

# 交銀金融

2025 年 10 月號 第 208 期

環球金融市場部研究組

## 聚焦美國聯邦政府停擺及中美貿易爭端： 三季度美國大類資產走勢回顧及後市展望

### 摘要

- 10 月起，特朗普主政的美國聯邦政府陷入停擺狀態，預計將影響數十萬聯邦僱員就業，期間關鍵經濟數據缺失也對美聯儲決定貨幣政策造成負面影響。
- 10 月中旬，美國商務部高額港口費引發中國全方位稀土出口管制，中美貿易爭端由美國單方向封鎖轉向兩國「雙向戰略遏制」新階段。
- 三季度起，全球外匯市場走勢回歸基本面邏輯，圍繞特朗普政策風險的「去美元化」避險情緒總體回落，美元走強，非美貨幣普遍回落。
- 預計隨美聯儲降息、停止縮表及財政部發債洪峰逐步消退，四季度美國金融環境將總體放鬆，資金面進一步寬裕，美債、美股年內料延續漲勢，但金價短線或面臨回調風險。

### 一、美國聯邦政府關門的原因及歷史經驗

#### (一) 本輪美國聯邦政府關門始末及美國的國會預算流程

- 2025 年 10 月 1 日，在時隔 7 年之後，特朗普主政的美國聯邦政府再次停擺。本輪政府停擺的主要原因是，民主黨以延長醫保法案中的政府補貼為理由，拒絕通過共和黨提出的作為 2026 財年撥款法案替代的持續決議（給予政府機構臨時性的撥款，按上個財年撥款法案水平進行）。美國參議院共有 100 個議席，需要 60 票通過臨時性撥款法案，但目前佔多數的共和黨僅佔其中的 53 個議席，因此導致聯邦政府機構因缺乏財政撥款而陷入關門處境。截至 10 月 15 日，美國參議院第 9 次投票失敗，美國政府停擺延續至第四周。
  - 根據美國《國會預算法》，美國參眾兩院應當在當年的 4 月 15 日之前通過下一財年的預算決議 (the Budget Resolution)：該項預算決議不具有法律效力，但將作為政府總體收支計劃的藍圖，指導美國國會議員制定具體詳細的（且具法律效力的）下財年撥款法案 (the Appropriation Bills)。
  - 在預算決議通過國會後，參眾兩院會通過制定一系列的撥款法案（共有 12 項）為各個聯邦機構的活動提供資金：這些撥款法案的截止通過日期為 9 月 30 日，也就是美國新財年的起始日期之前。但在實際操作中，由於黨派分歧及流程冗長，美國國會很少按

時在新財年開始之前就通過這 12 項撥款法案。根據皮尤研究中心的一份研報，在過去的 15 個財年中，美國國會有 13 次沒有在新財年開始前通過任何一項支出法案。

- 而由於沒有正式的撥款法案為聯邦政府提供合法資金，美國國會通常會通過一項名為「繼續決議」(the Continuing Resolutions) 的臨時撥款法案，即通過延長上一財年的撥款水平(僅限於現有項目)來維持政府的基本運轉。而如若在新財年開始之前，美國國會沒有通過這項臨時性的撥款法案，則美國聯邦政府會因缺少資金而陷入停擺。
- 根據美國國會官網，2025 財年常規的 12 項撥款法案目前均未通過參眾兩院初步審議，而用於延長現有撥款水平的兩份延長決議(共和黨計劃將臨時性撥款延長至 11 月 21 日；民主黨的方案則計劃延長至 10 月 31 日)也未能通過參議院投票。兩黨分歧的核心是民主黨試圖在撥款法案中增加長期或永久化預計於 2025 年底到期的「增強保費稅收抵免」的內容(主要是為中低收入人群提供醫療保險)，但共和黨人出於控制財政開支及債務規模的角度拒絕同意這一提案。
- 值得一提的是，雖然撥款法案常引發市場關注及美國聯邦政府關門問題，但其決定的政府開支實際上僅佔整個財年聯邦財政開支的不到三分之一(即所謂的自由裁量開支，主要涉及聯邦政府撥款及國防開支)，佔比 26.8%，而強制性開支(包括醫保、失業保險及其他福利支出，加上利息支出)比重超過七成，並不需要由國會預算流程專門審批，因此對財政開支的影響有限，其最重要的影響主要還是部分聯邦僱員無法工作造成的經濟損失。

