



徽商期货
HUISHANG FUTURES



徽商期货金钥匙
HUISHANG FUTURES GOLDEN KEY

RESEARCH REPORT

徽商期货

贵金属合约解读及研究框架

徽商期货研究所

徽商期货有限责任公司

投资咨询业务资格：皖证监函字【2013】280号

徽商期货贵金属分析师 从姗姗

从业资格号：F3044663

投资咨询资格号：Z0015333

制作日期：2023.04.06



【免责声明】本课件所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本课件观点不应视为对任何期货商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本课件内容全部或部分发布、复制。



CONTENTS

目录

01

贵金属合约解读

02

贵金属研究框架



徽商期货
HUISHANG FUTURES

第一部分 贵金属合约解读

/01



交易品种	黄金
交易单位	1000克/手
报价单位	元/克
最小变动价位	0.02元/克
涨跌停板幅度	上一交易日结算价±3%
合约月份	最近三个连续月份的合约以及最近13个月以内的双月合约
交易时间	上午9:00—11:30，下午1:30—3:00和交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约月份的15日（遇国家法定节假日顺延，春节月份等最后交易日交易所可另行调整并通知）
交割日期	最后交易日后第一个工作日
交割品级	金含量不小于99.95%的国产金锭及经交易所认可的伦敦金银市场协会（LBMA）认定的合格供货商或精炼厂生产的标准金锭（具体质量规定见附件）
交割地点	交易所指定交割金库
最低交易保证金	合约价值的4%

交割方式	实物交割
交割单位	3000克
交易代码	AU
上市交易所	上海期货交易所

交易品种	白银
交易单位	15千克/手
报价单位	元（人民币）/千克
最小变动价位	1元/千克
涨跌停板幅度	上一交易日结算价±3%
合约月份	1-12月
交易时间	上午9:00—11:30，下午1:30—3:00和交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约月份的15日（遇国家法定节假日顺延，春节月份等最后交易日交易所可另行调整并通知）
交割日期	最后交易日后第二个工作日
交割品级	标准品：符合国标GB/T 4135-2016 IC-Ag99.99规定，其中银含量不低于99.99%。
交割地点	交易所指定交割仓库
最低交易保证金	合约价值的4%

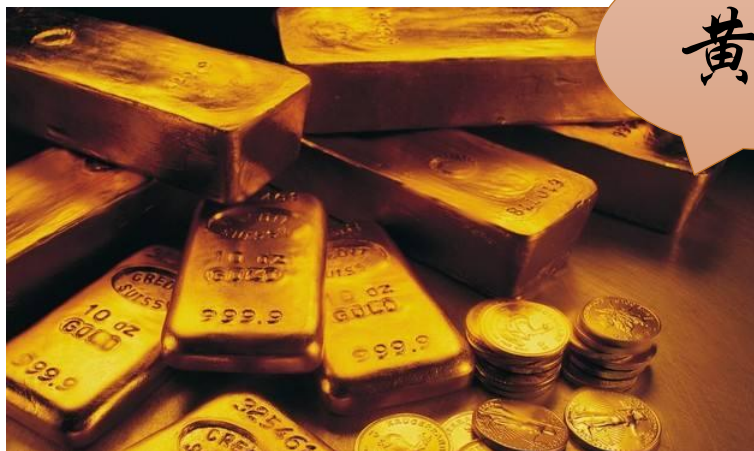
交割方式	实物交割
交割单位	30千克
交易代码	AG
上市交易所	上海期货交易所



徽商期货
HUISHANG FUTURES

第二部分 贵金属研究所框架

/02



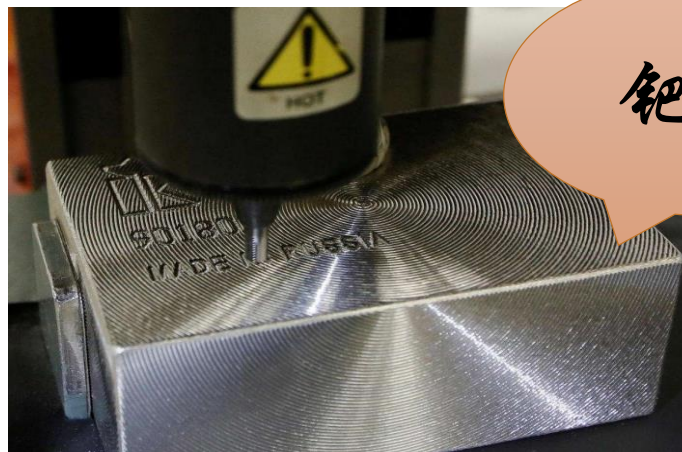
黄金



白银



铂金



钯金

贵金属主要指金、银和铂族金属（钌、铑、钯、铱、铱、铂）等8种金属元素。这些金属大多数拥有美丽的色泽，具有较强的化学稳定性，一般条件下不易与其他化学物质发生化学反应。

- 黄金不同于一般商品，从被人类发现开始就具备了货币、金融和商品属性，并始终贯穿人类社会发展的整个历史，只是其金融与商品属性在不同的历史阶段表现出不同的作用和影响力。
- 黄金是人类较早发现和利用的金属，由于它稀少、特殊和珍贵，自古以来被视为五金之首，有“金属之王”的称号，享有其它金属无法比拟的盛誉。正因为黄金具有这样的地位，一度是财富和华贵的象征，用于金融储备、货币、首饰等。随着社会的发展，黄金的经济地位和商品应用在不断地发生变化，它的金融储备、货币职能在调整，商品职能在回归。
- 随着现代工业和高科技快速发展，黄金在这些领域的应用逐渐扩大，到目前为止，黄金在国际储备、货币、首饰等领域中的应用仍然占主要地位。

□ 国际储备

由于黄金的优良特性，历史上黄金具有价值尺度、流通手段、储藏手段、支付手段和世界货币等职能。20世纪70年代黄金与美元脱钩后，黄金退出流通货币的舞台，黄金的货币职能大大减弱。但是，目前许多国家的国际储备中，黄金仍占有相当重要的地位。

□ 黄金饰品

黄金饰品一直是社会地位和财富的象征。随着人们收入的不断提高、财富的不断增加，保值和分散化投资意识的不断提高，也促进了这方面需求量的逐年增加。

□ 工业与高新技术产业

由于黄金所特有的物化性质：具有极高抗腐蚀的稳定性；良好的导电性和导热性；原子核具有较大捕获中子的有效截面；对红外线的反射能力接近100%；在黄金的合金中具有各种触媒性质；还有良好的工艺性，极易加工成超薄金箔、微米金丝和金粉，很容易镀到其它金属、陶器及玻璃的表面上；在一定压力下黄金容易被熔焊和锻焊；可制成超导体与有机金等，使它广泛应用于工业和现代高新技术产业中，如电子、通讯、宇航、化工、医疗等领域。

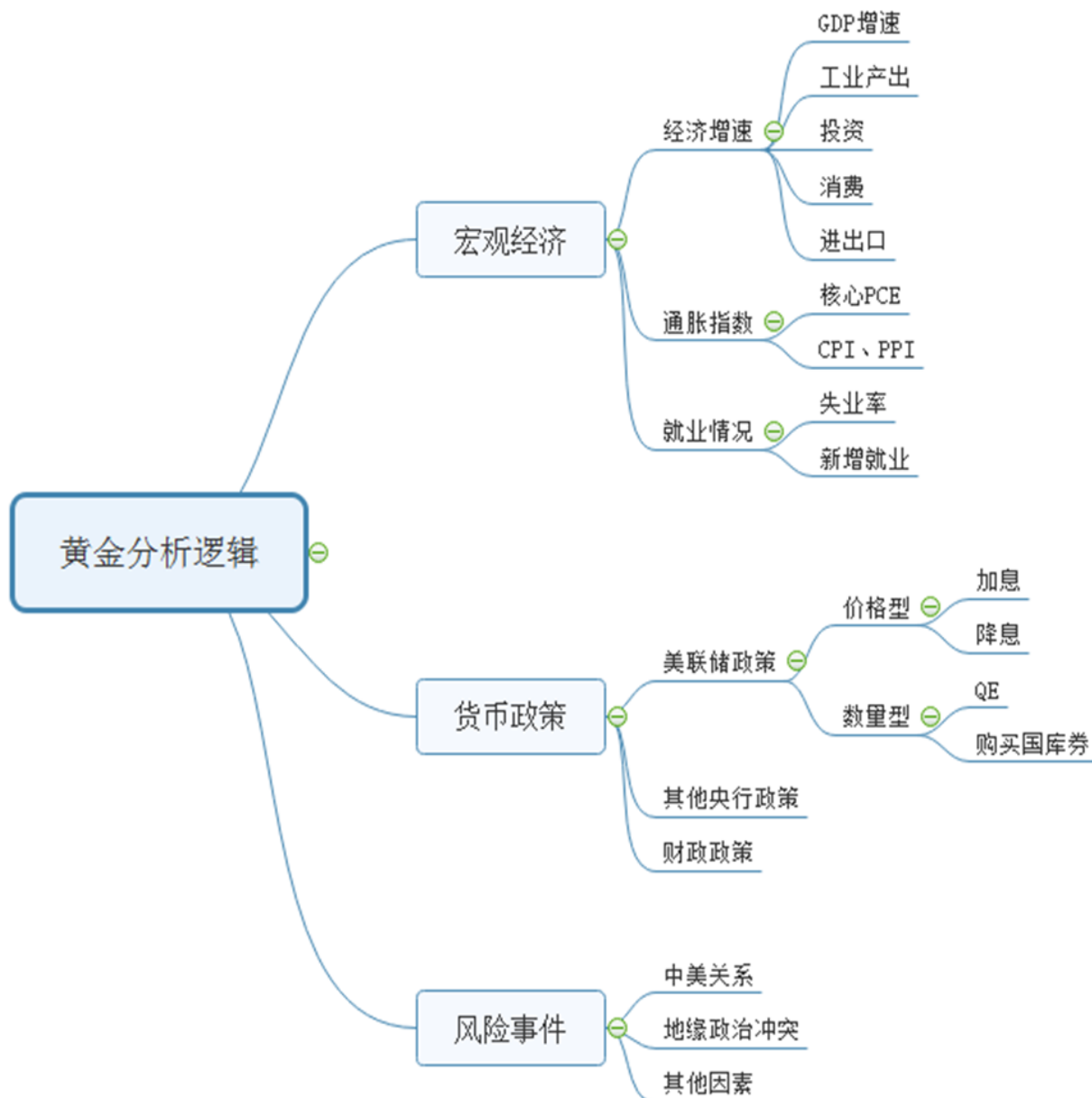
□ 货币功能

白银具有货币属性，在历史上很长一段时期同黄金一样充当货币。国际货币史上，除了出现金本位外，还出现过银本位。随着货币制度改革、信用货币的产生，银币逐渐退出了流通领域。目前铸造的银币主要是投资银币和纪念银币。

