

金融组

电话：0571-85103057
邮编：310000
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

2022 年贵金属展望—— 美货币政策逐步正常化，贵金属料承压

观点摘要：

贵金属：

美联储货币政策仍是目前影响金价的核心因素，Taper 落地后使黄金迎来喘息机会，后期市场关注度将逐渐转向交易加息预期，关注重点从就业转向了通胀。在疫情反复扰动、通胀维持高位及加息预期影响下，2022 年一季度贵金属预计依然难以摆脱多空交织的局面，延续震荡行情。美联储的货币政策缩紧步伐加快但再度缩紧的空间已经十分有限，短期对贵金属的施压难以持续。因此当前震荡行情下，需要新的驱动来选择方向。而在美联储加息落地后，贵金属价格有望迎来阶段性反弹，但随着实际利率重心的逐步抬升，持有成本上升也将持续施压贵金属，上行空间受到限制。预计 2022 年整体价将呈现高位震荡的走势，重心较 2021 年下移。考虑到白银的工业属性且波动超过黄金的特性，金银比价仍有一定的上行空间。

预计 COMEX 期金主力合约的主要波动区间在 1650-1900 美元/盎司之间。COMEX 期银主力合约的主要波动区间在 20-27 美元/盎司之间。

操作建议：区间操作为主。金银比 70-80 波段操作。

风险提示：

1、美国经济数据不及预期；2、美国货币政策变化；3、通胀预期超预期；

相关报告

一、2021 年行情回顾

2021 年贵金属整体走势呈现为震荡收敛。一季度受美国经济强劲复苏，带动市场风险偏好上升，同时美联储公布会议纪要首提 Taper，美债利率大幅走高金银重挫，黄金价格自年初的 1962 美元/盎司高位回落，一度触及 1673.3 美元的年内最低点。二季度通胀数据超预期带动通胀预期上行，然而非农就业数据连续不及市场预期，实际利率回落，黄金大幅反弹，回升至 1900 美元/盎司附近。6 月中旬随着美联储议息会议态度偏鹰，再度引发市场对美联储加快 taper 进程的预期，贵金属出现大幅度回调。三季度高企的通胀令联储内部对于通胀“暂时性”的争论趋于白热化，越来越多的联储官员转而支持年内及早启动缩债；就业市场复苏出现明显反复令缩债预期出现摇摆，金银在震荡反复中重心下移。四季度以来美国通胀数据接连超预期，越来越多的美联储官员支持提前启动缩债，美联储放弃通胀是“暂时的”措辞，对高通胀的担忧使贵金属受到支撑强势反弹，黄金创自 6 月以来新高，之后在美联储的货币政策缩紧步伐加快预期及通胀预期持续高位的博弈下，黄金难以摆脱基本面多空交织的局面，陷入 1750-1850 美元/盎司的区间反复震荡，年度小幅收跌，跌幅 4.53%。

白银走势基本跟随黄金，但受工业属性和投机资金的扰动，波动幅度和跌幅更甚于黄金，年度跌幅 13.01%。今年上半年大宗商品普遍上涨，对白银更加有利，这也造成了今年上半年银价的走势明显强于金价。但下半年大宗商品价格普遍回落，也带动工业属性更强的白银跌幅明显大于黄金。金银比价整体呈现震荡上行趋势，年内最高触及 80 整数关口。预计 2022 年美联储正式加息前，比价仍然维持强势上行，加息后短期或面临一定程度修复，而一旦加息过快导致经济放缓及需求转弱，则黄金仍有可能总体强于白银。

图 1： COMEX 黄金白银收盘价 单位：美元/盎司



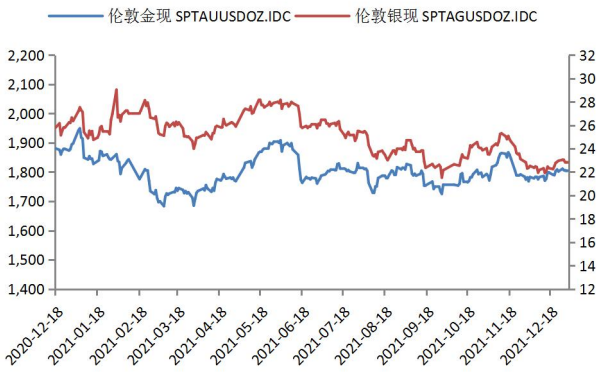
数据来源：Wind 新世纪期货

图 2： 上期所黄金白银收盘价 单位：元/克



数据来源：Wind 新世纪期货

图 3: 伦敦现货黄金白银 单位: 美元/盎司



数据来源: Wind 新世纪期货

图 4: 内外盘黄金白银比值



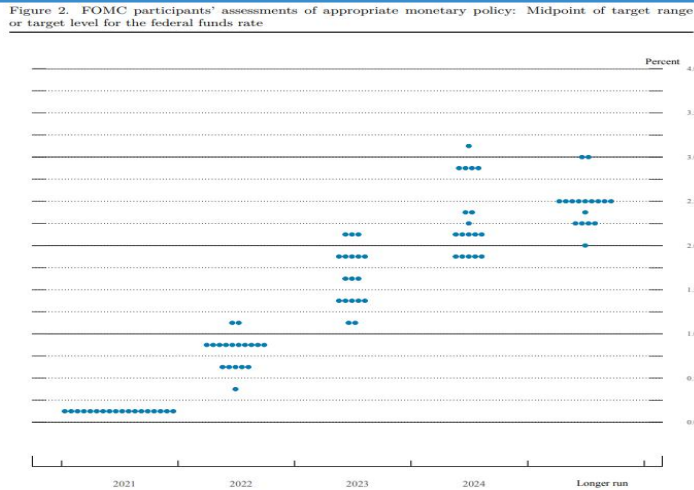
数据来源: Wind 新世纪期货

二、影响因素分析及 2022 年行情展望

2.1 美联储货币政策

美联储货币政策仍是目前影响金价的最核心因素，Taper 落地后使黄金迎来喘息机会，后期市场关注度将逐渐转向交易加息预期，关注重点从就业转向了通胀。面对数十年来最严峻的通胀形势，美联储于 12 月召开的利率会议上宣布将提前结束资产购买计划，从明年 1 月起加速 Taper，将每月资产购买规模由减少 150 亿美元增加到减少 300 亿美元。按此推算该资产购买计划将于明年年初，而不是年中结束。主席鲍威尔在会后的新闻发布会上称，经济形势和前景的变化支持货币政策调整，经济一直在朝着充分就业的方向快速发展。尽管疫情对经济复苏构成持续挑战，但加快缩债规模使得美联储主席鲍威尔能够在必要时比预期更早升息以应对通胀压力。联储在政策声明中表示，缩债步伐的大幅调整反映出“通胀形势的发展和劳动力市场的进一步改善”，但如果经济前景变化导致需要变更，委员会随时准备好对购买速度进行调整。并且美联储政策声明已经放弃通胀是“暂时的”措辞。同时，美联储释放了加快步伐加息的信号，最新点阵图相比 9 月时有了明显转变，显示三分之二官员预计 2022 年将加息三次，六成官员预计 2023 年再加息三次，2024 年还能加息两次，到 2024 年末联邦基金利率将达到 2.1%。美国联邦基金利率期货目前定价美联储明年 4 月加息的可能性为 90%；明年 3 月份加息的概率已经上升到超过 60%。美联储在 12 月会议的经济预测中，同时上调了对明年经济和通胀的预测。但此次超预期鹰派的点阵图公布过后，贵金属不跌反涨，利率端反应平淡，表明市场对明年加息三次的可能性仍持较大的保留态度。

图 5: 美联储公布的最新加息点阵图



数据来源: 美联储官网 新世纪期货

图 6: 美联储上调了对明年经济和通胀的预测

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2021

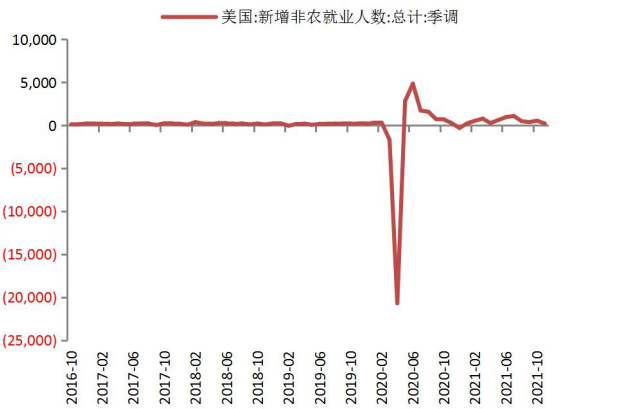
Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8	5.5	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	5.3-5.8	3.2-4.6	1.8-2.8	1.7-2.3	1.6-2.2
September projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8-6.0	3.4-4.5	2.2-2.5	2.0-2.2	1.8-2.0	5.5-6.3	3.1-4.9	1.8-3.0	1.8-2.5	1.6-2.2
Unemployment rate	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0	4.2-4.3	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2	4.0-4.4	3.0-4.0	2.8-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
September projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6-4.8	3.6-4.0	3.3-3.7	3.3-3.6	3.8-4.3	4.5-5.1	3.0-4.0	2.8-4.0	3.0-4.0	3.5-4.5
PCE inflation	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0	5.3-5.4	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0	5.3-5.5	2.0-3.2	2.0-2.5	2.0-2.2	2.0
September projection	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0-4.3	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.4-4.4	1.7-3.0	1.9-2.4	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.4	2.7	2.3	2.1		4.4	2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2		4.4-4.5	2.4-3.2	2.0-2.5	2.0-2.3	
September projection	3.7	2.3	2.2	2.1		3.6-3.8	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2		3.5-4.2	1.9-2.8	2.0-2.3	2.0-2.4	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5	0.1	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5	0.1	0.4-1.1	1.1-2.1	1.9-3.1	2.0-3.0
September projection	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5	0.1	0.1-0.4	0.4-1.1	0.9-2.1	2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.6	0.6-2.6	2.0-3.0

数据来源: 美联储官网 新世纪期货

美联储决策通常参考两大目标—就业和通胀。就业方面, 美国劳动力市场恢复情况在过去几个月一直低于预期, 2021 年月均新增非农就业人数为 55.5 万人。11 月非农报告好坏参半, 非农就业人数仅增加了 21 万人, 为今年 1 月份以来最小增幅, 远远低于预计的 55 万人。不过虽然就业增长速度不及预期, 但失业率降至 4.2% 低于预期的 4.5%, 失业率连降六个月, 首次恢复到新冠疫情爆发前水平, 并创下 2020 年 2 月以来新低。同时当月劳动力参与率上升至 61.8%, 为 2020 年 3 月以来的最高水平, 虽然当前整体就业市场在持续改善, 但目前参与率还是偏低, 较疫情前低了 1.5% 左右。同时美国职位空缺数升至纪录新高, 表明劳动力短缺状况愈益突出, 面对经济复苏带来的大量就业需求, 越来越多的公司需要通过上涨薪资来招人, 意味着人工成本将水涨船高, 伴随着同步高企的原材料和服务价格, 构成通胀隐忧。综合来看随着就业缺口的收窄, 预计 2022 年就业市场边际修复速度放缓, 失业率有望进一步下降。

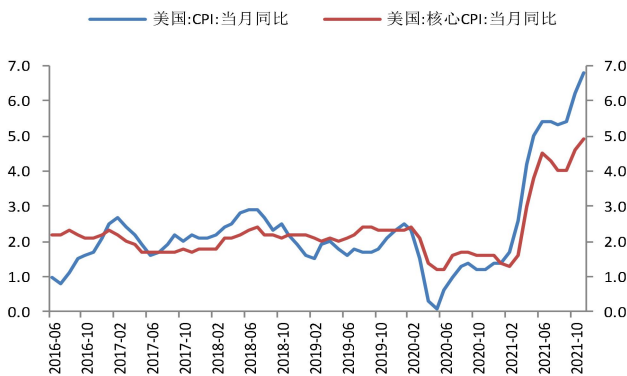
通胀方面，CPI、PCE 等指标的不断爆表和刷新也逐步强化着人们对通胀的担忧。PCE 物价指数同比连续六个月高于 4%，最新数据显示，美国 11 月核心 PCE 物价指数同比升 4.7%，创 1989 年以来新高，且高于市场预期的 4.5%，远远超过美联储 2% 的目标。而 CPI 同比涨幅也进一步攀升至 6.8%，为 1982 年 6 月以来最高水平。不包括通常大幅波动的食品和能源类别的核心 CPI 在 11 月同比上涨 4.9%，环比上涨 0.5%，为 1991 年 7 月以来新高。近期美国通胀爆表主要是由全球供应链吃紧和劳动力市场疲软导致，材料和劳动力的短缺进一步推高了生产成本，继而将压力转嫁至消费者。而去年美国通过 QE 和财政补贴释放大量流动性，使个人可支配收入显著抬升以支撑消费，通胀由商品传导至服务，目前通胀已在租金、薪资、汽车及能源等多个领域快速走高。目前看来今年由供需失衡导致的通胀上行的持续时间，可能比预期得要长。明年供应链问题是否会延续仍存在较大不确定性，但随着疫情影响的减弱供需矛盾必然会缓和。

图 7： 美国新增非农就业人数 单位：千人



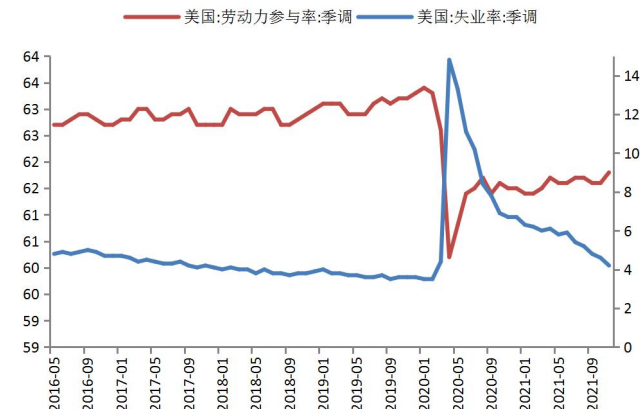
数据来源：Wind 新世纪期货

图 9： 美国 CPI 与核心 CPI 单位：%



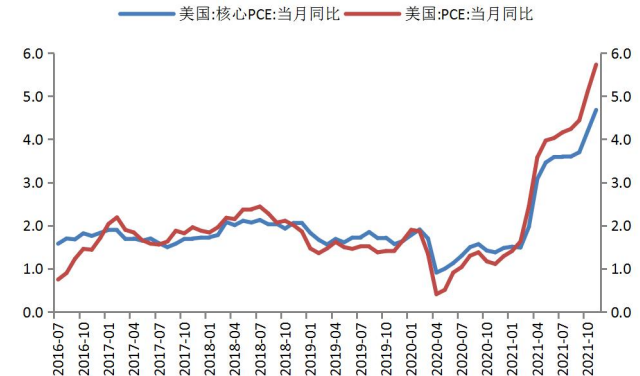
数据来源：Wind 新世纪期货

图 8： 美国劳动参与率 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

图 10： 美国 PCE 与核心 PCE 单位：%



数据来源：Wind 新世纪期货

2.2 美元指数

目前国际黄金主要以美元计价，美元汇率的变动对金价产生的影响最为显著。美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，从美元指数的构成我们可知，美元指数主要

与美国经济复苏情况、美联储货币政策边际变化等因素有关。美国第三季度 GDP 增速大幅放缓，第三季度实际 GDP 终值按年率计算增长 2.3%，大幅低于第一季度的 6.3%和第二季度的 6.7%。美国第三季度经济增速下滑反映了全球新冠疫情反弹对经济造成的持续影响。美国商务部在报告中表示，美国第三季度 GDP 反映了新冠疫情对经济的持续影响。新冠疫情的反弹导致一些地区采取新的限制措施，并延误了部分地区的经济重启。疫情反弹将会是明年经济增长的主要风险点，对经济复苏的影响较大。如果受疫情影响，各地生产产能无法恢复到疫情前水平，物流体系受限，劳动参与率处于低位，就可能出现“滞胀”的风险。分析预测，美国明年经济 GDP 增速或将达到 3.8%。供应链问题会逐步缓解，而通胀预计在明年第一季度触顶，从第三季度后逐步回归正常水平，明年美国经济主要支撑将由商品消费转为服务消费，而企业投资会在需求端持续恢复的情况下增大。

另一方面，作为构成美元指数的一揽子货币中权重最重的欧元，欧洲央行和美联储之间的政策分歧已造成市场对欧元的明显看跌情绪。基于美国经济好于欧洲经济的基本面，明年欧洲央行大概率维持相对宽松的货币政策，而美联储货币政策的大基调是收紧，甚至幅度可能超预期，意味着明年美国的实际利率有可能显著上升，美元也将继续走强，对贵金属构成较大压力。

2.3 实际利率

名义利率扣除隐含通胀预期后的实际利率是持有黄金的机会成本，与黄金价格呈现显著的负相关性。目前美国实际利率仍处于历史地位水平，随着美联储货币政策逐渐正常化，市场将重新定价美联储加息预期，届时实际利率或将显著上移。与此同时，随着美国通货膨胀水平增速的逐渐放缓，拐点即将出现，通胀预期难以继续上行，美国实际利率重心将逐步抬升。但短期仍受疫情影响，通胀预期或仍持续高企，而名义收益率继续受到抑制，而一旦疫情影响趋弱，供应链危机得到解决，通胀威胁也将解除。考虑到通胀可能见顶和美联储即将到来的紧缩周期，原本为负的实际利率有可能在 2022 年得到提升，从而对贵金属市场构成利空。

图 11: COMEX 黄金价格与美元指数



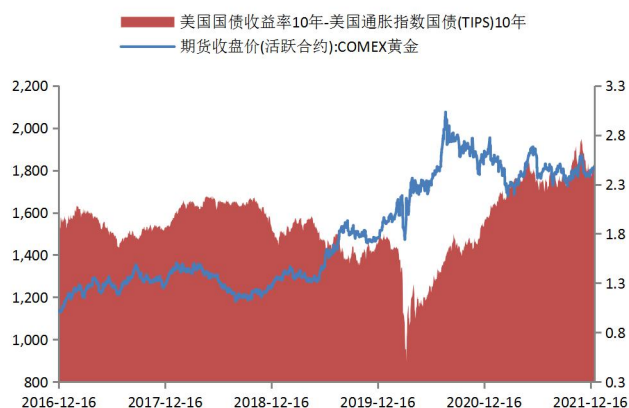
数据来源: Wind 新世纪期货

图 12: COMEX 黄金与美国 10 年期国债收益率



数据来源: Wind 新世纪期货

图 13: COMEX 黄金与美国通胀预期



数据来源: Wind 新世纪期货

图 14: COMEX 黄金与 VIX 指数

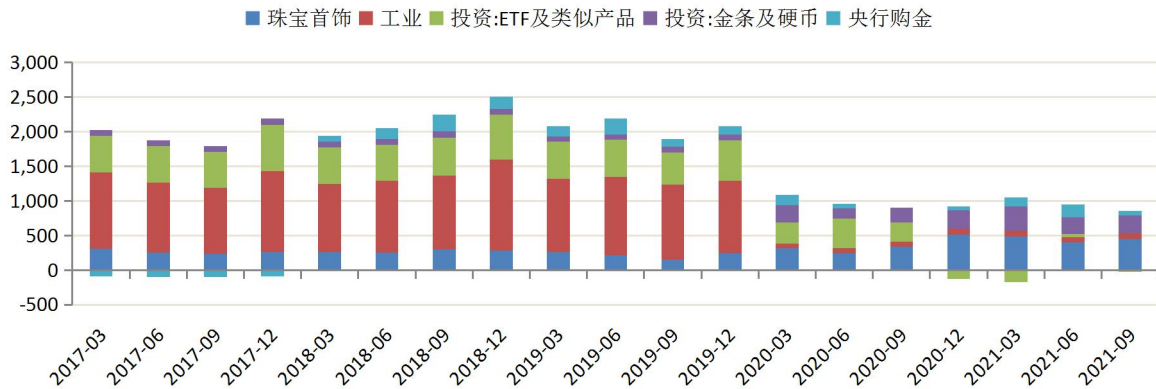


数据来源: Wind 新世纪期货

2.4 黄金总需求

从 2020 年黄金总需求看,前三季度全球黄金需求量同比下滑 9.4%,至 2663 吨。此次下降几乎全部源自黄金 ETF,从 2020 年大量流入转为今年净流出,抵消了本季度其他领域黄金需求的复苏势头。金饰、科技用金、金条和金币需求量远高于 2020 年同期。具体分项指标中,前三季度金饰需求为 1323.3 吨,同比增长 48.5%。投资需求层面,前三季度金条金币等实物投资需求为 856.7 吨,基本等同于 2019、2020 年全年水平,为 2013 年以来最高,较去年同期增长 35.9%,主要得益于价格的持续下行激发了投资者购入。投资需求层面,前三季度累计为-156 吨,较去年同期 1000 吨的水平相去甚远,为前三季度总需求萎缩的最主要原因。各国央行的购金步伐稳健,前三季度累计净购入 393.4 吨,约为去年同期净购入量的两倍,主要购入时间点出现在二季度。

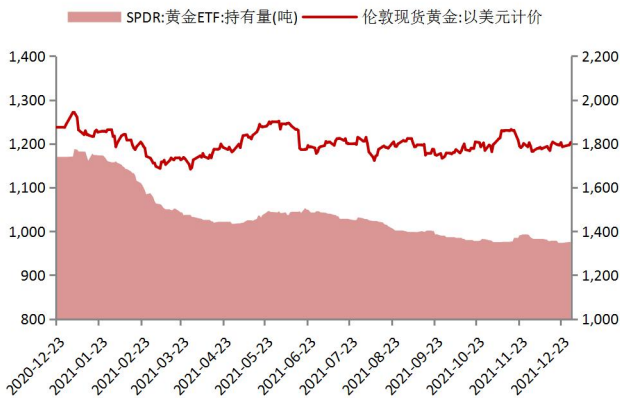
图 15: 全球黄金需求量分项合计



数据来源: wind 新世纪期货

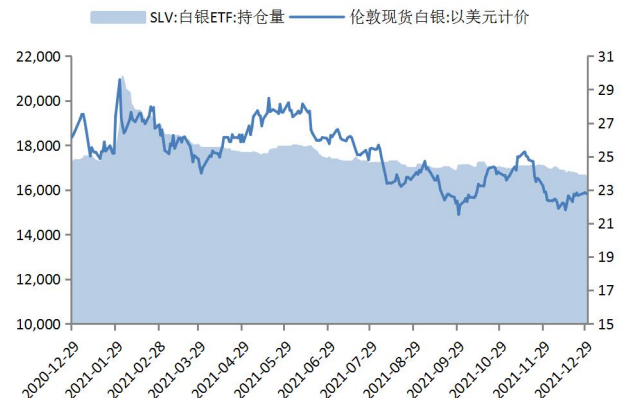
黄金 ETF 是黄金市场上主要的做多力量，ETF 的动向也是黄金投资重要的量化指标，通常为大型资金作长期配置，因此可追踪长期趋势。目前全球共有 5 只黄金 ETF 产品，而其中 SPDR Gold Trust 为全球最大黄金 ETF，其投资需求正是过去几年金价持续升势的主要影响因素之一。2021 年全球最大的黄金和白银 ETF 持有量全年均呈现了流出态势，体现市场空头情绪更占上风。相对来看，今年资金对白银 ETF 投资需求明显大于黄金，截止 12 月 30 日，SPDR 黄金 ETF 持仓为 975.66 吨，全年大幅流出 212.29 吨，占比 21.8%，总持仓不足千吨处于历史地位水平。SLV 白银 ETF 为 16640.34 吨，全年总流出 4.2%，为 737.67 吨。

图 16: SPDR 黄金 ETF 持仓 单位: 吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 17: SLV 白银 ETF 持仓 单位: 吨



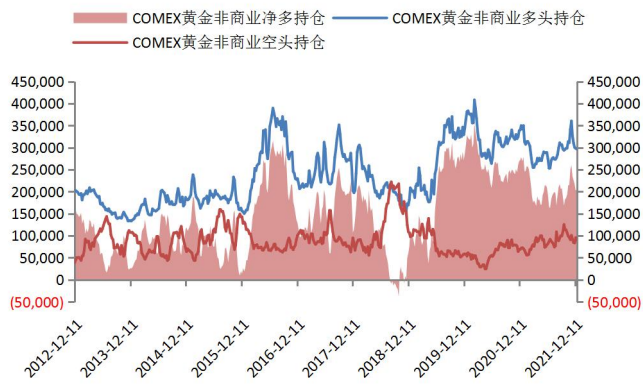
数据来源: Wind 新世纪期货

2.5 CFTC 持仓

从 CFTC 黄金非商业持仓水平来看，2021 年全年 CFTC 投机净多持仓水平亦呈现震荡回落态势。截止 12 月 21 日，COMEX 黄金投机净多头头寸为 205811 手，较年初下降 73507 手，均值为 20.4 万手，较 2020 年 26.2 万手的平均水平下滑超 20%；CFTC 白银投机净多持仓为 20926 手，较年初下降 34625 手，均值为 3.7 万手，较 2020 年 4.3 万手的平均水平下滑约 19%。本身已处

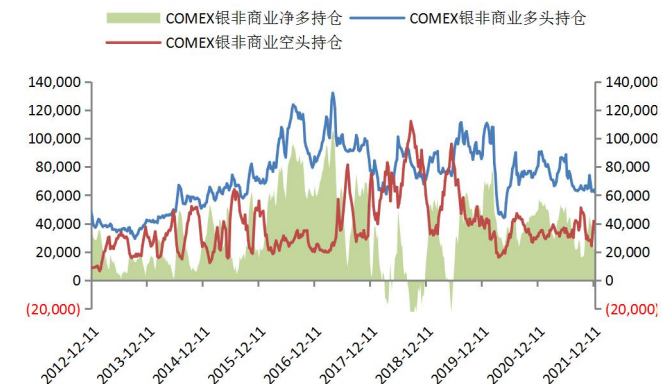
低位水平而环比仍有相当程度回落，显示出白银的做多力量更弱，这也与年内价格金强银弱相呼应。

图 18: COMEX 黄金 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: COMEX 白银 CFTC 非商业持仓数量



数据来源: Wind 新世纪期货

三、小结与交易策略

美联储货币政策仍是目前影响金价的核心因素，Taper 落地后使黄金迎来喘息机会，后期市场关注度将逐渐转向交易加息预期，关注重点从就业转向了通胀。在疫情反复扰动、通胀维持高位及加息预期影响下，2022 年一季度贵金属预计依然难以摆脱基本面多空交织的局面，延续震荡行情。美联储的货币政策缩紧步伐加快但再度缩紧的空间已经十分有限，短期对贵金属的施压难以持续，因此当前震荡行情下，需要新的驱动来选择方向。而在美联储加息落地后，贵金属价格有望迎来阶段性反弹，但随着实际利率重心的逐步抬升，持有成本上升也将持续施压贵金属，上行空间受到限制。预计 2022 年整体价将呈现高位震荡的走势，重心较 2021 年下移。考虑到白银的工业属性且波动超过黄金的特性，金银比价仍有一定的上行空间。

预计 COMEX 期金主力合约的主要波动区间在 1650-1900 美元/盎司之间。COMEX 期银主力合约的主要波动区间在 21-28 美元/盎司之间。

操作建议：区间操作为主。金银比 70-80 波段操作。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请投资者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

新世纪期货金融板块月报

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

新世纪期货研究院

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85165192

网址：<http://www.zjncf.com.cn>