

迎接波动，黄金蓄势

走势评级：

黄金：看涨

报告日期：

2021 年 12 月 29 日

★美国经济增速边际回落，通胀居高不下

2022 年基本面展望，疫情加剧美国就业市场结构性矛盾，就业市场修复速度放缓，但距离充分就业已经不远，接受了劳动参与率可能再也回不到疫情前水平这一事实后，美联储的就业目标变得更加灵活。财政转移支付效应消失殆尽，居民消费已经见顶回落，企业端需求最旺盛的阶段已过，经济增速均值回归，但通胀居高不下，核心通胀受到服务业成本攀升以及还将继续上涨的租金成本的支撑，原因在于财政刺激带来的直接需求叠加供给端冲击使得通胀上了一个台阶，市场对此定价尚不充分。

★进退维谷的货币政策收紧周期：

美联储货币政策转向抑制通胀，市场已预计 2022 年将加息三次，但本轮加息周期与过往不同，一是通胀压力显著高于过去几轮经济周期；二是经济增长与通胀并不同步，加息过猛可能将经济带入衰退；三是当前长端利率只有 1.5%，加息空间受限，除非长期利率能够出现因为经济高增长而走高这一良性循环，否则已经相对平坦的收益率曲线会让货币政策进退维谷；四是加息对资产价格和经济增长的负面影响可能导致美联储加息一次后就暂缓，以牺牲经济增长为代价去打压通胀的强势操作只在 70 年代滞胀时期才发生过，当前尚未看到美联储有如此决心。

★投资建议：加息前夜，黄金筑底回升

在实际利率框架内美元被高估黄金低估。未来加息路径高度不确定，且黄金已有所定价，三度测试的 1670 美元/盎司预计是黄金下跌的底部。市场交易逻辑改变难以一蹴而就，黄金单边上涨的难度较大，预计震荡上行，价格中枢预计回升至 1900 美元/盎司，高点看至 2000 美元/盎司。沪金运行区间 360-410 元/克。

★风险提示：

美国经济表现好于市场预期，美联储加息顺畅，流动性收紧提升实际利率水平，将支撑美元走强，黄金便难以摆脱熊市格局。



徐颖 FRM 资深分析师（外汇/贵金属）

从业资格号：F3022608

投资咨询号：Z0013609

Tel: 8621-63325888-1610

Email: ying.xu@orientfutures.com

沪金主力合约行情走势图



相关报告

迷途未远，黄金筑底…2021/7/5（半年报）

复苏之路非坦途，黄金新高尤可期…
2020/12/29（年报）

美国经济行路难，静候黄金破新高…2020/7/1（半年报）

覆水难收，黄金突破…2020/4/24（专题）

美国经济的“新常态”，坚定不移看涨黄金…2019/12/22（年报）

莫听穿林打叶声，黄金吟啸且疾行……2018/12/22（年报）

目录

1、2021 年黄金行情复盘.....	5
1.1、复苏之年，紧缩预期下黄金惨淡收跌.....	5
2、美国经济增速边际回落，通胀居高不下.....	5
2.1、疫情加剧就业市场的结构性矛盾.....	5
2.2、通胀居高不下，尚未充分定价.....	9
2.3、消费见顶回落，经济增速向常态回归.....	11
3、进退维谷的货币政策紧缩周期.....	15
3.1、过往加息周期黄金表现.....	15
3.2、货币政策被动收紧，本轮加息路径不确定性较高.....	17
3.3、资金流出黄金的情况逐渐缓解.....	21
4、投资建议：加息前夜，黄金筑底回升.....	21
5、风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 2021 复苏之年紧缩预期之下的黄金走势复盘.....	5
图表 2: 21 年美国就业市场持续修复, 22 年增速放缓.....	6
图表 3: 就业市场结构性问题疫情后进一步加剧.....	6
图表 4: 11 月美国时薪增速同比 4.8%, 环比 0.3%.....	6
图表 5: 员工成本上涨, 而生产力下降.....	6
图表 6: 美国不同行业离职率.....	7
图表 7: 美国主要行业职位空缺数量.....	8
图表 8: 制造业、运输仓储、休闲和酒店的劳动力紧缺程度最高.....	8
图表 9: 美国通胀创近三十年新高.....	9
图表 10: 美国核心 PCE 亦远超美联储平均通胀目标.....	9
图表 11: 美国通胀占比中租金成本最大.....	10
图表 12: 美国通胀主要分项均在攀升中.....	10
图表 13: 美国房贷利率仍处于低位.....	10
图表 14: 美国房地产库存维持在低位.....	10
图表 15: 相较于疫情前房价指数增加了 20%.....	11
图表 16: 滞后于房价的租金成本还将继续走高.....	11
图表 17: 美国财政转移支付效应消退, 后续看工资.....	12
图表 18: 美国居民消费信贷开始回升.....	12
图表 19: 储蓄率已经回落至疫情前的较低水平.....	12
图表 20: 零售销售环比增速回落, 且不能忽视价格因素.....	12
图表 21: 实际可支配收入受到通胀侵蚀.....	13
图表 22: 消费者信心受到通胀走高的打压.....	13
图表 23: 消费增速回落确定了疫情后的经济增速高点.....	13
图表 24: 美国设备利用率回升至疫情前水平.....	14
图表 25: 非金融行业公司利润疫情后显著增长.....	14
图表 26: 制造业 PMI 见顶.....	14
图表 27: 消费从商品转到服务.....	14
图表 28: 美国居民部门债务增速在 2 季度见顶.....	15
图表 29: 美国政府债务上限提高, 2022 年无虞.....	15
图表 30: 22 年新增财政赤字预计较 21 和 20 年减少.....	15
图表 31: 加息周期中通胀与黄金表现.....	16

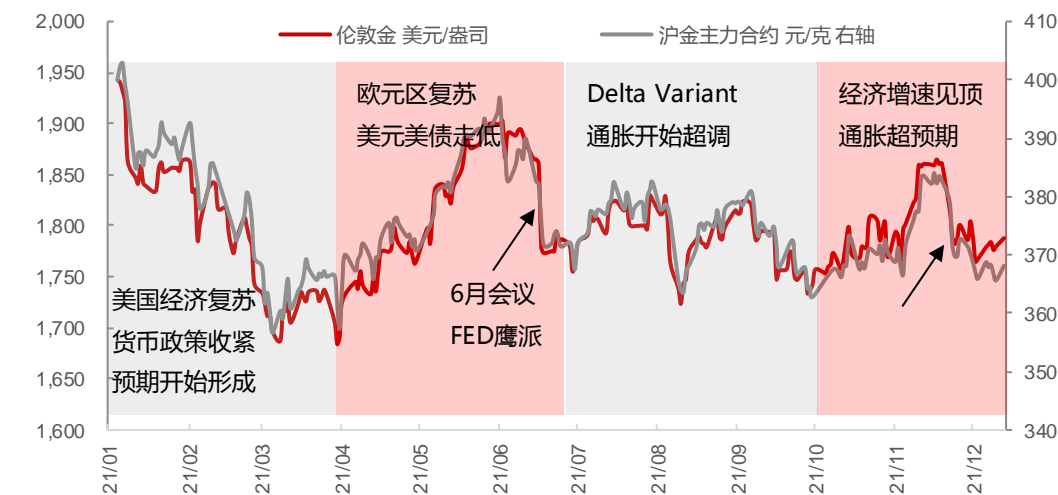
图表 32: 加息周期中美元指数与美债表现	16
图表 33: 21 财年实际国债发行净额下降至 1.4 万亿	17
图表 34: 21 年美联储资产购买以中长期债券为主	17
图表 35: 隔夜逆回购规模攀升至 1.9 万亿美元	17
图表 36: 货币市场流动性非常充裕	17
图表 37: 12 月利率会议美联储显著上调利率预测值	18
图表 38: 市场已经定价 2022 年加息 3 次	18
图表 39: 金融状况指数依旧宽松, 但风险在四季度有所回升	18
图表 40: 超高通胀与经济增速回落的矛盾	19
图表 41: 当前美债收益率长短利差只有 0.8%	19
图表 42: 实际利率框架低估黄金价格	19
图表 43: 强势美元压制黄金表现	19
图表 44: 欧元区经济复苏节奏落后美国	20
图表 45: 欧元区的通胀压力也小于美国	20
图表 46: 实际利率与美元指数持续背离	20
图表 47: 全球黄金 ETF 持有量流出速度放缓	21
图表 48: 2021 年北美黄金 ETF 流出 180 吨	21
图表 49: 黄金震荡上行, 波动率阶段性回升	22
图表 50: 内盘黄金恢复溢价状态	22