圖 1-1：過去 50 年中，美國政府最長關門時長達到 35 天(也是特朗普任期)，本次美國聯邦政府停擺或超越歷史記錄

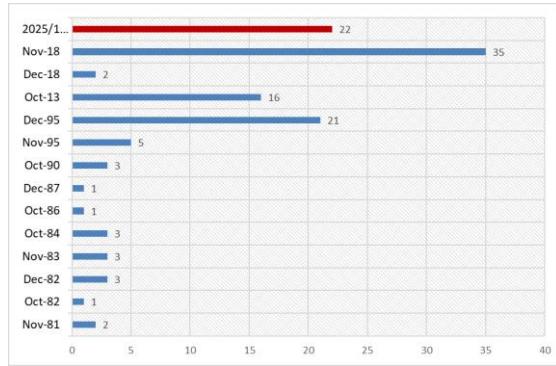
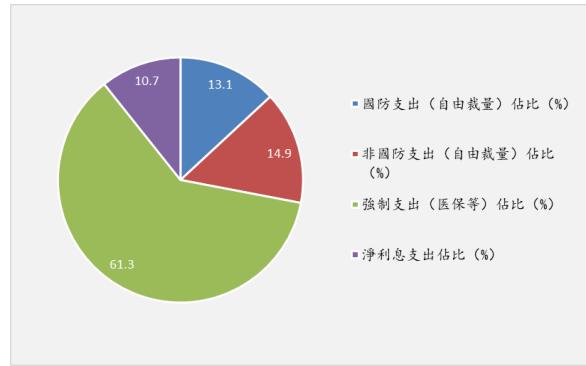


圖 1-2：實際上讓聯邦政府關門的財政開支佔總預算的不足三成，對聯邦開支整體影響較為有限



數據來源：Bloomberg, CNN

## (二) 美國聯邦政府關門的歷史經驗及實際影響

- 美國現行的預算規程是自 1977 年開始正式確認的，在那之後的近五十年內，美國國會僅在 4 個財年及時通過了正式的撥款法案，其餘年份都是通過臨時性撥款法案(也即是繼續決議)解決聯邦政府資金問題。
- 美國國會審議臨時性撥款提案的效率面臨黨爭的掣肘，過去 30 年來美國聯邦政府關門問題

**屢屢發生**，自 1995 年以來累計發生六次聯邦政府缺乏資金的停擺時間，此前（2018 年 12 月至 2019 年 1 月）的關門事件持續了 35 天，為有史以來最長，影響了約 30 萬聯邦僱員的就業（較本次影響範圍更小，因 12 項法定撥款議程中有關對國防及教育等部門的 5 項撥款法案已經獲通過），美國國會預算辦公室估計當年國內 GDP 受影響減少了約 30 億美元。

- ✿ 實際上，在美國聯邦政府停擺階段，並非所有機構及僱員都無法正常履職，但被視為「非必要」崗位的僱員將開始無薪假期。由於原定 12 項法定撥款議程目前沒有一項獲得通過，本次聯邦政府關門事件受影響的僱員人數較前次範圍更廣，美國國會預算辦公室預計受影響人數將達到 75 萬人，約佔當前聯邦僱員總數的約 40%，預計對美國 GDP 造成的損失將達到 70 億到 150 億美元/周，截止 10 月 15 日，由於美國參議院第九次投票未能通過臨時性撥款決議，預計政府停擺要持續至少四周，給美國經濟帶來的直接損失超過 300 億美元。
- ✿ 此外，白宮此次還宣稱如果政府關門持續，則政府將考慮削減「民主黨機構」，並進行大規模裁員以節省來自納稅人的「用於浪費和欺詐的資金」。特朗普就任以來對美國聯邦機構進行了大刀闊斧的裁撤和改革，除了黨爭的原因之外，主要也是受到目前美國財政開支缺口較大、資金使用效率低下等因素影響，因此共和黨大概率將利用此次機會裁撤聯邦機構及僱員，以達成減支目標，我們預計即便聯邦政府在數周後恢復運營，美國就業下滑的態勢還將持續。

圖 1-3：今年以來，共和黨政府大幅裁撤聯邦機構，公共部門裁員成為勞動力需求降溫的主要貢獻之一

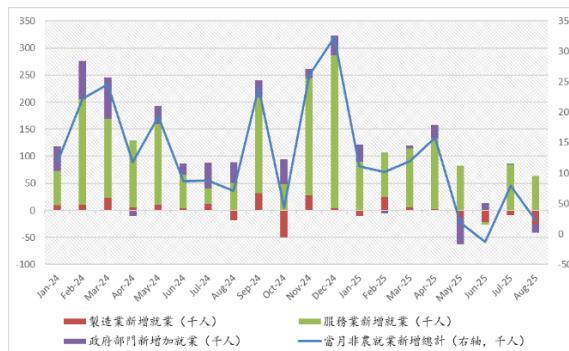


圖 1-4：即便政府恢復營運，預計美國就業需求下滑的勢頭還將持續



數據來源：Bloomberg

### （三）美國經濟數據推遲發布的影響及美聯儲貨幣政策路徑預判

- ✿ 本次聯邦政府停擺對金融市場最重要的影響之一，就是包括勞工統計局在內的部分美國數據統計機構停止運營後，原定月初公布的 9 月非農就業、月中公佈的 CPI 數據（預計推遲至 10 月 24 日發佈）及零售銷售數據，以及月底發佈的三季度 GDP 的初值都將推遲發布，部分關鍵宏觀數據缺失可能為美聯儲決定貨幣政策帶來負面影響。除此之外，政府在 10 月暫停運營意味著依賴僱員人工搜集的經濟數據難以保證精確度，根據彭博社的預估，數據的誤差甚至會持續至明年春季。

- 本月以來，包括主席鮑威爾在內的多位美聯儲官員在公開場合發表講話，但政策取態並不完全一致。以鮑威爾為代表的偏鷹派官員還是強調關稅對物價的推升作用不可小覷，而以米蘭、沃勒為代表的鴿派官員則強調就業市場疲軟已經成為降息的充分理據。**美聯儲內部意見分歧較大，因此在 10 月議息會議前公佈的數據相當重要**，但從美國參議院多輪投票僵局來看，包括零售、物價經濟數據都將推遲公佈。從歷史經驗來看，在聯邦政府恢復營運後，還需要一周到兩周的時間才能公布此前暫停的經濟數據。
- **通脹方面**，目前市場預期的是整體及核心 CPI 均按年成長 3.1%，較前值進一步上漲/持平。從前月的走勢來看，核心服務雖然仍然是物價上漲的主要貢獻因素，但其增速也在緩慢回落；另一方面，受關稅影響較大的核心商品物價增幅持續提升（雖然對整體 CPI 的貢獻有限），特別是運輸商品及家具用品價格上漲的勢頭相當明顯。從前置指標來看，我們預計這個趨勢在 9 月也將持續，並給美聯儲 12 月再次降息 25 個基點帶來一定掣肘。
- 從經濟的整體走向來看，我們預計三季度美國 GDP 環比增速還將維持強勁（亞特蘭大聯儲 GDP Nowcast 預測認為三季度 GDP 環比增速將達到 3.9%）。以上預判主要是基於以下幾個因素考慮：
  - 零售銷售端仍然具有韌性，雖然耐用品支出增速回落，但服務消費的增長勢頭還在持續，8 月名義零售銷售的同比增速進一步回升至 5%；
  - 7 月、8 月工業生產端隨新訂單增長而持續回暖，主要是受到人工智能設備支出大增（電子元件、計算機等）的提振，且貿易政策不確定性回落、美聯儲降息前景落定等因素也改善企業固定資產投資的信心；
  - 進出口方面，美國在 7 月起與主要貿易對手達成了一系列利好本國的協定，且中美之間的貿易爭端也在貿易「休戰期」顯著降溫，圍繞外貿的政策不確定性有所下降。
  - 但是，公共部門繼續構成 GDP 增長的拖累，主要源於共和黨政府上任開始對聯邦開支的大幅削減。
- **就業指標方面**，除了權威性的勞工統計局非農就業數據之外，還存在 ADP 小非農及職缺等替代性數據，而這些數據目前均指向更加疲弱的就業市場，比如 9 月 ADP 就業人數意外減少 3.2 萬人次，遠低於普遍預期的增加 5.1 萬人，主要是服務業就業人數大幅削減。除此之外，共和黨借聯邦政府停擺裁撤政府機構及僱員的傾向也預示著公共部門就業將持續惡化。因此，在火熱的經濟及物價數據推遲發布、替代性就業指標指向勞動力市場顯著轉弱的背景下，預計美聯儲本月降息 25 個基點幾成定局。

圖 1-5：美國通脹回升勢頭明顯，經濟韌性較強，預計美聯儲今年降息後將轉入政策觀察期（暫停降息）

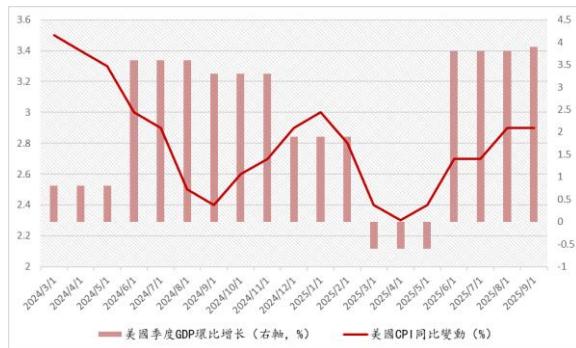
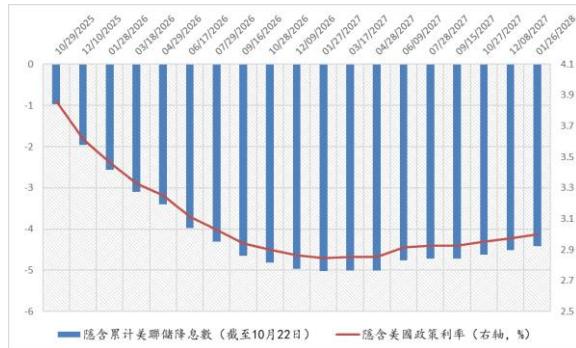


