

## 和合期货:黄金 2022 年年报

### ——货币政策趋紧流动性依然充裕，黄金高位运行



段晓强

从业资格证号：F3037792

投询资格证号：Z0014851

电话：0351-7342558

邮箱：[duanxiaoqiang@hhqh.com.cn](mailto:duanxiaoqiang@hhqh.com.cn)

**摘要：** 疫情风险依然是存在的，当下欧美疫情新增病例再创历史新高，目前看重症与死亡病例没有成比例增加，如果后市出现恶化，将对经济复苏造成巨大打击，2022 年疫情还将持续，变异毒株还将出现，疫情反复难以避免。美欧经济见顶后会走弱，2022 年全球经济走弱趋势，货币政策转向势在必行，关注焦点在于美联储，但是可能比市场预期要慢。大宗商品在 2021 年大幅上涨，回落压力大，贵金属震荡走弱，贵金属估值偏低，流动性依然充裕，资金会流向贵金属市场，有补涨的可能。

重点关注欧美经济发展状况以及美联储货币政策调整，美联储将会在 2022 年 3 月结束缩债，在 2022 年中开启加息周期，关注政策调整预期和利空出尽因素对贵金属的影响。中长期来看，货币超发、经济增速减缓以及通胀持续高位背景下，黄金配置价值依然会比较高，预计 2022 年黄金在高位运行。

风险因素：美国经济好于市场预期，美联储加息顺畅，将支撑美元走强，黄金将出现弱势走势。

## 目录

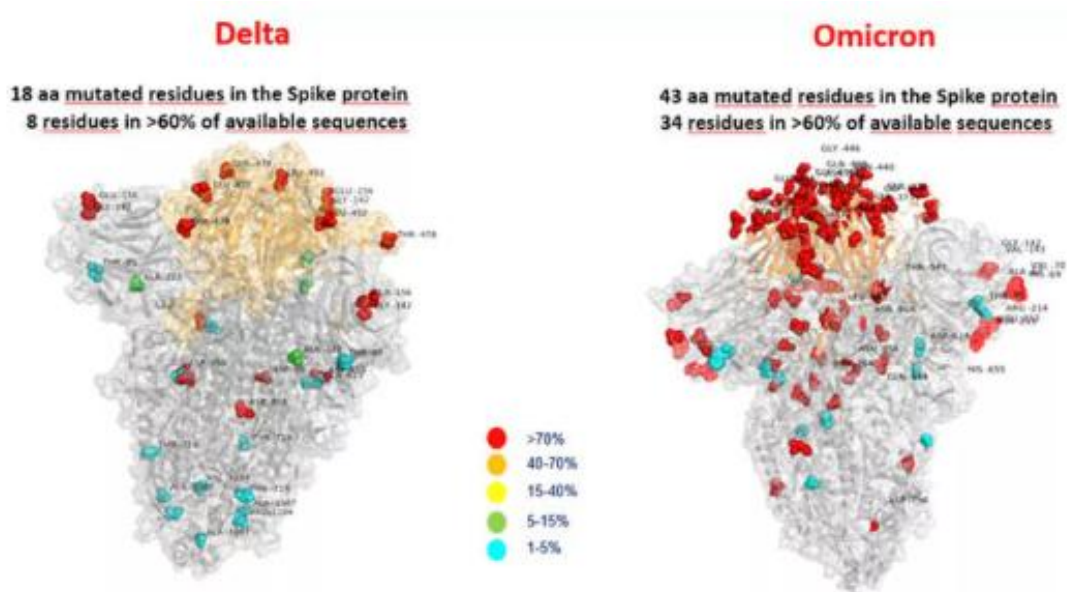
一、全球疫情继续肆虐，欧美新增病例屡创新高.....	3
1、奥密克戎变异毒株迅速成为全球主要传染病毒.....	3
2、奥密克戎传染率高，目前看死亡率重症率均较低.....	7
3、目前的疫苗只是个“过渡”，成熟疫苗尚需较长时日.....	9
二、美国高通胀持续，消费逐步回落.....	9
1、高通胀还将持续.....	9
2、美国疫情加剧，就业市场矛盾凸显.....	12
3、消费逐步回落.....	14
三、前一轮量化紧缩周期与此次紧缩比较.....	15
四、黄金 ETF 持仓年末开始回升.....	19
五、后市行情研判.....	20

## 一、全球疫情继续肆虐，欧美新增病例屡创新高

### 1、奥密克戎变异毒株迅速成为全球主要传染病毒

2021年11月9日，在南非首次发现的奥密克戎变异株，其传染性、适应性比德尔塔可能更强。11月26日下午，世卫组织发布通报，将B.1.1.529变异株定性为最高级别的“值得关切的变异株”（VOC），命名为Omicron。11月29日，世卫组织称，奥密克戎变异毒株在全球总体风险评估为“非常高”，可能在世界广泛传播。

图1 德尔塔与奥密克戎对比



数据来源：新浪新闻

由于该毒株有50个极不寻常的突变，包括32个尖峰蛋白，因此科学家们担心，它可能比德尔塔毒株传染更快、并具有更强的免疫逃逸能力。与新冠变异病毒德尔塔毒株相比，奥密克戎毒株拥有更多的刺突蛋白突变，研究人员表示，一些变异可能会增强病毒的传染性和免疫逃逸能力。

