

# 2022期货市场年度投资报告

INVESTMENT REPORT OF FUTURES MARKET 2022

---



## 吹尽狂沙始到金

### 内容摘要

- 宏观不确定性层面，“与疫情共存”背景下，疫情对风险情绪负面影响降低。奥密克戎疫情过后供应链问题短期或将重现，但预计对通胀预期推动减弱；

- 持有成本层面，预计实际利率将随着通胀预期回落而上行；基于年内加息次数至多为两次的基准预测，我们认为美元走势或呈现前高后低，其高点区域或位于 100 上下。

- 资金面及供需面，我们认为黄金虚拟投资需求与实物需求分化局面将在联储首次加息后迎来转机。

张晨

贵金属分析师

期货从业资格号：

F0284349

投资咨询从业证书号：

Z0010567

[zhangchen@ydqh.com.cn](mailto:zhangchen@ydqh.com.cn)

报告审核人：寇宁

### 核心观点

在美联储货币政策正常化的关键一步——加息落地前，预计持有成本上升仍将持续施压贵金属。而加息落地后，贵金属价格有望形成趋势性反转。

技术上，我们倾向于纽期金最终以跌破年内低点 1673 美元完成本轮中期调整，而最终的调整目标位或位于 1566 美元一线，对应白银或为 18 美元上下。

单边策略方面，我们建议杠杆交易者可参考纽期金 1800 美元上方择机空单入场，并于 1600 美元下方分批止盈；止损可参考 1919 美元；非杠杆交易者可参考从 1700 美元下方开始分批买入黄金 ETF、实物黄金等资产。对冲策略方面，可逢价格反弹时逢低构建做多金银比价组合，持有至首次加息落地离场。

# 目录

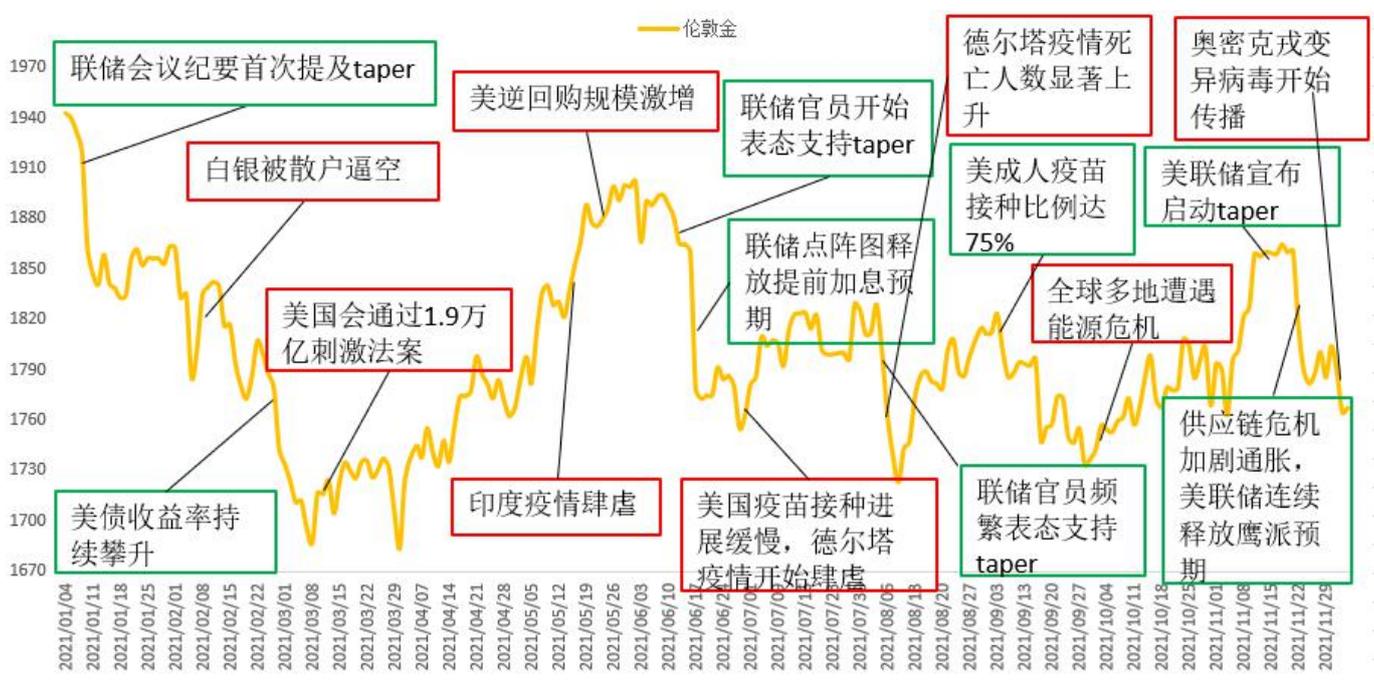
|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| 1. 行情回顾.....                        | - 3 -  |
| 1.1 贵金属走势回顾.....                    | - 3 -  |
| 1.2 2021 年贵金属与相关品种比价运行分析.....       | - 4 -  |
| 2. 贵金属 2021 年影响因素分析及 2022 年展望.....  | - 5 -  |
| 2.1 疫情几度波折，美国经济增速将回归常态.....         | - 5 -  |
| 2.2 加息将由预期过渡到现实，实际利率易涨难跌.....       | - 7 -  |
| 2.3 美欧货币政策差异化有望加大，上半年为美元走强重要窗口..... | - 10 - |
| 2.4 投机资金热度持续降低，总持仓规模显著下降.....       | - 11 - |
| 2.5 黄金需求结构性分化延续，关注虚拟投资需求转折点.....    | - 12 - |
| 3. 总结与展望.....                       | - 14 - |
| 3.1 观点归纳.....                       | - 14 - |
| 3.2 行情展望.....                       | - 14 - |
| 附录 1. 2022 年美联储 FOMC 会议时间.....      | - 16 - |

## 1. 行情回顾

### 1.1 贵金属走势回顾

2021年，贵金属价格总体回落，其中白银相对跌幅较大。截至11月末，纽期金较去年下跌5.7%，年内最大涨幅为3.2%，最大跌幅为12%；纽期银较去年下跌12.8%，年内最大涨幅为14.4%，最大跌幅为19.3%，二者总体振幅均低于2020年。在年内人民币汇率升值的背景下，同时期内盘金银价格较外盘偏弱，沪金指数较去年下跌6.3%；沪银指数跌幅则为13.4%。

