

研究报告

年度视野—贵金属

货币收缩周期开启,2022年贵金属价格或震荡偏弱

广州期货 研究中心

联系电话: 020-22139813

摘要:

2021年,金价整体呈现震荡下行。一季度全球疫情有所缓解,叠加美国财政刺激、市场避险情绪降温,金价自高位回落。二季度疫情反弹、资金面宽松、通胀保持较高水平,贵金属价格获得有利支撑,金价大幅反弹。三季度后美国货币政策收紧预期逐步增强,美国经济基本面复苏较为稳健,金价震荡下行。四季度以来市场逻辑经历转向,由交易美国滞胀预期转为交易加息预期,金价冲高回落。

年内银价整体呈现宽幅震荡。一季度市场避险情绪降温令金价承压,金银比下行至年内低位。后续白银价格整体表现较为弱势,金银比震荡上行。三季度银价进入下行通道,并于三季度末破位下行至21.4美元/盎司年内低位。四季度以来银价冲高回落,受白银固有的商品属性及工业属性影响,银价跌幅大于金价。

从供需角度来看,全球黄金总供应及总需求同比均呈现小幅下降,主要由于回收金供应锐减及黄金ETF持仓规模下降所致。

展望后市,2022年贵金属价格是否仍有行情机会?我们认为,在美国通胀维持高位、就业持续修复、疫情扰动尚未明确、经济增长放缓的宏观背景下,叠加货币政策收紧开启、财政政策缓发力的政策环境,预计美国经济整体维持复苏,但节奏或有所放缓。长端美债利率中枢或将受美联储加速收紧节奏所抬升,预计2022年内美十债收益率或向上突破1.9%。

另外,目前而言欧央行货币政策整体维持相对宽松,在欧美货币政策转向节奏存在差异的背景下,欧元兑美元汇率或维持低位运行。在此逻辑支撑下,预计2022年美元指数于96-98区间内偏强运行。在美国货币紧缩周期开启的背景下,2022年金价或较难走出结构性行情。预计COMEX黄金主力合约价格或于1670-1910美元/盎司区间波动,COMEX白银主力期货合约价格或于21.0-26.5美元/盎司区间波动,整体维持震荡偏弱格局。

投资咨询业务资格:

证监许可【2012】1497号

联系信息

分析师 李代

期货从业资格: F03086605

投资咨询资格: Z0016791

邮箱: li.dai@gzf2010.com.cn

分析师 胡岸

期货从业资格: F03086901

投资咨询资格: Z0016570

邮箱: hu.an@gzf2010.com.cn

联系人 汤树彬

期货从业资格: F03087862

邮箱: tang.shubin@gzf2010.com.cn

COMEX 黄金主力合约价格走势



COMEX 白银主力合约价格走势



相关报告

广州期货-点评报告-海外宏观-零售数据再超预期,美元指数或维持偏强态势-20211122

广州期货-点评报告-海外宏观-美联储Taper如期落地,整体偏鸽-20211104

广州期货-期市博览-贵金属-关注新冠变种影响,贵金属价格或低位震荡-202111

广州期货-期市博览-贵金属-Taper落地在即,贵金属或迎来反弹窗口-202110

目录

一、通胀疫情双重扰动，年内贵金属价格震荡下行	1
二、回收金供应锐减，ETF 持仓流出	2
三、货币收缩周期开启，2022 年贵金属或维持震荡偏弱	5
免责声明	8
研究中心简介	8
广州期货业务单元一览	9

一、通胀疫情双重扰动，年内贵金属价格震荡下行

2021年，贵金属价格整体呈现震荡下行，整体走势可分为一季度大幅下跌、二季度反弹、三四季度区间震荡的三个阶段。

一季度全球疫情有所缓解，美国推出财政刺激计划，市场避险情绪降温，金价自高位回落。

二季度疫情持续反弹，Delta病毒于6月席卷全球，最终成为主流新冠变异株。在前期美联储持续放水情况下，二季度市场资金面极为宽松，通胀保持较高水平，对贵金属价格形成有利支撑，金价大幅反弹。

