

In Gold We Trust[®] Report

2023 年 12 月 6 日

对 决



incrementum

罗纳尔多-彼得斯托弗尔
& 马克·J.瓦莱克

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

真诚感谢以下为《2023 年执信黄金报告》作出贡献的优质合作伙伴

优质合作伙伴详情请见 34 页。



目录

引言	5
黄金，将何去何从？	17
关于我们	30

免责声明

本刊仅供参考之用，不构成投资建议，也不构成投资分析或买卖金融产品之邀约。特别是，这份文件不能代替个人投资或其他建议。列支敦士登投资公司的所有出版物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。为遵循相关法规，以促进投资建议之独立性，我们不发布营销传播信息和其他资讯，在投资建议传播后也不受禁止交易的约束。原则上，列支敦士登投资公司不发布投资建议。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。除非在出版物中另有说明，否则不再更新。作者已尽可能谨慎地选择使用的信息源，但其（包括 列支敦士登投资公司）并不为所提供的信息或信息来源的准确性、完整性或及时性承担任何责任，也不承担由此产生的损失。

版权所有：2023 列支敦士登投资公司



世界需要矿业， 如今更甚。

清洁能源的未来离不开银、金和铜。随着向绿色经济转变，人们对基本必要金属的需求只增不减。130多年来，我们已安全地、负责地、可靠地生产出世界所需金属。

因此，赫克拉矿业时刻做好交付的准备。现在，更是如此。



纽约证券交易所: HL | hecla.com | 800.432.5291

科达伦, 爱达荷州 | 温哥华, 不列颠哥伦比亚省 | 瓦勒多, 魁北克省

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

引言

不想引发市场扭曲而对抗通胀的权衡之策注定失败。已经开始的激烈紧缩周期威胁要在“万物崩溃”中终结“万物皆泡沫”。

《2022 年执信黄金报告》

- 这是一场早就注定的对决。正如我们在《执信黄金》的两份报告《货币气候变化》和《滞胀 2.0》中所预测的那样，暴露出多年零利率和低利率(有时甚至是负利率)的后果只是时间问题。
- 对通胀动态的持续低估最终迫使各国央行迅速大幅提高利率。
- 紧缩的货币政策已经开始艰难地解决在持续十多年的低利率环境中形成的各种错配问题。
- 我们预期的经济衰退将迫使货币政策在通胀率仍然过高的背景下放手一搏。
- 西方和几个新兴经济体之间正在酝酿一场地缘政治对决。以美元为中心的全球货币体系正面临越来越大的压力。
- 金价已经预料到美国限制性货币政策终将是虚张声势。即使美元换算下的金价尚未创下历史新高，但其他货币换算下的金价的历史高点是美元突破的先兆。

我们活在最有趣的时代。

埃隆·马斯克 (Elon Musk)

改变很久
很久才会到来，但我知道
它就要来了

噢，是的，它会。

山姆·库克 (Sam Cooke)

无限制扑克的关键是让一个人决定是否赌上他所有的筹码。

多伊尔·布朗森

(Doyle Brunson)

我们生活在一个事件不断加速发展的时代。“有时候数十年里什么都没发生，也有时候短短几周里就发生了数十年的大事”这句被误以为是列宁所言的话，现在似乎成为我们的现实。过去几十年的确定性一夜之间变得过时了。当我们关注新闻时，我们中的许多人都会感到不确定、惶恐和不知所措。全球疫情、通胀危机、政治两极分化加剧、技术突破（如人工智能，顺道一说，我们正是用其创作《执信黄金》报告的封面）、地缘政治重构正在以数年前许多人难以想象的方式改变我们的生活。

在过去《执信黄金》的报告中，我们多次提到这些迫在眉睫的划时代变化。我们选择《信任流失年代中的黄金》（2019年）和《货币气候变化》（2021年）等标题是有充分理由的。今年同样需要一个尖锐的标题，捕捉到当前形势的复杂性。对我们选择《对决》。

如果您在字典中搜索英文单词 *showdown* 的意思，会有以下定义：

1. 在卡牌游戏（特别是扑克牌）中出牌，牌面朝上。
2. 动用所有资源、权力或类似的东西去最终解决问题、分歧等；决定性的对抗。

我们认为 *showdown* 一词适合描述当前形势，即经济、政治和社会发展即将发生根本性的变化。

现况也很独特，因为我们面对的不是单一的对决。多重升级同时发生，并且有可能使局势进一步恶化。这些对决与我们在前几年的《执信黄金》报告中详细分析过的问题有关：

- 货币政策对决
- 地缘政治对决及其相关的去美元化
- 金价对决

货币政策对决

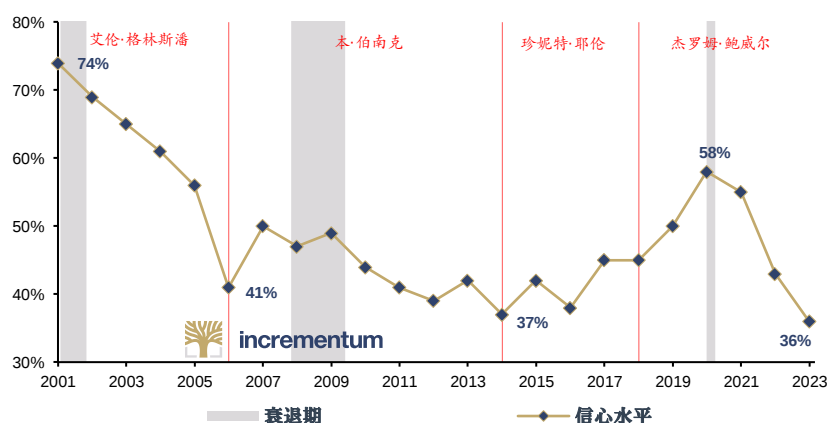
将通胀定性为暂时的可能是美联储历史上最糟糕的通胀预测，这大概率会导致政策失误。

莫哈迈德·埃尔-艾里安
(Mohamed El-Erian)

这是一场早就注定的对决。正如我们在《执信黄金》的两份报告《货币气候变化》和《滞胀 2.0》中所预测的那样，暴露出多年零利率和低利率(有时甚至是负利率)的后果只是时间问题。行动必有后果——也就是预期的后果。

然而，即使通胀率远高于 2% 的通胀目标，央行官员们仍在发表绥靖主义的言论。杰罗姆·鲍威尔 (Jerome Powell) 坚称通胀仅是暂时的言论现在和克里斯蒂娜·拉加德 (Christine Lagarde) 轻蔑地将通胀飙升描述为一个驼峰的言论一样有名。不出所料，人们对中央银行的信心正急剧下滑。

对美联储主席的信心水平*, 2001-2023



我们正处于下一场金融危机的初期阶段。

马克·杰弗托维奇
(Mark Jeftovic)

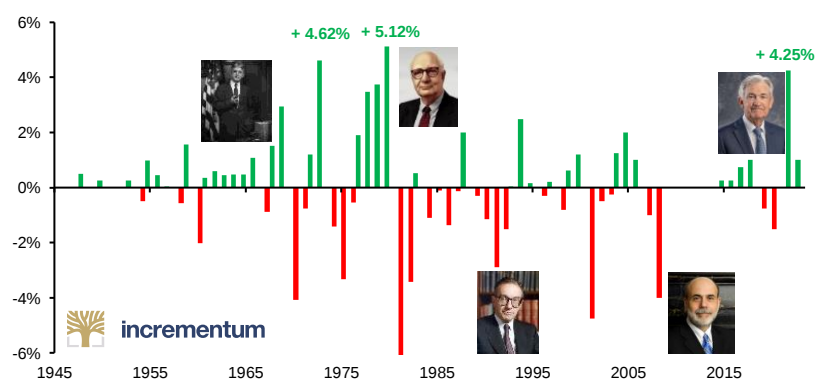
我们的经济预测记录几乎是完美的。

珍妮特·耶伦 (Janet Yellen)

这种疏忽导致紧急货币政策刹车。目前经济放缓，通胀率仍显著过高，我们警告过的货币政策三难困局（价格稳定 vs 金融市场稳定 vs 经济支持）现在变成现实。

然而，当央行官员最终认识到形势的严重性时，他们的行动却出人意料地严谨。杰罗姆·鲍威尔用了珍妮特·耶伦上一轮加息周期不到三分之一的时间将利率提高了两倍。他（加息）的猛烈程度让我们感到惊讶，所有其他的分析师、市场策略师、基金经理和占星家可能也都感到惊讶。但这是真的：如果你刹车太迟，你就得再加把劲！

联邦基金利率的年度变化, 1945-2023



经济预测唯一的作用就是让占星术看起来受人尊敬。

约翰·肯尼斯·加尔布雷思

(John Kenneth Galbraith)

我的目标是产生影响。

山姆·班克曼-弗里德

(Sam Bankman-Fried)

你无法进行历史上最不计后果的货币和财政实验，而不需要支付账单。第一张账单是通货膨胀。第二张账单是金融恐慌，其经济损失可能不止于美国硅谷银行的暴雷。

杰西·费尔德 (Jesse Felder)



图片来源声明：《经济学人》

不费吹灰之力赚个盆满钵满，没有什么能比这更让人心平气的了。

沃伦·巴菲特

(Warren Buffett)

尽管货币政策大幅收紧，但事实证明，通胀极难对付。直到近期，美联储表示准备尽其所能控制通胀。经历了 15 年的流动性泛滥和极低的利率后，戒断症状在突然拿走潘趣酒碗 (punchbowl) 后出现得越来越多。哪些商业模式近年来只靠低利率支持，哪些商业模式基本上是自力更生的，这一点正变得越来越明显。

