



金融投资专业理财

贵金属年报

2021年12月22号

货币缩紧预期消化 金银有望止跌企稳

摘要

2021年贵金属价格整体呈现震荡下滑态势,其中沪金结束5连涨,沪银结束两连涨。期间下跌压力主要来自于疫情避险情绪减弱,经济复苏增强,通胀高启导致市场货币缩紧预期增强,美元指数及美债收益率止跌走高均使得金银承压。展望2022年,以上利空因素对贵金属价格的压力或有所消化,随着美联储加息落地,美元指数先扬后抑,海外经济复苏势头减弱,央行购金持续均对金价构成提振。整体而言,2022年宏观面因素对贵金属的影响相较2021年而言,在上半年利空因素持续,下半年利空因素有望逐步消化,全年操作更倾向于采取低建多策略。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号:30170000

分析师:
陈一兰
投资咨询证号:
Z0012689

咨询电话:059586778969
咨询微信号:Rdqhyjy
网 址:www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



目录

一、2021 年贵金属市场行情回顾.....	2
二、2022 年贵金属上涨动力分析.....	3
1、2022 年全球经济复苏势头减弱.....	3
2、11 月美国新增非农不及预期.....	4
3、2022 年美国 GDP 增速或放缓.....	5
4、海外疫情避险情绪反复.....	6
5、2022 年美元指数或先扬后抑.....	7
6、全球央行或将保持净购金状态.....	8
7、经济复苏导致金饰及科技用金需求增长.....	9
三、2022 年贵金属上行压力分析.....	10
1、2021 年美国 CPI 强势飙涨.....	10
2、2022 年美债收益率有望震荡维稳	11
3、2022 年美联储加息预期不改.....	12
4、投资需求—2021 年贵金属 ETF 持仓高位回调.....	13
四、2022 年贵金属展望及操作策略.....	14
免责声明.....	15

一、2021年贵金属市场行情回顾

2021年贵金属价格整体呈现震荡下滑态势，其中沪金结束5连涨，沪银结束两连涨。截止12月17日，沪金主力收盘报372.78元/克，较上年末跌14.8元/克或5.6%。同时，沪银主力收盘报4803元/千克，较上年末下跌783元/千克或13.9%。而期间人民币兑美元持续升值是造成沪金表现弱于外盘的主要原因，截止12月17日沪市收盘时间，伦敦金报收1806.05美元/盎司，较上一年下跌4.8%；伦敦银报收22.486美元/盎司，较2020年末跌14.7%。接下来，我们分别具体回顾下金银全年走势。

沪金：根据沪金月线的技术形态来划分，可以将2021年金价走势分为两个阶段：首先2021年1月-5月末，期金先抑后扬，年内高低点均于此区间建立，最低触及354.58元/克，最高触及404.96元/克。年初美国政局动荡，市场恐慌指数上升，美元指数止跌反弹。同时随着海外疫情避险情绪减弱，市场对于经济复苏预期增强，流动性拐点忧虑以及美债收益率持续上扬亦使得金价承压。3-5月海外疫情再起，加之拜登1.9万亿财政刺激计划的推出，市场通胀忧虑升温以及中美、中英地缘政治风险再起均对金价构成提振。在此期间沪金主力合约较去年末仅微跌0.6元/克。

其次为6月-12月末，沪金震荡回落，主要受到市场流动性收紧预期持续，以及美指止跌走高打压。随着美联储会议纪要释放鹰派信号，欧洲央行表示将缩减购债规模，多国新兴市场均开启加息进程，市场流动性拐点忧虑升温，美指止跌反弹，美债收益率上扬均则使得金价承压，期间6月沪金主力创下年内最大月度跌幅达6.8%。此外随着通胀风险高启，市场普遍下调全球经济增长预期，以及新冠变异病毒奥密克戎的避险情绪升温则在一定程度上度金价构成支撑。

2021年金价结束五连涨



数据来源：Wind

图表来源：WIND

沪银：根据沪银月线的技术形态来看，其走势与沪金基本一致，同样可按月度走势分为两个部分：2021年1-5月末，沪银先抑后扬，于2月初触及年内最高点6085元/千克，因白银的工业属性受到基本金属普涨提振。其次为6月-12月末，沪银震荡回落，于12月初创下年内最低点4588元/千克，因受到基本金属空头氛围增强普跌拖累。年内沪银整体波动较金价大，高低点幅度高于沪金。一方面其金融属性不及金价，通胀风险及疫情避险支撑较弱，同时年内基本金属波动剧烈，呈现先扬后抑态势亦对银价构成一定影响，年内金银比波动范围为65.94-80.66。

2021年银价先扬后抑，结束两连涨



数据来源：Wind

图表来源：WIND

二、2022年贵金属上涨动力分析

1、2022年全球经济复苏势头减弱

对于2022年全球经济增长前景，多个权威机构大多持谨慎悲观的态度，其中经济合作与发展组织（OECD）在12月发布的《全球经济展望报告》中，预计2022年全球经济增长的预期是4.5%，高于2021年的5.6%。同时国际货币基金组织（IMF）10月最新报告同样预计，2022年全球经济复苏势头减弱，或实现4.9%的增长，因发达经济体和低收入发展中国家的预测增速放缓，其中IMF预计中国经济增长率将达到5.6%。世界银行对2022年中国经济预期为5.4%，低于2021年的8.5%。随着海外经济复苏重启，我国出口增速将逐步放缓，在2021年全球经济高速增长后，各国央行先后收紧货币对实体经济的支持力度将逐步回落。同时，2022年全球经济也面临着一些不确定性因素，尤其是新型变种病毒的出现使得新冠肺炎疫情所带来的不确定性仍持续威胁全球经济的复苏，此外未知复苏中的通胀

恐慌风险持续，各国央行应等待供应紧张局势缓解。

国家	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济	2.9%	-3.1%	5.9%	4.9%
发达经济体	1.70%	-4.5%	5.2%	4.5%
美国	2.30%	-3.4%	6%	5.2%
欧元区	1.30%	-6.3%	5%	4.3%
英国	1.40%	-9.8%	6.8%	5%
日本	0.70%	-4.6%	2.4%	3.2%
新兴经济体	3.70%	-2.1%	6.4%	5.1%
中国	6.10%	2.3%	8%	5.6%
印度	4.2%	-7.3%	9.5%	8.5%

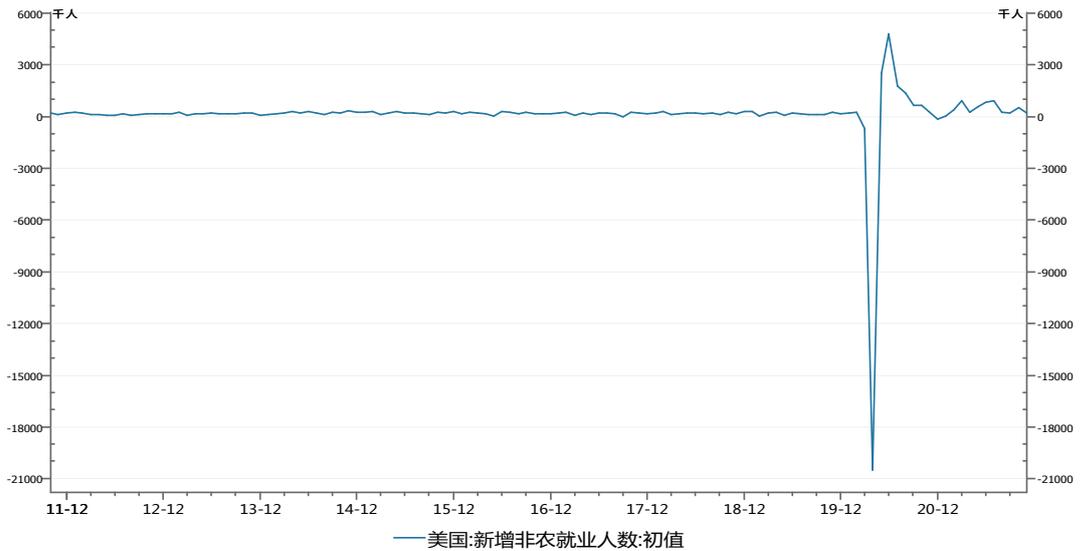
图表来源：瑞达期货，国际货币基金组织（IMF）

2、11月美国新增非农不及预期

非农就业数据是确定美国经济状态的重要指标，也是预测其未来经济活动水平的重要依据，此外还是判断美联储加息与否以及美元指数走势的关键信息。美国劳工部公布数据显示，11月非农就业人口新增21万人，远低于预期值55万人与前值53.1万人，创2020年12月以来最小增幅，凸显在新冠疫情持续的当下，美国就业环境仍存挑战。不过失业率方面，美国11月失业率为4.2%，好于市场预期的4.5%，失业率连降6个月，首次恢复到新冠疫情爆发前水平，创2020年2月以来新低。11月劳动参与率从之前的61.6%跃升至61.8%，创新冠爆发以来新高。2021年全年来看，新增非农就业人数月均为46.7万人，远高于2020年的均值-79万人，及2019年的均值16.7万人。2021年年内新增非农人数的高低点为4.9, 94, 3万人。因此2021年美国新增非农就业数据整体较2020年是呈现上升趋势的，因此为美联储今年实施缩紧购债、明年加息预期提供了支撑。

展望2022年，新型变异病毒于年末再次冲击全球市场，海外疫情控制不确定性犹存，从而加剧供应链问题，减缓全球经济增长，美国11月非农数据的疲软部分打压市场对于美联储加息时间的预期，市场分歧或加大。

