

道阻路长，行且珍惜

——贵金属 2022 年年度投资策略

2021-12-09

宏观策略组

研究员：

刘洋洋

从业资格证号：F3023134

投资咨询证号：Z0015411

电话：021-68757223

邮箱：liuyyy@qh168.com.cn

联系人：

顾森

从业资格证号：F3082395

电话：021-68757223

邮箱：gus@qh168.com.cn

刘晨业

从业资格证号：F3064051

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

相关研究报告

《黄金：中期多头逻辑或延续，长期仍存利空》

《黄金：通胀因素利多下，反弹高度或可期》

《贵金属4月月度投资策略：黄金中期具备多配价值》

《贵金属3月月度投资策略：美国经济复苏预期向好，金银比下方或仍有空间》

◎投资要点：

◆**美国经济：复苏最快阶段已过，经济增速边际放缓。**美国实际GDP 环比折年率来一、二季度分别增加 6.3%、6.7%，而三季度已放缓至 2.1%。

◆**疫情：病毒变异特性凸显，后市不确定性增加。**相较于去年年底在疫苗即将问世的背景下对疫情未来走势较为乐观，今年病毒展现的变异特性让后市始终存在隐患、不确定性增加。

◆**美国债务上限：债务违约风险尚存，警惕超预期事件。**市场并没有充分计入债务危机发生的风险，此方面若发生超预期事件将在短期内给金价注入较强的上升动力。

◆**就业：疫情反复影响劳动力市场修复进程。**当前疫情存进一步发酵的可能以及美国财政刺激政策仍然悬而未决，我们认为美国劳动力市场明年继续修复的动能或也将有所减弱。

◆**通胀：整体仍维持较高水平，年中后同比或有回落。**疫情导致供应链问题以及劳动力成本上升在中期内仍无法调和，考虑到基数效应的作用，明年的 CPI 可能在年中后有所回落，但整体重心或仍处于高位。

◆**美联储货币政策：缩债步伐或加速，加息预期较强。**市场对明年中旬美联储将开始加息的押注较深。加息预期会影响金价下行，但实质进入加息周期后阶段性低点出现。

◆**结论：**总的来说，我们认为尽管贵金属明年压力仍存，但整体操作思路我们建议保持逢低布局远月合约。

◆**操作建议：**上半年建议金银比价正套持有，长期来看维持逢低多的思路

◆**风险因素：**美国经济增长超预期，美联储货币政策转向

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

1. 2021 年行情回顾.....	3
2. 2022 年行情展望.....	4
2.1. 美国经济：复苏最快阶段已过，经济增速边际放缓.....	4
2.2. 疫情：病毒变异特性凸显，后市不确定性增加.....	4
2.3. 美国债务上限：债务违约风险尚存，警惕超预期事件.....	5
2.4. 就业：疫情反复影响劳动力市场修复进程.....	6
2.5. 通胀：整体仍维持较高水平，年中后同比或有回落.....	7
2.6. 美联储货币政策：缩债步伐或加速，加息预期较强.....	7
3. 结论及操作建议.....	8

图表目录

图 1 内盘贵金属走势.....	3
图 2 外盘贵金属走势.....	3
图 3 美国实际 GDP 增长率.....	4
图 4 OECD 综合领先指标与金价.....	4
图 5 美国疫情近况.....	5
图 6 VIX 指数与金价.....	5
图 7 美国国债总额.....	6
图 8 经济政策不确定性指数与金价.....	6
图 9 美国周度失业数据.....	7
图 10 美国新增非农就业人数.....	7
图 11 美国 CPI.....	7
图 12 金银比与中长期通胀预期.....	7
图 13 美国基准利率与金价.....	8
图 14 美国基准利率与长短期美债利差.....	8

1.2021 年行情回顾

2021 年贵金属板块整体表现为高位偏弱运行，截至 11 月 30 日，COMEX 黄金主力合约收报 1776.2 美元/盎司，累计涨幅-6.27%，最高价 1962.5 美元/盎司，最低价 1673.3 美元/盎司；COMEX 白银主力合约收报 22.865 美元/盎司，累计涨幅-13.43%，最高价 30.350 美元/盎司，最低价 21.410 美元/盎司。

SHFE 黄金主力合约收报 370.24 元/克，累计涨幅-6.29%，最高价 404.96 元/克，最低价 354.58 元/克；SHFE 白银主力合约收报 4792 元/千克，累计涨幅-14.20%，最高价 6085 元/千克，最低价 4595 元/千克。总的来看，今年的贵金属价格运行区间较我们此前预测更窄，黄金价格高点不及我们此前预期，低点处于我们此前预测的底部价格区间上沿。

图 1 内盘贵金属走势



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 2 外盘贵金属走势



资料来源：Wind，东海期货研究所

纵观今年各阶段背景，一季度在美国新冠疫苗推进进程良好、美国新冠疫情传播出现较好控制势头，美联储在议息会议上首次提及 TAPER 但仍维持宽松以及拜登上任后积极寻求落实新财政政策的背景下，“再通胀”成为市场交易的主线，10 年期美债收益率及通胀预期均向上但 10 年期美债收益率上升速度更快，实际利率向上修复黄金价格承压而下。期间白银因为“游戏驿站”事件中相关论坛板块对于白银投机情绪的煽动，短期内走出一波较强的上升行情。

二季度开始在拜登财政政策落地、美国债务上限问题的限制下，美国财政部 TGA 账户泄洪，市场流动性泛滥，10 年期美债收益率回调，商品价格大幅上涨；期间新增非农就业人数增势放缓，美国 CPI 同比破 4%，抗通胀逻辑成为这一时段市场交易主线，金价一度反弹接近年初高点，但在美联储年中议息会议对通胀“暂时论”的措辞以及 TAPER 预期强化作用下，金价再度承压回落。

三季度美国疫情出现反扑迹象，导致非农数据延续孱弱，美国经济增速放缓，期间美国 CPI 同比破 5%，市场对于年底前将开始 TAPER 的预期基本确立，黄金此段时间表现不温不火。白银则由于通胀“暂时论”、通胀预期处在高位震荡等原因影响，走出了一波较深的回调。

四季度美联储在 11 月议息会议上宣布开启 TAPER，但对加息保持偏鸽态度，短期内利空出尽，期间美国 CPI 同比破 6%、高通胀对消费者信心造成严重打击，“类滞胀”交易逻辑强化，黄金白银在短时间内走出一波较强的反弹行情，然而随着美联储官员进一步谈及加息以及美国协同其他国家释放战略储备石油以抑制油价，贵金属价格未能进一步延续涨势。

2.2022 年行情展望

2.1. 美国经济：复苏最快阶段已过，经济增速边际放缓

目前美国经济已经度过了扩张期，处在顶峰阶段，经济增速边际放缓。首先，从美国 GDP 环比折年率来看，今年一、二季度分别增加 6.3%、6.7%，而三季度已放缓至 2.1%；其次，从 OECD 美国综合领先指标来看，今年一、二季度向上突破 100，自三季度起该指标开始缓慢下降。回顾历史，在 OECD 指标自 100 以上回落的此段时间内，若伴随着美联储货币收紧的预期，金价表现较为暗淡，参考 2014 年 3 月至 2015 年 1 月以及 2018 年 1 月至 2018 年 10 月，期间 OECD 领先指标回落，美债长短期利差下行，金价表现偏弱。而根据 2000 年以后的表现，OECD 指标自 100 以上出现下拐势头至向下突破 100 的平均时间跨度在两年左右，随着经济逐渐走弱黄金重获上行动能。

10 月时 IMF 预测美国 GDP 实际增长率 2021 年为 5.97%、2022 年为 5.20%、2023 年为 2.17%。当下美联储表示至明年年中正式结束 QE，出于当前通胀压力过高的考量，市场押注美联储随后将开始加息，我们认为在这样的背景下上半年金银仍难有较大起色，加息预期将限制贵金属的上行高度，延续弱震荡为主。而后随着美联储加息落地，货币政策方面对经济上行的支撑作用会有所减弱，我们认为以利空出尽以及经济不确定性因素上升这两点为主要逻辑此后可以尝试低多贵金属的操作。此外，从铜金比来看该值处于近 10 年来高位，从这个角度出发一是预示着 10 年期美债收益率的上行空间或有限，二是提示当前金价在商品中估值偏低，后市多配黄金的效益要强于继续做空，去年 8 月以来下行至今相对其他大类商品已经释放掉了部分风险，鉴于相对价格较低且过去 5 年中铜金比在突破该比值后出现过较为流畅的下跌行情，我们认为不同于去年，当前多配黄金的效益正在边际增强。

图 3 美国实际 GDP 增长率



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 4 OECD 综合领先指标与金价



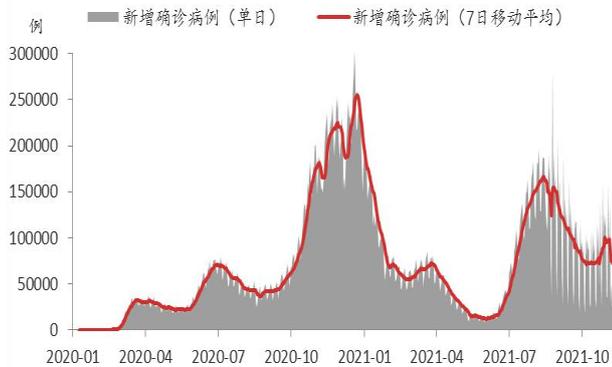
资料来源：Wind，东海期货研究所

2.2. 疫情：病毒变异特性凸显，后市不确定性增加

病毒变异特性导致目前疫情难以彻底，三季度时德尔塔毒株在美国大流行导致疫情反复，当下美国多州又发现奥密克戎毒株感染病例，且部分患者已接种过新冠疫苗，美国新增确诊病例再次出现增势。自奥密克戎被发现以来，市场悲观情绪尚且有限，VIX 恐慌指数跳升的情况仍难以与疫情初期相提并论，一方面患者没有出现加重的病症，另一方面美国也没有因新型毒株流行而封锁经济：美国总统拜登表示不会因为奥密克戎进一步限制旅行或关闭经济，美国冬季不会停工和封锁，美国政府也不会限制个人聚会以对抗新型病毒

变体，主要应对措施包括更广泛的疫苗接种、加强针、病毒检测。但总体而言，相较于去年年底在疫苗即将问世的背景下对疫情未来走势较为乐观，今年病毒展现的变异特性让后市始终存在隐患、不确定性增加，未来或需要做好与疫情长期抗争的准备。

图5 美国疫情近况



资料来源：Wind，东海期货研究所

图6 VIX指数与金价



资料来源：Wind，东海期货研究所

2.3.美国债务上限：债务违约风险尚存，警惕超预期事件

10月时拜登通过临时上调美国债务上限暂时缓解了美国债务违约风险，然而随着时间推进，两党仍未能就债务上限问题达成一致。根据美国两党政策中心预测，美国政府最早可能在12月21日开始出现债务违约，若未来税收情况良好，债务违约最晚可能在1月28日到来。目前众议院共和党领袖对参议院两党领袖在探索将债务上限与国防授权法案挂钩的做法仍表示拒绝，债务上限问题仍是政治斗争的主要矛盾所在，共和党人拒绝合作期许民主党以一己之力提高债务上限，为2022年中期选举提供矛盾点，而民主党人也不愿背负以一己之力提高举债限额的政治压力，在强调债务危机下美国经济面临强烈下行风险的背景下期许两党合作通过法案。

另一方面，美国经济支出法案亦受阻，拜登3万亿经济刺激近乎腰斩，再是近期投票亦有拖延，美国国会通过临时预算法案为政府在明年2月前提供运作资金，民主党希望在此段时间内推进拜登的2万亿经济支出法案及年度国防政策法案。目前国会两党在支出法案上分歧依旧严重，明年一季度末仍将就以上问题展开拉锯。从数据方面来看，美国发生主权债务危机的可能性仍低，指数停留在较低位，但这也说明市场并没有充分计入债务危机发生的风险，此方面若发生超预期事件将在短期内给金价注入较强的上升动力。

