

In Gold We Trust[®]
Report

2024年12月6日



新黄金投资策略



incrementum

罗纳尔多·彼得斯托弗尔
&马克·瓦莱克

真诚感谢以下为 2024 年《执信黄金》报告做出贡献的优质合作伙伴

请参阅《执信黄金》报告末尾了解更多关于优质合作伙伴的详细信息。

 **Elementum**[®]
INTERNATIONAL AG

KINROSS

In Gold We Trust[®]
Report


**MINERA
ALAMOS**
INC.

Ximen
MINING CORP.

目录

引言 4

黄金，将何去何从？ 17

关于我们 30

免责声明

本文仅供参考之用，不构成投资建议，也不构成投资分析或买卖金融产品之邀约。特别是，这份文件无意取代个人投资或其他建议。本文所载的信息仅反映本公司于报告准备之时的判断，可随时更改而不另行通知。

《执信黄金》报告的出版权已于 2023 年 11 月转让给稳健货币资本有限公司（Sound Money Capital AG）。此外，该报告将一如既往地列支敦士登投资有限公司（Incrementum）品牌继续保持合作。

作者已尽可能谨慎地选择使用的信息源，但其（包括稳健货币资本有限公司和列支敦士登投资有限公司）并不为所提供的信息或信息来源的准确性、完整性或时效性承担任何责任，也不承担由此产生的责任和损失（包括后续或间接损失、利润损失或预测的实现）。

稳健货币资本有限公司和列支敦士登投资有限公司的所有出版物原则上皆被视为用于市场交流或其他资讯，并不构成《市场操纵条例》范围内的投资建议。两家公司均不发布投资建议。

稳健货币资本有限公司对这份《执信黄金》报告的内容负全部责任。

版权：2024 稳健货币资本有限公司。版权所有，翻印必究

引言

我深知象棋有着神秘的吸引力，这是人类设计的所有游戏中唯一能够完全摆脱偶然性控制的游戏，胜利完全依赖于思维，或者说依赖于某种脑力天赋，这是我的经验之谈。

斯蒂芬·茨威格《象棋的故事》 (Stefan Zweig, Chess: A Novel)

- 我们在《执信黄金 2023 年度报告》中宣布的黄金价格对决已经上演。金价已经突破了其长期阻力位并创下新高。黄金正步入一个未知的领域。
- 根据传统的黄金规律，在实际利率急剧上升的环境中，金价应该会大幅下跌。然而，这一规律以及其他几条最近似乎暂时不管用了。
- 在新的黄金投资策略中，西方金融投资者不再是边际买家。各国央行和新兴市场（尤其是中国）稳步增长的需求首次弥补了西方需求的疲弱。
- 尽管在 20 世纪 60 年代有大量黄金流出美国，但目前黄金流入的现象正发生在东部地区的国家。
- 新的黄金投资策略正是宏观经济、地缘政治以及世界货币体系发生巨大变化的结果。
- 尽管新兴市场的中央银行和投资者逐渐学会重视黄金，西方的金融投资者却继续沿袭旧有的投资策略行事。第二波通胀或美国迟来的衰退，可能促使他们重新审视自己的策略。
- 鉴于国际经济和地缘政治结构的重组、达到极限的债务可持续性，以及可能进一步出现的通胀浪潮，我们坚信，考虑增加投资组合中避险型黄金和进取型类黄金资产的比重是明智之举。

象棋即生活。

鲍比·菲舍尔 (Bobby Fischer)

体育是人类生活的缩影。

霍华德·考赛尔 (Howard Cosell)

长远看，规避风险并不比直面风险更安全。胆小的人和勇敢的人同样容易陷入困境。

加里·卡斯帕罗夫 (Garry Kasparov)

当一个问题在当前范式中无法回答时，范式转移就发生了。

乔尔·巴克 (Joel A. Barker)

微小的改变有时会产生巨大的影响。例如，在 15 世纪末，国际象棋的规则发生了一次影响深远的变革。在此之前，皇后 (Queen) 只能沿对角线移动一格，但这次变革赋予了皇后自由移动的权利，她现在可以沿对角线、垂直方向和水平方向移动任意数量的方格。因此，在六种不同的国际象棋棋子中，皇后的地位得到了显著提升，成为了最强大的棋子。¹规则的变化意味着国际象棋玩家必须调整新的战术。国际象棋仍然是国际象棋，但它已经变成了一种截然不同的游戏。

目前，黄金市场正在发生相当深远的变化。黄金游戏的规则在许多层面上发生了改变。这就是为什么我们想在第 18 版《执信黄金》报告中深入探讨全球剧变，并向您介绍新的黄金投资策略 (playbook)。

这些根本性的变化尤其体现在今年春季黄金价格的惊人表现上。我们去年预测的黄金价格对决已经出现。金价突破了长期阻力位并飙升至前所未有的高度。如今，黄金和黄金投资者正步入未知的领域。

黄金的杯柄形态，单位：美元，2000年1月 - 2024年10月



来源：路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

值得注意的是，按照以往的规律，所有这一切都发生在金价本应下跌的环境下。金价与实际利率之间相关性的瓦解引发了许多问题。在旧有范式下，我们难以想象金价能在实际利率急剧上升的阶段趋于坚挺。

金价 (左，对数刻度) 和美国 10 年期通胀保值国债 (右，倒置刻度)，2006 年 1 月 - 2024 年 10 月



来源：路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

¹像皇后一样，象 (bishop) 的移动能力也得到了扩展。最初，象只能沿对角线跳两格，但在规则改变后，它可以沿对角线移动任意数量的方格。这一改变增加了象的范围和效力。规则改变后，士兵 (pawns) 也可以在起始位置向前移动两格，而不总是只能向前移动一格。

自美联储开始加息以来，黄金已经与实际利率脱钩，因为没有什么比加息更能推高黄金的价格了，且加息也会增加主权国家（尤其是储备货币发行国）的偿付能力风险。

卢克·格罗曼 (Luke Gromen)

时光荏苒，我们也随之改变。

奥维德 (Ovid)

这一轮新的黄金牛市最令人惊讶的是它已经有多么的出人意料。

布赖恩·朗丁 (Brien Lundin)

这并不是唯一不能再用于解释金价走势的模式。有相当多的证据表明，老一套规则在基本上已经过时，现在是时候采用新的黄金策略了。

在我们仔细研究细节之前，先探讨下第一个问题：什么是 playbook？ChatGPT 为我们提供了以下答复：

Playbook 是一份全面的文件或指南，概述了一套战略、程序或战术，以实现特定的目标或目的。它通常用于商业、体育、军事和政治等领域。Playbooks 提供一步步的指导，最佳实践和有效执行任务的技巧。……总之，个人或团队可以参考 playbook，应对复杂的情况并取得成功。

我们相信黄金在新的投资策略下将如象棋中的皇后那样大幅升值。黄金不再是一个边缘角色，不只是万千投资机会中的一个，而是日渐成为众多投资工具中的佼佼者。

新的黄金投资策略

黄金市场发生根本性变化的起因是什么呢？近年来，中国在各个层面都发生了结构性变化。长达十年的零利率和负利率政策抹平了所有风险溢价，并系统性地激励了人们过度借贷。新冠肺炎的防疫措施和绿色转型的巨大成本，让情况变得更糟。据估计，绿色转型的成本到 2050 年至少会达到 100 万亿美元，几乎相当于全球一年的 GDP。自乌克兰战争爆发以来，军费支出也大幅增加。通胀影响调整后，去年全球军费开支增长 6.8%，达到 2.44 万亿美元。这是自 2009 年以来的最大增幅。

我们已经在过往《执信黄金》报告中详细阐述并分析了影响黄金市场的复杂变化，比如 2020 年的《黄金时代，即将来临》、2021 年的《货币气候变化》、2022 年的《滞涨 2.0》和去年的《对决》。²



2022 年 3 月，黄金变得稀缺。

道格·波利特 (Doug Pollitt)

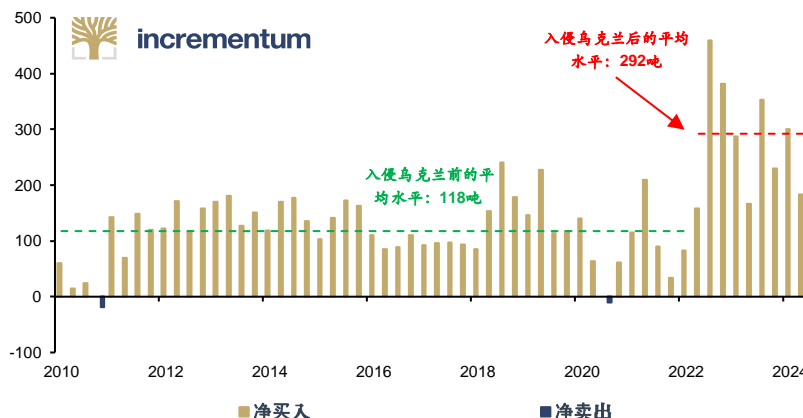
地缘政治对决

在数十年来其中一个最严峻的地缘政治紧张局势中，黄金作为中性储备资产再次受到青睐。各国央行创纪录购买黄金的活动尤其印证了这一点。在《执信黄金》2022 年度报告《滞涨 2.0》中，我们指出欧美对俄罗斯的货币储备进行制裁的行为将“载入货币史册”。³此外，“黄金作为一种中性货币储备，将成为东西方令人不安的冲突的受益者之一。”不出所料，2022 年 2 月 26 日这一重大制裁决定促使各国央行大幅加速了黄金购买。

²欲了解更多《执信黄金》报告的相关信息，请访问我们的网站：ingoldwetrust.report

³引言：狼与熊，《执信黄金 2022 年报告》，第 9 页

全球央行黄金购买量，单位：吨，2010年一季度-2024年一季度



来源：世界黄金协会、列支敦士登投资公司

俄罗斯货币储备被冻结这一事件，深刻地向世界展示了**基于债务的货币储备归根结底只是一种承诺，一旦发生冲突，它们可能在瞬间就变成毫无价值的记录。**现在，黄金作为中性储备货币，其没有交易对手风险的独特性，正被重新发现。结构性增长的央行需求构成了新策略的关键一环，主要因为央行需求对价格相对不那么敏感。可以说，各国央行已经为金价构筑了下限。