美国11月新增非农远不及预期



数据来源：Wind

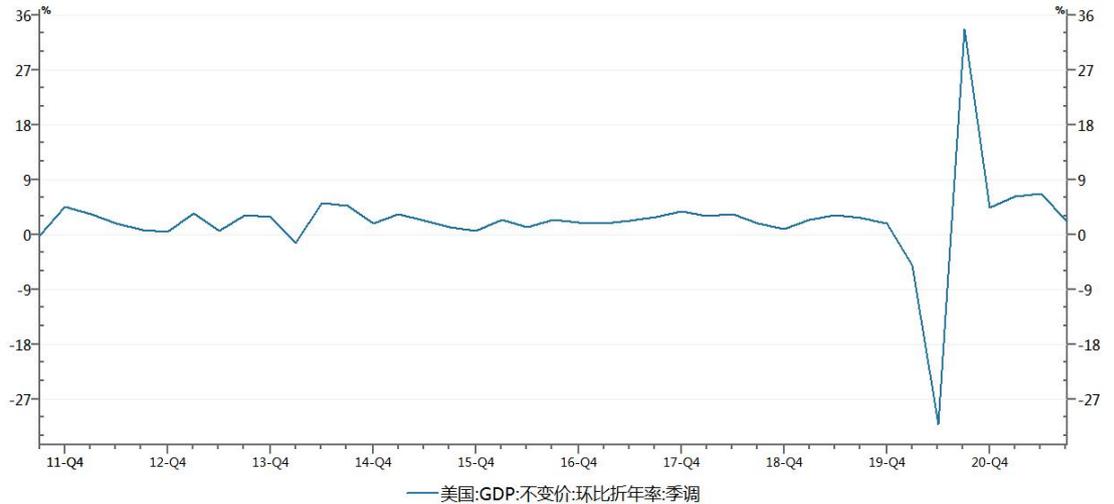
图表来源：wind

3、2022 年美国 GDP 增速或放缓

美国 GDP 作为一个总量经济指标，它反映了美国宏观经济运行中生产、分配和使用经济资源的总体水平，是衡量美国经济情况最重要的指标。美国 GDP 越高，则说明美国经济发展良好，汇率趋强，意味着美元走强，进而利空黄金；反之，GDP 偏低，则利多黄金。美国商务部发布数据显示，美国第三季度年化实际 GDP 季环比终值 2.1%，低于预期 2.2%，高于初值 2%，低于年内均值 5.03%，亦远低于去年同期 33.8% 的水平。另外此前第一、二季度美国 GDP 环比年率分别为 6.3% 和 6.7%，数据显示美国第三季度经济增速放缓且低于预期。随着通胀高企加之疫情持续，预计第四季度的经济反弹力度有限。

展望 2022 年，美联储（SEP）预期中位数显示，预计 2021 年美国 GDP 为 5.5%，2022 年为 4.0%，2023 年为 2.2%，预计长期为 1.8%。此外高盛将美国第一季度实际 GDP 增速预期从 3% 下调至 2%，将第二季度预期从 3.5% 下调至 3%，将第三季度预期从 3% 下调至 2.75%。综上，美国经济在明年第一季仍将放缓，但 2-3 季度或有望低位恢复，但整体仍不及 2021 年，2022 年美国经济增长动能的下滑将对金价构成一定支撑。