□ 工业应用

- ✓ 白银具有良好的导电导热性能、良好的柔韧性、延展性和反射性等，白银的工业应用和装饰美化生活的功能不断发挥，主要应用于电子电气工业、摄影业、太阳能、医学等领域以及首饰、银器和银币的制作。
- ✓ 白银的多功能性使得它在大多数行业中的应用不可替代，特别是需要高可靠性、更高精度和安全性的高技术行业。白银在电子行业中得到广泛应用，尤其在导体、开关、触点和保险丝上。白银还可用于厚膜浆料，网孔状和结晶状的白银可以作为化学反应的催化剂。硝酸银用于镀银，可制作银镜。碘化银用于人工降雨。
- ✓ 银离子和含银化合物可以杀死或者抑制细菌、病毒、藻类和真菌，反应类似汞和铅。因为白银具有对抗疾病的效果，所以又被称为亲生物金属。

- 纽约COMEX市场是最大的黄金期货市场。
- 伦敦是世界黄金交易的中心，伦敦金价代表国际现货金价。
- 苏黎世黄金市场是现货交易中心，是世界上新增黄金的最大中转站，也是世界上最大的私人黄金的存储中心。
- 伦敦尾市会影响美国早市价格，美国早市会影响香港开盘价，香港尾市和美国收盘价又会影响伦敦的开市价格。



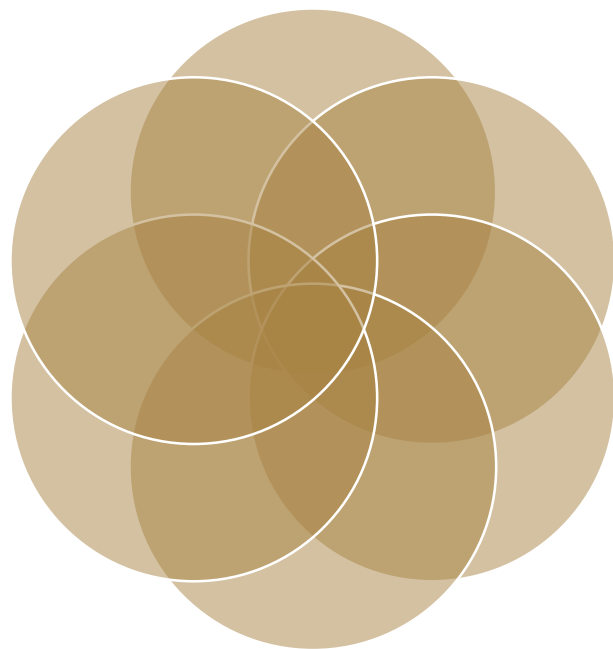
□ 黄金的双重属性决定其价格受国际地缘政治、经济、金融和投资等各方面因素的影响。

□ 在不同背景和条件下，政治、经济、金融、投资等因素对黄金价格的影响程度、时间、传导机制各有不同。

短期影响因素

(5) 美国经济数据：
例如美国非农就业报告，
通胀数据等。

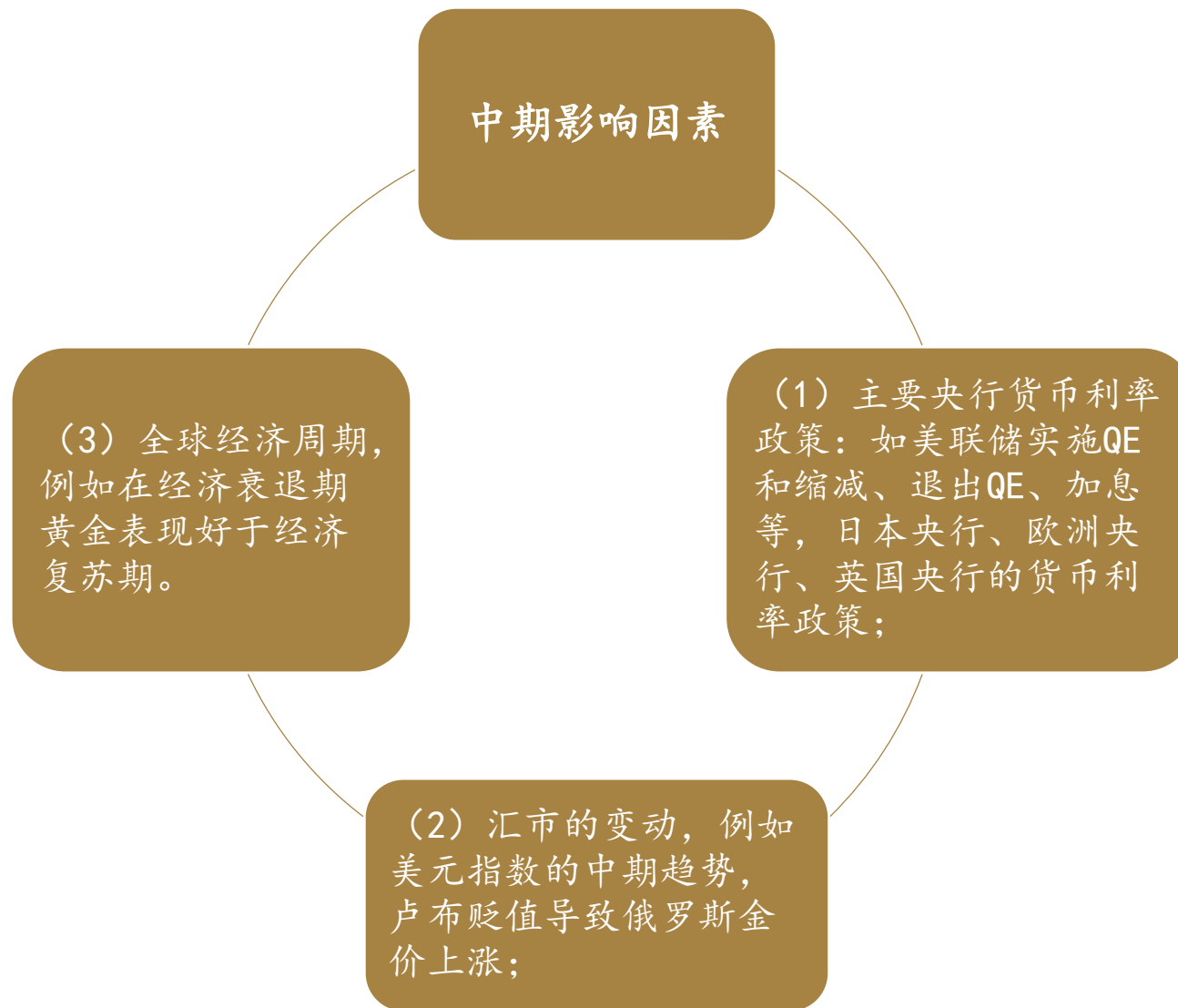
(4) 美元指数：由于黄金以美元定价，因此美元指数的涨跌与黄金成反向关系。任何影响美元指数强弱的因素都会影响黄金的价格。



(1) 政治动荡，例如
战争、地缘政治；

(2) 实际利率水平：黄金没有正的收益，因此，实际利率上升时，投资者倾向于抛售黄金转向有正收益的资产，例如股票、债券等。

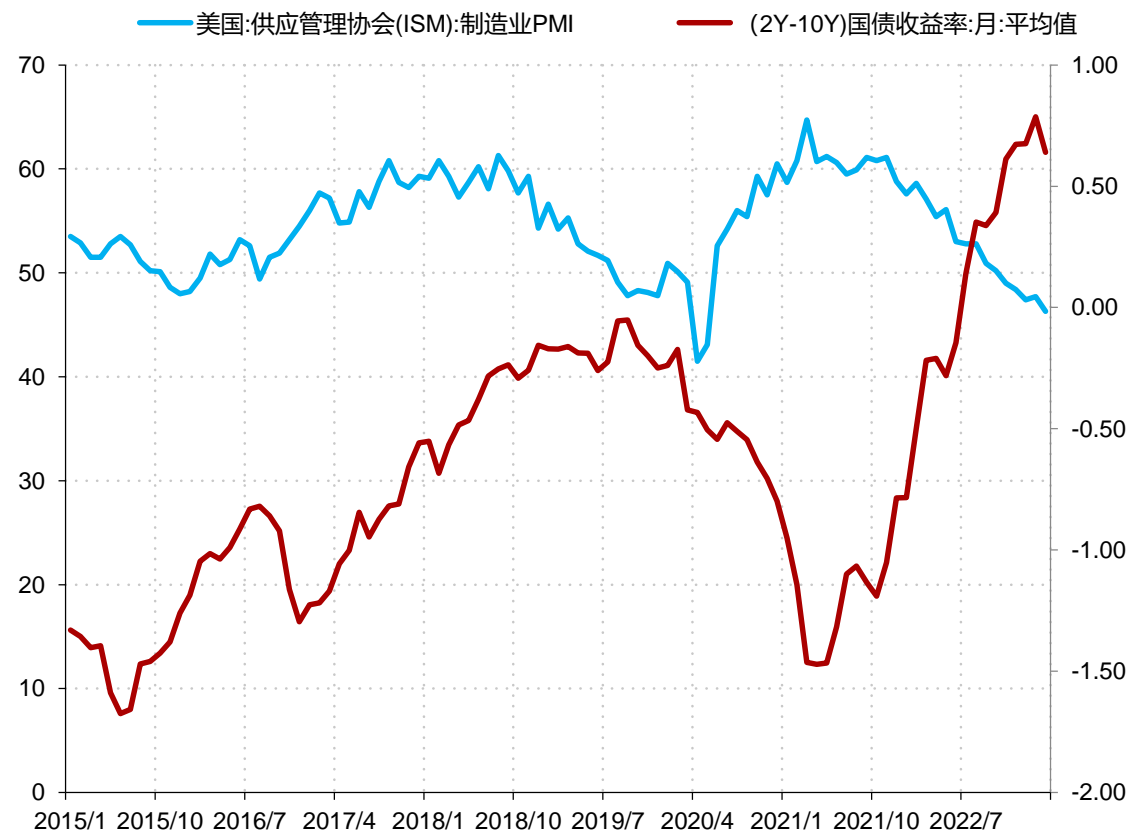
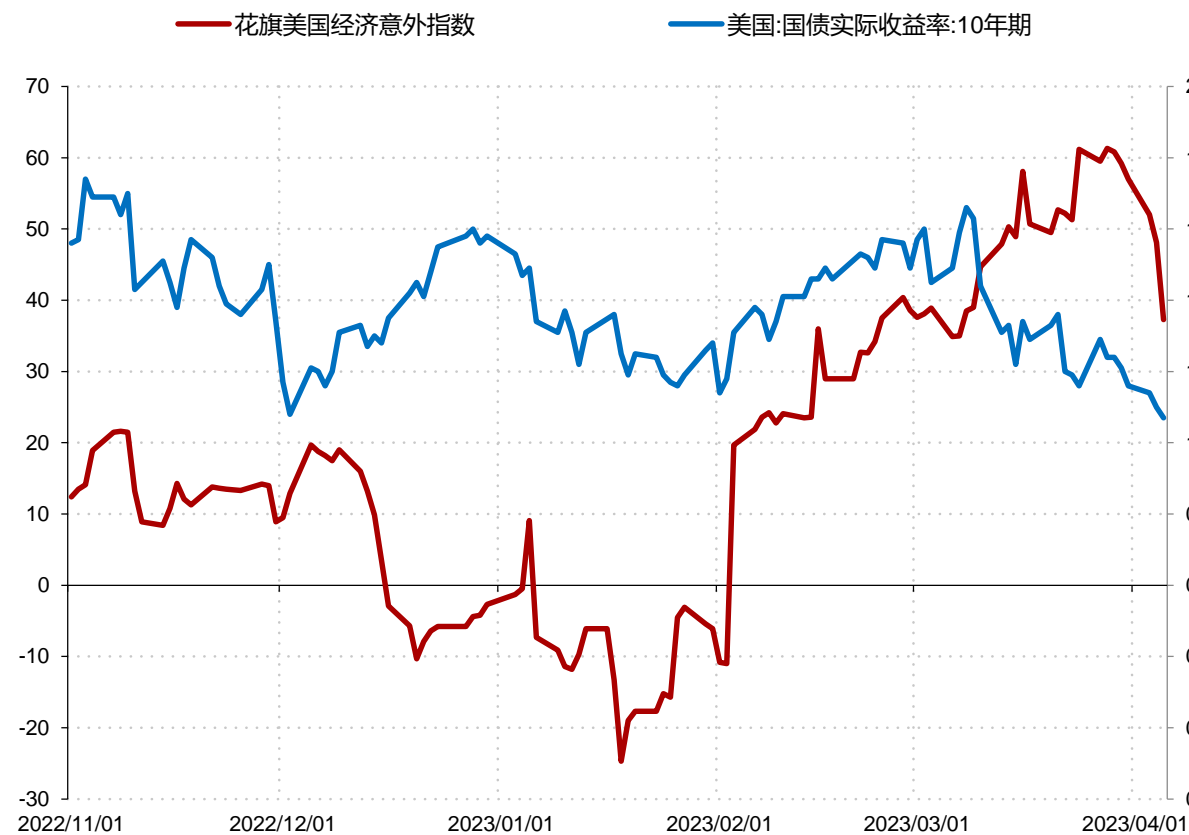
(3) 风险偏好：由于经济数据乐观或者经济政策刺激，使得股市上涨、市场风险偏好上升，从而令投资者抛弃黄金转向风险收益资产。

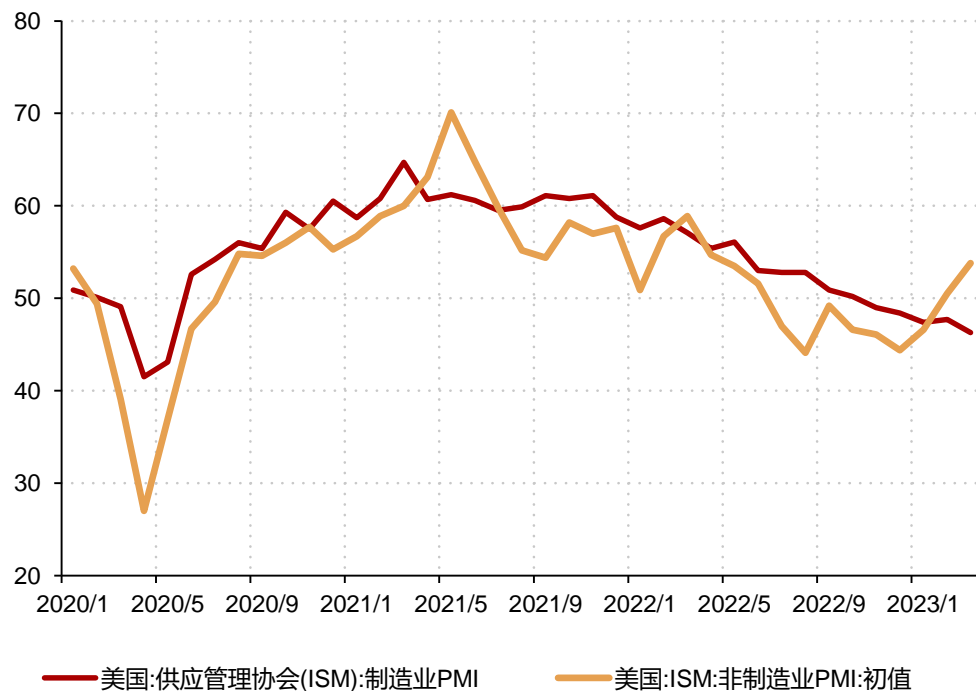


长期影响因素

- 经济危机，例如2009-2012年的13年黄金牛市，即是次债危机带来的牛市；
- 黄金功能的变化，如避险功能被取代，全球货币体系的变化导致黄金地位的变化。例如在布雷顿森林体系，黄金官方价格在35美元，但在随后该货币体系崩溃后黄金恢复市场价格，黄金经历了10年牛市，大幅上涨至850美元。在牙买加体系建立后，黄金跌至1999年的250美元，整整20年熊市。
- 政府购买或抛售行为，例如英国首相布朗在1999-2002年间，主导英国卖出超过一半的黄金储备，并将所得款项用于投资欧元和美元等外汇，彼时黄金价格处于20年最低位，1999年5月7日金价282.4美元，直至2002年3月的17次拍卖中售出400吨（均价275美元），随后黄金走牛，甚至达到1900美元历史高点。

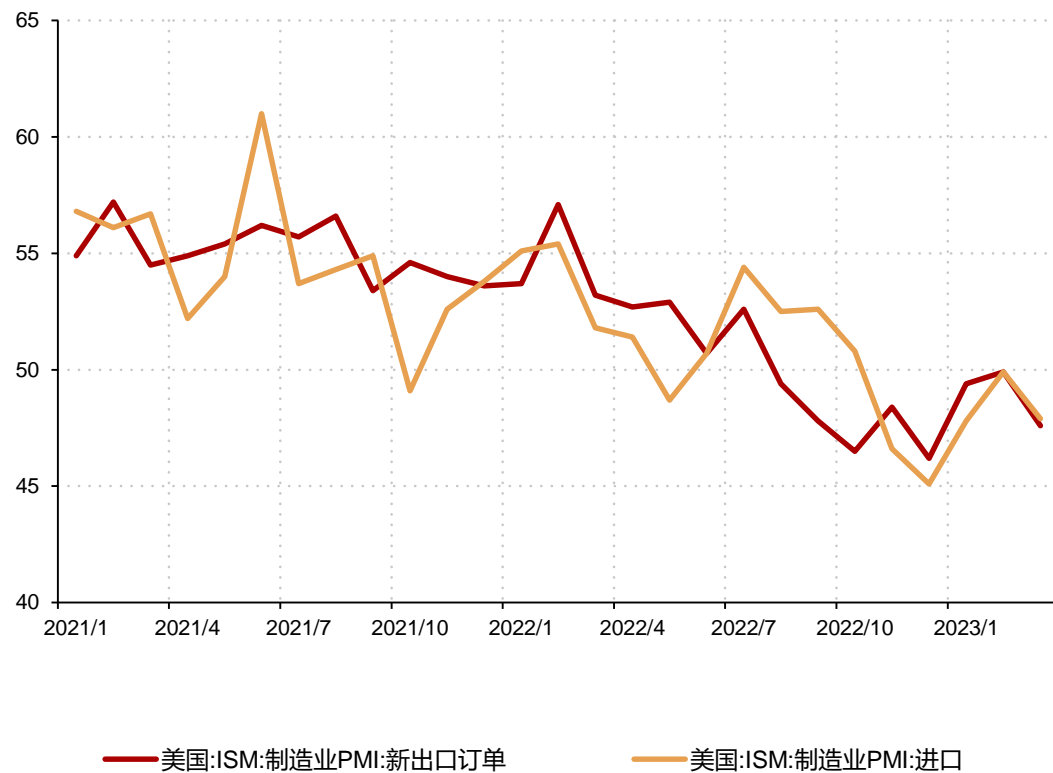
2PART 美联储加息对经济影响逐渐显现



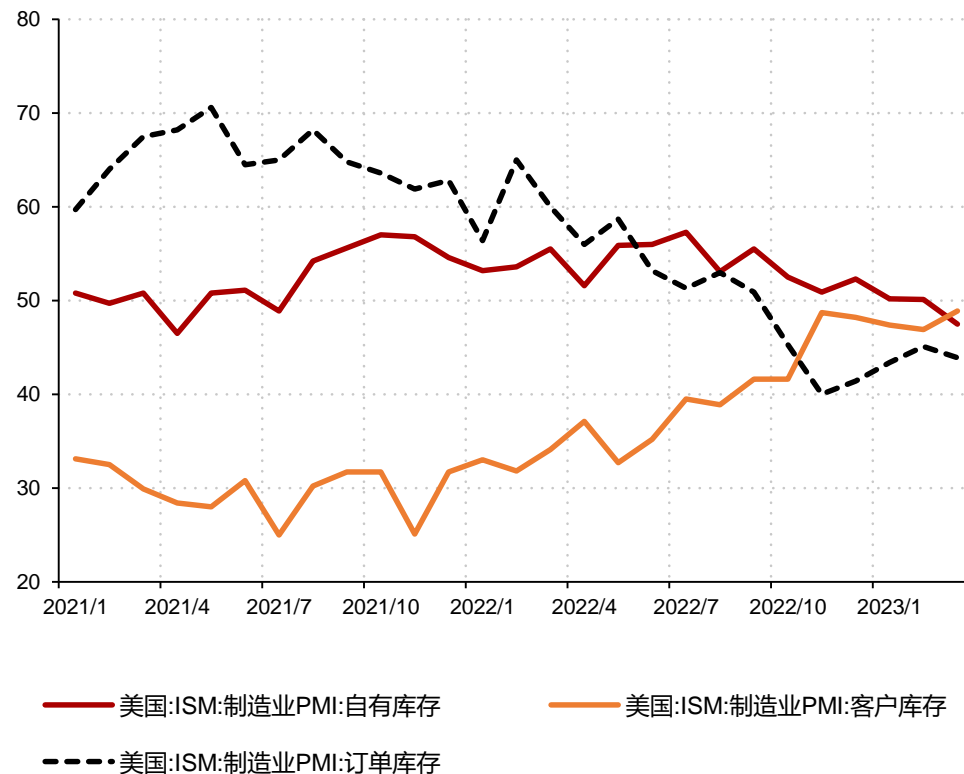


数据来源: wind 徽商期货研究所

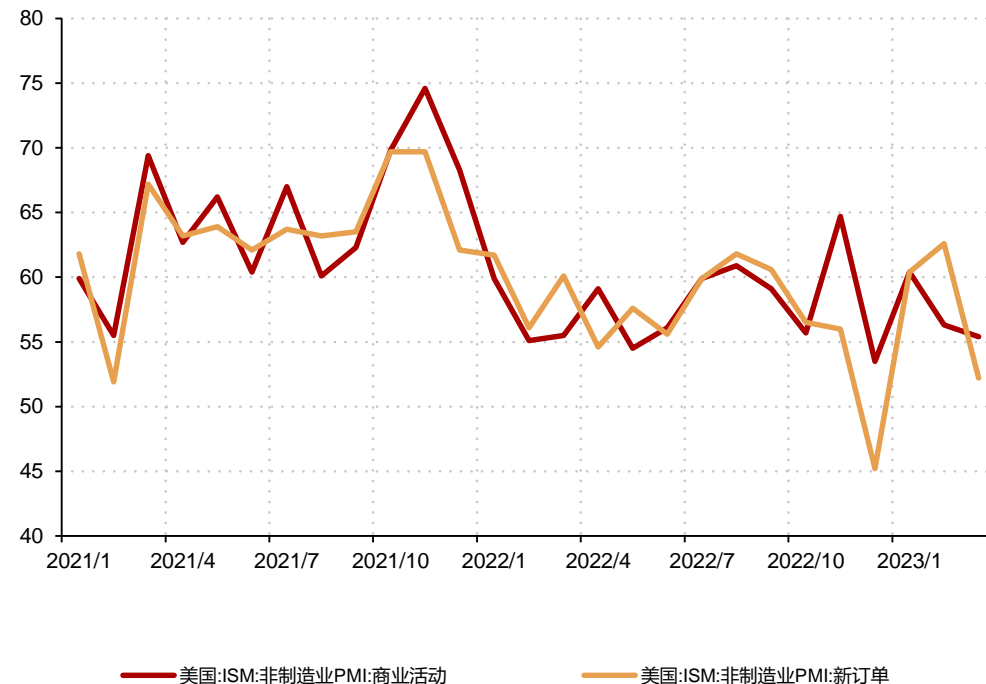
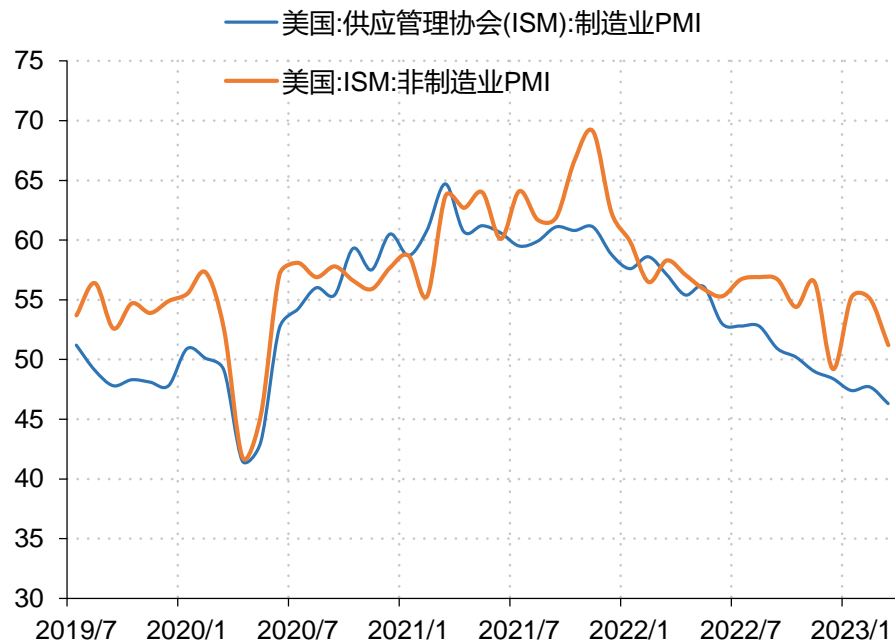
- 1、制造业表现较弱，非制造业持续回升。美国3月ISM制造业PMI录得46.3，为2020年5月以来新低。美国3月ISM非制造业PMI录得51.2，低于预期的54.5和前值的55.1。
- 2、美国3月Markit制造业PMI终值为49.2，预估为49.3，初值为49.3。美国3月Markit服务业PMI终值52.6，预期53.8，初值53.8。
- 3、分项中，新订单、产出等均处于荣枯线下方，供需双弱。



数据来源: wind 徽商期货研究所



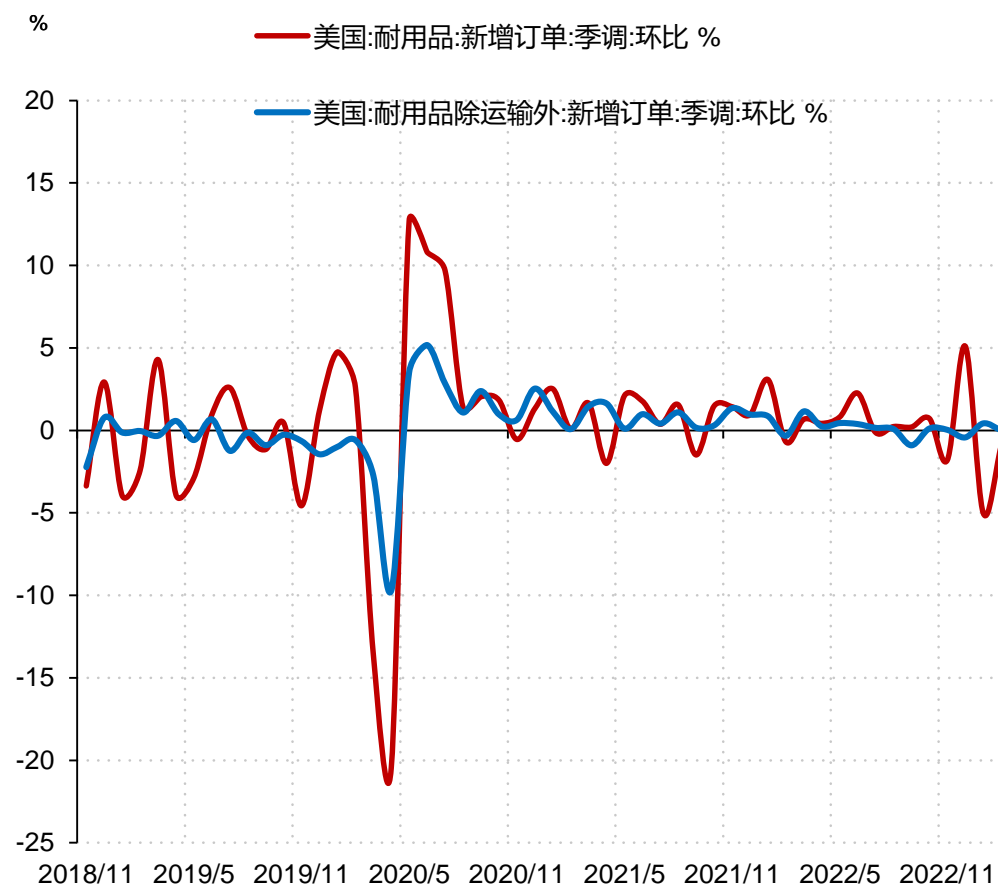
- 1、新出口订单、进口订单长期处于荣枯线下方，内外需表现较弱。
- 2、三大库存均收缩。



