

2022 年年报

海外加息预期升温 贵金属预期偏空走势

——2022 年贵金属市场展望

2021 年 12 月 16 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

贵金属研究组

闫丰 首席分析师

从业/投资咨询证号:

F0251054/ Z0001643

曹晓军 高级分析师

从业/投资咨询证号:

F3008012/Z0010934

刘广远 分析师

从业证号: F03088857

电话: 0551-62839752

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示:

“期”待诚信

“货”真价实

要点提示:

1. 疫情作为能够影响经济复苏的关键因素,我们认为,疫情对经济和资本市场的影响力度远不及爆发时的强度大,主要系各国具备一年多的疫情防控经验,同时受益于疫苗研发与接种。因此,未来社会生活、经济、政策等伴随疫情出现的特殊状态也将逐渐回归正常化。
2. 从经济复苏进程来看,宽松的货币政策对经济体的刺激正边际放缓,2022年全年经济增速或回归正常化,经济增长与经济增速的中枢下移。由于今年通胀持续“爆表”,警惕2022年“通胀”持续高企,并向“滞涨”演化。
3. 从美联储货币政策来看,美联储Taper靴子落地,鲍威尔放弃“通胀暂时性”的言论,美联储货币政策开始转向,本轮货币宽松的流动性环境或已迎来拐点。

市场展望与投资策略:

- 综上分析,展望2022年,我们认为贵金属价格是承压下行的。
- 但从节奏上,我们认为上半年是震荡偏弱,趋势下行。主要是受加息预期与通胀高企的掣肘。

(1) 上半年加息预期施压金价;

(2) 但上半年通胀将持续高企,供应链瓶颈问题无法快速解决,供需矛盾仍存;就业市场供需缺口导致劳动力价格高企,助推工资-通胀螺旋式上升; Taper虽已开启,但只是流动性边际增量减少,短期市场货币量仍较充裕,只有等到加息或缩表,流动性才会有实质变化。

投资策略:

- 1、上半年在360-390元/克区间震荡操作
- 2、区间上沿布局空单

目录

一、行情回顾.....	1
二、黄金价格影响因素分析.....	2
(一) 疫情：仍是影响全球经济复苏节奏的关键因素.....	2
1.1 新冠病毒变异毒株全球蔓延.....	2
1.2 防疫措施致各国疫情走势分化.....	3
1.3 疫情仍是影响全球经济复苏节奏的关键因素.....	3
(二) 全球经济：整体呈现复苏态势，但呈现分化特点.....	3
2.1 全球经济稳步复苏.....	3
2.2 复苏进程存在分化特征.....	4
2.3 全球经济的“滞胀”特征显露.....	5
(三) 通胀风险整体可控.....	6
3.1 当前全球通胀水平处于较高水平.....	7
3.2 2022 年通胀还会持续吗？.....	7
(四) 美联储货币政策转向，流动性拐点已现.....	8
4.1 就业市场稳步复苏.....	8
4.2 美国货币政策目标或已由“充分就业”向“物价稳定”转变.....	9
(五) 黄金的供需基本面分析.....	10
5.1 黄金供给.....	10
5.2 黄金需求.....	10
三、2022 年市场展望与投资策略.....	11
免责声明.....	11

图表目录

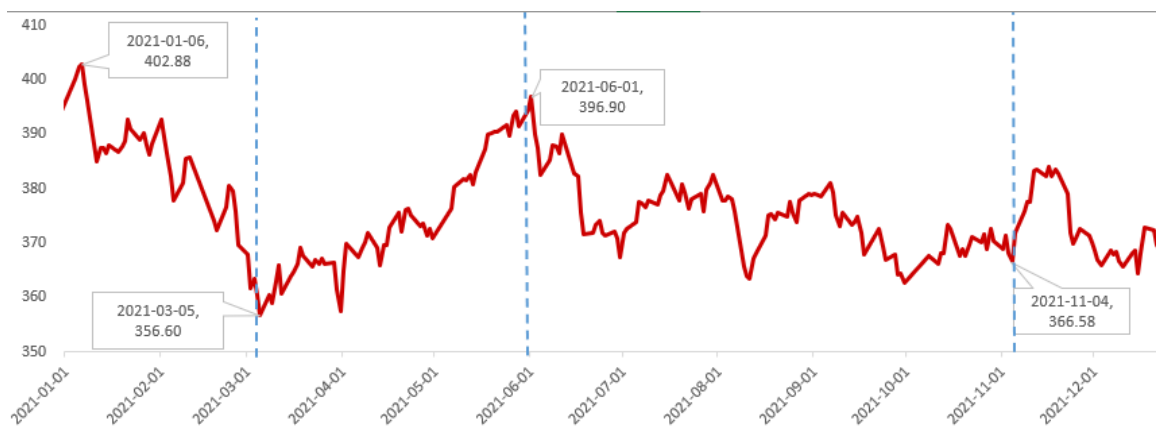
图表 1: 2021 年沪黄金走势.....	1
图表 2: 欧美各国疫情每日新增人数 (20 日移动平均).....	3
图表 3: 亚洲各国疫情每日新增人数 (20 日移动平均).....	3
图表 4: 2021 年全球综合 PMI、制造业 PMI、服务业 PMI 变动情况.....	4
图表 5: 发达经济体 PMI 指数.....	4
图表 6: 2021 年发达经济体 PMI 指数环比增速变化.....	4
图表 7: 新兴经济体 PMI 指数.....	5
图表 8: 新兴经济体 PMI 指数环比增速变化.....	5
图表 9: 大宗商品现货价格指数.....	5
图表 10: 美、欧、日三国 PPI 同比增速.....	5
图表 11: 美国物价指数同比增速.....	6
图表 12: 美国制造业 PMI 见顶回落.....	6
图表 13: 2021 年美国 GDP 变动情况.....	6
图表 14: 海运价格指数见顶回落.....	7
图表 15: 美国初申/持续领取失业金人数走低.....	8
图表 16: 美国劳动参与率持平、失业率继续回落.....	8

图表 17: 美国非农就业缺口不断缩小.....	9
图表 18: 美国劳非农就业人数不断增加.....	9
图表 19: 2020-2021 年全球黄金供应量	10

一、行情回顾

2021 年黄金走势大概可以分为四段。

图表 1：2021 年沪黄金走势



数据来源：华安期货投资咨询部；IFIND

第一阶段

- 下跌阶段：2021. 1. 6-2021. 3. 5
- 回撤幅度：402 元/克——357 元/克，-11.2%
- 交易逻辑：复苏预期/Taper 预期/疫情好转

该阶段的下跌核心逻辑在复苏预期。在这一阶段金价从 402 元/克跌至 357 元/克，回撤幅度达-11.2%。此轮回撤中，通胀预期上行，名义利率上升推升实际利率，美元指数震荡上行。

从复苏进程来看，该阶段疫情持续好转以及疫苗接种进程稳步推进，带动欧美经济复苏预期走强，避险情绪回落，推动黄金价格重心下移；叠加零售销售数据、PMI 等经济数据表现向好；市场对经济复苏的乐观预期进一步加强。2021 年 2 月，美国 ISM 制造业 PMI 指数为 60.8；2021 年 2 月欧元区制造业 PMI 指数从上月的 54.8 回升至 57.9。政策方面，美国拜登政府的基建财政刺激计划稳步推进，有望带动美国消费端恢复；受疫情好转、原油价格上涨推动通胀预期走高，紧缩预期持续发酵，美债利率震荡回升，黄金承压下行。

第二阶段

- 上涨阶段：2021. 3. 30-2021. 6. 2
- 上涨幅度：357 元/克——397 元/克，11.2%
- 交易逻辑：通胀预期上行/疫情反弹

2021 年 4 月在印度发现 Delta 病毒以来，Delta 凭借其超强的传染能力开始在全球范围内大肆传播，导致全球范围内第四波疫情的反弹。4 月底全球每日新增确诊病例突破 80 万例。受疫情影响，供应链中断导致货物供求不匹配，价格持续

上涨，导致经济复苏放缓，并引发较高的通胀预期。该阶段金价开始反弹上行。

第三阶段

- 震荡阶段：2021.6.3-2021.11.3
- 震荡区间：365-385 元/克
- 交易逻辑：通胀升温与 Taper 预期的博弈

2021 年 6 月美联储在议息会议上，虽然维持原来的宽松政策不变，但是上调了超额准备金利率和隔夜逆回购利率，点阵图显示 2023 年会有两次加息的预期，加息预期再度提前，整体加强了货币政策即将转向的市场预期，导致黄金价格中枢整体下移；此后黄金价格在通胀基础坚实现实之下与货币紧缩预期的博弈下维持了长达 4 个月的震荡行情。

第四阶段

- 震荡阶段：2021.11.4-至今
- 震荡区间：365-385 元/克
- 交易逻辑：继续通胀交易与治理通胀间的博弈

2021 年 11 月开始，市场主要围绕着美联储对于通胀的包容态度交易，黄金价格继续在通胀预期与加息预期的博弈下延续震荡走势。上半月，美国 11 月议息会议后 taper 落地，各国央行决策令市场先前的加息预期落空，考虑到通胀的客观性依旧很高，金价主导逻辑让位于通胀预期。下半月，美国公布的基本面数据较为靓丽，带动美元走强；在鲍威尔连任后，市场开始对鲍威尔鹰派的表态而定价；拜登政府对油气炒作行为进行调查，打压高企的能源价格，试图按住通胀，叠加欧洲地区疫情反弹抑制需求，原油价格回落，令通胀对于金价的边际影响趋弱；欧洲疫情反弹，带动市场避险情绪；美联储相关发言人认为在通胀恶化、就业等经济数据走好的背景下应该加快 Taper。以上主导驱动加息预期升温，推动下半月金价的下行走势。

二、黄金价格影响因素分析

（一）疫情：仍是影响全球经济复苏节奏的关键因素

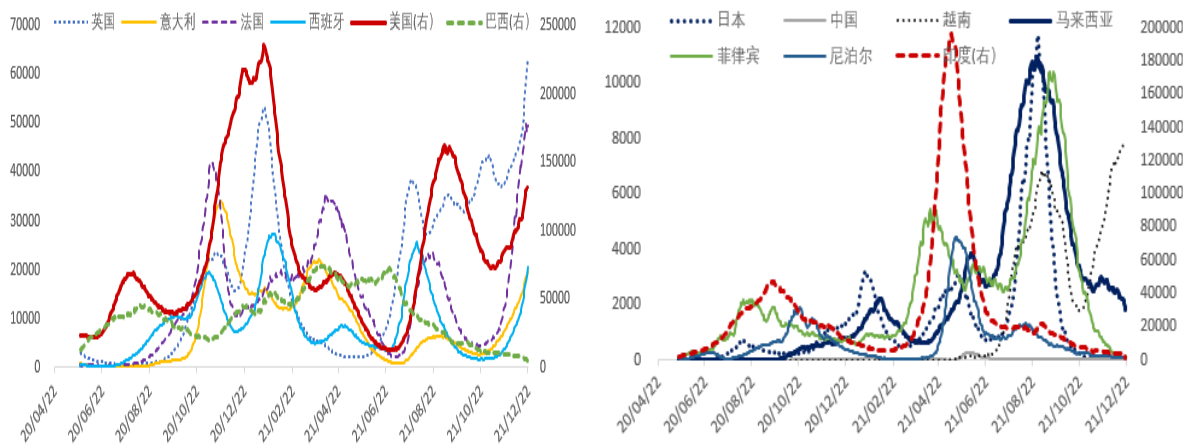
1.1 新冠病毒变异毒株全球蔓延

2021 年开年以来，新冠病毒不断变异出传染性更强的 Delta 病毒，导致本已缓和的疫情再次加剧。自 2021 年 4 月在印度发现 Delta 病毒以来，Delta 凭借其超强的传染能力开始在全球范围内大肆传播，导致全球范围内第四波疫情的反弹。4 月底全球每日新增确证病例突破 80 万例。但同时，受益于疫苗在全球范围内大规模推广，降低了重症率与死亡率，使得受本轮疫情反弹影响的地区主要集中在疫苗推广缓慢的地区。

1.2 防疫措施致各国疫情走势分化

面对疫情的反弹，各国不同的防疫措施也导致各国疫情走势分化。从图 2 和图 3 可以看出各国疫情之间的显著差异性。英国最早提出“与病毒共存”的国家之一，但是效果并不显著，感染人数与死亡人数不断突破新高，累计确证病例达到 870 万人，占英国人口比重的 13% 左右。英国国家统计局 10 月 22 日表示，英国零售额已连续 5 个月下降，该国经济学家担心，英国可能正在进入以经济增长乏力和物价上涨为特征的“滞胀”时期。德国 10 月综合 PMI 也从上月终值 55.5 降至 52.0，为 8 个月来低点。

图表 2：欧美各国疫情每日新增人数（20 日移动平均） 图表 3：亚洲各国疫情每日新增人数（20 日移动平均）



数据来源：华安期货投资咨询部；IFIND

1.3 疫情仍是影响全球经济复苏节奏的关键因素

展望 2022 年，疫情仍是影响全球经济复苏节奏的关键因素。一旦又出来类似 Delta 或 Omicron 等类型的变异毒株，可能会打击经济复苏进程，削弱居民端的需求，影响供应链的供给能力，造成对通胀的双向影响，打击劳动力市场的修复，拖累全球经济的反弹。

但是现在与 2020 年疫情爆发时的环境不同，全球各国的疫情防控经验已经较之前丰富许多，同时伴随疫苗的推广与接种，未来影响力度远不及刚爆发时的强度大，主要经济体的疫情得到有效控制，社会生活、经济、政策等疫情下的特殊状态将逐渐回归正常化。

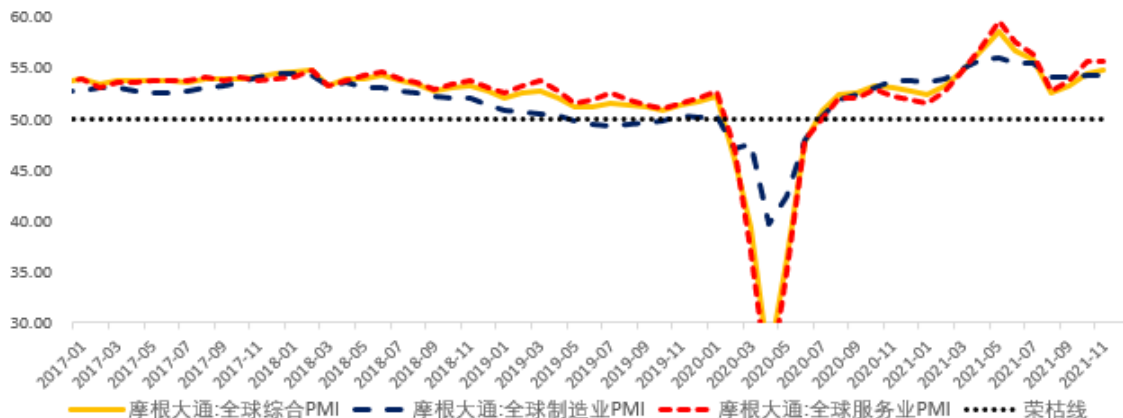
（二）全球经济：整体呈现复苏态势，但呈现分化特点

2.1 全球经济稳步复苏

2021 年 11 月，全球经济延续复苏趋势。11 月，全球综合 PMI 产出指数为 54.8，较前值 54.5 增加 0.3，从细分项来看，全球综合 PMI 新订单指数为 54.2，；投入品价格指数为 69.3，就业指数 52.6，均位于荣枯线以上；11 月，全球制造业 PMI