2022年美国GDP增速或放缓



数据来源: Wind

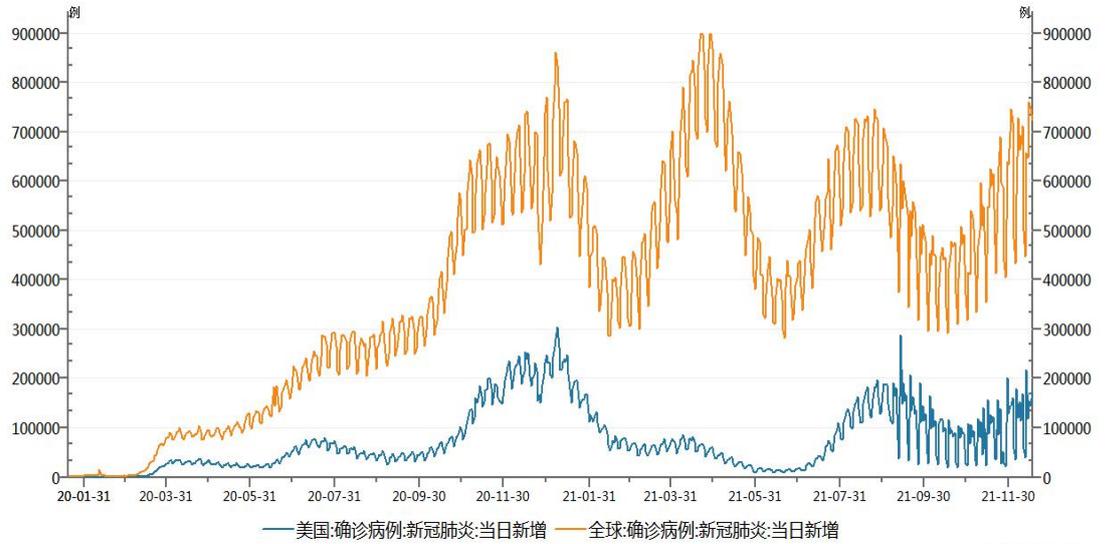
图表来源: wind

4、海外疫情避险情绪反复

2019年底发现,2020年初全球爆发的新冠肺炎疫情仍在持续,不过随着疫苗的加速推进,今年上半年海外单日新增确诊病例整体可控,其中作为全球第一大经济体,美国经济是国际宏观经济发展的风向标,上半年以来美国疫情的逐步回落,其单日新增确诊病例一度降至万人以下使得市场疫情避险情绪降温。不过6月底以来,由于更具传染性的德尔塔变种毒株的传播,国外疫情新增确诊病例低位回升,多国疫情再次严峻。然而各国改进疫情防控措施加上疫苗的大规模接种,单日新增确诊病例于今年10月减缓,然而临近年末再次发现新型变异病毒奥密克戎,目前对于此病毒的特性还有大量未知,受此影响市场避险情绪再次上升。虽然国内疫情在6月份基本控制,然而年底疫情于浙江省再次小规模爆发,截止2020年12月17日,国内累计确诊病例达12.9万人,现有确诊病例3864人,不过海外输入病例仍持续,累计达10548人。相比之下海外疫情新增确诊病例仍居高不下,海外累计确诊病例超27308万人,现有确诊2690万人,其中美国单日新增确诊病例再次上升至十万人以上。

展望2022年,由于海外疫情新增确诊病例曲线仍呈现反复波动态势,暂无明显回落迹象,目前虽然各国疫苗仍在持续推进,但进度不一,同时各国对疫情控制能力及态度分化,预期2022年疫情仍将长期持续,而在此期间或继续演变新型变异毒株,加大疫情防控难度,因而未来海外疫情何时能够有效控制仍存疑,避险情绪也将持续。

海外疫情避险情绪反复，变异毒株不确定犹存



数据来源：Wind

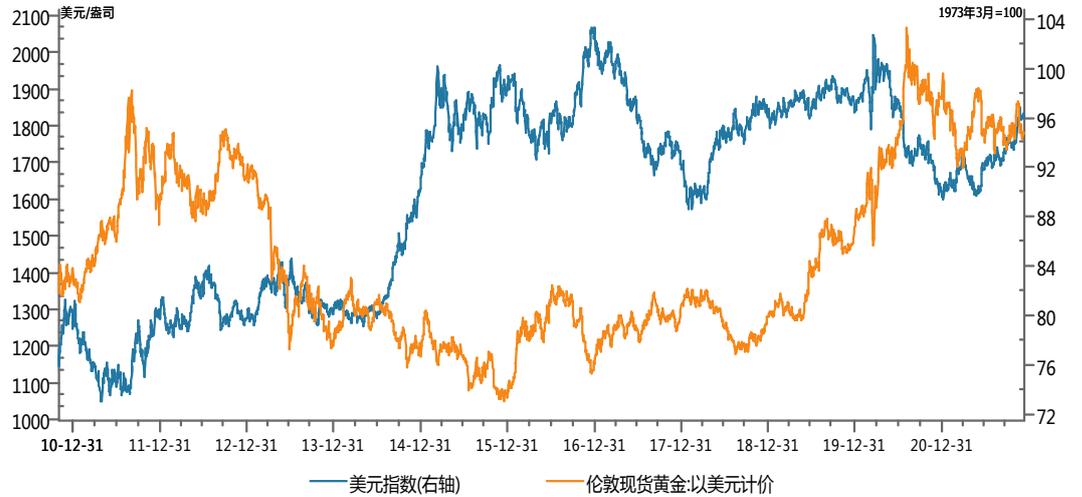
图表来源：WIND

5、2022 年美元指数或先扬后抑

2021 年美元指数止跌走高，截止 12 月 14 日，美元指数收于 96.4 附近，较去年 12 月末大涨 7.21%，基本回补去年跌幅，其走高的主因在于海外疫情避险情绪减弱，全球主要经济体经济良好复苏，美联储释放货币缩紧信号，非美货币普遍贬值，同时市场通胀高企提振美联储加息预期升温，支撑美元指数持续走高。同期伦敦金承压下滑，显示两者负相关性犹存。

展望 2022 年，美元指数或存在先扬后抑的风险，上行空间有限，因其利多支撑将逐步减弱。美元指数上行的风险在于美国 CPI 绝对水平依然较高，将持续支撑加息预期。利空因素方面，2022 年虽然美联储有望如期加息，延续货币缩紧预期，但加息反而拉大美元和其他竞争货币的价差。上半年强势美元或继续给予金价压力，但随着美联储加息落地，美元指数或高位回调，届时将对金价构成支撑。

