

in gold we trust

.report

执信黄金·年报

2021年12月15日

中文版

货币气候变化

罗纳德·彼得·斯多菲、马克·瓦拉克

Ronald-Peter Stoeferle
& Mark J. Valek



incrementum

真诚感谢以下为 2021 年《执信黄金》年报作出贡献的优秀合作伙伴

合作伙伴详情请见 43 页



目录

| | |
|-----------|----|
| 引言 | 5 |
| 中国的采金业 | 18 |
| 黄金，将何去何从？ | 28 |
| 关于我们 | 39 |

声明

本出版物仅供参考，既非投资建议，也非投资分析或邀请买卖金融工具。具体来说，该报告不能替代个人投资或其他建议。本报告内容根据截至编写时所写，如有更改，恕不另行通知。

作者已竭尽所能选择所使用的信息来源，但其不接受对信息的正确性、完整性或及时性承担任何责任(列支敦士登投资公司也不承担任何责任)，也不承担由此可能导致的任何责任或损害(包括直接或间接损害、预期利润损失或影响预测的准确性)。

版权所有: 列支敦士登投资公司

高端黄金资产

不列颠哥伦比亚—加拿大

在加拿大不列颠哥伦比亚省南部，西门矿业集团在矿产可持续开采及贵金属勘探业务方面拥有领先地位。

100% 完全持有

肯维尔金矿

纳尔逊采矿基地

阿米莉亚金矿

著名格林伍德采矿基地

布雷特低温热液 充填型金矿项目

弗农采矿基地

目标开采量
8 百万 盎司
蓝海项目

Ximen

MINING CORP.

更多信息请访问
XimenMiningCorp.com

TSX.v XIM
OTCQB XXMMF
FRA 1XMA

引言

“一个想法就像一种病毒。顽强无比。感染性极强。再细微的念头也会生根发芽。它能塑造你，也能毁灭你。”

多姆·科布 (Dominic Cobb) , 《盗梦空间》

关键点

- 一场货币气候变化正在发生。我们确定了这一变化的五个关键要素：对预算的漠不关心、货币政策和财政政策的融合、货币政策新任务的创建、新数字货币的出现以及东西方之间的新冰期。
- 在经历了多年的强通缩压力之后，通胀力量现在占据了上风。
- 强劲增长的货币供应量导致了物价的上涨。因此，越来越多的央行将被迫实施显性或隐性**收益率曲线**控制政策。而实际利率仍将为负。
- 在蛰伏多年后，大宗商品价格现已觉醒。在这样的市场环境下，有形资产，尤其是大宗商品、精选股票和贵金属，应该成为投资组合的坚实基础。



拜登总统在 COP26 峰会上发表讲话

气候变化被误以为是发生在天气上的变化。事实上它是发生在我们生活方式上的变化。

保罗·波尔曼
(Paul Polman)

中国将力争 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和。这需要付出艰苦努力，但我们会全力以赴。
习近平

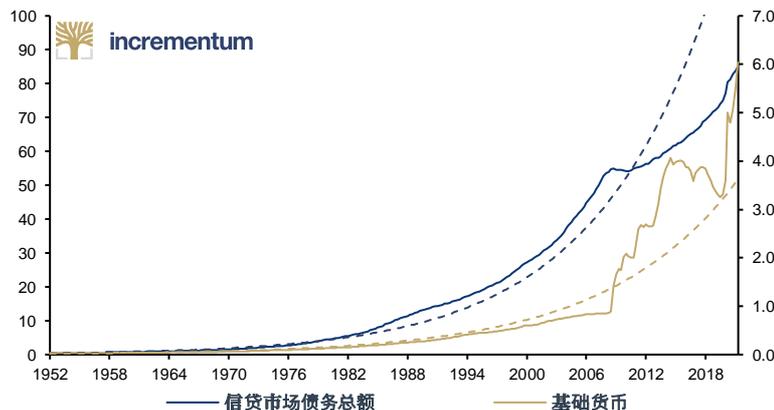
我们想改变游戏规则。
珍妮特·耶伦
(Janet Yellen)

气候变化已然成为一个普遍存在的问题。上个月，全球领导人（除习近平主席）在格拉斯哥参加 COP26 气候峰会时，重申了将全球变暖控制在比工业化前水平高 1.5°C 以内的承诺。会议开后，“绿色”、“可持续”和“气候中性”等词汇再次被人们所谈及。似乎没有任何公司可以避开像 ESG 和 SRP 这类缩略词的责任。

抗击全球变暖固然崇高，但还有另一个同样重要和全球性的问题缺乏关注：**货币气候变化**。如今我们看到迹象表明，现代基于债务的货币体系正被推向极限，而近两年新冠疫情造成的经济压力加剧了该迹象。

正如我们忠实的读者所知，美元与黄金是在 1971 年 8 月 15 日被称为“尼克松冲击”的事件中脱钩的。那一事件——**今年是其成立 50 周年**——催生了如今全球经济所依赖的金融体系。50 年来，没有一种货币得到像黄金一样的稀缺资产的支持，各国央行能够不受限制地制造货币。自那时起，货币供应量一直呈指数级增长，这一事实表明，央行已经利用了这一特权。

信贷市场债务总额 (lhs), 单位: 万亿美元, 及基础货币 (rhs), 单位: 万亿美元, Q1/1952-Q2/2021



来源: 路透社Eikon, 列支敦士登投资公司

在《2019 年执信黄金报告》中，我们的主题是**信任**，而**似乎对未来货币购买力的信任正被严重地削弱**。这种信任的缺失正体现在金融市场的发展上，类似于路德维希·冯·米塞斯 (Ludwig von Mises) 对“崩溃繁荣” (“crack-up boom”) 的描述⁴。对无担保货币的信任与否取决于央行是否滥用其制造货币的特权。而我们确切看到世界各地的央行通过暗中资助政府做到了这点。

我们当今目睹的**货币气候变化**是多面的，而新冠疫情和对其的政治反应已加剧了这种变化。

我们看到了改变货币气候的五大重要趋势：

1. 对预算的漠不关心

¹ “环境、社会、治理”——ESG 是企业社会责任的广义术语。换句话说，企业对可持续发展的自愿贡献超出了法律要求。

² 社会责任投资 (Social Responsible Investing, 简称 SRI)，又称社会投资，是一种因公司所从事的业务类型而被视为对社会负责的投资。

³ 参见《信任流失年代中的黄金》，2019 年《执信黄金年报》

⁴ 路德维希·冯·米塞斯人类行为。学术版。奥本大学：路德维希·冯·米塞斯研究所，1998 年。第十七章，间接交换。

简而言之，紧缩政策已经过时。

亨利·马克西
(Henry Maxey)

中国人民银行正筹备设立碳减排货币政策工具。

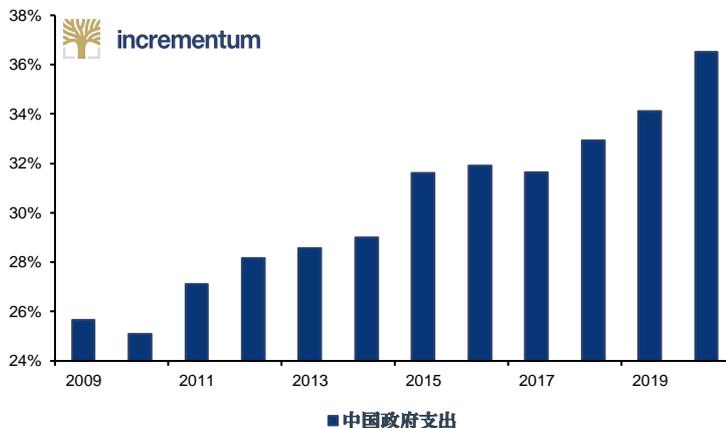
易纲，中国人民银行行长

除非我们在气候变化问题上采取行动，否则我们的子孙后代未来将如被煎炸烤烘般火热。

克莉丝蒂娜·拉加德
(Christine Lagarde)

世界各地政府财政保守主义已隐退了一段时间。2020年，中国政府支出占国内生产总值（GDP）的比例从34.1%跃升至37%⁵，是迄今为止最大的年度增幅。

中国政府支出，占国民生产总值百分比，2009-2020



来源：国际货币基金组织，列支敦士登投资公司

在欧元区，节俭的斯瓦比亚家庭主妇的信条在希腊危机之后仍然盛行，但自疫情开始后，政府就再次挥金如土。无论是对“绿色”公司的债务融资性补贴，还是对越来越多人口的永久性转移支付，还是对越来越多的人口进行永久性转移支付，越来越多的目标被视为重要证据证明政府需要承担越来越多的债务。如美国的债务上限、欧盟的《马斯特里赫特条约》以及其它国家的债务“刹车”措施等终极约束，要么被搁置、要么被慷慨地解读，要么干脆被忽略。一种“我死以后，哪管洪水滔天”的态度似乎占了上风。

2. 货币政策和财政政策的融合

这种新的财政主导地位正在加速货币政策和财政政策的融合。标志性的例子就是任命前美联储主席珍妮特·耶伦为美国财长，以及前欧洲央行行长马里奥·德拉吉为意大利总理。就连欧元区前硬通货国家的央行行长现在也在鼓励政客们增加赤字。⁶因此，必须通过数字印刷机为更高份额的赤字提供资金。现代货币理论⁷越来越多方面受到实际的检验。央行的政治独立性一直是人们对货币稳定抱有信心的制度保证。货币政策和财政政策越紧密，持续的时间越长，人们丧失信心的可能性就越大。

3. 货币政策的新任务

维护价格稳定一直是独立央行的首要目标。但央行行长们现在少有谈论价格稳定，而是更多地在可持续性、气候变化和多样性等问题上发声。今年10月，中国人民银行行长易纲表示，将会使用货币政策工具帮助中国碳减排。⁸欧洲央行行长克里斯蒂娜·拉加德一反惯例，在9月底举行的德国联邦选举中公开表态支持绿党（Green Party）的头号候选人。因此，自称是货币守护者的央行行长似乎已经过时了。再者，价格稳定的标准正在重新被定义。美联储在2020年夏天转变为“平均通胀目标”制度。随后，

⁵理查德，请添加参考资料，包括原始数据

⁶参见费伯，迈克尔：“Völlige Enthemmung der Geld- und der finance politik”（“货币和财政政策完全解除抑制”），新苏黎士报，2020年12月5日

⁷参见在2020年《执信黄金年报》中的《黄金十年的黎明》、在2019年《执信黄金年报》中的《信任流失年代中的黄金》

⁸参见《易纲行长在2021年30国集团国际银行业研讨会上的讲话与问答》，2021年10月

央行数字货币的理念与加密货币大不一样，因为央行数字货币是由国家发行的集中化数字货币。

克拉肯情报

(Kraken Intelligence)

围师必阙，穷寇勿追。

孙子

我们看到通货膨胀非常严重。

沃伦·巴菲特

(Warren Buffett)

2021年5月

欧洲央行在7月下调了通胀目标。自此，欧洲央行的目标是通胀率控制在2%，而不是“低于但接近2%”。此外，德国央行行长延斯·魏德曼（Jens Weidmann，可能也是欧洲央行管理委员会中最鹰派的成员）宣布，他将在今年年底退出。尽管他的继任者尚未被任命，但很可能他们会明显更加鸽派。

4. 央行数字货币对比去中心化加密货币

很多央行渴望尽快推出一种央行数字货币（CBDC）。在我们看来，CBDC是披着羊皮的狼。似乎围绕“数字资产”的热潮正把国有数字货币作为一项巨大的成就来推广。事实上，这将导致我们实施更高的负利率，并允许我们看到迄今为止对匿名现金最大范围的反击。CBDC的出现将是透明公民进程上的一个里程碑。⁹克拉肯（Kraken）最近发表的一项研究将央行数字货币恰当地称为“数字化法定货币”。¹⁰中国已经在设计CBDC，并在四个城市进行了试点。CBDC的对立面是无通胀、去中心化的加密货币，我们预测，随着货币气候变化，加密货币将继续蓬勃发展，并日益成为主流焦点。¹¹

