



行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	4539.08
52周最高	4979.91
52周最低	3437.51

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:李帅华
SAC 登记编号:S1340522060001
Email:lishuaihua@cnpsec.com
研究助理:杨丰源
SAC 登记编号:S1340124050015
Email:yangfengyuan@cnpsec.com

近期研究报告

《软着陆交易结束，有色板块系统性回调》 - 2024.06.03

贵金属八问八答：黄金牛市或还将继续

● 投资要点

一问：黄金本轮上涨的底层逻辑是什么？

本轮黄金上涨的底层逻辑在于美国信用货币体系的动摇+美国赤字率的上行预期，二者不断相互强化且短期内难以结束。目前美国获取外部融资需要高利率提供吸引力，而高利率又不可避免地加大其财政赤字，从而侵蚀其背后的信用，二者不断相互强化，叠加地缘政治扰动带来的军费影响，大概率造成赤字率的不断上行且短期内难以结束，从而在根本上支撑黄金的上行趋势。

二问：以史为鉴，本次黄金更像历史上的哪个时期？

1966年-1983年和目前的经济环境似乎类似，通胀和财政的矛盾不断累积，黄金的牛市可能刚刚徐徐展开。卡特总统紧货币+宽财政从而控制通胀的政策造成了赤字率的提升，带来了三倍涨幅的黄金牛市。

三问：传统框架是否失效，实际利率和美元指数如何抉择？

传统的实际利率美元框架的确有可取之处，可以很好地解释交易资金的流向，从而一定程度上把握边际变化，但是对于配置资金的影响却鞭长莫及，因此与其说是失效，倒不如说是其本就不够完善。而传统的框架实际利率和美元两种指标的选择中，我们认为更本质的还是实际利率，美元和实际利率时而反向是受到了欧元的影响，因此对于交易资金的追踪，我们推荐使用实际利率进行操作。

四问：美联储降息预期如何跟踪，交易盘何时入场？

降息预期可以通过两年美债的走势进行跟踪，交易盘入场需要等待降息确认，即两年美债出现确定性的中枢下移，交易盘的入场可以加速黄金的涨势。而目前对实际利率敏感的交易型资金还未入场，甚至为负贡献。

五问：黄金价格是否见顶，上涨空间如何预计？

根据前文分析，我们认为伴随着美国信用货币体系的动摇+美国赤字率的上行预期相互强化，黄金的配置价值不断提升，价格远未见顶。对于上涨空间的预计，我们选择对未来赤字率的走向进行简单分析：我们中性假设未来美国经济逐步放缓，财政收入下降、高利率带来的利息支出上行以及国防支出上涨等因素共振，最终使得赤字率中枢上行3%，对应伦敦金价格上涨500美金左右，可能的金价中枢在2800美金/盎司，考虑到经济下行周期中美联储降息政策对黄金的利好等因素，我们认为金价的顶部可能超过3000美金/盎司。

六问：美国大选对黄金价格影响几何？

前文中我们分析了赤字率通过信用途径影响黄金价格，而美国两党的政治诉求不同也会对赤字率产生影响，最终影响黄金价格。一般来说，我们认为共和党在财政政策方面可能会更激进，最终或更利好黄金的上涨。

七问：白银逻辑与黄金的区别，金银比的内核是什么？

黄金与白银的区别主要有二：1、白银更本质的属性是工业品，其接近50%的需求结构是工业属性，因此经济景气度利好白银，而黄

金基本没有工业属性。2、黄金作为国家储备而存在，而白银储备地位低，在本轮上涨中不具备央行购金导致黄金上涨的配置逻辑。

金银比内核：白银一定程度上是黄金的影子，二者在过去的比价保持在 16-120 倍的区间范围内。尽管金银比作为事后的结果而存在，但是具备对于交易的指导意义，不能排除黄金价格上涨后白银跟随金银比而进行补涨。

八问：优先配置黄金还是白银？

黄金和白银的配置顺序来源于对于美国经济走势的判断。如果美国经济走下行趋势，黄金胜率更大；如果市场交易美国经济软着陆的逻辑，白银有望凭借工业属性脱颖而出。就我们的观点而言，我们认为美国经济的软着陆不会一帆风顺，从非农临时工就业数据来看，同比已经连续一年多时间为负，或隐含美国经济衰退的可能性在增大。美国经济硬着陆的可能性下白银工业需求可能受到较大的影响，叠加本轮上涨周期中存在金银配置买盘的不对等性，有望支撑黄金跑赢白银。

● 风险提示：

美国经济超预期，美联储降息节奏不及预期。

目录

一问：黄金本轮上涨的底层逻辑是什么？	5
二问：以史为鉴，本次黄金更像历史上的哪个时期？	8
三问：传统框架是否失效，实际利率和美元指数如何抉择？	10
四问：美联储降息预期如何跟踪，交易盘何时入场？	13
五问：黄金价格是否见顶，上涨空间如何预计？	15
六问：美国大选对黄金价格影响几何？	18
七问：白银逻辑与黄金的区别，金银比的内核是什么？	21
八问：优先配置黄金还是白银？	25
风险提示：	27

图表目录

图表 1: 2024 年黄金和两年美债同步上行.....	5
图表 2: 2022 年之后实际利率和黄金同步上涨.....	5
图表 3: 60 年代末的高赤字率击溃了布雷顿森林体系.....	6
图表 4: 黄金与赤字率长期的同向关系.....	6
图表 5: 美国财政支出预算估计 (单位: 十亿美元)	6
图表 6: 央行购金持续.....	6
图表 7: 美元指数在高位, 但是美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平.....	7
图表 8: 1966 年-1983 年和目前的经济环境似乎类似.....	8
图表 9: 美元指数和美债 TIPS 也存在 K 型分化.....	11
图表 10: 月度数据看金价和美元指数相关性不明显.....	11
图表 11: 美元指数和黄金时常出现正相关的情形.....	11
图表 12: 正相关的出现和欧元走势有关.....	11
图表 13: 黄金交易盘分析框架.....	12
图表 14: 2 年美债隐含的利率结构, 24 年或降 1-2 次息.....	13
图表 15: 本轮上涨交易资金未入局, 降息后或加速涨势.....	14
图表 16: 长期来看交易盘会在降息开始后入场.....	14
图表 17: 卡特与里根时期的时代背景及黄金走势.....	16
图表 18: 季度赤字率 MA18 和伦敦金回归分析 (X 为赤字率, Y 为伦敦金价格).....	17
图表 19: 两党对于经济政策的差异.....	18
图表 20: 历届总统执政时期黄金涨幅 (红色为共和党).....	19
图表 21: 历届总统执政时期金价走势 (灰色为共和党) (单位: 美元/盎司).....	20
图表 22: 2023 年白银需求结构.....	21
图表 23: 2023 年黄金需求结构.....	21
图表 24: 2021 年开始白银库存不断去化.....	22
图表 25: 白银供需平衡表.....	23
图表 26: 金银比历史走势, 底部持续上移.....	24
图表 27: 非农临时工就业同比连续为负, 或隐含经济在衰退.....	26
图表 28: 历史周期中, 白银一般会提前黄金见顶.....	26

一问：黄金本轮上涨的底层逻辑是什么？

本轮黄金上涨的底层逻辑在于美国信用货币体系的动摇+美国赤字率的上行预期，二者不断相互强化且短期内难以结束。

市场中的部分声音认为本轮黄金价格的大幅走高来源于对于美国降息的渐进，隐含了美国实际利率的下行，但事实上从两年期美债（反应市场的降息预期）的走势来看，2024 年以来的黄金价格与两年美债同步上行，大有“愈加息黄金愈涨之势”，传统的实际利率框架已经失效。

图表1：2024 年黄金和两年美债同步上行



资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

图表2：2022 年之后实际利率和黄金同步上涨

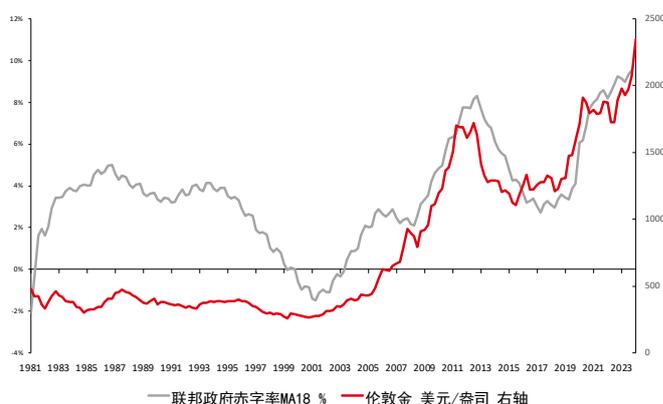


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

黄金从长期来看，与美国的赤字率强相关。尽管黄金早已不作为法币存在，但是其特有的货币属性可以认为是信用货币的一面“照妖镜”，信用货币背后的支撑即为政府信用，政府信用的可视形式即为赤字率。赤字率越高隐含其信用越弱，例如 60 年代美国在越南战争和“伟大社会”的进程下赤字率飙升，1968 年美国联邦政府赤字达到了 251 亿美元，较 1 年前上涨了 2 倍，引发了各国开始挤兑黄金，而尼克松总统于 1971 年单方面宣布放弃金本位，不予兑换黄金，最终布雷顿森林体系崩溃。现如今虽然已不再是布雷顿森林体系，但是各国在储备资产方面依然考虑信用因素，抬升的美国赤字率会使得央行减少美元资产储备，转而使得黄金需求提升，最终造成黄金和赤字率同向关系，详见图表 4。**黄金和赤字率的关系较为稳固，在实际利率大幅下行的 80 和 90 年代，黄金的下跌可以用赤字率的下行来解释，而实际利率的传统框架似乎曾经就不存在。**

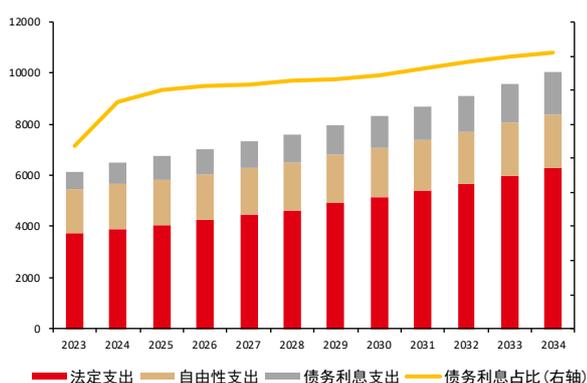
图表3：60年代末的高赤字率击溃了布雷顿森林体系


资料来源：美国财政部，中邮证券研究所

图表4：黄金与赤字率长期的同向关系


资料来源：IFIND，中邮证券研究所

诚然，目前巴以冲突为黄金带来了避险属性端的利好，但从更深远的层次来说，美国在中东控制力的减弱削弱了美国信用货币体系。近年来，随着俄乌战争、巴以冲突等事件的影响，以及美国长期高赤字和逆全球化的倒行逆施，美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平。而这也解释了为何各国央行持续不断的购入黄金。

图表5：美国财政支出预算估计（单位：十亿美元）


资料来源：CBO，中邮证券研究所

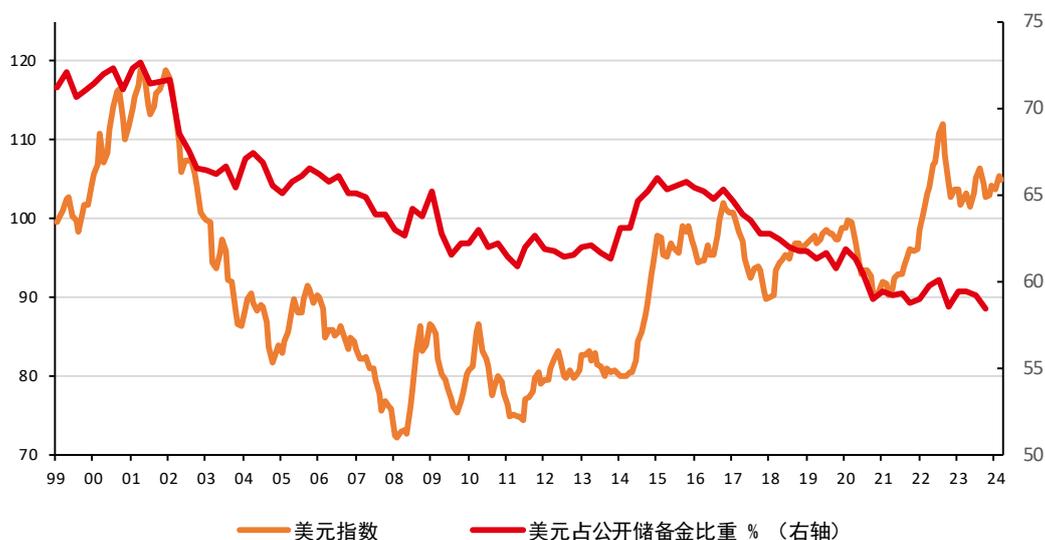
图表6：央行购金持续


资料来源：IFIND，中邮证券研究所

而目前美元资产的吸引力逐渐降低，对应美元占全球外汇储备的比重降低，这意味着美国财政部必须依靠更高的利率从而吸引国际投资者。而高利率无疑是一把双刃剑，一方面较高的利率可以加大美债的吸引力，从而帮助其获得外部融资，但是另一方面高成本的国债也无疑加大了财政支出的压力，从而造成

赤字率的不断提升，最终侵蚀美债和美元资产的信用。根据美国财政预算办公室的预测，美国财政中债务利息占比在未来十年会不断提升，预计 2023 年超过总体预算支出的 16%，如果考虑美国由于二次通胀的担忧从而使得降息节奏低于预期，这一比重可能还会继续提升，在法定支出刚性，自由性支出（国防支出为主）由于地缘政治不稳而难以下行的局面下，我们预计美国整体的赤字率水平会高于预期。

图表7：美元指数在高位，但是美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平



资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

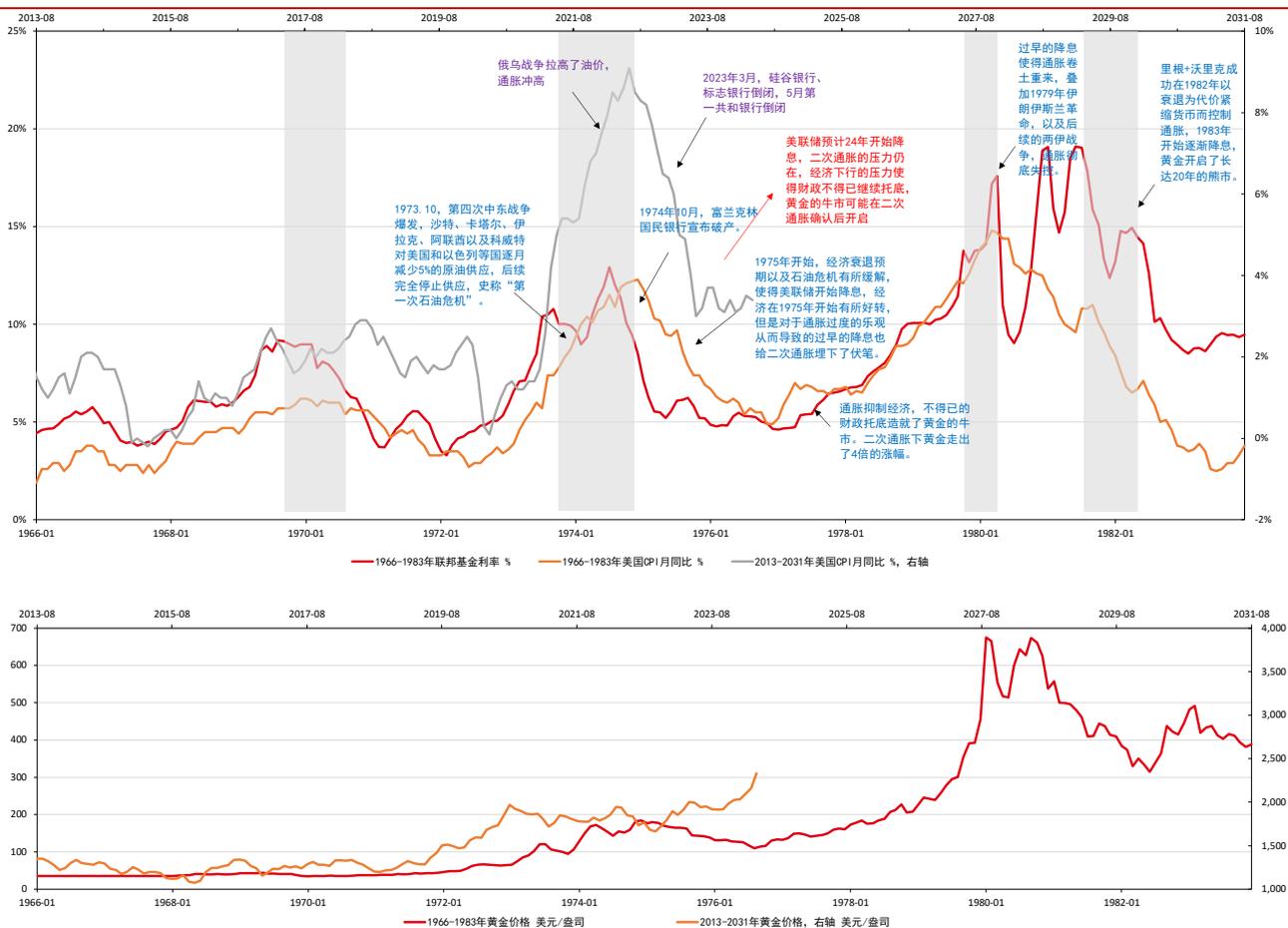
总之，目前美国获取外部融资需要高利率提供吸引力，而高利率又不可避免地加大其财政赤字，从而侵蚀其背后的信用，二者不断相互强化，叠加地缘政治扰动带来的军费影响，大概率造成赤字率的不断上行且短期内难以结束，从而在根本上支撑黄金的上行趋势。