1、2021 年黄金行情复盘

1.1、复苏之年，紧缩预期下黄金惨淡收跌

2021 年黄金表现可谓惨淡，年初 1900 美元/盎司的起点到年底回落至 1800 美元/盎司附近，全年下跌约 5%。一季度在美国政府两轮财政刺激的推动下美国经济强势复苏，市场开始预期美联储年内将缩减购债，10 年期美债收益率从 0.95% 快速上行至 1.7%，黄金下跌 10% 最低跌至 1670 美元/盎司。二季度市场转而交易欧元区经济复苏，同时美国财政部一般账户的持续下降，充裕的国内流动性叠加海外对美债的配置增加，美债收益率回落至 1.2%，美元指数在 6 月一度跌破 90，黄金反弹至 1900 美元/盎司，6 月利率会议美联储超出市场预期的鹰派，市场加息预期升温，黄金回吐大部分涨幅至 1770 美元/盎司阶段。三季度开始，黄金进入震荡阶段，期间 Delta Variant 扰动复苏节奏，随着经济增速逐渐见顶，低基数效应消退后通胀依旧在不断攀升，通胀“暂时论”证伪，美联储主席鲍威尔和美国财长耶伦均改口判断通胀压力将持续到 2022 年，市场对美联储的加息预期升温，一方面是美国经济滞胀风险增加对黄金的利多，一方面是美联储被动加快收紧货币政策的利空预期压制，导致年末黄金尚未摆脱震荡区间，四季度运行区间 1700-1875 美元/盎司。

图表 1：2021 复苏之年紧缩预期之下的黄金走势复盘



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

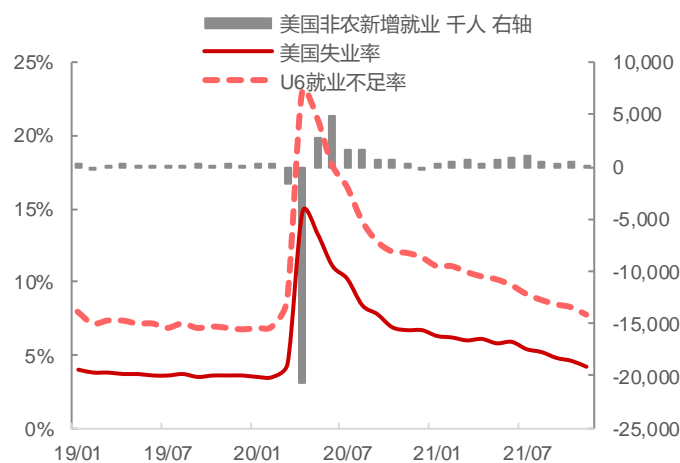
2、美国经济增速边际回落，通胀居高不下

2.1、疫情加剧就业市场的结构性矛盾

美国就业市场持续修复，近三月非农新增就业均值回落至 38 万人，失业率降至 4.2%，U6 就业不足率也下降至 7.8%，疫情造成的失业人数还剩下约 391 万没有修复，服务业受疫情影响而时有波动，制造业则更加紧俏。但就业市场也存在两方面问题，将影响后

续需要多长时间达到充分就业状态。首先劳动参与率回升缓慢，11月才达到61.8%，较疫情前低1.5个百分点，大约300万人选择提前退休或拒绝重返就业市场，已不再劳动力范围内。第二是疫情加剧了就业市场的结构性矛盾，体现在生产、供应链相关行业用工紧张，职位空缺数量持续攀升，使得就业市场呈现强劲、紧俏的状态，工资增速较疫情前明显回升，但实际上劳动生产率并没有明显提高。

图表2：21年美国就业市场持续修复，22年增速放缓



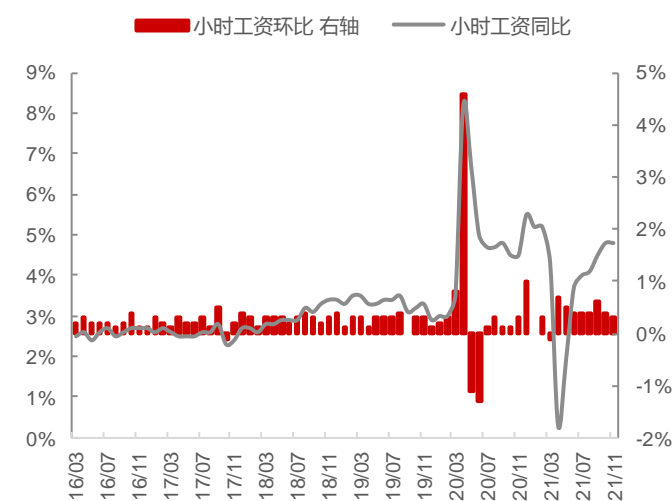
资料来源：Bloomberg

图表3：就业市场结构性问题疫情后进一步加剧



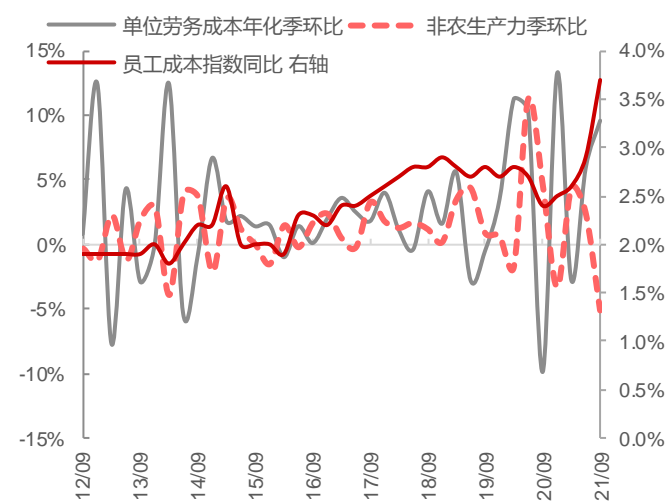
资料来源：Bloomberg

图表4：11月美国时薪增速同比4.8%，环比0.3%



资料来源：Bloomberg

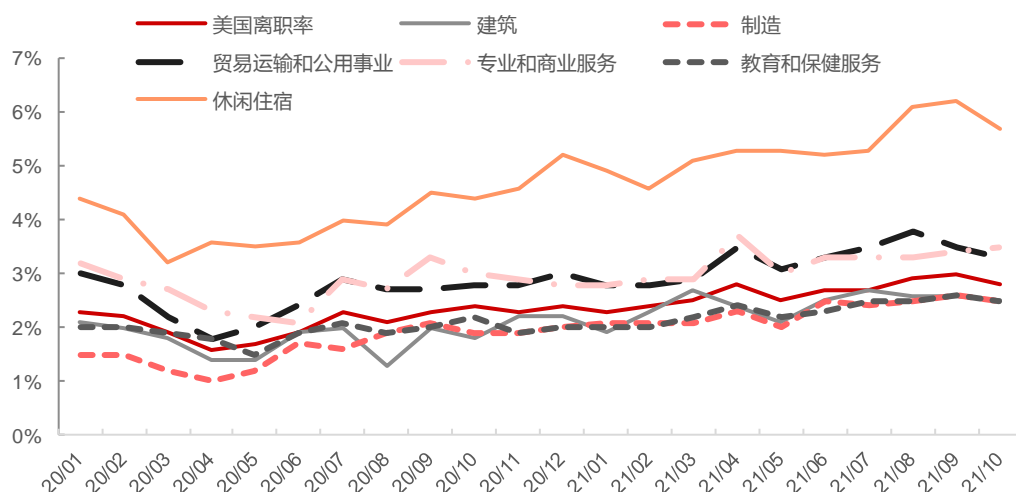
图表5：员工成本上涨，而生产力下降



资料来源：Bloomberg

就业意愿的变化从离职率的角度来看，休闲餐旅的离职率上升程度远高于其他行业，疫情反弹时期会提高餐饮住宿行业的离职率，餐饮和住宿行业也是疫情消退后最容易修复的行业，但是行业波动大，疫情反复降低了接触较弱的服务行业的就业意愿。其他行业中，专业和商业服务的就业人员在招聘环境较好的情况下选择较多，离职率也较高，疫情后小幅回升，不同于其他行业的下降，目前离职率仍然在回升中，疫情前专业和商业服务也是就业增长较好的部门。