圖 1-6：目前市場基本完全定價 10 月、12 月美聯儲議息會議分別降息 25 個基點，但對明年降息幅度押註略微激進



數據來源：Bloomberg

## 二、近期中美貿易摩擦升級的影響及後市走向

### (一) 10 月起美國對華海事、物流加征高額港口費，成為中方稀土管制導火索

- ✚ 美國貿易代表辦公室於今年 4 月 17 日發布對中國海事、物流及造船領域的 301 調查結果，宣布於 10 月 14 日起對中國船舶征收高額港口費，對中國所有或運營的船舶、中國建造的船舶按淨噸重量征收高額港口服務費，且費率將逐年遞增。以普通遠洋貨輪的淨噸位（數萬噸至數十萬噸）計算，預計中國製造的船舶單次停靠費用上限可達到 150 萬美元。
- 今年上半年中國造船業訂單（噸位計算）佔全球比重約為 55%，佔世界主導地位，而美國船運佔比不到 1%；但在美國持續打壓下，中國造船業新訂單數量已經同比大幅減少了 68%。預計美國港口費新規將顯著推高中國船舶涉美航線的運輸成本，並嚴重削弱中國造船業在全球範圍的競爭力。
- ✚ 從單向封鎖轉為雙向戰略遏制，中美博弈範式進入新階段：中美馬德里談判後，美方加緊了對華貿易、科技及船運業的打壓力度，而中方對稀土進行全面管制標誌兩國貿易摩擦進入新階段。10 月 9 日，為維護國家安全和利益，中國商務部發布兩項關於加強稀土相關物項的出口管制措施，包括對稀土相關技術等物項實施出口管制、對境外相關稀土物項實施出口管制的決定。
- 中國長期在稀土生產方面佔據主導地位，2024 年全球有約 70% 稀土產量來自中國。對稀土及技術進行嚴格出口管制，對全球國防裝備、半導體、高性能材料製造等領域影響巨大，中國海關數據顯示，今年 1-9 月我國稀土出口較去年及前年同期分別下降了 7.1% 與 44.8%。中國全方位提升稀土管控，意味著中美貿易摩擦已從美國單方面封鎖轉向兩國雙向戰略遏制的新階段。

### (二) 美國資本市場現「黑色星期五」，特朗普再度「TACO」待中美元首會談結果

- ✿ 由於中方稀土出口加碼反制，特朗普 10 月發出對華加征 100% 關稅威脅，美國資本市場大幅回撤：中美貿易摩擦的新前景帶動標普五百指數 10 月 10 日單日暴跌超過 200 點，截至本月下旬仍未完全收復跌幅；避險情緒升溫帶動 10 年期美國國債利率從 4.15% 跌至 3.95% 附近，而美匯指數也從 99.5 一度跌至 98，單週跌幅超過 1.5%；黃金價格一度向上突破 4,350 美元/盎司關口並創下歷史新高。
- ✿ 由於資本市場大幅回撤，特朗普政府如市場預期般再度 TACO (Trump Always Chickens Out，即展現強硬後退縮讓步)，暗示稱會延長關稅停火期，但實際上 11 月的關稅是否落地，還取決於中美於馬來西亞的第五輪經貿談判及月底兩國元首在韓國 APEC 會晤的具體成果。隨著美國政府停擺進入第四周，美國聯邦政府內外交困的僵局還在持續，對美國本土就業進展及海外貿易環境的擔憂情緒持續攀升，為美聯儲 10 月議息會議降息 25 個基點提供了又一理據。
- ✿ 中美貿易爭端升溫的後續預判：自 9 月以來，中美之間圍繞大豆、芯片、船舶、稀土等多個領域展開多輪交鋒，從歷史經驗來看，特朗普政府習慣在重大談判前主動升級摩擦，以為後續談判提供籌碼。而目前兩國對關鍵產品出口管制及加征關稅的生效時間基本都在 11 月之後，意味著兩國仍然在為後續談判留出空間餘地，因此中美貿易爭端進一步升溫的可能性較低。

另一方面，由於中美之間的貿易競爭已進入雙向戰略遏制的新階段，今年以來兩國貿易局勢的幾輪波動難以掩蓋戰略性博弈的長期性趨勢，我們預計避險品（貴金屬及避險貨幣）的走勢長期看好；風險資產短線或因政策不確定性有所承壓，但在投資者逐步適應國際地緣政治大變局的過程中，資本市場重演 4 月歷史性回撤的可能性較低。