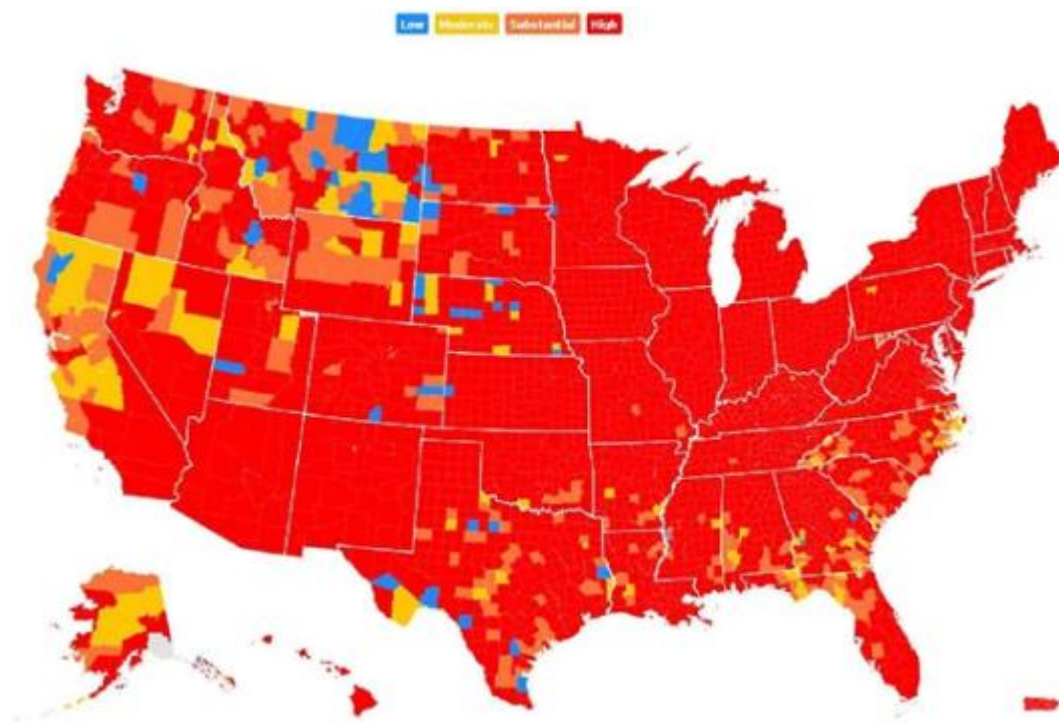
现有数据显示，在有社区传播记录的国家，与德尔塔毒株相比，奥密克戎毒株传播速度明显更快，感染人数翻倍时间为2至3天。不过，世卫组织专家表示，目前尚不能确定11月以来观察到的奥密克戎毒株感染病例快速增长，是病毒传染性增强，还是免疫逃逸能力提升造成的，很可能两者兼有。

1月3日，美国国会大厦的主治医生说，美国国会的新冠确诊人数的增长速度之快前所未见，在国会一处新冠检测站，7天检测阳性率从2021年11月底的

1%飙升至目前的 13%。截至 2021 年 12 月 15 日所取得的有限样本显示，国会山的大部分确诊病例发生在已完成疫苗接种的人群中，其中 61%感染了奥密克戎毒株，38%感染了德尔塔毒株，还表示，国会山约 65%的检测阳性者出现症状。

12 月 28 日，美国多达 85.35%的县市已经成为“高传播地区”，98%以上美国人所处的地区存在高水平或大量的社区传播风险。反映到疫情地图上，整个美国几乎全红了！

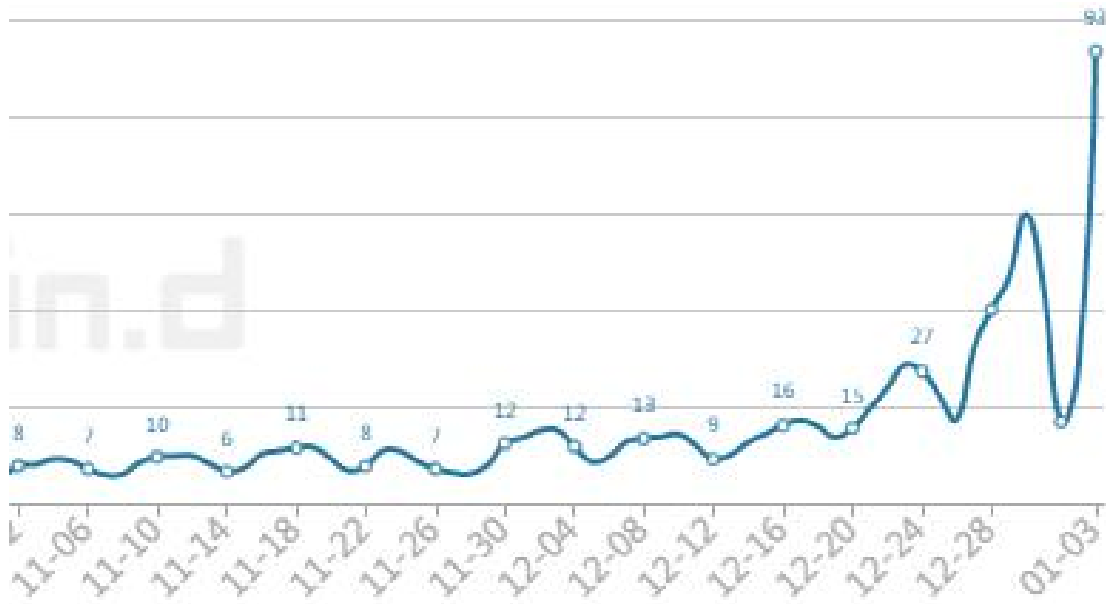
图 2 美国疫情地图全红了



数据来源：共青团中央

根据 Worldometer 实时统计数据，截至北京时间 2022 年 1 月 4 日 6 时，美国累计确诊新冠肺炎病例 56488345 例，累计死亡病例 847919 例。与前一日 6 时 30 分数据相比，美国新增确诊病例 435707 例，新增死亡病例 619 例。

图 3 美国单日新增确诊病例（万）



数据来源：wind

除了美国外，欧洲成为全球疫情暴发的另一个中心。德国电视一台 3 日称，欧洲累计确诊人数突破 1 亿大关，占全球确诊总数超过 1/3。目前欧洲的疫苗接种率远高于全球平均水平，但全球感染比例最高的国家几乎都在欧洲，排名世界第一的是丹麦，每 10 万人有 2045 人确诊，排名第二和第三名的分别是塞浦路斯和爱尔兰。截至 1 日，欧洲在过去一周内通报的确诊病例超过 490 万例，在欧洲 52 个国家和地区中，有 17 个国家或地区在过去一周打破了单日新增确诊纪录。

法国在过去一周新增确诊超过 100 万例，相当于自疫情暴发以来累计确诊人数的 10%，法国连续 4 天单日新增确诊超过 20 万例，已成为全球第六个累计确诊超过 1000 万例的国家。1 月 3 日，根据法国公共卫生署（SPF）公布的数据显示，新冠病毒检测阳性率已升至 15.8%，法国卫生部表示，第五波新冠疫情给医院带来的压力越来越大。