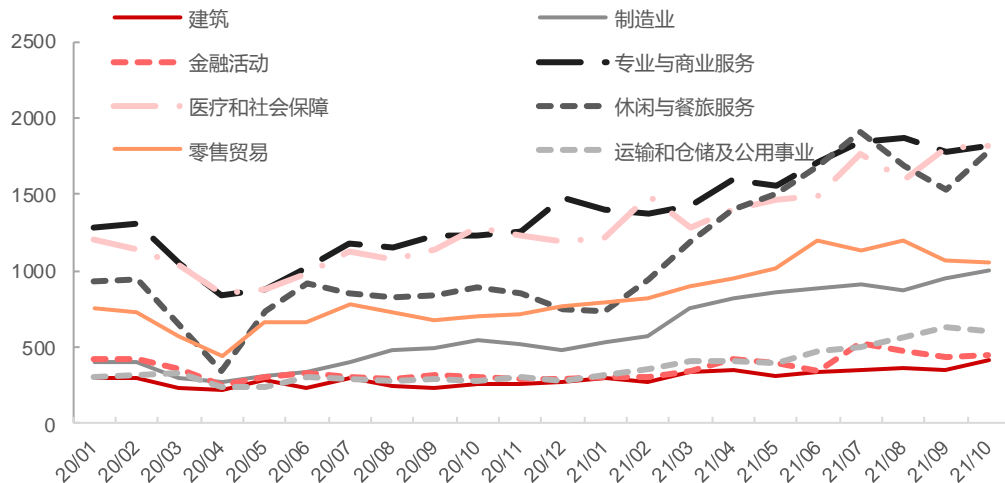
图表 6：美国不同行业离职率



资料来源：Wind

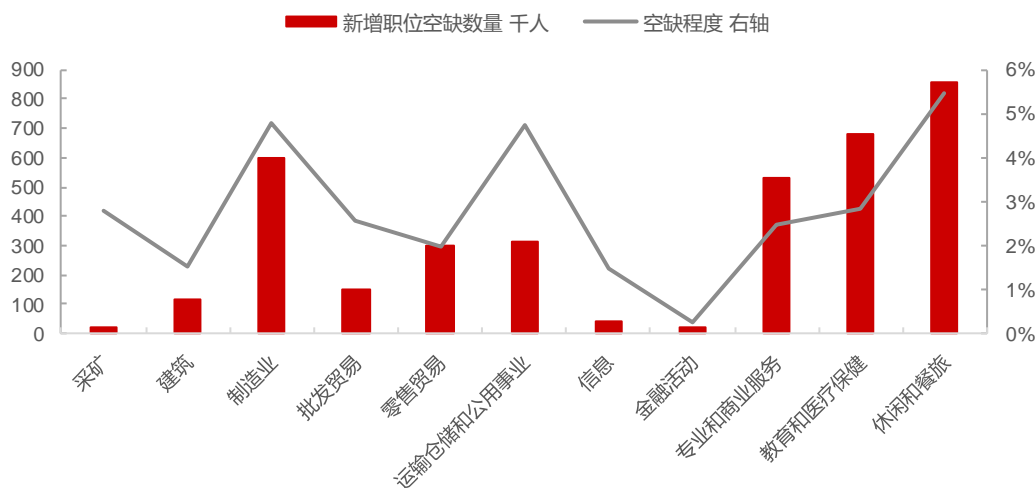
相较于疫情前，以 2020 年 1 月为基准，截止 2021 年 10 月，美国职位空缺数量增加大约 388 万，制造业、专业和商业服务、教育和医疗保健、休闲和酒店行业空缺数量增加 50 万以上，零售、运输和仓储行业增加 30 万。考虑到各行业就业基数不同，为了更好的衡量各行业用工紧缺程度，可以用各行业的新增职位空缺数量占该行业非农就业人数的比重来衡量空缺程度，制造业、运输和仓储、休闲和餐旅分别为 4.8%、4.7%、5.5%，制造业，运输和仓储行业需要一定的劳动技能，制造业行业整体就业大约 1256 万人，而运输和仓储行业约 657 万人，尤其是运输和仓储，因为疫情关系带来的劳动力需求增加很难在短期迅速满足，这意味着用工紧张问题修复时间较长，休闲和餐旅行业相对来说受到就业意愿和疫情的影响，供给是相对充裕的。

图表 7: 美国主要行业职位空缺数量



资料来源: 美国劳工部, 单位: 千人

图表 8: 制造业、运输仓储、休闲和酒店的劳动力紧缺程度最高



资料来源: 美国劳工部, 东证衍生品研究院

就业市场的恢复以及结构性问题加剧的结果是工资上涨压力增加, 尤其是相对紧俏的行业, 疫情后的这两年工资明显上涨。但考虑到通胀高企的因素, 平均工资增速没有跑赢通胀, 个人实际的工资增速为负。综合来看随着就业缺口的收窄 2022 年预计就业市场边际修复速度放缓, 每月新增非农均值预计向 20 万人的常态回归, 失业率预计继续下降, 劳动参与率则很难回到疫情前的水平, 接受了更低的劳动参与率后, 美联储充分就业的目标也更近了, 关键在于美联储如何权衡。想要加息的情况下, 变接受劳动参与率

趋势性走低难以回到疫情前水平这一现状，如果不想加息，那么等待就业市场的进一步恢复变可以成为暂缓加息的借口。

2.2、通胀居高不下，尚未充分定价

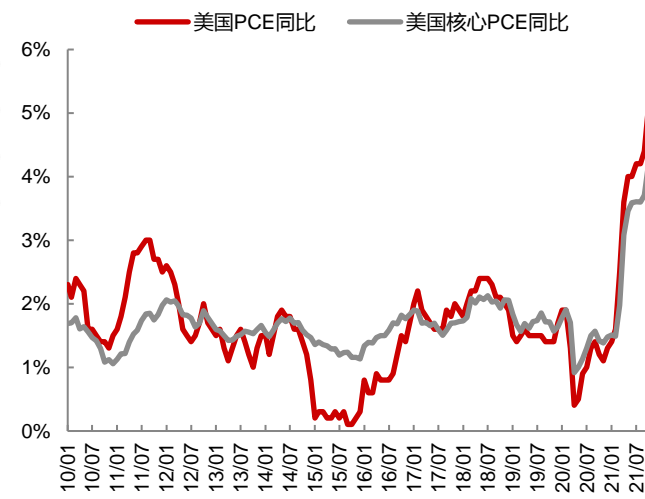
美国通胀压力在 2022 年将持续存在，尤其是核心通胀。此前，市场和官方都判断因为供应链短缺和基数效应造成的通胀是暂时的，这一点已经在不断创下记录的最近 30 年最强通胀数据面前被证伪，11 月美国 CPI 同比 6.8%，核心 CPI 同比 4.9%，11 月美国 PCE 同比 5.7%，核心 PCE 同比 4.7%，无论是以哪种方式衡量的通胀都远高于官方目标。在以往经济周期中，原油价格上涨带来整体通胀走高，而核心通胀在 2%-3% 之间运行，但 2021 年的情况是核心通胀也突破震荡区间创新高，这意味着问题不仅仅简单的存在于商品价格上涨这一层面，服务业价格也是全面上行，同时，过去的利用同比基数效应来推断通胀的方法也将难以预测核心通胀的走势，相较于商品，服务价格更具有粘性。

图表 9：美国通胀创近三十年新高



资料来源：Bloomberg

图表 10：美国核心 PCE 亦远超美联储平均通胀目标



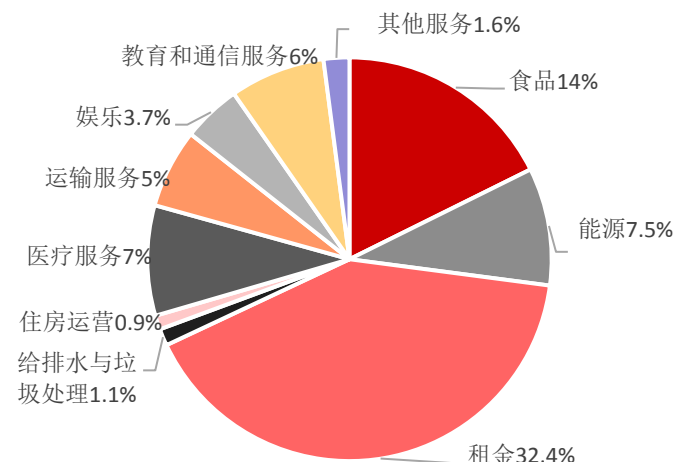
资料来源：Bloomberg

本质上通胀压力的根源在于美国在 2020 和 2021 两个财年中，相较于过去每年新增了约 2 万亿美元的财政刺激，并且直接创造了需求，在供给又出现问题的情况下，通胀压力逐步显现，11 月的通胀数据中，能源和二手车价格同比上涨超过 30%，食品价格同比涨超 6%，新车价格同比涨 11%，租金同比上涨 3.9%，构成通胀的主要分项均在持续攀升中。展望 2022 年随着供应链问题的缓解，商品价格进一步上涨的空间有限，整体通胀的压力预计逐渐缓解。

但服务价格还在继续攀升决定了美国的核心通胀将在 2022 年维持在高位，我们看到服务价格在疫情后也有了明显回升，而核心通胀中占比最大的项目房屋租金，已经从底部抬升，疫情过后除了债市和股市上涨以外，不能忽视的是美国房地产市场再度繁荣，房

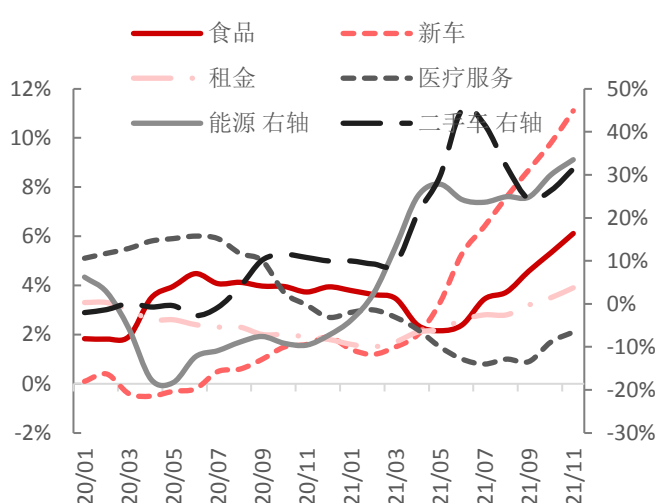
价同比上涨仅 20%，租金在房价上涨一年后以及政府补贴到期后开始上涨，在库存水平极低以及利率相对低位的背景下房地产市场的上涨趋势还未结束，这意味房租的上涨也远未结束，再考虑到服务业价格的黏性，将使得核心通胀持续超调，而非向下回归。