历年美元走势&伦敦金走势对比图



数据来源: Wind

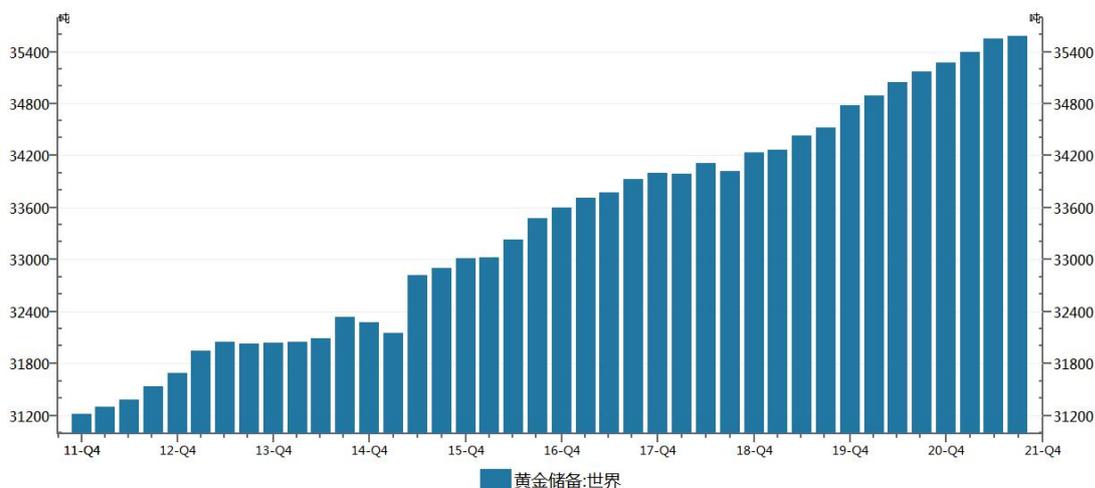
图表来源: WIND

6、全球央行或将保持净购金状态

黄金储备一直是各国国际储备多元化构成的重要部分，黄金兼具金融和商品的多重属性，有助于调节和优化国际储备组合的整体风险收益特性。世界黄金协会最新报告显示，第三季度的全球黄金储备净增长 69 吨，今年前三季度的总体增幅达到将近 400 吨。尽管增速相比近几个季度有所放缓，但全球央行购金步伐未停，相比 2020 年第三季度的小幅净售金的情况还是有所改善，各国央行的积极态度将使今年的净购金量高于往年平均水平。截至 2021 年 9 月底，全球官方黄金储备共计 35582.3 吨，其中欧元区（包括欧洲央行）共计 10770 吨，占其外汇总储备的 52.1%。美国仍为全球黄金储备第一国家达 8133.5 吨，排在第二位的德国黄金储备为 3359.1 吨，中国大陆地区排名第六，黄金储备值为 1948.3 吨。各国央行对于黄金储备的增持数据恰恰表明了，市场对于新冠肺炎疫情避险情绪偏好犹存，黄金的避险资产属性亦是充分展现。

展望 2022 年，世界黄金协会表示央行的持续存金趋势仍突显了黄金对央行组合资产的重要性，未来全球央行或将持续保持净购金状态。

全球央行购金步伐未停

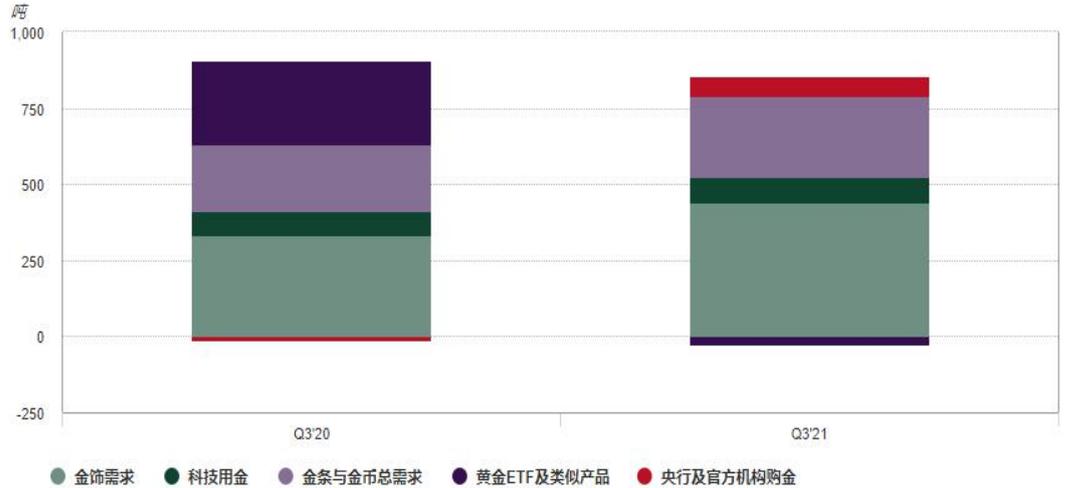


数据来源: Wind

图表来源: wind

7、经济复苏导致金饰及科技用金需求增长

世界黄金协会报告显示，年初截至第三季度末，全球黄金总需求为 831 吨，同比下滑 7%。此次下降几乎全部源自黄金 ETF 从 2020 年第三季度的大量流入转为今年第三季度的小幅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。相比之下，全球金条和金币需求稍弱于金饰，同比增长 18% 至 262 吨。在全球经济持续复苏的背景下，全球金饰需求表现良好，第三季度需求量同比回升 33%，达到 443 吨。全球金条和金币投资同比增加 18%，达到 262 吨。此外受电子产业持续复苏的影响，全球科技用金需求量为 84 吨，同比增长 9%，已恢复至疫情前的季度平均水平。其中印度当前季度的黄金消费量可能将达到至少 10 年来的最高水平，印度 2020 年消费了 446.4 吨黄金，今年 1-9 月的购买量约为 360 吨。去年的总进口量为 400 吨，今年 1-9 月为 703 吨。



图表来源：世界黄金协会

中国方面，据中国黄金协会最新统计数据显示，2021年前三季度，全国黄金实际消费量813.59吨，同比增长48.44%，较疫情前2019年同期增长5.89%。其中黄金首饰529.06吨，同比增长54.21%，较2019年同期增长1.11%；金条及金币214.13吨，同比增长50.25%，较2019年同期大幅增长29.11%；工业及其他用金70.40吨，同比增长12.66%。三季度以来，国内黄金消费整体延续上半年恢复态势，实现同比较快增长。在促消费政策以及七夕、中秋节消费等因素带动下，黄金首饰消费复苏势头迅猛，古法金饰品表现依旧抢眼。

展望2022年，世界黄金协会表示，预计持续的通胀担忧会支撑黄金的投资需求，对中国未来几个月的零售黄金投资需求仍持乐观态度。预期在上半年美联储加息落地后，下半年金价上行压力减弱，黄金需求有望续增。

三、2022年贵金属上行压力分析

1、2021年美国CPI强势飙涨

通胀方面，消费者物价指数（CPI）是从消费者的角度衡量消费品和劳务价格变化的指标，也是宏观经济分析与决策以及国民经济核算的重要指标。如果指数比预期更高，则应认为美元强势，而如果指数比预期更低，则应认为美元弱势。因此CPI的高低也间接影响资本市场如黄金的变化。据美国劳工部公布的数据显示，美国11月CPI同比上涨6.8%，与预期持平，高于前值6.2%，高于2020年底的1.4%，为1982年以来最高水平，再次刷新纪录。美国11月核心CPI同比上涨4.9%，与预期值相同，高于前值4.6%，为1991年最高水平。此外据央视报道，受到新冠肺炎疫情疫情影响，为刺激经济恢复，以美国为代表的西方国家采取了超强财政刺激计划和超宽松货币政策。2021年全球有80多个国家和地区的通

胀率创下近五年新高，今年全球整体的通胀率将达到 4.3%，创 10 年来的新高，其中欧元区 CPI 在 11 月同比增长 4.9%，为最近 25 年来最大涨幅。尽管金价具有一定的抗通胀作用，但在过度的通胀环境下，反而促使市场加速 Taper，流动性收紧预期则将限制金价多头氛围。

展望 2022 年，鲍威尔表示那些推升美国通胀的因素将在 2022 年持续很长一段时间，FOMC 对 2022 年通胀预期的上调是非常明显的。美国财长耶伦预期美国通胀将在 2022 年下半年减弱，因而 2022 年上半年美联储加息预期仍将持续，尽管美联储目前加息路径仍不确定，但这仍将限制金价多头氛围。

2021年美国通胀飙升



数据来源: Wind

图表来源: wind

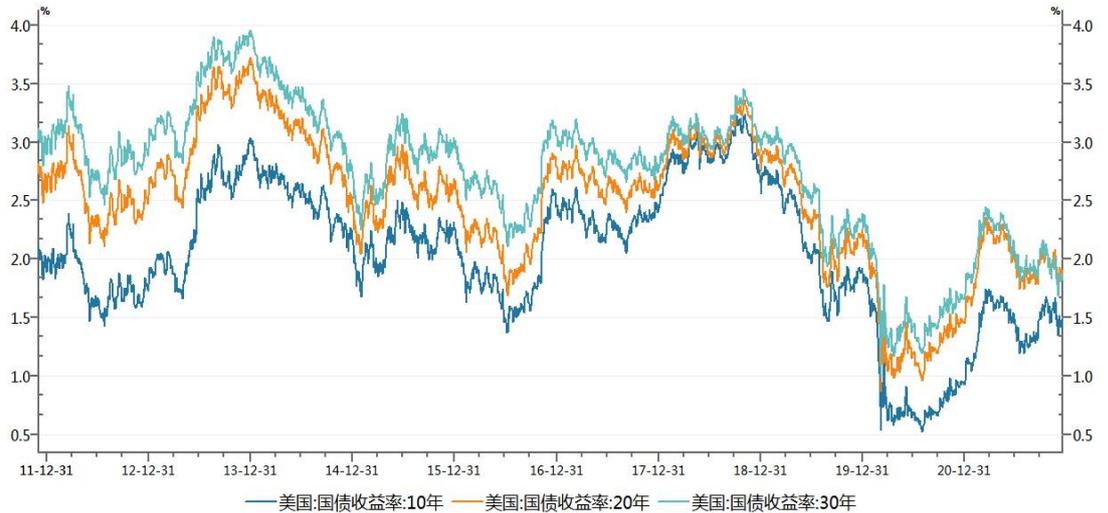
2、2022 年美债收益率有望震荡维稳

美债期限利率倒挂被视作预测美国经济前景的重要观察指标。当市场普遍对经济前景预期乐观时，融资需求和通胀预期均会相应上升，此变化反映到债券期限利差的结果，就是长期利率与短期利率间利差的扩大；反之，当经济前景预期变差时，甚至预期将出现衰退时，期限利差就会出现倒挂局面。一方面，黄金具备的避险属性是债券的替代避险资产，美债收益率与金价长期呈现负相关。另一方面黄金作为零息债券，在美债收益率持续走高的情况下黄金的相对预期收益下降。2021 年以来，美债收益率止跌走高，这也与年内贵金属价格震荡回落相呼应。截止 12 月 17 日，十年期美债收益率报 1.41%，年涨 0.48%；20 年期美债收益率报 1.87%，年涨 0.42%；30 年期美债收益率报 1.82%，年涨 0.17%。今年以来通胀水平升高推升美国货币政策转向的预期，美债收益率震荡走高使得金银承压。

