



# LBMA 与 WGC 宣布启动金条溯源与负责任项目

■世界黄金协会

伦敦金银市场协会 (LBMA) 与世界黄金协会 (WGC) 正合作开发并实施一项有关金条诚信、产销监管链及金条溯源的国际体系。这将有助于消费者、投资者和市场参与者相信所持黄金的可靠性及其负责任且可持续的采购来源。

为了实现这一涉及全行业的突破性市场发展目标，伦敦金银市场协会与世界黄金协会已召集全球黄金供应链的代表企业，正式开启了该计划的试点阶段。

在试点阶段，两家分布式账本技术公司 aXedras 和 Peer Ledger 将展示如何利

用其技术赋能全球黄金产业生态，为金条原产地和产销监管链创建一个不可变更的记录，即利用区块链账本技术来登记和追踪金条，获取其产地信息和完整的交易历史。

该计划将鼓励所有黄金行业主要参与者逐步采用这项技术，将其纳入全球产业生态，登记并追踪所有金条的完整供应过程，从矿山到金库，最终再到终端市场（如珠宝制造商）手中，从而有效地实现全球金条供应链的数字化。

“金条溯源与负责任项目”为实现本行业规范统一提供助力，为国际黄金市场的未来发展提供保障。

伦敦金银市场协会 CEO 露丝·克罗威尔 (Ruth Crowell) 表示：“信心对于上游实物黄金的国际贸易来说至关重要。我们宣布的这一计划，强调所有市场参与者对其所采购或交易的黄金产品的诚信及责任，都是可以抱有信心的。这对于提高黄金行业的透明度、推进行业的共同利益是一项重大进展。”

世界黄金协会 CEO 泰达维 (David Tait) 表示：“这项变革性的计划，是迈向更统一的黄金行业的第一步，今后我们要共同努力，提升市场的便利性和透明度。消费者和投资者希望了解到其持有黄金是以负责任和可持续的方式生产加

工的，因此，金条溯源将有助于整个供应链贯彻最高执行标准。世界黄金协会致力于消除包括信任和产地等问题在内的投资障碍，这是释放更多黄金需求的关键所在。”

芝加哥商品交易所集团 (CME) 董事总经理兼全球金属主管金昌 (Jim Chang) 表示：“我们对引入‘金条溯源与负责任项目’表示欢迎，这将有助于提高实物黄金行业的诚信度，完善其投资和交易环境。我们致力于帮助客户向更可持续的未来转型，‘金条溯源与负责任项目’等举措有助于更明确地助力行业和客户实现可持续发展目标。”

# 行业标准演进，需要中国企业躬身入局

■北京黄金经济发展研究中心特约研究员 李 沛

日前，伦敦金银市场协会 (LBMA) 与世界黄金协会 (WGC) 共同宣布，将合作开发并实施一个“金条诚信项目”。

这一项目将引入两家分布式账本技术公司 aXedras 和 Peer Ledger，为金条原产地和产销监管链创建一个不可变更的记录，即利用区块链账本技术来登记和追踪金条，获取其产地信息和完整的交易历史，以便帮助消费者、投资者和市场参与者相信所持黄金的可靠性及其负责任且可持续的采购来源。

两大组织此番合作，是近年来相关领域发展的新里程碑。

早在 2012 年，世界黄金协会就推出

了无冲突黄金标准 (CFGS)，2019 年，又进一步推出负责任黄金开采原则 (RGMP)，在 LBMA 方面，则于 2018 年开始研究黄金供应链溯源的新技术，旨在通过区块链实现每一根金条全流环节信息的可识别、可追溯，其后形成“金条诚信倡议” (GBI)。

从这一简短梳理不难看出，金条诚信项目正是上述技术与业务标准融合的产物。

两大组织的共同推动，折射出其对这一监管趋势成熟度的判断，值得注意的是，芝加哥商品交易所集团 (CME) 也针对这一项目有积极回应，表示“这将有助于提高实物黄金行业的诚信度，完善其投资和交易环境”。现货、期货两

