

In **Gold** We Trust  
Report

2022年12月16日

# 滞涨 2.0



incrementum

罗纳德·彼得·斯多菲

马克·瓦拉克

真诚感谢以下为 2022 年《执信黄金》年报作出贡献的优秀合作伙伴

优质合作伙伴详情请见 32 页



asante  
GOLD CORPORATION



DAKOTA GOLD



130<sup>SM</sup>  
YEARS  
Hecla  
MINING COMPANY  
Largest U.S. Silver Producer



M  
MINERA  
ALAMOS  
INC.

# 目录

引言：狼与熊	5
中国银本位制：基于墨西哥白银的流入，毁于美国参议员的法案	16
黄金走势将会如何？	21
关于我们	28

## 免责声明

本刊仅供参考之用，不构成投资建议，也不构成投资分析或买卖金融工具之建议。确切地说，这份文件不能代替个人投资或其他建议。本出版物所载的声明是基于编制时的认知，可随时更改而不另行通知。

作者已尽可能谨慎地选择使用的信息源，但是，无论提供的信息及其来源的性质如何，作者（包括 Incrementum AG 列支敦士登投资公司）均不为其正确性、完整性或及时性承担任何责任或损失（包括可能造成的间接或衍生性损害、预期利润损失或预报准确性降低）。

# 真金 不怕 火炼

中国古谚 —— 今日之现实

新兴的黄金生产者  
加纳 —— 非洲第一

- “第一注金”于 2022 年第三季度
- 本土化国际化的专业技术和权属
- 以增长和收益为目标

**asante**  
GOLD CORPORATION

Asante 黄金公司 | [www.asantegold.com](http://www.asantegold.com)

加拿大: ASE | 德国: 1A9

# 引言：狼与熊

**“忽视预警信号而继续沿用过去的策略，就会忽视第三个至关重要的‘狼来了’信号。”**

《狼来了：未来十年仍是通胀？》，列支敦士登投资公司通胀特刊，2020年11月

## 关键点

- 2020年秋季，在《狼来了》特别分析报告中，我们就曾紧急警示各位高通胀风险被低估了。狼现在要留下来了。乌克兰战争加剧了通货膨胀。
- 棘手的供应链问题、制裁成本、更紧缩的货币政策和去全球化，正把后退的熊和狼放在一起。
- 大多数投资者在进入通货膨胀环境时都有些措手不及。今年以来，平衡投资组合都已损失惨重。
- 除了去全球化和脱碳因素，还有其他一些结构性原因支持更长期的滞胀环境，在这种环境下可能会出现多波通胀。
- 冻结中的俄罗斯外汇储备和新的地缘政治促使黄金这种中性国际储备资产变得越来越有吸引力。

## 狼与熊

无论狼和熊孰赢孰输，兔子总是输家。

罗伯特·乔丹 (Robert Jordan)

在 2020 年秋季的第二波新冠疫情中，我们出版了《执信黄金》特别版。在题为《狼来了：未来十年仍是通胀？》中，我们曾引用伊索寓言紧急警告通胀风险正悄然而至。大多数市场参与者不再熟悉这种被认为已经灭绝的“捕食者”，因为上一次高通胀是几十年前的事了。

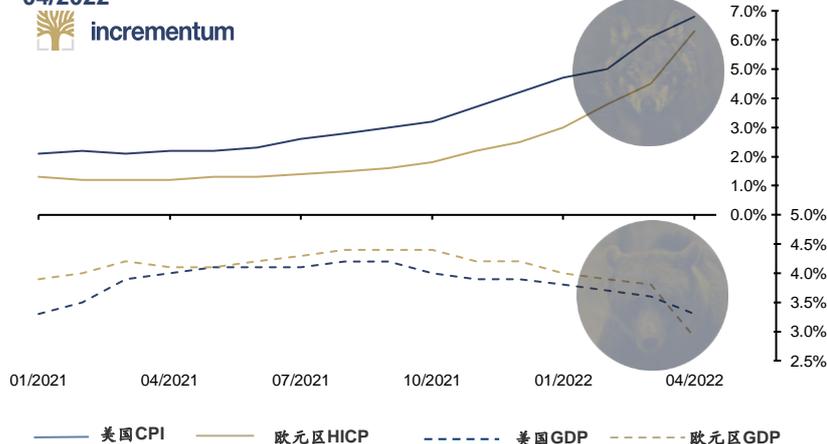
现在狼来了，而且占据了新闻头条。但很多投资者仍未察觉它对他们投资组合带来的威胁。在许多情况下，人们天真地幻想着狼不久后会再次消失——就像它不会对任何猎物大快朵颐。

现在，下一个危险已经潜伏在狼的身后：一只熊正在悄悄靠近。这只熊象征着经济急转直下，它会用爪子拉低资产价值。大多数经济学家和投资者将再次措手不及。

真正的投资挑战是在困难时期表现良好。

塞思·卡拉曼 (Seth Klarman)

2022 年美国与欧元区每月通货膨胀和 GDP 调查结果，范围 01/2021-04/2022



来源：路透画像，列支敦士登投资公司 (Incrementum AG)

经历了新冠大流行的毁灭性打击后，每个人都希望能恢复数年。去年创历史新高的增长数据助燃了这种希望之火。但是这些增长数据主要是建立在基础效应恢复到一定经济常态的信心之上。

对于那些做好充分准备的人来说，熊市是灾难，也是机遇。

约翰·邓普顿 (John Templeton)

但什么才是引燃增长之火的真正的火种？受全球封锁和股市崩盘影响，2020 年第二季度美国经济年化收缩 9.1%，而全球 GDP 则下滑 3.1%。政府实施了一系列前所未有的货币和财政政策，试图限制封锁造成的经济损失，并防止即将到来的债务紧缩。

股票市场对此反应热烈，通货紧缩得以避免，仅仅数月后，金融市场就再一次热情高涨。标普 500 指数仅用 5 个月就从新冠疫情低位突破至新高，而纳斯达克指数仅用 3 个月就从低位暴涨了 134%。

但是不理智的货币和财政复苏措施所带来的通胀副作用在过去一年里静静浮现。救市的代价逐渐地加剧通胀，在 2021 年年中，美国和欧元区的通胀率都突破了央行设定的 2% 的目标。世界银行现在预测，中国 2022 年的增长率将是[数字]：自 1990 年以来首次低于亚洲其他国家。

我们很多人对老派算命先生都是一笑置之。但当算命者用计算机算法而非塔罗牌算命时，我们会认真对待预言并准备好为他们买单。

格尔德·吉戈伦泽尔

然而，央行行长安抚了我们。不用害怕狼；你想的听到的嗥叫都只是你的幻想；通胀激增不过是暂时的。因此，在机构的通胀预测中也可以发现这种绥靖主义。欧洲央行的通胀预测是其对形势严重误判的典范。2021年9月，2022年通胀率被预测是1.7%；2021年12月，该预测提升至3.2%；而在今年3月，该预测已攀升至5.1%。即使是乌克兰战争爆发前，欧洲央行几乎不得不每隔三个月就对通胀预期翻一番。

最初，金价对去年通胀上升的反应令人大失所望。在2021年期间，黄金持有者不得不接受+3.6%（欧元结算）或-3.5%（美元结算）的适度回报。

黄金 (lhs)，单位：美元；CPI (rhs)，01/2018-04/2022



来源：路透画像，列支敦士登投资公司 (Incrementum AG)

黄金暂时失去魔力的原因有：

- 良好的前期表现：2019：+18.3%（美元），+21%（欧元）；2020：+24.6%（美元），+14.3%（欧元）
- 异常坚挺的美元
- 股市暴涨导致机会成本变高
- 加密资产抢了黄金的风头
- 最重要的是，市场参与者相信通胀只是暂时的说法，并不害怕通胀会长期居高不下。通胀处在高位的时间越长，市场参与者就越觉得金价必然受影响。直到2022年初，金价才逐渐开始对通胀加剧和日益动荡的股票、债券市场做出反应。



