



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-06-30

钟俊轩
贵金属研究员
从业资格号：F03112694
交易咨询号：Z0022090
☎ 0755-23375141
✉ zhongjunxuan@wkqh.cn

贵金属：白银价格具备进一步上涨空间

报告要点：

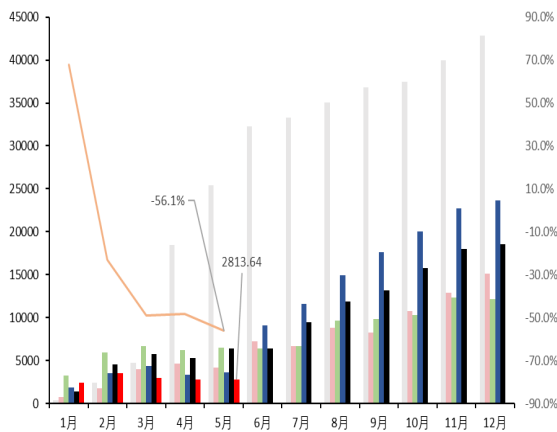
回顾历史上白银价格的大幅上涨行情，银价的强势表现往往由美联储宽松的货币政策预期所驱动。而宽货币则与宽财政相辅相成，当前特朗普政府着力推动所谓“大而美”法案的通过实施，而这将令美国财政赤字水平出现明显的扩张，进而带来美债发行量的增大。然而，受到美联储政策利率高企的影响，当前美债的平均利率为3.294%。高利率环境下新发行美债将会为美国财政带来沉重的利息负担。因此，从美元信用本身的角度来看，联储在下半年进入新一轮的宽松周期是具备确定性的，而这将驱动白银价格出现进一步的上涨。

一、 特朗普政府的减税政策将令美债面临较大发行压力

当前，特朗普政府着力推动所谓“美丽大法案”的通过实施，这一法案包含了特朗普在竞选过程中的多项重要承诺，包括延期 2017 年《减税和就业法案》的主要条款，同时将延长即将在 2025 年到期州和地方税（SALT）扣除上限。“美丽大法案”已于当地时间 5 月 22 日在美国众议院获得通过，当前处于参议院表决的阶段。美国国会预算办公室（CBO）6 月 17 日的最新测算显示，此法案将在未来十个财年内令美国财政收入下降 3.54 万亿美元，同时令财政支出收缩 7740 亿美元，进而令总体赤字水平增加 2.77 万亿美元。从历史行情走势来看，美国财政赤字水平与黄金价格在中期走势呈现正相关。美国财政赤字扩张的预期在上半年已驱动国际金价触及历史新高。

今年 1 月 18 日，时任美国财政部长耶伦宣布美国政府即将触及债务上限，并将从 1 月 21 日起采用非常规措施。受到美国债务上限问题的影响，上半年美债净发行量偏低，截至 5 月，2025 年度（自然年）美债累计净发行量为 2813 亿美元，同比去年下降 56.1%。与此同时，受到财政支出需求的影响，美联储负债端的财政部现金账户余额由今年 1 月 29 日的 8115 亿美元回落至 6 月 25 日当周的 3346 亿美元。根据财政部借款咨询委员会（TBAC）的最新假设，财政部于九月份的现金余额将为 8500 亿美元。这意味着在债务上限问题解决后，财政部现金账户即存在超过 5000 亿美元的融资缺口，美国国债将在下半年面临较大发行压力。

图 1：美债上半年净发行规模偏低（亿美元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 2：美国财政部现金账户余额显著下降（亿美元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

二、 美联储政策利率的下调具备确定性，其核心驱动在于美债利息支出

美联储以通胀和就业为双重政策目标，而关税政策所带来的潜在通胀风险则是联储主席鲍威尔对于降息维持谨慎态度的主要原因。然而从实际进口的价格压力来看，美国剔除食品和能源的进口价格指数由今年 1 月份的 109.3 上升至对等关税宣布后五月份的 110.2，其幅度远低于 2020-2022 年期间受到疫情后海外宽松政策以及俄乌冲突所带来进口价格指数的上升。美国通胀数据方面，美国 5 月 CPI 同比值为 2.4%，低于预期和前值的 2.5%，环比值为 0.1%，低于预期和前值的 0.2%。美国 5 月核心 CPI 同比值为 2.8%，低于预期的 2.9%，环比值为 0.1%，低于预期的 0.3%及前值的 0.2%。而在去年美国大选期间，美国 9 月公布的 8 月 CPI 同比值为 2.5%，核心 CPI 同比值为 3.2%。鲍威尔领导下的美联储却在 9 月 18 日议息会议中进行 50 个基点的降息操作。由此可见，美联储货币政策并非完全脱离政治影响。

在本月进行的议息会议中，美联储票委一致同意将利率维持在 4.25%-4.50% 的区间不变，点阵图对于 2025 年的利率预期中值维持在 3.9%，与 3 月相同，但将 2026 年及 2027 年的利率

预期中值上调至 3.6%和 3.4%，7 位票委预计今年不会进行降息，显著高于 3 月份时的 4 位。其核心原因在于关税所形成的通胀风险。鲍威尔本人则认为当前的利率水平并非偏高，而是处于适度水平。他同时表示不能够假设关税所引发的价格冲击是一次性的，预计未来仍将出现关税驱动的通胀上升。对于降息的条件，鲍威尔表示需要在通胀下降时进行降息，且当前美国劳动力市场仍趋于稳定。

在联储宣布维持利率不变后，美国总统特朗普再次就利率政策表达强烈的不满，特朗普表示若美联储能将利率下调至合理水平，能为美国财政支出节省高达 1 万亿美元，特朗普认为鲍威尔并不适合担任美联储主席。近期，特朗普已表明对于新任美联储主席已有三至四个考虑人选。美国财政部数据显示，2025 年存量美债平均利率为 3.29%，而截至本财年 5 月份数据，2025 财年美债利息支出累计值已达到 7760 亿美元，净利息支出累计值紧随医疗保险之后，为第三大支出项。5 月份的预算支出为 6870 亿美元，为历史上的单月的最高水平。若在后续美债集中发行的阶段中，美联储仍维持较高的政策利率，美债利息支出水平将继续大幅度上升，而这将进一步导致美国赤字水平增加。政策利率对新发行美债利息支出的影响也正是特朗普关于联储货币政策表态强烈不满的原因。

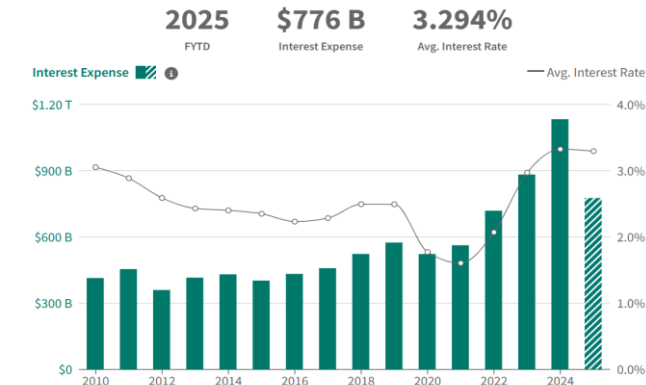
当前联储内部对于后续的降息节奏已存在明显分歧，作为新任美联储主席的潜在人选，美联储理事沃勒表态鸽派，在本月的讲话中，沃勒认为关税不会显著推高通胀，因此联储应考虑在 7 月议息会议中就进行利率的下调。而今年就任联储监管副主席的鲍曼同样表示若通胀压力得到控制，则支持在下次议息会议中尽快调降利率。鲍威尔的货币政策决定更多体现了他本人与特朗普存在的观点立场分歧，而这最终将让位于对美元信用的维护，庞大的利息支出不论对于共和党还是民主党人而言都将挤占美国总体财政支出的空间。美联储在下半年进行政策利率的下调是具备确定性的，国际银价在美联储宽松预期加大时将呈现偏强走势，策略上建议对白银价格维持多头思路。

图 3：进口价格指数上升幅度有限



数据来源：FRED、五矿期货研究中心

图 4:美债平均利率（%）与利息支出（十亿美元）



数据来源：fiscal data、五矿期货研究中心

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn