



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 76 期总第 1206 期

## 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区  
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2024 年 10 月 18 日 星期五

更多精彩 敬请关注  
兴泰季微信公众号



<b>宏观经济</b> .....	1
三季度不良贷款转让业务成交规模明显增长 .....	1
白名单项目信贷规模年底前增加至 4 万亿 .....	1
国家统计局发布前三季度经济运行数据 .....	2
日本连续 3 个月出现贸易赤字 .....	2
欧洲央行宣布将三大利率均下调 25 个基点 .....	2
<b>货币市场</b> .....	3
央行开展 6424 亿元 7 天期逆回购操作 .....	3
今年第二次存款降息启动 .....	3
<b>监管动态</b> .....	3
加快推进《金融资产管理公司条例》修订 .....	3
信贷资金不能违规进入股市仍是监管红线 .....	4
<b>金融行业</b> .....	4
央行、证监会等联合召开主要金融机构座谈会 .....	4
证券、基金、保险公司互换便利操作正式启动 .....	4
<b>重点产业</b> .....	5
光伏+储能成企业出海新方向 .....	5
新能源汽车超快充“卷”出新高度 .....	5
<b>地方创新</b> .....	5
香港：优化“新资本投资者入境计划” .....	5
上海：调整住房公积金个人住房贷款政策 .....	6
<b>深度分析</b> .....	6
黄金为何阶段走强？——美国降息后的资产观察 .....	6



## 宏观经济

### 三季度不良贷款转让业务成交规模明显增长

10月16日,银行业信贷资产登记流转中心公布2024年三季度不良贷款转让业务统计情况,今年以来,不良贷款转让业务的挂单量和成交量逐季递增,三季度成交规模环比上升503.5%。就三季度来看,2024年三季度不良贷款转让业务挂单量288单,未偿本息合计826.2亿元;成交量213单,未偿本息合计645亿元。统计信息显示,不良贷款转让业务的参与主体较为多元,三季度的最大出让方为股份制商业银行,未偿本息成交规模为375亿元,其次为消费金融公司、国有大型商业银行、城市商业银行、农村中小银行机构、金融租赁公司,未偿本息成交规模分别为99.3亿元、85.4亿元、75.2亿元、7.8亿元、2.4亿元。受让方主要是金融资产管理公司和地方资产管理公司,未偿本息成交规模为83亿元、562.1亿元。

### 白名单项目信贷规模年底前增加至4万亿

10月17日,住房城乡建设部部长倪虹在国新办新闻发布会上介绍,住房城乡建设部会同财政部、自然资源部、人民银行、金融监管总局等部门,指导各地抓存量政策落实,抓增量政策出台,打出一套“组合拳”,推动市场止跌回稳。“组合拳”打法概括起来,就是四个取消、四个降低、两个增加。四个取消,就是充分赋予城市政府调控自主权,城市政府要因城施策,调整或取消各类购房的限制性措施,主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。四个降低,就是降低住房公积金贷款利率0.25个百分点;降低住房贷款的首付比例,统一一套、二套房贷最低首付比例到15%;降低存量贷款利率;降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。两个增加,一是通过货币化安置等方式,新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。二是年底前,将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。

### 国开行发行50亿元绿色金融债券

10月17日,国家开发银行在上海清算所面向全球投资人成功发行50亿元3年期绿色金融债券,发行利率1.45%,获得了境内外各类投资者的踊跃认购,认购倍数达4.11倍。截至目前,国开行已累计发行绿色金融债券1940亿元。本次发行严格按照《绿色债券支持项目目录(2021年版)》筛选募投项目,自愿遵照《中国绿色债券原则》。募集资金将用于天然气输送储运调峰设施、抽水蓄能电站等清洁能源产业,长江流域绿色建筑、城乡公共交通系统、污水处理、城镇供水管网分区计量漏损控制等基础设施绿色升级领域的重点项目建设。据测算,相关项目按照绿债支持比例折算后,预计可实现年减排二氧化碳1.97万吨、节约标准煤0.92万吨。国开行表示,将强化职能定位,聚焦主责主业,用好债券市场渠道,根据国内国际标准发行绿色债券,以绿色金融服务支持长江经济带绿色低碳高质量发展。



## 国家统计局发布前三季度经济运行数据

10 月 18 日，国家统计局发布了前三季度国民经济运营情况数据。国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业物价总体稳定，民生保障扎实有力，新质生产力稳步发展，高质量发展扎实推进。经初步核算，前三季度国内生产总值 949746 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%；社会消费品零售总额 353564 亿元，同比增长 3.3%；前三季度固定资产投资规模继续扩大，全国固定资产投资（不含农户）378978 亿元，同比增长 3.4%；全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.3%，涨幅比上年扩大 0.2 个百分点。此外，就业形势总体稳定，城镇调查失业率略有下降。前三季度全国城镇调查失业率平均值为 5.1%，比上年同期下降 0.2 个百分点。居民收入继续增长，前三季度，全国居民人均可支配收入 30941 元，同比名义增长 5.2%，扣除价格因素实际增长 4.9%。全国居民人均可支配收入中位数 25978 元，同比名义增长 5.9%。

## 日本连续 3 个月出现贸易赤字

10 月 17 日，日本财务省公布的初步统计结果显示，由于出口减少、进口增加，日本 9 月发生贸易逆差 2943 亿日元（当期海关长公示汇率平均值为 144.27 日元兑 1 美元），连续 3 个月出现赤字。汽车出口减少是出口额下降的主要原因。报告显示，9 月日本实现出口额 9.04 万亿日元，同比下降 1.7%。其中汽车、矿物性燃料、建设用及矿山用机械对出口额下降贡献度靠前，同比分别下降 9.2%、49.8%和 33.3%；而半导体等制造设备出口同比增加 26.3%。当期进口额同比增长 2.1%至 9.33 万亿日元，连续 6 个月同比增长。计算机类（包括周边设备）、半导体等电子部件、医药品进口同比分别增长 35.6%、11.4%、9.1%，原油进口额则同比下降 10.5%。从国家和地区来看，9 月日本对美国、欧盟、中国的出口额同比均有所下降。

## 欧洲央行宣布将三大利率均下调 25 个基点

10 月 17 日，欧洲央行宣布将三大利率均下调 25 个基点，将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别下调至 3.4%、3.65%和 3.25%，符合市场预期。这是今年内欧洲央行的第三次降息。分析称，欧洲央行连续降息的原因是，欧元区的“抗通胀之战”胜利，但经济却停滞不前，甚至有衰退风险。其中，欧元区经济“火车头”——德国正面临连续第二年经济下滑的风险。德国经济部表示，2024 年德国经济预计将下降 0.2%，与此前预测的增长 0.3%相比大幅下调。高盛、野村均在报告中预测，欧洲央行在 10 月降息后，将连续降息 25 个基点，直到政策利率在 2025 年 6 月达到 2%。

## 朝鲜已完全封闭连接韩国的公路和铁路

10 月 17 日，记者自朝鲜国防省处获悉，朝鲜已完全封闭南部边境地区与韩国连接的公路和铁路。15 日中午，朝鲜以爆破方法完全封闭了江原道高城郡甘湖里一带的公路和铁路、开城市板门区东内里一带的公路和铁路。报道称，朝方采取爆破措施从物理上完全切断了与韩国连接的朝方一侧公路和铁路。这是根据“把韩国规定为彻底的敌对国家”的朝鲜宪法要求和敌对势力严重政治军事挑衅致使战争一触即发的严重



安保环境，朝鲜所采取的合法措施。朝鲜国防省发言人称，朝方将继续采取把封闭的南部边境加以永久要塞化的措施。

## 货币市场

### 央行开展 6424 亿元 7 天期逆回购操作

10 月 16 日，610 亿元逆回购和 7890 亿元 MLF 到期，央行表示，为对冲 MLF 和公开市场逆回购到期等因素的影响，以固定利率、数量招标方式开展了 6424 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.50%，今日公开市场实现净回笼 2076 亿元。此前央行大幅净回笼，资金面先紧后松，资金分层明显。从利率端来看，昨日，短端利率全线下行。上海银行同业拆放利率（Shibor）隔夜下行 1.1 个基点，报 1.407%。7 天 Shibor 下行 7 个基点，报 1.517%。从回购利率表现看，DR007 加权平均利率下降至 1.5736%，高于政策利率水平。上交所 1 天国债逆回购利率（GC001）下降至 1.72%。业内人士表示，央行实施大规模逆回购操作对冲大额 MLF 到期，已是 8 月以来的基本操作模式，资金面偏紧态势不具有可持续性。展望 10 月，资金缺口不大，超储率或将超季节性走高。预计后续资金有望缓解，降息后 DR007 波动中枢或向 1.5%-1.6% 区间靠拢。

### 今年第二次存款降息启动

10 月 18 日，工商银行、农业银行、建设银行在其官方 App 调整了人民币存款利率表。其中，活期存款下调 0.05 个百分点至 0.1%，各期限定期存款挂牌利率全线下调 0.25 个百分点。具体来说，3 个月、6 个月、一年期、二年期、三年期和五年期定期存款挂牌利率分别降至 0.8%、1.00%、1.10%、1.20%、1.50% 和 1.55%，调整前分别为 1.05%、1.25%、1.35%、1.45%、1.75% 和 1.80%。通知存款利率同样下调，1 天通知存款利率从 0.15% 下调至 0.10%，7 天通知存款利率从 0.70% 下调至 0.45%。这是三月内国有大行二度下调存款利率，与上一轮下调相比，此次定期存款挂牌利率下调幅度更大。7 月 25 日，工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行和邮储银行率先下调人民币存款利率，其中活期存款下调 0.05 个百分点，通知、协定和一年期及以内定期存款利率下调了 0.1 个百分点，二年期及以上定期存款利率下调了 0.2 个百分点。