如果 2023 年 10 月 7 日证明与 1914 年 6 月 28 日一样，成为了世界战争的触发点，那接下来，你就会看到，奥匈帝国对塞尔维亚宣战，这触发了一系列连锁反应，将整个欧洲大陆拖入战争。

戴夫·罗森博格 (Dave Rosenberg)

收入增长是黄金长期需求的最大驱动力之一。

世界黄金协会

中美联合体 (Chimerica) 和俄欧联合体 (Eurussia) 都行不通了。相反，作为是金砖国家的核心经济体，俄罗斯和中国有着特殊的关系，它们是欧亚棋盘上的“国王”和“皇后”，是一种新的“天作之合”。

佐尔坦·鲍兹 (Zoltan Pozsar)

如今，地缘政治的较量正在进入下一阶段。乌克兰战争仍在持续，而由于 2023 年 10 月 7 日哈马斯对以色列发动的恐怖袭击，中东已成为另一个地缘政治紧张的焦点。此时，恶化的中东局势成为国际关系复杂网络中的关键压力点，一边是中国和俄罗斯，另一边是西方。前者支持伊朗及其盟友，挑战西方与以色列的传统联盟力量。兹比格涅夫·布热津斯基 (Zbigniew Brzezinski) 在其 1997 年著作《大棋局》的以下表述证实有先见之明：

“最危险的场景可能是中国、俄罗斯或许还有伊朗的大联盟，一个并非通过意识形态而是相辅相成的不满情绪联合起来的反霸权联盟。这在规模和范围上让人想起曾经由中苏集团发起的挑战，尽管这一次中国可能会成为领导者，而俄罗斯则是追随者。”

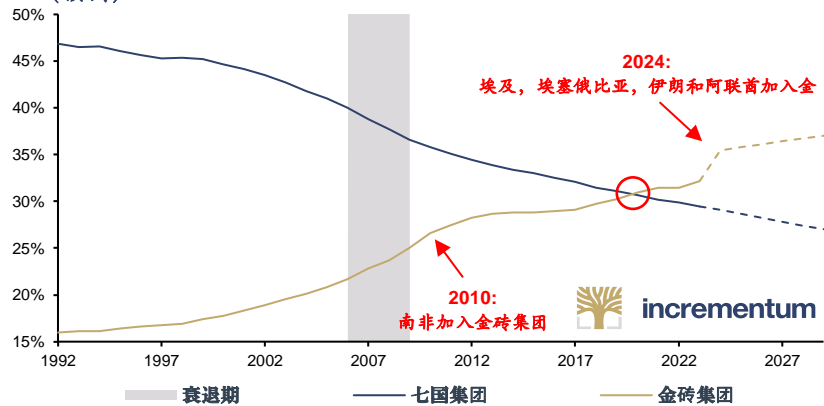
崛起的新兴市场

2024 年，新兴市场将占全球 GDP 的一半左右，而 2000 年仅为 19%。过去十年，新兴市场创造了全球三分之二的 GDP 增长。大多数新兴市场比工业化国家更加偏爱黄金。这将促进黄金需求自然、长期地增长。

多年来，新兴国家在经济和政治上的重要性日益明显。人们对现行国际秩序的不满情绪似乎与日俱增。各种主要由西方主导的国际机构正日益受到质疑，与此同时，围绕金砖国家集团的联盟正在强势发展。

今年年初，埃及、埃塞俄比亚、伊朗和阿联酋 4 个新成员国加入金砖国家。地缘政治影响力正在上升的沙特阿拉伯也有可能加入金砖国家联盟，但尚未正式确认接受邀请。这种犹豫表明，加入金砖集团被视为历史性的决定。如果将沙特阿拉伯纳入考虑，金砖国家将占全球石油产量的 43%，占全球石油储量的 44%。

七国集团和金砖集团在全球GDP的占比（购买力平价），1992 - 2029
（预测）



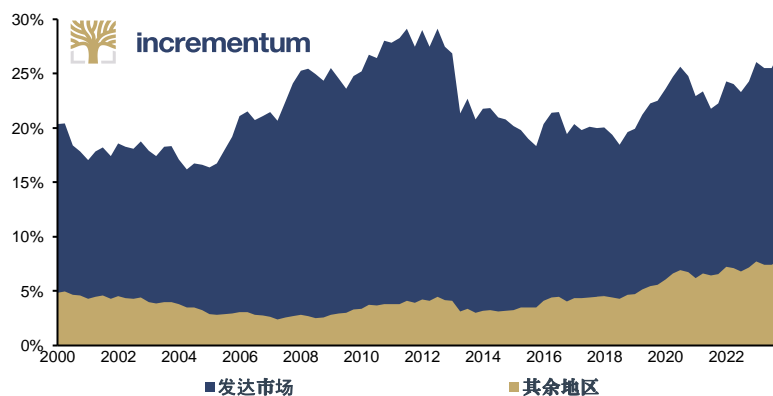
来源: 橡果管理咨询有限公司、世界黄金协会、列支敦士登投资公司

我们自主选择发展道路，共同捍卫
发展权利，共同走向现代化。
习近平

多年来，金砖国家对西方国家有着相当可观的贸易顺差和经常项目顺差。新兴经济体货币储备中黄金比例的不断增长正是这一发展的体现。这与二战后的情况类似，当时欧洲，尤其是德国和法国，由于经常项目出现高额顺差，而相继增加了黄金储备。相比之下，由于黄金流失，美国的黄金储备降至近四分之一，略高于 8000 吨。尽管在 20 世纪 60 年代有大量黄金流出美国，但种种迹象显示黄金流入的现象正发生在新兴市场。⁴

黄金复兴还体现在世界银行于 2 月底发布了一本《面向资产管理者的黄金投资手册》。该手册明确引用了几项研究，这些研究有力地证实了黄金作为分散投资工具的特性（尤其是在市场下行时）。世界银行建议各国央行持有的黄金比例应高达 22%。⁵

黄金在总储备中的份额，2000 年一季度-2024 年一季度

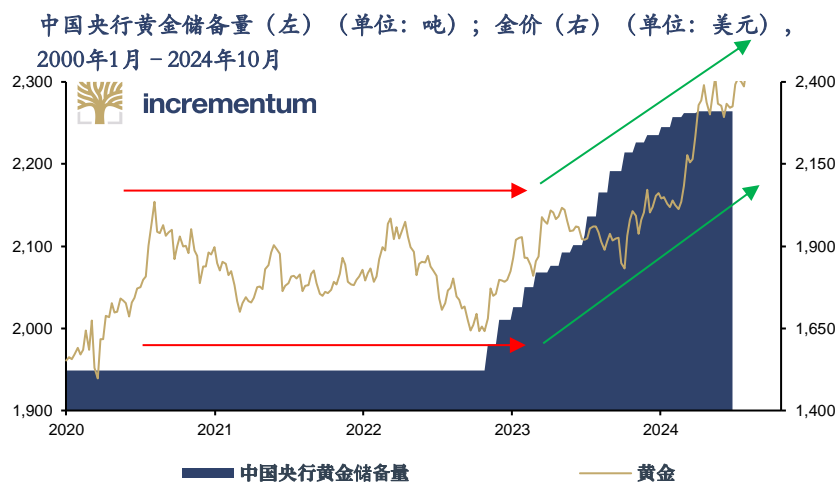


来源: 世界黄金协会、列支敦士登投资公司

在各国央行中，尤其是中国人民银行正在不断扩大其黄金储备，截至今年 4 月，它已连续 18 个月录得购入黄金记录。下图显示，2022 年金价的低点正是中国央行加速购入黄金之时。

⁴参见“东方黄金市场的崛起：与西方即将对决”，《执信黄金 2023 年报告》；“从西方到东方：黄金流入亚洲‘强者之手’”，《执信黄金 2020 年报告》

⁵我们深入分析了世界银行对 X 的惊人研究，并已刊载。



我们是美元界的沙特阿拉伯。
卢克·格罗曼

忠实读者知道多年来我们一直在分析去美元化的进程。⁶“去美元化”一词自然有不同的解释。需要澄清的是，我们并不相信这一进程会导致其他法币取代美元成为世界储备货币。在诸多“盲行”的法定货币中，美元这只“独眼巨人”能暂且称王。在与金砖国家竞争中，美元阵营最近取得了胜利。在新任自由主义总统哈维尔·米莱（Javier Milei）的领导下，阿根廷决定拒绝加入金砖国家，而是与美元和北约更紧密地绑定在一起。

我们正在见证布雷顿森林体系 III 的诞生——一个以东方商品货币为中心的新的世界（货币）秩序，它可能会削弱欧洲美元体系，也会助长西方的通胀力量。
佐尔坦·鲍兹

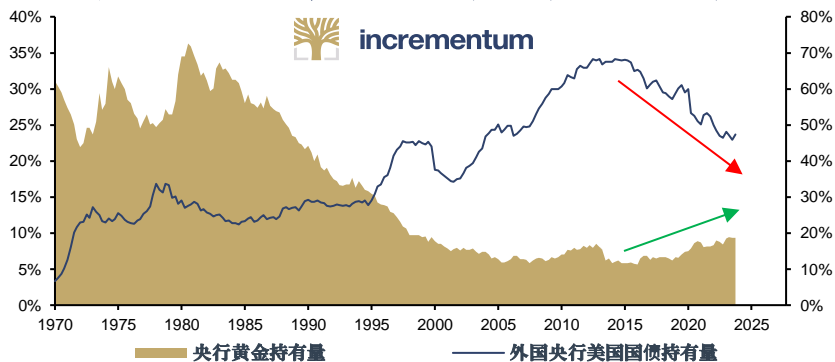
金砖国家可能在十月俄罗斯召开的年度会议上启动新一轮竞赛。13 个国家将作为合作伙伴国加入金砖集团中，其中北约成员国土耳其极具地缘政治爆炸性。而更多国家也已申请加入或者表达了对未来加入的兴趣。

许多迹象表明，近年来开始出现的两极全球秩序正在不断成型。早在 2022 年 3 月，佐尔坦·波萨尔在其文章《布雷顿森林体系 III》（Bretton Woods III）刺激性地推动了这场关于全球新货币秩序的讨论。他用如下的预测作为总结：“从以金条为支撑的布雷顿森林体系时代，到以内部货币（具有不可对冲的没收风险的国债）为支撑的布雷顿森林体系 II，再到以外部货币（金条和其他商品）为支撑的布雷顿森林体系 III”。⁷

无人能精准知道未来的确切走向。然而，毋庸置疑的是，我们正不可逆地走向新的全球（货币）秩序。对于央行和主权财富基金等国家行为体而言，黄金正日益成为地缘经济棋盘上的“皇后”。

⁶参见“去美元化：最后的对决？”，《执信黄金 2023 年报告》；“国际新秩序的出现”，《执信黄金 2022 年报告》“2021 年去美元化：欧洲购买黄金，中国开启数字前线”，《执信黄金 2021 年报告》“2020 年去美元化：开始收官”，《执信黄金 2020 年报告》
⁷另见“专访佐尔坦·波萨尔：适应新世界秩序”，《执信黄金 2023 年报告》

外国中央银行持有的美国债务（左轴）占总债务的百分比，以及中央银行黄金持有量（右轴）占货币储备的百分比，1970年一季度—2023年四季度



来源：全球宏观资产管理公司，路透社Eikon，列支敦士登投资有限公司

新兴市场的个人投资者纷纷涌向黄金市场

黄金像自由一样，绝不卑躬屈膝。
约翰·莫里尔 (John S. Morrill)

不仅新兴市场的国家行为体对黄金狂热，个人投资者亦然。忠实读者应该对我们的理论有所了解：黄金总是从资本储备枯竭的国家流向资本积累、经济繁荣、储蓄量增加的国家。2000多年前，罗马人就已体会过这一点，当时中国人和印度人只接受黄金交换香料和丝绸，而不接受罗马的商品。

每年新兴市场对于实体黄金的需求份额已在过去五年里增加到 70%。其中中国和印度占了一半以上。除了文化和宗教因素外，金融压制形成的历史经验、不稳定的货币体系以及相应的购买力损失，可能是推动黄金基本需求增加的决定性因素。下图展示了新兴市场的经济发展（以 MSCI 新兴市场指数衡量）与黄金价格之间的高度相关性。但也显示了相关性自 2022 年已经下降，分歧已经出现。

金价（左）（单位：美元）；MSCI新兴市场（右）（单位：美元），
2000年1月 - 2024年10月



来源：路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

因此，可以简洁地表述为：如果你押注新兴市场能长期增长，那么你也应该押注黄金。或者，正如路易斯-文森特·盖夫 (Louis-Vincent Gave) 所说：“黄金是新兴市场的低贝塔指标。”

真正的价值

更安全地保障您的财务增值

您值得信赖的实物金银战略解决方案合作伙伴
适用于个人、家庭、雇主和雇员。



元素公司
7星私人策略

**Elementum
7STARS**
Private strategy

富人的三区策略

过去1,600多年证实可以优化家庭资产安全性、
盈利性和流动性的秘密

© Bojan Pravica

MIT SICHERHEIT MEHR · ZAGOTOV VEČ · MORE FOR SURE · MAIS, COM SEGURANÇA · SIGURNO VIŠE

元素国际股份公司, 马克特大街4号, 6460 阿尔多夫, 瑞士

+41 41 589 6932 • info@elementum-international.ch • www.elementum-international.ch

不要购买黄金。持有黄金。当您购买某样东西时，这通常是一种交易行为。当您拥有某样东西时，这就是非常不一样的心态了。……价格？那能自行解决。
格兰特·威廉姆斯 (Grant Williams)

黄金市场中的边际交易者正从西方转移到东方

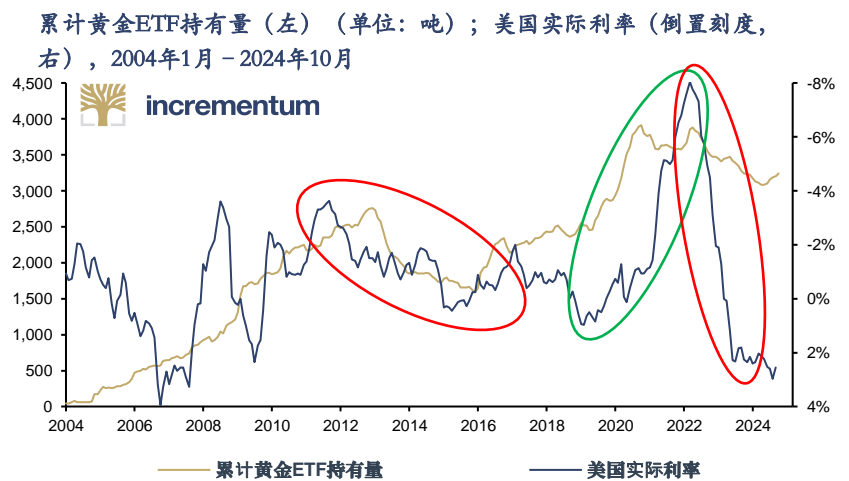
西方的情况与新兴市场截然不同。西方投资者的需求与金价之间曾经存在的紧密联系在最近几个季度已经消失。鉴于黄金已创下历史新高，人们本以为黄金ETF会出现创纪录的资金流入。然而，结果却有所不同，而且事情发展与预期也是相反的：尽管最近几个月黄金ETF出现净流入，但自2022年4月以来，ETF黄金净流出量仍达到640吨左右。鉴于ETF持有量较2022年4月下降，根据旧的黄金策略，金价应该在1,600美元左右。



准备好。
女童子军的座右铭

因此，新的黄金投资策略的一个关键要素是西方金融投资者不再是边际买家或卖家。⁸各国央行和亚洲个人投资者的强大需求是金价即使在利率不断上升的环境下仍能保持强劲的主要原因。

怎么解释西方金融投资者减弱了对黄金的兴趣呢？我们认为那是因为西方投资者固执地坚持旧的黄金策略：实际利率上升意味着黄金价格下跌，因而导致投资者净卖出黄金。



在实际利率上升时减少黄金ETF持仓，从西方投资者的角度来看，无疑是一个理性的决策，但这建立在他们认同以下假设的基础之上：

⁸ 参见“东方黄金市场的崛起：与西方即将对决”，《执信黄金2023年报告》；“从西方到东方：黄金流入亚洲‘强者之手’”，《执信黄金2020年报告》

1. 他们没有增加的交易对手风险，因此无需持有防违约资产；
2. 未来实际利率将保持正值，且不会出现第二轮通货膨胀；
3. 若因持有黄金而减持传统资产类别（如股票和债券，甚至是“混凝土黄金”——房地产），他们将承受机会成本。

我们认为，以上三项假设应该受到质疑，而且是越早质疑越好：

假设一：

尽管在投资西方政府债券时，人们常常忽略交易对手风险，但尤其是政府利息支付的急剧上升，令人们越来越不安。新冠疫情政策下，更是将任何残存的预算常识都彻底抛诸脑后。

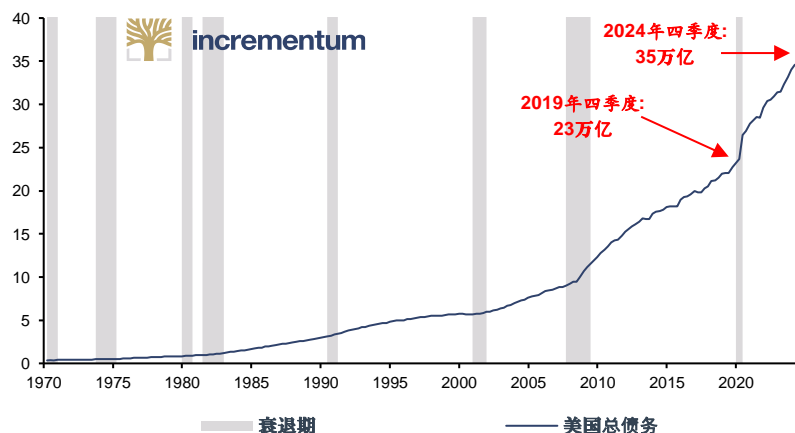
国家主义席卷多国。今年恰逢是弗里德里希·A·哈耶克 (Friedrich A. Hayek) 所著《通往奴役之路》出版 80 周年，这位奥地利经济学家曾致力将此书宣扬给所有党派的社会主义者。西方政府通过了《通胀削减法案》和《欧洲绿色协议》等费用高昂的项目，大幅增加了因老龄化和移民问题而导致结构性破产的社会制度支出，与此同时，目前也正寻找资金来源，支付已宣布增加的军事开支。

弥补赤字的方法就是通过通货膨胀。你无法通过真正的借款来筹集这笔资金……巨额的政府赤字是导致通货膨胀的必经之路。

本杰明·富兰克林 (Benjamin Franklin)

此外，由于近期利率飙升，许多国家本已岌岌可危的预算状况正进一步恶化。国债也在新冠肺炎疫情和能源危机之后而大幅增加。与 2019 年第四季度（即疫情前夕）相比，美国债务已激增近 13 万亿美元，增幅超过 50%。

美国总债务（单位：十亿美元），1970年一季度-2024年10月



来源：路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

假设二：

历史上，过度负债通常会导致政府依赖中央银行融资、加剧金融压抑，并诉诸通胀税。若此景重现，新一轮通胀将再次压低实际利率，显然，届时所有言论都将支持加大黄金投资力度。

