货币。他们限制伊朗进行美元结算，对俄罗斯和其他国家施加一些限制。这削弱了人们对美元的信心。还不清楚吗？他们亲手摧毁了美元。

俄罗斯总统普京
Vladimir Putin

当然，现在欧元并不是俄罗斯、中国和欧洲试图削弱美元主导地位的唯一方式。石油和黄金至少也起着同样重要的作用。从中国的角度出发，人民币也应发挥作用。但似乎各国政府已达成共识，继美元之后，不应由一种国家货币来承担全球货币的角色，而是由几种货币承担，美元也是其中之一。正如卡尼的评论所表明，数字货币和加密货币的发展进一步推升了这一共识。

中国央行行长周小川已于 2009 年发表讲话：

“创造一种与主权国家脱钩、并能保持币值长期稳定的国际储备货币，从而避免主权信用货币作为储备货币的内在缺陷，是国际货币体系改革的理想目标。”

超主权储备货币的主张虽然由来已久，但至今没有实质性进展。上世纪四十年代凯恩斯就曾提出采用 30 种有代表性的商品作为定值基础建立国际货币单位“Bancor”的设想，遗憾的是未能实施，而其后以怀特方案为基础的布雷顿森林体系的崩溃显示凯恩斯的方案可能更有远见。 [...]

超主权储备货币不仅克服了主权信用货币的内在风险，也为调节全球流动性提供了可能。由一个全球性机构管理的国际储备货币将使全球流动性的创造和调控成为可能，当一国主权货币不再做为全球贸易的尺度和参照基准时，该国汇率政策对失衡的调节效果会大大增强。”⁶¹

罗伯特·特里芬以及在他之前的凯恩斯的研究结果，似乎从那时开始也传到了遥远的北京。但欧元也满足了对“与主权国家脱钩”的“国际储备货币”的需求。

美元和石油：旧爱已逝

回顾历代王朝兴衰的历史，您也可以预见未来。

马可·奥里利乌斯（西方哲学家）
(Marcus Aurelius)

伊朗对美国 and 欧洲都具有如此高的战略重要性，这并不令人感到惊讶。即使在新冠爆发前也是一样。如果一方面涉及货币，则另一方面几乎总是与能源相关联，尤其是石油。毕竟，当前的美元体系以“黑色黄金（石油）”交易为基础。概括来说：美国在 1970 年代与沙特阿拉伯王国达成了一项协议，即石油只能以美元交易。⁶²

这项世纪的交易奠定了所谓的“石油美元”的基础，在过去的《执信黄金》年报中已对其进行了详细的讨论。⁶³ 迄今为止，尚无官方确认，沙特阿拉伯正以其他货币，例如人民币，出售石油。但是方向似乎已经明确。即使是美国的盟友 - 利雅得，也无法永远摆脱其新的北京大客户的诉求。多年来，中国一直在各个前线开展工作，以减少美元的影响并推广人民币的使用。⁶⁴ 石油是中国的首要考虑点。

有了食物就可以控制人民，有了石油就可以控制国家，有了金钱就可以统治世界。

亨利·基辛格（前美国国务卿）
(Henry Kissinger)

如果能以本国货币进口能源，对中国来说这将有巨大的战略优势。尤其重要的是，中国可以在不购买美国国债的情况下做到这一点。对中国来说，具有决定性的一步，是在上海推出了人民币石油定价机制，目前主要证券交易所约 14% 的石油交易

⁶¹ See “Zhou Xiaochuan: Reform the international monetary system”, bis.org, 2009 年 3 月 23 日

⁶² “The Untold Story Behind Saudi Arabia’s 41-Year U.S. Debt Secret”, Bloomberg, 2016 年 5 月 30 日

⁶³ 请见 “Silent farewell to the petrodollar?”, 2012 年《执信黄金》报告; “The De-Dollarization: Good-bye Dollar, Hello Gold?”, 2017 年《执信黄金》报告; “De-Dollarization – From the Dollar to Gold, Via the Yuan and the Euro” and “Inflation vs. Deflation – The Big Showdown?”, 2018 年《执信黄金》报告; “De-Dollarization: Europe Joins the Party”, 2019 年《执信黄金》报告

⁶⁴ “China’s Ten-Year Struggle against U.S. Financial Power”, NBR - 国家亚洲研究局, 2020 年 1 月 6 日

发生在中国。新冠危机和石油危机总体上被看作是中国推进其雄心勃勃的人民币计划的机会。彭博社写道：

“全球最大的石油进口国，发现自己正在考虑石油底价和参与空前权力竞争的机会。俄罗斯和沙特阿拉伯为争夺市场份额而进行的斗争（最终跌至每桶 30 美元左右），使中国可以有能力掌控局势。这可能包括鼓励全球最大的两个石油出口国以人民币定价且出售更多的原油。”⁶⁵

当崛起的力量将要取代或推翻统治力量时，警钟应响起：前方有危险。

格雷厄姆·艾利森
(Graham Allison)

中国、俄罗斯和欧洲“国家的”努力是一方面。他们的强大网络是另一方面。无论是从结构上还是重要性来看，美元可能仍然是全球无可争议的第一货币。但除了去美元化的重大步骤外（例如，引入共同的欧洲货币或以人民币定价黄金和石油），还有许多小的步骤。的确还有其他非常具有历史性的步骤，例如在 2019 年中国决定发行第一支 15 年期的欧元债券。⁶⁶其他还发生了什么？

亲爱的读者，为方便您阅读，我们整理了一个时间轴，旨在帮助您了解这解旷世持久且艰难的去美元化的进程。以下是对过去几年、几十年，去美元化最重要步骤的概述：

黄金和货币体系

- 1965 年 2 月：戴高乐：下一个货币体系将建立在黄金的基础上。⁶⁷
- 1971 年 8 月：尼克松总统宣布，停止履行用美元兑换黄金的单方面义务。
- 1976 年 1 月：根据国际货币基金组织宪章，不再允许国际货币基金组织成员国将其货币与黄金挂钩。⁶⁸
- 1999 年 9 月：推出了首个央行黄金协议，也称为《华盛顿黄金协议》。⁶⁹
- 2009 年 3 月：中国央行行长呼吁取消美元作为全球主要货币。⁷⁰
- 2009 年 10 月：阿拉伯国家开始与欧洲、俄罗斯和中国就替换美元进行谈判。⁷¹
- 2010 年 11 月：普京：俄罗斯将有一天加入欧元或与欧洲建立货币联盟。⁷²
- 2010 年 11 月：世界银行行长罗伯特·佐利克呼吁改革货币体系，并将黄金纳入新体系。⁷³
- 2014 年 11 月：伊夫·默施：欧洲央行可以购买黄金来提振经济。⁷⁴
- 2016 年 1 月：利比亚的卡扎菲显然正在研究一种可用于石油贸易的非洲黄金货币。⁷⁵
- 2016 年 5 月：肯尼斯·罗戈夫：新兴市场应该购买黄金。⁷⁶
- 2019 年 8 月：马克·卡尼呼吁一种可以替代美元的“全球货币”。⁷⁷

⁶⁵ See [“Oil War May Revive China’s Yuan Ambitions”](#), Bloomberg, 2020 年 3 月 16 日

⁶⁶ [“China sells its first euro bonds in 15 years”](#), MarketWatch, 2019 年 11 月 5 日

⁶⁷ [“De Gaulle predicted the dollar crisis in 1965 and advocates the gold standard”](#), YouTube, 上传于 2013 年 1 月 31 日

⁶⁸ [“Articles of Agreement of the International Monetary Fund”](#), IMF, März 2020

⁶⁹ 请见维基百科: [“Washington Agreement on Gold”](#)

⁷⁰ [“China calls for new reserve currency”](#), Financial Times, 2009 年 3 月 23 日

⁷¹ [“Articles of Agreement of the International Monetary Fund”](#), IMF, 2020 年 3 月

⁷² [“Putin: Russia will join the euro one day”](#), The Telegraph, 2010 年 11 月 26 日

⁷³ See [“Zoeelick seeks gold standard debate”](#), Financial Times, 2010 年 11 月 7 日

⁷⁴ [“ECB could buy gold to revive economy”](#), The Telegraph, 2014 年 11 月 17 日

⁷⁵ [“Hillary Emails Reveal True Motive for Libya Intervention”](#), Financial Policy Journal, 2016 年 1 月 6 日

⁷⁶ [“Kenneth Rogoff: Emerging economies should buy gold”](#), World Economic Forum, 2016 年 5 月 4 日

⁷⁷ [“Mark Carney calls for global monetary system to replace the dollar”](#), Financial Times, 2019 年 8 月 23 日

欧洲

- 2000 年 11 月：萨达姆·侯赛因的伊拉克在石油交易中从美元转换为欧元。⁷⁸
- 2003 年 2 月：伊拉克以欧元而非美元出售石油，从而获利。⁷⁹
- 2014 年 7 月：道达尔（Total）首席执行官呼吁欧元在石油交易中发挥更大的作用。⁸⁰
- 2019 年 2 月至 7 月：欧盟委员会就欧元在国际能源贸易中的作用以及如何强化欧元进行了一次“磋商”。⁸¹
- 2019 年 10 月：俄罗斯国家石油公司（Rosneft）将其贸易完全转换为欧元。⁸²
- 2019 年 11 月：俄罗斯正在减少其国家财富基金中美元的份额。⁸³

沙特阿拉伯

- 2019 年 8 月：中国国有银行申请在沙特石油巨头阿美石油公司的 IPO 中发挥作用。⁸⁴
- 2019 年 8 月：尽管沙特阿拉伯与美国结盟，但它正在加深与中国的关系。⁸⁵
- 2019 年 10 月：普京 12 年来首次访问沙特阿拉伯，并签署了 14 项新协议。⁸⁶
- 2019 年 11 月：沙特阿拉伯成为中国最大的石油供应国。⁸⁷

印度

- 2019 年 1 月：印度炼油厂以卢比购买伊朗石油。⁸⁸

伊朗

- 日本首相安倍晋三访问伊朗，就石油和美国的影响进行会谈（2019 年 6 月）。⁸⁹
- 2019 年 9 月：中国和伊朗达成一项为期 25 年的战略协议。⁹⁰

中国和欧洲

- 2019 年 10 月：中国计划自 2004 年以来首次发行欧元债券。⁹¹
- 2019 年 10 月：欧洲央行和中国人民银行将其货币互换协议再延长三年。⁹²
- 2019 年 11 月：马克龙在中国：新签总价值 150 亿美元的合同。⁹³

⁷⁸ "Iraq: Baghdad Moves To Euro", RadioFree Europe RadioLiberty, 2000 年 11 月 1 日

⁷⁹ "Iraq nets handsome profit by dumping dollar for euro", The Guardian, 2003 年 2 月 16 日

⁸⁰ "Total CEO calls for bigger euro role in oil payments", Reuters, 2014 年 7 月 5 日

⁸¹ "Commission launches consultation on strengthening the global role of the euro in the field of energy", 欧盟委员会, 2019 年 2 月 19 日

⁸² "UPDATE 1-Russia's Rosneft seeks euros for all new export deals -documents", Reuters, 2019 年 10 月 3 日

⁸³ "Russia to cut dollar share of its \$125bn sovereign wealth fund", Financial Times, 2019 年 11 月 13 日

⁸⁴ "Chinese State Banks to Compete for Role on Aramco's IPO", Bloomberg, 2019 年 8 月 23 日

⁸⁵ "Saudi Arabia's Pivot to Asia", U.S. News, 2019 年 8 月 23 日

⁸⁶ "Putin on first visit to Saudi Arabia in 12 years", Big News Network, 2019 年 10 月 15 日

⁸⁷ "Aramco closes China's biggest oil purchase, toppling Russia", Gulf News, 2019 年 11 月 21 日

⁸⁸ "Exclusive: Indian refiners pay for Iranian oil in rupees - UCO Bank executive", Reuters, 2019 年 1 月 8 日

⁸⁹ "Japan's Abe heads to Iran with oil and the US on the agenda", CNBC, 2019 年 6 月 13 日

⁹⁰ "China and Iran flesh out strategic partnership", Petroleum Economist, 2019 年 9 月 3 日

⁹¹ "China Plans First Euro Bond Sale Since 2004 as Costs Slump", Bloomberg, 2019 年 10 月 23 日

⁹² "ECB and People's Bank of China extend bilateral currency swap arrangement", ECB, 2019 年 10 月 25 日

⁹³ "Macron in China: Xi hails \$15 billion trade contracts as 'strong signal of free trade'", DW, 2019 年 11 月 6 日

中国与世界

- 2013 年 11 月：中国宣布不再购买美国国债。⁹⁴
- 2014 年 9 月：中国开始人民币黄金定价机制。⁹⁵
- 2015 年 6 月：俄罗斯开始以人民币出售石油。⁹⁶
- 2017 年 9 月：委内瑞拉以人民币发布油价。⁹⁷
- 2018 年 3 月：中国正向以人民币定价石油和石油贸易的方向迈出第一步。⁹⁸
- 2018 年 3 月：中国启动人民币石油期货。⁹⁹
- 2019 年 10 月：矿业巨头力拓 (Rio Tinto) 首次以人民币出售金属。¹⁰⁰

美元故事情节即将结束

“美元作为工具，对我们来说非常重要，它是美国权力和美国价值观的工具。因此，相比要将我们的士兵派往一个国家，我们更愿意对该国家实施制裁。[...]因此，当某事威胁到美元时，我们会非常紧张。[...]你能完全理解这些吗？”

美国国会议员胡安·巴尔加斯致马克·扎克伯格¹⁰¹

有关 Libra 的争论以及央行官员和政客们的紧张反应都已很好地表明，围绕主要货币 (美元) 的体系已经变得多么脆弱。华盛顿和纽约也非常关注中国政府创建人民币数字货币的举动。马克·扎克伯格将中国的努力视为其主动行动的原因。他认为，面对来自亚洲的共产主义的数字化挑战，需要一种自由市场的替代。他不是唯一一个这样想的人。《外交政策》杂志写道：

“虽然华盛顿的焦点是，美国的金融体系是否允许数字货币的存在，换句话说，中国正在认真推进。中国共产党 (CCP) 主导这一新兴金融科技的前景，令人震惊。

自第二次世界大战结束以来，美国享受到了美元作为世界储备货币的巨大优势。这优势如此巨大，以至于法国前总统将其描述为“过高的特权”。例如，当华盛顿需要为其挥霍无度的财政花销融资时，由于全世界都依赖美元，所以它的融资成本要低得多。同时，如果借贷成本大幅上升，美国军方可能将首先受到更加紧缩的财政预算的困扰。”¹⁰²

同样在美国，可能会依靠州政府，而不是市场找到此问题的“解决方案”。美国将如何应对来自欧洲、中国、俄罗斯以及其他国家的挑战，是这一历史进程中尚未解决的重大问题。

⁹⁴ [“Mark Carney calls for global monetary system to replace the dollar”](#), Financial Times, 2019 年 8 月 28 日

⁹⁵ [“Shanghai Gold Exchange Launches International Board”](#), The Wall Street Journal, 2014 年 9 月 17 日

⁹⁶ [“Gazprom Neft sells oil to China in renminbi rather than dollars”](#), Financial Times, 2015 年 6 月 1 日

⁹⁷ [“Venezuela publishes oil prices in Chinese currency to shun U.S. dollar”](#), Reuters, 2017 年 9 月 15 日

⁹⁸ [“Exclusive: China taking first steps to pay for oil in yuan this year - sources”](#), Reuters, 2018 年 3 月 29 日

⁹⁹ [“China Tries to Lift Yuan's Profile With Oil Futures”](#), The Wall Street Journal, 2018 年 3 月 26 日

¹⁰⁰ [“Rio Tinto signs its first Renminbi portside trading contract”](#), Reuters, 2019 年 10 月 11 日

¹⁰¹ [“Mark Zuckerberg Testimony Transcript: Zuckerberg Testifies on Facebook Cryptocurrency Libra”](#), Rev, October 23, 2019

¹⁰² [“The Greenback Needs a Digital Makeover”](#), Foreign Policy, 2020 年 1 月 24 日

我认为我们的美元变得太坚挺了，这其中一部分是我的错，因为人们相信我。但这很痛苦 - 最终将造成伤害... 看，美元坚挺有很好的的一面，但通常来说，最好的事情是它听起来不错... 当你拥有强美元的同时，其他国家正在贬值货币，竞争就变得非常困难。

唐纳德·特朗普

(Donald Trump)

2017 年 4 月 12 日

我们可以肯定一件事：美国在意识到拥有“过高的特权”的优势的同时，也意识到其劣势。¹⁰³ 在唐纳德·特朗普总统的领导下，已采取了许多措施，来使得美元不再扮演我们所熟知的世界主导的角色。无论如何，他的制裁和贸易战极大地破坏了美元的国际地位。

特朗普是否在如此野蛮地利用这“过高的特权”，因为他知道美国无法永远地滥用它？以上的领悟并非新事，但现在甚至连主流媒体也都已经知道，正如惠誉分析师的以下评论所表明：

“就连过高的特权也可能会失去，而且有许多因素表明，随着时间的流逝，即便不会失去其作为世界优秀储备货币的地位，美元也可能会失去其领先主导的地位。 [...]”

