

展望 2017
全球经济趋势
及其对黄金的影响



目录

2017 年黄金市场	2
前言	2
2017 年主要趋势	2
政治和地缘政治风险升高	2
货币贬值	2
通胀预期升高	4
股票市场估值过高	4
亚洲的长期增长	5
新市场的开放	6
2017 全球经济趋势展望	
美国：准备迎接美联储进一步紧缩	7
过于宽松的政策	7
欧洲：政治不稳定的年份	8
要关注的趋势	8
亚洲：一个拥有内生性增长的独立区域	9
货币宽松已经走到尽头	9

2017 年黄金市场

2016 年，由于宏观经济驱动因素和被抑制的需求，人们对黄金的兴趣保持高位，世界各地的投资者大批回归黄金市场。新年伊始，有人担心美元的强势可能会抑制黄金的吸引力。我们相信事实正好相反，不仅黄金作为投资组合战略资产配置将保持高度相关性，而且全球经济六大主要趋势将支撑 2017 年的黄金需求。

前言

世界黄金协会的 2017 年展望由四个部分构成。一部分是关于我们认为将支撑今年黄金表现的主要趋势。其他三个简短部分来自著名经济学家，分别展望了美国、欧洲和亚洲的经济前景。我们的特约撰稿人包括：

- Jim O' Sullivan: 高频经济公司 (High Frequency Economics) 首席美国经济学家，被市场观察 (MarketWatch) 称为“过去 10 年美国最准确预言者”
- John Nugée: 著名经济和地缘政治评论员，英国央行前外汇储备主管
- David Mann: 屡获嘉奖的经济学家和渣打银行首席亚洲经济学家。

2017 年主要趋势

金价在 2016 年表现强劲，以美元计价上涨近 10%（以大多数其他货币计价则涨幅更大），通过实物黄金支撑的黄金 ETF 吸引了创下多年来新纪录的增持量，尽管在美国总统大选后出现回调，黄金依然是 2016 年表现最好的资产之一。并且自从美联储在 2016 年 12 月中旬加息以来，金价涨幅已经超过 5%。

但 2017 年黄金市场前景如何？

以我们的特约经济学家的观点为背景，我们认为全球经济六大趋势将支撑今年黄金的需求并影响黄金的表现：

1. 政治和地缘政治风险升高
2. 货币贬值
3. 通胀预期升高
4. 股票市场估值过高
5. 亚洲的长期增长
6. 新市场的开放

政治和地缘政治风险升高

政治风险正在升高。在欧洲，荷兰、法国和德国将于 2017 年举行关键选举。正如 John Nugée 所言，选举周期发生在“持续不断的经济福利分配不均导致的持久公民骚动背景下”。此外，英国必须就退出欧盟进行谈判。

虽然英国经济依然在增长，但英镑在退欧公投结果揭晓后暴跌，并且每当市场察觉到英国“硬”退欧风险加大时都会继续下跌。

在美国，对候任总统特朗普及其团队的某些经济提案既有积极预期，也有忧虑。自从特朗普去年 11 月大获全胜以来，

美元已经有所走强，但依然充满不确定性。Jim O' Sullivan 认为存在“重要风险，即贸易谈判会变得充满火药味”，并表示“市场信心可能会受到新政府引发的地缘政治紧张局势的影响”。

作为一种高质量流动资产，黄金将受益于避险增持。

“[……]市场信心可能会受到[美国]新政府引发的地缘政治紧张局势的影响”

*High Frequency Economics 首席美国经济学家
Jim O' Sullivan*

黄金是一种有效的避险工具，尤其是在发生系统性危机时，此时投资者倾向于撤离风险资产。随着投资者的撤离，黄金与股票的负相关性逐渐增强，与此同时，金价往往会上涨。在危机期间，黄金的表现向来好于其他高质量流动资产，这使得黄金成为优质的最终流动性提供者。

2016 年，以黄金为支撑的 ETF 整体持仓增加 536 公吨（价值 217 亿美元），创下 2009 年以来最高增持量。虽然在美国上市、以黄金为支撑的 ETF 在 2016 年第 4 季度持仓量比前三个季度减少了 40% 以上，但在英国、亚洲和欧洲大陆上市的黄金 ETF 持仓量分别仅下跌了 14%、9% 和 1%。欧洲和亚洲合计占 2016 年黄金 ETF 增持总量的 57%。我们预计黄金投资需求很有可能继续持稳。

货币贬值

美国和其他国家之间的货币政策很有可能分道扬镳。市场广泛预计美联储会收紧货币政策，但其他央行是否愿意和/有能力这么做，目前还远远不能确定。

欧洲的局面就是一个典型的例子。正如 John Nugée 所言：“欧洲各国很有可能像过去至少五年那样，延续现行的财政紧缩和扩张性货币政策。”自从 2015 年 1 月宣布推出更多量化宽松措施以来，欧洲央行的资产负债表增长了将近 1.5 万亿欧元，增幅达到 70%，使目前的资产负债表规模超过 3.6 万亿欧元。

“[政策]分化很可能会导致[……]欧元和英镑面临贬值压力”

英国央行
前外汇储备主管 John Nugée

这将不可避免地引起人们对货币贬值的担忧。

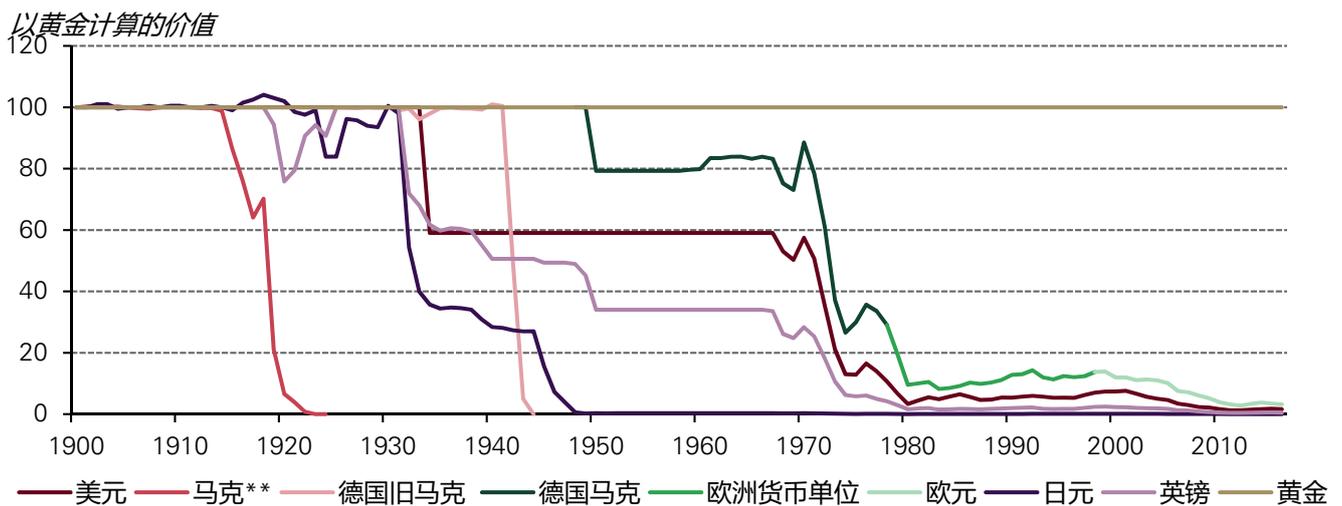
事实上，在过去的一个世纪里，黄金作为一种交易工具已经大幅跑赢其他所有主要货币。这种现象的其中一个原因是，黄金的可用供应量随着时间推移几乎没有变化，每年仅通过

金矿生产增长 2%。相比之下，法定货币可以不限数量地印制，以支持货币政策。

由于投资者设法保护资金免受货币贬值影响，黄金和法定货币之间的差别可以推高黄金投资需求。去年的欧洲投资者就是一个例子，当时他们通过金条、金币和 ETF 来转而投资黄金。2016 年德国投资者通过 ETF 增持了 76.8 公吨黄金（增长 76%）。2016 年第 1-3 季度期间他们还通过金条和金币购买了 72.3 公吨黄金（基于现有数据）。

但黄金的相对稳定也可以支撑央行的需求。为此，各国央行继续购买黄金，以此作为外储多元化的一种手段，我们预计央行在 2017 年会继续这么做。

图表 1:
所有主要货币在过去一个世纪里相对于黄金都出现贬值*



*截至 2016 年 12 月

**“马克”是曾经的德意志帝国的货币。马克最初称为金马克，以黄金为支撑，直到 1914 年，后被称为纸马克。

资料来源：彭博社 (Bloomberg)、汤森路透黄金矿业服务公司 (GFMS-Thomson Reuters)、洲际交易所基准管理机构 (ICE Benchmark Administration)、Metals Focus、世界黄金协会