二问：以史为鉴，本次黄金更像历史上的哪个时期？

1966年-1983年和目前的经济环境似乎类似，通胀和财政的矛盾不断累积，黄金的牛市可能刚刚徐徐展开。

1970年代的美国通胀中，战争、高利率、银行破产等问题相继到来，和今天似乎有相同的韵脚。1974年，在猛烈加息之后，富兰克林银行宣布破产（对应硅谷银行），随后虽然通胀在高利率环境下被控制，但是地缘政治的危机（70年代是伊朗和伊拉克战争，目前是以色列、巴勒斯坦、也门红海）使得通胀再次反弹，美联储只能进行二次加息，卡特政府不断进行财政补偿，最终造就了涨幅3倍的黄金大牛市。

图表8：1966年-1983年和目前的经济环境似乎类似



资料来源：Wind, IFIND, 中邮证券研究所

目前通胀难以结束的因素探讨。

需求侧：1 长期预算赤字和财政主导地位日益增强。2 能源价格减缓计划与转型。3 军费支出。

供给侧：1 地缘政治、战争与贸易壁垒。2 美国对中国出口依赖性下降。3 美国的供应链近岸化。

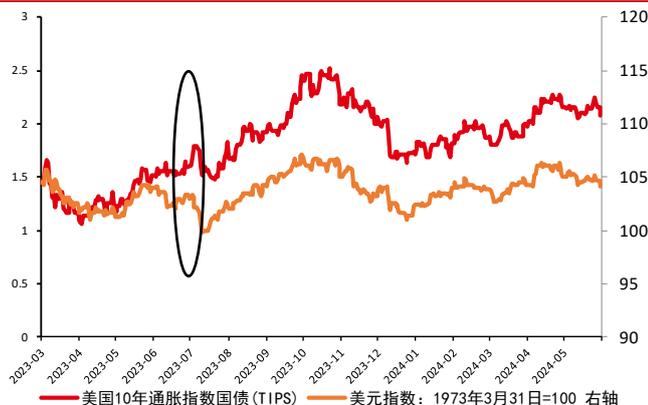
通胀的高位可能造就更长期的高利率局面，最终使得信用体系和赤字的矛盾逐渐加剧。

三问：传统框架是否失效，实际利率和美元指数如何抉择？

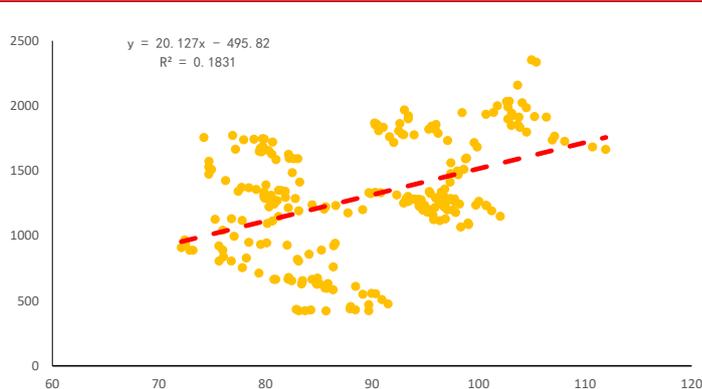
传统的实际利率美元框架的确有可取之处，可以很好地解释交易资金的流向，从而一定程度上把握边际变化，但是对于配置资金的影响却鞭长莫及，因此与其说是失效，倒不如说是其本就不够完善。而传统的框架实际利率和美元两种指标的选择中，我们认为更本质的还是实际利率，美元和实际利率时而反向是受到了欧元的影响，因此对于交易资金的追踪，我们推荐使用实际利率进行操作。

市场中的一些观点认为，黄金价格和美元指数有着较强的负相关性。假设黄金价值不变，美元指数上行则黄金价格相对下降。因此美元指数上行则金价跌，美元指数下行则金价涨，但事实上二者并没有想象中的强相关性（根据2005年1月-2024年5月的月度数据计算，二者相关系数为-0.12）。这是因为美元指数中欧元权重过大，很大程度上体现了欧元的相对强弱（美元指数构成中，欧元 57.6%，日元 13.6%，英镑 11.9%，加拿大元 9.1%，瑞典克朗 4.2%，瑞士法郎 3.6%）。

因此，如果欧元过强导致了美元指数下跌，但事实上美元并不弱的情况之下，美元指数和黄金之间的负相关性就会失效，反之亦同。简化分析来看，美元指数由美债实际利率和欧债实际利率共同决定，美债实际利率相对高则美元指数强，欧元实际利率相对高则美元指数弱。所以，当美国实际利率变化占据主导地位时，美元指数受到美国实际利率的影响而变化，此时黄金和美元指数呈现一般认为的负相关性，而欧洲实际利率变化占据主导地位时，美元指数受到欧洲实际利率的影响而变化，此时黄金和美元指数正相关。

图表9：美元指数和美债 TIPS 也存在 K 型分化


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：月度数据看金价和美元指数相关性不明显


资料来源：Wind，中邮证券研究所

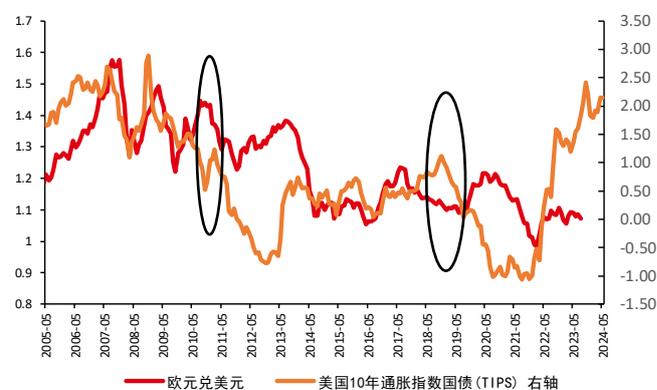
从实际数据来看，我们也发现美元指数和黄金价格有时会出现同步变化，而非预想的负相关，主要原因还是因为美元指数来形容美元强弱的局限性。

(1) 2009 年 12 月-2010 年 5 月，彼时黄金上行，美元指数也同步上行，美国实际利率大幅回落，很难说美国经济走强，但是欧元的弱势再次推高美元指数，使得黄金和美元指数出现了正相关情况。

(2) 2018 年 9 月-2019 年 8 月，我们发现黄金上行，但是美元指数也同步上行，但是美元指数的上行并不意味着美国经济的强势，恰恰相反，此时美国 TIPS 利率为负，实际利率走低，所以黄金上行。而美元指数下行主要是因为欧元偏弱所导致的美元指数偏强，并非美国的经济强势所导致。