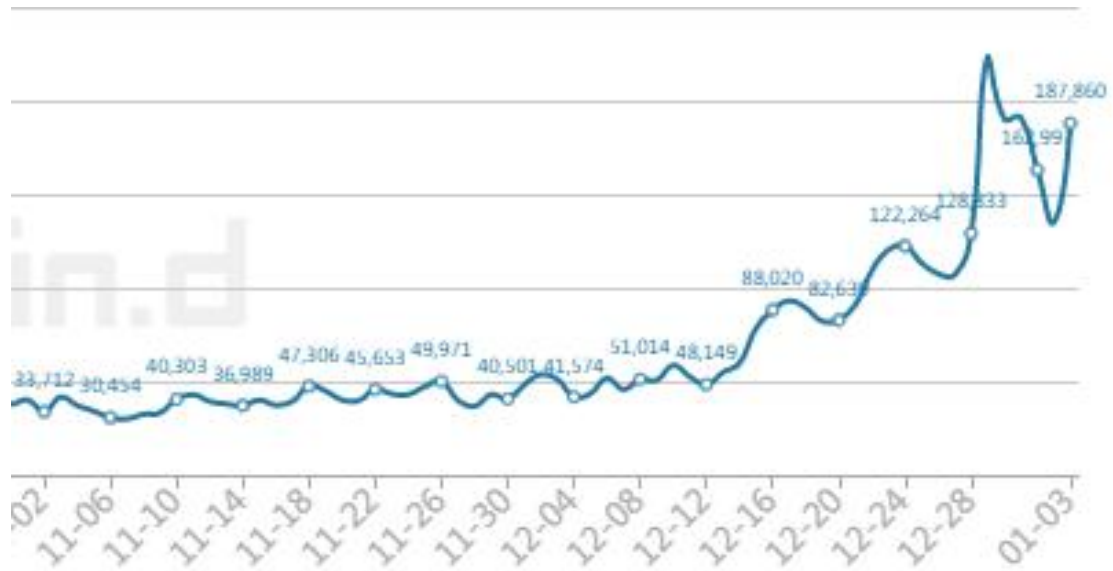
图 4 法国单日新增确诊病例



数据来源: wind

英国卫生部当地时间 2022 年 1 月 3 日公布的最新数据,过去 24 小时英国新增新冠肺炎确诊病例 157758 例,累计确诊 13422815 例,新增死亡病例 42 例,累计死亡病例 148893 例。新冠变种毒株奥密克戎在英国持续扩散,新冠患者人数飙升,严峻情况也导致英国国家医疗服务体系近十分之一的员工请病假,英国《镜报》3 日称,英国国家医疗服务体系已陷入危机。

图 5 英国单日新增确诊病例



数据来源: wind

无论是德尔塔还是奥密克戎,可以肯定的是,都不是新冠病毒最后的变异株。2020 年 1 月,发现并命名了新冠病毒 (COVID-19); 2020 年 10 月,在印度最早

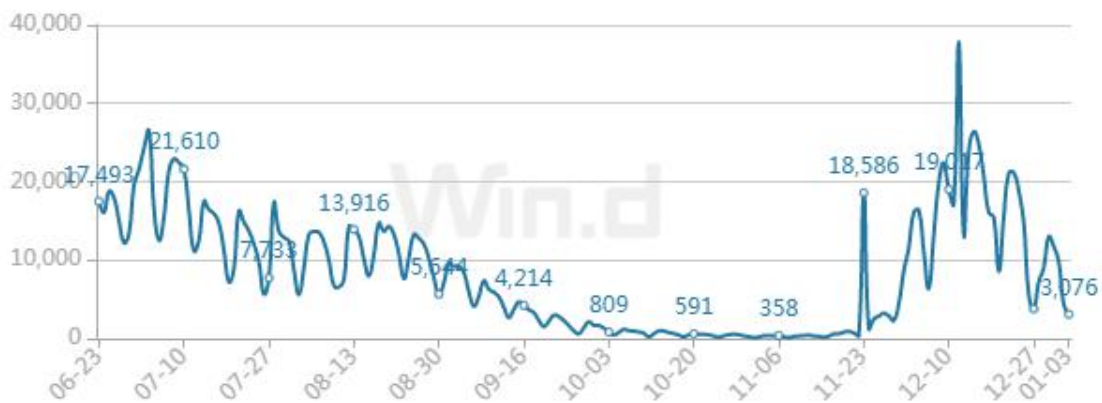
发现了德尔塔变异株，成为了 2021 年的主要流行毒株；2021 年 11 月 9 日，在南非首次发现了奥密克戎变异毒株，很快就成为了欧美地区的主要流行毒株，2021 年底就传播到全球 120 多个国家和地区，成为了全球的主要传播毒株。2022 年会不会出现比以上两种变异株传染性和毒性更强的变异株？这无疑给战胜新冠疫情增添了更大变数，因为病毒是不会按照人的意志行事的。

**2、奥密克戎传染率高，目前看死亡率重症率均较低**

随着奥密克戎变种病毒在全球大规模蔓延，一系列的新研究数据表明，尽管新冠病例数量飙升至记录水平，但重症病例的数量并没有上升。据彭博援引一些科学家的观点称，这些数据可能标志着新冠疫情进入了一个不那么令人担忧的新阶段，也给新冠疫情结束带来一丝曙光。南非学者 12 月 28 日公布的一项研究显示，在疫情最早暴发的南非茨瓦内，奥密克戎导致的死亡率与重症率均较过去几波疫情低，研究人员认为，如果全球其他地方也发生类似情况，或是疫情大流行走向尽头的预兆。

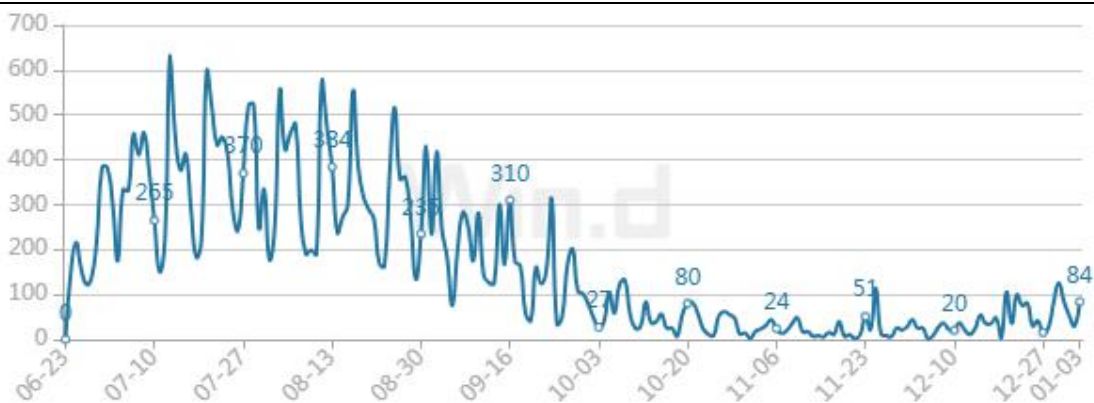
南非因奥密克戎而引起的第四波新冠浪潮峰值似乎已经过去，一个因素是病毒感染肺部的能力，第二个因素是奥密克戎躲过 T 细胞和 B 细胞攻击的成功率更低。