三四季度金价整体维持宽幅震荡。其中，三季度金价震荡下行，主要原因在于：第一，货币政策收紧预期逐步增强，9月议息会议美联储主席边际转鹰，暗示Taper时点的同时更释放远端加息的预期，时间距离货币政策实质性转向已经更近一步；第二，高频经济数据反映美国经济基本面复苏较为稳健，市场配置资金在美联储货币政策收紧的压力下对贵金属后市行情谨慎观望，消息面利空因素较多。

四季度初，以原油为代表的部分大宗商品价格强劲反弹，金价受美国通胀预期升温影响呈现反弹格局。IMF下调全球GDP预期并对通胀形势进行预警，加之9月CPI数据提示美国通胀高于预期，市场开始围绕美国经济可能陷入滞胀的逻辑进行交易。整体而言，四季度初金价震荡上行的逻辑在于：第一，Taper即将落地，市场在前期对此利空的定价已进行得较为充分；第二，市场担忧美国经济存在陷入滞涨的风险。四季度中期金价转跌，市场预计美联储或将提前对高企的通胀作出应对，缩减购债的节奏以及加息步伐均有望提前。市场转向围绕货币政策收紧加快的预期进行交易。

四季度末鲍威尔连任美联储主席后，美联储货币政策偏鹰，在市场加息预期升温的背景下金价持续承压。12月，多国联合进行石油抛储行动，一定程度上对通胀预期形成压制。美元指数大幅走强，美十债收益率隐含通胀预期回落，金价承压大幅下跌。另外，新冠新型变异毒株“奥密克戎”的发现小幅推升市场避险情绪，美元指数、美债收益率回落，金价小幅反弹后维持低位震荡。

图表1：2021年COMEX黄金主力合约价格走势



数据来源：Wind、广州期货研究中心

白银价格相对较为弱势，从2020年8月开始，银价整体于22-30美元/盎司宽幅区间内维持震荡。三季度银价进入下行通道，并于三季度末破位下行至21.4美元/盎司年内低位。因白银工业属性较强，叠加三季度投机情绪升温，白银价格在下跌行情中展现出更大的向下弹性。

四季度初，白银价格表现回暖，终结了第三季度的下跌趋势。一方面，白银的商品属性更为显著，受原油等大宗商品的涨势带动，银价表现更为强势；另一方面银价三季度末大幅下挫，技术上存在补涨需求。

四季度中，银价冲高回落，跌幅大于金价。一方面，受白银商品属性影响，银价在回落行情中展现出更大的下跌弹性；另一方面，白银的工业属性较强，四季度中期受原油等大宗商品价格大幅下挫所拖累，表现较为疲弱。

从金价、银价相对强弱对比的角度而言，一季度市场避险情绪降温令金价承压，金银比下行至年内低位63.7。年内其余时间内，白银表现相对较弱，金银比震荡上行，四季度末达到80的年内高位。

图表2：2021年COMEX白银主力合约价格走势



数据来源：Wind、广州期货研究中心

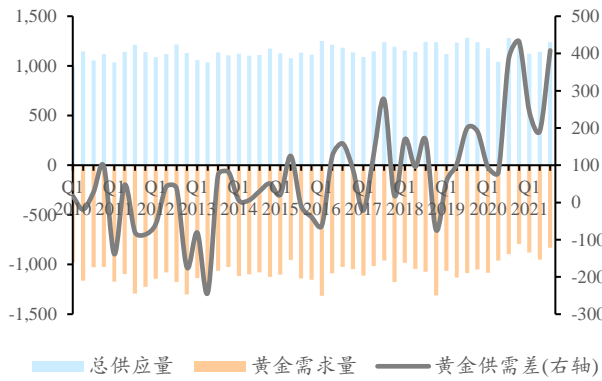
二、回收金供应锐减，ETF持仓流出

从黄金的供需出发，据世界黄金协会数据，今年一至三季度全球黄金总供应与去年同期相比持平，其中金矿产量同比增5%，回收金供应同比减少12%。黄金总需求同比减少9%。

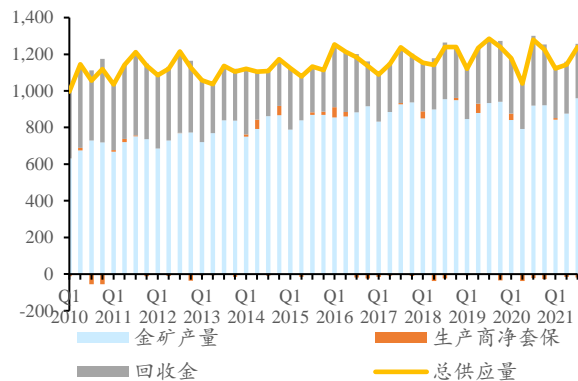
供应而言，三季度全球黄金总供应同比下降3%至1238.9吨，供应的下滑主要体现在回收金供应的锐减。三季度回收金供应同比减21.9%至298吨。

需求而言，三季度全球黄金总需求同比下降7%至831吨。珠宝需求同比增33%至443吨，金币和金条需求同比增18%至262吨。中国、印度及中东地区市场对金饰等黄金实物需求的提振较为显著。总需求的下滑主要体现在黄金ETF持仓规模的下降，全球黄金ETF持仓净流出27吨。其中，全球最大黄金ETF（SPDR）持仓三季度净流出45.52吨。电子产业等科技行业黄金需求同比增9%至84吨，已恢复至疫情前水平。全球三季度央行购金69吨，年内购金近400吨。

图表3：2010-2021全球黄金季度供需

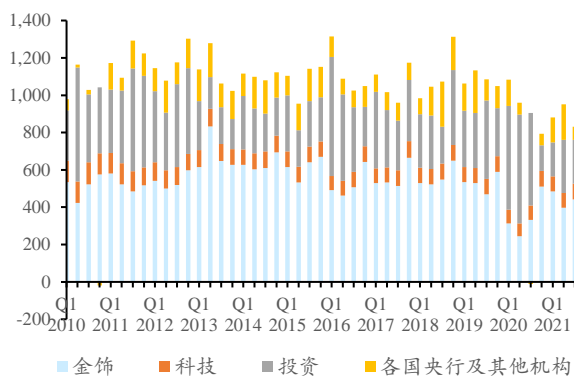


图表4：2010-2021全球黄金季度供应

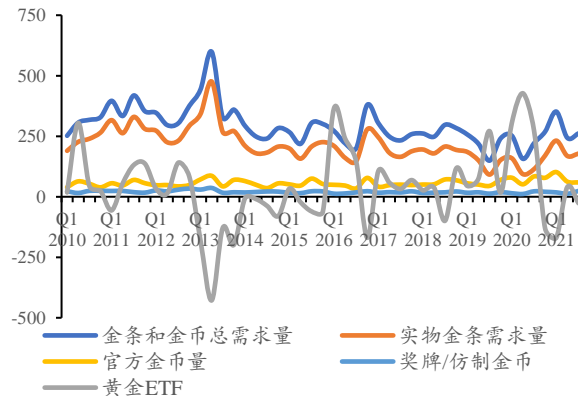


数据来源：世界黄金协会、广州期货研究中心

图表5：2010-2021全球黄金季度需求



图表6：全球黄金投资需求分项



数据来源：Metals Focus、世界黄金协会、广州期货研究中心

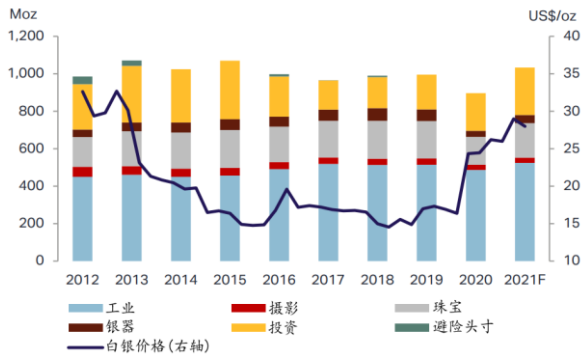
白银供需层面，据世界白银协会测算，预计在经济复苏背景下，2021年全年白银需求增长约15%，实物销售及机构投资需求保持强劲；总供给增长约8%。