大全球交易枢纽，以及核心交易商、生产商协会组织的联合，无疑将营造出巨大的声势，大大加速这一贵金属产业新标准的落地。

除了人为的推动，我们还应该看到，全球性的 ESG 浪潮下，新价值体系与商业规则在黄金产业的自然渗透过程，可以说时势使然。

在这一过程中，笔者认为，中国商业银行或主要生产商应该有更大地主动参与。

一方面，对企业自身而言，积极融入这一项目，有助于获得先发优势，依托国内在区块链、大数据、人工智能产业上的基础，及时把握潜在的商业机会。另一方面，这一参与还有着战略层

面的价值。

通过此前的良好棉花倡议 (BCI) 风波，可以清晰看到，如果大宗商品市场的监管标准话语权由西方产业界所主导，在关键时刻将产生意想不到的风险。事实上，在近期的地缘政治中，也已经有西方人士提出，要将某国金条“驱逐”出流通体系，显而易见，如果在监管体系中不能掌握足够的话语权，将面临受制于人的可能。

总体而言，两大机构此番联袂推动金条溯源技术与标准体系建设，是一个行业发展趋势的强烈信号，国内市场主体更应及时关注欧美枢纽市场的这一动向，及时、主动参与，在标准与实践的形成中纳入中国经验、维护产业利益。

# 加息周期下贵金属价格影响因素分析

■招金期货 刘晓琳

在 2022 年 1 月份召开的美联储议息会议中，鲍威尔支持在 3 月开始加息，但未明确给出加息幅度及路径，同时将摘要提上日程，缩表在加息之后进行，主要以调整再投资的方式进行。在贵金属市场即将进入美联储加息周期，为对贵金属价格做更好预测，作者对比分析近两次美联储加息阶段的经济背景以及与之当下形势的异同点，对本轮加息下贵金属价格可能的演变路径进行推演。

## 近两次加息周期贵金属价格变化对比

最近两次加息周期分别为 2004 年 6 月至 2006 年 7 月 (联邦基金利率由 1% 上调至 5.25%) 和 2015 年 12 月至 2018 年 12 月 (联邦基金利率由 0.25% 上调至 2.5%)。

一般来讲，在美联储加息周期，贵金属价格会受到利率上升而承压，而从加息周期中的贵金属价格走势来看，贵金属价格并未下跌，反而有所上涨。

2004 年 6 月至 2006 年 7 月，国际黄金现货价格从 395.8 美元/盎司上涨至 589.25 美元/盎司，涨幅 48.87%，国际白银现货价格从 5.91 美元/盎司上涨至 10.38 美元/盎司，涨幅 75.6%。2015 年 12 月至 2018 年 12 月，国际黄金现货价格从 1049.4 美元/盎司上涨至 1259.75 美元/盎司，涨幅 20.04%，国际白银现货价格从 14.08 美元/盎司上涨至 14.77 美元/盎司，涨幅 4.9%。

因此，在美联储加息周期中，影响贵金属价格的因素不仅是加息，如果单单从加息的角度判断贵金属价格涨跌则无法得到证明结果，还要结合当时的基本面。

美联储加息周期分为两个阶段，一是加息之前 (预热阶段)，这个阶段美联储释放加息信号，二是加息政策落地之后，这个阶段美联储开始实施加息动作。

一般情况下，在加息预期阶段，加息预期对于贵金属价格影响较大，贵金属价格承压走弱，而当加息政策落地之后，贵金属价格止跌企稳，影响因素则让位于基本面，也就是“买预期卖事实”的操作，除非在加息阶段美联储的货币政策超出预期。