图 6 南非疫情单日新增确诊病例



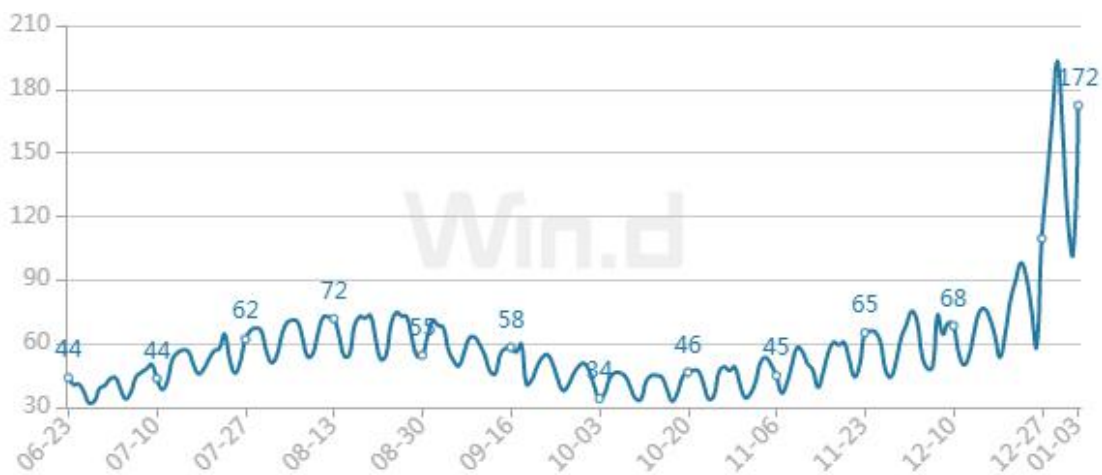
数据来源：wind

图 7 南非疫情单日新增死亡病例



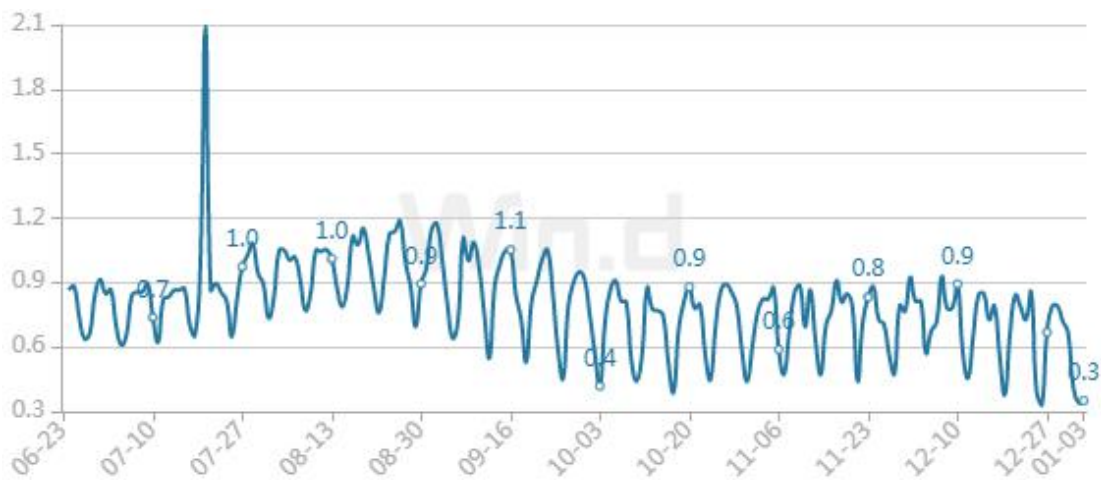
数据来源: wind

图8 全球疫情单日新增确诊病例



数据来源: wind

图9 全球疫情单日新增死亡病例



数据来源: wind

专家仍然警告称,奥密克戎变种病毒被发现仅仅一个多月,情况仍有可能变



化，现在下结论可能仍然为时过早，还需时间来验证。同时，钟南山院士也表示，奥密克戎毒株的致病力和危害性有多大，还在研究中。

### 3、目前的疫苗只是个“过渡”，成熟疫苗尚需较长时日

现在研发出的疫苗还没有得到较长时间的验证。虽然注射疫苗之后，可以降低感染率，减轻感染症状，特别是在减少重症病例的出现上有一定效果，但究竟有多大效果尚未可知，特别是在应对新出现的变异毒株时，其有效性更是一个未知数。目前许多国家的感染者，相当一部分是注射过疫苗的，还有一部分是新冠患者治愈出院者。所以，人类所期望的完全成熟的新冠疫苗尚处在研发的路上。

图 10 全球疫苗接种数据

全球累计接种 <b>92.1亿剂</b>	全球较上日新增 <b>1095.2万剂</b>	全球每百人接种 <b>116.99剂</b>
中国累计接种 <b>28.5亿剂</b>	中国较上日新增 <b>662.9万剂</b>	中国每百人接种 <b>197.86剂</b>

数据来源：腾讯新闻

以色列等少数国家和地区针对特殊人群，已经开始接种第四针了。所以，接下来新冠疫苗注射会不会每 6 个月注射一次，成为常态化？也完全可能。如何治愈大量感染者，特别是重症病人，是全球医疗界面对的非常紧迫的一个现实问题。与此同时，全球技术先进的医药企业和临床医学科学家、药物科学家，都投入了大量财力物力，致力于研发一种能够治愈新冠病毒的特效药，减少死亡率。

## 二、美国高通胀持续，消费逐步回落

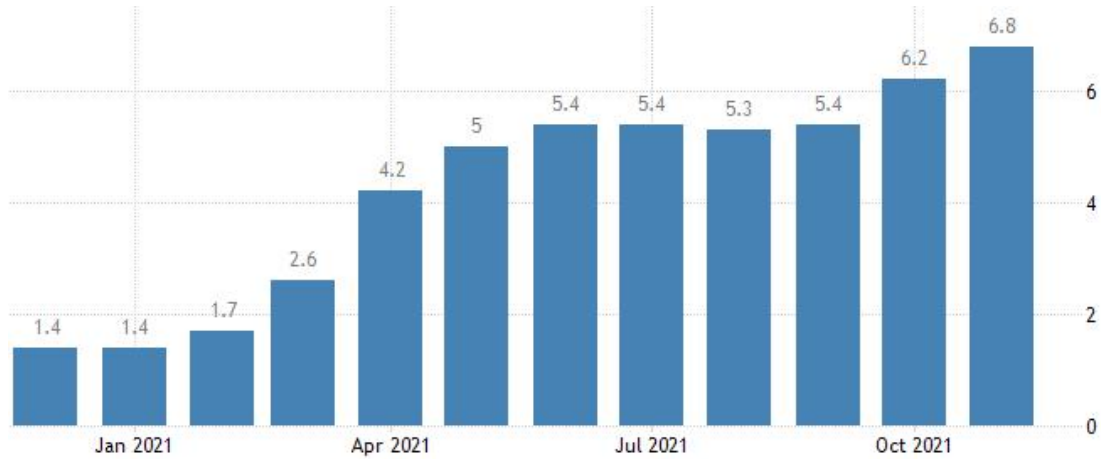
### 1、高通胀还将持续

美国 11 月的消费者物价指数 (CPI) 上涨了 0.8%，同比上涨 6.8%，达到 1982 年 6 月以来的最高水平，也是目前大多数美国人见过的最高通胀率，也是通胀率连续第六个月超过 5%。

