

美国财政和通胀预期驱动贵金属价格表现强势

五矿期货研究中心 钟俊轩

一、美联储财政和降息预期令国际金价表现强势

(一) 国际金价在三季度续创历史新高

美联储 9 月份进行实质性的降息 50 基点操作，令黄金价格再度创下历史新高，价格走势表现强势。6 月 30 日至 9 月 30 日，COMEX 黄金价格上涨幅度为 13.54%，报 2656 美元/盎司。沪金价格上涨幅度为 8.41%，报 596.72 美元/盎司。

图 1：沪金和 COMEX 黄金价格走势（元/克、美元/盎司）



数据来源：Wind，五矿期货研究中心

具体来看，受到 6 月份议息会议表态偏鹰派的影响，国际金价整体呈现震荡偏弱走势，6 月份美联储经济展望报告对于宽松货币政策预期由 3 月份的本年度三次降息减少为本年度仅降息一次。同时，经济预测报告上调 2024 年通胀预期中值，核心 PCE 预测值由 2.6% 上升至 2.8%。COMEX 黄金价

格由 5 月 20 日相对高位 2430 美元/盎司下跌至 6 月 26 日低位 2309 美元/盎司。

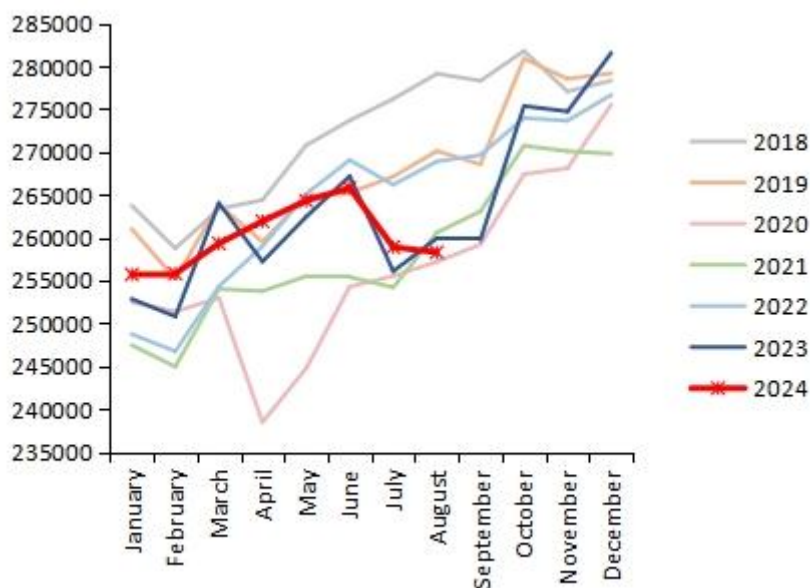
8 月初公布美国 7 月非农就业数据则是美国经济数据总体转弱的一个重要拐点，美国 7 月季调后非农就业人口数为 11.4 万人，大幅低于预期 17.5 万人以及前值 17.9 万人。美国 7 月失业率为 4.3%，高于预期和前值 4.1%。非农就业数据大幅低于预期，令市场充分交易衰退预期，黄金价格与海外权益市场同时出现较大跌幅。但就业数据令市场对于美联储宽松货币政策进行较为充分的定价，推动国际金价在 8 月份开始总体表现强势，美联储在 9 月份议息会议中执行降息 50 个基点的超预期货币政策操作，COMEX 黄金主力合约在 9 月 27 日达到历史高位 2708 美元/盎司。

(二) 全球黄金供给端增量有限

WBMS 最新公布的产量数据显示，今年 8 月全球矿产金产量为 258 吨，1-8 月累计产量为 2080 吨，较去年同期小幅上升 0.46%，全球供给弹性较小。其中，产量占比较大的美洲产量为 74.4 吨，累计产量为 606.3 吨，累计值较去年同比下降 0.92%；非洲累计产量为 474 吨，较去年同期上升 5.56%，存在较为明显的增量。亚洲累计产量为 556.7 吨，较去年同期小幅下降 0.05%。

总体而言，黄金矿端供给边际变化较小，呈现三四季度供给量高于一二季度的季节性特征。

图 2：全球黄金矿产量（千克）

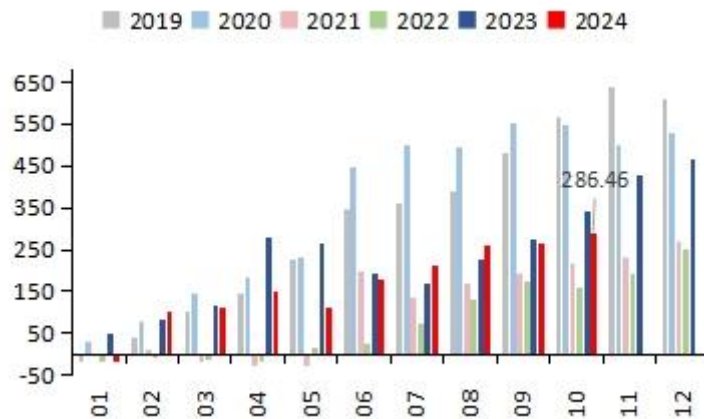


数据来源：WBMS，五矿期货研究中心

（三）需求端：黄金 ETF 接替央行购金成为黄金需求端重要支撑

随着黄金价格上涨，2024 年央行购金总量也出现明显下降，在黄金价格偏高的情况下，央行购金往往会出现放缓，10 月初，全球央行黄金持有量较年初增加 286.46 吨，低于去年同期的 341.52 吨，同比下降 16%。8 月中旬以来，国际金价不断创下历史新高，与之相对应的央行购金数据显示，全球央行在 8-9 月份仅增持黄金 0.6 吨。10 月份黄金价格总体表现强势，预计在金价未出现明显回落的情况下，央行购金规模难以出现较为明显的增加。

图 3：全球央行月度增持黄金量（吨）



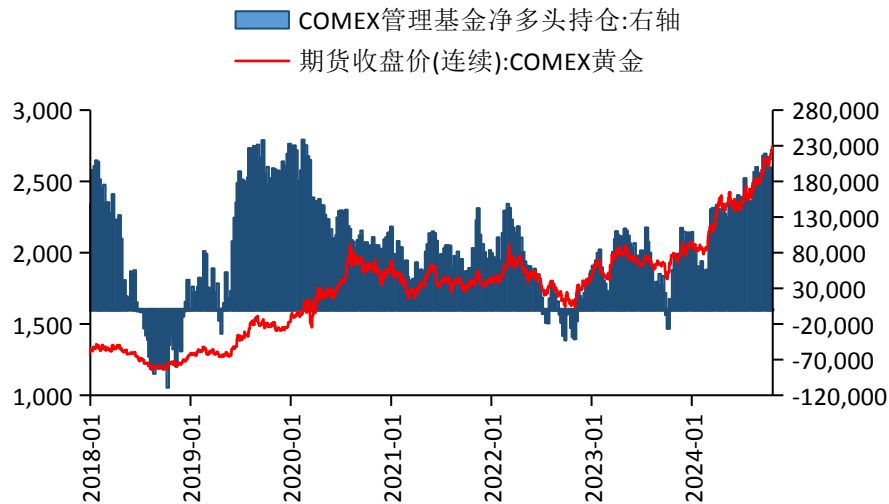
数据来源：Wind，五矿期货研究中心

在金价不断上涨至历史新高的背景下，以个人和机构持有者为主、具备较强投机属性的黄金 ETF 持有量出现明显增加。2024 年三季度，全球黄金 ETF 流入量达到 94.7 吨，逆转了前期的流出趋势，是 2022 年一季度以来最大规模的流入水平。其中，北美洲流入量最大，达到 59.1 吨，欧洲黄金 ETF 流入量为 22.7 吨，亚洲黄金 ETF 流入量为 6.8 吨，其他地区黄金流入量为 6 吨。受到美联储逐渐步入降息周期的影响，美国黄金 ETF 流入规模最大，三季度为 53 吨，其中 SPDR 黄金 ETF 流入量为 42.9 吨，三季度末余额为 871.7 吨。10 月中旬，随着特朗普在大选中民调逐步占优，全球黄金 ETF 当周出现大幅度流入，截至 10 月 18 日当周，北美洲黄金 ETF 流入 13.2 吨，欧洲黄金 ETF 流入 4.6 吨，亚洲黄金 ETF 流入 5.8 吨，总计 23.7 吨，是 2023 年 10 月 27 日以来的最大规模。