Hedgeye 的礼遇

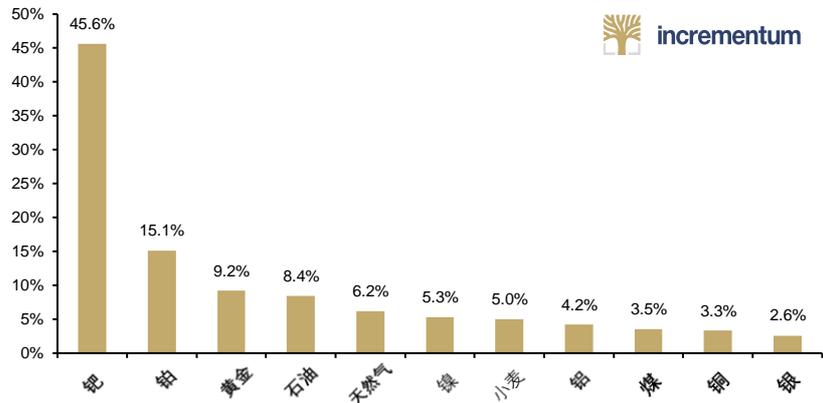
## 俄罗斯熊

2022年2月24日，标志着我们大陆的一个历史转折点。

奥拉夫·朔尔茨 (Olaf Scholz)

很明显，俄罗斯进攻乌克兰将进一步恶化通胀状况。俄罗斯不仅是能源的主要出口国之一，也是原材料主要出口国之一。然而，我们相信，替代俄罗斯资源给各国经济带来的灾难性损失被严重低估。德国经济事务部长罗伯特·哈贝克在一次有关欧盟可能对俄罗斯实施石油禁运的讨论中简洁地说：“这不可能没有任何痛苦！”JP 摩根在4月中旬估计，石油禁运将使油价飙升至185美元。那又将是70-80%左右的增幅。人们不需要成为一个伟大的预言家，就能预测这种价格飙升对经济和通胀率的影响。制裁的恶性循环不仅会导致“狼”横行，也会导致“熊”横行。

2021年俄罗斯出口在全球生产的占比 (%)



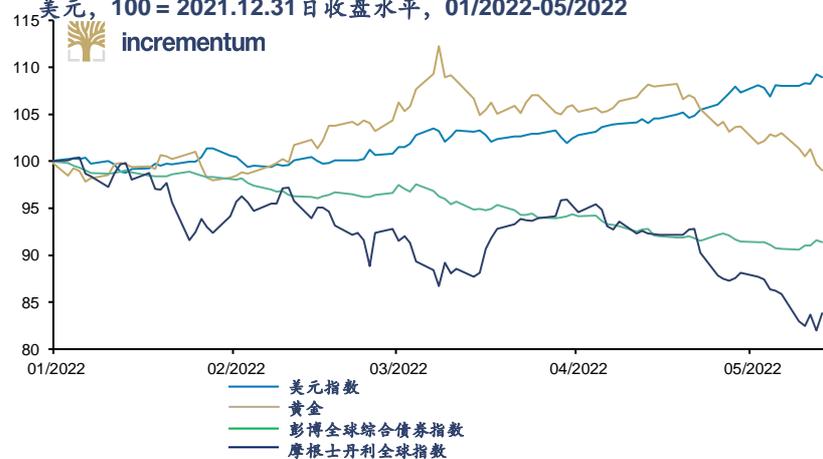
来源：彭博，摩根大通，列支敦士登投资公司 (Incrementum AG)

市场通常随信念改变而改变，而非基本面。

大卫·达尔斯特 (David Darst)

这只熊已经在资本市场徘徊。标普 500 指数自年初以来下跌了逾 15%，纳斯达克指数下跌了 25%。【中国股市数据】空头已经到达美国牛市曾经的中心：备受吹捧的科技股。但这熊曾在债券市场上同样不受约束。在 2022 年一季度，彭博美国国债总回报指数显示，美国国债出现了自 1973 年有记录以来的最差表现。此外，货币市场走熊，美元指数攀升至 2002 年以来的最高水平。黄金在这种不利的环境下表现良好，但从 4 月中旬开始渐占下风。

美元指数、黄金、彭博全球综合债券指数和摩根士丹利全球指数，单位：美元，100 = 2021.12.31 日收盘水平，01/2022-05/2022



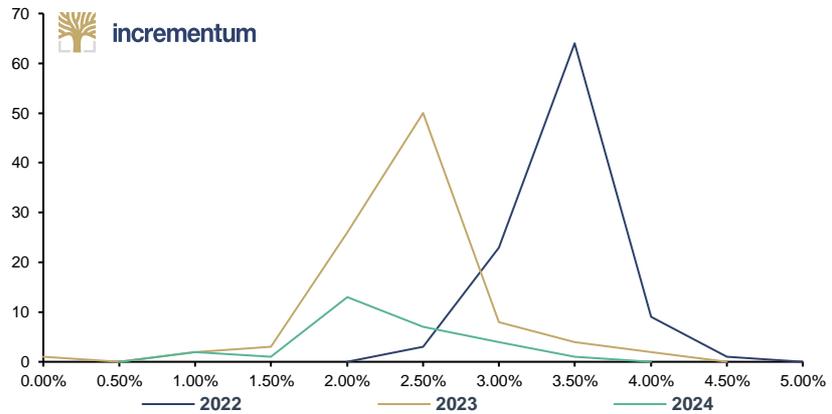
来源：Reuters Eikon，列支敦士登投资公司 (Incrementum AG)



Hedgeye 的礼遇

熊市也在经济领域慢慢显现。在 2022 年一季度，美国经济产出可能已经出现下滑。2021 年四季度的年化增长率为 6.9%，此后，根据经济分析局最新的 GDP 预估，2022 年一季度收缩了 1.4%——尽管最初的预估是超过 3% 的增长。即使当季经济增长再次略微向好，（技术性）衰退暂时不会发生，但未来 12-18 个月将超出经济学家和市场现有预期，更可能出现经济衰退。

美国GDP调查结果，全年GDP增长率（x轴），分析师数量（y轴），04/2022



来源：路透画像，列支敦士登投资公司 (Incrementum AG)

## 俄罗斯外汇储备遭遇严重冻结

作为全球储备货币和交易货币，美元的地位清晰地显示裂痕在不断被撕开。多年来，我们一直记录着去美元化的过程。我们正亲眼目睹了一次次严重失信，这为脱钩美元这一世界储备货币奠定了基础，并在中期加速建立一个新的全球货币秩序。

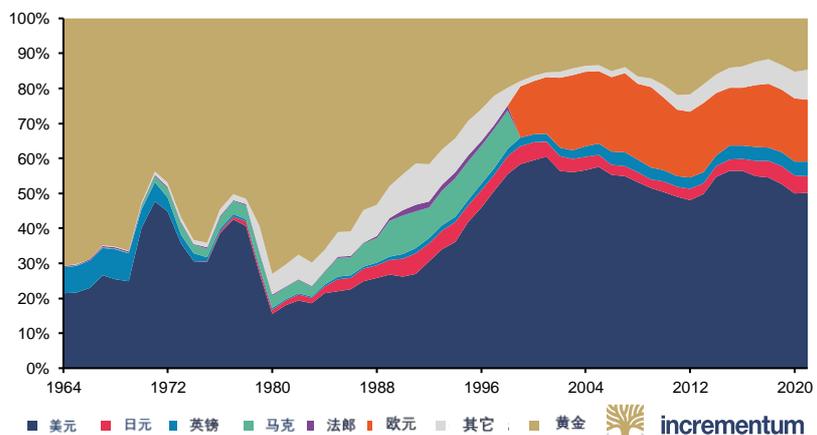
如果我们不能储备（欧元），那就获得它；如果用这种货币与我们的对手（包括西欧）进行结算的能力被侵犯了，那为什么我们要用这种货币交易呢？对我们来说，这种货币变成了糖纸。我们已对欧元和美元失去所有兴趣。