图表 11：美国通胀占比中租金成本最大



资料来源：Bloomberg

图表 12：美国通胀主要分项均在攀升中



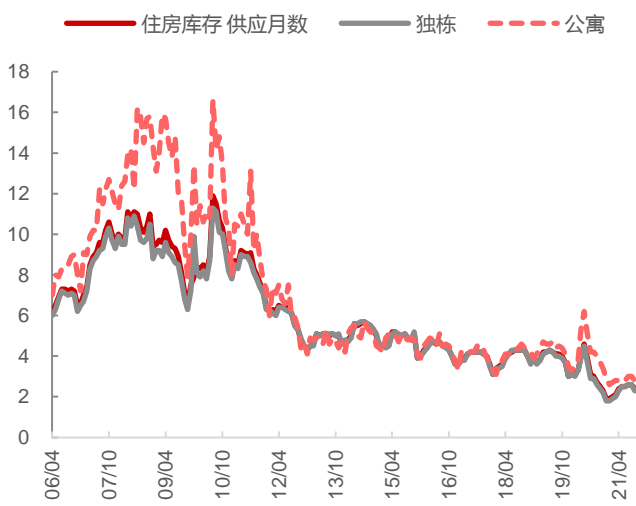
资料来源：Bloomberg

图表 13：美国房贷利率仍处于低位



资料来源：Bloomberg

图表 14：美国房地产库存维持在低位



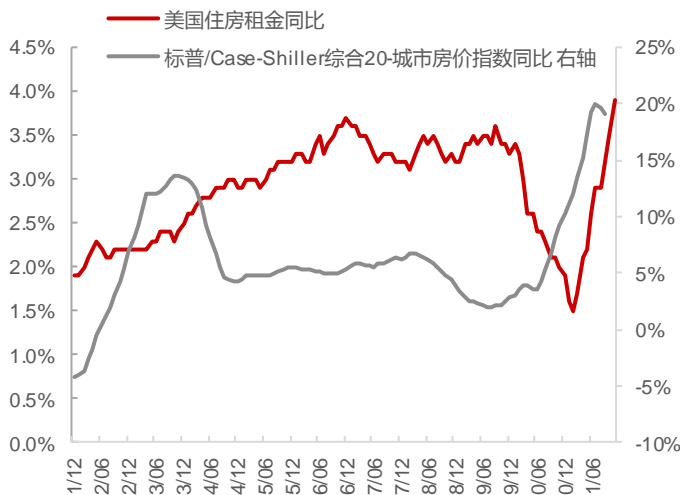
资料来源：Bloomberg

图表 15: 相较于疫情前房价指数增加了 20%



资料来源: Bloomberg

图表 16: 滞后于房价的租金成本还将继续走高



资料来源: Bloomberg

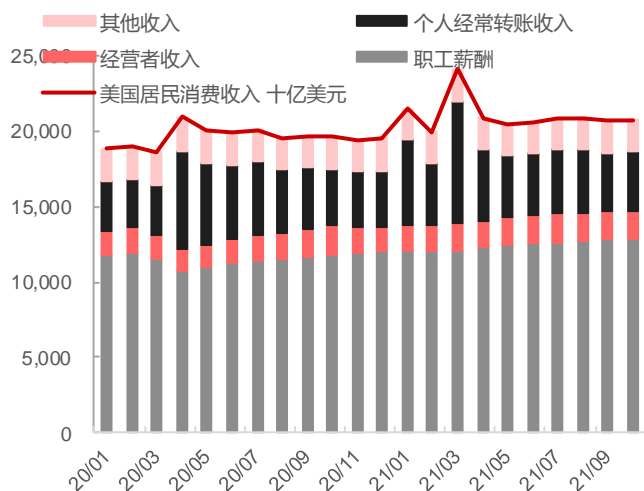
从通胀的角度看，即便是在容忍度更高的平均通胀目标制下，也达到了美联储的加息门槛。鲍威尔在 12 月利率会议发布会上表示 9 月份关注到通胀持续回升，进而逐渐改变了通胀暂时论的想法，也导致后续货币政策开始加快收紧。但以目前的通胀压力，美联储通过加息来平抑通胀，能够生效的路径只能是通过打压需求，给经济降温，也就是说未来通胀实质性的回落需要需求走弱，而届时市场将会更担心需求下行。

2.3、消费见顶回落，经济增速向常态回归

疫情后美国居民消费在全球范围内表现最为强劲，主要得益于财政转移支付提高了居民部门的整体收入水平，2021 年先后进行了两轮财政刺激，1 月时任美国总统特朗普签署 9000 亿美元的新冠纾困法案和政府拨款法案，对居民发放 600 美元补贴，3 月美国总统拜登签署 1.9 万亿美元的新冠刺激法案，对符合条件的居民直接发放 1400 美元支票。但财政刺激效应在 2021 年下半年开始逐渐消失殆尽，转移支付的钱花完了，额外的失业补助也在 9 月份到期，未来的消费能力主要靠工资收入，在就业市场逐渐修复的情况下，收入稳定对消费构成支撑，但消费不会特别亮眼，增速预计回落。

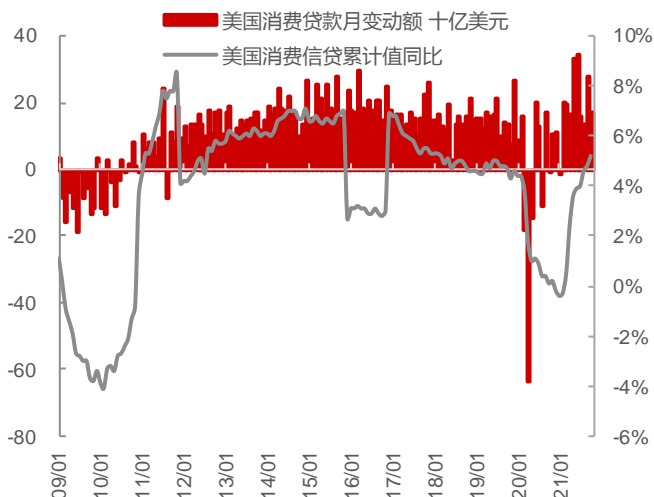
首先，商品消费已经非常确定性见顶回落，而服务消费已经回到疫情前水平，服务消费弹性低于商品，很难出现大涨，二者此消彼长的结果是总的消费增速下降；其次，高通胀已经开始打压消费者信心，在看到通胀居高不下之后，美国的消费者信心指数降到了比疫情时期更低的水平，而各个维度的居民通胀预期也攀升至高点；最后，全社会的储蓄率已经回到疫情前的水平，居民虽然可能留有缓冲资金，但储蓄率没有考虑贫富分化的问题，低收入人群的储蓄率较低。相对乐观的一点是目前居民收入和信贷条件尚可，消费信贷还在增加，收入和借贷的支撑下消费不至于快速减少。

图表 17: 美国财政转移支付效应消退, 后续看工资



资料来源: Bloomberg

图表 18: 美国居民消费信贷开始回升



资料来源: Bloomberg, 注: 消费信贷同比增速为累计值同比

图表 19: 储蓄率已经回落至疫情前的较低水平



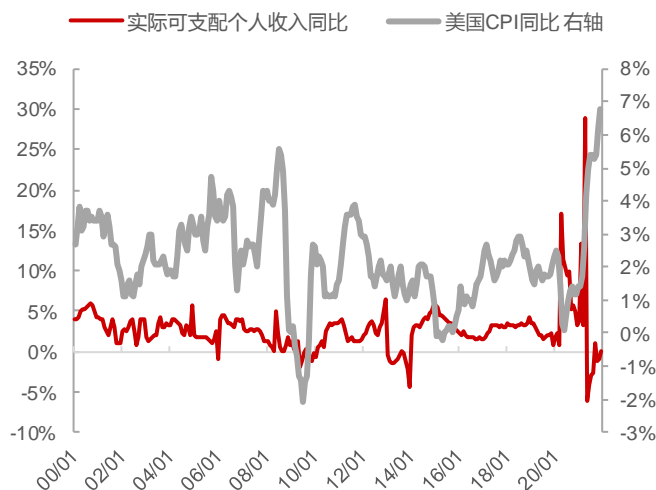
资料来源: Bloomberg

图表 20: 零售销售环比增速回落, 且不能忽视价格因素



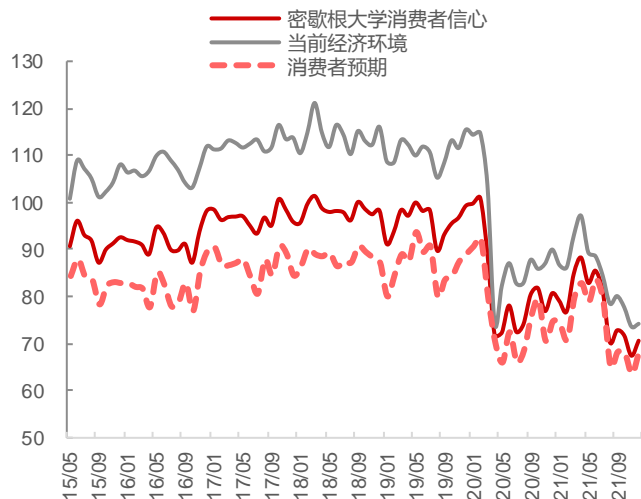
资料来源: Bloomberg

图表 21: 实际可支配收入受到通胀侵蚀



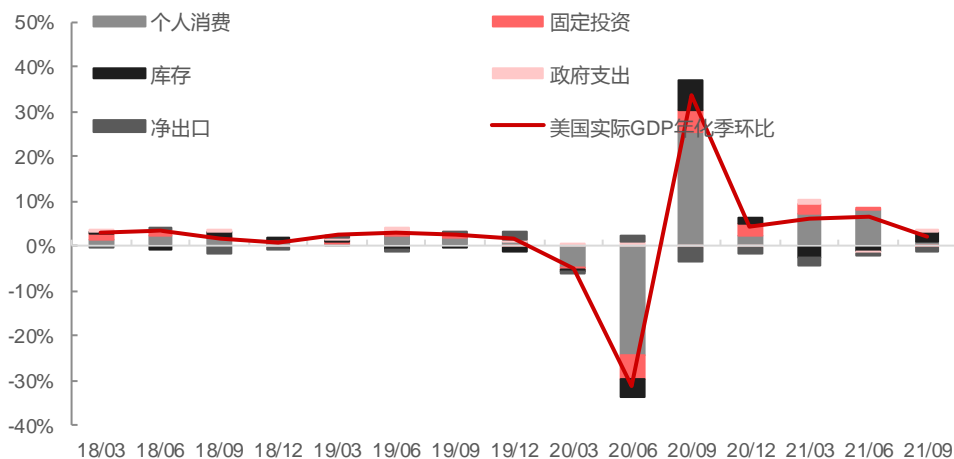
资料来源: Bloomberg

图表 22: 消费者信心受到通胀走高的打压



资料来源: Bloomberg

图表 23: 消费增速回落确定了疫情后的经济增速高点



资料来源: Bloomberg

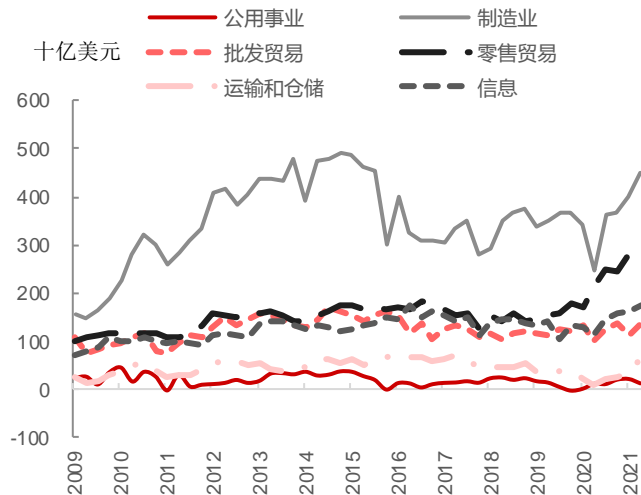
企业端在 2021 年表现亮眼, 一方面是商品需求强劲, 新订单保持在较高水平, 企业端加班加点的生产, 设备利用率已经回升至疫情前水平, 制造业保持高增长, 另一方面供应链紧张, 叠加原材料价格和人工成本上升, 导致商品供不应求, 且企业面临的价格上涨压力在需求较好的环境中进一步向下传导, ISM 制造业 PMI 的物价分项攀升至历史高点, 通胀传导顺畅的背景下企业利润增加, 尤其是制造业和零售贸易行业较疫情前大幅提高。

图表 24: 美国设备利用率回升至疫情前水平



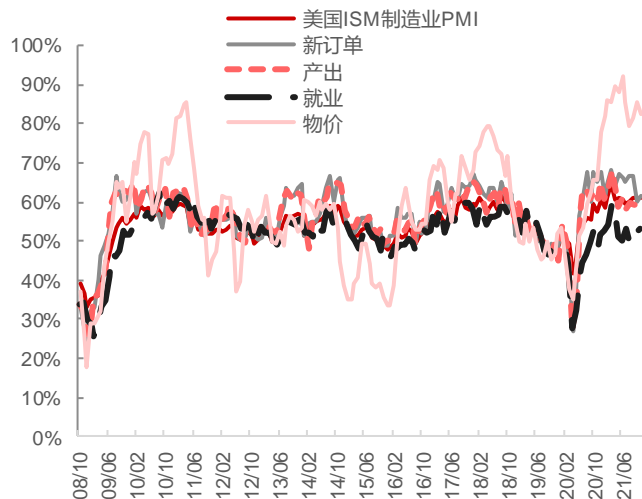
资料来源: Bloomberg

图表 25: 非金融行业公司利润疫情后显著增长



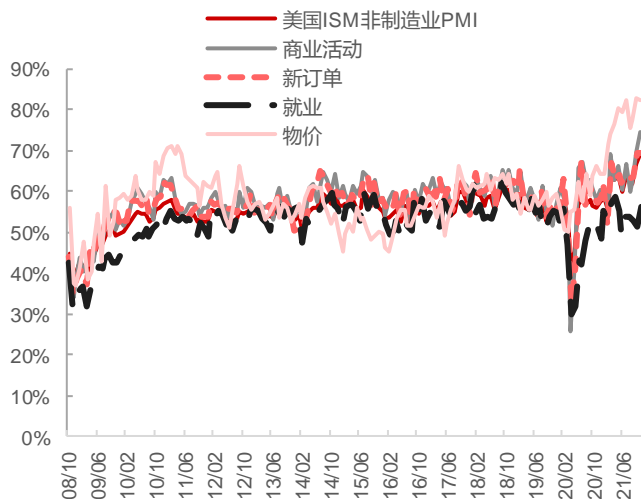
资料来源: Bloomberg

图表 26: 制造业 PMI 见顶



资料来源: Wind

图表 27: 消费从商品转到服务



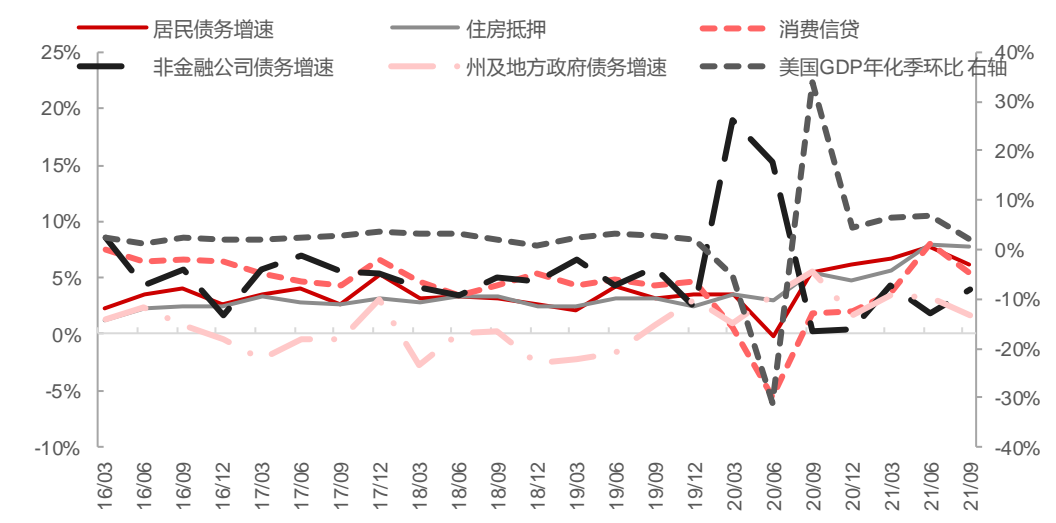
资料来源: Bloomberg

制造业 PMI 指数在 2021 年年中见顶, 由于物价分项较高, 指数整体缓慢回落, 新订单和产出的峰值已经看到, 居民消费也从商品转到服务, 非制造业 PMI 在下半年延续了上涨趋势, 尤其是服务业的成本仍在攀升, 与制造业分化, 后续服务业暴涨的空间有限, 预计追随制造业的回落趋势, 整体而言经济恢复最快的时候已经过去。

此外, 政府支出, 美国政府债务上限在达到 28.5 万亿上限后, 10 月临时投票通过上调 4000 亿至 28.9 万亿, 12 月最终投票通胀上调 2.5 万亿至 31.4 万亿美元, 这样至少到 2023 年年初都可以保证不再担心政府债务问题, 也给了拜登政府推行刺激计划的空间, 在连

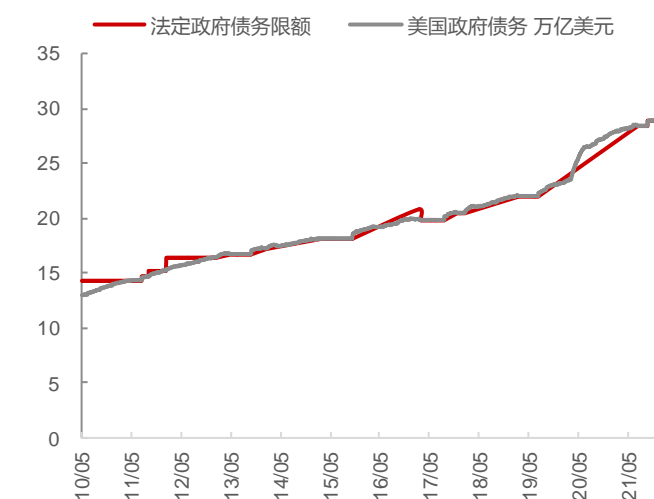
续两年的财政刺激后，避免了财政悬崖问题，但新的基建、就业计划等政策很难在短期内对经济直接发力，对经济的刺激效果不如发钱和减税，因而难以改变经济的回落趋势。

图表 28：美国居民部门债务增速在 2 季度见顶



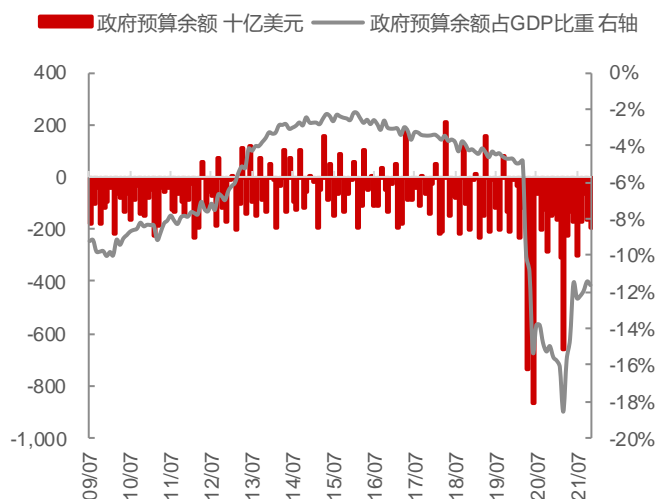
资料来源：Bloomberg

图表 29：美国政府债务上限提高，2022 年无虞



资料来源：Bloomberg

图表 30：22 年新增财政赤字预计较 21 和 20 年减少



资料来源：Bloomberg

3、进退维谷的货币政策紧缩周期

3.1、过往加息周期黄金表现

2004-2006 年为抑制房地产市场泡沫的加息过程中,黄金价格从 390 美元/盎司上涨至 600 美元/盎司以上。2015 年末首次加息前金价承压下行,到加息落地时黄金则开启了筑底回升之路,因加息暂缓以及英国脱欧和美国大选,金价在 2016 年录得上涨,加息期间表现较差的当属 2018 年美国经济在税改后锦上添花达到高点,利率和美元指数同时走高,金价从 1300 美元/盎司下跌至最低 1160 美元/盎司。最近的这段加息周期更有参考意义,对于金价来说,预期货币政策收紧的阶段是最艰难的,待到加息落地基本面并不一定利空黄金。

图表 31: 加息周期中通胀与黄金表现



资料来源: Bloomberg

图表 32: 加息周期中美元指数与美债表现



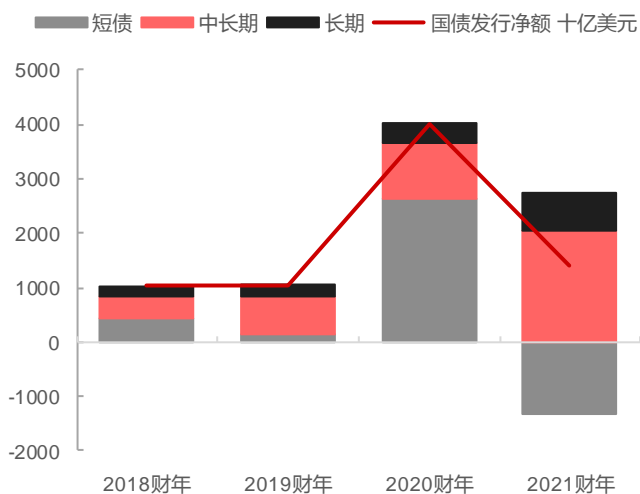
资料来源: Bloomberg

3.2、货币政策被动收紧，本轮加息路径不确定性较高

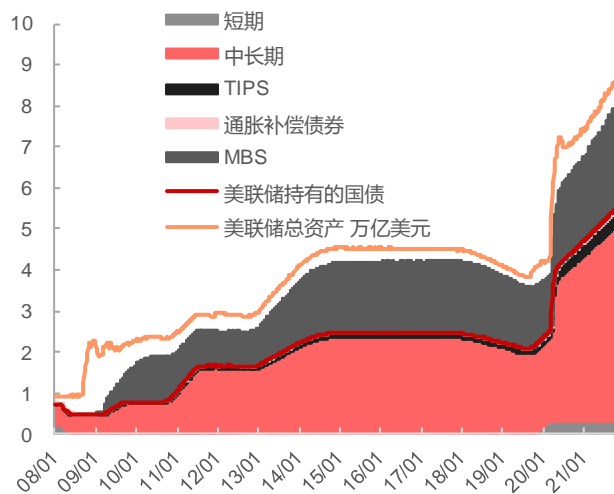
对于疫情后的实体经济复苏货币政策能做的非常有限，20年7月后美联储的政策操作主要集中在资产购买，直到21年11月官宣缩减购债，这期间货币市场流动性异常充裕。2021年大量短债到期，新发行国债受限于政府债务上限，过剩的资金叠加美联储的购买导致长端收益率处于与当前经济增速和通胀不相匹配的低位，变相地压低了长端利率。目前隔夜市场逆回购规模达到1.9万亿美元，美联储减少购债在短期内对市场的冲击较小，但基本上随着新财年新债的发行以及美联储结束购债，逆回购规模见顶时间临近。

图表 33：21 财年实际国债发行净额下降至 1.4 万亿

图表 34：21 年美联储资产购买以中长期债券为主



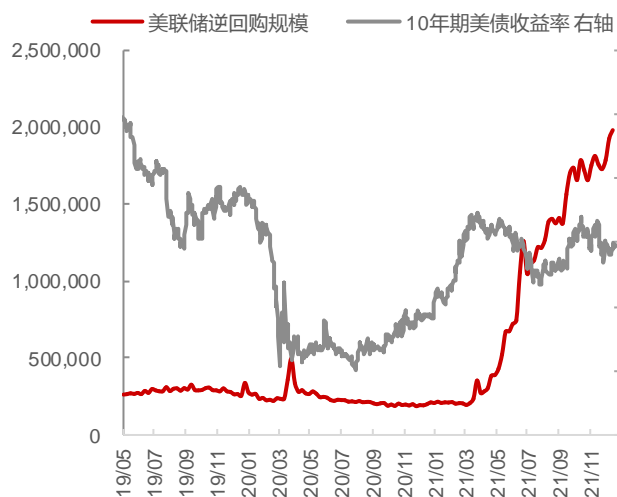
资料来源：Bloomberg



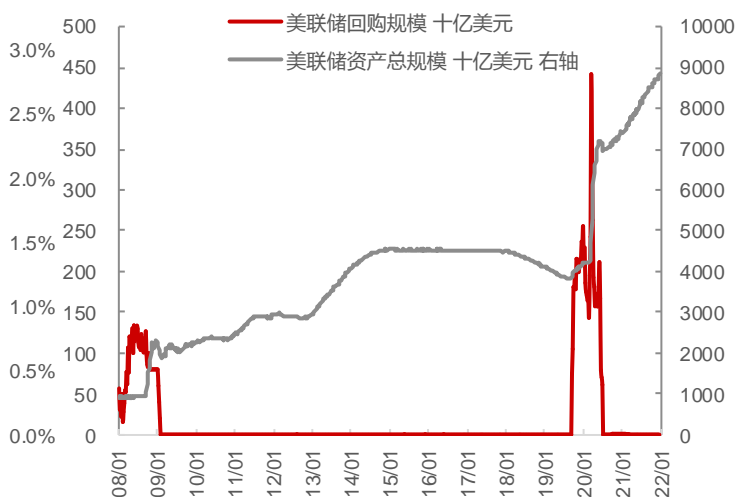
资料来源：Bloomberg

图表 35：隔夜逆回购规模攀升至 1.9 万亿美元

图表 36：货币市场流动性非常充裕



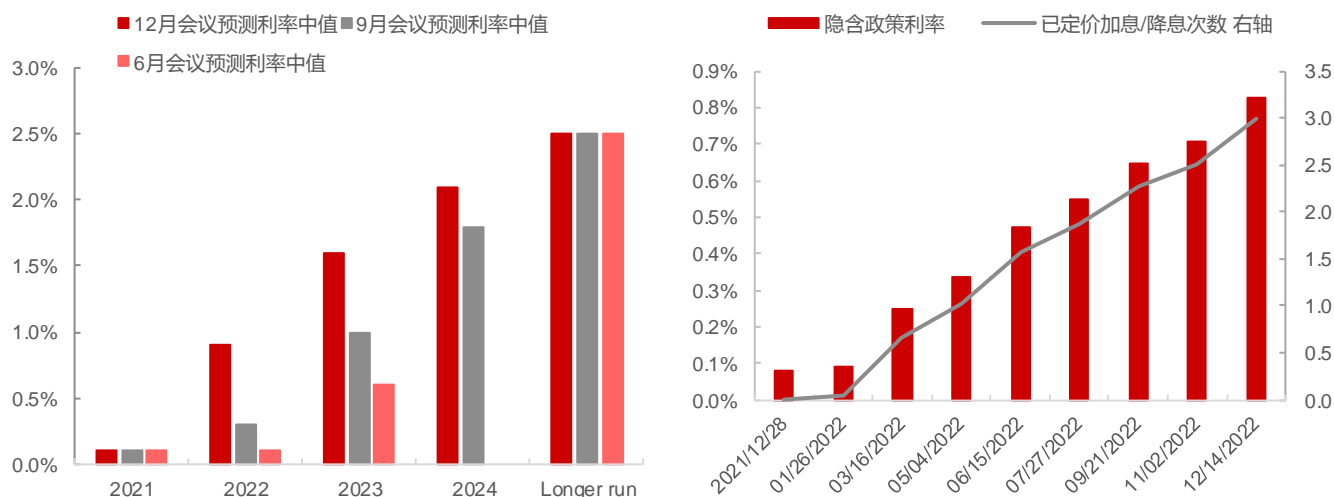
资料来源：Bloomberg



资料来源：Bloomberg

鉴于美联储已经抛弃了通胀暂时论的说法，货币政策转向收紧抑制通胀，点阵图显示2022年和2023年将分别加息三次，市场已经定价的是2022年6月首次加息。

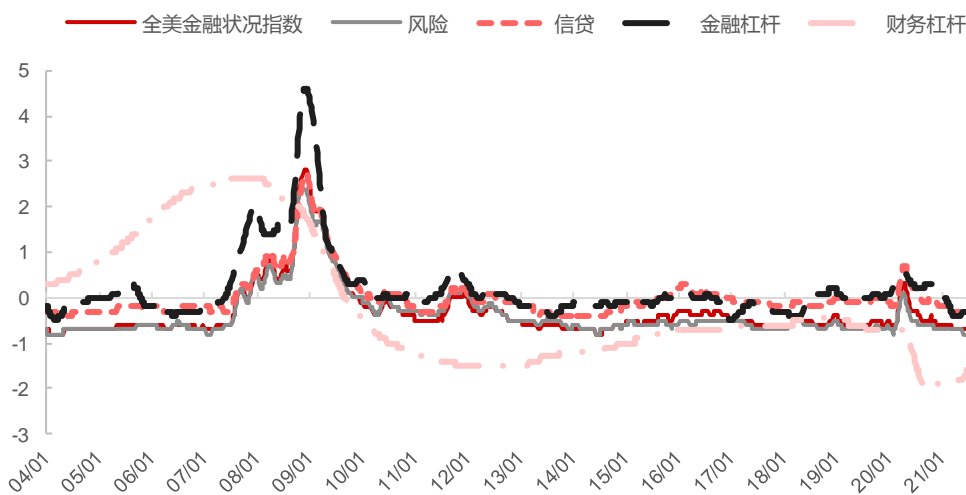
图表 37：12 月利率会议美联储显著上调利率预测值 图表 38：市场已经定价 2022 年加息 3 次



资料来源：Bloomberg

资料来源：Bloomberg

图表 39：金融状况指数依旧宽松，但风险在四季度有所回升

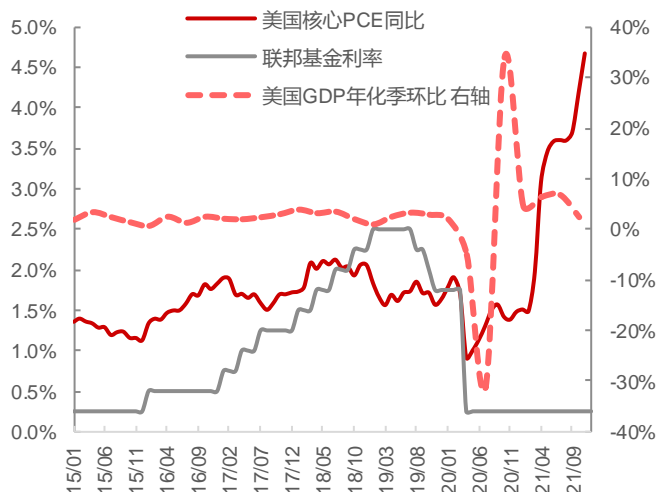


资料来源：Bloomberg

但本轮加息周期与过往不同，一是通胀压力显著高于过去几轮加息时期；二是经济边际增速已经开始缓慢回落，与通胀并不同步，加息过猛可能会加快经济步入衰退；三是长期利率目前只有1.5%的水平，加息空间非常小，除非长期利率能够出现因为经济高增长而走高这一良性循环，否则已经相对平坦的收益率曲线会让货币政策非常尴尬；四是加息对资产价格和经济增长的负面影响可能导致美联储加息一次后就暂缓的情况，以牺牲

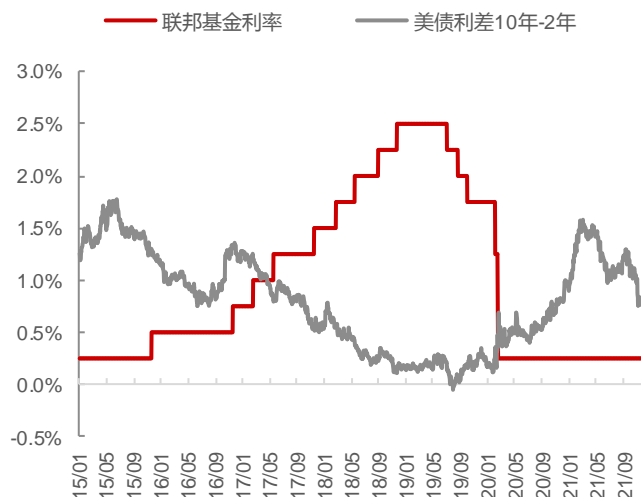
经济增长为代价去打压通胀的强势操作只在 70 年代滞胀时期才发生过，当前尚未看到美联储有如此决心。

图表 40：超高通胀与经济增速回落的矛盾



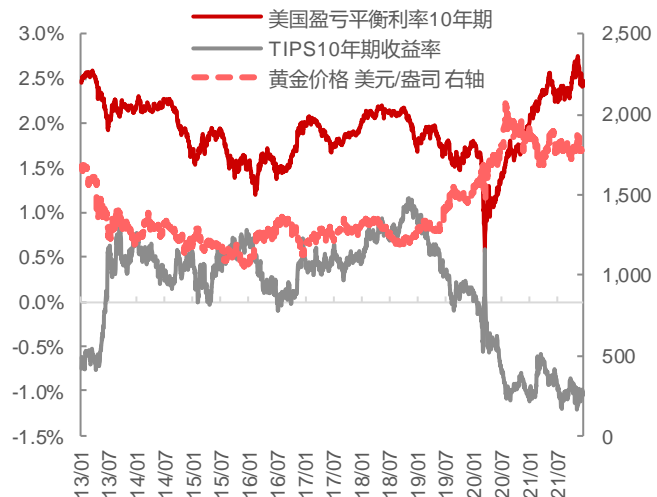
资料来源：Bloomberg

图表 41：当前美债收益率长短利差只有 0.8%



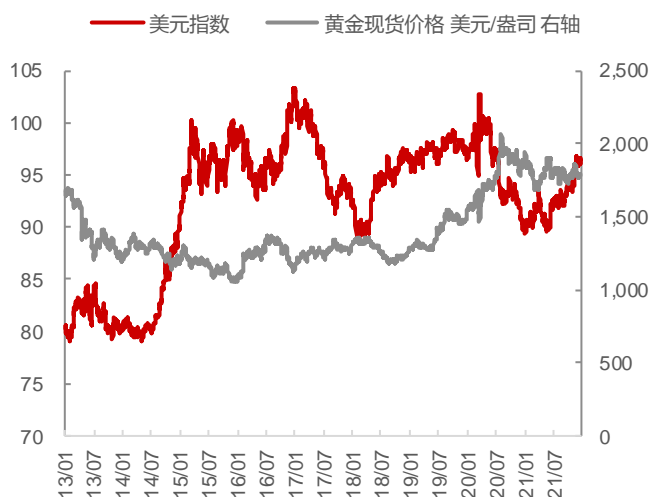
资料来源：Bloomberg

图表 42：实际利率框架低估黄金价格



资料来源：Bloomberg

图表 43：强势美元压制黄金表现



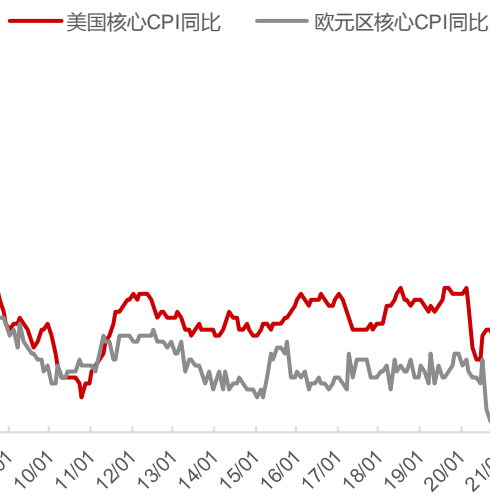
资料来源：Bloomberg

在发达经济体中，美国的刺激力度最大复苏最强通胀压力最大，使得美联储收紧货币政策的迫切性最高，对比之下欧元区的复苏力度较弱通胀压力温和回升，欧央行 2022 年暂无加息意愿，一季度紧急抗疫购债计划（PEPP）结束后，二季度开始将常规购债规

