

in **gold** we trust
.report

2019年6月20日



信任流失年代中的黄金



incrementum

Ronald-Peter Stoeferle
& Mark J. Valek



简介

“勿信金钱，将之投资于可信之物方为上策。”

Oliver Wendell Holmes

报告要点

- 信任是人际合作的基本价值所在，也是我们社会秩序的基础。社会的诸多领域都存在“信托资金”被侵蚀的现象。
- 对国际货币秩序信任的崩溃表现在 1971 年以来各国中央银行以最大数量买入黄金以及持续黄金回流的趋势。各国央行极尽可能大量购入黄金，黄金储备势头有增无减，这恰是各国对国际货币秩序信任崩溃的表现。
- 2018 年第四季度，“万物皆泡沫”（Everything Bubble）得到了应验，黄金再次坐稳其优质多元化投资组合的地位。当股票市场遭遇几十个百分点的重挫时，黄金及黄金矿业股分别逆势上涨 8.1% 与 13.7%。
- 2018 年第四季度股市暴跌导致货币政策正常化的进程戛然而止，我们去年预测的“货币大转向”情形已经开始显现。
- 经济衰退风险明显高于市场贴现的部分，在经济衰退的情况下，负利率、新一轮量化宽松政策（QE）以及更为极端的货币政策构想（如：现代货币理论 MMT）的施行都将可能出现。
- 关于投资方向的可靠性，我们的主张很明确，信任是基于过往，建设于当下，面向未来的。回顾历史，黄金是五千年来最为稳健的货币。

“黄金是信任的‘集合’，或者我们也可以说它是人们对所有其他价值承诺不信任的‘集合’，这使得黄金的价格变化轨迹变得更为有趣：当不信任（对未来、政治、当局政府的不信任）的情况出现时，黄金价格随即攀升，当信任回归社会主流地位时，黄金价格就会下跌或停滞。”

——Roland Baader

亲爱的读者朋友们，呈现在您面前的是我们的第13版《In Gold We Trust 年度报告》¹。这是一份极其特别的版本，此前，我们从未在报告中投入过如此多的时间、精力、财力和热情也未曾组建过如此庞大的团队或对如此广泛的主题进行分析。这是我们首次在中国发布《In Gold We Trust 年度报告》，因为中国市场对于我们乃至整个黄金行业而言都变得愈加重要。

但今年也是一个特别的年份，因为我们选择了一个对国际合作和经济繁荣都至关重要的主题，该主题词非常重要，是本份年度报告名称中不可或缺的核心词，那就是——Trust，即信任。

信任的定义：

信任：坚信某人或某事的可靠性、真实性、能力或力量。^{2,3}

“博爱，
谨行，
不负于人。”

William Shakespeare

信任经常被人们所忽视，许多人都认为信任是理所当然的，但几乎所有人类人际交往都基于信任。去餐厅就餐时，我们相信厨师不会使用任何变质的食材，能确保整个烹饪过程清洁卫生，并最终带给我们美味的饭菜；当我们乘飞机去度假时，我们相信飞行员、机组人员和技术人员都能出色完成他们的工作；我们相信当自己真正需要时，我们的朋友会来帮助我们；我们相信伴侣会始终忠于我们。如果没有最基本的信任，人际关系（即使是初级形态）将是不可想象的。信任是人类交往的基本价值所在，也是我们社会秩序的基础。

在法制国家，公民相信国家机构会尊重并保护他们的私有财产，同时，媒体、科学等相关私人及公共机构同样建立在某种基本信任基础之上。

¹ 历史版本可以在我们官网的“往年报告”（Archive）中免费下载。

² 见牛津词典“trust”词条。

³ 见维基百科“trust”词条：关于信任一词的词源：“信任这个词在16世纪时就已出现（古高地德语为‘fertruen’，中古高地德语为‘vertruwen’），并且可以追溯到哥特王朝的‘trauan’。‘信任’一词属于‘忠实’=‘强’，‘坚定’，‘胖’的同义词组。在希腊语中，这意味着‘πίστις’（pistis）（信仰），拉丁语‘fiducia’（自信）或‘fides’（忠诚）”。因此，在古代和中世纪的词汇使用中，信任一词位于存在紧密关系的善意和信仰之间（例如：德谟克利特主张不要相信任何人，而只相信经过考验和测试的人）。对托马斯·阿奎那来说，“信任是在信仰上帝的前提下，通过实际经历来达到预期目标的希望”，以上是我们的理解。

获得信任、信任流失、社会两极分化

“信任是基于过往，
建设于当下，
面向未来的”

“没有信任，就没有爱情。”
爱尔兰谚语

“要信任，先验证。”
Ronald Reagan

社会内部的信任必须不断提升；它不是简单的存在。不同等级的信任代表不同的社会环境，所谓的“高信任度社会”和“低信任度社会”⁴之间存在着本质的区别，在一个高度信任的社会中，个人对新的人际交往和商业合作态度更加开放，而在低信任度的社会中，一个人要与家族以外⁵的人建立信任会面临多重障碍。

这就好比是社会的股本，其丰富性和稳定性会让经济更富成效，但是信任的资本也可以被消耗或挥霍一空。与物质资本一样，“建立”信任资本比“消耗”信任资本困难得多，此外，信任资本的消费者可以在短期内透支信任而不思重建信任。。

西方社会很大程度上是一个高度信任的社会，合作不仅仅局限于小范围、关联紧密的群体（如：某个大家族），还可以存在于完全陌生的群体内，人们不必彼此了解即可相互信任。如果没有这种信任的提升及开放的态度，就不会有互利合作。**然而，有越来越多的证据表明，这种信任正日渐受到侵蚀。**

人们对政治、科学和媒体等机构的信任对社会至关重要。孔子曾提出治国三要素：武器、食物以及信任（“足食，足兵，民信之矣”），如果一个当政者无法同时获得这三样“法宝”，他则应首先放弃武器，而后放弃食物，最后才能得到信任。⁶

近年来，政治、科学和媒体界都在遭遇信任流失，而且其中一些情况还很严重。自1972年以来，社会普查调研了美国人对各个机构的信任度，美国民众自2000年起对除军方外的几乎所有机构的信任度都受到重创，只有五分之一的人对银行、教堂或大企业仍抱有信心，对于政府，则仅剩十分之一！如下图所示，全球各政体的信任度正在逐渐下降：

⁴ 见维基百科词条：High trust and low trust societies 以及 Stoeferle, Ronald, Hochreiter, Gregor and Taghizadegan, Rahim 合著：Die Nullzinsfalle (The Zero-Interest Trap) 《零信任陷阱》，2019 版第 3 章

⁵ 见 Govier Trudy 著作：《社会信任和人类社区》，1997 版，第 129 页

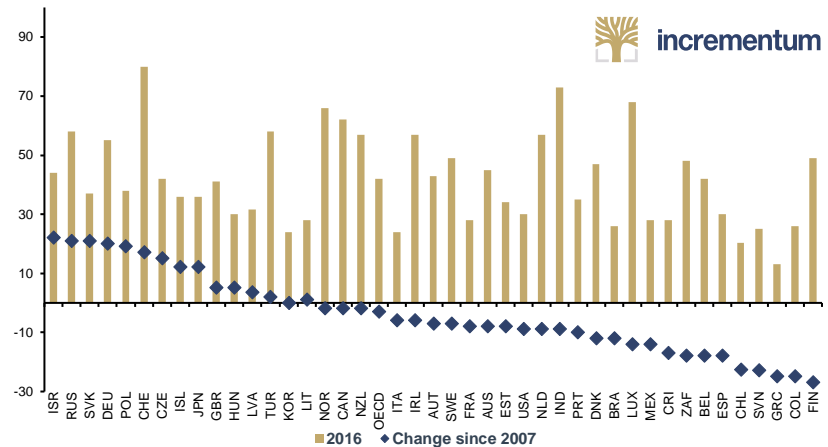
⁶ Haumer, Hans: 《Vertrauen, Angnes und Hoffnung in einer unsicheren Welt》（《飘摇世界中的信任、恐惧和希望》），2009 版，第 101 页

2016 年政府信任度百分比以及自 2007 年以来的变化趋势

来源：经合组织，盖洛普世界民意调查，Incrementum AG

“我们无需未来，只需一个永不停滞的当下。”

Philipp Blom



Neil Howe 表示，千禧一代对民主的信心严重不足：“千禧一代对民主的重要性最不以为然，今天许多千禧一代在看待民主国家的时候，会认为政府几乎都是无所作为的。他们认为，政府所做的一切都是在透支他们的未来而且没有对他们的未来做任何投资。” Howe 引用哈佛大学教授 Yascha Mounk 的研究表明，不仅美国青年一代，西欧青年一代对民主也失去了信心。受访者年纪越小，他们对民主制度的信心越低，对强有力的领导者的渴望就越强烈⁷。

信任流失的副产品是社会两极分化⁸。这种情况非常明显，其严重程度有时会导致个人极端蔑视甚至暴力行为，调查显示，在政治上，美国人目前比内战时出现了更加明显的两极分化。自特朗普当选美国总统以来，如果和自己亲戚或朋友分属对立的阵营，六分之一的美国公民会选择不与对方交流⁹。

天公作美时，大事化小；天公不作美，小事化大。

中国谚语

在欧洲，随着社会两极化的加剧，我们同样可以看到各种信任流失的情况。右翼和左翼民粹主义政党的存在以及各种争斗的出现并不是对已建立的政党格局失去信心的唯一迹象，法国的“黄背心运动”和德国的“帝国公民运动”等现象清楚地表明，一些欧洲公民越来越不信任政府，最近，公开指责政治家未能履行职责的“Friday-for-Future”（星期五为未来）运动也成为了新一波集体表达不满的声浪。

“嫉妒是信任的敌人，民粹主义者助长了嫉妒情绪，破坏了社会信任。”

Hans Haumer

毫无疑问，人们对大众媒体的信任度也在下降。特朗普自上任以来一直质疑美国新闻媒体的真实性，这加剧了人们对媒体的不信任，此外，许多关于其他媒体的丑闻事件，例如德国记者 Claas Relotius 编造虚假报道的丑闻¹⁰，也进一步伤害了大众对媒体的信任。人们将主流媒体称为制造“假新闻”的“骗子”也体现了信任的丧失，这进一步加深了社会的两极分化。

⁷ 参见“Neil Howe: 20、30年代美国的超级牛市，但是从过去到现在……（Neil Howe: Super-bullish the U.S.A. in the 2030s. But between now and then……）”，Macrovoices 访谈，2019年4月

⁸ 参见“民粹主义及其真正根源（Populism and its true root）”，《In Gold We Trust 年度报告》2017版

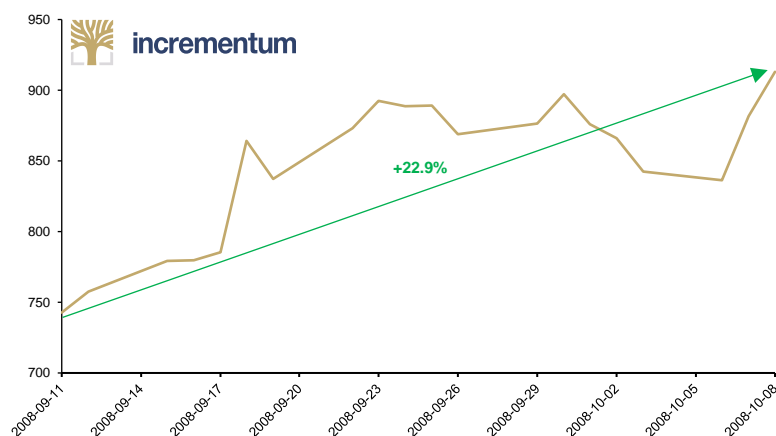
⁹ 参见 Gaulhofer Karl: “这也是对待敌人的方式（So klappt es auch mit Feinden）”，奥地利新闻报，2019年4月10日

¹⁰ 见“Claas Relotius 案件帖子汇总”，德国《明镜周刊》官网（spiegel.de）

人们对科学的信任度同样在下降。对科学发现持怀疑态度的情况是普遍存在的，人们非常关注全球气候变暖这类高度感性的话题，但各方皆不信任对方提出的科学事实。信任的丧失还体现在对传统科学发现的质疑，正因如此，诸如“地平理论”等对既有世界观持怀疑态度的理论愈受大众欢迎¹¹。

信任流失不断加剧的现象引人关注、令人担忧，但它们不是本报告的焦点，即便如此，我们还是要特意指出这些问题，以便将今年报告的主题置于当今局势的大背景中进行考量。因为公众信任度下降可能会对我们社会中最重要体系之一，即货币，产生严重影响。

雷曼兄弟破产期间的金价（美元），2008-09-11 至 2008-10-8



来源：美国联邦储备银行圣路易斯分行，Incrementum AG 公司

货币体系中的信任

“一旦货币贬值，信任也会随之贬值。”

Dylan Grice

社会中高度的基本信任带来经济繁荣，因为只有信任才能实现有效的分工，这样做的先决条件之一是有一个大众信任的交换媒介，否则商品和服务的交换会大大受限，拉低效率且成本高昂。货币说白了只是人类获得、合理消耗、赠与或挥霍一空的精神能量，因此，金钱不过是一种抽象的能量储备，但是，为了保持交换的公平性，货币应是一种稳定的信任度量¹²。David Hume 将信任描述为“承诺之履行”，它可以完美地抵消通货膨胀破坏承诺导致未来货币贬值的弊病。

¹¹ 见 Stoeferle Ronald: European Gold Forum (欧洲黄金论坛) “专题演讲”，苏黎世，2019年4月

¹² 见 Haumer Hans: 《Vertrauen. Angst und Hoffnung in einer unsicheren Welt.》(《飘摇世界里的信任、恐惧和希望》)，2009版，第85页



由 Hedgeye 提供

【图解：标题：全球市场现状。情况都还好吗？不！（各国语言异口同声回答）】

我们的忠实读者应该都清楚，目前的货币体系事实上已经失去保障且去实物化近半个世纪了，因此，目前更重要的是信任，从信任的角度来回顾货币历史可以说是一个逐渐消退又失而复得的跌宕起伏的反复过程。

“信任的不对称意味着对损失的恐惧比对收益的期望会引发更大、更快、更强烈的反应。”

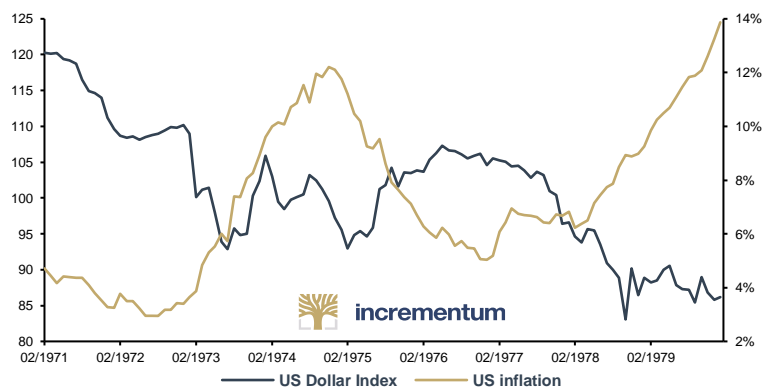
Hans Haumer

“20 年经营，5 分钟尽毁。”
Warren Buffett

在 1971 年 8 月货币体系非物质化后的第一个十年，国际货币体系受到了严重打击。美国的几次经济衰退加上国际冲突和高通胀，使得目前未受保障的世界储备货币面临巨大压力，国际投资者对美元逐渐丧失信心。1978 年，美国债券不得不以瑞士法郎和德国马克的硬通货发行——即所谓的卡特债券（carter bonds）¹³。

1971 年 2 月至 1979 年 12 月，美元指数（左轴）与美国通胀（右轴）百分比

来源：美联储圣路易斯分行，Incrementum AG 公司



¹³ 见美国财政部网站：Resource Center - International - Exchange Stabilization Fund - History（资源中心—国际—平准基金—历史）

由 Paul Volcker 执掌的美联储扭转了局势，恢复了美元的地位，他仅通过高度限制性的货币政策就帮助大众恢复了信心，这种政策导致出现天价利率，而且这即使放在今天也是无法比拟的¹⁴。随着 20 世纪 90 年代初共产主义东方集团的解体，以美国为中心的信托资本得以继续恢复。在体制的斗争中，与美国相关的“新自由主义资本主义制度”成为所谓的胜利者，直到 20 世纪中期，以美国为中心的世界秩序依然在地缘政治的推动下发展得一帆风顺。著名美国地缘政治家 Zbigniew Brzezinski 表示，美国是“唯一的全球综合性超级大国”¹⁵。但 2008 至 2009 年的次贷危机预示着重大转变：自 20 世纪 80 年代以来，全球对以美国为中心的世界体系首次产生质疑，信任受到重挫，因为这场全球次贷危机滋生于美国内部。



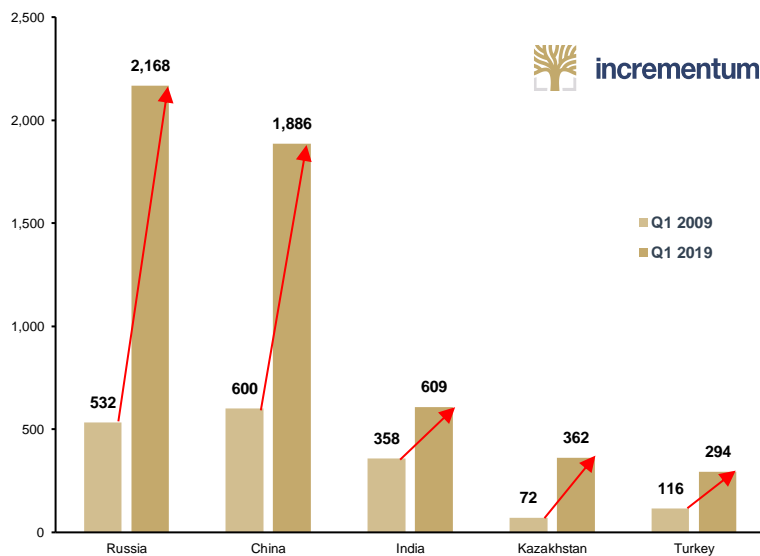
来源: Wiki Commons

“关于信任的力量，最棘手之处在于：难建立，易摧毁。”
Thomas J. Watson

对国际货币政策信任的流失

稳定购入黄金及央行黄金回流清楚地表明各国央行之间日益丧失互信。去年，我们以“A turning of the tide in the global monetary architecture (全球货币架构趋势转向)”¹⁶ 为题就这一话题进行了讨论，今年我们将在另一章¹⁷ 中再次讨论去美元化的主题，因为它仍然具有很重要的相关性。俄罗斯与中国央行黄金股的上涨对大多数黄金业内人士而言早已不是新闻了。

2009 年第一季度至 2019 年第一季度新兴国家黄金储备的变化 (单位: 吨)



来源: 世界黄金协会, Incrementum AG

¹⁴ 今年报告里面有两章是关于货币历史的: (1) 《约翰·埃克斯特的相关性》(The Relevance of John Exter), 包括对约翰·埃克斯特女婿巴里·唐斯(Barry Downs)的采访; (2) 《历史会不会重演: 家门口的广场协议 2.0?》(History Does (Not) Repeat Itself: Plaza Accord 2.0 at the Gates) (Plaza Accord 2.0)。这两章是“完整版”的一部分, 您可以在这里免费下载: <https://ingoldwetrust.report/igwt-en/?lang=en>

¹⁵ Brzezinski, Zbigniew: 《大棋局: 美国的首要地位及其地缘战略的必要性》(The Grand Chessboard: American Primacy and Its Geostrategic Imperatives), 第 25 页

¹⁶ 见 2018 版《In Gold We Trust 年度报告》

¹⁷ 本章是“完整版”的一部分, 您可以在这里免费下载: <https://ingoldwetrust.report/igwt-en/?lang=en>

除了一些经常购入黄金的国家外，有越来越多的其他国际央行正在向“黄金轴心”¹⁸靠拢。例如，最近匈牙利黄金库存增加了十倍，匈牙利中央银行在其自1986年来首次购入黄金的官方公告中写道：

“在正常情况下，黄金=能够建立信任，即它可以在极端市场条件下，在国际金融体系结构变化或深层地缘政治危机时期起到主要稳定作用。此外，黄金仍然是最安全的资产之一，这可能与其资产特性有关，例如：实物贵金属的供应量有限且与信贷或交易方风险无关，因为黄金不是某个交易方或某个国家的专属品。¹⁹”

上述公告说得很到位了，看来我们的匈牙利朋友是《In Gold We Trust 年度报告》的忠实读者！

“不是我们抛弃美元，是美元抛弃了我们。”

Vladimir Putin

去美元化更直接的催化剂是美国实施的货币和经济报复行为，这些报复行为在特朗普政府执政期间愈加明显，其中包括直接制裁（比如对俄罗斯和伊朗采取的制裁手段），以及对环球银行金融电信协会（SWIFT）支付处理系统施加政治影响。²⁰即使是原本忠于美国的德国，在国际货币政策问题上主张更加自信的呼声也越发高涨，德国外交部长在2018年秋季德国商报的一篇客座文章中写道：

“因此，我们必须通过建立独立于美国的支付渠道、欧洲货币基金组织和独立的环球银行金融电信协会（SWIFT）系统来加强欧洲自治。”²¹

欧盟对美元货币垄断的批评也越来越响亮，欧盟委员会主席 Jean-Claude Juncker 在其“2018年国情咨文演讲”中指出：

“这太荒唐了！我们只有大约2%的能源进口来自美国，却要用美元支付80%的能源进口费用（价值每年3000亿欧元）；欧洲公司购买欧洲飞机要用美元而不是欧元……欧元必须成为新的、更加主权化的欧洲主要货币及交易方式。”²²

建立新技术领域的信任

“如果将现代世界比作正遭受货币体系崩溃而带来的经济后果的古罗马，美元就是奥里斯，那么中本聪是康斯坦丁，比特币是苏勒德斯，而互联网就是君士坦丁堡。”

Saifedean Ammous

由于人们对国际货币政策失去信心，新技术不断受到越来越多的审视，而货币领域的新技术正致力于帮助各方规避制裁并在国际支付方面实现更大的自主权。据报道，伊朗正在开展各种区块链项目，以便更好地规避来自美国的制裁，²³此外，黄金市场上越来越多的私人加密项目也值得一提。我们在去年的报告中提及的“技术发展趋势转向（Turning of the Tide in Technological Progress）”也取得了明显的进展。²⁴然而，这些新技术需要在更长的时间内证明自身的可信度，才能为人广泛使用。

¹⁸ James Rickards 认为包含伊朗、土耳其、俄罗斯、中国。见 Rickards, Jim: “黄金轴心”，《每日盘点》（Daily Reckoning, ），2016年12月20日

¹⁹ 媒体报道：“匈牙利的黄金储备增加了十倍，达到了历史最高水平”，匈牙利央行，2018年10月16日

²⁰ 见“美元的主导地位引发不满（Die Dominanz des Dollars weckt Unmut）”，新苏黎世报，2019年4月4日

²¹ Maas, Heiko: “我们不会允许美国凌驾于我们之上行事（Wir lassen nicht zu, dass die USA über unsere Köpfe hinweg handeln）” 客评，Handelsblatt, 2018年8月21日

²² Jean-Claude Juncker “2018年国情咨文——欧洲主权时刻（State of the Union 2018 - The hour of European sovereignty）”，2018年9月12日

²³ 见“伊朗与8个国家就在金融交易中使用加密货币举行会谈（Iran in Talks With 8 Countries for Use of Cryptocurrency in Financial Transactions）”，news.bitcoin.com, 2019年1月29日

²⁴ 见2018版《In Gold We Trust 年度报告》

“万物皆泡沫”：一种被误导的信任泡沫

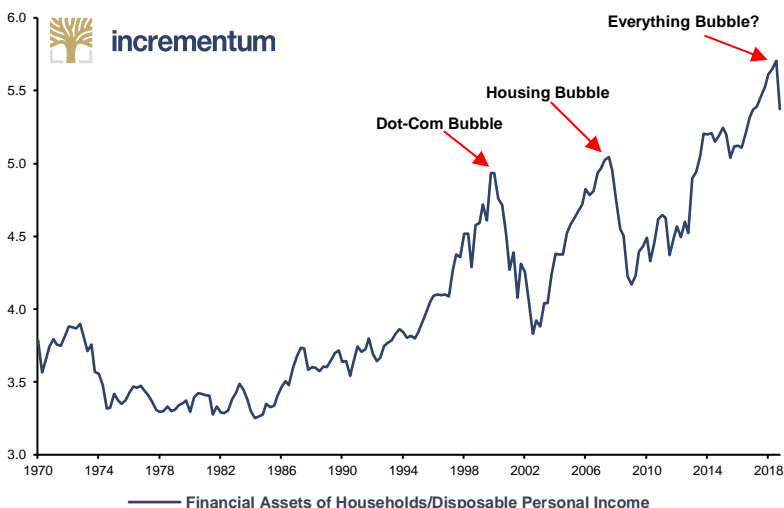
虽然有越来越多的证据表明国际社会对以美国为中心的世界秩序的信心正在崩溃，但到目前为止，信心的流失尚未体现在美元疲软或黄金价格大幅上涨（以美元计）方面，我们应如何解释这一现象？

我们认为，特朗普的“孤注一掷”经济政策对此起到了重要作用。在金融危机爆发后的几年内，全球央行“用力过猛”的货币刺激措施“淹没”了经济，从无到有地创造了近 20 万亿美元的央行资金，为了加速所谓的“财富效应”，全球股票市场被刻意推升。然而，这一切似乎在 2015 年并没有产生任何作用，并且出于对低增长的担忧，股市开始摇摆不定。

当我们回顾 2016 年大选年时，当时的各种指标似乎都预示着经济放缓以及美国经济濒临衰退。黄金价格受益于可预见的经济扩张停滞以及新一轮货币和财政刺激，从而出现了自 2011-2012 年熊市到来后的首次大幅反弹。然而，在 2016 年 11 月的决定性选举之夜，势头暂时停止了，债券收益率曲线的长期收益率上升，使得美联储能够在随后几个季度实施期待已久的加息政策，避免了收益率曲线倒挂。随着利率上升，黄金暂时停止反弹。

大量税收减免，选民幻想破灭，引发情绪波动，加之经济衰退，导致选民更愿意将选票投给特朗普——经济周期据此得以再次延长。不仅股票市场，企业债券、豪华房地产和艺术品市场均出现蓬勃发展。为了描述本时期，我们采用了 Jesse Felder 的恰当术语“万物皆泡沫”（The Everything Bubble）。

“万物皆泡沫”：1970 年第一季度至 2018 年第四季度的家庭金融资产/可支配个人收入



来源：美联储圣路易斯分行，Incrementum 股份公司

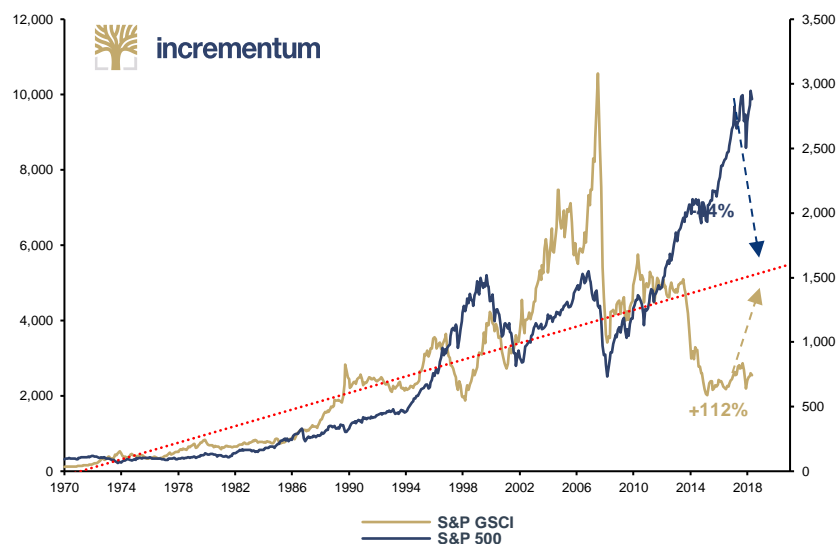
“寻找优良投资就是寻找省钱的好买卖。”

John Templeton

商品还不适用于这个规则，也没有卷进“万物皆泡沫”（The Everything Bubble）中来，与股票市场相比，商品的相对极端低估价在下一张图表中可以证明。这张图表显示了标准普尔高盛商品指数（S&PGSCI）和标准普尔 500（S&P 500）指数的走势以及它们的长期增长趋势线。让我们来观察该趋势线——标准普尔指数下跌 44% 的情况平均每 6 年到 8 年就会发生一次，而高盛商品指数（GSCI）

将上涨 112%。这种情况并非不可能，但至少目前似乎不太可能出现。然而，如果您查看下面的图表或过往的书籍就可以对这种所谓的“不可能”产生新的认识。

1970/01-2019/05，标准普尔高盛商品指数（左轴）和标准普尔 500 指数（右轴）



来源: Torsten Dennin 教授、博士, Lynkeus 资本, 彭博社, Incrementum AG

“贸易与战争是对立的，贸易战的说法是矛盾的。在上个世纪之前，法国经济学家弗雷德里克·巴斯夏 (Frédéric Bastiat) 提出了这样一种观点：要么货物跨越国界要么兵戎相见。”

Rahim Taghizadegan

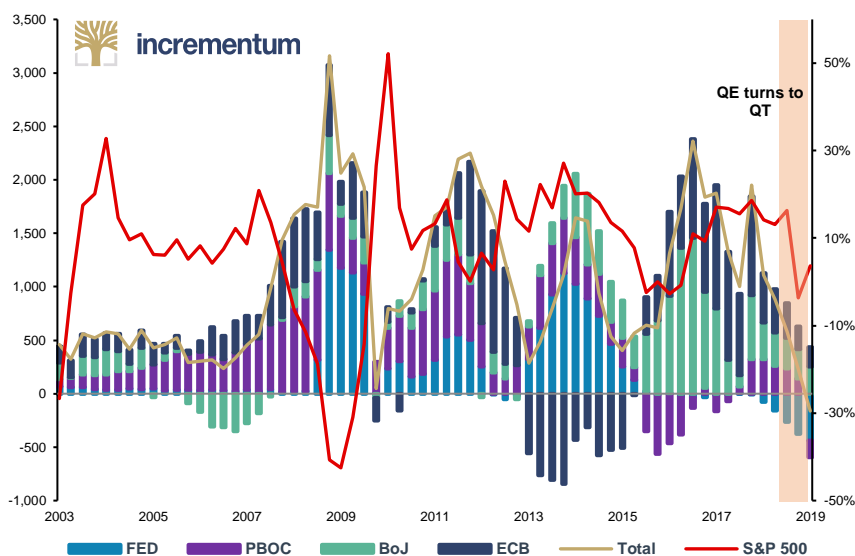
无论如何，只要股市市场方持续存在，对信贷融资增长模式的信任似乎就能完好无损。总统先生经常利用媒体、投资者和评论员口中的美国股票市场达到历史最高点的说法来称赞所谓全球经济火车头的美国的复兴。在全球经济放缓的背景下，美国消费者被誉为“最后的消费者”，即使是中美之间持续升温的贸易冲突也不会影响投资者的情绪，但这种增长趋势真的是可持续的吗？

您不能由于对经济数据分析得太深，就怀疑复苏的可持续性。政府及企业层面的债务在很大程度上被忽视了，企业债务尤甚。就此问题，我们将在下一章“黄金现状”²⁵中详细讨论。

因此，去年我们在“货币政策趋势转向”一章中发出警示：预期的流动性降低将对股市造成严重损害。这正是 2018 年第四季度发生的情况：股市遭遇多年来最大的抛售潮，美联储立即宣布停止加息。

²⁵ 本章节是“完整版”的一部分，您可以在此免费下载：<https://ingoldwetrust.report/igwt-en/?lang=en>.

货币政策转向：年度中央银行资产负债表季度走势（左轴，单位：美元）和年度标准普尔 500 指数走势（右轴），2000 年-2019 年



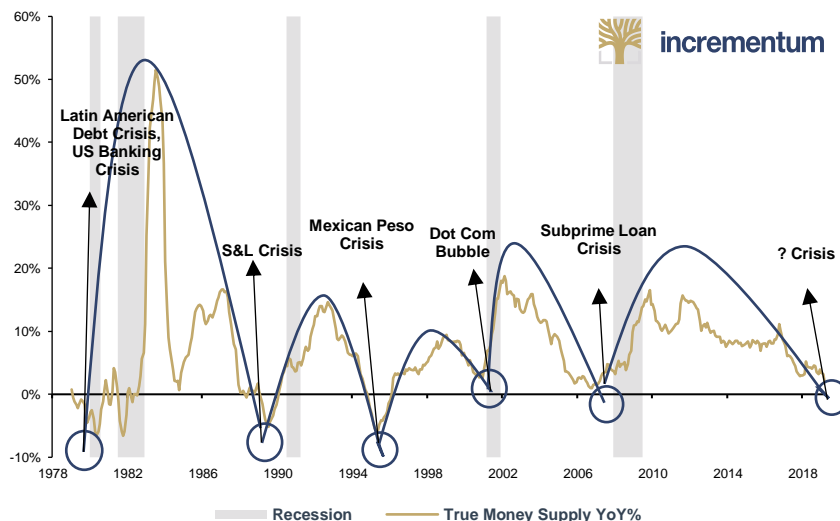
来源：彭博社, Incrementum AG 公司

“人们大大低估了量化宽松的力量，并可能在量化紧缩上犯同样的错误。”

Franz Lischka

2018 年 12 月，杰罗姆·鲍威尔 (Jerome Powell) 称，此前宣布已久的通过 QT (量化紧缩) 使美联储资产负债表正常化的计划仍在“自动驾驶仪”上运行，但事实上，该计划在接下来的会议上就被联邦公开市场委员会 (FOMC) 取消了。货币政策再次出现大规模不对称：前几年美联储已将其资产负债表扩大了 3.7 万亿美元，但现在预计美联储只能将其资产负债表总规模减少 0.7 万亿美元。

真实货币供应（年度增长率），1979-2019



来源：Michael Pollaro, Incrementum AG

“目前的情况是，全球金融市场不再关注能给多少解药（量化宽松），而更关注这药是否还有药效。”

Russell Napier

“现在无法维持的局面，将来也不会。现在无法偿还的债务，将来也还不清。”

Glenn Reynolds

不断加印的压力会持续上升。

对货币政策失去信心？

金融市场目前的繁荣还能持续多久？市场参与者对无所不能的货币权威部门的信任还能维系多久？被误导的信任泡沫将于何时破灭？

目前，全球央行只是暂停了货币政策的正常化，尚未（目前还没有）反其道而行之。但是，经过多次磋商，如果经济再次出现放缓现象，相关部门将采用众所周知的货币扩张手段。但是，这次与上次相比存在如下两种主要差异：

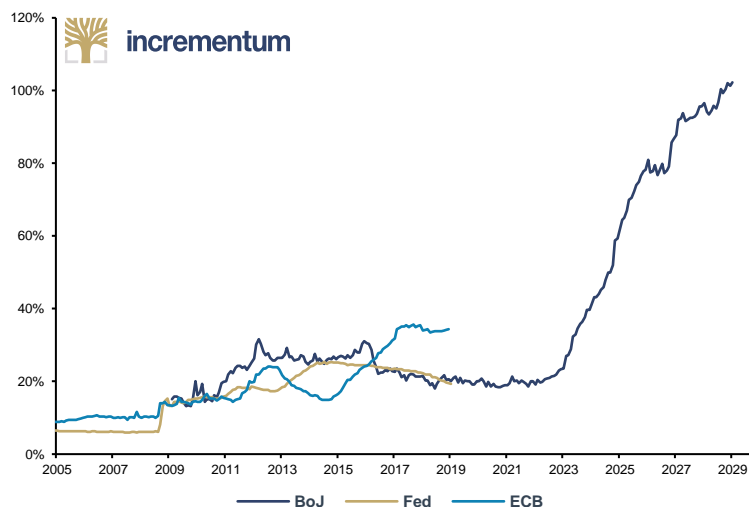
- 全球利率仍处于极低水平，甚至可能大幅下调至负值区域。
- 新的量化宽松政策将毫无疑问地终止任何正常化努力，并严重损害中央银行的可信度。

目前，投资者仍对股票等传统风险投资抱有信心，但是，如果美国历史上最长的经济增长期的货币扩张步入尾声，那么这种情况可能会被迅速改变。基于当前经济基础的起点，即将到来的经济衰退会给市场带来极端不适，这一事实已被资本市场的大佬们预言，Jeffrey Gundlach 曾说：“下一次经济衰退到来时，将会出现更大的动荡。”²⁶

总统大选日期越近，美联储受到的来自特朗普政府的不要拖延上涨、重新打开货币闸门的压力就越大。特朗普总统巧妙地将自己定位成媒体，反复谴责美联储的加息和量化紧缩政策，一旦出现严重的经济放缓，尤其是当美联储未立即实施他即将提出的相应措施时，他便可以将责任推卸给央行并以虚假的经济竞争力来粉饰自己的政绩。但从下图可以看出，相对于日本央行，美联储和欧洲央行似乎有进一步增加其资产负债表的充足空间。

²⁶ 见“Jeffrey Gundlach 访谈”，雅虎财经，2019年2月13日

美联储资产负债表、欧洲央行资产负债表和日本央行资产负债表占 GDP 的百分比
(日本央行提供了未来 10 年的估值)



来源: FFTT 报告, 美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

“现代货币理论是简单财政政策 and 宽松货币政策的马后炮。因此，它是每一个左派和右派政治、市场传教士的心头肉。”

Ben Hunt

但美联储的独立性也将越来越多地受到反对派民主党人士的考验。 党派的左翼人士正在巩固实力并更为频繁地调侃可疑的货币实验，首当其冲的正是现代货币理论 (MMT)²⁷。民主党在来年的总统选举中若获胜可能会为美国经济模式带来完美风暴。迄今为止，美国经济模式能够维持投资者的良好情绪，同时通过股价上涨实现美国强势经济，所有这一切都可能随着政治左倾滑坡而突然发生改变，我们将在即将到来的大选中详细报道这一潜在可能性。

无论如何，我们将四年黄金价格预测与美国总统任期相联系的决定是正确的，因为不断扩大的干预措施及其对货币政策的间接和直接影响显然与金融市场的政策愈发密不可分。我们最新的猜想和预测可以在今年的《In Gold We Trust 年度报告》的结论部分“黄金将何去何从？”中查阅。

²⁷ 还有种邪恶的说法：神奇的摇钱树 (Magical Money Tree)

In Gold We Trust 年度报告

人们普遍相信的货币政策可维持市场增长和就业的说法以及中央银行对通胀的控制力都将在下一次经济衰退中受到严峻考验。信任的侵蚀还蔓延到了西方世界的其他方面，如媒体、金融系统和司法机构，这很有可能会带来灾难性的后果。

“事实往往被迫长眠，一旦它苏醒，它散发的光亮将会驱散由于错误和无知带来的所有黑暗。”

Roland Baader

谈及对特定投资的信任度，我们的建议（至少作为投资组合的一部分）是明确的。 信任基于过往，建设与当下，面向未来。作为货币资产，黄金拥有五千年的成功史，在这段历史中，黄金能够长期维持其购买力且永远不会一文不值。黄金是全球储备资产，来自世界各个角落、各个宗教、各个阶层的中央银行、投资者和个人都会储备黄金，且这种情形在历史中一贯如此往复。

有一点应该在此说明：即使我们的判断是正确的，即整体上的信任度下降，这也并不一定是负面的影响。 尽管我们提及到的许多情况都令人担忧，但我们不能忘记社会中的信任水平遵循周期性模式，对常见的机构感到失望可能会为未来更坚实的基石奠定基础。

“即使不是现在，终将会到来，我们能做的唯有时刻准备着。”

Hamlet

黄金可以展望未来，这种独特的贵金属的自然价值将再次受到充分重视。 我们认为，目前对各家央行的高度信任以及美国经济所谓的实力是黄金发展有些疲软的主要原因，如果中央银行的“无所不能”或信贷驱动的记录上升受到市场的质疑，这将预示着全球思维模式的根本变化，并促使黄金重获旧日荣誉，迎来新的高度。

我们很荣幸地邀请您共享我们精心制作并奉上的年度大餐，愿您和我们一样喜欢第 13 期《In Gold We Trust 年度报告》！

此致



Ronald-Peter Stoeferle and Mark J. Valek

附注：所有往期《In Gold We Trust 年度报告》都可以在官网的“往年报告”中找到。

浙江享皇珠宝有限公司



简介

浙江享皇珠宝有限公司（以下简称“享皇珠宝”）成立于2016年04月08日。

公司经营范围：黄金、18K金及珠宝零售、钻戒及彩宝类尊享定制系列、投资金条买卖服务等。已有注册品牌：享皇至尊。

■ 公司经营理念

- 享皇珠宝系列产品：精纯、精致、精美
- 投资金条系列产品：尊贵、超值、安全

■ 企业愿景

- 1、打造黄金、珠宝首饰第一品牌
- 2、让投资金条储值成为人们生活的一种方式

■ 企业精神

创新、进步、与客户共发展

■ 企业管理理念

规范管理科学化，创新管理全员化、团结向上归属感

■ 品牌理念

务实、专业、时尚、多元化



黄金现状

“黄金完美风暴（Gold's Perfect Storm）投资论点认为，‘目前黄金处于多年牛市的开端：下跌几百美元，上涨几千美元。’该框架基于三个阶段：测试货币政策的极限、测试信贷市场的极限、测试法定货币的极限。”

Diego Parilla

核心要点

- 去年，以大多数货币计价的黄金价格均有上涨，但美元、瑞士法郎和日元除外。
- 自 20 年前欧元作为账面货币以来，欧元计价的黄金价格已经上涨了 356%，平均每年上涨 7.8%。
- 尽管 2018 年第四季度中期股市暴跌，但与股票相比，黄金价格 50 多年来从未如此便宜过。
- 美国经济基础（以及美元）究竟有多稳固？该问题将在下一次危机中揭晓答案。我们相信，在未来几个月内，对美国引擎和美元的无限信任可能会开始崩溃。
- 中央银行仍是净买家，投资者需求将成为影响黄金价格的因素。
- BBB 评级公司债券的高份额对美国金融市场的稳定构成了潜在风险，并可能危及美国未来的经济增长。

我们希望通过黄金市场的常规评估，开启今年的《In Gold We Trust 年度报告》。我们将对黄金价格的走势进行批判性研究，并分析我们是否如去年所断言的那样真的处于新牛市的早期阶段，或分析我们的基本结论是否有缺陷。

货币环境下的黄金现状

“就像黄金一样，美元的价值应该体现在严格限制供应。但美国政府拥有一种技术，它被称之为印钞机（或当今同类电子印钞机），使他们可以肆无忌惮、随心所欲地印制美元。”

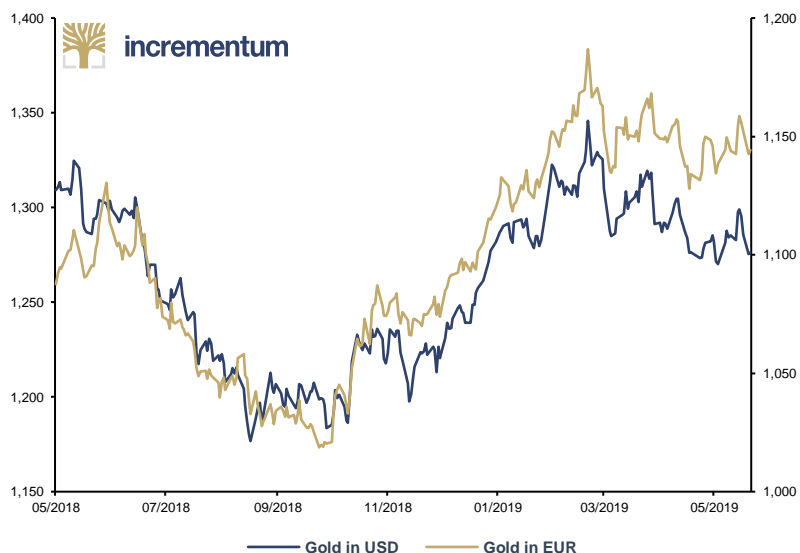
Ben Bernanke

“问题不在于看到别人没看到的东西，而是想到每个人都看得到却想不到的东西。”

Arthur Schopenhauer

首先，让我们来看一组重要数据，以美元计价的黄金价格在 2018 年令人不悦，下降了 2.1%，而以欧元计价的黄金价格则上涨了 2.7%。金价在去年的上半年和下半年的情况大不相同，它在 2018 年 1 月短暂（单日）突破 1,400 美元大关，8 月时价格下滑至 1,180 美元，在出现了“恐慌低点”之后，金价又开始反弹，最终价格水平在年底达到 1,300 美元。总而言之，这是一个重要且令人印象深刻的情形，特别是考虑到 2018 年美元指数 (DXY = U.S. Dollar Index) 上涨了 4.3% 这一事实。而以欧元计价时，黄金走势的波动性不大，金价在不到 90 欧元的范围内振荡。

自上次发布《In Gold We Trust 年度报告》以来的黄金价格走势，以美元计价（左轴）和以欧元计价（右轴），2018/05 - 2019/05

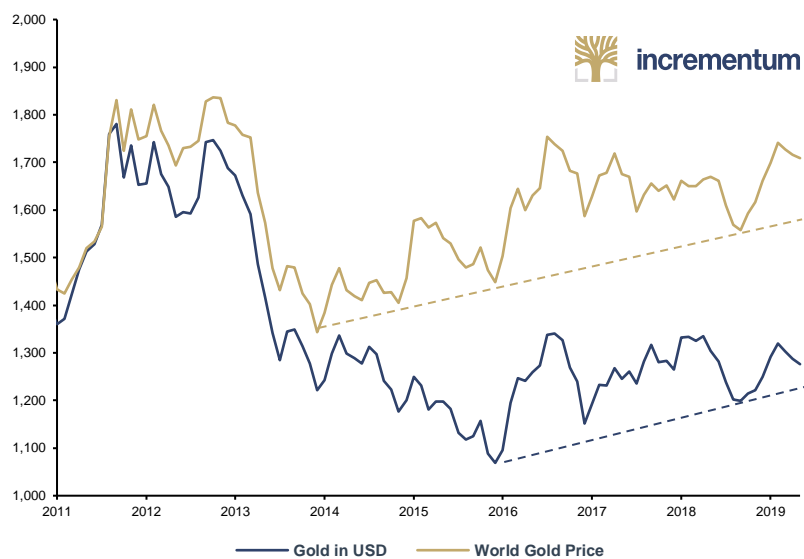


来源：美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

全球黄金价格已接近历史最高位！

下一张图表是每份《In Gold We Trust 年度报告》的经典之作，它显示了所谓的全球黄金价格。它不再是以美元或欧元计价，而是采用贸易加权美元。图表显示目前全球黄金价格距 2012 年 10 月的高点 1,836 美元（月平均值）已不远，如果将全球黄金价格与美元计价黄金价格进行比较，我们可以看出，二者间的利差自 2017 年以来有所收紧。自 2015 年底触底以来，黄金价格开始呈现增长并出现一系列较高的金价低点，这佐证了我们对金价做出的积极评估。

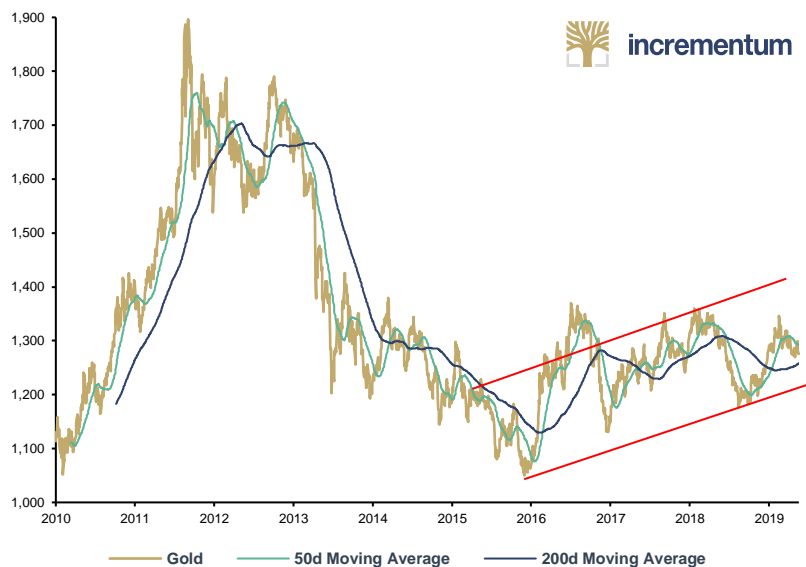
全球黄金价格和美元计价黄金价格，2011/01 -2019/05



来源：美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

让我们来看看自 2010 年以来的黄金价格走势。很明显，黄金价格近期跌破了 50 日移动均线，另一方面，200 天移动平均线仍未被突破，看起来像是一个可靠的支撑位——至少目前如此。

2010年1月-2019年5月以美元计价黄金的50天和200天移动均线



来源: 美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

“美元作为世界储备货币应该给美联储三重使命：美元走强可能会给一个在以美元计价的债务池中游泳的世界造成严重破坏。”

Yra Harris

现在我们想扩大货币范围，看看以重要货币计价的黄金价格。在大多数世界货币中，2018年整体上对黄金有利，只有（普遍假定的）避险货币（美元、瑞士法郎、日元）出现轻微损失，这次长期牛市的整体表现仍然令人印象深刻。2001年至今，金价平均年度涨幅为9.1%，尽管进行了重大调整，但在此期间，黄金几乎可以超越其他所有资产类别，尤其是其他货币。自2019年初以来，金价走势一直相较于平缓，平均涨幅为0.8%

自2001年起各种货币计价黄金价格的表现（变化百分比）

	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 ytd	3.6%	-0.2%	-0.1%	2.3%	-1.9%	0.2%	0.7%	2.8%	-0.2%	0.8%
Average	8.6%	9.6%	10.8%	8.0%	8.6%	8.4%	9.2%	6.8%	11.6%	9.1%

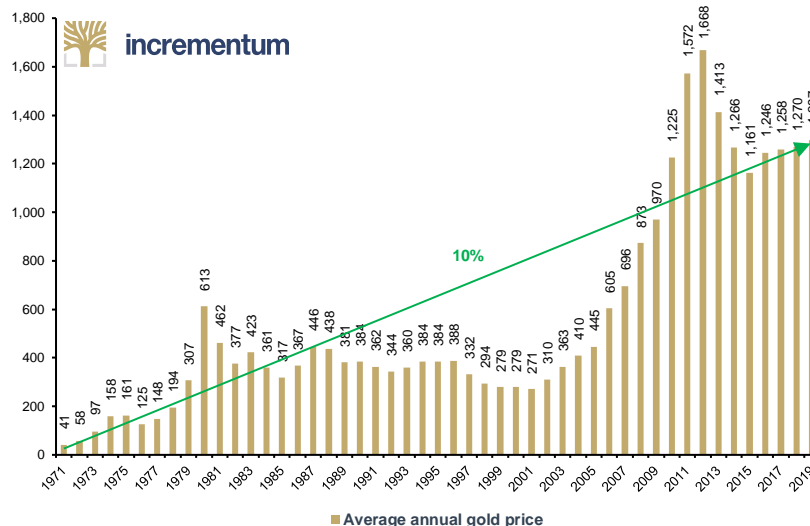
来源: 美联储圣路易斯分行, Goldprice.org, Incrementum AG, as of May 21st 2019

“美元贬值的速度非常缓慢，这似乎是没有引起公众注意力的原因。这就像看着冰块融化一样，它虽在融化，但速度很慢。”

Jim Rickards

但是，让我们再回过头来看看过去。自 1971 年 8 月 15 日新货币时代开端起，以美元计价的金价年增长率为 10%，通货膨胀调整后的货币黄金兑美元平均每年升值 4.5%。这种长期环境使得对 2013—2015 年的修正有所预见，正如下图平均年度价格所示，该图还提供了令人印象深刻的佐证，它表明利用成本平均效应定期积累黄金（“黄金储蓄”）是明智之举。

1970 年 - 2019 年以美元计价的平均年度金价



来源：美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

忠实的读者们知道：我们认为大宗商品是美元的解药，商品价格和美元之间存在相互作用，因为美元带来的因果关系比通常假设的更为强烈，这也可以用以美元为中心的全球货币架构的危机来解释，关于这样一点，我们将在“去美元化”（De-Dollarization）一章中再次详细讨论。²⁸

“黄金最终不仅仅是美元的竞争对手；它也是银行储蓄、股票和债券的竞争对手，尤其是在经济不景气的时候。”

Paul Volcker

我们认为，未来美元愈发疲软迹象缓慢而明确。为了支持出口经济，在贸易战中有意削弱自己的货币似乎特别值得在此一提，这一点也不奇怪，特朗普总统最近对美联储进行了口头施压：“美联储人才济济，有乐见加息的人，有乐见量化紧缩的人，有乐见强势美元的人。”²⁹

人们的共识似乎是强劲美元自然意味着相对较低的黄金价格，这个观点似乎是仅凭常识就能得出的，然而，我们的大量分析表明，此二者的相关性是明显不对称的：强势美元对黄金的损害程度小于疲软美元。

而且，历史模式似乎正在发生变化。我们认为，“自主增长率”（与汇率波动无关的黄金价格上涨率）将继续上升，其中一个原因是近年来新兴市场对黄金需求的影响显著增长，在这一方面，美元与黄金价格之间的历史对立关系可能在未来减弱，对美元有利的事情并不总是对黄金有害。

黄金总是从资本存量正在下降的国家流出，流入正在进行资本积累、经济繁荣、储蓄量增加的国家。罗马人在 2000 多年前就已经意识到了这一点，因为当时中国人和印度人只接受黄金而不是罗马商品来换取香料和丝绸。



由 Hedgeye 提供

²⁸ 本章是“完整版”的一部分，您可以在此免费下载：<https://ingoldwetrust.report/igwt-en/?lang=en>

²⁹ 见“特朗普再次批评鲍威尔称美元过于强势（Trump Says Dollar Too Strong in Renewed Criticism of Powell）”，彭博社，2019 年 3 月 2 日

“黄金总是跟着钱走，它在第一次和第二次世界大战之间来到美国，并在战后时期转移到欧洲，然后它在 20 世纪 70 年代和 80 年代转移至日本和中东，目前它正前往中国和印度。”

James Steel

到 2020 年，新兴经济体将占据世界 GDP 的 50%，而 2000 年仅占 19%。正如我们前几年报告中详细描述的那样，大多数新兴市场对黄金的偏好比工业国家要大得多，这应该转化为黄金需求的自然长期增长。按年度黄金流量计算，过去五年中新兴市场在黄金总需求中的份额已上升至 70%，中国和印度占这一数字的一半以上。固有的金融抑制经验、不稳定的货币体系以及相关的购买力下降（除了文化和宗教方面）可能是提高黄金基本需求的决定性因素。

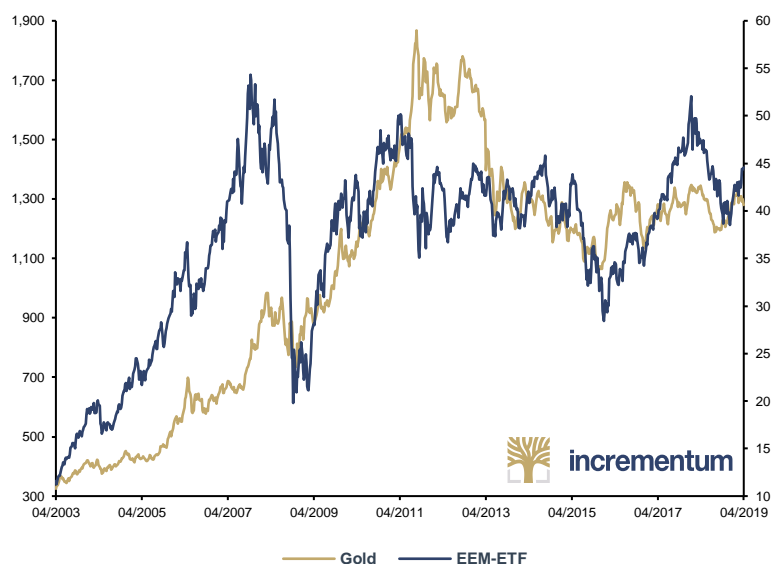
下图是安硕摩根士丹利资本国际新兴市场交易所交易型开放式指数基金 (EEM ETF) 呈现的数据，从中可以看出黄金价格和新兴市场经济发展之间的关联是多么的紧密。自然地，美元的走势不仅对黄金而且对新兴市场的发展都起着核心作用，即美元疲软通常有利于新兴市场的发展，反之亦然。

2003 年 4 月-2019 年 4 月，以美元计价的金价（左轴）与 EEM ETF（右轴）

来源: Investing.com, Incentum AG

“和自由的力量一样，黄金也不会甘于被低估。”

John S. Morrill



欧元作为支票货币已经发行 20 年，这使我们有机会仔细研究欧元在这一时期的表现。自 1999 年 1 月 1 日欧元作为账面货币入账以来，以欧元计价的黄金价格已经上涨了 367%，平均每年上涨 7.8%。

1999年1月-2019年月，以欧元计价的金价走势



来源: World Gold Council, Incrementum AG

如果我们将欧元与黄金的兑换价值反过来看，结果将更令人吃惊。下图显示了1欧元可兑换黄金的毫克数，1999年1月1日，1欧元“可兑换”124.8毫克黄金，20年后该数字仅为28.3毫克，这相当于欧元兑黄金的价值损失了77.5%。

1999年1月1日-2019年1月1日，每一欧元可兑黄金（以毫克计）



来源: 美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

结论

“货币可能是社会秩序中最集中最敏锐的信任表达形式。”

George Simmel

整个世界似乎只关注以美元计价的黄金价格——真的是“整个世界”吗？不，我们通过研究发现，以大量货币计价的黄金都接近其历史高点。对我们来说难以理解的是，即使在欧元区，以美元计价的黄金也比以欧元计价的黄金更受媒体关注，因此以欧元计价的黄金收益也大幅下跌，这对欧元投资者而言，黄金看起来比实际上更缺乏吸引力。

因此，我们沿用去年的观点，即黄金处于新牛市的早期阶段（牛市也可能很快以美元为基础上涨）。

美元与美国经济的现状

“目前的美元感觉就像是一支不会再因利好消息而上涨的股票。”

Gavekal

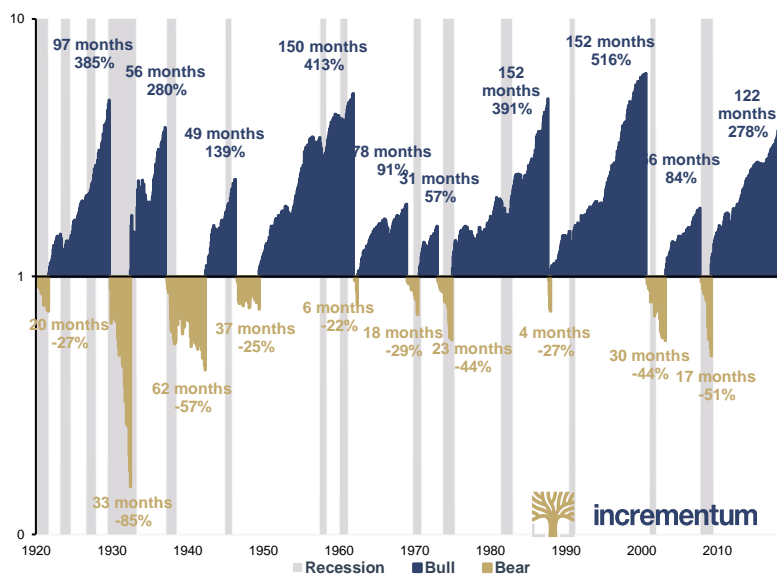
媒体报道往往在给公众传达欧洲、中国和日本始终处于经济废墟的印象，而把美国比作一座灯塔，并将其视作其他地区晦暗经济形势笼罩下的唯一繁荣的避风港。这体现了世界其他地区对美国的高度期望，尽管美国面临着预言中的厄运和现实的挑战，但它仍被视为无可争议的全球经济火车头。

“全球都过度看重美国资产，这是很危险的。洗衣篓里最干净的衬衫迟早也会和其他脏衣服闻起来一样臭，如果你要拿一件衣服来穿，至少要选择最底下的那件。”

Kevin Muir

从表面上看，美国的起跑位置无疑极具优势：失业率降至 1968 年以来的最低水平，美联储通过实施九次加息和量化紧缩增加了货币政策的腾挪空间，建筑业蓬勃发展，商业银行已经能够比欧洲银行有更强劲的收益提升，股市从一个历史高位冲到下一个高位，在过去 10 年多的时间里，总计增长了 278%，目前的牛市是美国历史上最长且最强的牛市之一，如下图所示。事实上，各方对美国经济和美国股市的信心与信任似乎毫无保留。

1920 年 1 月-2019 年 5 月，标准普尔 500 指数牛市和熊市



来源：彭博社，Robert Shiller, Incrementum AG

(图解：到底是从什么时候开始，你听到有人说你是不朽的?)



由 Hedgeye 提供

现在让我们说回美元及其近期趋势，乍看之下，美元似乎正在显示其力量，进而证实美国经济的强势及稳定性。除了 2017 年明显的疲软阶段外，美元指数自 2011 年底以来就一直向着一个方向发展：向上。

因此，在黄金牛市中也有许多强势美元论点的支持者，其中包括我们尊敬的同行 Brent Johnson，他提出以下论据，表明自己看好更强势的美元：³⁰

- **由于全球经济降温及高利率差异，资本流入美国：** 在发生政治或经济危机时，美元仍然是大家首选的避险货币。
- **11 万亿美元外债：** 事实上全世界都缺少美元，由于这些国家只能以美元偿还债务，因此本国货币贬值导致其美元计价债务的实际价值增加，从而刺激了对美元更大的需求。
- **欧盟议会选举：** 如果民粹主义候选人继续获得选票，反建制运动可能会破坏人们对欧元的信心。
- **提高美国债务上限：** 从长远来看，提高债务上限对美元不利，但从短期来看，这意味着世界上最大的买家（美国政府）正在从市场上购回美元，并从日益紧张的供应中挤掉其他买家。

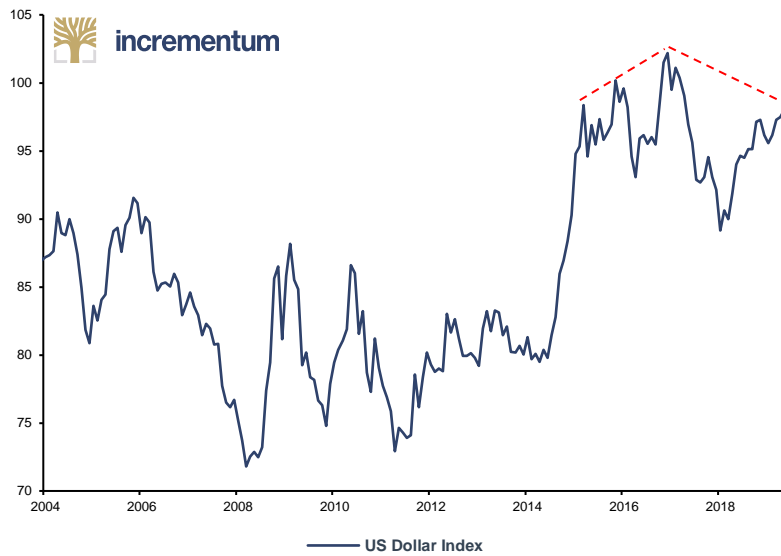
“新闻并不重要，重要的是市场对新闻的反应方式。”

Joseph E. Granville

但是，基于接下来几页中的内容，我们倾向于加入看跌美元的阵营。鉴于诸多原因，加之欧盟的经济、政治和社会问题（英国脱欧、意大利对稳定与增长公约（SGP）的公开抵制、法国的黄背心运动、德国的经济放缓），美元几乎没有升值，这一点值得注意。2018 年，美元指数（DXY）仅增长了 4.3%，自年初以来一直在 95 至 98 之间波动。通过美元指数的月度图表，我们可以看到“肩”——“头”——“肩”的情势可能正在形成。

³⁰ 我们推荐 Brent Johnson 所写的《美元奶昔理论》。

2004年1月-2019年5月，美元指数（以点计）



来源：美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

“时间会让每个人都出局；时间战无不胜！”

Rocky Balboa

在 2018 年第四季度股市大幅调整的过程中，美元仅略微走强，这进一步表明了美元或将虽然缓慢但毫无疑问地失去其作为经典避险货币的地位。³¹ 我们认为这是美元熊市的主要表现，只是它的开启信号尚未被大多数投资者所发现。

³¹ 另见“去美元化—欧洲也加入了进来 (De-Dollarization: Europe Joins the Party)”章节，该章节是“完整版”的一部分，您可以在此免费下载：<https://ingoldwetrust.report/igwt-en/?lang=en>。

2000年-2018年美元指数、黄金和标准普尔500指数，价格表现百分比

Period of dollar weakness	DXY	Gold	S&P 500
06.02.2002–23.07.2008	-26.85%	221.71%	14.74%
11.03.2009–02.12.2009	-12.56%	27.39%	60.23%
26.05.2010–27.07.2011	-11.06%	36.94%	25.17%
28.12.2016–31.01.2018	-10.14%	17.86%	25.11%

来源: Euro Pacific Capital, Incrementum AG

去年我们抛出了一个至关重要的问题：如果当前的“金发姑娘” (Goldilocks)前景受到质疑，人们开始担心经济衰退，美元将会发生什么？美联储是否会被迫调转货币政策方向？

“我想要的是对我们国家有用的美元，但不是个过于强势的美元，因为这样会使我们无法从和其他国家的生意中获利。”

Donald Trump

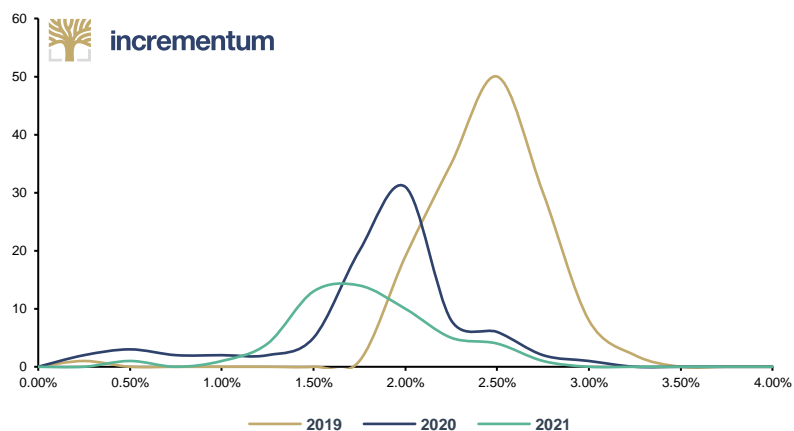
从我们的观点来看，美元已经开始对未来的经济疲软进行贴现。美国的经济形势似乎仍处于阳光明媚的一面，但过去几个月以来已经开始阴云密布。

在过去的100年中，美国经济平均每六年半就会陷入衰退。自上次经济衰退以来已经过去了十多年，主流观点也预期在当下不会出现直接的经济衰退，但这也仅是指在未来的2至3年内。鉴于美元近乎无节制的傲慢地位，这种不会经济衰退的观点明显已然不对称。去年我们以讽刺的方式写道：“目前，美国经济产出下降的说法是大多数经济学家和市场参与者不太可能相信的，正如他们不相信 Vin Diesel 会带着奥斯卡小金人回家，或者斐济国家足球队赢得世界杯一样。”³²

与去年相比，人们的看法略有变化，但经济衰退似乎仍不太可能让市场达成共识，他们似乎宁愿相信旧金山49人队 (San Francisco 49ers) 明年可以赢得超级碗 (Super Bowl)。

在彭博社做调研的87位分析师中，没有任何一位预计美国国内生产总值会在2019年、2020年或2021年出现收缩³³，这三年的预期中位数和平均增长率均介于1.8%和2.4%之间。然而，与去年相比，增长预期已略有下降 (2.1%-2.8%)。

2019年、2020年、2021年预计实际经济增长百分比，以及分析师人数



来源: Bloomberg, Incrementum AG

³² 参见“白色，灰色和黑色天鹅” (“White, Grey and Black Swans”)，《In Gold We Trust 2017 年度报告

³³ 顺便提一下，2007年同样也没人预期会出现衰退

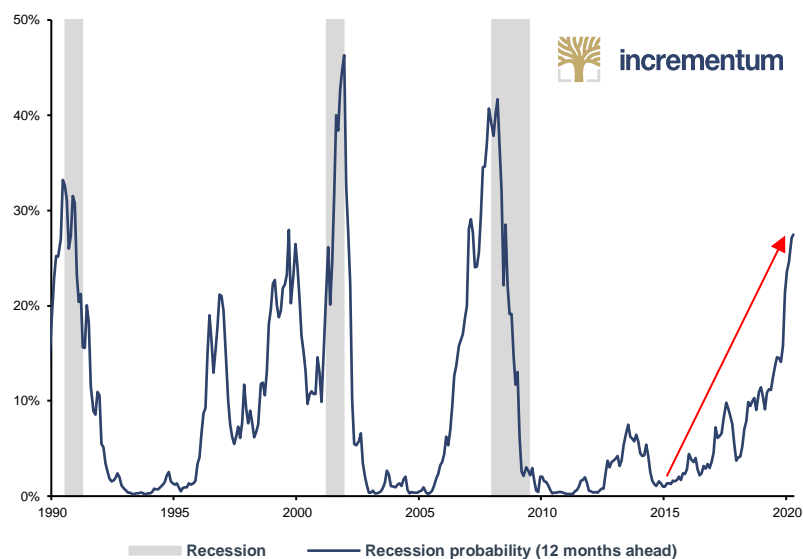
“我们知道最近这些年几乎每个市场参与者都被迫承担更多风险，但我们不知道还会持续多久，因为我们无法准确知道货币的走势。”

Vitaliy Katsenelson

许多研究证实，人们对经济衰退的预测能力相当差：根据 Fathom 咨询公司的一项研究，国际货币基金组织自 1988 年以来仅正确预测了 469 次经济衰退中的 4 次！自 1988 年以来，国际货币基金组织从未成功提前几个月预测到工业化国家的经济衰退。³⁴ 国际货币基金组织的一份工作文件指出，在 63 个国家的 153 次经济衰退中，只有 5 次是独立的经济学家们在前一年的 4 月一致预测到的³⁵。

然而，与此同时，美国经济衰退的信号似乎正在缓慢加强，比如，目前美联储的衰退指标显示 2020 年 4 月的衰退概率为 27.5%³⁶。如果未来两个月不会继续经济衰退，那么这个数字将是过去 30 年来的最高值。

1990 年 1 月-2020 年 4 月（2020 年为预测值）美国衰退可能性百分比



来源：美联储纽约分行, Incrementum AG

“从历史上看，收益率曲线的反转是经济下滑的明显迹象，但这次可能不是。”

Ben Bernanke

收益率曲线保持着衰退预测的最佳记录。旧金山联邦储备委员会最近公布的一项研究显示，反向收益率曲线已经预测到了自 20 世纪 50 年代以来的大部分经济衰退³⁷。

³⁴ 见 Bridgen, Andrew: “大叫狼来了的经济学家？(The economist who cried wolf?)”，《A sideways look at economics》，Fathom Consulting, 2019 年 2 月 1 日

³⁵ 见 An, Zidong, Jalles, João Tovar and Loungani, Prakash: “经济学家们对衰退的预测能力到底如何？(How Well Do Economists Forecast Recessions?)”，IMF 工作报告, 18/39 页, 018 年 3 月 5 日

³⁶ 研究衰退指标的详细方法请参阅：<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/predicting-recession-probabilities-using-the-slope-of-the-yield-curve-20180301.htm>

³⁷ 见 Bauer, Michael D. and Mertens, Thomas M: “利用收益率曲线预测经济走势 (Economic Forecasts with the Yield Curve)”，旧金山联邦储备银行 (FRBSF) 经济报告, 2018 年 3 月 5 日



(图解：让我问问我的水晶球。。。衣服上写着“美联”)

——由 Hedgeye 友情提供

这一事实背后的逻辑是：在预期经济衰退的情况下，投资者减少对短期债券的需求，并将需求转向长期债券，因此长期债券价格上涨，与短期债券相比，其收益率相应进一步下跌。就其本身而言，短期债券需求下降提高了短期利率。下图显示了具有负斜率的反向收益率曲线中的跨期分配变化。

1982/01-2019/04，基准美国政府债券的利差的百分比（左轴）和有记录的黄金价格（单位：美元，右轴）



来源：美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

“这不是会或不会的问题；而是什么时候的问题。我可能会像2007年那样早早地接到“电话”，但是我建议最好未雨绸缪。”

Dave Rosenberg

从历史经验的角度来看，利差的缩小通常伴随着经济衰退，然后是黄金的升值。特别是自1971年“尼克松冲击”以来，可以定期观察到这种时间顺序。目前的收益率曲线结构不可避免地表现出一个问题，即银行和信贷行业的稳定性是否在当前的再融资转盘中存在风险，以及系统性风险是否不会上升。

中央银行日益增大的政治压力

“我很关注其他国家中央银行的独立性，尤其是世界上最重要的那些国家。”

Mario Draghi

“量化宽松是市场的滞胀机器，我们抬高了金融资产的价格，挤压了企业的生产性增长。现代货币理论将成为现实世界的滞胀机器，我们将提高商品/服务的价格，并挤压高效私营行业的生产性增长。”

Ben Hunt

不仅只有货币理论家和经济学家正朝着进一步宽松货币政策的方向倾斜，主要央行行长的任命也不出意料地受到政党政治利益的干扰，政治家对货币政策的明确干预之前只出现在香蕉共和国（Banana Republics 指中、南美洲发展中国家）。

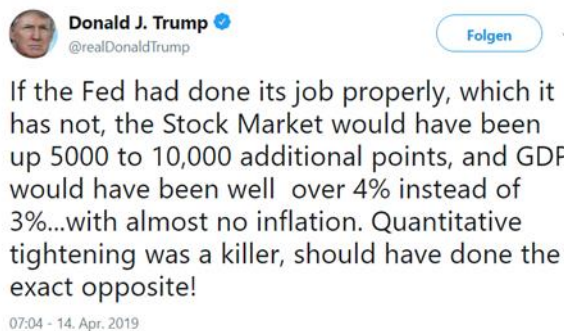
但是，最近情况发生了些许变化。在于华盛顿举行的春季会议上，国际货币基金组织执行主任克里斯蒂娜·拉加德（Christine Lagarde）和即将卸任的欧洲央行行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）感到不得不向外界紧急警告：切勿削弱中央银行的独立性。

德拉吉对美国的批评几乎毫无保留，与此同时，美国总统特朗普批评美联储的政策也不是一两天了。2018年10月，在美联储再次加息之后，他在推特上说美联储已经“疯狂”了，在特朗普总统的眼中，他亲自任命的美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）所追求的货币政策近乎灾难般的严格。

“独立有利于美联储，希望独立性在未来也能让他们受益。”

Christine Lagarde

去年12月，美联储再次加息，这可能仅仅是为了证明它不会任凭特朗普驱使。但特朗普不会停止阻止加息，因为2020年11月的美国总统大选已经投下了长长的阴影。“这是经济问题，笨蛋”：美国经济明显失去动力的现实将大大拉低特朗普再次当选的机会。在国际货币基金组织春季会议上，他发布了如下推文：³⁸



（推特译文：如果美联储能干好自己的事（很显然他们并没有），股市就会再上涨5000至10000点，国内生产总值早就会在没有任何通货膨胀的情况下超过4%而不是现在的3%。量化紧缩是个杀手，他们应该采取完全相反的策略！）

这可能是特朗普性格的一个核心特征，他试图抵制制度上的限制。然而，拉加德和德拉吉的陈述是明确的：现任美国总统应该尊重这些限制，否则人们会担心，对美联储的独立性失去信心可能会削弱人们对美元稳定的信心，从而加剧通货膨胀。这种信任的丧失将会需要以极大的成本和努力来挽回——如果还能挽回的话。

另一方面，特朗普总统为联邦储备委员会提名的 Stephen Moore 从任命程序中被撤出，这被解释为美联储独立性的胜利。即使是共和党主导的参议院也必须确认

³⁸ 见特朗普推特原文，2019年4月14日，7:04

提名的候选人，他们表现出了相当大的担忧，因为 Moore 与特朗普总统的关系太近，这可能会严重危及美联储的机构独立性。



(图解：2015 年，股市是美联储助长的一个大泡沫；如今，股市达到了历史高点，美联储需要砍掉利率。)

由 Hedgeye 提供

在大西洋的另一边，意大利的左翼和右翼民粹主义政府再一次考虑将意大利银行的大量黄金储备国有化，以便通过部分出售 2,451.8 吨的世界第三大储量的黄金来弥补预算赤字的扩大³⁹。这样的行为将大大危及人们对意大利央行独立性的信心，它将反过来对欧元产生负面影响。鉴于意大利深层的结构性问题，这些民粹主义动机在可预见的未来将不会消失。

结论

尽管存在各种困难，美国仍然是无可争议的全球经济火车头，如果美国咳嗽一声，世界其他地方就会感染流感。美国经济基础（以及美元）到底有多稳固，对于这个问题我们可以在下一次危机爆发时找到答案。但是，我们相信，在未来几个月内，世界对美国经济引擎和美元的无限信心可能会开始崩溃。

相对于股票和商品的黄金现状

“虽然没有明确的理由说明商品熊市触底应该与投机性股票市场涨停重合，但事实是这种情形已然出现过两次，历史表明它将再次发生——另一个数据表明当前的商品熊市将很快接近尾声。”

Leigh Goehring & Adam Rozencajg

³⁹ 见：“Salvini 打起了黄金的主意——大事渲染这个‘有趣的想法’ ([Salvini schielt auf Goldschatz - Verkauf, interessante Idee](#))”，路透社，2019 年 2 月 11 日

“债券和股票实际上只是在利用非市场动态进行交易，而非市场动态会让 Grigory Potemkin 感到非常自豪。”

Dave Rosenberg

“相对于金融资产而言，高盛商品指数 (GSCI) 处于历史低点之一。从历史上看，这一问题的解决办法是，大宗商品上演一场令人震惊的“秀”以加剧通胀。如果这一幕再次上演，我也不会感到惊讶。”

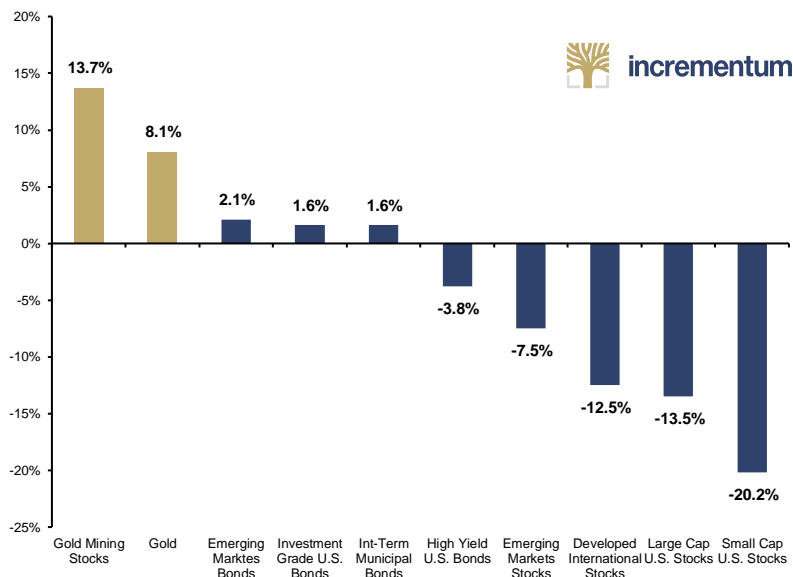
Paul Tudor Jones

不仅绝对表现，相对表现（特别是与股票和商品相比）对于全面分析黄金价格的现状也非常重要。因此，在接下来的几页中，我们将研究黄金与其他资产类别相比较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。

忠实的读者应该知道：我们认为持续积极的股市表现是目前黄金最大的机会成本，在这方面，黄金价格的大幅爆涨只会伴随着股市停滞或疲软。只要将黄金价格的发展与最重要的股票市场指数的发展进行比较就可以看出黄金的相对弱势似乎即将悄悄结束。

2018 年第四季度，几乎所有的资产类别都被抛售，这对我们来说似乎特别值得注意。标准普尔 500 指数在前三个季度仍处于 9% 的舒适水平，之后在 10 月开始抛售，并在 12 月达到高点使其成为美国自 1937 年大萧条以来的最差表现。这似乎特别重要，因为第四季度通常具有最佳的季节性表现。在行业基础上，标准普尔 500 指数中 121 个行业组别中只有 7 个报告表现良好。这个报告里面表现最好的：黄金矿业股票上涨 13.71%。

不同资产类别的表现（百分比），2018 年第四季度



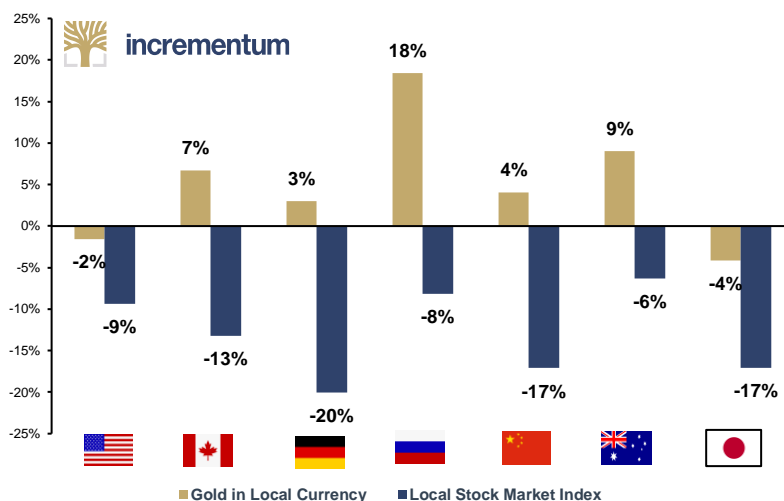
来源：美联储圣路易斯分行, Investing.com, Incrementum AG

“一个国家的汇率是其经济中最重要的一个价格，它将影响全部领域的单一价格，影响进口和出口，甚至影响经济活动的水平。”

Paul Volcker

由于第四季度股市暴跌，2018 年整体相对于主要股指而言对黄金来说是不错的一年。股票市场多年来第一次出现看似无法撼动的竞争优势受到严重质疑的情况，黄金表现优于所有主要国内股票市场，即使以美元计价和日元计价的金价小幅下跌，黄金价格在美国和日本仍表现出相对的强势，然而，股市投资者遭受的损失分别比美国和日本黄金投资者高出 7% 和 13%。在德国，黄金投资者获得了 3% 的回报，而德国股票指数 (DAX) 则录得 20% 的显著亏损。

2018 年黄金以当地货币计价表现及国内股票指数，年度表现百分比



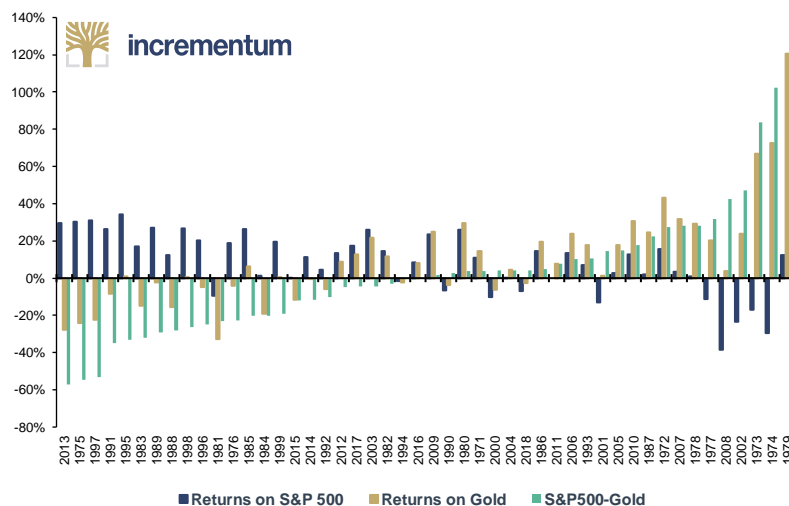
来源: Bloomberg, Incrementum AG

“繁荣时，准备迎接变化；逆境中，同样如此。”

James Burgh

这种比较清楚地证实了我们以黄金（和矿业股票）作为投资组合稳定器的论点，从下表中可以清楚地看到这一点。该图表显示了标准普尔 500 指数和黄金的价格走势。在标准普尔指数高涨的那些年里，黄金与标准普尔 500 指数相比表现不佳。另一方面，在标准普尔指数表现欠佳的那些年份，黄金与标准普尔指数相比收益率最高——除了 1979 年这个特殊年份。

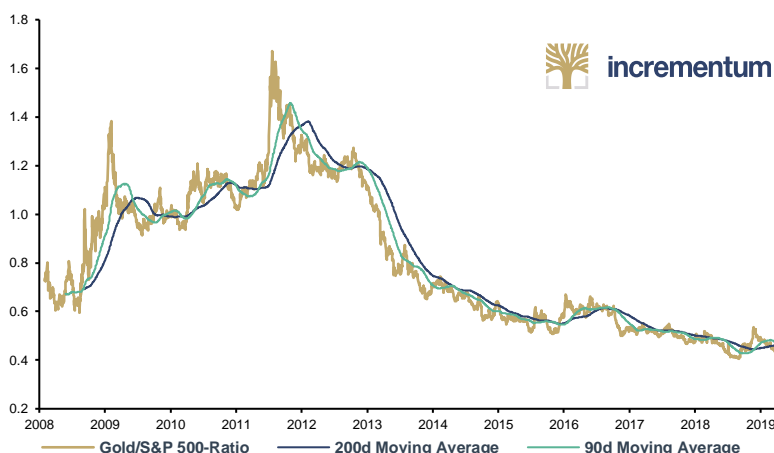
标准普尔 500 指数与黄金年度走势以及变化差异（百分比），1971 年-2018 年



来源: 美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

目前，2018 第四季度股市的大幅调整已被抵消，因此，下图中的黄金/标准普尔 500 指数比率清楚地显示出黄金依旧表现出相对弱势。一盎司黄金可以买入的标准普尔 500 指数股票越来越少的趋势尚未被打破，但以标准普尔 500 指数衡量的黄金购买力似乎正在趋于稳定。

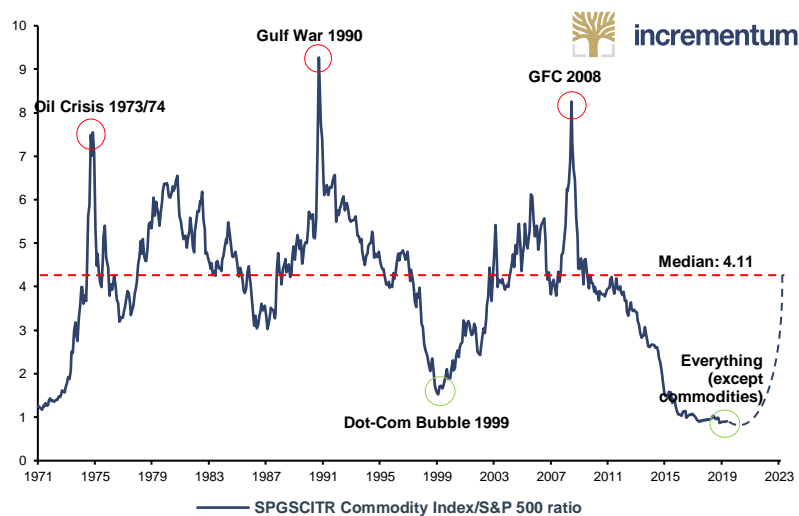
2008 年 1 月-2019 年 5 月，黄金/标准普尔 500 指数，50 日和 200 日移动均线



来源：美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

现在让我们来看看黄金相较于大宗商品的表現，下图是去年发表在《In Gold We Trust 年度报告》⁴⁰ 中被引用次数最多的图表。大宗商品的交易价格相对股票而言更高，与标准普尔 500 指数相比，高盛商品指数为 0.9，远低于长期的中位数 4.11，离历史最高点差好几个“光年”。

高盛商品指数 (TR) / 标准普尔 500 比率，1970 年-2019 年



来源：Prof. Dr. Torsten Dennin, Lynkeus Capital, Bloomberg, Incrementum AG

大宗商品估值创 100 年来新低？

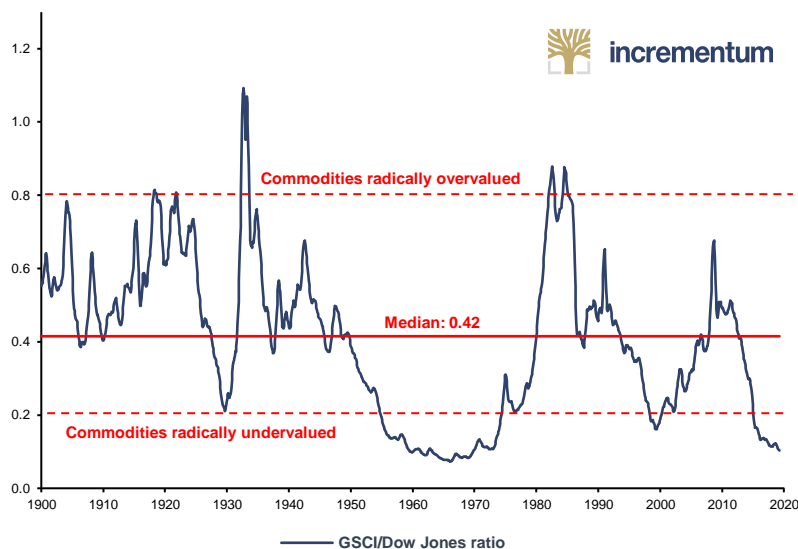
“你在开玩笑吧！”
John McEnroe

现在让我们从更长的时间跨度看一看大宗商品的历史价格趋势⁴¹。下列图表显示，自 20 世纪 60 年代以来，商品目前的交易价格相对于美国股票处于最低水平。此外，仅在另外两个时期，商品相对于股票被低估了：一个是在 1929 年 10 月 24 日的黑色星期四之前，另一个是在互联网过度泡沫时期。

⁴⁰ 感谢 Torsten Dennin 教授 (Lynkeus 资本) 提供的图表数据支持

⁴¹ 感谢 Leigh R. Goehring 和 Adam a. Rozencwajg: “大宗商品估值创 100 年来新低 (Commodities at a 100-Year Low Valuation)” ?