5. 东西方之间的新冰期

在新冠疫情出现之前，美国与其盟国、中国与俄罗斯¹²这两大阵营之间的分歧一直存在，近期已愈演愈烈。外交关系持续降温对上述每个国家的经济状况都产生了显著影响。即便如此，欧洲方面在新冠疫情危机来临之时没有合作共度时艰而是分裂成为两大阵营：分别是南北阵营和东西阵营（以西欧对阵以捷克、波兰、匈牙利和与斯洛伐克四国组成的维西格勒集团）。货币气候变化对国际货币政策也有深远的影响。各国持续谋求新贸易和储备货币，去美元化也正在推进。而黄金在这场脱离美元的浪潮中扮演着举足轻重的作用。

从资产价格膨胀到消费物价上涨

气象学上的气候变化带来了海平面上升的风险。货币气候变化的一个副作用是，自新冠疫情开始以来，几乎无限的流通资金涌入市场，导致资产价格水平和消费者价格水平显著上升。最近几周，道琼斯指数、标普500指数和纳斯达克指数均创下历史新高。目前，美国和欧元区的通胀率分别为5.8%和4.1%，为13年来的最高水平。在2020年初升至5.0%之后，中国的通胀率在8月已跌至仅0.7%，但近期工业出口价格¹³上涨10.7%（这是26年来的最高涨幅）等信号表明，低通胀也不会在中国持续下去。我们认为，目前我们只是处于通胀发展的早期阶段。

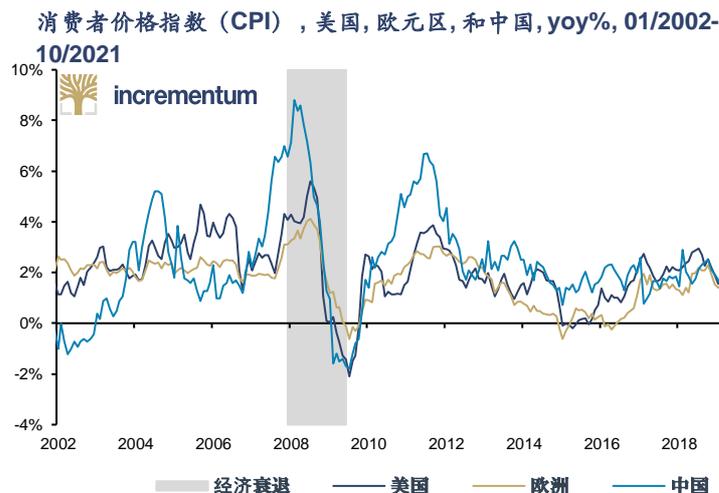
⁹参见《央行数字货币》，国际清算银行，支付和市场基础设施委员会，2018年3月

¹⁰参见《央行数字货币的崛起》，Kraken Intelligence，2021年4月

¹¹我们最近开始提供两种投资黄金和比特币的基金策略。欲了解更多资料，请浏览 [Incrementum.li](https://www.incrementum.li)

¹²参见道夫、娜塔莎和比柳科夫、安德烈：“俄罗斯在其超一半的出口中抛弃了美元”，彭博社，2021年4月26日

¹³参见：<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-14/china-s-factory-gate-inflation-surges-to-highest-in-26-years>



Hedgeye 的礼遇

在央行有关通胀的论述中，核心词只有一个：*暂时的*。例如，今年早些时候，美联储理事会最新一位成员克里斯托弗·沃勒（Christopher Waller）发表了如下声明：“我们目前看到的任何暂时的通胀激增都不会持续。”¹⁴美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）和欧洲央行行长克里斯蒂娜·拉加德（Christine Lagarde）也一直在传递同样的信息。未来几个月，市场观察人士将清楚地认识到，最近的通胀上升是暂时的，还是永久性的，但我们认为将是后者。

思想、产品、信息和行为像病毒一样传播。

马尔科姆·格拉德威尔
(Malcolm Gladwell)

在这样的背景下，我们值得去研究马尔科姆·格拉德威尔所著的《引爆点，小事如何产生大变化》¹⁵一书。格拉德威尔将*引爆点*定义为“*临界质量的时刻、阈值、沸点*”。媒体时常警告人为造成的气候变化已经到达不可逆转的引爆点。大多数市场参与者、政策制定者和经济学家甚至都没有考虑到，这样的引爆点在货币气候变化中（通货膨胀预期的逆转，甚至是逐渐失去对货币基础的信任）已逼近我们。在我们看来，过去一年里，货币的钟摆最终又回到了通胀上，而现在通胀的力量要强于通缩的力量。

狼来了

在 2020 年秋季，我们发布了一期《执信黄金》特刊，题为“*狼来了：未来十年仍是通胀？*”。¹⁶伊索寓言描述了在牧童多次发出虚假警报后，村民们不再理睬他又一次对狼发出的警报。伴随着一波通胀的危险，储户和投资者目前也遇上了类似的情况。在我们的特刊报告中，我们陈述了通胀力量现在终于占据上风的原因。在本份《执信黄金》报告中，我们将再次从不同角度审视复杂的通胀问题。

在接下来的数月中通胀率有望大幅上升的其中一个显著原因是，世界大多数地方的 M3 货币供应量创历史增长。

¹⁴萨菲尔，安和马尔特，琼内尔：《美联储的沃勒直言美国经济“准备崩溃”》，路透社，2021 年 4 月 16 日
¹⁵马尔科姆·格拉德威尔：《引爆点：小事如何产生大变化》，2000 年
¹⁶参见《狼来了：未来十年仍是通胀？》，Incrementum，2020 年 11 月 30 日

经济合作与发展组织 M3 (lhs), yoy%, 经济合作与发展组织 CPI (rhs), yoy%, 01/1981-08/2021



来源：美联储 St. Louis, 列支敦士登投资公司

在过去的几十年里，2%的通胀目标如同上限。在接下来的20年里，2%的通胀目标将成为底线。

凯文·缪尔

(Kevin Muir)

狂热和恐慌周而复始源于信贷供应的顺周期变化。（...）金钱在狂热中似乎总是毫不吝惜。

查尔斯·金德伯格

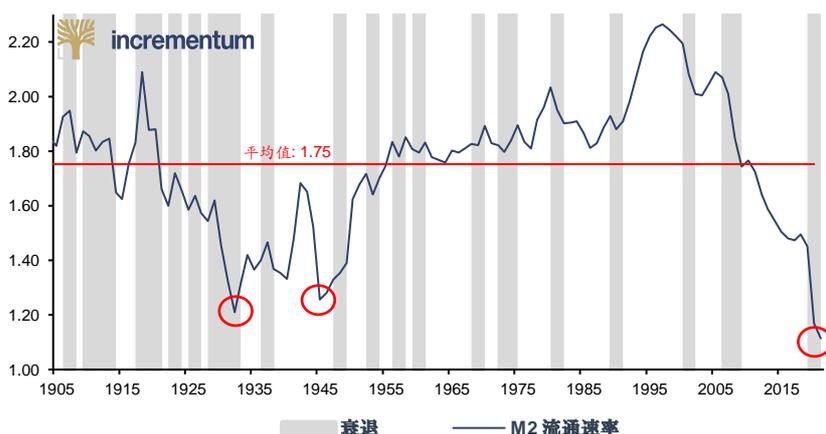
(Charles Kindleberger)

货币流通速度的改变也有助于解释为什么通胀会持续更久。货币流通速度的改变也有助于解释为什么通胀会持续更久。由于不确定性因素消失，货币流通增速，央行不得不从系统中收回货币流动性。但我们认为，央行做这事的概率很低。

在1933年和1946年，美国的货币流通速度都很低，在这两次事件中，政府都采取了激进的措施。1934年1月，美国政府使美元对黄金贬值了近70%，在1946-1951年，美国政府联手美联储实施金融压制，致使利率限制在低位。这两次大规模干预都导致了随后几年通胀率的显著上升。如今，货币流通速度甚至比1933年或1946年水平还低。我们预料历史即将重演，央行会采取金融压制的手段寻求救赎。

17

M2 流通速率, 1905-2021



来源：路透社 Eikon, 列支敦士登投资公司

17 参见“EMA GARP - 第一季度报告”，股权管理协会，Q1/2021

人人厌恶黄金。我在办公桌上从一些交易员那里学到了一句新话：“黄金会让你变老”，我可以证明这句话的真实性，因为在过去的几个月里，我感觉自己和尤达一样老。

凯文·缪尔
(Kevin Muir)

总有一天，央行会决定支持本国货币而不是他们的债券市场。总有一天，央行会决定支持本国货币而不是他们的债券市场。

路易文森特·盖夫
(Louis-Vincent Gave)

为获得收益而损失的钱比枪口下损失的还要多。

小雷蒙特·德沃
(Raymond DeVoe Jr.)

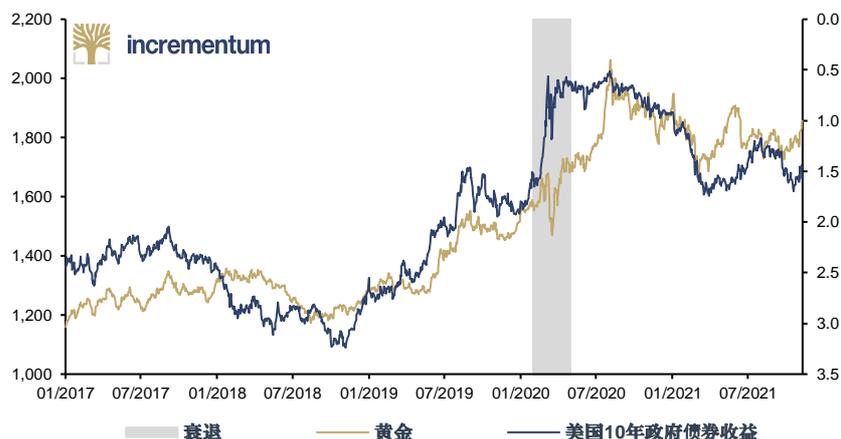
比特币是对现状（即 1971 年后美元体系）的威胁吗？绝对是。更重要的问题是：“现状，即 1971 年后的美元体系，是否真的仍有利于美国？”

彼得·泰尔
(Peter Thiel)

利率逆转和比特币成为金价的达摩克利斯之剑？

很多黄金投资者惊讶于金价自去年夏天以来一直处于盘整阶段。在我们看来，关键原因之一是美国国债收益率上升。收益曲线常常反映预期利率走势。2020 年 8 月，长期收益曲线开始转向，给金价上涨带来了巨大的阻力。黄金价格似乎已经消化了中期加息的影响，而欧洲美元期货到 2022 年 12 月加息的可能性为 80%。

金价 (lhs), 单位: 美元, UST10Y (反向, rhs), 以%算, 01/2017-11/2021



来源: 路透社 Eikon, 列支敦士登投资公司

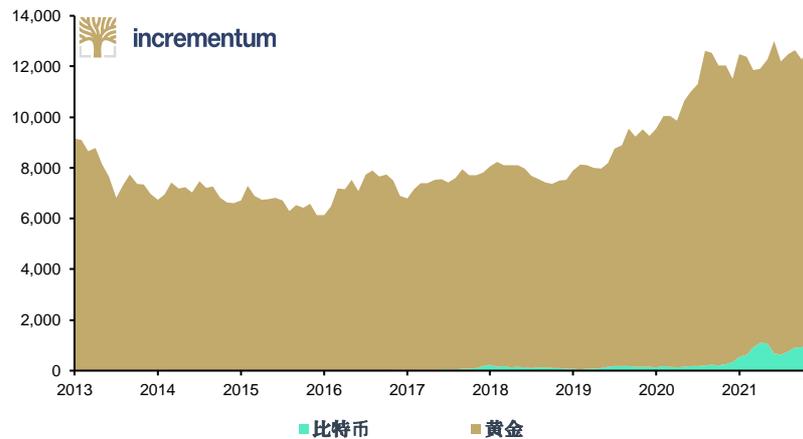
然而，回顾过去就能证明，即使名义收益率上升，特别是通胀率上涨速度快于利率的情况下，金价仍非常平稳。尽管如此，如果尚不清楚通胀趋势将如何发展，那么收益率上升会对短期金价构成风险。当市场参与者意识到实际利率将保持低位甚至进一步下降时（尽管名义收益率上升），黄金牛市应该会继续。