指数为 54.2，较上月回落 0.1；全球服务业 PMI 指数为 55.6，与上月持平，均位于荣枯分界点上。

图表 4：2021 年全球综合 PMI、制造业 PMI、服务业 PMI 变动情况



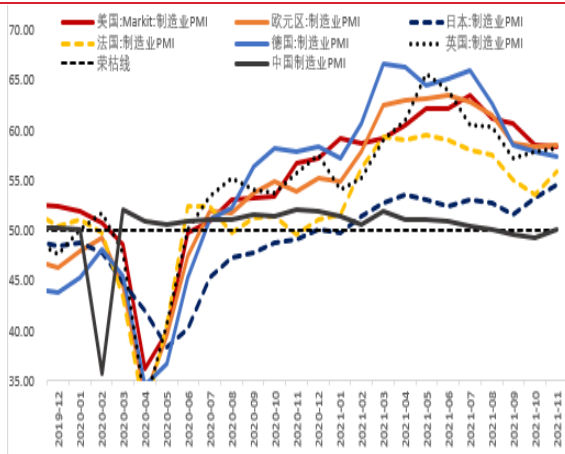
数据来源：华安期货投资咨询部；IFIND

2.2. 复苏进程存在分化特征

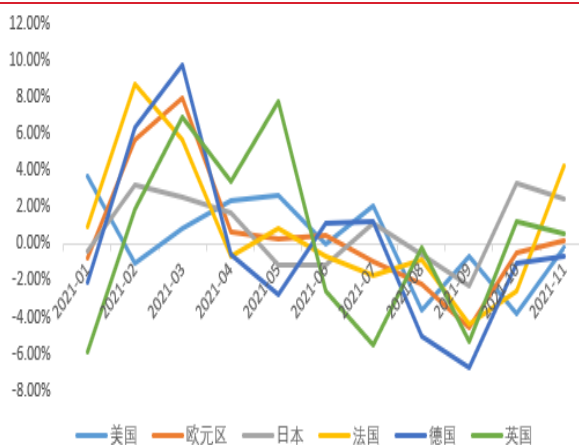
全球各经济体在复苏过程中存在显著差异。

发达经济体呈现复苏动能边际放缓的态势。从制造业 PMI 指数可以发现，发达经济体与新兴市场经济体 PMI 指数走势存在较大的分化。发达经济体 PMI 指数从 2020 年 4 月左右触底回升，持续势头一直持续到 2021 年 6 月前后达到高点，随后呈现见顶回落态势，但一直保持在荣枯线以上。美国制造业 PMI 指数 7 月份达高点 63.4，欧盟制造业 PMI 指数 6 月份达高点为 63.4，德国制造业 PMI 指数在 3 月份达高点 66.6，随后 PMI 环比增速均呈现下滑态势。

图表 5：发达经济体 PMI 指数



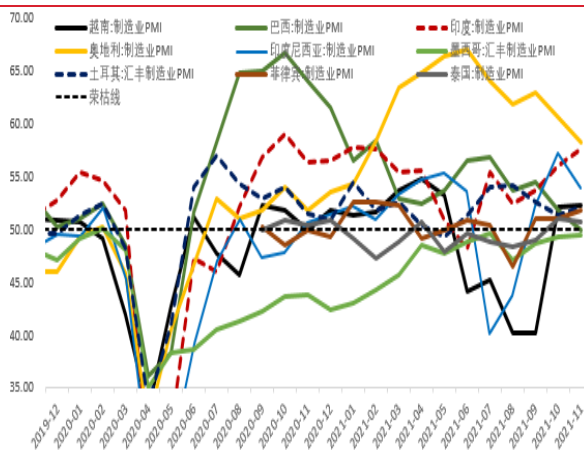
图表 6：2021 年发达经济体 PMI 指数环比增速变化



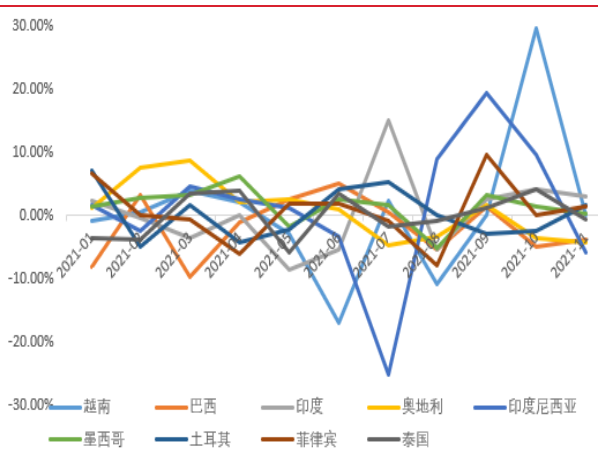
数据来源：华安期货投资咨询部；IFIND

新兴经济体则呈现复苏过程中的不稳定、高波动的特点。如图表 13 所示，新兴经济体国家 PMI 制造业指数围绕荣枯线上下波动较大，趋势性不如发达经济体国家。

图表 7：新兴经济体 PMI 指数



图表 8：新兴经济体 PMI 指数环比增速变化



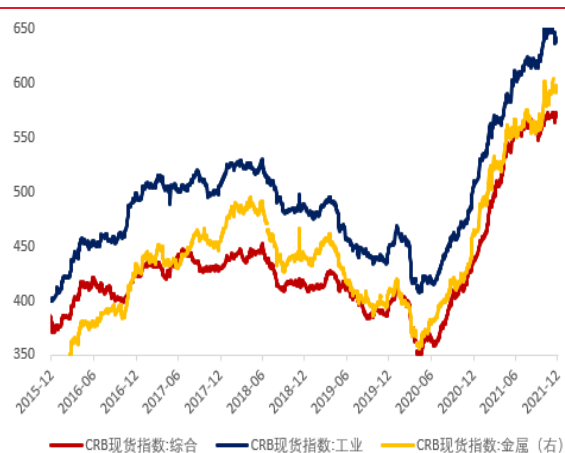
数据来源：华安期货投资咨询部；IFIND

我们认为造成发达国家与新兴经济体之间复苏的分化的原因主要是受新冠疫情反弹的影响。由于各经济体的防疫政策、政府防疫管理能力、疫苗接种率等存在一定程度上的差异性，因此导致各国经济复苏过程中受疫情冲击程度有所不同。

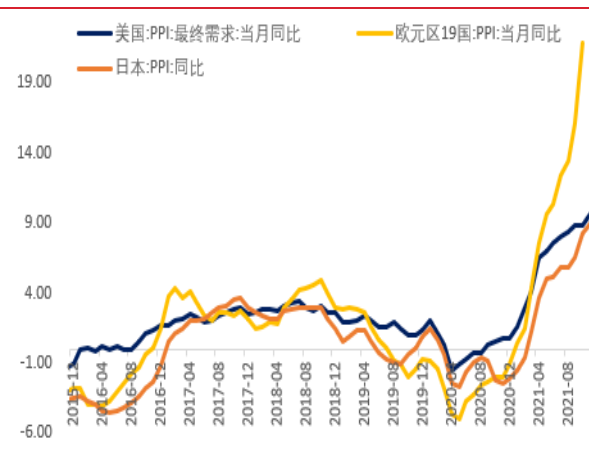
2.3 全球经济的“滞胀”特征显露

经济复苏边际放缓，通胀持续“爆表”，警惕 2022 年由“通胀”向“滞胀”演化。本轮市场通胀始于疫情，疫情导致产品的供需存在时间与空间的错配以及供需缺口加大的矛盾，叠加美联储为应对疫情的冲击释放大量的流动性，推动大宗商品的价格上涨的行情。

图表 9：大宗商品现货价格指数

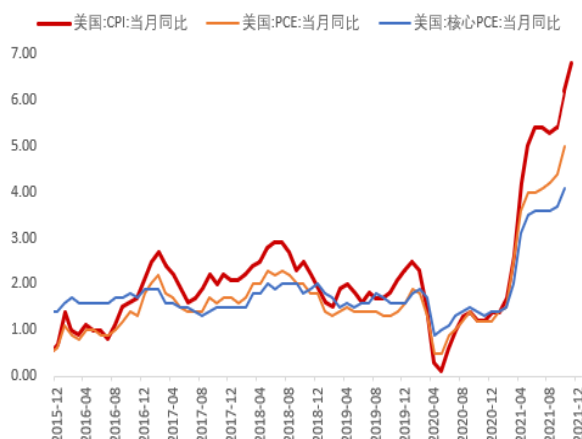


图表 10：美、欧、日三国 PPI 同比增速

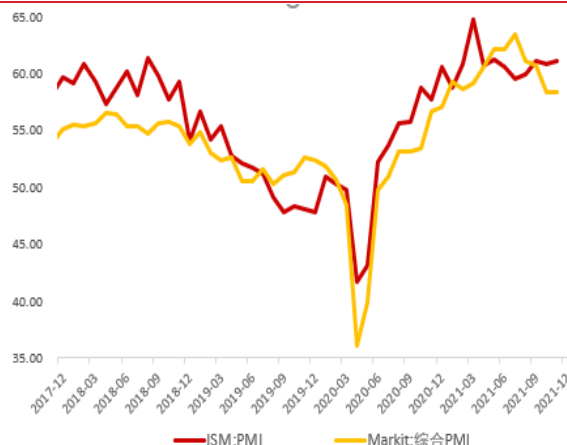


数据来源：华安期货投资咨询部；IFIND

图表 11: 美国物价指数同比增速



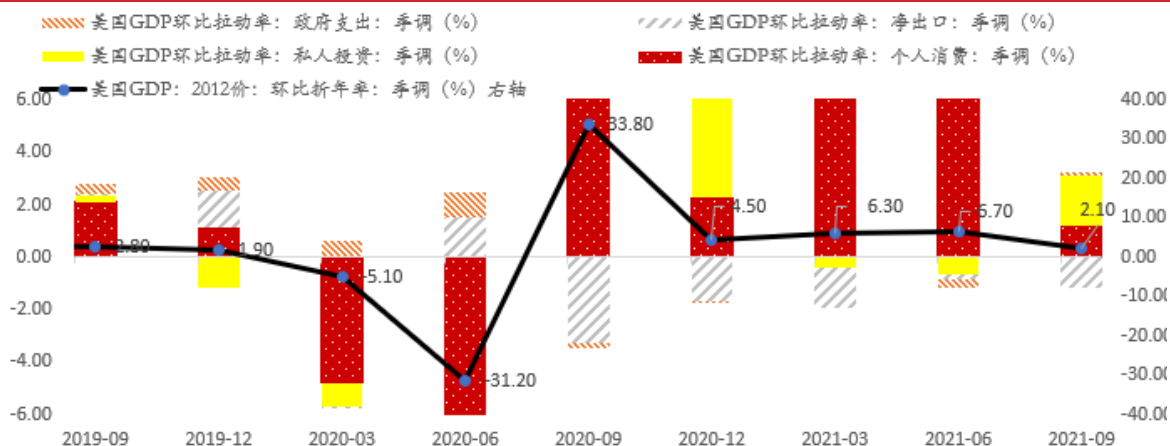
图表 12: 美国制造业 PMI 见顶回落



数据来源: 华安期货投资咨询部; IFIND

相较于通胀持续的上涨, 宽松的货币政策对经济体的刺激正边际放缓。如图 10 所示, 发达经济体 PMI 指数见顶回落。2021 年美国在积极的财政政策与宽松的货币政策支撑下, 快速恢复, 2021 年一季度, 美国经济修正后的 GDP 增幅为 6.3%, 二季度增幅更是达到了 6.7%。但是随着时间推移, 进入三季度, 美国经济增速大幅放缓, 实际 GDP 年化季环比仅为 2.1%, 为疫情以来最慢增速, 不及预期 2.6%, 远低于前值的 6.7%。

图表 13: 2021 年美国 GDP 变动情况



数据来源: 华安期货投资咨询部; IFIND

展望 2022 年, 疫情的不确定性仍然存在, 通胀虽高企但整体可控, 全球经济增速中枢或下移, 美国货币政策收紧使得贵金属承压。

(三) 通胀风险整体可控

2020 年, 新冠肺炎疫情突然爆发, 世界经济严重衰退, 疫情冲击造成商品市场和货币市场的失衡。以美国为代表的经济体为应对疫情的冲击, 纷纷实施宽松的货币政策与积极的财政政策托底经济。一方面, 各国经济在政策的呵护下缓慢复苏, 另一方面, 也造成市场流动性泛滥、推动能源价格持续攀升等问题, 叠加

疫情造成全球供应链中断，供需缺口走阔，导致全球物价水平持续抬升。

3.1 当前全球通胀水平均处于较高水平

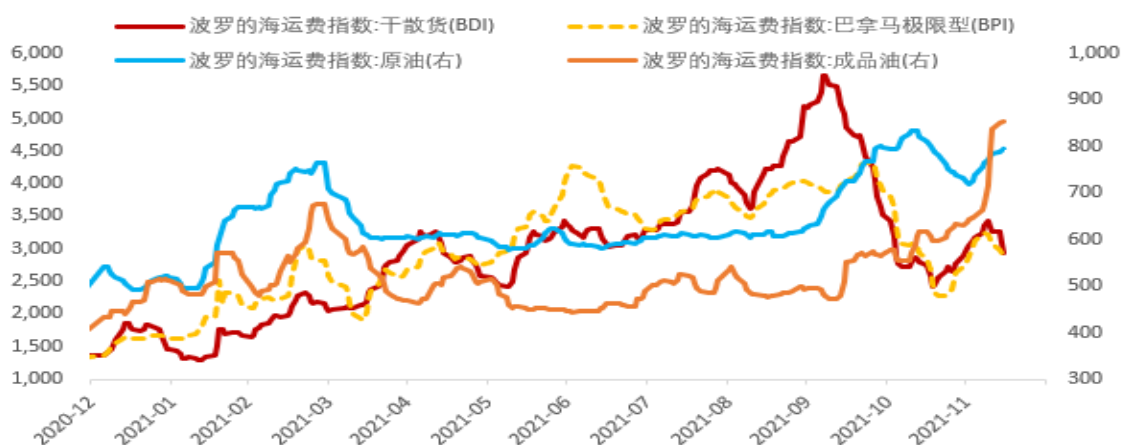
全球各国通胀在今年均表现为持续上涨的态势，多国 PPI、CPI 指标爆表。美国 11 月 CPI 环比上涨 0.8%，同比上涨 6.8%，为 1982 年以来的最高水平；核心 CPI 当月上涨 0.5%，较上年同期上涨 4.9%，为 1991 年以来最大涨幅。中国 11 月份 CPI 同比上涨 2.3%，并创 15 个月新高。10 月欧元区 CPI 上涨 4.1%，也创 1997 年该数据记录以来的最高值。韩国 11 月 CPI 同比上涨 3.7%，为 2011 年以来的最快增速，通胀率连续第八个月超过央行 2% 的目标。

3.2 2022 年通胀还会持续吗？

市场对通胀的风险溢价已经高于预期，PPI 与 CPI 数据已达高点，2022 年通胀断通胀难以继续超预期。

首先，供应链瓶颈问题出现缓解迹象，有助于缓解通胀上行压力。随着新冠疫苗接种率的提升，以及防疫政策的调整，各国开始加速复工，努力恢复中断的供应链。一方面，与新冠疫情相关而关闭的工厂已经逐步复工、能源短缺和港口处理能力近期已有所缓解。另一方面，海运、空运等运输压力也有所缓解，这在成本端、时效性方面均有体现。近日海运运费已从创纪录高位回落，截至 11 月 12 日的一周里，集装箱运至太平洋对岸的成本下降逾四分之一，创两年来最大降幅；时效性方面，在洛杉矶港和长滩港，等待卸货的船只排队情况有所改善，根据南加州海运交易所的数据，11 月 19 日，有 71 艘集装箱船停泊在近海，数量少于三天前的峰值 86 艘。

图表 14：海运价格指数见顶回落



数据来源：华安期货投资咨询部；IFIND

其次，原油等能源价格与大宗工业品绝对价格见顶回落，同比价格变化的放缓。近期美国联合日本、印度等国释放原油储备，叠加 Omicron 新毒株的出现，导致需求预期下行，带动美油从高位 85 美元/桶回落至 70 美元/桶附近。

最后，鲍威尔放弃通胀“暂时论”，并暗示进一步 Taper 甚至加息以控制通胀。美联储主席鲍威尔在国会听证会上的不再使用“暂时性”一词来描述通胀，并称通胀预测偏误的背后是因为没有考虑到供给侧的问题，说明美联储对于通胀的判断发生实质性的转变，通胀的治理或成为美联储未来政策走向的主要考虑因素。

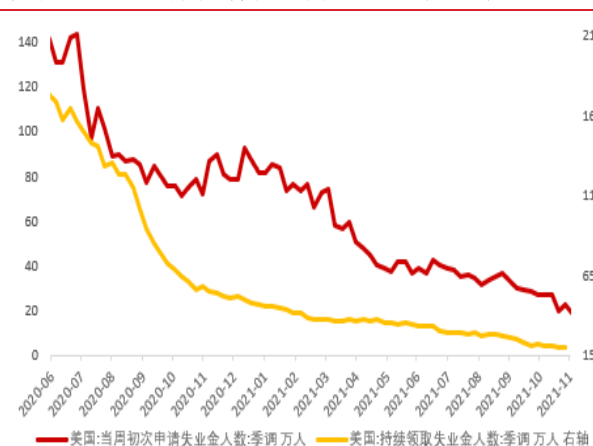
（四）美联储货币政策转向，流动性拐点已现

4.1 就业市场稳步复苏

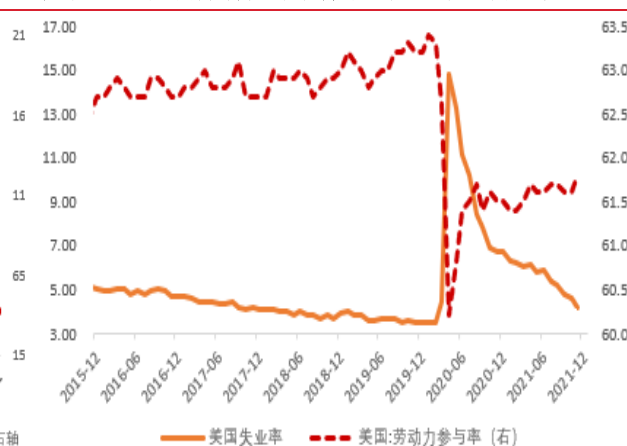
美联储的货币政策目标我们认为主要包括充分就业、物价稳定两个。

美国经济整体韧性较强，就业市场虽未恢复到疫情前，但稳步复苏趋势不改。美国实际 GDP 规模在 2021 年二季度已超过疫情前水平，前三季度 GDP 增速分别为 6.3%、6.7%和 2.1%，全年预计达到 5.6%，高于历史趋势。消费方面，美国 11 月美国人口调查局公布 10 月零售销售高于预期，高于前值；就业方面，初请失业人数金与续请失业金人数持续走低，美国 11 月 20 日公布当周初请失业金人数，录得 19.9 万人，低于预期 26 万人，创 1969 年以来新低。

图表 15: 美国初申/持续领取失业金人数走低



图表 16: 美国劳动参与率持平、失业率继续回落



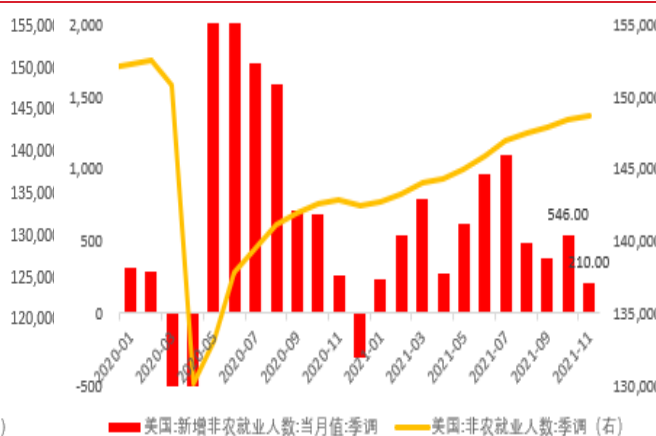
数据来源：华安期货投资咨询部；IFIND

美国就业市场仍然存在供需不匹配的结构性问题，但整体来看，疫情对劳动力市场的影响已经边际减弱。非农就业数据好转，但是仍然低于疫情之前，美国的劳动力市场仍处于供不应求的局面，劳动力增幅难以满足企业招聘需求，劳动力供给明显趋紧，继而维系工资水平居于高位。如图 16、17 所示，美国非农就业缺口不断缩小，就业市场已达稳定复苏态势。

图表 17: 美国非农就业缺口不断缩小



图表 18: 美国劳非农就业人数不断增加



数据来源: 华安期货投资咨询部; IFIND

4.2 美国货币政策目标或已由“充分就业”向“物价稳定”转变

2022 年美国的经济稳步恢复, 就业与通胀平衡过程中, 抑制通胀或称为货币政策主要关注点。

首先, 各国经济体已经具备长期防疫的经验, 叠加疫苗接种率的上升, 疫情会逐渐好转, 之前受防疫影响的跨境贸易、出口以及全球的服务业、旅游业将会加速复苏。美联储 Taper 虽已开启, 但只是流动性边际增量减少, 短期市场货币量仍较充裕, 只有等到加息或缩表, 流动性才会有实质变化。但货币政策和金融环境总体仍较为宽松。从通胀端来看, 2022 年上半年通胀将持续高企, 供应链瓶颈问题无法快速解决, 供需矛盾仍存; 就业市场供需缺口导致劳动力价格高企, 助推工资-通胀螺旋式上升。不过, 随着供应链压力逐渐缓解, 拜登政府的基建计划实施, 经济基本面会得到一定的稳固, 加息条件逐渐具备。

其次, 2021 年 11 月美联储发布 11 月的议息会议声明, 宣布 Taper 的时间表; 节奏上, 将从 11 月底分 8 个月时间每月减少购买 100 亿美元美债与 50 亿美元 MBS, 到明年 6 月结束本轮 QE。但是结合鲍威尔连任美联储后在国会听证会上承认通胀持续时间比预期要久的发言, 或将视情况加速 Taper 进程, 并可能加快加息步伐。随着 Taper 落地, 美联储政策开始转向, 本轮货币宽松的流动性环境或已迎来拐点。

最后, 货币政策收紧预期已令新兴经济体央行调整货币政策, 目前俄罗斯、巴西、土耳其等新兴经济体, 为防资本外流开启“预防”性加息。

综上分析, 我们预计美联储预计将于 2022 年中完成 Taper, 下半年开始加息; 主要经济体央行的资产负债表快速扩张态势也将发生较大改变, 全球货币市场利率将随货币政策调整逐步抬升, 流动性将整体趋紧。

(五) 黄金的供需基本面分析

5.1 黄金供给

从世界黄金协会公布数据来看，2021 年前三季度全球黄金总供给达到 3505.1 吨，较去年同期增加 0.25%，四季度供应稳定情况下，2021 年黄金总供给亦会稳定在 4600 吨以上。

图表 19：2020-2021 年全球黄金供应量

2020Q1-2021Q3 全球黄金供应量	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	Q1'21	Q2'21	Q3'21	年化同比变化
金矿产量	840.76	791.75	918.95	921.72	842.72	876.77	959.46	▲ 4.40824
生产商净套保	34.703	-37.2	-21.32	-28.06	8.7192	-15.17	-18.58	▲ -
回收金	302.51	286.14	381.76	331.8	271.62	281.54	298.04	▼ -21.93
总供应量	1177.98	1040.691	1279.39	1225.468	1123.06	1143.15	1238.92	▼ -3.163

2010-2020全球黄金供应量变化	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	年化同比变化
金矿产量	3271.6	3366.3	3515.3	3578.9	3653.4	3599.2	3473.2	▼ -3.5
生产商净套保	104.91	12.892	37.634	-25.52	-12.48	6.1753	-51.87	▲ -
回收金	1131.5	1069.6	1232.7	1111.4	1132	1273	1302.2	▲ 2.2956
总供应量	4507.977	4448.837	4785.648	4664.73	4772.94	4878.33	4723.53	▼ -3.1732

数据来源：华安期货投资咨询部；World Gold Council

黄金供给比较稳定，七成以上来自矿产金。2021 年黄金的总体供应高于 2020 年同期，主要是由于疫情得到有效控制，各地区复工复产，矿产金供应的恢复。从 2021 年前三季度数据来看，矿产供应占黄金总供应量的比值为 76.43%，较 2020 年占比有所增加；其次是再生金供应，占黄金总供应量的比值为 24.28%，较 2020 年再生金供应占比有所下降，主因在于黄金价格持续走弱，不利于黄金的回收再利用。

5.2 黄金需求

根据世界黄金协会最新发布的《全球黄金需求趋势报告》，2021 年第三季度全球黄金总需求量达到 830.8 吨，同比下跌 7%，环比下跌 13%，主要原因是黄金 ETF 的持仓量外流。主要原因可能是随着新冠疫情好转，全球经济整体稳步复苏的过程中，提升了市场风险偏好，导致对于黄金的需求减少，2021 年前三季度全球黄金 ETF 总持仓量为 3591.9 吨，同比下降 7.87%，2020 年同期值为 3898.65 吨。

全球珠宝首饰当季消费同比上升 33%至 442.6 吨。其中今年第三季度中国金饰需求达到 157 吨，同比增长 32%，环比增长 7%。一是今年黄金价格走弱，可能提升了当季消费需求；二是疫情限制了居民端跨境消费，导致消费结构调整，由此导致黄金需求的提升。

展望 2022 年，我们认为黄金需求恢复潜力不大。

首先金价在 2021 年处于 1800 美元/盎司附近，过高的价格可能抑制实体金币

金条投资需求；其次，全球经济仍未恢复到疫情之前，偏低购买力抑制黄金首饰需求；最后，2021年11月美联储 Taper 靴子落地，就业市场稳步恢复，美联储主席鲍威尔在国会听证会上的不再使用“暂时性”一词来描述通胀，并称通胀预测偏误的背后是因为没有考虑到供给侧的问题，说明美联储下一步货币政策重心将转向对于通胀的治理，金价在加息预期的压制下，限制黄金涨幅。

三、2022 年市场展望与投资策略

展望 2022 年，疫情作为能够影响经济复苏的关键因素，我们认为，由于全球各国已经具备一年多的疫情防控经验，同时伴随疫苗的推广与接种，所以疫情影响力度远不及爆发时的强度大，未来社会生活、经济、政策等疫情下的特殊状态将逐渐回归正常化。

从经济复苏进程来看，宽松的货币政策对经济体的刺激正边际放缓，2022 年全年经济增速或回归正常化，经济增长与经济增速的中枢下移。由于今年通胀持续“爆表”，警惕 2022 年“通胀”持续高企，并向“滞涨”演化。

从美联储货币政策来看，美联储 Taper 靴子落地，鲍威尔放弃“通胀暂时性”的言论，美联储货币政策开始转向，本轮货币宽松的流动性环境或已迎来拐点。

综上分析，从全年视角我们认为贵金属价格是承压下行的。

但从节奏上，我们认为上半年是震荡偏弱，趋势下行。主要是受加息预期与通胀高企的博弈的掣肘。（1）上半年加息预期施压金价；（2）但上半年通胀将持续高企，供应链瓶颈问题无法快速解决，供需矛盾仍存；就业市场供需缺口导致劳动力价格高企，助推工资-通胀螺旋式上升；Taper 虽已开启，但只是流动性边际增量减少，短期市场货币量仍较充裕，只有等到加息或缩表，流动性才会有实质变化。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。