图 1.1：2021 年伦敦金走势与重要影响事件回顾



资料来源：Wind，一德宏观战略部

具体节奏上，一季度，由于全球开始推进疫苗免疫工作，经济复苏叠加美国通胀预期悄然升温，白银走势总体强于黄金，特别是在2月初，外盘涌现了散户大举买入白银ETF进而逼空银价的事件，使得外盘白银两日内快速拉升，价格一度突破2013年2月高点，但随后由于受到持有成本上升的压力，银价随金价快速回落。二季度，美国通胀水平继续走高，主要受到2020年同期低基数效应影响，市场围绕通胀是否为“暂时性”掀起了广泛的争论；而随着西方主要国家陆续全面解封，经济复苏提速令联储货币政策正常化预期悄然升温，缩减购债问题不仅仅停留在讨论环节，联储不断通过点阵图引导货币政策正常化预期前移，贵金属在经历了4、5两月的反弹修复后再度下行。三季度，充裕的流动性及高企的通胀令联储内部对于通胀“暂时性”的争论趋于白热化，越来越多的联储官员转而支持年内及早启动缩债；与此同时，德尔塔变异疫情开始席卷欧美，就业市场复苏出现明显反复令缩债预期出现摇摆，金银在震荡反复中重心下移。四季度以来，德尔塔疫情余波未平，奥密克戎变异疫情又起，供应链问题为高企的通胀现实助燃，美国通胀预期刷新近10余年新高，联储开始校准自身的通胀展望并不断引导市场收紧预期提速，12月FOMC会议点阵图显示明年加息次数预期已升至三次，金银总体延续宽幅震荡，但在缩债落地及奥密克戎变异疫情消息影响下，总体仍录得小幅收涨。

## 1.2 2021 年贵金属与相关品种比价运行分析

2021 年，金银比价、金油比价走势相反。前者探底回升，而后者总体延续了去年的下行趋势。

**黄金白银比价方面**，主要衡量市场避险情绪和通胀相对强弱。一季度，受到疫苗接种全面推进影响，经济加速复苏，实际利率震荡向上主要受到名义利率加速向上驱动，在此过程中，通胀预期保持缓慢上行令市场风险情绪总体维持高涨，支撑银价走势强于金价，令金银比价总体偏弱。二季度，随着世界各主要经济体疫苗接种速度放缓，加之美国新一轮财政刺激政策“缩水”后获批落地，市场开始对高估的通胀预期进行修正，实际利率略有下行支撑金银价格反弹，但在名义利率和通胀预期总体变化不大的情况下，二者价格反弹幅度相当，比价总体呈现窄幅区间震荡。三季度，尽管欧美国国家先后面临德尔塔变异疫情的侵袭，但经济复苏总体稳健；此外，偏高的通胀水平使得美联储开始反思通胀“暂时性”判断是否正确，越来越多的委员支持联储及早启动缩债。随着上述预期逐渐强化，金银承压下行，银价再度呈现出波动幅度大于黄金的特性，比价震荡攀升，一度触及 80 整数关口。四季度以来，美通胀水平继续攀升，特别是 10 月以来，全球能源危机叠加美国供应链危机加剧，推升通胀预期至近 10 余年来最高水平，联储开始逐渐认识到对于通胀“场景性”称谓较之“暂时性”更加合适，因而在缩债正式落地后旋即向市场释放讨论加快缩债及加息预期前移的信号，金银冲高后开始快速回落，比价短暂探底后开始新一轮回升，逐渐站稳 80 整数关口。预计 2022 年美联储正式加息前，比价仍然维持强势上行，加息后短期或面临一定程度修复，而一旦加息过快导致经济放缓及需求转弱，则黄金仍有可能总体强于白银。

**黄金原油比价方面**，由于原油价格变化极大程度影响通胀预期，并进一步传导影响黄金价格，故两大资产存在较大关联。随着经济进一步复苏，油价对通胀水平及通胀预期的影响开始逐渐放大。今年一至三季度，全球经济延续复苏，特别是西方国家开启全面解封后对原油需求进一步增加，叠加供应链问题扰动，支撑了油价三季度以来的快速上涨。但随着通胀的强预期和强现实问题持续近半年，美联储和美国政府深刻意识到在疫情完全化解前，场景性的通胀问题可能会对经济复苏和中期选举产生致命影响，从而加大了对油价的调控。四季度以来美国通过与产油国组织沟通、联合部分国家释放战略储备等多种措施限制油价，加之奥密克戎病毒出现，油价有所回调，金油比价有所反弹，但尚难就此断言构成反转。从上一个美国加息周期来看，尽管在首度加息后金油比快速企稳反弹，但随后进入到缓慢的回落进程，主要对应经济由短暂失速到缓慢修复的过程，因此，预计 2022 年上半年金油比仍有一定下行空间，特别是击穿 20 关口应该可以预见。

图 1.2：伦敦金银比价



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 1.3：纽期金油比价



资料来源：Wind，一德宏观战略部

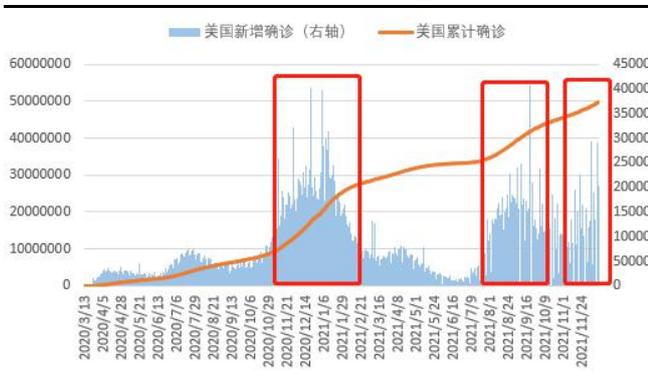
## 2. 贵金属 2021 年影响因素分析及 2022 年展望

我们依然沿用此前分析贵金属关注的四方面因素：一是宏观不确定性方面。重点关注疫情常态化背景下美国经济复苏前景等因素对贵金属的影响。二是持有成本角度。分别从实际利率和美元汇率两方面展开分析。三是资金情绪。重点通过分析 CFTC 持仓变化情况展现中短期资金情绪变化。四是供需面边际变化角度。结合高频数据 ETF 持仓变化情况及世界黄金、白银协会最新预测，重点关注边际变化较大的分项数据。