数据来源: wind 徽商期货研究所

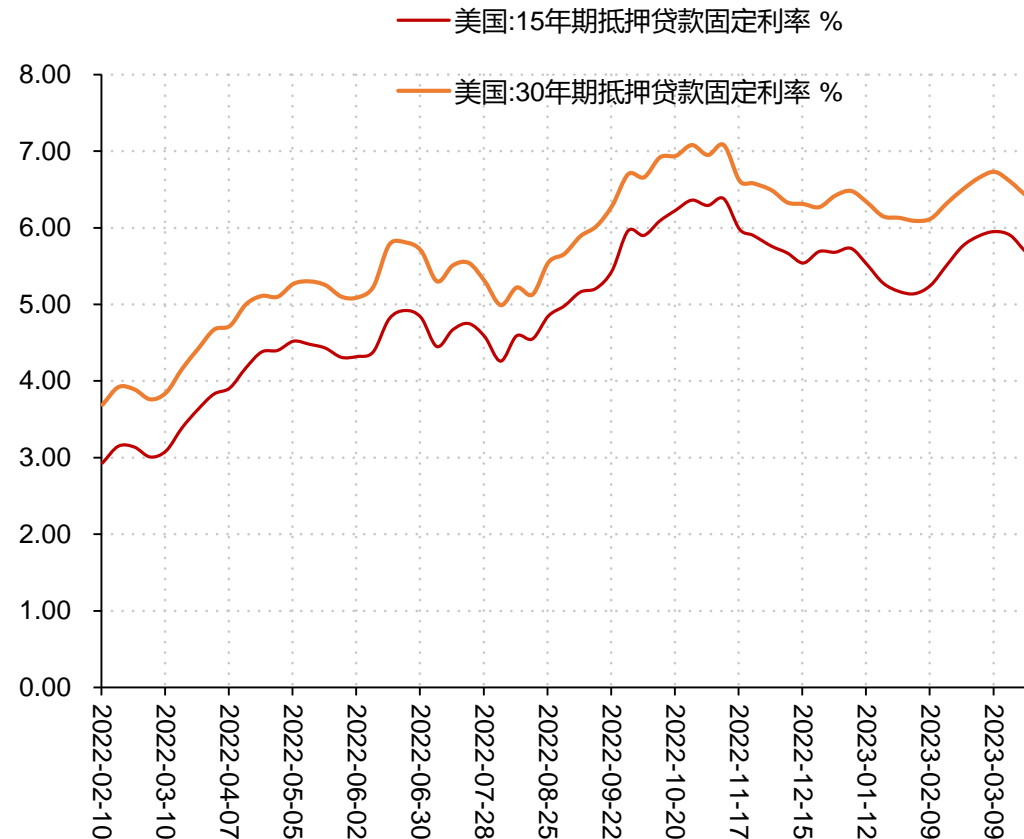
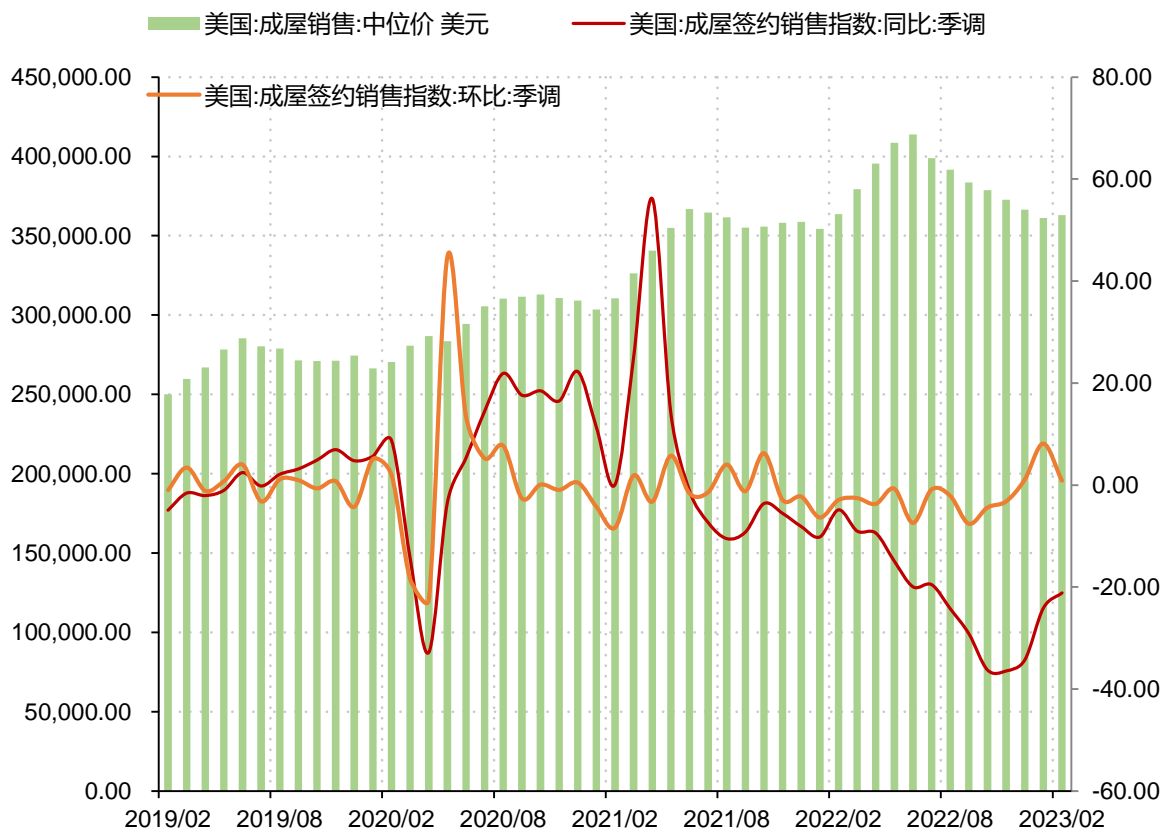
- 1、美国非制造业表现整体偏强，虽然最新数据较前值有所下滑，但整体仍处于荣枯线上方。
- 2、一是劳动力缺口在回落，二是3月服务业PMI回落。市场可能会对经济放缓产生担忧，直到联储货币政策真实转向宽松。
- 3、2月JOLTS职位空缺数近两年里首次跌破1000万。

美国零售销售环比增速	2022/06	2022/07	2022/08	2022/09	2022/10	2022/11	2022/12	2023/01	2023/02
零售和食品服务总计	1.03	-0.44	0.67	-0.17	1.07	-1.07	-0.82	3.22	-0.40
食品服务和饮吧	0.72	-0.84	2.45	1.02	1.21	-0.20	0.79	5.57	-2.16
机动车及零部件	0.56	-2.01	2.89	-0.54	1.54	-2.21	-1.84	7.09	-1.80
家具和家用装饰	-1.23	0.12	0.65	-2.12	1.97	-1.14	-1.98	5.71	-2.52
电子和家用电器	-0.49	-0.32	-1.96	-1.38	-1.24	-5.85	-0.32	6.55	0.28
建筑材料、园林设备及物料店	-0.30	1.11	1.68	-0.72	1.20	-3.31	0.96	0.37	-0.11
食品和饮料店	1.14	-0.04	0.44	0.84	1.22	0.48	-0.54	-0.36	0.49
保健和个人护理店	1.34	0.64	0.02	0.84	-0.19	0.30	-1.50	3.07	0.90
加油站	2.71	-2.21	-4.96	-3.96	3.34	-1.44	-5.16	-1.02	-0.58
服装及服装配饰店	0.74	-0.44	0.99	0.99	-0.35	-0.24	-0.38	2.90	-0.80
运动以及文娱商店	0.87	0.03	1.07	-0.43	0.63	0.15	0.20	0.45	-0.51
日用品商店	2.30	-0.39	0.31	1.13	-0.31	-0.18	0.49	4.33	0.55
杂货店零售业	3.83	-1.32	0.23	0.36	-0.97	-4.83	1.47	5.65	-1.84
无店铺零售业	0.34	1.66	0.57	-0.13	0.97	-0.94	-0.38	1.78	1.59



数据来源: wind 徽商期货研究所

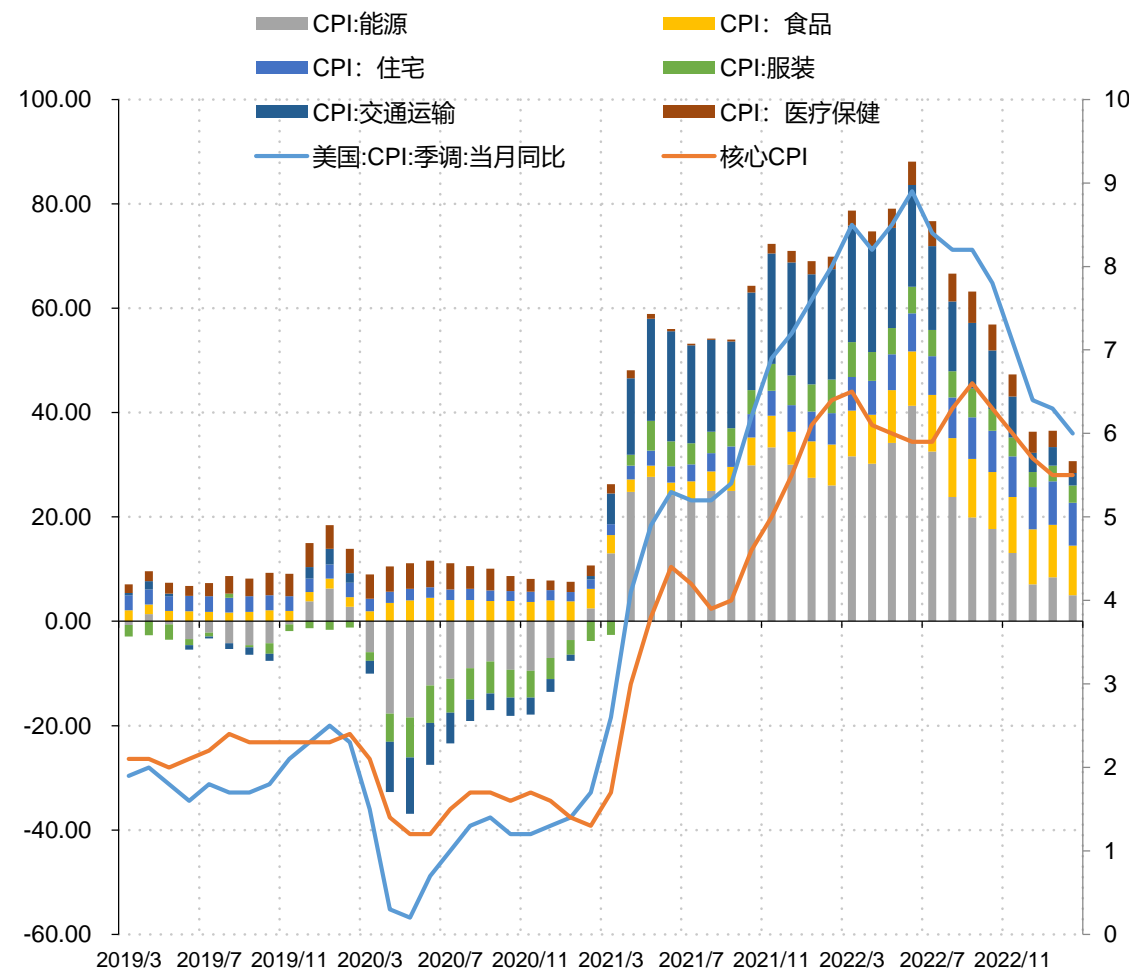
- 3月24日周五, 美国商务部公布数据显示, 美国2月耐用品订单环比初值-1%, 低于市场预期的0.2%, 是自2021年2月以来的最大降幅, 但相比前值的-4.5%大幅回升。在1月份的数据暴跌之后, 市场预计2月的数据将温和反弹。耐用品是指像汽车、电器和电脑这样至少可以使用三年的产品。
- 美国2月零售销售环比为-0.4%, 基本符合市场预期, 较前值的3%大幅下降。扣除汽车和汽油后, 2月核心零售销售环比0%, 虽然高于市场预期的-0.2%, 但较前值2.6%显著下滑。美国2月零售销售同比增加5.4%, 创2020年12月以来的最低增速纪录。