模提高至 400 亿欧元，三季度 300 亿欧元，四季度回到 200 亿欧元，货币政策维持宽松。欧美经济复苏节奏和货币政策的差异导致美元指数阶段性走强，当市场转向交易欧元区最后一波复苏时美元指数阶段性回调，而后续联储加息进程不及预期以及经济边际增速回落时将导致美元指数走弱。排除掉通胀因素，从实际增长的角度看，美元指数与美国实际利率的持续背离表明美元被高估，况且交易出来的实际利率可能还低估了美国的通胀压力。

图表 44：欧元区经济复苏节奏落后美国

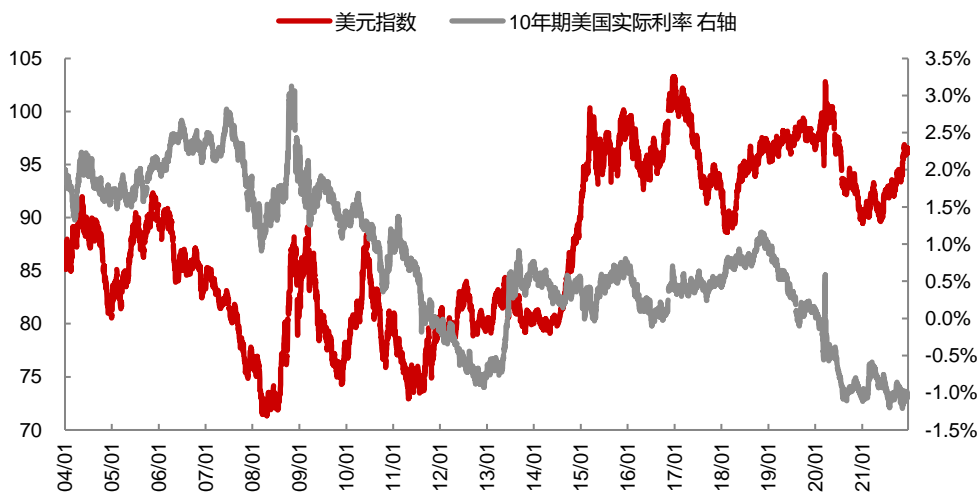
图表 45：欧元区的通胀压力也小于美国



资料来源：Bloomberg

资料来源：Bloomberg

图表 46：实际利率与美元指数持续背离



资料来源：Bloomberg

3.3、资金流出黄金的情况逐渐缓解

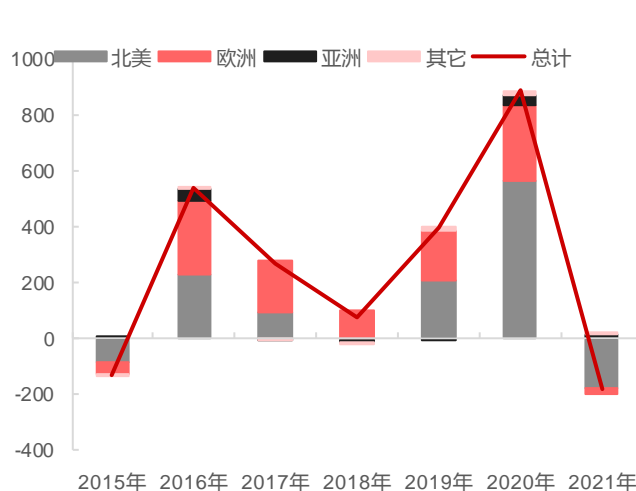
2021 年是复苏之年，市场的风险偏好非常高，资金流入股市和大宗商品等得益于经济增长的资产，抛弃了对利率敏感的黄金。全球黄金 ETF 总持有量减少 184 吨至 3578 吨，基本由北美贡献，欧洲微幅流出，亚洲和其它国家微幅增加。上半年经济走强阶段流出速度较快，下半年随着美国经济增速见顶资金流出速度放缓，11 月转为增持状态，自欧元区主权债踏入负利率以来，每年的黄金 ETF 持有增量非常可观，鉴于后疫情时代全球经济增速依次见顶，市场风险偏好开始转变，预计资金将重新流入黄金。

图表 47：全球黄金 ETF 持有量流出速度放缓



资料来源：Bloomberg

图表 48：2021 年北美黄金 ETF 流出 180 吨



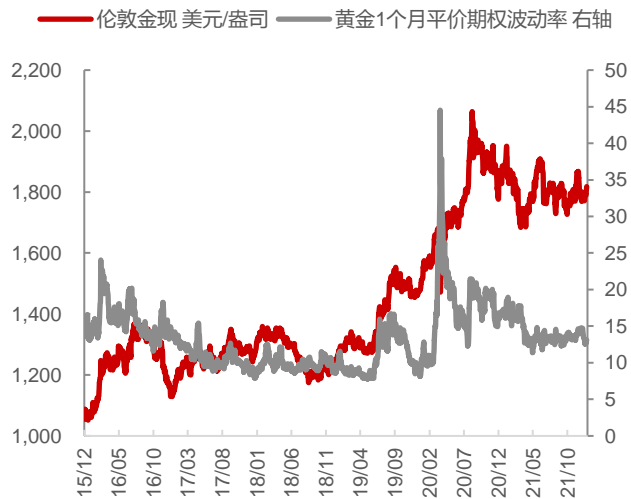
资料来源：Bloomberg

4、投资建议：加息前夜，黄金筑底回升

综合来看，美国经济复苏最快的时刻已过，矛盾转向居高不下的通胀，黄金表现最差的时刻应该在 2021 年已经看到了，三度测试的 1670 美元/盎司预计是本轮黄金下跌的底部。在实际利率框架内，经济复苏和紧缩预期支撑的强势美元被高估，而黄金被低估。美联储加息预期黄金已经有所定价，加息抑制通胀的结果是加快经济的回落速度，未来的加息路径高度不确定，美联储进退维谷的状态将带给黄金上涨机会，美国经济缓慢回落的过程中，市场的风险偏好的交易逻辑变化难以一蹴而就，黄金单边上涨的难度较大，预计震荡上行，价格中枢预计回升至 1900 美元/盎司，高点看至 2000 美元/盎司。

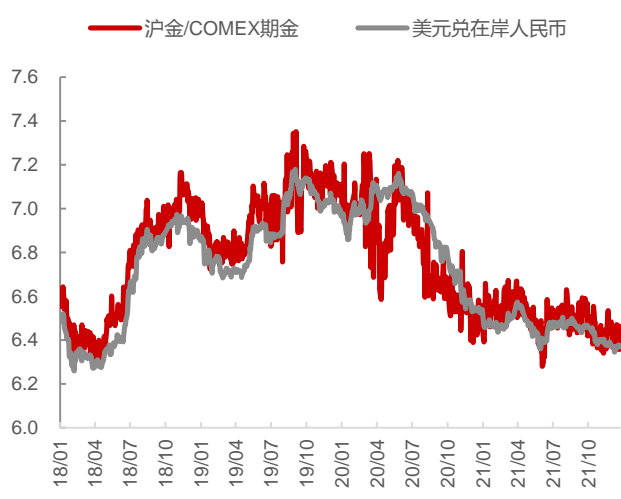
人民币同美元同时走强的年份并不多见，2021 年人民币升值约 2%，沪金表现逊色于伦敦金，2022 年人民币升值空间有限，商业银行端大量的外汇储备缓冲降低了人民币大幅走弱的风险，汇率端对沪金的拖累预计减弱。对应沪金价格运行区间 360-410 元/克。

图表 49: 黄金震荡上行, 波动率阶段性回升



资料来源: Bloomberg

图表 50: 内盘黄金恢复溢价状态



资料来源: Bloomberg

5、风险提示

美国经济表现好于市场预期, 美联储加息顺畅, 流动性收紧提升实际利率水平, 将支撑美元走强, 黄金便难以摆脱熊市格局。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,注册资本金 23 亿元人民币,员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持市场化、国际化、集团化的发展道路,打造以衍生品风险管理为核心,具有研究和技术两大核心竞争力,为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

徐颖

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com