供给而言，随着疫苗持续接种推动年内银矿复工，预计矿生银供给年增8%至约26300吨。受珠宝、银器价格上涨推动，再生银产量预计年增8%至约6100吨。生产商风险对冲带来的白银供给年增8%至约32800吨。

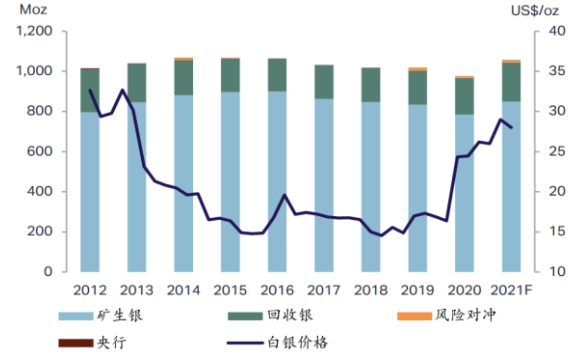
需求而言，预计白银工业需求年增8%至约16300吨。在光伏、电子、新能源汽车等行业加速发展的背景下，相应行业对白银的需求预计将增长7%。银条和银币等白银实物投资需求预计增25%至约7800吨，白银ETF持仓预计小幅回落，整体维持历史高位。珠宝及银器需求预计分别年增10%以上至5700吨及1300吨，但需求仍低于疫情前水平。中长期角度，在新能源汽车及光伏产业发展的驱动下，预计白银需求将持续实现稳步增长。

四季度贵金属ETF持仓情况显示，中长期配置资金依旧维持相对谨慎。截至12月14日，四季度SPDR黄金ETF持仓净流出19.66吨，SLV白银ETF持仓净流出243.44吨。短期资金投机情绪有所降温，截至12月7日，四季度COMEX黄金管理基金净多头持仓累计减少6108手至80741手，四季度COMEX白银管理基金净多头持仓累计减少20415手至17665手。

图表7: 全球白银需求

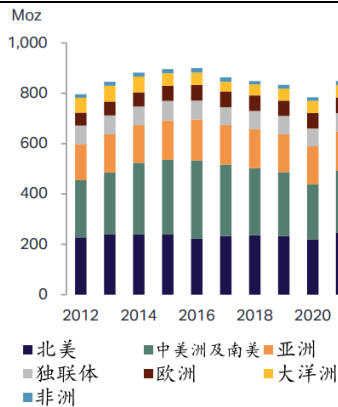


图表8: 全球白银供给

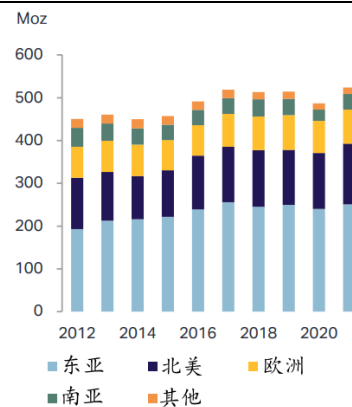


数据来源: Metals Focus、Bloomberg、世界白银协会、广州期货研究中心

图表9: 全球白银矿产供给(分地区)



图表10: 全球白银工业需求(分地区)