债券收益率上升引发市场紧张的事实 3 月份得到了证实，当时 10 年期美国国债收益率升至 1.75%。一旦通胀的感觉良好区被抛诸脑后，更高的通胀预期被锚定，债券市场混乱就必然会发生。越来越多央行将不得不采取显性或隐形的收益率曲线控制政策。¹⁸这等同于没有量化限制的量化宽松政策。央行将不得不承诺购买尽可能多的政府债券，以限制收益率。

近几个月来，金价的发展在一定程度上令人失望的另一个原因是传统金融领域对比特币的接受度越来越高。事实上，机构投资者似乎也在慢慢接纳比特币具备抗通胀的价值。事实上，机构投资者似乎也在慢慢接纳比特币具备抗通胀的价值。然而，我们不认为这种影响对金价发展起到决定性作用，但它也不是让黄金市场毫发无损。

¹⁸例如，澳大利亚储备银行(Reserve Bank of Australia)已经推出了 YCC。澳大利亚储备银行不仅宣布将稳定当前政策利率至 2024 年，还承诺将 3 年期收益率目标定在 0.10%，以在可预见的未来保持低借贷成本。

黄金与比特币的市值, 单位是十亿美元, 01/2013-11/2021



来源: 路透社 Eikon, 世界黄金理事会, coinmarketcap.com, 列支敦士登投资公司

想想看: 每当 Bitbug 将加密货币称为“新黄金”或“数字黄金”时, 他们实际上都在赞美黄金。

托马斯·卡普兰
(Thomas Kaplan)

通货膨胀不复存在很大程度上是在夸大其词。

亨利·马克西
(Henry Maxey)

我的处境与前总统富兰克林·罗斯福当时的处境相差无几 (...) 富兰克林·罗斯福所做的并非意识形态层面, 是完全符合实际的。

乔·拜登

数字黄金现在能取代实物黄金的投资地位吗? 我们相信答案是“否”。我们仍然相信, 实物黄金未来将继续在资产管理中扮演重要角色, 因为其投资组合的特点是独特的, 黄金对人们的吸引力依旧不减。然而, 关注数字价值存储手段是有意义的, 尤其是在旧资产面临贬值风险而新资产正在被创造的时候。

自 2015 年《执信黄金》报告以来, 我们一直在关注比特币现象。2019 年, 我们在专门讨论比特币话题时提出了组合投资比特币和黄金的案例。¹⁹根据那一观点, 我们在 2020 年初推出了一个采用该投资策略的基金, 我们坚信, 在许多方面, 该基金表现优于个人投资黄金或比特币。我们在《2021 年执信黄金加长版报告》中详细阐述了迄今为止该策略的成果。²⁰

下一步采取何种措施? 收益率曲线控制和金融压制

众所周知, 很多国家在和平时期公债占比最大。在过去十年间, 中国公债在国内生产总值中占比从 34% 飚升至 69%²¹。七国集团中只有德国的债务在国内生产总值中占比小于 100%, 但如果德国提高养老金待遇等隐性债务, 德国将会面对更高的负债率。这些国家要如何度过这场债务危机?

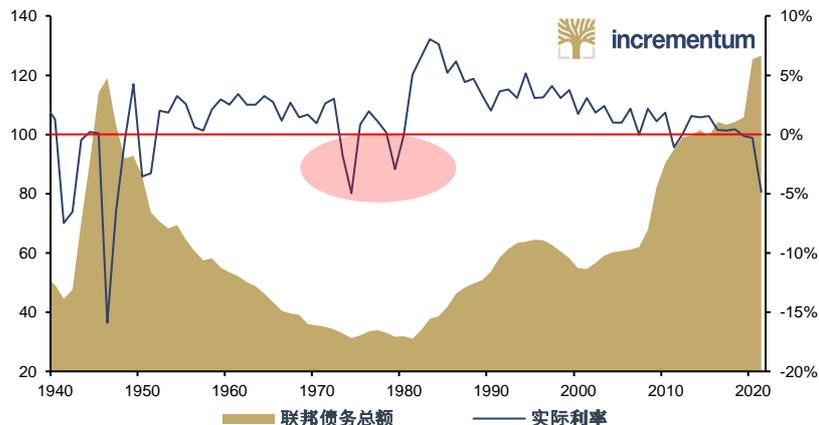
重温西方国家的史书也许能帮我们回答这个问题。美国终结了第二次世界大战, 当时美国负债已接近国内生产总值的 120%, 英国债务已达到国内生产总值的 250%。到二十世纪七十年代早期, 美国债务在其国内生产总值的占比已降到 25% 左右, 英国降到了 50%。如此大的转变是如何实现的呢? 答案是金融压制, 即把政府债券收益率控制在显著低于通胀率的水平。

¹⁹ 参见《黄金和比特币: 一起更强大?》, 2019 年《执信黄金年报》

²⁰ 参见《执信黄金年报》中的《比特币与黄金-我们的多元资产投资策略实践》一章, 英文版本请点击: <https://ingoldwetrust.report/igwt/?lang=en>

²¹ 参见: <https://www.statista.com/statistics/270329/national-debt-of-china-in-relation-to-gross-domestic-product-gdp/>

联邦债务总额(lhs), 占国内生产总值百分比; 实际利率(rhs), 1940-2021



来源: 路透社 Eikon, 美联储 St. Louis., Nick Laird, goldchartsrus.com, 列支敦士登投资公司

成功的金融压制需要民众普遍认为传统政府债券是安全可信的。

彼得·沃伯顿
(Peter Warburton)

毕竟, 收益率曲线控制也不是新举措了。1942 年, 美国联邦储备局向美国财政部承诺, 将尽己所能购买债券以期将短期债券利率上限控制在 0.375%, 将十年期国库券利率上限控制在 2.5%。这大大降低了第二次世界大战的融资成本。这一限制一直保持到 1951 年, 这九年间年均通胀率为 5.8%, 而在第二次世界大战后几年, 年均通胀率则高达 20%。由此造成的结果是实际利率负值居高不下, 债务占其名义国内生产总值的比例退回到可接受水平。²²美联储官员表示近期会再次推行收益率曲线控制政策。

“1942 年到 1947 年间有证据表明美联储通过承诺短期利率保持低位可以降低长期利率。1947 年到 1948 年间也有证据证明可以通过对长期债券市场的直接干预降低长期利率。”²³

然而上述两种情况有一个显著差异: 1942 年全部联邦储备负债中 84% 是由黄金背书的。当年美国坐拥世界黄金储量的近四分之一。丹尼尔·奥利弗总结道:

“如果通货膨胀爆发, 美国国债的市场利率将超过美联储规定的上限, 美联储将被迫购买全部债券以控制利率。毫无疑问, 美联储可以做到, 但是如果如此行事, 也预示着美元的终结。”²⁴

胜者与败者

市场如天气般瞬息万变。
伯努瓦·曼德布罗特
(Benoit Mandelbrot)

气象学上的气候变化对人类而言既有积极影响也有消极影响, 这取决于经济活动的地区和领域。货币气候变化给投资者带来挑战的同时也带来了机遇。去年, 我们写到:

“实验性货币政策很可能会引发硬资产的复兴。如果这一论述正确, 遭受重创的商品行业应为富有勇气逆势而动的投资者提供机会。”²⁵

²² 参见《侏罗纪风险与细看传统平衡投资组合》, 鲁费尔评述, 2021 年 3 月 2 日

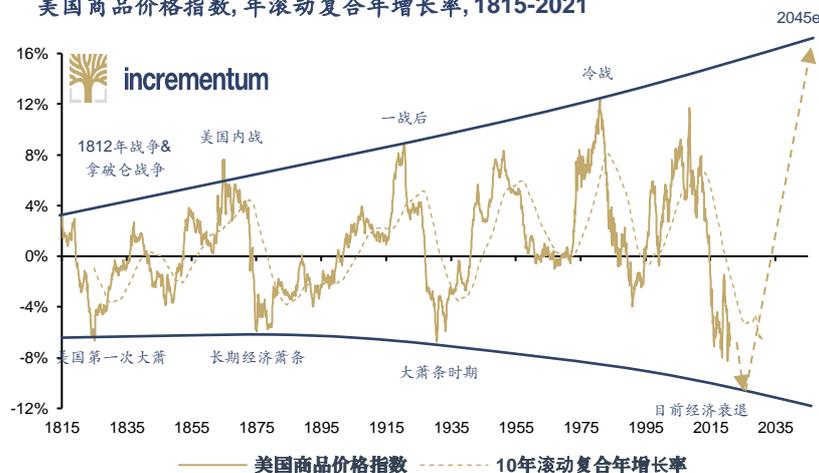
²³ 卡尔森, 马克等人: “2.《美联储在极低利率下的经验: 教训总结》, 联邦公开市场委员会备忘录, 2008 年 12 月 5 日, 第 14 页

²⁴ 奥利弗·丹尼尔: 《弹弓》, mymikan 研究, 2020 年 7 月 13 日, 第 6 页

²⁵ 引言, 2020 年《执信黄金年报》, 第 13 页

现在商品价格在经历了多年低迷后开始再度上扬。就商品价格而言，很可能的情形是 2010 年与 1960 年类似，2020 年与 1970 年相仿。在我们看来，日趋明显的迹象表明：整个行业中部分资产对通货膨胀反应敏感，这或将宣告着牛市的到来。

美国商品价格指数，年滚动复合年增长率，1815-2021



资料来源: Stifel 报道, 列支敦士登投资公司

尽管总体势头不容乐观，但黄金却迎来了最好的时代：负载累累的大型经济体将会把货币贬值作为减少负债的最后手段。我们相信实际利率在未来十年将会保持负值。在这样的市场环境下，有形资产特别是大宗商品、优选股票和贵金属应成为投资组合的基石。

信任徐徐而来，疾驰而去
荷兰谚语

黄金十年

《执信黄金》第 15 期和大陆版第三期²⁶标志着“忧虑 (zozobra)²⁷”时代的到来，zozobra 是一个西班牙语词，让人联想起一艘摇摇晃晃的航船行驶在随时会倾覆的大海中。Zozobra 第一次出现是二十世纪早期墨西哥知识分子用来形容脚下空空无所依傍、与世界格格不入的感觉。在我们看来，近期黄金的表现再次证明其能保护资产免受潜在不确定因素的影响。

信任源于不断实现的期待之中。在过去一年，黄金再次展现其敏锐的第七感，也证明了自身值得信赖。黄金在提醒细心观察的民众：货币气候变化即将来临。²⁸在对财政和货币的乐观预期与反应中，2020 年黄金“兑”美元价值增长了 24.6%；欧元价值增长了 14.3%；兑换其他货币其增长也创下了历史新高。

如果你认为你生活在最好的时代，
那你不需要黄金。

丹尼尔·布里奇曼
(Daniel Briesemann)

随着货币气候变化，应对负债和数字印刷的新方式也在传播。这十年很有可能作为通货膨胀高起的十年写入历史，特别是已存在明显的通胀表现，货币流通速度没有任何加速的迹象。我们已经在经济各领域看到了通货膨胀的迹象。中国工业出口价格九月份增长达到近 26 年来最快增速，如果当地企业开始将增高的成本转嫁给消费者²⁹，则可能增加全球通胀的压力。未来几年通胀大幅上升的可能性不应该被忽视。

²⁶前 14 期《执信黄金年报》及前两期中文版均可在以下网址中找到：

<https://ingoldwetrust.report/archive/?lang=zh-hans>

²⁷参见《对选举、流行病和其他一切感到困惑?它叫“zozobra”，墨西哥哲学家有一些建议》，雅虎新闻，2020 年 11 月 2 日

²⁸史托佛，罗纳德：《黄金——金融市场的第七感》，演讲：贵金属峰会，2019 年 11 月 11 日

²⁹参见彭博社报道《中国生产者通胀达到 26 年高点，增加全球风险》，2021 年 10 月：

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-14/china-s-factory-gate-inflation-surges-to-highest-in-26-years>