圖 2-1：截至 2024 年，中國造船業佔據世界主導地位，美國高額港口費預計將擾亂全球航運及物流秩序

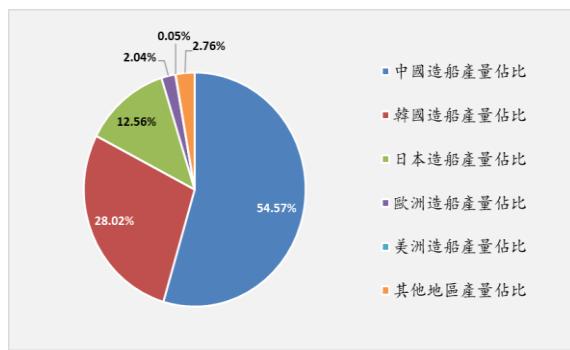
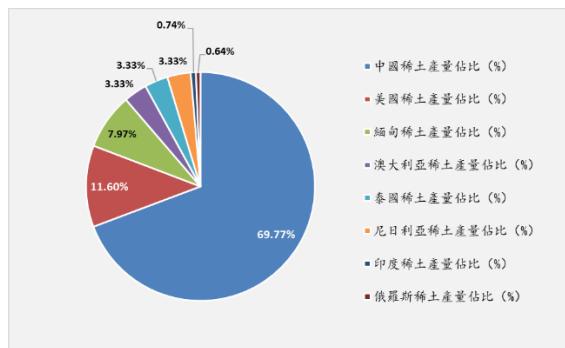


圖 2-2：2024 年中國稀土產量佔全球近七成，全方位稀土出口管制將對西方國家形成戰略遏制



數據來源：Bloomberg，聯合國貿易發展署，Statista

圖 2-3：特朗普 10 月宣布對華加征 100% 關稅後，美國資本市場出現大幅回撤，避險情緒急升

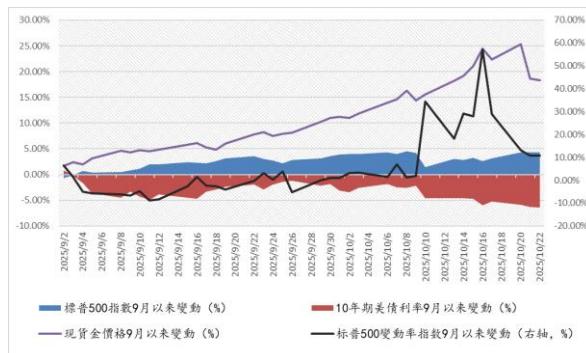
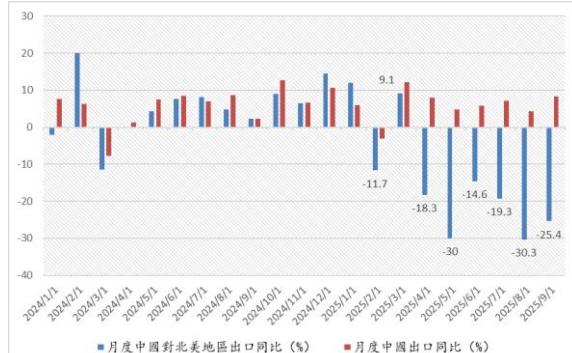


圖 2-4：預計中美貿易爭端短線升溫的概率較低，但戰略博弈的大背景下兩國經貿聯繫將進一步回落



數據來源：Bloomberg

### 三、近期美國大類資產走勢回顧及後市展望

#### （一）美股：流動性利好令短線上漲邏輯仍存，但系統性風險因素持續累積

- + 今年三季度開始，美聯儲降息、AI 熱潮及宏觀經濟韌性仍支持美股延續漲勢，但受制於 10 月以來國際經濟政治環境不確定性提升，及美國政府停擺後關鍵經濟數據缺位，風險資產價格波動性受交易情緒波動影響也有所提高。實際上，自今年 4 月以來，美股市場經歷了強勁反彈，標普 500 指數近半年內漲幅超過 40%，且期間未出現顯著技術性回調。我們預計在美聯儲降息落定的大背景下，市場對特朗普政策風險的反應已從「恐慌性的不確定」轉向「可預期的不確定」，加之目前美國人工智能設備設施投入持續擴張、科技企業財報表現較好，美股年內上漲邏輯仍然存在。
- + 但另一方面，美股持續的單邊上漲已推動市場情緒進入樂觀區間，系統性風險持續累積。美國銀行最新基金經理調查顯示，僅 13% 的受訪者預期經濟將出現「硬著陸」，絕大多數機構的核心情景為「軟著陸」或「不著陸」。這種樂觀情緒反映在倉位配置上，即機構投資者現金比例降至歷史新低，股票倉位普遍接近滿倉。高度一致的樂觀預期與極端倉位配置，已導致風險定價明顯失衡，市場對未來增長的預期過高，而對潛在風險的定價不足。
- + 特別是，當前美股估值已進入歷史性極端水準，中長期價格歸回均值的概率在攀升。如巴菲特指標（美股總市值/GDP）已升至 217%，超 2000 年互聯網泡沫頂峰的 159% 和 2008 年金融危機前的 110%，而更廣義的股權總價值/GDP 比值同樣處於歷史極值；加之美國科技板塊的技術優勢正面臨來自中國的強勁挑戰，我們預計美股短期內料將因流動性利好和情緒慣性繼續沖高，但中長期向均值回歸的風險顯著提升。