经济制裁和贸易保护主义是最明显的导致美元弱化的美国政策。在其他条件相同的情况下，贸易保护主义政策会将贸易转移出美国，并可能促使新的贸易伙伴以美元以外的货币进行结算。”

制裁也是一样。因为制裁可以有效地阻止美元结算，因此对美元的影响更加严重。除了对财政部列出的 6300 名特别指定国民和 20 多个国家实施制裁之外，某些制裁的域外法权也影响了其他司法管辖区的人员和实体，使得制裁伸向了更远的地方。”¹⁰⁴

出人意料的是，作者詹姆斯·麦克科马克甚至还研究了国际黄金政策。这非常了不起。的确，黄金在历史上极为重要。但可能也是因为这点，它依然在美国的争论中几乎无足轻重。这正在改变。麦克科马克还提到：

“国际货币基金组织数据显示，美元在外汇储备中的份额从 2001 年 73% 的高点下降至去年年底的 62%。同样，世界黄金理事会也确认，自 1971 年黄金标准结束以来，各国央行在 2018 年购买的黄金超过了以往任何时候，继续扩大了继全球金融危机之后开始的一系列大型净买入。”

“如果从美元转换为其他货币，从货币全部转换为黄金的趋势继续，那么美元的储备货币地位将继续失去优势，但只是逐步。全球市场选择美元作为储备货币，以及把美国国债作为首选无风险资产，都未表明已经发生或是即将要发生巨变。”¹⁰⁵

储备货币的命运将逐渐衰退。

马丁·穆伦比德

Martin Murenbeeld

为您的对手建造一座可以撤退的黄金之桥。

孙子

Sun Tzu

我们此刻应该记住，明年将是美国总统理查德·尼克松单方面关闭黄金之窗的 50 周年。那是在 1971 年 8 月 15 日，从那以后，在超过 8,000 吨的美国货币黄金中，没有一盎司黄金离开过美国。与欧元区、俄罗斯或中国不同，黄金在美联储的资产负债表上无足轻重，因为布雷顿森林体系下最终的每盎司 42.222 美元的价格至今未变。

当然，没有人相信布雷顿森林体系会直接重启。从马克·卡尼到欧元和数字人民币的缔造者，今天我们非常清楚的是，单一国家货币不适合作为国际货币，而需要一种可行的替代。

¹⁰³ “75 Years Ago The U.S. Dollar Became The World’s Currency. Will That Last?”, NPR, 2019 年 6 月 30 日

¹⁰⁴ See McCormack, James: “The risks are rising that the dollar could lose its special global standing”, CNBC, 2019 年 6 月 9 日

¹⁰⁵ 请见 McCormack, James: “The risks are rising that the dollar could lose its special global standing”, CNBC,

但至少可以确定一种新的趋势。正如马克·卡尼所想，关于“新世界货币”的讨论将继续在“数字挑战”的旗帜下进行。关于“数字央行货币”（CBDC）的讨论为央行之间的自由交流提供了平台，使交流成为可能。在这个保密的世界中，事情很少能直接被解决 - 特别是在美元继承的问题上。但新冠危机改变了许多。国际清算银行（BIS）已经指出，鉴于病毒大流行导致对现金的威胁，**应促进数字央行货币的发展。**¹⁰⁶ 在这种极端时期，**事务瞬息万变 - 从油价冲击到庞大的政府投资计划，再到高通胀的货币政策。**2020 年我们可以亲身经历这一切。

在我看来，我们的美国伙伴正在犯一个巨大的战略错误（因为他们）破坏了美元作为当今世界通用和唯一的储备货币的信誉。他们正在破坏人们对它的信任.....他们确实是要锯断他们正坐在的树枝。

普京
Vladmir Putin

早在 2019 年 11 月，弗拉基米尔·普京首次就美元发表了葬礼致辞，他还指出了造成美元持续衰退的罪魁祸首：

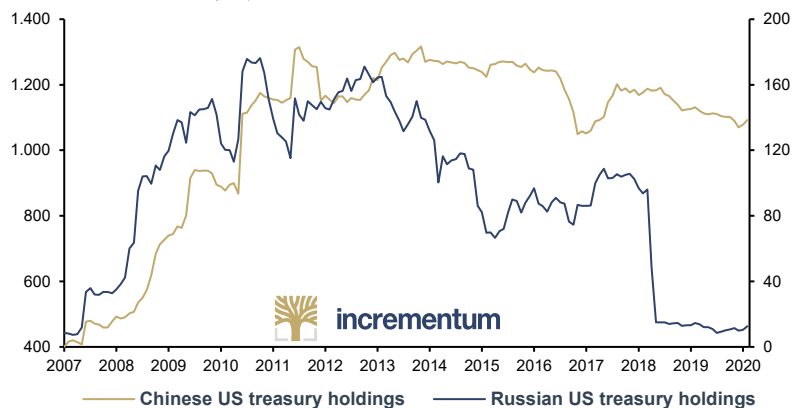
“美元在世界范围内享有极大的信任。它几乎是世界上唯一的通用货币。由于某种原因，美国开始将美元结算作为政治斗争的工具。对美元的使用施加限制。他们开始咬住喂养他们的手。它们很快就会崩溃。

全球许多国家开始放弃使用美元作为储备货币。他们限制伊朗进行美元结算。他们对俄罗斯和其他国家施加了一些限制。这削弱了人们对美元的信心。这还不清楚吗？他们正在亲手摧毁美元。”¹⁰⁷

我未出席葬礼，但捎去了一封友善的信，说我同意了。

马克·吐温
(Mark Twain)

中国的美国国债（左边），单位10亿美元，俄罗斯的美国国债（右边），单位10亿美元，01/2007-02/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

这种无力反弹可能反映出美元作为储备货币的地位受到威胁 - 预算赤字失控是内部的威胁，而中国试图对亚洲贸易和大宗商品“去美元化”的举动，是外部的威胁。只要中国在将全球大宗商品贸易从美元转移到人民币的方面取得一点成功，那么对美元的需求可能会急剧下降。

佳富智库
Gavekal

新冠是刺破债务泡沫的那根针。从那时起，事情以惊人的速度在发生。我们不确定他将把我们引向何处。但由于过去几十年的积累，我们有个想法。全球达成广泛共识的是，诞生于 1944 年布雷顿森林会议的美元体系已经寿终正寝。我们从罗伯特·特里芬那里了解到，在某个时候，即使是作为全球货币的国家本身也必须意识到这一点。¹⁰⁸ 这个时候似乎已经到来，特朗普总统“美国优先”的政策就证明了这一点，因为它旨在重建经历了数十年衰败和去工业化之后的美国工业和基础设施，而这数十年的衰败和去工业化是由美国享有的可以通过印钞来支付从中国和欧洲取得的进口的“过高的特权”所带来的。我们还知道，自 1960 年代以来，一直在开发一种替代系统 - 欧元可能会突破其作为欧洲货币的功能，在其中发挥作用。欧元的缔造者还发现了一种聪明的方法，可以经由市场把黄金作为“参照点”重新带入系统。

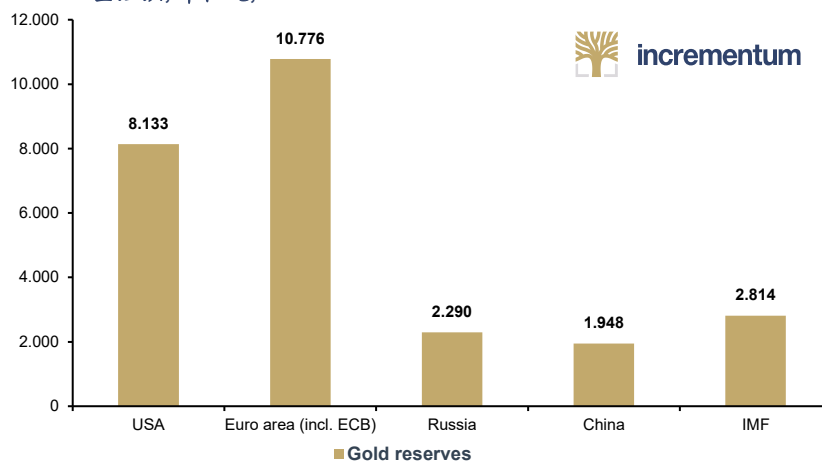
¹⁰⁶ Auer, Raphael, Cornelli, Guilio and Frost, John: “Covid-19, cash, and the future of payments”, BIS Bulletin, No. 3, 2020 年 4 月 3 日

¹⁰⁷ Interview 与俄罗斯总统普京，参加了 2019 年 10 月于莫斯科举行的俄罗斯能源周；由 Ben Rickert 发表，Twitter, 2019 年 11 月 15 日

¹⁰⁸ 请见 “Inflation and Investment”, 2016 年《执信黄金》报告

欧元区国家拥有超过 11,000 吨黄金。近年来，俄罗斯和中国大幅增加了黄金储备。亚洲和东欧的较小国家也是如此。同时，欧洲、俄罗斯、中国、伊朗和印度以及其他许多国家正在努力使用其本国货币进行能源交易，来规避美元。现在有多种支付系统，可以在没有美国控制的情况下进行国际贸易。沙特阿拉伯是美国的关键盟友，现在摇摆不定。我们认为，沙特阿拉伯不可能永远地逃避中国想以人民币交易石油的渴望。就美国方面，已经威胁要终止与沙特阿拉伯的盟友关系。

美国的黄金储备，欧元区 (包括欧洲央行)，俄罗斯，中国和国际货币基金组织，单位吨，03/2020



Source: World Gold Council, Incrementum AG

如果世界是完美的，那么它将不会存在。

尤吉·贝拉

Yogi Berra

所有的努力都是为了一个真正划时代的黄金年代，在这个年代中，经济和货币体系的格局将被重建。利益各方的最终目标一定是不爆发任何战争冲突 - 没有人会从中受益。在过去的几十年中，一直坚持这一原则。我们期待在最终也能成功坚守这一原则。



**Committed to safety.
Leaders in innovation.
A legacy of responsibility.**



矿业股：狂欢已开始

“永远不要成为第一个到达聚会的人，或最晚一个回家的人，两者永远、永远都不要。”

大卫·布朗 (David Brown)

重点

- 我们仍然坚信，残酷的四年熊市致使大多数矿业公司现在有了更坚实的基础。生产商现在更精简了。他们减少了债务，未来将从金价的上涨中受益更多。
- 疲软的能源价格和强劲美元 vs. 疲软的本国货币提供了进一步的助推力。
- 主要的黄金矿业股被大量买入。通才投资者正再次缓慢进入该行业。
- 我们认为，并购将继续成为重要的推动力。在整个采矿业中，黄金也许是最分散的，我们认为，黄金行业及其投资者将从整合中获利颇丰。
- 纵观历史，黄金白银比一直处于较低水平。在接下来的几年中，黄金白银比下降到 40 或 50，相比采矿业，将给投资者带来更丰厚的收益。

机会被大多数人错失的原因是，它穿着工装，看起来像工作的样子。

爱迪生

(Thomas A. Edison)

我们所需的只是一点点耐心。

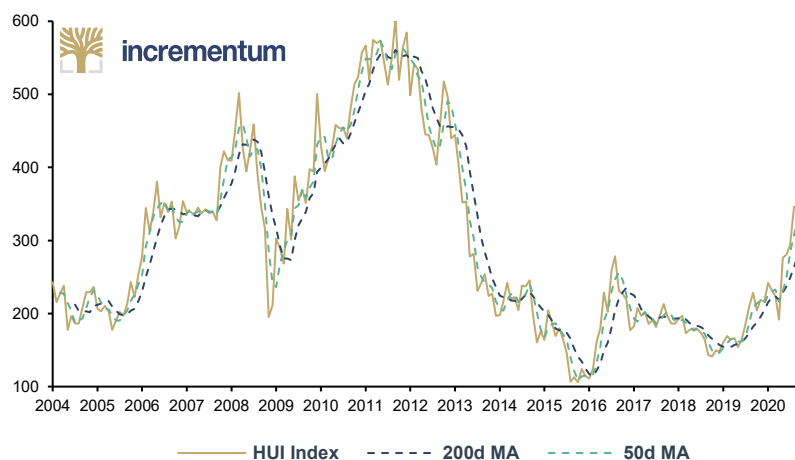
枪炮玫瑰

(Guns N' Roses)

相比往年，我们今年再次对矿业进行了大量的投资。¹⁰⁹这是由于采矿业的价值主张和黄金极其乐观的宏观经济背景。在深入探讨采矿业的一些重要话题之前，我们可以快速回顾一下，自上次熊市（2015年）结束以来，采矿业在长期和2019年的主要发展，以及主要的经济因素。

自熊市低迷之后，对该行业的投资就像试图去挽救下落的刀子（或可能是下落的链锯），从2011年下半年开始，基本上是连续的下跌，到2015年底跌至谷底。正是这一时期使感兴趣的投资人至今都避开这一行业。一般来说，投资者并不是特别有耐心，而是想要即刻的满足感。对于他们来说不幸的是，极端的耐心和非凡的勇气对于采矿业的投资至关重要。

纽约证交所金矿股指数 (HUI) , 01/2004-11/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

无论我们谈论的是袜子还是股票，我都喜欢买降价的优质商品。

巴菲特

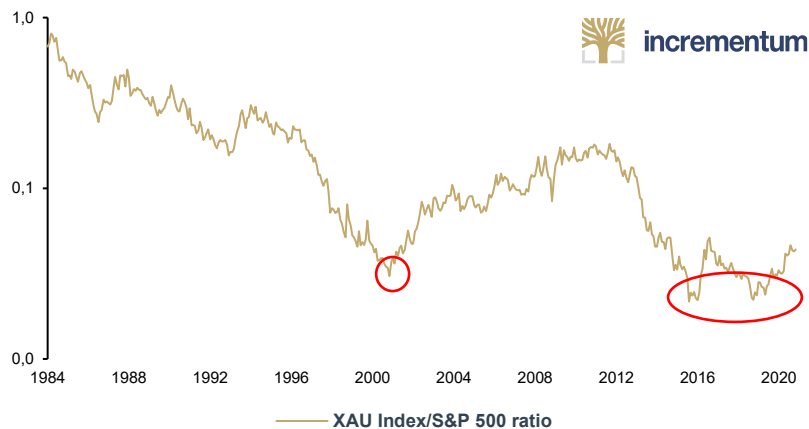
(Warren Buffett)

如同大多数牛市，2016年黄金在开始时的上涨非常缓慢，直到2019年中期才真正获得动力。然而，黄金和白银之类的股票在2016年前八个月的行情确实非常好。纽约证交所金矿股指数 (HUI) 在当年8月初达到约284的峰值（短短8个月上涨了153%）。当时，金价低于1,350美元/盎司，而白银即将涨至20-21美元/盎司，两种金属均未突破关键阻力位。从2016年中至2019年中，金价走势像糖浆一样，尽管基本面已大幅改善，但历时3年才突破2016年的峰值。

¹⁰⁹ 请见“Precious Metals Shares – More Than a Silver Lining?”, 2018年《执信黄金》, “Gold Mining Stocks –After the Creative Destruction, a Bull Market?”, 2019年《执信黄金》

在进一步研究近年来的表现之前，可以快速地从长期的角度来看一下。下图展示了矿业股（XAU 指数）相对于股票市场（标普 500）的表现，并清晰地说明了黄金股相对于整个股票市场的估值有多低。

费城金银指数(XAU)/标普500 比率 (对数比例), 01/1984-11/2020



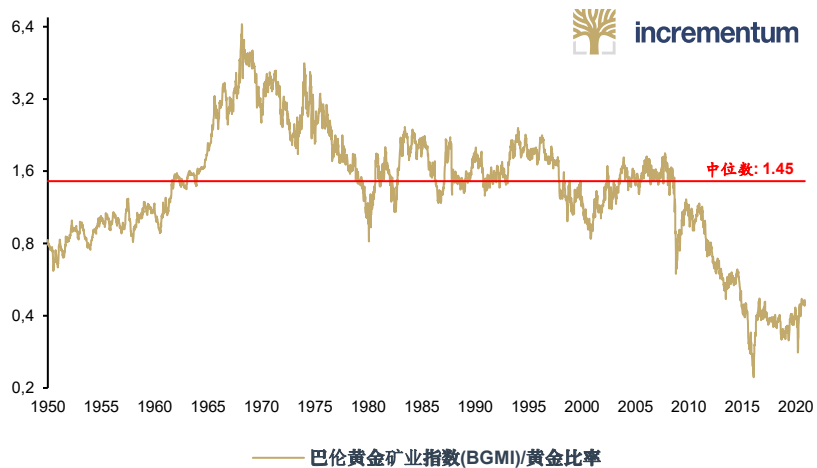
Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

我喜欢人们总说我总是“太早”了。您可以来晚一个牛市 - 它是向上的扶梯。但您不能来晚一个熊市 - 因为它是直线下落的电梯。

大卫·罗森博格
(Dave Rosenberg)

当我们进行更长期的比较时，矿业股的走势偏弱尤为明显。现有最早的黄金矿业指数 - 巴伦黄金矿业指数 (BGMI)，相对于黄金，处于 78 年来的最低水平。此外，当前的估值远低于长期 1.45 倍的中位值。

巴伦黄金矿业指数(BGMI)/黄金比率(对数比例), 01/1950-11/2020



Source: Nick Laird, goldchartsrus.com, Reuters Eikon, Incrementum AG

尽管过去几周表现出色，但金矿股指数 (HUI) 在 2016 年 284 点的峰值仍未得到持续保持。当黄金价格约为每盎司 1,550 美元时，HUI 最初在 2019 年 8 月下旬/9 月初达到峰值，略高于 235 的水平。值得注意的是，如果今天的市场与 2016 年相似，则 HUI 至少应已突破 325 的水平。额外的 200 美元/盎司则为可观的利润和现金流的增加（生产的盎司数量 x 200 美元/盎司 = 额外的税前收入），这意味着同等水平将接近 350-400。