数据来源: Metals Focus、Bloomberg、世界白银协会、广州期货研究中心

图表11: SPDR黄金ETF持仓量与伦敦金价

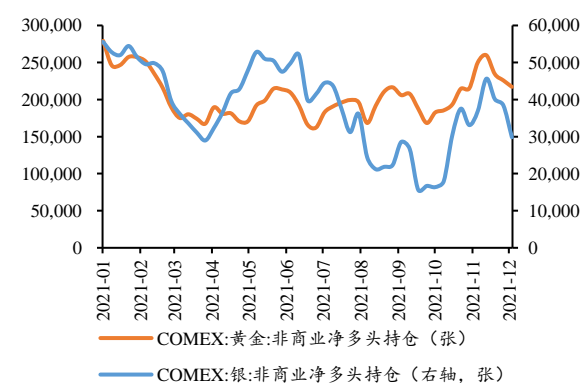


图表12: SLV白银ETF持仓量与伦敦银价



数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表13: COMEX黄金、白银非商业净多头持仓



图表14: 上期所黄金、白银期货持仓量



数据来源: Wind、广州期货研究中心

三、货币收缩周期开启，2022年贵金属或维持震荡偏弱

展望后市，2022年贵金属价格是否仍有行情机会？我们认为，在美国通胀维持高位、就业持续修复、疫情扰动尚未明确、经济增长放缓的宏观背景下，叠加货币政策收紧开启、财政政策缓发力的政策环境，预计2022年美国名义利率中枢上移、美元指数偏强运行。受到以上利空因素影响，2022年贵金属价格较难走出结构性行情，料将维持震荡偏弱格局。

通胀方面，美国通胀料将维持高位，长期通胀中枢上移，但明年一二季度或见顶回落，原因在于：第一，前期由疫情导致的供应链瓶颈问题将随疫情常态化而缓慢改善，运输业就业结构性短缺问题边际缓解；第二，在全球双碳目标稳步推进、能源结构逐步转型的背景下，中长期角度原油需求达峰、供给收缩的趋势大概率将令传统能源价格中枢温和抬升；第三，全球货币政策收紧周期将至，叠加今年通胀数据的高基数效应，预计2022年通胀同比将见顶回落。

就业方面，美国就业市场持续修复，劳动力需求强劲。失业率延续此前的下行趋势，不同劳动力群体的就业差距有所收窄，时薪持续增长。因人口老龄化及临退休人群就业意愿偏弱，劳动力参与率有所上行但仍较为弱势。展望未来，预计明年美国失业率延续下行趋势。前期疫情造成的就业缺口逐步收窄，预计明年年内美国劳动力市场或接近“充分就业”水平。

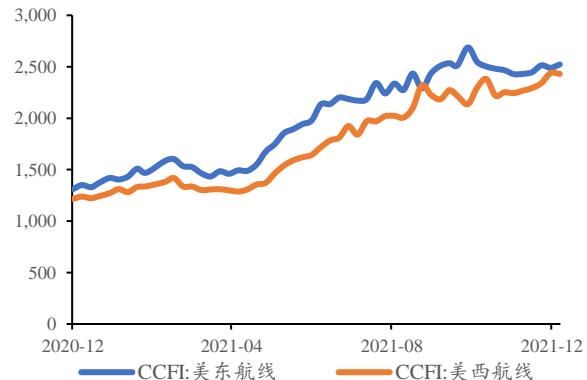
疫情方面，目前新冠病毒仍然是左右全球经济形势的关键变量。四季度末奥密克戎变异株带来的新一轮疫情仍处发酵阶段，新冠变异株对于经济的影响尚未明确，未来仍需进一步评估。

经济增长方面，美国制造业维持景气，非制造业持续扩张。奥密克戎变异株为美国防疫工作带来新的挑战，防疫新形势或将为前期加速复苏的美国服务业带来负面影响。但我们认为，目前美国疫情或已趋常态化，在民众与病毒长期共存的背景下，新一轮疫情反弹对美国经济的冲击或相对较弱，预计美国经济增长小幅放缓。拜登基建计划落地后，制造业占比或将上升，绿色经济、数字化、先进制造、新能源等新型产业或成为美国经济新的增长点。