圖 3-1：今年三季度以來，美股持續上漲勢頭，其中主要受科  
技板塊漲幅驅動

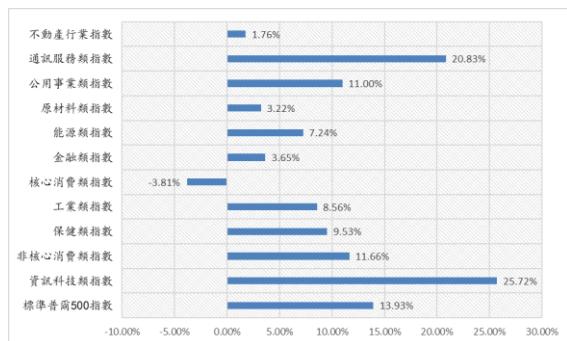


圖 3-2：但美股估值已進入歷史性極端水平，短線或因流動性  
利好繼續衝高，但中長期系統性風險持續累積



數據來源：Bloomberg, MacroMicro

## （二）美債：年內利率下行趨勢確認，待美聯儲轉入政策觀察期後或見回升

- ✿ 美聯儲最新點陣顯示今年將累計降息 3 次，共 75 個基點。就業市場的疲弱勢頭預計在貨幣政策解綁緊縮性後企穩回升，預計美聯儲今年下半年連續降息 3 次後，從明年開始轉入政策觀察期，主要是等待降息的滯後效應及關稅對物價的推升作用，直至明年的降息概率都不高，目前美聯儲預計明年降息的幅度在 25-50 個基點左右。
  - ✿ 這對美債利率的影響是，由於年內國內外政治經濟前景的不確定性較高，在降息預期持續升溫的過程中，短期限美債息的下行趨勢預計會至少持續到年末，但除非重大風險事件激活避險需求，中長期限美債利率下行速度都將偏慢。
- 另一方面，隨降息對經濟的積極作用逐步釋放，及通脹水平受貿易緊張局勢影響持續高企，美聯儲轉入政策觀察期後，預計各期限美債息在明年初會面臨一定程度的回升風險。此外，中美戰略對抗及美國政策風險持續攀升也令長期限美債的避險功能弱化，投資者信心的侵蝕對美債價格的負面作用也不可小覷。
- ✿ 此外，近期鮑威爾在公開市場發言中也暗示將年內或停止縮表（目前為每月 50 億美元的減持速度），主要因為近期美國市場已經顯示出資金面收緊的初步跡象：自 7 月份美國新的債務上限通過後，財政部迎來債券發行洪峰，截止 10 月中旬存量美債餘額已經膨脹逾 1 萬億美元，而財政部 TGA 賬戶從 3,000 億美元一路上漲至 8,100 億美元左右，意味著美債淨發行額有接近 50% 流入了財政部存款賬戶中。
  - 在此過程中，美聯儲還在持續縮表，這與政府債券發行上量的直接影響是銀行體系流動性被大量抽取至美債市場。美聯儲衡量銀行體系流動性的商業銀行準備金餘額已經從 3.4 萬億美元一路下破 3 萬億美元關口，截至 10 月下旬來到了 2.98 萬億美元的 5 年以來新低；貨幣市場的 SOFR、三方面回購利率單月上漲幅度都在 10-20 個基點左右，意味著貨幣市場融資成本顯著抬升，且 OFR 金融緊張指數等指標顯示美國金融環境三

季度開始整體抽緊。

- 從後市展望來看，我們認為雖然三季度流動性有所收緊，但四季度美聯儲降息及提前停止縮表均有助於資金面延續平穩充裕，美國貨幣市場重演 2019 年 9 月的流動性危機的概率都較低。此外，隨著美國財政部發債洪峰將在四季度基本告終（目前現金賬戶餘額已經基本接近目標 8,500 億），美債新增供給的回落也有助於緩和近期美元的流動性壓力，預計後市各期限 SOFR 及回購利率大概率將隨美聯儲降息而波動下行，直至明年初開始隨美聯儲進入政策觀察期而開始區間上落。

圖 3-3：三季度美國金融環境有所惡化，流動性抽緊、貨幣市場利率上升，鮑威爾稱將提前縮表



圖 3-4：美國財政部存款賬戶餘額已經基本達到目標（8500 億美元），預計四季度發債洪峰將會消散，資金面重回平穩寬裕



數據來源：Bloomberg

### （三）美匯指數：「去美元化」情緒降溫，匯市回歸基本面邏輯令美元得底部支撐

- 三季度以來，主要貨幣兌美元匯價全線下跌，反應出上半年圍繞特朗普政策風險的「去美元化」情緒已經顯著降溫，各國貨幣匯價走勢大體回歸基本面邏輯。當中紐元、日圓、加元匯價走勢受制於本國經濟增長不確定性較高及央行較為鴿派的影響而在 G10 貨幣中跌幅居前，歐元則由於財政擴張預期較強及歐洲央行停止降息而跌幅有限；部分商品貨幣，如挪威克朗等，由於美聯儲降息落定後能源需求改善而表現居前。
- 值得一提的是，避險貨幣瑞郎匯價在主要貨幣中表現也相當靠前，反映出雖然圍繞美國政策的避險情緒有所回落，但全球政治經濟局勢的不確定性意味著全球投資者的避險需求仍然較高，這也部分解釋了 9 月以來避險品黃金價格的狂飆猛進。
- 展望後市，美國的政策不確定性將走向何方，利差及基本面邏輯還是否適用於美元表現？

- 我們認為隨市場逐步適應特朗普的政策節奏，預計直至明年年中出現今年 4 月全球資本市場史詩級別回撤的概率都較低，「去美元化」的考慮會再度讓步於基本面邏輯。目前美國仍然是發達國家中增長勢頭最強勁的主要經濟體，且市場基本完全計價美聯儲明年降息 3 次共 75 個基點的政策前景（較美聯儲最新點陣圖中 25 個基點的預測顯然更加激進），我們預計後續市場對美國貨幣政策的預測或將經歷糾偏過程，也給美

匯指數提供較強的上漲動力。

- 從美國政策的不確定性來看，從四季度開始比較值得關注的還是中美貿易局勢的進展。美國政府近期雖然釋放出談判訊號，對華態度顯著放緩，但部分國家等已經開始受到美國壓力對中國企業展開「圍堵」，如墨西哥政府考慮對中國產品加征高額關稅，荷蘭強制接管中資芯片製造商聞泰科技的荷蘭子公司安世半導體，英國對部分中國能源製造企業實施制裁等等。
- 我們預計中美貿易爭端的短期波動難以掩蓋兩國博弈的長期性與戰略性，從美國財長的表態來看，美國或以關稅延長換取中國解綁稀土的嚴格管制，但如果美國無意解除對華科技及船運方面的制裁，則今年 4 月以來我國對 12 項稀土物項及相關技術出口的管控也將不會顯著放鬆。從這個角度來看，特朗普宣稱的 11 月對華 100%額外關稅將不會成為籌碼。
- 特別是，今年 1-9 月我國對美出口已經同比大幅回落 16.9%，兩國之間的整體經貿聯繫已經顯著降溫；此外中國也在推動關鍵商品進口以人民幣結算，如澳洲最大鐵礦商必和必拓於 10 月宣布，將自今年四季度起以人民幣結算部分鐵礦石出口，體現出中國在國際貿易領域「去美元化」持續推進。預計中美之間貿易摩擦的短期波動下，兩國博弈的長期性與戰略性不會改變，也令今年四季度至明年初美匯指數面臨部分下行壓力。

圖 3-5：去美元化擔憂情緒有所緩和，三季度起全球匯市波動回歸基本面邏輯，美元部分收復上半年跌幅

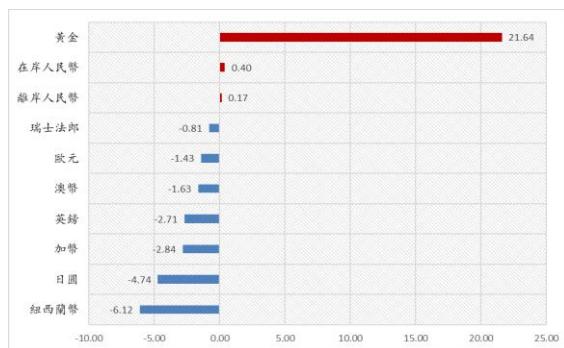


圖 3-6：市場對明年美聯儲降息幅度預判較點陣圖更加激進，預計明年上半年市場預期糾偏過程有助於美元走強



數據來源：Bloomberg

#### (四) 黃金：短線或面臨技術性回撤，中長期牛市格局料維持

- ✿ 2025 年三季度以來，國際金價（以美元計價）表現強勁，自 6 月底約 3,300 美元/盎司飆升至 10 月高點 4,380 美元，漲幅近 33%，遠超同期所有主要金融資產，金價的狂飆主要由以下幾個因素推動：
  - 宏觀環境方面，美聯儲於 2025 年 9 月正式開啟降息週期，實際利率下行預期降低了持

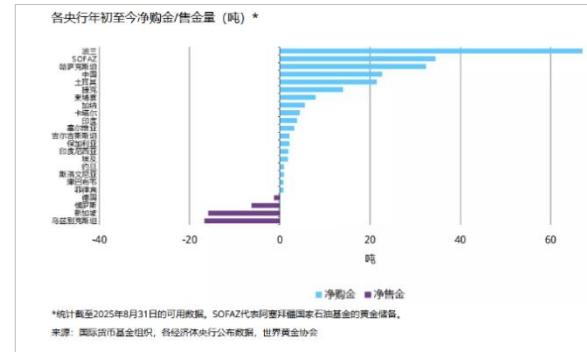
有黃金的機會成本，為以美元計價的黃金提供上行動能。

- 但從更深層次來說，全球高企的政府債務水平（已逼近 340 萬億美元）引發市場對法定貨幣長期信用的系統性憂慮。特別是對美國政府債務持續膨脹的預期促使投資者轉向黃金以對沖美元資產的潛在風險，「美元溢價回落」今年以來已成為市場共識。
  - 此外，全球央行連續數年大規模淨購金，以推動外匯儲備多元化並降低對美元的依賴，構成了黃金需求的堅實底部支撐。地緣政治風險頻發及金融市場不確定性加劇，亦彰顯了黃金的傳統避險功能，資金流向數據顯示本輪避險資金更青睞黃金而非傳統的美元資產。
- **後市預判：**短期金價因多頭止盈及避險情緒緩和面臨技術性回調壓力，但驅動牛市的中長期基本面因素（如全球主權債務困境、去美元化趨勢、地緣政治博弈）未有改變。黃金的長期牛市格局料將維持，其在投資組合中的戰略配置價值愈發凸顯，價格中樞有望繼續上移：
- 金價在經歷快速大幅攀升後，短期確實積累了一定的回調風險。從技術指標看，金價已連續多周上漲，短期超買跡象明顯，價格顯著偏離長期移動平均線。前期投機性資金的獲利了結可能對價格構成壓力。因此，短期內不排除金價出現技術性回調。
  - 從更長遠的視角審視，驅動本輪黃金牛市的核心邏輯（全球範圍的債務問題、「去美元化」及央行儲備多元化的結構性趨勢、地緣政治的長期博弈）並未改變，反而有強化之勢。這些宏觀大趨勢決定了黃金的中長期牛市格局並未動搖。
  - 對於投資者而言，應將黃金視為戰略性配置資產，而非短期投機工具。黃金與股票、債券的低相關性使其具備獨特的多元化價值。橋水基金創始人瑞·達利歐建議投資者可配置約 15% 的資產於黃金，以應對當前的宏觀變局。考慮到目前全球投資組合中黃金的配置比例普遍偏低，未來配置需求的釋放將為金價提供持續的潛在動能。
- 綜上所述，我們認為儘管金價短期或面臨回調壓力，但驅動本輪牛市的核心邏輯依然穩固。建議投資者可將短期的價格調整視為漸進建頭寸的機會，以對沖未來宏觀經濟的不確定性、通脹風險以及潛在的金融體系動盪。

圖 3-7：過去數十年，美元真實幣值持續回落，對保值品金價構成底部支撐



圖 3-8：各國央行持續購金的行動也為金價上漲提供強勁動能，  
黃金走勢長期看好



數據來源：Bloomberg、美國勞工統計局、世界黃金協會

## 【 免責聲明 】

本文件所載的資料和數據乃從交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行（香港）有限公司相信屬可靠之來源搜集，惟本行並無核證該等資料和數據。本文件所載資料只供一般參考用途，並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標或經驗、財務狀況或其他特定需要。

本行對本文件所載資料(包括任何陳述、數據、觀點、意見或預測)之公正性、準確性、完整性、正確性或適時性不作任何保證，亦無義務就該等資料的未來變化作出更新或就所收到的更新內容發出通知。本行不會就任何人士因直接或間接使用或依賴本文件所載之任何內容而蒙受或招致的任何損失承擔任何責任。

在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮個別人士的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何保證。投資者不應只根據本文件而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。本文件所載資料並不構成亦不應被視為任何投資意見或任何買賣投資產品或服務之要約、招攬或建議。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本資料只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

除非獲得本行的事先書面同意，在任何情況下，任何人士均不得出示、複印、傳輸、複製、摘錄或以任何其他形式或任何途徑轉載、分發或傳送本文件的任何內容予任何人士，或將本文件的任何內容納入另一文件或其他材料中以作其他用途。

本文件由交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行（香港）有限公司制作及發行，並未經香港任何監管機構審閱。