

联邦政府停摆结束，再宽松预期叠加债务问题驱动金价

2025 年 11 月 13 日 星期四

兴证期货 · 研究咨询部

金融研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人

周立朝

zhoulc@xzfutures.com

内容提要

随着美国联邦政府结束停摆，后续需重点关注停摆结束之后数据补发带来的就业通胀判断不确定性，拨款法案对美国债务与市场流动性影响，以及停摆对经济就业的滞后效应。此前美国财政部一般账户因停摆积压存款，近 1000 亿美元额度接近三年新高，部分存款将在停摆结束后释放流动性，再宽松预期加强。由于美国经济就业走弱、通胀黏性问题共存，迫使美联储在托举就业市场的同时，兼顾通胀问题，10 月底美联储议息会议以来，12 月降息概率下降，但美联储整体降息的基本立场不变。此外，债务赤字问题与庞大的存量货币成为支撑金价的重要因子。根据存量 M2 与金价的比值，相较于 1980 年时期，当前金价远未到达相对泡沫区间。

报告目录

一、美联储利率预期摆动加剧，通胀与就业的两难抉择	3
（一）经济就业弱势，但仍有下行抵抗	3
（二）通胀下行黏性，拖累降息步伐	3
（三）通胀+就业的两难抉择	4
（四）美联储隐含利率	5
二、美国联邦政府停摆结束后的关注点	6
三、美债高筑，赤字久高不下	8
（一）债务规模、债务增速走高	8
（二）货币规模支撑金价	9
四、总结与展望	10

图表目录

图表 1. 非农就业（千人）与失业率（%）	3
图表 2. ADP 就业（千人）与失业率（%）	3
图表 3. 美国 CPI 细项同比（%）	4
图表 4. 失业率与 CPI（%）	5
图表 5. 失业率与通胀组合	5
图表 6. 美联储隐含利率	6
图表 7. 美联储 12 月降息概率	6
图表 8. 联邦政府停摆结束后的展望	7
图表 9. 美国财政部一般账户存款（百万美元）	7
图表 10. COMEX 黄金与美国未偿还公共债务（十亿美元）	8
图表 11. COMEX 黄金与政府财政赤字（亿美元）	9
图表 12. 美国存量 M2（十亿美元）与金价	10

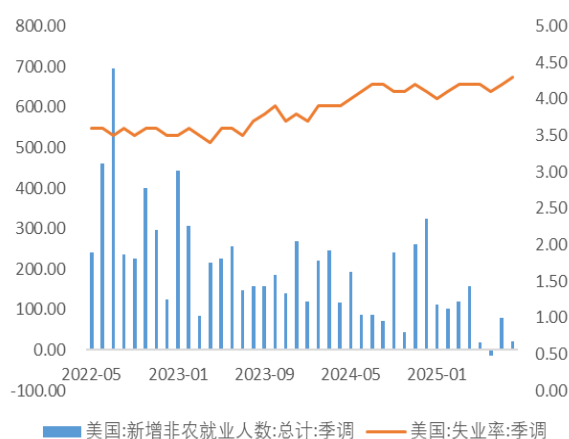
一、美联储利率预期摆动加剧，通胀与就业的两难抉择

在今年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会上，鲍威尔释放出更加关注就业问题，这一言论释放出加快降息的信号；但在 10 月底美联储议息会议上，鲍威尔释放出“远非已成定局”，弱化了降息预期。从美联储利率预期管理上来看，深层次原因在于美国经济就业走弱伴随着通胀黏性并存的局面，导致美联储在降息路径上有所摆动。