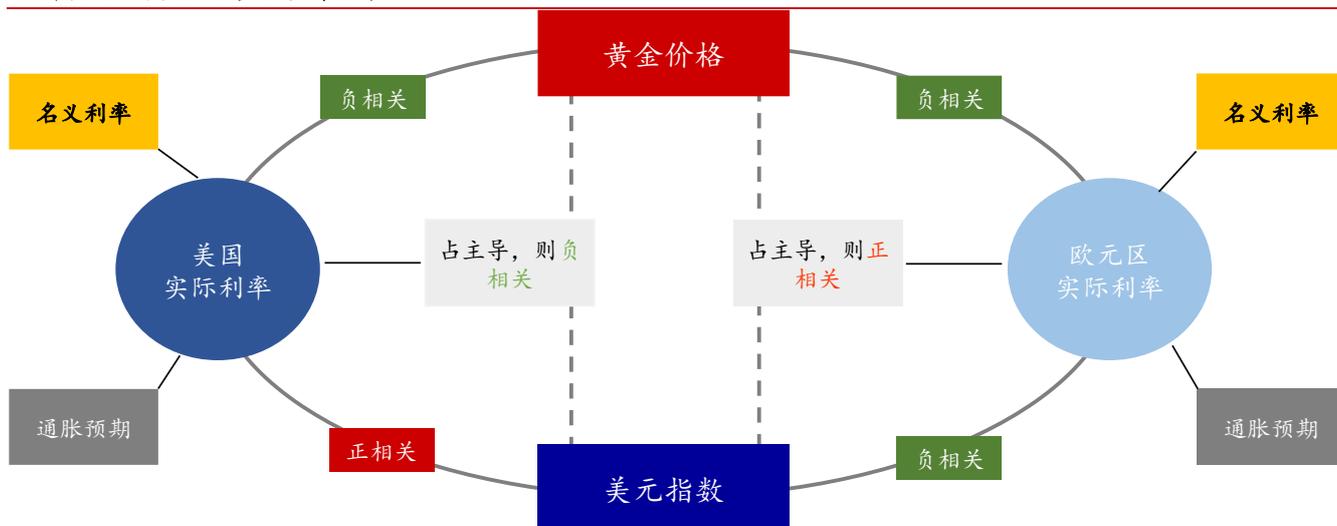
图表11：美元指数和黄金时常出现正相关的情形


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表12：正相关的出现和欧元走势有关


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表13：黄金交易盘分析框架



资料来源：中邮证券研究所

综上，黄金价格中，对于交易盘的分析逻辑框架还是以实际利率为主，美元指数次之。此外，实际利率并非是美国实际利率，也包含欧洲实际利率，但在分析中以美国为主，不过也需考虑欧洲的实际利率变动。因此在后文（第四问）对于交易资金的分析中，我们选择实际利率作为工具。

四问：美联储降息预期如何跟踪，交易盘何时入场？

降息预期可以通过两年美债的走势进行跟踪，交易盘入场需要等待降息确认，即两年美债出现确定性的中枢下移，交易盘的入场可以加速黄金的涨势。

市场中的部分声音认为交易盘的入场时点即为黄金的上涨点，这一观点本身并没有错，但是出发点依然是传统的实际利率成本框架，忽略了配置资金（央行）对于黄金的购买力，事实上，央行端的投资行为对资金成本的高低不以为意。

降息预期可以通过两年美债的走势进行跟踪确认，假设存在一个两年期的浮动利率债券，其会对未来两年内的降息行为进行定价。目前两年美债走上4.8%的高位，意味着市场认为24年美联储的降息节奏为1次。而实际上利率也是受非农数据、CPI、PMI和失业金申请人数等许多复杂因素影响，随时变动。目前，市场预期美联储存在2024年降息2次的可能性，但年内降息次数仍有明显分歧。通胀压力与就业情况或成为降息预期波动的关键，需要持续跟踪。

图表14：2年美债隐含的利率结构，24年或降1-2次息

时间	联邦基金利率上限	预期变动幅度	时间间隔（年）	净值
2024年3月20日	5.50%	0.00%	-	100.00
2024年5月1日	5.50%	0.00%	-	100.00
2024年6月11日	5.50%	0.00%	0.02	100.11
2024年7月30日	5.50%	0.00%	0.13	100.84
2024年9月17日	5.25%	-0.25%	0.13	101.59
2024年11月6日	5.25%	0.00%	0.14	102.32
2024年12月17日	5.00%	-0.25%	0.11	102.92
2025年2月1日	5.00%	0.00%	0.13	103.57
2025年3月22日	4.75%	-0.25%	0.13	104.27
2025年5月3日	4.75%	0.00%	0.12	104.84
2025年6月14日	4.50%	-0.25%	0.12	105.41
2025年7月27日	4.50%	0.00%	0.12	105.97
2025年9月21日	4.25%	-0.25%	0.15	106.70
2025年11月1日	4.25%	0.00%	0.11	107.21
2025年12月14日	4.00%	-0.25%	0.12	107.75
2026年1月31日	4.00%	0.00%	0.13	108.31
2026年3月20日	3.75%	-0.25%	0.13	108.88
2026年5月3日	3.50%	-0.25%	0.12	109.38
2026年6月15日	3.25%	-0.25%	0.09	109.71
债券价值				109.71
债券起始日	2024/6/4	估算两年美债利率	4.74%	
债券截止日	2026/6/4	市场两年美债利率	4.82%	

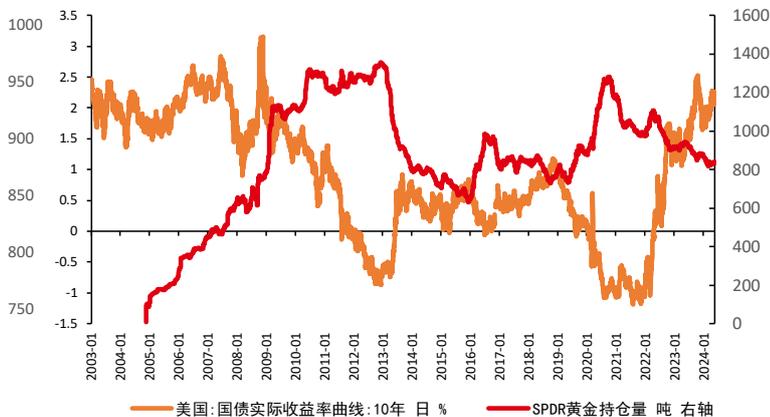
资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

交易盘入场实际需要等待降息的确证，目前对实际利率敏感的交易型资金还未入场，甚至为负贡献。24 年黄金大涨的局面下，全球最大的黄金 ETF 基金——SPDR 的持仓量并未有上涨的情况发生，反而相比 2024 年初（大涨前）的持仓量却有所下降，说明利率敏感型资金在本轮黄金上涨中参与和贡献为负。从历史上看，SPDR 的入场一般在实际利率出现确定性下移之后，因此我们认为若后续美国货币政策出现转向，SPDR 为代表的交易盘入场，可能会加速本轮黄金的上涨势能。

图表15：本轮上涨交易资金未入局，降息后或加速涨势



图表16：长期来看交易盘会在降息开始后入场



资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

五问：黄金价格是否见顶，上涨空间如何预计？

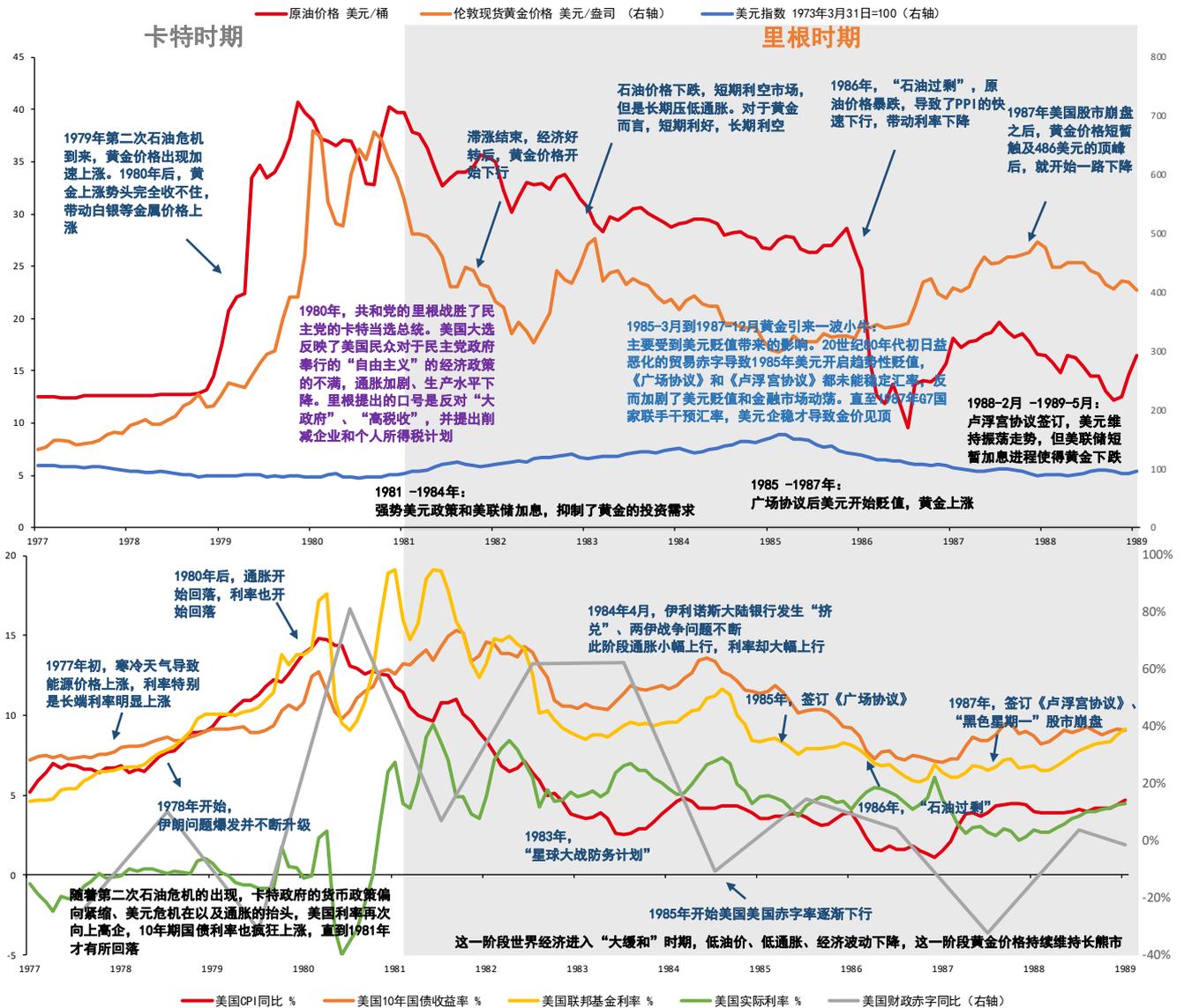
根据前文分析，我们认为伴随着美国信用货币体系的动摇+美国赤字率的上行预期相互强化，黄金的配置价值不断提升，价格远未见顶。对于上涨空间的预计，我们选择对未来赤字率的走向进行简单分析，和黄金价格做一定的拟合，我们中性假设未来美国经济逐步放缓，财政收入下降、高利率带来的利息支出上行以及国防支出上涨等因素共振，最终使得赤字率中枢上行 3%，对应伦敦金价格上涨 500 美金左右，可能的金价中枢在 2800 美金/盎司，考虑到经济下行周期中美联储降息政策对黄金的利好等因素，我们认为金价的顶部可能超过 3000 美金/盎司。

事实上，是否降息，何时降息已经不是未来市场关注的焦点。市场上关于黄金见顶的声音认为目前黄金“不能理解”的涨幅已经透支了未来的降息行为，认为目前这一阶段上类似于里根时期（就任 1981 年 1 月 20 日 - 1989 年 1 月 20 日），里根总统就任初期的 1981 年 6 月，美国实际利率为 9.50%（由于当时没有 TIPS 债券，以有效联邦基金利率-CPI 进行替代），当其离任后的 1990 年 2 月，实际利率已经下降到 2.94%，在高达 6.5%左右的实际利率降幅中，黄金表现很差，里根总统在任期间，黄金收益率为-27.85%；继任者老布什（1989 年 1 月 20 日 - 1993 年 1 月 20 日），其任期内黄金收益率为-18.87%，但实际利率在老布什离任时已经继续下降到-0.28%。当然，这些历史数据也再次说明实际利率框架的无效性。

而事实上，市场上部分认为透支降息预期的观点似乎对通胀和美国经济的软着陆过于乐观，只有在美国经济继续强势的情况下才可能复制当年的“里根大循环”，而目前不断扰动的地缘战争、持续高位的利率、供应链近岸化的大趋势很难支撑软着陆的出现。降息不一定代表黄金一定涨，重要的是为什么降息，软着陆的降息（类似于里根时期）与硬着陆的降息（次贷危机）有着天壤之别。

里根时代黄金进入熊市的原因主要有：1、此期间中东地区较为太平，油价开始下行，通胀也随之下行。2、里根经济学帮助经济软着陆，经济增长稳健。3、赤字率由于经济走势向好而逐步见顶。

图表17：卡特与里根时期的时代背景及黄金走势



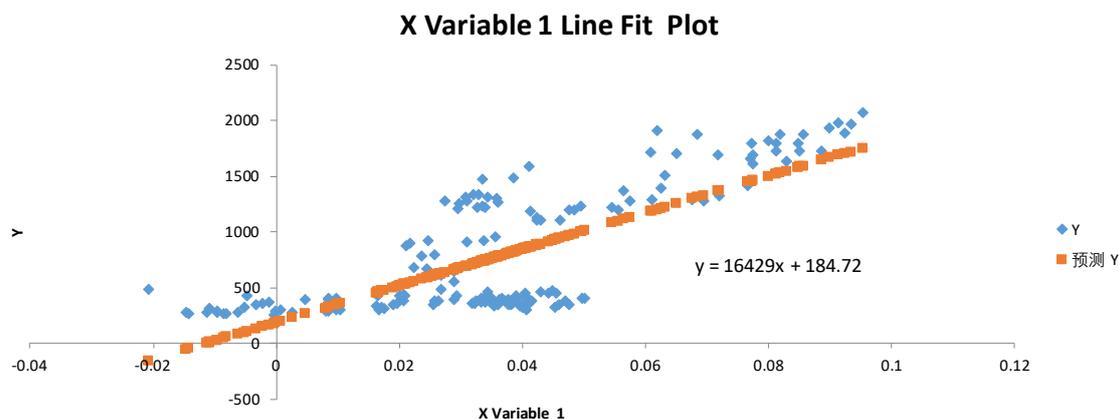
资料来源：Wind, IFIND, 中邮证券研究所

而里根之前的上一任总统卡特，其在任时美国财政政策倾向于宽松，重点在于管理总需求以降低失业率和刺激经济增长；而货币政策在初期较为宽松，但后期转向紧缩，特别是在保罗·沃尔克的帮助下，以应对日益严重的通货膨胀问题。从上图可以看出，由伊朗伊斯兰革命引发伴随着后续两伊战争，以及第二次石油危机，使得通胀飞速上涨，此间卡特政府的减税方案得以实施，伴随着紧缩的货币政策，最终导致利率显著上行，高额的利息成本等财政支出导致了赤字率也随之上行，从而导致黄金价格的飞涨，迎来了当时的历史高价。

综上，我们通过复盘 70 年代末以及 80 年代的黄金价格走势认为，紧货币+宽财政的组合对赤字率影响较大，但是能否顺利软着陆需要考虑时代背景，目前中美经济脱钩迹象存在，缺乏中国这样最大的制造国的帮助，美国通胀的下降难以一帆风顺。美国赤字率提升的趋势不断加强，可能会复制 1977 年至 1981 年卡特时期的黄金走势，卡特在任期间黄金涨幅为 322.24%，因此我们认为黄金价格的涨幅空间可能依然较大。

对黄金涨幅的量化分析中，我们使用季度赤字率 MA18 和伦敦金（二者在过去的走势相当拟合，详见图表 4）的季度数据进行简单的回归分析，得到二者的相关性较为明显。

图表18：季度赤字率 MA18 和伦敦金回归分析（X 为赤字率，Y 为伦敦金价格）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

我们中性假设未来美国经济逐步放缓，财政收入下降、高利率带来的利息支出上行以及国防支出上涨等因素共振，最终使得赤字率中枢上行 3%，对应伦敦金价格上涨 500 美金左右，因此我们预计可能的金价中枢在 2800 美金/盎司，然而考虑到经济下行周期中美联储降息政策可能会导致交易盘资金的流入从而推高黄金价格，我们认为金价的顶部可能超过 3000 美金/盎司。

六问：美国大选对黄金价格影响几何？

前文中我们分析了赤字率通过信用途径影响黄金价格，而美国两党的政治诉求不同也会对赤字率产生影响，最终影响黄金价格。一般来说，我们认为共和党在财政政策方面可能会更激进，最终或更利好黄金的上涨。

一般来说，民主党倾向于强调社会公平和平等的原则，倾向于支持增加政府支出，提高税收以满足公共福利需求，强调政府在经济中的积极作用。他们更关注贫富差距的缩小，提高中低收入群体的生活水平。

与此相反，共和党更加强调自由市场和个人自由的原则，更倾向于减少政府支出和税收，主张通过减税和放松监管来促进经济增长和创造就业机会。他们认为个人和企业的自由能够激发创新和竞争，从而带来经济繁荣。因此我们认为减税这一积极的财政政策更有利于黄金的价格上涨。

图表19：两党对于经济政策的差异

民主党	共和党
支持更大规模的政府干预，包括在公共服务、社会福利和基础设施方面的投资	主张减少政府干预，倡导自由市场经济，减少政府支出和税收
提高对富人和大企业的税收，以支持社会福利和减少贫富差距	减少对企业和高收入者的税收，认为这能激励投资和经济增长
支持环境保护和可持续发展政策，可能包括对碳排放和其他污染的监管	对环境保护政策持怀疑态度，倾向于支持较少的监管和限制
支持劳工权益，如提高最低工资标准、增强工会的谈判能力等	反对提高最低工资标准，倾向于维护企业主的权益和自由
支持更宽松的移民政策和获得公民身份的途径	主张加强边境管制和移民执法
在经济衰退或危机时期，倾向于实施积极的财政和货币政策以刺激经济	在经济管理上，更倾向于市场自我调节，对政府干预保持警惕

资料来源：Ask Any Difference，中邮证券研究所

民主党最典型的例子是克林顿时期（1993年1月20日-2001年1月20日），在此时期克林顿政府实施了严格的财政政策，旨在减少美国的财政赤字。1993年，克林顿综合预算调整方案规定五年内削减赤字4960亿美元；1997年克林顿财政预算平衡法案，试图解决美国财政赤字问题，这段时间内美国赤字率大幅下降，各种因素叠加下，这一时期黄金一直处于长熊市。

共和党最典型的例子莫过于小布什时期（2001年1月20日-2009年1月20日），在此时期，小布什总体上实施了一系列宽松经济政策，税收方面总统

小布什在任期间实施过三次大规模减税举措，以 2001 年推出的经济增长和减税法规规模最大，根据该法，美国纳税人在 10 年中减少了 1.3 万亿美元的纳税额。奥巴马继任后于 2013 年宣布将小布什时期的减税政策再延续两年。叠加医疗保险和社会福利体制改革，赤字率快速提升。同时这一时期地缘政治局面开始不稳定，朝核问题、伊拉克战争、911 事件等黑天鹅事件，共同造就了这一时期黄金的牛市。

图表20：历届总统执政时期黄金涨幅（红色为共和党）

总统	任职时间	党派	上任金价 (美元/盎司)	离任金价 (美元/盎司)	涨幅
理查德·尼克松	1969年1月20日 - 1974年8月9日	共和党	34.80	154.25	343.25%
杰拉尔德·福特	1974年8月9日 - 1977年1月20日	共和党	154.25	133.10	-13.71%
吉米·卡特	1977年1月20日 - 1981年1月20日	民主党	133.10	562.00	322.24%
罗纳德·里根	1981年1月20日 - 1989年1月20日	共和党	562.00	405.50	-27.85%
乔治·赫伯特·沃克·布什	1989年1月20日 - 1993年1月20日	共和党	405.50	329.00	-18.87%
比尔·克林顿	1993年1月20日 - 2001年1月20日	民主党	329.00	264.90	-19.48%
乔治·沃克·布什	2001年1月20日 - 2009年1月20日	共和党	264.90	853.25	222.10%
贝拉克·奥巴马	2009年1月20日 - 2017年1月20日	民主党	853.25	1,200.55	40.70%
唐纳德·特朗普	2017年1月20日 - 2021年1月20日	共和党	1,200.55	1,856.60	54.65%
约瑟夫·拜登	2021年1月7日 - 至今	民主党	1,856.60	2,337.70	25.91%

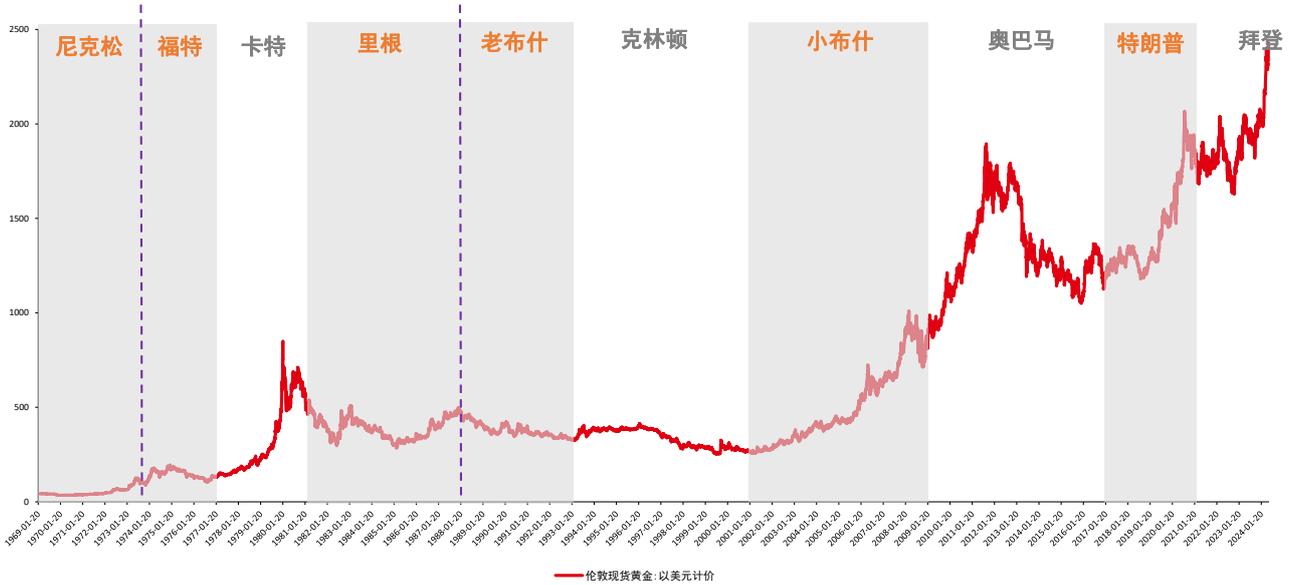
资料来源：Wind，中邮证券研究所

但是由于全球经济政治的复杂性，很多情况下还是得结合特定时期特定背景采取政策，具体来看：

典型的民主党理念下的反例即奥巴马时期的前期与拜登时期，一方面，奥巴马为了应对 08 年金融危机，其采取了一系列量化宽松政策，一定程度上促进了黄金价格的上涨，后期由于美国经济回暖、美联储政策转向，整体低通胀、实际利率回升，金价开始扭头向下；另一方面，拜登为应对新冠疫情的影响，推出了大规模的刺激援助方案，叠加赤字率提升、全球经济政治的不确定性等因素，黄金也迎来了新一轮上涨趋势。

典型的共和党理念下的反例即老布什时期，老布什上任后面临的首要经济问题是财政赤字，为解决这一问题，老布什采取增加税收的方法来解决财政赤字问题，这一举措违背了他竞选总统时作出的“不加新税”的誓言，导致他失去了共和党内强硬保守派的支持。而这一时期的紧缩政策一定程度上也抑制了金价，此时期内黄金是表现最差的大类资产之一。

图表21：历届总统执政时期金价走势（灰色为共和党）（单位：美元/盎司）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

七问：白银逻辑与黄金的区别，金银比的内核是什么？

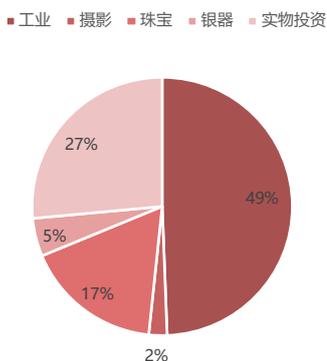
黄金与白银的区别主要有二：1、白银更本质的属性是工业品，其接近 50% 的需求结构是工业属性，因此经济景气度利好白银，而黄金基本没有工业属性。2、黄金作为国家储备而存在，而白银储备地位低，在本轮上涨中不具备央行购金导致黄金上涨的配置逻辑。

金银比内核：白银一定程度上是黄金的影子，二者在过去的比价保持在 16-120 倍的区间范围内。尽管金银比作为事后的结果而存在，但是具备对于交易的指导意义，不能排除黄金价格上涨后白银跟随金银比而进行补涨。

