

2021-12-23

贵金属 | 年度策略

加息在途，通胀支撑

——贵金属年度策略

报告要点

◆ 总观点

美联储在 12 月议息会议时正式宣布加快缩减购债速度，并在 2022 年一季度末左右结束购债，为明年加息议程留出空间，点阵图显示明年加息次数达到 3 次。12 月议息会议声明较为充分的体现了美联储鹰派根据，加息预期升温会对贵金属价格形成利空影响。但利率期货显示加息时间不早于明年 5 月，通胀形势居高不下，通胀压力短期内难以得到缓解，对贵金属价格下方有一定支撑。

2022 年欧洲经济的修复潜力高于美国，欧美货币政策分化将收敛。本次美国经济从疫情中复苏主要是靠宽松货币和财政政策的拉动，在财政扩张中后期，财政赤字规模对美元指数走势形成拖累，美元指数大幅上行的可能性较小，黄金价格的下跌空间有限。


◆ 操作建议

通胀高位与加息进程继续拉锯，加息周期启动在即对黄金价格形成明显利空，但通胀高位对价格下方形成支撑。本轮由宽货币宽财政拉动的经济复苏缺乏牢固根基，预计黄金价格仍将维持宽幅震荡，预计美黄金运行区间 1700-1950 美元/盎司。光伏用银需求将继续拉动白银库存处于去库状态，预计白银价格运行中枢将逐步上移，参考美白银价格运行区间 21-26.5 美元/盎司。

公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号

研究员

 **李旒**

✧ 从业证号：F3085657

✧ 投资咨询编号：Z0017083

✉：lini@cjfco.com.cn

 **吴灏德**

✧ 从业证号：F3034573

✧ 投资咨询编号：Z0014567

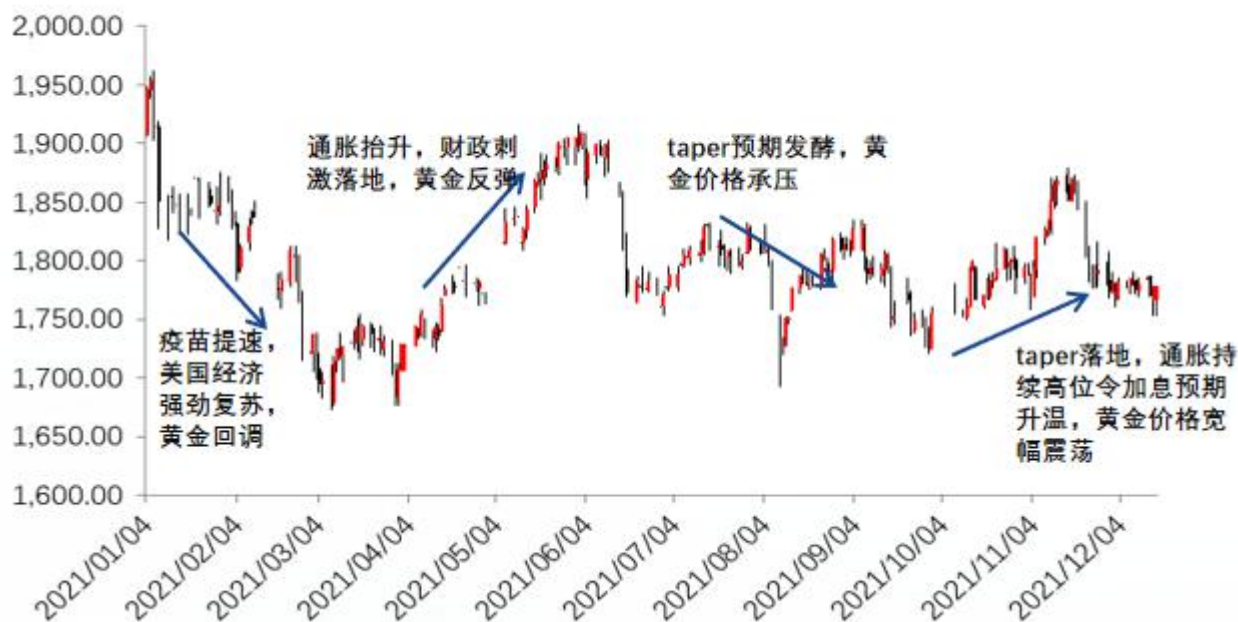
✉：wuhd@cjfco.com.cn

风险提示： 1. 美联储货币政策超预期；2. 拜登白宫政府政策超预期；3. 欧美疫情超预期恶化。

一、2021 年黄金行情回顾：震荡回调

（一）2021 年黄金走势回顾

图 1:2021 年全年黄金价格走势



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

2021 年全年黄金价格整体呈现震荡回调走势，但未呈现出明显的趋势性下跌行情，受高通胀和货币政策边际紧缩的共同作用，黄金价格在运行区间内来回震荡。在 2020 年 8 月黄金价格创下历史新高后，黄金价格从高位回调，受美国经济复苏、通胀上行和美联储缩减购债等多重因素影响，全年价格高点出现在年初，经济持续复苏产生的货币政策转向预期及美联储操作落地对黄金价格形成利空影响。白银方面，国内外白银库存高企及工业需求偏弱对去库拉动不及预期导致白银价格较黄金跌幅更大。截至 12 月 13 日，美黄金收盘价为 1787 美元/盎司，较年初下跌 6%，美白银收盘价为 22.34 美元/盎司，较年初下跌 15.8%。

一季度随着美国疫苗接种进展提速和美国国会两院的统一，“拜登交易”背景下美国经济数据处于强劲修复状态，美国经济复苏情况领先欧洲，市场风险偏好明显抬升，长端美债收益率上行，美元指数触底反弹，实际利率跟随长端美债收益率反弹，美黄金价格回调，由年初 1904 美元/盎司最低跌至 1673 美元/盎司，跌幅达到 12%。

二季度，随着美国 1.9 万亿财政刺激计划的落地，美联储再度启动大幅扩表，通胀同比在基数效应下达到高位，十年期通胀预期显著上升至高位 2.54%。为了降低债务支出成本，十年期美债收益率被压制上行，实际利率再度回落，同时美国疫苗接种速度回落，欧美经济数据呈现阶段性“欧强美弱”的特点，美元

走弱，对应美黄金价格迎来反弹，反弹至阶段高点 1919 美元/盎司，距离一季度低点反弹幅度达到 14.7%。但美联储 6 月议息会议公布的点阵图显示加息时间点相对上次议息会议提前，市场由此预期美联储宣布缩减购债的时间点临近，黄金大跌。