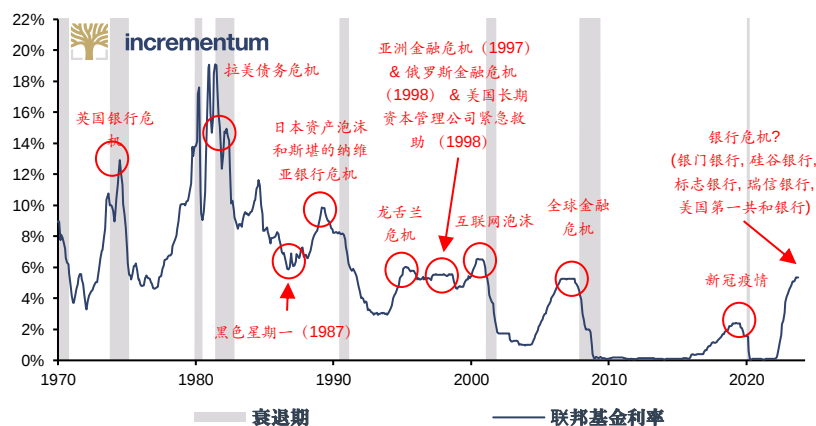
工业化国家 40 多年来最强劲、最快的加息已经造成了第一批受害者。英国养老基金的崩溃、黑石房地产收益信托基金 (Blackstone Real Estate Income Trust) 的倒闭、加密行业的各种灾难——尤其是引人注目的 FTX 集团破产——这些只是利率突然转向后产生后果的几个例子罢了。

今年 3 月，另一个经济问题浮出水面：硅谷银行 (SVB) 在毫无预警的情况下倒闭，不久后标志银行 (Signature Bank) 也倒闭了。5 月初，另一家地区性银行第一共和银行 (First Republic) 也宣布倒闭。众所周知，科技行业本来就对利率非常敏感，因此把地区银行倒闭仅仅归咎于他们管理不善，或者归咎于他们对步履蹒跚的科技行业的投资，我们认为这太过简单化了。

美国历史上曾有四家银行倒闭，其中有三家发生在过去几周；只有 2008 年 9 月华盛顿互惠银行 (Washington Mutual) 的倒闭才造成了更大的名义和实际损失。总的来说，自 3 月初以来，已经有超过 5000 亿美元的债务核销。预警信号清晰表明金融体系比人们普遍认为的要脆弱得多。在大西洋的这一边，一家主要的银行也不得不撤离，受到影响的不是什么银行，而正是受人尊敬的瑞士信贷银行 (Credit Suisse)。这家银行在三月中被瑞士银行 (UBS) 通过掩人耳目的操作收购了。

主流人士并未被吓倒，继续为美国经济的韧性欢呼 and 淡化问题。然而，熟悉路德维希·冯·米塞斯 (Ludwig von Mises) 和弗里德里希·奥古斯特·冯·哈耶克 (Friedrich August von Hayek) 倡导的奥地利经济周期理论的人知道，利率的急剧转向毫无疑问会带来剧痛。金融历史不乏向市场注入大量流动性触发人造繁荣的先例。

联邦基金利率，1970年1月-2023年11月



来源: Reuters Eikon, 列支敦士登投资公司

当撤走人为的刺激时，分配不均现象会被无情地暴露出来，然后被惨痛的价格崩盘、破产和衰退所清除。沃伦·巴菲特非常恰当地描述了这一现象：“只有潮水退去时，你才会知道谁一直在裸泳。”有很多迹象表明，还有更多“裸泳者”会出现。在此，我们特别推荐感兴趣的读者阅读本份《执信黄金》报告里关于崩溃性繁荣 (crack-up boom) 的章节。

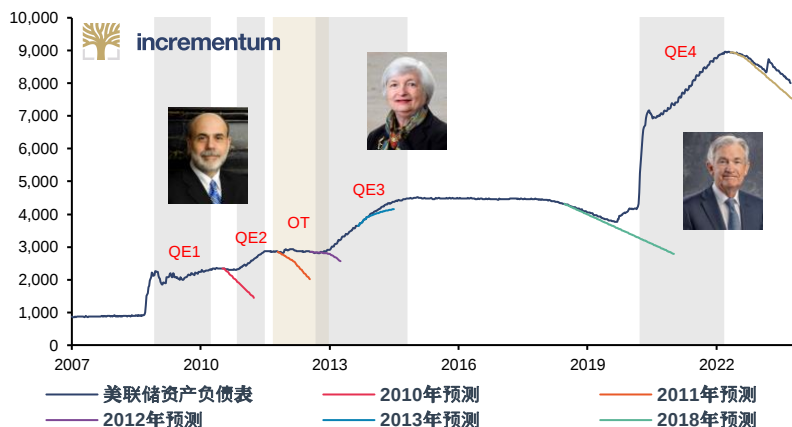
美联储还是老样子。过度宽松。然后它过度收紧....历史上美联储的紧缩周期有 80%会导致经济衰退。

戴夫·罗森博格

(Dave Rosenberg)

除了加息之外，当前政策的关键组成部分是量化紧缩，即缩减央行的资产负债表。按照计划，美联储的资产负债表目前应以每月 950 亿美元的速度缩减，相当于每年减少 12% 的总资产。然而，3 月份的银行倒闭立即打乱了这一计划，资产负债表总额不得不再次膨胀 4000 亿美元。

美联储资产负债表走势，单位：十亿美元，2007年1月-2024年1月



来源: Reuters Eikon, 圣路易斯联储, 列支敦士登投资公司

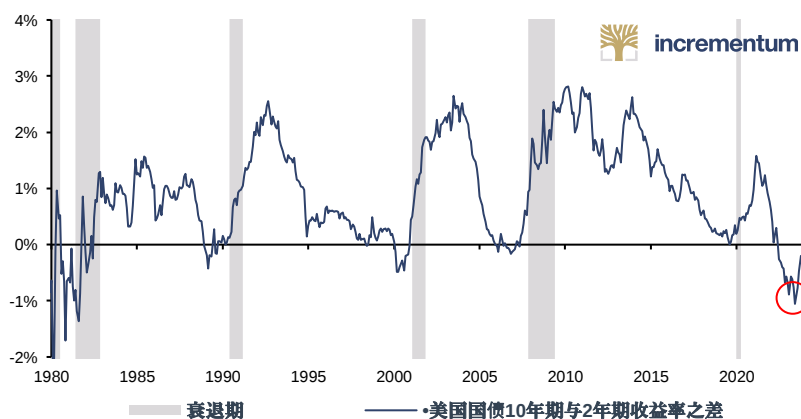
随后，这一救市措施是否应该被归为量化宽松政策的回归，在金融市场圈引起了热议。我们认为这种术语上的细微分歧会让人忽略一个更重要的问题：当系统性问题出现时，央行最终只有一种补救办法，那就是提供额外的流动性。过去 15 年里，每一次试图缩减央行资产负债表的尝试通常在几个季度之后都以惨败告终。

在这种背景下，围绕物价稳定、经济活动和金融市场稳定之间的货币政策对决迫在眉睫。有个至关重要的问题是：美联储能否在不引发严重衰退或者新的金融危机的情况下继续其限制性货币政策并将通胀率抑制在 2%，抑或必须再次采取扩张性刺激措施来拯救金融体系，从而冒着另一波通胀的风险？当银行、资本市场或实体经济都非常痛苦时，就是最晚的摊牌之时。

未知的货币供应量负增长

美国即将陷入衰退的迹象越来越明显。强烈倒挂收益曲线、缓慢疲软的劳动力市场、美国经济咨商会领先经济指数 (LEI)，所有这些都很难让经济乐观。如下图所示，当倒挂收益曲线再次恢复正常形态时——即短期债券的收益率低于长期债券，美国的衰退通常就开始了。

美国国债 (UST) 的 10 年期与 2 年期收益率之差，1980 年 1 月 - 2023 年 11 月



来源: Reuters Eikon, 列支敦士登投资公司

我属于“硬着陆”阵营。

斯坦利·德鲁肯米勒

(Stanley Druckenmiller)

当流通速度下降时，货币政策将无力刺激经济活动。著名的“推绳子”困境完全不足以描述即将发生的情况。

拉西·亨特 (Lacy Hunt)

此外，美国货币供应自上世纪 50 年代以来首次出现月度负增长，自大萧条以来第一次出现年度负增长。正如奥地利经济周期理论支持者指出，货币供应增长放缓已经足以终结人为创造的繁荣和市场泡沫。货币和信贷供应的下降明确地预示着严重的经济失衡。

虽然经济衰退和资本市场暴跌会有反通胀效应，甚至通缩效应，反应是高度通胀倾向的：量化宽松、收益率曲线控制和降息。在这不确定的时代可以确定的是，金融市场下跌的时间越长、越深，货币和财政政策的应对措施就会越具刺激性、越激进、越不顾一切，最终为下一个更大的通胀铺垫。

我们有一件事是肯定的：美联储经常提到的软着陆似乎越来越不可能了。即将到来的对决将揭示美联储是否真的像它声称的那样手握优势，抑或备受市场批评，被揭露其对策不过虚张声势。

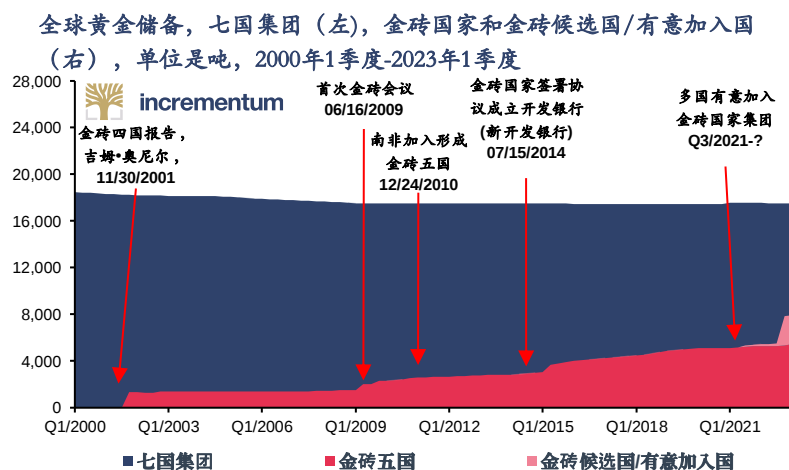
地缘政治对决

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 (Zoltan Pozsar)

我们也正在接近一场扣人心弦的地缘政治对决。世界政治权力中心之间的关系日益紧张，已经饱和的权势集团和饥渴的新贵之间出现了对决。

站在最前线的一方是美国领导下的西方集体，另一方是中国、俄罗斯和围绕这两个大国形成的阵营。相当多的新兴经济体与后者有联系，其中一些经济体通过组织与之正式建立联系，这些组织正是挑战以美国为中心的世界秩序。这种联盟的一个典型例子就是金砖国家，该联盟另有亚洲、非洲、南美共 19 个国家希望加入。正是这些国家自 2008 年以来不断增加黄金储备，减少美元储备。



第三次世界大战已经打响，但它有别于“传统的”世界大战：这是发生在寒区的热战和发生在热区的冷战。

皮帕·马尔姆格伦
(Pippa Malmgren)

如我们在《2022 年执信黄金报告》所料，针对俄罗斯的制裁再次加速了这一趋势。新兴市场国家已经仔细注意到货币军事化，现在正试图减少对美元的依赖。在这种政治环境下，黄金仍是为数不多的中性和流动性储备货币之一。高层官员此时也在商讨贵金属作为一种（黄金）替代品去积蓄。克里斯蒂娜·拉加德最近指出：“可以看到，越来越多的黄金作为另一种储备资产被积累，这可能是与中国和俄罗斯地缘政治关系更紧密的国家推动的。”



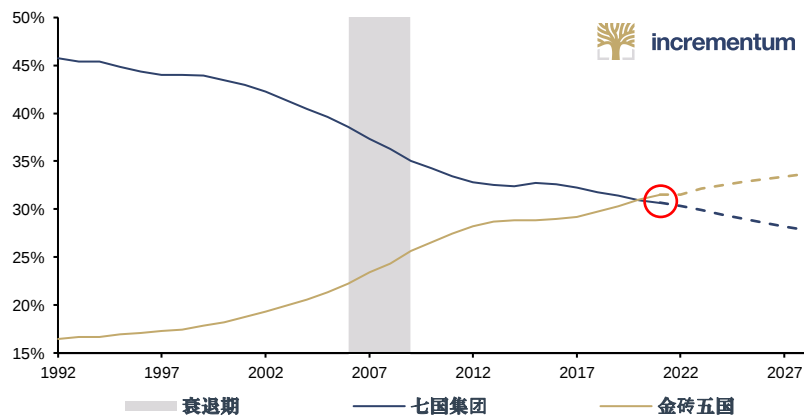
图片来源声明：维基媒体

我认为雅典的发展是迫使受惊的斯巴达人开战的最真实的原因。
修西得底斯 (Thucydides)

同样，越来越多人努力削弱美元作为交易货币的地位。例如，中国在 2010 年几乎没有在对外贸易中使用人民币。此时美元贸易仍占中国外贸总额的 83%。相比之下，中国在今年三月底以人民币结算的销售额却首次超过了美元。各国还在努力发展替代性贸易货币和支付系统。早在 2022 年 3 月，佐尔坦·波萨尔就在他的文章《布雷顿森林体系 III》启发性地引起了讨论。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”。这个过程究竟会把我们带向何方，目前没有人知道。但毫无疑问，我们正在不可逆地走向新的全球（货币）秩序。

金砖国家政治自信不断提升是其经济重要性日益提高的必然结果。自 2021 年以来，这些国家以购买力平价来衡量的 GDP 总量已高于七国集团 (G7)。除中国外，金砖国家的人口状况也表明其长期发展潜力显著优于西方国家。

七国集团和金砖国家1992-2027年全球GDP占比（购买力平价）



来源: Acorn MC Ltd, 世界经济展望, Reuters Eikon, 列支敦士登投资公司

围绕原材料的对决也步步逼近。我们亲爱的朋友亚历山大·斯塔尔 (Alexander Stahel) 最近贴切地指出¹，政策制定者普遍认为供应曲线具有弹性的观点，已被疫情、能源转型和地缘政治所推翻。这代表全球投资环境发生巨大的转变。全球大宗商品供应曲线现在可能接近垂直——这是导致中期滞胀的原因。

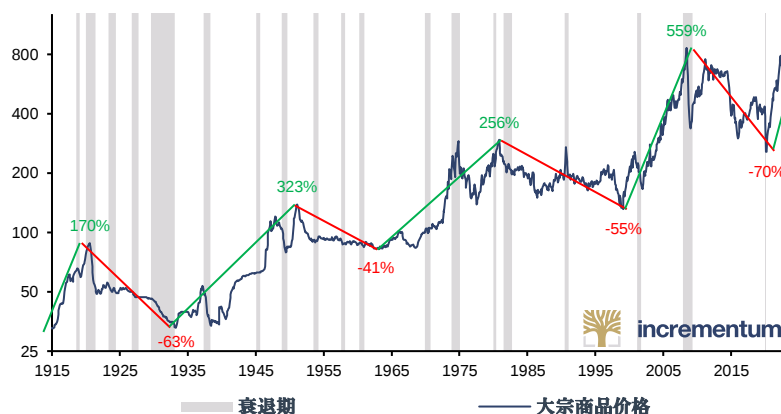
全球大宗商品供应曲线现在可能接近垂直——这是导致中期滞胀的原因。这也暗示着世界将从合作共谋转向竞争。

亚历山大·斯塔尔
(Alexander Stahel)

后果呢？后果就是化石燃料通胀和绿色通胀。化石燃料通胀在天然气、石油和煤炭供应相继减少之后发生，而绿色通胀指的是由于对绿色大宗商品的需求增加而导致金属和矿产价格上涨。能源创新最终将使全世界的能源更清洁、更便宜、更充足。但这样的突破需要数万亿美元的投资，或者像核聚变技术这样的能源奇迹。在我们看来，近年来我们经常强调的大宗商品超级周期显然完好无损，一旦当前的修正阶段结束，它可能会获得巨大的动力。

¹ Burggraben 投资信函，2023 年 2 月

大宗商品价格*, 1915年1月-2023年11月



金价对决

这是我们《执信黄金》报告的中心话题——**金价对决**。我们相信货币、地缘政治形势及金价走势预示着一场黄金大战即将发生。

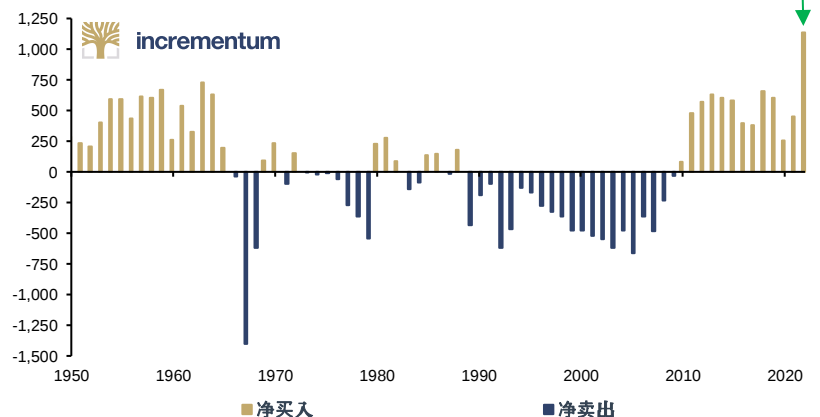
和谐建立在信任之上，只有信任尚在，偶然的分歧才可以解决。但当信任不再，一切也不复存在。

佐尔坦·鲍兹 (Zoltan Pozsar)

自 2009 年以来，各国央行一直净买入黄金。这股势头在去年再次显著加速了。**2022 年，各国央行黄金购买量增加了 152%，超过 1,136 吨。**而外汇储备则跌落至 9,500 亿美元。亚洲各国央行再次大量购入黄金。中国多年来首次正式买入黄金。值得注意的是，卡塔尔、伊拉克和阿联酋这三个主要的能源出口国现在都是前十大黄金买家。

这一趋势在 2023 年前三个季度仍在延续。1-9 月，各国央行总共增加了 800 吨黄金储备，比去年的购买量高出 14%。中国的购入量依然居首，官方宣布增持了 181 吨黄金储备后，现黄金储备总量为 2,192 吨，相当于其 4% 的总储备。波兰位居第二，其次是新加坡、利比亚、印度和捷克共和国。所以，即使在西方，东方国家也是最大的黄金买家。**我们预计中央银行需求将成为黄金牛市的主要推动力。**

全球央行黄金购入量，单位：吨，1950-2022

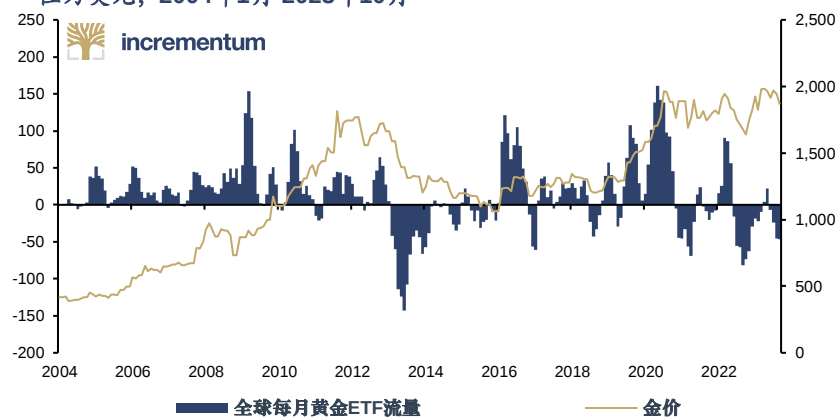


如果铜博士拥有经济学博士学位，并且是经济周期方面的专家，那么黄金就是一位在货币贬值方面获得诺贝尔奖的教授。

查理·莫里斯 (Charlie Morris)

不仅是央行，投资者也会寻求保护免受顽固性通货膨胀、可能发生的经济衰退和金融体系中不断增加的违约风险的影响。目前投资者的需求仍然低迷。这是由于西方国家的资金大量流出，而亚洲 ETFs 自 3 月份以来一直录得小规模但连续的资金流入。我们预料错失恐惧症 (FOMO) 会在历史新高处起作用，然后新玩家将在一瞬间入局。投资 ETFs 的需求会影响黄金的走势。

全球每月黄金ETF流量 (3个月平均值) (左)，单位为吨，金价(右)，单位为美元，2004年1月-2023年10月



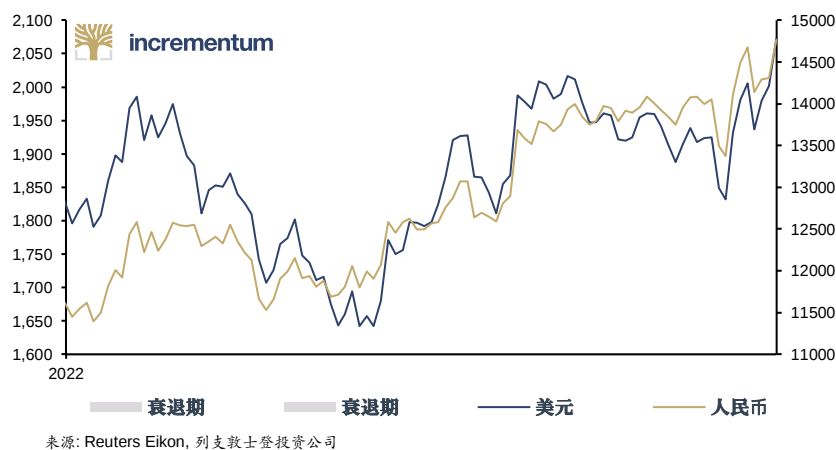
时间比价格更重要。时间一长，价格就会反转。

W. D. 江恩 (W. D. Gann)

金价预期似乎已经揭示美国的限制性货币政策终究是虚张声势。第一个证据就是在 12 月 1 日，金价首次超过 2,1000 美元，几次冲出新高度。

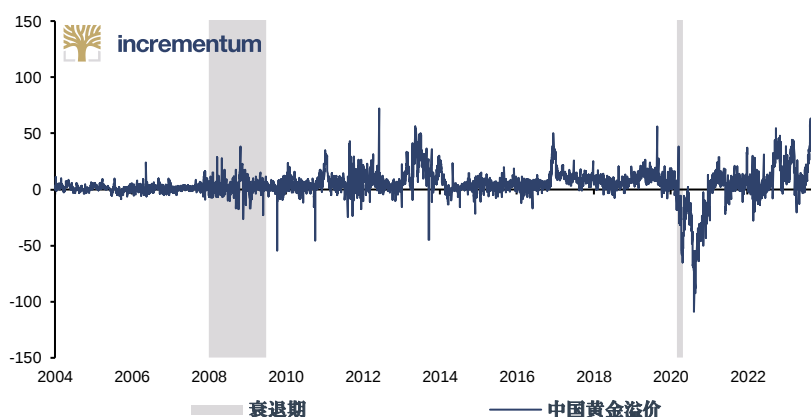
人民币换算下的金价于 2022 年上涨了 8.3%，而今年的涨幅直奔两位数。因此，与世界其他地区一样，黄金正证明其抵御地缘政治和经济动荡的能力。

金价，美元计价 (左)，人民币计价 (右)，2000年1月-2023年11月



对中国市场尤为重要，最近几个月在上海黄金交易所 (SGE) 购买黄金的溢价远高于长期平均水平。这表明，中国市场目前面临结构性短缺。

中国黄金溢价，单位：美元，2004年1月-2023年11月



来源：世界黄金协会，列支敦士登投资公司

本年度《执信黄金》报告的其他看点

在《2023 年执信黄金报告》的英文版和德文版中，我们确实涵盖了更多的主题。您可以在 ingoldwetrust.report 下载英、德文版的《2023 年执信黄金报告》。最重要的看点是：

- 深入分析美国经济状况，包括展示我们的 **增量衰退阶段模型**。该模型旨在指导投资者在五个不同的经济衰退阶段的投资决策。
- 独家专访明星分析师佐尔坦·鲍兹，探讨世界货币秩序重组的机遇和风险（《布雷顿森林体系 III》）。
- 详细讨论了去美元化进程和减少美元依赖的具体举措。
- 独家专访罗素·纳皮尔（Russell Napier），探讨通胀、金融压制和资本支出周期。
- 深入探讨黄金从西方流向东方，尤其是中国黄金市场。
- 提出善意的建议去终结稳健货币阵营中黄金支持者和比特币支持者之间的分歧。
- 覆盖各类主题的背景专稿，如崩溃性繁荣现象、中国银本位和专有的牛市指标。
- 详细讲述白银及其投资组合特征。
- 聚焦采矿业的资本支出问题和技术分析黄金价格。
- 在最后一章，我们都会像过去每年那样扪心自问：“黄金，将何去何从？”，并更新我们对金价的预测。

非常感谢！

一直以来，《执信黄金》都在努力成为世界上最受认可、读者最多、黄金分析最全面的报告。

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)

每年我们退隐数周到我们的凉亭中做研究；整理思绪、数据和真相；深思；最终撰写《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、哲学的和经济理论的见解。亲爱的读者，你们是让我们这么做的最大动力。我们非常荣幸能以翔实、有趣、易懂的方式，让您更接近永远迷人的黄金世界。我们感谢您对我们分析的兴趣和信任。

这份年刊由**列支敦士登投资公司 (Incrementum AG)** 出版。我们想藉此机会感谢我们列支敦士登投资公司的合作伙伴，是他们凭借丰富的经验和博学的知识定期协助我们完成市场分析、公司估值和基金管理工作。我们还要藉此机会感谢该报告第一版的出版商奥地利第一储蓄集团。如果没有他们的支持，《执信黄金》报告可能不会以目前的形式出现。

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)

我们也感谢来自四大洲、跨越无数时区的 20 多位优秀的同事，感谢他们在 2 万多个小时里孜孜不倦的努力。

最后特别感谢我们的**优质合作伙伴**。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《执信黄金》报告外，我们还发布《**每月黄金罗盘**》，并在主页 ingoldwetrust.report 上发布最新信息。

很少有领域像在金融界那样看不起历史这个学科了。

约翰·肯尼斯·加尔布雷思
(John Kenneth Galbraith)

谨致以来自列支敦士登的亲切问候。



罗纳尔多·彼得斯托弗尔和马克·J.瓦莱克



建设资本密集 度低的 **金矿**

为什么选择阿拉莫斯矿业公司？

- ✧ 有多个初始投资额为1000–3000万的项目
- ✧ 2022年桑塔纳金矿满足商业化条件
- ✧ 最初专注于墨西哥北部
- ✧ 埃尔·德奥罗山——第二个计划内并已获批的矿井，预计于2024年建造
- ✧ 低负债资产负债表
- ✧ 内部与股东方紧密联系

黄金，将何去何从？

邪恶的梦想家，你叫什么名字？
看来我们搭上同一趟列车
看来还会有更多的痛苦
将会有一场决战。

电光交响乐团《对决》

- 加息的影响极大低估了时间因素。鉴于货币紧缩的速度之快，我们预计未来 12 个月将出现衰退。
- 我们很快就要在货币政策中抉择。由于银行、实体经济和金融市场变得越发脆弱，货币政策将与预期的经济低迷一决雌雄。
- 围绕世界秩序重新洗牌的地缘政治对决已经如火如荼。央行对黄金的结构性需求上升，将成为推动黄金牛市的关键因素。
- 尽管美国和欧元区的通胀率最近已有所下滑，但我们认为下一波通胀会接踵而来，**滞胀 2.0** 会继续如影相随。
- 金价前景：根据**增量衰退阶段模型**，倘若发生经济衰退，我们预计未来 12 个月金价将在 2,300 – 2,400 美元之间。我们继续坚持十年内目标价达到 4,800 美元。