帕维尔·扎瓦尔尼

七国集团和欧盟 2 月 26 日关于冻结俄央行美元和欧元储备（约占其国际储备总额的 60%）的决定将载入货币史册。尽管以前对委内瑞拉、伊朗或塔利班的阿富汗等无赖国家实施过制裁，但这些制裁从未用于一个在联合国安理会拥有否决权，一个前主要经济国家集团（八国集团）的成员，一个核大国，以及世界上最重要的原材料出口国之一。

然而，货币武器化在中长期不太可能给美国和欧盟带来任何好处。此项决定向许多依赖美国国家清晰表明了美元储备从高流动资产到一纸空文是有多快。事实上，美国和欧元区已经告诉世界，它们不再希望为此前的贸易协定支付经济补偿。

1964-2021 年全球外汇储备构成（含黄金）



来源：国际货币基金组织 (IMF)，世界黄金协会，列支敦士登投资公司 (Incrementum AG)

欧美实质宣布的内容的重要性再怎么强调都不为过，即全球 12 万亿美元的外汇储备是先前经济盈余的结果，它们可被政治没收。

卢克·郭曼

美元武器化对任何人来说都不奇怪——特朗普已经将美元武器化专门对付伊朗。

罗素·纳皮尔 (Russell Napier)

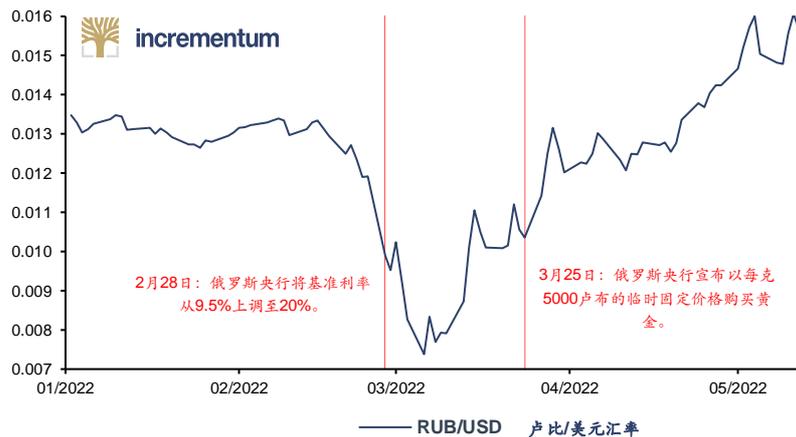
**我们正在讨论的体量是巨大的：**全球央行的外汇储备规模约为 12 万亿美元，其中美元约占 60%，欧元约占 20%。特别是中国，将一直警惕地关注俄罗斯外汇冻结，并将不遗余力地实现货币主权。另外，货币储备冻结会产生潜在的强通缩效应。

**俄罗斯采取了显著的对策去支撑不断下跌的卢布。**比如，在俄央行将关键利率翻倍至 20% 后，其宣布从 3 月 28 日到 6 月 30 日，俄罗斯将以每克 5,000 卢布的固定价格购买黄金，相当于每盎司 1,940 美元。这给以卢布结算的金价设定了底价，由于黄金以美元交易，这这给以卢布结算的金价设定了底价，由于黄金以美元交易，这也暗暗给卢布兑美元设定了下限。

**一些分析师错误地指出这个机制是新的金本位制。**然而，事实并非如此，因为中央银行并没有承诺将卢布兑换为黄金，而只是发行卢布并接受黄金。尽管如此，这个例子淋漓尽致地说明，任何时候黄金不仅可以充当谚语，而且可以作为一种法定货币的实际锚。

**美元极为强势，而卢布在抗衡美元过程中提高了其外在价值，这令人印象深刻。**比如，尽管六轮强硬制裁已经执行，卢布兑美元的汇率比年初还更坚挺。

卢布/美元汇率，01/2022-05/2022



来源：路透画像，列支敦士登投资公司 (Incrementum AG)

让一些寡头不适是一回事，但冻结央行资产的决定完全是另一回事。大笔一挥，西方就拿走了俄罗斯的外汇储备，让它们变得一无是处。

凯文·缪尔 (Kevin Muir)

**除了金价托底，俄罗斯做出“不再接收欧元作为出口付款方式”的决定可能对卢布出人意料的优势起到了重要作用。**俄罗斯国家杜马能源委员会主席帕维尔·扎瓦尔尼是这样评价俄罗斯不再接受欧元付款的：“让他们要不付硬通货，对我们而言就是黄金，要不用我们方便的方式支付，也就是我们国家的货币。”（重点）未来，俄罗斯仅接受“不友好国家”用卢布或黄金支付，而其他国家可使用自由流通的货币支付，甚至可能是比特币支付。

**我们担心西方可能高估了其国际货币储备的事实垄断的地位。**东方，特别是亚洲经济的重要性在过去 20 年里突飞猛进。谢尔盖·格拉齐耶夫 (Sergey Glazyev)，国家财政委员会成员，前对外经济关系部长，自 2012-2019 年就是普京总统的经济顾问，强调了这股东方力量。他解释道，大宗商品在新兴的多极货币秩序中将有一席之地：

*“新经济秩序转型的第三个也是最后一个阶段会创建出一种新型的数字支付货币.....这样的货币可以通过金砖国家大量的外汇储备发行.....篮子可包含主要交易所大宗商品的价格指数：黄金和其他贵金属，主要的工业金属，烃类化合物，谷物，糖，水和其它自然资源.....”*

**我们认为，黄金作为一种中性的货币储备，是有可能在令人不安的东西方冲突中渔翁得利。在一个两极分化日益严重的世界中，黄金可以充当一种中性的、非国有的货币媒介。同时，自 2008 年以来，广受各国央行青睐的黄金的走势丝毫不减。因此，尽管金砖五国近年大力提高黄金储备量，西方国家尤其是欧元区国家和美国仍旧遥遥领先。**

国家/地区	外汇储备 (百万美元)	总储备量 (百万美元)	黄金储量 (吨)	黄金储量 (百万美元)	黄金储量/ 总储备量	黄金储量/ GDP
欧元区	499,850	1,141,117	10,270	641,267	56.20%	4.41%
美国	237,182	745,053	8,133	507,871	68.17%	2.00%
俄罗斯	497,946	641,665	2,302	143,719	22.40%	7.86%
中国	3,251,626	3,373,282	1,948	121,656	3.61%	0.61%
瑞士	1,036,009	1,100,949	1,040	64,940	5.90%	7.71%
日本	1,303,245	1,356,070	846	52,824	3.90%	1.08%
印度	563,471	610,952	760	47,481	7.77%	1.44%
中国台湾	549,994	576,446	424	26,452	4.59%	3.14%
沙特阿拉伯	441,067	461,240	323	20,173	4.37%	1.94%
新加坡	424,839	434,439	154	9,600	2.21%	2.26%
南韩	455,833	462,355	105	6,522	1.41%	0.36%
中国香港	490,956	491,086	2	130	0.03%	0.04%

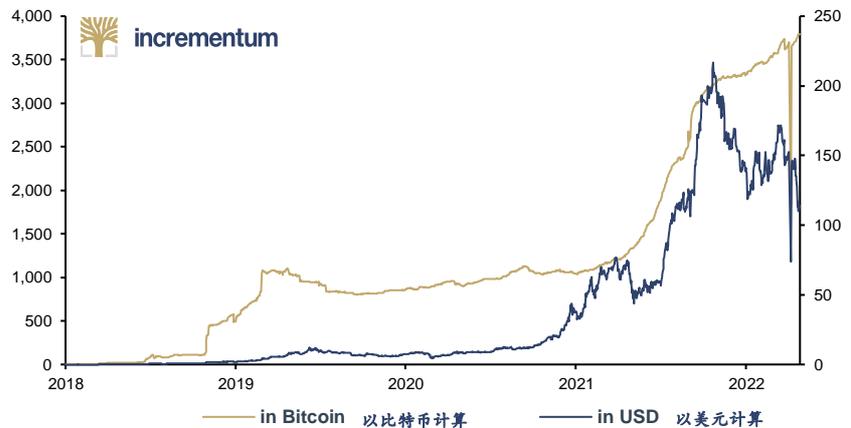
来源：国际货币基金组织 (IMF)，世界黄金协会，列支敦士登投资公司 (Incrementum AG) (数据截至 2022 年第一季度)