高盛商品指数/道琼斯工业平均指数，1900年-2019年



来源: Goldman Sachs Commodity Index since 1970, Goehring & Rozencajg Commodity Index pre-1970, Bloomberg, Incrementum AG

现在让我们仔细看看过去的两个阶段：第一个阶段是大宗商品与股票相比被显著低估，第二个阶段是大宗商品进入长期牛市：

- 20世纪70年代：**20世纪60年代，黄金和商品牛市（或美元熊市）之间已奠定了坚实的基础⁴²。虽然美元作为国际黄金市场上的标价货币已有180年⁴³，但由于越南战争和其他因素导致预算赤字爆发，致使20世纪60年代美元贬值的压力急剧增加。货币和信贷供应的扩张首先体现在股价不断上涨，特别是臭名昭著的“漂亮50”（Nifty Fifty）股票⁴⁴，这些股票当时是股市投资者狂热的焦点。虽然20世纪70年代初期，广阔的股票市场的市盈率为20，但“漂亮50”的市盈率为50。随后，美国股市开始出现长期熊市——特别是在实际基准上，大多数“漂亮50”的股票下跌了90%甚至更多。为通货膨胀进行调整更是导致道琼斯指数大跌48%，结束了长达10年的牛市。另一方面，高盛商品指数获得了700%的显著增长⁴⁵。
- 2000年以来：**由于供应过剩和市场明显的负面情绪，在1998年至1999年左右，石油价格暴跌至每桶12美元以下，这是自大萧条时期做出通胀调整以来的历史最低价。无止境的悲观情绪在大宗商品领域蔓延，于是人们忽视了中国及其他新兴市场快速而广泛的产业化对商品需求的迅猛增加。此外，多年来持续忽视对技术和勘探的投资导致2008年夏季油价迅速上涨至每桶138美元。随着2007年至2008年金融危机的到来，价格反弹终于在2008年至2009年的严重经济衰退中结束了。

⁴² 请参阅“克斯特的金字塔的持久相关性（The Enduring Relevance of Exter’s Pyramid）”一章，本章是“完整版”的一部分，您可以在 <https://ingoldwetrust.report/igwt-en/?lang=en> 免费下载。

⁴³ 在1900年的《金本位法》（Gold Standard Act）颁布之前，美国采用的是双金属标准，最终以《铸币法》（Coinage Act）（1873）告终。

⁴⁴ 参见维基百科“Nifty Fifty”词条。

⁴⁵ 罗马俱乐部的世界末日预言在1980年大宗商品狂热的高峰期引起了“一切都达到顶峰（peak everything）”。与此同时，北海、阿拉斯加和西西伯利亚的石油产量开始增加。这些矿床是在20世纪60年代和70年代发现的。随后，一个在熊市已有20年历史的大宗商品开始并证实了这句古老的格言：“高价还需高价医（The cure for high prices is high prices）”。

“需要强调的是，商品价格极度低迷的时期（1970年和2000年）伴随着被高估的股票市场和投资泡沫——这种情况今天会再次出现。”

Leigh Goehring & Adam
Rozencwajg

“牛市比熊市更有趣。”
Bob Farrell

一方面，1970年代和2000年以来具有诸多相似之处，另一方面，当今的经济形势令人咋舌。每一次，扩张性货币政策都会促进股市进入一个蓬勃发展的时期，在随后的10年内，大宗商品的价格飙升。如果于1970年投资高盛商品指数并于1980年出售，那么年化回报率将达到20%，这同样适用于2000年以来的时期，当时商品像股票一样吸引眼球。近年来，我们经历了历史上最具扩张性和实验性的货币政策，但它只涉及到外围的商品市场。20世纪60年代的“漂亮50”好比是2000年的DotCom、当前的五大科技股（FAANG）以及未上市的独角兽股票。

我们认为，2016年2月大宗商品价格已触底。然而，投资者（特别是来自组织机构，也包括零售行业的投资者）对大宗商品行业几乎仍然提不起兴趣。市场情绪和许多负面观点，如替代能源的崛起、中国能源濒临崩溃、页岩气革命等，似乎都成了普遍共识，因此上述观点在很大程度上被消化。

这或许只是一个坊间的佐证，但在最重要的行业会议上，气氛就像朝鲜的大会计票一样令人兴奋。然而，我们预期大宗商品行业在未来会再次给予我们更多的收获，更重要的是，真正的“聚会”可能已经开始了。我们将相对被低估的商品行业和上述的金融资产相比较，这将会为心理素质过硬且有长期投资计划的逆向投资者提供反周期的投资机会。

什么因素能改变趋势并引发新牛市？我们认为，有以下两个主要方面：

- 美元疲软
- 金融资产到实际资产的重新分配（MMT）

结论

全球股市的上涨趋势看似在很长一段时间内无懈可击，但在2018年第四季度遭遇了重大挫折。结果，与主流媒体报道的刚好相反，除美国和日本外，2018年黄金相对于各地的股票指数价格大幅上涨。然而，相对于股市，被低估的大宗商品在过去一年中没有显著变化，这正是商品的升值潜力，特别是黄金、白银的升值潜力仍然强劲的原因所在。

债务动态的现状

“真相很伤人，可能没有跳上无底座的自行车上那么伤人，但它还是会很痛。”

Inspector Frank Drebin

“从今天起，我只能花我挣的钱，即使还不得不借钱。”

Mark Twain

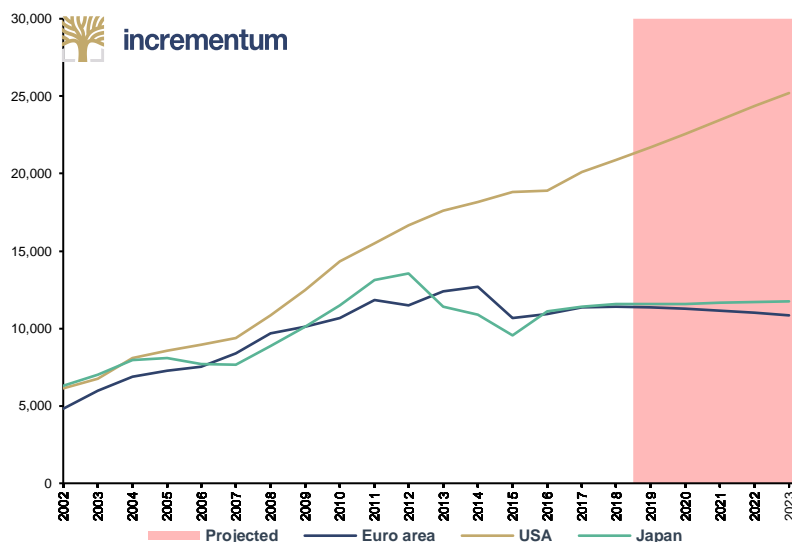
“美国的债务占国内生产总值的比率开始与任何香蕉共和国都不相上下。因此，我们相信，投资者看多黄金是非常及时且具有潜在回报的行为。”

John Hathaway

今年，我们也发现，在大多数经济体中，过度负债正在迅速发展。尤其美国似乎正在寻求债务政策，就像蓬帕杜夫人家喻户晓的那句话一样：“我死以后，哪管洪水滔天！”

从 2020 年起，美国政府债务将超过日本和欧元区的债务总额，尽管美国和日本在 2011 年之前一直处于相似的水平，但是美国的债务还在逐年递增。相比之下，欧元区债务增长相对不明显。这主要是由于德国债务水平的下降：自 2010 年达到峰值以来，除 2012 年外，德国债务一直在逐年稳步下降，并且自 2013 年以来一直低于绝对水平。2018 年，欧元兑美元汇率下跌。

公共债务：欧元区、美国、日本（单位：10 亿美元），2002 年-2023 年



来源：IMF, OECD, Incrementum AG

高额和不断上升的联邦债务将减少国家储蓄和国民收入，提高政府的利息支付，限制立法者应对不可预见事件的能力，并增加财政危机的可能性。

国会预算办公室 (CBO)

国会预算办公室 (CBO) 预测：未来十年美国赤字堪忧，因为预计赤字将在 2029 年大幅上升。在今后的每一年里，年度赤字预计将超过 1 万亿美元。相比之下，2018 年整个欧元区的预算赤字刚刚超过 600 亿欧元（约合 670 亿美元）。除意大利、法国和希腊外，欧元区国家的财政相当稳固。2018 年，德国政府总体盈余达到惊人的 580 亿欧元，几乎完全抵消了法国的 1 比 1 赤字。

如上所述，美国的情况截然不同，2019 年，美国债务负担将再度增加 1.4 万亿美元，这相当于西班牙的经济产出总量。在未来 10 年，债务负担预计将增加 11.6 万亿美元。这大约相当于日本、德国和法国的 GDP 总和。问题来了：谁将为这些赤字提供资金？最重要的是，我们需要付出什么样的代价？

下一张图表显示，美国正朝着新的形势发展：预算中的大部分将用于强制性支出。尽管利率水平较低，但是利息支付也在稳步上升中——根据国会预算办公室（CBO）的计算，利息支付将成为美国 2026 年的第三大支出，也将成为 2046 年的第二大支出，且将是 2048 年的最大支出——未来导向的支出包括对城市基础设施建设



图解：我的股票最近涨势很好！我还有必要关心其他事？

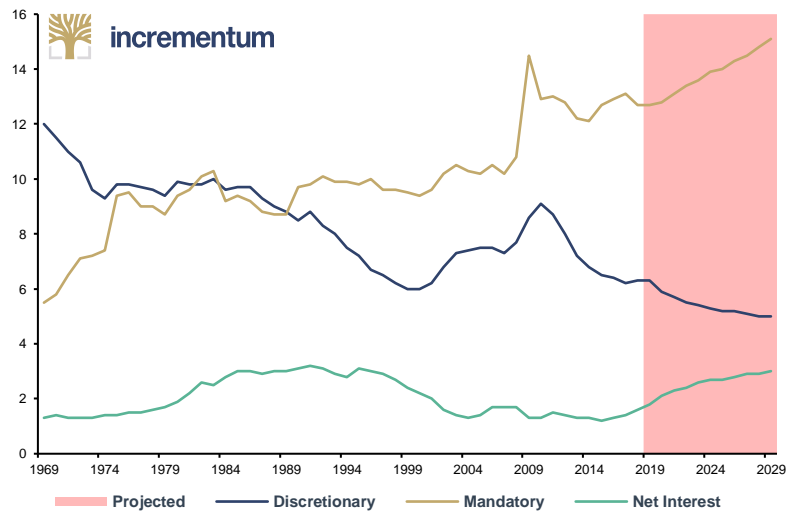
的支出，而且其范围将不断缩小。

“当一个国家将其未来的全部收入作抵押，该国必然会陷入死寂、倦怠和虚弱无力。”

David Hume

David Hume 在 1752 年发表的论文《公共债权》（“On Public Credit”）中详细描述了如何减少回旋的余地。债务过多导致各国政府几乎要抵押未来全部财政收入，导致国家也陷入了一种呆滞无能的状态。从长远来看，赤字将对美国增长潜力产生负面影响。

美国政府支出按类别占 GDP 的百分比，1969 年-2030 年



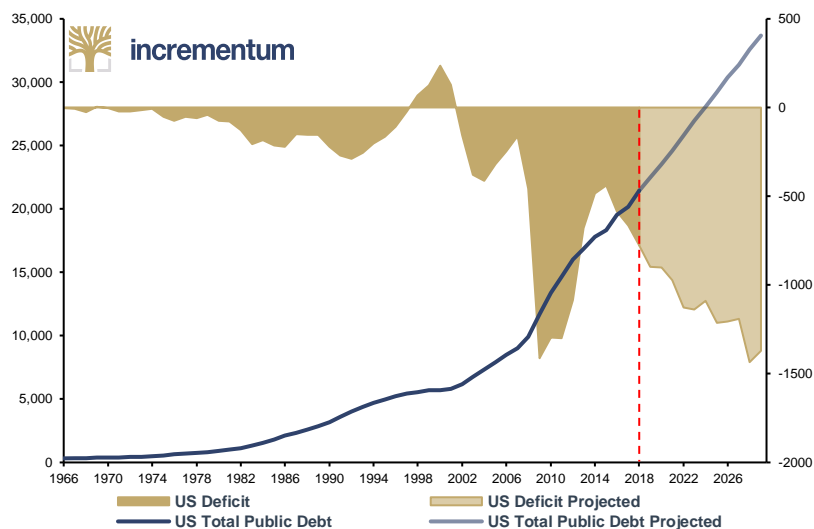
来源: CBO, Incrementum AG

“事实是当我们的国债达到我们预测的水平时，这将会对社会经济构成威胁。”

John Bolton,
美国国家安全顾问

值得注意的是，美国国会预算办公室的预测过于乐观，甚至有点天真。例如，美国预算办公室（CBO）推断未来十年美国不会陷入经济衰退，甚至还预测经济将以每年 3% 的速度增长，这是一个非常盲目的推断，尤其是美国经济从未经历过这么长时间的持续上升期。因此，在未来十年，美国赤字可能将显著高于国会预算办公室（CBO）的预测。

美国：债务（左轴，单位：十亿美元）与赤字（右轴，单位：十亿美元），1966年至2029（预估）



来源：CBO, 美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

“说国会像酗酒水手一样花钱简直是对酗酒水手的侮辱。”

Ronald Reagan

根据国会预算办公室（CBO）的预测，2029年美国赤字将达到1370亿美元，仅仅略低于2009年经济危机年的1413亿美元。而历史上仅在2009年至2012年期间有类似的可比预算赤字数据。何况，这出现在美联储利用量化宽松政策吸引了每年近5000亿美元国债的特殊阶段。

结论

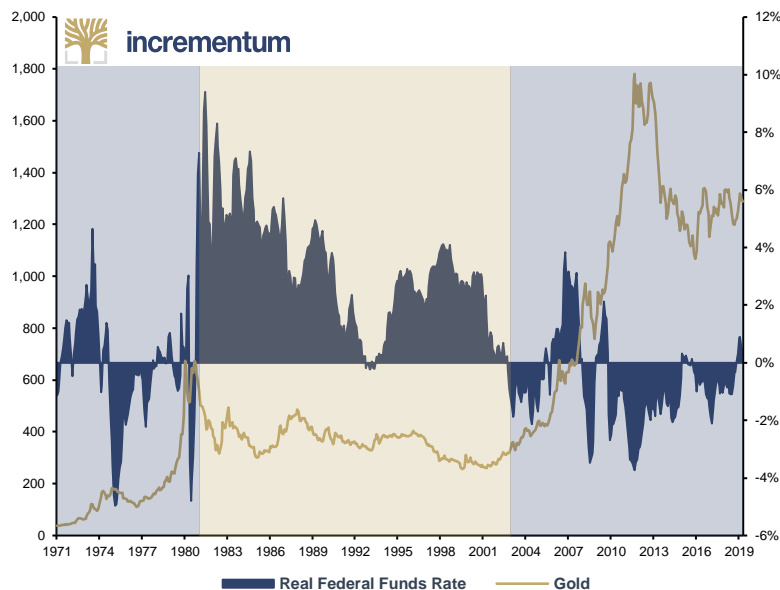
由于全球范围内政府、企业及家庭与个人等各个领域的高负债，通货膨胀将难以避免。通货膨胀将进一步增加实际债务负担，不可避免的还有由于破产而产生的更高拖欠债务率。因为相对健全的公司注销其因破产而造成的损失时会调整其资产负债表，债务金字塔将出现无法预防的倾斜式坍塌⁴⁶。

因此，在未来的几年时间里，我们将徒劳地等待利率大幅上升或实际利率正增长。世界似乎将在很大程度上陷入零利率或至少是低利率的陷阱⁴⁷。对于黄金而言，这个实际利率为负的时代（何时终结尚不清楚）对可预见的未来应该具有积极的影响，因为实际利率为负为黄金提供了绝佳的市场环境，如下图所示：

⁴⁶ 参见“埃克斯特金字塔的持久相关性”一章，本章是“完整版”的一部分，您可以通过<https://ingoldwetrust.report/igwt-en/?lang=en>免费下载。

⁴⁷ 参见“不可持续货币体系中的可持续财富积累”，摘自2017年《In Gold We Trust 年度报告》，Stoeflerle, Ronald, Hochreiter, Gregor 和 Taghizadegan, Rahim: Die Nullzinsfalle, FinanzBuch Verlag, 2019年4月。（2019年秋季会发布英文版）

黄金价格(左轴, 单位: 美元)和美国实际利率百分比(右轴), 1971年1月-2019年4月



来源: 美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

通胀动态的现状

“由于央行的操控, 经济危机后的市场波动性出现崩溃。“游戏”结束了。随着通胀压力的增加, 我们将把这个低频率的波动期看作是一个不会重复发生的五个标准差事件。”

Paul Tudor Jones



“我们相信, 2019年4月22日彭博商业周刊封面“通胀已死”将会和1979年封面一样具有历史意义。”

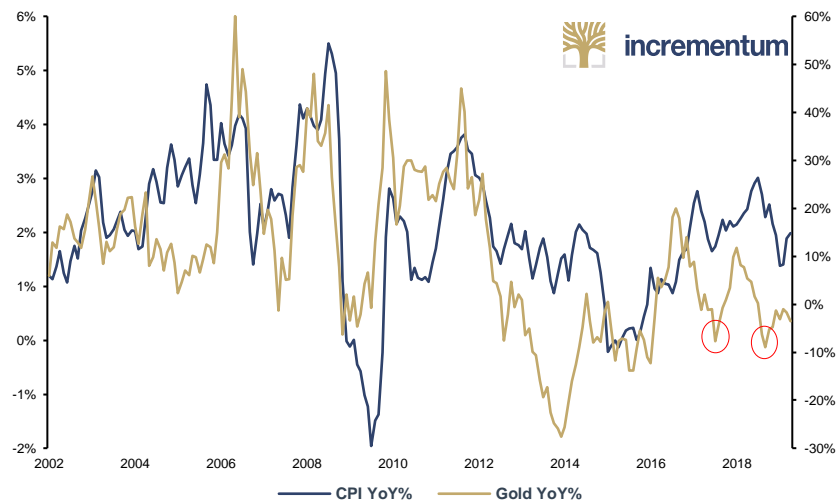
Goehring & Rozencwajg

最后, 让我们来看看通货膨胀的情况。对于我们来说, 通货膨胀问题似乎是目前最具逆势的事件之一。如左图所示, 2019年4月份, 《彭博商业周刊》宣称“通胀之死”, 这让我们诡异地想起1979年8月发布的历史性封面“股票之死”。虽然许多市场参与者都还记得这个封面, 但只有少数人会回想起它的副标题: “通货膨胀正在摧毁股市的方式”⁴⁸。在我们看来, 通货膨胀的压力正在慢慢显现, 左图中的通胀怪物可能会复活——尤其是因为这正是政治家和央行行长们想在货币实验中所要达到的目的。由于10.8万亿美元政府债券交易为负利率, 通货膨胀在未来十年中似乎会成为美国最痛苦的交易。《商业周刊》的封面可能只是坊间佐证, 但它表明, 现在低通胀已经完全体现在每个人的资产配置中, 并且通货膨胀面临着再次赫然耸现的风险。通货膨胀的拐点或许将至。

忠实读者一定了解, 不断上升的通货膨胀率通常意味着为黄金价格提供了绝佳的环境, 通胀率下跌但是利率为正(即通货紧缩)意味着消极的市场环境。从2011年底到2015年初, 美国的通胀趋势有所下降, 但此后又再次上升。在2018年7月, 居民消费价格指数(CPI)上升到了略低于3%的临时高点, 这很大程度上是因为基数效应, 从此价格通胀率再次下降。

⁴⁸ 见“钟声已响”, Goehring & Rozencwajg 市场评论, 2019年第一季度。

价格通胀率百分比 (CPI) (左轴) 和黄金价格变动率百分比 (右轴, 单位: 美元), 2002 年-2019 年 5 月



来源: 美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

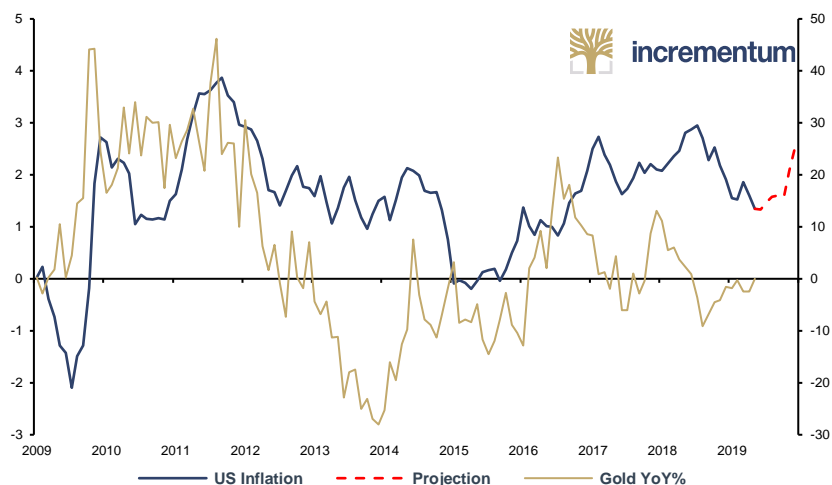
“通货膨胀就是用不存在的钱
补贴没有回报的支出。”

Jacques Rueff

如果我们现在看看对美国通胀率的预测, 它将在 2019 年夏季降至最低点 1.3% 左右, 然后趋于稳定。在 2018 年的 11 月和 12 月, 通货膨胀率下降, 尤其是油价下跌让我们从基数效应的角度来看, 可以预见在 2019 年 11 月和 12 月, 通胀率会上升。⁴⁹

⁴⁹ 见 “Wellenreiter-Invest.de”, Robert Rethfeld, 2019 年 5 月 3 日。

美国通胀率（左轴，2019 年为预测）和黄金价格（右轴，年度趋势），2009 年 1 月 -2019 年 12 月（预测）



来源: Wellenreiter Invest, 美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

通胀率递增信号

“无论是最初的通货紧缩还是最终的通货膨胀，这种深刻的转变都会结束长期的反通货膨胀，但它也为发达国家更加积极的财政抑制创造了必要性。”

Russell Napier

如果你想了解全球通胀趋势，那么通胀敏感资产类别（如黄金，白银，其他商品（BCOM）或黄金矿业股票）的价格趋势会对你的判断有所帮助。这些价格趋势有助于为你提供有关中短期通胀趋势的前瞻性信息，而传统的通胀统计数据仅反映了过去的通胀发展情况。这些统计数据对投资者来说微不足道，因为投资者总是试图预测未来的价格趋势。因此，我们制作了一个专门的通胀信号来分析当前的通胀趋势，由此而来的通胀信号构成了资产配置决策的基础。

在过去的十五年中，出现过以下主要的通货膨胀趋势：

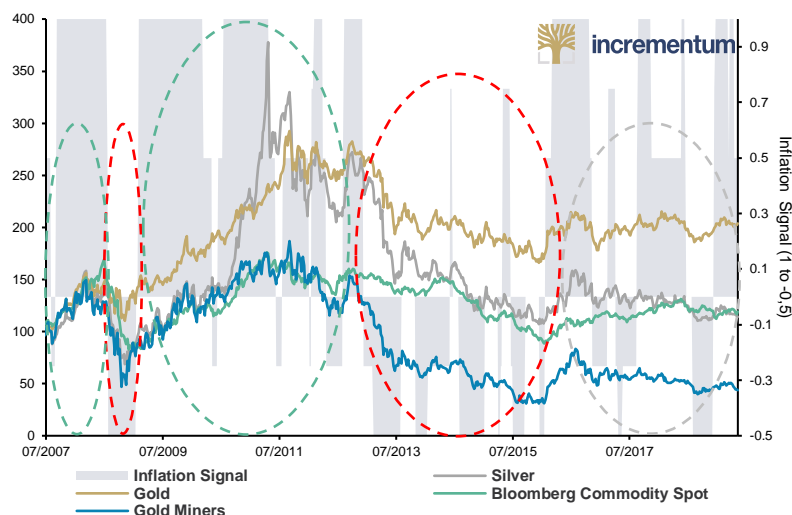
- 通货膨胀阶段持续至 2008 年 8 月
- 从 2007 年/2008 年金融危机爆发后至 2009 年 3 月，该时期伴随着通货紧缩的冲击
- 通货紧缩持续至 2011 年和 2012 年
- 通货紧缩趋势于 2015 年年末后结束
- 自 2016 年进入横向调整阶段

“教训很深刻，通货膨胀害我们所有人。”

Margaret Thatcher

直到 2015 年底，通货膨胀趋势一直是清楚明确的，但从那时起，这种清晰度已经有所下降。巨大的通货紧缩压力应该已经过去，但持续的通胀趋势尚未形成。可以想象，即将出现的美国货币政策上的大转向将使通胀趋势成为促进通胀敏感资产类别回归有利领域的决定性推动力。

