

In Gold We Trust[®]
Report 执信黄金.年报

2025 年 11 月 17 日



黄金大牛市



incrementum

罗纳尔多·彼得斯托弗尔 & 马克·J.瓦莱克

真诚感谢以下为 2025 年《执信黄金》报告做出贡献的优质合作伙伴

优质合作伙伴详情请见报告末尾。

BARRICK

 **Elementum**
PRECIOUS METAL STRATEGISTS

EMX ROYALTY CORP
THE ROYALTY GENERATOR™


**MINERA
ALAMOS**
INC.

 **Newmont**™


**Silver
Bullion**
银胜有限公司

目录

引言：黄金大牛市.....	5
新一轮长期牛市正在形成。我们在 2020 年的《执信黄金》报告中宣布的“黄金十年”正如火如荼地进行。我们再次呼吁做多黄金，将投资组合中的很大一部分配置为黄金。	

黄金，将何去何从？	22
我们的综合分析表明，黄金牛市仍有相当大的上行潜力。到本十年结束时，基本情景下金价将达到 4,800 美元，如果通胀强劲，金价甚至将达到 8,900 美元。	

关于我们&优质合作伙伴

关于我们	36
-------------------	-----------

我们的优质合作伙伴	39
------------------------	-----------

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（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：2025 稳健货币资本有限公司. 版权所有，翻印必究。

《执信黄金》年报团队



Gregor Hochreiter
主编



Richard Knirschning
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



Rudi Bednarek
撰稿人



Ted Butler
撰稿人



Daniel Gomes Luis
撰稿人



Florian Grummes
撰稿人



Katrin Hatzl-Dürnberger
校对



Handre van Heerden
撰稿人



Philip Hurtado
校对



Nikolaus Jilch
撰稿人



Theresa Kammel
撰稿人



Ronan Manly
撰稿人



特雷·赖克 (Trey Reik)
撰稿人



Charley Sweet
校对



Nic Tartaglia
撰稿人



Marc Waldhausen
撰稿人



David Waugh
撰稿人

《执信黄金2025年报告》印刷版请点击[这里](#)购买。

引言： 黄金大牛市

“没有什么比黄金热更狂热的了。”

理查德·罗素 (Richard Russell)

- 新一轮长期牛市正在进行中。我们在《执信黄金 2020 年报告》中宣称的黄金十年正马力全开，彼时的黄金价格不过 1,500 美元。我们再次呼吁大力做多是为了质疑投资者仍普遍配置偏低黄金的做法和倡导大幅提高避险型黄金和进取型类黄金资产的权重。
- 美国备受讨论的关税和贸易政策只是全面重组的一个方面。随着美国独立日的到来，唐纳德·特朗普引发了一场可能导致货币架构重组的系统性地震。
- 特里芬难题再次成为货币议题的核心：只有通过黄金或比特币等中性储备资产，才能找到可持续的解决方案。
- 下跌是长期牛市必不可少的一部分。明智的分散投资和积极的投资方式对进取型类黄金资产尤其有利。回调对耐心投资者而言是机会而非威胁。
- 《执信黄金 2024 年度报告》中提出的**新黄金投资策略**仍然不变。亚洲对金价的影响越来越重要。西方金融投资者现在终于开始重新发现他们偏好黄金。
- 德国放宽了债务刹车，以及以“特殊资产”为名行特别举债之实，已然宣告其财政自律时代的终结。然而，欧元区最大的问题仍然是法国。

有一个奇怪但真实的事：你离市场越近，就越难以察觉它的愚蠢。

迈克尔·路易斯 (Michael Lewis)

在美国，相信猫王还活着的人比拥有黄金的人还多。

杰拉尔德·麦克米伦 (Gerald McMillan)

人们总希望权威告诉他们如何估值，但他们选择权威的依据并非事实或结果，而是因为权威看似权威且熟悉。

迈克尔·贝瑞 (Michael Burry)

“真相如诗——而大多数人讨厌诗歌。”这是电影《大空头》中一位酒保对“说真话需要一匹快马”这一不中听见解的表述。直到最近，黄金还遭遇着类似的命运，在西方金融业中尤其如此。避险型资产（即避险型黄金）长期被视为过时之物。而收益型资产（即进取型类黄金资产）又被斥为痴心妄想。

《大空头》原本是迈克尔·刘易斯 (Michael Lewis) 的著作，其本质上是一部关于发现经济错配并从中获利的作品。该书揭示了低利率、宽松信用评级和过度杠杆的叠加效应如何催生危险的繁荣泡沫，而这种泡沫又被看似无懈可击的金融创新和信用评级机构粉饰过的评级所放大。少数人看到了本应显而易见的风险，但敢于逆市而行、做空市场的人寥寥无几。

从更深的意义上说，《大空头》展现了哲学上的对立：逆向思维者与主流共识的对立、普通民众与华尔街的对立、体系批判者与信仰者的对立。正如局外人围绕迈克尔·贝瑞和史蒂夫·艾斯曼 (Steve Eisman) 等投资者展开布局一样，近期资本市场的局势也已发展至一触即发的紧要关头。**当前投资者面临以下问题：**

- 政府债券，即便美德国债，是否仍是避险选择？
- 美国主导的时代是否终结？美元是否开始步入熊市？美股“七巨头”中期估值最终是否会过度膨胀？
- 现在的黄金太贵了吗？

对于最后一个问题，保守的回答是现在投资黄金已经太晚了。金价已经太高了，因此进一步的价格空间是有限的。

黄金十年：下个五年的开始



然而，我们坚信这种广为流传的看法是错误的。战略上的智慧意味着采取非常规行动，尤其在投资领域。我们的核心论点是：近几个季度的黄金牛市印证了我们在 2020 年《执信黄金》报告《黄金十年，即将到来》中预测的长期上涨趋势。当时我们像 2000 年代中期《大空头》中的一些主角那样，遭遇了主流观点的质疑甚至恶意。但数据不言自明。**自我们宣告黄金十年以来，以美元计价的黄金价格上涨了近 130%，而美元对黄金贬值超 55%。**

我们正见证一场长期牛市如何逐渐成为主流。根据**道氏理论**，牛市分为三个阶段，公众参与阶段（又称大涨阶段）是第二阶段。这一最持久且最具活力的牛市阶段的特点是媒体的报道会越来越乐观，同时投机兴趣和交易量上升，新型金融产品涌现，分析师不断上调目标价位。**我们认为，当前正处于这一阶段，并最终将导向最后的狂热阶段。**

市场不是水晶球，而是晴雨表。

查尔斯·道 (Charles Dow)

金价涨势令人瞩目。2024 年以美元计价的金价创下 43 次历史新高，仅次于 1979 年的 57 次，略高于 1972 年和 2011 年的 38 次。截至 10 月 31 日，金价在 2025 年创下 39 次历史新高。

金价（单位：美元），新的历史高点收盘价，1970.01–2025.10



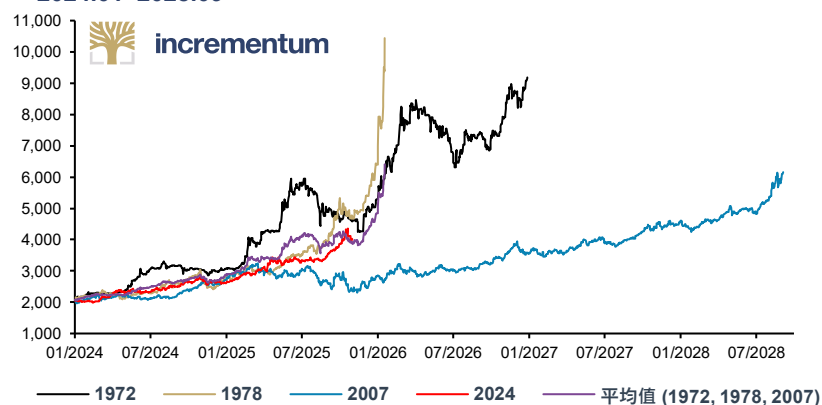
来源：3Fourteen Research、世界黄金协会、伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

如果有疑问，那就说出来。

科林·麦克雷 (Colin McRae)

尽管金价数次新高和快速突破 3000 美元大关，乍一看涨势惊人，但按历史标准看，金价涨势其实并不极端。

历史金价突破点位（自2024.01.01价格起），单位：美元，2024.01–2028.09



来源：TheDailyGold网、伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

投资管理的本质是管理风险，而不是管理回报。

本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham)

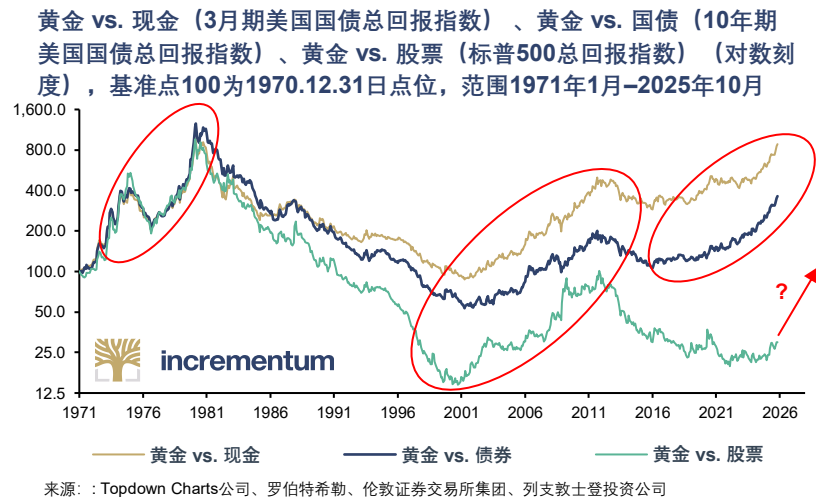
当然，以人民币计价的金价表现也令人印象深刻。继 2024 年上涨 30.3% 之后，截至 10 月底，金价又上涨了 48.8%。10 月 20 日创下 30,916 元的历史新高。

人民币金价（单位：人民币），2020.01–2025.10



来源：伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

近几个月来，因黄金在绝对价值上屡创新高，市场已进入未知的定价区域，所以黄金逐渐成为公众关注的焦点。然而我们认为，另一方面更值得关注：**任何深入观察市场本质的人都会发现，黄金正实现相对的技术性突破**。尤其是当前黄金对比股票展现出相对的强势，预示着新趋势阶段的开启。



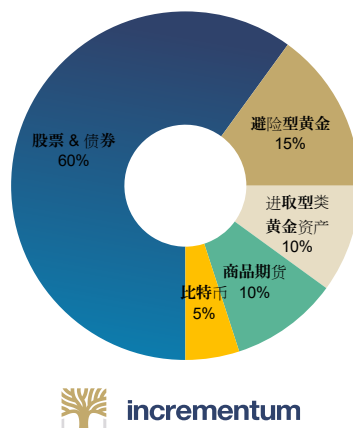
当黄金贬值时，它真的贬值了。
杰姆·辛克莱 (Jim Sinclair)

在此背景下，做多黄金的核心要义在于：对于已持有黄金的投资者而言，继续持有仍是战略上的明智选择。而对于新入场者，当前仍是颇具吸引力的入场时机。关于黄金在投资组合中的理想配置比例，业界观点不一。但主流投资机构通常仅建议（甚至未必建议）将黄金配置比例控制在个位数低区间。这种抗拒主要源于黄金是非生息资产，不分红。然而历史数据表明：黄金在市场关键阶段的表现往往优于股票、债券等收益型资产，投资者在战略资产配置中必须重视这一现象。¹