（四）交易所持仓：黄金投机情绪较强

在美联储降息周期背景下，三季度 COMEX 黄金管理基金净多头持续上升且维持在相对高位，由 6 月 25 日 15.82 万手上升至 9 月 24 日 19.4 万手。同时，COMEX 黄金场内持仓量伴随美国大选局势发生明显变化。6 月 27 日民主党总统候选人拜登与共和党总统候选人特朗普进行总统辩论，特朗普在辩论中占据优势，且最终导致拜登退出总统竞选，COMEX 黄金持仓量由 6 月 27 日的 44 万手上升至 7 月 19 日高位的 59.5 万手。7 月下旬哈里斯接替拜登成为民主党总统候选人并逐步在选举中占据上风，黄金 COMEX 总持仓量出现下降，回落至 8 月 12 日低位 47.5 万手。8 月份，美国公布的新增非农就业数据大幅低于预期，市场开始交易美联储将进入实质性降息周期，COMEX 黄金持仓总量再度出现回升，上升至 9 月末高位 56.1 万手。10 月初鲍威尔对于降息表态偏谨慎，美国 9 月新增非农就业数据超预期，黄金价格下跌的同时持仓量出现回落。随着美国副总统竞选辩论的进行以及飓风影响，特朗普在选举中占据优势，黄金持仓量再度上升，由 10 月 10 日低位 51.7 万手上升至 10 月 23 日 57 万手。从持仓量可以看到，随着大选不断临近，黄金交易主要矛盾逐步由前期美联储货币政策预期转向总统大选影响下的财政政策预期，特朗普在选举中占优往往伴随着黄金持仓量增加以及价格上涨，黄金这一大类资产是“特朗普交易”的重点。

图 4：黄金 CFTC 管理基金净持仓（手）



数据来源：Wind，五矿期货研究中心

（五）四季度黄金价格展望：美国财政预期是关键影响因素

10 月份以来，美国大选局势出现明显变化，10 月初共和党副总统候选人万斯与民主党副总统候选人沃尔兹进行辩论，万斯总体表现优于沃尔兹。同时，飓风“海伦妮”在 9 月末袭击美国东南部，对于佛罗里达州、佐治亚州、北卡罗莱纳州以及南卡罗莱纳州形成重大影响，其中北卡罗莱纳州以及佐治亚州是美国大选中较为关键的摇摆州，据新华社报道，在海伦妮飓风过境两周后，北卡州仍有近百人失踪。共和党总统候选人在大选最后阶段抨击民主党赈灾不利。

Polymarket 数据显示，10 月份以后两位总统候选人支持率出现明显变化，9 月 30 日当日显示哈里斯胜选概率为 50%，小幅高于特朗普的 49%。而截止至 10 月 17 日，Polymarket 显示特朗普胜选概率达到 61%，而哈里斯胜选概