展望 2022 年，美联储加息预期不改将对美债收益率构成持续支撑，不过同时在通胀预

期高涨的压力下，美债收益率抬升空间亦有限。德意志银行预计到 2021 年底，10 年期美国国债收益率将为 1.8%，2022 年 6 月将升至 2.4%。汇丰上调 2022 年美国 10 年期国债收益率预期至 1.5%，之前预计为 1.0%。综上，在美债收益率整体有望震荡维稳的背景下，金价仍将承压。

2021年美债收益率止跌走高



数据来源: Wind

图表来源: wind

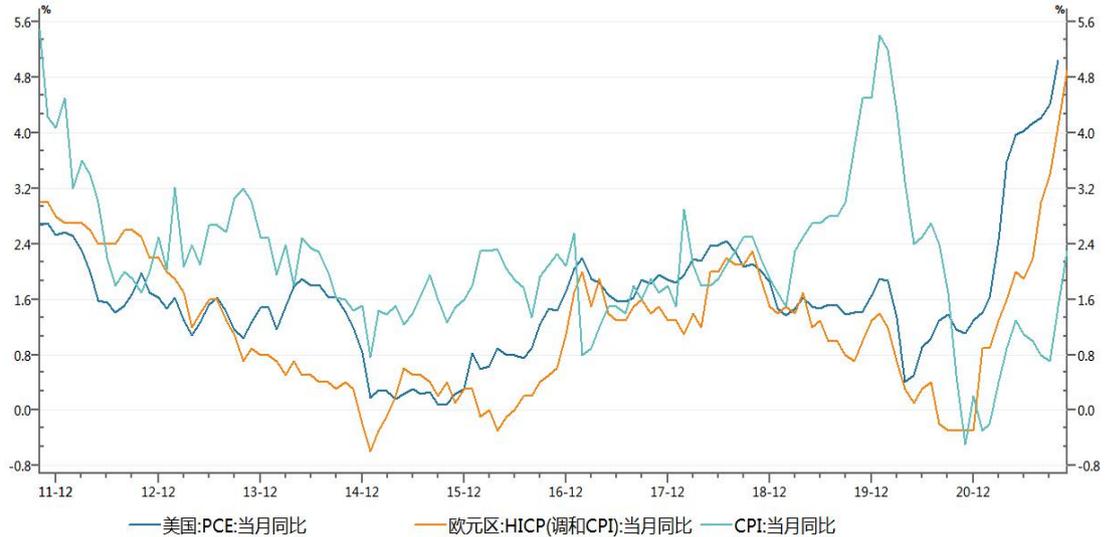
3、2022 年美联储加息预期不改

2021 年下半年全球多个央行逐步开启加息，意味此前 2020 年最强降息周期结束。大多新兴市场国家面对美联储的货币紧缩预期压力纷纷开启加息“热潮”，其中巴西及俄罗斯均已连续六次升息，秘鲁央行连续四次加息。其中，美联储于 11 月正式开启 Taper 宣布每月少购债 150 亿美元，并在最新会议纪要上承认高通胀或持续更久，暗示或加快 Taper、提前加息。英国央行于 12 月末意外加息，将利率从市场预期 0.1% 提升至 0.25%，这也是英国央行时隔三年第一次上调利率，欧洲央行维持利率不变。而韩国领跑亚洲地区，于 8 月开启加息进程，并于 11 月再次将基准利率从 0.75% 上调至 1.00%。中国央行方面，年内两次降准，最新第三季度中国货币政策执行报告表示，当前我国面对的内外部环境与上轮相比有明显不同，发达经济体政策调整对我影响有限，仍主要运行逆回购及 MLF 来维护稳定的货币金融环境。

展望 2022 年，市场预计全球加息周期将继续，最新美联储点阵图显示，18 名委员均预计将在 2022 年开始加息，9 月为 9 名；预计 2022 年将加息三次，2023 年加息三次。此外，高盛预计美联储明年将会加息三次，分别在 3 月、6 月和 9 月，还预计 2023 年美联储还将会加息三次。而欧洲央行表示如果通胀率停留在 2% 以上，则准备好更快收紧政策，

汇丰银行预期欧洲央行可能在 2023 年第三季度加息。而中国 2022 年货币政策将偏稳健宽松取向为主，中共中央政治局会议定调继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，促进房地产业健康发展和良性循环，实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复。