2007年7月-2019年5月通货膨胀递增信号



来源: Incrementum AG

现在让我们从价格通胀转向资产价格通胀。苏富比拍卖行的股价表现似乎可以作为衡量资产价格良好标杆。随着投资者退出“热钱”，戏剧化的市场繁荣发展似乎暂时性地结束了⁵⁰。

2014年1月-2019年4月苏富比股价点数（左轴）和黄金价格（右轴，单位：美元）



来源: Investing.com, Incrementum AG

尽管如此，两家法国奢侈品公司路威酩轩（LVMH Moët Hennessy）和开云集团（Kering）的股价仍表现出急剧上升的趋势，这些公司是**挥霍式消费的代表**（亦称享乐主义示范消费）。上一次这两家奢侈品制造商的股价暴涨还是在互联网泡沫时期，在泡沫破灭之后，两股的价格跌幅甚至超过了原先的涨幅。

⁵⁰ 参见“通货膨胀与通货紧缩 - 伟大的决战？（Inflation vs. Deflation - The Great Showdown？）”，2018年《In Gold We Trust 年度报告》。

LVMH 集团股票价格(左轴)和 Kering 集团股票价格 (右轴), 1995 年 1 月-2019 年 4 月



来源: Investing.com, Incrementum AG

结论

消费者价格只显示出简单的上升趋势, 这个趋势是央行用于证明零利率或低利率政策应当延续的理由。不断上涨的价格通胀加上经济风险的攀升可能意味着黄金的完美风暴: 滞胀。然而, 所谓的市场共识是, 这似乎是一个几乎不可能出现的情况。

黄金需求现状

“中央银行在考虑储备资产时有三个主要目标：保证资产安全、保持资产流动、产生回报。黄金正好可以满足这三个政治目标。”

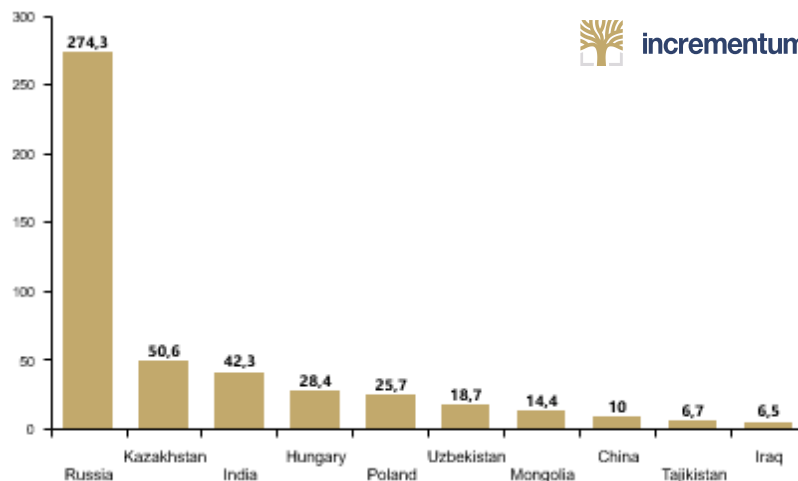
Natalie Dempster, World Gold Council

2018年，中央银行购买了657吨黄金，这是自1971年布雷顿森林体系结束以来最大规模的黄金购买。俄罗斯（274吨）、哈萨克斯坦（50吨）和印度（42吨）是黄金的最大买家。

在2019年第一季度，央行对黄金一直保持着高需求量。根据世界黄金协会的数据，央行增加了145吨黄金储备，这是自2013年以来最大的增量⁵¹。俄罗斯继续疯狂购买黄金，第一季度其储量再增加56吨，因此黄金储量目前占俄罗斯总储量的18.4%⁵²。

在2018年，一些欧洲国家的中央银行也是黄金的净买家。正如引言中所提到的，匈牙利的黄金储备量增加了十倍。同样作为非欧元区国家，波兰是前五大黄金买家之一，而且去年是波兰自1998年以来购买量最大的一年。

2018年黄金购买量（单位：吨）



来源: World Gold Council, Incrementum AG

此外，金融投资者对黄金的兴趣正在逐渐增加。这一点可以从黄金交易型开发基金（ETFs）流入量中得到证实，该基金的持仓量自2015年末一直在增加。对我们而言，该指标表明西方金融投资者们选择了ETF基金作为管理黄金风险的主要工具。这也反映在黄金ETF流入量遵循极端顺周期模式的事实。

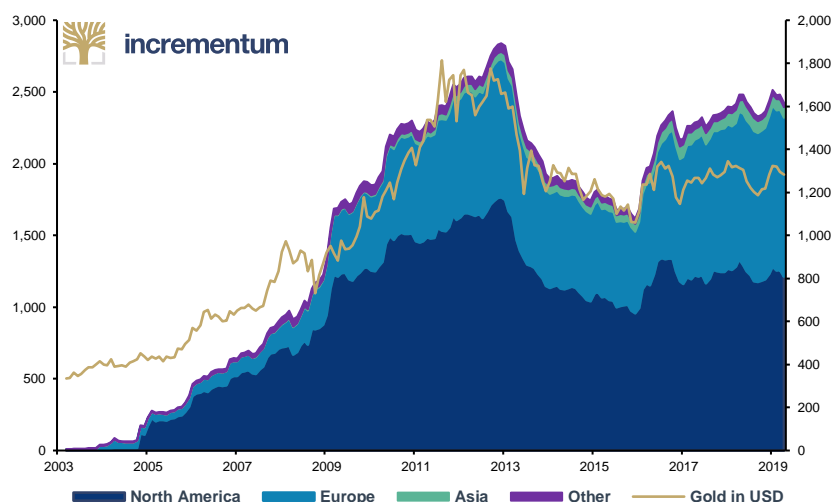
⁵¹ 参见2019年5月2日世界黄金协会《2019年第一季度黄金需求趋势（Gold Demand Trends Q1 2019）》

⁵² 参见2019年4月22日《俄罗斯持续购买大量黄金》(Russland kauft weiter tonnenweise Gold), Goldreporter.de, 2019年4月22日。

根据地理维度区分，在最近几年，欧洲的投资者相较于北美投资者更看重黄金ETFs基金。2016年以来，欧洲交易所交易产品（ETPs）数量快速增涨并创下了历史新高。截至2018年底，欧洲黄金ETF旗下管理资产规模（AuM）上升至2,440吨。相当于现在市场总量的45%⁵³。

我们认为，这一增长主要是由于被摧残的零利率或负利率环境、欧洲央行的激进政策、对衰退的郁积恐惧、政治发展以及相对于美国市场表现得非常疲软的欧洲股市所导致的。

2003年1月-2019年4月交易所交易基金黄金持有量（单位：吨）和黄金价格（单位：美元）



来源: World Gold Council, Bloomberg, Incrementum AG

“黄金是永恒的，它美丽、实用、永不磨损。难怪金子在所有年龄段都被珍视，作为一种有价值的收藏，能够度过生活的艰辛和时间的蹂躏。”

James Blakeley

“哦，黄金！比起纸币，我更喜欢你。”

Lord Byron

正如最近发布的《Edelmetall-Atlas Schweiz》报告中所揭示的那样，私人投资者对黄金表现出非常浓厚的兴趣。著名的圣加仑大学代表与 philoro Schweiz AG 合作编写了此报告⁵⁴。黄金投资仅次于房地产投资，领先于股票和基金投资，且在瑞士最受欢迎的投资形式中排名第二。几乎五分之一的瑞士人都认为他或她将在未来十二个月内购买黄金。

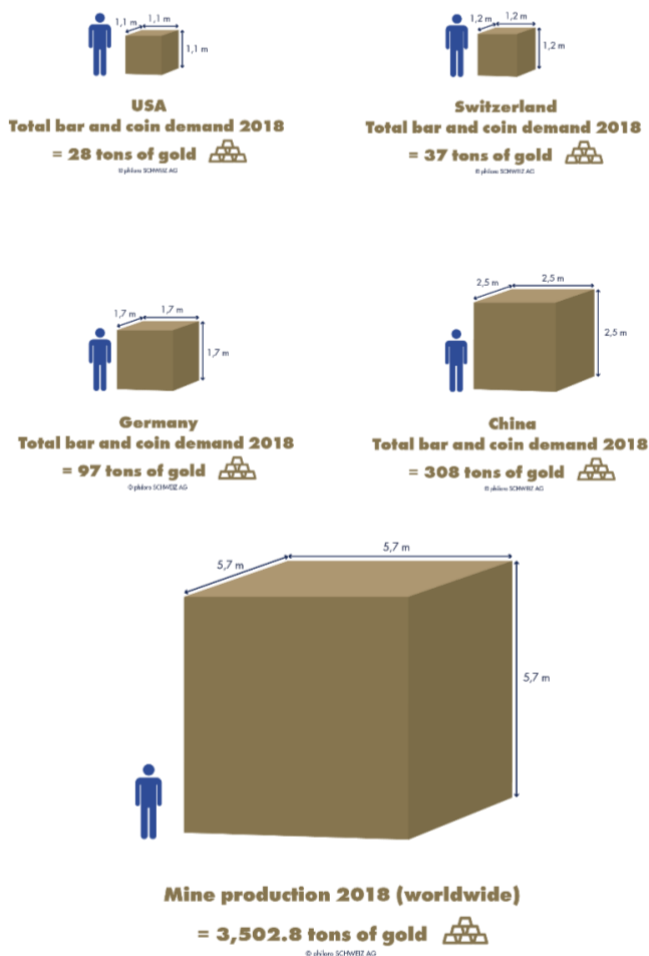
根据该报告的内容，投资者购买黄金的最重要的原因是将其作为长期投资，其次是出于其安全性、稳定性、资产积累，最后是考虑其回报。这表明典型的瑞士黄金投资者是趋于长期导向的，而不是专注于短期投机收益。调查报告结果中有趣的一点是关于人们更喜欢在哪里购买黄金。在所有年龄组中，投资者心中排名第一的是自己的开户银行；然而，年龄组之间的购买行为存在明显差异，投资者年龄越大，就越愿意选择开户银行，在年轻的投资者中（18至29岁）排名第二的是在线购买黄金，而在30至39岁的投资者中，拥有固定营业场所的贵金属经销商位居第二。

瑞士人对黄金的喜爱总结于下述图表中。瑞士私人投资者对黄金的需求超过美国，人均需求量明显高于德国或中国。

⁵³ 参见世界黄金协会2019年4月17日发布的《市场更新：欧洲ETPs创历史新高》（“Market Update: European ETPs reach record highs”, ）。

⁵⁴ 见 www.goldstudie.ch

2018 年美国，瑞士，德国，中国的黄金需求（单位：吨）和矿产量（单位：吨）



来源: University of St. Gallen, philoro SCHWEIZ AG

巴塞尔协议III的变化——没什么大不了的！

在 2019 年春季，国际清算银行（BIS）相关准则有关黄金风险权重规则的变化，作为巴塞尔协议 III 中银行业监管的一部分，引发了黄金圈内耸人听闻的报道。甚至有人说，黄金标准将通过后门重新引入。

然而，在仔细观察之后，这些变化看起来就不那么引人注目了，或者说几乎微不足道了。新标准明确规定，对于第三方持有的黄金或另一家银行分配后所得的黄金，即如果黄金由相应的黄金负债承担，则风险权重将会从 50% 降至 0%⁵⁵。

50% 的风险权重意味着只有 8 中的 50% 的最高股票资本存款，即只有 4% 的待评估金额必须作为权益资金的筹集。如果要评估的金额为 1,000 欧元，则必须预先将 40 欧元作为权益持有，根据新规则，这叫 0 欧元。权益又是普通股第 1 层、附

“我喜欢黄金，因为它是一种稳定剂；是一份保险单。”

Kevin O’Leary

⁵⁵ 巴塞尔银行监管委员会（BCBS）：“巴塞尔协议 III：危机过后的终极改革（Basel III: Finalising post-crisis reforms）”，2017 年 12 月。其中第 96 条中提到：“0% 风险权重将适用于（i）银行储存现金或在运现金；（ii）就金条资产以金条负债为后盾来看，在分配的基础上银行储存金条或另一家银行储存的金条。”

加第1层和第2层资本的复杂组合。这些标准仅涵盖银行的信用风险，即必须部分或全部注销负债的风险。该法规不涉及市场风险，即银行资产负债表因资产市场价格变化而面临的风险。当银行在没有相应对冲交易的情况下持有黄金时，这种市场风险尤为显著。

利用三种世界范围的观点作为轶事证据——投资需求将在黄金天平上取得平衡

与任何价格一样，黄金价格取决于市场参与者的估价。正如我们所看到的，黄金对冲信任危机的能力，直接取决于公众信任的程度。在早期的《In Gold We Trust 年度报告》中，我们分析了三组人，他们的世界观在总体经济状况评估中存在根本差异，通过对他们的分析，可以更好地评估市场参与者的期望，从而评估黄金价格的发展⁵⁶。我们经过与专业市场参与者（包括资产经理、基金经理和私人银行家）的无数次讨论，才总结出下列观点。

大致上，三组人的特征如下：

1) “信徒”：对现状高度信任的人

这组人对现状没有根本性的怀疑。他们认为，在全球金融危机之后实施的措施从根本上是正确且适合的。按照这种观点，即使经济愈合慢于预期，但经济是处于治愈过程中的。总而言之，经济这名“患者”正在走向康复之路。这种观点目前是相对普遍的。近年来，由这些人构成的投资组合中的黄金比例一直很低或为零。

2) “怀疑论者”：对经济复兴有初始的怀疑但还是选择信任现状的人

在这个阵营中，人们对过去十年采取的极端经济政策措施的可持续性怀有初始的、胆怯的不信任。在他们管理的投资组合中，他们基于务实原则来分配黄金。在全球金融危机之后的几年中，黄金大量累积，但与此同时，这些头寸持续减少并且经常被完全消除。由于盈利压力，近年来这些投资者越来越依赖于经典的“风险投资”投资项目，如股票、高收益债券等。

这组边际买家将在未来黄金价格的发展中发挥特别重要的作用。如果黄金趋势重新变得有趣的话，他们将毫不犹豫地进入黄金市场，特别是如果突破 1,360-1,380 美元的心理阻力区域时。

3) “批评者”：质疑现状可行性的人

该组内的投资者认为货币体系结构存在系统性错误；他们认为，近年来的大部分救援措施只解决了表面症状，而没有解决问题的根本。

该组的特点是非常喜欢投资黄金，并将黄金视为对抗经济、政治和社会信任受损的对冲投资。历史上，美国财政部持有的黄金价值在货币价值基础的 20%到 140% 之间波动。目前，该比例为 9%，很明显说明黄金价格被严重低估。

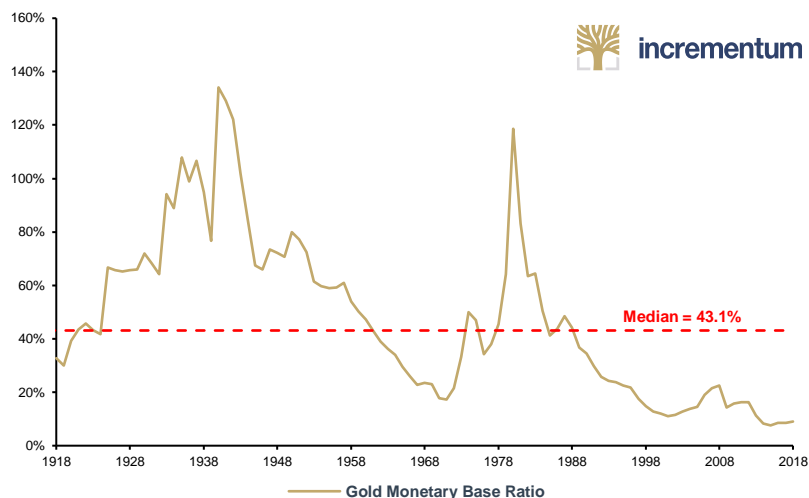
好吧，已经太晚了，总不能一夜之间将过去的事和盘托出。

“One”，U2

所有过往，皆为序章。
William Shakespeare

⁵⁶ 见“当前的局面（Where Things Stand）”，2016年《In Gold We Trust 年度报告》

1918年-2018年按市场价格/M0 计算的美国黄金储备



来源: 美联储圣路易斯分行, World Gold Council, Incrementum AG

“美元进一步走强是通货紧缩思维的关键支柱。这一支柱的崩溃将导致一种截然不同的投资环境。”

Louis Gave

这三组人群的规模与黄金价格的发展有关。一旦从对现状信心较高的群体（1+2）向对现状信心较低的群体（2+3）转变，黄金价格就会马上反弹。两组之间的这种转变可能会突然发生——尽管从第三组的观点来看这并不意外。这一转变将极大地增加对黄金的投资需求，同时也会增加对白银和矿业股票的投资需求。我们认为，投资需求将为黄金价格的进一步发展提供有利条件。

结论

股市、债券市场和房地产市场的牛市仍然没有疲乏迹象，这也阻碍了消费者价格和黄金价格的溢出效应。然而，中央银行（主要是东部地区的黄金购入，而且有些购买量很大）的大量黄金购入表明，这些机构并不真正信任看似永久的低通胀环境。各国（例如罗马尼亚、波兰、德国和荷兰）中央银行加速黄金回流的趋势也表明对盎格鲁-撒克逊国家金融中心的信任度在下降。

因此，黄金对于中央银行、私人投资者和机构投资者来说都不是一种野蛮时代的产物，即使后者仍在犹豫不决。

现状：结论

“任何人想要展望未来都必须回顾过去。”

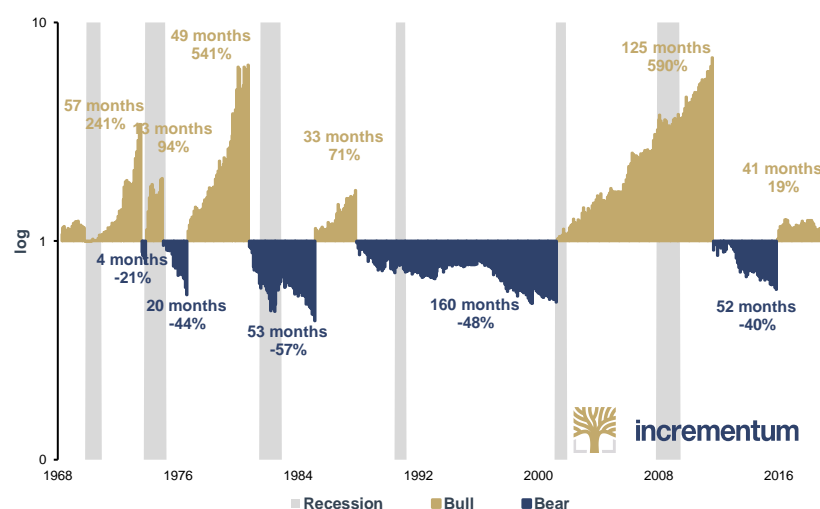
André Malraux

“黄金不能包治百病，而仅仅是一种逃离不受信的象征——象征着独立、可信的货币和长远性。”

Anthony Deden

我们仍然相信，我们正处于黄金新牛市的早期阶段。正如我们所解释的那样，我们普遍认为商品市场具有相当大的价格潜力。从绝对值和相对值来看，这些都被严重低估，特别是与股票市场相比。如果你看看过去50年的黄金牛市，你就会发现，即使在最疲软的上涨时期，黄金也能上涨71%。这使我们对未来市场感到乐观。

牛市和熊市中的黄金百分比 (log), 1968年4月-2019年5月



来源: Bloomberg, Incrementum AG

去年我们引用了我们同事阿德里安·戴的话：“人们对黄金期望过高！无论你身处何种情况，每个人都希望金价的表现比实际情况更好。但当你问到黄金目前的表现时，我认为它今年会表现得非常好。”⁵⁷

换句话说，黄金投资者不应陷入期望高价格的陷阱。纵观金融市场的现状可以发现，即使阻力自去年发布《In Gold We Trust 年度报告》以来有所减弱，但黄金仍然面临着相当大的阻力：

- (美国) 股票仍然是最受欢迎的资产类别，欢迎程度接近历史高点。
- 波动率仍处于相对较低水平。
- 在几乎每个国家，房地产交易处于或接近历史最高点，被认为是“无可替代”（又名“实实在在的黄金”）。
- 对金融体系和银行的信任度仍然相对较高。
- 相对较低的通货膨胀率
- 中央银行较之过往渐趋强硬。

⁵⁷ 见“人们对黄金的期望过高 (People expect too much from Gold - Adrian Day)”，Kitco News, 2017年9月18日

“好消息是我们知道接下来会发生什么。坏消息同也是我们知道接下来会发生什么。”

Russell Napier

“除非有啤酒和航空公司，否则就不一个真正的国家 - 如果你拥有足球队或一些核武器，可能会有所帮助，但任何国家都离不开啤酒。”

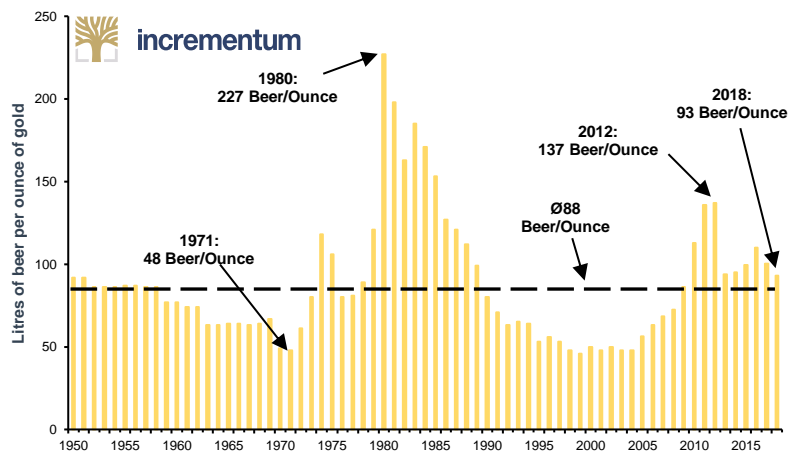
Frank Zappa

是什么让我们认为“逆风”减弱了？最重要的原因是经济数据恶化，美国停止加息，在秋季结束量化紧缩的可能，以及相关当局支持更宽松财政政策的坚定立场。**2018年第4季度的发展尤其证实了我们的评估。**长期的宏观经济和地缘政治因素为黄金提供了有利的“氛围”。

正如我们每年所做的那样，我们去了慕尼黑啤酒节，一份《In Gold We Trust 年度报告》如果没有 Gold/Wiesnbier（一种德国啤酒）比率，就像啤酒没了泡沫。那么，这个传说中的比率目前是什么水平？

在最近的一次慕尼黑啤酒节上，1升啤酒的价格高达 11.50 欧元。1950 年，热爱啤酒的游客仅需 0.82 欧元就可以来此畅饮，自 1950 年以来，十月节庆啤酒（Oktoberfestbier）的年平均通货膨胀率已经达到 4.0%。那么今年需要多少升 Oktoberfestbier 才能获得一盎司黄金？目前一盎司黄金可以购买 93 升的 Oktoberfestbier。以 88 升的历史平均值衡量，黄金的“啤酒购买力”高于长期平均水平。

Gold/Wiesnbier 比率, 1960 年-2018 年



来源: Historical archive Spaten-Löwenbräu, statista.de, Incrementum AG

“啤酒能让你找到没有啤酒时才有的感觉。”

Henry Lawson

然而，我们距离 1980 年每盎司黄金购买 227 升的历史高位还有很长的路要走。我们认为不可能再次达到这一高点。至于是否打算用黄金去慕尼黑啤酒节消费一把，就要看你们自己了，看来黄金的购买力提升可能导致（酒精引起的）头痛，这并不是活动组织者的本意。

MUX

MARKET LIQUIDITY, LEVERAGE TO GOLD, SILVER & COPPER

Rob McEwen, Chief Owner

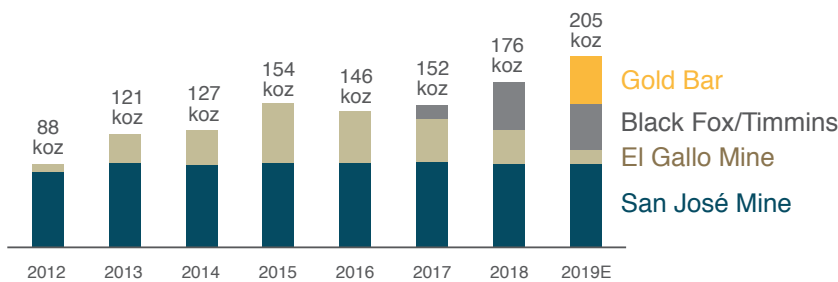
Invested \$164 M
 Owns 22% MUX
 Salary \$1 / year
 No Bonus, No Options

MUX Growing in 2 of the World's Great Gold Districts

1. Exploring & Producing - Cortez Trend, Nevada
2. Exploring & Producing - Timmins, Canada
3. Producing & Extending Mine Life - Mexico
4. Big Copper Optionality - Gold Equivalent
5. Continuing - High-Grade Production



ANNUAL PRODUCTION GOLD EQUIVALENT OZ¹



CORPORATE RESOURCE & RESERVE²

	Resources		Reserves
	Measured & Indicated	Inferred	Proven & Probable
GOLD	7.5 Moz	5.8 Moz	740 koz
SILVER	111 Moz	151 Moz	9 Moz
COPPER	10.2 B lbs	19.3 B lbs	

¹Gold / silver ratio 75:1. 2019 based on internal estimates

²For complete reserves and resources table, visit www.mcewenmining.com/Operations/Reserves-and-Resources/default.aspx

技术面分析

“耐心和时间是最强大的两位勇士。”

Leo Tolstoy

核心要点

- 黄金投资者的情绪在冷淡、苦恼、悲观以及小乐观之间持续徘徊。
- 从目前技术面、季节性以及持仓报告（COT）的角度来看，几周之内投资者将不出意料的进入冷静观望的阶段。但是，在明显的买入意愿持续高涨的情况下，我们预期不会出现深度调整。
- 点石成金模型：自 5 月 20 日以来，黄金一直处于“看跌模式”，耐心等待直到夏季低位似乎更加明智。如果 1,360 美元的阻力位最终被攻破，2020 年春季前金价将达到目标价 1,500 美元。
- 我们认为，黄金价格正处于从积累阶段向参与阶段过渡，投资者的需求是核心驱动因素，1,360 点突破卢比孔技术关口（The Technical Rubicon Level）将提振机构投资者的意愿。

技术面分析

Jim Grant: “我在工作中曾接触过 20 世纪之交最伟大的投机商 Bernard Baruch, 引用他的一句话 ‘要打破持续看跌的思维’, 价格走势不正是如此吗?”