图表15：美国运输业就业结构性短缺边际修复

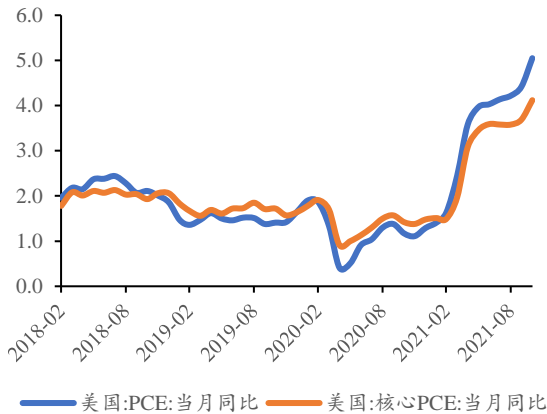


图表16：海运价格指数回落，供应链瓶颈缓解

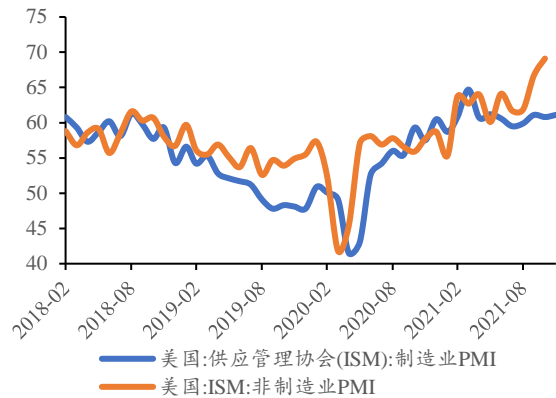


数据来源：Wind、广州期货研究中心

图表17: 美国PCE、核心PCE同比

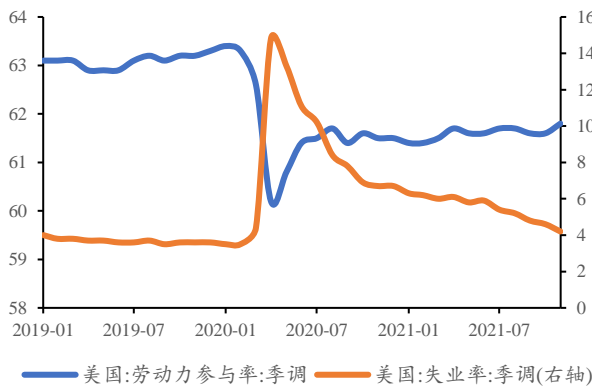


图表18: 美国ISM制造业、非制造业PMI

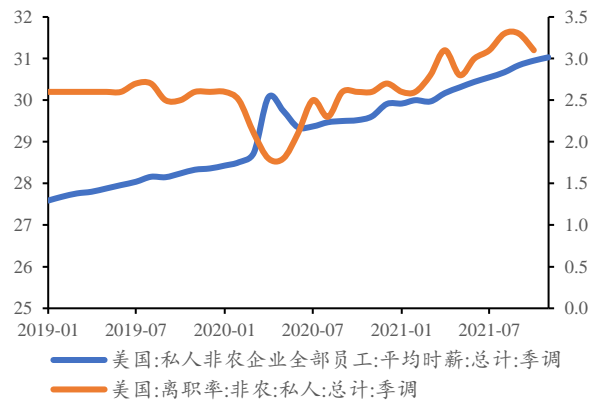


数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表19: 美国劳动力参与率及失业率

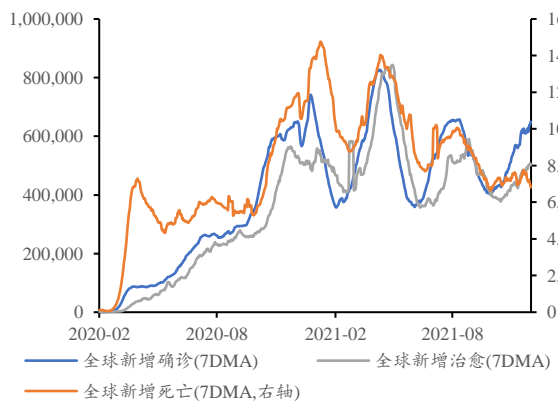


图表20: 美国非农私人部门离职率及平均时薪

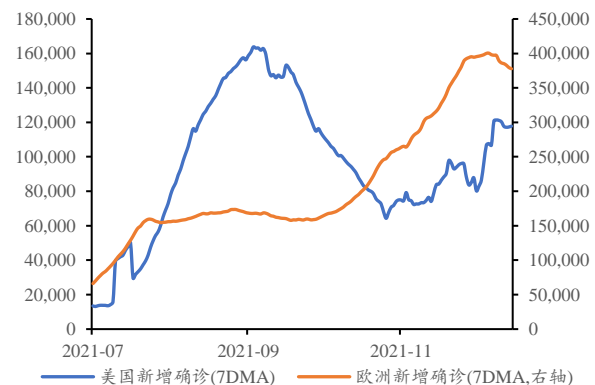


数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表21: 新一轮全球新冠疫情持续发酵



图表22: 欧美新冠疫情新增确诊

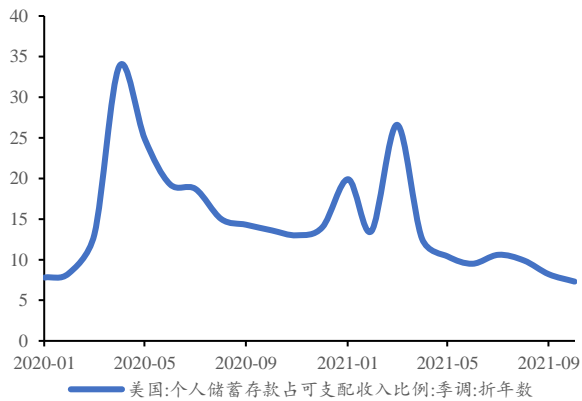


数据来源: Wind、广州期货研究中心

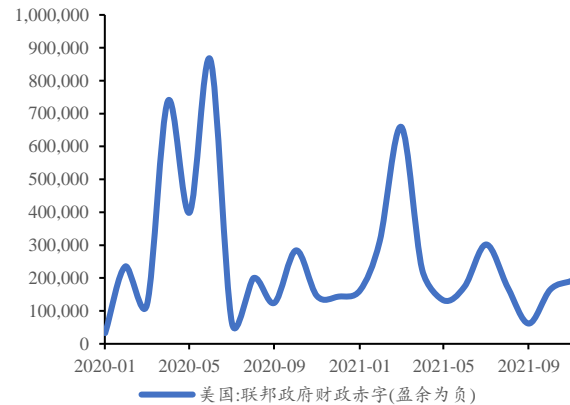
在经济强劲、通胀高企的背景下，美联储宣布放弃此前“通胀暂时性因素”的判断、宣布加速Taper节奏，美国货币政策正式收紧。另外，美国近期宣布的基建法案等财政刺激计划时间跨度较大，力度整体低于疫情以来的水平，对于美国总需求的整体拉动效果或较为有限。预计在财政缓发力、货币流动性收紧的政策背景下，美国经济整体维持复苏，但节奏或有所放缓。长端美债利率中枢或将受美联储加速收紧节奏所抬升，预计2022

年内美十债收益率或向上突破1.9%。另外，目前而言欧央行货币政策整体维持相对宽松，在欧美货币政策转向节奏存在差异的背景下，欧元兑美元汇率或维持低位运行。在此逻辑支撑下，预计2022年美元指数于96-98区间内偏强运行。在美国货币紧缩周期开启的背景下，2022年金价或较难走出结构性行情。预计COMEX黄金主力合约价格或于1670-1910美元/盎司区间波动，COMEX白银主力期货合约价格或于21.0-26.5美元/盎司区间波动，整体维持震荡偏弱格局。