“历史上，汇率一直是亚洲各国根据更高的美国利率进行调整的关键渠道”

渣打银行首席亚洲经济学家 David Mann

通胀预期升高

市场广泛预计今年美国的名义利率会升高，但我们访谈的所有经济学家都预测通胀也会上升。

由于 3 个原因，上行的通胀趋势很有可能会支撑黄金的需求。首先，黄金一贯被视为一种通胀对冲工具。其次，更高的通胀率将使实际利率保持低位，进一步使黄金更具吸引力。第三，对于长期投资者来说，通胀削弱了债券和其他固定收益资产的吸引力。

“[通胀]依然保持上行的势头”

高频经济公司首席美国经济学家
Jim O' Sullivan

Jim O' Sullivan 预计 2017 年美国 CPI 上涨 2.6%。“虽然根据历史标准，这些通胀数据并不算高，但它们可能表示通胀势头依然保持上行。”他还担心美国

劳动力市场的困境和随之而来的工资增长。在亚洲，David Mann 预计“出口商品价格会上涨”，最终可能会对西方消费者产生负面影响。

总而言之，多年来给全球经济注入的大规模刺激措施可能最终会导致物价螺旋上升，令投资者感到意外。

股票市场估值过高

股市在 2016 年底显著反弹。虽然有些股市刚从多年低迷中恢复，但美国股市却攀升至历史新高。

在很多情况下，由于投资者为了在一个收益极低的环境中寻求回报而扩大自己的风险敞口，股市的估值已经被抬高。

迄今为止，投资者一直使用债券来保护自己的资金不受股市回调影响。随着利率上升，这种方式的可行性打了折扣，与此同时，股市回调的风险可能也会增加。全球金融市场的互联导致发生系统性风险的频率更高，量级更大。正如 Jim O' Sullivan 所言：“[美国经济]扩张不可能永远持续。”

在这样一种环境中，黄金作为投资组合多元化工具和尾部风险对冲工具的作用就尤为重要。

“面临冲击时，资产组合抵抗风险的能力和多元化就成为关键所在”

英国央行
前外汇储备主管 John Nugée

亚洲的长期增长

亚洲的宏观经济趋势将在未来数年支撑经济增长，我们认为这将推高黄金需求。在亚洲各国，黄金需求一般与财富增长密切相关。随着亚洲各国变得越来越富裕，黄金需求也日益增长。印度和中国的黄金需求占全球份额从上世纪九十年代的25%增长到2016年的50%以上。越南、泰国和韩国等其他市场也有活跃的黄金市场。

“2017年亚洲将占全球增长的60%左右”

渣打银行首席亚洲经济学家 David Mann

正如 David Mann 所言。“亚洲已经缩小了对西方的经济敞口。[……]自从全球金融危机结束以来，虽然西方国家的经济增长一直疲软，但亚洲地区已经实现了相对强劲的增长。来自消费者和投资的国内需求是

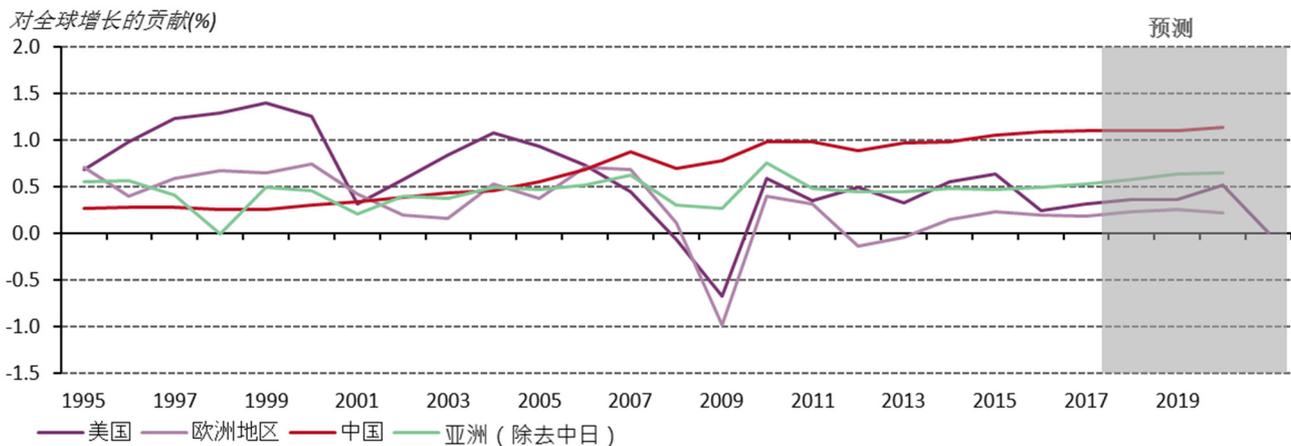
这种韧性背后的原因，并为该地区提供了对于外贸高度开放性的缓冲。2017年亚洲将占全球增长的60%左右。”

虽然中国的珠宝需求遭受消费者品味变化的打击，但投资市场经历了一段令人瞩目的发展期。在仅仅10年时间里，中国的金条和金币市场已经成为全球最大市场。中国以黄金为支撑的ETF也继续发展。投资者在2016年通过ETF购买了30.3公吨黄金——资产管理规模几乎翻了六倍。上海黄金交易所的交易量也在增长。投资者对新产品的兴趣继续增加；我们相信创新应该会在未来几年里继续支撑中国的黄金市场。

在印度，政府废除大面额卢比钞票（500和1,000卢比）的决定使印度经济失去了大约86%的流通现金。虽然印度政府的目的是用新印制的钞票来代替被废除的钞票，但我们认为这种流动性短缺会对经济增长产生短期负面影响，并且可能会影响短期黄金需求。但更重要的是，我们相信从长期来看，印度经济向透明和正规化的转型会给印度带来更强劲的增长，从而利好黄金。

图表 2:

中国和除去日本及中国以外的亚洲将很有可能贡献 2017 年 60%左右的全球增长。*



*数据来自渣打银行并基于该银行的计算。

资料来源：国际货币基金组织、Standard Chartered Research

新市场的开放

黄金正在变得越来越主流。在过去十年里，以黄金为支撑的ETF使数百万投资者（主要是西方国家的投资者）可以购买黄金，但其他市场也在不断发展。通过黄金积存计划和上海黄金交易所实物结算黄金合约，中国黄金市场近年来取得了引人注目的增长。

日本的养老基金在过去几年里增加了黄金持仓量。在企业部门，已经有200多支固定给付型养老基金投资于黄金。此外，160多支固定缴费型养老基金也投资了黄金。

我们预计这种趋势会延续并扩大到西方市场。由于长期暴露于低利率（甚至负利率），西方市场的养老金不得不重新思考资产配置策略。我们认为这将在投资结构上带来更大的黄金需求。

所有市场都有显而易见的创新，但去年底有一件事尤为引人注目。在世界黄金协会的支持下，伊斯兰金融机构会计和审计组织(AAOIFI)发布了伊斯兰教法黄金标准，为穆斯林世界开启了黄金投资的大门。

资产管理机构富兰克林邓普顿(Franklin Templeton)的Mark Mobius认为新伊斯兰教法黄金标准将成为“改变游戏规则之举”。

对于伊斯兰教法规定碎片化或没有规定的地方，新标准提供了黄金产品的相关明确指导，从而可能让数百万穆斯林投资于黄金。此外，伊斯兰金融近年来发展迅速，许多国家积极促进金融领域的发展，作为其经济发展和多元化政策的一部分。这些因素可能会促进许多伊斯兰市场的黄金需求，从马来西亚、阿联酋和沙特阿拉伯等伊斯兰金融已经十分成熟的市场，到印尼和巴基斯坦等国家（这些国家正在推动伊斯兰金融在经济基础设施中扮演更大角色）。据伊斯兰金融稳定委员会(Islamic Finance Stability Board)的数据，预计符合伊斯兰教法的资产管理规模到2020年将增长到6.5万亿美元，其中仅1%的黄金资产配置就相当于新增黄金需求650亿美元或1,700公吨。

“[伊斯兰教法黄金标准]或将为伊斯兰金融近代史上最具意义的事件打下基础”

邓普顿新兴市场集团(Templeton Emerging Markets Group)执行总裁 Mark Mobius 博士

美国：准备迎来美联储进一步紧缩



Jim O' Sullivan

High Frequency Economics
首席美国经济学家
Jim O' Sullivan

被 MarketWatch 称为“过去 10 年美国最准确预言者”的 High Frequency Economics 首席美国经济学家 Jim O' Sullivan 陈述了他对 2017 年以及以后的观点。他认为美国的经济增长会加速，美联储未来两年至少会加息 175 个基点，通胀压力会增加。他还担心特朗普任职总统期间的某个阶段很有可能出现经济低迷。

回顾过去几年，自从 2009 年美国开始扩张以来，美国的实际 GDP 年均增速仅为普普通通的 2.1%。尽管如此，失业率已经从最高 10% 大幅下跌至低于 5%。迄今为止，通胀和工资增长都乏善可陈，但最近有所加速，这与劳动力市场收紧的情况相符。

在此背景下，美联储于 2016 年 12 月加息，并暗示 2017 年会进一步加息。美联储的举措与劳动力市场和通胀有关，我们预计劳动力市场在 2017 年进一步收紧，继续增加通胀和工资增长的上行势头，巩固进一步加息的理由。

我们预计美联储今年加息 75 个基点，明年加息 100 个基点。但如果还有其它任何风险，那就是我们还看到了这些数字的上调风险，而这些数字本身已经超出当前计入市场的价格。

我们预计，在财政刺激措施的帮助下，美国的实际 GDP 在上半年将以 2.3% 的年率增长，下半年为 2.7%。因此我们预计失业率到年底会降至 4.3%。我们预计总体 CPI 和核心 CPI 将上涨 2.6%，而个人消费支出仅上涨略超 2%。虽然根据历史标准，这些通胀数字不算高，但它们意味着通胀保持着上行势头，而失业率低到足以维持这种上行势头，除非经济再度开始不景气，而如果不出现经济衰退，这是不大可能发生的。

当然，存在很多潜在的意外情况，并且有很多问题有待解答。首先，我们和市场都假设要兑现的特朗普竞选计划中促进增长的举措会多于侵蚀增长的举措，这种假设是否正确？

在促进增长的举措方面，我们预计会减税，虽然减税力度可能不及特朗普竞选期间的提议。在侵蚀增长方面，我们预计移民政策以及侧重于谈判而非容易引发贸易战的关税的立场也不会发生重大改变。我们对其中的移民政策更有信心，因为移民政策的重点似乎是“犯罪的非法移民”。相反，我们仍然认为贸易谈判很有可能变得充满火药味。市场信心可能会受到新政府触发的地缘政治紧张局势的影响。

过于宽松的政策

另一个关键问题是美国 and 全球市场如何应对美联储加息。我们认为当债券收益率和美元走高，权益市场会有所下跌，但不会暴跌。美联储官员将收紧利率，但利率将很有可能远未达到银根紧缩的程度。但我们进而也认为债券收益率上行的风险尤为明显。

我们担心美联储官员低估了他们的政策走向的宽松程度。虽然 GDP 增速一般，但就业增长的强劲程度完全足以使失业率保持下行。与此同时，工资增长和通胀正在加速，银行放款正以 7-8% 的速度增长。这种现象表明货币政策是宽松的，可能意味着紧缩周期最终将远远没有现在所暗示的那么“渐进”。这种情况更有可能发生在 2018 年而非 2017 年，但 2017 年失业率的下行势头和工资及通胀的上行势头将非常值得关注。

长远来看，我们预计本已强劲的美国经济扩张趋势会持续一段时间，但可能会在特朗普任职总统期间的某个时间点终结。我们认为未来一年甚至 2018 年发生经济衰退的可能性不大，但经济扩张不会一直持续。

欧洲：政治不稳定的这一年



John Nugée

独立顾问、英国央行前外汇储备主管、欧洲投资银行主管

著名经济和地缘政治评论员 John Nugée 预计三种趋势可能会主导 2017 年的欧洲：财政紧缩、货币放松政策延续；非传统经济干预措施增加，货币政策与美国相比日益分化。这些趋势很有可能让欧元进一步承压，导致欧元区北部和南部成员国之间的摩擦增加。

2008-2009 年金融危机过后欧盟政策的主要推动力是为了避免重蹈上世纪 30 年代大萧条的覆辙。欧盟的政策是成功的。欧盟避免了危机后的重大衰退，大多数成员国都恢复了增长。