### 2.1 疫情几度波折，美国经济增速将回归常态

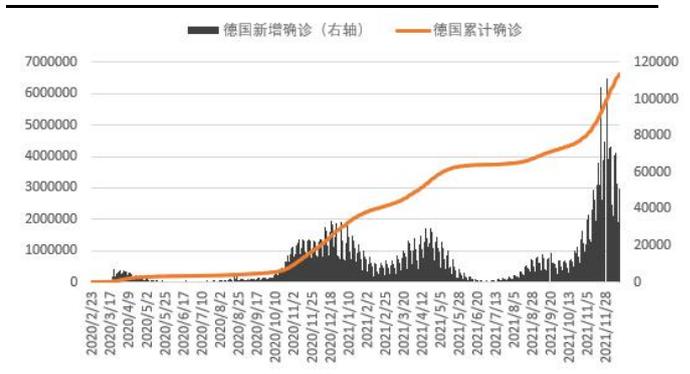
2021 年，由于新冠病毒反复变异，加之随着疫苗免疫工作推进，欧美等国逐步降低疫情防控强度，西方主要经济体年初疫情余波方平，年中、年末变异疫情又起，给经济运转、人民生活、对外交流带来了重重阻碍。疫情之于部分行业而言始终作为灾难性的存在而反复，逐渐推动人们改变了些许生活方式，间接造成了部分经济结构范式转换。如由于疫情反复，人们就业倾向选择回避具有高接触暴露风险的服务业而转向其他行业；由于疫情反复校园停课，部分女性不得不选择居家育儿而放弃就业；由于疫情导致封锁，港口航运运力稀缺运费飙升，供应链问题也随之出现，持续推升部分商品、产品价格。这种仍处于“与疫情共存”长期背景下的经济复苏，在疫情根治取得突破性进展之前，或将成为全球经济的新常态。另一方面，可喜的是，尽管经历了多重变异病毒疫情，但疫苗接种后多数病症显示出一定程度轻症的特征，也为市场风险情绪开始逐步摆脱疫情消息影响奠定了基础。当前，最新奥密克戎变异病毒疫情仍在席卷全球，对该病毒的详细认知仍有待数据累积，这也为即将到来的 2022 年平添了些许不确定性。

图 2.1：美国年内经历了三轮疫情（人）



资料来源：WHO，一德宏观战略部

图 2.2：当前欧元区核心国德国疫情正在经历至暗时刻（人）



资料来源：WHO，一德宏观战略部

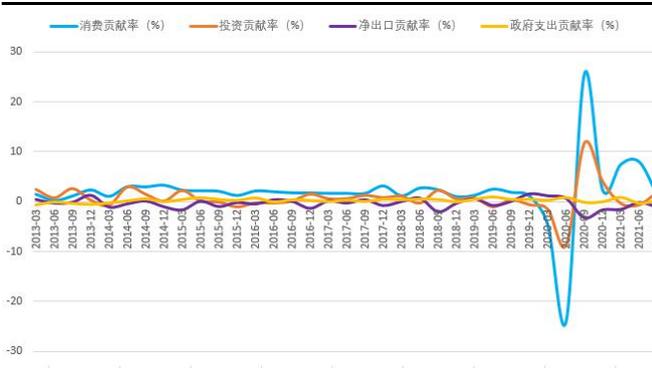
从美国经济复苏的趋势来看，考虑到 CEO 经济展望指数和 ECI 领先指标年率对 GDP 增速的预测效果均较良好，指标显示至少 2022 年上半年，美国经济将延续年内的复苏态势，但从部分领先指标增速开始震荡回落可以看出，由于疫情封锁导致经济停滞时期的低基数效应即将消失，因而明年美国 GDP 的增长速度将进一步回落至常态增速水平。从分项指标贡献情况来看，一方面我们可以得出上述结论，同时也能从宏观面找到契合之处。一季度，伴随欧美第三轮疫情缓解和疫苗免疫工作持续推进，市场风险偏好显著提升，美债利率持续上行，对投资抑制明显；同时疫情解封后消费呈现井喷式增长，政府新一轮财政刺激逐渐落地，二者相辅相成推动经济上行。二季度适逢疫情真空期，美债利率开始回调，投资逐步扭转颓势，配合消费一同拉动经济。三季度，变异疫情开始发酵，通胀水平持续走高开始对消费信心产生抑制，同时政府部分刺激政策逐渐退出，投资开始成为拉动经济增长的主要动力。四季度，新一轮变异疫情广泛传播下，预计 GDP 主要增长引擎依然在于投资，目前已公布的高频消费数据 11 月零售月率较 10 月已出现明显回落，亦向疫情前的均值增速回归。因此，增速“回归”或许可称之为 2022 年美国经济的特征。

图 2.3: 美国 GDP 年化季率 (%) (右轴) 与 CEO 经济展望指数



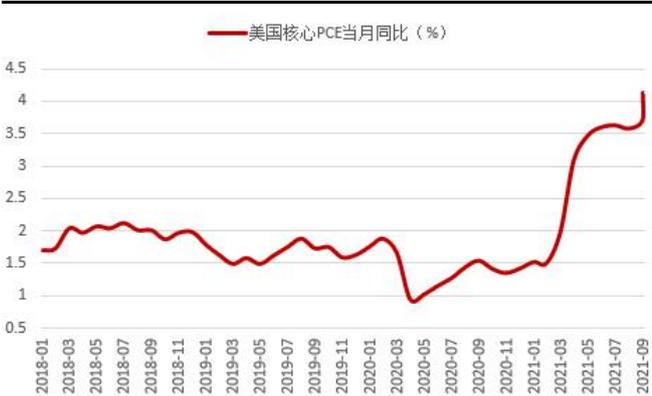
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.5: 消费、投资等分项对 GDP 增长贡献率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.7: 美国核心 PCE 年率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 美国 GDP 年化季率 (%) 美国 ECR1 领先指标年率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 美国零售销售月率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 洛杉矶港口拥堵 (艘) 与美国单日新增 (人) (右轴)



资料来源: Wind, POLA, 一德宏观战略部

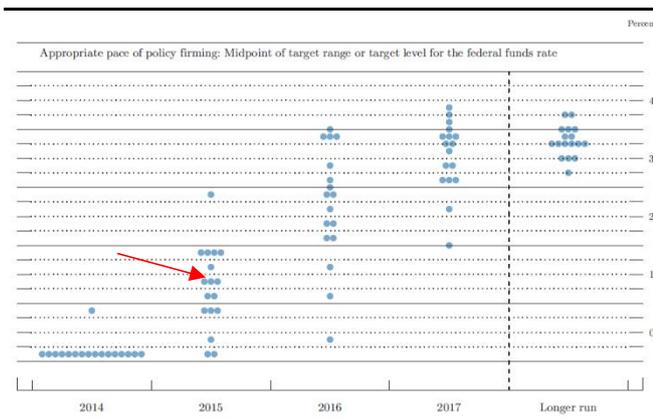
在此之前,“通胀”已成为 2021 年美国“热词”。从绝对水平上看,当下的通胀数据已直逼 20 世纪 90 年代,而成因错综复杂,参考美联储较为权威的说法主要是受到疫情反复造成供应链危机推动所致。随着年内美国三轮疫情肆虐,疫情高峰结束后的 1 至 2 个月时间内,港口均出现了一定程度的拥堵,且上述拥堵在今年四季度达到了顶峰。11 月下旬以来,随着政府加大疏导力度,10 月下旬以来的拥堵已极大缓解,也对市场通胀预期回落起到一定引领作用。展望 2022 年,鉴于目前奥密克戎疫情在西方多国传播加剧,加之完全受控尚需时日,因此,考虑到港口物流在美私有化普遍为政府统一提前调配规划制造的困难犹存,预计随着一季度疫情缓解后,供应链问题或会重现,但对通胀及通胀预期上行的推动力可能将会总体弱于当下。

## 2.2 加息将由预期过渡到现实，实际利率易涨难跌

自 2021 年 1 月美联储公布的 FOMC 会议纪要显示委员们开始讨论缩减购债以来，市场对联储货币政策正常化预期渐近增强，引发长端美债利率上半年宽幅波动。下半年，随着通胀强预期和强现实不断演绎，美联储开始逐渐反思其此前对于通胀“暂时性”判断是否正确。随着越来越多的证据表明通胀高企及其背后的影响因素错综复杂并主要由“与疫情共存”的场景所决定时，联储官员们开始意识到上述场景式通胀与传统政策目标框架中的通胀尽管并不相同，但放任其发展面临的后果却同样严重。为此，联储决定政策转向并提速，经过数月铺垫后于 11 月宣布开始执行缩债，并于刚刚结束的年内最后一次 FOMC 会议上宣布 2022 年 1 月开始加速缩债，照此速度执行，将于明年一季度正式结束缩债。

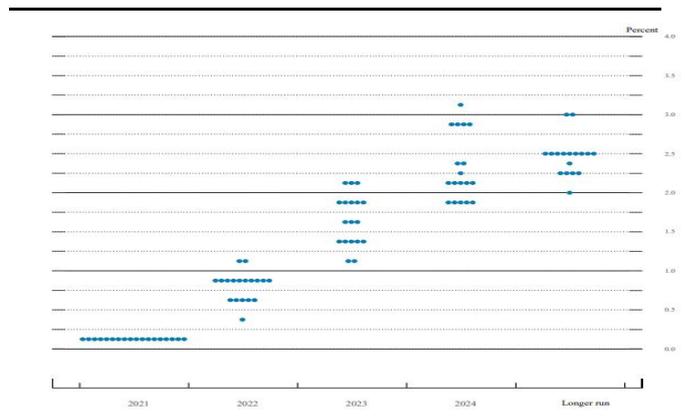
缩债一旦完成，市场对加息预期的押注和博弈将成为影响利率走向的重要因素。最新公布的点阵图显示，委员们普遍预期 2022 年将加息 3 次，大大超出了 9 月会议时“1 次”的预期。对此市场却反应平淡，点阵图公布后，美债利率不涨反跌，贵金属等利率敏感型资产探底回升。这一方面是源于经过近一年的磨合，市场已对联储“点阵图向左而措辞向右”的预期引导范式相对熟识。另一方面，点阵图并未与最终实施加息存在必然联系。回顾联储上一个紧缩周期，在 2015 年 12 月首次加息前，2014 年 9 月 FOMC 会议点阵图曾一度预期 2015 年加息 3-4 次，进入 2015 年，这一预期逐步下滑，3、6、9 月点阵图分别显示的加息预期为 2 次、2 次和 1 次，而实际上联储仅在 2015 年年末加息一次。因此，从此次会议公布超预期鹰派的点阵图过后市场的反应情况看，应是对加息三次的可能性抱有较大的怀疑态度。特别是考虑到中期选举将于 11 月举行，在此之前维持相对宽松的货币环境，且又需作出一定应对通胀的姿态以服务于在野党政治需要，我们预计最为鹰派的情形大致为美联储会在 3 月缩债结束后，于 6 月或 9 月象征性的启动疫情以来的第一次加息，而第二次加息大概率会等到中期选举之后的 12 月落地。这里需要注意的一点是，此次会议美联储还提出了年内可能启动缩表，尽管缩表总体对长端利率影响较加息而言更为有限，但短期释放的偏紧预期可能会对市场情绪形成一定冲击，贵金属也将因此承压；另一方面，考虑到紧缩政策总体空间，缩表启动后或使得年内加息次数有所减少，这样一来，基于年内启动缩表的前提下，仅加息一次或成为大概率事件。接下来，我们将重点聚焦联储首次加息过程中利率端的表现及对贵金属的影响。

图 2.9：2014 年 9 月 FOMC 会议点阵图（%）



资料来源：美联储官网，一德宏观战略部

图 2.10：2021 年 12 月 FOMC 会议点阵图（%）



资料来源：美联储官网，一德宏观战略部

在美联储缩债逐渐明朗化后，我们曾回顾了 2013 年美联储开启紧缩周期大类资产表现并对年内走势进行参考预测，重点从美联储首次开始讨论缩债为开端，涵盖过程中重要时间节点，直至首次加息落地截止。通过对比，可以看到两次缩债期间大类资产走势趋势基本一致。即在缩债正式落地实施前，名义利率、实际利率、美元均以上行为主，而黄金表现相对低迷。而从 2014 年 10 月缩债结束至 2015 年 12 月首次加息前各大类资产表现看，我们发现实际利率仍然延续上涨，但通胀预期回落成为推动其走高的首要因素；名义利率则总体呈现震荡格局，一方面根据经济运行状况波动，另一方面围绕市场加息预期摇摆；同时，随着全球美元流动性收紧，非美经济体经

经济增长压力开始显现，宽松不断加码加大了美国货币政策差异，推动美元持续强势。

图 2.11：2017 年启动缩表美债名义利率（右轴）、实际利率（%）



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.12：2013 年美债名义利率（右轴）、实际利率（%）



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 2.13：美联储两轮货币政策正常化开端大类资产走势

| 序号 | 时间                    | 阶段                 | 实际利率   | 名义利率   | 通胀预期   | 美元指数  | 黄金     |
|----|-----------------------|--------------------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 1  | 2013.1.9-5.23         | taper首次被提及至释放偏激进信号 | 62.5%  | 7.4%   | -10.3% | 4.0%  | -16.7% |
| 2  | 2013.5.23-12.18       | 释放偏激进信号至正式宣布并实施    | 400.0% | 43.1%  | -4.0%  | -3.9% | -10.9% |
| 3  | 2013.12.18-2014.10.29 | taper实施至完成         | -6.9%  | -24.2% | -30.0% | 6.8%  | -6.7%  |
| 4  | 2014.10.29-2015.12.16 | taper完成至加息         | 100.0% | -1.7%  | -24.0% | 14.4% | -12.1% |
| 4  | 2021.1.6-8.27         | taper首次被提及至释放偏温和信号 | -5.9%  | 26.0%  | 16.0%  | 3.7%  | -6.9%  |
| 5  | 2021.8.27-11.3        | 释放偏温和信号至正式宣布并实施    | 13.9%  | 22.1%  | 5.9%   | 1.3%  | -2.0%  |
| 6  | 2021.11.3-12.16       | 正式宣布并实施至宣布提速*      | -5.4%  | -10.0% | -4.4%  | 2.3%  | 1.8%   |

资料来源：Wind，互联网公开信息，一德宏观战略部

图 2.14：2021 年内金银涨跌波段持有成本两端运行情况

| 时间   | 2021年一季度                   | 2021.4.1-5.17         | 2021.5.17-7.8         | 2021.7.9-8.4          | 2021.8.5至9.29                    | 2021.9.30至11.15         | 2021.11.16至今             |
|------|----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------------------|-------------------------|--------------------------|
| 名义利率 | ++                         | -                     | -                     | -                     | +                                | +                       | -                        |
| 通胀预期 | +                          | +                     | -                     | +                     | =                                | ++                      | ---                      |
| 实际利率 | +                          | ---                   | =                     | ---                   | +                                | -                       | +                        |
| 美元   | +                          | ---                   | ++                    | =                     | +                                | ++                      | +                        |
| 黄金   | -                          | +                     | -                     | +                     | -                                | +                       | -                        |
| 白银   | -                          | ++                    | ---                   | -                     | ---                              | ++                      | ---                      |
| 政策   | 天量货币宽松+<br>财政刺激政策          | 天量货币宽松+<br>财政刺激政策     | 天量货币宽松+<br>财政刺激政策     | 天量货币宽松+<br>财政刺激政策     | 缩债基本确定，<br>加息预期增强+<br>失业救济政策基本退出 | 缩债启动+<br>加息预期“<br>减弱”   | 加息预期强化+<br>加速缩债宣布        |
| 阶段   | 疫情缓解，疫苗<br>接种加快，经济<br>持续复苏 | 疫苗接种加<br>快，经济持续<br>复苏 | 疫苗接种放<br>缓，经济持<br>续复苏 | 疫苗接种放<br>缓，经济持<br>续复苏 | 变异病毒肆<br>虐+就业市<br>场修复放缓          | 变异病毒疫<br>情缓解+供<br>应扰动加剧 | 新变异病毒疫<br>情重燃+供应<br>扰动缓解 |

资料来源：Wind，互联网公开信息，一德宏观战略部

接下来，我们依据贵金属涨跌波段划分出不同阶段，聚焦 2021 年持有成本利率端运行情况。可以得出，2021 年利率端的定价驱动有温和通胀（一季度）、流动性充裕（4 至 8 月）、货币政策正常化预期（8-9 月，11 月中旬至今）、通胀失控（10 月-11 月中旬）。其中 11 月缩债落地后通胀预期回落驱动实际利率反弹的走势与上面提到的 2015 年首次加息前利率端走势一致。但需要特别指出的是，当下的宏观背景与 6 年前仍有较大差别，主要在于全球公共卫生安全事件及其驱动的供应链问题等多个方面。我们有理由相信，在当前奥密戎疫情肆虐的情况下，供应链危机难免会在明年一季度重演，则利率定价短期可能重新回到通胀失控驱动。但从更为偏中期的角度看，实际利率仍有相当大的上行空间，并有可能在首次加息前后达到本轮上行阶段性高点，驱动则主要来自于通胀预期的回落。而从名义利率角度看，随着货币政策逐渐恢复正常化，摆脱人为控制的长端利率也将重回经济增长定价逻辑，这也是支持美联储持续推进货币政策正常化的逻辑所在。

综上，展望 2022 年，我们认为利率端总体定价驱动将在货币政策正常化预期（加息预期）、流动性充裕、通胀失控三方面反复切换，特别是一季度流动性充裕、通胀失控“戏份”仍会较足，但总体看相较 2021 年则明显边缘化，最终加息预期逻辑将占据主导，具体表现在实际利率受通胀预期回落推动而上行，这也使得接近首次加息前贵金属面临较大的压力。

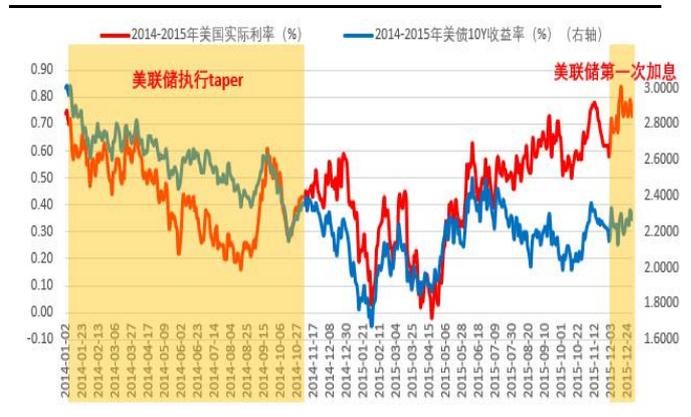
## 2.3 美欧货币政策差异化有望加大，上半年为美元走强重要窗口

图 2.15: 2020-2021 年名义利率 (右轴)、实际利率 (%)



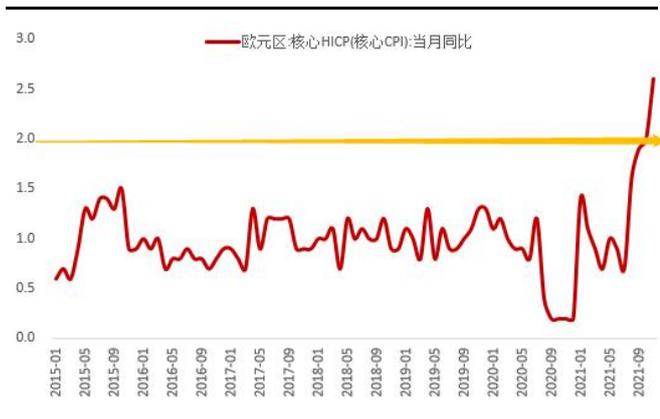
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.16: 2015 年名义利率 (右轴)、实际利率 (%)



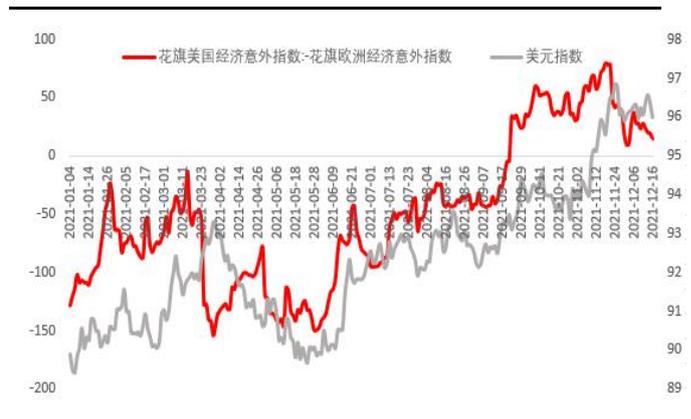
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.17: 欧央行核心 HICP 年率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.18: 花旗美欧经济意外指数差值与美元 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

2021 年, 美元指数总体呈现震荡上行格局, 基本符合预期。这主要是基于美国经济总体复苏形势良好支撑其逐步收紧超常规宽松货币政策, 与主要非美经济体货币政策差异化加大对美元形成了持续强劲的支撑。展望 2022 年, 预计上述货币政策差异化将在美联储完成首次加息前犹存, 特别是从主要非美经济体欧元区情况看, 欧央行已于年中参照美联储调整了货币政策框架目标, 锚定的平衡通胀目标 2% 仅在四季度前两个月达标, 这也给了欧央行一再延期宽松政策的合理理由。在刚刚结束的 12 月议息会议上, 欧央行决定明年在紧急抗疫购债计划 (PEPP) 到期后, 短暂提升资产购买计划 (APP), 保持 QE 总规模稳定, 与美联储加速缩债形成鲜明对比。目前看, 在绝对通胀水平及利率水平相对偏低, 经济复苏相对滞后, 疫情侵袭强度创纪录的欧元区, 上半年维持偏鸽的姿态甚至阶段性加码宽松的可能犹存, 与加息预期不断强化的美国相比, 货币政策差异化仍有进一步加大的可能, 美元在这一窗口期内仍有可能保持强势上行。而一旦联储完成首次加息, 持续快速收紧的预期难以维系, 对美元的支撑也将明显减弱。因此, 我们预计美元指数将总体呈现前高后低的格局, 基于年内加息次数至多为两次的基准预测, 其高点区域或位于 100 上下, 较难突破去年 3 月创下的 103 高位。

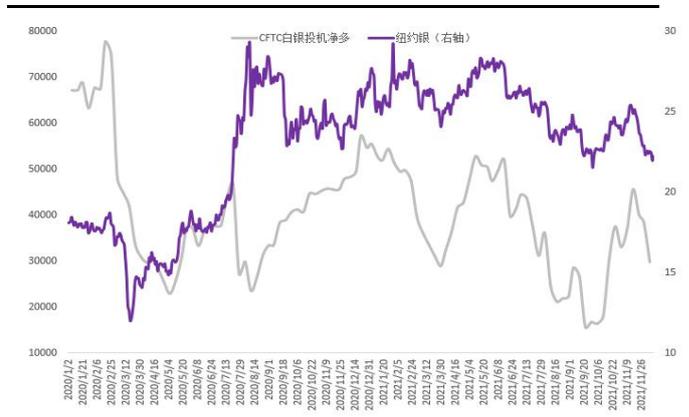
## 2.4 投机资金热度持续降低，总持仓规模显著下降

图 2.19: CFTC 黄金投机净多持仓(张)与纽期金(美元/盎司)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.20: CFTC 白银投机净多持仓(张)与纽期银(美元/盎司)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

2021 年全年，与金银价格总体震荡向下趋势相一致，CFTC 投机净多持仓水平亦呈现震荡回落态势。从数量看，CFTC 黄金投机净多持仓均值为 20.4 万张，处于中位偏上水平，仍较 2020 年 26.2 万张的平均水平下滑超 20%；CFTC 白银投机净多持仓均值为 3.8 万张，处于中位偏下水平，较 2020 年 4.3 万张的平均水平下滑约 19%。本身已处低位水平而环比仍有相当程度回落，显示出白银的做多力量更加孱弱，这也与年内价格金强银弱相呼应。

图 2.21: 纽期金总持仓(右轴)与 CFTC 投机净多持仓(张)



资料来源: Wind, CME, 一德宏观战略部

图 2.22: 纽期银总持仓(右轴)与 CFTC 投机净多持仓(张)



资料来源: Wind, CME, 一德宏观战略部

总持仓方面，纽期金总持仓与 CFTC 投机净多持仓变动趋势一致性明显强于期银。考虑到 CFTC 持仓与价格变动一致但公布时间滞后，作为高频数据的总持仓无疑为我们跟踪价格提供了良好的参照。而从绝对水平来看，纽期金、银年内平均持仓水平为 50 万和 15.9 万张，均较 2020 年平均水平有所下滑，显示出贵金属资产总体吸引力有所下降。

## 2.5 黄金需求结构性分化延续，关注虚拟投资需求转折点

图 2.23: SPDR 黄金 ETF 持仓 (吨) 与现货金价 (美元/盎司)



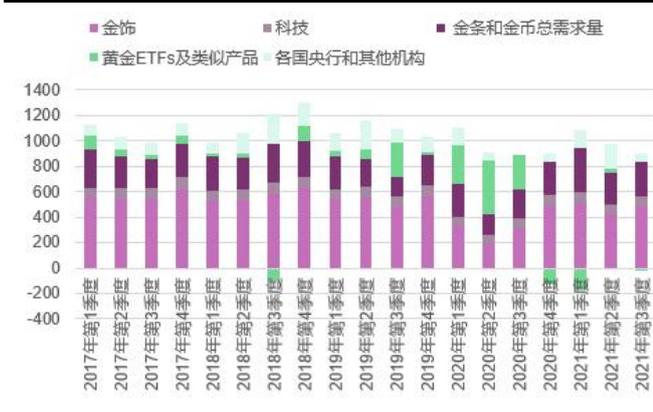
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.24: 安硕白银 ETF 持仓 (吨) 与现货银价 (美元/盎司)



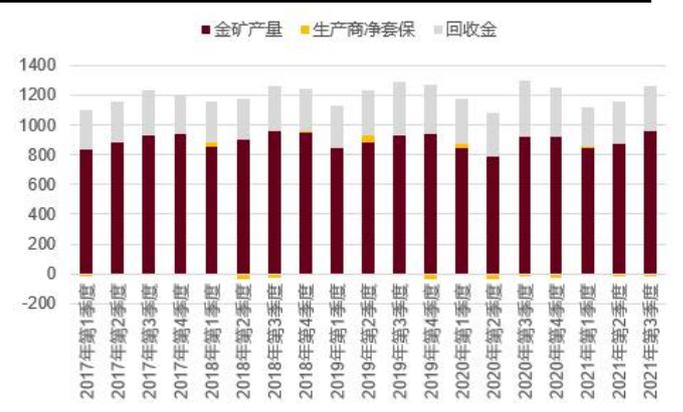
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 2.25: 世界黄金季度分项需求情况 (吨)



资料来源: 世界黄金协会, 一德宏观战略部

图 2.26: 世界黄金季度分项供给情况 (吨)



资料来源: 世界黄金协会, 一德宏观战略部

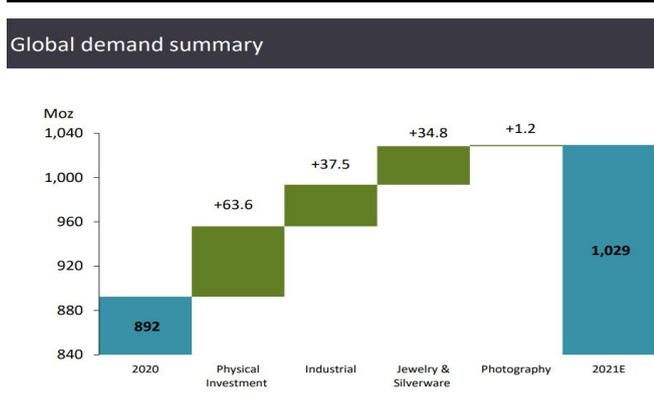
2021 年全年, 随着疫苗免疫工作不断推进, 全球经济逐步复苏。宏观面不确定性有所降低推动了黄金需求结构的调整。虚拟投资需求与实物需求的强弱切换使得黄金前三季度总需求较 2020 年同期小幅回落, 而前者中占比最大的北美 ETF 投资需求持续萎缩更是令价格持续承压。从世界上最大的金、银 ETF SPDR 和安硕来看, 年内分别较上年同期录得 16% 和 2% 的下滑, 而后者相较 2 月初散户疯狂买入 ETF 的持仓高位而言, 下滑幅度也接近 20%。

从黄金总体供需情况看, 前三季度全球黄金总需求为 2662.5 吨, 较去年同期下滑 9%。分项指标中, 前三季度金饰需求为 1323.3 吨, 尽管同比增长 48.5%, 但仍然低于疫情前水平。投资需求层面, 前三季度金条金币等实物投资需求为 856.7 吨, 基本等同于 2019、2020 年全年水平, 为 2013 年以来最高, 较去年同期增长 35.9%, 主要得益于价格的持续下行激发了投资者购入。虚拟投资需求层面, 前三季度累计为 -156 吨, 较去年同期 1000 吨的水平相去甚远, 为前三季度总需求萎缩的最主要原因。央行购金层面, 前三季度累计净购入 393.4 吨, 约为去年同期净购入量的两倍, 主要购入时间点出现在二季度, 显示出部分央行逢低加仓的总体思路。科技需求层面, 前三季度累计需求 245 吨, 同比增长 12.3%, 电子等行业用金需求稳步回升。供给层面, 前三季度黄金总供给为 3505.1 吨, 较去年同期基本持平。分项指标中, 前三季度矿产金产量 2679 吨, 较去年同期增长 5%, 为 2018 年

同期以来最高水平，显示出金矿生产自疫苗免疫启动以来持续恢复；再生金产量为 851.2 吨，较去年同期下滑 12.3%，主要受到价格回落的抑制。

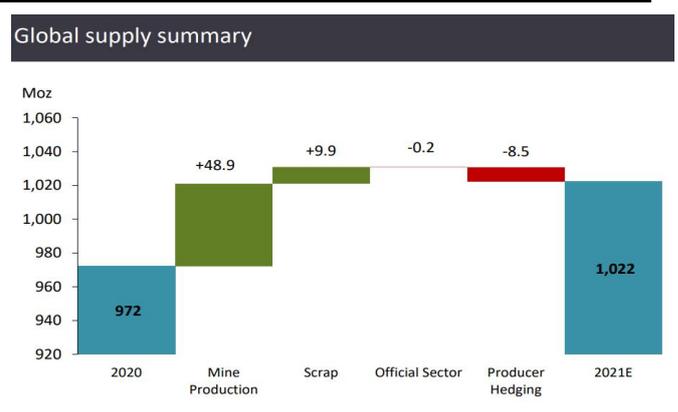
白银方面，根据 Metals Focus 最新预测，2021 年世界白银总需求将较 2020 年同比增加 15% 至 3.2 万吨水平，为 2015 年以来最高。各分项指标均有增加，其中贡献从大到小依次为：实物投资需求增长 32%、银器消费需求增长 32%、银饰需求增长 24% 以及工业需求增长 8%。供应层面，预计将较 2020 年同比增长 8% 至 3.18 万吨，其中矿产银及回收银产量均同比有所增加。综合看，预计 2021 年世界白银将出现 2015 年以来的首次供不应求，对价格形成支撑，但缺口相对有限，仅 200 余吨。

图 2.27：金属聚焦对 2021 世界白银需求预测（百万盎司）



资料来源：金属聚焦，一德宏观战略部

图 2.28：金属聚焦对 2021 世界白银需求预测（百万盎司）



资料来源：金属聚焦，一德宏观战略部

展望 2022 年，我们预计黄金虚拟投资需求与实物需求连续两年分化的局面有望在联储首次加息后出现一定转机，即目前持续下滑的 ETF 持仓或开始止降上升。一方面，预计美联储加息前，价格延续震荡下行继续刺激消费需求及实物投资需求扩张，而虚拟投资需求萎缩的局面在美联储加息实质性落地前难有改观，“实物强、虚拟弱”的结构特征将得以延续。美联储加息后，鉴于黄金价格经过长期调整重回相对低位区间，容易吸引中长线配置资金进场，加之价格低位震荡，将使得实物需求维持偏强运行，二者形成合力推动总需求保持扩张。