假设三：

在股市疲软的情况下，潜在黄金投资者的机会成本将会较低。如果美国经济大幅度放缓，股市下跌或是意料之中的事，而若美国陷入经济衰退，股市无疑会更糟糕。相反，黄金在衰退期间通常是投资组合中的优质资产，历史已经证明了这一点。我们在《执信黄金 2023 年报告》中已经对此进行了深入分析。⁹



感谢 Hedgeye 的提供

⁹ 参见“货币政策对决”，《执信黄金 2023 年报告》

标普 500 指数与金价在标普 500 走熊时的表现对比

市场高位的日期	市场低位的日期	标普 500 指数回报率	黄金回报率	黄金相对于标普 500 指数
1929/09/16	1932/06/01	-86.19%	0.29%	86.48%
1956/08/02	1957/10/22	-21.63%	-0.11%	21.52%
1961/12/12	1962/06/26	-27.97%	-0.06%	27.91%
1966/02/09	1966/10/07	-22.18%	0.00%	22.18%
1968/11/29	1970/05/26	-36.06%	-10.50%	25.56%
1973/01/11	1974/10/03	-48.20%	137.47%	185.67%
1980/11/28	1982/08/09	-27.27%	-45.78%	-18.51%
1987/08/25	1987/10/20	-35.94%	1.38%	37.32%
1990/07/16	1990/10/11	-20.36%	6.81%	27.17%
1998/07/17	1998/10/08	-22.29%	1.71%	24.00%
2000/03/24	2002/10/10	-50.50%	11.18%	61.68%
2007/10/11	2009/03/06	-57.69%	25.61%	83.30%
2018/09/21	2018/12/26	-20.21%	5.59%	25.80%
2020/02/19	2020/03/23	-35.41%	-3.63%	31.78%
2022/01/03	2022/12/10	-25.43%	-7.11%	18.32%
平均数		-35.82%	8.19%	44.01%
中位数		-27.97%	0.29%	28.26%

来源: 路透社 Eikon 平台、列支敦士登投资公司

过去 12 个月最大的并购是财政部和美联储的合并。

迈克尔·哈奈特 (Michael Hartnett)

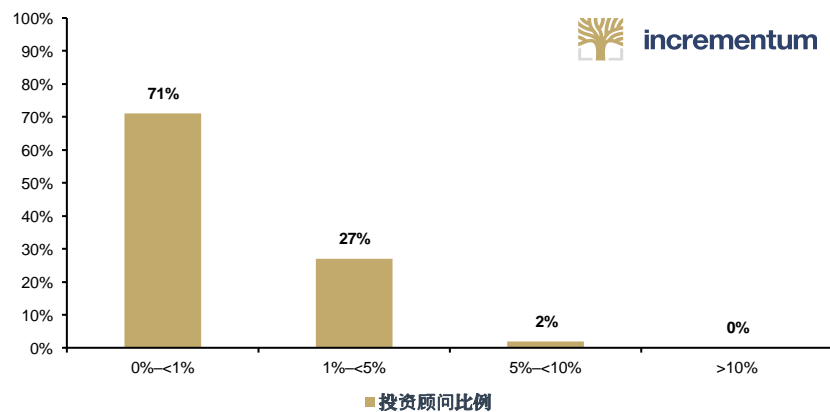
不愿意冒险是一种极其冒险的策略。

马格努斯·卡尔森 (Magnus Carlsen)

由于西方的金融投资者仍未意识到黄金已有新版本的投资策略手册，所以黄金尽管仍然是每个人的话题，但远非所有投资组合的必选项。起初，西方投资者似乎拒绝了黄金盛宴的邀请。如今盛宴渐入佳境，他们却不愿承认自己曾是扫兴之人。他们可能会等到盛宴达到高潮时才姗姗来迟，而那时“入场费”将会高得多。

美国银行最近的一项研究证实，大部分投资界人士并不那么喜好黄金。事实上，71%的美国顾问几乎没有配置黄金，黄金在他们的投资组合中所占比例不到 1%。鉴于采金业股票的表现令人失望，我们也看到投资者对这类股票失去信心和兴趣。

2023 年投资顾问配置黄金的比例



来源: 美国银行全球研究部、全球宏观资产管理公司、列支敦士登投资公司

谢谢大家！

思考，尤其好的思考，是一项孤独的运动。这也许可以解释为什么我们这么多人做得这么差。

阿瑟·杰科尔 (Arthur Zeikel)

一个人的情绪强度与他对事实的了解程度成反比——你了解得越少，你的情绪就越激动。

伯特兰·罗素
(Bertrand Russell)

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)

如果有时间反思，放慢脚步可能是个好主意。

丹尼尔·卡内曼
(Daniel Kahneman)

每年我们退隐数周到我们的凉亭中深思、研究事实和数据，最后撰写《执信黄金》报告；毕竟，我们不仅想向您提供当前发展的全面分析，也希望围绕黄金话题提供历史的、哲学的和理论经济学的见解。我们乐于承认，在黄金价格大幅上涨的年份里，我们分析起来会稍容易些。

第 18 期《执信黄金》报告是新出版商的首秀：我们新成立的稳健货币资本有限公司 (Sound Money Capital AG) 首次担任出版商。然而，《执信黄金》报告仍将继续与列支敦士登投资有限公司 (Incrementum AG) 合作出版。我们借此机会感谢列支敦士登投资有限公司的合作伙伴们，他们作为经验丰富、切磋问题的伙伴在市场分析、公司估值和基金管理等方面给予了我们支持。

我们也感谢来自四大洲的 20 多位优秀的同事，感谢他们在 2 万多个小时和无数个时区中孜孜不倦的努力。¹⁰

最后特别感谢我们的优质合作伙伴。¹¹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。除了翻译成四种语言版本的年度刊物外，我们每月还发布《每月黄金罗盘》，并在主页 ingoldwetrust.report 上发布最新信息。

我们相信直面过去是成功应对未来的必要条件。这种审视让我们坚信，现在是制定新的黄金投资策略的时候了。我们想把这份 420 多页的《执信黄金 2024 年报告》作为黄金主题的指南，呈现给我们宝贵的读者。

现在，诚邀您参加我们的年度探险之旅，我们编撰了第 18 期《执信黄金》报告，希望您喜欢并从中获得与我们创作时同样的乐趣。

谨致以来自列支敦士登的最诚挚的问候，



罗纳尔多·彼得斯托弗尔和马克·瓦莱克



¹⁰《执信黄金》报告末尾登载了所有同事的照片。

¹¹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。

KINROSS

金罗斯黄金公司

强劲的基本面 光明的未来

金罗斯黄金公司为成为一家稳健的矿业公司而引以为傲，我们始终专注于履行市场承诺，创造强劲的现金流，使我们对环境的影响降到最低，并通过负责的采矿活动在所在社区留下积极且可持续的遗产，同时也为我们的股东创造价值。



多伦多证交所：K

纽约证交所：KGC

WWW.KINROSS.COM



黄金，将何去何从？

任何多元的投资组合都应该包含黄金，目前，我们建议积极地超额配置黄金。这将起到对冲地缘政治和财政风险的作用，为股市牛市崩盘提供避风港，并为即将到来的宽松周期和美元疲软时期提供积极风险敞口。不要害怕在当前价位买入。

戴夫·罗森博格 (Dave Rosenberg)

- 地缘政治对决仍在持续，除了正在进行的军事冲突，地缘经济层面的对决也越来越多。这反映在央行对黄金的持续高需求上。
- 利率在负债累累的西方国家中急剧上升表明零利率政策被残酷地终结了。持续的紧缩货币政策可能会带来进一步的紧缩风险。
- 作为债务水平最高的国家，日本已经达到了其债务可持续性的极限。央行只能分心用最低限度的加息来对抗通胀的加剧，并继续进行政府债券货币化。相应地，自2020年以来，黄金/日元的价格已上涨超一倍。
- 新的黄金策略建议，只要债务和通胀走势没有持续企稳，投资者就应该在投资组合中给予贵金属和实物资产更高的权重。
- 我们透过新的黄金策略改良了传统的60/40投资组合版本。组合包含60%的股票和债券以及40%的另类资产类别，而另类资产包括实物黄金、白银、矿业股、商品期货和比特币。
- 我们坚持2020年做出的预测，即金价将在2030年底达到4,800美元。实现这一目标价格需要略低于12%的年化回报率。相比之下，本世纪头十年的年回报率超过14%，而上世纪70年代的年回报率约为27%。

在一个团队中，决定成功的不是球员的个人能力，而是整个团队的整体实力以及他们的协作方式。

比尔·贝里希克 (Bill Belichick)

在体育界，新颖且富有创新性的战术手册总是不断颠覆现有的范式。新英格兰爱国者队比尔·贝里希克针对对手精准调整比赛计划的能力、灵活的攻防体系以及心理战，对 NFL (美国橄榄球联盟) 产生了持久的影响。在贝里希克的指导下，2000 年第 199 顺位被选中的汤姆·布拉迪迅速成长为一名真正改变比赛局面的球员。他们合作带领爱国者队六次登顶超级碗，成为 NFL 历史上最成功的四分卫-教练团队。贝里希克最著名的话是“*做好你的本职工作*”。这表明他的哲学需要队里每个人精准地做好本职工作以确保团队成功。

这种哲学同样适用于资产配置。每种资产类别都有自己的作用。如果使用恰当，黄金在新的黄金策略框架内，也可以成为投资组合中真正的改变局面者。

黄金的新策略对投资者意味着什么？

詹姆斯·邦德 (James Bond) :
你希望我说话吗？

金手指 (Auric Goldfinger) :
不，邦德先生，我希望你死。

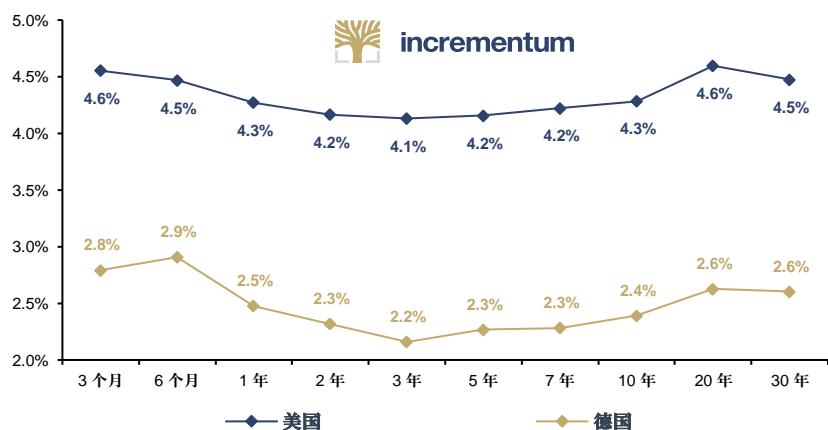
长期债券投资者最糟糕的噩梦是通货膨胀，因此，最终我成为通货膨胀的多头和债券的空头。

凯文·缪尔 (Kevin Muir)

“更长时间维持更高水平”的利率加剧了货币气候变化、不断升级了地缘政治对决策、抬升了融资成本，这些都产生了深远的影响。触及债务可持续性的限制会强有力、系统性地刺激进一步的通胀。在一个因内在已经过度负债而存在永久潜在通胀风险的时代，债券成为所有资产类别中的大输家。

“除了债券什么都可以” (ABB) ——这个直白的短语反映了人们越发怀疑债券，尤其是固定收益的政府债券。即使零利率时代已经过去，债券确实有可能再次带来显著的名义收益率，但我们认为人们不应盲目屈服于名义利率的诱惑。尤其是当你考虑期限更长的投资时，这些投资目前是显著低于短期投资的收益率的。继灾难性的 2022 年债券年之后 (30 年期美国国债跌幅超过 30%)，今年债券又有可能出现负收益。截至 10 月底，美国 10 年期国债收益率与年初相比基本没有变化。对政府债券信心的下降，归根结底只是对政府货币价值信任度降低的另一种说法。到目前为止，这种信任度的丧失只是局部发生。但风险依然高企。

2024年10月美国和德国的收益率曲线



来源: 路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

在一个富足的时代，比特币教会了我什么是真正的匮乏。

吉吉 (Gigi)

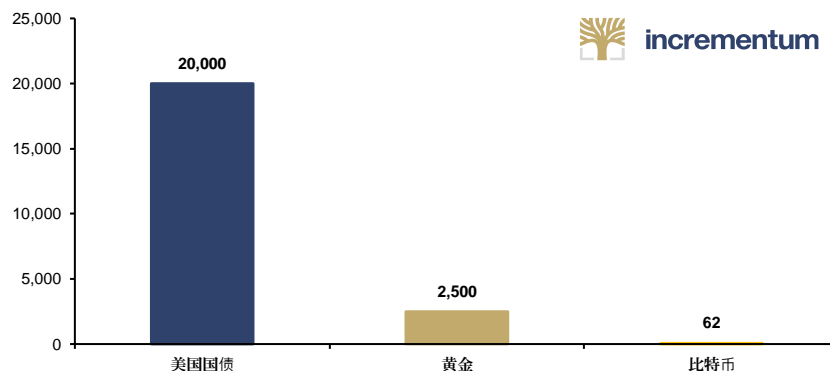
当然，对债券信任度的下降绝非偶然。我们尊敬的朋友林·奥尔登 (Lyn Alden) 对当前财政状况的总结如下：在财政主导的时代，债券供应量会稳步增加。未来，美国预计将出现 1.5 万亿至 2.5 万亿美元 (且呈上升趋势) 的赤字，因此也必须通过发行债券来为其融资。这意味着，仅在未来十年内，除了到期的美国国债外，美国还将额外发行约 20 万亿美元的新国债。

现在的泡沫不太一样。它比主权债务更胜一筹。华尔街不需要救助，政府的资产负债表需要。问题是，谁去救？

科利·莱波特 (Colly Leporal)

相比之下，如果产量保持不变，未来十年内新开采黄金的价值（按固定价格计算）估计仅达到 3 万亿美元。基于当前比特币价格计算出来的比特币供应量增长率将更低。未来十年，即经历 2.5 个减半周期后，将有整整 1,025,390,925 个比特币开采出来。按当前约 7 万美元的价格计算，这价值超过 720 亿美元。因此，如果投资者开始大规模寻找替代债券的投资类别的话，黄金和比特币的价格预计将大幅上涨。奥尔登指出精选的质优股也适合作为替代选择。

截至2034年，美国国债、黄金和比特币的预期额外供应量价值（当前价格计算），单位：十亿美元



来源：林·奥尔登、路透社Eikon平台、世界黄金协会、列支敦士登投资公司

当信任不再，一切都变了。

格兰特·威廉姆斯 (Grant Williams)

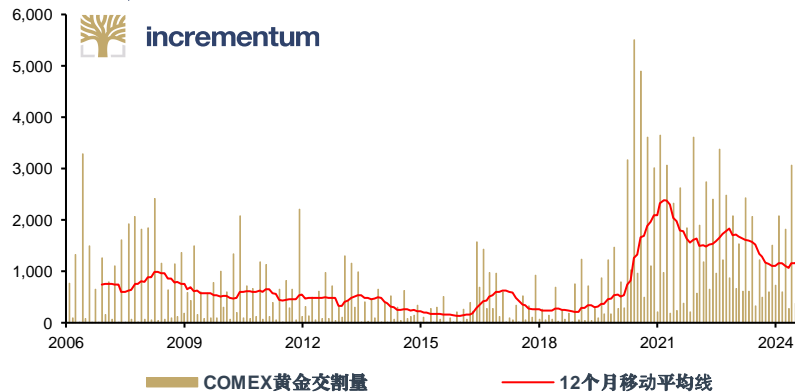
越来越多迹象表明，在许多国家，人们对政治精英的信任明显减弱。这可不是什么好消息，因为不仅法律、媒体、科学等基础机构，货币和市场经济也都依赖于较高级别的基础信任水平。我们已在 2019 年《执信黄金》的报告《信任流失年代中的黄金》中提出过这个问题，不幸的是，这个问题如今愈发与我们息息相关。可我们也换个角度思考，问问有多少政客仍然信任他们的人民或其他政党的选民。

真理就像金子一样，不是靠自身增长得到的，而是靠洗去所有不是金子的杂质来获得的。

列夫·托尔斯泰 (Leo Tolstoy)

另一信任流失的迹象是越来越多市场参与者倾向黄金实物交割。2020 年，投资者开始逐渐要求在黄金期货到期时进行黄金实物交割。若将疫情爆发前后的实物交割情况进行对比就不难发现，尽管在疫情初期实物交割量激增后有所回落，但当前水平依然显著高于疫情前。买家的身份往往难以确定，但我们推测，他们主要是家族办公室、高净值人群 (HNWIs) 及政府买家，这些买家对价格变动不太敏感，但对“纸黄金”（即非实物黄金交易）持谨慎态度。换言之，实物交割比例的增加，进一步反映了市场对金融与货币体系稳健性信心的减弱。

纽约商品交易所 (COMEX) 黄金交割量，单位：千金衡盎司，2006年1月-2024年10月



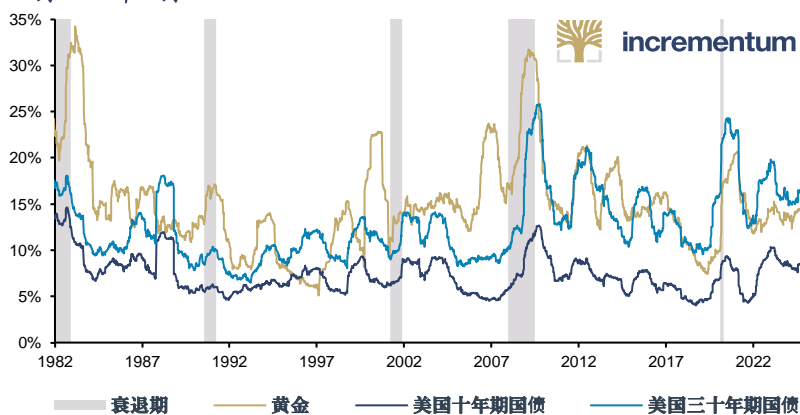
来源：路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

根据我们的经验，没有什么观点能比质疑美元的起源更能迅速引起轰动。我们发现西方投资者对美元的储备货币地位非常固执己见。

特雷·赖克 (Trey Reik)

此外，那些拥有出口顺差的国家的中央银行正倾向于减少其美元储备的再循环，即减少对美国国债的（再）投资力度。在某种程度上，去美元化也伴随着去债券化。反过来说，这也意味着投资者在寻找政府债券的替代品，这类替代品应具备流动性，具有与长期政府债券相似的波动特征，并且最好能对抗通货膨胀。黄金的波动性与长期政府债券相似，但其主要优势在于没有交易对手风险。

黄金、美国十年期国债、美国三十年期国债的滚动年化波动率，1982年1月-2024年10月



来源：路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

你有足够的非债财产吗？

雷·达利奥 (Ray Dalio)

鉴于我们对政府债券持怀疑态度，我们认为未来将有越来越多的市场参与者考虑提高避险型黄金和进取型类黄金资产的配置比重。具体而言，我们建议在具有长远投资目标的组合中，避险型黄金的配置比重可达 15%，进取型类黄金资产的配置比重可达 10%。考虑到当今形势，我们如此考虑是谨慎兼顾稳定性和成长性。

我最美好的梦想是把我所有的保险金都给我的孙子孙女。然后他们给他们的孙子孙女。如果那能实现，在我们的一生中不会发生任何灾难性的事情使我们放弃保险黄金。

约翰·莫尔丁 (John Mauldin)

避险型黄金

我们所说的避险型黄金是指对实物黄金（金条、金币）的投资。因此，这类黄金应该存放在银行体系之外，最好存放在法律保障极高的司法管辖区。¹²避险型黄金是一种安全可靠的流动性资产，主要用于对冲经济和（地缘）政治不稳定、高通胀和最坏情况的发生。一般来说，持有的实物黄金是坚不可摧的储备，理想情况下永远不需要动用，传承给下一代则是最好的情况。由于避险型黄金几乎没有违约风险，且考虑到今年《执信黄金》报告中详细描述的总体形势，我们相信，显著提高避险型黄金的配置比重是明智之举。

这不是游戏。这是为了赚钱。

托尼·比茨 (Tony Beets)

进取型类黄金资产

当避险型黄金的目的是充当具有稳定购买力的储备金时，进取型类黄金资产则是为了获得高于实物黄金的回报。进取型类黄金资产包括多种资产类别，如金矿股、白

¹²参见“黄金储量：事实核查德国、加拿大和英国的情况”，《执信黄金 2022 年报告》参见“黄金储量：事实核查奥地利、美国和开曼群岛的情况”，《执信黄金 2021 年报告》参见“黄金储量：事实核查新西兰、澳大利亚和迪拜的情况”，《执信黄金 2020 年报告》参见“黄金储量：事实核查列支敦士登、瑞士和新加坡的情况”，《执信黄金 2019 年报告》

银及银矿股，甚至可能包括比特币。因此，进取型类黄金资产的投资波动性较大，与传统投资的相关性较低。因此，进取型类黄金资产应该进行主动管理。

金矿股票

投资自然资源，要不成为逆势者，要不成为受害者。不会有太多中间地带。

里克·鲁尔 (Rick Rule)

黄金和白银矿业股的表现近年来令人失望。而金矿股表现与金价背离真的非常令人关注。正如下图所示，黄金矿业公司的股票表现远不如黄金。主要原因是 2022 年和 2023 年其成本（总维持成本）急剧上升以及西方金融投资者对这些股票普遍缺乏兴趣。矿业股表现和金价背离原因的另一种解释是亚洲投资者通常不投资矿业公司。他们更偏爱持有实物黄金和白银。另一方面，西方金融投资者减持黄金 ETF 份额的同时也削减了对矿业股的配置。

黄金（左）和范艾克金矿ETF（GDX）（右），单位：美元，2014年1月-2024年10月



来源：路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

想法不一的人聚在一起是市场，想法一致的人聚在一起就是作案团伙了。

纳瓦尔·拉维坎特 (Naval Ravikant)

在股市中，人工智能等话题近期抢占了采金企业的风头。但矿业股在基本上毫无疑问是被低估的。近几个月来，被低估的矿业股吸引了以逆向投资著称的知名投资者的关注。斯坦利·德鲁肯米勒 (Stanley Druckenmiller) 在 2023 年第四季度抛售了包括字母表和亚马逊在内的科技股，转而投资纽蒙特矿业公司和巴里克黄金公司。不久后，《金融时报》报道称，由保罗·辛格尔 (Paul Singer) 领导的艾略特管理公司正推出名为“许珀里翁” (Hyperion) 的基金，该基金由前纽克雷斯特矿业公司首席执行官领衔，专注于投资贵金属和基础金属。

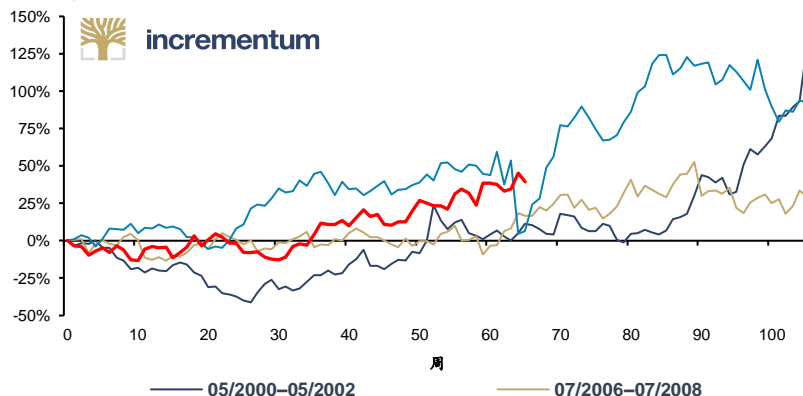
聪明的投资者是现实主义者，他从乐观主义者那里卖出，从悲观主义者那里买入。

本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham)

采金业在许多方面是独特的。尽管自下而上的基本面研究对谨慎选股和合理分散投资必不可少，但宏观具体的、自上而下的影响因素也发挥着极为重要的作用。¹³就货币政策敏感性而言，回顾过往可以发现，最后一次加息前后通常都是绝佳的投资入市时机。

¹³参见《执信黄金》报告的章节“矿业股的基本面和技术面”

上次加息后24个月的黄金矿业指数表现，单位：美元，2000年1月-2024年10月



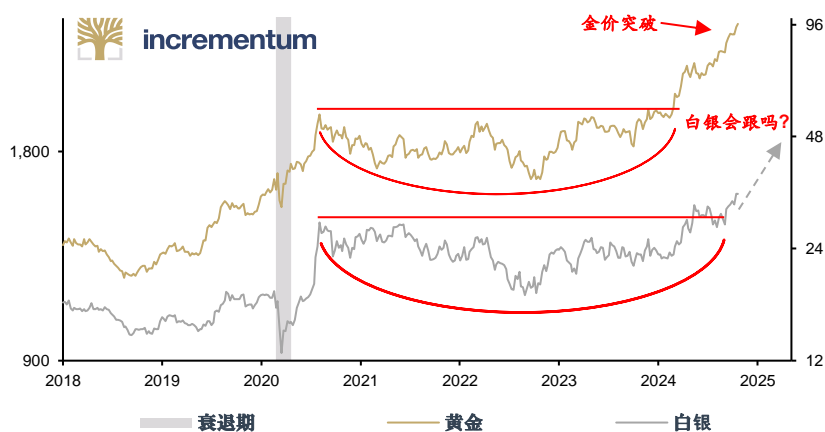
来源：路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

鉴于采矿行业长期被低估的历史背景，我们于2024年2月中旬推出了一项自上而下驱动的投资策略，该策略与这些自上而下的影响因素及新黄金投资策略中的其他理念相契合。《执信黄金》报告中提出的**增量活跃黄金信号 (Incrementum Active Aurum Signal)** 在这一投资策略中发挥着核心作用。¹⁴欲了解更多资料，请浏览 www.incrementum.li

白银

白银同样可以发挥“进取型类黄金资产”般的重要作用。白银已连续四年出现供应短缺，2024年的短缺量将达到2.154亿盎司，创下历史新高。造成这一状况的主要原因是光伏产业的持续繁荣。由中国主导的光伏业是能源转型的关键行业，其对白银的需求最大，消耗量达2.32亿盎司。此外，自1967年以来，白银在过去7次牛市中，有6次表现优于黄金。然而，迄今为止，这种白色金属的价格表现仍低于平均水平。

金价和银价，单位：美元，2018年1月-2024年10月



来源：路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

历史上，投资需求的增加对白银大牛市起到了决定性作用。如果出现第二波通货膨胀，人们可能开始害怕错过，而白银可能是最大的受益者之一。

商品期货

¹⁴参见《执信黄金》报告的章节“掌控新黄金策略”

如果铜博士拥有经济学博士学位，并且是经济周期方面的专家，那么黄金就是一位在货币贬值方面获得诺贝尔奖的教授。

查理·莫里斯 (Charlie Morris)

在我们看来，近年来我们经常强调的大宗商品超级周期已经暂停，但依旧完整。价格上涨和供应瓶颈让公众重新关注潜在的资源短缺。就在最近，管理着 1.5 万亿美元挪威主权财富基金的首席执行官尼古拉·坦根 (Nicolai Tangen) 警告称，资源可能出现短缺，大宗商品价格可能上涨。鉴于我们在《执信黄金 2023 年报告》中详细描述了资本支出周期被忽视的情况，我们坚信大宗商品牛市仅处于早期阶段。¹⁵ 近期铜价上涨和必和必拓公司收购英美资源集团的行为，可能预示着牛市进入下一阶段。

纳斯达克100指数与彭博商品指数的比率，1991年1月-2024年10月



来源: 美国银行全球投资战略部、路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

就像 $E=mc^2$ 决定了我们宇宙中的速度极限，比特币的难度调整机制决定了比特币中的货币供应极限。

吉吉 (Gigi)

数字黄金

多年来，我们一直相信传统投资组合吸纳比特币能改善风险回报状况。美国证券交易委员会 (SEC) 对比特币现货交易 ETFs 的批准及相关法律确定性的提升，进一步强化了这一观点。因此，禁止比特币是不可能的。将比特币敞口加入到传统投资组合的一种实用方法是将黄金和比特币结合成为组合的成分。在此，投资者可通过调整资金组合，也可能通过期权叠加的方式，利用波动性获得好处。然而，此类投资需要深厚的专业知识。

新的 60/40 投资组合

传统证券投资组合目前仍以 60% 股票和 40% 债券的组合比例为主。这种投资组合结构在过去几十年中无疑带来了诱人的风险调整回报。然而，随着“大稳健”时代的落幕，支撑其正向表现的宏观经济环境已不复存在，成为历史。

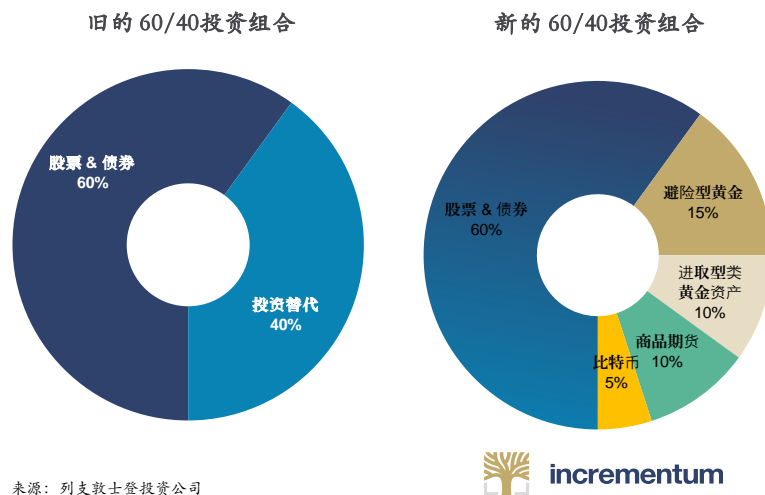
¹⁵ 参见“资本支出回归：一个猛烈的大宗商品的牛市”，《执信黄金 2023 年报告》

自由和责任并非相互联系的，它们是一样的。

哈里·布朗 (Harry Browne)

半个世纪前，哈里·布朗提出了**永久投资组合替代传统的 60/40 投资组合**。¹⁶组合由**25%的股票、25%的债券、25%的现金和 25%的黄金**构成的。令人惊讶的是，20 世纪 70 年代经历了高通胀时期后，该投资组合变得流行，明显取得了更好的效果，而彼时 60/40 投资组合的表现非常糟糕。

尽管永久投资组合在今天仍然是有吸引力的替代组合，我们认为在新的黄金策略框架内有一个更符合现代的投资实践。以下是我们对长期投资者的新标准投资组合的配置构想：

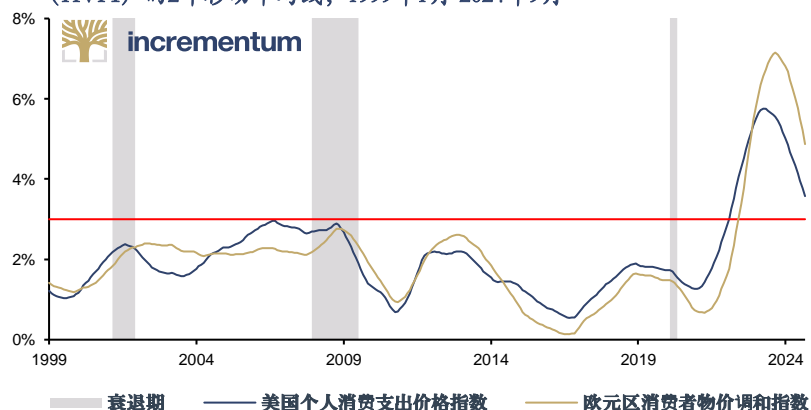


重要的是能保持重要的事情一直重要。

阿尔伯特·爱因斯坦

当然，我们不认为这种配置是一成不变的。相反，它是根据当前的货币、财政和地缘政治现状制定的指导方针。我们认为，只要货币环境依然处于不稳定阶段，且该阶段以高额债务和地缘政治动荡为特征，那么新的黄金投资策略便是适用的。衡量货币稳定性的一个简单量化指标是通货膨胀率。如果 24 个月内的平均通货膨胀率保持在 3% 以下，这便是一个良好的迹象，表明形势已趋于稳定。

美国个人消费支出价格指数 (PCE) 和欧元区消费者物价调和指数 (HVPI) 的 2 年移动平均线，1999 年 1 月 - 2024 年 9 月



来源：美国银行全球投资战略部、路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

在我们回到稳定的货币环境前，我们建议非通胀性、防违约的硬通货、实物资产和大宗商品应在投资组合中占有相当大的比重。

¹⁶参见“投资组合多元化背景下的黄金”，《2016 年执信黄金报告》



MINERA **M** ALAMOS
INC.

阿拉莫斯矿业

建立低资本 密集型 **金矿**

为什么选择阿拉莫斯矿业？

- 具有多个1000-3000万初始资本支出的项目
- 首先聚焦于北墨西哥
- 低负债资产负债表
- 公司内部与股东利益一致
- 桑塔纳金矿将在2024/25年增加生产
- 墨西哥塞罗德奥罗 (Cerro de Oro) 是第二个获批并计划在2024年建设的矿山

mineraalamos.com

多伦多证交所: MAI | 美国场外交易市场: MAIFF

新黄金策略的十大要点

黄金时代，新规则清晰可见，昨日的真理很少适用于今日。

黄金总是在瞬息万变的努力中变化，在生活中找到了它的新位置。

Chat GPT

新版黄金策略的元主题可概括如下：国际经济与权力架构的重新洗牌、新兴市场对黄金市场的主导影响、极限已至的债务可持续性，加之可能接踵而来的多轮通胀，这些因素共同促使黄金增值。这一阶段将持续一段时间，直至建立新的平衡。

- 1.) **美国实际收益率和金价之间的高度负相关已经作古（至少目前如此）。**尽管实际收益率上升，但金价上涨的势头并未被遏制。
- 2.) **中央银行是黄金需求的关键因素：**这些机构对价格变动不太敏感。中央银行可能为金价构筑了下限。
- 3.) **法定货币武器化具有深远影响：**2022 年俄罗斯储备和俄罗斯寡头资产被没收，为众多国家主体以及海湾国家、俄罗斯和中国的富人们敲响了警钟。伦敦、纽约或温哥华的（豪华）房地产一直是新兴市场储蓄的首选之地，但这在 2022 年发生了改变。
- 4.) **避险资产日益稀缺：**具有流动性的避险资产正变得越来越少。新旧避险资产的重要性都在提升。
- 5.) **与 20 世纪 60 年代美国的黄金流失不同，目前黄金流入的现象发生在新兴市场。**中国在这方面发挥主导作用，但已不再孤军奋战。西方金融投资者不再是黄金的边际买家或卖家。黄金市场的定价权正逐渐向东方转移。
- 6.) **货币环境剧变：**财政宽松严重危及西方国家的债务可持续性。利息负担的激增预示着债务可持续性已接近极限。
- 7.) **滞胀 2.0 时代的新策略：**大稳健时代已经结束。周期性供应冲击将导致通胀的进一步波动。
- 8.) **60/40 投资组合的终结：**在结构性通胀率上升的情况下，股票和债券之间呈现正相关，意味着在经济增长放缓时，债券无法提供保护。
- 9.) **中央银行的新策略：**曾经神圣不可侵犯的 2% 通胀目标已经不再是不可动摇的准则。即便在连续达到这一目标之前，西方中央银行就已公开讨论转向实施更加宽松的货币政策。
- 10.) **非通胀性投资（如黄金、白银、大宗商品和比特币）在投资者中的地位越来越重要。**

正如体育中新战术风格会随时间不断调整和改进一样，黄金策略也是如此。《执信黄金》报告将年复一年地为您提供最新的策略调整和改进。

评估一个人智力高低不是藉由知识，而是想像力。

阿尔伯特·爱因斯坦

新的黄金策略表明，黄金很可能出现增长趋势。当然金价也有遭受失利的情况。以下发展可能会在中短期内产生负面影响：

- 自 2023 年十月低位后，金价已经上涨了超 900 美元，因此获利回吐应该不足为奇了。
- 若经济实现“软着陆”，投资者可能会将资金从安全投资转向风险更高的投资，从而对金价造成压力。
- 美国持续加息周期和实体经济稳健增长。
- 重回类似“大稳健”时期的低通胀阶段。
- 高昂的金价已开始影响人们对实物黄金的需求，尤其影响对价格敏感的市场，例如印度。此外，美国等国家的回收金供应量也已随之增加。
- 在中国，由于政策可能对房地产提供更强有力的支持，人们缓解了经济增长的担忧，由此可能减少他们对黄金的需求。
- 股市崩盘或（商业）房地产危机显著恶化可能导致黄金抛售（见 2008 年）。在这种特殊情况下，黄金的高流动性反而成为劣势。

- 商品交易顾问 (CTA)、管理期货基金和对冲基金等动量投资者在价格下跌或反弹乏力的迹象出现时，就会平仓。
- 中国人民币对美元贬值。这强化了美元地位，并可能削弱以美元计价的金价，但不一定影响其他多种货币计价的金价。
- 俄罗斯与乌克兰之间，或以色列与哈马斯和伊朗之间的地缘政治冲突得到持续缓和或解决，可能影响金价。

黄金，将何去何从？

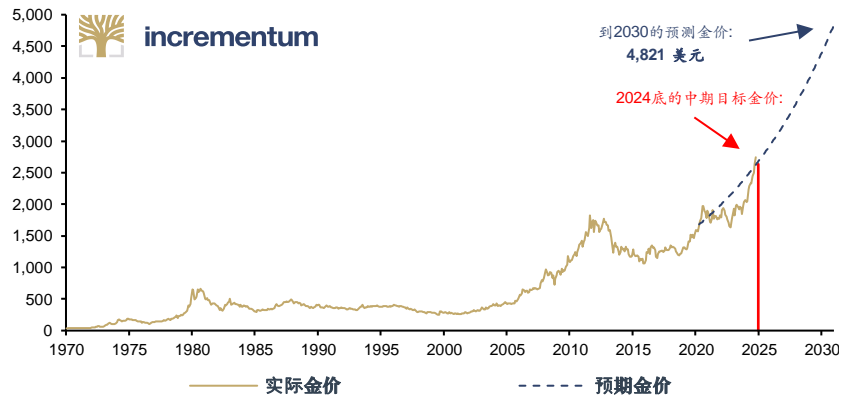
对 2030 年黄金价格的最新预测

切勿受限于他人有限的想象力。
梅·杰米森 (Mae Jemison)

忠实的读者还会记得我们在《执信黄金 2020 年报告》中发布的黄金价格预测模型。¹⁷彼时我们将黄金覆盖率作为一个关键的输入因素，推测出 2030 年底目标金价将略高于 4,800 美元。

特别是过去两年间，美联储大幅加息以及通胀的暂时放缓，遏制了金价的上涨势头。而近期金价的飙升，可能预示着利率即将反转，也可能预示着美国滞涨日益恶化。我们认为，近期的价格走势坚定了我们的价格目标，因此我们继续坚持 2020 年初提出的目标，即截至 2030 年金价约为 4,800 美元。