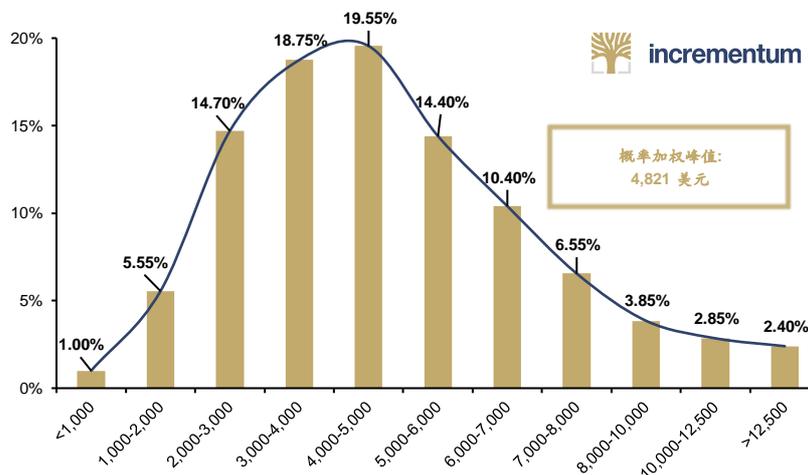
尽管我们所处的时代与历史上的其他时代多有相似，但我相信，未来与我们现在正在经历的截然不同。

瑞·达利奥

(Ray Dalio)

通货膨胀率增高对黄金价格来说意味着什么？在未来几年通货膨胀高起，黄金价格在 20 年底可能达到五位数。此种预测与比特币价格持续上扬增长的强劲势头并不冲突。在实际利率负值居高不下的情况下，黄金、白银和消费品等非通胀性资产以及稀缺的数字资产作为价值储蓄的需求日益增加；受法定货币供应过剩影响纸币价格也在节节攀升。

用分布概率法近似估算2030年金价，单位：美元



对黄金牛市来说，收益率压制、通胀高起和美元疲软是天赐良机。

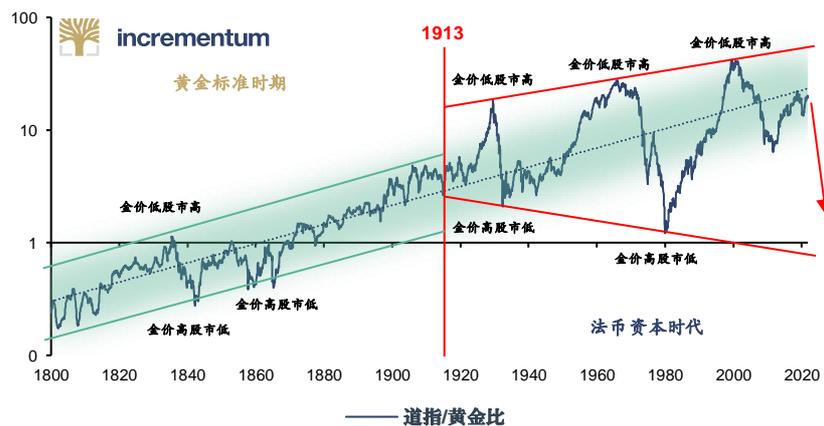
路易文森特·盖夫

(Louis-Vincent Gave)

因此，我们基于去年《执信黄金》年报中的独有黄金价格预测模型，继续坚持去年对 20 年底金价的预测：保守估计，即没有任何异常通胀趋势的前提下，金价在 20 年底会达到 4800 美元。³⁰

黄金的价值潜力绝不仅仅体现在金价上，与其他资产亦有关联。例如大家关注度颇高的道琼斯工业平均指数中黄金比率似乎近期已经结束了新冠疫情之后的涨势，开始呈现下行态势。

道指/黄金比 (log), 01/1800-11/2021



对任何目标的强烈欲望都会保证成功，因为想要实现目标的愿望会指出通往成功的路。

亨利·哈兹里特

(Henry Hazlitt)

³⁰ 参见《黄金，将何去何从？》，2020 年《执信黄金年报》

95%的金融历史发生在两个标准
差范围内，任何趣事都发生在两个
标准差范围之外。

瑞克·凯恩
(Ric Kayne)

谢谢大家！

一直以来，《执信黄金》都在努力成为世界上最全面、最受认可、最生动详实的黄金报告。首先，我们要感谢最重要的合作伙伴。³¹没有他们的支持，《执信黄金》就不可能以免费的形式呈现在大家面前。与此同时，我们要衷心感谢 20 多位优秀的同事，感谢他们付出的极大热情与不懈努力！

以学习、理解和欣赏的眼光看待过去是迎接未来的关键。在我们看来，为“货币气候变化”做准备是分析当前面临挑战的关键。我们希望这份报告可以帮助您做到这一点。

³¹在《执信黄金年报》最后您将看到我们优质合作伙伴概述和公司的简要介绍。



麦克尤恩  矿业公司

纽约证交所 & 多伦多证交所

MUX

重获动力

- 不断壮大的黄金白银生产商
- 聚焦主要贵金属实力采掘商
- 重要内部人士持股
- 不断优化大型铜矿基地

网站：mcewenmining.com

邮箱：info@mcewenmining.com

电话：1-866-441-0690

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)

关键点

- 中国的采金业逐渐成熟，其目标是控制整个黄金产业链的附加值，包括勘探、开采、加工及贸易。
- 北京的长期政策和各项行动，如双循环、中国制造 2025、一带一路倡议(BRI)以及最近宣布成立的区域及全面经济伙伴关系(RCEP)，都对采矿业有利。
- 矿业公司实体仍然由各级政府控制。双循环政策和金融市场的开放可能会增加国内和国际矿业首次公开募股和进一步的合并，这也意味着外国投资者有更多的机会。
- 中国的跨行业公司经常参与黄金开采，这类企业通常是对发展中国家基础设施建设感兴趣的建筑公司，。
- 中国采金业的境外投资备案重点集中在亚洲、亚太地区及非洲。

中国采金业掠影

“世界最终为全球贸易选择的货币，绝不能是一种赋予一部分人特权，却让其他人面临危险货币。”

上海黄金交易所总经理王振营

黄金吸引的不仅仅是铁锹。

爱德华·康素

(Edward Counsel)

在中国，任何人都可以在上海黄金交易所购买黄金。

库斯·詹森

(Koos Jansen)

在追求经济社会发展的同时，达到人与自然及人与社会和谐发展至关重要。

习近平，2017 年世界经济论坛

2004 年，在上海举行的伦敦金银市场协会 (LMBA) 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型的三个阶段：

“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。”³²

首先，由纯原材料贸易扩大到金融产品交易。通过这一举措，市场准入变得更加容易。其次，在传统现货市场基础上同步建立了期货市场。这改善了生产者的资金流动性，减缓了价格波动。第三，也是最后一点，国内市场融入国际黄金市场不仅打开了国际资本和专业领域知识的大门，而且使中国成为极具吸引力的黄金加工和贸易目的地，并使中国成为黄金市场上有影响力的长青玩家。

在过去的 17 年里，周小川提议的转型第一阶段和第二阶段已经完成，中国目前正处于迈向第三阶段，也是最后一个阶段的门槛。最近有几项这方面的政策宣布：首先，中国政府宣布上海黄金交易所 (SGE) 向外国投资者开放。得益于浦东新的自贸区，上海黄金交易所将对外国投资者开放，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。

其次，有消息称，中国主要的国有金矿企业将能够扩大其国际项目。他们能够在海外购买资产，并直接或通过子公司进行公开募股。这种形式将主要集中于在上海或深圳以及香港双重上市的公司。这些公司的 A 股只能由中国内地公民购买，而在香港上市的 H 股则将对国际投资者开放。

³² 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, p. 10

政治观念驱动经济发展

中国政府最近的另一项举措将加快中国金融市场的开放。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，指的是由于国内外经济政策的变化而导致的“内部”和“外部”资金循环。

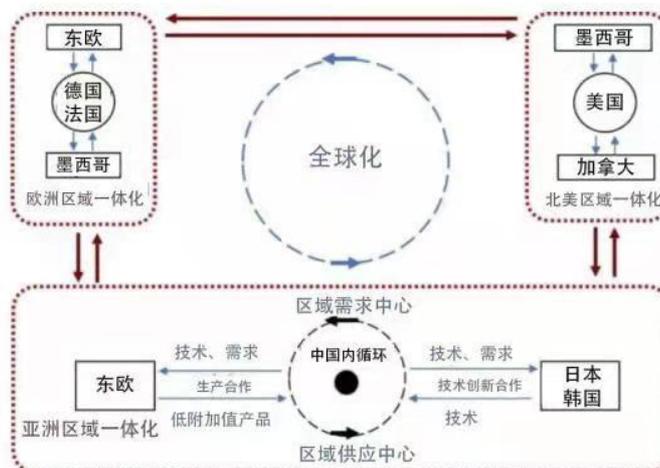
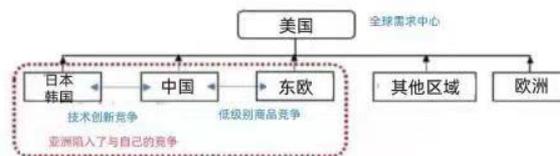
共产主义国家追求资本主义，而民主国家却在追求社会主义。

戴夫·罗森伯格

(Dave Rosenberg)

一方面，中国旨在通过刺激国内消费、提高自给自足程度和吸引外资来促进资金的内部流通。与此同时，中国通过将出口重点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，以改善外部流通³³。尽管此前在 2006 年的第十一个五年计划中曾提出过类似的刺激国内消费的计划，但持续的新冠疫情以及与美国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。

“双循环”概念



来源:工银国际; 翻译: CNBC

真金不怕火炼

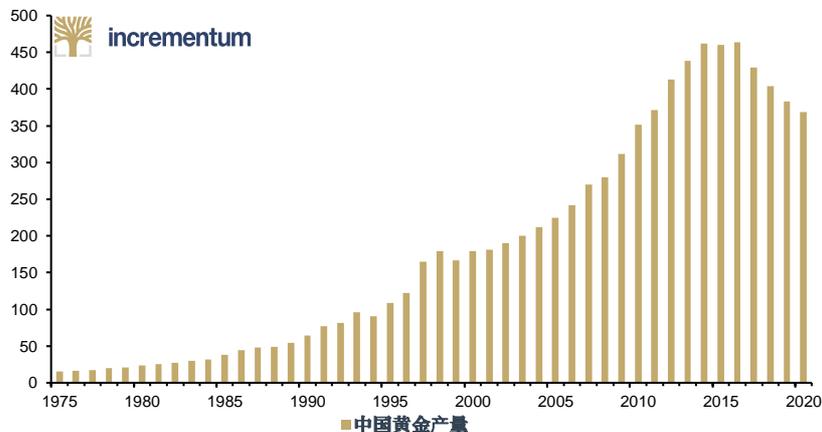
中国寓言

在不久的将来，中国旨在成为全球高质量商品和服务的三大供应中心之一。习近平的双循环政策理应是适用于普遍行业，但北京的大多数决策者专注于半导体、汽车和其他高科技领域。尽管如此，中国的双循环政策将有助于中国持续增长和逐渐成熟的黄金矿业发展，因为金融市场的开放将吸引更多的资本，进而产业重点将转移到整个价值链：中国旨在扩大黄金矿业，使其活动覆盖整个黄金生产链，包括从勘

³³ 参见 Blanchette, Jude 和 Polk, Andrew 《双循环与中国的新一轮整合战略》，战略与国际研究中心，2020 年 8 月 24 日；常雪梅、王珂园：《中共中央政治局常委，中共中央总书记习近平主持会议》，人民日报，2020 年 5 月 15 日；陈姝：《完善关键核心技术攻关的新型举国体制》，光明日报，2020 年 3 月 20 日

探到生产，从黄金冶炼到金条和珠宝等深加工。中国企业已经在为这一转型做准备。此外，从数量(廉价、低质量的大规模生产)到质量(更高质量的商品和技术)的转变已经开始了数年。

中国黄金产量，单位：吨，1975-2020



资料来源:中国黄金协会、金属焦点、世界黄金协会、列支敦士登投资公司

产量从 2016 年的峰值下降了约 17% 正反映了这一点。此外，中国采矿业越来越重视环境、社会和治理 (ESG) 问题，并加大力度提升现代科技水平，解决上述问题。同时，我们也要时刻记得，根据美国地质调查局报道，中国控制着世界上约 4% 的地下黄金储备³⁴。

部分行业的一些央企过于分散，效率低下。

肖亚庆
原国资委主任

虽然中国声称其拥有超过 1.3 万吨的资源——这数据与美国地质调查局提供的数据之间存在 1.1 万吨的巨大差距，但中国黄金产量的持续下降并不奇怪。鉴于中国黄金总产量的绝对值可能会下降，聚焦整个黄金产业增值链也许更符合中国黄金行业的长期兴趣。中国周边的许多国家相对来说黄金资源丰富，但既缺乏道路或电力等普通基础设施，也缺乏冶炼厂和复杂的交易市场等黄金专用基础设施。像印度尼西亚和乌兹别克斯坦这样的国家则根本没有国际黄金交易所。

武装力量监控黄金开采

直到 2018 年，中国所有的黄金勘探工作都由中国人民武装警察部队黄金部队监控。这个单位的历史始于 1979 年，同年 3 月，在邓小平恢复政权后不久，中国国务院和中央军委下令加强国家黄金勘测和勘探能力，黄金武装力量就此而成立。它最初是基础设施工程兵团的一部分，然后在 1985 年，这支武装力量成为中国人民解放军的一个特殊部门。黄金部队有三个主要的资金来源：中央政府、中国黄金集团公司和激励机制：每发现 1000 公斤黄金，黄金部队就能从发现黄金的省份获得 150 万人民币奖励。

1999 年，黄金部队由国家经济贸易委员会管辖。然而，在国家经贸委解散后，黄金部队变隶属于国家能源委员会。2009 年，黄金部队并入国土资源部。2018 年国土资源部撤销时，中国黄金部队也随之解散。这支部队的企业部分已经并入中国黄金总公司，其余部分已经非军事化，现在是中国自然资源部³⁵下属单位中国地质调查局的一部分。黄金部队其存在期间探明了至少 2000 吨的黄金资源，这在中国黄金矿业产量的大幅增长中发挥了巨大作用³⁶。

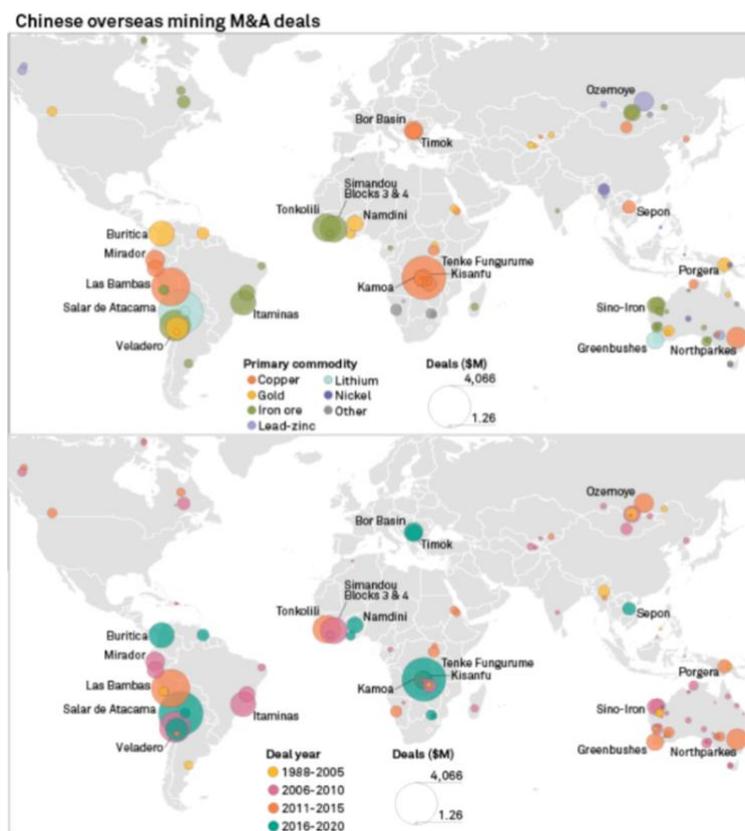
³⁴ 美国地质勘探局:《2020 年美国矿产商品概要》，第 2 页

³⁵ 参见维基百科:中国人民武装警察部队黄金股，“人民武装警察神秘探金股”，《中国时报》，2012 年 8 月 10 日

³⁶ 参见 2015 年 12 月 5 日《布里安吉星》，库斯·简森:《中国的黄金大军》

随着中国采矿业的发展，产业逐渐聚集。与中国许多其他行业一样——钢铁行业尤其臭名昭著——采矿业最初极其分散。这是由于在中国改革开放初期的政策激励下，无数国营和私营企业如雨后春笋般涌现。在世纪之交，中国活跃着 2000 多家金矿公司。由于积极的兼并、重组和收购，这一数字在 7 年内减少了一半。现在只剩下不到 400 个生产企业，四家最大的矿业公司现占有约 60% 的市场份额³⁷。

除了中国境内的并购，中国黄金企业也越来越多地参与海外并购，包括大规模购买海外房产。这些海外活动支持中国一带一路倡议³⁸，近年来，共有 60 多亿美元投资于海外项目，从而也获得了约 2000 吨黄金资源。



来源:S&P 全球市场情报

其中最为活跃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。集团的重点产业是黄金和铜。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 Nevsun³⁹，一年后以约 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⁴⁰。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⁴¹。通过上述收购，紫金矿业目前在境外的黄金产量已超过中国内地产量。

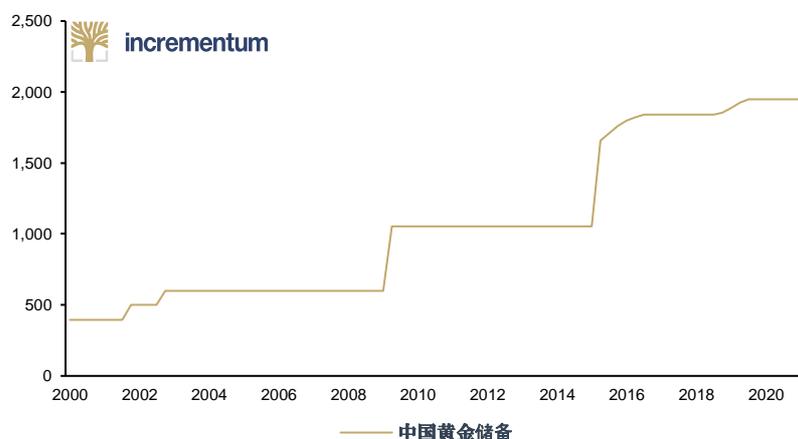
³⁷ 参见张，永涛《中国黄金矿业：一个成长的故事》，黄金枢纽，世界黄金协会，2018 年 10 月 18 日

³⁸ 参见 2019 年《执信黄金年报》中的“黄金与龙——中国用黄金稳定崛起”

³⁹ 参见“中国公司紫金矿业成功收购 Nevsun 资源”，BNN 彭博，2019 年 12 月 31 日

⁴⁰ <https://www.bnnbloomberg.ca/chinese-company-zijin-mining-group-successful-in-takeover-of-nevsun-resources-1.1189117>

中国黄金储备，单位：吨，2000-2021



来源：列支敦士登投资公司

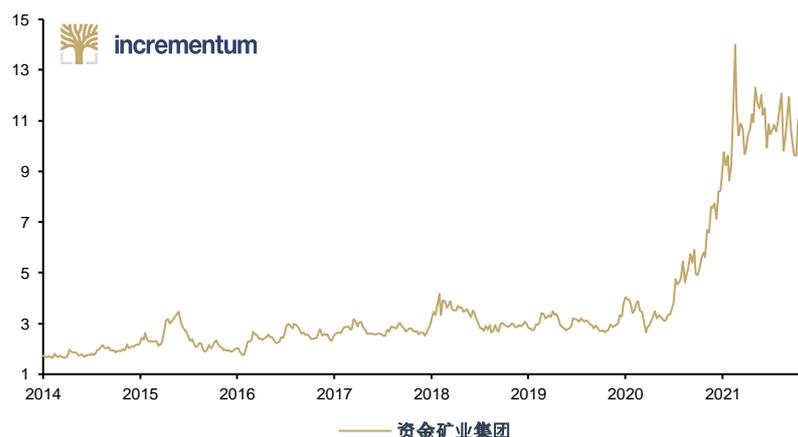
紫金矿业最近在巴布亚新几内亚遭受重创。当地政府拒绝了紫金矿业与巴里克黄金 (Barrick Gold) 联合运营的波格拉金矿采矿权的延期申请⁴²，造成了价值约 10 亿美元的储备损失。而这损失超过紫金矿业 2020 年总利润 43 亿元人民币 (约 6 亿欧元，同比增长约 5%)。该公司在 2000 年福布斯全球排名第 778 位，是世界上最大的采金公司之一。该公司的第一大股东是位于中国东南部福建省的上杭县闽西兴航投资公司 (为上杭县政府所有)，持有紫金矿业 24% 的股份。

中国经济是今年所有经济体中受影响最小的，他们购买了大量铁矿石。不管我们喜不喜欢，中国人做得还算不错。

吉姆·罗杰 (Jim Rogers)

这种结构在中国股市普遍存在，政府实体 (中央、省或市各级政府) 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，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。

紫金矿业香港股价，01/2014-11/2021



来源：路透社Eikon, 列支敦士登投资公司

⁴¹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-12-02/china-s-zijin-wins-over-canadian-miner-with-a-rare-cash-offer>

⁴² 参见《财新国际》参见肖宣、贾·丹尼斯：“中国黄金矿业巨头紫金矿业在巴布亚新几内亚矿山年亏损 10 亿美元”，2020 年 9 月 5 日

TMAC 正在以极其优惠的价格增加 1000 多万盎司的黄金储备和来源，而且是在一个我们很熟悉的地区。我们对改善当地的运营情况充满信心，并且对勘探黄金也深信不疑。

肖恩·博伊德 (Sean Boyd)
阿格尼科鹰矿公司首席执行官

中国正在占领巴西，这非常令人担忧。他们投资采矿、农业、能源、港口和机场。中国不是在巴西买货，它正在购买巴西。

雅伊尔·博索纳罗
(Jair Bolsonaro)
巴西总统

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的一家中央直属企业，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。

中国黄金集团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。⁴³ 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，也在积极扩张。2020 年 5 月，山东黄金出价近 1.8 亿美元资金欲收购加拿大初级矿业公司 (TMAC Resources)。97% 的 TMAC 股东接受了这一报价，但加拿大政府却在 2020 年 12 月下旬拒绝出售。政府没有对其决定作出解释，只是简单重述了《加拿大投资法》⁴⁴。鉴于过去三年出现的紧张局势，在加拿大应美国要求逮捕了华为一名高级管理人员，而中国以逮捕两名加拿大人作为报复之后，加拿大的决定并不令人意外⁴⁵。

加拿大初级矿业公司希望湾金矿位于北极努纳武特地区；随着气候变化，可能会有更多新的海运航线开往北极。显然，加拿大认为，让一家由中国政府控股的公司占据这一战略要地，风险实在太大了。在拒绝山东黄金仅仅两个星期后，阿格尼科鹰矿公司提出了一个 TMAC 无法拒绝的报价。这家资深的老牌矿业公司以超过 2.8 亿美元的价格收购了这家公司。这笔交易于 2021 年 2 月初敲定⁴⁶。

这次收购的失败是中国和西方之间交易更困难的又一个例子。很可能越来越多的中国收购项目会遭到西方政府的拒绝——不仅是在科技领域，在大宗商品领域也是如此，尤其是当矿业公司处在战略要地时。所以，在缓慢而稳步的开放步伐下，中国想要吸引更多外国资本进入中国内地，将令人拭目以待。

山东矿业在阿根廷的业务比加拿大成功。2017 年，中国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%。

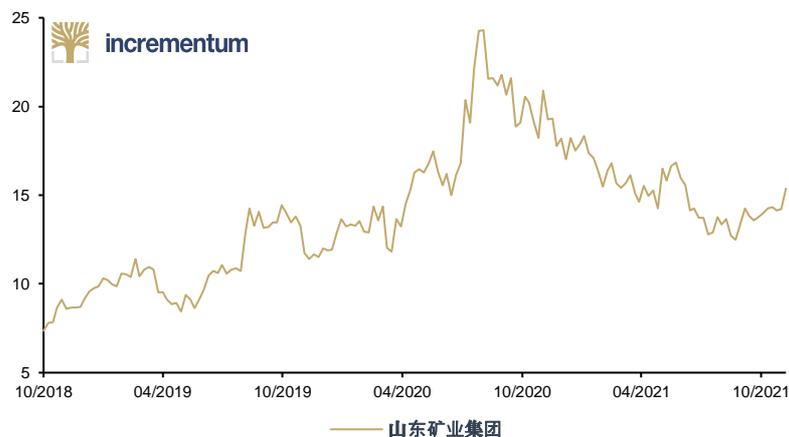
⁴³ <https://www.gold.org/who-we-are/our-members>

⁴⁴ 参见斯特朗，沃尔特：“国家安全审查后，渥太华阻止中国收购努纳武特金矿项目”，CBC，2020 年 12 月 22 日

⁴⁵ 参见《美国“深切关注”中国秘密启动加拿大审判》，MSN News，2021 年 3 月 23 日

⁴⁶ 参见“阿格尼科鹰矿有限公司完成对 TMAC 资源公司的收购”，市场观察，2021 年 2 月 2 日

山东矿业集团香港股价, 10/2018-11/2021



来源: 路透社Eikon, 列支敦士登投资公司

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。2020 年，该公司的利润翻了两番：每股价格从 2019 年的 0.15 元人民币飙升至 0.32 元人民币。招金矿业去年在中国税前净赚 13.4 亿人民币。今年，管理层预计营收与去年相当（17.65 亿人民币），但利润稍微减少。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。

Active Chinese gold-producing mines



来源:S&P 全球市场情报

聚焦非洲和中亚

由于“一带一路”倡议和“双循环”等举措，中国正在将自己定位为原材料和矿石加工中心。一个很好的例子是世界上最大的铁矿石生产商淡水河谷最近在宁波建立了工厂，这家巴西公司正在宁波专门为中国钢铁市场生产其最现代化的产品。淡水河谷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生产来说，中国将变得越来越重要：金矿将在中国加工，然后在上海黄金交易所销售。

在我小时候，我父母告诉我，“把晚餐吃完，中国和印度的人民正在挨饿”。现在我跟我的女儿们说：“快做作业。印度和中国的人民对正垂涎你的工作。

托马斯·弗里德曼

(Thomas Friedman)

有趣的是，许多中国大型综合企业都在投资矿业公司，有些甚至自己拥有矿山。想象一下德国建筑公司豪赫蒂夫公司（Hochtief）收购一家智利白银公司——这会让很多人心存疑虑，因为白银不是豪赫蒂夫经营范围内的业务，但中国公司没有这些限制。例如，上海建设集团通过其国际分支机构上海对外经济技术合作公司持有厄立特里亚金矿扎拉矿业公司（Zara Gold 60%的股份）。四川路桥集团(SRBG)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。⁴⁷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。

当然，这些投资也为中国在黄金开采项目所在国拥有了更多的影响力和杠杆效应。难怪大部分中国矿业对外直接投资均集中在亚太地区和非洲。尤其是非洲对外国（中国）投资更开放，也更需外国（中国）投资，而且不会对中国人有太多偏见。当然，中国日益增长的影响力在非洲也引发了担忧，但与欧洲的担忧相比，差别甚远。欧洲竞争事务专员玛格丽特·维斯塔格(Margrethe Vestager)明确建议将公司国别化，以此避免被中国公司收购。

中亚也是中国黄金矿业的一个重点。中亚是“一带一路”倡议的核心地区之一；此外，鉴于中亚与世隔绝的地理位置，加入并提供成熟且不断增长的中国黄金采矿业，对中亚各共和国来说非常具有吸引力，且前途光明。

结语

“当时无论是在欧洲还是在美国，人们都无法理解中国人的想法：欧洲处于世界权利的顶峰，对当下和未来充满信心，欧洲人发现中国人拒绝纸币，且用秤称金属货币的做法很可笑。人们以为中国人落后我们五代——实际上他们比欧洲先进一代。”

费利克斯·索马里，《苏黎世的乌鸦》，1913年

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，中国采矿业的前景将更加光明。预计将有更多的海外战略收购发生，尤其是在“一带一路”途径的中亚及东南亚太平洋地区，且会有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。虽然这可能是一个漫长的过程，尤其是在西方公司越来越不愿意直接在中国投资的情况下。尽管如此，中国黄金矿业公司的长期前景是光明的。

⁴⁷爱立信，马格努斯·勒夫，奥洛夫·勒夫，安东。中国对非洲和全球矿业的控制——过去、现在和未来。矿物经济学，2020年。



THE GLOBAL AUTHORITY IN WEALTH
PRESERVATION THROUGH DIRECT
GOLD & SILVER 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

黄金，将何去何从？

“明天属于那些能听到明天脚步声来临的人。”

大卫·鲍伊 (David Bowie)

关键点

- 一场深刻的变化正在我们眼前发生，一场关于货币的气候变化。我们认为无懈可击的市场运作框架正快速变成过去的遗迹。
- 这种货币气候变化对货币政策、财政政策和投资决策具有深远的影响。
- 在通货膨胀的环境下，传统的混合投资组合会面临明显更高的风险，股票和债券都可能遭受重大损失。与普遍的看法相反，股票和债券之间的负相关是例外，而不是常态。在过去 100 年中的 70 年里，股票和债券一直呈正相关。

政府临时计划是最长久的。

米尔顿·弗里德曼

(Milton Friedman)

准备迎接年代变化的心态碎片已逐渐形成，心态的变化导致行为的变化是自我实现的过程。

亚历克斯·曼扎拉

(Alex Manzara)

生活属于活着的人，活着的人必须做好改变的准备。

歌德

(Johann Wolfgang von Goethe)

再多的钱也永远不够。

李尔·韦恩

(Lil Wayne)

当理查德·尼克松在 1971 年 8 月 15 日⁴⁸宣布“暂时”暂停美元兑换黄金时，没人料想这一暂停将持续 50 年。事实证明，这不是临时措施，而是永久的权宜之计。半个世纪后的今天，没有任何迹象显示在可预见的未来，美国会主动结束这种“暂停”。当今全球惯例是使用法定货币，国际货币基金组织所有成员国甚至签署协议禁止金本位⁴⁹。

货币体系的非物质化决定了它的不可持续性和有限的寿命。尽管如此，勇气可嘉的央行行长，如保罗·沃尔克 (Paul Volcker)、卡尔·奥托·波尔 (Karl Otto Pöhl) 和弗里茨·洛伊特维勒 (Fritz Leutwiler) 确信，即使是在一个无货币体系时代，印钞特权也不会被过度限制。然而，如果仔细听一听，即使在央行圈子里的人，也普遍怀疑该体系能否以这种形式无限期延续下去。艾伦·格林斯潘 (Alan Greenspan) 在 2002 年发表了以下评论：

“过去大量的事实已经证明法币总体来说没有得到妥善管理，通常导致的结果就是通货膨胀。(……) 我们还在学习如何有效管理法币，我一直对能否长期有效控制法币持严重怀疑态度，但在过去几十年里，做得还算成功。在接下来的时间是否还能继续成功，我真的无法预测。”⁵⁰

新冠肺炎疫情对货币体系的影响

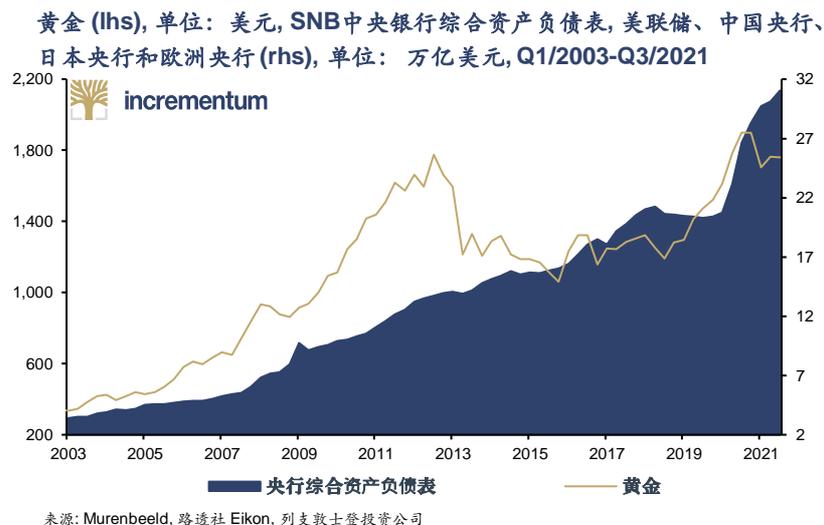
今天，刚好是距离尼克松货币体系巨变的 50 周年前夕，只有少部分经济学家意识到有新的根本性变化——也许是因为此次转变的节奏更加循序渐进。这是一个无法明确标记起始时间的改变进程，然而，细心的评论观察员们已经很清楚，今天，新冠疫情危机期间的财政和货币政策干预已进入一个新层面，并将产生深远的、不可逆转的后果，这些后果只要在接下来几年时间才有可能完全展现出来。然而，关于全球货币气候的主流说法仍然是我们只是遭受了点短暂的通货膨胀，这只是短暂的阴霾。

然而我们的观点截然不同。一场深刻的变化正在我们眼前发生，一场关于货币的气候变化。今天认为无懈可击的市场运作框架，随着时间推移，在未来终将会成为破碎残骸。新冠危机有可能撼动站不住脚的货币体系，最终大幅削减其寿命。

⁴⁸ 参见理查德·尼克松：“向全国发表讲话，概述新的经济政策：‘和平的挑战’”，美国总统计划，1971 年 8 月 15 日

⁴⁹ 《国际货币基金组织协定条款》，第 2.b 条，第 18 页

⁵⁰ “罗恩·保罗在货币政策听证会上质疑艾伦·格林斯潘(2002)”，油管，2011 年 3 月 25 日



经济学家和政治哲学家的观点，无论对错，都比常理更有说服力。
约翰·梅纳德·凯恩斯
(John Maynard Keynes)

这一变化的核心是财政和货币政策制定者的新经济思潮。越来越多的人声称过度负债没有严重后果，认为数码印钞可以随意操作，将债务货币化；认为货币通货膨胀对价格通货膨胀没有影响；甚至宣称其目标是创造更高的通货膨胀率，而不是保护货币的购买力。

重新定义物价稳定

让我们看看欧洲央行和许多其他央行的主要货币政策目标——“物价稳定”。欧洲央行所说的价格稳定，是指一篮子商品的价格上涨“在中期内接近但低于 2%”。这是对“稳定”的一种相当奇特的解释，因为如果商品价格每年上涨 2%，这相当于 10 年后购买力损失将接近 22%，20 年后将超过 48%。

智慧开始于定义词语。
苏格拉底
(Socrates)

因为欧洲央行的战略观念，这一目标定义已被改为 2% 是目标，且巧妙地将其转化为了通胀目标⁵¹。近年来，随着官方通胀率低于通胀目标，许多欧洲央行代表主张未来提高通胀率，以“补偿”未达目标的消费价格上涨⁵²。欧洲央行此举实为步美联储的后尘。

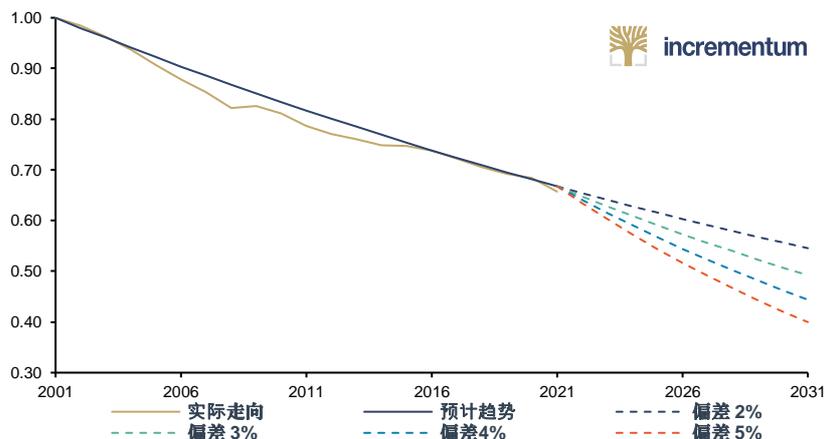
美联储可以改变表象，却不能改变本质。
吉姆·格兰特
(Jim Grant)

事实上，此前通胀“接近但低于 2%”的物价稳定目标的主要论点是：在 0% 关口应该始终有一个缓冲区。任何时候消费价格都不应下跌，因为在欧洲央行管理委员会和几乎所有经济学家看来，物价下跌可能会导致可怕的通缩恶化。尽管某些地区的官方通胀率“太低”，但近年来并没有出现通货紧缩恶化的趋势。同样的说法也适用于美元，可以看到美元的购买力正在稳步下降，并将继续下降。而且，在未来 10 年里，即使通胀率在绝对值上小幅上升，也会大削弱低购买力。

⁵¹ 参见欧洲央行战略评论

⁵² 参见 Ilzetki, Ethan: “重新思考欧洲央行的通胀目标”，voxeu.org, 2020 年 11 月 16 日

美元购买力下降预测，2001-2031



来源: 路透社Eikon, 列支敦士登投资公司



我们资产配置的基础，不是考虑选择正确配置的概率，而是考虑错误配置的后果。

杰克·博格尔
(Jack Bogle)

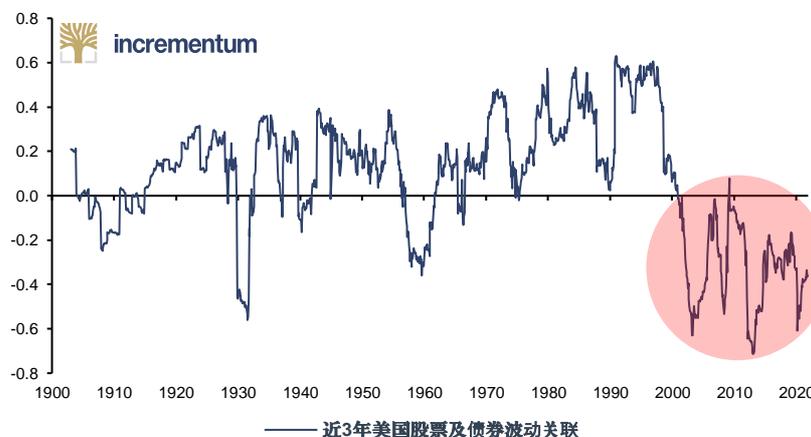
目前，通胀率已经再次大幅上升，根据理性判断，制造或允许更高的通货膨胀根本不符合常理。显而易见，较高的通胀率意味着完全的国际去货币化，以减轻哪些高负债国家的负担。但是，必须考虑两个方面。一方面，通胀飙升意味着财富从盈余变成亏损。另一方面，开始出现的通胀势头很难再次得到控制。央行行长们所说的“不要让通胀魔鬼从瓶子里跑出来”并非毫无根据。

通货膨胀会加大股票和债券市场的风险？

四十年的通货紧缩和利率下降给金融市场留下了深深的烙印。股市和债市都受到通胀率下降的强大助力。因为现金流以越来越低的利率贴现推高了估值，这两类资产大受裨益。由 60% 股票和 40% 债券组成的传统 60/40 投资组合能够在此期间产生可观的回报，风险适中，因为这两个资产类别能相互补充。

正如我们在《执信黄金》2019 年报告所述⁵³，传统的混合投资组合在通胀环境中面临着明显更高的风险，因为它们的负相关性可能会崩盘，进而两种资产类别都可能遭受重大损失。这是因为股票和债券之间的负相关是例外，而不是常规。在过去 100 年中的 70 年里，股票和债券一直呈正相关。

近3年美国股票(S&P 500)及债券(UST10Y)波动关联，01/1900-05/2021



来源: 澳大利亚储备银行, Nick Laird, goldchartsrus.com, 路透社, 列支敦士登投资公司

⁵³ 参见“投资组合特征:黄金在衰退中作为股票分流工具”，载于 2019 年《执信黄金年报》

我们保持零利率或负利率的时间越长，债券市场的风险就越大，因为它们不再有任何升值潜力，但它们确实有很大的通胀驱动的利率风险，也可能有违约风险。一段时间以来，低收益债券被许多市场参与者归类为“无回报风险”，这并非巧合。

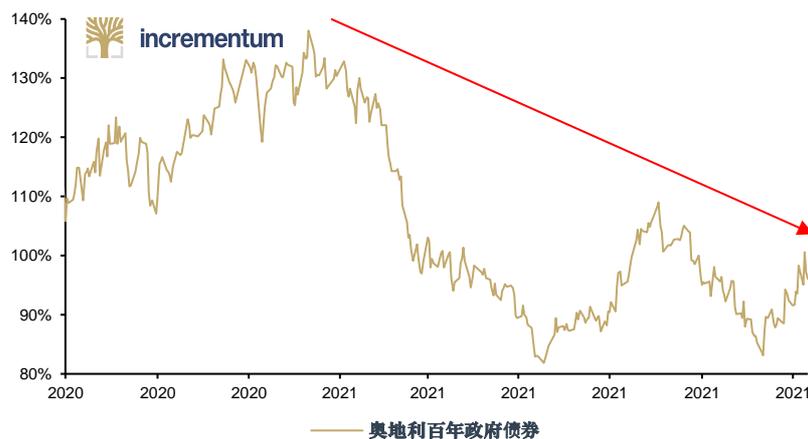
大多数人适应图形走向后，开始不断泛化，最终过度推测，导致市场完全不按照之前的规律运作，而朝着相反的方向走。

瑞·达里奥

(Ray Dalio)

债券剩余期限越长，即使债券收益率小幅上升对债券市值的影响也越大。即使通胀率略高于预期，长期票据持有者的购买力也会被极大削弱。如下图的奥地利世纪债券所示，即使收益率从 0.45% 小幅上升至 1.13%，也会引发年初以来超过 36% 的价格下跌。然而，我们严重怀疑，投资者是否能意识到这一点，尤其是那些间接持有债券的投资者，例如养老金或人寿保险。

奥地利百年政府债券，07/2020-11/2021



来源：法兰克福股票交易中心，列支敦士登投资公司

新世界动乱的特征为：波动更剧烈、通胀更高、金融抑制更强。

亚历山大·沙特尔

(Alexander Chartres)

然而，债券过低的收益率也对股票产生了重大影响。多年来，人们一直认为股票没有可替代产品，这并非没有道理。因此，股票市场的估值大幅上升。CAPE 比率目前为 37，是 2011 年的两倍，当时黄金创下了 2020 年 8 月之前的最后一个历史新高。根据巴菲特指标⁵⁴，股市相对于美国国内生产总值的估值目前处于创纪录高水平。令人惊讶的是，巴菲特指标在经济衰退期后有史以来首次上升。

巴菲特指标，指标1 = Q4/2007, Q1/1971-Q3/2021



来源：美联储 St. Louis, Wellenreiter 投资公司，列支敦士登投资公司

⁵⁴ 巴菲特指标是一个估值倍数，将美国威尔逊 5000 指数的资本化与美国国内生产总值进行比较。该指标最近创下历史新高，超过了 2021 年 2 月的 200% 水平，根据沃伦·巴菲特的说法，这一水平属于“玩火”。

在任何时候,对任何事物,对你长久以来认为理所应当的事打个问号都是有好处的。

罗素

(Bertrand Russell)

目前资本市场上发生的许多事情让人想起了路德维希·冯·米塞斯 (Ludwig von Mises) 创造的“泡沫破裂”一词。令人惊讶的是，股票市场的市值现在比新冠肺炎疫情爆发前高出 20 多万亿美元。我们很难说服自己相信这样的估值是合理的。

彭博国际资本交易市场，单位：万亿美元，01/2018-11/2021



来源：彭博社，列支敦士登投资公司

本届政府行动迅速，因为我认为他们知道他们实施他们想要的变革的时间有限。这表明，在约翰逊执政期间花了 7 年时间压制的通胀可能会在短短 12-18 个月内爆发。

拉里·杰德洛

(Larry Jeddloh)

历史的韵律

随着长期通胀阶段的到来，近年来金融市场持续繁荣的局面可能会经历一场长久的气候变化。为了支持这个论点，让我们回顾一下过去。我们知道历史不会完全重演，但我们发现有趣的是，在某些社会经济方面 21 世纪 20 年代与 20 世纪 60 年代非常相似。

从 1963 年到 1970 年，美国发生了所谓的枪炮与黄油⁵⁵之争⁵⁶。枪炮指的是越南战争的资金，黄油指的是林登·约翰逊总统耗资巨大的“伟大社会”项目。最终，军事和社会双方互不让步。此外，一直受人敬仰的太空竞赛等项目也不断给国家预算施压。财政政策因此变得更加扩张：不是“枪或黄油”，而是“枪和黄油”。

同时，美国还期望结构性地增强工人的权利。相比较那些没有加入工会的工人，新政策更倾向于加入工会的工人。所有这些措施的一个结果是：消费者价格指数 (CPI) 在 7 年期间从 2% 上升到 6%。

我关注的另一个重点是确保这个国家的劳动人民——勤劳的人民——不再被冷落。他们将共享经济增长带来的红利。上次发生这样的事，已经是很久以前。我把我的计划称为“美国蓝领蓝图”，这就是它的真正意义所在。所以，我们不要松懈。

乔·拜登

(Joe Biden)

领导者的行为也有有趣的相似之处。就像拜登总统一样，约翰逊总统也是前副总统。他认为政府干预可以改善人们的生活。我们今天在拜登的美国家庭计划和美国就业计划中发现了类似的举措。然而，与拜登不同的是，约翰逊削减了税收。尽管如此，20 世纪 60 年代政府政策开始强势助推市场导向，为了赢得越战胜利不惜重金，为了战胜贫困加大印钞，这些做法在美国应对第二波新冠肺炎疫情及支持美国家庭和工人收入所措施非常相似，美国一共向市场注入 4 万多亿美元。20 世纪 60 年代，工资和薪金增长了约 32%，这是战后最大增幅。拜登总统也非常重视提高工资。如果工资——物价体系开始螺旋上升，这可能会在未来几年带来过度通胀的后果。

⁵⁵ 参见维基百科:枪炮与黄油模式

⁵⁶ 参见《市场情报报告》，拉里·杰德洛，2021 年 5 月 7 日

薪水及应发工资，占GDP百分比，Q1/1951-Q3/2021



来源: 美联储 St. Louis, 列支敦士登投资公司

.....伍德斯托克这一代人热衷于言论自由，而沃克斯托克这一代人则希望取消言论自由，但这同样有一种世代战争的感觉。

尼亚尔·费格森

(Niall Ferguson)

从社会角度来看，20世纪60年代的决定性特征可能是国家两极分化。目前，美国似乎比当时更加分裂。唐纳德·特朗普(Donald Trump)任期内，进一步加剧了冲突。这种划分横跨不同的社会群体：保守派对进步派，穷人对富人，白人对黑人，第一代婴儿潮对第十代，等等。

20世纪60年代，地缘政治的焦点是与本应崛起的苏联进行实力较量。地缘政治导致代价高昂的军备竞赛和耗资巨大的太空竞赛。美国目前也许正走向一个类似的新冷战时期，但这一次是以中国为对手，日益挑战这个蹒跚学步的霸主。

所有这些发展，以及货币政策的变化——奠定上世纪70年代通胀十年的基础。

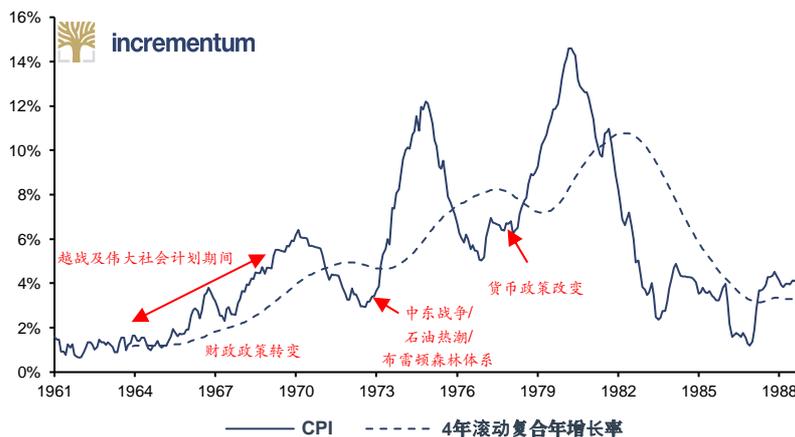
在全球政策制定者持续面临印钞和支出压力、零利率、全球力量发生结构性变化以及冲突不断的世界里，黄金在保护投资组合方面具有独特的作用。

布里奇沃特协会
(Bridgewater Associates)

通胀带来的巨大回报

通货膨胀持续一段时间很有可能将导致工资及物价的螺旋式上升。未来几个月的工资谈判以及随之而来的时事评论，将为货币气候变化带来的深刻影响提供有价值的信息。人们也清楚，政府在多大程度上将会根据不断加剧通货膨胀提高社会福利和养老金支付，这反过来又会使预算整合变得更加困难。这种模式是 20 世纪 70 年代价格上涨的主要传导因素。

消费者价格指数 (CPI) , yoy%, 01/1961-01/1989



“与通胀作战”变为“立马增加通胀？”

我们距离 20 世纪 70 年代过热的通胀环境还有很长一段距离。早在 20 世纪 70 年代中期，物价上涨就已经成为一个主要的社会政治问题。MAGA——“重振美国”是唐纳德·特朗普的口号，时任美国总统杰拉尔德·福特的口号是 WIN——“与通胀作战”，针对的是 1974/75 年的第一波高通胀⁵⁷。目前，我们看到了完全相反的趋势：似乎 WIN——“立马增加通胀”——是当今央行行长、经济学家和政治家的信条。



来源: commons.wikipedia.org

很长时间以来，我们一直在记录这一深刻的变化。这就是为什么我们去年秋天决定在《执信黄金》出版一篇名为《狼来了》的特刊⁵⁸。在这份报告中，我们指出，通胀大幅上升的风险通常被低估了。许多市场参与者，无论是股票投资者还是债券投资者，仍然没意识到，上世纪 70 年代的通胀给大家造成的创伤。因此，现在是时候该密切关注通胀和金融压制给投资组合带来的风险了。

2020 年，宏观政策体系的彻底越界。

亨利·马克西
(Henry Maxey)

金融界对货币气候变化准备不足的一个关键迹象是，如今几乎没有基金经理在其最活跃的投资生涯中经历过通胀环境，大多数投资经理可能会陷入困境。此外，大多数投资组合策略都是基于 10 年、20 年或最多 30 年的回溯计算。然而，很少有投资组合策略会考虑 20 世纪 70 年代的通胀环境。

⁵⁷ “WIN”的按钮触发立刻成为了笑柄；怀疑论者反着说话，解释说“WIN”代表“没有立竿见影的奇迹”、“永不停歇的通货膨胀”或“需要立竿见影的快钱”。参见维基百科: Whip inflation now
⁵⁸ 参见“狼来了——未来十年的通货膨胀？”，《执信黄金》特辑，2020 年 11 月 30 日

通过抑制随机性和波动性，我们一直在不断使经济、健康、政治生活、教育，几乎所有的东西变得越来越脆弱。现代体制、世界的大部都在用自上而下的政策和精心计划伤害我们(.....)这恰好证明了一点:这是对系统反脆弱性的侮辱。

纳西姆·塔勒布
(Nassim Taleb)

我们都认为你的理论很疯狂。让我们产生分歧的问题是，是否疯狂到有可能是正确的。

尼尔斯·玻尔
(Niels Bohr)

我在历史上找不到任何一个货币、政策、财政政策和经济环境如此不合拍的时期。

斯坦利·德鲁肯米勒
(Stanley Druckenmiller)

薪火燃尽的货币制度

投资者必须始终谨记影响链带来的影响，且要考虑机会成本。纳西姆·塔勒布在他的优秀著作《反脆弱性：无序的收获》中描述了压力源的频率有多重要，即压力导致内部和外部刺激。这是因为人们能更好地应对突发性压力，而不是慢性持续压力。当突发性压力过后是一个漫长的恢复阶段时，这种现象尤为明显。要理解即使是一个初始影响很小，伴随着长时间的恢复期，会有多大的伤害，只要想想中国的水滴刑：水滴不断地落在受害者的头上，受害者将被持续的压力折磨得服服帖帖。

在我们看来，金融和货币体系现在处于一种永久的压力状态，濒临耗尽。这也揭示了一个事实，即多年来，在普通货币政策不再奏效后，货币政策只采取了非常措施。因此，像 MMT 这样的理论最终成为了主流。

黄金，将何去何从？

去年，我们的评估是，贵金属投资者的黄金十年已经开始。在保守的情况下，我们预测十年后贵金属价格约为 4800 美元。如果接下来十年持续强劲的高通胀，十年后价格将达到 8900 美元。在我们今年目睹货币气候变化的态势后，通胀风险明显上升。

诚然，现在断言通货膨胀会对日常生活产生多大或多长时间的影响还为时过早。然而，我们仍然坚信我们的 10 年预测。从今天的角度来看，黄金价格处于高位的概率大幅增加，美国最新的通胀数据明确证实了这一点。今年消费者价格指数和生产者价格指数都明显高于预期。

消费者价格指数 (CPI) 和生产者价格指数 (PPI) , yoy%, 01/1991-



来源: 路透社Eikon, 列支敦士登投资公司



来源: 赫耶奇

许多市场参与者尚未意识到货币气候的变化。最近几个月，短期收益率持续上升，金价不断下跌，这是市场对过度政策干预下高通胀作出的反应。人们认为央行有能力有效遏制通胀，这只是暂时的现象。但正如前文详细所释，我们不认同这种观点。

必须得耐心。因为对你有利的是理智(.....)而跟你作对的，是迷茫、油腻、盲目的惰性。

安·兰德

(Ayn Rand)

因此，很难想象我们目前正处于黄金牛市的尾声。当我们将 1980 年和 2011 年上一次长周期金价高点与现在的金价进行比较，且同时比较其他各种宏观数据和市场关键指标时，我们发现，现在的金价相对而言似乎仍然很便宜。

1980 年，2011 年及目前各种市场关键指标及黄金 ATH 比较

| | 1980 | 2011 | 目前 |
|------------------|-------|--------|--------|
| 金价 (单位: 美元) | 835 | 1,898 | 1,828 |
| 基础货币 (单位: 百万美元) | 156 | 2,637 | 6,589 |
| M3 供给 (单位: 百万美元) | 1483 | 9,508 | 20,797 |
| 美联储债务 (单位: 百万美元) | 863 | 14,790 | 28,909 |
| 人均 GDP(名义) | 12303 | 50,660 | 69,904 |
| 标准普尔 500 指数 | 114 | 1,131 | 4,680 |
| 美国失业率 | 6.3% | 9.0% | 4.8% |
| 美元指数 | 86 | 78 | 94 |

资料来源: 美联储 St. Louis, 路透社 Eikon, 列支敦士登投资公司, 截至 2021 年 5 月 11 日

尽管总体来说，目前的市场环境已助推了金价，但今天的黄金价格与 10 年前基本持平，因此，在我们看来，这是很好的买入点。瑞·达里奥是有史以来最成功的基金经理之一，他最近多次就通胀和投资黄金的好处发表了评论。我们想以瑞·达里奥的这一思想作为结束语，这也是为什么我们写这一部“巨作”的原因：

不要惧怕生命中的任何事情，你只需要理解它。知道得越多，就越无所畏惧。

玛丽·居里

(Marie Curie)

“我相信，人们通常会错过生命中重要转变时刻的原因是我们每个人只经历正在发生的事情的微小部分。我们就像蚂蚁一样，全神贯注于在我们短暂的一生中搬运面包屑的工作，而不是着眼大格局和长周期。我们无法看到驱动大周期背后的因素，看不到我们所在的周期位置，也看不到即将发生的未来。”⁵⁹

相信货币价值的稳定，是始终对未来经济和政府机构抱有信心。正如我们在今年的《执信黄金》年报中解释的那样，深刻的经济动荡经常导致货币危机，甚至引发货币改革。历史从来不会完全重演，但在原因和结果方面惊人的相似性⁶⁰。然而，我们必须能够识别出这些时代信号，并充分解释。

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)

对投资者来说，未来几年无一定是充满挑战的。我们期待继续分析正在发生的事情，并与您分享我们的想法，我们一起携手共同克服这些挑战。因为今天，正在经历一场比以往任何时候都深刻的货币气候变化：

执信黄金

⁵⁹ 参见瑞·达里奥：《不断变化的世界秩序》，领英，2020 年 3 月 25 日

⁶⁰ 参见“3.wrhungen and Werte”(“3. 货币和价值”)，2021 年 2 月 24 日，唐纳和勒舍尔研究



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



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) 为列支敦士登投资公司的管理合伙人，负责研究和投资组合管理。

罗尼曾在美国和维也纳经济与工商管理大学学习工商管理 and 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金者，还是 *Affinity Metals (AFF)* 顾问委员会的成员。同时，他还是全球知名的独立于银行体系的实体黄金供应及存储商：瑞士黄金 / 马特宏峰资产管理公司的顾问。

马克·瓦拉克 (Mark J. Valek) 特许另类投资分析师 (CAIA)



马克 (Mark) 为列支敦士登投资公司的合伙人，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。在列支敦士登投资公司成立之前，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*。



列支敦士登投资公司

列支敦士登投资公司 (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。

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。

<https://www.incrementum.li/en>

我们要感谢以下人员对 2021 年《执信黄金》年报的卓越贡献：

Gregor Hochreiter, Richard Knirschnig, Jeannine Grassinger, Stefan Thume, Florian Hulan, Fabio Lacchini, Jason Nutter, Theresa Kammel, Philip Mastny, Alma Mischu, Kalon Boston, Nina Crocoll, Peter Young, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Heinz Blasnik, Hans Fredrik Hansen, Julien Desrosiers, Chris Marchese, Emil Kalinowski, Elizabeth and Charley Sweet, Frank Barbera, Tom Pohnert, Keith Weiner, Grant Williams, Brian Bosse and the entire team of Murenbeeld & Co, Markus Hofstädter, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Hans Engel, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, David Schrottenbaum, Baker Steel Capital managers, Offroad Communications, 世界黄金协会的朋友们, 列支敦士登投资公司出色的全球团队, 当然还有我们的家人!

《执信黄金》团队



Gregor Hochreiter
主编



Richard Knirsch
量化分析 & 图表



Jeannine Grassinger
助理



Stefan Thume
网页设计 & 媒体



Kalon Boston
贡献者



Nina Crocoll
校对



Julien Desrosiers
贡献者



Fabian Grummes
贡献者



Florian Grummes
贡献者



Nikolaus Jilch
贡献者



Emil Kalinowski
贡献者



Theresa Kammel
贡献者



Fabio Lacchini
图表



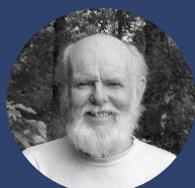
Chris Marchese
贡献者



Philip Mastny
社交媒体



Alma Mischu
排版



Charley Sweet
校对



Peter Young
贡献者

联系方式:

Incrementum AG

Im Alten Riet 102

9494 – Schaan/Liechtenstein

www.incrementum.li

www.ingoldwetrust.li

邮箱: 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（列支敦士登投资公司同样对此不作保证），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：2021 列支敦士登投资公司（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)

麦克尤恩矿业公司是美洲多元化的金银生产商和勘探商，在内华达州、加拿大、墨西哥、阿根廷都有矿山运营。同时还在阿根廷拥有大型铜矿。

www.mcewenmining.com



西门矿业公司 (Ximen Mining)

西门矿业公司(TSX.V XIM)专注于在加拿大不列颠哥伦比亚省南部开展负责的贵金属开发、采掘、勘探，强调可持续性，同时不断提升其肯维尔矿。

www.ximenminingcorp.com

in gold we trust
.report