三季度，随着美国通胀同比继续创新高，非农就业数据的强劲修复，失业率稳步下降，市场对美联储实施 taper 的预期不断升温。通胀水平高企并未让黄金价格延续涨势，taper 预期的持续发酵令黄金价格走势承压。美联储在 6 月议息会议上调了经济增长和通胀预期，且点阵图显示加息时间有所提前，标志着政策立场开始正式转向，9 月议息会议上正式将缩减购债提上议程。从预期 taper 到正式被提上议程的过程中，黄金价格整体处于震荡下跌状态。

四季度，美联储在 11 月议息会议上宣布 taper 正式实施，短期内利空因素落地令黄金价格反弹，但通胀水平持续上升，美联储对通胀不再定义为“暂时性”的，市场对美联储加快缩减购债和加息进程的预期升温，对黄金价格形成利空。另一方面，美联储在 12 月议息会议上如期宣布加快缩减购债，购债将在 2022 年 3 月结束，明年启动加息的时间尚不确定，短期内利空因素落地。11 月非农就业数据与通胀水平之间出现背离，货币政策正常化的进程也受到疲弱就业数据的干扰，通胀压力短期内难以得到缓解，对黄金价格下方有一定支撑。通胀水平和货币政策边际收紧的博弈，令黄金价格处于先涨后跌的宽幅震荡区间。

图 2: 2021 年下半年美联储历次议息会议要点汇总

会议时间	会议要点
6 月议息会议	美联储维持联邦基金目标利率 0-0.25% 不变，维持购债规模不变。将 2021 年底 GDP 增速预期由 6.5% 上调至 7.0%，对 2022 年预期不变，对 2023 年预期由 2.2% 小幅上调至 2.4%，将 2021 年底的 PCE 通胀预期由 2.4% 大幅上调至 3.4%，2022、2023 年的 PCE 通胀预期小幅上调至 2.1%、2.2%。点阵图显示，美联储官员预计 2022 年不会加息，2023 年将加息 2 次。
7 月议息会议	联邦基金利率和购债规模维持不变，声明“经济已经取得进展”，Taper 的时点、节奏和构成也在会议上有所讨论，但尚未决定，就业和通胀的表述变化不大。
9 月议息会议	联邦基金利率和购债规模维持不变。将 2021 年 GDP 增速预测由 7% 下调至 5.9%、2022 年 GDP 增速预测由 3.3% 上调至 3.8%，对 2021 年底的 PCE 通胀预测由 3.4% 上调至 4.2%，核心 PCE 通胀由 3.0% 上调至 3.7%，2022 年 PCE 通胀预测由 2.1% 上调至 2.2%、维持 2023 年 PCE 通胀预测为 2.2%。主席鲍威尔称，如果经济持续向好，可能很快会缩减购债规模，最早可能在 11 月的会议上开始，大约在 2022 年中结束，目前还远未达到加息的条件。
11 月议息会议	联邦基金利率维持不变，正式宣布 taper，缩减购债的节奏是自 11 月中旬起每月缩减 150 亿，计划在 2022 年中期结束购债。同时，声明指出如果经济前景发生变化，美联储会调整购买速度。声明对通胀的描述有所改动，通胀解释由之前的“暂时性因素”修改为“预计是暂时性的因素”，新增了“疫情反复和供应链瓶颈带来的供需失衡导致一些部门的价格大幅上涨”的表述，反映出美联储对通胀持续高企的担忧有所加剧。
12 月议息会议	联邦基金利率维持不变，加速 taper，从明年 1 月起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，预计明年 3 月结束购债；点阵图显示，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。声明放弃通胀是“暂时的”措辞，称“疫情相关的供需失衡和经济复工已经继续助长通胀处于高水平”。将 2022、2023 年 PCE 通胀预期中值调高至 2.6%，2.3%（9 月预期分别为 2.2%，2.2%），2022、2023 年核心 PCE 通胀预期中值调高至 2.7%，2.3%（9 月预期分别为 2.3%，2.2%）。

数据来源：新闻整理 长江期货有色产业服务中心

（二）海外宏观综述

目前，欧美经济继续处于复苏状态，美国 11 月 ISM 制造业和服务业 PMI 分别为 61.1、69.1，欧元区 11 月制造业与服务业 PMI 指数分别为 58.4、55.9，数据已超疫情前水平。欧元区经济基本面弱于美国，但欧美制造业和服务业 PMI 指数均延续强劲复苏态势。美国 11 月和 10 月通胀同比分别为 6.8%和 6.2%，创 1982 年 6 月以来新高。经济复苏和通胀同比持续处于高位均支持美联储加快缩减购债步伐，并将加息提上议程。

美国 11 月新增非农就业人数为 21 万，大幅低于预期中的 55 万人和前值 53.1 万人，失业率继续下降至 4.2%，好于预期 4.5%，分项数据显示就业人数不及预期的主要原因是疫情反弹背景下服务业就业再度疲弱。但非农与失业率数据出现背离，原因在于通常 10 月和 11 月就业数据会有明显下修，将假期采购产生的大量临时就业剔除，而本次下修幅度超越了历史均值，考虑到下修因素后服务业就业实际修复情况与预期相符，这也是美联储在 12 月议息会议如期加快缩减购债的原因所在。

二、具体影响因素分析

实际利率和美元指数走势仍旧是黄金价格走势的重要影响因素，与黄金价格呈现显著的负相关性。新冠疫情爆发以来，美联储启动无限制购债计划，经济基本面疲弱和货币面极度宽松双重因素导致实际利率持续处于负区间，这也是 2020 年黄金价格创下历史新高的充分条件。随着各项经济数据的强劲修复，美国经济已如期步入均衡过热阶段，当前美联储已正式宣布加速缩减购债，通胀持续高位背景下加息预期升温会带来实际利率的反弹，同时加息令美元指数也有走强动力，两者会对黄金价格形成压制。但通胀持续高位会限制实际利率的反弹空间，欧美货币政策分化将在 2022 年逐渐收敛令美元上方空间有限，黄金价格下方仍具有一定支撑。

图 3：美国实际利率与 comex 黄金价格走势

图 4：美元指数与 comex 黄金价格走势



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

（一）实际利率

实际利率即名义利率与通胀预期之差，名义利率与通胀预期抬升速度的相对快慢，决定了实际利率是处于上行还是下行区间，即当名义利率抬升速度快于通胀预期攀升速度时，实际利率处于上行区间，利空黄金价格，反之则处于下行区间，利好黄金价格。10 年期 TIPS 受到美国实际经济增长、配置及避险等因素影响，受基本面因素与货币政策共同驱动，新冠疫情爆发以来，实际利率一直处于负值区间。