多重对决的时代

对乐观主义者而言，这是一个糟糕的时代

他们一定很孤独

所以我们给他们一点支持吧

试问谁想独自一人？

银月乐团

顽固的高通胀数据、不断上升的利率、经济衰退预兆、银行危机、欧洲的战争、地缘政治联盟的构造性转变以及愈演愈烈的去美元化。我们不仅处在一个多重危机的时代，而且处在一个多重对决的时代。亲爱的读者，您了解“愿您生活在有趣的时代”这句话并不像许多西方人所理解的那样，具有积极的涵义，这是句骂人的话。

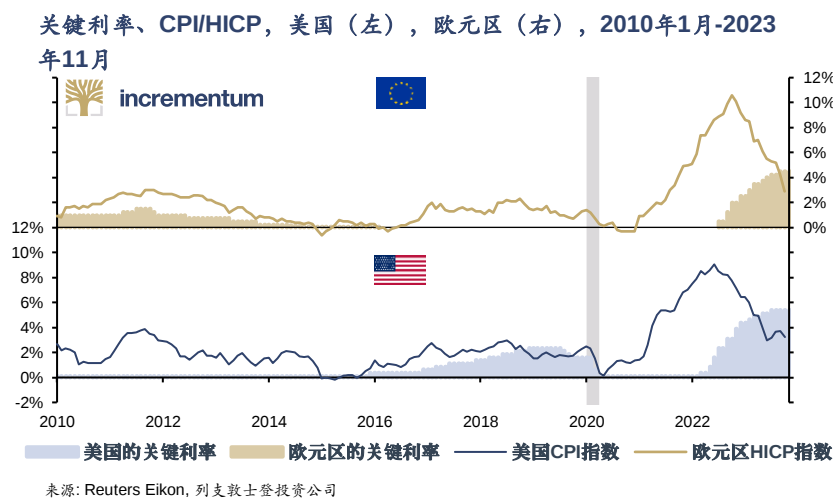
我们确实生活在一个有趣的时代，现在每个人包括投资人都必须应对它。不确定和不稳定的时代充满了挑战，但我们也有机会提高历史意识、为未来发展做好准备。那么，在当前不确定和不稳定的时期，有什么特别重要的因素需要投资者考虑的呢？

央行的信誉正在流失

信用货币建立在信任的基础上，而竞争市场中却鲜有信任。

大卫·格雷伯 (David Graeber)

央行严重误判通胀趋势，无疑削弱了人们对它的信心。美联储较晚但始终一贯地应对加息周期，而欧洲央行更晚才反应，也远没有那么坚定。在美国，上一波通胀在2022年6月达到9.1%的峰值，而在欧元区，通胀在2022年10月达到10.6%的峰值。此后，加息周期一直持续，美国和欧元区的利率分别升至5.25-5.50%和4.50%。



希冀于软着陆或者轻度衰退纯属是共识上的妄想，不过是吸引投资者回到过去拥挤不堪的投资年代。

泰维·科斯塔 (Tavi Costa)

央行现在真的由鸽派转成鹰派了吗？当货币政策对决发生时，我们才能在未来数月内得到答案。三家主要银行倒闭潮引发动荡后，尤其是美联储已经备受压力，采取行动，并且反应迅速。最近央行资产负债表扩大了4000亿美元可能明确地暗示了，它更重视银行业的稳定和金融市场的稳定，而不是价格的稳定。迄今为止发生的银行倒闭尚未导致威胁整个系统的大灾难。然而，我们坚信日益恶化的危机也会导致官方推翻限制性货币政策。

被低估的时间因素

我认为在我们有生之年不会发生金融危机。

珍妮特·耶伦 (Janet Yellen)

我们曾在去年的《执信黄金》年报中详述，在不引发衰退的情况下管理货币紧缩并将通胀压低至2%以下，这个最初设定的货币政策目标是不现实的。我们相信，由于全力推行货币政策，大量的经济问题正暴露在我们面前。货币引发的繁荣总是掩

盖了大量的金融罪恶，鼓励从众、形成错误的风险意识、鲁莽行事以及产生一种“这一次不同”的心态。

诺亚不是下雨之后，才开始造方舟的

沃伦·巴菲特
(Warren Buffett)

咖啡：你能做到的。

葡萄酒：你没必要这样做。

龙舌兰酒：你刚做到了。

你可以逃避现实，但你无法逃避其后果。

艾茵·兰德 (Ayn Rand)

时间上，货币政策先于经济运行，后者先于通货膨胀。因此央行如今因为通胀急剧攀升而收紧货币政策，就好比一个司机开车前进时看后视镜。

菲力克斯·朱洛夫
(Felix Zulauf)

如果你不能在饭桌前半小时发现笨蛋，那么你就是笨蛋。

迈克·麦克德莫特
(Mike McDermott)

沃伦·巴菲特将利率比作地心引力：就像地球引力影响质量一样，利率也会影响估值。由于贴现效应，利率越低，估值就会越高，在低利率和零利率的情况下，估值会达到天文数字的高度。当利率开始再次上升时，估值就会回落。鉴于零利率和低利率的多年时间内出现了长达数年的估值繁荣，这种回归“正常”利率水平的做法，无异于重重地把各类资产卸在坚硬的现实地面上。

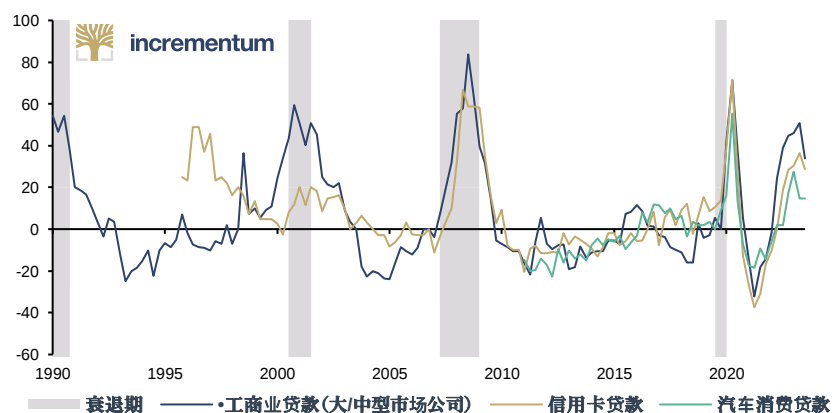
我们认为时间因素完全被低估了。首先，扩大的货币供应量在实体经济上铺开和推高通胀率需要一些时间。我们曾经开玩笑地把这种时间差称为“龙舌兰货币理论”。晚上喝上几杯龙舌兰酒无疑能在派对中兴奋起来。但第二天后果必然出现：恶心、头痛、还有犯下潜在的恋爱错误。

2022年，价格开始溃堤，几个月来央行发表了通胀是暂时的绥靖主义言论后，央行之间还是爆发了恐慌。特别是美国，紧急货币政策踩下了刹车。然而，猛踩这种刹车——不像使用机械紧急刹车——不会立即引发任何后果。现在我们又回到了原点，我们必须再次警告出现滞后效应，但这次是相反的方向。量化紧缩和高利率的影响将日益明显。

为了阐明货币政策举措的时间滞后性，投资者（特别是悲观的多头）回顾最近的情况是明智的。2007年9月，时任美联储主席本·伯南克（Ben Bernanke）被迫自2003年6月以来首次降低利率，尽管当时通胀率已经超过2%。当时美国房地产市场已经大幅下滑。尽管华尔街最初欣喜若狂，但在2008/2009年美国乃至全球经济危机陷入了自大萧条以来最严重的危机。最初的降息完全没有效果。美国CPI从2008年7月的5.6%下降到一年后的-2%。股市在2009年3月9日达到最低点，此时距第一次降息仅19个月，距QE1（第一次量化宽松货币政策）启动仅5个月。因此，尽管吃了许多“头痛药”，但“龙舌兰酒”继续长时间制造麻烦。

这个例子说明了货币政策巨大的滞后效应。过去14个月加息的后果还需要几个季度才能完全显现出来。目前，企业和消费者的贷款条件收紧，这让我们怀疑，反通胀的衰退越来越有可能出现。

美国银行收紧贷款标准的净百分比（各类），1990年2季度-2023年4季度



如果说杰罗姆·鲍威尔是新的保罗·沃尔克，那么丹尼·德维托就是新的布拉德·皮特。

罗尼·彼得斯托弗尔 (Ronnie Stöferle) 在 Macrovoices 访谈中说到。

让我们不要寻求共和党或者民主党的答案，寻求正确的答案。让我们不要追究过去的责任。让我们承担起自己对未来的责任。

约翰·F·肯尼斯
(John F. Kennedy)

当玩家无法跟上不断增长的速度时，他们就会输掉经典的俄罗斯方块游戏，而俄罗斯方块就会堆积到顶端。这通常称为“顶出”。

“俄罗斯方块”的维基百科条目

现在的关键问题是：货币紧缩过程能否将通胀降低到足以让央行挽回颜面，然后再次放松政策？货币政策撤回过程能否对经济和金融市场不造成过多损失的情况下完成？这可能需要央行领导层的铁腕纪律和政治独立性。即使杰罗姆·鲍威尔提及保罗·沃尔克来重获信誉和信任，我们认为比较沃尔克与鲍威尔是不合适的。**为什么？**主要因为债务状况明显恶化。

系统性债务问题

无论是政府，还是家庭和企业，债务都接近峰值，并且很多时候比保罗·沃尔克时期都高。因此，系统性利率敏感性也很高。行业债务比率显示今天的情况与沃尔克对抗通胀时的情况显著不同。

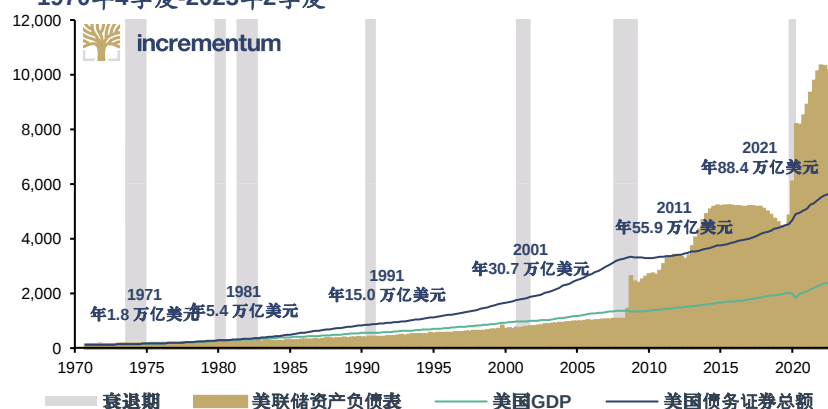
美国行业债务，占 GDP 的百分比%

日期	政府	企业部门	私人家庭
1970	35.7%	47.0%	44.0%
1982	35.2%	53.1%	47.9%
Q3/2022	120.2%	78.8%	75.2%

Source: BIS, Incrementum AG

下图深刻地表明，债务引发的增长是不可持续的。自 1971 年以来，信贷市场债务总额（美国最广泛的债务总额）增长了 60 倍，美联储总资产增长了 100 倍，而 GDP 仅增长了 24 倍。在过去的 50 年里，每十年的信贷规模大约都会翻一番。2009 年是个分水岭。此时美联储采用量化宽松大幅增加了基础货币供应量来抗击金融危机，债务总额首次录得下降。

美联储资产负债表，美国GDP和美国债务证券总额，100 = Q4/1970，1970年4季度-2023年2季度



来源：圣路易斯联储，Reuters Eikon，列支敦士登投资公司

钱多不代表钱够。

李尔·韦恩 (Lil Wayne)

事实越是显而易见，就越具欺骗性。

亚瑟·柯南·道尔爵士
(Sir Arthur Conan Doyle)

债务和货币供应量呈指数级增长，这一令人印象深刻的图表明了两点：一方面，货币体系存在系统不可持续性，另一方面，冷不丁停止货币信贷，经济不可能不减速。

债务过高是央行顶着渐增的压力不再加息，甚至尽快再次降息的主要原因。我们认为实体经济、社会和最终政治层面要求信贷放松和量化宽松的呼声会越来越高。下一步措施的触发因素究竟是步履蹒跚的房地产市场、陷入困境的银行体系，还是不断上升的失业率，最终都是次要的。

未来会有更多的通胀浪潮？！

浪潮不是用英尺或英寸来测量，而是用恐惧增量。

乔治·特伦特 (Buzzy Trent)

我们去年已经详细解释过，通胀预计会一波波发生。过去已经表明了，在通胀率上升的环境下，通胀的波动性也会增加。在这种背景下，尽管规模不同，我们将当前的通胀浪潮与上世纪 70 年代的通胀浪潮进行比较是有趣的。值得注意的是，我们恰好去年已经做过这种形式的对比，在 12 个月后仍然惊人地适用。



未来十年，市场将继续低估通胀风险。那些愿意拥有它的人将会获得回报。

凯文·缪尔 (Kevin Muir)

我们认为，上世纪 70 年代的通胀为未来提供了一个很好的指标。在上述问题的背景下，我们仍然看到未来几个月会出现以通货紧缩为主的趋势。但这并不意味着通胀危险已经远去。相反，一旦放松货币政策，第二波通货膨胀就更有可能出现。此外，从中长期来看，高通胀率和高通胀波动的结构性原因还有很多。那么，长期存在高通货膨胀压力的原因是什么呢？

需求侧的原因如下：

- 长期预算赤字和财政主导地位日益增强
- 能源价格减缓计划
- 能源转型，能源脱碳
- 重整军备和战争经济

从供给侧可以确定以下通货膨胀趋势：

- 环境因素和（地缘）政治因素驱动下不断上升的贸易壁垒
- 不友善贸易伙伴的制裁
- 商品生产商国有化趋势
- 以牺牲效率为代价的供应链近岸化
- 中国战略的改变：减少了对出口的依赖
- 人口变化：整个经合组织以及中国的劳动人口（婴儿潮一代）都在下降。

货币史即世界史

昨天已成历史，明天未知，而今天
是上天的礼物.....这就是为什么他
们叫把现在称作“礼物”？

乌龟大师

货币政策对决的当前阶段伴随着许多不确定性。然而，地缘政治格局和不确定性进一步提高了总体的复杂程度。在我们分析了多年的去美元化中，（地缘）经济和（地缘）政治的交集特别明显。近几个月来，金砖国家进一步减少了对美元的依赖。

如果有信任，贸易才会奏效。如果信任离去，贸易就不奏效了。

戴尔·科普兰 (Dale Copeland)

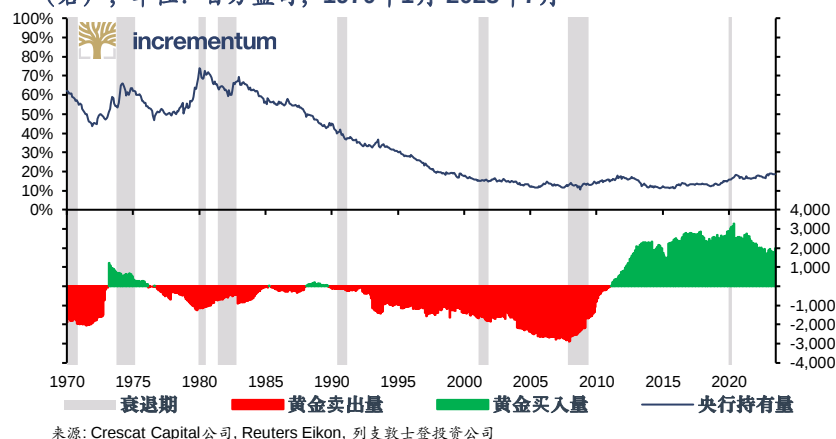
我认为，尤其考虑到中国自己也有债务问题，所以美国还有大约 20 年的时间来解决问题，之后人民币作为更持久的储备货币才会对美元造成威胁。

迈克尔·琴巴莱斯特
(Michael Cembalest)

然而，套用马克·吐温的话宣告“美元已死”还为时过早，因为货币是网络资产，而美元作为全球第一大货币，拥有网络资产的所有优势。

黄金也是一种网络商品，甚至可能是最终的货币网络商品。在一个四分五裂的世界里，黄金可以成为防止经济进一步解体的货币媒介。毕竟，黄金是超越国家的、中立的，并且不存在交易对手风险。黄金本身可以用于国际贸易，也可以用于（部分）由黄金支持的货币，代币化解决方案在这里发挥作用。金砖国家已经提出了这个想法。各国央行对黄金的高需求表明，在这个多重危机并存的时期，黄金正恢复其重要性地位。

央行黄金持有量（左）占外汇储备的百分比，以及5年滚动黄金购买量（右），单位：百万盎司，1970年1月-2023年7月



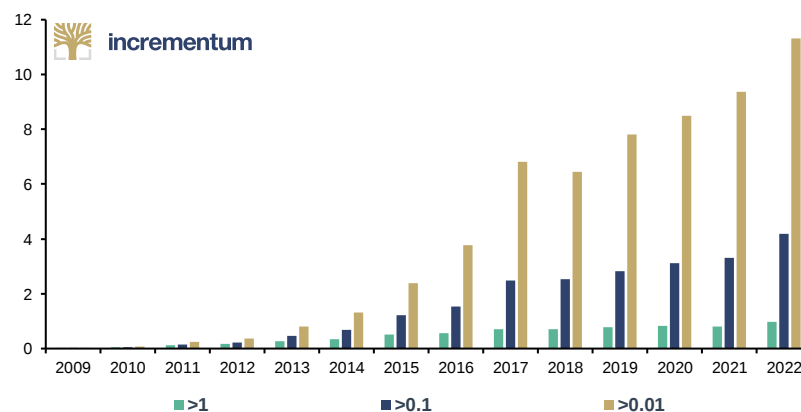
未来的前景：金钱、黄金和比特币

时间永远分岔，通向无数的将来。

豪尔赫·路易斯·博尔赫斯
(Jorge Luis Borges)

考虑到金钱在时代变迁中的作用，了解货币历史是非常重要的。除了要认知过去，我们也要仔细研究最近的技术发展。2015 年，我们首次将比特币纳入《执信黄金》报告的一部分。²数字价值存储（尤其是比特币）可能改变我们对金钱和价值存储的看法。

至少持有X个比特币的地址数量，单位：百万，2009-2022



²见“货币秩序的过去，现在和将来”，《2015 年执信黄金报告》

最终只有一个（胜利者）。

康纳·麦克劳德

(Connor MacLeod)

《高地人》

这就是为什么自由市场中无论是什么扮演货币角色，它都会有一个可靠的高存量产量比：与现有的总供应量相比，新的货币供应量很小。

赛费迪安·阿莫斯

(Saifedean Ammous)

由于比特币用户和资产数量越来越多，其网络效应也变得显而易见。随着比特币越来越普及和广为认可，它也变得越来越吸引和实用。每一位新的活跃用户和钱包都通过增加流动性来增强网络。这种积极的反馈效应加强了比特币作为领先加密货币的地位，并支持其成为未来潜在的货币。