HUI 的表现不应与 2016 年相比较（因为那时矿业股还处于绝对的低价），但可以比较达到的绝对水平，同时表明在 2019 年底到 2020 年初，黄金相关产品是如何

我猜我想说的是，如果你，我可以改变，那么任何人都可以改变！

洛奇拳王再临（电影名）

Rocky Balboa

高估了收益，低估了避险。

穆桑柯里纳

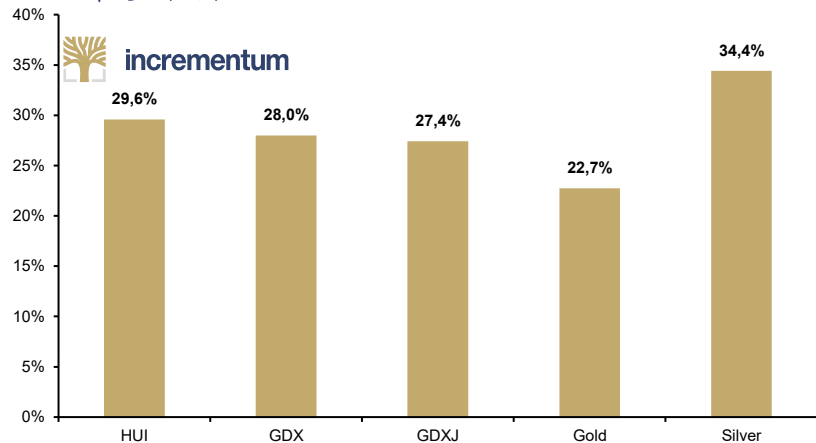
印度钦奈的注册财务规划师

D. Muthukrishnan

严重地被低估。有人会认为这 200-350 美元/盎司金价的上涨，则意味着更高的黄金股，因为利润大幅提高。但直到 2019 年和 2020 年第一季度，情况仍非如此。由于该报告是今年早些时候发布的，因此也可以快速浏览一下今年至今的表现。

2020 年黄金股上涨，出于流动性考虑而引起的抛售，导致追加保证金，然后开始反弹，一旦采矿业务不再暂停，这一趋势将在 2020 年下半年持续。在接下来的几个季度，许多公司的现金流将会非常可观，这可能会导致重新评估黄金和白银股。

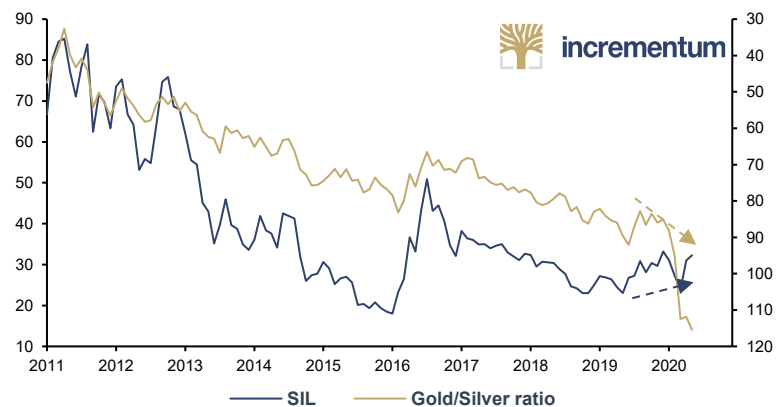
HUI, 黄金矿业ETF(GDX), 小型黄金矿业ETF (GDXJ), 黄金和白银, 年度至今的表现



Source: Reuters Eikon (as of 10th of November 2020), Incrementum AG

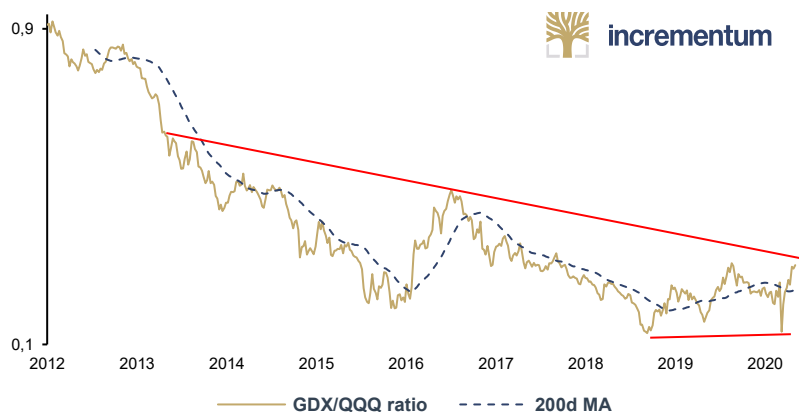
对我们来说最重要的是，行业轮转正在进行，缓慢但确定。如果我们来看一下矿业股 (GDX) 与股市中主导行业 - 科技股 (QQQ) 的相对强弱，我们会发现矿业股的相对强势在逐渐增加。这说明采矿业的价值主张已得到认可，同时采矿业的技术指标近期已大大改善。

白银矿业ETF(SIL, 左边), 和黄金/白银比率(倒置, 右边), 01/2011-05/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

GDX/QQQ (Nasdaq ETF) ratio, 01/2012-05/2020



2020 年及以后的主题

并购

该行业并购惨败的历史仍然在投资者的集体良知中回响。因此，较高的准备金水平，可以加强规范资本，并降低稀释性并购交易的风险。

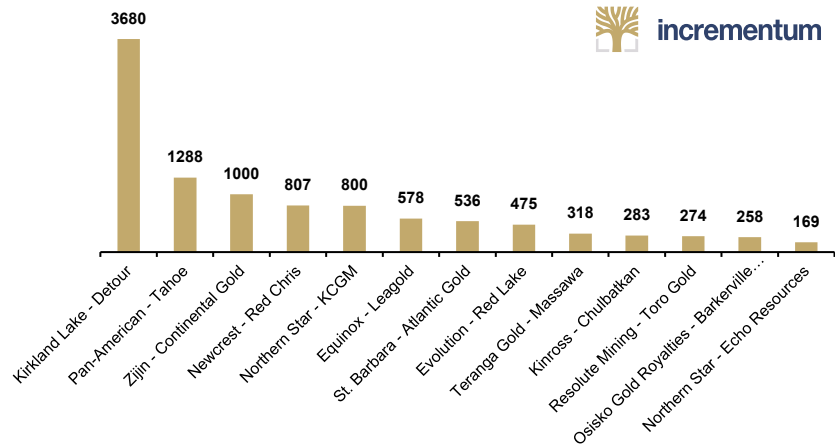
布伦特·库克
(Brent Cook)

并购在过去几年很普遍，但交易数量和美元金额仅自 2018 年才急剧增加，以巴里克黄金公司收购兰德黄金的超大型交易为高潮。这无疑拉开了 2019 年一轮大型交易的序幕，这一主题将持续到下个季度。由于新冠的爆发，许多投资标的公司无法完成合规的尽调，这种趋势突然中断。尽管如此，最近还是公开了许多中小规模的交易，例如山东黄金收购了特麦克资源公司或 SSR 矿业与 Alacer 黄金之间的对等合并。

2019 年公布或完成的许多交易，都是以历史较低的溢价完成。它们包括全股票交易，这可以为双方的股东创造价值。2018 年和 2019 年的巨额交易，造就了全球排名第一和第二的黄金生产商，同时他们也正好拥有第一和第二大的黄金储备，这两者都基本是以对等合并的方式完成交易。

除 100 亿美元的 Newmont-Goldcorp 交易外，其他一些值得注意的交易如下：

黄金矿业ETF(GDX)/QQQ (纳斯达克ETF) 比率, 2019



Source: Bloomberg, Incrementum AG

与在 2010 年至 2013 年完成的大量交易不同，那时的交易都给予了很高的溢价，近期的并购活动更为合理，这似乎是大势所趋。并非是没有溢价，但未来交易的溢价可能会小得多，可能除了单一资产公司（具有低成本结构的规模资产或位于一级采矿区），高级开发公司（那些很快将做出建设决定或已经开始建设的公司）以及拥有大规模矿床经济实力雄厚的勘探公司的收购。除此之外，与 2010 年和 2011 年不同，2018 年和 2019 年的大多数交易在协同效应和价值创造方面都很合理。

风暴来来去去，海浪冲破头顶，
大鱼吃小鱼，而我继续划桨。

瓦里斯《权利的游戏》

Varys, Game of Thrones

增加的并购活动通常发生在牛市之前或早期以及牛市结束之时。目前，我们仍处于早期阶段，因此公司有足够的时间通过支付超额收购价款来破坏估值。我们只能希望大多数公司都已吸取了教训。

进行并购有两个主要原因。其中是因为机构资金已经进入该领域，但目前主要投资于纽蒙特矿业公司和巴里克等规模较大的公司以及大型的主权收益融资公司。随着牛市的发展，资金将流向规模较小的生产商，但这将从规模较大的生产商开始。从某种意义上说，拥有更大的生产基地是更好的选择，这与萧条时期（如 2014 年和 2015 年）的想法相反，那时的重点是获取低成本高质量的黄金。

作为一个行业，这意味着将其作为高效“泥土转换器”的声誉转变为经济和社会资本的杰出建设者。

普华永道

PWC

因此，许多公司意识到他们可以通过并购成长为中级或高级生产商，从而回报股东。甚至为了获得规模，他们不得不支付略高于净资产值的收购价款，但公司可以在市场上获得更高的估值倍数，从而回报股东。由于缺乏大中型的金矿勘探和开发项目，许多公司也开始进行并购，来替代已枯竭的储量和资源。这对于企业的生存至关重要。一般来说，相对于附近没有卫星矿床、受限的露天矿山，地下矿山具有更大的勘探潜能。

大公司实质上被迫进行并购，不是为了增加产量和现金流，而是为了直到很远的将来依然能够保持产能。初级和中级生产商的目标通常是产量增加。当大型的中级和高级生产商展望未来，计划随着矿山的枯竭，通过收购优质的开发资产来替代生产。

此类活动类似于医药业的并购。该行业的并购比其他任何行业都要多，这在很大程度上是由于专利限制了一种药物可以保持盈利的年限。和采矿业一样，医药/生物技术

很明显，该行业没有找到足够的（经济和社会上可接受的）黄金来覆盖其开采费用.....
因此，金价必须上涨（来刺激更多的勘探并使更多的项目盈利）或者我们必须提高勘探的智慧/效率。

理查德·斯科特
(Richard Schodde)

人们在牛市中充满信仰；在熊市充满质疑。反其道而行之，可能会更有利可图。

吉姆·格兰特
(Jim Grant)

术也是资本密集型的行业。虽然从财务报表上看起来并不是这样；但实际上，医药业在研发方面的大量投资与采矿业勘探成本的大量投入相同。

中级企业也可以在像哥伦比亚和玻利维亚等地缘政治上被认为风险较高的地区或在尼加拉瓜等大部分还未开发的国家通过探索或参与合资项目来取得发展。前两个国家一直在鼓励外国投资，而后者具有巨大的潜力。最后，由于整个行业相对于目前黄金的价格（更重要的是，未来黄金的价格）估值较低，虽然目前价格还相对便宜，但聪明且拥有了解宏观环境管理团队的公司正急于增加产量。

未来 12-24 个月内的潜在收购方：纽克雷斯特矿业、Evolution 矿业、OceanaGold、弗雷斯尼洛（MAG 持有 Juanicipio 剩余的 44% 的股权）、柯克兰莱克黄金、巴里克、纽蒙特、拉莫斯黄金、SSR Mining、特瑞仕黄金、金罗斯、伊奎诺克斯、B2Gold。

有吸引力的收购标的：伦丁黄金、普瑞提姆资源、K92 矿业、维多利亚黄金、大熊资源、狮子第一金属、黄金标准创投公司、银冠金属、B2 黄金、Wesdome、奥西斯科矿业、特瑞仕黄金。根据我们的研究，主权收益融资的领域也可能会出现合并交易。

黄金顶峰（和白银）？

自 2015-2016 年以来，关于黄金和白银顶峰的讨论持续不断。¹¹⁰从我们的角度来看，这些说法似乎被夸大了，因为需要考虑的变量太多，例如缺乏重大的技术进步，金价长期未大幅上涨，以及不再有世界一流的发现的可能性越来越大。但是，市场异常活跃，因此我们不可能已经达到顶峰。

一方面，世界一流的发现（规模大于等于 35 万盎司/年的产量；具有较长的矿山服务年限[> = 20 年]；并且是位于行业成本曲线的最低一半，最好是最低四分位数）变得越来越稀有，金和银矿床的平均品位持续下降。另一方面，世界上仍有大片土地尚待合理开发。这些大片的土地往往位于风险更大的地区。例如，兰德黄金（现为巴里克的一部分）通过专注于非洲高风险地区，即刚果民主共和国（DRC），成为全球排名前 15 位的黄金生产商。

随着金价的上涨，以前不能盈利的矿床突然可以带来收益。这些矿床中有很大一部分已被确认并预提，但任何低于 2,000-2,500 美元/盎司的价格都无法产生合理的回报率。基本情况下，所有有竞争力的矿业公司都要求最低 20% 的税后内部收益率。即当黄金或白银价格比当前现货价格（以黄金 1,200-1,300 美元/盎司的价格为例）低 15-25% 时。

随着牛市的发展，2,000 美元的黄金价格可能是决定是否进行生产的最低价格水平。已经有许多世界级的发现，它们要么需要更高的金价来保证施工，要么就是在许可过程中遇到麻烦，又或者是面临政治或社区的反对。许多潜在的一级黄金资产就是这种情况：Pascua-Lama（80-85 万盎司金 + 年均 2600-3600 万盎司 - 全球最大的银矿），泛美的 Navidad（年均 1500-2200 万盎司）和 Escobal（年均 1800-2100 万盎司），以及现有的暂时关闭的矿场作业：北方王朝的 Pebble 项目

¹¹⁰ 请见 "Mine production: Historic gold production in South Africa – a prime example of "peak gold"?", 2009 年《执信黄金》报告; "Mining production", 2010 年《执信黄金》报告; "Gold mining shares", 2012 年《执信黄金》报告; "Precious Metals Shares – More Than a Silver Lining?", 2018 年《执信黄金》报告; "Gold Mining Stocks – After the Creative Destruction, a Bull Market?", 2019 年《执信黄金》报告

稀缺性是经济学的驱动力，而技术创造了丰富资源。

杰夫·布斯
(Jeff Booth)

技术赋能的转型打开了无限可能的新世界。它为公司提供了新杠杆、工具以及提高安全性、生产率和改善工作方式的机会。对于那些致力于此并懂得聪明利用它的公司，回报将是深远的。

麦肯锡
McKinsey

是的，怀特先生！是的，科学！
杰西《绝命毒师》
Jesse Pinkman,
Breaking Bad

(36.2 万盎司 + 年均 180 万盎司) 和 Chesapeake Gold 的 Metates 项目 (每年 73.8 万盎司 + 年均 1500-2500 万盎司)。

在黄金和白银的提取方面，还将有潜在更大的技术进步。如果我们回顾前 40 到 50 年，堆浸开采/加工的问世极大地提高了黄金产量。它使得以前无法提取或提取率极低的金属可以有效提取。这种情况未来也可能发生在极低品位的材料上，依靠今天的技术还远未能对其进行有效提取。在过去，创新对采矿业带来了非常重要的变革，将来一定也是如此。

扩大利润

在上一次熊市的过程中，矿业公司努力降低成本。最初，公司可以大幅削减成本，这是因为它们在行业发展较好的时期获利丰厚。首要任务是削减极其庞大的矿场和公司费用水平。其次，将勘探活动降到最低。总体上，除了规模较大、资金最雄厚的黄金公司外，其他公司都取消了所有全新项目的勘探活动，并将已开发项目的勘探预算降到最低。项目扩展被搁置，维持资本投入被尽可能地拖延。当黄金公司开始通过资源和/或增加产量再次扩张时，它们仍然保持精简，它们中大多数直到今天也是如此。在 2019 年下半年，较低的能源价格和有利的外汇汇率导致成本降低 (利润增加)，这种趋势将一直延续至 2021 年。

其他投入成本

由于全球供大于需，石油、汽油和柴油的价格正急剧下跌。一般来说，石油和石油衍生品 (例如汽油和柴油) 占地下开采运营成本的 20-25%。对于露天矿，能源成本占运营成本的 20-35%。换句话说，开采业务将面临运营成本缩减，而露天业务的运营成本将出现两位数的下降。

技术创新

在过去几年以及可预见的未来，该行业的技术进步和革新已经、并将在采矿的许多方面发挥重要的作用。¹¹¹其中自动化的实施将提高效率，降低成本并改善工人安全。例如，自动驾驶卡车“司机”不会感到疲劳，这是导致半数以上矿用自卸车事故的原因。地下矿山正在越来越多地使用远程控制装载、牵引和倾卸 (LHD) 机器。大型矿山已从试验阶段过渡到 LHD 机器的日常使用阶段。

就自动化方面来说，最先进的地下矿山是用山特维克的 Automine 多车队系统来进行管理，¹¹²系统的操作由一个工人来监督。该系统允许在地下 > 700m 相对局限的区域内，自主操作多达五台 LHD 机器的车队，同时利用指定的错车道来保持交通顺畅。此外，在生产方面也使用类似的系统来安装溜井。山特维克还部署了任务控制系统，该系统可以管理地下矿石的运输，而无需地面和公司的人工干预。有许多整合在一组策略中的自动化操作。其中包括在换班期间从地面控制的地下钻机，自动化的地下和露天矿山运输卡车，全自动回填系统，远程控制的露天钻机，以及由单个远程操作员控制的多点自主钻探开发和生产爆破。