率仅为 39%，同时市场预期特朗普在六个主要摇摆州中均取得优势。

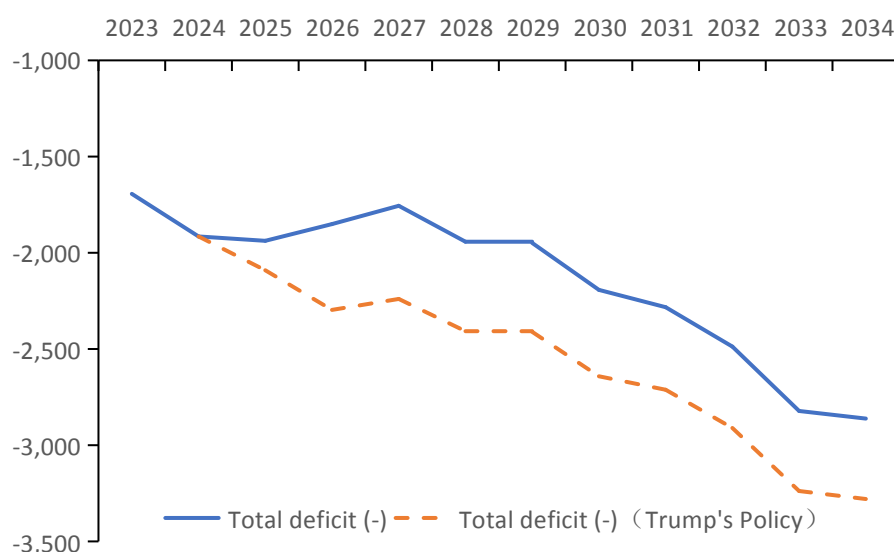
特朗普选情改善也令前期市场所进行的“特朗普交易”再度受到关注，最为明显的就是黄金价格上涨。中期来看，黄金价格与美国财政赤字水平呈现明显的正相关关系，而特朗普无论是在上一个任期还是在当前大选的过程中都呈现出明显的宽财政主张，对于个人所得税，特朗普主张将其在前一任期内推动的《2017 年就业和减税法案》永久化，同时主张免除社会福利保障以及加班工资的税收。企业方面，他主张进一步降低企业所得税。根据沃顿商学院分析，特朗普的财政主张若得以推行，将使美国联邦政府 2025-2034 财年赤字水平扩大 4.15 万亿美元，若特朗普当选，国际金价将在未来一段时间内随着美国财政赤字水平的扩大呈现易涨难跌局面，这一市场预期已经开始在黄金价格中有所体现。

民主党总统候选人哈里斯在其发布的竞选讲话中同样体现了宽财政的政策预期，但哈里斯政策所带来的财政政策宽松幅度明显弱于特朗普，税收方面存在针对高收入群体以及企业的加税政策。她主张将企业所得税税率上调至 28%，同时将应税收入超过 100 万美元的长期资本利得税税率上调至 28%。

美国大选前后，美联储货币政策难有较为明显的边际变化，美国财政政策预期将成为国际金价交易的主要矛盾，若

特朗普在美国大选中胜出，其财政主张将对国际金价形成明显的上行驱动，哈里斯目前的政策主张同样会令美国财政赤字扩大，但幅度不及特朗普的政策主张，且具体实施情况存在不确定性，若哈里斯当选对于黄金的上行驱动则会偏弱。

图 5: 特朗普财政政策所产生美国财政赤字与国会预算办公室 (CBO) 预期基准赤字水平 (亿美元)