数据来源: wind 徽商期货研究所

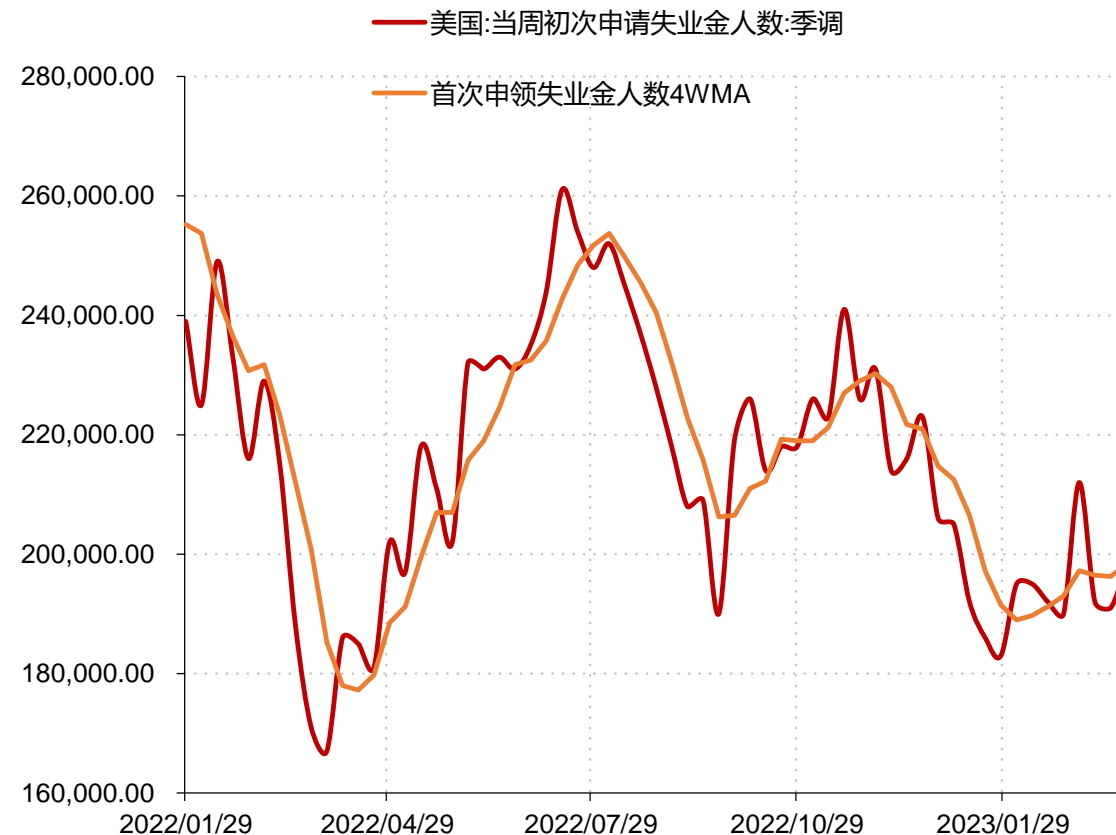
- 根据全美房地产经纪人协会 (NAR) 公布的数据, 美国2月成屋销售价格中位数同比下降0.2%, 至36.3万美元/套, 为2012年以来首次下跌。
- 美国2月成屋销售总数年化环比上升14.5%, 创2020年年中以来最大升幅、并结束持续一年的由于利率上升和负担能力限制而创纪录的一年下滑, 至458万户。但2月美国成屋销售量仍同比下降22.6%。
- 尽管2月成屋销售有所增加, 但在美联储积极收紧货币政策的背景下, 美国住宅房地产仍然低迷, 去年按揭贷款利率飙升并使许多潜在买家望而却步。当前美国银行业遭遇的困境也可能促使银行收紧放贷标准, 因此可能会阻碍住宅房地产继续增长的势头。

	相对权重 (%) (2023年 1月)	相对权重 (%) (2022年 12月)	环比 (2023.02)	2023.01	2022.12	2022.11	同比 (2023.02)	2023.01	2022.12	2022.11	2022.10
CPI	100.00	100.00	0.4	0.5	0.1	0.2	6	6.4	6.5	7.1	7.7
食品	13.52	13.53	0.4	0.5	0.4	0.6	9.5	10.1	10.4	10.6	10.9
家庭食品	8.73	8.73	0.3	0.4	0.5	0.5	10.2	11.3	11.8	12	12.4
非家庭食品	4.80	4.80	0.6	0.6	0.4	0.5	8.4	8.2	8.3	8.5	8.6
能源	7.07	6.92	-0.6	2	-3.1	-1.4	5.2	8.7	7.3	13.1	17.6
能源类商品	3.56	3.49	0.5	1.9	-7.2	-2.1	-1.4	2.8	0.4	12.2	19.3
汽油（所有种类）	3.24	3.17	1	2.4	-7	-2.3	-2	1.5	-1.5	10.1	17.5
燃油	0.15	0.15	-7.9	-1.2	-16.6	1.7	9.2	27.7	41.5	65.7	68.5
能源服务	3.52	3.43	-1.7	2.1	1.9	-0.6	13.3	15.6	15.6	14.2	15.6
电力	2.58	2.54	0.5	0.5	1.3	0.5	12.9	11.9	14.3	13.7	14.1
公共事业（管道）燃气服务	0.94	0.89	-8	6.7	3.5	-3.4	14.3	26.7	19.3	15.5	20
核心CPI	79.40	79.55	0.5	0.4	0.4	0.3	5.5	5.6	5.7	6	6.3
商品，不含食品和能源商品	21.32	21.36	0	0.1	-0.1	-0.2	1	1.4	2.1	3.7	5.1
新汽车和卡车	4.29	4.31	0.2	0.2	0.6	0.5	5.8	5.8	5.9	7.2	8.4
二手车和汽车	2.61	2.67	-2.8	-1.9	-2	-2	-13.6	-11.6	-8.8	-3.3	2
服装	2.53	2.48	0.8	0.8	0.2	0.1	3.3	3.1	2.9	3.6	4.1
医疗护理品	1.46	1.46	0.1	1.1	0.1	0.2	3.2	3.4	3.2	3.1	3.1
服务，不含能源服务	58.08	58.19	0.6	0.5	0.6	0.5	7.3	7.2	7	6.8	6.7
住所	34.39	34.41	0.8	0.7	0.8	0.6	8.1	7.9	7.5	7.1	6.9
交通服务	5.75	5.75	1.1	0.9	0.6	0.3	14.6	14.6	14.6	14.2	15.2
医疗护理服务	6.59	6.65	-0.7	-0.7	0.3	-0.5	2.1	3	4.1	4.4	5.4



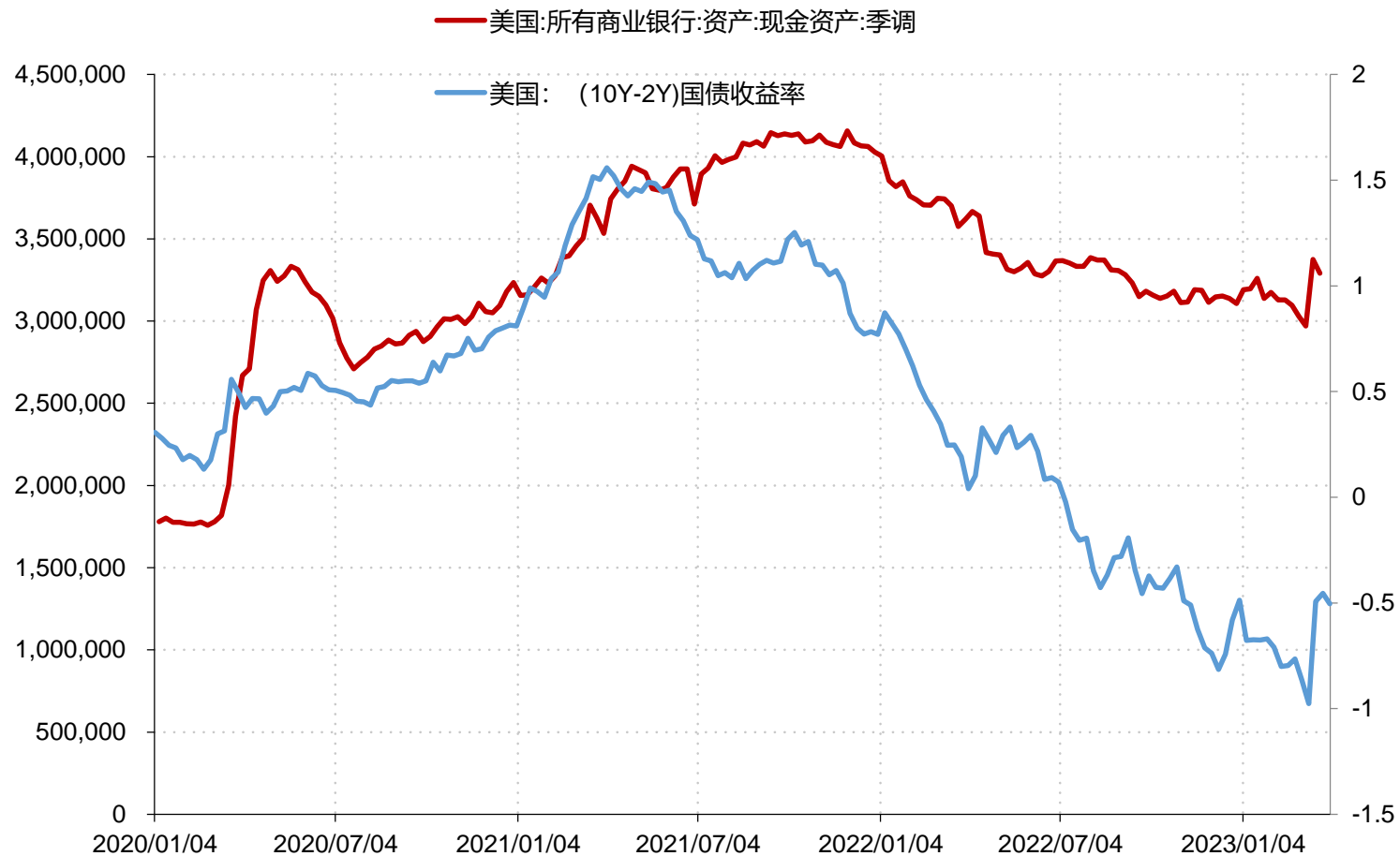
数据来源：wind 徽商期货研究所

- ✓ 美国2月核心PCE物价指数同比增长4.6%，预期4.7%，前值4.7%，为2021年10月以来的最小涨幅。美国2月核心PCE物价指数环比增长0.3%，预期0.4%，前值0.5%。美联储最关注的核心服务通胀仍在上涨，不过增速有所降温。2月PCE物价上涨主要是受能源和服务价格上涨的影响，2月服务价格上涨5.7%，食品价格上涨9.7%，能源价格上涨5.1%，2月服务业价格环比上涨0.3%，能源价格下跌0.4%，美国服务业通胀粘性仍然较高。

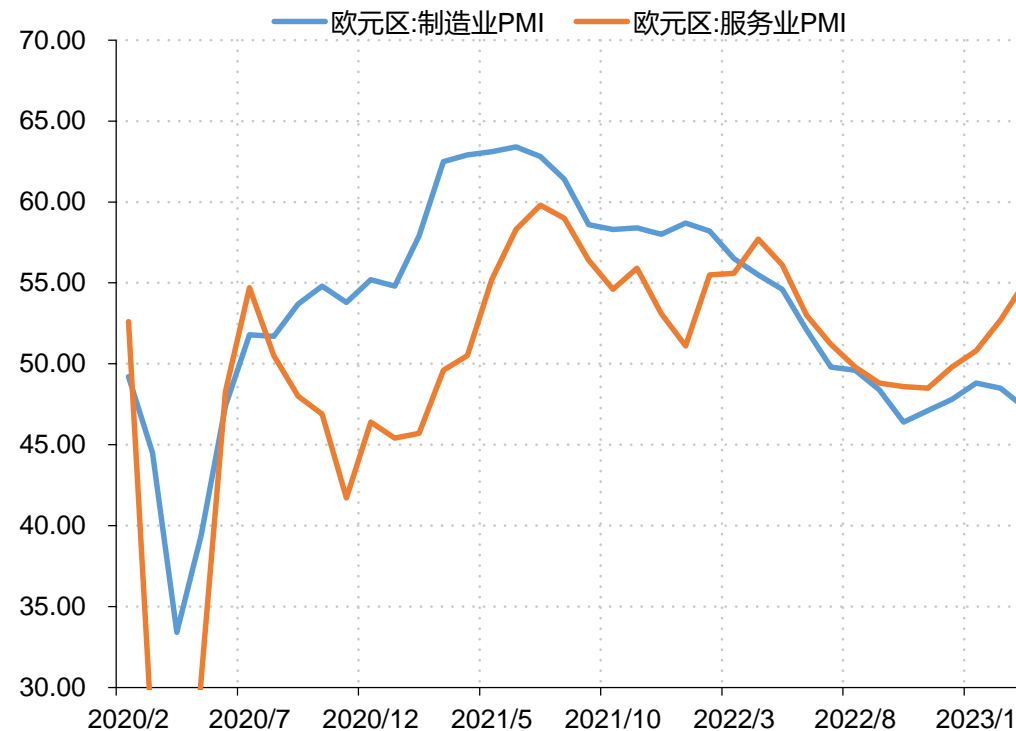
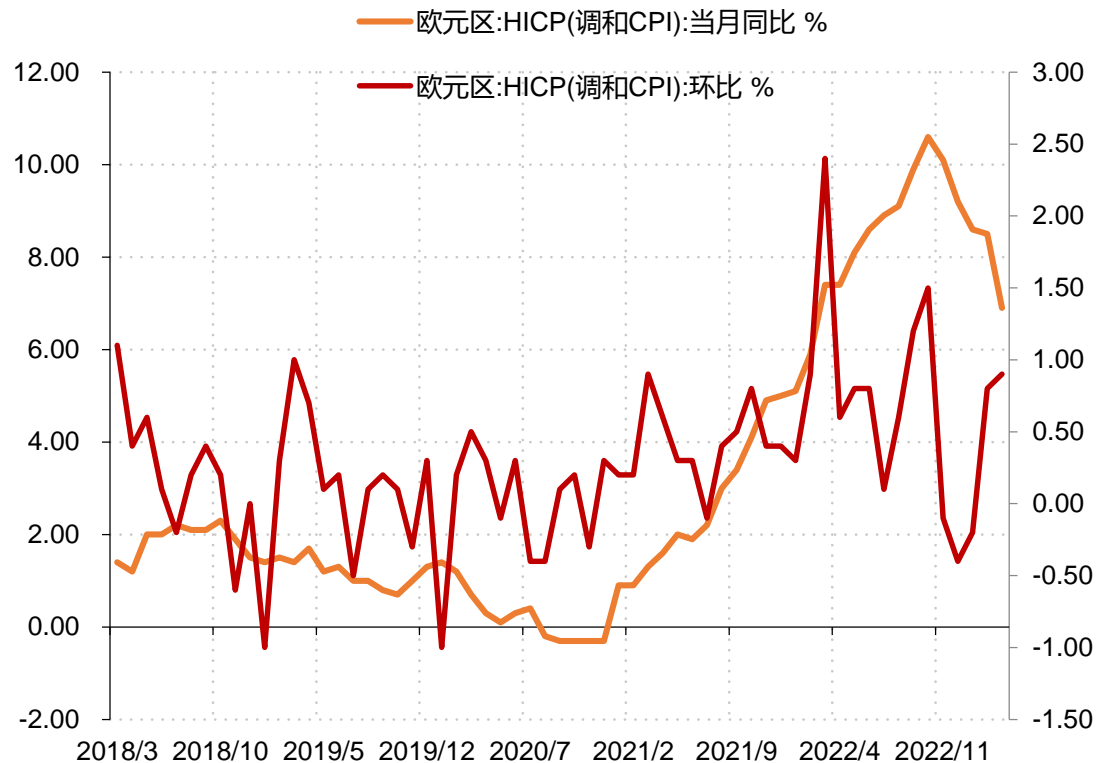


数据来源: wind 徽商期货研究所

- ✓ 美国3月ADP就业人数增14.5万人, 预期增20万人, 前值由增24.2万人修正为增26.1万人。美国2月份职位空缺降至990万, 为2021年5月以来最低水平, 低于预期的1050万, 前值下修至1060万。

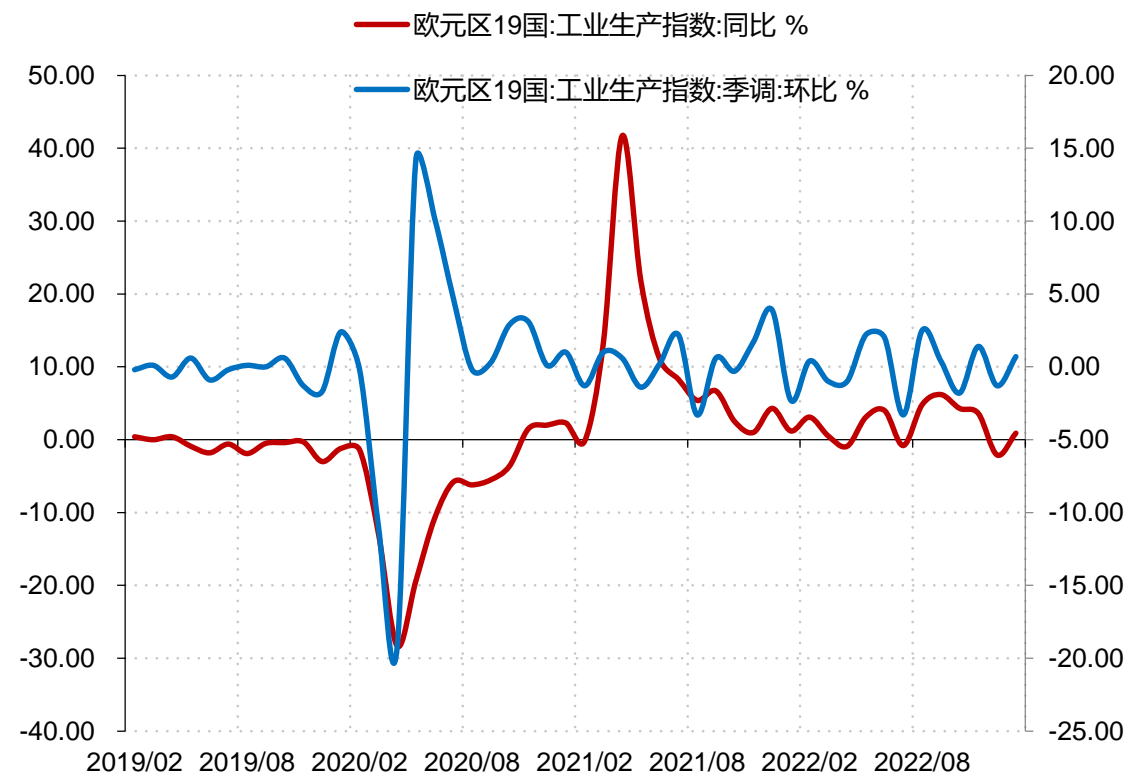
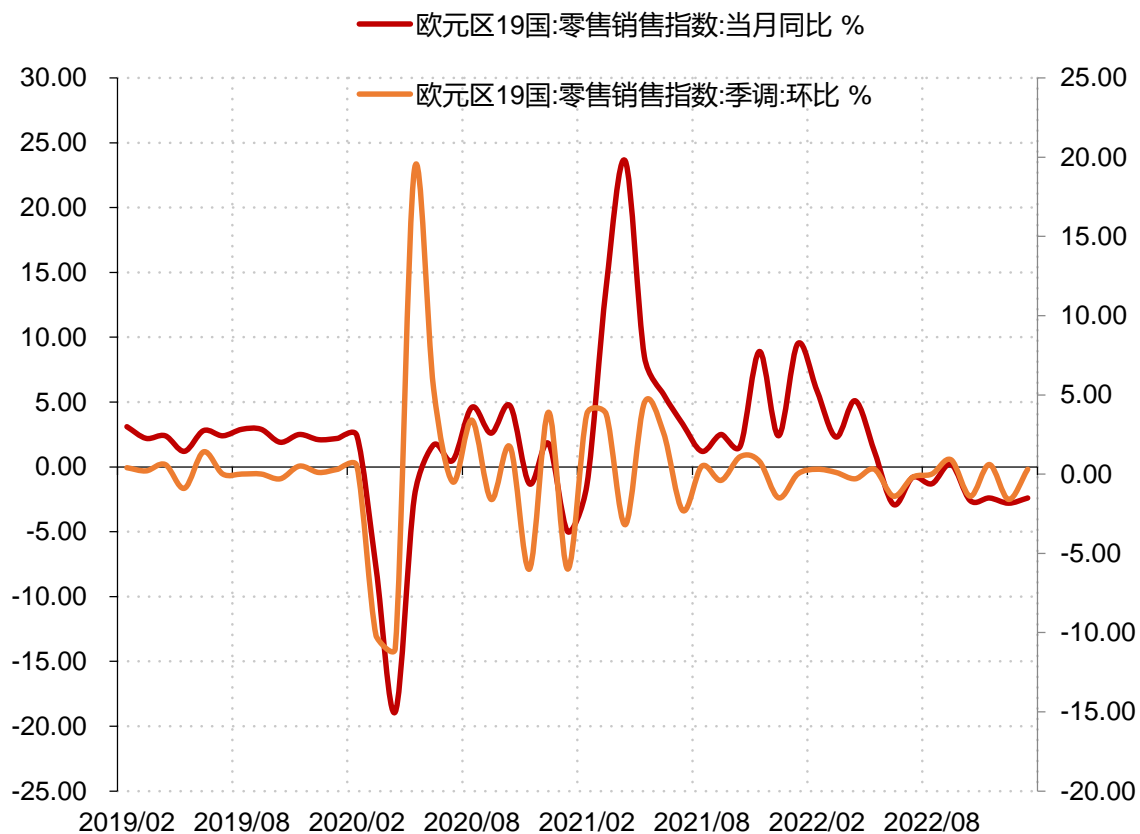