## 本轮加息周期下，贵金属价格影响因素与历年影响因素对比

加息路径——相对于前两轮更快。

加息频率，近两次加息周期中的加息间隔基本上是维持在 1 个季度调整一次，而美联储 1 月议息会议上未明确给出加息的频率，近期美联储官员对于加息频率的态度也有分歧，基本上在 3 次至 5 次之间。目前美国联邦基金利率期货显示计入年内加息次数为 6 次，略高于前两轮加息周期的加息频率。

加息幅度上，近两次加息周期中每次上调的幅度均为 25 个基点。在今年 1 月的美联储利率决议中关于加息的幅度没有明确表示，并且鲍威尔表示在不

贵金属市场下一步重点

关注经济走向，若疫情持续向好，有利于通胀的回落，在供应链修复的背景下，经济或实现小幅回撤后的复苏，届时实际利率抬升，贵金属价格承压；若通胀持续居高不下，美联储为控制通胀或采取更加激进的货币政策，届时在持续高通胀及加息的作用下，美国经济或进入下行周期，贵金属价格将会走强。

影响就业的前提下，加息将有比较大的空间。

此前，美国 1 月通胀数据录得 7.5% 继续走高，新增非农就业人口数量意外增加，美联储官员布拉德称支持加息 50 个基点，并在 7 月 1 日前加息 100 个基点。在高通胀及就业恢复的背景下市场关于美联储 3 月加息 50 个基点的概率有所上升，截至 2 月 15 日美联储联邦基金利率期货显示在 3 月加息的概率 59.8%。

从加息频率及幅度来看，本轮加息利率节奏相比前两轮更快，但在加息政策实施阶段，由于预期实现，贵金属价格影响因素将由加息让位于基本面。

## 本轮加息中通胀水平要远高于前两次加息周期中的通胀水平

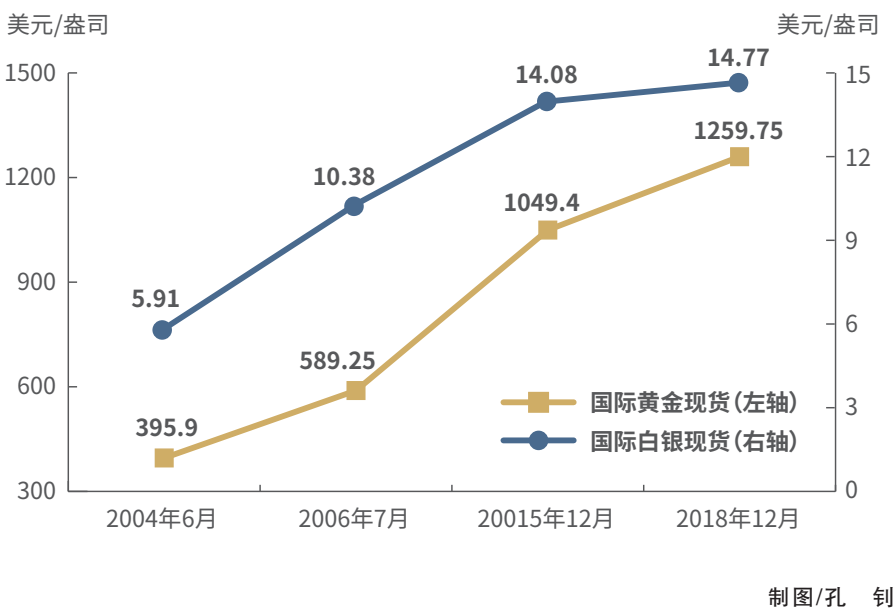
从近两个加息周期中消费者物价指数 (CPI) 及核心 CPI 的变化来看，在 2004 年至 2006 年，物价水平处于温和通货膨胀，2004 年 6 月 CPI 为 3.3%，在加息周期内上涨 0.8%，核心 CPI 为 1.9%，在加息周期内上涨 0.8%。