数据来源: CBO, UPENN, 五矿期货研究中心

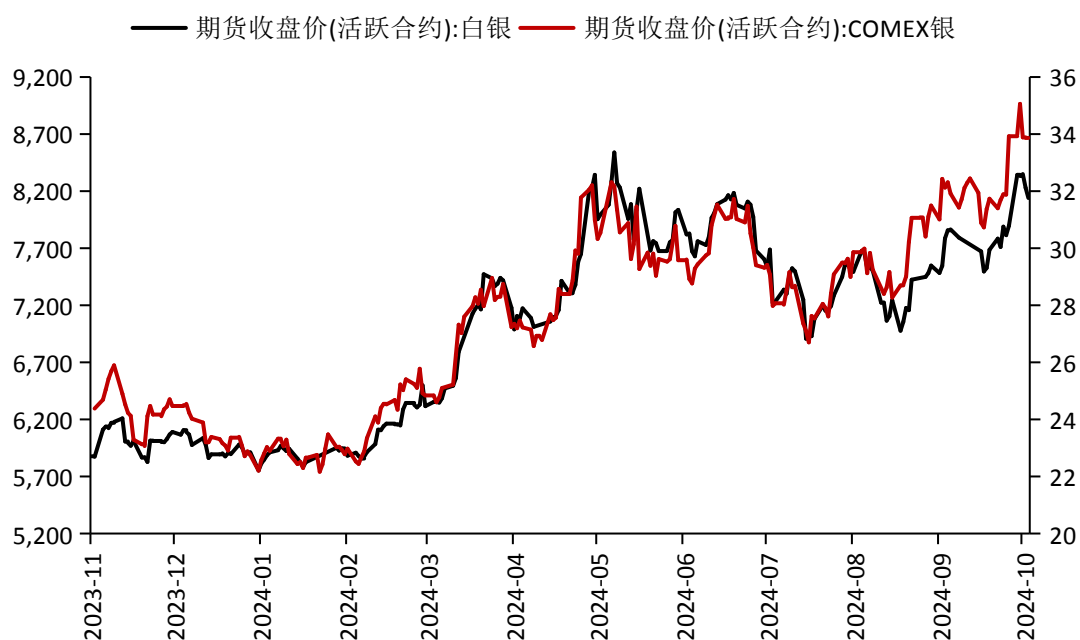
二、金银比价向下修复令白银跟随黄金价格出现强势上涨

(一) 三季度白银价格跟随黄金上涨

在美国经济数据转弱，市场交易衰退预期的背景下，白银价格在三季度虽然随黄金价格上涨，但总体价格表现明显弱于黄金，金银比价出现较为明显的上行走势。2024年6月30日至9月30日，COMEX白银上涨6.31%，报31.42美元/

盎司，同期 COMEX 黄金价格上涨幅度为 13.54%。我国是光伏用银需求的大国，国内白银相较于海外白银而言存在一定幅度溢价，2023 年以来溢价尤为明显，但在下半年向下修复。6 月 30 日至 9 月 30 日，沪银价格上涨幅度仅为 1.16%，报 7793 元/千克。

图 6：上期所和 COMEX 白银期货价格走势
(元/千克，美元/盎司)



数据来源：Wind，五矿期货研究中心

(二) 白银供给端分析

WBMS 公布的最新数据显示，截止至 7 月，全球银矿供应呈现相对偏紧的态势。7 月全球矿产银产量为 2043 吨，较去年同期 2056 吨下降 0.64%。1-7 月全球矿产银产量为 14250 吨，较去年同期 14716 吨下降 3.16%。从矿产银主要产区来看，亚洲地区和美洲地区产量均较去年出现较为明显下降。

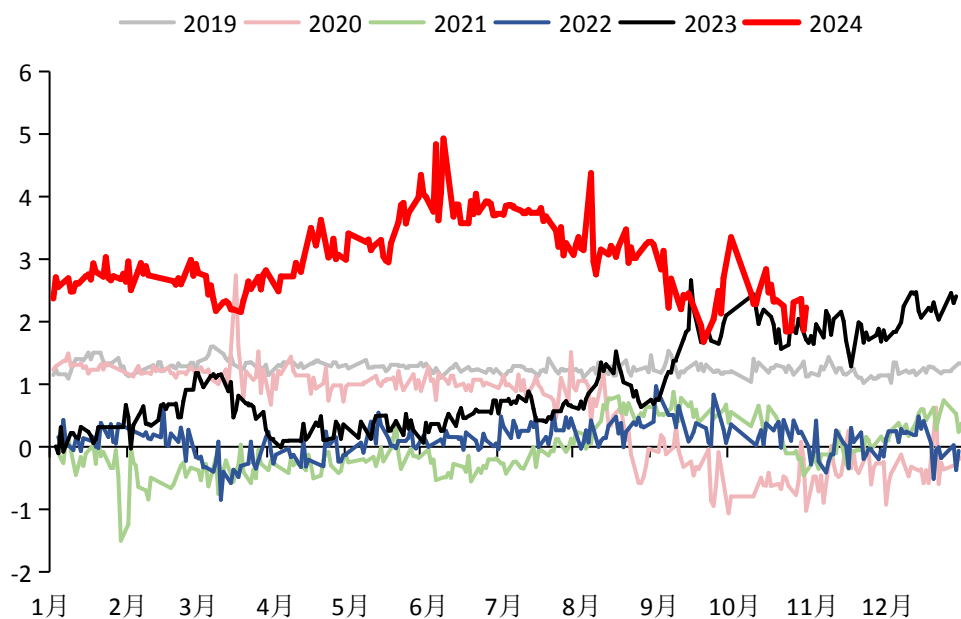
7月亚洲矿产银产量为470.5吨,较去年同期477吨下降1.4%;1-7月矿产银产量为3319吨,较去年同期的3456吨下降3.98%。1-7月美洲矿产银产量为8077.8吨,较去年同期8382.7吨下降3.64%。世界白银协会公布的2024年白银供需展望报告预期今年矿产银产量将会较2023年下降1%,当前公布数据显示矿端供应降幅高于市场预期水平。