图表23: 美国个人储蓄占可支配收入比例

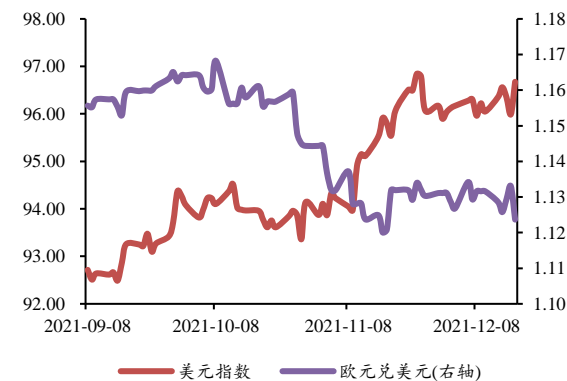


图表24: 美国联邦政府财政赤字

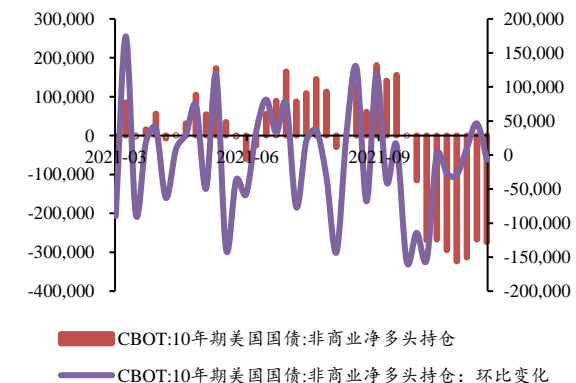


数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表25: 美元指数及欧元兑美元汇率



图表26: CBOT美十债期货非商业净多头持仓



数据来源: Wind、广州期货研究中心

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但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。

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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的核心价值观和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及全球的衍生品投资者。

研究中心下设综合部、农产品研究部、金属研究部、化工能源研究部、金融衍生品研究部、创新研究部等六个二级部门，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究部：(020) 22139858

金属研究部：(020) 22139817

化工能源研究部：(020) 23382623

创新研究部：(020) 23382614

农产品研究部：(020) 22139813

综合部：(020) 22139817

办公地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼10楼

邮政编码：510623

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

佛山南海营业部	清远营业部	上海陆家嘴营业部	北京分公司
联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市南海区桂城街道海五路 28 号华南国际金融中心 2 幢 2301 房	联系电话：0763-3882201 办公地址：清远市清城区人民四路 36 号美吉特华南装饰商贸中心永泰中心 5 层（19-23A 号）	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路 899 号 1201-1202 室	联系电话：010-68525389 办公地址：北京市西城区月坛南街 59 号 5 层 501-1、501-26、501-27
深圳营业部	长沙营业部	东莞营业部	广州体育中心营业部
联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A 座 704A、705	联系电话：0731-82898516 办公地址：湖南省长沙市芙蓉区五一大道 618 号银华大酒店 18 楼 1801	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路 2 号粤丰大厦办公 1501B	联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路 136、138 号 17 层 02 房、17 层 03 房自编 A
杭州城星路营业部	天津营业部	郑州营业部	湖北分公司
联系电话：0571-89809632 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路 111 号钱江国际时代广场 2 幢 1301 室	联系电话：022-87560710 办公地址：天津市南开区长江道与南开三马路交口融汇广场 2-1-1604、1605、1606	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路 80 号 1 号楼 2 单元 23 层 2301 号	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 14 层 1401-9 号
苏州营业部	山东分公司	肇庆营业部	广东金融高新区分公司
联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场 58 幢苏州中心广场办公楼 A 座 07 层 07 号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街 150 号中信广场主楼七层 703、705 室	联系电话：0758-2270760 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路 36 号大唐盛世第一幢首层 04A	联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路 28 号华南国际金融中心 2 幢 2302 房
青岛分公司	四川分公司	上海分公司	华南分公司
联系电话：0532-88697836 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 6 号农商财富大厦 8 层 801 室	联系电话：028-86282772 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路 4 段 12 号 6 栋 802 号	联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路 69 号 1 幢 12 层（电梯楼层 15 层）03 室	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路 171 号南沙金融大厦第 8 层自编 803B
总部金融发展部	总部机构发展部	总部产业发展部	总部机构业务部
联系电话：020-22139814 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-22139836 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-23382586 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-22139802 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼
广期资本管理（上海）有限公司			
联系电话：（021）50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路 388 号越秀大厦 701 室			