1、需求结构不同。

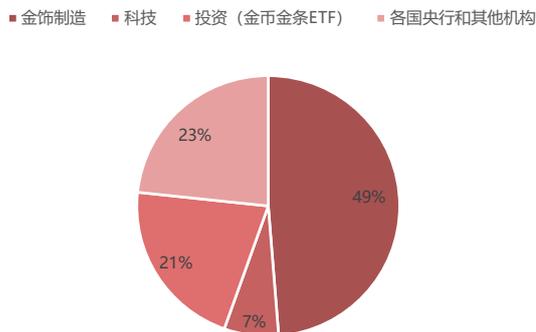
黄金与白银的需求结构显著不同。根据世界白银协会和世界黄金协会，2023 年白银的工业需求占比为 49%，摄影为 2%，合并超过 50% 用作工业领域，与宏观经济高度相关；而珠宝、银器以及实物投资合计占比为 49%；黄金的需求结构则相反，只有 7% 的需求为科技用金，与工业需求相关，其余 23% 来自于央行购金，金饰占比为 49%，投资占比为 21%。相比可知，白银拥有更多的工业属性，且缺乏对于央行的吸引力。

图表22：2023 年白银需求结构



资料来源：世界白银协会，中邮证券研究所

图表23：2023 年黄金需求结构



资料来源：世界黄金协会，中邮证券研究所

光伏用银成为异军突起的新需求。光伏银浆是太阳能电池制造中不可或缺的重要辅料，电池的两面都需要使用高纯度银粉制成的银浆，通过丝网印刷工

艺获得导电性能。根据世界白银协会（TSI）最新报告显示，22/23 年光伏用银量分别为 4365/6018 吨。预计 2024 年光伏用银量超过 7000 吨，同比上涨接近 20%。在全球光伏装机持续增长和 N 型电池加速渗透的背景下，光伏行业的技术迭代加剧了白银供应短缺的情况。

白银供不应求，库存逐渐去化。白银自 2021 年开始不断去库，目前上海交易所库存已经去化且低于 2019 年的水平，目前库存为 788 吨。供给端来看，20 年新冠疫情导致全球矿山生产中断；2021 年，由于经济复苏和下游需求恢复，白银价格大幅上涨，白银产量有所恢复；2022 年，铅、锌矿的副产品白银产量下降较大，影响了整体白银产量；2023 年，由于矿石品位下降、设备维护、罢工等因素影响，包括墨西哥 Peñasquito 矿在内的多个白银矿山遭遇供给扰动，产量保持了微弱的增长。

综合来看，疫情冲击、资源储量下降、生产成本增加以及需求端减弱等因素导致了近年来白银产量下降，从而也反映在了库存去化上。库存去化来源于 2021 年开始的白银供需不平衡，伴随 2021 年开始的光伏景气度快速上行，以及银价调整后激发的珠宝、银器等需求的好转，同时银矿山品位下降导致的产出紧张，使得 2021-2023 年白银供不应求，分别短缺 1591、7392 和 5732 吨，供需短缺最终在快速下降的库存中体现。据世界白银协会预测，2024 年白银将会维持短缺局面，短缺 6696 吨。

图表24：2021 年开始白银库存不断去化



资料来源：IFIND，中邮证券研究所

图表25：白银供需平衡表

单位：吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
供应											
矿山产量	27433	27894	27987	26861	26447	26020	24329	25741	25578	25829	25611
回收利用	4988	4568	4527	4573	4620	4604	5164	5453	5618	5554	5564
套保供应	332	67	-	-	-	434	264	-	-	0	0
政府出售	36	33	33	33	37	32	37	48	54	50	47
总计	32789	32562	32547	31467	31104	31090	29794	31242	31250	31433	31218
需求											
工业	13715	13791	14849	16026	15900	15853	15201	16427	17308	20352	22109
电气与电子	8393	8470	9609	10566	10296	10181	10011	10918	11555	13843	15102
其中光伏	1507	1684	2915	3166	2877	3043	3109	3423	4365	6018	7215
钎焊合金和焊料	1657	1586	1524	1579	1613	1626	1475	1566	1524	1561	1611
其他	3665	3735	3716	3881	3991	4046	3715	3943	4229	4945	5396
摄影	1276	1188	1080	1009	977	956	836	862	855	840	812
珠宝	6018	6300	5883	6103	6316	6263	4680	5645	7280	6316	6571
银器	1663	1813	1664	1848	2086	1905	969	1267	2286	1717	1829
净实物投资	8803	9621	6621	4844	5149	5816	6368	8522	10356	7560	6593
套保需求	-	-	374	35	230	-	-	110	557	379	0
总计	31475	32713	30471	29865	30658	30793	28054	32833	38642	37165	37914
供需平衡	1314	-151	2076	1602	446	297	1740	-1591	-7392	-5732	-6696

资料来源：世界白银协会，中邮证券研究所

2、储备地位有别。

白银储备资产地位有限。作为央行储备而言，中美央行资产负债表中都储备了大量的黄金，而没有白银。2023 年末中国央行储备了 2235 吨黄金，美联储为 8133 吨黄金，而美联储自 2002 年开始没有任何白银储备，中国 2016 年开始不公布白银储备。

各国央行根据自身的经济状况、政策目标和国际经济环境来决定其黄金储备的规模和策略。事实上，各国都在增持黄金，黄金作为一种重要的国际储备资产，其角色和重要性不言而喻。相比之下白银储备地位较低的原因主要如下：

其一，白银市场容易被操纵，具有投机性与波动性（上世纪 80 年代亨特兄弟白银事件）。

其二，白银的需求和价格受工业应用的影响较大，而不像黄金主要用于投资和储备。

其三，白银产量相较黄金较高，不具有稀缺性。

而对于中国来说，白银产量并不能满足国内需求，因此需要依赖进口。因此中国更多地从实用性和战略性的角度考虑，将有限的白银资源优先用于满足工业需求，而不是作为储备资产。

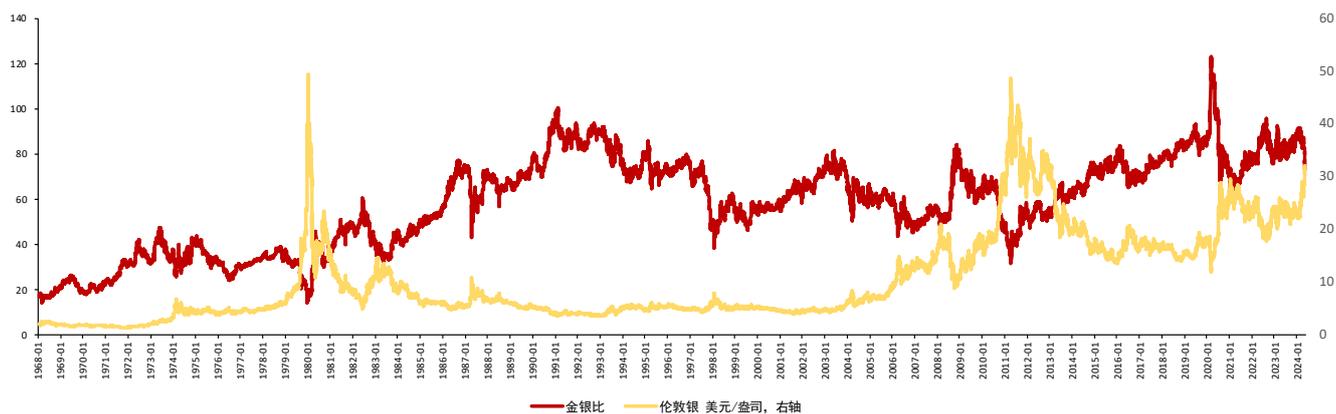
3、金银比：本质为交易结果，但有指导交易的意义。

金银比事实上是交易结果的体现，历史上金银比在大概 16-120 倍水平运行，一般市场衰退情绪泛滥时，金银比则会提升，如 2020 年因为新冠于全球传播开

去，金银比率曾一度走到 120 倍的历史新高，同时白银一定程度上是黄金的影子，二者相关性超过 90%，尽管金银比作为事后的结果而存在，但是具备对于交易的指导意义，如果黄金价格走高至 3000 美金以上，不能排除白银通过金银比的逻辑而进行补涨。

历史上来看，金银比经历了逐步上行的过程。1980 年白银曾经达到过 49 美金的高点，金银比当时为 16.88，2011 年白银再次达到 48 美金，金银比已经上升至 31，从白银和金银比的顶部和底部来看，金银比都经历了逐步上行。我们认为这一现象的本质来源于黄金的货币属性，而白银在过去一个世纪中工业属性戏份的不断增强使其本质更加偏向于工业金属，从而产生了类似“通货膨胀”性质的走高。

图表26：金银比历史走势，底部持续上移



资料来源：IFIND，中邮证券研究所

八问：优先配置黄金还是白银？

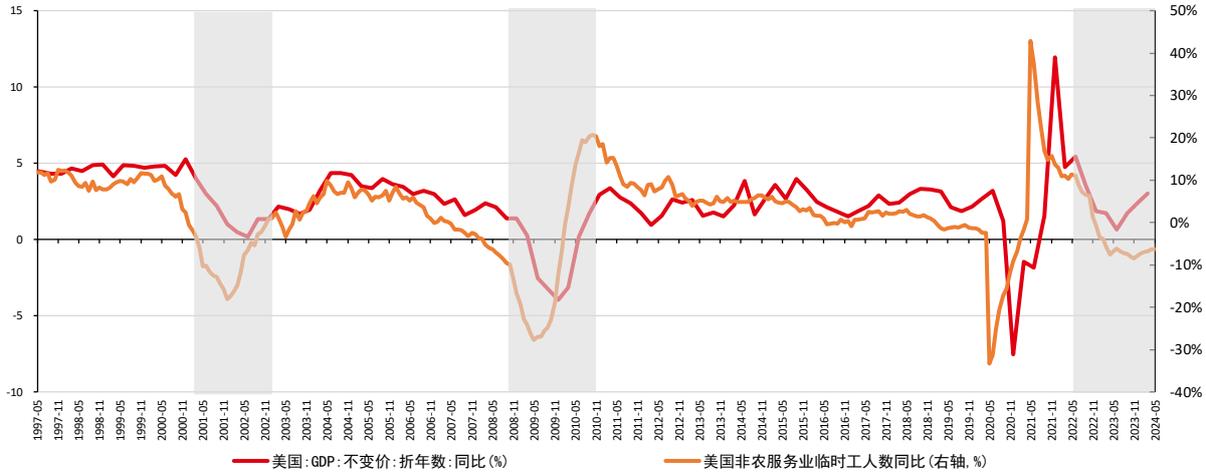
黄金和白银的配置顺序来源于对于美国经济走势的判断。如果美国经济走下行趋势，黄金胜率更大；如果市场交易美国经济软着陆的逻辑，白银有望凭借工业属性脱颖而出。就我们的观点而言，我们认为美国经济的软着陆不会一帆风顺，从非农临时工就业数据来看，同比已经连续一年多时间为负，或隐含美国经济衰退的可能性在增大。美国经济硬着陆的可能性下白银工业需求可能受到较大的影响，叠加本轮上涨周期中存在金银配置买盘的不对等性，有望支撑黄金跑赢白银。

市场部分声音认为，历史的上涨周期中，白银往往在冲高有更猛烈的涨幅，因此可能在未来一段时间形成白银的补涨，从而使得白银跑赢黄金。但我们认为，问题的核心依然在于美国经济的后市走势，比如 2011 年，虽然实际利率在 2011 年 4 月还在下降，但是欧债危机的不断传导已经开始影响中国的出口，全球经济开始了下行，此时白银和黄金最终开始分化，白银拐头向下，而黄金却显示出了其避险属性，直到 2012 年 10 月才见顶回落。

目前黄金的看点在于美国的再通胀下引发的货币信用削弱以及美国经济的降速甚至衰退。目前白银退出美联储的货币储备已有二十多年的时间，同时本轮黄金的央行配置买盘较大的支撑了黄金涨幅，信用角度对于白银的支撑无法同日而语；叠加目前经济的复苏程度难以确认，根据美国非农临时工这一数据来看（由于裁员先裁临时工，这一数据在过去可以较为敏感的捕捉美国经济的下行趋势），临时工就业同比目前连续十八个月为负，且绝对数值也在不断下降，2024 年 4 月为 273.67 万人，是 2020 年 12 月以来的最低值，因此我们认为美国经济的风险可能在酝酿。

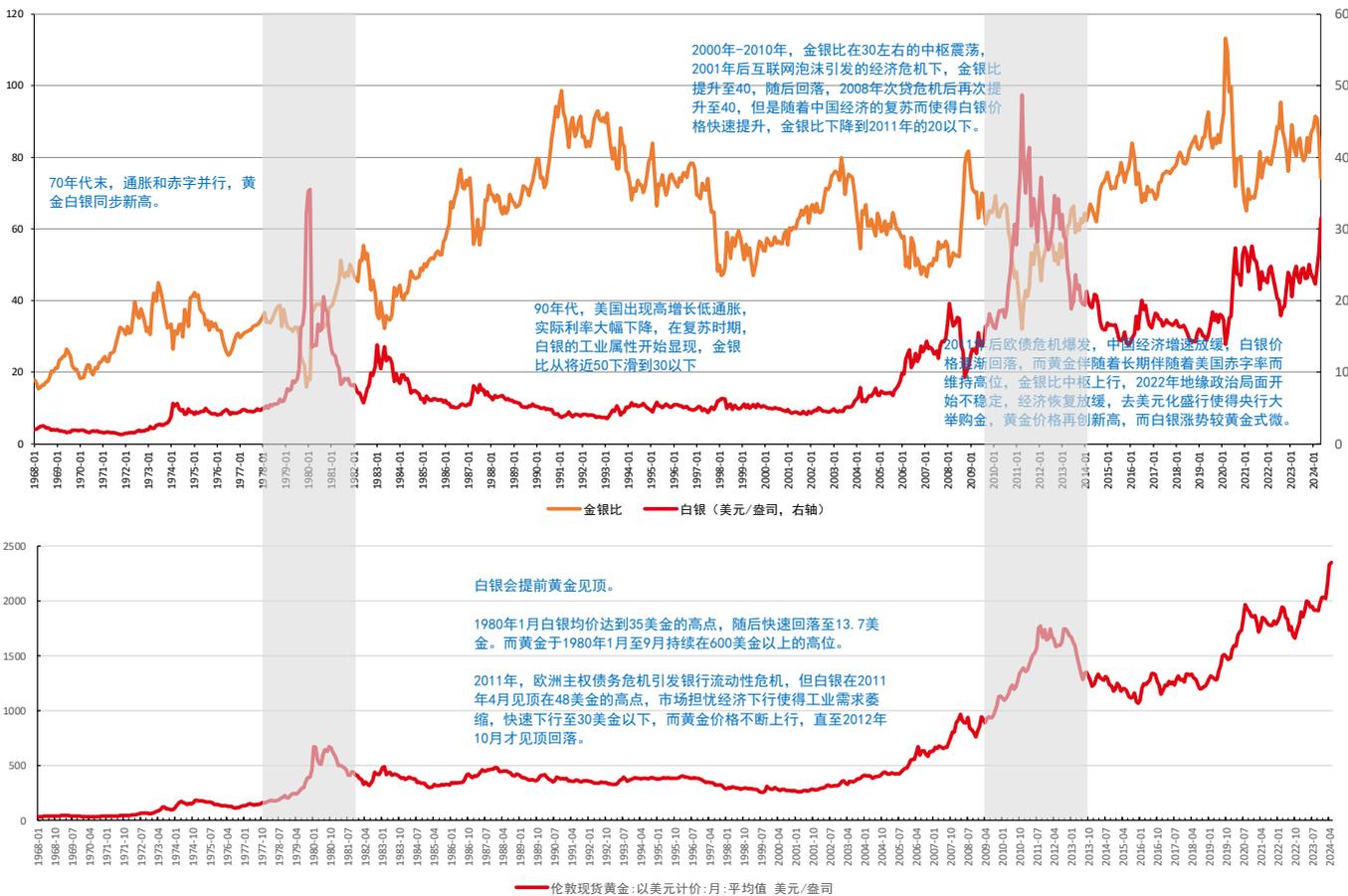
因此如果未来美国经济软着陆+通胀下行，白银涨幅最看好。但如果陷入二次通胀，财政补偿拉高赤字率，更看好黄金；如果经济出现系统性风险走入衰退区间，黄金依然有可能会跑赢。

图表27：非农临时工就业同比连续为负，或隐含经济在衰退



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表28：历史周期中，白银一般会提前黄金见顶



资料来源：Wind，中邮证券研究所

风险提示:

美国经济超预期，美联储降息节奏不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048