图7 美国国债总额



资料来源：Wind，东海期货研究所

图8 经济政策不确定性指数与金价



资料来源：Wind，东海期货研究所

2.4.就业：疫情反复影响劳动力市场修复进程

美国劳动力市场方面，周度初请失业金人数、周度续请失业金人数、失业率等数据均向好，周度失业数据基本降至疫情前水平，失业率一路呈降势降至接近18年水平。然而美国劳动力市场当前面临的主要问题是劳动力参与程度低，或主要仍由于新冠疫情以及需要照顾新冠疫情家属而离职的人数较多有关，而主动离职不能申请失业金，这也与初请失业金人数逐步降低相符。非农职位空缺数激增，一方面由于企业有招人需求，一方面由于劳动力参与意愿低，导致工资出现明显上涨。

非农就业数据方面，与疫情相关性表现的较为显著，今年上半年内疫情放缓势头明显，新增非农就业人数整体可观，而在下半年疫情的阻碍下，非农就业人数整体不及预期。分类别来看，上下半年中表现差异较大的行业在休闲和酒店行业，符合疫情影响出行计划的逻辑是较为符合的，同时在经济复苏中就业方面表现最差的是政府部门就业人数的恢复，近月来一直呈现减少，此方面的问题则可能与政府补贴以及其他行业薪资增长下的主动性离职有关。

总的来看，就业形势的走向仍是和疫情的发展与财政刺激息息相关，一方面疫情影响劳动力参与意愿，一方面受疫情影响比较大的行业对非农就业人数的整体影响比较大。当前疫情存进一步发酵的可能以及美国财政刺激政策仍然悬而未决，且考虑到从去年5月以来累计的新增非农就业人数已基本与去年4月大幅流失时人员数目基本相抵，我们认为美国劳动力市场明年继续修复的动能或也将有所减弱。

图9 美国周度失业数据



资料来源: Wind, 东海期货研究所

图10 美国新增非农就业人数



资料来源: Wind, 东海期货研究所

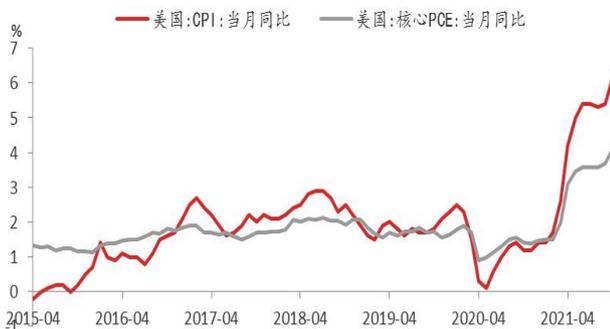
2.5.通胀：整体仍维持较高水平，年中后同比或有回落

美国CPI同比进入6时代，核心PCE同比破4%，皆创多年来新高，疫情所带来的供应链问题以及劳动力成本上升在中期内仍无法调和，预计通胀仍然会维持高水平，考虑到基数效应的作用，明年的CPI可能在年中后有所回落，但整体重心或仍处于高位。

从美联储以及美国政府高层对通胀的口吻来看，对此前提出的高通胀只是暂时性一说法明显松口，美联储主席鲍威尔表示，是时候放弃将通胀描述为“暂时”的说法，通胀持续上升的威胁越来越大，可以考虑提前几个月结束缩减购债计划，将在未来的会议上讨论加快缩减购债速度。美国总统拜登表示，现已要求白宫国家经济委员会采取措施降低能源成本，扭转通胀涨势是首要任务，要求联邦贸易委员会对任何市场操纵行为进行反击。

市场调查显示的美国普通民众对于未来通胀预期的达到多年来高位，TIPS反应的中长期通胀预期方面，在美联储逐步退出超宽松的货币政策、美国联合多国释放战略石油储备的背景下，我们认为中长期通胀预期应该在触及高点后继续回落，进一步增加的可能性较小，对于贵金属而言，白银相对黄金仍将具有进一步的下跌空间。

图11 美国CPI



资料来源: Wind, 东海期货研究所

图12 金银比与中长期通胀预期



资料来源: Wind, 东海期货研究所

2.6.美联储货币政策：缩债步伐或加速，加息预期较强

由于当前市场对明年中旬美联储将开始加息的押注较深，我们首先通过回顾历史来较为直观地观测在美联储加息周期中，10年期TIPS收益率与金价的表现。根据2000年以来两次加息周期中的走势可得出结论：1.在加息周期中10年期TIPS收益率表现为上行，但高点一般处在加息周期尾声，而加息初期持续上升的动能并不强烈。2.金价在整个美联储加息周期中没有表现出较强的下行压力。整体而言，我们认为美联储进入宽松货币周期下引导实际利率下行，对金价强烈利好，但进入收紧货币周期的情况下并没有实质的利空。

若假定金价在反应货币政策预期，那么以美联储正式开始加息6个月与1年前的金价走势作为观测，即2003年后半年至2004年上半年，以及2015年全年金价走势来看，在临近实际加息日前，金价会有一些的下行动力，尤其是2015年同样处在零利率以及TAPER结束后的时段内，与当前环境较为类似。故总体而言仍是加息预期会影响金价下行，但实质进入加息周期后阶段性低点出现。中期内需要警惕通胀上行超预期或迫使美联储加快缩减购债节奏以及提早加息的风险，或使得金价有进一步下跌空间。

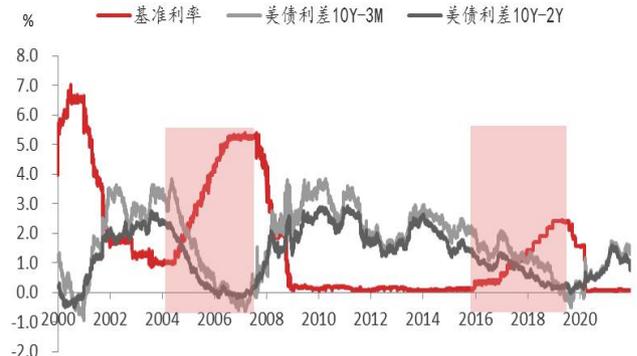
此外，美联储正式加息将引导长短期美债利差收窄，而当长短期美债利差接近倒挂的阶段，是非常强的做多黄金的信号，也是贵金属ETF持仓将大增的信号，往往意味着美联储将进入新一轮的宽松周期。由于当前市场对美联储明年开始加息的预期较为强烈，以及从美联储会议纪要及官员的发言来看对明年下半年加息的态度也较为肯定，故我们对于明年黄金走势的预判大致是前低后高，对于整体的操作思路是逢低布局远月多单。

图 13 美国基准利率与金价



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 14 美国基准利率与长短期美债利差



资料来源：Wind，东海期货研究所

3. 结论及操作建议

总的来说，我们认为尽管贵金属明年压力仍存，但整体操作思路我们建议保持逢低布局远月合约。一方面，明年上半年在美联储缩债步伐可能加速，加息预期继续提前的背景下，贵金属价格难有亮眼的表现，但另一方面美国疫情尾部风险以及债务上限问题悬而未决，在下半年美联储加息落地后，后市经济不确定因素上升，加息周期中黄金没有过强的下跌动能，且加息周期尾声将是明显做多贵金属的信号。

我们认为明年上半年黄金或在1900至1600美元/盎司间偏弱震荡，但下半年以及长期来看下跌动能有限，或稳定在1700美元/盎司以上的水平，对应内盘金价约350元/克，可供参考。

操作建议：上半年建议金银比价正套持有，长期来看维持逢低多的思路

风险因素：美国经济增长超预期，美联储货币政策转向

分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn