

黄金价格创新高后，未来怎么看？

2025 年 10 月 19 日

■ **核心观点：**本周市场避险交易推动黄金价格一度上破 4300 美元/盎司创历史新高。市场担忧主要聚焦在：①**美元流动性风险：**逆回购的几近耗尽与 TGA 的持续补充令狭义的货币市场和广义的资本市场面临更大的流动性风险。虽然 TGA 的提升已接近尾声，但缩表持续、逆回购耗尽的意味着美联储净流动性面临更大挑战，这或倒逼美联储更快结束缩表，同时强化 10、12 月各 25bps 的降息概率；②**汽车信贷风险：**高利率的持续、车价飙升导致车贷月供压力激增，进而冲击车贷行业。不过，当前美国经济的核心仍然是“薪酬收入→消费支出”的内循环，非房利息支出虽然自 2022 年以来飙升，但总体占比过小，对美国经济影响体量不够大。因此只要地产、劳务市场等核心部门不出现实质性风险，那么美国经济都将在当前降息周期下延续软着陆。尽管随着地区银行财报好于预期、SRF 使用量重归于零，市场避险情绪有所缓和，黄金价格有所回调，但央行通过黄金去美元化的行为长期看仍难以逆转，因此我们对黄金战略性强烈看多观点依旧维持不变。短期策略来看，金价较 200MA 的偏离程度显示金价当前处于极度超买位置，金价回调后可考虑开始进行布局，但也需做好重新震荡洗盘的准备。

■ **大类资产：**地区银行信贷质量担忧与美元流动性风险再度触发避险交易，美股美债利率一度下行，黄金大涨。随后贸易局势缓和、信贷担忧和流动性风险缓解令黄金回落，美股反弹。本周美国地区银行披露汽车贷款坏账问题引发市场对信贷质量的担忧，同时，美联储常备回购工具 SRF 使用量连续两日大规模上升，敲响美元流动性警钟，叠加参议院对支出法案再次表决失败、联邦政府继续停摆，多重风险因素令市场避险交易再起，美股美债利率一度大跌，黄金白银大涨。随后，在中美高层就贸易局势展开通话、地区银行财报好于预期、SRF 使用量重归于零的影响下，黄金有所回落，美股转涨，但指数仍低于上周特朗普关税威胁前的水平。整体来看，全周（10 月 13 日至 10 月 19 日）10 年期美债利率一度跌破 4%，最终降 2.33bps 至 4.008%，2 年期美债利率降 4.42bps 至 3.457%，美元指数降 0.55% 至 98.43；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.70%、2.14%；现货黄金价格一度上破 4300 美元/盎司再创历史新高，最终收涨 5.28% 至 4251 美元/盎司。

■ **海外经济：**联邦政府继续停摆，关键经济数据缺失令美联储官员对利率路径的分歧难以调和。**经济数据方面，**当地时间 10 月 16 日，参议院就共和党临时拨款法案再度进行表决，结果再次未能获得通过，为 10 月 1 日以来第 10 次否决该法案，美国联邦政府停摆继续，经济数据发布再度遭到延迟。**货币政策方面，**美联储官员本周表态偏鸽，鲍威尔表示就业下行的风险似乎有所增加，暗示或在几个月之后结束缩表；理事沃勒表示，面对疲软的劳动力市场仍应保持谨慎的降息步伐，主张每次降息 25bps；而新任美联储理事米兰则表示面对贸易局势升级带来的经济下行风险，应采取更加激进的措施，主张降息 50bps。**在重要经济数据缺席、流动性收紧环境下，**本周美联储官员表态均偏鸽，年内 2 次降息的概率上升。**增长方面，**截至 10 月 17 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为+3.9%，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为+2.34%。

■ **黄金走势：**美元流动性与汽车信贷风险推动黄金价格创历史新高，央行购金的长期叙事逻辑依旧不变。本周避险交易再度推升黄金价格大涨，从驱动事件来看，市场担忧的焦点主要聚集在：①**美元流动性风险。**美联储于 2022 年 6 月开始缩表，随后逐步放缓缩表速率，但至今仍维持着 50 亿美元/月的缩表速率。**从狭义货币市场来看，**美联储常备正回购便利 SRF 使用量在 15、16 两日连续大增，仅次于 6 月季末。同时，SOFR-IORB 利差也逼近 2020 年初的水平，回购市场流动性开始收紧。**从广义资本市场来看，**美联储负债端的四个科目——银行准备金、逆回购、财政部一般账户 TGA、其他（主要是流通中的现金）中，TGA 因财政部补充现金存款而增加，而银行准备金与逆回购不断减少。由于