2021 年下半年以来，通胀问题持续发酵，美国 11 月末季调 CPI 同比 6.8%，高于前值 6.2%，创 1983 年来最高，核心 CPI 同比 4.9%，高于前值 4.6%，创 1992 年来最高。本轮美国经济复苏主要依赖高度宽松的货币和财政政策刺激，长期来看，居民收入的增长、联邦政府债务的维持和金融市场稳定均需要货币宽松政策的配合，因此市场预期十年期美债收益率的上行空间有限，在 taper 落地的四季度，运行区间始终在 1.4%~1.5% 左右，并未突破一季度末的高点 1.78%。复盘 2004 年和 2015 年美联储加息时长端美债收益率的表现，当时美国制造业 PMI 均在回落，对应十年期美债收益率并未因为加息大幅走高，反而表现为下行。反观缩减购债落地及结束购债后，美国经济增速将有所回落，对应制造业 PMI 指数也会下降，十年期美债收益率上行幅度受到一定限制，预计明年运行中枢将在 1.5%-1.6% 附近。目前，受通胀持续攀升因素影响，实际利率仍维持在负值，给黄金价格下方提供了一定支撑。2022 年通胀水平演绎将继续对实际利率走势产生重要影响，进而影响黄金价格走势。

根据对美国 11 月 CPI 同比数据的拆分，通胀持续上行的主要贡献分项为能源价格和二手车，虽然能源分项所占权重不高，但由于其波动幅度比较明显，所以经常能带动 CPI 增速的走势，即能源分项同比决定了其通胀的方向，其它分项同比则决定 CPI 同比的幅度，可通过能源分项走势来判断 2022 年 CPI 同比能否持续上行。2021 年 10 月以来，OPEC 不扩大增产及欧洲冬季采暖需求引发能源价格大幅上涨，驱动十年期通胀预期上升至高位 2.76%。由于原油价格同比领先 CPI 能源分项同比 1-2 月时间，而经济增速放缓后需求将回落，油价大概率已经见顶，明年能源分项对 CPI 同比的正向拉动作用将大幅减弱，

能源分项同比见顶后回落将带动 CPI 同比触顶回落，见顶时间或在明年一季度。

由于 10 月以来能源价格大幅上涨带来通胀水平创新高，美联储加息预期也大幅升温，当前联邦基金利率期货显示市场预期明年美联储在年底前会加息 3 次，最早加息时间在 5 月。复盘美联储历次开启加息周期均出现在经济增长加快及通胀压力加大时，即 CPI 同比、PMI 指数至少有一个处于上行区间。然而，根据上文分析通胀同比将见顶回落的判断，经济增速放缓后 PMI 也大概率下行，届时提前加息并且加息多次的必要性也将降低。美国政府债务率达到历史高位，付息压力加大，需要美联储配合持续的宽松政策以压低国债利率，实际加息程度大概率不及当前过于收紧的市场预期，实际利率仍处于负区间，总体上将对黄金价格形成支撑。

图 5：美国 CPI 及 PCE 水平创近年来新高



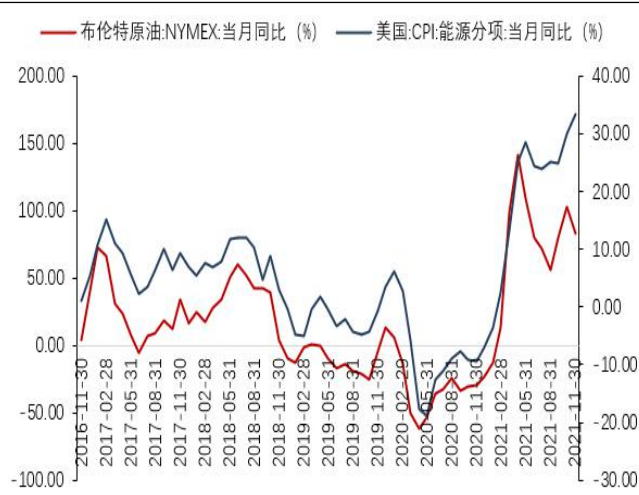
数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 6：10 月以来通胀预期先快速攀升再回落



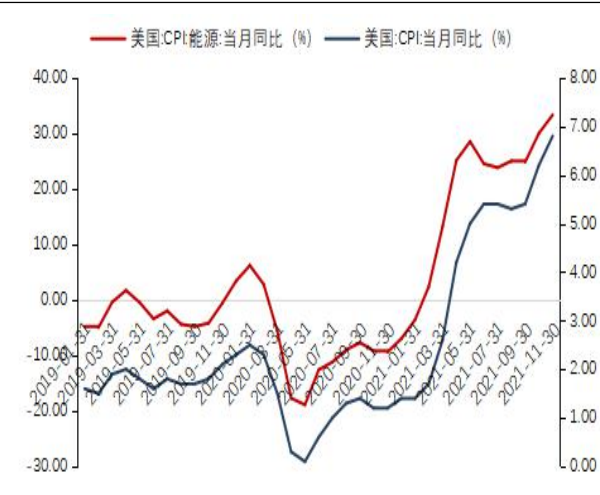
数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 7：布伦特原油价格同比领先美国 CPI 能源同比 1~2 月



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 8：能源分项同比决定 CPI 同比的方向



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

另一方面，美联储在 12 月议息会议上将 2022、2023 年 PCE 通胀预期中值调高至 2.6%，2.3%，9 月议息会议预期分别为 2.2%，2.2%，将 2022、2023 年核心 PCE 通胀预期中值调高至 2.7%，2.3%，9 月议息会议预期分别为 2.3%，2.2%。会议上，美联储放弃对于“通胀走高是供给端暂时性因素所导致”的判断，主

席鲍威尔更强调通胀形势的严峻，即明年通胀水平仍将很长时间都维持在 2% 以上，对 2022 年的加息预期中值由 9 月会议的加息 1 次升至 3 次。需要重点关注明年一季度通胀的演绎，对美联储加息进程有重要的提示作用。

（二）美元指数

美元指数长期走势与美欧利差、美欧货币政策边际变化有关，短期与欧美经济强弱对比有关。2021 年下半年以来美元指数持续上行，主要原因是美联储货币政策较欧央行更为鹰派，美联储 taper 已经落地，欧央行仍维持宽松的货币政策。11 月以来，美国经济基本面继续走强，欧洲经济相对弱于美国，美德利差持续扩大。美国经济延续强劲复苏状态，且通胀预期快速攀升后令美联储加息预期升温，美元走强至年内高位 96.94。12 月 16 日英国加息 25bp 以抵御通胀上升的风险，2022 年欧央行大概率将加速货币政策正常化进程，欧美货币政策分化将收敛，美元指数大幅度上行的可能性较小。事实上，2022 年为美国中期选举年，美国内政存在较多变数，以往在此年度美联储货币政策受中期选举影响倾向于偏鸽派，且德国新政府完成组阁后内政方向开始清晰，货币政策正常化进程有望加速。回顾 2017 年美联储加息进程中，美元指数不升反跌，当时的背景是欧元区经济复苏程度超过美国，欧央行虽未实施加息政策，但已多次向市场释放货币政策将紧缩的预期。结合美欧货币政策将由分化走向趋同的预期，但具体加息时间较多受经济基本面的影响，预计 2022 年美元指数的年内波动将较大。

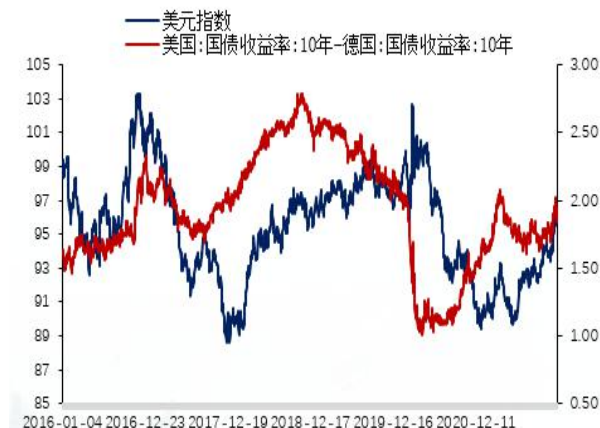
在美欧经济基本面对比方面，欧洲经济未来的修复潜力高于美国，将使美元阶段性承压。欧洲复兴基金将在 2022~2023 年迎来支出高峰，德国政府完成组阁后或继续推动财政计划，而美国预算和财政法案面临民主党内温和派的压力可能会大幅缩水，欧洲财政政策对经济的拉动或强于美国。

图 9：欧央行总资产/美联储总资产上行推动美元指数上行



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 10：美德利差 10 月以来走阔推动美元指数上行



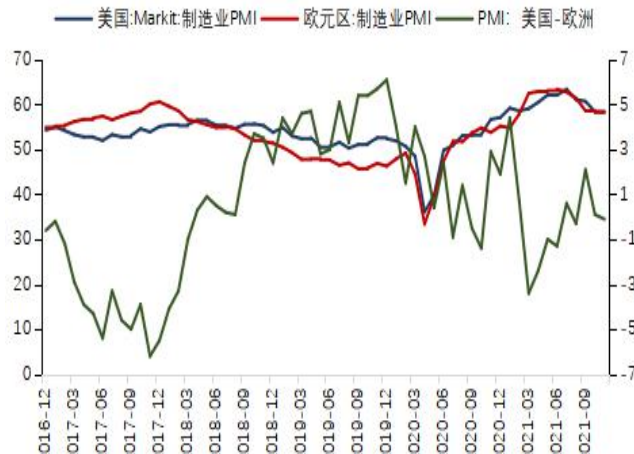
数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 11: 美欧经济意外指数之差和美元指数走势



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 12: 美欧制造业 PMI 指数走势



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

在欧美货币政策对比方面，美联储维持 0-0.25% 基准利率不变，从明年 1 月起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，即每月减少购买 200 亿美元的美国国债和 100 亿美元的机构住房抵押贷款支持证券，预计在 3 月末结束购债。欧央行在 12 月议息会议上，宣布维持利率不变，并宣布将从明年第二季度开始扩大临时常规购债操作规模，以对冲抗疫购债计划退出的影响，行长拉加德表示，欧央行不太可能在 2022 年启动加息。结合在美联储加息落地前市场预期往往过于高估紧缩程度，例如 2015 年 12 月议息会议点阵图预期 16 年将加息三次，实际 2016 年仅加息一次。当前或是美欧货币政策分化最大的时期，虽然目前美联储较欧央行更为鹰派，但此轮美联储的收紧节奏较为落后，11 月 taper 才正式落地，美元指数上行空间相对有限。

美联储自新冠疫情后扩表的规模远超前三轮 QE，2008 年次贷危机后 QE1-3 期间美联储总资产规模扩大约 2.5 万亿美元，而本次美联储已扩表接近 4.4 万亿美元，美联储扩表幅度为 108%，欧央行扩表幅度为 87%。本次美国经济从疫情中复苏主要是靠宽松货币和财政政策的拉动，大规模的财政刺激计划出台，当前政府债务率已创下新高，联邦政府财政赤字仍在扩大。回顾财政赤字规模对美元指数走势的影响，在美国财政赤字扩大的初期，美国经济增速提高，经济基本面显著改善，利好美元指数走强。但在扩张的中后期，随着积极财政政策对经济的提振作用衰减，基本面因素对美元指数的支撑作用也在边际递减，此时开始出现财政赤字和经常项目逆差增加对美元指数走势的拖累作用，因此美元指数往往会在中后期走弱。根据白宫的测算，美国 2022 财年（2021 年 10 月-2022 年 9 月）财政赤字为 1.8 万亿美元，仅次于 2020 财年的 3.1 万亿美元和 2021 财年的 3.7 万亿美元，赤字规模为史上第三高。从财政赤字的角度来看，2022 年美元指数上行空间有限，结合欧元区经济继续复苏和欧元反弹的情况，美元指数可能会再次步入下跌通道。

图 13: 美欧日央行资产负债表扩张情况



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 14: 美国政府财政赤字情况



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

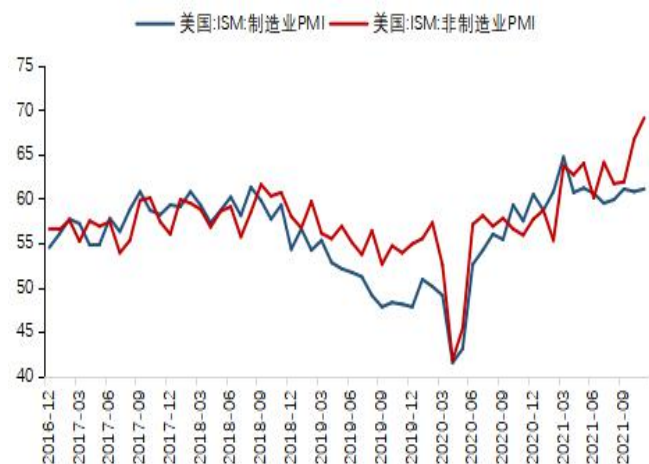
(三) 美国经济和货币政策

1. 美国经济和就业

在经济数据方面, 美国三季度 GDP 增速为 4.9%, 延续强劲复苏状态。11 月 ISM 制造业和服务业 PMI 指数分别为 61.1 和 69.1, 超过前值 60.8 和 66.7, 服务业 PMI 指数继续大幅超上月数据并创下历史新高。分项方面, 制造业 PMI 指数的新订单分项指数由 10 月的 59.8 上涨到 61.5, 产出分项指数由 10 月的 59.3 上升到 61.5。服务业 PMI 指数则主要由商业活动分项指数拉动, 由 10 月的 69.8 上涨至 74.6, 供应商交付、自有库存、客户库存、物价、订单库存和新出口订单分项指数则相对 10 月有所回落,

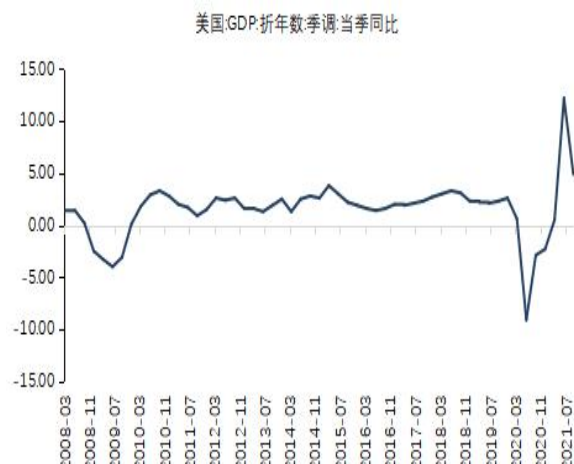
显示供给短缺的问题依然突出。

图 15: 美国 ISM 制造业和服务业 PMI 指数



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 16: 美国 GDP 增速强劲修复

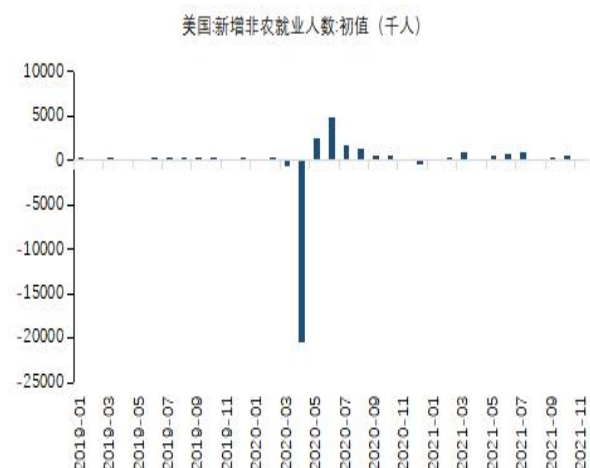


数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

在就业市场方面，美国 11 月季调后非农就业人口增加 21 万人，大幅不及预期增加 55 万人，前值上修至 54.6 万人；11 月失业率为 4.2%，预期为 4.5%，前值为 4.6%，11 月劳动参与率为 61.8%，前值 61.6%。分行业来看，11 月美国非农新增就业数据疲弱的原因在于疫情反弹后以酒店休闲行业为代表的低端服务业新增就业大幅弱于上期。而非农就业数据与失业率相背离的原因在于两者的统计口径不同，非农就业数据来自对企业进行问卷调查，主要调查领取工资的人群；而失业率统计来自住户调查失业率，界定的就业人员也包含不领取工资的人群（自雇佣者），即包括自雇人员、农业人口以及家庭作坊工人等，11 月美国非农就业新增 21.0 万人，但是就业新增了 113.6 万人，对应多出来的部分主要是未被非农就业数据统计在内的自雇人员、农业人口以及家庭作坊工人等。

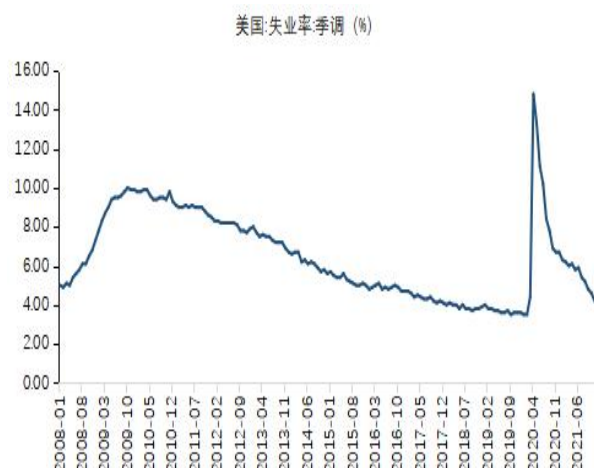
此外，非农就业数据会进行季节性调整，通常在 1 月、7 月会有明显的上调，而 10 月和 11 月则会有显著的下修。11 月零售业就业数据的下修原因在于假期采购会常规性的增加大量临时就业，但本次下修值为 56.8 万人，显著高于过去十年的下修均值 27.7 万人，此次将线上消费产业的零售业、仓储运输业就业剔除，下调幅度过大。若将这部分人数考虑在内，11 月非农新增就业人数为 50 万人左右，与预期相符。

图 17: 美国新增非农就业人口平稳修复



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

图 18: 美国失业率水平进一步下降



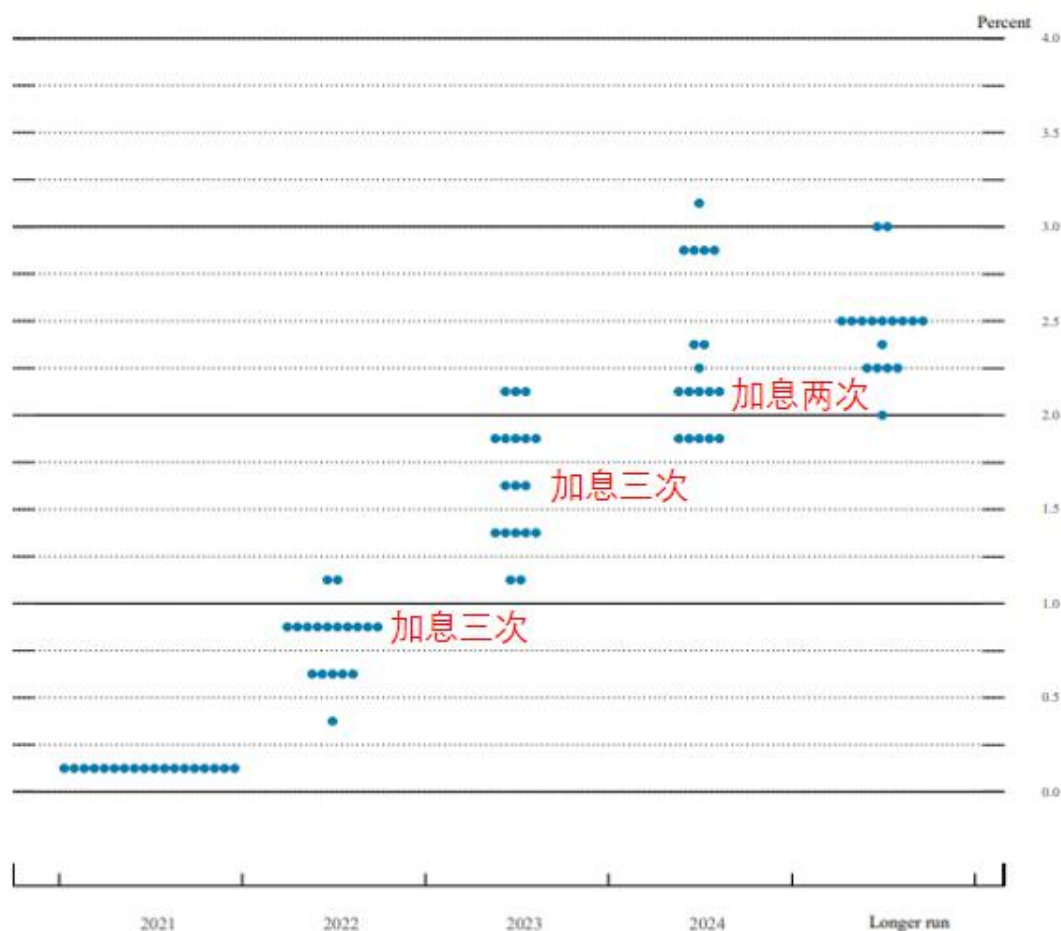
数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

2. 美联储 12 月议息会议

根据最近公布的美国 12 月议息会议声明，在决议部分，美联储维持联邦基金目标利率 0-0.25% 不变，决定从 2022 年 1 月开始，将每月削减资产购买的规模从 150 亿美元扩大到 300 亿美元，taper 将在 2022 年 3 月提前结束。公布的点阵图暗示 2022 年加息 3 次，2023 年加息 3 次和 2024 年加息 2 次，9 月议息会议点阵图显示 2022 年仅加息 0.5 次，加息路径较 9 月议息会议更鹰派。

本次美联储会议的经济预测与 9 月时相比，上调了 2022 年经济增速和通胀预期。美联储对 2022 年 GDP 增速预期由 3.8% 上调至 4.0%，对 2023 年预期由 2.5% 小幅下调至 2.2%；对 2022 年底失业率预期由 3.8% 小幅下调至 3.5%。对 2021 年底的 PCE 通胀预期由 4.2% 大幅上调至 5.3%，2022、2023 年的 PCE 通胀预期小幅上调至 2.6%、2.3%，9 月预期分别为 2.2%，2.2%。对 2021 年底的核心 PCE 通胀由 3.7% 上调至 4.4%，2022、2023 年的核心 PCE 通胀预期上调至 2.7%、2.3%，9 月预期分别为 2.3%、2.2%。

图 19: 美联储 2021 年 12 月议息会议点阵图显示 2022 年加息次数达到三次



数据来源: FED 长江期货有色产业服务中心

(四) 黄金 CFTC 持仓情况

长期来看, 黄金 CFTC 投机基金净持仓合约数量与 comex 黄金价格走势呈现明显的正相关性, 当净持仓合约增加时, 通常对应黄金价格处于上涨区间, 但过高的净持仓数量会使得黄金价格达到高位后多头获利了结时极易发生平仓踩踏, 导致黄金价格出现大幅下跌。截至 12 月 14 日, 黄金 CFTC 投机基金多头合约净持仓为 211,303 张, 较年初下降 25%, 显示投机基金对黄金的看多情绪有所降温。净持仓在 taper 落地后下一周 11 月 16 日达到最高持仓 283,416 张, 最低净持仓为 3 月 30 日公布的 157,561 张。Taper 落地后投机基金净多持仓逐步增仓, 但加息预期升温后净持仓有所减仓, 目前净多持仓处于中等位置。

图 20: 黄金 CFTC 投机基金净多持仓



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

(五) 黄金 ETF 持仓情况

黄金 ETF 持仓量反映了投资者对黄金 ETF 的投资需求，与美黄金的价格走势呈正相关性，但略滞后于黄金价格走势。11 月，全球黄金 ETF 自 7 月以来首次出现月度净流入，目前全球的黄金 ETF 总持仓达 3578 吨，比 2020 年 8 月达到的高点少了 10%。截至 12 月 20 日，最大的黄金 ETF-SPDR 持仓为 979 吨，较年初减少 192 吨，表明黄金 ETF 投资者对黄金价格的看多程度较年初有所下降。