另外，在 2015 年至 2018 年加息周期内，CPI 及核心 CPI 基本处于正常水平，还略显通缩，其间 CPI 和核心 CPI 分别上涨 0.8% 及 0.1%。

通过数据对比可以发现，在加息周期中，CPI 并不会因加息而走弱，相反，CPI 与美联储利率呈现一定正相关性。通过分析 1960 年以来 CPI 与核心 CPI 分别与联邦基金利率的相关性，两者的相关性分别为 0.72 和 0.76，说明物价水平与联邦基金利率呈现出较为显著的正相关性。

但是当前的通胀水平与前两个加息周期又不完全相同，2022 年 1 月美国 CPI 录得 7.5%，已经达到了恶性通胀级别，通过观察历史上物价水平达到恶性通胀级别时与联邦基金利率的关系发

两个加息周期内国际黄金白银现货价格对比



制图/孔 钊

现，即使是在恶性通胀的时期，CPI 与美联储利率之间依然呈现正相关性，即在加息周期里 CPI 仍然保持上行趋势。

## 本轮加息对经济冲击可能要高于前两次

在 2004 年加息周期中，美国国内生产总值 (GDP) 同比一直处于下行趋势，从 2004 年 6 月的 4.23% 下降到 2006 年 6 月的 2.98%，这个阶段美国经济正在放缓，从制造业、非制造业采购经理指数 (PMI) 的走势来看也能印证这一点，制造业、服务业 PMI 分别从 60.5 和 59.8 下滑到 53 和 55.7。虽然都处于荣枯线水平以上，但增速在放缓，对于当时经济的拉动效果正在减弱。

2015 年至 2018 年加息周期内，美国的经济形势没有发生太大的变化，GDP 虽然在开始阶段 (1.88%) 小幅回落，但在 2016 年和 2017 年出现回升，在加息末期达到 2.32%，整体呈现温和增长趋势。制造业和非制造业同时佐证了这一点，其间也是呈现先下跌后抬升的走势，整体温和和上涨，并且基本保持在荣枯水平线以上。

从当前的形势来看，无论是 GDP 增速还是制造业 PMI、非制造业 PMI，均已高于前两个加息周期，虽然目前有放缓的迹象，但整体仍保持高位，可以说现在的经济形势要好于前两个加息周期。

从国债利差来看，在前两个加息周期中，联邦基金利率的提高对短端利率影响较大，造成短端利率抬升较长期端偏快，因而长短端利差在加息周期中逐步收窄。从两个加息周期中利差收窄的速度来看，明显在 2004 年至 2006 年这个周期中速度较快，而 2015 年至 2018 年这个加息周期相对慢一些。

利差收窄速度快对经济所带来的负面影响较大，而当利差为负时，也就是出现利率倒挂的阶段预示着美国经

济将要发生衰退，可以看到在 2007 年次贷危机时期，利差出现了倒挂现象。虽然当前的利差仍然处于正值，但收窄的速度明显偏快，接近 2004 年这次加息周期，预示加息对经济的冲击更大。

从历史加息经验来看，加息过程中的节奏调整将放缓，也就是实际加息的节奏要慢于预期阶段。

目前美国 CPI 已经明显高于前两个加息周期，另外拜登政府于今年 11 月将面临中期选举，民主党为挽回支持率或将采取比前两个加息周期更快的货币政策收紧节奏，对经济冲击估计较大。但当前美国的经济存在韧性，无论是 GDP 还是制造业，形势相比前两个周期较好，虽然有向下拐头迹象，但整体保持高位。

另外，当前的通胀是供需两方面造成 (由于疫情导致供应链危机及疫情期间美国财政政策导致需求旺盛)。目前疫情出现峰值信号，部分国家管控措施逐步解除，全球供应链也在逐步缓解，就业形势虽然偏紧但整体恢复向好。

在加息政策落地之后，影响贵金属价格的逻辑将转到通胀及经济形势，从历史经验看，在加息周期中，通胀仍大概率走高。

贵金属市场下一步重点关注经济走向，若疫情持续向好，有利于通胀的回落，在供应链修复的背景下，经济或实现小幅回撤后的复苏，届时实际利率抬升，贵金属价格承压；若通胀持续居高不下，美联储为控制通胀或采取更加激进的货币政策，届时在持续高通胀及加息的作用下，美国经济或进入下行周期，贵金属价格将会走强。

但需要注意的是，一些风险事件的发生可能会对金价短期造成影响，例如：地缘政治事件，新冠肺炎疫情再度暴发等，需要黄金市场投资者做好风险控制，谨慎操作。



## 央行对海外黄金家底有多放心？

■本报特约评论员 孔令龙

突如其来的“黑天鹅”，让美元成为发行方对外制裁的利器，但相对而来其代价是作为储备货币的根基被撼动。当之前被打上安全标签的金边债券乃至存款都不再能挺过稳定的保障时，在货币领域已经退居二线超过半世纪的资金，又被作为最后支付手段重新得到重视。

不少国家都在重新盘算自己的黄金储备家底。许多央行都未雨绸缪选择增持黄金，各国央行 2021 年总计增持 463 吨黄金，比 2020 年高出 82%，将全球央行黄金储备提升至近 30 年来的最高水平，而今年第一季度央行增持的趋势还在延续。

但不少央行买下黄金后，面临的一个问题是自己名下的黄金并不全部存在自己的金库里。由于历史的原因和交易方便的驱动，全球很多央行的黄金都存在美国纽约和英国伦敦的金库中。交易过程只是金库所有权变更，而其地理位置并没有发生变化。

所有权和存储地的分离，也造成了普遍存在阴谋论，即各国央行名下的金条，是否一直都岁月静好地躺在指定的金库中，还是早已被挪用租赁。

前些年全球第二大储金国德国就要求审查存在纽约的金条，但遭到美国一口拒绝，从那之后，不放心的德国开启了“黄金回家”运动，将存在国外的数百吨黄金运回法兰克福的金库中。在那之后，从荷兰到奥地利、从比利时到匈牙利，都效仿德国运回了其部分海外的黄金。

美国金库里的黄金由于“黑箱”而失去了一些信任基础，伦敦的金库算是从中吸取了教训，相对透明。

英格兰银行 2018 年就曾公布过 5081 吨黄金的库存数据。该银行的金库中存放着包括其他央行、国际机构和伦敦金银市场协会成员在内的 72 家客户的黄金。国际机构客户包括国际货币基金组织、国际清算银行和欧洲央行等。作为黄金所有者，其他央行做出的审计要求，作为托管方的英格兰银行还是可以满足的。



## 加息预期打压贵金属

■工商银行贵金属业务部 朱子坤

上周 (3 月 28 日至 4 月 1 日) 贵金属各品种价格表现均较弱，其中白银价格跌幅最大。俄乌冲突的转变，成为上周初避险情绪回落，贵金属价格遭受打压的重要事件性驱动因素。

在经济基本面上，3 月份美国就业市场整体表现强劲。具体来说，美国 3 月非农数据体现出了两点值得关注的变化。

一是劳动力市场表现继续向好。尽管 3 月份非农新增就业人数略低于前值，但 1 月、2 月份新增就业人数均被上修，3 月失业率也跌至了 3.6%，回落到了疫情前美国失业率的较低水平。从非农的分项数据来看，美国就业市场的恢复仍分化较为明显，但总体上的就业缺口可能在 1 个月后会完全弥合。

二是薪资水平同比超出市场预期。3 月平均时薪同比上涨了 5.6%，高于预期的 5.5% 和前值的 5.1%。就业缺口下的企业用工需要进一步拉动了工资上行，工资通胀螺旋压力进一步攀升。这两方面的变化，均给了美联储继续传递快速加息预期的理由。

在通胀数据方面，在美国宣布释放战略原油储备来打压油价的背景下，市场对于短期通胀预期出现了下修。可以看到，在美债市场上，美债隐含的通胀预期出现了明显回落。

但值得注意的是，由于此前俄乌冲突带来的商品价格上涨，并没有完全反映在生产者物价指数上，通胀环比上行的压力仍然存在。

尤其在国内通胀方面，在生产价格指数环比仍有上升压力的同时，与居民消费紧密相关的农产品价格，由于供应与疫情等因素，并没有随着春节旺季过去而出现季节性的回落。这两者的结合，继续传导到下半年消费者物价水平上。这种通胀的压力，会继续限制贵金属价格的下跌空间。

在金融市场表现上，美国 10 年与 2 年期国债收益率在上周出现了彻底倒挂。这可以解释为：短期国债收益率逐步对政策利率预期的计价叠加高通胀对长期国债带来的挤压，而市场对于长期的通胀又表现为乐观，长期国债收益率中的期限溢价部分增长低

由于历史的原因和交易方便的驱动，全球很多央行的黄金都存在美国纽约和英国伦敦的金库中。交易过程只是金库里金条所有权的变更，而其地理位置并没有发生变化。所有权和存储地的分离，也造成了普遍存在阴谋论，即各国央行名下的金条，是否一直都岁月静好地躺在指定的金库中，还是早已被挪用租赁。

近期澳大利亚央行就提出检查要求。澳大利亚央行有大约 80 吨黄金存放位于 1.7 万公里外的英格兰银行金库里，而在位于悉尼的澳大利亚储备银行中并没多少。澳央行大约每 6 年对其伦敦黄金持有量进行一次实物审计。

由于在金库里的黄金是以 400 金衡盎司一块的金条形式存放的。澳大利亚央行的 79.8 吨黄金意味着 6400 根金条。澳央行的特别审计为了确保所有这些金条都在金库中，包括检查每根金条的序列号以确保它们与央行持有的储备相匹配。

此外还要检查金条的重量与储备银行账本上的 79.8 吨是否相符。称重将是审计的关键部分，因为黄金的移动都可能导致微小的丢失。如果审计显示全部重量少于 79.8 吨，英格兰银行作为托管方需要弥补任何“丢失”的黄金。

能公开一笔笔对上账，这是让央行对海外的黄金家底放心的基础，否则在对美元信心动摇的情况下，更大规模的“黄金回家”将会出现。

由于此前俄乌冲突带来的商品价格上涨，并没有完全反映在生产者物价指数上，通胀环比上升的压力仍然存在。尤其在国内通胀方面，在生产价格指数环比仍有上升压力的同时，与居民消费紧密相关的农产品价格，由于供应与疫情等因素，并没有随着春节旺季过去而出现季节性的回落。这两者的结合，继续会传导到下半年消费者物价水平上。这种通胀的压力，会继续限制贵金属价格的下跌空间。

于短期国债因通胀与加息带来的上行幅度。

虽然从历史经验上看，美债收益率的倒挂预示经济潜在的衰退风险，但笔者认为，目前美国经济衰退的风险仍较低。

这一判断一方面是来自于近期美国经济先行指标的观察与美国居民部门储蓄率较高的理解；另一方面也是来自金融市场的反应，10 年与 3 个月美国国债收益率的利率仍处于高位，从历史经验讲，10 年与 2 年期、10 年与 3 个月美国国债收益率均出现倒挂后，美国陷入衰退的风险大且这种衰退来得更快。

在走势方面，国际金价继续横盘偏弱整理，下方支撑在 1900 美元/盎司整数关口，上方阻力在 1940 美元/盎司一线。

白银方面，也处在弱势调整状态，下方支撑在 23.6 美元/盎司一线，而上方阻力在 25.6 美元/盎司整数一线。

(本版内容不构成投资建议或操作指南，依此入市，风险自担。)