(三) 白银需求端分析

光伏组件产量较去年同期出现增加,9月产量同比上升5.1%,至49.1GW,1-9月产量同比增加16.3%,至423.8GW。

在组件产能出现较大幅度扩张的情况下,2024年总体开工率较去年有所下滑。9月光伏组件开工率为55.8%,低于去年同期水平。中国是光伏行业发展建设的重要地区,光伏用银消耗量较大。国内光伏行业的发展驱动白银需求在过去几年中不断增加,内盘相较于外盘白银的溢价虽然受到人民币汇率的影响,但仍能够较好地反映国内白银需求情况。上半年内盘白银溢价偏高,大幅高于近五年来的平均水平,内盘白银溢价已经由今年6月份高位4.93美元/盎司回落至当前1.8美元/盎司,触及去年同期水平,显示国内光伏用银需求有所减弱。

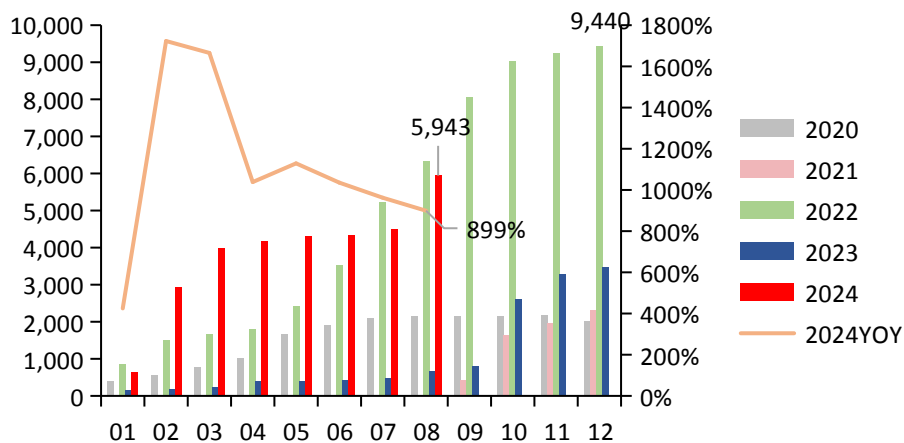
图7: 白银内盘溢价(美元/盎司)



数据来源：Wind，五矿期货研究中心

海外需求方面，印度白银进口量表现强势。8 月印度进口白银再度大幅增长，净进口量为 1455 吨，累计净进口量达 5943 吨，印度进口成为白银需求的重要支撑。从印度内外价差来看，关税改革后印度内盘溢价运行中枢较二季度出现明显提升。

图 8：印度白银净进口量（吨）

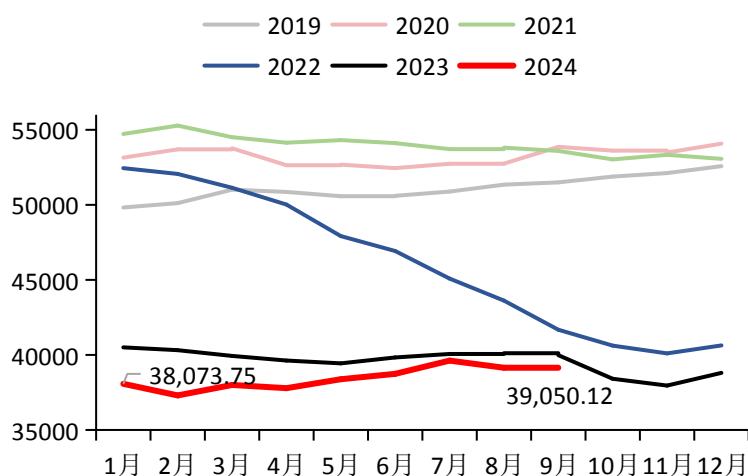


数据来源：Wind，五矿期货研究中心

（四）白银显性库存水平未出现明显去化

世界白银协会公布的供需平衡表预计 2024 年受到光伏用银需求的推动，全球白银将呈现供不应求态势，供需缺口为 6695 吨，较 2023 年供需缺口上升 17%。但目前国内外库存并未充分体现这一紧缺预期，全球最大的金银交易市场伦敦金银市场协会(以下简称 LBMA)白银库存水平由 1 月 27214 吨下降 120 吨，至 9 月 27094 吨，海外 COMEX 白银库存水平由年初 8660.8 吨上升至当前 9518.39 吨，库存水平增加 857 吨，上海期货交易所与上海黄金交易所的白银库存总和则由年初 2475 吨上升至当前 2511 吨，库存水平增加 36 吨。综合来看，LBMA 与三大交易所（上海期货交易所、上海黄金交易所、COMEX）库存总和由年初 38073.73 吨上升至 9 月 39050 吨，上升幅度为 977 吨，并未体现光伏需求驱动的用银紧缺预期。

图 9：LBMA 及三大交易所白银库存总和（吨）

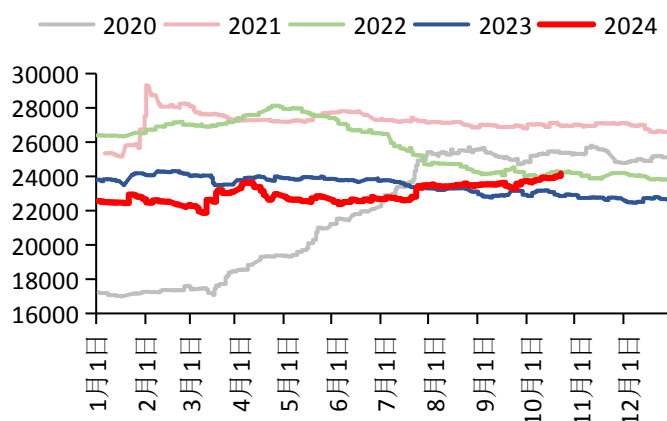


数据来源：Wind，五矿期货研究中心

（五）白银投机性持仓回升

三季度，白银投机性持仓回升并维持高位。COMEX 银管理基金净多头持仓由 7 月 30 日低位 2.42 万手上升至 10 月 15 日 3.47 万手。随着银价在 8 月初止跌回升，白银 ETF 持仓量有所上升，SLV、PSLV 等五大白银 ETF 的持仓总量由 8 月 1 日 2.34 万吨上升至 10 月 21 日 2.42 万吨，但从资金增持角度来看，本轮白银上涨过程中白银 ETF 持仓增加量不及 2020 年白银大涨前期的幅度。

图 10：主要白银 ETF 持仓量总计（吨）



数据来源：Wind，五矿期货研究中心

（六）从金银比价及通胀预期视角展望白银价格走势

从金银比价的角度来看，金银比通常在诸如 2008 年次贷危机、2020 年新冠疫情等海外衰退预期上升的情况下出现上涨，而金银比价回落则显示海外衰退预期弱化。10 月以来美国经济数据具有韧性，美国 9 月新增非农就业人口数为 25.4 万人，高于预期的 14 万人以及前值 15.9 万人，美国 9

月失业率为 4.1%，低于预期和前值 4.2%。关键的零售销售数据同样超过预期，美国 9 月零售销售环比增加 0.4%，高于预期 0.3%和前值 0.1%。“衰退交易”减弱令金银比价显著回落，近期在国际金价出现大幅上涨的情况下，白银出现较强“补涨”行情。

回顾 2008 年后白银价格的大幅上涨阶段，可以观察到国际银价在十年期美债通胀预期大幅上涨时期价格表现强劲。十年期美债通胀预期受到美国 9 月 CPI 数据以及“特朗普交易”的影响出现显著上升，由 8 月初低位 2.04% 上升至 10 月 22 日 2.33%，国际银价也同步出现上涨。

图 11： COMEX 银价（美元/盎司）以及十年期美债通胀预期（%）



数据来源：Wind，五矿期货研究中心

展望四季度白银价格，当前共和党总统候选人特朗普主张实施进口关税，若特朗普得以当选，在美联储处于降息周

期的背景下美国输入性通胀风险将会有所增加，进而带动通胀预期的上升，金融属性将驱动白银价格进一步上涨。