图 21: 黄金 ETF 持仓变化和黄金价格走势



数据来源: ifind 长江期货有色产业服务中心

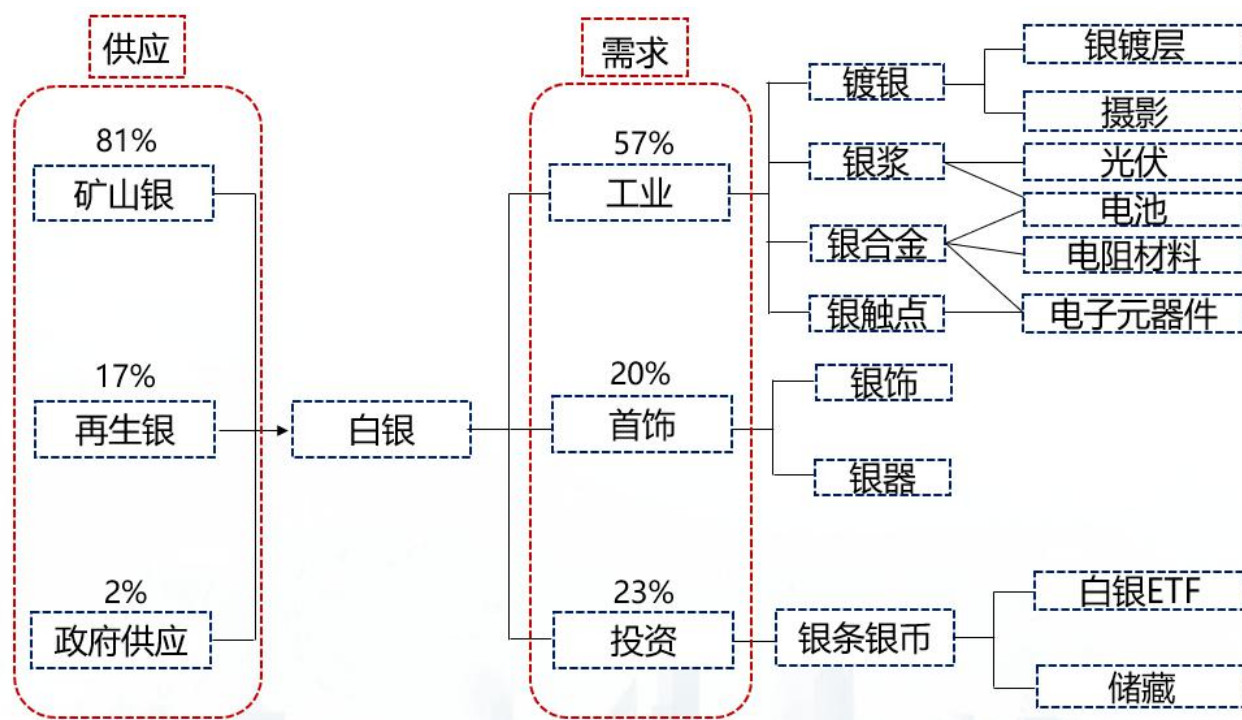
三、白银基本面情况

白银兼具金融与商品双重属性，白银和黄金同属贵金属，两者具有很强的相关性。金银比价是指同一时期内黄金价格与白银价格的比值，金银比价主要用来考察黄金白银价格相对强弱。白银的上涨通常是追涨黄金的结果，商品属性则是金银比修复的核心推动力，因此金银比修复常出现在经济复苏初期，复盘近三轮金银比修复行情，每一轮金银比的向下修复都伴随着经济的企稳回升，即美国制造业 PMI 指数触底回升。白银价格往往跟随十年期通胀预期的连续抬升而达到高位，次贷危机期间白银价格与通胀预期同时达到最高点，但白银价格的波动幅度远大于黄金价格。金银比的历史价格平均区间为 40-80，均值为 60。

在此次新冠疫情及货币宽松期间，金银比最高达到 126，最低修复至 64。白银价格主要受供求关系的影响，但通胀预期的变动会放大波动。美白银在今年 2 月 1 日达到的最高价格为 30.35 美元/盎司，相对美元流动性危机期间价格最低点的涨幅为 161%，光伏和新能源方面的新增用银应用拉动了白银的工业需求。

白银的供应方式主要包括矿山银和再生银，两者占供应总量的比重分别为 81%和 17%，矿山银未来 5 年的供应较为稳定。根据世界白银协会统计，2020 年白银的需求包括工业需求（占比 57%）、首饰需求（占比 20%）和投资需求（占比 23%），在工业需求里面，光伏需求占比 15%。随着光伏发电平价时代的到来以及光伏发电成本的进一步降低，全球光伏安装量有望快速增长，此外，还有在高景气行业新能源汽车方面的电触头应用也会拉动对工业用银的需求。国内提出在 2060 年实现“碳中和”的目标，光伏、风能等清洁能源也获得政策的大力支持，欧盟在《2030 年气候目标计划》中指出可再生资源占终端能源消费量比重在 2030 年前达到 38%-40%，拜登政府预计会有 3000 亿美元投入到清洁能源和基础设施基金中，均对白银在光伏和新能源方面的应用形成利好，白银工业需求将在 2021 年得到边际改善。

图 22: 白银的供应和需求

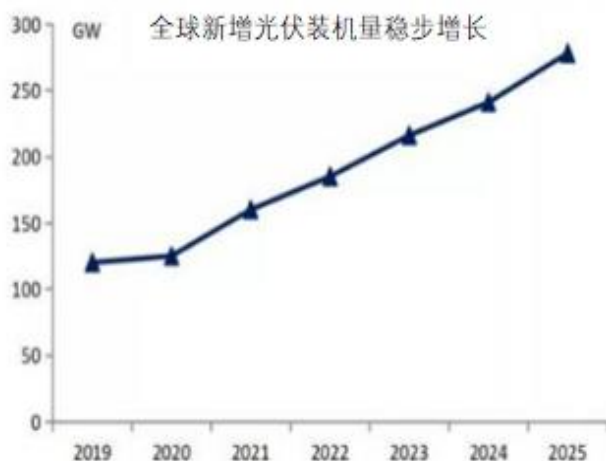


数据来源: 世界白银协会 长江期货有色产业服务中心

过去 5 年全球光伏装机量保持年均 25% 的高复合增速, 然而光伏白银用量没有显著增长, 主要是因为光伏单位耗银量大幅下降。在光伏组件中, 目前市占率较高的是 P 型电池, 市占率达到 80% 以上, 其单位耗银持续下降, 2020 年 P 型电池银浆单耗量为 115mg/片, 同比下滑 8%, 其中正面银浆单耗量为 83mg, 背面单耗量为 32mg/片, 预计到 2022 年 P 型正面单耗下降到 75mg/片, 进一步下降幅度相对有限。

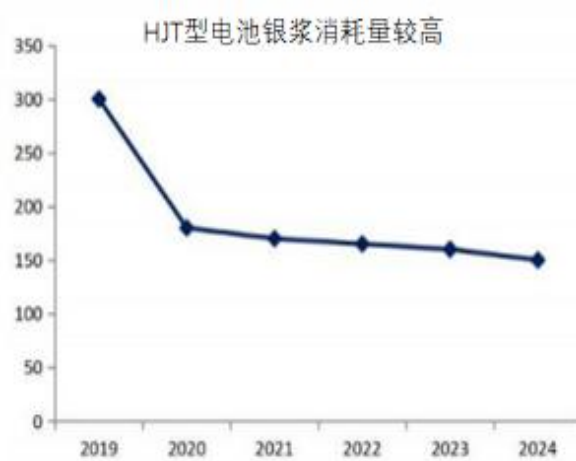
另一种高耗银技术路线的 HJT 电池光电转换效率更高, 将成为未来主要发展的技术路径, 其单位银浆消耗是当前主流 P 型电池片的 1.9-2.5 倍, 目前市占率仅为 3%, 光伏协会预计 2022 年、2023 年市占率将达到 5%、15%。随着 HJT 电池市占率的提升, 光伏电池单位用银量将持续增加, 且全球新增光伏装机量稳步增长将进一步拉动光伏电池的产量, 预计未来 5 年光伏用银的消费增速至少在 10% 以上, 因供给端矿产银和再生银的供应比较稳定, 白银现货将会形成一定的供需缺口。