Bill Fleckenstein: “是的, 没错, 我认为市场的波动性很大, 需要打破间歇性悲观思维, 还有那些矿主, 他们已经如此消沉。随波逐流的人永远不能实现超越, 特立独行的人方能找到世外桃源。”

Jim Grant and Bill Fleckenstein⁵⁸

今年同样地, 我们会针对黄金市场的技术面现状以短评的形式对宏观经济、地缘政治以及基本面的综合分析进行补充。

成功的投资会在未来赢得所有人的信服!

Jim Grant

去年我们给出的观点是: “对市场结构、情绪以及价格形态的分析有利于技术面的评估, 预期的调整动作将在未来市场中发生, 尽管在 1280 美元的支撑下最终“洗牌”似乎并非完全不可能, 但这仍将会为远期的价格上涨提供支撑。”

事实证明, 该评估的大部分内容都是准确的, 最终的“洗牌”超出预期, 最终在 8 月 16 日达到恐慌低点, 自此开始, 金价从 1160 美元一路上涨到 1340 美元。

基础越牢固, 上升空间越大!

如何对当前金价的技术面进行评估? 我们还是使用值得信赖的趋势指数——科波克曲线 (Coppock curve) 来指导我们的长期观察⁵⁹。买入的信号会出现在指数位于零坐标线以下的时候, 即: 假设斜率为正, 该指数的优势在于可以对大趋势的变化进行精确的定位, 它从 2015 年末就一直释放买入信号, 而且从那时起就一直持续上扬。自 2016 年初开始, 平滑异同平均线 (MACD) 也出现买入信号, 并且缓慢攀升。

⁵⁸ “货币障碍诊断 (Diagnosing Monetary Disorder)”, Real Vision interview 专访 Bill Fleckenstein 和 Jim Grant, 2018 年 1 月 29 日

⁵⁹ 具体来说, 这是两条时间加权动量曲线, 它们加在一起, 其长期移动平均线代表 Coppock 线。我们使用稍微修改过的铜, 具有稍微长的周期。

2011年以来的金价、科波克指数以及平滑异同平均线(MACD) (月度)



来源: Investing.com, Incrementum AG

耐心就是力量。这并不是无所作为，而是把握时机，待时而动，顺势而为。

Fulton J. Sheen

下面的图表清楚地显示，自2011年以来，金价从280美元到1920美元的冲动性上涨就已经得到修正。作为修正过程的一部分，一个令人印象深刻的“肩-头-肩”反转自2013年形成，这彻底地瓦解了上行趋势。但目前，金价已在1,360-1,400美元阻力位的颈线几次下跌，如果金价突破这一阻力区间，根据从“头部”到肩线的距离计算，下一个目标价位将接近1800美元。

金价 (200天变化均势)：肩-头-肩形态



来源: Investing.com, Incrementum AG

如果太显而易见，那它显而易见是错的。

Joseph Granville

至于大家都在关心的市场情绪，我们只能搬出去年的说法，市场对金价的情绪在冷淡、苦恼、悲观以及小乐观之间持续徘徊。据彭博社的一项调研，分析师的共识中依然没有很明确的主张。市场预期到 2022 年金价将小幅上升到 1381 美元，然而，如此长的横向整理状态似乎极其少见——了解市场行为的人应该知晓这一点。不过，还需提到的是，30 位分析师都不认为远期内金价会掉到 1000 美元以下，从反周期的角度来看，这是非常令人担忧的。另一方面，只有一位分析师预期金价在远期内会突破 2000 美元，他就是说那句话的人——Joseph Granville。

彭博社 (Bloomberg)：分析师对金银价的走势共识：2019 年第二季度至 2022 年

	Sent.	Spot	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	2019	2020	2021	2022
1) Gold \$/t oz		1281	1284	1291	1299	1310	1297	1322	1353	1381
Forecast (Median)			1300	1325	1345	1350	1315	1367	1324	1328
Diff (Median - Curr)			+16	+34	+46	+40	+18	+45	-29	-53
2) Silver \$/t oz		14.84	14.91	14.99	15.13	15.24	15.15	15.42	15.88	16.31
Forecast (Median)			15.66	16.00	16.73	16.76	15.95	17.10	16.75	18.60
Diff (Median - Curr)			+0.74	+1.01	+1.60	+1.52	+0.80	+1.68	+0.87	+2.29

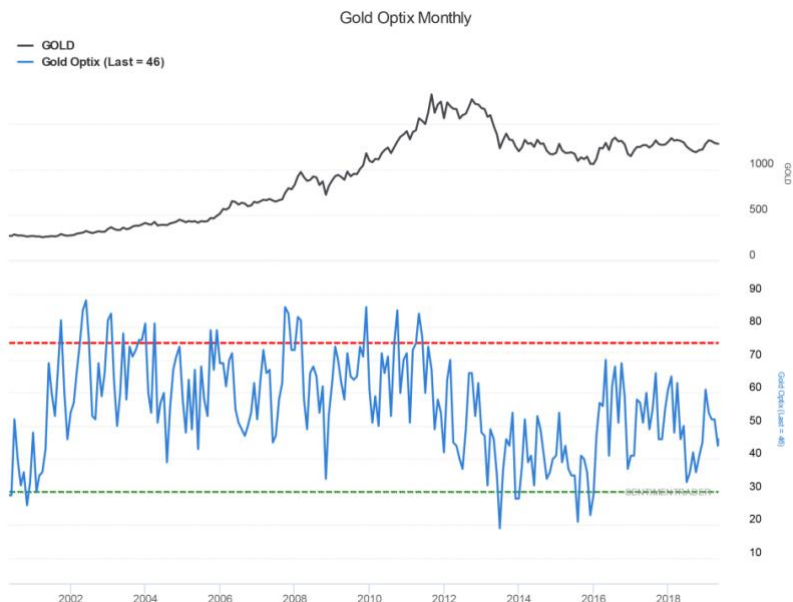
来源: Bloomberg

我们忘了市场是一个绝妙的施虐狂，他总是乐于以各种方式来折磨我们。

Barton Biggs

正如大家所知，我们最青睐的情绪指标之一就是 Sentimentrader^[86] 的积极情绪指数 (Optix Index)，它将最突出的情绪调研结果与期货和期权市场的头寸数据进行整合。这一情绪指标背后的逻辑非常简单：如果公众舆论形成了强有力的共识，这种广泛的共识就是一个很好的反指标，当价格已经强劲上涨时，市场通常看多；当价格已经下跌时，市场通常看空。如果积极情绪指数 (Optix) 高于红色虚线即 75 点，则需要特别小心，但如果该指数低于或等于 30 点，悲观情绪就会很明显，但下行风险是有限的。目前，积极情绪指数 (Optix) 为 46 点，处于中等水平。

2000 年以来金价以及积极情绪指数指标



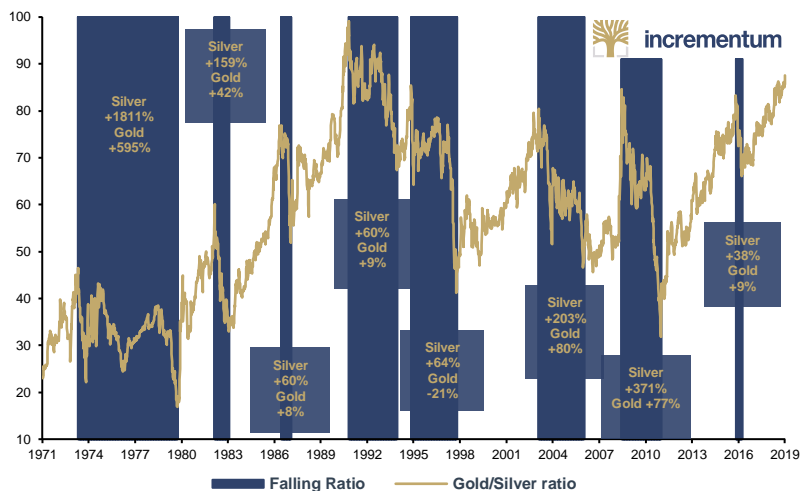
来源: Sentimentrader.com

“宁早三小时，不迟一分钟。”

William Shakespeare

银价也可以作为金价的情绪指标，白银的强劲牛市通常只发生在金价上行的过程中，因为投资者需要寻求更高的杠杆率，最终买入矿业股或白银。由于金价走势仍然曲折，银价可能要等到金价下一次突破时才会走强，并相对于金价走强。88 的金银价比清楚地表明，贵金属市场的情绪目前处于谷底。

1971年1月至2019年5月金银价比

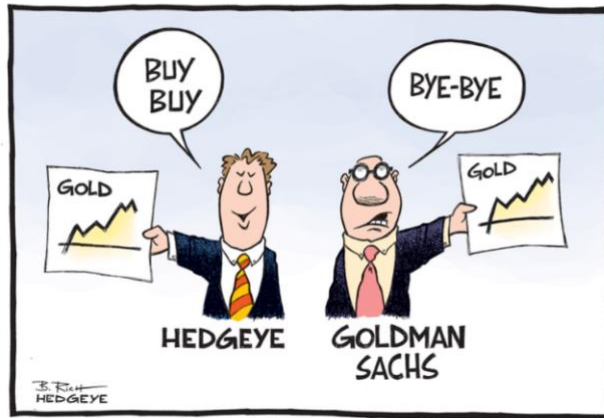


来源: GoldSilver.com, Mike Maloney, Bloomberg, Incrementum AG

“别人忍痛割肉，你加仓；别人疯狂买进，你全身而退。这需要强大的毅力，也会得到丰厚的回报。”

John Templeton

从上图可以看出，G/S 比值随着时间的推移会有较大的波动，1980年前后，我们可以看到比率为 16 的低点，而在 1991 年，这一比值几乎达到了 100。目前，这一比值似乎想要试探 2008 年以来的高点，即 87 左右，在这种历史上极端的相对估值水平上，价格下跌的风险似乎是有限的，然而白银仍依赖于黄金的价格走势，中期看多势头似乎不太可能。如果我们关于通胀趋势不断变化的基本假设被证明是正确的，那么白银可能是未来几年从通胀上升中获利的最佳投资机会之一。



由 Hedgeye 提供

去年，我们在 Seasonax 同事的大力帮助下，全面分析了黄金、白银和矿业股的季节模型，今年我们来简单浏览一下该季节模型⁶⁰。下面的图表显示了大选前几年黄金的年度走势，可以看出，季节性推动力在下半年尤为显著，但在此之前，价格在夏季触底。

⁶⁰ “技术面分析”，2018 年《In Gold We Trust 年度报告》。

大选前金价的季节特征



来源: Seasonax.com

结论

“绝佳的机遇不会每年都有。”

Charles Dow

”公众总是在错误的时间进行错误的操作。”

Charles Dow

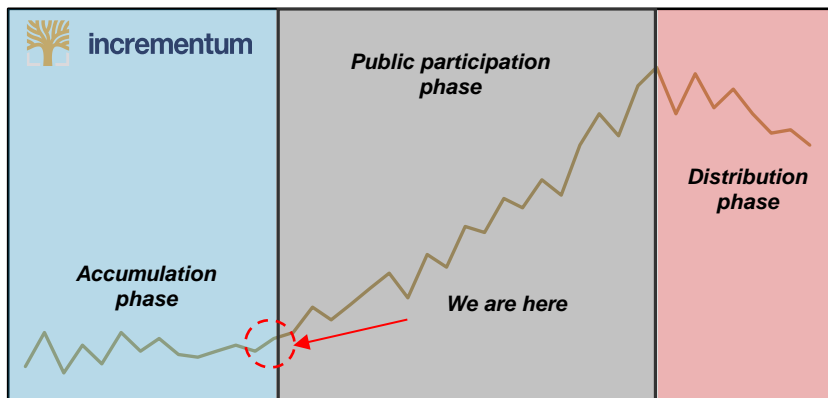
技术面分析当然不是一门精密的科学，而是一种决定投资方向和时间的实用工具。对我们来说，不仅要宏观和基本面去解读“大局”，还要从技术面的角度去解读。一个非常有用的理论（同时也是技术面分析的基础）是三个趋势阶段的细分，它是基于“技术面分析教父” Charles Dow 的理论体系构建的，**Charles Dow 将每种趋势分成三个阶段：**

1) 积累阶段：在第一阶段，消息最灵通、最精明、最善于逆向投资的投资者会买入，如果在这之前是下行趋势，那么聪明的投资者会在这里看到市场已经消化了“坏消息”；

2) 涌入阶段：价格开始缓慢上涨，跟风者此时表现出入场兴趣，一时风声水起。评论员、媒体等都在大肆渲染乐观情绪。投机收益和交易量逐步上升，新产品陆续推出，分析师的目标价格也被抬高；

3) 分布阶段：在最后的狂热阶段，从低点附近积累起来的知情投资者群体开始减持。在提高目标股价方面，媒体和分析师的表现都优于对方，市场环境的情绪特征变为“这次的情况会有所不同”[可以参见 2017 年底的比特币、2008 年的石油以及目前的五大科技股（FAANG stocks）或独角兽股]

Charles Dow 的理论体系的三个阶段



来源: Incrementum AG

投资者相对低迷的情绪以及分析师对价格不再抱有幻想为金价在去年夏季最后一轮牛市结束后的继续上行奠定了良好的基础，这也验证了我们的预期，即金价仍处于累积阶段。

“黄金市场有时就像一场综合格斗（MMA），已然倒地，看上去已相当无助，却还是不断受到不必要的攻击。”

Brien Lundin

从目前的**市场情绪、季节性和交易商持仓报告 (CoT)**来看，我们不会对“降温”阶段持续数周感到惊讶。不过，我们预计下行压力不会很大，因为购买意愿似乎依然高涨的入场者一直在观望，这会最终导致“逢低买进”，此外，在大选年前尤其显著的积极季节性应该会在下半年起推动作用。就这些方面来说，从技术角度看，市场似乎具有构成新牛市的良好条件，我们认为，黄金价格正从积累阶段向涌入阶段过渡，突破 1,360-1,380 美元的阻力位后，可能会提升机构投资者的兴趣。

A NEW PARADIGM IN GOLD EXPLORATION AND INVESTING

Novo's focus is to explore and develop gold projects in the Pilbara region of Western Australia. Novo has amassed a significant land package covering approximately 12,000 km².



For more information, contact:

Leo Karabelas

VP Corporate Communications

E-mail: leo@novoresources.com

Tel: 1-(416)-543-3120



黄金将何去何从？

“纵观历史，法定货币最终都100%沦陷；而5000年来，黄金都100%安然无恙。”

Simon Mikhailovich

核心要点

- 在诸多领域，信任的流失都对黄金有利，目前这些多重信任危机还未结束。
- 黄金不久前又重新确定了自己完美对冲股市下跌（2018年第四季度）的地位。
- 一旦经济衰退在即，预期货币政策将转向降息、量化宽松、负利率和宽松财政政策(MMT)，这将提振金价。
- 中美之间的政治和经济紧张局势正在加剧，加之其他不确定因素，如伊朗形式的恶化，都将对金价起到支撑作用。
- 一旦金价突破1360美元-1380美元附近的阻力，中期金价有望达到1800美元。

“信任是经济正常运行的核心”

Stephen Covey

今年《In Gold We Trust 年度报告》的主题是当今社会对信任的侵蚀，由于信任是人类生存的基本要求，社会中可信任程度的降低即使不会造成全面的影响，也通常会影响到社会、政治和经济生活的诸多方面，那些不再信任邻居或国家的人很难为人类社会做出积极的贡献。那么我们在哪些方面可以看到信任的严重侵蚀？

自明社会和政治现状中的信任侵蚀

我们称之为“解读特权”的争论，在媒体上已经持续了一段时间：谁是真正可靠的，谁来定义什么是“假新闻”？因此，许多西方国家对传统媒体的信任度正在迅速下滑。

“当标准得到尊重，其他美德，诸如正直、诚实、同情、善良和信任也会被发扬光大。”

Raja Krishnamoorthi

另一方面，由于技术革命使得每个人都可以在 YouTube、Twitter、Telegram 或 Blog 上开设自己的新闻渠道，几十年来不能撼动的媒体机构突然面临着意想不到的竞争，有时甚至是激烈的破坏性的竞争。和每一项革命性的创新一样，对于新参与者来说，“麦粒”与“谷壳”的分离以及一种新的社会认可结构的形成，都需要一段时间。

造成这种信任流失的一个必要因素——实际上是根源之一——是社会日益严重的两极分化。民粹主义运动从根本上质疑战后政治体系自明的地位，新的政党和政治运动正在涌现，几十年来被视为政治进程关键部分的政党和政策似乎都正在消亡。

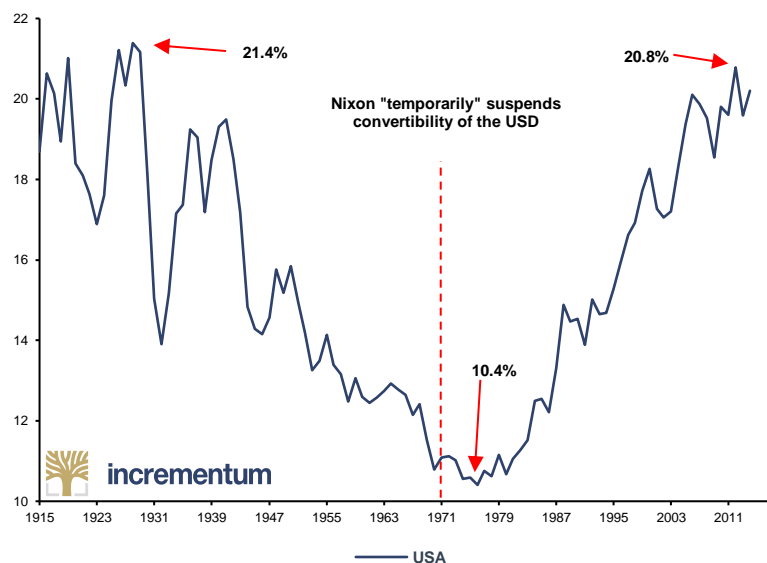
“以我对税收的认知，只有一种税最受欢迎，那就是事不关己的税。”

Sir Thomas White

当前许多社会和政治争议的核心是收入和财富的日益分化，公众言论完全忽略了这样一个事实，即这种不平等是由当前货币体系通过所谓的坎蒂隆效应 (Cantillon effect)⁶¹ 大规模助长的。在我们看来，这种效应将越来越考验社会凝聚力。

⁶¹ 参见 2013 年《In Gold We Trust 年度报告》的“在当前宏观经济背景下的黄金 (Gold in the Context of the Current Macroeconomic Backdrop)”章节

1915年至2016年，最富有1%人群的收入份额百分比



来源: Ourworldindata.com, Incrementum AG

现存地缘政治现状中的信任侵蚀

“特朗普政府越来越多地将美元——以及获得美元清算和资金的渠道——用作地缘政治武器，这有可能招致报复，甚至可能危及以美元为基础的全球货币体系的未来。”

William White

“回顾过去历代帝国的兴衰变迁，我们可以预见未来的趋势。”

Marcus Aurelius

“自由贸易是上帝的外交手段。在和平的枷锁中，没有其他某种方式可以把人民团结起来。”

Richard Cobden

我们还没有达到 Francis Fukuyama 在上世纪 90 年代初宣称的“历史终结”的时刻；但毫无疑问，世界正在我们眼前进行根本性的重构。随着中国的崛起，一个在经济和军事上都充满自信的国家出现在国际舞台上，准备把自己从配角升级为主角。美国现任政府已将中国列为直接挑战者，并越来越倾向于战略对抗，在 2019 年 4 月 25 日由“当前威胁——中国 (Present Danger: China,)”委员会组织的一次会议上，特朗普总统的前首席战略官 Stephen Bannon 曾公开谴责中国：“他们与西方国家打了 20 年的经济战”⁶²。当前，全球最大和第二大经济体之间不断升级的贸易战显示出双方的立场实际都很强硬，2018 年 10 月 4 日，美国副总统 Mike Pence 在哈德逊研究所 (Hudson Institute) 发表演讲，阐述了美国政府的对华新战略，这篇演讲听起来就像是在宣告另一场冷战⁶³。