全球通胀水平高涨



数据来源: Wind

图表来源: wind

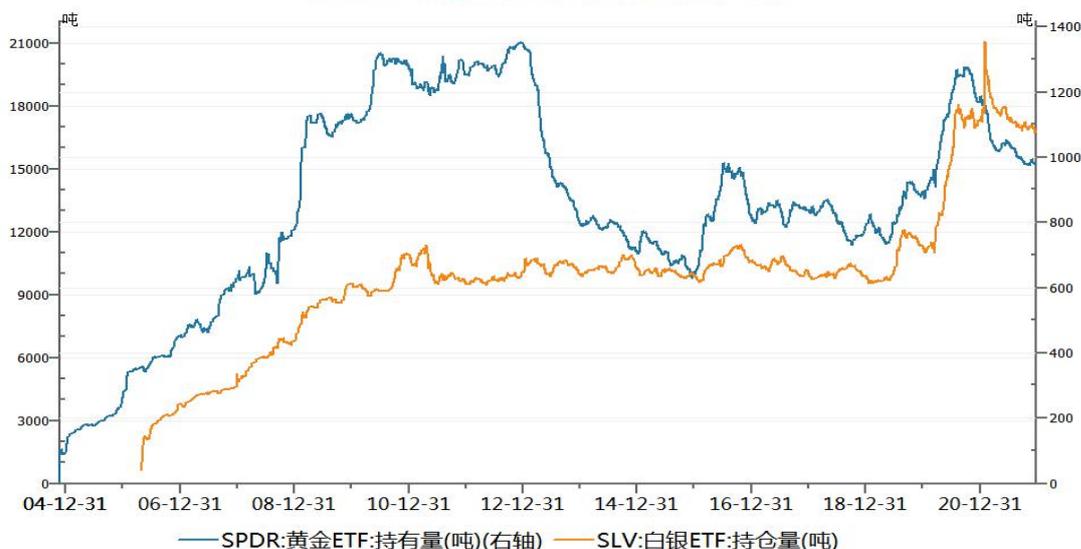
4、投资需求—2021 年贵金属 ETF 持仓高位回调

衡量投资者情绪的 ETF 持仓方面，数据显示全球最大黄金 ETF—SPDR Gold Trust 持仓于 1 月 4 日创年内最高位（1187.95 吨），而后持续震荡下滑，整体走势与沪金基本相符，显示该持仓能够较好的反应投资者对于金价走势的看法。截止至 12 月 20 日，SPDR Gold Trust 黄金 ETF 基金持仓量为 978.57 吨，同比大降 191.29 吨（-16%），较 2020 年末累计下跌 192.17 吨，而较年内最高位下滑 209.38 吨。

相比之下，2021 年白银 ETF 持仓走势基本与黄金 ETF 略有不同，呈现先扬后抑态势，于 2 月 2 日创下年内最高位且为上市以来新高（21067.85 吨），而后高位回调，后市与金价走势基本一致。截止至 12 月 20 日，iShares Silver Trust 白银 ETF 持仓量 16798.55 吨，同比下跌 540.44 吨（-3%），较 2020 年底累计下降 579.46 吨。

世界黄金协会最新报告显示，11 月，全球黄金 ETF 净流入 13.6 吨，这是自 7 月以来的首次月度净流入。在美国几十年来最高的通胀水平以及权益市场波动加剧的情况下，大型黄金 ETF 的吸引力有所恢复。年初至今，全球黄金 ETF 已流出约 88 亿美元（-167 吨），因为北美和一些欧洲大型基金受金价波动影响规模下降，而低成本以及亚洲基金则多保持正向流入态势。

2021年贵金属ETF持仓高位回调



数据来源：Wind

图表来源：wind

四、2022年贵金属展望及操作策略

首先考虑全球经济增长前景，2022年全球经济增长预期弱于2021年，经济增速或有所放缓。2021年新冠肺炎疫情有所控制，中国疫情仍基本有效控制，而海外疫情控制分化则较大，疫情的避险情绪的反复，加之变异毒株的不确定将持续支撑金价。然而在2020年全球央行大放水的背景下，2021年通胀风险高启，为控制全球货币政策进一步由松转紧，即美国开启Taper且逐步加速，英国央行开启加息，给新兴市场带来冲击纷纷开启加息“热潮”，因而市场流动性趋紧预期持续将限制金银多头氛围。而美元指数受撑于美国CPI绝对水平高启，以及加息预期升温，预期在2022年美联储加息落地前仍有望保持高位，下半年则有回调希望。整体而言，2022年宏观面因素对贵金属的影响相较2021年而言，在上半年利空因素持续，下半年利空因素有望逐步消化。

需求方面，受经济复苏影响，金饰及科技用金需求增长，金条和金币需求稍弱于金饰。同时全球央行购金步伐未停，未来全球央行或将持续保持净购金状态。不过金银ETF持仓均高位回调，显示投资者看空贵金属情绪上升。

综述，笔者认为2022年贵金属价格或先抑后扬，利空情绪在2021年已有所消化，有望止跌走高，沪金合约的运行区间关注360-390元/克，而沪银在基本金属较为偏空的拖累下，表现或弱于金价，沪银合约的运行区间建议关注4400-5200元/千克。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。