2030 年达到预期金价的中间态：金价和预期金价，单位：美元，1970 年 1 月-2030 年 12 月



来源：路透社Eikon平台、列支敦士登投资公司

金价下一次大幅上涨对那些不幸看空的人来说将是一种宗教般的体验。

保罗·米尔克里斯特 (Paul Mylchrest)

如果某些读者认为这个目标价过于雄心勃勃，我们希望将其带来的回报置于历史视角中进行考量。基于目前金价为 2,300 美元，这意味着到 2030 年，金价每年将接近 12% 的涨幅。相比之下，21 世纪初金价每年涨幅超过 14%，而在 20 世纪 70 年代，年涨幅更是超过 27%。

黄金正等候着投入使用

我打球时害怕让球队失望。正是这种心态激励着我。

强尼·威尔金森 (Jonny Wilkinson)

路易·文森特·加夫 (Louis-Vincent Gave) 认为，美国国债曾是一代人心目中的全明星资产类别。然而，这位“全明星”如今已风光不再，投资组合因此如同没有迈克尔·乔丹的芝加哥公牛队、没有齐达内的法国国家足球队或没有强尼·威尔金森的英格兰橄榄球队，陷入了相同的困境。此时，我们必须编写一本新的策略手册，必须

¹⁷“黄金，将何去何从？”，《执信黄金 2020 年报告》

找到一个新的局面改变者，以之为中心建设团队。**黄金现在已经热好身，只是等待着替补上场，正因他能轻易担任那个角色。**

年轻时我们学习，年长时我们理解。

玛丽·冯·埃布纳-埃森巴赫 (Marie von Ebner-Eschenbach)

在新的黄金策略下，我们相信黄金的前景比以往任何时候都要光明。然而，任何显著的上漲行情都不可避免地会回调或盘整。但这些必然的阶段不应该给黄金长期看多蒙上阴影。对于避险型黄金（即将其视为具有购买力的避险资产）的投资者而言，这类回调无疑令人恼火。而投资进取型类黄金资产的投资者则应尽早识别这些回调，并据此调整投资决策，以便从短期波动中获利。**我们开发了增量活跃黄金信号，以确定进出矿业股的最佳时机。**¹⁸

生活中最大的危险就是你变得过于谨慎。

斯蒂芬·茨威格

雷吉娜·科斯特洛 (Regina Costello) 曾敏锐地指出，**我们的语言是一面时代的镜子，一扇透视时代精神的窗口。**2022年，《柯林斯英语词典》将“长期危机”（permacrisis）一词选为年度词汇，意为“**长时间的不稳定和不安，尤其是由一系列灾难性事件所导致的不稳定和不安**”。然而，这种语言上对危机无处不在的反映，也隐藏着一种机遇。

正如身处绝境的棋手在看似无解的棋局中寻觅转机，我们也必须学会在日益加剧的不确定性中洞察机遇与威胁并存。只有这样，我们才能根据各自的投资环境主动或被动地采取行动并干预事态发展。**如同棋盘上的皇后，黄金在投资组合中既能谨慎地用于防守，也能前瞻性地出击。**

我不是乐观主义者。我是一个非常严肃的可能主义者。

汉斯·罗斯林 (Hans Rosling)

在应对当前的长期危机时，最好的心态不是刚硬地抵抗，而是积极适应当前环境，并勇于追求创造性解决方案。我们应汲取象棋这一古老智慧，学会未雨绸缪，多想几步棋，在深思熟虑后，坚定不移地执行所作决策。这就是为什么以下内容比任何时候都更为重要：


执信黄金

¹⁸参见《执信黄金》报告的章节“掌控新黄金策略”



2个采矿营地:
加拿大纳尔逊金矿和加拿大格林伍德金矿
+已投入使用的浅成低温热液金矿床
和2个砂金源区



加拿大肯维尔金矿 ESG 
准备开发
工程进行中



绿色开采
与能源普拉格技术公司
达成清洁电力合作协议



+目标是
800万盎司
具有无限潜力



推进高品位黄金资产

在加拿大不列颠哥伦比亚省南部

拥有全部项目100%所有权

现已通过全部审批

肯维尔金矿

布雷特浅成热液金矿

艾米莉亚金矿



更多信息详见
XimenMiningCorp.com

多伦多证交所 **XIM**

美国场外交易市场 **XXMMF**

法兰克福证交所 **1XMA**

关于我们

罗纳尔多-彼得斯托弗尔， 特许市场技术分析师 (CMT)



罗尼 (Ronni) 为列支敦士登投资有限公司的管理合伙人，负责研究和投资组合管理。

他曾在美国和维也纳经济与工商管理大学学习工商管理 and 金融，在此期间收获了银行交易平台的工作经验。毕业后，他加入了奥地利第一储蓄集团 (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》年报已成为黄金、货币和通胀方面的标杆报告之一。

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。他合著出版了 2014 年的国际畅销书《奥地利投资者学院》 (Austrian School for Investors) 和 2019 年的《零利率的陷阱》 (The Zero Interest Trap)。他还是都铎黄金公司 (TUD) 和黄金风暴金属公司 (GSTM) 的董事会成员。此外，他还是冯格雷耶斯股份公司 (VON GREYERZ AG) 的顾问，该公司是全球领先的独立于银行体系之外的黄金存储型财富保值公司。他也是货币金属公司 (Monetary Metals) 的顾问。

马克·瓦莱克， 特许另类投资分析师 (CAIA)



马克是列支敦士登投资有限公司合伙人之一，负责组合投资管理 with 研究。

在全职工作期间，马克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 work。在列支敦士登投资有限公司公司成立之前，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。他的创业经历是作为联合创始人创办了 philoro Edelmetalle GmbH。

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。他合著出版了 2014 年的国际畅销书《奥地利投资者学院》。此外，他是货币金属公司的顾问。

列支敦士登投资有限公司



列支敦士登投资有限公司是一家总部位于列支敦士登公国的投资与资产管理公司，由所有者亲自管理，并持有 FMA（金融市场管理局）颁发的执照。我们的核心竞争力在于投资基金管理和资产管理。我们不仅根据全球经济形势来评估投资，而且始终把它们放在当前全球货币体系下进行考量。独立和自力更生是本公司理念的基石，这也是五位合伙人拥有这家公司 100% 股份的原因。

《执信黄金》报告的出版权已于 2023 年 11 月转让给稳健货币资本有限公司。该报告将一如既往地列支敦士登品牌继续保持合作。

www.incrementum.li

特别感谢以下为《执信黄金 2024 年报告》做出杰出贡献的人士：

Gregor Hochreiter, Richard Knirschnig, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Theresa Kammel, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Ahmed Ayoub, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Elizabeth and Charley Sweet, Max Urbitsch, Trey Reik, Tavi Costa, Louis-Vincent Gave, Brent Johnson, Grant Williams, Markus Hofstädter, Seasonax, OPEC Library, Kailash Research, Jochen Staiger, Philip Gales, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Richard Schodde, David Schrottenbaum, 列支敦士登投资有限公司出色的全球团队，当然还有我们的家人！



Gregor Hochreiter
主编



Richard Knirschig
定量分析与制图



Lois Hasenauer-Ebner
定量分析与制图



Jeannine Grassinger
助理



Stefan Thume
网页设计与媒体



Peter Árendáš
撰稿人



Ted Butler
撰稿人



Roberto Erickson Rios
撰稿人



Fabian Grummes
撰稿人



Florian Grummes
撰稿人



Katrin Hatzl-Dürnberger
校对



Handre van Heerden
撰稿人



Philip Hurtado
撰稿人



Nikolaus Jilch
撰稿人



Theresa Kammel
撰稿人



Ronan Manly
撰稿人



Alex Petrou
撰稿人



Paul Mylchreest
撰稿人



Charley Sweet
校对

联系方式

稳健货币资本有限公司
Industriering 21
FL-9491 Ruggell
列支敦士登公国

邮箱: contact@soundmoneycapital.com

免责声明

本文仅供参考之用，不构成投资建议，也不构成投资分析或买卖金融产品之邀约。特别是，这份文件无意取代个人投资或其他建议。本文所载的信息仅反映本公司于报告准备之时的判断，可随时更改而不另行通知。

《执信黄金》报告的出版权已于 2023 年 11 月转让给稳健货币资本有限公司。此外，该报告将一如既往地列支敦士登投资有限公司品牌继续保持合作。

作者已尽可能谨慎地选择使用的信息源，但其（包括稳健货币资本有限公司和列支敦士登投资有限公司）并不为所提供的信息或信息来源的准确性、完整性或时效性承担任何责任，也不承担由此产生的责任和损失（包括后续或间接损失、利润损失或预测的实现）。

稳健货币资本有限公司和列支敦士登投资有限公司的所有出版物原则上皆被视为用于市场交流或其他资讯，并不构成《市场操纵条例》范围内的投资建议。两家公司均不发布投资建议。

稳健货币资本有限公司对这份《执信黄金》报告的内容负全部责任。

版权：2024 稳健货币资本有限公司. 版权所有，翻印必究。

公司介绍



元素公司 (ELEMENTUM) – 理应回报更多!

近 20 年来，元素公司有能为个人、家庭、雇主和雇员提供战略性解决方案。

www.elementum-international.ch



金罗斯黄金公司 (Kinross Gold)

金罗斯黄金是一家总部位于多伦多的高级金矿开采公司，在美国、加拿大、巴西、智利和毛里塔尼亚拥有多元化矿产和项目。

www.kinross.com



阿拉莫斯矿业公司 (Minera Alamos)

阿拉莫斯矿业公司是一家新兴的黄金开发商，正加速开采巴西桑塔纳矿井并快速跟进第二个旗舰矿井的许可：埃尔·德奥罗山 (Cerro de Oro)。公司专攻低成本建筑的 Minera 模型仍然不受通胀压力影响。

www.mineraalamos.com



西门矿业 (Ximen Mining)

西门矿业 (多伦多证券交易所创业板: XIM) 在加拿大不列颠哥伦比亚省南部以负责任的态度开发、可持续开采和勘探贵金属，同时也在推进加拿大肯维尔金矿项目。

www.ximenminingcorp.com