美国的这轮通胀和民众的财务危机并不是现在才出现，但当局确实是后知后觉。今年 5 月，美国通胀率达到 5%，民众就反映买不起东西了，白宫、美联储和一众经济学家则表示通胀是“暂时的”，是因为美国抗疫成功，民众购买力回

升了导致供不应求，等供应链恢复了就好了。

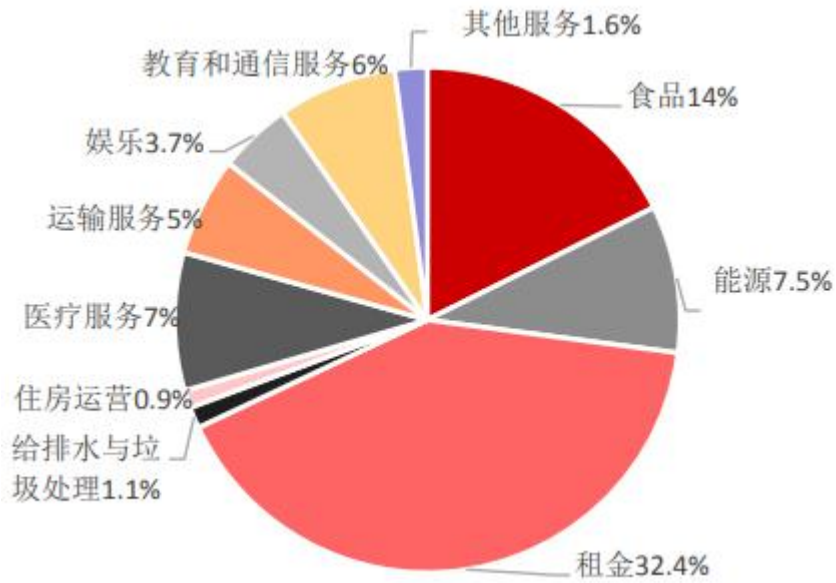
图 11 美国近一年通胀率 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

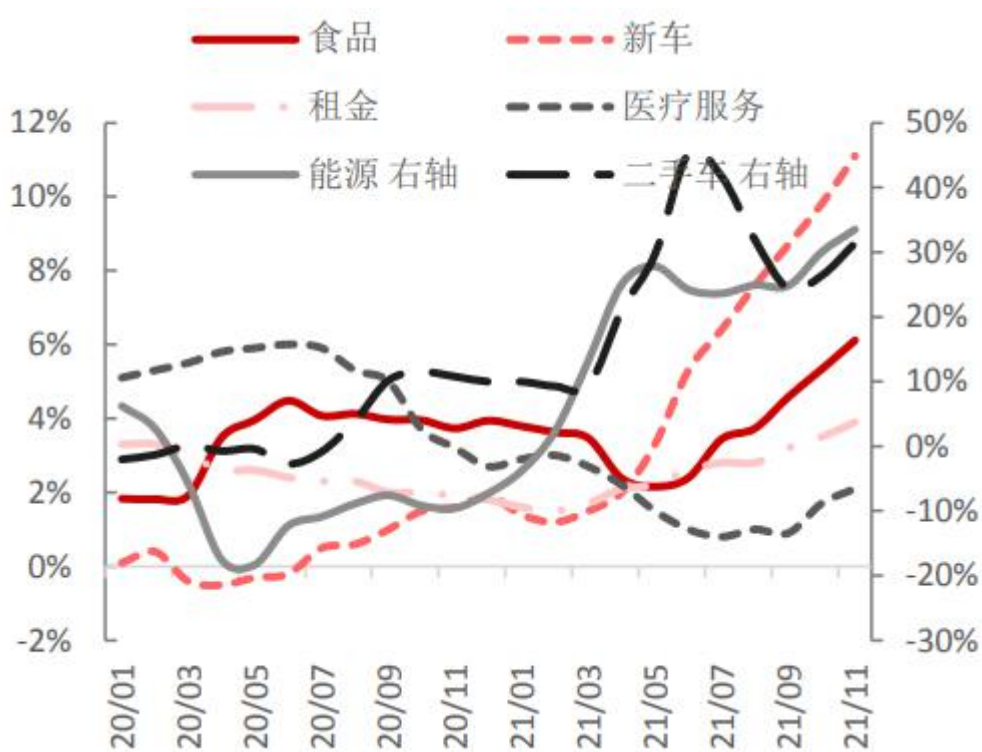
通胀是暂时的已经被证伪，11月核心CPI同比增加4.9%，都远高于官方设定目标。能源价格11月上漲了3.5%，延续了之前的涨势，在过去12个月中，能源价格累计上涨了33.3%，其中汽油价格上涨了58.1%，天然气指数上涨了58.1%，电力指数上涨了6.5%，燃油指数增长了59.3%。食品价格较上年同期上涨6.1%，美国劳工部表示，食品和能源价格创下了13年来的最大涨幅。住房成本同比增长3.8%，该指标通常占CPI的1/3左右，是自2007年住房危机加剧以来的最高水平，租金和业主等价租金指数均环比上涨0.4%，增幅与10月份相同。服务通胀也在上升，服务成本11月上漲0.4%，近一年上涨了3.4%，为2007年4月最快的年度增速。