你有足够的非债财产吗？
雷·达利奥 (Ray Dalio)

在确定具体黄金配置比例时，建议区分避险型黄金与进取型类黄金资产两类资产。"黄金多头"策略特别强调未来数年进取型类黄金资产的潜力：正如去年我们在《新黄金投资策略》中提出的新版 60/40 投资组合，我们认为白银、矿业股及大宗商品均属该策略中极具前景的组合要素。

新的 60/40 投资组合



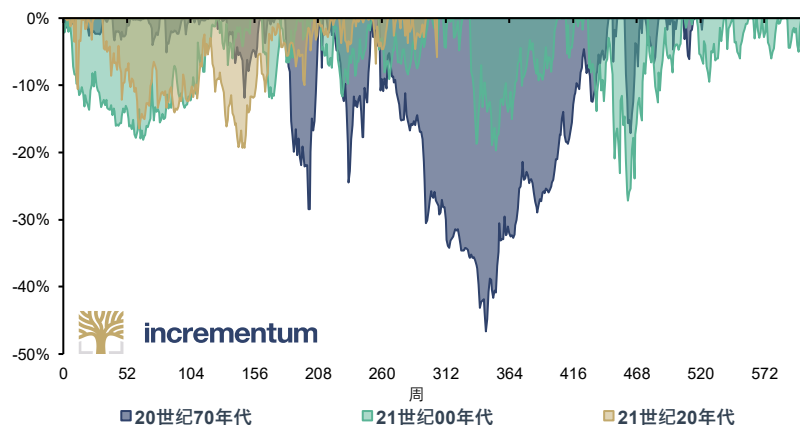
¹我们关于最佳黄金配置的想法分享在《最佳黄金配置——你的投资组合需要多少黄金？》，《执信黄金》特别版，2024年8月。

接受波动性是你收获业绩的代价。
回调并非体系的失败，而是其中的一
员。

霍华德·马克斯 (Howard
Marks)

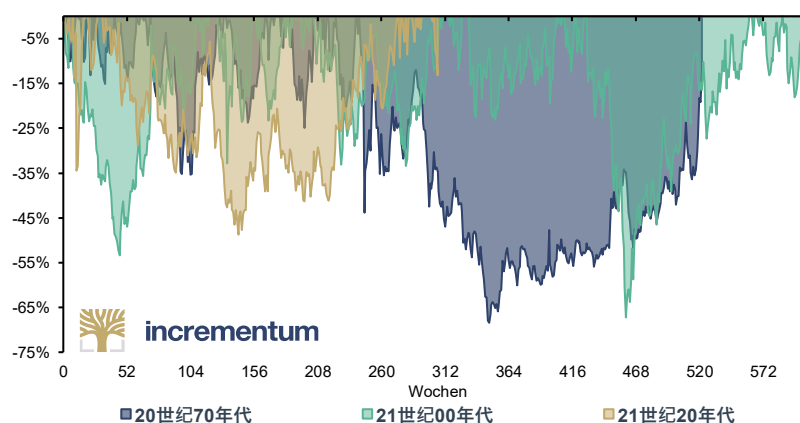
尽管我们很自信，但我们希望强调一个长期的牛市并不是没有回调的。过往的多次牛市都被观察到有 20%、30% 甚至 40% 的回调。而在 4 月 2 日解放日之后金价震荡恰恰提醒了人们这一事实——尽管黄金价格迅速回升，并在几天后金价（美元计价）再创下历史新高。

黄金在牛市期间的跌幅对比（单位：美元），1969.12–2025.10



对于进取型类黄金资产（如白银或矿业股），回调通常更为明显，如下图所示。因此，持续的风险管理是必不可少的。²

黄金矿业股票*牛市期间跌幅对比（单位：美元），1969.12–2025.10



² 参见《执信黄金》报告英文版中的章节：《进取型类黄金资产——是时候买入矿业股了吗？》，其中介绍了增量活跃黄金（Incrementum Active Aurum）指标，您可以在 <https://ingoldwetrust.report/?lang=en> 下载报告。这项专有指标指导了增量主动黄金基金（Incrementum Active Gold Fund）的黄金权重。

专注未来

巴里克在业内独树一帜，通过不断地勘探和开发实现金和铜的资源置换，同时还能持续增加资源储备。凭借关键增长项目，公司预计到2030年产量将提升30%，且无需发行新股或承担额外债务。巴里克始终致力于为所有利益相关者打造可持续盈利的业务模式。



BARRICK

巴里克黄金

www.barrick.com

巴里克运营的内华达州科尔特斯地区金矿的三维地质模型，
裁剪出来用来展示四英里淘金矿体线框

特朗普冲击：美国经济和政治的重构

短短数周内，唐纳德·特朗普便在公信力与信任领域引发了一场“熊市”。随着特朗普重返白宫，美国乃至全球经济，甚至可能包括全球（货币）秩序，均已开启影响深远的重构进程。尽管他诸多举措看似纷繁无序，其后果尚难完全预判，但这些举措无疑为做多黄金策略营造了极为有利的环境。

我有预感，数年后，当经济不景气时，人们又会重蹈覆辙，将责任归咎于移民和穷人。

史蒂夫·艾斯曼

特朗普旨在从根本上改革美国经济的意图，对全球经济具有迫在眉睫的重要意义。此次选举，他以压倒性优势获胜，在参众两院均获得多数席位，加之共和党主导了最高法院，赋予了他空前的政治权力。尽管解读其战略存在重重困难，但仍可辨识出三项他亟待遏制或扭转的基本趋势：

- 持续攀升的政府债务负担
- 长期贸易逆差及由此引发的美国去工业化进程
- 去美元化对美元作为储备货币地位构成的威胁

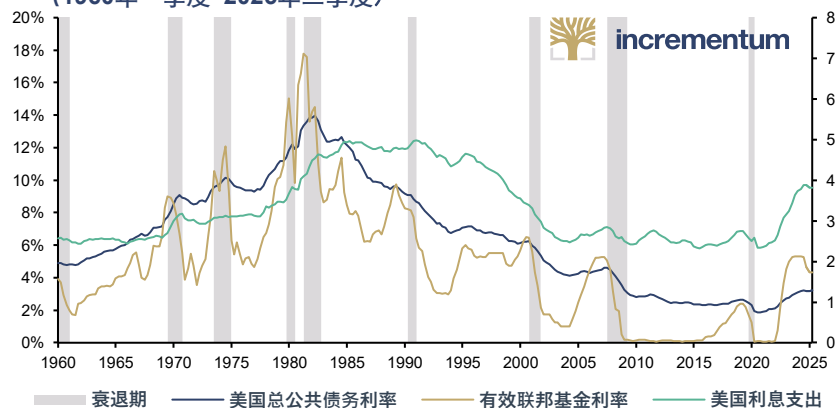
赤字、DOGE（政府效率部）与“排毒”：美国踏上紧缩之路？

特朗普或许正是那种不时现身、以标示时代终结并迫使其摒弃旧有伪装的历史性人物。

亨利·基辛格（Henry Kissinger）

这位自诩为“债务之王”的人物，如今（至少在言辞上）已选择放弃。我们在过往《执信黄金》报告中多次强调了政府债务中那些威胁经济稳定的动态因素，如今这些因素已进入主流视野，成为特朗普政府的核心关切。没有什么比美国每年支付的那 1 万多亿的国债利息更能说明债务的困境了，这一数字甚至已超过其大气的国防预算支出。

美国总公共债务利率、有效联邦基金利率及利息支出占美国GDP比例
(1960年一季度-2025年二季度)



来源：国会预算办公室、圣路易斯联邦储备银行、伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

一旦你支付的利息超过了税收，你的国家就正式变成了庞氏骗局。

迈克尔·贝瑞

特朗普总统已明确表示，无论是国家安全还是贸易领域，他都不会再容忍其他国家“搭便车”，坐享美国的血汗成果。

斯蒂芬·米兰（Stephen Miran）

控制过度负债的部分举措是识别官僚体系的低效环节。DOGE 最初期望实现每年 1 万亿美元的节支目标，约占华盛顿政府支出的 15%。这将大致削减过半的财政赤字，并使其近乎接近“3-3-3 计划”设定的 3% 目标水平。然而，在数周内，马斯克便大幅下调预期，改口称潜在节支规模仅 1,550 亿美元。数周后，特朗普与马斯克的“合作”宣告终结，双方围绕“大而美法案”（Big Beautiful Bill）爆发激烈的个人争端。目前看来，DOGE 的行动能否长期遏制过度负债的恶性循环，仍存较大疑虑。

为减轻债务负担，美国除通过运营节支外，还想采取非常规手段。两位思想领袖佐尔坦·波萨尔³ (Zoltan Pozsar) 与斯蒂芬·米兰 (Stephen Miran) 已提出相关策略。后者在《[重构全球贸易体系用户指南](#)》(A User's Guide to Restructuring the Global Trading System) 中阐述，应说服美国盟友认购期限为 50 年甚至 100 年的超长期债券，同时由美联储提供美元互换额度，以保障欧元-美元体系的流动性。^{4,5}九月底向阿根廷提供的互换额度就是一个很好的例证。

当吃完胡萝卜时，就拿起大棒。

格兰特·威廉姆斯 (Grant Williams)

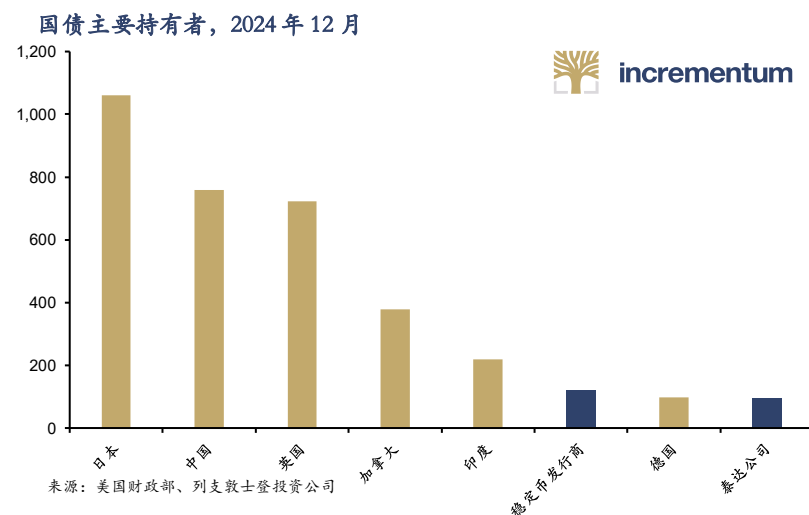
此外，能否免税准入美国市场及获得美国军事力量的保护，或将取决于各国是否愿意保证美国政府的长期融资需求。有什么后果？美元化进程加速，同时其他国家将被纳入美国地缘政治势力范围。

特朗普政府还明确反对引入中央银行数字货币 (CBDC)。第 14178 号行政令叫停了美国政府建立中央银行数字货币的任何倡议，转而支持私营企业在数字金融技术领域的创新，尤其是以美元为基础的稳定币。

稳定币可能代表着对美国政府债务数千亿甚至数万亿美元的自然需求。

尼克·卡特 (Nic Carter)

这种策略不仅基于意识形态，而且遵循了一种金融策略：Tether 和 Circle 等稳定币发行商现在是美国政府债券的最大买家之一。总的来说，稳定币发行商账面上有超过 1,200 亿美元的美国国债，而且这一趋势还在急剧上升。



贸易政策下的产业政策：美国能否重振工业区位优势？

经济格局重塑的另一要素在于贸易关系的改革。特朗普总统认为，高额的结构性和经常账户赤字是美国遭受世界其他国家剥削的明证。他在 4 月 2 日举办了“解放日”活动，并宣布了美国的新关税政策。截至 10 月 17 日，美国的平均关税为 18%，仅略低于战时《斯姆特-霍利关税法》(Smoot-Hawley Tariff Act) 实施的近 20% 的平均关税水平。这 18% 的数字不包含中美两国在 10 月底达成的协议，该协议将使美国对中国进口商品的总体关税从 57% 降至 47% 左右。

³ 见《专访佐尔坦·波萨尔：适应新世界秩序》，《执信黄金 2023 年报告》

⁴ See “How Bankers Turned Money into ‘Σ 0 ∞ € ¥,’” *In Gold We Trust* report 2021

⁵ See Stöferle, Ronald (@RonStoeferle): “THREAD: A User's Guide to Restructuring the Global Trading System' is probably the most important paper you've never heard of!...”, X, March 2025

特朗普政府的贸易立场已从对所有国家发动全面贸易战，转变为集中对中国发起贸易战。

路易文森特·盖夫 (Louis-Vincent Gave)

如果你在河边坐得够久，你就会看到你敌人的尸体漂过来。
老子

因其言之凿凿的自信，无人能辨其所言极智或极愚。
列夫·托尔斯泰 (Leo Tolstoy)

全球货币体系建立在特里芬所揭示的矛盾之上，若不改革，终将崩溃。
雅克·鲁埃夫 (Jacques Rueff)

当时，全球的反应是一波报复性关税浪潮，这严重打击了国际贸易，并加剧了由1929年股市崩盘所引发的危机。1929年至1933年间，美国进口量暴跌66%，出口量也下降了61%，这充分说明了贸易保护主义是如何加剧经济崩溃的。如今，风险更甚。与20世纪30年代不同，当今经济紧密相连，贸易保护主义措施不仅会扭曲贸易，还可能在生产网络中引发连锁性风险。

与此同时，中美贸易冲突急剧升级，但在5月中旬，紧张局势有所缓和，双方同意在继续谈判的同时，实施为期90天的关税减免。过去一段时间，美国与其他国家也达成了为期90天的关税暂缓实施协议，设定了10%的基础关税，用于后续谈判。

经合组织的数据显示，美国对中国进口产品的依赖大概是中国对美国进口产品的三倍，鉴于中国制造业基础也是美国的三倍，这一事实也很合理。在这种背景下，中国在这场冲突中似乎更有底气。

再度美元化还是去美元化？

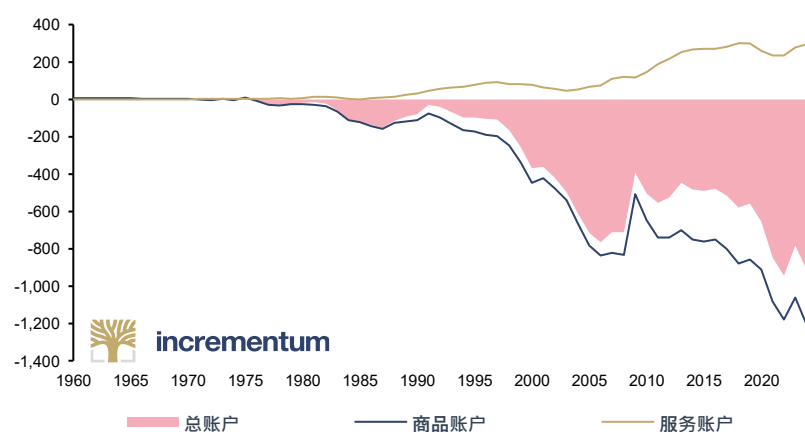
对于如何规划美元未来的意义，仍存在诸多不确定性。基于20世纪80年代的两项货币协议⁶，一份旨在使美元相对其他主要货币大幅贬值的计划正以“海湖庄园协议”（Mar-a-Lago Accord）之名流传。特朗普及其团队持有一个经济学上颇有争议的观点——美元估值过高是美国去工业化的主因。

这场讨论的核心是一个结构性困境。20世纪60年代，曾在美联储和国际货币基金组织（IMF）任职的经济学家罗伯特·特里芬（Robert Triffin）指出，发行全球储备货币的国家会面临短期国家利益与长期国际目标之间的冲突。理想储备货币的以下两大特性因而互斥，形成“特里芬难题”：

- **稳定性**：只有发行国保持经常账户平衡，其货币才能稳定。
- **储备货币充足的国际供应**：为满足国际社会对储备货币的需求，发行国的经常账户必定会赤字。

长期而言，储备货币地位既是恩赐也是诅咒——恩赐在于它让美国得以消费超过自身创造的财富，并将货币通胀转嫁至海外。

美国经常账户（单位：十亿美元），1960年–2024年



⁶ See "History Does (Not) Repeat Itself – Plaza Accord 2.0?," In Gold We Trust report 2019

资本输出是国家间时间偏好差异的结果。

欧根·冯·庞巴维克 (Eugen von Böhm-Bawerk)

诅咒在于持续的经常账户赤字会助长去工业化，并从长远来看削弱人们对储备货币的信心。全球金融体系对美元流动性的需求日益增长，与此同时，支撑其稳定性的基础却在不断被侵蚀。

有什么方法去解决特里芬难题？

- **多极储备体系（欧元、人民币等）**：这种方法并未解决这一悖论，只是将压力分散到了几种货币上。此外，还需要几个国家长期保持经常账户赤字，以避免本币升值。
- **超主权储备货币（特别提款权）**：约翰·梅纳德·凯恩斯 (John M. Keynes) 在二战末期全球货币秩序重组期间，就曾以“班科” (bancor) 之名提出过这一货币构想。这种方法使全球流动性的供给不再依赖于世界储备货币发行国的经常账户赤字。其实施需要全球各国密切合作。
- **中性储备资产**：只有使用黄金或比特币等中性储备资产，才能可持续地解决这一悖论。关键在于，这些资产应具有非通胀性、无交易对手风险的特点，并具备相应的市场深度。目前，只有黄金符合这些条件。

我们必须强调，围绕特里芬难题的讨论极具争议性。怀疑派认为，经常账户赤字未必是负面的，因为它也可能意味着外国对本国经济高度信赖。**欧根·冯·庞巴维克 (Eugen von Böhm-Bawerk) 甚至曾强调，资本账户主导经常账户。**因此，高额的经常账户赤字可能是资本大量流入的结果，也是一个司法管辖区充满吸引力的证据。

我总是说，“关税”是我的字典里最美丽的词。

唐纳德·特朗普

美元若进一步贬值且迅速贬值，可能推动黄金牛市的下一轮上涨。通过与当前情况比较 1980 年和 2011 年黄金两次长期历史高点时的关键指标，我们的“黄金大牛市”论点得到了印证：**黄金价格仍有上涨空间。目前美元指数明显走高，约报 99.3，远高于黄金上两次创下历史新高时的水平，这一点对我们尤为重要。**

1980 年、2011 年及当前黄金历史高位时各类宏观及市场关键数据的比较

	1980	2011	当前高位	Δ vs 1980 (%)		Δ vs 2011 (%)	
金价 (单位: 美元)	835	1,900	4,002	3,167	(379%)	2,102	(111%)
基础货币 (单位: 十亿美元)	157	2,637	5,478	5,321	(3,389%)	2,841	(108%)
M2 供应量 (单位: 十亿美元)	1,483	9,526	22,213	20,730	(1,398%)	12,687	(133%)
美国联邦债务 (单位: 十亿美元)	863	14,790	38,040	37,177	(4,308%)	23,250	(157%)
人均国内生产总值	12,303	50,056	89,131	76,828	(624%)	39,075	(78%)
美国房价中位数 (单位: 美元)	63,700	228,100	410,800	347,100	(545%)	182,700	(80%)
标普 500	111	1,174	6,840	6,729	(6,062%)	5,666	(483%)
美国失业率 (%)	86.1	75.2	99.6	13.5	(16%)	24.4	(32%)

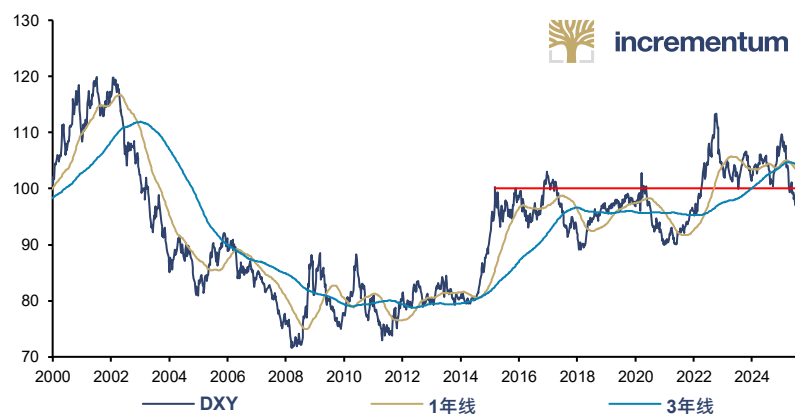
来源: treasury.gov 网站、圣路易斯联邦储备银行、伦敦证券交易所集团 (摘自 2024.10.31 数据)、列支敦士登投资公司

下一个 1971 年要来了。

查理·莫里斯 (Charlie Morris)

我们很确定，美元可控且大幅地贬值，是唐纳德·特朗普最为关注的核心问题之一。在他第二任期的前 9 个月里，美元指数 (DXY) 下跌了超 8%。然而，人为压低美元汇率来推动再工业化是一个严重的错误。货币贬值并不能解决结构性问题。它们会引发通货膨胀，使进口商品价格上升，降低工资和储蓄的购买力，而工资和储蓄正是美国经济的支柱。

美元指数, 2000.01–2025.10



来源: 伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

总统先生，我的理念是，所有外国人都想算计我们，而我们的任务就是先下手为强。

美国财政部长约翰·康纳利 (John Connally) 对理查德·尼克松 (Richard Nixon) 所言

“尼禄努斯·特朗普 (译者注: 此为戏谑称呼) 成功做到了一件事，这是自布雷顿森林体系建立以来，任何世界事件、任何紧张局势、任何疫情、任何风险都未能做到的: 用黄金取代美元成为储备货币。”

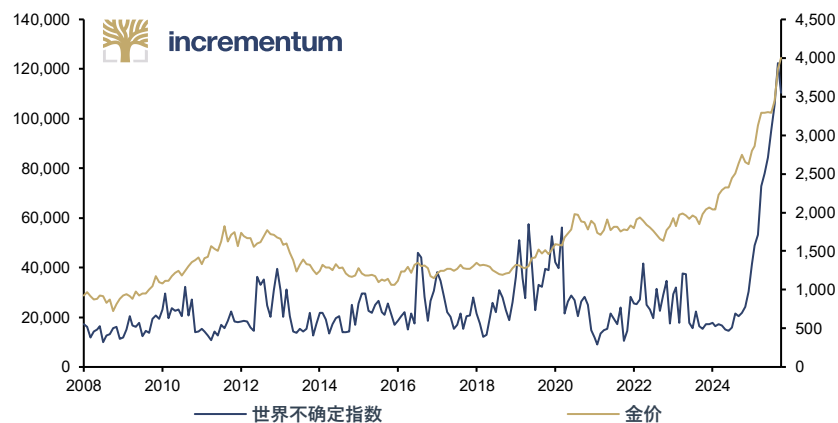
纳西姆·塔勒布 (Nassim Taleb)