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦玮

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《降准降息利好哪些权益资产？——多资产系列报告（二）》

2025-10-17

《直接融资回暖、存款继续活化——2025 年 9 月金融数据点评》

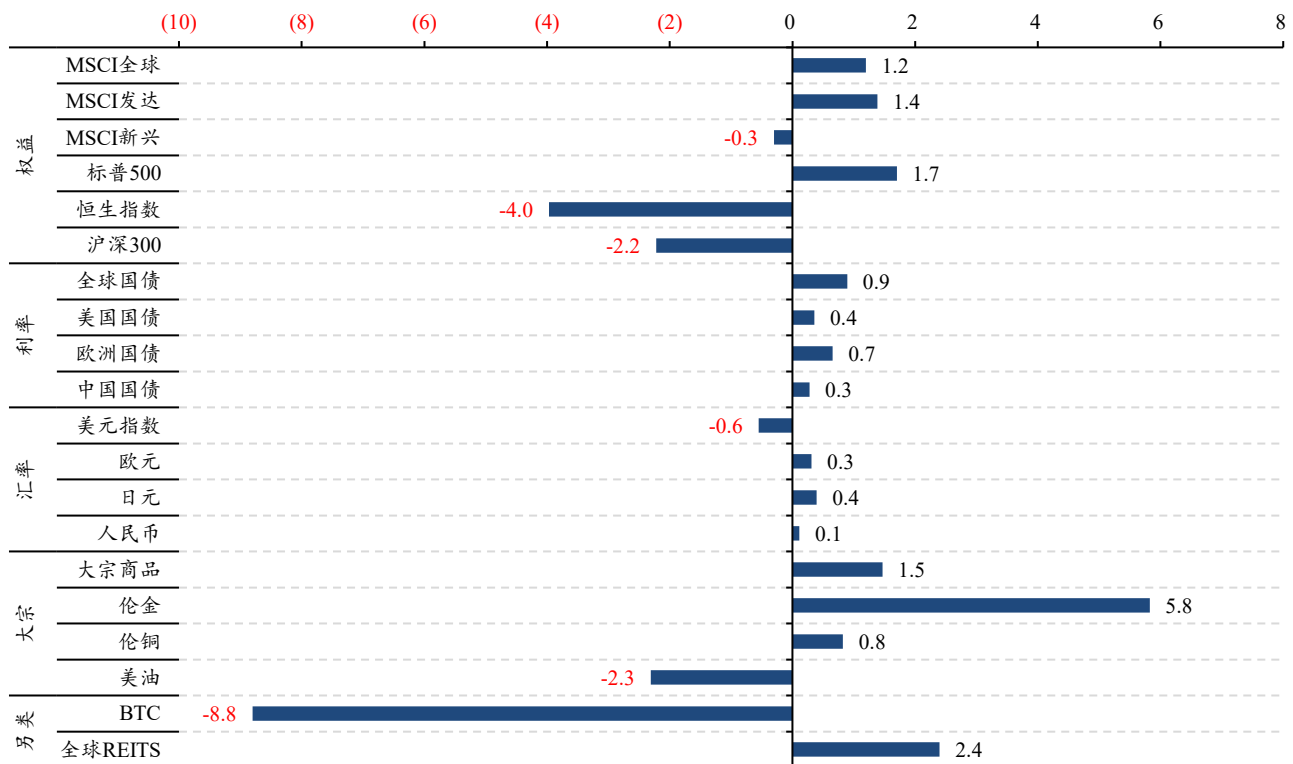
2025-10-15

TGA 是财政部回笼的流动性，逆回购是市场冗余的流动性，因此美联储向市场真正投放出去的净流动性可大致理解为总资产减去 TGA 与逆回购。当前隔夜逆回购协议仅剩 69.6 亿美元，较巅峰时期的 2.5 万亿美元已所剩无几。逆回购的几近耗尽与 TGA 的持续补充令市场开始担忧美元流动性风险。虽然 TGA 的提升已接近尾声，**但缩表持续、逆回购耗尽的背景意味着美联储净流动性面临更大挑战，这或倒逼美联储更快结束缩表，同时强化 10、12 月各 25bps 的降息概率。**②**汽车信贷风险：**

10 月 16 日，美国区域银行 Zion Bancorp 在财报中披露了一笔 0.5 亿美元的贷款坏账，随后 Western Alliance Bancorp 表示自己有一笔坏账来自同一贷款人，这两家银行的股票与优先股价格随之大跌，引发市场担忧。上述银行的坏账均与 9 月美国汽车金融公司 Tricolor 的次级贷款有关。对于美国的信贷风险，总体来看，美国居民信贷总体状况良好，但车贷的信用与违约风险的确在升级：高利率的持续、车价飙升导致车贷月供压力激增，进而冲击车贷行业。而从存量来看，截至最新 25Q2，美国居民 18.38 万亿美元的总债务中有 1.66 万亿美元为汽车贷款，占比 9%；从流量数据来看，2021 年以来新车车贷主要为高评级(760+)群体，次贷(<620)占比稳定维持在 15%。从居民收支结构来看，美国居民收入的 60% 来自薪酬，支出的 80% 用于消费，非房利息支出在总收入中的占比仅 2%。因此，美国经济的核心仍然是“薪酬收入→消费支出”的内循环。非房利息支出虽然自 2022 年以来飙升，但总体占比过小，对美国经济影响体量不够大。由于在总信贷中占比 70% 的房贷仍然健康，因此**只要地产、劳务市场等核心部门不出现实质性风险，那么美国经济都将在当前降息周期下延续软着陆。**而本周，随着地区银行财报好于预期、SRF 使用量重归零，市场避险情绪有所缓和，黄金价格上破 4300 美元/盎司历史新高后有所回调。但央行通过黄金去美元化的行为长期看仍难以逆转，因此我们对黄金战略性强烈看多观点依旧维持不变。

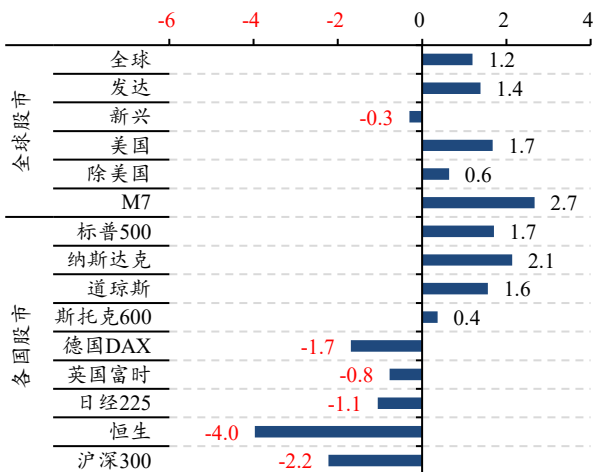
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：过去一周全球大类资产回报率变动



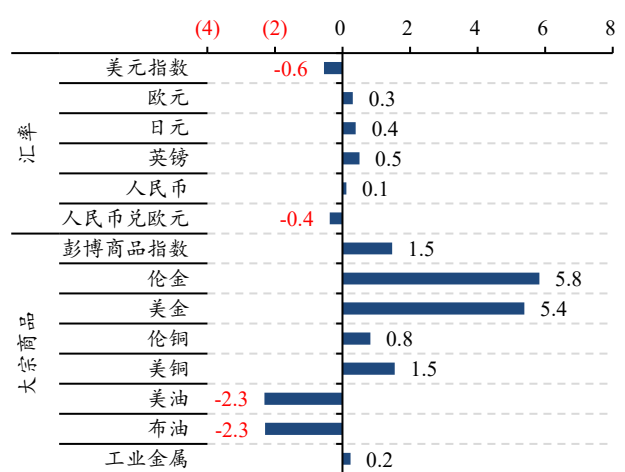
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%，利率为彭博美债指数，汇率为对美元升值幅度

图2：过去一周全球股市回报率变动



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：过去一周汇率与大宗商品回报率变动



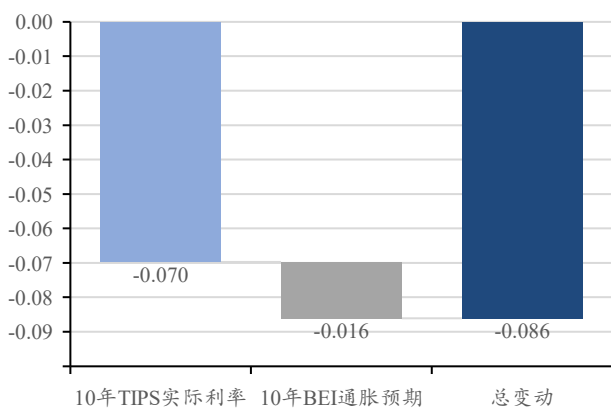
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图4: 10年、2年美债利率与利差



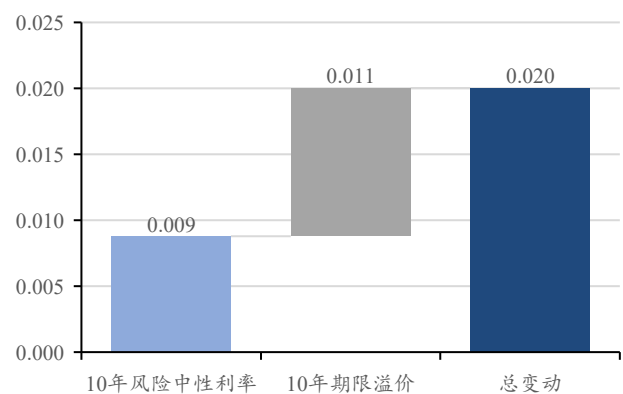
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(风险中性利率与期限溢价视角)



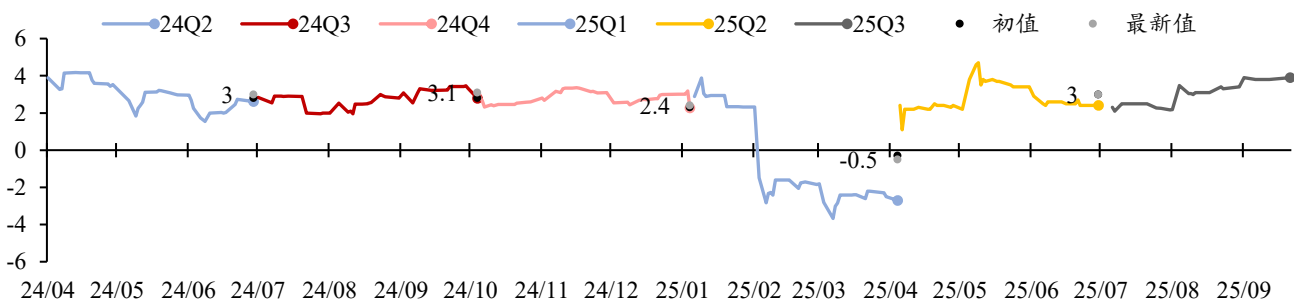
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(实际利率与通胀预期视角)



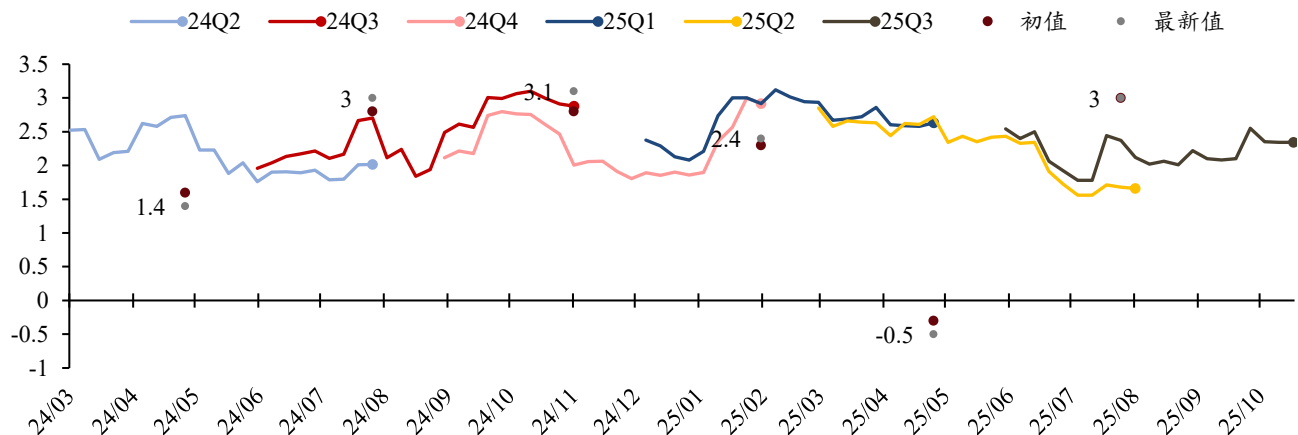
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近 6 个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



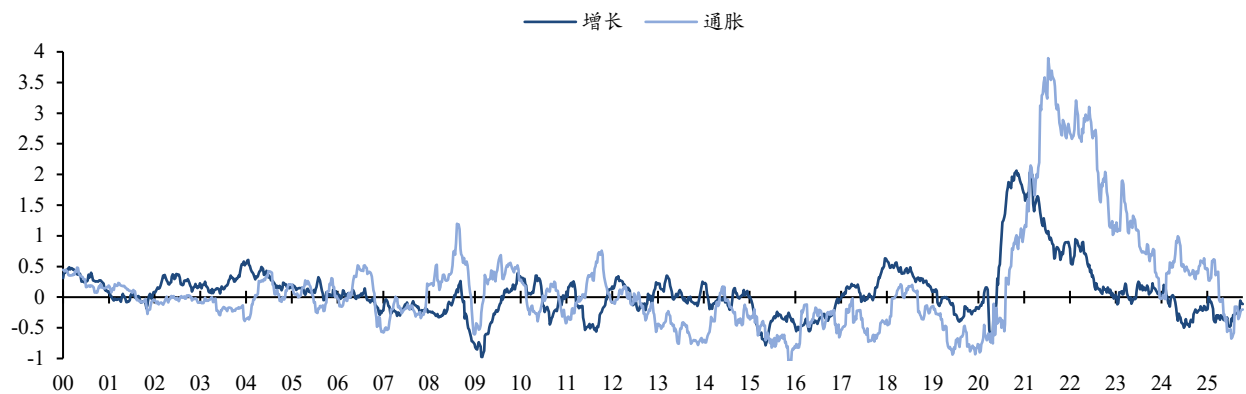
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



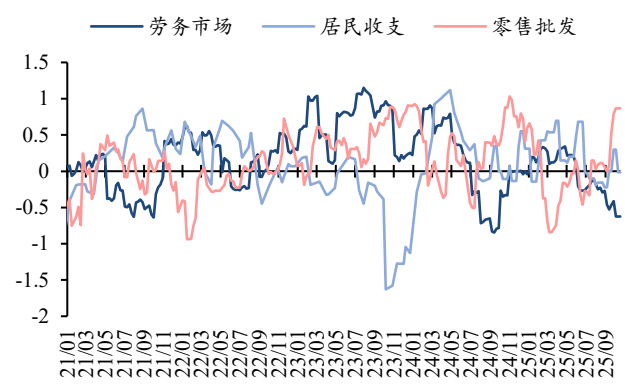
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



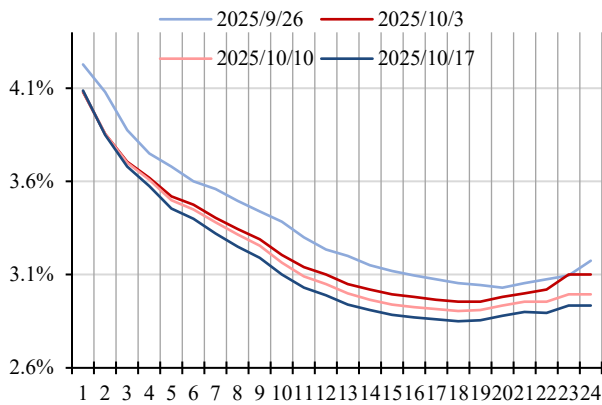
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



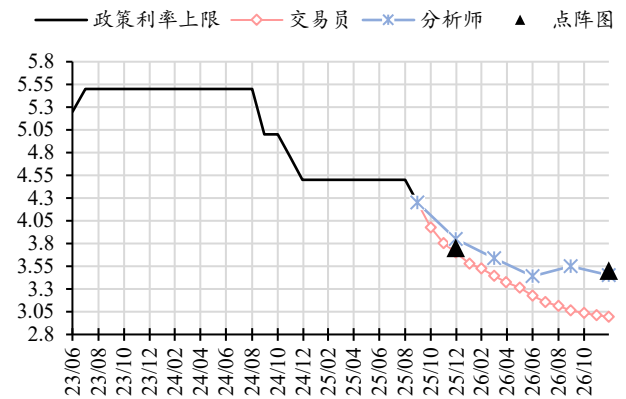
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 各方对美国政策利率路径预测



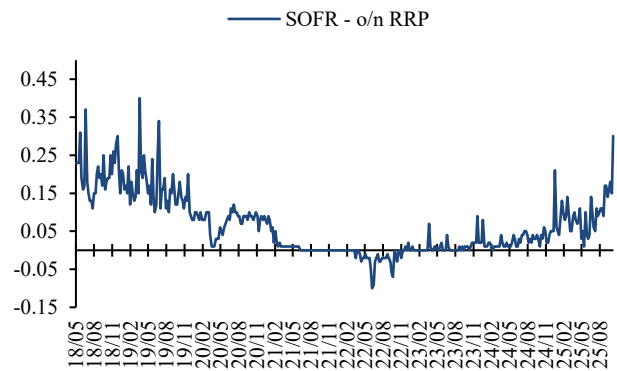
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



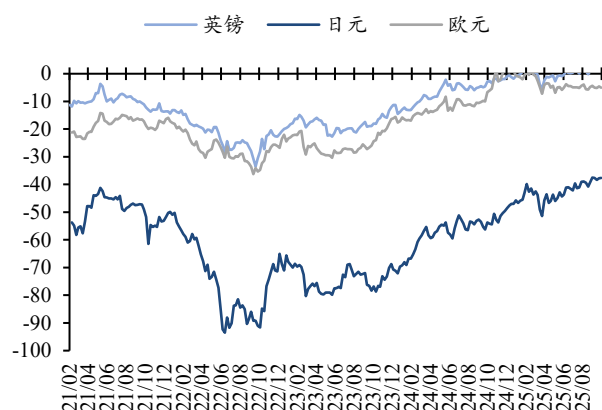
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



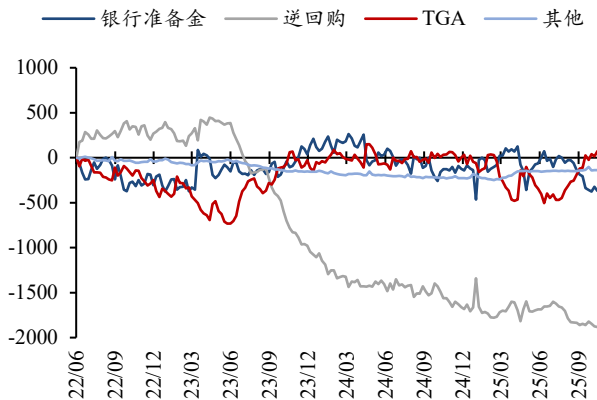
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



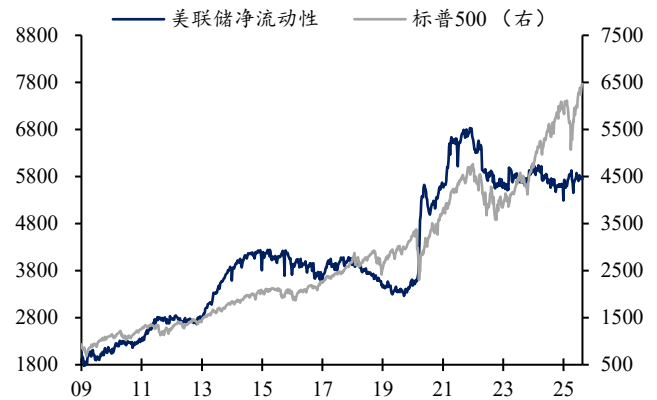
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项变动



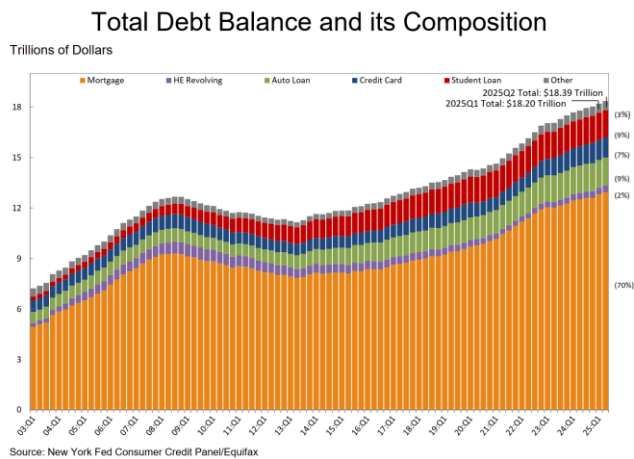
数据来源: 美联储、东吴证券研究所

图19: 标普 500 与美联储净流动性



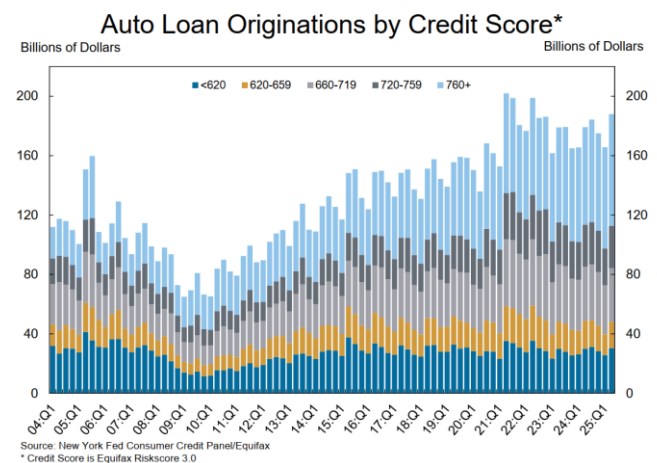
数据来源: 美联储、东吴证券研究所

图20: 美国居民债务结构



数据来源: 美联储、东吴证券研究所

图21: 美国居民汽车贷款信用评级



数据来源: 美联储、东吴证券研究所

图22：美国居民收入支出结构

美国居民收入结构	2025年8月	2025年7月	变化	占比	美国居民支出结构	2025年8月	2025年7月	变化	占比
个人收入	26,280	26,184		100%	个人支出	21,974	21,841		84%
薪酬收入	15,861	15,818		60%	利息支出	571	568		2%
工资&薪酬	13,072	13,039		50%	转移支出	291	290		1%
私人部门	11,126	11,098		42%	消费支出	21,112	20,983		80%
政府部门	1,945	1,941		7%	商品	6,579	6,527		25%
薪资补充	2,790	2,780		11%	耐用品	2,311	2,292		9%
员工退休&保险金	1,874	1,866		7%	机动车&零件	774	771		3%
政府社保基金	916	914		3%	家具&家用设备	513	511		2%
经营收入	2,121	2,102		8%	娱乐品&载具	716	705		3%
农业	92	76		0%	其他耐用品	307	305		1%
非农	2,028	2,026		8%	非耐用品	4,268	4,235		16%
租金收入	1,122	1,118		4%	餐饮	1,543	1,536		6%
资产收入	4,219	4,214		16%	服装与鞋袜	574	566		2%
利息收入	1,968	1,965		7%	能源商品	408	398		2%
股利收入	2,251	2,249		9%	其他非耐用品	1,744	1,735		7%
转移收入	4,991	4,961		19%	服务	14,533	14,456		55%
政府对个人的社会福利	4,876	4,859		19%	家庭服务	13,935	13,862		53%
社保	1,579	1,574		6%	居住	3,816	3,807		15%
医疗保险	1,238	1,227		5%	医疗保健	3,555	3,545		14%
医疗补助	1,017	1,012		4%	运输	717	703		3%
失业保险开支	39	39		0%	休闲	827	817		3%
退伍军人福利	299	295		1%	食宿	1,514	1,501		6%
其他	705	712		3%	金融&保险	1,712	1,701		7%
其他个人经常转账收入	115	102		0%	其他服务	1,795	1,788		7%
(扣除)对国家社保贡献	2,034	2,029		8%	非营利机构	598	594		2%
(扣除)个人当前税负	3,246	3,237		12%	(留存)个人储蓄	1,060	1,107		4.03%
个人可支配收入	23,034	22,947		88%	(留存)个人储蓄率(%)	4.60	4.80		-

注：储蓄率 = 个人储蓄/可支配收入，占比为最新数据占比，数据经季调年率处理，单位为十亿美元

数据来源：彭博、东吴证券研究所

图23：22Q3以来央行累计净购金规模、黄金ETF总规模、金价隐含黄金总规模与二者残差



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位百万 oz

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>