图 12 通胀中各项占比



数据来源: wind

图 13 通胀各主要分项都在上升



数据来源: wind

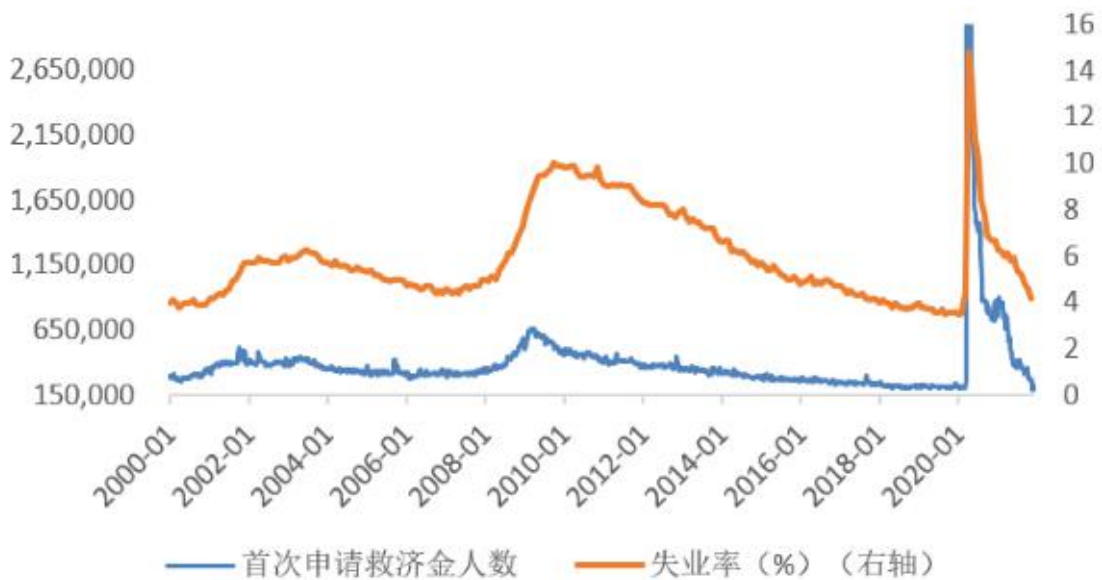
目前不仅仅是商品价格大幅上涨,服务业价格也全面上行,相较于商品,服务价格更具有粘性。美国通胀持续走高,但市场预计通胀到 2022 年将升至 7%。德意志银行此前指出,未来 12 个月,美国通胀还会继续攀升,最高将达到 7%-7.25%之间,核心 CPI 在明年二三月份将上涨至 6.2%。“新债王”表示,预

期美国通胀会在 2022 年都保持在 4% 以上，高通胀可能会维持到 2022 年中，而未来几个月有机会破 7%。

## 2、美国疫情加剧·就业市场矛盾凸显

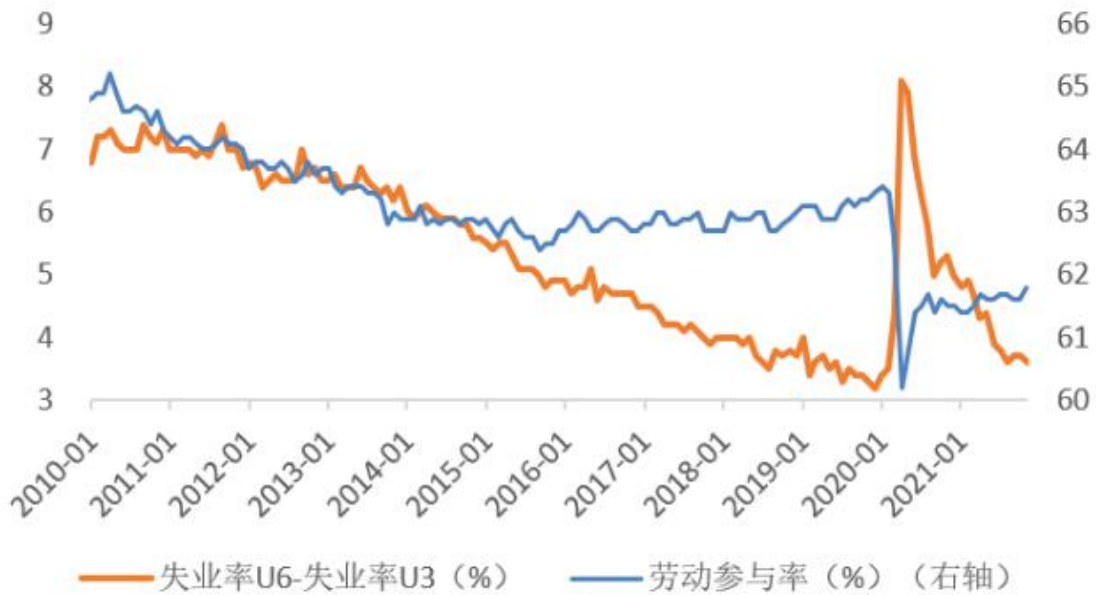
当前美国劳动力市场的就业缺口有两个明显特征。第一是想回来的都回来了——劳动力市场确实在改善，失业率已经迅速降至 4.2%，接近官方认为充分就业的 4%，申请救济金人数也创 1969 年以来新低。第二是不想回来的还是没回来——就业意愿仍然较低，劳动参与率比疫情前低 1.5%，且在不同人群中分化较大，这并非联储定义的“广泛而充分”的就业。

图 14 失业率和申请救济金人数创疫情后新低



数据来源：wind

图 15 失业率和劳动参与率

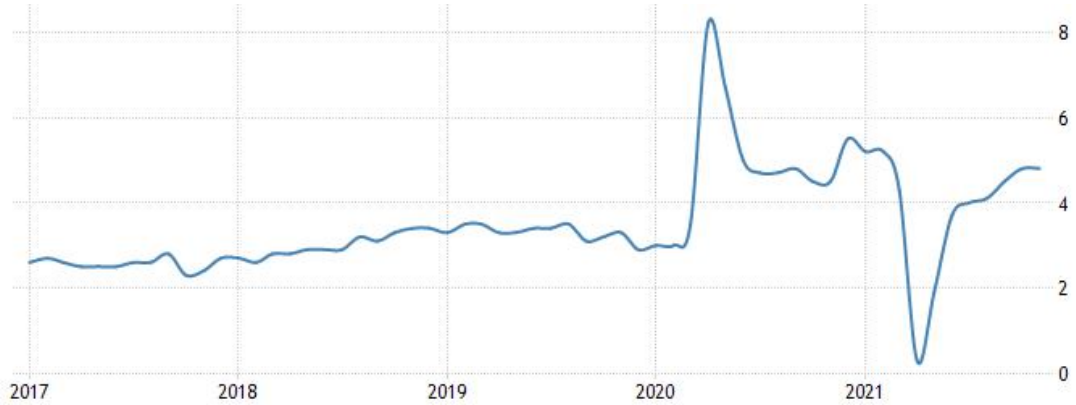


数据来源: wind

具体到行业上, 住宿餐饮、教育、医疗等行业的职位空缺较多、就业修复较慢, 说明劳动者不愿重返工作, 与工作环境易感染和收入水平低有关。服务业的工作环境存在一定的病毒暴露风险, 就业普遍存在较大摩擦。工资收入越低, 从业者认为越不值得冒险, 相应行业的就业摩擦也越大。比如工资较低的住宿餐饮业, 在各类就业中表现出最高的空缺率。教育和医疗的就业情况虽然好于住宿餐饮, 但空缺水平相比零售、商业服务和金融等服务业更高, 也和工作环境的病毒暴露概率有关。

而交通运输和制造业的职位空缺多、就业多, 以交通运输为例, 就业已经超过疫情前水平, 但岗位空缺数仍比疫情前高 98%。随着消费需求的恢复, 在美国购物旺季到来之前, 零售商订单不断增加带来大量进口以及本国运输需求, 大量货物难以及时运送, 表现为各大港口拥堵。港口的拥堵会将额外压力转移到空运、铁路运输和卡车运输上, 交通运输人力需求和货运成本全面上升。

图 16 美国平均时薪增长率 (%)



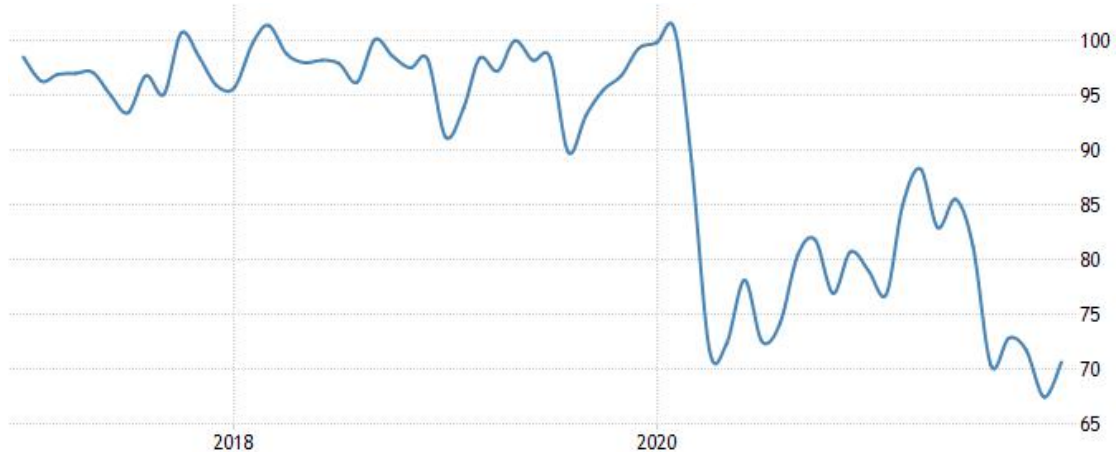
数据来源：全球经济指标数据网

薪资增速也位于高位，但相较于历史周期中薪资加速发生在劳动力市场就业饱和后，本次疫情导致的就业不足是薪资上升的直接原因。因此，薪资增速会否回落，会否与通胀预期相互强化形成通胀螺旋，会否逼迫联储提前加息，关键条件是就业缺口会否闭合。

### 3、消费逐步回落

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月特朗普签署了9000亿美元的新冠纾困法案和政府拨款法案，对居民发放600美元的补贴，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，但消费增速预计回落。

图 17 消费者信心指数继续下跌



数据来源：全球经济指标数据网

高通胀已经开始打压消费者信心，美国消费者信心指数已经降到了比疫情前更低的水平，同时，全社会的储蓄率也回到了疫情前的程度。

图 18 个人可支配收入与 CPI 同比



数据来源：wind

图 19 美国个人储蓄率 (%)



数据来源：全球经济指标数据网

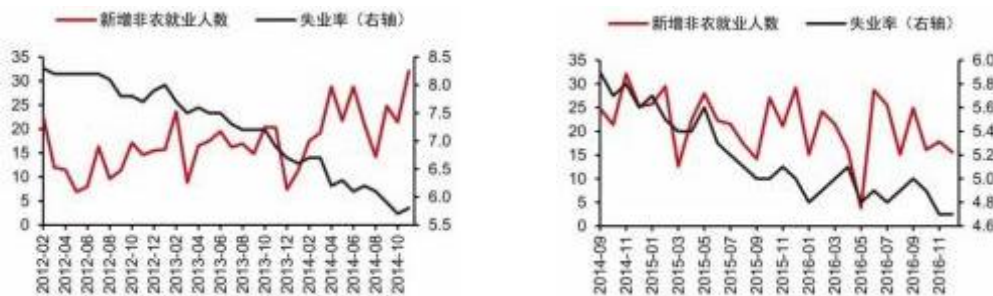
### 三、前一轮量化紧缩周期与此次紧缩比较

就 Taper 而言，2013 年 5 月美联储首次释放了 Taper 信号，并在 12 月正式

宣布于 2014 年 1 月开始 Taper。回顾上一轮 Taper，就业市场的持续改善以及美联储对于就业市场和经济持续增长的预期是 Taper 开始的关键，而通胀并未起到显著作用。2013 年 12 月美联储经济预测显示，相比 9 月的预测，美联储对 2013 和 2014 年的经济增长有所上调、对失业率有所下调，但是对于通胀水平有所下调，这也表明彼时 Taper 的原因主要在于就业市场和经济增长的修复，而非通胀的变化。

从实际经济状况来看，就业和经济增长也的确是触发美联储 Taper 的原因。自从美联储于 2012 年 9 月开启 QE3 后，美国劳动力市场持续改善，失业率开始下行，而新增非农就业人数开始增长，美国 GDP 增速也开始企稳上升，在 2013 年 12 月宣布 Taper 的时候，美国经济增速早已明显高于 QE3 开启时的增速。但是就通胀而言，QE3 并未给低通胀带来实质性改变，通胀水平仍在趋势性下行，但这在美联储认为是“暂时的”，并未对美联储开始 Taper 产生明显影响。

