

黄金投资者

2016年10月

风险加剧， 替代解决方案

Mohamed El-Erian

阐述如何在全球
诸多不确定条件
中进行投资



黄金何去何从？

美国利率及对黄金的影响

伊斯兰教标准

伊斯兰投资者的新资产类别

黄金受追捧

日本观念转变

目录

前言

在高风险的世界，新的投资者正在进入黄金市场

3



新闻要点

全球黄金市场要闻

4

黄金何去何从?

今年来，黄金价格大幅上涨。著名研究咨询公司凯投宏观 (Capital Economics) 的大宗商品分析师Simona Gambarini表示，尽管美国利率回暖，但黄金还会有进一步的上涨空间。



5

黄金的新伊斯兰教法标准

对于伊斯兰机构和个人投资者来说，投资黄金向来充满挑战。如今，伊斯兰金融机构会计和审计组织 (AAOIFI) 已携手世界黄金协会，共同创建伊斯兰教的黄金新标准。AAOIFI秘书长Hamed Hassan Merah博士，以及世界黄金协会中央银行和公共政策董事总经理Natalie Dempster阐释了合作的原因，和可能取得的成果。

8

在低利率世界里的明智投资



Mohamed El-Erian是全球保险业巨头安联保险 (Allianz) 的首席经济顾问，也是全球最大、最具影响力的债券投资公司太平洋投资管理公司 (Pimco) 的前首席执行官。他认为在当今不确定的经济环境下，黄金作为多元化投资组合中的一部分，可以发挥极大的价值。

11

黄金在日本日益受宠

15

日本各地，机构投资者对于黄金的兴趣正在稳步增加。日本领先的信托银行——三菱UFJ信托银行株式会社前沿战略规划和支持部执行官、总经理Osamu Hoshi为大家解释了个中原因。

不断更新的伦敦黄金市场

18

LMEprecious在振兴伦敦大规模的黄金市场中，是一个全新的重大举措。世界黄金协会市场基础设施董事总经理Robin Martin和伦敦金属交易所CEO Garry Jones介绍了其运作方式，以及获益者。



全球贸易失衡和对黄金的影响

21

全球贸易失衡已达到危险的程度。颇具影响力的咨询公司Dundee Economics的首席经济学家Martin Murenbeeld博士表示，需要大幅度的货币贬值才能使世界经济重回正轨，而这将对黄金具有显著影响



打破常规 —— 黄金估值指南

23

传统的估值模型不适用于黄金，所以评估黄金在投资组合中的作用具有一定的挑战性。世界黄金协会投资研究部总监Juan Carlos Artigas解释了如何使用简单而全面的框架来对黄金进行估值。

主要黄金市场统计数据

25

前言

黄金在高风险世界中的优势

施安霖 Aram Shishmanian,

世界黄金协会
首席执行官



欢迎阅读《黄金投资者》(Gold Investor)秋季刊。2016年渐近尾声,宏观经济和政治风险似乎达到了前所未有的高度。

在美国,预计即将举行的总统大选无论结果如何,都会产生重大的政治、金融和经济影响。在亚洲,中国经济的前景迷雾重重,而日本依然身陷低速增长和通货紧缩的恶性循环。在欧洲,英国在该地区日益高涨的民族主义情绪中出人意料的退欧决定所造成的影响将持续多月。

在此背景下,各国央行一直试图通过超低利率甚至负利率刺激经济增长,但它们的努力收效甚微,这导致许多投资者开始质疑长期坚持的基本投资策略信念。

无论答案如何,有一点是肯定的:无论是管理风险还是获取合意的收益,对于投资者来说都变得日益困难。

在本期《黄金投资者》中,意见领袖和领先的金融机构讨论了全球经济形势,以及黄金在出现短期价格波动的情况下作为风险缓解和财富保值工具能够发挥的作用。

全球保险公司安联(Allianz)首席经济顾问、领先的债券投资公司太平洋投资管理公司(PIMCO)前首席执行官Mohamed El-Erian被评为全球百大思想者之一。他表示,我们处在经济和政治的未知领域,这些领域的特点是超低利率、停滞的增长和日益严重的不平等。在这种恶劣环境中,投资者为了获得理想收益而过度冒险。El-Erian建议,对黄金进行战略性配置有助于提高收益,缓解风险。

领先的研究咨询机构凯投宏观(Capital Economics)大宗商品经济学家Simona Gambarini也认为黄金会在今天这个充满不确定因素的世界中发挥作用。她承认金价过去一直与美国利率的走向有关,但表示这一次即使美联储加息,黄金依然有可能保持热销。首先是因为预计美国的名义利率将维持在低水平;其次是因为其他央行不大可能跟随美联储加息;第三是因为政治环境依然高度不可预测。

在这一点上,备受尊敬的经济和黄金咨询机构Dundee Economics首席经济学家Martin Murenbeeld讨论了全球贸易失衡所导致的令人担忧的危险。他认为只有对汇率进行重大调整,包括让美元贬值,才能纠正全球贸易失衡。他解释称,此举会对金价产生重大影响。

日本领先信托银行之一三菱UFJ信托银行株式会社(Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation)也反思了黄金在当今经济形势中的价值。执行官Osamu Hoshi强调称,随着投资者搜寻能够在动荡形势中提供具有相对稳定性的资产,黄金对日本金融机构和养老基金的吸引力正在变得越来越大。

在关键的新举措方面,伊斯兰金融机构会计与审计组织(Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions)秘书长Hamed Hassan Merah介绍了黄金的伊斯兰教法标准。该标准是与世界黄金协会共同制定的。他还解释了该标准将给世界各地伊斯兰投资者带来的好处。

伦敦金属交易所首席执行官Garry Jones解释了成立LMEprecious背后的根本原因。LMEprecious是伦敦金属交易所与世界黄金协会和领先的行业参与者联手推出的新计划。作为一套在交易所交易的集中清算型贵金属产品,LMEprecious旨在让伦敦黄金市场实现现代化,为市场用户带来切实的利益。

我们非常想了解您对我们出版物的看法。请发送电子邮件至goldinvestor@gold.org。祝您阅读愉快。

Aram Shishmanian

世界黄金协会是黄金行业的市场发展机构。我们携手供应链各环节的世界一流的企业和机构,促进黄金需求、探索黄金创新功用,并将全新产品推向市场。作为黄金行业的全球权威机构,我们为行业提供全面的分析,为决策者提供独家资讯,剖析推动黄金需求的诸项因素。

土耳其央行增加 商业银行黄金补贴

土耳其央行已上调商业银行可以持有的黄金储备量。

该举措旨在提高外汇储备，将民众的黄金储备引入国家经济中来。该举措将允许土耳其的商业银行通过黄金而非现金储蓄来满足银行的储备金要求。此举自2011年推出后大获成功。



印度将实施综合性黄金政策

印度政府将于2017年1月在其联邦预算中公布一项综合性黄金政策。这是印度首次推出此类政策，它将包括测试和认证第三方机构的法规发布以及建立一个国家黄金委员会，针对黄金货币化计划、主权债券、进口、交易、黄金交易所，纯度标记和精炼提供建议。



白俄罗斯拥有 较高的黄金 和外汇储备



白俄罗斯共和国国家银行打算在2017年增加5亿美元的黄金和外汇储备，共计达到等值54亿美元。银行副主席Sergei Kalechits解释说：

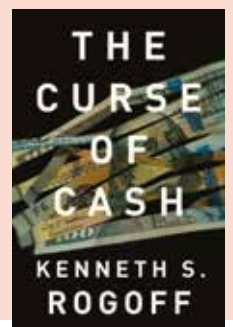
“为了确保明年宏观经济保持稳定，明年政府和央行将采取措施保持和增加国家的黄金和外汇储备。”

Ken Rogoff 强调黄金的好处

Ken Rogoff——哈佛大学经济学教授，同时也是世界上最受尊敬的经济学家之一——出版了他的新书：《现金的诅咒》。在书中，他提出：

“有些人会说高昂的金价是一个巨大的泡沫。这是一种解读，但货币的历史提供了另一种解读：黄金是相当有价值的，因为社会需要一种货币，而黄金长久以来都被证明是一个具有吸引力的选择”

Kenneth S. Rogoff.
《现金的诅咒》
普林斯顿大学出版社



黄金何去何从？

Simona Gambarini

大宗商品经济学家
凯投宏观



今年黄金价格迅速攀升，但是有关美国利率的推测引发认为这一上升趋势将会逆转的观点。领先的经济研究咨询公司凯投宏观的大宗商品经济学家**Simona Gambarini**表示并非如此。

尽管来自中国和印度的消费者以及新兴市场央行的黄金购买量受到抑制，美元黄金价格今年仍上涨超过20%。这在部分程度上反映了今年早期对于美国利率看法的转变。随着美联储加息的可能性似乎有所降低，美元走弱而黄金价格攀升。但是对于美国通胀越来越多的担心以及避险需求的复苏也是重要的因素。

这一系列的影响因素意味着美联储再次加息时，黄金价格的波动应该会相对较小。

事实上，2015年12月份美联储近十年来首次加息时，对黄金价格的影响短暂，在之后的数月间，随着其他的驱动因素发挥作用，金价实际不降反升。

当然，普遍的观点是美联储收紧银根对黄金不利，主要是因为美国加息会使美元走强，增加持有大宗商品的机会成本。如果下一轮加息相较市场目前的预期提前发生，黄金价格可能短期内下跌。



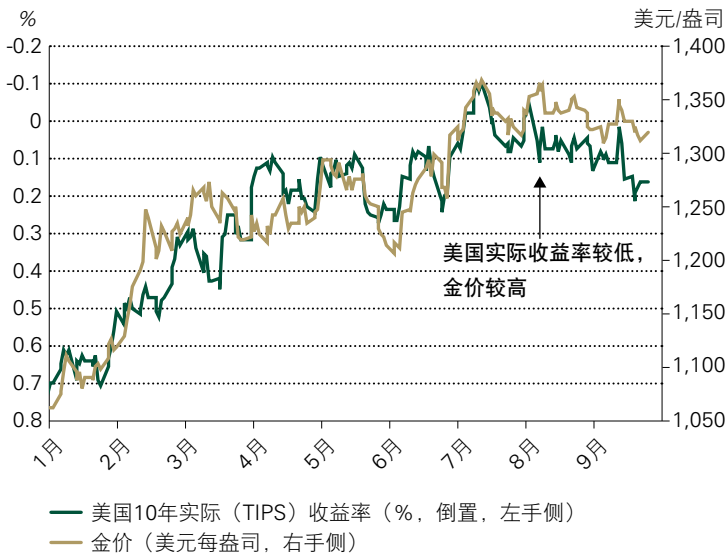
但是，我们认为任何下行压力都会是暂时的，有三个关键原因。

首先，我们预期美联储加息只会逐步进行，而且按照过去的标准幅度不会太大。根据预期，名义利率在未来几年不会增长超过2-3%，而且也不太可能逆转黄金走势，尤其是通胀如果上升，会导致实际利率偏低。

“ 持有类似黄金的资产时，决定机会成本的最重要的因素是实际利率。 ”

而且，持有类似黄金的资产时，决定机会成本的最重要的因素是实际利率，此类资产可以（至少）保持实际价值。事实上，黄金的价格与实际收益率相对紧密相关。（表1）。

图1：美国通胀保值债券（TIPS）十年收益率和金价



数据来源：彭博通讯社

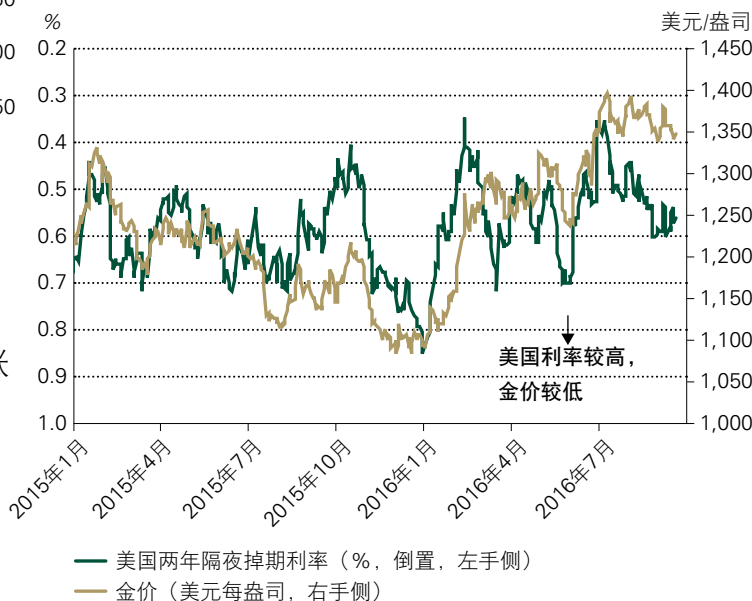
诚然，美国的整体通货膨胀率仍然较低，但是整体通胀和核心通胀按趋势到2017年底都会超过美联储2%的目标，这就意味着实际利率应该会保持在历史低位。

“ 在很多欧洲国家和日本，政府债券收益率已经为负，同时为了应对英国脱欧带来的影响，英国央行将关键利率降至0.25%，并将其资产购买项目扩大1,700亿英镑。 ”

其次，其他央行不可能跟随美联储的脚步。这就解释了为什么虽然美国利率的预期（在表2中借由隔夜指数掉期利率表示）最近再次开始攀升，但金价近期仍然基本保持在原来的水平。实际上，欧元区、英国和日本的货币政策在未来可见的一段时间内仍将会保持宽松，未来数月可能还会有新的刺激推出，尤其是在英国公投脱离欧盟之后带来了经济和政治不确定性。在很多欧洲国家和日本，政府债券收益率已经为负，同时为了应对英国脱欧带来的影响，英国央行将关键利率降至0.25%，并将其资产购买项目扩大1,700亿英镑。展望未来，我们预期日本的负利率会进一步降低，同时日本和欧元区的资产购买也会继续。

第三，未来还有其他潜在的冲击。英国脱欧的传染效应引发欧元区外围国家的债务危机卷土重来的风险巨大，而其他的国家可能也决定脱离欧盟。此外，在美国，总统大选可能会引发新一轮的全球政治不确定性。

图2：美国两年隔夜掉期利率和金价



数据来源：汤森路透

今年，在英国公投脱欧后，黄金已经随即体现出它作为避险资产的价值。鉴于英国脱欧引发的经济和政治不确定性可能会持续一段时间，我们认为对贵金属的需求仍然较大。

回顾之前，几种不同因素导致了今年黄金价格的迅速攀升，使得金价即使在某些关键驱动因素的支持减弱时仍然可以维持大部分的涨幅。展望未来，持续存在的全球风险应能确保对于黄金这一避险资产的需求维持在高位，即便美联储收紧银根。此外，黄金的下行空间应该也是有限的，因为在实行了多年异常宽松的货币政策之后，关注重点又重新转向高通胀的风险。

我们预期黄金的价格不会再次达到之前每盎司1,900美元左右的高位，除非发生大型危机，迫使美联储再次实行宽松的货币政策。但是，我们确实认为尽管存在美国进一步收紧银根的可能性，中期内金价仍有进一步攀升的充分空间。■



华盛顿哥伦比亚特区美联储大厦

黄金的新伊斯兰教法标准

Hamed Hassan Merah博士

伊斯兰金融机构会计和
审计组织秘书长



Natalie Dempster

世界黄金协会中央银行
和公共政策董事总经理



对于伊斯兰机构和个人投资者来说, 投资黄金历来充满挑战。如今, 伊斯兰金融机构会计和审计组织 (AAOIFI) 联手世界黄金协会, 来创建黄金的新伊斯兰教法标准。AAOIFI秘书长 **Hamed Hassan Merah**博士以及世界黄金协会中央银行和公共政策董事总经理 **Natalie Dempster**阐释为什么会进行合作以及会取得什么成果。

什么是AAOIFI?

Merah博士: 伊斯兰金融机构会计和审计组织 (AAOIFI) 是一所国际化、自主化的非盈利伊斯兰教企业机构, 为伊斯兰金融机构 (IFI) 和行业制定会计、审计、治理、伦理和伊斯兰教法标准。作为一个独立的国际组织, AAOIFI由来自约45个国家的200家机构成员支持, 其中包括伊斯兰开发银行、各央行、伊斯兰金融机构以及来自世界各地的国际伊斯兰银行业和金融业的其他参与者。AAOIFI标准已将世界各地的伊斯兰金融惯例进行了更大程度的统一。

那么机构如何采用AAOIFI标准呢?

Merah博士: AAOIFI标准——作为监管要求或伊斯兰金融机构内部准则的一部分——在中东、亚洲、非洲、欧洲和北美各地提供伊斯兰金融服务司法管辖区适用, 伊斯兰开发银行集团也同样遵循这一标准。此外, 还有司法管辖区实行的本地规则或伊斯兰教法要求也主要是根据AAOIFI标准确定的原则而制定的。在全球各地有许多机构遵循由AAOIFI标准确定的原则, 即使没有监管压力要求这样做。



阿布扎比谢赫扎耶德大清真寺

为什么世界黄金协会决定建立黄金的伊斯兰教法标准呢？

Natalie Dempster: 世界黄金协会一项作用就是确保黄金是普遍被储蓄者和投资者获取的。我们与伊斯兰金融机构的讨论表明对于黄金投资的伊斯兰教法相关要求以及现代黄金产品的合规有相当多的不确定性。这因此导致散户和机构投资者无法从黄金投资中获益。很明显有必要建立黄金的全球标准来阐明规则。

为什么AAOIFI负责制定黄金的伊斯兰教法标准？

Merah博士: 促使AAOIFI根据世界黄金协会的提议着手制定这一标准的主要考量是黄金明显成为伊斯兰金融机构及其客户的一项投资机会。然而，在投资黄金时，必须考虑许多因素。从伊斯兰教律（伊斯兰法）和伊斯兰经济制度的角度来看，黄金有特定的重要意义。伊斯兰教法、古兰经和圣训（伊斯兰惯例，习俗和信仰）的原始资料对黄金的使用和囤积有大量的道德和伦理警告。其中包括一些禁止的用途，以及禁止囤积黄金和白银的一般指导原则。

“在黄金市场上符合伊斯兰教法的投资选择为伊斯兰金融机构和他们的客户提供了很好的机会，实现投资多元化。”

伊斯兰教法规定了针对黄金和以黄金为基础的交易的一些具体指引，其中包括一些禁令。但黄金自古以来一直是一种交换的媒介，所以这些禁令主要是针对暗地进行的里巴（收取利息）交易设置的障碍。

如今，黄金交易是不同的，对黄金的需求也发生了变化。新出现的需求包括中央银行的需求和电子产品等行业的需求。新出现的途径包括交易所交易期货和其他类似的交易。

“将这一标准作为优先事项的原因之一是确保有适当的产品可以为客户提供投资解决方案，让他们可以用符合伊斯兰教法的选择管理流动资产。”

标准何时会推出？

Natalie Dempster: 该标准的征求意见稿在10月9日公布，经过业界审阅后，我们希望该标准将在11月20日获得AAOIFI的伊斯兰教法理事会的批准，并在12月6日于巴林举行的世界伊斯兰银行会议上正式公布。之后，AAOIFI和世界黄金协会将举行一系列地区性活动，汇集伊斯兰金融市场的从业者、投资者、产品开发团队和伊斯兰教法学者，讨论如何应用标准，增加黄金在伊斯兰金融系统中的作用并开发符合伊斯兰教法的黄金新产品。

您认为一旦黄金成为更可投资的资产类别，伊斯兰投资者将会有何种反应？

Merah博士: 伊斯兰银行和投资公司正在不断寻找可能的投资选择，因为大多数情况下他们的存款比重较大，资产建设途径并非始终可用。此外，考虑到他们的客户的需求，他们有时需要多样化自有的投资组合或是客户的投资组合。在黄金市场（包括实物以及基于交易所的交易）符合伊斯兰教法的投资选择为伊斯兰金融机构和他们的客户提供了很好的机会，实现投资多元化。

Natalie Dempster: 该标准将为伊斯兰投资者带来投资黄金的所有战略性益处。其中包括黄金作为一个强大的多元化投资工具、一种避险资产和针对极端通货膨胀进行对冲的作用。事实上，对于伊斯兰投资者来说，资产的选择十分有限，因此增加黄金作为投资组合的一部分可以带来的益处应该会更加明显。黄金相比其他常见的伊斯兰资产，如房地产，也更加具有流动性。

此外,世界黄金协会分析显示,自八年前可以获得可靠的数据开始,黄金的表现已经超过了所有主要的伊斯兰资产类别包括房地产投资信托基金(REIT)、伊斯兰教保险指数、道琼斯伊斯兰股票指数和道琼斯伊斯兰债券指数。黄金也比在伊斯兰世界中使用的主要货币表现更好。自2000年以来,黄金的美元价值已上涨367%(海湾合作委员会货币与美元挂钩),马来西亚林吉特价值上涨393%,印尼盾价值上涨762%。黄金能够为投资者的投资组合带来战略性益处和回报。

标准将涵盖哪些产品?

Natalie Dempster: 标准颁布之前,对金条和金币的伊斯兰教义指引非常有限,而且对现代黄金产品几乎没有任何指引。标准填补了这一空白,并且是基于非排他性的基础上制定的,这意味着它涵盖了广泛的潜在黄金产品。这些产品同时满足零售和批发市场,其中包括银行保险库黄金、黄金定期储蓄计划、金券、实物黄金交易所交易基金(ETF)和黄金期货的某些方面。除了满足标准中列出的其他伊斯兰教法的规则和原则,所有这些产品还需要由百分之百的实物金作为支持。

“鉴于伊斯兰金融平均每年增长16%,而且伊斯兰金融资产预计到2020年达到2万亿美元,如果将其中非常保守的1%分配给黄金也意味着到2020年黄金需求将增加200亿美元”

“需求将来自于希望增加整体财富、实现现有投资组合多元化以及通过黄金敞口对冲尾部风险的散户和机构投资者”

标准将如何影响黄金市场?

Natalie Dempster: 我们认为标准将会对黄金需求产生直接和显著的影响。我们的研究和业界互动表明,需求将来自于希望增加整体财富、实现现有投资组合多元化以及通过黄金敞口对冲尾部风险的散户和机构投资者。鉴于伊斯兰金融平均每年增长16%,而且伊斯兰金融资产预计到2020年达到2万亿美元,如果将其中非常保守的1%分配给黄金也意味着到2020年黄金需求将增加200亿美元或是大约500公吨。

也许最常被讨论的制约伊斯兰金融发展的因素是缺乏流动性和产品多样性。您认为黄金会是解决这些制约因素的答案吗?

Merah博士): 黄金流动性高,无疑提供了一个很好的替代投资机会。然而,黄金不可能是唯一的解决办法,伊斯兰金融业必须努力找到这一领域的进一步解决方案。不过,在AAOFI,我们认为将这一标准作为优先事项的原因之一是确保有适当的产品可以为客户提供投资解决方案,让他们可以用符合伊斯兰教法的选择管理流动资产。■

在低利率世界里的明智投资

Mohamed El-Erian 是全球保险业巨头安联(Allianz)的首席经济顾问,也是全球最大、最具影响力的债券投资公司太平洋投资管理公司(Pimco)的前首席执行官。被称为“全球百大思想家”之一的El-Erian评估了全球投资界面临的挑战和黄金在今天的 uncertain 环境中可以发挥的重要作用。

Mohamed El-Erian

安联首席经济顾问



1

美国总统大选将在仅仅两周后举行,选举结果依然高度不确定。但你是否认为金融市场更可能对宏观经济状况而不是选举结果本身作出反应?

到目前为止,至少可以说,市场对这次相当异乎寻常的美国总统选举季反应冷淡。这种反应的正当理由包括,美国的政治体制拥有内在的制度制衡。除非国会出人意料地转而支持下一任美国总统的政党,无论谁入主白宫,他/她都会发现自己的自由度相当有限,尤其是考虑到在竞选活动中发表过的某些言论。

然而这种正当理由不足以解释市场无视政治局势发展的程度。此外,你只需看看投资者克服最初对英国退欧的恐惧有多快,就会意识到某些其他因素正在发挥作用——那就是对央行能力的巨大信心,相信无论政治和经济局势如何发展,央行都能成功压制金融动荡。

我怀疑,这种央行效力即使最终不会减弱,也正处在改变的过程中。因此,政治局势的发展可能会在未来几个月内对市场产生更大的影响。

“到目前为止,至少可以说,市场对这次相当异乎寻常的美国总统选举季反应冷淡。”



“正如越来越多的人所意识到的那样，长期以低增长速度运营复杂的经济体产生累加成本。”



2 作为美国总统的全球发展委员会 (Global Development Council) 主席，您认为可持续的经济增长面临的**最大威胁**是什么？

像许多经济学家一样，我担心的是发达经济体内部的三种主要局势的发展，这三种主要局势的发展会加剧许多国家面临的内部挑战，以及长期挑战（例如气候变化）：

首先，政治极化已经很大程度上延迟和阻碍了迫切需要的经济政策枢纽：放弃对央行的过度依赖，转而走向更为全面的政策途径，包括支持增长的结构改革、更为平衡的需求管理政策（包括更大的基础设施投资）、解决大量的毁灭性过高负债、改善全球和欧洲的地区政策协调性。

其次是令人担忧的三大不平等——即收入、财富和机会不平等的过度恶化。这种不平等容易使政治环境复杂化，从而进一步降低良好经济治理的可能性。不平等还加大了反全球化压力，包括经济增长面临的保护主义威胁。

第三是经济和金融体系，这种体系长期以来过度透支了未来的增长和财政收益，却并没有改善具有更包容和可持续的增长的前景。

3

您最近谈到了市场价格“**震荡**”对投资者可能产生的影响。您认为价格震荡的频率/幅度会不会随着时间推移而加大？

会，原因跟有关经济、政策和政治有关。

正如越来越多的人所意识到的那样，长期以低增长速度运营复杂的经济体产生累加成本。局面开始瓦解，可能会像雪崩一般瓦解。当金融市场已经与经济和企业的基本面脱节时，价格大幅跳涨的相关风险就会上升，今天的情况就是如此。

长期不平衡的宏观政策组合，例如发达经济体所经历的，增加了价格跳涨的风险，尤其是长期和过度地依赖试验性的央行政策时。雪上加霜的是某种政治背景，这种政治背景催生了大西洋两岸国家的反建制运动，最终产生了导致更频繁、更大幅度市场剧变的因素。

4

您写过低利率所导致的市场扭曲现象。鉴于目前的利率环境，您如何看待影响资产配置和风险管理的负利率？

长期的低名义利率，尤其是负名义利率一度被认为不可能，即使不是不可想象的。现在负利率已经成为现实，30%的全球政府债券以负收益率进行交易。虽然投资者面临的某些后果已经出现或者正在出现，但我怀疑还会出现更多的后果。

“
超低利率会诱使投资者为了追求回报而大幅增加投入。最终绝大部分投资者会采取过度冒险的措施。
”

超低利率会诱使投资者为了追求回报而大幅增加投入。将超低利率与被压制的金融动荡（压制金融动荡是非传统的央行政策的一个目标）相结合，最终绝大部分投资者会采取过度冒险的措施。在这个过程中，市场估值会明显地与底层的经济和企业基本面脱钩。

这样的利率设置也降低了投资组合多样化的风险缓解效力。因此，作为风险缓解方法的一部分，稳妥的投资者应持有更多的现金作为缓冲。

最后，对于长期财务保障产品，尤其是在退休和保险领域的提供商来说，超低利率带来了更多的挑战。

5

这种低利率环境会带来哪些已知的未知因素（更不用说未知的未知因素）？

鉴于我们基本上已经进入未知领域，当我们面临长期人为定价时，我们尚未能够很好地处理基于市场的现代经济体如何运转的问题。有人认为附带损害和意外后果的风险是有意义的，但足够的信念也很难阻止特殊性的产生，这是可以理解的。

除非通过改善经济和企业基本面进行验证，投资者面临着与三大因素有关的主要不确定性。这三大因素是预期收益、波动性和资产类别之间的相关性，决定着投资者能否安然无恙。特别是，由于市场估值已经与基本面脱钩，波动更频繁、更激烈，不可预测的关联因素更多，因此投资收益有可能还会低得多。

机构设置也会产生影响，包括央行的政治自主权面临的越来越大的威胁。

这都是一些已知的未知因素……还存在更加不确定的未知的未知因素问题，所有这些问题都表明投资者面临“非同寻常的不确定性”。

6

黄金可能是解决方案的一部分吗？

是的，投资界也越来越认可这一点。

作为包含高于往常的现金配置的多元化投资组合配置的一部分，黄金可以在整体风险缓解方面发挥重要的作用。如果央行注入的巨量流动性开始发挥作用，造成了更高的通胀，无论是实际通胀还是预期通胀，黄金都可以提供可观的优势。

虽然如此，投资者应设置自己的黄金配置规模，使自己能够承受相当大的市值计价波动。否则，在令人不安的市场波动期间，他们会面临做错事的风险。5%的战略配置是合适的。



7

世界上最大的养老基金日本政府养老投资基金(GPIF)宣布在上一个季度损失520亿美元, 突显了影响着许多发达市场养老基金的危机。您对这个问题的看法?

对于长期金融安全产品, 包括养老基金在内的提供商来说, 这是一个艰难的环境。从超低利率到不可预测的资产类别相关性, 他们很难操作。

在这样的环境中, 谨慎的做法是降低收益目标, 并节约开支。无论是私营部门还是公共部门, 两种做法对于资金不足的养老金计划来说都并非易事。

8

近年来, 越来越多的美国保险公司将黄金配置纳入其投资组合。您认为这种趋势会不会持续, 其他机构投资者会不会跟风?

会, 这种趋势受到正反两方面的原因推动。

越来越多的投资者开始认识到黄金增加收益、改善充分多元化投资组合的风险缓解属性的潜力。与此同时, 对公开股票和固定收益估值过高的担忧日益加重(这是可以理解的), 从而加强了合理配置黄金规模的理由。■

黄金在日本日益受宠

经济增速低、资本市场动荡、利率超低、人口老龄化，这些都是日本一直以来的特点。在这种背景下，黄金在投资组合中可以发挥明确的作用，机构对黄金投资的兴趣正稳定增长，正如三菱UFJ信托银行株式会社（MUTB）执行官Osamu Hoshi解释的那样。

Osamu Hoshi

三菱UFJ信托银行株式会社（MUTB）前沿战略规划和支持部执行官、总经理



2010年，MUTB在东京证交所(Tokyo Stock Exchange)推出其首只黄金ETF。“Fruit of Gold”基金受金条支持，在最初几年里，对其感兴趣的主要是散户。但机构的需求逐渐增加，截至2016年1月，散户和机构对这只ETF的投资几乎各占一半。

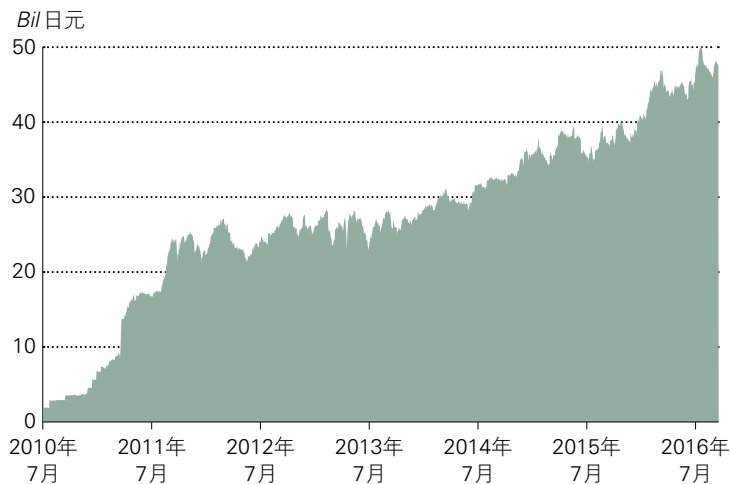


东京新宿Mode学园虫茧大厦



涩谷十字路口, 东京

图3: “Fruit of Gold”基金资产管理规模
(2010年7月2日(上市日期) - 2016年9月15日) *



*上市日期

数据来源: 三菱UFJ信托

“随着全球金融市场变得日益动荡, 黄金的吸引力得到增强。”

真正的变化发生在2015年下半年, 此时金融机构对黄金的态度开始转变。在此之前, 机构对黄金的兴趣一直不温不火。但随着全球金融市场变得日益动荡, 黄金的吸引力得到增强。这种转变的背后有几个因素。第一, 与股票市场和外汇市场相比, 金价较为稳定。第二, 在历史上, 黄金与传统投资资产的关联度一直较低。第三, 美元对日元汇率与美元计金价呈负相关, 因此日元计金价的波动性小于美元。

正如日本一家金融机构解释的那样: “由于全球利率处于历史低位, 我们对黄金作为无收益资产的担忧已经减弱。与此同时, 鉴于金融市场的动荡, 我们很自然地黄金较为稳定的表现所吸引。”

养老金缴费

在当前的经济和货币气候中, 黄金的吸引力也蔓延到了养老金基金。黄金在确定给付型(DB)和确定缴费型(DC)养老金计划中发挥着日益重要的作用。

在企业养老金领域, 超过200只DB养老金基金通过混合型基金或平衡型基金(其中就包括黄金)投资于“Fruit of Gold”ETF。对黄金的兴趣一直在稳步增加, 人们普遍预计需求会增加。

“机构方面也是如此，资产管理人越来越认识到，作为平衡的投资组合的一部分，黄金可以提供明确的多元化收益。”

在DC领域，超过160家公司在其投资者可用投资列表上增加了MUTB Fine Gold基金（大部分投资于“Fruit of Gold” ETF）。虽然这只基金的绝对规模比较小，但它一直在快速增长。两年前，它的规模大约为6亿日元（600万美元左右）。如今这只基金的规模几乎是原来的三倍，超过了19亿日元，有力地证明了黄金越来越大的吸引力。

考虑到日本DC养老金的运营方式，黄金需求的暴涨尤为值得注意。在企业DC计划领域，基金发起人确定可用产品的范围，受益人从中自行选择。根据个人DC计划，只要投资产品是由养老金计划背后的金融机构提供的，储蓄者就可以直接选择这些投资产品。

日益增长的投资

有一家金融机构在4月推出了针对个人DC计划的Fine Gold产品，仅仅四个月就获得了2亿日元（约合200万美元）的投资资金，表明了黄金作为一种储蓄和财富积累工具越来越获得认可。

展望未来，人们普遍预计对黄金的投资会进一步加大。截至2016年3月底，日本参加DC养老金计划的人接近575万，在未来五到十年里，这个数字几乎肯定会增长。

机构方面也是如此，资产管理人越来越认识到，作为平衡的投资组合的一部分，黄金可以提供明确的多元化收益。这可能会增加对一系列黄金投资产品的需求，包括我们投资于黄金支持的ETF。

随着人们越来越了解黄金对投资多元化、财富保护和风险管理的贡献，日本投资者对黄金的看法实际上正在发生变化。展望未来，预计投资界对黄金的了解和兴趣会逐步加深。■



不断更新的伦敦黄金市场

LMEprecious是一项非常重要的新计划, 该计划旨在振兴伦敦黄金批发市场。 这项计划由世界黄金协会和伦敦金属交易所 (LME) 联合推出, LMEprecious包括一套在交易所交易, 集中清算的贵金属产品。世界黄金协会市场基础设施董事总经理Robin Martin和伦敦金属交易所首席执行官Garry Jones表示: LMEprecious是一项通过与领先的市场参与者共同合作推出的计划。

Robin Martin

世界黄金协会市场基础设施董事总经理



Garry Jones

伦敦金属交易所首席执行官



伦敦市。

Robin Martin 世界黄金协会

在过去的几年中, 黄金市场的参与者面临着一系列前所未有的监管变化和影响。监管机构鼓励大多数资产类别使用电子交易场平台进行交易, 并通过集中交易对手进行清算。根据《巴塞尔协议III》和单独的EMIR义务的额外资本要求, 双边场外(OTC)交易的相对成本有所增加。此外, 伦敦黄金市场长期以来面临着要求其增加有关市场活动和参与者行为的透明度。

这些监管条例在过去两年间成为导致一些主要的市场参与者在退出黄金市场的主要驱动力。由此产生的市场流动性方面的损失促使业界做出回应, 开发出一套与当前和预期的监管发展趋势相一致的架构。现在正是通过产品标准化为整个交易周期引入高性价比且易于操作产品的最好时机。

业界合作

为了验证业界对行业变化的需求, 我们实行这一举措之初广泛地咨询了业界的意见。因此, LMEprecious是通过与包括高盛集团、工商银行标准银行、摩根士丹利、法国Natixis银行、OSTC有限公司和法国兴业银行在内的行业领先参与者共同合作开发的。该计划从一开始就获得了金融机构的高度支持, 以此确保了产品在开发时可以广泛收集到市场上最有经验的交易员和专业人士的意见。此外, 这些金融机构一定会是长期合作伙伴, 每家企业都会为市场流动性作出贡献, 帮助为交易所开发有效定价机制和市场深度。该行业组织还将就未来该项服务的演进争取更为广泛的市场意见。

LMEprecious将包括一套在交易所交易, 集中清算的贵金属产品。该项服务通过提供高资本效率的产品, 增加伦敦市场的透明度以及扩大市场准入, 来对伦敦场外交易(OTC)市场进行补充。这样做的目的是振兴和发展伦敦黄金市场, 最终增进市场对于黄金作为一种高效和高流动性的金融资产的信心。

结构优化

该套产品将包括黄金和白银现货以及每日和每月期货合约, 未来一旦建立了足够的流动性还将包括期权合约。特殊的是, 每个每日期货合约可持有一个月, 允许市场参与者在更细化的级别管理实物库存和风险敞口。所有产品都将实体进入本地伦敦未分配账户, 该基础设施也支撑场外市场。

所有产品的结构类似于期货合约, 因为这种合同类型从风险净额和保证金的角度来看是最有效的。该产品可以在屏幕上进行交易(“中央限价委托记录”), 或者通过双边协商的电话交易并登记到交易所, 复制场外交易市场的特点。

“集中清算会增加伦敦市场的透明度并为多样化的参与者提供更广泛的市场准入。”

我们认为, 这一方案将通过几个重要方式给整个黄金行业带来益处。引入集中清算有利于系统性地降低对手方风险, 这是20国集团(G20)国家的一个主要目标。还有就是, 集中清算会增加伦敦市场的透明度并为多样化的参与者提供更广泛的市场准入。我们预计, 竞争性的交易所定价将提高市场效率, 并重新引入远期参考价格的公布, 帮助重振远期市场的活跃性。综合而言, 我们认为这些发展有助于巩固伦敦作为世界主要黄金交易中心的地位。

Garry Jones London Metal Exchange

LMEPrecious融合了伦敦场外交易市场的每日合同结构和现有交易所产品月度期货的方法。

市场参与者将有史以来第一次可以在一个平台上与集中交易对手方交易现货黄金、“tom next”合约金和至T+2, 3, 4, ..., 25的递延合约。LMEPrecious也将在同一平台上提供标准化的每月期货合约, 到期日最长可达5年。

投资者可以从电子屏幕上获得透明的定价曲线和流动性信息, 最长可至五年。伦敦金属交易所的做市商合作伙伴将提供合适的可执行价格。

独特的产品开发

由于LMEPrecious是我们与世界黄金协会以及我们六个交易合作伙伴一同开发的, 我们能够根据大量市场意见和建议设计产品结构。换句话说, 这次不是: “先开发后招商”。相反, 我们定制开发的产品专门用于解决市场参与者的需求, 并且从一开始就有强有力的流动性支持。

伦敦金属交易所的结构也很重要。和其他交易所都不同的是, 我们的结构类似并且支持场外交易市场, 因此以前需要双边执行的交易现在可以无缝地在交易所中进行和清算。虽然我们预计一些业务仍将维持双边交易, 但是交易所交易产品的效率将意味这将对银行间和套期保值业务迁移到LME也具有吸引力。

LMEPrecious还将会带来其他的一些优势。

基于广泛基础的益处

首先, 与集中交易对手方交易现货黄金意味着**资本要求相较双边交易大幅减少**因此从监管资本角度来看, 这会带来很有意义的收益。

其次, 在英国推出此产品, 实物交割而非本地伦敦交割, 在创造价值链交易端效率的同时也延续了现有市场的许多特点。

第三, LME已经具备了这一新的细分市场所需的技术、基础设施和清算链接, 因此现有的LME成员可以以最低的额外费用选择加入。对于非成员, 使用LMEPrecious也会很方便。他们可以通过我们常用的渠道申请成为成员, 或者作为现有成员的客户进入市场。

作为香港交易所拥有的国际交易所, LME具有理想的条件可以使LMEPrecious助力黄金市场, 为黄金市场提供投资者所寻求的透明度和深度。

世界黄金协会和我们的交易伙伴的支持也是至关重要的。**世界黄金协会的倡议和领导帮助启动这一项目, 而他们在整个黄金行业所发挥的作用为LMEPrecious增添了动力和影响力。**我们的交易伙伴也从一开始就承诺提供市场流动性, 从而确保LMEPrecious从第一天起就能在黄金市场发挥积极作用。

到目前为止的市场反应非常好。我们已经在不同地点举行了多次研讨会、相关活动和双边会议以及面向参与LMEPrecious业务流程的操作人员的讲习班。

我们目前正在与潜在的用户、清算成员和技术供应商合作, 确保在明年推出产品之前技术层面完全做好准备。我们还与监管机构密切合作, 确保产品推出时满足所有监管要求。这是伦敦金属交易所未来12个月内最大的项目。我们有决心取得成功。■

为成功推出该服务而不断努力

这项新服务将在2017年上半年推出, 但要取决于监管部门的批准以及其他情况。伦敦金属交易所及其合作伙伴的当务之急是在实施所需的基础设施的同时扩大市场参与。我们公开欢迎与市场参与者讨论该计划的任何方面。

全球贸易失衡和对黄金的影响

Martin Murenbeeld博士

加拿大经济和黄金咨询公司Dundee Economics首席经济学家



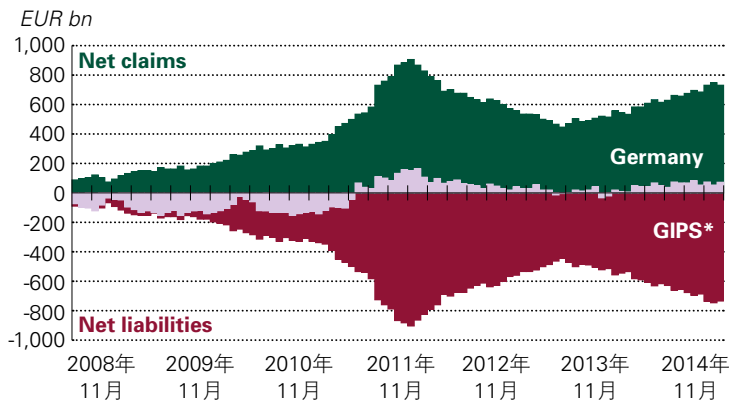
全球贸易失衡已经到了危险的阶段,目前的政策似乎对这种情况无能为力。加拿大经济和黄金咨询公司Dundee Economics的首席经济学家Martin Murenbeeld博士认为,为了让世界回到正轨,货币必须大幅贬值,这种情况会对金价产生重大影响。

黄金价格受到多种因素影响,其中包括对宏观经济和政治稳定性的担忧、货币走势、政策决策、利率和经济增长。

然而,金价前景的一个关键因素几乎一直被忽视,即全球经济显著的贸易失衡数量。

美国对中国、欧元区和日本存在巨额贸易逆差。德国拥有世界上最大的经常账户盈余(GDP调整后)之一,并对欧元区南半部国家存在显著贸易顺差。

图4: 欧元区TARGET余额差距扩大



*希腊、意大利、葡萄牙、西班牙

数据来源: ECB; TARGET = 泛欧实时全额自动清算系统

这些失衡表明,许多货币都严重偏离正轨,这是众多经济体“长期停滞”背后的主要因素。

这种情况不能无限期地持续,所以最终必须进行修正。保护主义正在兴起,但在某些阶段,汇率必须进行重大调整,而汇率的重新调整将对金价产生正面影响。



欧洲和美国正面临这一僵局。欧元区南部地区的货币不能贬值，因此只能通过内部通缩实现与北部地区的贸易平衡。美国如果无法让美元贬值，也必须依靠通缩实现与亚洲的贸易平衡。

Table 1: Currency: Undervalued versus US dollar

	PIIE Zero CA Balance ¹	Economist Big Mac Index ²
Euro	39.0	16.6
RMB	34.3	44.7

The Euro and RMB are significantly undervalued against the US dollar: as much as 39% and 44% respectively according to these estimates.

1 Dundee Economics calculations based on PIIE FEER model.
Peterson Institute of International Economics: <https://piie.com/publications/policy-briefs/estimates-fundamental-equilibrium-exchange-rates-may-2016>

2 The Economist Big Mac Index, 3 July 2016.

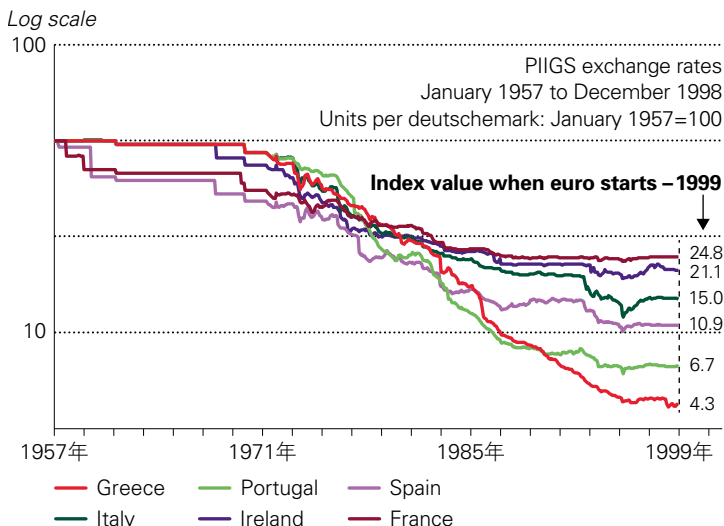
在很多经济体中，通缩已经成为问题。但解决通缩的货币政策选项已经变得越来越有限、“非传统”，且无法保证其成效。

今天，财政通货再膨胀被吹捧为政策制定者的新式“武器”，换句话说就是更大的预算赤字，可能加上“直升机撒钱”政策共同实施，以限制利率的影响。

不过财政政策将不会以任何有意义的方式解决全球失衡问题。只有重新调整汇率可以帮助提高通胀率，增加国内就业，使政策利率回到较为“正常”的水平，并正面抗击“长期停滞”，解决全球贸易失衡问题。

图5: The Eurozone

Before euro: currencies systematically devalued



数据来源：汤森路透 Datastream; Dundee Economics

不久之前，汇率调整就已经成为政策工具包的组成部分。例如，从1957年到1999年，希腊德拉克马对德国马克贬值了96%。法国法郎同期对德国货币贬值了75%。

对于这种货币贬值是好是坏，众说纷纭。但有一点是明确的：自1999年开始采用欧元，并且欧洲灵活的汇率制度变成固定汇率制度以来，欧元区许多国家的经济增长一直糟糕透顶，在某些情况下比大萧条时期还要差劲。（汇率重新调整后，美元对黄金贬值，其他货币完全脱离金本位，某种程度上结束了大萧条）。

有些人认为，美国财政部不能让美元贬值，即使它想这么做。但事实并非如此。中国近年来积累了近4万亿美元的外汇储备，并持续保持人民币对美元的贬值。没有什么可以阻止美国财政部做出同样的事：公布美元汇率目标，并相应地进行干预。

事实上，全球经济失衡最明显的解决方案是显而易见的：美元应该对亚洲货币贬值，欧元应该一分为二，使欧元区南部可以对北部贬值。

这听起来可能很极端，但全球经济身陷困境，无论货币政策还是财政政策都无法单独作用让全球经济恢复健康。

必须使用第三种政策工具。

美国需要减少消费，增加生产，亚洲需要更多地消费自己的产品，德国需要从欧元区南半部进口更多商品和服务，以提振欧元区的需求。重新调整汇率将有助于解决所有三个问题。

这就让我们回到了黄金的问题。无论发生什么，美元最终会贬值，黄金对美元的价格随后将几乎毫无疑问地上涨。很难说金价会从什么水平开始上涨，以及会涨到什么水平，但如果美元贬值，金价会大幅上涨。而且，如果欧元区分裂，金价相对于南部的货币也将上升。

即使政策制定者拒绝策划必要的汇率再调整，黄金的前景也是乐观的。保护主义势力会增强，对增长乏力的不满会加深，选民会转而支持经济沙文主义者。在这种背景下，投资者在一个动荡的世界中将更多转向“安全”的投资。这意味着黄金需求量势必增加。■

打破窠臼——黄金估值指南

Juan Carlos Artigas

世界黄金协会
投资研究部总监



黄金不适用传统估值模型。经济增长和不确定性可以推高黄金需求，由于黄金是一种全球资产，某个地区的需求增长可能会抵消另一个地区的需求下降。这种表面上的矛盾本身会构成挑战，但也赋予了黄金作为投资标的的核心特性。正如世界黄金协会(World Gold Council)投资研究部总监Juan Carlos Artigas解释的那样，每一种挑战都可以用一种简单的综合框架来解决。

黄金无疑是一种具有多面性的复杂资产。但这是黄金吸引力不可或缺的一部分。

几十年来，黄金已经证明它与其他资产拥有较低的关联性；它是一种长期的财富储藏方式，在出现高度不确定性的时期往往能跑赢其他资产。

当然，黄金不适用大部分用于债券或股票的普通估值框架。黄金没有派息和分红，不适用典型的折现值现金流量模型。黄金也不存在预期收益或账面市值比。

“黄金估值本质上依靠直觉。黄金的均衡价格取决于供需平衡。”

但黄金有足够的理由不派息：作为一种硬通货，黄金不存在信用风险。至于公司的未来收益，这些顶多是推测，而分析师经常基于类似的信息提供截然不同的预测。

换言之，没有理由仅仅因为黄金不适用传统估值框架所采用的方法而避免投资黄金。

黄金估值本质上依靠直觉。黄金的均衡价格取决于供需平衡。因此，投资者如果能理解黄金供需的潜在驱动因素和相互作用，就能得到一个确定黄金价值的稳固框架。

然而，黄金的大部分估值模型都有三个缺点：

- 主要使用美国市场（和西方市场）驱动的变量
- 过度关注投资需求
- 无视供给侧的动态变化。

这在以往可能奏效，当时西方市场主导着供需的动态变化。但情况已经今非昔比。

消费和投资

人们常说经济正增长不利于金价。但证据表明，事实恰好相反。中国和印度的黄金需求总量在世界黄金需求量中的占比从上世纪90年代的25%增长到2015年的50%以上。

“印度和中国的黄金需求与日益增长的财富密切相关。在其他领域也是如此，珠宝和技术需求也与经济增长呈正相关。”

仅在去年，中国的消费者和投资者就购买了将近2,000公吨黄金，比从2004年到2015年所有的黄金ETF增长总量还高25%。印度和中国的黄金需求与日益增长的财富密切相关。在其他领域也是如此，珠宝和技术需求也与经济增长呈正相关。

但从短期和中期来看,黄金的投资需求会对价格产生强大压力。在经济和政治不确定时期,从实体(和实体支持型)市场到交易所交易衍生品和场外产品,这种需求会增加,而随着投资者信心的增强,需求会降低。

央行的需求也可以影响市场。黄金需求大体上类似于投资需求,实际上是由政策驱动,并且经常不受商业周期的影响。

稀缺性的重要意义

即使考虑了经济增长和结构变化的模型也无法包含一个基本的(而且也是十分重要的)前提:黄金是稀缺品。黄金的供应只有两个驱动因素:金矿能否生产新的黄金;投资者或消费者是否愿意出售现有黄金。

例如,使用利率来预测金价,会做出两种错误假设。首先是无视供应,假设利率决定金价走向,其次是假设投资需求长期而言会推高金价。

前进之路

黄金的现实更为复杂,也更为有趣。一般而言,金价的驱动因素可以分为四类:

- **货币:**黄金会对法定货币(尤其是美元)的相对强弱作出反应。
- **经济增长和市场不确定性:**经济增长长期对珠宝、技术和长期储蓄具有很大的支持作用,但经济下行会增强黄金的投资需求。
- **策略性流动和价格动能:**短期资金流动会让金价承压。
- **其他黄金市场内部动态变化:**这些动态变化包括央行的购买、季节性消费和金矿产量。

对黄金更深入的了解和估值需要结合自上而下和自下而上的方法,使用宏观经济变量对实物黄金供需和衍生品市场进行建模,这些因素的互动通过金价联系在一起。

这种方法揭示了:

- **珠宝需求与价格呈负相关**,但与收入呈正相关,在某些国家则与通胀呈正相关。在全球层面,珠宝价格每上涨1%,需求就下跌0.6%,但全球GDP增长1%会导致珠宝消费量上升4.3%。

- **技术需求的增长跟随GDP**,但会对铜产生替代效应。全球GDP每增长1%,电子产品需求会增长5.1%。这种效应第二年会减半,至2.5%,表明库存回归平均值。金价相对于铜价上涨10%,金的需求会减少0.5%。

投资则因类型而异:

- **金条和金币**的需求驱动因素是金价和收入增长。金价每上涨1%,金条和金币需求会增加0.8%。GDP下跌1%会导致黄金需求下跌5%,但第二年会产生7.5%的相反效应。换句话说,长期收入增长会对需求产生积极影响。
- **ETF**的需求驱动因素是价格和不确定性。ETF价格上涨1%,需求会增加1%。GDP下跌1%,ETF需求会增加3%。
- **衍生品**的主要需求驱动因素是动能、通胀和货币政策预期。等价衍生品价格上涨1%,需求会增加6%。利率下跌1%,衍生品需求会增加3%,国债收益率曲线陡峭化1%,衍生品需求会增加4.5%。
- **央行的黄金需求驱动因素**是黄金储备水平和黄金储备从西方向东方的转移。新兴市场所占的全球GDP份额每增长1%,央行对黄金的需求会增加5%。
- **金矿产量的驱动因素**是成本和持久性。成本增加1%,来年金矿产量会降低0.5%。但金矿的年产量每增加1%,来年产量会增加0.5%。
- **黄金的回收利用量与价格呈正相关**,与产量增长呈负相关,但也会倾向于回归均值。价格上涨1%会导致回收利用量增加1.1%,但第二年这种效应大部分会被逆转。全球GDP增长1%会导致黄金回收利用量降低5.5%。

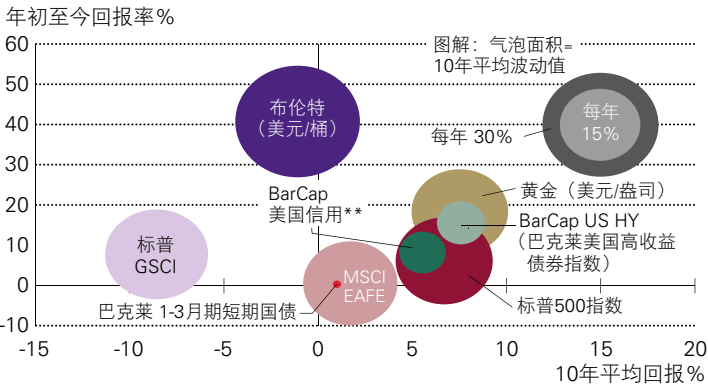
由于模型的很多输入数值要么是滞后的变量(因此被注意到),要么是预测数据(官方或非官方),这些输入数值可以用于预测供应和需求的每一个组成部分。供需之间的差异体现了市场在金价静止不变的情况下存在的失衡。但我们也可以从这种失衡中推断出市场平衡所需的价格变化。

综上所述,这种框架使投资者能够使用现有的变量和随手可得的经济预测数据来构建对金价一致、独立直观的观点。■

主要黄金市场统计数据

黄金较其他主要金融资产具有更可观回报率

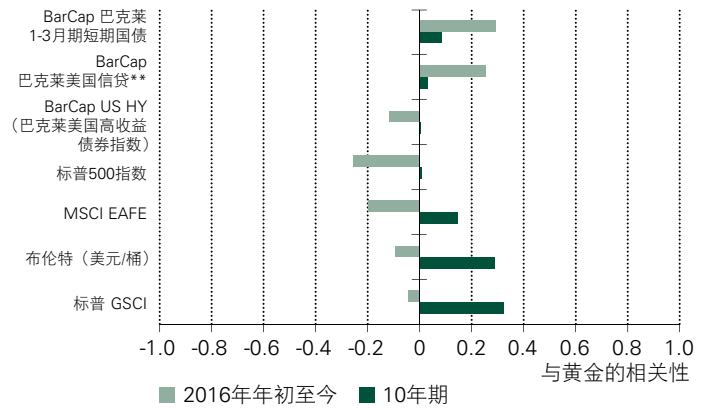
主要国际金融资产的绩效指标（以美元计价*）



* 截至2016年10月14日年初至今表现。
** BarCap巴克莱美国信用包括政府和高信用评级公司债券。
数据来源：彭博社，世界黄金协会

2016年黄金与股票和高收益债券呈现负相关性

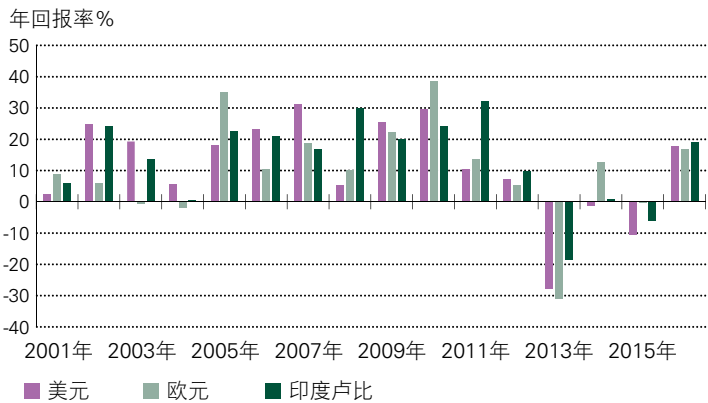
主要资产和黄金在周回报中体现的相关性（美元）*



* 截至2016年10月14日年初至今相关性。
** BarCap 巴克莱美国信贷包括政府和公司债券。
数据来源：彭博社，世界黄金协会

黄金表现应用多个货币来衡量

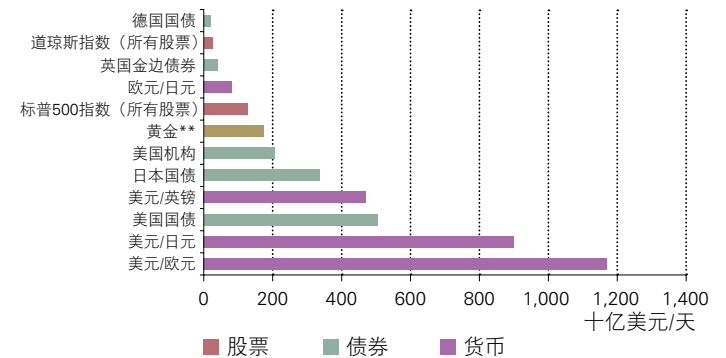
以美元、欧元和印度卢比计算的黄金回报*



* 截至2016年10月14日的年初至今表现。
资料来源：彭博社，世界黄金协会

黄金交易超过其他许多主要金融资产

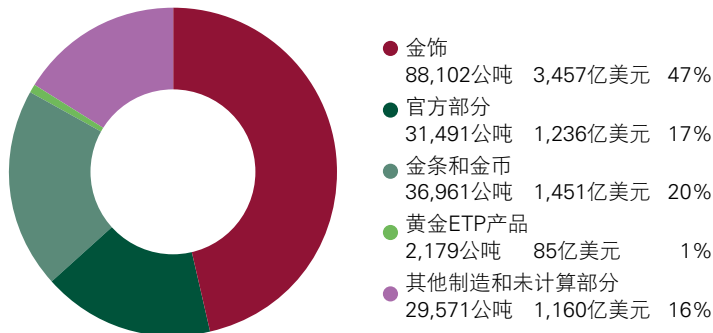
日均交易量（以美元计算）*



* 基于截至2016年9月的年平均估值。
** 黄金流动性包括对场外交易的估计，公开的期货交易统计数据，以及黄金ETP交易产品。
资料来源：国际清算银行，彭博社，德国金融局，日本证券业协会，伦敦金银市场协会，英国债务管理局，世界黄金协会

具有金融属性的黄金占地面存量超三分之一

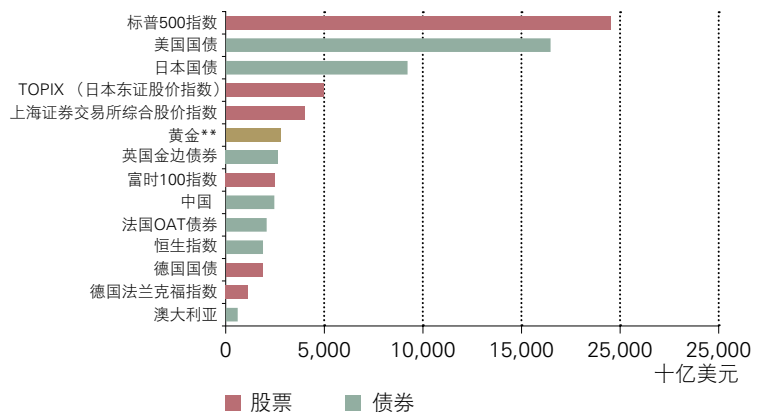
各种黄金产品的市场规模（公吨）和金额（美元）*



*截至2016年6月的体量，价值使用1,221美元/盎司的2016年上半年平均LBMA黄金价格计算。金融黄金的定义是官方行业持有量、金条和金币以及交易所交易产品（ETP）**的总和（70,631公吨，2,772万亿美元，占比38%）。
**ETP包含黄金担保型交易所交易基金（ETF）和类似产品。
资料来源：彭博社，GFMS，汤森路透，ICE洲际交易所基准管理公司，各ETP供应商，世界黄金协会

黄金市场的规模大于许多主要股票和债券市场

全球主要金融资产的市场规模*



*截至2016年9月30日，若数据尚未可得，则采用最近公布的数据。
**包括金条、金币、黄金ETP产品和官方部分持有量。
资料来源：国际清算银行，彭博社，GFMS，汤森路透，ICE洲际交易所基准管理公司，世界黄金协会

版权和其他权利所有

© 2016 World Gold Council.保留所有权利。世界黄金协会和“环形”图案均是世界黄金协会或其附属机构的商标。

所有伦敦金银市场协会黄金价格 (LBMA Gold Price) 引用均在洲际交易所基准管理机构的许可下使用, 仅供信息参考之用。洲际交易所基准管理机构不对价格的准确性或可能引用价格的产品承担任何债务或责任。

其他第三方内容是各个第三方的知识财产, 由各个第三方保留所有权利。

除非得到世界黄金协会或适当版权所有者的事先书面同意, 否则严禁复印、再版或再发布任何内容, 以复制、发布或以其他方式使用本报告的统计数据或信息, 包括通过帧同步或类似方法。符合下述规定的除外。

本报告统计数据仅限依据公平的行业做法, 进行评点和评论 (包括媒体评论), 且必须遵守以下两个前提: (1)仅使用有限的数据或分析摘录; 以及 (2) 部分或全部使用这些数据时, 本报告统计数据仅限依据公平的行业做法需注明资料来源为世界黄金协会, 并视合适情况, 同时注明第三方。如果说明世界黄金协会是数据来源, 则可以使用世界黄金协会的分析、简短评述摘录及其他材料。禁止复制、分发或以其他方式使用本文件的全部或大部分内容或其中包含的统计数据。

免责声明

世界黄金协会尽管已竭力确保本文信息之准确, 但不担保或保证该信息之准确、完整或可靠。若因使用本文件而造成直接或间接损失或损害, 世界黄金协会拒绝承担任何责任。

本文所含信息仅供一般参考和教育用途, 不构成且不可解释为构成购买或销售黄金、任何黄金相关产品或任何其他产品、证券或投资的

要约或要约邀请。本文任何内容皆不应被视为关于购买、销售或以其他方式处置任何黄金相关产品或任何其他产品、证券或投资之推荐或投资或其他建议, 包括但不限于表示任何黄金相关交易适合潜在投资者的任何投资目的或财务状况之建议。投资黄金、任何黄金相关产品或任何其他产品、证券或投资之决定不应倚赖本文之任何陈述。在做出任何投资决定前, 潜在投资者应寻求其财务顾问之建议, 虑及其自身财务需要和状况, 并仔细权衡该投资决定之风险。

在不限制上述条款之前提下, 世界黄金协会或其任何下属机构在任何情况下皆不对倚赖本文信息所做之任何决定或所采取之任何行动承担责任, 且在任何情况下, 世界黄金协会或其任何下属机构皆不对源自、关于或涉及本文之任何相因而生、特别、惩罚性、附带、间接或类似损失承担责任, 即使其先前已被告知发生该等损失之可能。

本文件包含前瞻性陈述。使用“认为”、“预计”、“可能”、“暗示”或类似字眼均表示“前瞻性”特征。本报告中包含的前瞻性陈述是基于最新的预期, 存在一定的风险和不确定性。这些前瞻性陈述的依据是世界黄金协会根据可得的数据进行分析。与前瞻性陈述有关的假设涉及对未来经济、竞争及市场行情等方面进行判断, 所有这些都很难或不可能准确预测。此外, 黄金需求和国际黄金市场受众多风险的影响, 这增大了前瞻性陈述本身的不确定性。鉴于本报告包含的前瞻性信息的显著不确定性, 世界黄金协会在本报告中加入这些信息并不代表其认为这些前瞻性陈述一定会实现。世界黄金协会提醒您不要过度依赖我们的前瞻性陈述。我们仅在正常的出版周期中就出现的新信息、未来事件等情况对我们的前瞻性陈述作出更新或修正, 我们不承担更新任何前瞻性陈述的责任。

文件中表达的观点为作者意见, 可能变更, 恕不另行通知。

图片来源

- 封面: Theo Wargo/Staff/Getty Images
- 第 4页: Centre left, snnplusbyndr/Shutterstock.com
- 第 4页: 左下, A S E F/Shutterstock.com
- 第 4页: 右上, svic/Shutterstock.com
- 第 5页: World Gold Council/Visual Media
- 第 7页: Adam Parent/Shutterstock.com
- 第 8页: Bottom, Boule/Shutterstock.com
- 第 11页: Bottom, Carsten Reisinger/Shutterstock.com
- 第 12页: Pokomeda/Shutterstock.com
- 第 14页: Vintage Tone/Shutterstock.com
- 第 15页: Bottom, Shootdiem/Shutterstock.com
- 第 16页: ESB Professional/Shutterstock.com
- 第 17页: Mathias Rosenthal/Shutterstock.com
- 第 18页: Bottom, IR Stone/Shutterstock.com
- 第 21页: Bottom, Marynchenko Oleksandr/Shutterstock.com

出版人:

World Gold Council

10 Old Bailey, London EC4M 7NG
United Kingdom

C44201610