此外，强势货币是国际信任的体现。那些蓄意让美元贬值的人，正在吓跑帮助基础设施现代化、升级产能及确保技术领先地位所急需的资本。美国经济政策不应依赖弱势美元带来的虚假优势，而应聚焦于财政纪律、精简官僚机构、针对性创新激励，以此吸引新产业并巩固现有产业——避免贬值本国公民资产 (包括持有美元债券的外国公民资产)，避免在贬值竞赛中葬送繁荣。坦率地说，如果软通货政策是经济成功的关键，那么最成功的国家应该是津巴布韦，而不是瑞士。

模糊的美元战略方向到未解决的特里芬难题，再到可能的货币贬值，这些发展正引发巨大不确定性。这是与 1971 年“尼克松冲击”的另一共同点，当时全球货币体系顷刻间成为历史，而浮动汇率新体系历经多年才得以确立。信任是 (国际) 经济交易的核心货币，亦是一国区位政策成功的关键。信心崩塌的代价再怎么高估也不为过。⁷2025 年春季，黄金再次证明了自己是对抗地缘政治与经济动荡的可靠避险工具。黄金始终如一，它一直是稳定的锚点。

⁷ 参见《信任侵蚀时代的黄金》，《执信黄金 2019 年报告》

世界不确定性指数（左）和金价（右），单位：美元，2008.01–2025.10



来源：伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

尤其是在美国或德国政府债券等传统避险资产失去公信力并被削弱了其稳定功能之际，黄金正重新回到长期投资策略的中心。

被“特朗普冲击”加强的新黄金投资策略

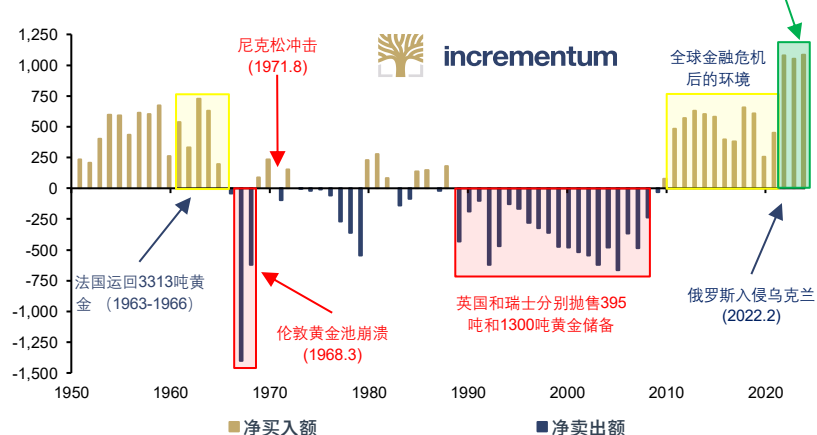
我们在 2024 年《执信黄金》报告——《新黄金投资策略》中提出了核心观点，即黄金的投资环境已发生根本性变化。过去 12 个月的市场动态充分印证了这一判断。

进三球只不过是伊布做回自己罢了。

兹拉坦·伊布拉西莫维奇

做多黄金策略的关键基石在于中央银行强劲的实物黄金需求。自 2009 年起，各国央行已成为黄金市场的净买入方，并在 2022 年 2 月底冻结俄罗斯外汇储备事件后显著加速。各国央行连续三年增持黄金储备均超过 1000 吨，造就了特别的“帽子戏法”。

全球央行黄金购买量，单位：吨，1950–2024年



来源：世界黄金协会、列支敦士登投资公司

波兰是世界上最英勇的国家，也是最倒霉的国家。

温斯顿·丘吉尔

亚洲央行再次成为黄金购买的主力军。值得注意的是，波兰却在 2024 年跃居榜首。这种地缘政治驱动的黄金配置调整，折射出大家对现行西方金融体系越发不信任，以及新兴市场经济重要性的逐步提升。而且前六个月全球央行又买入了 415 吨黄金，确有可能出现连续第四年黄金年购买量超过 1000 吨的情况。根据《2025 年央行黄金储备调查报告》，95% 的受访央行预计全球央行黄金储备将进一步增加。

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

如今，不仅央行在增持黄金，西方金融投资者也在跟进，他们在长期不活跃之后，在贵金属领域不断寻找投资机会。2024 年，除欧洲外，黄金 ETF 的需求全年呈上升态势，而欧洲直到 2025 年第一季度才重回多头阵营。北美地区资金的强劲流入，显现了黄金“错失恐惧症”（FOMO）的初步迹象。黄金 ETF 的投资需求，可能成为推动黄金牛市持续的关键因素。

累计黄金ETF持有量（左）（单位：吨）和金价（右）（单位：美元），2006.01–2025.09



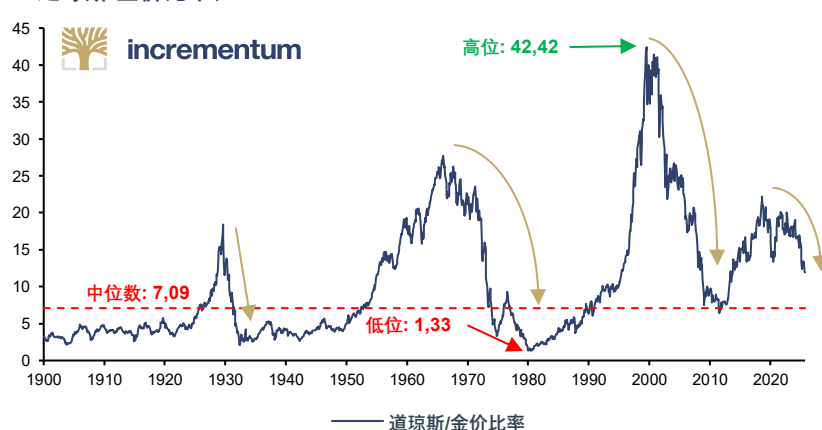
黄金是投资组合中新的“佼佼者”？

别与市场走势较劲。相对强势就是市场的声音——它永远最清楚局势。

马丁·普林格 (Martin Pring)

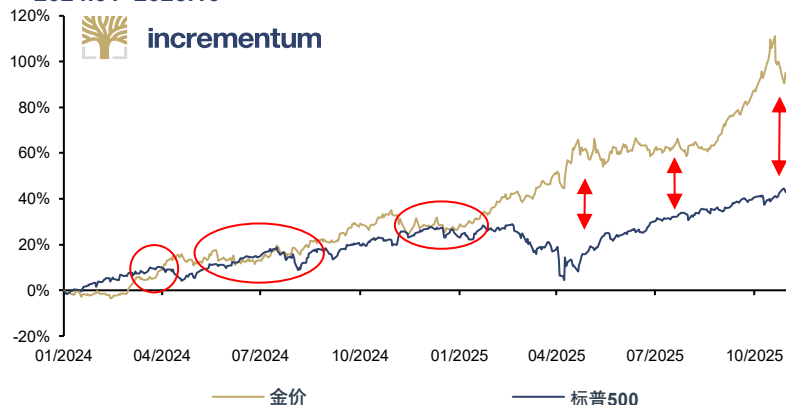
黄金对比债券（如今也包括股票）展现出的相对强势，很可能会吸引更多投资者的关注。既然近期黄金相对股票已展现出强劲态势，那么就有必要审视一下道琼斯指数/黄金比率的长期趋势。在过去 20 世纪 30 年代、70 年代和 21 世纪初该比率的三次主要下行趋势中，总是伴随着金价的大幅上涨和美国股市的停滞不前。目前，道琼斯指数/黄金比率为 11.91，明显高于 7.09 的历史中位数，这表明与美国股票相比，黄金的估值仍然具有吸引力。

道琼斯/金价比率，1900.01–2025.10



今年以来，黄金与标普 500 指数之间日益扩大的差距，正预示着市场格局的根本性转变。资本正加速从美国市场撤出，转而涌入黄金这一避险资产，以及流向欧洲及部分新兴市场。若这一趋势得到确认，无疑将释放出明确的信号——全球资产配置正经历行业与地域层面的双重轮动，而这将对全球投资策略产生深远影响。

金价和标普500指数，单位：美元，2024.01.01数据为基准，
2024.01–2025.10



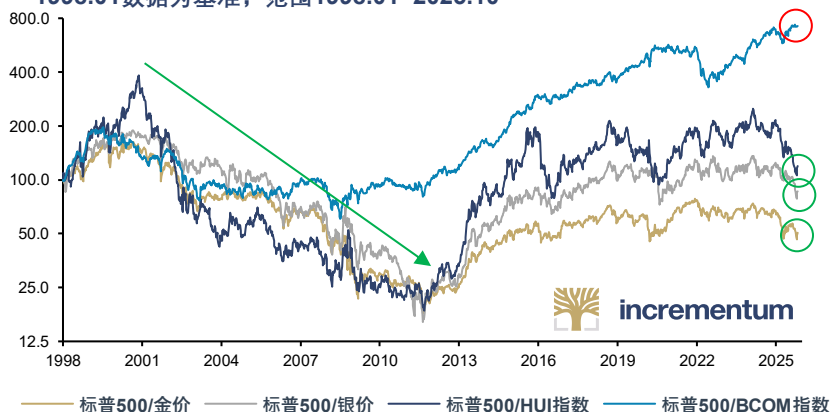
来源：伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

你买黄金就等于做空金融系统。你
买股票就等于看涨金融系统。
里克·鲁尔 (Rick Rule)

标普 500 指数较黄金、白银、矿业股 (HUI 指数) 及大宗商品 (BCOM 指数) 的相对表现，也揭示着一场资产轮动正悄然展开。从白银与矿业股相对于黄金的相对强度变化，可判断出周期拐点的到来。而标普 500 指数若持续向下破位，则表明资本流向的重大逆转。

换句话说，我们正见证资金从曾备受追捧、广泛持仓的板块撤出，转而涌入沉寂近十年的进取型类黄金资产。这场“黄金大牛市”的故事并非刚刚启幕，而是正从蛰伏中觉醒。

标普500指数 vs. 黄金、白银、HUI指数和BCOM指数（对数刻度），
1998.01数据为基准，范围1998.01–2025.10



来源：伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

谢谢大家！

重要的是，此时此刻，你正在尽你
最大的努力，做你喜欢的事情。
里克·鲁宾 (Rick Rubin)

多年来，《执信黄金》报告致力于成为名副其实的黄金研究领域的标杆。我们的目标是打造全球最受尊重、读者最广泛且内容最全面的黄金分析报告。马克·鲍姆⁸ (Mark Baum) 曾批评金融业：“没人关注细节”。但正是因为这些细节的重要，为亲爱的读者们揭示黄金市场的关键细节便成为《执信黄金》报告的使命。

⁸马克·鲍姆是电影《大空头》(2015) 中的虚构人物，改编自现实生活中的投资者史蒂夫·艾斯曼。

这就是为什么每年我们会暂别日常喧嚣，深思、研究事实和数据，最后撰写《执信黄金》报告。过去几个月，诸多事件给我们带来了真正的挑战。与许多市场观察者一样，特朗普的“解放日”言论及其反复无常的作风也让我们颇为头疼。

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

第 19 版《执信黄金》报告也有多个首次。除包含德语、英语和西班牙语版本外，精简版报告首次推出日语版本。与专注于矿业数据可视化的瑞典公司矿业视觉（Mining Visuals）合作，使团队更专业与更富活力。《执信黄金》报告也首次提供印刷版（可通过[此链接](#)获取）。

我们也感谢来自四大洲的 20 多位优秀的同事，感谢他们孜孜不倦的努力。特别感谢我们的[优质合作伙伴](#)⁹。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。除了翻译成五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。

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 Kahnemann)

我们确信目前的黄金牛市远没有到头。现在，诚邀您阅读我们的年度力作，希望您喜欢并从中获得与我们创作本报告时同样的乐趣。

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



⁹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。



ROYALTY CORP
THE ROYALTY GENERATOR®

EMX矿业权益公司 权益金创造者

有7项权益金带来了 日益增长的现金流

有40项权益金带来了预生产款项
全球140项权益金合计

\$ 40,0

资产调整后收入

\$ 35,0

\$ 30,0

\$ 25,0

\$ 20,0

\$ 15,0

\$ 10,0

\$ 5,0

\$-

2020

2021

2022

2023

2024



塞尔维亚蒂莫克-追补款项



其他



塞尔维亚蒂莫克



美国利维尔



土耳其加济安泰普



智利卡塞隆内斯



Isabel Belger

投资者关系经理

办公电话: +1 (303) 973-8585

手机: +49 178 490903

邮箱: ibelger@emxroyalty.com

WWW.EMXROYALTY.COM

黄金走势如何？

我可以预见未来几年可能发生全球金融体系重构，规模堪比建立新布雷顿森林体系……在接下来的四年里，我们很有可能做到这一点，而我希望参与其中。

斯科特·贝森特 (Scott Bessent)

- 黄金正以中性、流通性强、无交易对手风险的特点被打造为信心锚点，并因此成为“布雷顿森林体系 III”的潜在基石。
- 我们在《执信黄金 2024 年报告》中提出的“新黄金投资策略”依然有效：央行以及新兴市场（尤其是中国）持续强劲的需求构成了黄金需求的主力军。而西方 ETF 需求也在缓慢回升。
- 黄金在过往经济衰退与熊市中已证明是可靠的对冲工具，在通胀高企、滞胀风险上升、交易对手方风险增加等不利情形下，能有效分散投资组合风险。
- 白银、矿业股及大宗商品的补涨潜力具吸引力：历史上，这些高贝塔资产的表现长期滞后于金价。当前进取型类黄金资产估值仍偏低，未来五年可能明显跑赢市场。
- 短期金价可能回调至约 3,750 美元，触发因素包括获利盘了结、过度看涨情绪、美元短期反弹以及地缘政治紧张局势的暂时缓和。但长期看涨逻辑依然有效。
- 历史和我们独有的增量黄金价格模型均表明，黄金牛市仍有相当大的上行空间。我们维持 2030 年 4,800 美元的基准目标价，若发生高通胀，金价可能攀升至 8,900 美元。

大重组：黄金是地缘政治重组的受益者

我不是赌徒。我是看到数字和模式并下注的人。

迈克尔·贝瑞

当前诸多迹象表明，地缘政治重组正在加速。乌克兰战争爆发及随后制裁俄罗斯外汇储备后不久，佐尔坦·波萨尔在 2022 年便已通过《布雷顿森林体系 III》一文将关于新全球货币秩序的讨论推向新高度。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”。¹⁰那时没人准确知道这段旅途会带我们到哪里。但毋庸置疑的是，我们正不可逆转地走向新的全球（货币）秩序。黄金也日益成为央行、主权财富基金等国家行为体的“货币寿险”。

新全球货币秩序需要国际公认的信任锚，而黄金因多重原因注定成为这一角色：

— 中立性

黄金不隶属任何国家、政党、独裁者或议会，因而在愈发脆弱的多极世界中，可成为凝聚各方的统一元素。

— 无交易对手风险

金融资产有交易对手风险，而黄金没有。它只是纯粹的财产。

— 高流动性

黄金是全球流动性最高的资产之一，2024 年日均交易额超 2290 亿美元，伦敦金银市场协会研究显示，其流动性有时甚至超过政府债券。

黄金是央行信誉的“反向指标”。当他们的信誉崩塌时，黄金的价值并没有上升，而是被重新发现。

杰姆·格兰特 (Jim Grant)

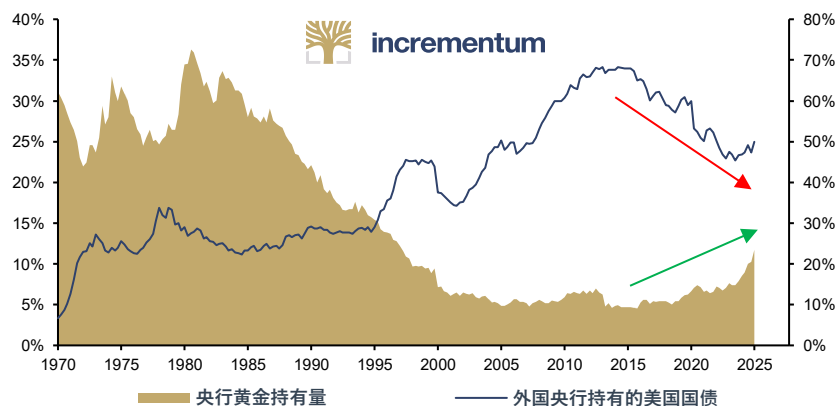
角色反转并非仅仅是改换阵营那么简单，它更在于接纳你一直不敢展现的自身特质。

保罗·海曼 (Paul Heyman)

黄金复兴体现在以中国为首的新兴市场逐步放开黄金估值限制。若央行重新明确或隐晦地将货币与黄金挂钩，长期或将引发金价重估。此类情况曾被视为非主流，而现已今非昔比，并已跃升为经济政策主流讨论的核心议题。

据世界黄金协会 (WGC) 统计，全球黄金储备在 2025 年 2 月达到了 36,252 吨。这意味着我们预测的逆转正在发生：2024 年，黄金在外汇储备中的份额达到 22%，为 1997 年以来的最高水平，是 2016 年 9% 的低点的两倍多。然而，要达到 1980 年超 70% 的历史高位还任重而道远。这种势头可能会在“大牛市”期间持续下去。

外国央行持有的美国债务（占总债务的百分比）和央行持有的黄金（占货币储备的百分比），1970年一季度至2025年一季度



来源：美国克雷斯卡特资本对冲基金公司、圣路易斯联邦储备银行、世界黄金协会、列支敦士登投资公司

¹⁰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》

中国是一个沉睡的巨人。让她睡
吧，因为她醒来时，她将撼动整
个世界。

拿破仑·波拿巴

我没法做好一切准备。这是我的方
法——你永远不知道下一波浪潮
会带来什么。

凯利·斯莱特 (Kelly Slater)

通货膨胀在很多方面都像一种毒
品。它最终是致命的，但它在许多
困难的时刻收获了不少支持者。

达伯农勋爵

通胀……固然是一件非常困难的
事情，因为你对利率所做的任何事情
都会伤害到其中一方——要么通
胀，要么就业。

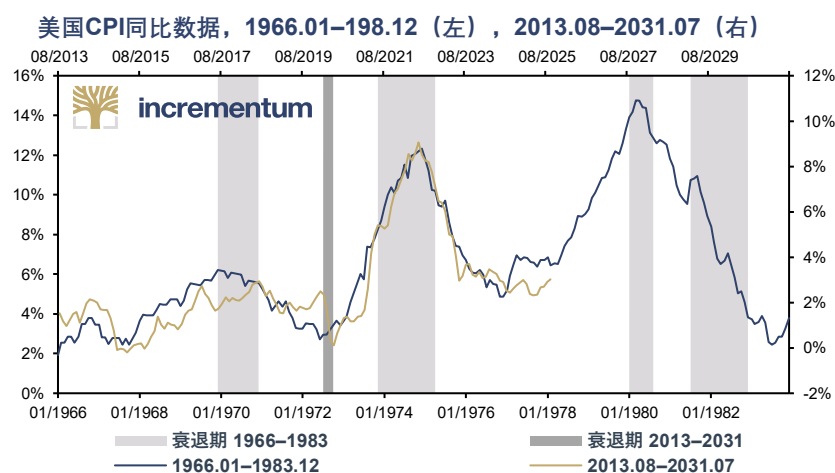
杰罗姆·鲍威尔

尽管新兴市场的央行大量购入黄金，但其黄金持有量仍显著低于工业化国家的水平。我们预计这一差距将逐步收窄。随着政治自信不断增强，新兴市场央行的购金需求预料将持续构成未来数年黄金需求的主力军。

令人震惊的是，黄金在中国外汇储备中所占比例依然较低。尽管近年来中国大量购入黄金，但官方公布的黄金储备占比仅为 7.0%。相比之下，美国、德国、法国和意大利的黄金储备占比近 80%。俄罗斯则在 2014 年至 2025 年第三季度期间从 8% 提升至 38%。多年来各国将黄金储备运回国的趋势也可能持续，这也是各国间信任丢失的体现。¹¹

巨浪：下一波通胀浪潮是否正在酝酿？

此外，我们不应排除出现第二波通胀浪潮的可能性，就如同 20 世纪 70 年代那样。倘若我们以 20 世纪 70 年代的通胀走势来指引未来通胀趋势，便会发现两者发展轨迹惊人地相似。



来源：安德烈亚斯·斯泰诺、伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

近月来，尽管通胀率持续高企，各国央行仍延续宽松政策周期，尤以美国及美联储为甚。美联储再度调整通胀目标，取消了仅实施了五年的平均通胀目标，实则隐晦地放宽了通胀目标。

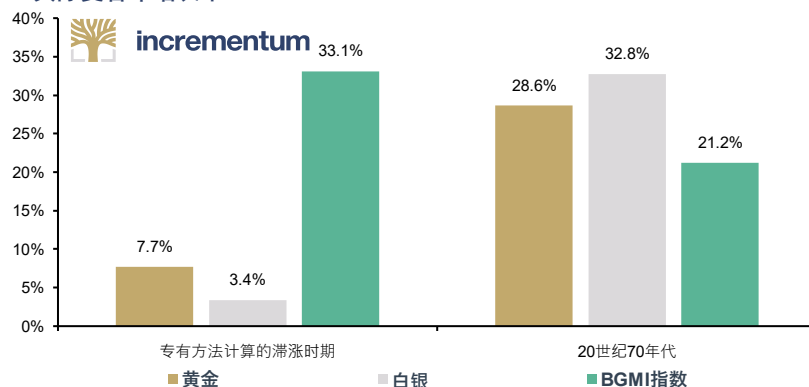
尽管经济衰退和资本市场低迷具有抑制通胀、甚至有时引发通缩的效应，但央行的应对举措却可能加剧通胀。美联储的强势回击似乎仅是时间问题。政策制定者还能从魔术帽中变出何种新戏法？

可能的选项包括收益率曲线控制（YCC）、重启量化宽松或量化质化宽松（QE/QQE）、金融压制手段以及通过现代货币理论（MMT）或“直升机撒钱”等手段实施进一步财政刺激。这些工具的使用已是必然的结果，而货币政策与财政政策的深度融合亦将愈演愈烈。可以确定的是，下一轮救市行动规模将更大、更激进、透明度更低。货币与财政政策这场危险的“联姻”持续愈久，滞胀力量便越强。我们的量化分析表明，黄金、白银及矿业股在滞胀环境中表现尤为亮眼。¹²

¹¹ 参见《2025 年执信黄金报告》英文版中的章节：《带回家：央行黄金回国潮》，您可以在 <https://ingoldwetrust.report/?lang=en> 下载。

¹² 参见《滞胀 2.0》，《执信黄金 2022 年报告》

黄金、白银和BGMI指数在专有方法计算的滞涨时期和20世纪70年代的实际复合年增长率



来源：伦敦证券交易所集团、goldchartsrus.com网、列支敦士登投资公司

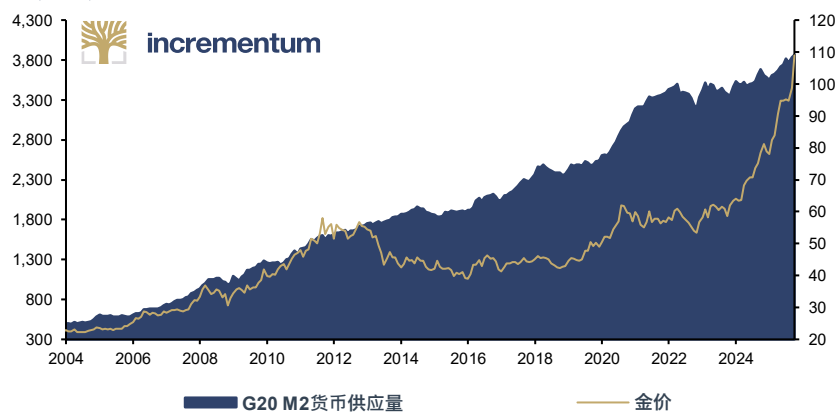
在我们看来，当下堪比迈克尔·刘易斯 (Michael Lewis) 笔下《大空头》所描绘的机遇，在于法定货币相对于供应有限的实物资产持续贬值。这些实物资产无论是作为大宗商品还是稳健货币，均对社会至关重要。

泰维·科斯塔 (Tavi Costa)

一个长久以来被视为学术性的思维实验，在近几周突然变得愈发真实，即因资本抛售美元而引发可能的通胀浪潮。倘若市场对美元的信心进一步受挫，便可能出现投资者抛售美元、转而投向实物资产及其他储备资产的局面。此举将加速推高美国进口商品价格，加剧通胀预期，使经典的需求拉动型通胀与货币危机要素交织并存。

这种情况下，美元或将丧失其避险资产地位，转而成为助推通胀的催化剂。由此，通胀风险将不再主要受供给冲击或工资螺旋上升驱动，而是市场对美元信心的瓦解。

金价（左）（单位：美元）和G20 M2货币供应量（右）（单位：十亿美元），2004.1–2025.09



来源：查理·莫里斯、伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

黄金走势如何？

最新的 2030 年金价预测

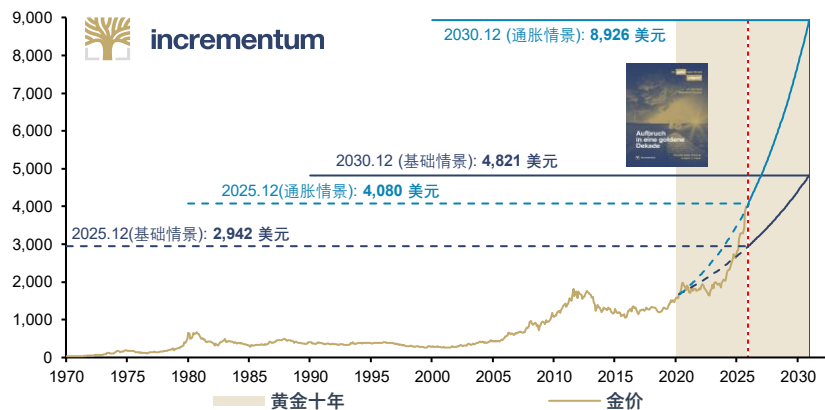
理论探讨之后，让我们回归投资者面临的现实境况。如今，正值“黄金十年”的中点，正是审视成果的恰当时机。我们在 2020 年《执信黄金》报告——《黄金十年，即将到来》中发布了独家的增量黄金价格模型。该模型基于历史数据，对货币供应量增长及隐含的黄金覆盖率进行情景预测，并为每种结果赋予了相应的发生概率。

切勿受限于他人有限的想象力。

梅·杰米森 (Mae Jemison)

彼时，模型提出的基础情景下 2030 年前黄金价格目标——约 4800 美元/盎司，在许多投资者与分析师眼中犹如海市蜃楼般遥不可及，而今正逐步成为现实。截至 10 月 30 日，黄金实际交易价格已远超我们测算的中期（2025 年末）目标价 2942 美元/盎司。这一目标是建立在黄金价格年均涨幅“仅” 7% 的基础上的。

截至 2030 年黄金的中期估值，单位：美元，1970.01–2030.12



来源：伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

特朗普提出以关税取代大部分所得税收入的税收提案，是解决所有滞胀之源的良方。

拉里·萨默斯 (Larry Summers)

鉴于近期黄金市场的强劲势头，我们有必要重新审视替代性情景预测：早在 2020 年，我们就曾指出存在类似 20 世纪 70 年代的通胀或滞胀型十年的可能性。针对这一“尾部风险”情况，我们预测黄金价格将在本十年末升至约 8,900 美元/盎司——以现价计仍对应约 19% 的年均增幅。该情况下的中期目标价（2025 年末）计算为 4,080 美元/盎司。当今看，2030 年黄金价格落在我们预设的两种情景的区间（4,800 至 8,900 美元）内实属可期，而这预测区间的落地主要取决于未来五年的通胀烈度。

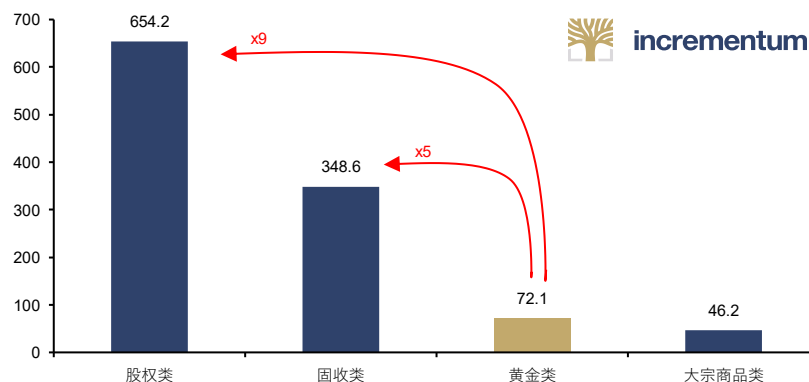
大轮动：进取型类黄金资产将绽放何等光芒？

完蛋了，我们根本赢不了……

安东·普费勒 (Anton Pfeffer)

尽管黄金正慢慢重获关注，但西方金融投资者大规模买入尚需时日：2025 年第三季度黄金 ETF 以 260 亿美元创下有记录以来最高的季度资金流入。然而，由于黄金价格大幅上涨，按吨计算，这记录只能进入历史第十。此外，目前流入黄金 ETF 的资金仍远少于流向股票和债券 ETF 的资金。

ETF 净流入量，单位：十亿美元，2025 年一季度



来源：道富环球投资管理公司、世界黄金协会、列支敦士登投资公司



MINERA  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1000-4000万初始资本支出的项目
-  首先聚焦于墨西哥北部和美国南部
-  公司内部与股东利益一致
-  桑塔纳金矿将在2025年增产，增产规模超过2024/2023年
-  墨西哥埃尔·德奥罗山项目 (Cerro de Oro) 已获批，预计在2026年做出建设决策，年产6万盎司
-  作为一项已获许可的棕地，美国亚利桑那州新收购的科珀斯通 (Copperstone) 金矿项目已重启，计划在2026年实现年产40,000盎司。

mineraalamos.com

多伦多证交所: MAI | 美国场外交易市场: MAIFF

傻瓜自以为无需适应，直到时代的巨轮将其碾压。

纳西姆·塔勒布

投资者渴望确定性，但当确定性来临时，非对称性（高赔率）早已荡然无存。交易员 Ferg

我们现在看到那些在《新黄金投资策略》被归为“进取型类黄金资产”的资产出现越来越多的机会：虽然人们对白银、矿业股票和大宗商品这些资产仍持谨慎态度，但在黄金的带动下已经成为关注的焦点。¹³

下表说明了白银、矿业股和大宗商品在历史黄金牛市背景下的潜力。将当前十年至今的市场表现，与 1970 年代和 2000 年代进行比较，可以发现白银和矿业股尤其具有巨大的追赶潜力。

牛市周期中黄金、白银、矿业股*和大宗商品**的表现，单位：美元，1969.12–2025.10

	20 世纪 70 年代			21 世纪 00 年代			21 世纪 20 年代		
	前五年	后五年	合计***	前五年	后五年	合计***	前五年	后五年	合计***
黄金	452%	162%	2259%	52%	150%	555%	73%	53%	165%
白银	167%	525%	2663%	26%	111%	788%	65%	66%	174%
矿业股	363%	17%	1292%	191%	89%	749%	17%	108%	145%
大宗商品	379%	44%	754%	93%	-18%	103%	38%	9%	51%

来源：伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司
BGMI 指数 1969.12–1996.05，HUI 指数 1996.05–，**高盛商品指数总回报***十年达到峰值

我不考虑上限。

尤塞恩·博尔特 (Usain Bolt)

我们的观点是黄金总会走在前面，而白银、矿业股和大宗商品则紧随其后。这好比一场接力赛：黄金率先起跑，设定速度，然后拉开差距。白银、矿业股和大宗商品随后接棒冲刺。

白银

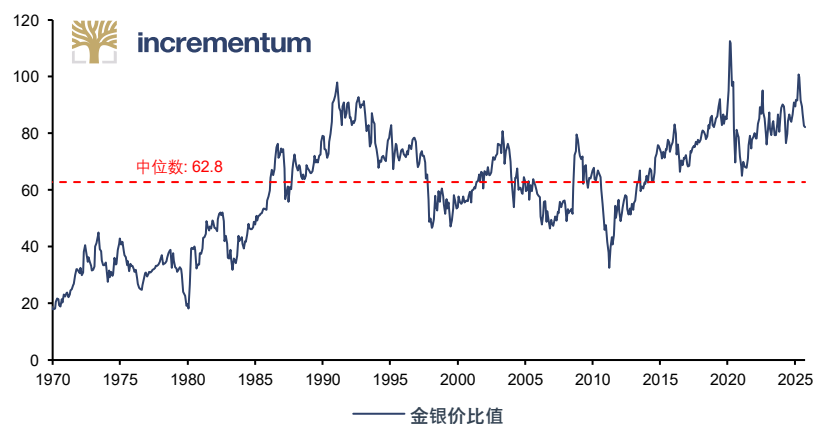
当你在狩猎大象时，别因为追赶兔子而分心。

T·布恩·皮肯斯 (T. Boone Pickens)

最终，白银在 2025 年开始飙升，在短短几个月内就突破了 35 美元、40 美元甚至 50 美元大关。10 月 8 日，银价报 48.89 美元，这是自 1980 年 1 月 17 日亨特投机泡沫（达 48.70 美元）以来，银价首次创下历史新高。几天后，10 月 16 日，银价再创历史新高，报 54.14 美元。白银在随后的回调跌至 50 美元以下，但仍接近历史新高。

白银在牛市中的表现优于黄金不算意外，它在黄金牛市里通常如此。金银比在十月底跌至 82.5，1970 年以来的长期中位数是 62.8。因此，白银相较于黄金仍是相对低估的大宗商品。

金银比值，1970.01–2025.10



¹³ 参见《执信黄金》报告英文版中的章节：《20 世纪 70 年代、21 世纪初、20 世纪 20 年代……“似曾相识的两幕——第二幕”，您可以在 <https://ingoldwetrust.report/?lang=en> 下载该报告和 2024 年的《执信黄金》报告——《掌握新的黄金投资策略》。

在过去的 125 年里，黄金/白银比率只是短暂高于 100——像这样的极端情况往往不会持续太久。如果以史为鉴，我认为现在似乎不是过度看空白银的时候。

泰维·科斯塔

切勿因白银的波动性而却步，不妨善加利用。

彼得·克劳斯 (Peter Krauth)

从基本面看，白银的持续上涨已万事俱备：2024 年白银连续第四年出现供应短缺，供需缺口达 1.489 亿盎司 (Moz)。2021 至 2024 年间累计缺口 6.78 亿盎司，相当于全球十个月的矿产开采总量。白银协会预测 2025 年白银供应缺口将进一步扩大至 1.176 亿盎司。

这一短缺现象主要归因于光伏应用领域的持续繁荣。这个以中国为主导的能源转型关键领域，已成为继珠宝之后白银第二大需求驱动力，2024 年消耗量达到 1.976 亿盎司。

此外，自 1967 年以来，白银在过去 7 次牛市中 6 次表现优于黄金。尽管如此，白银价格表现迄今仍低于历史均值，这为投资者创造了颇具吸引力的投资机会——前提是白银最终能充分释放其作为“进取型类黄金资产”的潜力。



投资需求可能成为 2025 年白银价格的主要驱动力。印度 ETP 持有量出现爆炸式增长，有 40% 的私人投资资金流入，净投资量达 7,000 万盎司，这正表明市场格局发生了变化。

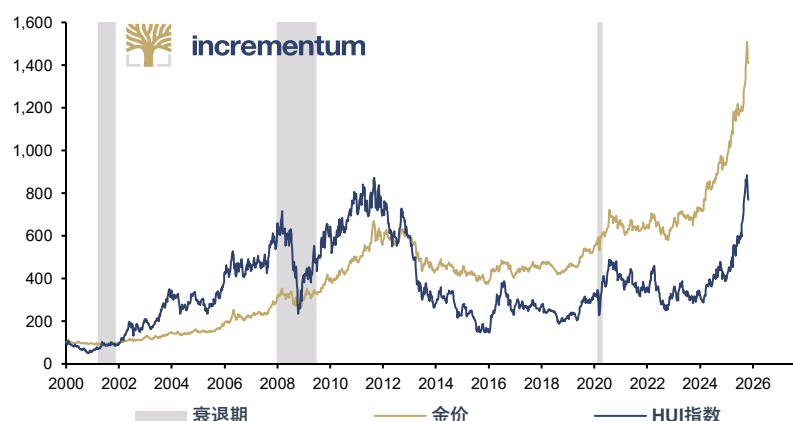
矿业股

经过一段时间的延迟，矿业股也对金价上涨做出了反应。在很长一段时间内看似不现实的目标，HUI 指数最终实现了。10 月 8 日，该指数创下历史新高，刷新了 2011 年 9 月以来的历史高位 (635 点)。到 10 月 16 日，HUI 指数继续大幅攀升至 687.26 点，后回调至 600 点以下。尽管如此，其年化增长 102.0% 的表现令人惊叹，要知道，2024 年它仅上涨了 13.3%。尽管金价上涨了 27%，GDX 和 GDXJ 指数在 2025 年的表现也优于黄金。GDX 上涨了 103.9%，GDXJ 甚至上涨了 108.94%，而在 2024 年，它们分别只上涨了 10.1% 和 14.9%。然而，矿业股仍未能完全摆脱黄金价格的束缚。市场普遍假定的矿业股涨幅三倍于金价的杠杆效应迄今遥遥无期。

在价格和价值差异上赚钱。

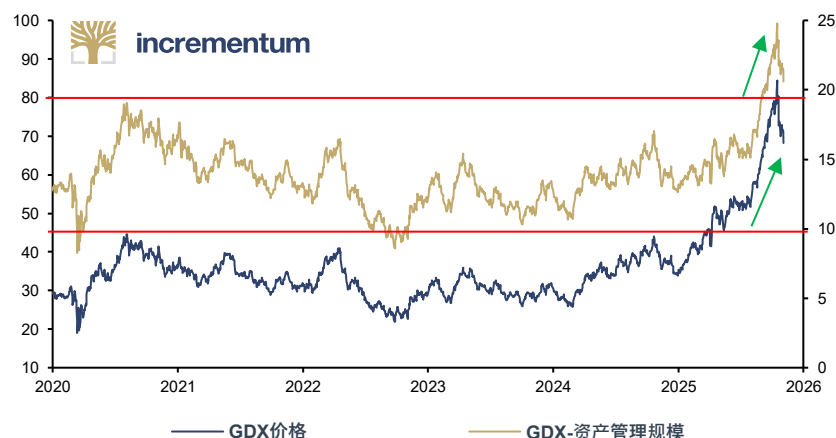
里克·鲁尔 (Rick Rule)

金价和HUI指数，2000.01数据为100基准，时间2000.01–2025.10



来源：伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

GDX价格与GDX资产管理规模（单位：美元），2020.01–2025.11



来源：伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

在低估值时买入是坚实的投资基础。

伊恩·卡塞尔 (Ian Cassel)

尽管上一周期积累下来的负面声誉在缓慢且确切地消减，但该行业仍被其所累——我们认为，这实属错误。¹⁴这是因为当下众多企业愈发审慎，愈发聚焦现金流与利润率优化，显著提升了其对金价下跌的抵御能力。此外，油价下行亦在成本端形成额外助力。无论是绝对估值还是相对估值，矿业板块均处于显著低估水平。

	黄金矿业股 (GDX)	标普 500	分析
企业价值收益比	11.83	18.81	GDX 更低
市现率	14.67	19.30	GDX 更低
净债务/息税折旧摊销前利润	0.13	1.49	GDX 债务更少
总债务/总资产	12.98%	30.16%	GDX 杠杆更低
净利润率	21.48%	11.62%	GDX 高 50%以上

来源：慧基、列支敦士登投资公司

收购（公司）就像玩俄罗斯轮盘赌：大多数时候弹膛是空的，但只要一颗子弹，就足以要了你的命。

雷·达利奥 (Ray Dalio)

尽管如此，新项目资金投入仍显不足。为填补产量缺口，矿业并购浪潮正持续升温。近期泛美白银 (Pan American) 收购 MAG 银业公司 (MAG Silver)、伦丁矿业 (Lundin) 收购菲洛黄金 (Filo)、金田 (Gold Fields) 收购奥西斯科矿业 (Osisko)、Equinox 黄金收购 Calibre 矿业、科尔矿业 (Coeur) 收购新黄金

¹⁴参见《执信黄金》报告英文版中的章节：《黄金开采商在本轮市场周期中的困惑：是增长还是储蓄？》和《进取型类黄金资产——是时候投资矿业股了吗？》，您可以在 <https://ingoldwetrust.report/?lang=en> 下载。

(NewGold) 等交易案例表明，当前并购活动仍以中型市值企业为主。不过，真正改变行业格局的并购潮尚未到来——下一阶段将由利润新高与自由现金流高的公司出资并购大型市值企业，其背后是其迫切补充储量的需求（每年需补充 4,200 万盎司）与其矿藏品质下降的现实。另外，利率下行将从两方面惠及矿业板块：一是降低资本密集型行业的资本成本，二是提升黄金矿业股息的吸引力。

逆势投资本质上是痛苦的。这反人性，也极度不适。因此只适合耐心投资者。

罗伯·阿诺特 (Rob Arnott)

在黄金领域，不仅是黄金与矿业股表现分化，大型企业与小型企业之间亦呈现显著差异。这主要反映了市场风险偏好的谨慎态度。若金价持续上行趋势促使市场更多地关注矿业板块的估值与业绩潜力，则有望在风险偏好回升的推动下，开启新一轮相对强势周期（尤其是中小市值公司）。在这种情况下，自 2010/2011 年以来大型企业与小市值企业之间的估值差距或将逐步收窄。

GDX/GLD 和 GDX/GDXJ，2010.01 数据为 100 基准，
时间范围 2010.01–2025.10



来源：伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

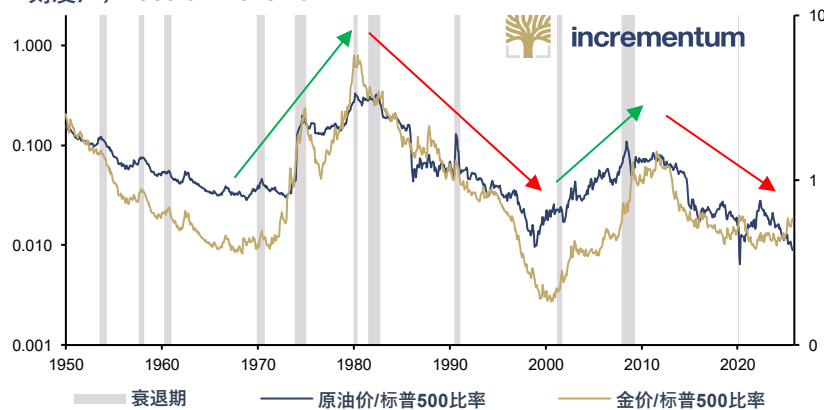
投资大宗商品，你需要钢铁般的勇气和数十年的眼界。

杰姆·罗杰斯 (Jim Rogers)

大宗商品

当前大宗商品周期正处于动能耗竭的停滞阶段。黄金和石油价格走势出现明显分化。最近，美国新关税政策的不确定性对大宗商品价格产生了特别负面的影响。从历史上看，黄金和石油价格之间出现脱钩阶段是相当正常的，即使各自的拐点有时会慢慢偏移，但大宗商品超级周期是大致同步的。这可以通过比较黄金和石油相对于标准普尔 500 指数的表现来证实。

原油价/标普500比率（左，对数刻度）和金价/标普500比率（右，对数刻度），1950.01–2025.10



来源：尼克·莱尔德、伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

以可持续和负责任地开采 创造价值 and 改善生活



纽蒙特黄金是世界领先的黄金公司，也是铜、锌、铅和银的生产商，我们扎根于在非洲、澳大利亚、拉丁美洲、北美和巴布亚新几内亚等条件优越的矿产区域，拥有世界一流的资产组合、发展前景和人才队伍。

NewmontTM

了解更多: [newmont.com](https://www.newmont.com)

中国经济是一片大海，而不是一个小池塘。

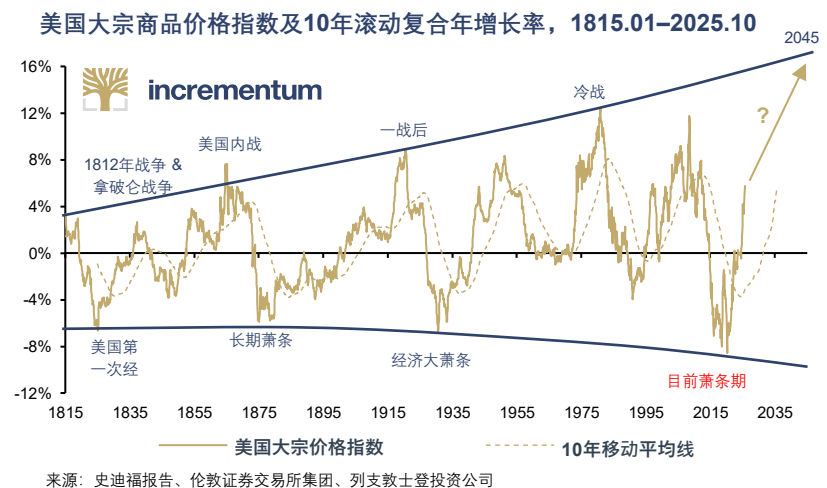
习近平

在不久的将来，大宗商品市场将映射地缘政治新格局。随着美国全球领导力减弱，欧洲、中国及世界其他地区正加速推进国防与能源基础设施建设，由此驱动对战略性大宗商品的需求。在地缘政治确定性日趋瓦解的世界中，各国与企业将被迫囤积战略资源。

中国通过精准“脱钩”加速这一进程：美国对华出口份额已从 2018 年的 19.2% 降至 2024 年的 14.7%，而中国掌控着全球 60% 的稀土产量和 90% 的稀土加工。这种主导地位通过针对性出口限制（尤其对美出口）进一步巩固，同时制造出结构性供应风险。原材料早已演变为地缘经济权力的双重工具——既是武器，也是安保策略。投资者若想在这种环境中成功，必须深刻理解新型权力结构与特定商品的政治功能。

美国退守到门罗堡之举，应该会导致各主要经济体增加其大宗商品储备。路易文森特·盖夫

然而短期也存在看涨诱因：货币政策宽松伴随美元走弱及中国扩张性财政货币政策刺激可能预示新一轮上涨。国防工业需求增长与绿色转型投资更将强化这一趋势。



大幅回调？——有哪些因素导致金价回调？

尽管长期上涨趋势未改，但我们的分析显示回调可能性较大。以下因素表明黄金可能进入短期疲软阶段：

- **金价强劲上涨后有温和回调的需要：**金价在 10 月 20 日触及 4,380.96 美元（盘中）和 4,356.50 美元（收盘价）这两个历史新高后，开始了预期中的回调。长期投资角度看，这次有限的回调是一个积极的信号，因为回调将为持续的上涨奠定基础，避免因错失恐惧症（FOMO）导致投机过热。
- **央行需求是关键风险：**若央行购金量意外下降，低于当前季均 250 吨，可能削弱结构性的需求。
- **投资者降风险与减仓：**4 月解放纪念日后的大量抛售表明了降低投机仓位的速度是有多快。若美股波动性降低，不排除大户会获利了结。
- **地缘政治溢价下降：**乌克兰战争协议、中东局势最终解决或中美贸易战快速结束，均会削弱地缘溢价并压制金价。
- **美国经济超预期强劲：**经济韧性可能促使美联储收紧利率政策。
- **技术面风险与情绪风险高企：**市场情绪看涨，部分仓位已达极端水平。
- **美元走强：**短期美元超卖且情绪极度悲观。

短期市场形势紧张，回调至约 3,750 美元并非不可能。金价盘整包括暂时的横盘也是可能的，最终对长期牛市健康无害，**绝不会动摇黄金的中长线看涨逻辑。**

金价（单位：美元），2023.01–2025.10



来源：伦敦证券交易所集团、列支敦士登投资公司

做多黄金：崛起的金天鹅？

黄金一生或只重新定价一次；那也绰绰有余了。

某人

“大空头”曾是一场针对功能失调金融体系的战略性投资决策，彼时，这个体系正深陷非理性繁荣的终局阶段。而今，**做多黄金则是一项基于多重核心的战略性投资决策：**

- 全球金融与货币体系在政治经济深度动荡中面临必然重构。
- 政府与央行对通胀持积极态度——货币气候已然生变。¹⁵
- 黄金偏好地区（尤其是亚洲与阿拉伯世界）经济上行。
- 资本从长期掩盖黄金光芒的美国资产（美元、美股、美债）中撤出。
- 进取型类黄金资产（白银、矿业股、大宗商品）出色的预期表现。

我认为黄金正处于长期牛市之中。我们看到各国央行正在增持黄金储备，我对此密切关注，它是我最大的投资仓位。

斯科特·贝森特

与《大空头》相似并非巧合：正如迈克尔·贝瑞周围那些逆势而行的投资者，如今那些洞察市场根本性失真并拥抱做多黄金策略的人正在获利——其中不乏《执信黄金》的众多读者。这些秉持奥地利学派传统的投资者，数十年来被讥讽为“金螳螂”。而如今，亲黄金派与稳健货币倡导者发现，当前市场动态印证了他们的论断。

我是个乐观主义者。除此之外，似乎别无他用。

温斯顿·丘吉尔

黄金，作为人类最古老的财富储备，正释放出明确信号。然而，近期数个季度的黄金价格异常上涨，或许不仅是对危机的反映，更可能是“金天鹅时刻”的先兆——在全球剧变的漩涡中，这对黄金而言是罕见却极为积极的信号。当现有货币体系日益丧失公信力，黄金重获传统货币资产地位的可能性与日俱增，甚至可能以超主权结算资产的形式存在——不是政治权力的工具，而是贸易、交流与信任的中立、债务自由的基石。**黄金作为货币锚点，或将为更平静、稳定与和平的时代奠定基础。**

无论结果如何，考虑到地缘政治和经济气候的变化，我们可以明确的是：

执信黄金

¹⁵ 参见《黄金和货币潮汐的转变》，《执信黄金 2018 年报告》

切实保障资产安全

保障金银财富最安全的场所



独特的新加坡管辖权

我们拥有自己的设备，不外包，
也仅受新加坡法律约束。



法定所有权

客户拥有的金银是私人财产，
独立于银行体系。



真实有保障

我们保证，实物金银都经过检测保真，
利于快速流通。



超出行业标准的保险

保险将全面保障因盗窃、内部欺诈、
神秘失踪而导致的金库资产损失。

▲ 我们百分百自有的金库是全世界最大的私人金库之一，
能存储3.2亿盎司的银和1600万盎司的金。



扫描二维码了解更多

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。

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·格雷耶兹公司 (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实物黄金存储型财富保值公司。他也是美国货币金属公司 (Monetary Metals) 咨询委员会的成员。

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工作。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 2024 年，他也是美国货币金属公司 (Monetary Metals) 咨询委员会的成员。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)。



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。

www.incrementum.li

《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 with Incrementum 品牌继续保持合作。

特别感谢以下为《执信黄金 2025 年报告》做出杰出贡献的人士：

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Theresa Kammel, Rudi Bednarek, Daniel Gomes Luis, David Waugh, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Thomas Vesely, Katharina Vesely, Niko Jilch, Florian Grummes, Elizabeth und Charley Sweet, Anton Kiener, Matthias Flödl, Kazuko Osawa, Bruce (Yuichi) Ikemizu, Max Urbitsch, Trey Reik, Tavi Costa, Velina Tchakarova, Dietmar Knoll, Louis-Vincent Gave, Luke Gromen, Grant Williams, Markus Hofstädter, Seasonax, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Heinz Peter Putz, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, 白银协会, 世界黄金协会, 矿业视觉, 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!

联系方式

稳健货币资本有限公司
列支敦士登公国 FL-9491 鲁格尔
工业环路 21 号

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与 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：2025 稳健货币资本有限公司。版权所有，翻印必究。

公司介绍

BARRICK

巴里克黄金 (Barrick)

巴里克是一家全球黄金和铜矿开采公司，在世界上最多产的黄金和铜矿地区开展业务，聚焦高利润、长生命周期的资产。公司运营着六座顶尖的世界一级金矿，并拥有业内最深厚的项目储备之一。

www.barrick.com



元素国际 (Elementum)

我们的服务物有所值，可为您的财富增值保驾护航，有能力为个人、家庭、雇主和雇员提供实物黄金和白银的战略解决方案。

www.elementum-international.ch



EMX 矿业权益公司

获取全球权益金，是千真万确的回报。得益于黄金、铜业务以及一个为长期增益而打造的投资组合，EMX 于 2024 年实现了 3,310 万美元的营收和 1,920 万美元的折旧及摊销前利润。

www.emxroyalty.com



阿拉莫斯矿业公司 (Minera Alamos)

阿拉莫斯矿业公司是一家黄金开发公司，正加速开采位于墨西哥索诺拉的 100% 自有的桑塔纳矿井。它还拥有许可审批阶段的墨西哥萨卡特卡斯的埃尔·德奥罗山 (Cerro de Oro) 矿井项目和已获得积极的初步经济性调查 (PEA) 结果及关键许可的墨西哥杜兰戈州的拉福图纳 (La Fortuna) 矿井项目。目前，该团队正在快速启动其在美国亚利桑那州新收购的铜矿项目。

www.mineraalamos.com



纽蒙特黄金 (Newmont)

纽蒙特黄金是世界领先的黄金公司，也是铜、锌、铅和银的生产商，在非洲、澳大利亚、拉丁美洲、北美和巴布亚新几内亚拥有世界一流的资产组合。

www.newmont.com



银胜 (Silver Bullion)

银胜公司成立于 2009 年，是一家新加坡贵金属交易商，在其中一个世界上最大的私人金库中提供存储、检测和财富保护服务。

www.silverbullion.com.sg



incrementum



Join Us on Our Golden Journey!



In Gold We Trust report 2025

ingoldwetrust.report/download/46285/?lang=en

In Gold We Trust report 2025 Compact Version

ingoldwetrust.report/download/46286/?lang=en



In Gold We Trust Chartbook

ingoldwetrust.report/download/47140/?tmstv=1744727118



Monthly Gold Compass

ingoldwetrust.report/monthly-gold-compass/?lang=en

In Gold We Trust Nuggets

ingoldwetrust.report/igwt-single-chapters/?lang=en

In Gold We Trust Classics

ingoldwetrust.report/igwt-single-chapters/?lang=en



In Gold We Trust Archive

ingoldwetrust.report/archive/?lang=en



LinkedIn

linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report



Youtube

youtube.com/c/InGoldWeTrust



X

x.com/igwtreport



Newsletter

ingoldwetrust.report/subscribe/?lang=en

DE EN ES 中文 日本語

The Gold Standard of Gold Research

ingoldwetrust.report



BARRICK

 **Elementum**
PRECIOUS METAL STRATEGISTS

EMX **ROYALTY CORP**
THE ROYALTY GENERATOR™


**MINERA
ALAMOS**
INC.

 **Newmont**™


**Silver
Bullion**
银胜有限公司