## 监管动态

### 加快推进《金融资产管理公司条例》修订

10 月 16 日，国家金融监督管理总局非银机构监管司司长刘学生公开撰文表示，加快推进《金融资产管理公司条例》修订，制定出台资产管理公司不良资产业务监管办法等；推动新修订的《消费金融管理公司管理办法》《金融租赁公司管理办法》稳妥落地实施。刘学生表示，提升监测分析的效率和效果，弄懂数据背后的“故事”；重点强化对股东股权、关联交易和产品结构的穿透监管能力，按照实质重于形式原则透视数据背后的资金流向、业务逻辑和实质风险。充分运用年度监管评级和季度风险





分级，强化对行业性、区域性、系统性风险的监测分析预警，针对重点领域风险定期开展压力测试，制定风险应急预案，防患于未然。

## 信贷资金不能违规进入股市仍是监管红线

10月18日，中国人民银行行长潘功胜在2024金融街论坛年会上表示，人民银行会同证监会制定了助力支持资本市场稳定发展的两项工具。这两项工具是完全基于市场化原则设计的，在国际上也有成功的实践。证券、基金、保险公司互换便利不是央行直接向市场提供资金支持，不会扩大央行的货币供给和基础货币的投放；央行提供的股票回购、增持再贷款资金则具有特定的指向性，信贷资金不能违规进入股市仍是金融监管的一条红线。这两项工具体现了中央银行维护金融稳定职能的拓展和新探索。我们将与证监会合作，在实践中逐步完善，探索常态化的制度安排。从宏观和深层次角度看，实体经济与资本市场是一个相互交织、互相作用的过程，估值修复有助于资本市场发挥投融资功能，阻断市场走弱与股权质押风险的负向循环，促进上市公司健康发展，改善社会预期，提振消费和投资需求。

## 金融行业

### 央行、证监会等联合召开主要金融机构座谈会

10月16日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开主要金融机构座谈会，认真学习贯彻9月26日中共中央政治局会议精神，推动金融机构加快落实近期金融增量政策。会议强调，金融机构要认真贯彻落实中共中央政治局会议精神，迅速行动，用好用足各项增量金融政策，逐项抓好政策落地见效。要加大对实体经济的信贷支持力度，保持货币信贷总量合理增长，加力支持小微企业融资。加强利率政策的执行和传导，扎实组织做好降低存量房贷利率的批量调整工作。实施好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款两项新工具，支持资本市场稳定发展。要加强组织领导，建立专项工作机制，注重部门协调和业务联动，形成工作合力，最大程度发挥政策效应，持续提振市场信心、改善社会预期，有力促进经济持续回升向好、金融高质量发展。

### 证券、基金、保险公司互换便利操作正式启动

10月18日，中国人民银行与中国证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，向参与互换便利操作各方明确业务流程、操作要素、交易双方权利义务等内容。中国人民银行委托特定的公开市场业务一级交易商（中债信用增进公司），与符合行业监管部门条件的证券、基金、保险公司开展互换交易。互换期限1年，可视情展期。互换费率由参与机构招投标确定。可用质押品包括债券、股票ETF、沪深300成分股和公募REITs等，折扣率根据质押品风险特征分档设置。通过这项工具获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票ETF的投资和做市。目前获准参与互换便利操作的证券、基金公司有20家，首批申请额度已超2000亿元。



## 重点产业

### 光伏+储能成企业出海新方向

第 136 届广交会于 10 月 15 日—11 月 4 日在广州举办。《华夏时报》记者现场采访了解到，本次广交会首次在新能源展区中新设“储能产品专区”，其中光伏储能成为参展企业展示的重点产品。现场除了常规屋顶光伏+储能系统之外，便携式光伏储能一体机、工商用光储混合一体柜等创新型产品也吸引了海外采购商的注意。光伏储能是指将光伏发电系统与储能技术相结合，通过储能设备将光伏发电产生的电能存储起来，需要时再释放使用。这一系统可解决光伏发电的间歇性和不稳定性问题，提高能源利用效率。一参展企业负责人告诉记者，这两年国际光伏市场快速变化，从原先以并网发电为主，变成以储能为主。加上光伏组件、储能电池成本不断下降，光伏储能产品的渗透率变得越来越高。与此同时，市场需求原本以欧美地区为主导的局面也在慢慢改变，亚非拉地区的光伏储能需求正在爆发式增长。

### 新能源汽车超快充“卷”出新高度

近日，上汽通用汽车宣布携手宁德时代推出行业首个 6C 超快充磷酸铁锂电池，计划明年起在新升级的奥特能准 900V 高压电池架构上投入使用，将超快充技术“卷”向新高度。从 4C 到 5C，再到 6C，作为缓解电动汽车续航焦虑的重要手段，超快充路线近年来颇受市场追捧。而得益于技术的快速迭代和行业降本的大力推进，超快充车型加速面市。车端超充平台虽已成形，但受制于基础设施配套不足，目前新能源汽车超充效果很难完全发挥。有观点认为，在预期超充体验得不到充分满足的情况下，消费者对超充车型的热情或会有所减弱，进而对终端销售形成抑制。为增强市场竞争力，车企亲自下场建设超充桩渐成趋势。今年 4 月，华为携手车企、充电运营商及产业伙伴成立“超充联盟”，首批进入联盟的车企包括阿维塔、北汽、比亚迪、长城、广汽、合众、江淮、理想、奇瑞、赛力斯、小鹏等 11 家。按照计划，到 2024 年底，华为将联合客户、产业伙伴在全国部署超 10 万个 600kW 全液冷超级快充桩。

## 地方创新

### 香港：优化“新资本投资者入境计划”

10 月 16 日，香港特区行政长官李家超发表 2024 年施政报告时表示，香港将优化“新资本投资者入境计划”，即日起，容许投资住宅物业，该物业成交价须为 5000 万港元或以上，投资于房地产获计算入投资总额上限为 1000 万港元。此外，还将放宽物业按揭贷款成数上限。李家超表示，考虑到最新经济及金融环境，在继续维持银行体系稳定的前提下，金管局将放宽住宅物业的按揭贷款条件，不论物业价值、是否自用或公司持有以及买家是否“首置”，按揭成数上限一律调整至七成，供款与入息比率上限一律调整为五成。至于非住宅物业，有关按揭成数上限及供款与入息比率上限亦会调整至同样水平。

## 上海：调整住房公积金个人住房贷款政策

10 月 17 日，上海市住房公积金管理委员会发布关于调整本市住房公积金个人住房贷款政策的通知：对于认定为第二套改善型住房的，最低首付款比例调整为 25%；对于认定为第二套改善型住房，且贷款所购住房位于中国（上海）自由贸易试验区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域的，最低首付款比例调整为 20%。通知自 2024 年 10 月 18 日起施行，2024 年 10 月 18 日前受理的公积金贷款按原政策执行，2024 年 10 月 18 日（含）后受理的公积金贷款按通知执行。

## 深度分析

### 黄金为何阶段走强？——美国降息后的资产观察

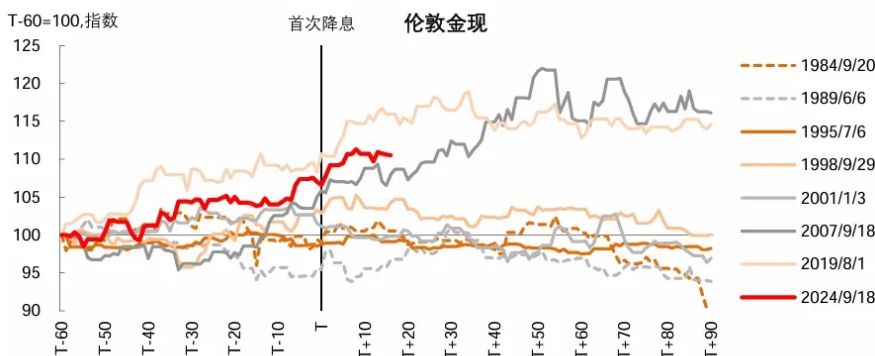
钟正生（中国首席经济学家论坛理事，  
平安证券首席经济学家）  
来源：首席经济学家论坛

截至 2024 年 10 月 4 日，伦敦金价在美联储 9 月 18 日降息以来上涨了 3.3%，今年以来累计上涨了 28.6%。与此同时，10 年美债利率和美元指数并未下跌，金价走强不能完全归因于美联储降息。我们认为，金价持续走强，折射出市场对美国财政和美元信用的担忧，继而令黄金相对于美债更具吸引力。近期，美国政府又一度面临停摆，叠加中东地缘局势升级，市场对美国财政和债务问题的担忧进一步加剧。展望后市，黄金有望在本轮美国降息周期中表现更加强劲，但考虑到目前投机仓位拥挤、美债利率近期反弹、以及中国经济前景改善与亚洲配置需求的潜在降温，金价短期或面临一定调整风险。

#### 一、金价走强不完全归因于降息

美联储降息通常有利于金价上涨，但考虑到本轮金价在降息前已经明显走强，降息后的强劲表现仍超预期。过去 7 轮降息周期的经验是，金价在美联储首次降息前较有可能上涨，因市场降息预期先行，但降息开启后较有可能出现波动横盘。对比来看，以首次降息前两个月为起点，伦敦黄金现价已累计上涨超 10%，本轮金价上涨的幅度和延续性较强，仅次于 2019 年。

图表1 以首次降息前两个月为起点，本轮金价上涨的幅度和延续性较强



资料来源：Wind, 平安证券研究所。注：灰色线为“硬着陆”情形，橙色线为“软着陆”情形，详情参考《美联储历次开启降息：经济与资产》

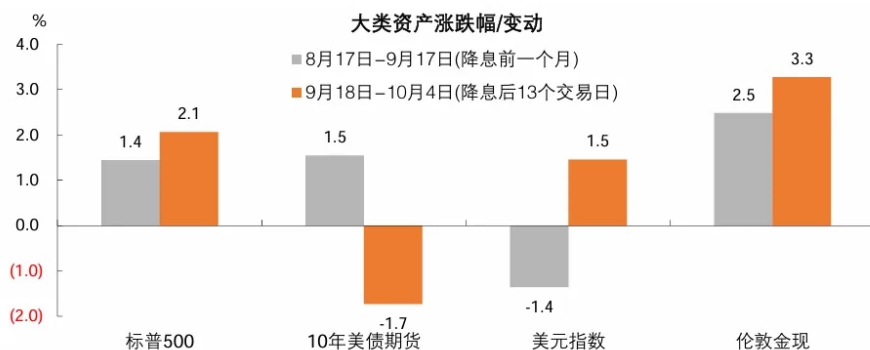
本轮降息后，金价走强的同时，10 年美债利率和美元指数并未明显下跌。本轮降





息前，金价上涨与降息临近比较相关，因为降息预期令美债走强、美元走弱。本轮降息前一个月，10 年美债期货价和美元指数分别上涨 1.5% 和下跌 1.4%，与伦敦黄金现货价 2.5% 的涨幅基本匹配。但截至 10 月 1 日，即在降息后的 10 个交易日里，10 年美债价格反而走弱（10 年美债利率反弹 33BP、实际利率反弹 22BP），美元指数小幅上涨 1.5%，难以解释金价 3.3% 的涨幅。

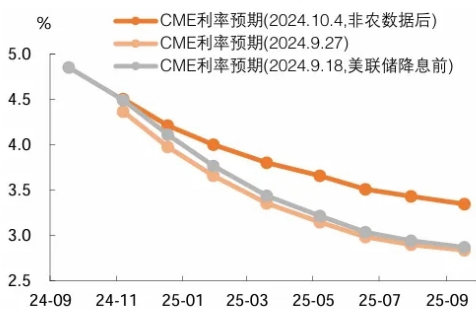
图表2 本轮降息后，美债利率和美元指数并未明显下跌，难以解释金价上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

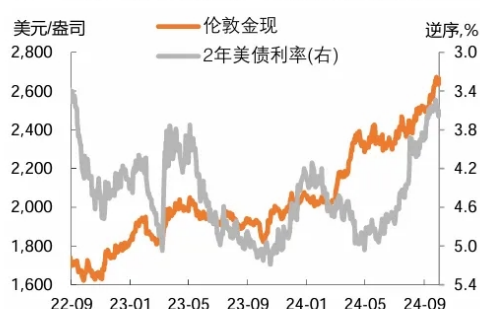
短端美债利率在美联储降息后的一周里有所下行，但对金价的提振应相对有限。本轮降息周期的特殊之处在于，美联储罕见以 50BP 开局，但引导市场保持美国经济“软着陆”预期。据 CME FedWatch，本轮降息后，市场预期的利率路径一度下移，即预期美联储会加快降息速度，但未来一年后的预期利率水平保持在 2.5-3% 附近。这使得短端美债利率一度较快下行，如 2 年美债利率在 9 月 18 日至 24 日期间下降了 10BP，期间金价也较快上行。但是，金价与 2 年美债利率的历史相关性，并不如与 10 年美债（实际）利率。过去二十年，金价与 2 年美债利率的相关系数为 -0.20，金价与 10 年美债名义和实际利率的相关性分别为 -0.54 和 -0.60。从这个角度看，短端利率下行对金价的提振应相对有限。更不必说，近期市场对短期利率的预期出现上修，2 年期美债利率在 9 月 25 日至 10 月 4 日期间反弹了 44BP，9 月 18 日以来累计上行 34BP。

图表3 市场预期的利率路径变化



资料来源: CME, 平安证券研究所

图表4 金价与 2 年美债利率的相关性不太紧密



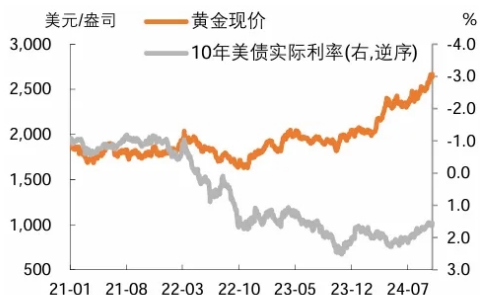
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、黄金受益于美债吸引力下降

2022 年以来，金价与 10 年美债实际利率的传统负相关性持续减弱，整体呈现“金强债弱”格局。2003-2021 年，金价与 10 年美债实际利率的相关系数为 -0.91，但 2022 年以来至 2024 年 9 月，二者相关系数变为 0.44，传统负相关性暂时减退。具体来看，2022 年 3 月俄乌冲突爆发，是本轮金价与美债实际利率背离的起点；2024 年 3 月以后，金价进一步“免疫”了美债实际利率的反弹而逆势上涨，加剧了二者的背离程度。



图表5 2022年3月后金价与美债实际利率背离



资料来源: Wind, 平安证券研究所

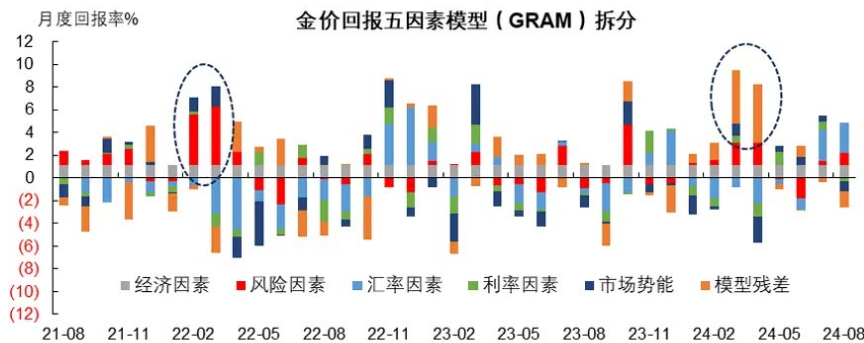
图表6 2024年3月后金价进一步与美债实际利率背离



资料来源: Wind, 平安证券研究所

基于美元体系的传统分析框架，难以解释金价与美债相关性的退化。世界黄金协会的金价回报五因素模型（GRAM），将驱动金价的因素划分为经济、风险、汇率、利率和市场势能五大因素。在历史上多数时期，上述因素能较好地解释金价的变动。模型显示，2022年2-3月金价的上涨，主要由“风险因素”贡献；2024年3-4月金价的高额回报，则难以用五因素解释，模型残差较高，说明基于美元体系的传统分析框架暂时失灵。

图表7 2022年2-3月金价上涨，主要由“风险因素”贡献；2024年3-4月金价上涨，难以用五因素解释



资料来源: 世界黄金协会, 平安证券研究所

我们认为，自2022年以来，金价“超涨”折射出市场对美国财政及美元信用的担忧。2022年俄乌冲突爆发后，美国实施各类经济金融制裁，引发国际社会对美元地位的质疑。2023年上半年，在美元国际储备下滑、美国银行危机爆发、美国债务上限危机临近等背景之下，有关“去美元化”的讨论一度升温，金价明显上涨。

2024年以来，美国政府债务持续扩张，付息压力较快上升，且大选并不改变财政扩张前景。美国债务总额在今年9月17日达到了35.35万亿美元的历史峰值，同比增长7%，较2019年同期增长了56%。截至今年二季度，美国政府利息支出总额（年化）上升至1.09万亿美元，同比增长22%，较2019年同期增长86%；利息支出总额占当期债务总额的3.1%，占当期GDP（年化）的3.8%。目前，美国两党均持扩张的财政取向，特朗普当选将维持2017年减税法案，哈里斯大选也可能加大家庭税收减免等财政支持，并增加未来数年的美国财政赤字规模。

本轮降息以后，有关美国财政问题的担忧仍在加剧：

一是，美国政府再次面临停摆风险，财政风险引发穆迪警告。美国政府2024财年将于9月30日结束，拜登此前提出的2025财年支出计划被搁置，令美国政府再次面临停摆风险。据联邦预算委员会（CRFB），1976年以来，美国政府已经累计出现了20次“资金短缺”情况，并导致4次政府停摆。共和党控制的众议院于9月18日否决了一项支持政府拨款延续到2025年3月28日的法案，最终于9月25日通过了一项更加临时的法案，仅支持拨款至12月20日以暂时避免政府关门。9月24日穆迪警告，



政治两极化或使美国新政府更难解决不断恶化的财政状况，并威胁美国主权信用评级。

二是，中东等地缘局势持续紧张，黎以冲突升级，美国军费开支预期上升。9月23日以来，以色列对黎巴嫩发动大规模空袭；9月27日，联合国警告称，以色列与黎巴嫩真主党之间的紧张局势或将升级为该地区近年来最致命的冲突之一。哈里斯在中东问题上继承了拜登的立场，即承诺支持以色列。以色列国防部9月26日宣布，以色列已从美国获得87亿美元的军事援助。中东局势升级不仅增加国际市场避险需求、继而抬升金价，也令市场担忧美国军费与美元债务的无序增长。

图表8 金价与美国政府利息支出



资料来源: Wind, 平安证券研究所

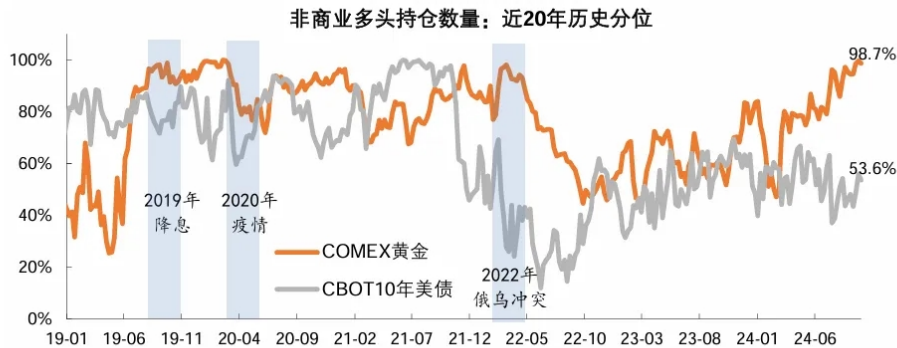
图表9 金价与美国政府国防支出



资料来源: Wind, 平安证券研究所

当前投机仓位显示，黄金相对于美债更受投资者青睐。黄金和美债历来具有“安全资产”属性，通常在降息周期或者全球风险事件爆发后具备投资吸引力。2019年美联储降息周期和2020年新冠疫情冲击时，COMEX黄金和CBOT10年美债的非商业多头头寸都处于历史偏高水平。但是，2022年俄乌冲突以及本轮美联储降息前后，由于美元信用走弱，黄金多头水平保持高位，但美债多头却明显偏低。

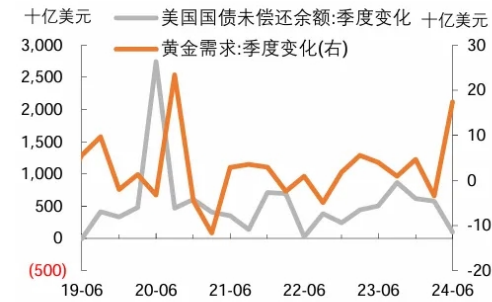
图表10 2022年以后，美债多头持仓水平持续震荡，黄金多头持仓逐渐升至历史高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

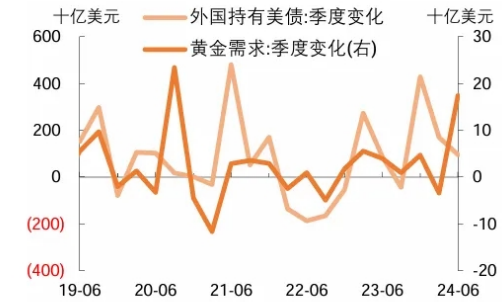
由于美债市场体量远大于黄金市场，美债市场外溢出的资金（或者流入资金的减少），可能在黄金市场产生明显的拉动效应。据世界黄金协会数据，我们测算，近五年（2019Q2-2024Q2），以美元计价的黄金需求平均每个季度增长25亿美元，同期美国国债未偿还余额平均每个季度增长5294亿美元，外国投资者持有美债平均每个季度增长812亿美元，黄金需求增量与美债供给增量、海外需求增量的比值分别仅为0.5%、3.1%。2024年二季度，全球黄金需求大幅增长了75.1吨（或174亿美元），远超近五年平均水平，占同期美债供给、海外美债需求的比重分别上升至17.5%和18.2%。

图表11 黄金需求与美债供给比较



资料来源: Wind, 世界黄金协会, 平安证券研究所

图表12 黄金需求与海外美债需求比较



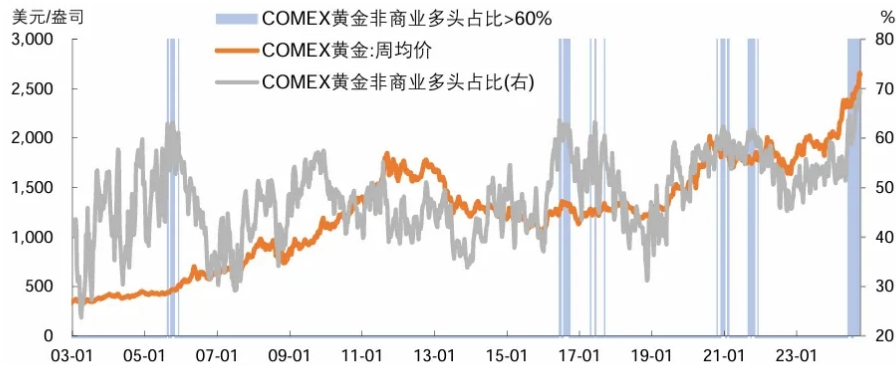
资料来源: Wind, 世界黄金协会, 平安证券研究所

### 三、金价短期或有调整风险

在美联储开启降息的大背景之下, 当前黄金相对于美债更具吸引力, 令黄金有望出现更加强劲表现。不过, 考虑到目前投机仓位拥挤、美债利率近期反弹、以及中国经济前景改善与亚洲配置需求的潜在降温, 金价短期或面临一定调整风险。

首先, 看涨黄金的仓位持续拥挤, “畏高情绪”可能影响金价上涨的持续性。2004年以来, COMEX 黄金非商业多头持仓占比呈现均值回归走势, 波动中枢为 48.5%。截至今年 10 月 1 日当周, 非商业多头持仓占比为 69.4%, 刷新历史新高, 自 6 月以来基本保持在 60% 以上。在过去二十年, 非商业多头持仓占比在 60% 以上的时间并不多, 且最长不超过 4 个月。在 2017 年、2020 年和 2021 年, 多头持仓从高位下降时, 均引发了金价阶段性横盘或小幅调整。

图表13 COMEX 黄金非商业多头持仓占比在 60% 以上的时间不多



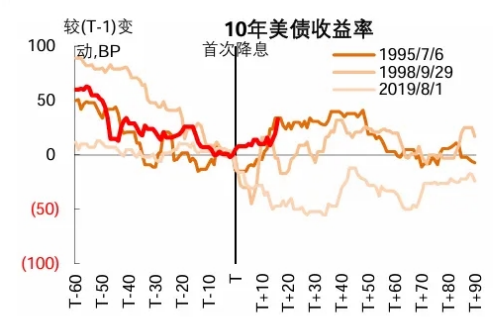
资料来源: Wind, 平安证券研究所

其次, 美债利率近期反弹, 对金价构成的压力逐渐累积。历史上, 在美国经济“软着陆”情景之下, 10 年美债利率在首次降息后 1-2 个月往往出现阶段反弹。我们在报告《降息 50BP 的情理之中与意料之外》中指出, 本轮美联储开启降息后, 美国经济和通胀或存一定上行风险。截至 10 月 1 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型预测, 美国三季度 GDP 环比折年增长率为 2.5%。近期由于美联储的预期引导和最新非农就业数据超预期走强, 10 年美债利率已经明显反弹, 对金价构成的压力也在逐渐累积。尽管金价与美债(实际)利率的相关性不如从前, 但并未消失。今年 4 月以来至 9 月 18 日美联储降息前, 金价的上涨与 10 年美债实际利率的下行较为同步。



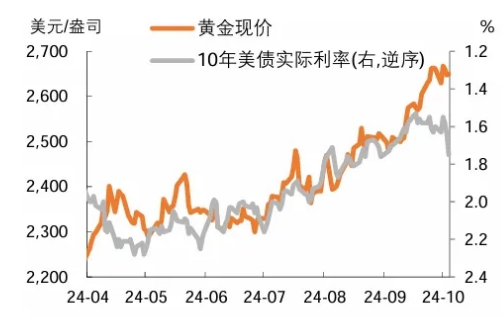


图表14 美债利率在首次降息后或有阶段反弹风险



资料来源: Wind, 平安证券研究所

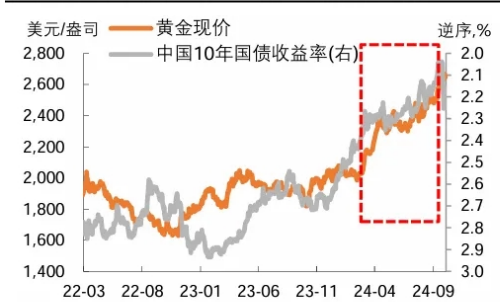
图表15 黄金与美债实际利率的相关性并未完全消失



资料来源: Wind, 平安证券研究所

最后, 伴随中国经济前景改善, 亚洲资金对黄金的配置需求可能降温。近一年金价与中债利率的相关性出现上升。尤其观察到, 今年3月以来, 伴随10年中债利率下破2.3%关口, 金价加速上涨。这背后是, 中国及亚洲地区对黄金的配置需求显著增长。据世界黄金协会数据, 中国大陆对黄金的“投资”需求(包括金条、金币和ETF等), 由2023年第二季度的49.3吨大幅增长至2024年第二季度的80吨, 同比涨幅高达62%, 与此同时全球的“投资”需求同比仅增长1%。此外, 今年二季度, 亚洲地区的实物黄金ETF同比大幅增长, 在全球范围内表现最优。9月24日以来, 中国稳增长政策显著发力, 伴随经济前景改善, 此前积极配置黄金的亚洲资金有望回流中国, 并可能引发金价调整。

图表16 今年以来金价上涨伴随中债利率下跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 全球各地区实物黄金ETF变化(吨)

	Q2'23	Q2'24	同比变动	同比增长
北美	1574.3	1564.9	-179	-10%
欧洲	1331.3	1302.7	-194	-13%
亚洲	147.8	179.3	+60	+50%
其他	59.2	58.6	-1	-1%
全球	3112.6	3105.5	-315	-9%

资料来源: 世界黄金协会, 平安证券研究所



# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。