*如果储备可以被一夜抹掉，那他们还算是储备吗？还有多少其他国家必须防范类似制裁的可能？*  
**东博 (Doomberg)**

只要黄金被安全持有，**黄金就不存在违约或被没收的风险，除此特性支持外**，各国央行现在有另外一个支持持有黄金储备的理由。显著高于各自目标的通胀率可能进一步削弱政府在未来几年储备货币的信心。**黄金可能会得到很多国家进一步认可成为储备货币，并逐渐成为信心和购买力的锚。**

尽管在这种背景下，比特币被俄罗斯提及（这是值得注意的），但它**现今仍无法协同储备货币**。尽管如此，所有加密货币持续稳步地适应。值得一提的是，除了比特币作为资产融入传统金融市场外，通过闪电网络使用协议处理支付的方式变得越来越广泛。

闪电网络容量，单位：比特币 (lhs)、美元 (rhs)，01/2018-05/2022



来源：bitcoinvisuals.com，列支敦士登投资公司 (Incrementum AG)

比特币已完成试验，现已踏入实践。

马克·E·杰弗托维奇 (Mark E. Jeftovic)

我无法理解为什么人们害怕新思想。我害怕旧的那些。

约翰·凯奇 (John Cage)

越来越多发展中国家的人发现比特币，并积极使用比特币支付。因此可以看见这里有自下而上的动力。另一方面，各国央行仍然不想与去中心化的数字货币扯上关系。但即便如此，总会有一些有趣的举措。例如，在瑞士央行 2022 年 4 月的股东大会上，该行的一些股东提出了一项请求，要求该行每月将 10 亿瑞士法郎的资产从欧洲债券转移到比特币。不出所料，该请求没有得到中央银行的支持。这导致发起者每年可能都会就这个问题上与瑞士央行对峙。

但在国家层面，比特币也有一些值得报道的新闻：去年，萨尔瓦多将比特币纳入与美元一样的官方支付方式。中非共和国最近也效仿了这一做法。对此，国际货币基金组织 (IMF) 都表示强烈反对，并警告称存在相当大的风险。该机构禁止其成员国将本国货币与黄金挂钩，显然也强烈反对比特币成为官方货币。人们难免会有这样一种印象：国际货币基金组织的核心是以债务为基础的全球货币体系的最高守护者。

## 从货币气候变化到滞胀 2.0

在我们转向今年的核心主题“滞胀”之前，请允许我们回顾一下过去。在《2021年执信黄金年报》中，我们谈及了所谓的“货币气候变化”。我们用这个词指的是，大流行病及其引起的政治反应引发了多层次的范式转变，并受到以下五个发展的影响：

- 无视预算
- 货币政策和财政政策的融合
- 货币政策的新任务
- 央行数字货币对比去中心化加密货币
- 东西方之间的新冰期

这些趋势仍然存在，并因俄罗斯危机而进一步强化。新冠危机得到缓和后，人们对预算仍旧漠不关心。不仅在开发替代能源、大规模重整军备和为制裁出资方面不加节制，而且还通过转移支付缓冲通胀。货币政策不得不将公共债务货币化来填补额外的政府预算缺口。东西方的关系已严重降温，有人已经说这是冷战 2.0 了。这些都是结构性通胀动力，比其他因素更能制约经济增长。

从金融市场的角度来看，情况仍与金发姑娘原则相反。

克里斯托夫·伍德 (Christopher Wood)

狼与熊，通货膨胀和经济衰退等于滞胀。

这恰好是缓慢但必占上风的见解。著名的德国经济研究所(ifo Institute)主席克莱门斯·富斯特(Clemens Fuest)已经在 4 月底发表了以下惊人的言论：“我们正处于滞胀之中，至少在欧洲是这样。”鉴于紧张的地缘政治局势和乌云密布的经济领空，我们认为滞胀很可能在世界许多地区，特别是在美国和欧盟发生。

正如 2020 年我们并不冒险地预测当前一波的通货膨胀，我们现在也没有冒险地宣布持续滞胀。我们肯定不必再经历上世纪 70 年代的滞胀；相反，我们将看到滞胀 2.0，以及它众多的特点。我们将聚焦美国，在这里对比一些重要的特征。

要素	滞胀期 1970-1983 年	滞胀 2.0
诱因	- 1973: 赎罪日战争 - 1979: 伊朗革命	- 新冠疫情及封锁政策/ 大规模刺激措施 - 供应链问题 - 乌克兰战争
时长	1970-1983 年间有数个阶段	?
超额货币发行量	达 4.9% (1982)	达 21.3% (2020)
实际利率	- 时而为正，时而为负，大多数时间维持在 -5%-5% 区间 - 上世纪 80 年代初强势增长至 +10%	目前实际利率过正或过负都是难以置信的
预算赤字	达 5.7% (1983)	达 15.0% (2020)
债务	低 (1970 年和 1982 年数据) - 国家: 35.7%; 35.2% - 公司: 47.0%; 53.1% - 个人家庭: 44.0%; 47.9%	高 (2021 年数据) - 国家: 123.4% - 公司: 77.2% - 个人家庭: 76.4%
人力市场	- 组织化程度高; - 潜在劳动力增长	- 组织化程度低 - 人口结构变化导致潜在劳动力下降
国际分工/地缘政治	- 劳动分工基本稳定 - 地缘政治: 冷战	- 数十年的全球化后出现去全球化 - 陷入冷战 2.0
油价变化(WTI)	- 1973.06-1974.02: +184% - 1978.12-1980.05: +166%	- 2020.12-2022.04: +116%
汇率制度	灵活汇率制度下的金汇兑本位制	逐步脱离以美元为锚定货币的单极货币体系
结局	加息、沃尔克冲击、 经济衰退	- 高债务引发的潜在债务危机 - 重整国际货币秩序

如果真有这么一些历史书籍，大多数人大概能从中获知滞胀及其对经济、社会和金融市场的影响。为狼和熊同时出现做充分准备，比起德国人在歌唱比赛中获胜更罕见，然而所有的细节都将披露在今年的《执信黄金》报告中。

## 致谢

一直以来，《执信黄金》都在努力成为世界上最受认可、读者最多、黄金分析最全面的报告。我们衷心感谢来自四大洲的 20 多位优秀同事不遗余力和孜孜不倦地工作！

*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)**

**当然，我们也要感谢我们的优质合作伙伴。**<sup>1</sup>没有他们的支持，我们不可能免费提供《执信黄金》报告，也不可能年复一年地扩大我们的服务范围。例如，在 2022 年，我们推出了每月黄金罗盘和西班牙语版的精简版。

学习过去对未雨绸缪至关重要。在我们看来，理解和准备应对去年脚注描述的货币气候变化以及滞胀 2.0 是当前的主要分析挑战。亲爱的读者们，我们很高兴再次为您们提供一份全面、干货满满且有趣的黄金指南。

现在我们邀请您参加我们的年度骑游，希望您喜欢我们的第 16 份《执信黄金》报告，如同我们喜欢撰写它一样。

来自列支敦士登诚挚的问候。



**罗纳德·彼得·斯多菲**

**马克·瓦拉克**



<sup>1</sup>在《执信黄金》报告最后您将看到我们优质合作伙伴概述和公司的简要介绍。

达科他黄金公司(纽交所代码: DC)  
位于美国南达科他州,  
是一家负责黄金勘探和开发的公司,  
专注于振兴南达科他州的霍姆斯塔克区。

更多资讯见  
[dakotagoldcorp.com](http://dakotagoldcorp.com)



行业领先,  
具备霍姆斯塔克矿采经验



资本雄厚,  
拥有5千万美元资金



独有145年勘探数据



拥有4000万  
盎司的霍姆斯塔克金矿



在霍姆斯塔克  
拥有超42英亩地产



# 达科他黄金公司

纽交所代码: DC

# 中国银本位制：基于墨西哥白银的流入，毁于美国参议员的法案

*“历史虽不会重复，但却有规律可循。”*

马克·吐温 (Mark Twain)