### 3. 总结与展望

#### 3.1 观点归纳

综上所述，我们对 2022 年贵金属行情走势主要影响因素作以下简要展望：

宏观不确定性方面，“与疫情共存”长期背景下的经济复苏，在疫情根治取得突破性进展之前，将成为全球经济新的常态。尽管最新爆发的奥密克戎变异病毒疫情仍有待观察，但疫苗对重症缓解效用使得疫情方面对市场风险情绪的负面影响逐步降低。无论从经济领先预测指标抑或分项指标情况看，预计 2022 年美国将继续向疫情前常态化增速回归，但疫情反复导致的供应链问题仍然会对美国居高不下的通胀水平产生推动，重点关注一季度重要时间窗口，但推动强度或弱于四季度。

持有成本之利率方面，我们认为利率端总体定价驱动将集中在在货币政策正常化预期（加息预期）、流动性充裕、通胀失控三方面，特别是一季度流动性充裕、通胀失控“戏份”仍会相对较足，相较 2021 年则明显边缘化，但最终加息预期逻辑将占据主导，具体表现为实际利率受通胀预期回落推动而上行，这也使得接近首次加息前贵金属将面临较大的压力。

持有成本之汇率方面，我们预计美国与非美经济体货币政策差异化将在美联储完成首次加息前仍然存在。在绝对通胀水平及利率水平相对偏低，经济复苏相对滞后，疫情侵袭更加严重的欧元区，上半年维持偏鸽的姿态甚至阶段性加码宽松的可能犹存，美元在这一窗口期内仍有可能保持强势上行。而一旦联储完成首次加息后，持续快速的收紧预期将难以维系，对美元的支撑也将明显减弱。因此，基于年内加息次数至多为两次的基准预测，我们认为美元走势或呈现前高后低，其高点区域或位于 100 上下，较难突破去年 3 月 103 的高位。

资金面及供需面，我们预计黄金虚拟投资需求与实物需求连续两年分化的局面有望在联储首次加息后出现一定转机。一方面，价格延续震荡下行继续刺激消费需求及实物投资需求扩张，而虚拟投资需求萎缩的局面在美联储加息实质性落地前难有改观，“实物强、虚拟弱”的结构特征将得以延续。另一方面，美联储加息后，鉴于贵金属价格经过长期调整重回相对低位区间，容易吸引中长线配置资金进场，加之价格低位震荡，将使得实物需求维持偏强运行，二者形成合力推动总需求保持扩张。

#### 3.2 行情展望

综合以上分析，我们认为，在美联储货币政策正常化关键一步——加息落地前，持有成本上升仍将持续施压贵金属。而落地后，贵金属价格有望形成趋势性反转。具体节奏上，疫情、供应链、通胀等方面的扰动可能仍然会在一季度出现，使得走势大概率复制 2021 年震荡下行节奏。考虑到白银波动超过黄金的特性，在此过程中，金银比价仍然面临一定的上行空间。

技术上，考虑到纽期金周线的两种可能走势，我们倾向于第二种可能（图 3.2）：即最终大概率击穿年内低点 1673 美元，形成周线级别一买点，而最终的调整目标位或位于 1566 美元一线，对应白银或为 18 美元上下。

策略上，单边策略方面，我们建议杠杆交易者可参考纽期金 1800 美元上方择机空单入场，并于 1600 美元下方分批止盈；止损可参考 1919 美元；非杠杆交易者可参考从 1700 美元下方开始分批买入黄金 ETF、实物黄金等资产。对冲策略方面，可于逢价格反弹时逢低构建做多金银比价组合，持有至首次加息落地离场。

图 3.1： 纽期金周线第一种可能走势



资料来源：博易大师

图 3.2： 纽期金周线第二种可能走势



资料来源：博易大师

- 风险提示：
- 全球新冠疫情超预期
  - 疫苗效用持续性及副作用超预期
  - 地缘政治博弈超预期
  - 美联储、欧央行货币政策超预期
  - 美国中期选举超预期

## 附录 1. 2022 年美联储 FOMC 会议时间

| 会议月份 | 具体日期    |
|------|---------|
| 1 月  | 26-27 日 |
| 3 月  | 16-17 日 |
| 5 月  | 4-5 日   |
| 6 月  | 15-16 日 |
| 7 月  | 27-28 日 |
| 9 月  | 21-22 日 |
| 11 月 | 2-3 日   |
| 12 月 | 14-15 日 |

注：具体日期对应时间为北京时间

## 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对本报告中信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证本报告中的信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

## 联系我们

| 营业网点   | 电话                          | 邮编     |
|--|-----------------------------|--------|
| <b>公司总部</b><br>天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层                                     | 022-5829 8788               | 300042 |
| <b>北京北三环东路营业部</b><br>北京市东城区北三环东路 36 号环球贸易中心 E 座 7 层 702-703                      | 010-8831 2088               | 100013 |
| <b>上海营业部</b><br>上海市普陀区中山北路 2550 号物贸中心大厦 1604-1608 室                              | 021-6257 3180               | 200063 |
| <b>天津营业部</b><br>天津市和平区南马路 11 号、13 号-2352、2353-1 号（和平创新大厦 A 座 25 楼 2352、2353-1 号） | 022-2813 9206               | 300021 |
| <b>天津滨海新区营业部</b><br>天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C 区 C1 座 2205 单元                    | 022-6622 5869               | 300457 |
| <b>天津津滨大道营业部</b><br>天津市河东区上杭路街道津滨大道 53 号 B 座 2301                                | 022-2813 9206               | 300161 |
| <b>天津解放北路营业部</b><br>天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心 8 层（802-804）                        | 022-2330 3538               | 300042 |
| <b>大连营业部</b><br>辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2702 号房间                  | 0411-8480 6701              | 116023 |
| <b>郑州营业部</b><br>河南省郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 803-805 室                                 | 0371-6561 2079              | 450008 |
| <b>日照营业部</b><br>山东省日照市东港区石臼街道海曲东路 386 号天德海景城 A 栋 5701、5702 室                     | 0633-2180 399               | 276800 |
| <b>宁波营业部</b><br>浙江省宁波市鄞州区彩虹南路 11 号嘉汇国贸大厦 A 座 2006 室                              | 0574-8795 1915              | 315181 |
| <b>唐山营业部</b><br>河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦 2 号楼 905 室                                | 0315-578 5511               | 063000 |
| <b>烟台营业部</b><br>山东省烟台市经济技术开发区长江路 77 号 3303-3304 室                                | 0535-2163 353 /<br>2169 678 | 265503 |

杭州营业部

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦 801 室

0571-8799 6673

310000