中国在全球黄金市场上的影响力也日益提升，我们相信，中国的参与不会是昙花一现，而是将持续对中国经济的供需双方产生深远影响，原因很简单，中国对黄金的需求规模不容小觑。

在与另一个长期对手伊朗的对抗中，美国再次加大了压力，在 2018 年美国退出多边核协议之后，美国现在正在增加其在中东的军事力量。如果紧张局势升级，油价可能很快就会超过 100 美元大关；而且，无法想象该地区爆发公开冲突对油价意味着什么。该地区仍然是国际危机的一个重要诱因，即使在上世纪 70 年代，中东地缘政治的不确定性最终也是导致上世纪 60 年代货币通胀升级为价格通胀的催化剂，这个局面很有可能再度重现。

⁶² 详见 Stephen K. Bannon 在 CPDC 会议上的演讲，2019 年 4 月 25 日

⁶³ 见“美国政府对中国的政策 (The Administration's Policy Towards China)”，美国副总统 Mike Pence 在哈德逊研究所的讲话，2018 年 10 月 4 日

而且在其他地区，长期存在的政治现状也即将结束。伴随着英国脱欧的进程，欧盟的实力在其历史上首次出现萎缩的局面，英国不仅是欧盟第二大经济体，也是欧盟利益的净输出国，与欧盟南部国家(包括法国)相比，英国还是一个经济自由的国家，因此，欧盟的面貌将发生巨大的变化。目前，欧盟似乎被自家琐事所拖累，尽管做出了种种努力，但在地缘政治事件中仍没有任何影响力。

传统货币体系的信任侵蚀

“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全球唯一储备货币的可信度。他们正在破坏人们对它的信任……他们正在自掘坟墓。”

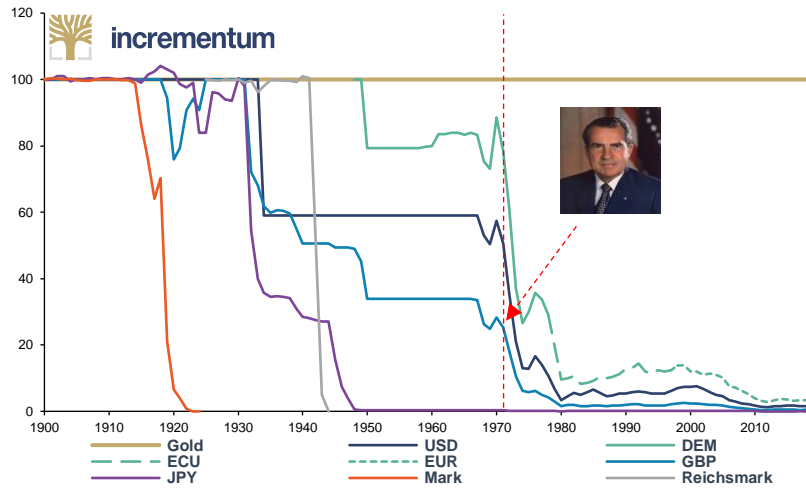
Vladimir Putin

地缘政治变化的另一个后果是，人们对原有货币体系的信任正在被侵蚀，全球范围内宣称欲脱离美元以其他货币代替现有全球储备货币的进程仍在继续。目前货币霸权的最大优势在于仍然没有来自其他政府法定货币的有力竞争，然而，全球储备货币失去的信托资本越多，暂且搁置的基本价值再次被视为货币体系基础的可能性就越大。各国央行对保值手段的诉求直接带来了黄金购买量的增加和各国央行黄金回流，这意味着黄金在全球货币秩序中的复苏。

接下来的这个图表显示在极端情况下人们对纸币信任程度的下降趋势。当纸币在人们眼中不再可信时，它们会一文不值，正如“恶性通货膨胀”⁶⁴特邀章节中详细描述的那样。

⁶⁴ 详见“完整版”

1900 年至 2018 年货币相对黄金价值 (1900=100)



来源: World Gold Council, Harold Marcuse, UC Santa Barbara, Incrementum AG

黄金可以对冲信任侵蚀

“不再有经济周期，只有信用周期。”

Peter Boockvar

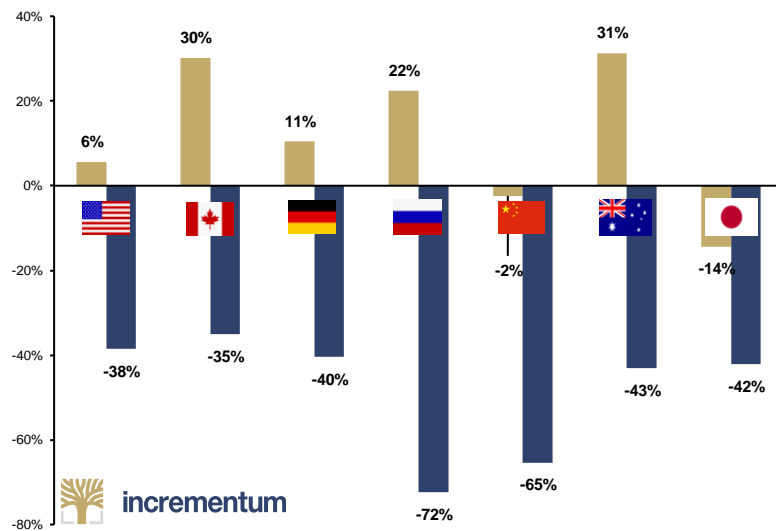
纵观历史，直至今日，黄金都被证明是对冲深度信任危机的极佳投资组合。正如我们广泛分析的那样，这种作为投资组合对冲的特征在 2018 年第四季度再次得到了证明，当时全球股市大幅下跌，但金价上涨了 8%，矿业股更是上涨了 17%，涨幅波动令人印象深刻。在 2008 年这一经济危机之年，黄金的对冲功能更加显露无疑。

2008 年本国货币计价黄金的年度表现 VS 国内股市表现 (百分比)

来源: goldprice.org, Yahoo.finance, BGMI Bullion, Incrementum AG

“在市场中，没有什么比持久平静的假象更阴险的了。”

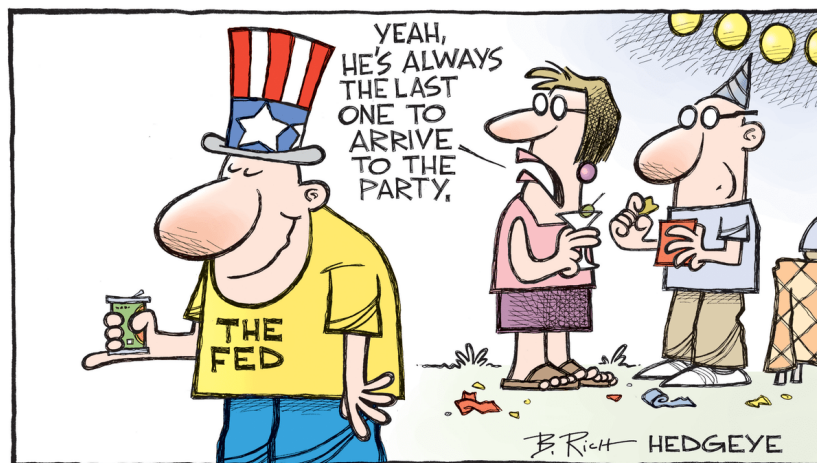
Claudio Borio,
国际清算银行首席经济学家



然而，黄金仍然不被主流所信任的情势，从以下媒体鲜有报道黄金利好的表现就可以看出：

- 在 2018 年期间，黄金相对于多数股指的优越表现，给人留下了这样一种印象，即使以欧元和大多数其他货币计价的黄金的绝对值升值来看，黄金仍是最好的投资支撑，以美元和日元计价的黄金的表现明显好于各自的股指。
- 以加元、澳元计价的黄金和全球黄金价格一样达到或接近高点。

- 自从引入欧元作为账面货币以来，黄金价格上涨了 356%，年涨幅 7.8%。



(图解：没错，每次聚会，他总是最后一个出现。)

由 Hedgeye 提供

“市场和气候一样风云变换。”

Benoit Mandelbrot

“你还什么都没看到，宝贝，你只是还没看到，什么都没看到，有件事你永远不会忘记，宝贝，你只是还没看到，什么都没看到。”

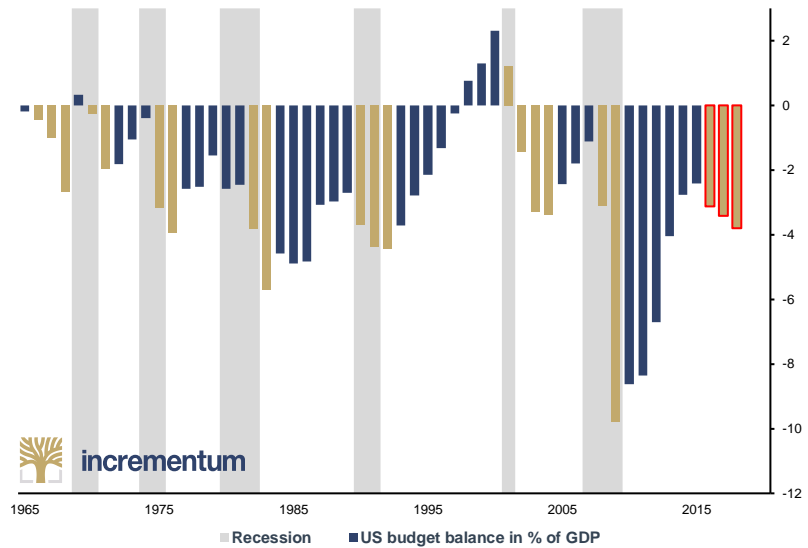
出自 Bachman-Turner Overdrive 乐队的歌曲 “You Ain’t Seen Nothing Yet”

经济和货币现状为以美元计价黄金以及以其他货币计价黄金的上行趋势的持续回归提供了充分的理由：

- 对经济的担忧正在加剧，这可能会在股市牛市期间大幅降低黄金投资的机会成本。在“投资组合特征”一章⁶⁵中，我们对经济衰退的不同阶段进行了分析，结果表明，在前几次衰退的第 1-3 个阶段，黄金能够很好地弥补股价的损失。
 - 高负债、经济的僵化，以及从历史上来看仍然非常宽松的货币政策，都降低了债券作为多元化投资工具的潜力。因此，黄金似乎仍是未来投资组合中不可或缺的一部分。
 - 目前的债务水平阻止了央行进一步大幅加息，美联储(The Federal Reserve)至少可以通过下调目前 2.25%-2.50% 的目标利率区间来应对不断恶化的经济形势，而欧洲央行没有这个核心货币政策工具可供使用。因此，未来有望出台量化宽松政策，这对黄金而言是利好环境。负利率的实施，特别是如果能覆盖持有现金和商业银行中普通大众的账户，也将对金价带来支撑。
 - 美联储以及其他央行所背负的政治压力将继续增加，尤其是由于政治上的两极化，诸如现代货币理论 (MMT) 之类的观点将持续被纳入央行的考虑范围，因此，在大多数国家已经受限的财政纪律可能会被进一步削弱。用于债务融资的货币垄断越发肆意妄为，传统货币的信任度就会越低。
- 尽管税收收入创历史新高，美国预算赤字在 2018 财年却再次扩大，这是前所未有的。除经济衰退期，我们从未见过连续三年的年度赤字增长。

⁶⁵ 详见“完整版”

1965年至2018年美国预算赤字占GDP百分比（灰色区域为美国经济衰退期）



来源: Gavekal, 美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

我们的专业团队还得出如下重要发现:

- **黄金和区块链技术:** 两者之间的关联不是一时的心血来潮，而是亲密无间的关系。与任何关系一样，在巩固伙伴关系之前，仍然有一些问题需要解决，然而，我们相信两者的结合是可行的。
- **金矿股:** 在该行业经历了数年的创造性突破之后，多数公司现在都有牢固的根基，最近的并购浪潮更是强化了我们乐观的基础评估，从反周期的角度来看，可能没有几个行业能如此利好。在投资过程中，我们目前专注于高水准的生产商和中间层，如果金银比率下降，银矿商可能也会被重新列入观察名单。
- **技术面分析:** 市场的技术结构看起来主要是积极的一面，金价能否突破 1,360-1,380 美元的阻力位将是决定性因素。
- **技术创新:** 人工智能、无人机和数字化等创新并未绕过黄金行业；他们正在进行一场革命，这一过程还远未完成，对现有项目和新项目都是一项重大挑战。然而，黄金行业已经表明，它能够应对这些挑战并从中获利。
- **“绿色”黄金:** 黄金是一种“绿色”商品，因为它具有极高的回收率。当然，工作条件往往可以得到改善并推进污染减排（这类问题存在于各行各业）。为了改善这种状况，《企业可持续发展报告》在黄金领域获得了立足点，不再停留于表面功夫。。

“局外人正在进行下一次复兴，那些为了个人利益、金融、政治和经济本真性而战的人正在逃离战场，转而奔向了享乐主义、虚无主义、宿命论、受害者论、依赖性、经济自由午餐主义和政治捷径。”

Russell Lamberti

“我最乐见未来。”

Salvador Dali

黄金将何去何从？

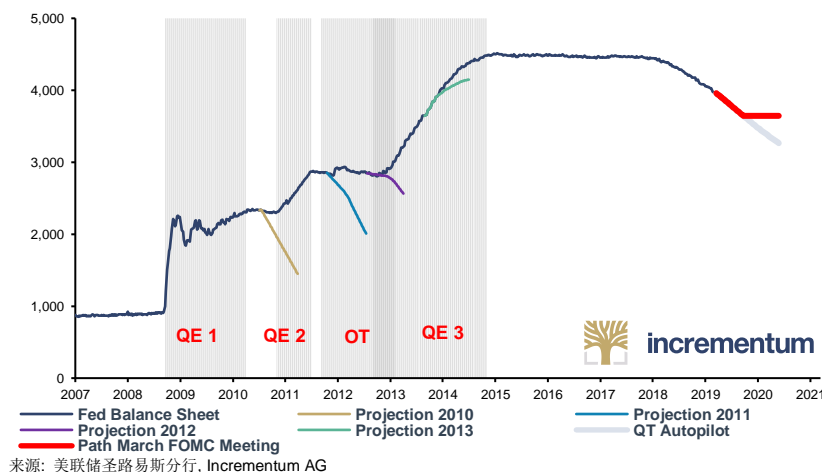
两年前，我们为黄金价格走势设计了几种脚本猜想，这些脚本猜想与国内生产总值(GDP)增长动态和美国货币政策的进一步走向一致。我们采用美国现任政府的任期(2017-2020)作为时间线，同时假设这段时间已实现货币正常化。

Term period dominated by	Growth	Monetary normalization	Gold price in USD
Scenario A: Genuine boom	Real growth > 3% p.a.	Success; Real interest rates >1.5%	700-1,000
Scenario B: Muddling through	Growth & inflation 1.5-3% p.a.	Still not fully successful	1,000-1,400
Scenario C: Inflationary boom	Growth & inflation > 3% p.a.	Still not fully successful	1,400-2,300
Scenario D: Adverse scenario	Stagnation / contraction <1.5%	Stoppage & reversal of monetary policy	1,800-5,000

来源: Incrementum AG

猜想 B 仍然是我们当前所处的阶段，尽管美国经济在 2018 年第四季度遭遇了一系列的考验，但是市场对美国作为全球经济火车头的信心仍存，去年末的暴跌情形也再次提醒了我们市场情绪的变化之快。但现在的**关键在于：货币正常化是否已经失败？**

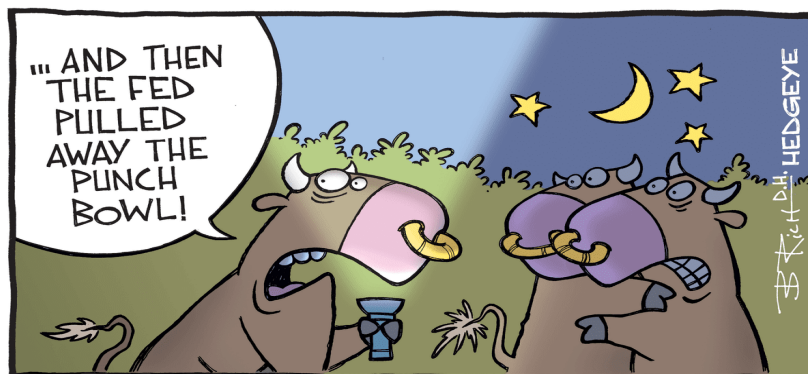
2007 年 1 月至 2021 年（预测）FED 资产负债表的轨迹（单位：10 亿美元）



来源: 美联储圣路易斯分行, Incrementum AG

“你需要一艘大船。”
Jaws

我们选择坚持我们的评估结论，即社会环境、经济动态和公众分歧的进程表明，美联储将在 2020 年 11 月下届总统选举之前，启动货币政策转向。这一逆转，或许只是一个声明，但它很有可能是促使金价突破 1,360-1,380 美元重要心理阻力位的导火索，如果突破这一关口，金价突破 1800 美元将指日可待。



(图解：美联储撤走了“宾治盆”！)

“努力干活，善于运用常识，敢于相信自己的直觉。”
Fred L. Turner

一直在提示，一直在暗示，你也应该有预感，但是我们已经给了你足够时间。
“Coma”，枪炮玫瑰乐队

结论

从过去 12 个月的经济表现中我们可以看到，看似坚不可摧的经济上行势头已开始出现**严重裂痕**，在低利率、信贷及货币不断扩张等因素的推动下，全球范围的繁荣如今已经深陷泥潭，繁荣转向萧条的可能性很高，至少大大高于主流的预期。

不断发展的政治、社会、经济和技术变革的力量是巨大的，在诸多前沿领域，人们对现有秩序的信心正在崩溃，而新秩序还没有获得足够的信任来发挥稳定作用，这一趋势将在未来几年加剧。此外，**股票、债券和房地产市场的泡沫——“万物皆泡沫”——以及过度负债的腐蚀性进程日益加剧了市场的脆弱性。**

我们预计，未来几年市场将出现重大动荡并对金价产生巨大影响。多年来，我们一直密切关注着市场情况，未来，我们仍将持续关注这些事件，对它们进行详细的剖析并定期给出我们的评论报告。

这正是为什么我们在这个信任被严重侵蚀的时代仍然会说：

In Gold We Trust（我们相信黄金）！



FRA 1XMA
 OTCQB XXMMF
 TSXv XIM

推动贵金属资产发展

不列颠哥伦比亚省
 加拿大

主要资产

*布雷特浅成热液金矿项目



*肯维尔金矿



期权合作伙伴

*珍宝山银矿项目



NEW DESTINY MINING CORP TSX-V NED

*落金金矿项目



GGX GOLD TSX.v GGX | OTCQB GGXXF | FRA 3SR2

邓斯米尔街888号 / 888室
 温哥华 卑诗省 / 加拿大 V6C 3K4

XimenMiningCorp.com

关于我们

Ronald-Peter Stoeferle



特许市场技术分析师 (CMT)

Ronnie 是 Incrementum AG 公司的管理合伙人，负责组合投资研究与管理。

他曾在美国以及维也纳经济与工商管理大学学习工商管理 and 金融专业，在此期间收获了银行交易平台的工作经验。毕业后，他进入了 Erste Group 的研究部工作，并于 2007 年首次发布《In Gold We Trust 年度报告》。多年来，《In Gold We Trust 年度报告》已经成为黄金、货币和通货膨胀领域的基准出版物之一。

自 2013 年起，他在维也纳出任学者，并在维也纳证券交易所学院 (Wiener Borse Akademie) 发表演讲。2014 年，他与 Mark Valek 合著出版了全球畅销书《奥地利投资者学校》(Austrian School for Investors)，并于 2019 年合著了《零利率陷阱》(Die Nullzinsfalle)。此外，他还兼任不列颠哥伦比亚省金三角地区著名开采公司 Tudor Gold Corp. (TUD) 的顾问。

Mark J. Valek



特许另类投资分析师 (CAIA)

Mark 是 Incrementum AG 合伙人之一，负责组合投资管理与研究。

在其全职工作期间，Mark 在维也纳工商管理大学学习工商管理，自 1999 年以来一直在金融市场和资产管理领域工作。在 Incrementum AG 成立之前，他在 Raiffeisen Capital Management 效力 10 年，最近在通胀保护和另类投资领域担任基金经理。他的首次创业经历是作为联合创始人创办了 philoro Edelmetalle GmbH 的。

自 2013 年起，Mark 在维也纳出任学者，并在维也纳证券交易所学院 (Wiener Borse Akademie) 发表演讲。2014 年与 Ronnie 合著《奥地利投资者学校》一书。

Incrementum AG



Incrementum AG 是一家总部位于列支敦士登的独立投资与资产管理公司。独立和自力更生是公司的座右铭，这也是四位管理合伙人拥有这家公司 100% 股份的原因。在成立 Incrementum 之前，我们都曾在法兰克福、马德里、多伦多、日内瓦、苏黎世和维也纳等地的投资和金融业工作多年。

我们非常关注近年来的经济发展趋势，特别是全球债务上升和各国央行采取的极端货币措施。我们不相信当今的经济基础——即未披露的信贷货币体系——是可持续的，也就是说，操作方应放眼于当前货币体系之外，尤其是在投资方面。我们的客户比较喜欢我司出版物给出的客观数据及沟通方式。**我们的目标是提供可靠而具有创新点的投资解决方案，以合理应对当今普遍存在的复杂而脆弱的环境带来的机遇与风险。**

www.incrementum.li

特别感谢以下为《In Gold We Trust 年度报告》做出杰出贡献的人士：

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, David Holzinger, Heinz Blasnik, Jeannine Grassinger, Julien Desrosiers, Thomas Vesely, Harald Steinbichler, Stefan Thume, Jason Nutter, Hans Fredrik Hansen, Pascal Hügli, Marc Waldhausen, Tobias Müller, Demelza Hays, Lars Haugen, Tim Faude, Brent Johnson, Fabian Grummes, Florian Grummes, Markus Blaschzok, Elizabeth and Charley Sweet, Florian Hulan, Tea Muratovic, David Schrottenbaum, Hans Günter Schiefen, Matchmaker Ventures, Richard Zeiss, Jordan Eliseo, Keith Weiner, Steve Hanke, Baker Steel Capital managers, “世界黄金协会”的朋友们以及 Incrementum 大家庭全体成员。

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

特此声明：本报告仅供参考，既不代表投资建议，也不代表投资分析或买卖金融工具的邀约。本报告不用作个人投资建议或其他任何建议。本报告内的观点是基于特定时期所拥有的信息进行编制的，随时可能根据实际情况进行修正，恕不另行通知。

报告作者会从专业角度筛选信息来源，但作者本人（和 Incrementum AG）不对信息的正确性、完整性或及时性承担任何责任，也不对所提供信息的来源及任何责任或损害承担责任，无论其性质如何。对于由此产生的结果（包括因此直接或间接的损失、预期利润损失或所做出预测的准确性），作者本人（以及 Incrementum AG）概不负责。

版权所属：2019 Incrementum AG.

版权所有，侵权必究。



NOVO RESOURCES
CORP

McEWEN MINING
NYSE MUX TSX


享皇至尊
XIANGHUANG EXTREME

Ximen
MINING CORP