但依然存在一股反建制民粹主义浪潮，因为经济增长一直伴随着贫富差距。富人不仅从危机后的紧缩政策中挺了过来，而且还借助量化宽松和资产价格膨胀，日子越过越滋润。

选民认为这种现象非常不公平，如今他们更担心的是结果的公平和平等，而不仅仅是经济增长。2017 年，这种局面也没有改观的迹象：在持续的公民骚动以及经济福利分配不均的持续推波助澜的背景下，今年还会有好几轮选举和政治谈判。

在接下来的六个月里，欧洲将面临的情况包括：英国启用《里斯本条约》第 50 条（正式宣布退欧意图），这是为确保退欧谈判顺利进行而打响的第一枪；荷兰、法国将举行重要选举，意大利也有可能这么做。正统的政治阶层将面临来自民粹主义运动和这些选举候选人的挑战，唐纳德·特朗普不大可能是最后一个令人意外的胜选人。

对于投资者来说，由于经济问题继续受到政治问题的影响，坚守的信念和源远流长的体系受到挑战，这意味着未来一年还会发生动荡和意外事件。

要关注的趋势

预计欧洲会出现三种趋势。第一，虽然欧洲的政治人士会提防在眼下的选举周期阶段增加紧缩政策，并持续讨论增加基础设施开支的必要性，但德国坚守传统财政政策的残酷现实不会完全消失。因此欧洲各国很可能像过去至少 5 年一样，继续面临现行财政紧缩措施、扩张型货币政策延续的局面。

第二，随着建制派政治人士日益倾向民粹主义，非传统经济政策很可能变得更为普遍。其中一个例子是，对不受欢迎的公司和行业使用非正统课税政策（例如罚款）的意愿日益强烈。金融和能源行业长期以来一直是巨额罚款对象，汽车和制药行业也将紧随其后。

第三，由于政策组合转向更为宽松的财政和更为紧缩的货币政策立场，我们很有可能会看到欧洲的政策与美国日益分化。

美国更宽松的财政政策和更高的官方利率，以及欧洲的紧缩预算和宽松货币政策，两者的结合是对近几年政策的重大改变，此前两个地区的政策一直很相似。这种分化很可能导致欧元和英镑承受下行压力，至少初期是如此。对于欧洲来说，欧元贬值会推高德国等北部国家的贸易顺差，进一步加剧南北部国家之间的紧张关系。

面临这些政治风险和政策分化的很多投资者可能会忍不住将其投资组合转入防御模式。但现金收益微乎其微的情况在延续，市场以反直觉的方式来应对各种事件，因此转入防御模式可能不是明智之举。相反，面对冲击，关键是要保持投资组合抵抗风险的能力和多元化。

亚洲：一个拥有内生性增长的独立区域



David Mann

渣打银行首席经济学家

尽管美国和欧洲的增长一直疲软，但亚洲近年来已经缩小了对西方国家的经济敞口，自全球金融危机以来实现了相当强劲的增长。来自消费者和投资的国内需求是这种韧性背后的原因，并为该地区提供了对于外贸高度开放性的缓冲。展望未来，我们相信 2017 年亚洲将占全球增长的 60% 左右。

鉴于特朗普任职美国总统带来的不确定性，我们对私营部门的投资和贸易前景保持谨慎，但考虑到如今亚洲经济与美国的联系已经大为减弱，我们已经不再像十年前那么担心了。

例如，自 2009 年以来，中国在东盟贸易份额中的占比大于美国或欧盟，这种趋势很有可能会延续。在对外贸易方面，虽然全球增长依然疲软，我们认为 2017 年的亚洲出口数据可能会有惊喜。按名义价值计算，出口价格的局部复苏很可能会促进出口。但即使未来几个月里价格不上涨，2017 年的出口价值也很可能会恢复增长，到第二季度实现这些惊喜。历史上，汇率一直是亚洲各国根据更高的美国利率进行调整的关键渠道，因此我们预计，为了应对美国的通胀，亚洲新兴市场汇率在第二季度会处于最弱。但这应该也会进一步促进进出口。

至于中国，我们预计在 2017 年中共十九大之前中国的经济增长会保持稳定。很多长期挑战依然存在，包括杠杆过高、产能过剩和人口问题，人口问题将在 21 世纪 20 年代产生更大影响。

屡获嘉奖的经济学家 David Mann 认为亚洲今年将占全球增长的 60%，从而巩固其对于西方市场的独立性。今年大部分时间里，中国的增长很可能保持现有水平。出台了去货币化政策的印度可能陷入困境。整体而言，随着美国收紧利率，美国经济发生再通胀，整个亚洲地区的汇率很可能有所走弱。

但在如此重要的一场政治活动开始之前，我们预计这些问题不会将中国的增长拖累到低于现有的 6% 高水平。但这可能意味着未来更多的痛苦。

货币宽松已经走到尽头

虽然亚洲在经济上对西方国家的依赖程度不如从前，但与美国的金融联系依然很强。这将意味着，由于更高的通胀和避免与美国产生分化的压力，货币宽松基本上已经结束。

如果汇率依然像美国总统大选结束后那样脆弱，亚洲的政策制定者将难以与美国的货币政策背道而驰。因此我们相信，亚洲地区各国央行不大可能在 2017 年以及以后放松货币政策。然而，货币条件的局部放松可能会通过汇率渠道而非利率下调政策发生。

我们的预测考虑了 2017 年依然疲软的外部需求和更紧张的财政条件，原因是美元融资成本存在上行压力和美元保持强势。虽然通胀率很可能会上升，但我们预计通胀率将保持在远低于亚洲地区长期历史均值的位置。

印度是一个令人瞩目的例外。印度政府 11 月初宣布替换 85% 左右的流通货币，以打击非正式经济，这个令人震惊的决定正在全国范围内导致现金危机，妨碍了正规的经济活动。即使是在假设印度将采取某些措施支撑增长之后，我们依然下调了对印度未来一至两年内的政策利率和 GDP 增长的预期，以反映这一举措的后果。

关于世界黄金协会

世界黄金协会是全球黄金行业的市场开发组织。我们的宗旨是刺激和维持黄金需求，发挥行业领导作用以及成为全球黄金市场的权威机构。

我们基于权威性的深刻市场见解开发黄金支持的解决方案、服务和产品，并与众多合作伙伴密切合作，将我们的想法付诸于行动。因而，我们使关键市场领域的黄金需求结构发生了转变。我们提供对国际黄金市场的深刻见解，帮助人们了解黄金的财富保值特性以及黄金在满足社会的社交和环境需求时所产生的作用。

世界黄金协会总部位于英国，在印度、远东和美国均设有分会，协会成员包含世界一流黄金矿业公司。

世界黄金协会

10 Old Bailey, London EC4M 7NG
United Kingdom

电话: +44 20 7826 4700
传真: +44 20 7826 4799
网址: www.gold.org

如需了解更多信息

请联系:

Juan Carlos Artigas

投资研究部总监
juancarlos.artigas@gold.org
+1 212 317 3826

Alistair Hewitt

市场情报部总监
alistair.hewitt@gold.org
+44 20 7826 4741

Natalie Dempster

央行与公共政策总经理
natalie.dempster@gold.org
+44 20 7826 4707

版权和其他权利

© 2017 世界黄金协会保留所有权利。世界黄金协会和环形是世界黄金协会及其附属机构的商标。

所有提到的伦敦金银市场协会 (LBMA) 黄金价格仅作为参考信息。洲际交易所基准管理机构不对这些价格的准确性，或者这些价格所对应的产品负有任何责任。

其他第三方数据和内容是相应第三方的知识产权，由相应第三方保留所有权利。

明确禁止在没有世界黄金协会或相应版权所有者的事先书面同意的情况下对内容进行任何复制、重新出版或重新分发用于复制、分发或以其它方式使用本报告中的统计数据和信息，包括复述或类似的方式，但以下情况除外：

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：(i) 仅使用有限的的数据或分析摘录；和 (ii) 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，同时注明第三方来源。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，但不担保或保证该等信息之准确、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。本文件不得被视为针对黄金、任何黄金相关产品或任何其他产品、证券

或投资的购买、销售或其他处置做出推荐或是提供投资建议或其他建议，包括但不限于大意为任何黄金相关交易适合于某个潜在投资者的任何投资目标或财务情形的任何建议。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，并仔细权衡该等投资决定之风险。

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的分析。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。

上述观点谨代表笔者个人观点，如有更改，恕不另行通知。

World Gold Council
10 Old Bailey, London EC4M 7NG
United Kingdom

T +44 20 7826 4700

F +44 20 7826 4799

W www.gold.org