## 关键点

- 中国银本位制的开始和结束主要受外国影响。即使在今天，外国货币政策对中国的影响也大得惊人。
- 尽管在 1842 年之前，中国对外国人的开放程度非常有限，其对外贸易还是红红火火。即使“脱钩”也不会终结国际贸易。
- 香港可能会失去其作为中国门户的作用。新加坡和迪拜可以像过去的马尼拉那样承担起部分职能。

马克·吐温关于历史规律和历史不会重演的名言就跟“历史只教会我们，人类无法从历史中学到任何教训”一样古老，然而历史总是值得回顾的。

中国银本位制便是如此。它不仅是现存最悠久的货币制度，它的形成也（几乎）没有受到中国政府的干预。更确切地说，这是世界另一端的发展导致的：随着热那亚人克里斯托弗·哥伦布在 1492 年代表西班牙王室(重新)发现美洲，西班牙在接下来的几年里崛起成为第一个真正的世界强国。在查理五世的疆土上，太阳永不落下。

到了 16 世纪中叶，第一个全球贸易网络已然建立：西班牙人带上白银从墨西哥、秘鲁和智利出发，向西横渡太平洋到达中国，并在中国购买茶叶、瓷器、丝绸和香料。该网络的关键中转港是马尼拉——西班牙殖民菲律宾的首都。然后，“马尼拉盖伦船”就从该贸易网络的关键中转港——马尼拉（西班牙殖民菲律宾的首都）把中国商品运回东方。他们在阿卡普尔科卸货，经陆路运往墨西哥东海岸，连同新世界的商品（特别是贵金属）一起运往西班牙。从 1585 年开始，每年仅有一艘 300 - 500 吨货运量的加利恩帆船长途跋涉横渡太平洋。这种贸易体系一直持续到 1821 年，这一年墨西哥独立。但这体系的影响更深远，因为得益于西班牙、西班牙殖民地和中国三方的海外贸易，银本位一直持续到 20 世纪。

我天朝上国，物产丰富，无所不有，原不藉外夷货物以通有无。  
乾隆皇帝致乔治三世的信（1793 年）



通往中国的海路。白色：西班牙人贸易航线。蓝色：葡萄牙人贸易航线

中国对外国商品几乎毫无兴趣。在欧洲或海外欧洲殖民地生产的任何东西都无法引起中国人的兴趣，他们只想要白银。中国人之所以更喜欢白银而不是黄金，是因为白银的价值明显更高。中国的金银比是 1：3，而中世纪至近代早期欧洲的金银比介于 1：15 和 1：20 之间，很好地反映了这两种贵金属在地壳中的比例。

我们的民族将再也不是一个被人侮辱的民族了，我们已经站起来了。  
毛泽东（1949 年）

另一方面，欧洲人十分热衷中国商品，茶叶、丝绸、瓷器、香料、宝石和木材的需求尤其旺盛。由于贸易根本不平衡，给国际贸易体系带来了一个问题：就像现在一样，中国拥有巨额的贸易顺差，而欧洲，首先是西班牙，然后是英国，对这个中部王国有着巨额的贸易逆差。西班牙人对此并不在意，因为墨西哥和秘鲁的银矿似乎取之不尽，用之不竭。而英国人，则通过 1842 年和 1864 年发动的两次鸦片战争武力迫使中国统治者承认鸦片进口合法化，使三分之二中国人染上毒瘾，从而抹平了他们的贸易差额。第一次鸦片战争是“百年屈辱”的开端，仍旧是 18 世纪全球最大经济体的中国，签订了 16 项“不平等条约”，沦为了半殖民地国家。



推广税制改革(一条鞭法)的中国官员张居正像

但白银流入这个国家的后果是，在南方和全国范围先后出现了银本位制。虽然在 15 世纪中叶，皇帝仍然禁止白银作为货币使用，但大约一个世纪后，万历皇帝的臣子张居正的“一条鞭法”确立了贵金属作为货币的地位，从那时起，帝国各地使用白银代替大米支付税费。

英国央行有义务以 3.17 英镑的固定价格出售不少于 400 盎司的金条，以换取法定货币。每标准盎司 10½d。

**温斯顿·丘吉尔，1925 年财政预算案演讲稿**

它来的快且凶猛，让人头晕目眩。市场简直跌到了谷底。街上挤满了形形色色的人——痛苦的小型投机者……行贿的商人……好奇的个人和游客寻求…近距离观察这场国家灾难。哪里才是尽头？

**《纽约时报》关于黑色星期四的报道。**

广义上说，一般使用的的硬币和/或银元券不尽相同。但最重要的是，正如大英帝国实施的金本位制或拉丁货币联盟建立的金本位制，它们都不是由国家发起的。许多地区使用重量、形状和外观不尽相同的硬币或银条，直到国外的“银元”逐渐取代国内的银条。

西班牙殖民帝国的地位先是被法国取代，然后被英国取代。但中国的银本位制一直存在，直到大约 350 年后才戛然而止。像开始一样，它结束的原因也主要来自国外。第一次世界大战结束后，当时的财政大臣温斯顿·丘吉尔于 1925 年提倡英国恢复金本位制。然而，他犯了一个严重的错误。他坚持使用战前英镑对黄金的估价(由于战争负担和成本，估价至少应该减半)。明显被高估的英镑使得当时英国商品更加昂贵，导致失业率急剧上升。为了应对这一系列的后果，大西洋彼岸那成立了 10 年左右的美联储降低了利率。然而，这么做首先引发了佛罗里达州的房地产泡沫，然后又蔓延到华尔街。1929 年 10 月 24 日，黑色星期四，大萧条开始了。事实上，它主要影响欧洲和美国。亚洲，尤其是不接受金本位制的中国等国最初影响甚微。在 1927-1937 年，即第二次中日战争爆发之前，中国在所谓的“南京十年”期间经历了相对强劲的经济增长。

1933 年，还是在美国，来自内华达州的参议员基·皮特曼(Key Pittmann)实现了他最伟大的成就。作为内华达州最大银矿开采公司的股东，皮特曼喜欢做一个直言不讳的白银游说者，曾在 1918 年向国会推行以他命名的《皮特曼法案》，要求美国从国内矿山购买价值至多 3.5 亿美元的白银，并将其铸成银元。托马斯对《农业调整法》的修正案使得美国承诺以远高于市场价格的价格从国外购买白银：溢价高达 60%。罗斯福政府以此希望减少公民持有的白银数量，刺激货币流通，以克服经济萧条。



美国参议员基·皮特曼(Key Pittmann)

这直接导致了大量白银涌入美国，而中国首当其冲。几乎一夜之间，中国也陷入了大萧条。1935年，中国放弃银本位制并禁止个人持有白银。同时，成立于1924年的中央银行发行了一种新的法定货币：法币（Fabi）。由于新货币受国民中央政府的控制，中国自由银行体系便随着银本位制的废止而终止。新的货币体系也引发了中国通货膨胀，最终在1947年到1949年间升级为恶性通货膨胀。

讽刺的是，银本位制的废止时间正好是毛泽东长征结束。事实上，尽管在1934年共产党被击溃，他们还能撤退至陕西延安山区。在这里，他们能够重整队伍和恢复状态——尤其是从那时起，国家的货币政策使贫困阶层持续贫困，这样就为共产党人提供了（物资和人员）补给。

中国银本位制的历史有一些特点放在现在也很有趣，可以帮助回答一些问题。一方面，它表明一种稳定的货币制度的建立可以没有政治的干预，同时又很可能受到国外因素的影响和摧毁。正如当年美国的政策摧毁了中国的银本位制一样，如今中国也恰恰面临着美国货币政策带来的最大风险。利率开始逆转也影响美国经济和公民，但第二和第三世界受到的打击要严重得多。因此，中国领导人习近平在去年初世界经济论坛的开幕致辞中明确警告美国利率逆转事宜就显得尤为重要，并掷地有声地道出自利率逆转以来，中国房地产市场正面临着改革开放以来最大的危机。

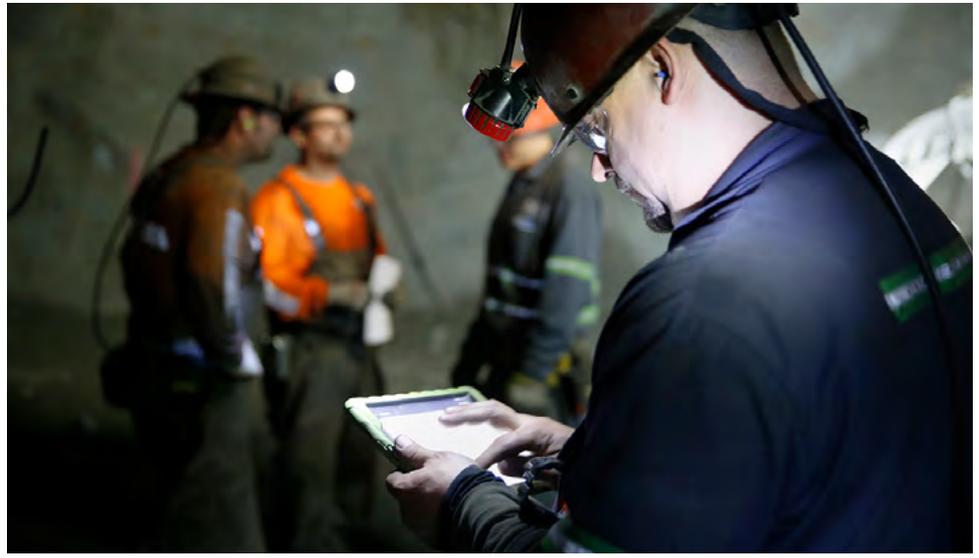
*加大宏观经济政策支持力度，推动世界经济早日走出困境。*

**习近平，世界经济论坛开幕致辞。**

有趣的是，尽管中国仅有一小部分地区开放给外国人，却仍不乏活跃的间接贸易。最初这类贸易的中心在马尼拉，到18世纪中叶，广州逐渐成为中心之一。由于中美对抗和中国国内政策（包括经济政策）的影响，在未来几十年，我们可能会看到西方和中国经济领域越发脱钩。新冠肺炎政策、“中国制造2025”或“双循环”概念等政治计划将促使外国与中国的直接贸易以及在华外国人的减少。

香港仍然是通向中国的门户。但这个亚洲国际大都会的新冠政策，更为重要的是，北京对这座享有正式自治权的城市产生日益强大的影响力，都在赶走这里的国际元素。为应对大规模抗议活动而于2020年通过的“国安法”破坏了香港最重要的资产，即对经济特区的政府机构，尤其是法律安全的信任。对很多在东亚和东南亚建有基地的跨国公司而言，新加坡正变得越来越具吸引力。

此外，香港过去和现在都是中国购买大部分海外黄金的关键通道。但很明显，随着财富和人才的流失（大约70%香港本地人可以无障碍移民到英国，而这种情况正愈来愈多），香港将失去竞争力。香港与中国内地融合得越深，与全球贸易流就越脱节——根据贸易法，美国已经将香港界定为中国的一部分，香港出口美国的商品与来自中国内地的商品一样，都要缴纳惩罚性关税。如果上述对立情绪继续升温，那么香港黄金业也可能受到制裁——类似于美国目前试图用来摧毁中国半导体产业的制裁。那么迪拜就有可能成为黄金贸易中枢，进一步扩大其枢纽地位，成为东西方之间最重要的黄金枢纽。



## 美国最大白银生产商



安全环保 · 诚信至上 · 认真负责 · 团结创新



# 黄金走势将会如何？

**“新世界秩序的无序状态表现特征将为更大的波动、更高的通货膨胀和更强的金融压制。”**

亚历山大·沙特尔 (Alexander Chartres)

## 关键点

- 货币政策已陷入困境，在不引发衰退性熊市的情况下，它还得被迫假装对抗那如狼似虎的通货膨胀。
- 美联储虽然行动迟缓，但(就目前而言)是果断的。国际上越来越多的央行迫于压力追随美联储的做法。
- 不想引发市场扭曲而对抗通胀的权衡之策注定失败。激烈的紧缩周期已经开始威胁一切泡沫将在“万物崩溃”中终结。
- 随着资产价格通缩加剧，当前这波通胀可能在今年见顶。然而，逆转的货币政策可能引领下一波通胀。
- 金价也受到了美联储紧缩政策的影响。尽管今年黄金相对于其他资产类别表现良好，但短期内预计将面临更多阻力。
- 我们坚持 2030 年金价达到 4,800 美元这一长期目标。假如货币政策偏离已宣布的鹰派路线，我们认为，金价为了在年底前维持正常的走势，涨至 2,200 美元左右是现实的。

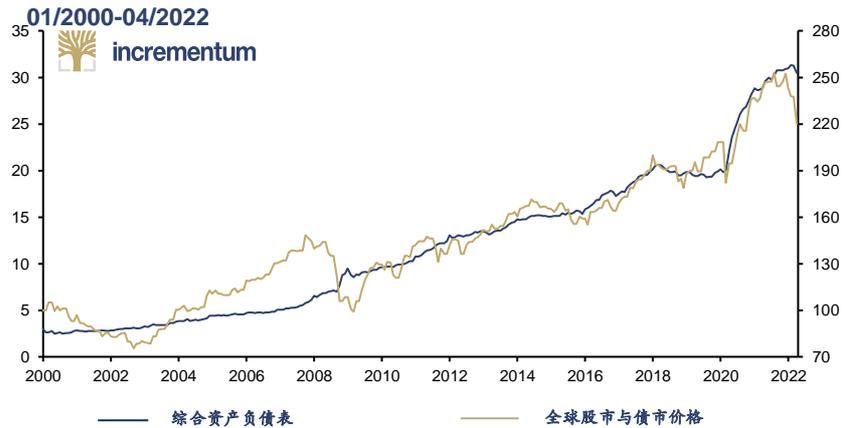
## 一切皆泡沫，滞涨，万物崩溃.....

金融危机是专业投资者的绝佳时机，却是一般投资者的噩梦。

**罗伯特·清崎 (Robert Kiyosaki)**

多年来，新闻充斥着各类全球危机的报道。灾难似乎是接踵而来的：金融危机，欧元危机，气候危机，新冠疫情，二月以来，又是欧洲战争。我们生活的看似混乱而脆弱的时代，使很大一部分人越来越不相信新闻，也对其不再抱有幻想。然而，值得注意的是，这种信任问题短期内只在资本市场中显现。如果您看看全球股票和债券市场的长期发展，你可能会认为所有这些危机都从未发生过。

美联储、欧洲央行、日本央行和中国央行的综合资产负债表(lhs) (万亿美元) 及全球股市与债市价格发展图\* (rhs) (01/2000-04/2022) (rhs),



来源：路透画像，列支敦士登投资公司 (Incrementum AG)  
\*由60%的MSCI ACWI指数和40%的富时全球政府债券指数组成

不要仅成为一个记录事实的人，而要试着去洞察事实起源的奥秘。

**伊万·巴甫洛夫 (Ivan Pavlov)**

股票、房地产和债券投资者（特别在过去 25 年）获取惊人回报的主要原因是（政府）每次都是采用契合盛行的干涉主义精神的货币政策措施去应对危机，且每次措施也越发极端。市场参与者已经像巴甫洛夫条件反射的狗一样习惯于美联储的措施。宽松货币政策的真正代价很长时间被隐藏起来。

社会哲学认为，干预主义的一个基本要点是资金是取之不尽用之不竭的。当这个财源枯竭时，整个干预主义体系就随之崩溃：圣诞老人法则 (Santa Claus principle) 就破产了。

