

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场年报

疫情冲击不断央行宽松不停
通胀压力持续黄金先高后低

市场研究报告

■ 本文视点:

2020年以来日本继续推行宽松政策、欧元区货币政策日元化和美国持续维持货币宽松，叠加疫情带来的供给侧冲击引发的通胀压力，导致了市场中长期通胀预期正在形成。不过，由于疫情尚未得到控制，劳动力市场复苏不确定性依然巨大。我们认为至少在明年上半年，美联储仍然会维持相对宽松的货币政策。

因此，我们认为2020年上半年黄金的价格仍然保持比较乐观的态度，但三四季度的黄金价格还存在不确定性。如果就业和通胀都如同美联储预设的路径，即暂时性的通胀逐渐回落，劳动力市场开始改善。那么与2016年相似，美联储可能在年底开始进行防御式加息。但如果劳动力市场复苏不及美联储目标，美联储可能现行采取缩表来代替加息。我们认为明年美联储货币政策风险最大的来源是，美联储调低了充分就业的门槛并承认中期的通胀压力，这将会促使美联储不得不加大紧缩的力度。比如，在加快削减购债规模的同时，在每年6月份开启第一次加息，而这显然对于金融市场来说将会是一个巨大的利空。最后，疫情仍然是最大的风险，反复不断的疫情会导致美债收益率扁平化，并对黄金形成压制。1650-1960是我们预测的交易区间，整体的价格趋势将会呈现先高后低。

中国工商银行贵金属业务部
交易业务部

徐铨翰

电话：021-68087732

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2021年11月22日

相关研究报告:

11月19日

银铂钯每周资讯—2021 第43期

11月15日

市场看涨情绪强烈 国际金价继续走高

11月12日

银铂钯每周资讯—2021 第42期

11月08日

美联储降低购债规模 鸽派言论支撑黄金上涨

去年,基于全球疫情的发展情况以及各国央行的货币政策,我们把握了后疫情时代全球经济基本面逐步复苏的主要逻辑,并且给出了国际金价在2021年上半年会在1600-1900运行的区间,以及2021年上半年震荡下行而下半年重拾升势的判断。就今年前11个月的市场表现来看,2021年上半年国际金价运行在1676-1959的区间内,并在四季度开始有重新走高的势头,基本符合我们此前的预期。不过在去年的报告中,我们没能预计到2021年全球的疫苗覆盖尚不足以完全抵御住传播力和毒性更强的德尔塔病毒,以及由此出现的供应链瓶颈问题。这也是导致今年3季度全球滞涨预期不断抬头的主要缘由。

在全球疫情仍未完全受到控制的情况下,我们认为2022年黄金总体将会呈现先涨后跌的态势。明年上半年的市场确定性较大,但六月份以后各种变量会令市场预测变得复杂。从驱动逻辑来看,尽管当前(2021年十一月)全球的供应链仍在不断遭受冲击,滞涨预期仍然会是2021年四季到2022年一、二季度影响资产价格的主要因素。不过,仅仅因此对全年的黄金走势持乐观态度是缺乏谨慎的,我们认为明年下半年市场将要面临的不确定性将会是前所未有的。从疫情的角度来看,随着各种治疗新冠药物的研发成功,各国的经济局面将会开始趋向平静,供给侧瓶颈有望逐渐化解。不过,由于新冠所带来的负面影响(劳动供给冲击)以及对各国乃至全球的经济结构(不同行业的经济占比)造成的影响,还需要更多的时间去修复和适应,部分国家央行可能要去解决经济体存在的经济过热问题。我们认为这将成为明年最大的不确定性。

我们的分析仍将以美元黄金为起点进行展开,并通过尝试解释未来市场所面临的通胀风险,以及美联储的货币政策动向,来解释明年市场可能面临的不确定性,以及与之应对的黄金价格展望。

一、2022年黄金市场展望

作为全球大宗商品的主要计价货币,美元与黄金常呈现出一定的负相关性。不过,市场的实际表现也经常会与历史经验出现偏离。2020年以来,美元黄金与美元指数的负相关性就出现了明显下降。这主要是由于,2020年以来日本继续推行宽松政策、欧元区货币政策日元化和美国持续维持货币宽松,叠加供给侧冲击引发滞涨预期抬头有关。

图一：2021年三季度美元指数与美元黄金同步上行暗示全球通胀压力加大

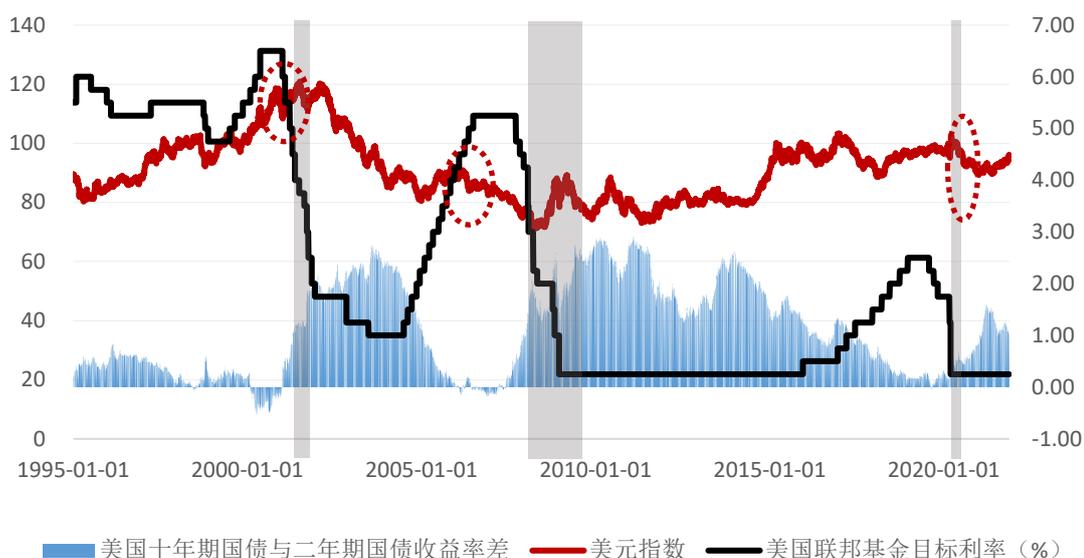


数据来源：WIND, 工商银行贵金属业务部

具体来看，美联储为应对经济下滑而采取的大规模宽松政策往往会引发美元指数走弱，不过由于市场预期往往会早于货币当局的政策落地，所以美元的周期性回落，往往发生在经济复苏周期的末期和经济衰退的早期阶段。而在全球经济一体化的环境下，不同国家的经济周期也往往呈现出趋同的特性。对于那些在美元指数中权重较高的G7货币国家，这种经济周期趋同的现象更加明显。此外，在经济衰退时期，竞争性货币政策还会对新兴市场国家市场产生外溢效应，因此当各大央行开始纷纷出台宽松政策，全球的实际利率便会开始回落。当法币大规模超发，黄金的表现一般会强于纸币。

上述的这种扩张性的货币政策，通常用来针对有效需求不足。虽然，这种需求上的不足往往是经济体内部分配失衡所引发的，但由于货币当局无法精细调整市场配置功能，只能通过调整货币总量来支撑经济。此外，由于过去几十年西方发达国家所持续经历的低通胀问题，导致各国央行明确的通胀目标始终难以达成。这样低通胀率就成为了无底线宽松的重要依据。在疫情造成供需两侧冲击后，货币当局顺理成章地继续沿用推动需求总量的政策工具来试图稳定经济。不过，结构性问题造成的经济衰退需要更长的时间来修复，滞后于曲线的政策应对，以及相对无序的经济反馈，导致黄金和美元的负相关性开始变得模糊。

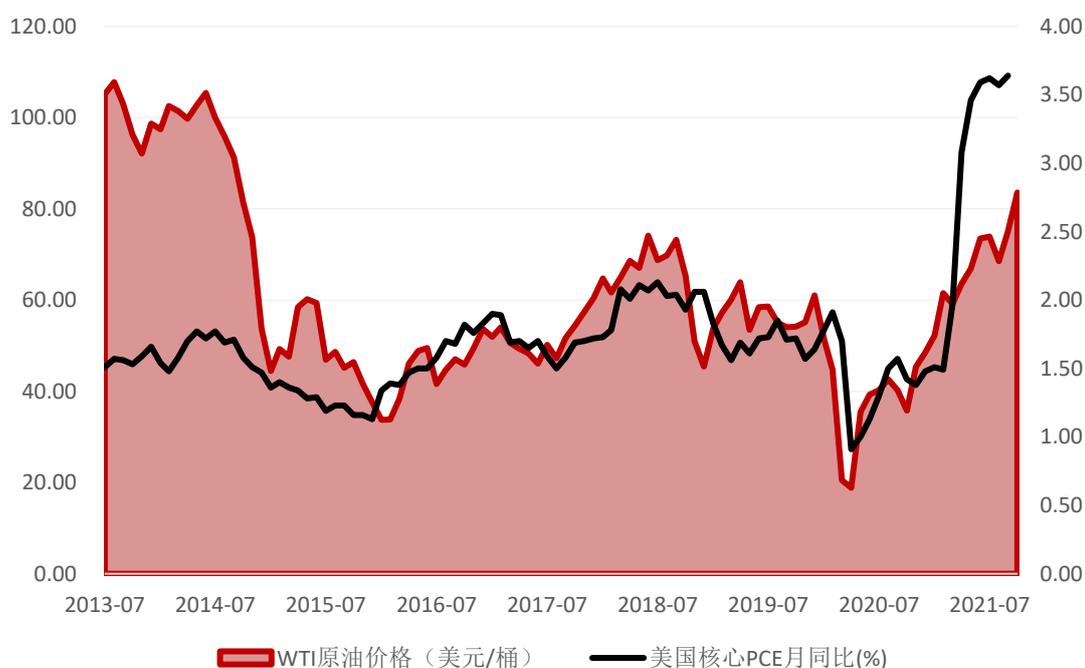
图二：美元周期性回落的开始往往发生在滞涨末期和衰退早期



数据来源：WIND, 工商银行贵金属业务部

延续上述的逻辑，未来各类资产定价所要考虑的核心逻辑，将不单单是常规的经济周期所驱动资产轮动，还需要综合考虑包括供需错配带来的潜在的高通胀问题。更为具体的来看，我们认为2022年需要特别关注能源所带来的高通胀压力，以及由此带来的通胀预期攀升和薪资上涨带动的通胀螺旋问题。

图三：原油价格与美国核心个人消费支出



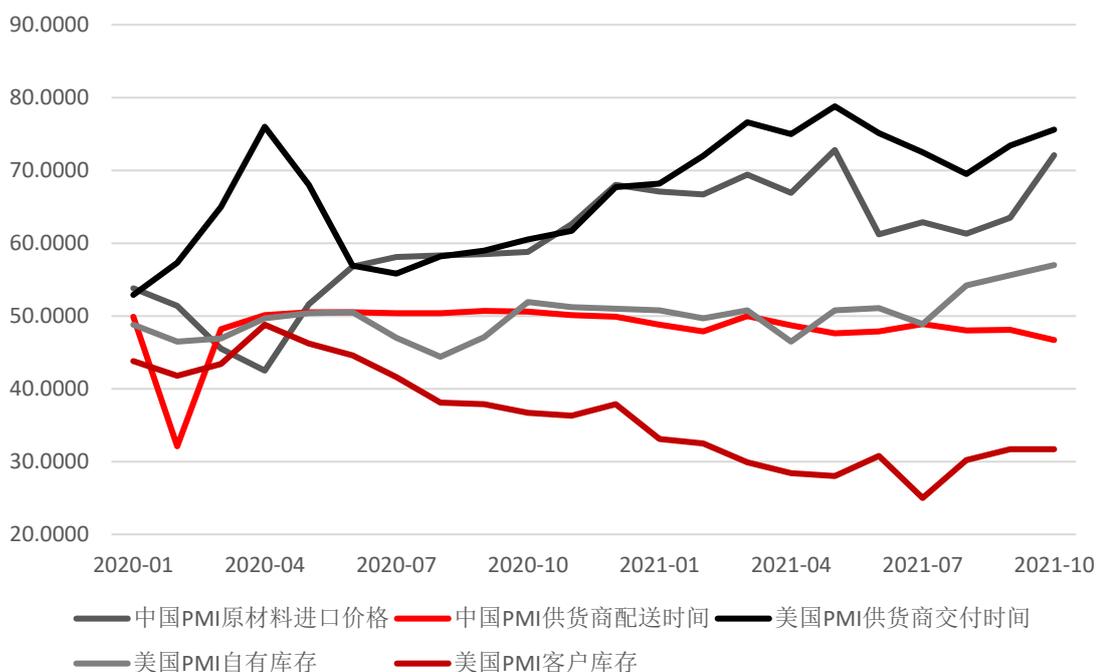
数据来源：WIND, 工商银行贵金属业务部

1. 通货膨胀的图景

2020年新冠疫情对经济的供需两侧都造成了负面影响。疫情下，供给侧所受到的持续性冲击尤为少见。往前看五十年，也只有从两次石油危机与之相似。从成因来看，1973年的石油冲击主要是由于地缘政治冲突所引发的。从过程来看，当时高企的油价对实体经济产生了巨大的负面影响，因为高通胀并没能带来低失业率，甚至还引发了经济衰退。这最终令美联储主席沃尔克下定决心以牺牲经济为代价来抵抗通胀。从表象上来看，石油冲击和新冠疫情都推动了通胀，其成因和演变过程仍有不同，经济的内驱逻辑并不一致。

从本次新冠疫情的爆发来看，造成上游产能不足和供应链瓶颈的最大障碍来源于疫情所引发的经济封锁。因此，疫情仍然是目前所有问题的核心变量。从目前的情况来看，尽管全球已经有多种疫苗上市，但由于各国抗疫措施不统一，群体免疫屏障建立速度缓慢，尚不能对新冠病毒的高速迭代起到很好的预防作用，这使得脆弱的全球产业链始终暴露在疫情的冲击之下。当前各国政府采取了各种手段来遏制供应链的瓶颈问题。例如：国内加大煤炭开采和进口来保证制造业用电需求；欧洲开始重启煤电来应对供暖不足；美国则通过拨款改造港口来加快码头运作效率。不过可以预见的是，只要新冠疫情出现反复，就将大概率会对当地的经济产生负面影响。因为，只要是为了控制疫情而采取限制措施，就会导致供应链出现困难。

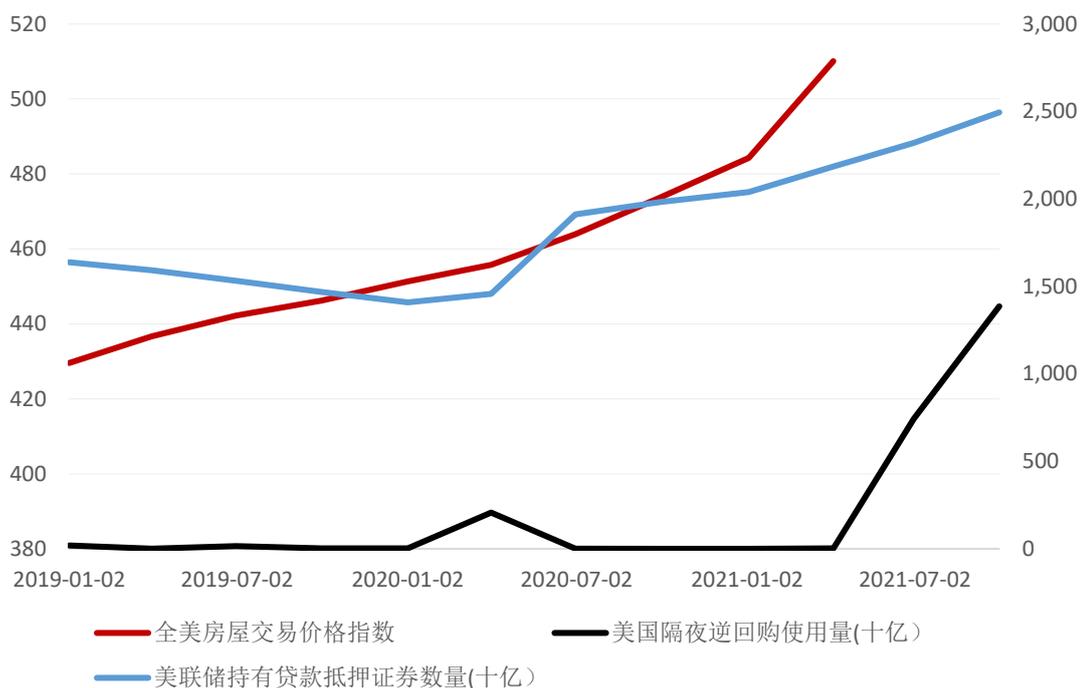
图四：中美 PMI 数据显示供应链瓶颈突出而原材料价格飙升



数据来源：WIND, 工商银行贵金属业务部

实际上，2021 年商品整体上涨的行情基本符合我们去年对于商品牛市判断。不过，在上涨幅度方面我们的预估略显保守。我们没有预想到，在经济持续改善的情况下，美联储的货币政策会大幅落后于市场。例如，当美国的房地产价格屡创新高，房屋出现供不应求的情况下，美联储仍在积极买入抵押贷款证券和国债，将借贷利率维持在较低的水平；再比如，今年年中由于银行间市场充裕，美国隔夜逆回购（商业银行融出资金给美联储）用量持续创下新高，美联储仍然不断从市场上买入债券压低利率。

图五：美联储向市场提供大量流动性

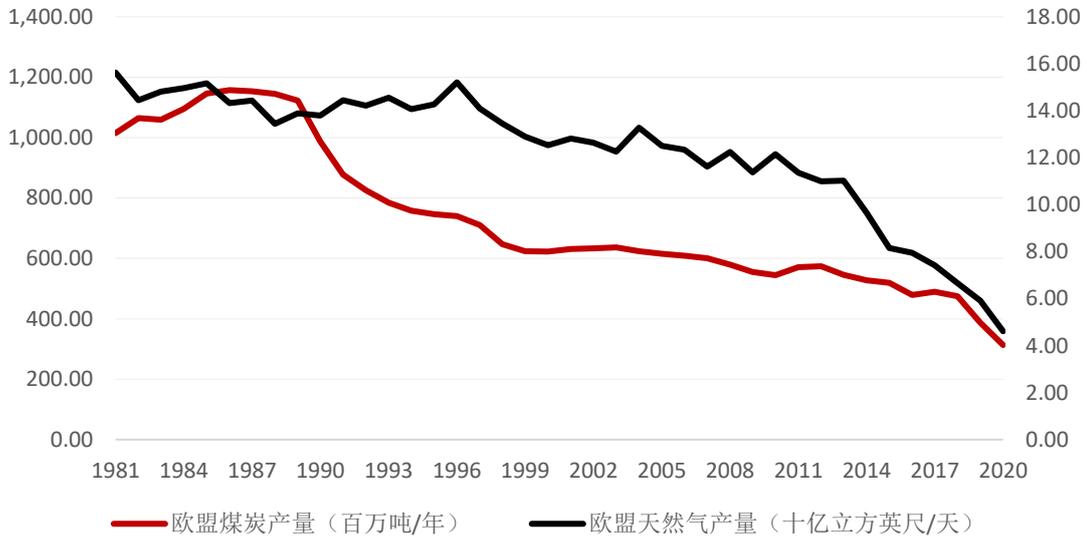


数据来源：美国圣路易斯联储，工商银行贵金属业务部

这里以对于通胀有明显影响的能源领域加以说明。受到极端气候的影响，2020 年北半球国家在供暖季对于能源的需求明显放大。而除了供暖需求大幅增加外，今年的极端气候还导致全球多国的“绿电”发电量大幅降低，这又推动了发电厂对于石油和煤炭的需求。不过在需求大增的情况下，市场供给在短期内却无法增加。在天然气市场方面，受到地缘政治因素影响，俄罗斯无法在短期内提高供气。在石油市场，受到减产协定、天气因素以及长期资本开支受限等方面的影响，OPEC+和美国页岩油产量也无法满足市场脉冲式需求增量。需要注意的是，尽管短期来看市场对于能源的需求十分饱满，但 OPEC+组织惜产是激化目前供需矛盾的主要因素之一。这就导致短期内能源市场的错配依然存在，而价格上涨的压力也依然较强。当然从更长的期限来看，能源供需失衡的主要原因还来自于各国为了努力达成碳排放要求，

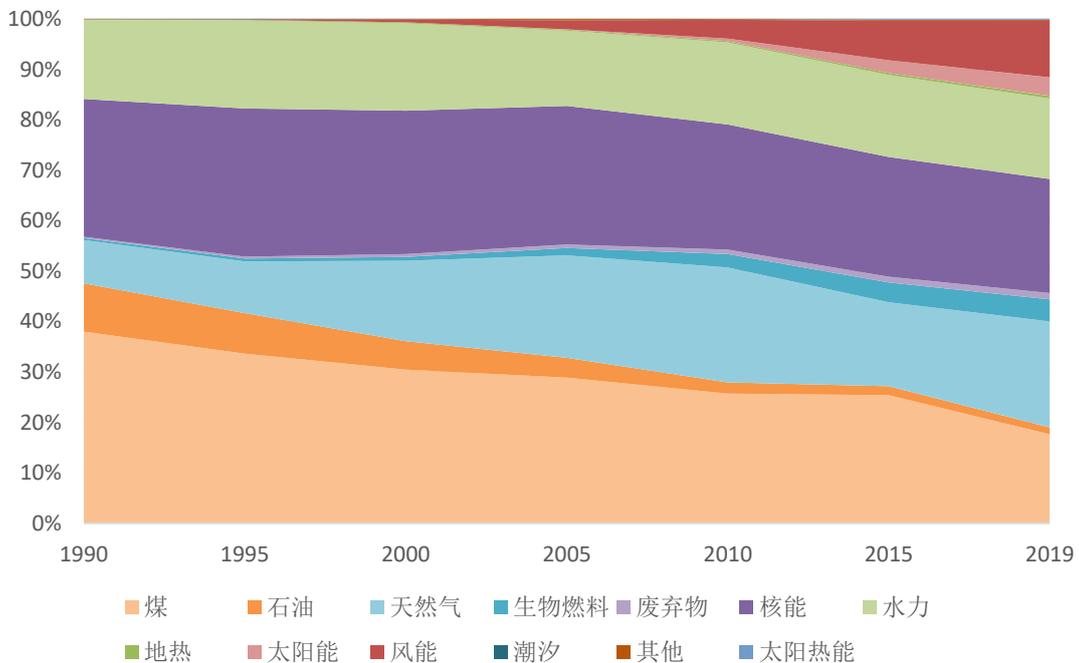
而对传统能源行业投入不足。就欧洲来看，在过去的 20 年间，受到环保的要求，其本土天然气产出始终在不断下滑。这是需要持续关注的问题。

图六：过去四十年受环保要求约束欧盟煤炭及天然气产量下降明显



数据来源：WIND, 工商银行贵金属业务部

图七：欧洲可再生能源发电占比不断攀升

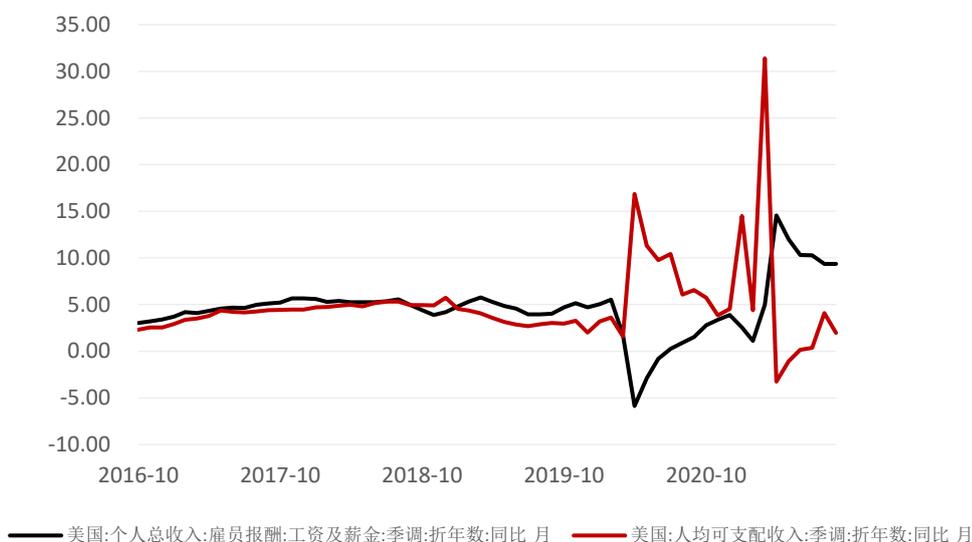


数据来源：国际能源署, 工商银行贵金属业务部

2. 中长期通胀预期正在形成

短期的价格冲击，给中游的企业造成了巨大的盈利压力，一方面是因为产成品的原料成本额在不断上扬。另一方面，由于终端消费品价格不断上涨，企业的劳动力薪资压力也逐渐显性化。从数据来看越来越多的企业开始选择提高薪资报酬。

图八：美国劳动薪资不断攀升但人均可支配收入增长乏力



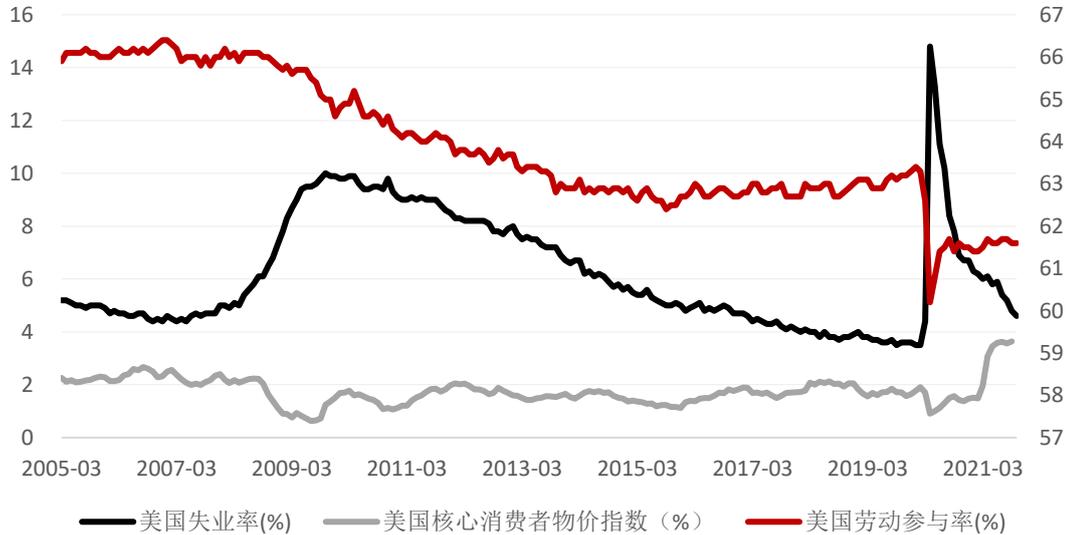
数据来源：WIND, 工商银行贵金属业务部

根据美联储最新的货币政策框架，美联储货币政策的锚定于充分就业以及中长期 2% 的平均通胀目标。2021 年十月美国的失业率为 4.6%，虽然较疫情爆发最严重时期有明显改善，但较疫情前仍有差距。根据彼得森国际经济研究中心研分析，截止到 2021 年十月美国就业缺口仍然高达 6 百万人口，失业率的改善也有放缓迹象。另一个值得令人担忧的是，美国劳动参与率也明显下降，除了人口老龄化外，人们对于新冠疫情的担忧，以及前期财政刺激的结余使得人们在失业时更加灵活，都是导致人们离开劳动力市场的因素。这使得美国劳动力市场的异常紧张，数据显示美国 10 月份职位空缺数仍然高达 1044 万人口。由此就引发了薪资增长则暗示了劳动力市场紧张。

如果薪资出现全面上涨，那么通胀压力就会从一个短期现象转向中长期预。这与各大央行特别是美联储所一直强调的“暂时”性的通胀就背道而驰了，这就意味着各国央行根据“暂时性”通胀预期所制订的货币政策就会出现滞后。有市场参与者会认为工资增长驱动了菲利普斯曲线，但菲利普斯曲线仅解释了工资的上涨与失业率之间的关系。从当前的情况来看，对于部分企业来说，工资的增加的确是为了应对需求所带来的产出压力，但目前例如美国普遍存在的用工荒则在很大程度上是因为通胀的大幅攀升，导致劳动者对于工资补偿的要求加

大。我们要指出的是，这种滞后的工资增长叠加为了进一步推动劳动力市场恢复至“充分就业”而将延续的宽松的货币政策，将会进一步引发供需的错配。

图九：美失业率持续改善但劳动参与率远不及疫情前的水平



数据来源：WIND, 工商银行贵金属业务部

供给侧冲击导致全球经济复苏势不确定性变大。疫情对于经济运行模式的影响，比如居民部门对于商品的消费需求显著大于服务需求，又例如远程办公导致不同行业的运营模式出现变化，都将影响一个国家的生产曲线。在这种情况下，我们认为美联储所定义的“充分就业”将会与疫情前的情况大相径庭。产业形态和结构上的变化，必然在短期内对劳动力市场造成结构性冲击。为了保证充分就业，货币当局必然会设法维持宽松且稳定的金融环境以满足产业调整的需要。在劳动参与率萎靡不振，失业率修复开始放缓的前提下，我们认为美联储会保持耐心。这可能会进一步激发中期市场的通胀预期。

二、未来市场的演绎

受到疫情的影响，2020年全球黄金供需都出现了明显的下滑。不过在2021年这种情况得到缓解，疫苗的研发和矿区的封闭式管理使得黄金产量在2021年有望出现增长，而经济的复苏又使得黄金饰品需求开始恢复。这种供需复苏的态势可能会在2022年继续保持。在投资需求方面，由于数字货币被越来越多的机构和投资者视作是替代黄金对冲通胀的另类投资，黄金作为避险资产的需求有所降低。不在总供需仍然平衡的情况下，我们认为宏观经济仍然是影响黄金价格的决定性因素。

基于上述分析，我们对未来市场有如下判断。在未来的数个月到明年上半年，高水位的能源价格和薪酬水平的上涨压力会进一步导致市场中长期通胀预期形成，但由于疫情未能被完

请参阅最后一页的重要声明

全控制，劳动力市场的全面复苏路径仍不清晰。在美联储需要对货币政策保持更加耐心谨慎的态度的同时，我们并不认为美联储有决心在明年6月份启动加息。美联储仍然会维持相对宽松的货币政策，除非通胀数据大超预期。如果通胀失控，我们认为5%的消费者物价同比增幅就会促成美联储调整货币政策管理手段。

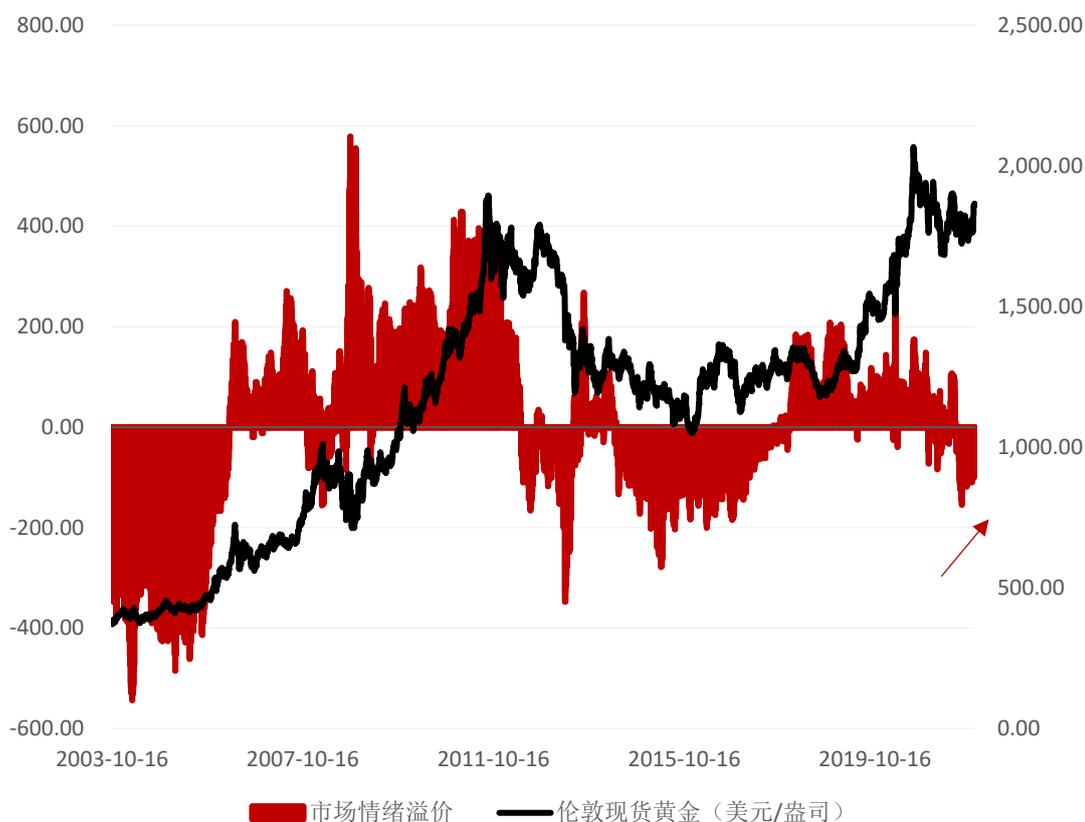
再往后看，随着疫情的进一步控制，各国开放速度将会加快，全球供应链瓶颈缓和叠加劳动力市场的复苏，全球通胀有望逐渐回落。这样，在经济复苏的预期下，黄金的表现将落后于其他资产。不过，由于供给侧的修复需要更长的时间，薪资上涨对于通胀的压力更加持久，以及能源价格可能继续维持在较高的位置，中期的通胀水平回落有限。从增长的角度来看，在经历了一段时间的快速复苏之后，可以明显的看到美国经济有重新弱化的趋势。如果将基数效应考虑进去，2022年美国的各类经济数据将会开始放缓。这主要是因为2021年出现的短期大规模的需求释放不会在2022年再次出现。这些都将影响明年下半年各国央行的货币政策。

从全球央行来看，欧洲央行和英国央行都曾在年内调整过货币政策方向。上述央行都在年内向市场传递过收紧货币政策的预期，不过随着德尔塔病毒的冲击，供应链紧张再次出现，各大央行又重新开始陷入货币宽松的境地。日本央行，英央行和欧洲央行都已经先后开始对经济再次刺激，或重新释放宽松的货币政策信号。对于美联储来说，供给不足所造成的滞胀限制了美联储的宽松空间，但经济复苏缓慢甚至再次衰退的可能，将会打消了美联储的紧缩预期。

从美国自身的债务角度来看，根据美国国会预算办公室预测，如果联邦基金利率能够维持在2020年底的水平，2021年净利息成本将比2020年降低10亿美元。从2021年到2030年，利息成本将降低近1.3万亿美元。这意味着，当前的低利率水平将有助于缓释美国的公共债务负担。不过，由于美债占GDP比例处于历史高位，因此未来的升息周期依然会令美国的公共债务负担加重。同时高负债还对美元信用有所破坏。总的来看，目前美国创纪录的美债发行，未对美国的偿债能力产生负面影响。但这不能排除美联储通过维持较低的基准利率，及较高的通胀水平来降低公债负担。

投资者还需要更加关注市场预期和实际数据之间的差异。因为过于乐观的情绪所带来的投资往往会在经济状况被证伪的情况下遭遇重大损失。当前，市场的高通胀预期在短期内支撑着黄金价格。而短期来看，根据我们的模型显示，目前市场给予黄金的溢价，已经从疫情以来的最悲观的时段开始重新恢复。

图十：自 2021 年八月以来黄金市场情绪再次乐观



数据来源：WIND, 工商银行贵金属业务部

因此我们对于明年上半年黄金的价格仍然保持比较乐观的态度，但三四季度的黄金价格还存在不确定性。如果就业和通胀都如同美联储预设的路径，即暂时性的通胀逐渐回落，劳动力市场开始改善。那么与 2016 年相似，美联储可能在年底开始进行防御式加息。但如果劳动力市场复苏不及美联储目标，美联储可能现行采取缩表来代替加息。我们认为明年美联储货币政策风险最大的来源是，美联储调低了充分就业的门槛并承认中期的通胀压力，这将会促使美联储不得不加大紧缩的力度。比如，在加快削减购债规模的同时，在每年 6 月份开启第一次加息，而这显然对于金融市场来说将会是一个巨大的利空。最后，疫情仍然是最大的风险，反复不断的疫情会导致美债收益率扁平化，并对黄金形成压制。1650-1960 是我们预测的交易区间，整体的价格趋势将会呈现先高后低。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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，报告中的信息或意见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。