数据来源: wind 徽商期货研究所



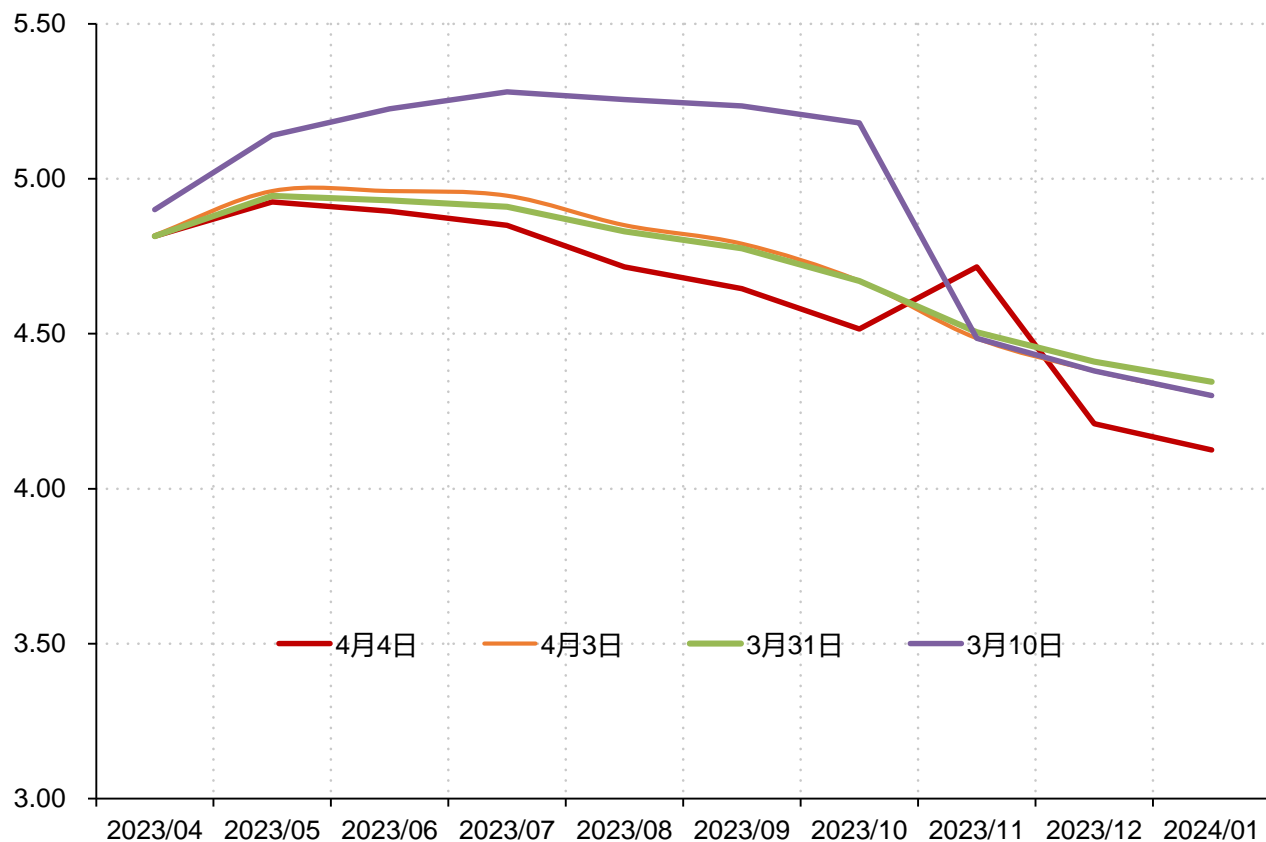
数据来源: wind 徽商期货研究所

受能源通胀降温的影响,欧元区调和CPI超预期放缓但核心CPI继续创下新高。分项数据看,3月食品、酒精和烟草通胀率为15.4%,较2月上升0.4个百分点。服务业通胀率为5%,较2月上升0.2百分点。非能源工业品通胀率为6.6%,较2月上升0.2百分点。而能源通胀率为-0.9%,上月为13.7%。由于核心通胀居高不下,预计欧洲央行将继续采取紧缩的政策。

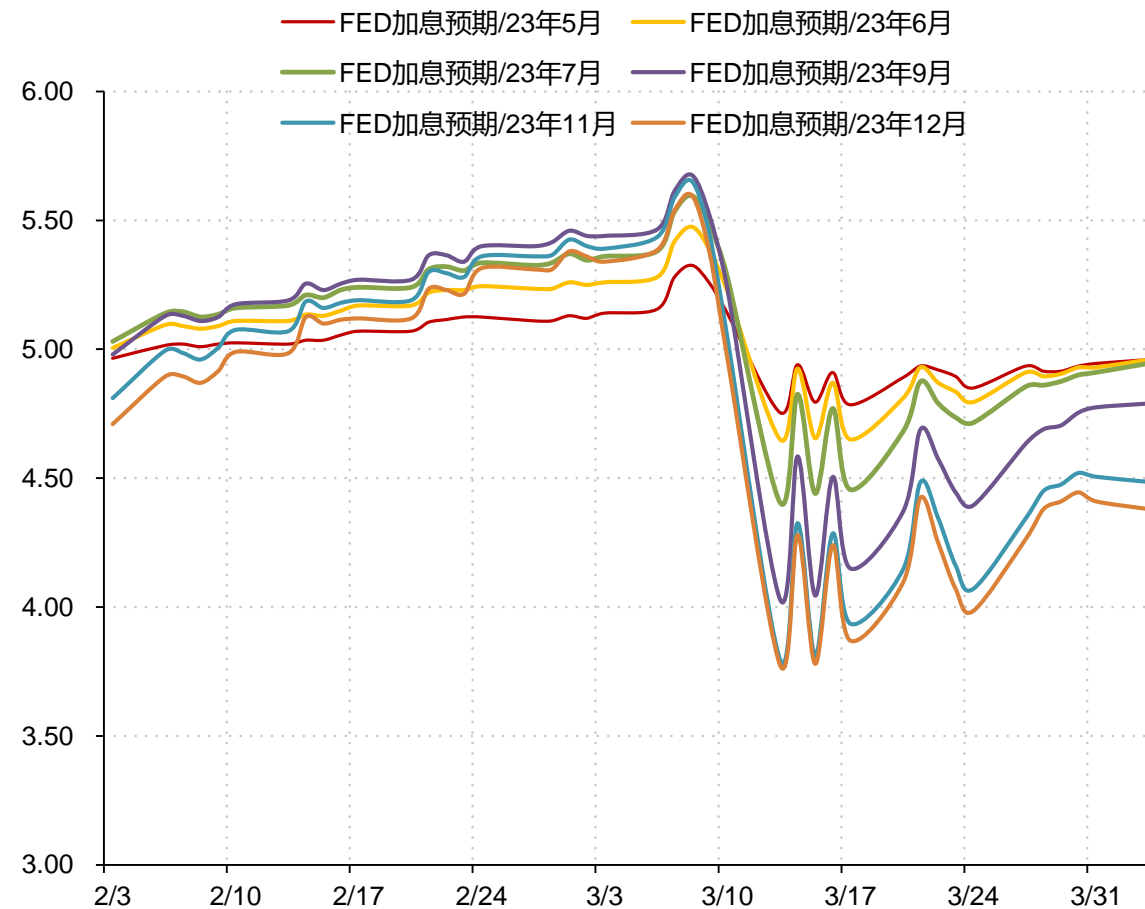


数据来源: wind 徽商期货研究所

联邦基金利率期货隐含加息路径



数据来源: wind 徽商期货研究所



- 美国3月ADP就业新增14.5万人，大幅低于预期，ISM服务业通胀指标降至近三年最低，均支持美联储或不需要进一步加息的观点，市场押注5月美联储更可能不加息。

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2023

Percent

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
December projection	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3

数据来源: wind 徽商期货研究所

- 美联储在3月议息会议上继续加息25个基点，将联邦基金利率提高至4.75%—5%。美联储主席鲍威尔表示，将继续评估信贷紧缩带来的影响，现在因为银行风波改变政策方向还为时尚早。在决议声明中删除了“持续加息适宜”，改为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，被解读为鸽派论调。

For release at 2:00 p.m., EDT, March 22, 2023

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源: wind 徽商期货研究所

- 阵图显示的终点利率与去年12月一致，仍维持今年底利率预期在5.1%不变，预计今年还有一次温和加息。
- 综合银行企业信贷增速呈现触顶迹象、核心CPI高度、核心PCE反弹趋势，**美联储终点利率或为5%-5.25%的**。目前市场对降息时点和幅度的博弈尚不充分，随着经济数据发布、风险事件等降息预期或逐渐明朗。



数据来源: wind 徽商期货研究所

• 硅谷银行风险事件

□ 事件时间线

- ✓ 3月10-12日，短短3天时间，美国硅谷银行经历了宣布增发、突发客户挤兑、股价暴跌，到被接管、宣布破产的过程。引发全球震动。
- ✓ 美国财政部、美联储、美国联邦存款保险公司联合“救市”
 - 1.流动性支持：美联储创建新的工具银行期限融资工具（BTFP），完全覆盖金融机构所持有债券因浮亏所导致的流动性缺口。财政的 250 亿美元主要对该工具发挥增信作用。
 - 2.赔付：FDIC成立接管机构对破产机构储户存款全额赔付。

□ 可能产生的溢出影响及风险提示

- 1.抬升集中挤兑情绪，美国商业银行部门面临较大流动性风险，市场短期避险情绪升温，令风险资产价格短时承压，大宗商品价格存在剧烈波动风险。
- 2.硅谷银行困境的主因是美联储持续加息背景下自身流动性不足风险的暴露，高利率环境下金融体系的风险在逐步累积。因此，事件持续发酵，引发市场对美联储后续加息预期的显著降温。

- 由于美国通胀仍然较高，美联储短期内可能不会很快降息，这意味着美国银行业在低利率环境下积累的期限错配问题短期内难以得到有效解决。特别是一些中小型、区域性银行还可能面临“存款搬家”的挑战，储户将存款从中小银行转移至大银行，进而对中小银行造成流动性压力。这意味着还会有更多存款机构通过贴现窗口获取流动性，美联储将继续扩表，但由于银行系统变化可能导致家庭和企业信贷条件收紧，风险事件对经济的负面影响将逐步显现。
- 除了中小银行流动性风险事件外，国际政治局势也值得关注。目前看俄乌局势未有缓和，短期双方对抗局面或继续维持，此外，中美关系也具有很大的不确定性。



徽商期货
HUISHANG FUTURES

THANKS

徽商期货 如期而获

徽商研究 明道取势