图 20 13 年 Taper 前后劳动力市场走势 15 年加息前后劳动力市场走势



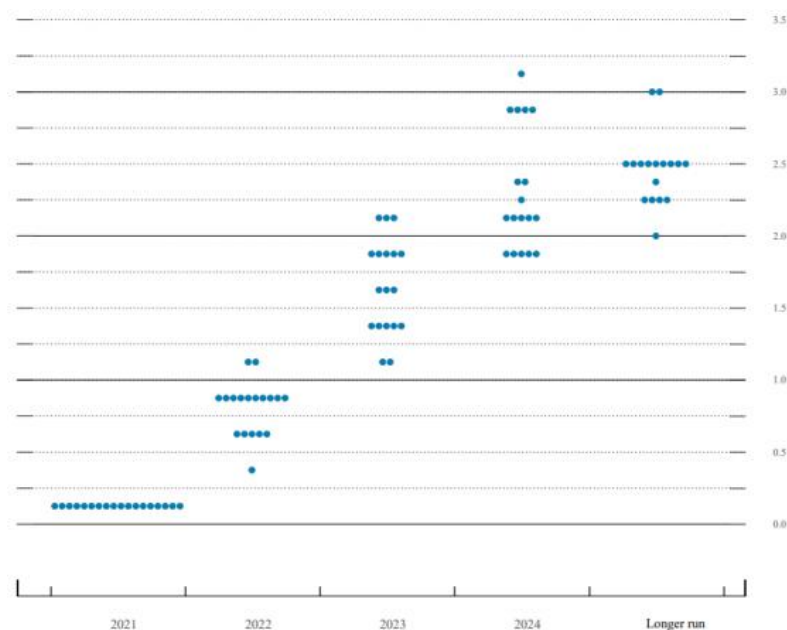
数据来源：wind

从实际经济状况来看，在美联储选择加息的时点，失业率处于低位，而通胀的确开始企稳回升。在美联储选择首次加息的 2015 年 12 月，美国失业率为 5%，同时自 2015 年 8 月以来维持在 5% 左右，尽管并未实现就业最大化，但仍为 QE 以来的最低失业水平；而通胀方面，尽管美联储首次加息时，PCE 指数同比增速仅有 0.3%，但此后通胀明显开始企稳回升。而在 2016 年 12 月第二次加息时，失业率已经降至 4.7%，而 PCE 同比增速也已经接近 2%。这也印证了美联储选择加息主要在于其预期双重目标即将实现，而非实现目标后才选择加息。



此次，持续走高的通胀水平，使美联储放弃了“暂时性”通胀论观点，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，市场已经预期 2022 年 6 月首次加息。

图 21 美联储加息点阵图



数据来源：wind

本轮加息与过往不同，一是通胀压力明显高于过去几轮加息时期；二是经济边际增速已开始缓慢回落，与通胀不同步，加息过猛会加快经济步入衰退；三是长期利率目前只有 1.5% 的水平，加息空间小；四是加息对资产价格和经济增长的负面影响较大，加息次数可能达不到预期。

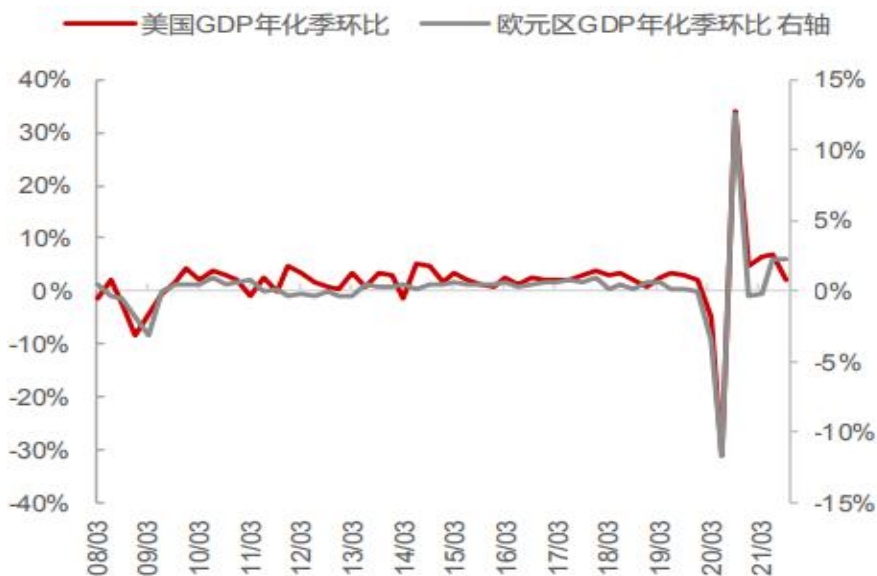
图 22 高通胀与经济增速回落



数据来源：wind

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紧迫性最高，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，二季度开始常规购债规模提高至 400 亿欧元，三季度 300 亿欧元，四季度回归到 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差异导致美元指数走强，如果后续美联储加息进程不及预期或经济增速回落将导致美元指数回调。

图 23 欧元区经济复苏落后于美国



数据来源：wind

图 24 欧元区通胀压力同样小于美国



数据来源: wind

#### 四、黄金 ETF 持仓年末开始回升

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。北美和欧洲基金的流入量远超亚洲基金的流出,而亚洲黄金ETF也是自5月以来首次出现流出。全球黄金ETF总持仓已从年内最低点反弹升至3578吨(约合2080亿美元),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。自欧元区主权债进入负利率以来,每年黄金ETF持有都在增量,后疫情时代全球经济增长依次见顶,市场风险偏好开始转变,预计资金将重新流入黄金市场。

图 25 黄金 ETF 持仓量与黄金价格



数据来源：wind

## 五、后市行情研判

疫情风险依然是存在的，当下欧美疫情新增病例再创历史新高，目前看重症与死亡病例没有成比例增加，如果后市出现恶化，将对经济复苏造成巨大打击，2022年疫情还将持续，变异毒株还将出现，疫情反复难以避免。美欧经济见顶后会走弱，2022年全球经济走弱趋势，货币政策转向势在必行，关注焦点在于美联储，但是可能比市场预期要慢。大宗商品在2021年大幅上涨，回落压力大，贵金属震荡走弱，贵金属估值偏低，流动性依然充裕，资金会流向贵金属市场，有补涨的可能。

重点关注欧美经济发展状况以及美联储货币政策调整，美联储将会在2022年3月结束缩债，在2022年中开启加息周期，关注政策调整预期和利空出尽因素对贵金属的影响。中长期来看，货币超发、经济增速减缓以及通胀持续高位背景下，黄金配置价值依然会比较高，预计2022年黄金在高位运行。

风险因素：美国经济好于市场预期，美联储加息顺畅，将支撑美元走强，黄金将出现弱势走势。

**风险提示：**您应当客观评估自身财务状况、交易经验，确定自身的风险偏好、风险承

受能力和服务需求，自行决定是否采纳期货公司提供的报告中所给出的建议。您应当充分了解期货市场变化的不确定性和投资风险，任何有关期货行情的预测都可能与实际情况有差异，若您据此入市操作，您需要自行承担由此带来的风险和损失。

**免责声明：**本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表作者对价格涨跌或市场走势的确定性判断，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布日的判断，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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

和合期货投询部

联系电话：0351-7342558

公司网址：<http://www.hhqh.com.cn>

和合期货有限公司经营范围包括：商品期货经纪业务、金融期货经纪业务、期货投资咨询业务、公开募集证券投资基金销售业务。