图 23：全球新增光伏装机量逐年增长



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 24：HJT 型电池单位银浆消耗量较高



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

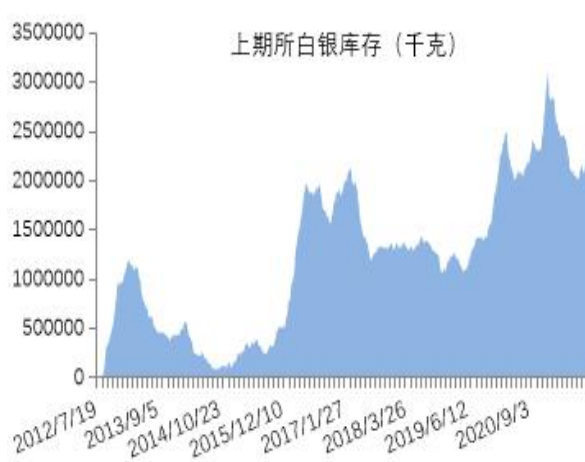
过高的白银库存制约了本次白银价格的上涨，2016-2019 年间白银年均供应量为 29200 吨，年均需求量为 27924 吨，年均过剩 1276 吨。2020 年受新冠疫情停工影响，comex 白银库存增加了 2469 吨至 12334 吨，库存达到历史最高位。伴随全球经济复苏加大对白银在光伏和清洁能源方面的应用，白银高企的库存压力有一定程度的缓解，截至 12 月 20 日，comex 白银库存为 11065 吨，相对上年末减少 1269 吨，上期所白银库存为 2243.8 吨，相对上年末减少 744.6 吨。

图 25：comex 白银库存呈现去库状态



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

图 26：上期所白银库存情况



数据来源：ifind 长江期货有色产业服务中心

四、观点总结及策略建议

美联储在 12 月议息会议时正式宣布加快缩减购债速度，并在 2022 年一季度末左右结束购债，为明年加息议程留出空间，点阵图显示明年加息次数达到 3 次。12 月议息会议声明较为充分的体现了美联储鹰派根据，加息预期升温会对贵金属价格形成利空影响。但利率期货显示加息时间不早于明年 5 月，通

胀形势居高不下，通胀压力短期内难以得到缓解，对贵金属价格下方有一定支撑。

由于原油价格大概率已经见顶，2022 年能源分项对 CPI 同比的正向拉动作用将大幅减弱，能源分项同比见顶后回落将带动 CPI 同比触顶回落。而明年经济增速放缓后，PMI 指数也大概率下行，历次加息进程均以 CPI 同比或 PMI 指数至少有一个处于上行区间作为前提条件，因此届时提前加息并且加息多次的必要性也将降低。

下半年以来美国经济基本面继续走强，欧洲经济相对弱于美国，美联储在 12 月议息会议宣布来年 1 月将加快缩减购债，欧央行维持宽松的货币政策，当前或是美欧货币政策分化最大的时期。2022 年欧洲复兴基金将迎来支出高峰，德国政府完成组阁后或继续推动财政计划，而美国预算和财政法案面临民主党内温和派的压力可能会大幅缩水，欧洲财政政策对经济的拉动或强于美国。如果欧美货币政策分化如期收敛，美元指数大幅上行的可能性较小，黄金价格的下跌空间有限。

综上所述，通胀高位与加息进程继续拉锯，加息周期启动在即对黄金价格形成明显利空，但通胀高位对价格下方形成支撑。本轮由宽货币宽财政拉动的经济复苏缺乏牢固根基，预计黄金价格仍将维持宽幅震荡，预计美黄金运行区间 1700-1950 美元/盎司，沪金主力 358-401 元/克。白银方面，光伏用银需求将继续拉动白银库存处于去库状态，预计白银价格运行中枢将逐步上移，参考美白银价格运行区间 21-26.5 美元/盎司，沪银主力 4600-5900 元/千克。

长江期货业务受理机构

上海分公司

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 801

Tel: 021-61683728

上海北京西路营业部

上海市静安区北京西路 1399 号 3 楼 A 座

Tel: 021-62893583

北京建国门营业部

北京市东城区建国门北大街 8 号华润大厦首层 103 单元

Tel: 010-84683288

北京海淀区营业部

北京市海淀区中关村南大街 1 号北京友谊宾馆 20810 室

Tel: 010-63980248

广州分公司

广州市天河区天河路 242 号 1405 号房屋 (丰兴广场)

Tel: 020-38856849

成都营业部

成都市锦江区东大街芷泉段 6 号时代一号 2609

Tel: 028-86679150

长沙营业部

长沙市雨花区芙蓉中路二段 359 号佳天国际新城北栋 21B.E.H

Tel: 0731-85302657

福州营业部

福州市台江区鳌峰街道曙光路宇洋中央金座 15 层 07 室

Tel: 0591-87808303

延长营业部

陕西省延安市延长县翠屏大厦一楼沿街 2F003-02 号

Tel: 027-85861133

中原分公司

郑州市未来路 69 号未来大厦 A1911 室

Tel: 0371-65665722

客户服务中心

Tel: 027-85861133

027-95579

太原营业部

太原市小店区长风街华德中心广场 D 座 3 层 312 室

Tel: 0351-8721092

武汉分公司

湖北武汉市汉口解放大道国际大厦 A 座三楼

Tel: 027-85860928

江岸营业部

武汉市沿江大道 159 号时代广场 1 栋 8 层 3 室、4 室

Tel: 027-82798910

硚口营业部

武汉市硚口区解放大道 1007 号兴隆大厦第九层

Tel: 027-83310019

武昌营业部

湖北省武汉市武昌区洪山路 81 号洪山礼堂一层

Tel: 027-85499321

黄石营业部

黄石市杭州西路 176 号磁湖汇众创空间 Z804

Tel: 0714-6351518

杭州营业部

浙江省杭州市江干区解东路 37 号财富金融中心 2 幢 1605 室

Tel: 0571-86009560

上海浦电路营业部

(上海) 上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 2004 室

Tel: 021-58351059

深圳分公司

深圳市福田区车公庙深南大道南侧杭钢富春商务大厦 1311

Tel: 0755-82835766

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 28 层 2801 号房间

Tel: 0411-84806350

研究咨询部 Tel: 027-65261365

研究员介绍

李旒，长江期货贵金属产业研究员，专注于海外宏观、贵金属基本面研究，深刻理解海外经济运行和政策动向，擅长从宏观经济角度把握行情走势，寻找趋势性及对冲套利交易机会，多次为大型生产企业设计套保方案，对行情节奏有较准确的把握。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。