还有其他公司正在努力开发具有潜在变革性的技术。特别是早已进入测试阶段的一种名为“Muckahi”的新型地下矿山开发和操作系统。¹¹³初期的结果令人鼓舞，并且在 2019 年，所有的单独功能均完成成功测试；但 2020 年将真正展示 Muckahi 的可行性，因为所有的功能将作为一个整体系统，在现有的地下作业中进行测试。

¹¹¹ 请见 „Gold Mining: Disruptive Innovation at Its Core”, In Gold We Trust report 2019 年《执信黄金》报告

¹¹² Sandvik: [AutoMine® equipment automation and teleoperation systems](#)

¹¹³ 请见 Torex Gold: [Muckahi Mining System](#), 2019 年 12 月

技术能为采矿业做的事是无限的。

文斯·格力

(Vince Gerrie)

过去 30 年，采矿业运营艰难。对矿工的尊重低于拾荒者。结果是，许多有能力的人会避开采矿业的工作。

里克·鲁莱

(Rick Rule)

当新的技术翻滚向你，如果你不是压路机的一部分，那么你将被压为马路的一部分。

斯图尔·特布朗特

(Stewart Brand)

如果系统可行，必将变革该行业。 主要目标是大大减少从建造开始到产生收入的时间（最多可减少 60%），还将减少多达 30% 资本投入和运营成本。

Muckahi 预计将通过以下方式实现这些目标：

- 从回采工作面到竖井或地面的连续矿石物料处理（输送机 vs. LHD 机器和卡车）
- 通过“双向隧道”分批运送人员、物资和开发废物，该隧道为普通隧道的一半
- 斜坡隧道的陡度是普通斜坡隧道的 4 倍，而长度仅有普通斜坡隧道的 1/4
- 全通电的矿山易于自动化的改造
- 从回采工作面到加工工厂中间更少流程，这意味着更少的资金和运营成本，同时也更简便
- 更小、更短的隧道通常意味着资本支出减少和更快的矿石开采。

正如我们在去年《执信黄金》年报中所说的，科技在勘探领域的应用非常有益于采矿业的发展。¹¹⁴ 虽然新技术也正在应用于采矿业的许多其他方面，但这很大程度上是由人工智能推动的。迄今为止，在勘探领域还没有任何变革性的突破，但是已经有一些非常振奋人心的发展。去年我们介绍的 GoldSpot Discoveries 公司，极大地提高了勘探成功率，在过去的几个月取得了长足的进步。它利用人工智能来降低资本风险，同时努力提高资源勘探的成功率。它将专利技术和传统领域的专业知识相结合，并充分利用了历史上从未使用过的数据，以更好地了解资源潜力。

麦肯锡的一份非常有趣的报告指出¹¹⁵，有机勘探的创新不仅将为公司提供扩大储备的机会，还可以为公司建立相对于同行的独特竞争优势。 鉴于采矿业至少比石油和天然气行业落后十年，这种情况尤为如此，因为在钻井、水平钻井，压裂和 3D 地震分析过程中的数据收集，从根本上改变了石油勘探的方式。从发现到首次生产的时间平均为 20 年，勘探成本处于历史高位，采矿业正在寻找可以变革当前勘探业务模式并有助于新发现的技术。

该研究的作者得出的结论是，各种新技术将有助于降低早期勘探的成本。 其中包括配有高分辨率相机的无人机，生成并传输上万个数据点以创建 3D 地理模型；以及新的高分辨率直流（DC）电阻率测量，与传统的感应极化（IP）测量相比，可以以更高的分辨率进行间隔测量。此外，采矿业的持续创新可以部分解释为什么损失工事故率（LTIR）在最近几个季度和几年中一直在下降的原因。随着越来越多地实施自动化来完成各种任务，安全性也得到了提高。这很重要，因为采矿业仍然是最危险的行业之一。

创建黄金和白银股投资组合

尽管我们许多的读者都对黄金感兴趣，但他们在投资矿业股方面还没有很多经验。出于这个原因，我们想在这方面给您一个简短的指引，其中我们将介绍我们最重要的选股标准。

购买实物黄金的投资目标是维持自己的购买力（保全资本）。 它可以看作是保险，您希望它不赔付，但如果发生也已做好了准备。另一方面，购买黄金和白银股、交

¹¹⁴ 请见“[Gold Mining: Disruptive Innovation at Its Core](#)”，《执信黄金》报告

¹¹⁵ 请见“[Can the gold industry return to the golden age](#)”，McKinsey & Company, 2019 年 4 月 20 日

不偏离常规，就不可能取得进展。
弗兰克·扎帕
(Frank Zappa)

对于黄金生产商在陆地上的发现，我们有免费的永久期权，以及我们对黄金价格有免费的永久期权。
皮埃尔·拉桑德
(Pierre Lassonde)

为取得优异的成果，投资者必须能（有规律地）找到不对称：如上涨潜力超过下行风险的情况。这就是成功投资的全部。
霍华德·马克斯
(Howard Marks)

易型开放式指数基金 (ETF) 和矿业基金则是为了资本增值。由于我们对金价的前景表示乐观，我们可能会走向一个可以与 1979-1980 年牛市相媲美的时期，但可能需要更长的时间。

但是投资黄金和白银股是有风险的，实际上，采矿业是世界上风险最高（但也是最令人兴奋的）行业之一。有一种方法可以分散操作层面和地缘政治风险。可以直接购买交易型开放式指数基金 (ETF)，例如黄金矿业 ETF (GDX)。但几乎所有的交易型开放式指数基金 (ETF) 都存在的问题是，总是对劣等公司有大量的风险敞口。因此，我们显然偏好管理良好的积极型矿业基金。¹¹⁶

降低风险/回报率的一种方法是投资主权收益融资和金属系列融资业务部门，它通常在牛市（假设贷款的情况下）时与指数表现一致，而在熊市中却优于矿业生产商。这可能部分是由于熊市为这一利基市场提供了更多机会来创造股东价值。

主权收益融资和金属系列融资公司的商业模式如此出色，它们总的来说应该成为所有贵金属投资组合或资源投资组合的核心。此外，由于贵金属系列融资的很大兴趣是在铜和多金属矿山的黄金和白银的副产品上，即使金属价格较高，也可以创造巨额收益，目前正是这种情况。许多拥有主要铜矿山或多金属矿山的公司希望改善其资产负债表或寻找廉价资本来帮助完成并购。在这种情况下，公司可以将黄金或白银副产品出售给金属系列融资公司来融资，获得可能比原本更具吸引力的资金成本。

主权收益融资和金属系列融资公司通过持有广泛的资产组合和比矿业生产商更多的收入来源，分散了采矿带来的大量风险。这些公司要么没有运营成本，要么就是固定运营成本低。主权收益融资公司没有运营成本，金属系列融资公司有较低的持续固定价格或固定利润率的价格，例如每盎司持续的价格等于现货价格的 20%。至少同等重要的是，除新交易（增长）所需的资金成本外，没有其他持续的资金成本。主权收益融资和金属系列融资还可以使公司无需花费一分成本即可参与到勘探的发展中（矿山服务期限延长，项目扩展）。最后，设立在加拿大的公司无需就金属系列融资业务产生的收入缴纳税款，只要该业务是归属于离岸子公司且该矿山不位于加拿大。总之优点有：

- 无或低固定运营成本和极少的费用
- 无持续资金成本
- 无成本地参与到勘探和生产的发展中
- 税收优势

至于对接下来一类的投资-高级生产商（年产量超过 100 万盎司），他们规模最大、最分散经营且在按计划生产和支付股息方面有着悠久的历史。因此，对于更保

¹¹⁶ 去年，Baker Steel 与 Incrementum 达成了一项合作协议，使投资者能够通过投资 Baker Steel 基金的专用股份类别，共享 Baker Steel 公司屡获殊荣的管理方法和 Incrementum 的宏观专业知识。可以在我们的网页上浏览更多信息。

很难想象一种比将决策权交给那些没有因错误而付出代价的人更愚蠢或更危险的决策方式。

托马斯·索尔
(Thomas Sowell)

有人想要它发生，有人希望它发生，而另一些人把它实现。

迈克尔·乔丹
(Michael Jordan)

一个愤世嫉俗的人知道所有东西的价格，却不知道任何东西的价值。

奥斯卡·王尔德
(Oscar Wilde)

生命、宇宙万物的终极答案是...42!

道格拉斯·亚当斯
(Douglas Adams)

守的以及更有限的风险收益承受能力的投资者而言，主权收益融资和金属系列融资公司以及高级生产商是投资组合的核心。投资于年产量低于 100 万盎司的生产商，则需要更多的尽调。

拥有合适的人员（管理团队，董事会主席）往往会最大化股东价值。应花大量的时间来研究公司的管理团队，但是仅查看公司过去的成功是不够的。因此，仅查看他们目前就职的公司网站上的简历是不够的，因为这只会突出该人的成功。更重要的是浏览他的整个职业生涯，关注失败经历。此外，如果有像罗伯特·弗里德兰(或罗斯·比蒂这样的人高度参与公司运作并拥有实质利益，这本身就是一个很好的调查起点。当然，有必要可以进行额外的尽职调查，但要确保合适的人员参与，可以适当降低潜在的投资风险。

另一个重要的定性方面就是股权的细分：创始人或董事长的大量投资；非常成功的投资人和企业家（如埃里克·斯普洛特或皮埃尔·拉森德）的大量投资；其他公司的投资，如果涉及多个中级和高级生产商，则更有意义；当然还有管理层持股。还应该研究高管薪酬，因为这些管理团队至少部分薪酬是以股票或股票期权的形式，他们的利益与股东更加一致。

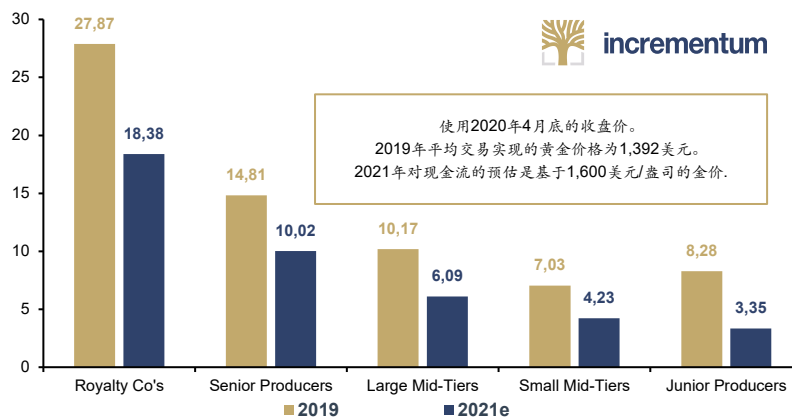
应该在完成以上调查之后，才查看公司的资产及其质量。但同样，如果您有合适的人员参与其中，则很有可能通过公司成功的勘探或优质的收购来提高投资组合的质量。

我们最喜欢的估值工具之一是市场价格与净资产比率 (P/NAV) 和公司估值与经营现金流比率 (EV/OCF)。取决于公司的规模，是否拥有更优质的资产及其成本结构，不同规模的公司通常有以下 P/NAV 倍数：

- **主权收益融资和金属系列融资公司：**由于大型公司优越的商业模式，该比率通常为 1.50 倍至 2.60 倍。中型公司为 1.0 倍至 2.0 倍。小型公司为 0.75 倍至 1.50 倍
- **高级黄金生产商：**（生产量 > 100 万盎司金）通常为 1.50 倍至 2.25 倍
- **大型中级生产商：**（生产 50 万至 100 万盎司金）：通常为 1.20 倍至 1.80 倍
- **小型中级生产商：**（225,000 盎司– 500,000 盎司，至少有三个采矿项目）：通常为 1.0 倍至 1.40 倍
- **初级生产商和开发公司：**（最高 225,000 盎司金）：通常为 0.65x-1.10x

关于现金流倍数，下图表明了大、小型公司 2019 年市现率 (P/CF) 的趋势和对 2021 年市现率的预估。由于政府强制关闭全球某些地区的采矿业务，预估值缺失，因此使用 2021 年的预估值而非 2020 年。每个类别使用的价格是截止于 2020 年 4 月 23 日的收盘价。2019 年平均黄金价格为 1,392 美元/盎司，当年最后一个交易日的价格为 1,514 美元/盎司。2021 年对未来现金流的预估是基于 1,600 美元/盎司的金价。

市现率, 2019 and 2021e

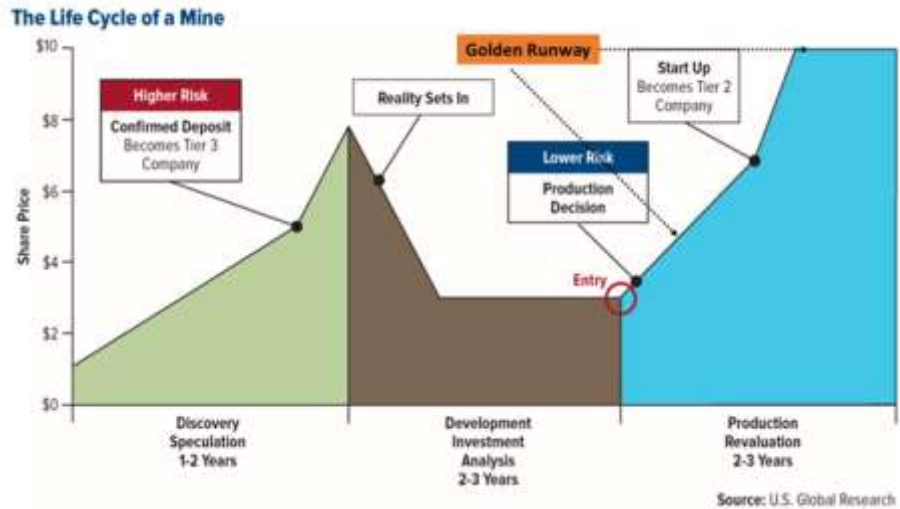


Source: Company data, Reuters Eikon, Incrementum AG

对于贵金属投资组合应持有股票的数量，没有什么特定的数字。当然，这是在投资者拥有实物黄金和白银之后。投资组合中理想的持股数会有不同，但根据我们以及其他业内人士的经验，大约 8 到 15 个是证明有效的持股数。如果持股接近 8 个，那么这些主要应该是生产商；越接近 15 家，就应持有更多的开发和勘探公司。同样，这都取决于投资者的目标。持有公司的数量还应取决于每个月为研究单个公司愿意花费的时间。一般而言，投资者愿意每月在他持有的单支股票上花费 60-90 分钟的时间。否则，管理良好的矿业基金可能会是更好的选择。

在规划贵金属投资组合时，必须与投资者的投资目标和风险承受能力相适应。比较保守的投资者显然会更青睐主权收益融资和金属系列融资公司和高级生产商，以及一些大型的中级生产商。适度进取的投资者可能还会选择大型和小型的、高速增长的中高级生产商和初级勘探公司。

在我们的投资生涯中，我们发现的又一个后来被证明非常成功的事，那就是对那些接近试生产前期（PPSS）的公司进行投资。如果价格还没有大幅变动，在建造开始后，这些往往是很好的投资。已经进入试生产前期（PPSS）的显然更理想，因为项目的风险已进一步降低。



我们现在是处于不同的投资环境中吗？由于美元上涨，通胀预期下降以及油价暴跌，投资组合中的黄金和黄金矿企变成能比债券更好地分散投资风险。这种奇怪的现象可能表明，在采取了十年的非常规货币政策之后，投资者正在转向投资“实物资产”来分散风险。

佳富智库
GaveKal

简而言之，所有公司的管理和财务方面都至关重要。一旦核查完毕，资产的质量和公司融资的能力也很重要，值得深入研究。尽管这听来有些奇怪和违反常规，但估值方面实际上是最简单的部分。关于创建理想的矿业投资组合（尤其是只要黄金白银比（GSR）保持在 90 或 100 以上），发现并投资优质的白银股，虽然目前看来可能不是好的投资，但随着牛市的发展，收益将显著增加。

如果您的股票配置合理，或是按合理的估值直接对优质公司进行投资，您应该可以获得丰厚的回报。然而，高波动性将继续存在，投资者可以利用它或在短期底部附近被吓跑。要么必须能够承受波动，要么就必须彻底放弃采矿业的投资。

总结

伟大的财务成功故事是那些用现金进行抄底的人。

拉塞尔·内皮尔
(Russell Napier)

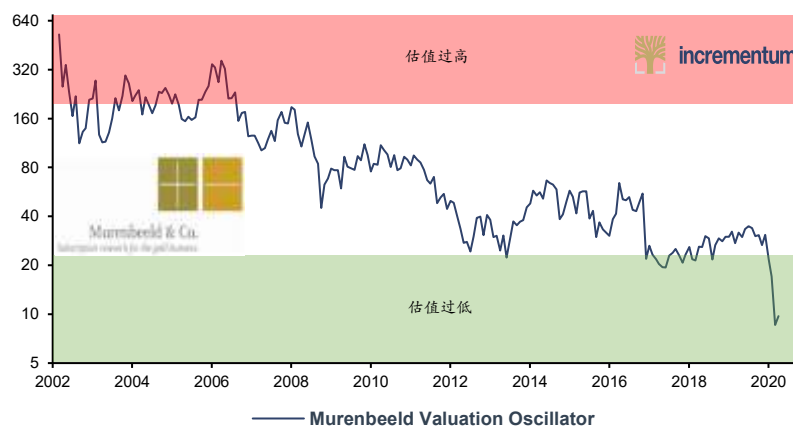
对于准备好迎接挑战的首席执行官和管理团队来说，这个新时代确实是一个黄金时代。

麦肯锡
McKinsey

我们仍然坚信，残酷的四年熊市致使大多数的矿业公司现在有了更坚实的基础。生产商现在更精简了；他们减少了沉重的债务，未来将从金价的上涨中受益更多。

与 2001-2011 年的牛市不同，作为一项额外的奖励，公司已经开始向股东返还资本，如果它们的资本再投资不能获得更高的回报率。仅在 10 年前，这几乎是闻所未闻，除了最大的生产商会支付少量股息外。今天我们看到各种规模的公司都在派息或回购股票。有越来越多的公司将其派息率与经营现金流挂钩。从估值的角度来看，该行业就收益和回报，从未这样好过。¹¹⁷

S&P/TSX 全球黄金 - Murenbeeld 估值震荡指标 (对数比例), 公式:
 $P/B * EV/EBITA * 十年国债收益率$



Source: Bloomberg, Murenbeeld & Co., Incrementum AG

我们认为，并购将继续成为重要的推动力。在整个采矿业中，黄金可能是最分散的，我们认为，黄金行业及黄金投资者将从整合中获得可观的收益。我们 Pollitt & Co. 的朋友估计，25 家黄金生产商的产量仅占黄金总产量的 45%，而世界铁矿石和铜产量的 50% 分别来自 4 家和 10 家公司。¹¹⁸ 现场技术人才似乎也很少，但最近我们确实看到了许多积极的迹象。但是，“资源资本基金”的一项内部研究表明，从可行性研究到试运行的 107 个采矿项目中，没有一个是预算之内。它们平均超出预算 38%，中位数为 28%。¹¹⁹

我们在前几年提出的假设是，黄金牛市必须始终通过矿业股来确认。如果我们来分析采矿业的状况，似乎风险偏好尚未真正恢复。小型黄金矿业 ETF (GDJ) 指数相对于黄金矿业 ETF (GDX) 指数在 2016 年表现出相对强势，但自 2017 年以来，小型黄金矿业公司再次表现逊色。¹²⁰ 如果我们将以白银矿业 ETF (SIL)¹²¹ 为代表的白银矿业

¹¹⁷ 这个精美的图表是由我们的朋友 Murenbeeld & Co 所提供。《执信黄金》报告的读者可以通过以下链接订阅，申请独家免费试读：<https://bit.ly/Murenbeeld-Incrementum>

¹¹⁸ Pollitt, Douglas. “黄金公司=金条？每个人似乎都想要……” Pollitt & Co., 2018 年 10 月

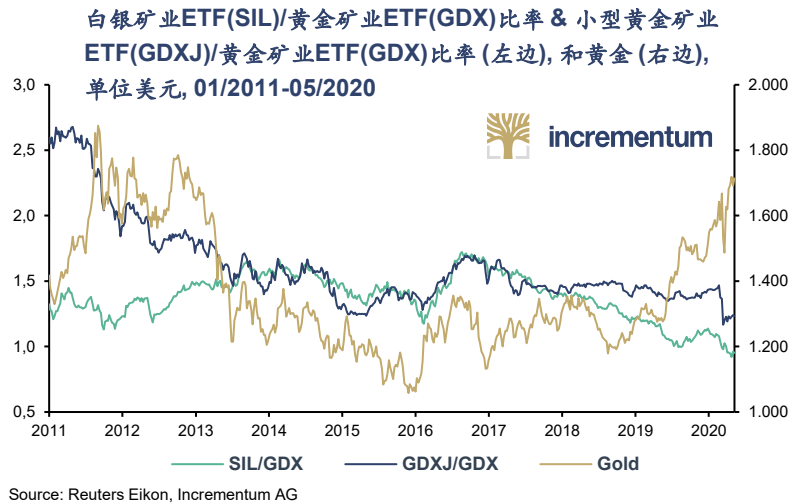
¹¹⁹ Harris, Paul. “Want investors? Do a better job!”, Mining Journal, 2019 年 4 月 29 日

¹²⁰ GDX 主要代表大市值的黄金生产商，而 GDJ 则包括风险较高的初级生产商和小盘股，同时 beta 值显著更高。比率上升表明较小的初级生产商股正表现出相对强势，继而表明投资者的风险偏好增加。

¹²¹ 全球 X 白银矿业 ETF (SIL)

股与黄金矿业 ETF(GDX)进行比较, 我们会发现势头仍然较小。我们认为白银矿企相对于广泛黄金矿业指数表现强劲, 是可靠的趋势确认指标。

狂欢一开始。
《了不起的盖茨比》The Great Gatsby

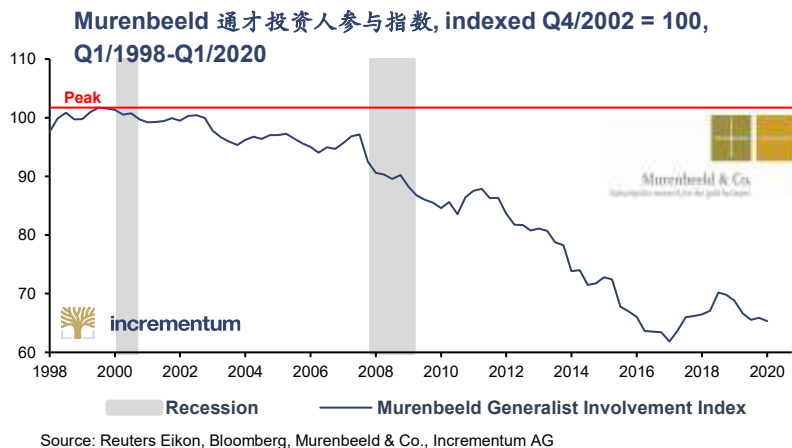


模式重复是因为人性千年未变。
杰斯·利弗莫尔
(Jesse Livermore)

简而言之, 采矿业的价值主张:

- 生产商的盈利能力在最近几个季度逐渐增强, 而债务却有所减少。资本纪律和成本控制仍然严格。
- 该行业的重点仍是为股东增加利润和现金流, 并吸引更多广泛的投资者。
- 疲软的能源价格以及强劲美元 vs. 疲软的本国货币提供了进一步的推力。
- 相对于黄金和其他行业, 与历史估值相比, 黄金股显然被低估了。
- 贵金属行业建设性的并购将继续。

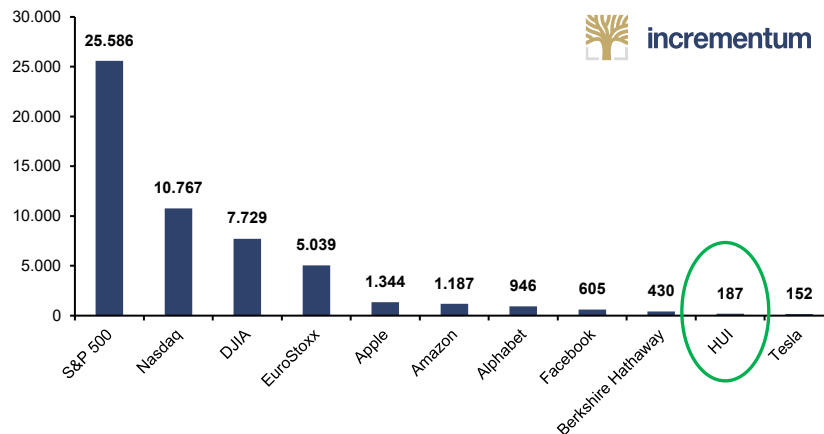
主要的黄金矿企大量涌现。如下图所示, 通才投资者正再次缓慢进入该行业。¹²²



¹²² 这个精美的图表是由我们的朋友 Murenbeeld & Co 所提供。《执信黄金》报告的读者可以通过以下链接订阅, 申请独家免费试读: <https://bit.ly/Murenbeeld-Incrementum>

已经很少行业能比采矿业获得更少投资界的投资。它几乎卑微的市值证明了这一点。在这方面，我们期望矿业公司及其股东在经历了艰难毫无起色的一段时期之后，能在未来几年收获丰收。**但现在，将由行业来履行其近几年作出的承诺，以建立新投资者的信心并吸引通才投资者。**

主要指数、全球参与者和黄金股的市值，单位十亿美元，05/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

探索开发 西澳大利亚皮尔巴拉地区黄金项目

Novo资源公司专注勘探开发西澳大利亚皮尔巴拉地区黄金项目。**Novo**资源公司整合了约**13,000km²**土地



更多详情请联系：
利奥·卡尔巴拉
公关副总裁
邮箱：leo@novoresources.com
电话：1-(416)-543-3120



中国的采金业

*“在金色的微光中，你闪耀得多么美丽！
来吧，可爱的人儿，跟我们一起笑吧！”*

(选自理查德·瓦格纳《莱茵的黄金》，莱茵的女儿)

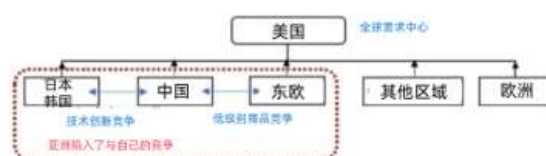
- 中国的采金业 (不仅仅是采金公司) 在国际上收购越来越多的金矿，并逐步树立自己的国际地位。其目标是涵盖整个黄金价值创造过程，并将此过程与中国内地更紧密地结合起来。

2004年，在上海举行的伦敦金银市场协会（LBMA）年会上，时任中国央行行长的周小川宣布了中国黄金市场转变的三个阶段，一是从单纯的原材料交易到金融产品交易的转变，二是从现货交易到期货交易交易的转变，三是从单纯的国内市场到融入国际黄金市场的转变。

“中国黄金市场的建立和发展，标志着包括货币市场、证券市场、保险市场、外汇市场在内的中国主要金融产品交易市场基本建成，完整的金融市场体系将为中国的宏观经济调控提供更加坚实有效的微观基础。因此，我们的目标是通过实现上述三个转变，建立安全、高效的黄金交易系统，充分发挥黄金市场的投资避险功能，促进黄金市场的发展。”¹²³

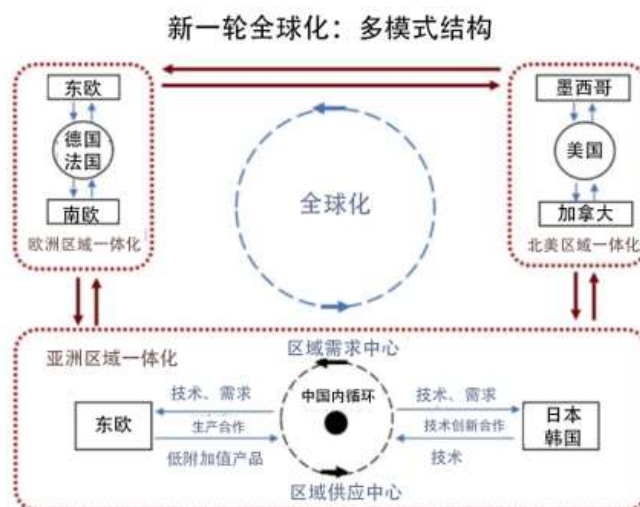
与此同时，中国正处于最后的阶段。得益于浦东新的自贸区，上海黄金交易所正向外国投资者开放，对于这些投资者而言，一方面可以满足上海黄金交易所只允许进行实物黄金交易的要求，另一方面这种方式交易的黄金不违反中国黄金出口禁令。中国的采金企业也变得越来越国际化。他们在海外购买资产，且大部分国有企业直接上市或通过其子公司间接上市。这多以上海或深圳以及香港两地双重上市的形式实现。这些公司的A股将只在中国内地市场交易，而在香港上市的H股将面向国际大众。

北京政府最近的另一个举措将加快这一进程。在即将到来的“十四五”规划中，中国国家主席习近平宣布了一项新政策：双循环。简单说就是：通过增加消费（内部）循环，中国更加自给自足，并能有力吸引资本和商品到来，同时中国也将改变其出口的根本，即从大量生产廉价和低质量商品转变为生产以高科技为重点的创新高质量产品（外循环）。¹²⁴虽然类似的战略在2006年就已经提出了，但最近的新冠疫情以及与美国进行的贸易战使这一长期目标转变为具有高优先级的近期目标。



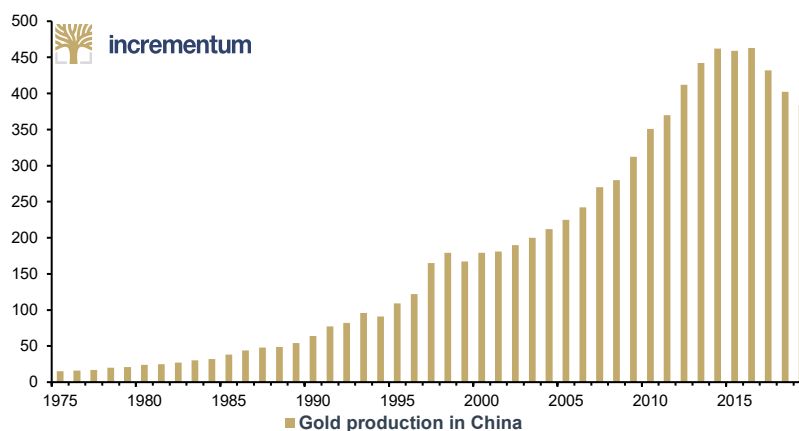
¹²³ 周小川. 充分发挥黄金市场的投资避险功能. 伦敦金银市场协会 2004 年全球贵金属年会, 上海, 2004:10
www.lbma.org.uk/assets/1d_zhou_lbmaconf2004.pdf

¹²⁴ vgl. <https://www.csis.org/analysis/dual-circulation-and-chinas-new-hedged-integration-strategy>
vgl. http://cpc.people.com.cn/n1/2020/0515/c64094-31709627.html?mc_cid=28966ada58&mc_eid=902fe70bde
vgl. <http://theory.people.com.cn/n1/2020/0320/c40531-31640512.html>



在不久的将来，中国将成为全球供应中心之一和亚洲中心。习近平的双循环政策理应是适用于普遍行业，尽管北京大多数决策者专注于半导体、汽车或其他高科技领域，但该政策也同样非常适用于中国不断增长和成熟的采矿业。此外，中国旨在涵盖生产价值链的所有范围，从勘探到生产，从黄金冶炼到金条和珠宝等深加工。

中国黄金产量，单位：吨 1975-2019

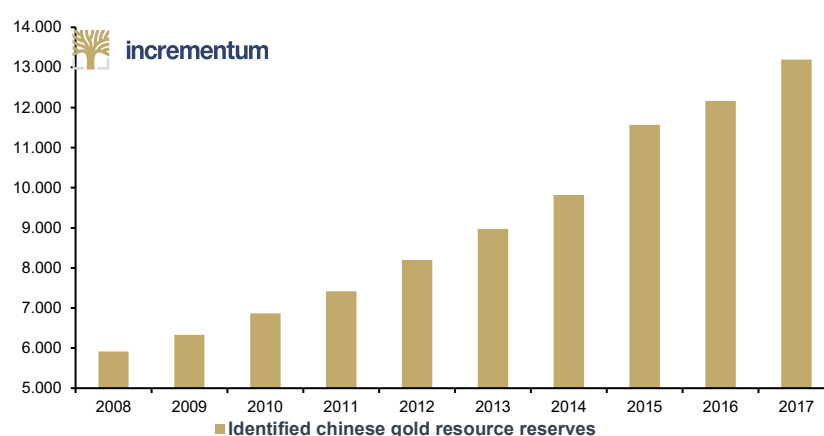


Source: China Gold Association, Metals Focus, World Gold Council, Incrementum AG

产量从 2016 年的峰值下降了约 17% 正反映了这一点。中国采矿业总体上正解决环境、社会和治理 (ESG) 问题，并加大力度改进所使用的技术并使其现代化。他们也注重企业社会责任，并以更好更精准的方式支持员工。与此同时，我们也看到了更积极的收购方式，一些中国企业正在大规模收购海外矿业资产。这也响应了“一带一路”倡议。近年来，海外项目投资总额超过 60 亿美元，以此中国企业获得了约 2000 吨黄金资源。

其中最为激进的中国企业是紫金矿业。公司最初成立于 1986 年，2000 年公司通过几家矿业公司的合并，最终形成如今的规模。紫金矿业在世界各地都有资产，包括塞尔维亚、刚果、秘鲁和塔吉克斯坦。他们最近投产了哥伦比亚的一个矿场。集团的重点是黄金和铜。紫金矿业拥有约 1750 吨黄金储量和 5700 万吨铜储量，约占中国黄金总量的 13%，约占中国铜储量和资源量的 50%。通过一些引人注目的收购，该公司在西方也变得广为人知。2018 年 12 月，该中国企业以约 14 亿美元收购 Nevsun¹²⁵，一年后以约 10 亿美元收购加拿大大陆黄金 (Canadian Continental Gold)，后者以现金要约的形式收购¹²⁶，这在采矿业中是不常见的。2020 年夏天，紫金矿业以约 2.4 亿美元的价格收购了圭亚那金田¹²⁷。由于这种分散的投资，紫金矿业目前在中国境外生产的黄金比在中国内地生产的黄金还要多。