比特币越来越有吸引力的一个重要先决条件是它的绝对稀缺性，因为它的供应量上限在数学上固定在 2,100 万个。目前，比特币的开采量仍在以每年 1.6% 的速度增长——与黄金开采量的年增速差不多慢。比特币的“通胀率”每四年减半一次。因此，在 2024 年 4 月减半之后，比特币的通货膨胀率将低于黄金。在过去的周期中，比特币的价格总是在减半前后的几个月里上涨得特别强劲。

减半后的比特币表现，100=减半（log），2012 年 11 月-2023 年 11 月



《2023 年执信黄金报告》年度最佳

今年《执信黄金》报告中《对决》的其他主要发现包括：

- **通胀：**央行惧怕历史像 20 世纪 70 年代阿瑟·伯恩斯（Arthur Burns）执政时那样重蹈覆辙。我们的基准情景指向具有更高通胀率波动性的结构性高通胀。这一章广泛且深入地探讨了基本面以及历史的和未来可能出现的通胀浪潮。
- **债务：**可持续性言论的背后隐藏着被低估的风险：增长的政府债务。这一章揭示了新冠疫情大流行的惊人影响，分析了低利率被低估的影响，并阐明了其与可持续经济发展被低估的联系。特别是，我们对近年来多次强调的零利率陷阱的偿付能力状况提出质疑。
- **去美元化：**我们已经在去年强调指出，2022 年俄罗斯外汇储备的冻结可能会作为一个历史性时刻载入国际货币史。欧洲在这一点上显然站在美国那一边。与此同时，沙特阿拉伯加强与金砖国家接触，它越来越强烈地寻求建立一个多极货币体系。问题依然是：美国将如何应对这些挑战？在这种不断变化的地缘政治背景下，美元将如何表现？
- **黄金流动：**自本世纪初以来，中国和印度一样，进口了大量黄金，尽管中国也已是世界上最大的黄金开采国。在过去 20 年里，印度和中国官方总共进口了 3.4 万至 3.6 万吨黄金。如果 Jan Nieuwenhuijs 理论是正确的，中国官方的黄

金储备可能高达官方报告的两倍。2000 年，中国和印度总共占全球黄金消费需求的 28.7%，到 2022 年，这个比例已接近一半(48.4%)，两国总需求为 1600 吨。

- **白银：**白银供应萎缩及其强劲的工业需求夯实了白银价格上涨的基础。能源转型正在推动太阳能行业的创新，在 TOPCON（隧穿氧化层钝化接触太阳能电池）和 HJT（异质结电池）等技术中增加了银的使用。价格走势显示，金价上扬往往会带动银价，因此 2023 年的金价对白银命运至关重要。我们的分析表明，通常发生在衰退结束的通货再膨胀动态可令白银受益。
- **矿业股票：**矿业股票的价值主张持续改善，而市场仍然在很大程度上忽视了它们的盈利能力。由于 2023 年稳定的金价，矿工可以在成本上升的情况下继续创造高利润。生产商现金流（增长）预计增多并购行为，特别有利于稳定地区的初级生产商、开发商和勘探者。
- **资本支出周期：**尽管大宗商品价格在 2021 年和 2022 年大幅上涨，但这尚未导致资本支出（capex）大幅增加。十多年来，大宗商品行业一直与各种投资壁垒作斗争。最初期望投资回报的行业是油气业。鉴于供应紧张和商品估值处于历史低位，预期的投资回报将标志着新商品超级周期的开始。

黄金，将何去何从？

狂热首先会淘汰那些与它作对的人，然后淘汰那些与它一起的人。
杰姆·罗杰斯（Jim Rogers）

加息周期的结束将对黄金至关重要。
美国银行

黄金价格已经触顶了吗？ 上一次通胀引发的大牛市中，媒体大肆吹捧黄金泡沫神话。德国周刊《明镜》（Der Spiegel）在 1980 年牛市的顶峰时写道：“*这不再是通常意义上的牛市，而是歇斯底里、恐慌和疯狂*”。《外交世界报》（Le Monde Diplomatique）提到“*淘金热和资本主义弊病*”，《金融时报》（Financial Times）认为，它见证了黄金“*神话般*”地复兴。

让我们回到现在。 基于我们已经详细描述的情况，尤其是随着人们揭穿了央行虚张声势的言论，我们预计有越来越多的资金流入实物资产（尤其是黄金和大宗商品）。请看下一张图表，两年期美国债券的收益率从 2021 年年中 0.11% 激增至 5% 左右。但我们认为债券市场日益证实，紧缩周期接近尾声，美联储将不得不尽早降息。每次收益率从高点回落，金价就会进入一个冲动的牛市阶段。

美国 2 年期国债（左），金价（右），1996 年 1 月 - 2023 年 11 月



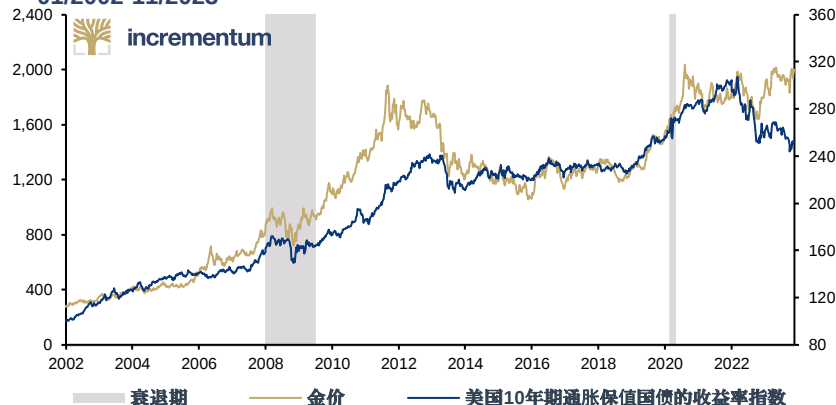
来源：13D 研究 & 策略公司, Reuters Eikon, 列支敦士登投资公司

通胀时期的交易员应该多疑，而不是自满。

佐尔坦·鲍兹 (Zoltan Pozsar)

通货膨胀指数债券 (TIPS) 和黄金目前出现了自 2005 年以来最大的分歧。我们要走向由 TIPS 和金价分别定价的实际利率预期之间对决吗？在这种情况下，比较两种相应资产的价格走势是很有趣的。这种同步大体上可以辨别出来，但在某些阶段，金价已与 TIPS 的表现显著脱钩。21 世纪 00 年代中期尤为突出，金价在美元疲软的环境下明显进入了牛市。在名义收益率小幅上升和通胀数据平平的背景下，TIPS 首先盘整。在不久的将来，这种情况可能会重演，尤其是如果目前美元的疲软势头进一步增强的话。

金价和美国10年期通胀保值国债的收益率指数，100 = 01/2002，
01/2002-11/2023



美元的武器化对任何人来说都不足为奇——特朗普已经专门将美元武器化来对付伊朗。

罗素·纳皮尔 (Russell Napier)

如前所述，我们认为黄金是地缘政治对决的结构性受益者。央行侧的黄金需求目前由新兴市场推动。然而，从博弈论的角度来看，西方央行很可能也会在未来几年复兴黄金需求。毕竟，黄金储备保证在地缘政治对决中占据强势地位。

离岸流——波浪过后是水流

当离岸流来临，保持镇定并随大流走。

冲浪者智慧

未来几个月将向我们展示，美国经济是否能够抵御衰退的冲击。我们不认为它可以，因为过去四十年最大的通胀潮结束后现在又以更强、更难以抵挡的趋势显现。

大浪是另一种完全不同的玩法。你正在驾驭的大浪通常超 10 米，蕴藏巨大速度和能力。在浪的表面上，明显会开始出现生死存亡的想法。

凯利·斯莱特 (Kelly Slater)

在《2022 年执信黄金报告》中，我们主要关注滞胀，今年我们将重点转向投资者如何才能最好地穿越衰退的洪流。为此我们开发了增量衰退阶段模型 (IRPM)，这在“货币政策对决”一章中有详细介绍。该模型旨在分析经济衰退不同阶段的资产表现，并提供深刻的见解，说明哪些资产可以盈利，以及在经济衰退期间什么时候可以降低风险。该模型分为 5 个衰退阶段：衰退前阶段（阶段 1），真正的衰退分成三个阶段，以及复苏阶段（阶段 5）。

衰退阶段模型



衰退前的6个月 | 衰退的前3个月* | 阶段2和阶段3之间的几个月** | 衰退的后3个月* | 衰退后的6个月

来源: 列支敦士登投资公司

*少于3个月的短期衰退期
**6个月或少于6个月的衰退期不一定有阶段3

投资于前所未有的事物，对回归平均值进行对冲，并为不可想象的事情做好计划。

约翰·博班克 (John Burbank)

对黄金、白银、股票、大宗商品和矿业股的评估结果表明，总体上，由于黄金在整个经济衰退期间的平均表现为 10.6%，所以它最适合成为经济衰退的对冲工具。在经济衰退的不同阶段，黄金的表现存在显著差异。虽然在第一阶段和第二阶段，黄金的表现与其他资产相比仍然非常积极，分别为 10.9% 和 5.7%，但在后面的阶段（3-5），黄金的表现要弱得多，只有 2.9%、2.7% 和 2.6%。

平均资产表现—列支敦士登投资公司衰退模型

资产类型	衰退期*	阶段 1	阶段 2	阶段 3	阶段 4	阶段 5
黄金	10.6%	10.9%	5.7%	2.9%	2.7%	2.6%
白银	-9.0%	31.5%	0.8%	-10.9%	3.5%	17.4%
股票	-5.3%	-2.8%	-6.0%	-13.2%	12.6%	8.6%
大宗商品	-6.3%	6.4%	0.2%	-6.5%	-0.2%	5.0%
矿业股	5.4%	8.9%	8.5%	-11.7%	8.3%	24.3%

来源: Reuters Eikon, 列支敦士登投资公司

白银并不是可靠的经济衰退对冲工具，在整个经济衰退期间，白银的平均表现为 -9.0%。这可能是因为人们更多地把白银视为对周期敏感的工业金属，而不是低迷时期的货币金属。然而，在经济衰退前后的几个月（第一阶段和第五阶段），白银的表现高于平均水平。

在经济衰退时期，争论黄金价格是不明智的。

罗宾·斯利发
(Robin Sacredfire)

股票和大宗商品在经济衰退期间的平均表现消极，股票在第五阶段表现最好，为 12.6%，大宗商品在第二阶段表现最好，为 6.4%。但并非所有股票在经济衰退期间都会下跌，比如矿业股。除第三阶段外，矿业股平均表现积极。值得注意的是，除了大宗商品以外，所有资产都可以在第四和第五阶段受益。矿业股再次脱颖而出，第四和第五阶段的平均表现分别为 8.3% 和 24.3%。

总的来说，我们的分析表明，在经济衰退期间，不同资产的表现存在显著差异，投资者需要谨慎行事，才能在经济衰退周期的每个阶段都取得成功。

流动性衰退时期的金价预测

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

尼尔斯·玻尔 (Niels Bohr)

和每年一样，我们想用金价的短期发展来结束年报。今年，由于经济衰退的可能性很大，我们根据经济趋势来预测黄金价格。正如我们在《货币政策对决》一章中所详述的那样，我们认为越来越明显的经济衰退趋势将是近期金价上涨的主要推动力。我们的增量衰退阶段模型非常适合在这种环境下预测黄金价格的发展。

我喜欢把计划放在一起。

约翰·汉尼拔·史密斯 (John "Hannibal" Smith) 上校，《天龙特攻队》

与任何预测一样，我们也必须做出许多假设。我们是基于黄金在每个阶段的平均表现来预测金价的，假设美国在 2023 年第四季度开始衰退，这意味着自 2023 年第二季度开始以来，我们已经处于我们独有的衰退阶段模型的第一阶段。这一预测将延续到 2024 年底，我们假设届时所有衰退阶段都将结束。

我们设定了今年年底以美元计算的黄金收盘价作为短期价格目标，这也标志着此时将结束第二阶段（衰退本身的初期阶段）。根据我们的预测，此时金价将在 2,300 美元左右。

根据增量衰退阶段模型得出的金价和金价预测，单位：美元，2000年1月-2024年12月



来源: Reuters Eikon, 列支敦士登投资公司

*基于美国在2023年第四季度开始衰退的假设

如果这一预测持续到增量衰退阶段模型的最后阶段才结束，2024年底金价最终将略低于2,500美元。

然而，要着重强调，满足经济衰退的先决条件是实现这种价格发展的关键。在没有衰退的情况下，有可能出现与预期价格显著偏离的情况。

最新的十年金价预测

忠实的读者还会记得我们在《2020年执信黄金报告》中发布的黄金价格预测模型，³该模型的目标价定在2030年年底。当时，我们将黄金覆盖率作为主要输入因子，计算出2030年底，黄金目标价将略低于4,800美元。

为了使经济预测具有相关性，它必须与市场预测相结合。

戴夫·罗森博格
(Dave Rosenberg)

如去年一样，您仍然享有内部金价分析预测的特权。为了使金价仍准确保持在预测正軌上，它得在今年年底之前上升到略高于2,400美元的价格。这比我们的经济衰退阶段模型的目标价格2,307美元高出不到4.6%，约100美元。基于2023年十一月的收盘价2036美元，金价到2023年底对应增幅将达17.9%。

直至2023年预测金价的阶段性情况：金价和预测金价，单位：美元，1970年1月-2030年12月



来源: Reuters Eikon, 列支敦士登投资公司

³ “黄金，将何去何从？”，《2020年执信黄金报告》

现在还不是结束。甚至还不是结束的开端。但可能是开端的结束。

温斯顿·丘吉尔

(Winston Churchill)

等待是最困难的部分
每天你都会看到又一张卡片
你要相信它，把它放心上
等待是最困难的部分。

汤姆·佩蒂与伤心人乐团

我们继续维持约 4,800 美元的十年目标价，因为货币政策动态、经济前景，尤其是地缘政治局势，会在中长期内为金价提供相当大的支撑。毕竟，如果未来几个月不确定性进一步增加，而年内市场能消化经济衰退，黄金将充分发挥其潜力。

我们正处于货币和地缘政治对决的漩涡中，接下来几年对投资者而言无疑是充满挑战的。正如在一场高风险的扑克游戏中策略性的一步，此时黄金在不确定的时期扮演的角色不仅是可靠的赌注，也是杀手铜，保护个人购买力和坚定抵御金融市场的剧烈波动。对我们而言，黄金是投资者强势的表现。

即使并不一直那么简单，我们也要乐观地展望未来。今后的失望可能痛苦，但最终会开始提振经济和刺激社会活动。在这激动人心的时刻，我们一如既往地坚称：

执信黄金

发展优质黄金资产

不列颠哥伦比亚省-加拿大

西门矿业公司遵循ESG协议，在加拿大不列颠哥伦比亚省南部引领贵金属开采和勘探的可持续发展。

所有项目 100%持股

现已完全获批

加拿大肯维尔金矿项目



布雷特浅成热液金矿项目



以社区为中心

最低限度地减少对环境的影响

位于不列颠哥伦比亚省南部的绿色矿业

肯维尔 ESG
准备生产
开始动工

新黄金有限公司战略投资
负责任开采的合作伙伴

目标
800万盎司
争取干净地完成

Ximen
MINING CORP.

更多信息详见
Ximen

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

TSX.V XIM
OTCQB XXMMF

关于我们

罗纳尔多-彼得斯托弗尔 (Ronald-Peter Stöferle) , 特许市场技术分析师 (CMT)



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

他曾在美国和维也纳经济与工商管理大学学习工商管理和金融，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，他还是马特宏峰资产管理公司 (Matterhorn Asset Management) 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。

马克·J.瓦莱克 (Mark J. Valek) , 特许另类投资分析师 (CAIA)



马克是列支敦士登投资公司合伙人之一，负责组合投资管理与研究。

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，最后担任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 的。

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)。



列支敦士登投资公司

列支敦士登投资公司是一家总部位于列支敦士登的精品投资与资产管理公司。独立和自力更生是本公司理念的基石，这也是公司五位合伙人 100%持股的原因。

我们致力于提供可靠和创新的投资解决方案，公正地对待当今复杂且脆弱的环境中的机遇和风险。

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

特别感谢以下为《2023 年执信黄金报告》做出杰出贡献的人士：

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Florian Hulan, Theresa Kammel, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Peter Young, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Hans Fredrik Hansen, Julien Desrosiers, Elizabeth and Charley Sweet, Marc Waldhausen, Dietmar Knoll, Max Urbitsch, Trey Reik, James Eagle, Herwig Zöttl, Tavi Costa, Tom Pohnert, Brent Johnson, Grant Williams, Markus Hofstädter, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, David Schrottenbaum, Metals Focus, 世界黄金协会的朋友们, 列支敦士登投资公司的整个出色的团队，当然还有我们的家人！



Gregor Hochreiter
主编



Richard Knirsch
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



Georg Bartel
撰稿人



Ted Butler
撰稿人



Julien Desrosiers
撰稿人



James Eagle
撰稿人



Fabian Grummes
撰稿人



Florian Grummes
撰稿人



Lois Hasenauer-Ebner
定量分析与制图



Katrin Hatzl-Dürnberger
校对



Handre van Heerden
撰稿人



Philip Hurtado
撰稿人



Nikolaus Jilch
撰稿人



Emil Kalinowski
撰稿人



Theresa Kammel
撰稿人



Ronan Manly
撰稿人



Charley Sweet
校对

联系方式

Incrementum AG

Im Alten Riet 102

9494 — 沙安区/列支敦士登

www.incrementum.li

www.ingoldwetrust.li

电子邮箱: ingoldwetrust@incrementum.li

免责声明

本刊仅供参考之用，不构成投资建议，也不构成投资分析或买卖金融产品之邀约。
特别是，这份文件不能代替个人投资或其他建议。列支敦士登投资公司的所有出版物皆被视为市场传播或其他信息，并不构成《市场操纵条例》范围内的投资建议。为遵循相关法规，以促进投资建议之独立性，我们不发布营销传播信息和其他资讯，在投资建议传播后也不受禁止交易的约束。

列支敦士登投资公司原则上不发布投资建议。

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。除非在出版物中另有说明，否则不再更新。作者已尽可能谨慎地选择使用的信息来源，但其（包括 列支敦士登投资公司）并不为所提供的信息或信息来源的准确性、完整性或及时性承担任何责任，也不承担由此产生的损失。

版权所有：2023 列支敦士登投资公司

公司介绍



赫克拉矿业公司 (Hecla Mining Company)

赫克拉矿业公司（纽交所代码:HL）是美国最大的白银生产商，魁北克第五大黄金生产商。同时也是美国第三大锌和铅的生产商。

www.hecla-mining.com



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，启动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的影响。

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

