



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期： 2025年09月14日

分析师： 花小伟

Tel: 021-53686135

E-mail: huaxiaowei@shzq.com

SAC 编号: S0870522120001

分析师： 张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告：

《前两轮牛市带来的启示》

——2025 年 09 月 08 日

《居民资产切换启幕，牛市空间在望》

——2025 年 08 月 15 日

《股市正常回调，或成为新的“财富锚”》

——2025 年 08 月 01 日

美联储转鸽，金价充分交易全年 3 次降息预期

——上海黄金价格突破前高点评

■ 投资摘要

事件概述

上海黄金现货与期货自 2025 年 9 月 1 日起加速上涨，截至 9 月 9 日分别上涨 6.42% 与 6.29%，绝对价格均超过 2025 年 4 月 22 日的高点。

分析与判断

外盘金价更早突破前高。

外盘黄金价格突破前高发生的时间点早一些，以伦敦金现货为例，4 月 22 日的前高为 3433.55 美元/盎司，9 月 1 日为 3474.90 美元/盎司，开始突破前高。纽约 COMEX 黄金期货价格甚至在 8 月 26 日就开始突破前高。

美联储主席杰克逊霍尔讲话态度转鸽是重要转折点，黄金价格已经充分反映 2025 年降息 3 次的预期。

我们认为外盘金突破前高的原因始于 8 月 22 日美联储主席杰罗姆·鲍威尔在位于怀俄明州杰克逊霍尔举办的经济研讨会上发表的讲话。鲍威尔在该讲话中认为美国就业下行风险在提升，且关税对通胀的影响已经清晰可见，并明确提到“基线前景和风险平衡的转变可能需要调整我们的政策立场。”这被市场解读为美联储转鸽的重要信号。

根据 30 天联邦基金期货价格数据显示，美联储 9 月降息 25 BP 的概率由 8 月 22 日的 71.3% 大幅提升至 8 月 23 日的 82.9%。同时 12 月底降息至 3.50-3.75%（对应全年降息 3 次，每次 25 BP）的概率由 8 月 22 日的 25.6% 提升至 8 月 23 日 35.9%，且该概率后续持续提升，截至 9 月 12 日已经提升至 72.4%。

纽约金期货价格在 8 月 22 日大涨，并自 8 月 26 日开始突破前高后快速上涨；伦敦金 8 月 25 日休市，26 日复市后连续 5 天上涨，在 9 月 1 日开始突破前高，后继续上涨。我们认为当前的黄金价格已经充分反映了 2025 年降息 3 次的预期。

黄金价格涨势放缓甚至下跌，美国物价上行或制约美联储进一步转鸽。

外盘黄金价格在 9 月 9 日盘中达到最高价格后收盘有所回落，后

续几日价格涨势有所放缓甚至有所下跌，上海黄金期货价格则在 9 月 10 日盘中达到最高价格，后续有所下跌。

8 月美国 CPI 同比增长 2.9%，较 7 月提升 0.2%，环比增长 0.4%，超过预期的 0.3%。我们认为关税效应逐步体现，美国消费品物价超预期上涨对美联储进一步转鸽形成某种掣肘，美联储需要在就业下行与通胀上行中把握平衡，美联储 9 月降息 50 BP 的可能性并不高。

黄金短期涨势放缓，或以横盘震荡为主。

展望黄金后续走势，我们认为美联储 9 月份如果如期降息 25 BP，全年降息 3 次，黄金价格受影响可能并不大，前期黄金价格上涨已经充分交易了美联储主席态度转鸽以及全年降息 3 次的预期，明年的降息的节奏和幅度或许更为重要。

我们认为黄金价格短期内如果需要进一步向上突破，需要 9 月降息幅度达到 50 BP。由于 8 月份的非农与通胀数据已经公布，截至 9 月 16-17 日会议召开，美国并无新的非农或通胀数据要公布，因此我们认为美联储 9 月并无经济表现方面的理由突然加大降息力度。

黄金突破向上的另一个可能性是美联储 2025 年底把联邦基金利率降至 3.50-3.75% 以下的水平，而 9、10、11 月份的非农和通胀数据仍然很关键，我们需要持续跟踪用以判断美联储年底降息力度是否会加大。在当前这个时点，我们认为黄金在未来一个月的范围内涨势放缓，横盘震荡是大概率事件。

黄金长期看多逻辑并未改变，后续可能进一步向上突破。

我们认为全球去美元化，美联储步入降息周期等黄金长期上涨的大逻辑并没有改变，如果时间拉长，黄金有望进一步向上突破。但是这需要有新的变量发生，比如美国就业形势或通胀水平超预期下滑导致美联储态度进一步转鸽，或者特朗普通过美联储理事人员变动成功对美联储施压，美联储超预期转鸽等等。

■ 风险提示

- 美国通胀水平上行超预期；
- 特朗普对美联储施压具有不确定性；
- 美国经济增长超预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。