探明的黄金资源, 单位: 吨, 2008-2017



Source: China Gold Association, Incrementum AG

紫金矿业最近在巴布亚新几内亚遭受打击。在这里，政府拒绝了紫金矿业与巴里克黄金 (Barrick Gold) 联合运营的波格拉金矿采矿权的延期申请。这造成了价值约 10 亿美元的储备损失。而这损失超过紫金矿业去年 43 亿元人民币 (约 6 亿欧元，同比增长约 5%) 的利润。该公司在 2000 年福布斯全球排名第 778 位，是世界上最大的采金公司之一。该公司的第一大股东是位于中国东南部福建省的上杭县闽西兴航投资公司 (为上杭县政府所有)，其持有紫金矿业 24% 的股份。紫金矿业在上杭县也设有总部。这种结构在中国股市普遍存在，政府实体 (独立于各级、中央政府、省或市) 往往持有上市公司的大量股份，而许多矿业公司仍完全受国家实体控制。如果中国的首次公开募股 (IPO) 制度更加宽松 (这终将是中国企业谋求更多资金的结果)，我们可能会看到更多的国有矿业公司为获取更多融资而上市。¹²⁸

¹²⁵ <https://www.mining.com/zijins-guyana-goldfields-takeover-backed-by-proxy-firms/>

¹²⁶ <https://www.bnnbloomberg.ca/chinese-company-zijin-mining-group-successful-in-takeover-of-nevsun-resources-1.1189117>

¹²⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-12-02/china-s-zijin-wins-over-canadian-miner-with-a-rare-cash-offer>

¹²⁸ <https://www.caixinglobal.com/2020-09-05/china-gold-mining-giant-zijin-fights-loss-of-1-billion-a-year-papua-new-guinea-mine-101601609.html>

紫金矿业香港股价 01/2014-12/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

对于中国最大的矿业公司——中国黄金集团有限公司（CNG，以下简称中国黄金）来说，情况尤其如此。该公司是北京市唯一一家中央直属企业，由国务院国有资产监督管理委员会监管运行。中国黄金实际上是一家大型联合企业，旗下有许多金矿企业，它共有 57 家子公司，但其中只有两家上市：中金黄金和中金国际（中国黄金持股 30%）。中金黄金在上海上市，而中金国际则在多伦多和香港上市，因此中金国际是唯一在内地拥有矿业资产的国际上市采金公司（香港除外）。但中国黄金不仅经营矿山，该公司还有冶炼厂和一家极其成功的珠宝连锁企业：中金珠宝。在全国各地还有 1800 多家中国黄金专营店销售中国黄金的投资产品，尤其是金条至多。

中国黄金直接或间接地控制着中国 30%以上的黄金储备。

中国黄金是中国黄金协会的会长，也是世界黄金协会第一位中国成员。¹²⁹ 同样是世界黄金协会的会员，山东黄金是中国的另一家大型采金公司，该集团由山东省政府控股，在上海和香港上市。它也在积极扩张。最近山东黄金以约 1.5 亿美元从纽蒙特矿业公司（Newmont Mining）收购加拿大初级矿业公司（TMAC Resources）股份，并向巴里克黄金支付了近 10 亿美元用于购买位于阿根廷的贝拉德罗金矿 50% 股权。从那以后，山东黄金与这家美国公司在股票上相互关联：两家公司都相互持有对方价值约 3 亿美元的股票。该公司还在中国内蒙古、甘肃省和福建省经营矿山。此外，该公司探获的山东西岭金矿是中国产量最高的金矿，公司估计这里的黄金储量至少为 380 吨，约合价值 220 亿美元。去年，山东的黄金产量约占中国黄金总产量的 6%。

¹²⁹ <https://www.gold.org/who-we-are/our-members>

山东矿业集团香港股价, 10/2018-12/2020



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

山东省是中国黄金最丰富的地区之一。因此，更多采金公司将总部设在这里也就不足为奇了。像重心只在中国的招金矿业就只在中国生产。该公司拥有共计 1640 万盎司的黄金储备，另有 3960 万盎司的黄金资源量。过去一年，公司的销售额在 63 亿元人民币，比 2018 年下降 12%，但得益于金价上涨，利润小幅上升至 4.8 亿元人民币。其管理层预计今年的利润将增长 50%。招金矿业不仅开采黄金，还通过出租冶炼厂给其他矿业公司来获得额外收入。今年公司的目标采金量约为 32 吨，其中约 13 吨将不出自公司自身。这项业务将来会进一步发展。得益于“一带一路”和“双循环”等倡议，中国将自己定位成原材料和矿石加工中心。一个很好的例子是，全球第一大铁矿石生产商淡水河谷（Vale）最近在宁波建造工厂，这家巴西公司专门为中国钢铁市场生产最现代化的产品。淡水河谷公司的竞争对手力拓也宣布了类似的举措。特别是对于中亚和东南亚的采矿产业而言，中国变得越来越重要，金矿石将在中国加工后在上海黄金交易所出售。

有趣的是，许多中国企业都在投资矿业公司，甚至自己就拥有矿山。例如，上海建设集团（SCG）通过其国际子公司上海外经集团控股有限公司（SEFCO）持有厄立特里亚扎拉矿业公司（Zara Gold）60%的股权。四川路桥集团是另一家在厄立特里亚拥有矿业资产的中国建筑公司。在南非，中非发展基金与金属贸易公司栢银国际贸易有限公司共同运营约翰内斯堡附近的莫德方丹（Modderfontein）金矿。¹³⁰这是中国企业控制整个价值链的另一个例子：从开采到加工再到交易。

结语

中国的采矿业正强劲发展并走向国际化和专业化。随着不断增长和扩大的投资环境，以及“一带一路”和最近宣布的“双循环”等政治倡议，中国采金业的前景将更加光明。预计将有更多的海外战略收购发生，以及更多为这些收购融资的 IPO。随着中国金融市场不断向世界开放，从长远来看，国际投资者也将获得更多的机会。

¹³⁰ Ericsson, Magnus Löf, Olof & Löf, Anton. Chinese control over African and global mining – past, present and future. Mineral Economics, 2020.



OSISKO
GOLD ROYALTIES

THE LEADING
GROWTH-ORIENTED
ROYALTY COMPANY

WORLD-CLASS ROYALTIES IN
PREMIER MINING JURISDICTIONS

PROVEN MANAGEMENT TEAM

A BETTER GOLD INVESTMENT

WWW.OSISKOGR.COM | TSX & NYSE : OR

做好准备， 接下来只会更“惊心动魄”！

——美国著名投资者、经济分析师吉姆·罗杰斯采访记录



杰森·纳特: 好的，2020年真是不平凡的一年啊，对吧？

吉姆·罗杰斯: 是啊，当我们以后回顾今年的时候，会感受到生活确实就是这样无常。今年确实是非同寻常的一年，而且到目前还没结束。11月还没结束，而且11月将会是很有意思的一个月份。

杰森·纳特: 是啊，还有关于美国大选的事情。我在准备今天的访谈时，还在想能不能讲讲胜出者，但是目前来看，还没有百分之百确定。大家都比较关注美国大选，关心接下来美国的形势，您怎么看这个事呢？

吉姆·罗杰斯: 嗯，我希望有人会赢。这很有可能是美国的第一次政变，不对，应该是美国历史上第二次政变。特朗普先生有可能会翻盘。对我来说，他的所作所为、行事风格令我很惊讶。但是，你知道，他有很多爱他的人。如果他说得够多，人们就会相信他。你可能还记得80年前德国的戈培尔先生。他很善言辞，是个可怕的家伙，他有句名言是：谎言重复千遍就是真理。他和希特勒把宣传的思想重复了一遍又一遍，人们开始相信他们，尽管他们是骗子、傻瓜和可怕的人。所以历史无数次证明，你只要说出来，人们就会相信。

杰森·纳特: 看事情的进展吧，一切都还悬而未决，但是，很多人都在谈论，现代货币理论和全民基本收入，我想至少其中一个是大选期间的主题，你认为真的会实现吗？

吉姆·罗杰斯: 杰森，纵观历史，只要有理论，就有谎言，然后困难时期就来了。很多人说，嘿，这是个好主意，让我们试试。现在我们钱更多了，每个人都想要更多的钱。听起来很棒，听起来很简单，但我想提醒你，杰森，关于我们之前的谈话，马克思先生有一个伟大的理论，听起来很棒。长期以来人们一直在尝试。没人想再相信马克思主义者了，我们现在知道它不起作用，但这并不意味着人们没有尝试

过，因为很长一段时间听起来很美好。所以随着事情变得更糟，今天有更多的钱，我们可能会有更多的人想尝试。英国人已经在这么做了，他们没有明说，但实际上是在做同样的事情。

吉姆·罗杰斯: 所以我担心，或者谁又在意我担心什么呢，我怀疑我们现在还在有越来越多的人支持印钞，因为印钞听起来很容易，也很美好。这很可能短时间内会有作用，是短期内！记住，杰森，历史无数次证明最后终将失败。但是曾今有段时间是起作用的，人们喜欢这种感觉。但是如果，如果今天印钞成为惯例，短期内会解决问题，但是最终，很显然，如果你印钞太多，除了我们手中的黄金和白银外，货币将会贬值。

杰森·纳特: 嘿，你最近有没有买进更多的金银？比如一年半前开始？或者说你怎么看现在的金银价格？

吉姆·罗杰斯: 一年半前我们第一次联系的时候，我对金价还比较悲观，观望等待。你可能还记得，我在 2019 年开始购买黄金，因为我很清楚大部分人的想法。而我从那时起我就一直在等着现在下跌，等待大家抛售黄金。你也知道，黄金是世界上最大的市场，而且很多印度人不得不抛售黄金。但是在恰当的时候，我会买入更多的黄金和白银。我不一定能抓住时机，我一直都是这样，但我肯定会买更多的黄金和更多的白银。现在我就可能会买进白银，杰森。是的，因为白银价格目前已低于历史平均水平，但金银我都会买进。

杰森·纳特: 好的，我希望我们现在能进行面对面财富，这样就可以看看你的收藏。

吉姆·罗杰斯: 是呀，你知道，我这一生从来没有卖过任何黄金，我给别人送过一些，但是我从来没有卖过。我希望我的孩子有一天能继承我的黄金。说了这么多，我只是想说在接下来的几年里黄金价格会上涨，正如现在局势动荡，价格将会被高估。但是没关系，这对我们来说非常有利，我担心的是，不，不是但是，而是可能发生的是产生泡沫。如果黄金变成泡沫，那就必须得抛售，因为泡沫必须出售，因为当泡沫破裂时，在很长，很长一段时间内都是灾难。嗯，所以我希望黄金不要变成泡沫，因为我不想卖掉留给孩子的黄金。除此之外，我希望有一天我所有的金银都给我的孩子。

杰森·纳特: 当你觉得黄金处于泡沫中时，你会告诉我们的，对吧？

吉姆·罗杰斯: 不，不用我告诉你们，我还要听你的，天呐，你们比我更了解黄金。大家都比我了解黄金。

杰森·纳特: 呃，你会说 2008 年发生在 08 年到 2011 年之间，当时贵金属大幅上涨，你觉得那是泡沫还是虽然有点泡沫，但它是健康的下调？

吉姆·罗杰斯: 我不觉得那是泡沫。1900 美元一盎司的价格不能称为泡沫。价格确实比较高，上涨了很多，但是，那不是泡沫的定义，在我看来，杰森，泡沫是指每天价格都在大幅上涨，大家都在购买，所有人都在谈论黄金。嗯，2011 年 9 月有些泡沫，但那不是泡沫。我这辈子见过很多泡沫，看过很多关于泡沫的书，全世界都有。那是一个价格过高的繁荣时期。我很信任你，也会告诉你，但不需要，你会知道，你也会告诉我。

杰森·纳特: 好的。所以当我坐出租车时，连出租车司机都会告诉我，除了黄金以外，别的啥都别买，只能持有黄金，因为它只会上升，这时警钟就应该开始敲响。

吉姆·罗杰斯: 没错，尤其是如果他要求你用黄金支付他打车费，如果他说，我不要钱，我要黄金，那就要非常小心了。

杰森·纳特: 要那样的话，估计我下不了出租车了。美国和大多数发达国家的财政状况如何，我们上次谈到了这个问题，但是状况似乎越来越深陷泥潭，越来越难以置信，对吗？你认为即使债务上升，收益率保持在低水平，你认为会发生什么，你认为这种情况会改变吗，或者随着债务不断增长，我们能够保持收益低水平？

吉姆·罗杰斯: 利率低？嗯，他们当然可以印钞，我买了，嗯，收益率比日本银行的多。美国中央联邦储备银行的钱比我多，他们可以暂时保持低利率。如果我们今天把更多的钱变成现代货币，当然，在一段时间内会保持低利率，帮助他们在一段时间内保持低利率。但是杰森，如果有些事好得不像真的，那就不是真的。最终，你知道，最终会败露。所以，是的，我们可能会看到低利率持续更长时间，但债务会越来越高，但没有人废除供求规律，他们也不能废除。如果你印钞印出巨额债务，或者如果你提高你的有机债务，利率最终看起来会更高。首先因为供给太多，其次，有些人开始说，等等，他们会想要怎么偿还？你知道，有些人会质疑可信度。

杰森·纳特: 是的，不过在3月份一切都崩溃的时候，发生些有趣的现象，似乎有一段时间，有几天，国债市场跟利率走势一样，国债收益率也开始上升。你对此有什么想法吗？这是否说明，当事情变得非常混乱时，国债并不像我们想象的那样安全？

吉姆·罗杰斯: 对，这正是我要说的。当国债过度发行时，人们会开始焦虑，哦，我的天，到时候他们将如何偿还债务？或者这么多国债，你知道，如果继续向市场注入国债，市场必定过剩。而且，不仅仅是国债，杰森，日本人，英国人，每个人都在这么做，大量的债券和债务从世界各地涌入，所以这不仅仅是美国国债的问题。

杰森·纳特: 是的，在上一次采访中，我们提到要想存钱会很难。你当时认为这会是一个持续现象，比如对于普通的50到60岁的父母来说，他们希望把积蓄放在安全的地方。但是我们聊过要找到安全的方式真的越来越难了。目前来看，你还同意这个观点吗？你认为这在不久的将来会改变吗？还是一段时间内还是会很难？

吉姆·罗杰斯: 杰森，我在投资界从来没用过安全这个词。你知道，也许我上次说过，但我有点意外，因为我知道没有什么安全的。

杰森·纳特: 你说过没有绝对的安全，基本上是不可能的。

吉姆·罗杰斯: 我刚想说，我可能脑子短路了。首先，你要明白没有什么安全的。有时候有些东西相对风险会高一些，但是在投资界没有绝对安全这回事，历史会一次又一次地向你证明这个事实。所以现在债券显然是有泡沫，利率达到历史新低。嗯，这并不意味着债券价格会涨，只是表明我们肯定处于泡沫中，在债券市场，呃，在股票市场，美国股市处于历史高点并不能说明这是泡沫。事实上，它不是，美国市场的某些部分可能处于泡沫中，但不是整个市场。

所以，我环顾全球唯一的资产类别，我没有看到任何货币处于泡沫中。仅仅商品是全世界最便宜的资产类别。我是说，商品价格下跌了很多。所以当放眼全球时，商

品是最便宜的，也许这是一个不太不安全的避风港，也许是白银，你知道，白银从历史高点下跌了 60%，杰森，那不算贵，不是泡沫。比历史最高水平下降了 60%，显然不是泡沫。呃，但要说安全，我不知道什么是安全的。

杰森·纳特: 好的。现在是 2020 年，一切都在数字化，你知道，我们很多人甚至都不去办公室上班。就像现在这样，我们看着屏幕互相交谈。

然后我们盯着屏幕看股市大盘，看到像苹果、谷歌的这样的大公司，就在我们交谈的时候，股价一路飙升。在这样的环境下，如何跟那些盯着屏幕看苹果股价的人们讨论像金银和商品这样的实物？实体黄金对他们来说很遥远。你知道，最终会有清算的一天，但这是什么时候呢？这样的市场情绪该怎么来修正？让人们意识到，我们确实需要实物商品。我的意思是，我的电脑是由铝、银、铜、锂制成的。这种转变什么时候发生？或者，以你的经验来看，是否有催化剂促使这种转变发生，也许你可以指引我们。

吉姆·罗杰斯: 好吧，杰森，我告诉你，纵观历史，没有什么是永恒的。市场不可能永远是熊市，也不可能永远是牛市。没有任何国家、任何资产是永恒的。那么苹果股价会不会下降呢？这是肯定的，信不信由你。总有一天，谷歌有一天会成为熊市，甚至消失。你知道道琼斯工业平均指数，这是世界上最著名的股票平均指数之一，始创于 125 年前。当道琼斯工业平均指数成立时，它拥有美国最惊人的蓝筹股，所有股票都是蓝筹股中最优的。现在这些公司没有一个还在道琼斯工业平均指数中，一个都没有，尽管在当时，这些股票都是非常仔细地最好的公司中挑选出来的。

所以不用担心。没有什么是永恒的。所以现在我对一个 26 岁的人说苹果总有一天会消失，他肯定不会相信。他只会认为，天啊，这真是老傻瓜。他会认为，我太老了，什么都不知道。我会说，对对对，你说得对。杰森，在这样的牛市中，你需要一个 26 岁的人的思维，26 岁的人认为市场超级好，而且认为这是常态，他们觉得自己很聪明，自己在赚钱。那么泡沫什么时候出现呢？你需要 26 岁的人来产生泡沫，而不是老人家，这听起来很疯狂。但是当牛市结束的时候，我们需要的是老人家的思维，而不再是 26 岁。26 岁的人不知道发生了什么，他们赚的钱也会输的精光，因为他不知道自己最开始为什么会赚到钱。所以是的，总有一天会结束的，不用担心。我也不知道是什么时候，我们都应该看《执信黄金年报》。

杰森·纳特: 好的，那看来我应该为自己不再是 26 岁而感到开心。

吉姆·罗杰斯: 嗯，我的意思是，杰森，正如我所说的，在这样一个时代，如果你选择了正确的市场投资，有 26 岁的心态是很好的。26 岁的一头扎入市场，每天都会打开电脑，开始购买，尽管她并不真正了解自己买的啥。

杰森·纳特: 嗯，是的，所以我之前谈到了市场情绪，我们想知道市场什么时候会偏向实物商品市场。我看到有一些名人，比如山姆·泽尔，保罗·都铎·琼斯，他们都说了，他们都开始对黄金感兴趣。你认为这会不会让大家对黄金更感兴趣，或者更宽泛地说，对实物商品市场感兴趣？

吉姆·罗杰斯: 当然，但是请记住黄金最近处于历史高点。人们并没有忽视黄金，这不是因为人们绝望或者做空黄金什么的，黄金最近创下历史新高。所以我很高兴山姆终于对黄金感兴趣了，或者你知道，在这一波涨价结束之前，金价已经非常高了。我说过，我希望黄金不会变成泡沫，但它有可能最终成为泡沫，白银也是一样的道

理，虽然目前白银处于历史至低点。但是，如果萨姆·泽尔或保罗·琼斯说，哦，天呐，我要买黄金，那肯定有人会听。

杰森·纳特: 好的，您对比特币怎么看？

吉姆·罗杰斯: 当然可以。我指的是很多人，约翰·保罗·都铎·琼斯，你之前提到他，因为他一直在玩比特币。很多人都有加密货币，许多加密货币已经消失了。杰森，你也知道，人们必须小心，呃，顺便说一下，钱以后可能只存在电脑上，在互联网上，这是毫无疑问的，中国现在已经如此。所以你去中国，你用现金打不到车，买不到冰淇淋，所有都用手机支付，他们在这方面领先于我们很多国家。世界上每个国家或几乎每个国家都在研究计算机货币、加密货币，最终，一切都会在电子化，显示在电脑上。

对吧？政府很喜欢这样，因为首先，这样更便于政府进行控制。第二，钱不必再打印出来，不必运输，不用特殊保护，也不要每天清点，这就变得很简单。他们喜欢电电子货币，呃，我讨厌这样，因为有一天他们会打电话来说，杰森，你这个月喝了太多咖啡了。政府对你做的事情了如指掌，这点我不是特别喜欢。但是货币肯定会电子化，会不会是比特币之类的东西，我想不会，因为政府不想失去垄断地位。

如果比特币最终被界定为非法货币，解码人们会说，我们比政府聪明。他们是很聪明，杰森，但是政府有枪。如果政府进来说，把这些东西当钱用是违法的，我们大多数人不会再继续使用。如果发展到那一步，我的意思是，我想不会走到那一步，但如果它成功成为一种交换媒介或者另外一种货币形式，政府绝对不会说你可以用比特币代替我们的货币。不，绝不会这么说。

杰森·纳特: 我的意思是，在过去的几个月里，很多不同的中央银行都在讨论建立一个类似于中央银行的数字货币，所以这可能是避免正面竞争的方式，比如他们会说，嘿，不要用比特币，用我们的电子货币，一样方便。

吉姆·罗杰斯: 是啊，他们总是这样。这对世界有好处吗？不。真的会发生吗？肯定会。政府总是这样做。

杰森·纳特: 嗯，正如你所说的，政府可能会在这次狂欢中吃到，但因为他们有枪，他们是规则的制定者，他们可以欺负第一个行动者，争夺有利位置。

吉姆·罗杰斯: 嗯，虽然我不喜欢，但是他们一直都有“枪”，我的意思是，有时在混乱时期，政府无法控制局势。在混乱时期，电子货币不一定有用。因为首先很多地方电子货币会贬值。其次，很多地方在混乱时期可能无法通网络，所以会乱上添乱，到那个时候，我不认为加密货币会有用。

杰森·纳特: 所以是的。您刚才提到中国，说你如果不用电子货币，都没办法买冰淇淋或者坐出租车。上次我去中国，都震惊了。

杰森·纳特: 因为我想要用信用卡付钱，那时是晚上8点钟，服务员翻了个白眼说，就是因为你，我还得把机器打开设置好，这里没人再用这种落后的塑料卡片了。这真是震惊到我了，就好像去到了另外一个平行世界一样。1月份后就不能再到中国了，那您现在是在新加坡对吧？所以您看，放眼全球，对于新冠疫情的应对能力方面，东亚国家似乎做得更好，我很好奇也挺意外的。我给中国的朋友打电话时，他

们说中国目前可以不用再戴口罩了，外出就跟在 2019 年一样。这其实让我感到有些许不安，为什么他们会应对得这么好呢？

吉姆·罗杰斯: 对，你上网的话，会看到中国人在逛街，自由出入餐厅、酒吧等等，一片祥和，这可能和别的国家不一样。可能这确实是真的，但也有可能是政府在撒谎。所有政府都撒谎，包括美国，特别是美国政府。但正如你所说，人们可以自由出行，亚洲国家的人们在享受生活。我不知道为什么亚洲国家相比于其他国家来说，做得没有那么差，但是我觉得封城是不对的。人类历史上经历了很多次的疫情，但从来没有那一次是全国封锁的。

吉姆·罗杰斯: 没有哪一次要关闭所有麦当劳，没有哪一次停飞航班或者航运。这次的情况在我看了是媒体或者政客慌了，把所有的关停了。历史上的瘟疫从来没有像这次这样全部停摆，有时候治愈的方式可能比疾病本身造成的损伤还要大。比如瑞士没有封城，中国短时间封城，不慌张的政府可能比其他国家处理得更好一些。三四年后人们会有个客观的评价，到底谁对谁错。

杰森·纳特: 目前您对新加坡还满意吧？

吉姆·罗杰斯: 是的，在新加坡我很开心。现在新加坡封城了，但是之前并没有封城，而且疫情处理的也很好，这也证明了我刚刚的观点。我们在新加坡很开心，我的孩子们、妻子都很喜欢这里，我们在这很开心。

杰森·纳特: 好的。之前我们聊过，您认为在接下来的十年应该选择在亚洲生活，现在您还是持这个观点吗？如果在世界另一个地方的年轻人正在听我们的谈话，您觉得亚洲仍然是充满活力和发展前景的地方吗？

吉姆·罗杰斯: 嗯，对于任何人来说，搬到另外一个国家或者世界上的其他地方都是一个很大的改变，但是对我来说，亚洲仍然是未来的选择。亚洲有自己的问题，但是放眼全球，任何个人、公司、家庭或者国家在发展过程中都会有自己的问题。我是个美国人，但我必须得承认，美国目前是世界上最大的债务国，而且越来越糟。英国在做一些奇怪的事情，虽然我很喜欢那个地方，但是我们的面对现实。杰森，亚洲确实有自己的问题，但是在我看来，我还是会选择亚洲。

杰森·纳特: 好的吉姆，上次聊天你说过，未来更多的是要考虑怎么生存下去，不知道你还记不记得？

吉姆·罗杰斯: 对，我记得我说过。有时候我说的还挺准的，杰森。

杰森·纳特: 那么现在您还是持同样的观点吗？未来人们要怎么才能更好地生活，而不是生存？因为就我个人而言，通过跟朋友和家人聊天，尽管目前新加坡的情况相对有所好转，但人们还是在挣扎。就目前的情况而言，就业市场更加艰难，也许有点让人窒息。有什么好消息要告诉大家，事情会朝着好的方向发展，或者更加专注未来的美好事物。

吉姆·罗杰斯: 杰森，每个人都应该对现在发生的事情有所了解。你知道，我们读《执信黄金》年报 (IGWT)，尽可能地了解目前的形势，因为未来的情况可能会更加的复杂和糟糕。你知道的越多，你就越担心，就越准备得充分。你知道，三十年代发生了可怕的大萧条，但许多人走出了三十年代，变得非常富有，非常成功。每当悲剧发生时，有的人做的很好，中国有个词叫“危机”，哎呀，我们在英语中没

有这个字，但是危机的意思是，你知道，亚洲人历史悠久，危机代表机遇和灾难并存，是同一个事情。对了，这个词在韩语和日语中都有。

吉姆·罗杰斯: 我念得有点不一样，但字是完全一样的，表示机遇和灾难是一回事。所以，是的，如果你准备好了，你可能会有所收获。但是我们中的许多人情况会非常艰难，希望我能活下来，也希望你也能活下来，我希望每一个看《执信黄金》(IGWT)的人都能幸存，我们相信他们会活下来，但不要认为未来十年会是一片玫瑰花坛。

放眼看看我们这些年欠下的债务，杰森，2008年就因为债务问题导致经济危机。自2008年以来，各地的债务都在飙升，即使中国，现在都已债台高筑。20年前中国还没有太多债务，现在连中国都负债累累。所以要做好准备，就不会有问题。但是生存仍然是未来十年或二十年的重中之重。再次回顾过去，美国积累了惊人的债务。我有两个小女儿，他们是美国人，天啊。五年，十年，美国有人会说，等等，这些债务都是从哪里来的？我们要怎么偿还这些债务？我的女儿们到时候会成为年轻女性，要面对这些问题确实不容易。

杰森·纳特: 嗯，有趣的是，在整个选举季节，没有人谈论债务。它就像房间里的大象，对吗？好像一般人无法感受到债务的存在一样，或者大家只是太习惯于负债的存在，认为这并不要紧。

吉姆·罗杰斯: 杰森，他们想过得开心。政客们希望你投他们的票，因为他们想要传达的是一切都很美好。不久前，在美国有一项研究表明，成功的政治家就像在校期间擅长运动的人一样，你知道，每天去上学，当你休息时，操场上最擅长运动的孩子变成了政治家。所以我不知道他们在干什么，他们只是想让你感觉良好，然后你会投他们的票。不幸的是，这样的麻痹下，你会忘了为生存担心。

杰森·纳特: 嗯。从这个意义上说，谁赢并不重要，对吧？债务仍然没有改变。

吉姆·罗杰斯: 嗯，债务会一直存在，而且会越来越多，所以，我希望你能够放在心上。

杰森·纳特: 好的，我很担心这个问题。最后一个问题，好像自从我们上次聊天以来，在我看来，世界似乎变得越来越去全球化，变得越来越模块化。就像欧洲在一边，美国在另一边，你认为美国及世界经济错综复杂的2019年是倒退，还是以不同的方式的前进，因为人们开始争夺，贸易权限的优势地位？

吉姆·罗杰斯: 杰森，如果你愿意的话，可以看到纵观历史，有很长一段时间世界都在向更全球化的方向不断开放。我们也有很长一段时间，世界一直在关闭封锁，变得不那么，嗯，全球化。开放时期总是更繁荣，对人们更好。这并不是说我们没有不景气的时候，世界正在逐渐封锁。当我看着这个世界时，我看到许多人在逐渐封闭自己。这样不好，我不喜欢。但我刚好知道这种事一直有发生，而且以后也会发生。现在我可以理直气壮地说，不要封闭，别这么做。但是当人们有封闭情绪时，尤其是当经济不景气的时候，会更倾向于封闭。当情况糟糕的时候，人们总是爱责备外国人，因为他们有不同的语言，不同的肤色，吃不同的食物，一切都不同。人们很容易怪罪到外国人头上，因为这是最简单的方法。

那么，当人们越来越封闭的时候，杰森，也是历史上屡次发生的问题之一，很少有人吸取历史的教训。事实上，我们从历史中学到的教训就是：我们从历史中什么也没有学到。如果真的吸取了历史的教训，我们都会过得更好。

但是目前华盛顿并不从历史中学习，即便他们学习历史，也自认为比历史人物更聪明。特朗普先生觉得自己比历史聪明，听他的就行，他理解的历史和我们都不一样。但是历史证明，闭关锁国有百害而无一利，但是人们充耳不闻，认为都是外国人的问题，想要驱赶外国人。历史上发生过很多类似的事情，有些大国闭关锁国后都衰落了。

杰森·纳特: 好的吉姆，那在今天的采访结束之前，你最后想对我们的读者和听众说点什么呢？

吉姆·罗杰斯: 嗯，我想再重复一遍，要多学多看，让自己充分掌握信息，如果你变得博学，你就会担心未来。如果你担心，你会为未来做好准备。因为在我们的生活中有很多困难的时期，随着历史的发展，会有很多不好的时期到来。如果你准备好了，你就能挺过来。挺过来后，你可能会脱颖而出，而不故步自封，充耳不闻，对世事视而不见。

杰森·纳特: 好的，懂了吉姆。非常感谢您，和以前一样，和您聊天非常愉快，希望明年我们能够再次进行采访。

吉姆·罗杰斯: 我很荣幸杰森，我也希望明年能再来一次。我希望有明年，希望形势不要糟糕到明年不复存在。

杰森·纳特: 如果明年没有网络了，那我可能得走好一段路到您家进行采访。

吉姆·罗杰斯: 如果没有网络，那你还真得亲自来一趟。如果没有网络，我们还得想想怎么纪录。好的，很高兴进行这次采访，再见杰森。

西门

矿业有限公司

TSX.V: XIM
OTCQB: XXMMF
FRA: 1XMA

100%所有



立志成为下一个不列颠哥伦比亚的
黄金生产商

极其
珍贵的
金属资产

加拿大不列颠哥伦比亚

同样是100%所有

布雷特低温热液充填型
金矿床项目

阿米莉亚
金矿



XimenMiningCorp.com

黄金，将何去何从？

“如果我们想在接下来的二十年里蓬勃发展，就必须跳出过去四十年来的固定思维。”

克里斯·科尔, Artemis 资本管理

重点

- 我们正经历着 90 年来最严重的经济收缩。由于当前的危机，债务状况有可能在这十年中升级。
- 投资组合中如果纳入了抗脆弱性资产，则更不容易受到冲击。在充满挑战的投资领域，“抵御危机”的投资组合在历史上的某些情况下甚至能够大幅升值。
- 通缩压力现在比以往任何时候都要大。央行正采取日益极端的手段来抬高价格水平。这些措施有可能失控，并导致货币大幅贬值。
- 经过保守校准，我们的专有估值模型显示，在这十年结束之时，金价将达到 4,800 美元。
- 如果货币供应量的增速与 1970 年代类似，那么金价可能在 2030 年之前将达到约 8,900 美元。
- 鉴于这特殊的错综复杂的情况，我们坚信 2020 年代将是投资历史上的黄金十年。

入门统计学教科书中教授的第一件事就是相关性不是因果性。这也是最先被遗忘的事之一。

托马斯·索厄尔

(Thomas Sowell)

因此，较高的债务、通货膨胀、名义 GDP、收益率和庞大的央行资产负债表。债券持有者要当心！

吉姆·里德，德意志银行

(Jim Reid, Deutsche Bank)

在通货膨胀和实际利率恢复正常水平之前，只有有效的高负利率政策才能刺激经济。

肯尼斯·罗格夫（经济学家）

(Kenneth Rogoff)

今年的《执信黄金》年报的主要结论是，2020 年代将是投资历史上的黄金十年。不是因为“黄金的二十年代”（在德国被称为“咆哮的二十年代”），正好迎来了它的一百周年，而是因为黄金将成为当前经济、政治和整个系统性挑战的最大受益者。

总结，2020 年《执信黄金》年报之“黄金时代即将来临”

- **去美元化**: 不论是从结构层面还是重要性来看，美元可能仍然是全球无可争议的第一货币。但除了去美元化的重大步骤（例如引入共同的欧洲货币或以人民币定价黄金和石油）外，还有许多小的步骤。央行的黄金储备，近年来在一些国家已经显著增加，意味着一个国家在新的世界货币秩序的谈判桌上必须提供多少代币。
- **金融压制**: 在反对为所谓的反恐和广义上的犯罪投入大量资金的多年之后，甚至在新冠病毒爆发之前，高负利率合理化的经济原因也再次浮出水面。由封锁和严重的经济衰退导致的公共债务大幅增加，将进一步激化对负利率的渴望。
- **矿业股**: 四年的熊市致使大多数的矿业公司现在有了更坚实的基础。生产商现在更精简，他们减少了沉重的债务，未来将从金价的上涨中受益更多。与黄金和其他行业相比，矿业股在历史上一直具有很高的吸引力，因为几乎没有其他行业可以像采矿业有着清晰可预见的现金流和利润，因此矿业股似乎越来越受到通才投资者的关注。从相对的角度来看，股息政策可能越来越重要。今年到目前为止，从更广的市场来看，暂停或取消派息的公司比过去十年的总和还要多，131 但例如亚马纳黄金（派息率为 25%）、纽蒙特矿业（派息率为 79%）、B2 黄金和柯克兰莱克（派息率分别为 100%）最近都大幅增加派息。这清晰地表明了，矿业公司的盈利能力在不断提高。

¹³¹ 请见“[Companies Are Suspending Dividends At Fastest Pace in Years](#)”, Wall Street Journal, 2020 年 4 月 28 日