**路德维希·冯·米塞斯 (Ludwig von Mises)**

维持这种谎言的首要条件是强大的、结构性的反通胀力量。最初，无中生有的流动资本涌入资本市场并逐渐使资产价格上涨。一切皆泡沫给我们的印象是经济增长会持续，赤字和货币扩张不是问题，甚至全球疫情封锁和生产停滞只会短期内损害经济。然而，应对新冠危机的干预措施带来了变化。我们所说的货币气候变化是通胀环境范式转移的开端。乌克兰战争和随之而来的制裁与出口限制则是另一加速器。

当政府试图在更高的收益率与创纪录的债务水平之间找到平衡时，法币能否挺过政策困境？这是未来几年耗资数万亿美元的问题。

**吉姆·里德 (Jim Reid)**

如今我们开始感到失望。当至少一小部分人在通缩时期享受资产价值上升时，消费者和投资者却在通胀率上升的时期举步维艰。

美联储正试图制造可控的拆毁，这很有可能形成蝴蝶效应。

**黄明哲 (Paul Wong)**

无处不在的通胀意味着绝大多数人生活质量的显著下降。当这块真正的蛋糕变小，无论是价格升高、包装尺寸缩小或者汤水变稀，都会对消费者行为和投资活动产生深远的影响。社会上会更加激烈地争取分配权，这将加剧国内和国际的紧张局势，进一步加剧已经存在的两极分化。狼的回归和所有与之相关的灾难正使货币守护者保护货币购买力的压力倍增。

因此，货币政策制定者们已陷入绝境。他们至少不得不假装应对狼。然而，遏制流动性的试探性尝试，开始暴露出被紧急措施掩盖了若干年、甚至几十年的问题。就像 2018 年我们警告试图扭转货币趋势有不可避免的结果一样，我们现在发出另一个明确的警告。除了狼性通胀，一场熊性衰退正在逼近。

## 2022 年《执信黄金》报告高光内容

今年《执信黄金》报告<sup>2</sup>的主要发现：滞涨 2.0，包含如下：

- **债务**：2021 年债务发展情况可概括为：表象具有欺骗性。(政府)负债率下降主要得益于 2021 年的经济增长远远高于平均水平（2020 年经济明显下滑导致）。这种基础效应导致的负债率下降决不是负债（率）上升趋势已经被打破的信号。另一方面，名义债务首次超过 300 万亿美元。
- **通货膨胀**：尽管我们认为通货膨胀率可能会在 2022 年下半年缓慢回落，但我们预计将出现类似于 2019 年新冠疫情造成的连续几波的通货膨胀。并且看来下一个通胀病毒变种已经公诸于世了。有一件事是确定的：大缓和(Great Moderation)时代肯定结束了。
- **去美元化**：俄罗斯外汇储备被冻结对全球货币秩序的影响堪比理查德·尼克松(Richard Nixon) 1971 年关闭黄金窗口。尽管乌克兰战事已成为西方的焦点，俄罗斯和中国正扩大合作。沙特阿拉伯和美国之间的关系很少像现在这样糟糕，这一点证明长期以来无人挑战的(石油)美元地位遭受重创。待形势明朗后，全球货币秩序将会是什么样子还不清楚。而似乎可以肯定的是黄金和大宗商品会非常重要。
- **比特币**：股票到流量模型(S2F 模型)能够很好地解释比特币历史上的价格发展。然而，在当前的周期中，比特币的价格明显低于模型假设的范围。尽管比特币现在已真正走熊，但其接受程度在人们中特别是机构投资者和政府间持续升高。
- **白银**：鉴于通货膨胀的爆发，银价让很多投资者都倍感失望。白银不再是对冲通货膨胀的贵金属货币了吗？出现这种失望情绪有两个重要的原因。第一，实际利率在 2020 年 8 月就停止下跌。由于白银和实际利率呈负相关性，白银价格停止上涨。第二，消费价格上涨并不一定等于货币通胀。至少对于白银投资者而言，有个好消息是，未来十年通胀的可能性是较高的。
- **矿业股**：黄金开采板块表现疲弱的主要原因是资本支出(CAPEX)超支，生产成本上升，新矿开采许可受阻，政治不稳，储量和新发现的矿下降。由于能源及建筑材料价格上涨、人力成本提高和普遍通胀，全部维持成本(AISC)预计在可预见的未来会继续上涨。
- **持有矿区特许权使用费(royalties)和金属流权益(streaming)的公司**：在 15 年的时间里，采矿业板块的市值从 20 亿美元增加到 600 多亿美元。贵金属板块中这些持有特许权使用费和流权益的公司表现优于采金和采银公司。
- **环境、社会、公司治理(ESG)**：在新型低碳经济中，需要为采矿业建立一种新的经济指标：全部排放成本(AIEC)。这项指标为投资者和利益相关方将非财务成本转化为财务成本。原则上，投资组合中金比例的上升，会对总体投资组合的碳足迹和碳排放强度产生重要积极的影响。
- **技术分析**：对市场结构、情绪和价格模式的分析导致我们短期内做出了相当复杂的技术评估。尽管最近情绪面已愁云密布，但一场熊市洗劫还在后头。从季节性角度来看，接下来的几周时间仍可能带来不利的因素。

## 黄金走势如何？

这是黄金，邦德先生。  
终其一生我都钟爱它的颜色……它  
的光辉，它神圣的沉重。  
**金手指 (Auric Goldfinger)**

如果股市不下跌，美联储就需要迫  
使股市下跌。  
**比尔·达德利 (Bill Dudley)**

看似很久，但不会永世长存。  
**小鹿斑比的妈妈**

底部宜看不宜试着抓。  
**丽贝卡·“贝基”·奎克  
(Rebecca “Becky” Quick)**

由于通胀急速加剧，2021年对于黄金投资者是失望的一年。或许是因为2019年和2020年对于嗜金者非常美好，导致人们的期待太高。但在过去几个月里，尽管它在2021年的表现落后于普遍预期，我们认为黄金很好地履行了自己的角色。在近期的波动后，它保证了投资组合的稳定。金价经受住股市、债市、加密货币市场暴跌以及美元反弹的考验。

然而，只有政府再度宣布转向极度宽松货币政策，我们才能再次期待金价真正上升。关键是什么时候会发生。

那么，我们什么时候才能认真对待美联储的强硬路线呢？在参议院银行委员会的半年度听证会中，杰罗姆·鲍威尔 (Jerome Powell) 被共和党参议员理查德·谢尔比 (Richard Shelby) 问道：“沃尔克为了控制通胀，让经济陷入了衰退。您准备好采取措施控制通货膨胀了吗？”鲍威尔回复道，“我希望历史记录下来的答案是肯定的。”

美联储似乎是认真的。但如果一致执行紧缩政策，一切泡沫将在“万物崩溃”中终结。股票、债券和加密货币都已成为更紧缩的货币政策的牺牲品。房地产将会是下一个。

国际上，美国收紧货币政策可以预料会出现市场扭曲。上升的收益率可能会给欧元区和日本带来麻烦。短期内，黄金持有者可能仍将面临阻力（特别是如果价格进一步下跌引发市场恐慌），然而，金融市场上的风暴越大，重新放弃紧缩货币政策的可能性就越大。

一旦美联储被迫放弃原定路线，我们预料金价将继续上涨，并创下历史新高。我们相信美联储无论何时剥夺市场那所谓的“潘趣碗” (punchbowl) 都是不切实际的，并且我们严重怀疑鸽派转变为鹰派的趋势能否持续下去。大多数鹰派仅仅是披着“鹰衣”的鸽派，在货币紧缩引起不可避免的后果（经济衰退、收益率上升、股市调整、破产、失业）下，他们迟早会成为真正的鸽派。

如果股市和债市维持年初以来的下行趋势，美联储仓促地反击似乎只是时间问题。新的U型拐点会长什么样呢？央行银行家们能从他们的大帽子里变出什么新奇的兔子吗？货币和财政政策制定者仍有以下手段：

- 收益率曲线控制
- 新一轮量化或质化量化宽松
- 金融压制
- 其他财政刺激措施
- 现代货币理论 (MMT) 或直升机撒钱
- 中央银行数字货币
- 欧元区：通过发行额外的欧债，进一步实现债务共同化。

随着货币政策和财政政策不可阻挡地进一步融合，使用一个或多个手段已成定局。有一件事是确定的：即将出台的救市措施将越来越大、越来越激进、越来越难懂。

那些终其一生都在混淆资金成本下降与投资天才的人，已经从制度上忘记了黄金作为投资组合多元化化工具的特性。

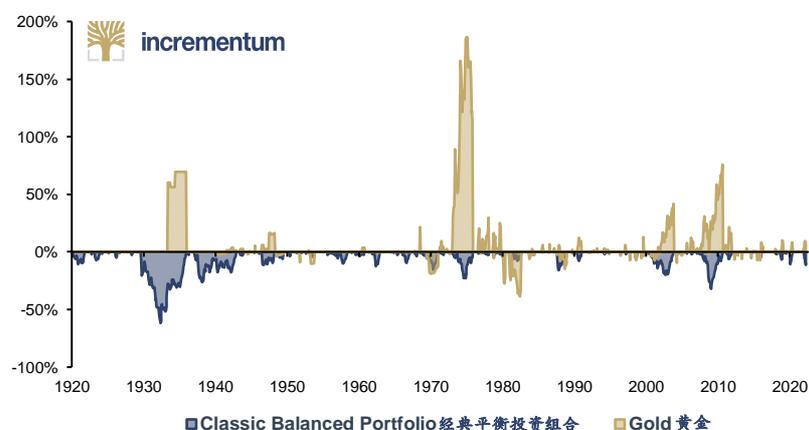
**查理·埃里思 (Charlie Erith)**

**通过印钞，财政赤字的比例将不断提高。**货币政策和财政政策之间的这种联系持续得越久、越紧密，滞胀的力量就越大，人们完全丧失信心的可能性就越大。

**许多投资组合似乎仍未为滞胀 2.0 做好充分准备。**部分原因可能是因为现今履职的基金经理们几乎没有在投资生涯经历过通胀，更不用说滞胀。另外，大部分投资组合方法都是依据 10 年、20 年或最多 30 年前的回溯测试策略，但很少组合策略会考虑 20 世纪 70 年代的滞胀环境。

**在当前滞胀再次抬头的时期，股票和债券之间的正相关性意味着需要一种有效的投资组合分散器。**历史表明，黄金极好地充当起这个角色。传统投资组合无论何时出现缩水，黄金皆证明它是可靠的对冲资产。

经典平衡投资组合缩水时黄金的表现 (01/1920-04/2022)



来源：桥水基金，路透画像，goldchartsrus.com, Incrementum AG  
\*60% 股票 (标普500)/ 40% 投资级债券

新世界秩序的无序状态表现特征将为更大的波动、更高的通货膨胀和更强的金融压制。

**亚历山大·沙特尔 (Alexander Chartres)**

2020 年，我们在《2020 年执信黄金报告》<sup>3</sup> 中预测了直至 2030 年的黄金价格，此预测的核心输入因子是货币供应量的黄金覆盖率。基于当时的基本情况，我们假设 M2 货币供应量每年增长 6.3%。黄金的目标价格大约是 4,800 美元。

2030年前金价预测的中期状况：实际金价及预测金价（美元），01/1970-12/2030



来源：路透Eikon, Incrementum AG

保持冷静。  
伊拉斯谟 (1466-1536)

对投资者来说，未来几年毫无疑问是充满挑战的。狼和熊是迷人的捕食者，但在经济中，它们是一对地狱双雄，在滞胀 2.0 期间，它们将向投资者索取一切。资本市场、全球政治、经济、利率的波动，特别是通胀的波动会伴随我们一段时间。我们坚信，在这种环境下，黄金增强了普遍投资组合的弹性，它应该是滞胀 2.0 背景下投资组合不可或缺的一部分。

小心点，别听废话。  
库特·奥斯特班博士 (Dr. Kurt Ostbahn)

我们期待着继续为您分析与黄金相关的发展动态，并与您分享我们的想法。我们将共同战胜这些挑战。在滞胀 2.0 的深渊中更是如此：

执信黄金

# 阿拉莫斯矿业



久经考验的专业开采团队

以低资金压力采矿  
为显著优势

团队久经考验

首家在行开采

最低风险开采

有机发展模式



多伦多证交所: MAI / 场外交易所: MAIFF

[www.mineraalamos.com](http://www.mineraalamos.com)

# 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《奥地利投资者学院》*Austrian School for Investors*，2019 年的《零利率的陷阱》*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) 是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《奥地利投资者学院》*Austrian School for Investors*。



## Incrementum AG 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 2022 年《执信黄金》年报的卓越贡献：**

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer, Stefan Thume, Florian Hulan, Theresa Kammel, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Philip Mastny, Peter Young, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Heinz Blasnik, Hans Fredrik Hansen, Julien Desrosiers, Dietmar Knoll, Emil Kalinowski, Elizabeth and Charley Sweet, Marc Waldhausen, Max Urbitsch, Trey Reik, Alexander Ineichen, Herwig Zöttl, , Tom Pohnert, Keith Weiner, Brent Johnson, Grant Williams, Markus Hofstädter, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Hans Engel, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, David Schrottenbaum, 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!



Gregor Hochreiter  
主编



Richard Knirschig  
量化分析 & 图表



Jeannine Grassinger  
助理



Stefan Thume  
网页设计 & 媒体



Peter Árendáš  
贡献者



Julien Desrosiers  
贡献者



Fabian Grummes  
贡献者



Florian Grummes  
贡献者



Lois Hasenauer  
量化分析 & 图表



Katrin Hatzl-  
Dürnberger  
校对



Handre van Heerden  
贡献者



Philip Hurtado  
贡献者



Nikolaus Jilch  
贡献者



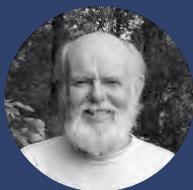
Emil Kalinowski  
贡献者



Theresa Kammel  
贡献者



Philip Mastny  
社交媒体



Charley Sweet  
校对



James Twadell  
贡献者



Peter Young  
编辑、报告中文版负责人

### 联系方式:

Incrementum AG

Im Alten Riet 102

9494 – Schaan/Liechtenstein

[www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)

[www.ingoldwetrust.li](http://www.ingoldwetrust.li)

Email: [ingoldwetrust@incrementum.li](mailto:ingoldwetrust@incrementum.li)

### 免责声明

本刊仅供参考之用，不构成投资建议，也不构成投资分析或买卖金融工具之建议。确切地说，这份文件不能代替个人投资或其他建议。本出版物所载的声明是基于编制时的认知，可随时更改而不另行通知。

作者已尽可能谨慎地选择使用的信息源，但是，无论提供的信息及其来源的性质如何，作者（包括 Incrementum AG 列支敦士登投资公司）均不为其正确性、完整性或及时性承担任何责任或损失（包括可能造成的间接或衍生性损害、预期利润损失或预报准确性降低）。

**版权：2022 Incrementum AG. 版权所有，翻印必究。**

## 公司介绍



### 阿桑特黄金公司 (Asante Gold)

阿桑特黄金公司位于西非加纳，是新兴黄金生产公司。该公司致力于有机矿藏开发及收购，是负责任的矿藏开发商，同时也有志成为加纳最顶尖的黄金开发商及优质企业。

[www.asantegold.com](http://www.asantegold.com)



### 达科他黄金公司 (Dakota Gold)

达科他黄金公司(纽交所代码: DC)位于美国南达科他州，是一家负责人的黄金勘探和开发公司，专注于振兴南达科他州的霍姆斯塔克区。

[www.dakotagoldcorp.com](http://www.dakotagoldcorp.com)



### 赫克拉矿业公司 (Hecla Mining Company)

赫克拉矿业公司 (纽交所代码: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](http://www.hecla-mining.com)



### 阿拉莫斯矿业公司 (Minera Alamos)

阿拉莫斯矿业公司发展迅速，是一家新兴的黄金开发商，预计于 2022 年实现商业生产。该公司致力于在高通胀压力下，采用新兴采矿模式，用较低的资金压力实现采矿。

[www.mineraalamos.com](http://www.mineraalamos.com)