黄金，将何去何从？

作为黄金投资者，金价在未来的黄金十年将如何发展是我们很感兴趣的问题。在今年的《执信黄金》年报中，我们已从各个角度研究了这个问题。最终，我们要使用专有的估值模型来进行研究。

适应还是灭亡永远是自然界不变的规律。

H.G. 威尔斯
(H.G. Wells)

想要拥有黄金，而非渴望拥有黄金，可能将是未来十年的特征。

拉乌尔·帕尔
(Raoul Pal)

对黄金的估值完全不同于对有现金流的资产的估值。财务中常用的现金流折现模型不适用于黄金。毕竟，在法定货币体系中，金价长期上涨的幅度与货币供应增长的幅度相同，这是因为现有的黄金供应几乎恒定，而货币供应则持续增长。

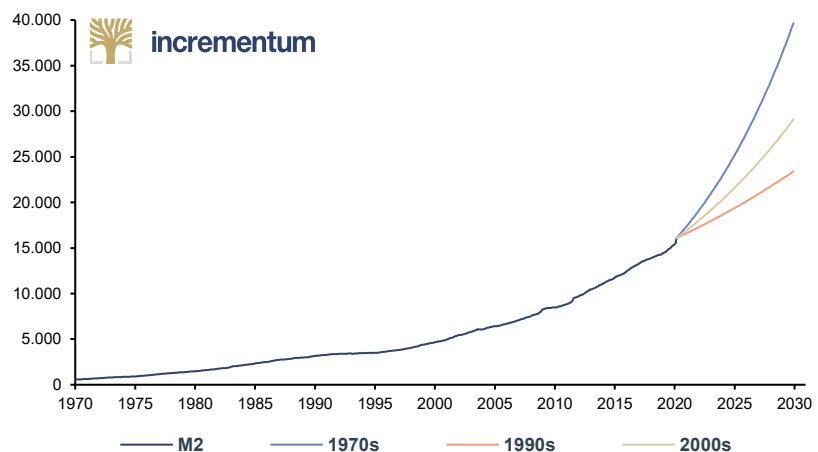
我们用两个参数来计算目标价格，即货币供应动态和间接黄金覆盖率。由于美元仍然是全球储备货币，并且对金价的影响最大，因此我们分析了美元区的数据并得出了以美元计的目标价格。

货币供应的未来发展

我们就未来十年货币供应的增长率设定了三个情景。之所以使用广义货币供应量 M2，是因为它比狭义货币供应量，例如基础货币、MZM 和 M1，波动性较小。我们把过去几十年的历史 M2 增长率当作潜在增长率，并预估了情景发生的概率。

- 快速增长的十年（1970 年代）**M2 增长率：年增长 9.7%**；发生概率：15%
- 缓慢增长的十年（1990 年代）**M2 增长率：年增长 3.9%**；发生概率：5%
- 平均增长的十年（2000 年代）**M2 增长率：年增长 6.3%**；发生概率：80%

M2 的不同情景，单位美元，01/1970-12/2029



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

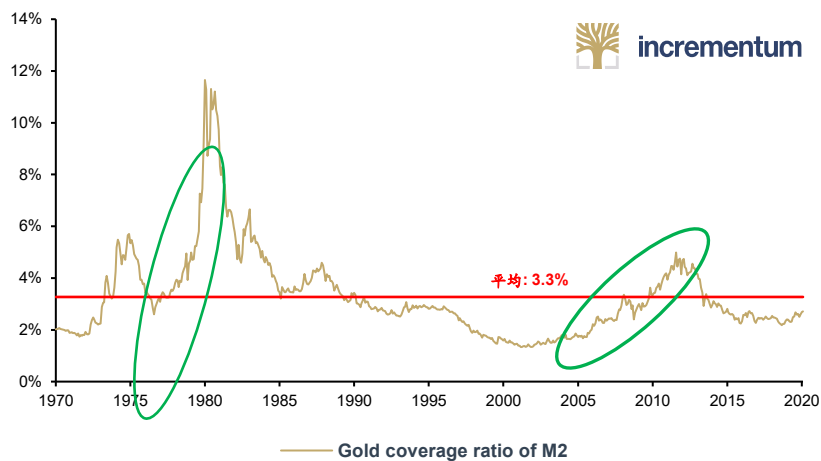
由于黄金/白银的供应相对固定，对保险需求的增加则意味着价格较高。黄金和白银的牛市主要也是金融保险的牛市。

约翰·布特勒
(John Butler)

间接黄金覆盖率

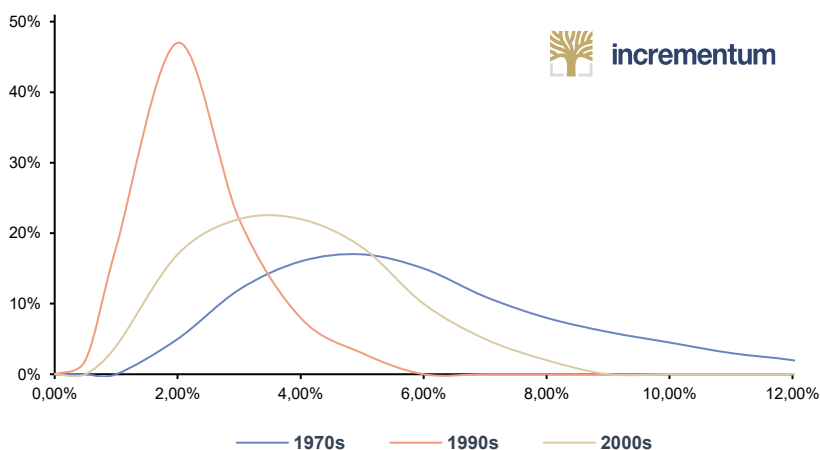
货币的间接黄金覆盖率是指，以当前金价计算的央行黄金储备的价值与货币供应量的比值。长期来看，货币储备 M2 的黄金覆盖率约为 3.3%。值得注意的是，在对货币体系的信心下降时，黄金覆盖率显著增加。1970 年代的滞胀以及 2007-2009 年的大金融危机和之后的急剧衰退，就是这种情况。

M2 的黄金覆盖率, 01/1970-02/2020



针对上面介绍的货币储备 M2 的三种增长情景，我们基于历史数据建立了分布函数模型。

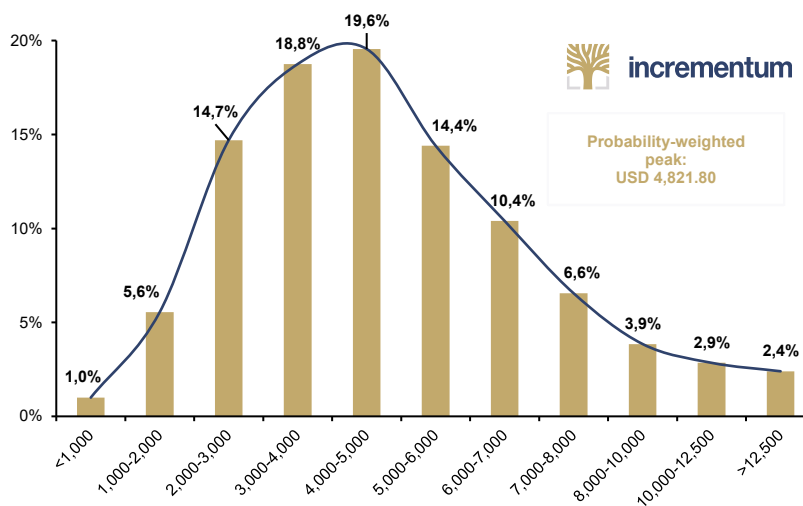
不同情景的平滑概率函数, M2 的黄金覆盖率 (x轴), 发生概率 (y轴)



如果我们现在计算所有情景下的累积分布函数，将出现以下情况：

- 我们预计金价在这十年结束之时将达到约 4,800 美元。
- 该分布呈明显右偏态。这意味着更高的价格出现的概率远大于更低的价格。

2030年按分布概率分类的金价，单位美元



Source: Incrementum AG

这种量化模型总有一定的模糊性。但我们采用了保守的方法来校准以上情景。尤其是因为今年《执信黄金》的报告中详细描述的特殊全球债务状况，因此在这刚开始的十年中，M2的增速要达到1970年代的水平并非完全不可能。在这种情况下，该模型显示，到2030年之前，金价将达到8,900美元。

执信黄金

下一个牛市在.....简单之中。

戴夫·罗森博格

(Dave Rosenberg)

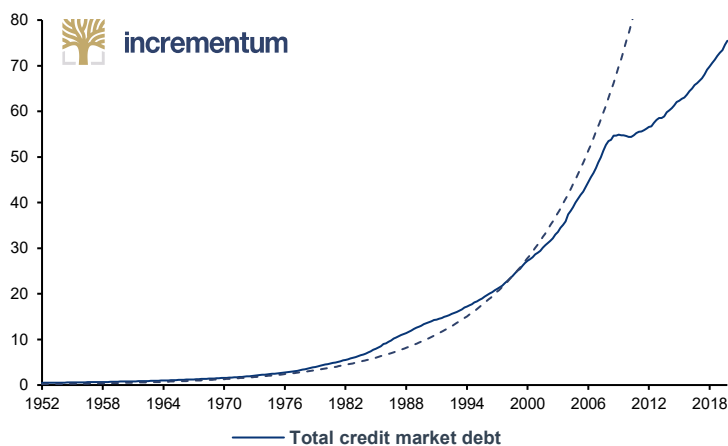
正如您从我们详尽的报告中所看到的，我们预计在新的十年将发生重大变革，并对金价产生积极的影响。我们对黄金持之以恒的原因是什么？首先最重要的是，我们对黄金的青睐是基于我们对货币历史的了解。米尔顿·弗里德曼恰当地表达了这一点，他说没有什么比一项临时政府计划更持久。理查德·尼克松于1971年宣布暂时取消黄金的可兑换性，结果似乎成了永久性的临时解决方案。这临时解决方案到现在已持续了近半个世纪。

如果某个东西是不可持续的，那么它将会自己停止。

赫伯特·斯坦
(Herbert Stein)

我们总不厌其烦地指出和记录这一步骤最终导致的系统性问题。¹³²下图可能是系统不可持续性的最好地总结。

信贷市场债务总额, (单位万亿美元), 和指数函数, Q1/1952-Q4/2019



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

做最坏的打算；期待最好的结果；
既来之则安之。

奥斯卡·王尔德
(Oscar Wilde)

债务总额呈明显指数型增长。特别是在大流行时期，对指数函数的敏感度会更高。尽管如此，传统媒体并未对基于债务的货币体系的可持续性提出质疑。我们认为，目前形式下的基于债务的货币体系终将结束。

预计将出现经济和货币动荡，因此未来几年将给投资者带来许多挑战。我们期待继续为您分析这些情况，并与您分享我们对未来发展的思考。我们合力将能应对这些挑战。在“黄金年代即将来临”的时刻，我们依然说：

执信黄金

¹³²有关 1971 年影响的更多信息请见 *WTF Happened In 1971?*

关于我们

罗纳德·彼得·斯多菲 (Ronald-Peter Stöferle) , 特许市场技术分析师 (CMT)



罗尼 (Ronni) 是 Incrementum AG 的管理合伙人, 负责研究和投资组合管理。

他曾在美国和维也纳经济与工商管理大学学习工商管理和金融, 并于学习期间在一家银行的交易部门实习。毕业后, 他加入了奥地利第一储蓄银行 (Erste Group) 的研究部门, 并于 2007 年发表了他的第一份《执信黄金》年报。多年来, 《执信黄金》年报已成为有关黄金、货币和通胀的行业标杆报告之一。

自 2013 年以来, 他一直担任维也纳教育学院的讲师, 并于维也纳证券交易所学院 (Wiener Börse Akademie) 发表演讲。他参与出版了 2014 年的国际畅销书 *Austrian School for Investors*, 2019 年的 *The Zero Interest Trap*。此外, 他还是都铎黄金公司 (Tudor Gold Corp.) 的顾问, 不列颠哥伦比亚金三角的重要探索者, 还担任瑞士黄金 / 马特宏峰资产管理公司的顾问, 同时也是 Affinity Metals (AFF) 顾问委员会的成员。

马克·瓦拉克 (Mark J. Valek) ,

特许另类投资分析师



马克 (Mark) 是 Incrementum AG 的合伙人, 负责投资组合管理和研究。

Mark 在全职工作期间, 曾在维也纳工商管理大学学习工商管理, 并自 1999 年以来一直从事金融市场和资产管理工作。在 Incrementum AG 成立之前, 他在雷菲森资本管理公司 (Raiffeisen Capital Management) 任职十年, 最后的职位为通货膨胀保护和另类投资的基金经理。他拥有共同创立 philoro Edelmetalle GmbH 的创业经验。

自 2013 年以来, 他一直担任维也纳教育学院的讲师, 并于维也纳证券交易所学院 (Wiener Börse Akademie) 发表演讲。2014 年, 他参与出版了 *Austrian School for Investors*。



Incrementum AG

Incrementum AG 是一家位于列支敦士登的精品投资和资产管理公司。独立和自立是我们理念的基石，这就是五个合伙人拥有公司 100% 股份的原因。在成立 Incrementum 之前，我们在法兰克福、马德里、多伦多、日内瓦、苏黎世和维也纳等地的投资和金融行业都有多年的工作经验。

我们非常关注近年来经济的发展，特别是关于全球债务上升和各国央行采取的极端货币措施。我们不愿相信当今经济的基础，即以债务为基础的信用货币体系，是可持续的。特别是在投资方面，这意味着行动方的视野不应局限于当前的货币体系。客户认可我们报告中的中肯的阐述和交流。**我们致力于提供可靠和创新的投资解决方案，权衡当今复杂且脆弱的环境中的机遇和风险。**

我们要感谢以下人员对 2020 年《执信黄金》年报的卓越贡献：

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Stefan Thume, Florian Hulan, Jason Nutter, Theresa Kammel, Philip Mastny, Alma Mischu, Nina Crocoll, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Brent Johnson, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Jochen Staiger, Heinz Blasnik, Hans Fredrik Hansen, Maik Enders, Julien Desrosiers, Iustin Rosioara, Chris Marchese, Emil Kalinowski, Elizabeth and Charley Sweet, Brian Bosse 和 Murenbeeld & Co, Markus Hofstädter 的全部团队, Jochen Staiger, Tea Muratovic, Richard Zeiss, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, David Schrottenbaum, 贝克钢铁资本管理公司 (Baker Steel Capital managers), Offroad Communication, Terry Heymann 和世界黄金协会的朋友们, Incrementum 出色的团队，当然还有我们的家人！



Gregor Hochreiter
主编



Richard Knirschnig
量化分析 & 图表



Jeannine Grassinger
助理



Stefan Thume
网页设计 & 媒体



Heinz Blasnik
贡献者



Julien Desrosiers
贡献者



Fabian Grummes
贡献者



Florian Grummes
贡献者



Niko Jilch
贡献者



Emil Kalinowski
贡献者



Theresa Kammel
贡献者



Chris Marchese
贡献者



Philip Mastny
社交媒体



Alma Mischu
排版



Jason Nutter
亚洲代表 & 贡献者



Charley Sweet
校对

联系方式

Incrementum AG
Im Alten Riet 102
9494 – Schaan/Liechtenstein

www.incrementum.li

www.ingoldwetrust.li

Email: ingoldwetrust@incrementum.li

免责声明

本报告仅供参考，并不构成投资意见、投资分析或购买/出售金融产品的要约。特别是，该文件不能作为个人投资或其他咨询建议的替代。本文所载的资料及表述仅反映本公司于报告准备之时的判断，并可在不发出通知的情形下做出修改。

作者力求精心、审慎挑选所使用的信息来源，但对这些信息的准确性、完整性或及时性不作保证（Incrementum AG 同样对此不作保证），各信息来源可供查阅，亦不对因使用该报告而引发的损失（不论何种性质的损失，包括直接或间接损失，由于未来潜在收益的损失或预测的精确性导致的损失）承担任何责任。

版权：2020 Incrementum AG. 版权所有，翻印必究。

公司介绍



赫克拉矿业公司 (Hecla Mining Company)

赫克拉矿业公司 (NYSE:HL) 是美国最大的白银生产商，魁北克第五大黄金生产商。同时也是美国第三大锌和铅的生产商。

www.hecla-mining.com



马特宏峰资产管理公司 (Matterhorn Asset Management AG)

马特宏峰资产管理公司是黄金收购和存储领域的全球领导者，为投资人提供了位于瑞士阿尔卑斯山脉的全球最大、最安全的私人金库。

www.goldswitzerland.com



麦克尤恩矿业公司 (McEwen Mining)

麦克尤恩矿业公司力争成为专注于美洲市场的盈利的黄金和白银生产商。

www.mcewenmining.com



诺沃资源公司 (Novo Resources Corp)

诺沃资源公司专注于西澳大利亚皮尔巴拉地区的黄金勘探和开发项目。它积累了约 13,000 平方公里的土地项目资源。

www.novoresources.com



奥斯科黄金版税公司 (Osisko Gold Royalties)

奥斯科黄金版税公司是一家专注于美洲的中级贵金属版税公司，拥有 140 余支北美北美重点投资组合。

www.osiskogr.com



西门矿业公司 (Ximen Mining Corp)

西门矿业公司是一家加拿大上市的黄金和勘探公司，致力于成为不列颠哥伦比亚南部下一个大型的高品味黄金生产商。

www.ximenminingcorp.com