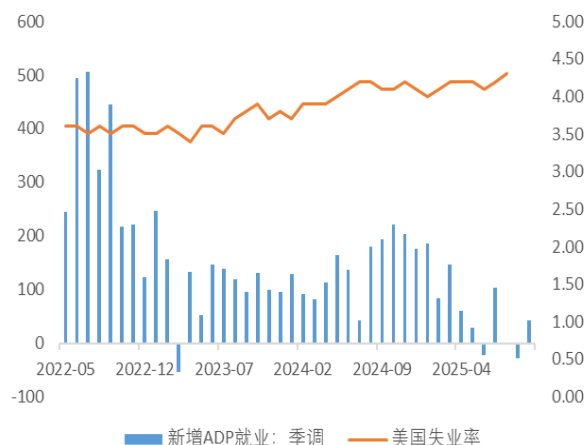
（一）经济就业弱势，但仍有下行抵抗

受美国联邦政府停摆的影响，官方非农就业数据与失业率暂停公布，只公布到 8 月非农数据。但是 ADP 就业正常公布，10 月份增加 4.2 万人，前值上修为减少 2.9 万人，高于预期的 2.5 万人。从就业趋势来看，无论是官方非农，还是 ADP 就业，均呈现重心下移、就业衰弱的趋势。从近期来看，10 月份 ADP 就业略超预期，反映出就业市场下行抵抗力。此外，失业率数据走势重心上升，但 8 月失业率 4.3%，数值处于美国历史中位数以下。以上综合反映美国就业市场趋势走弱，但有一定的抵抗力。

图表 1. 非农就业（千人）与失业率（%）



图表 2. ADP 就业（千人）与失业率（%）



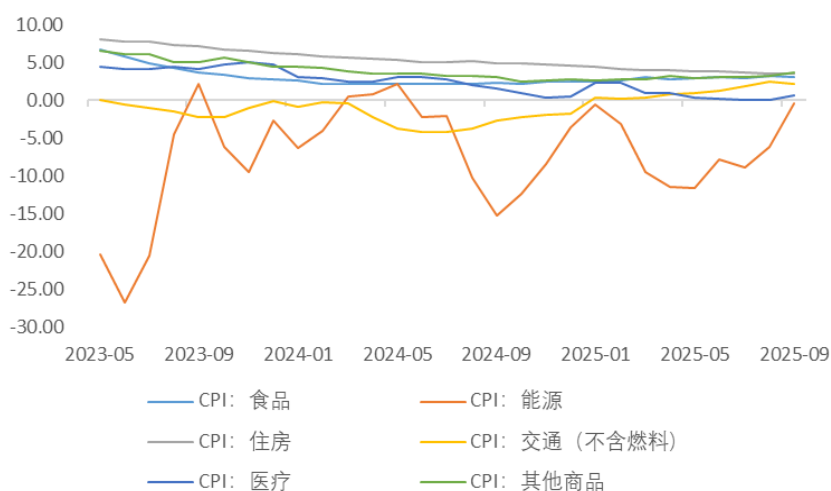
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（二）通胀下行黏性，拖累降息步伐

通胀方面，CPI 主要分项中，最新的住房、食品、交通、能源、医疗、其他的同比幅度分别为 3.6%、3.1%、2.2%、-0.4%、0.7%、3.7%。其中，住房、食品、交通、其他商品占据 CPI 中的大部分权重。近两年时间内，住房方面的通胀的同比增速处于正增长状态，但增速缓慢下降；

食品方面通胀同比增速近几个月重心回升；能源方面，同比增速回升，此前负增长状态收敛；交通方面，同比增速回升；其他商品方面，通胀小幅回升。住房、食品的坚挺，能源交通回升造成了美国当前通胀黏性。最新的美国 CPI 同比增速 3%，高于历史中位数水平，迫使美联储在稳就业的同时，还要兼顾通胀黏性的问题。

图表 3. 美国 CPI 细项同比 (%)

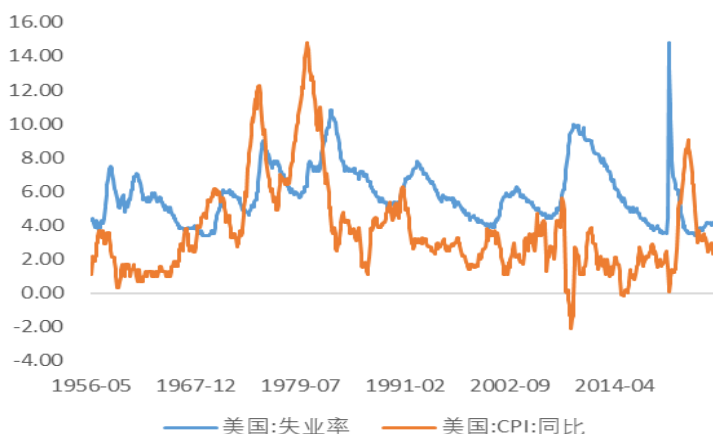


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（三）通胀+就业的两难抉择

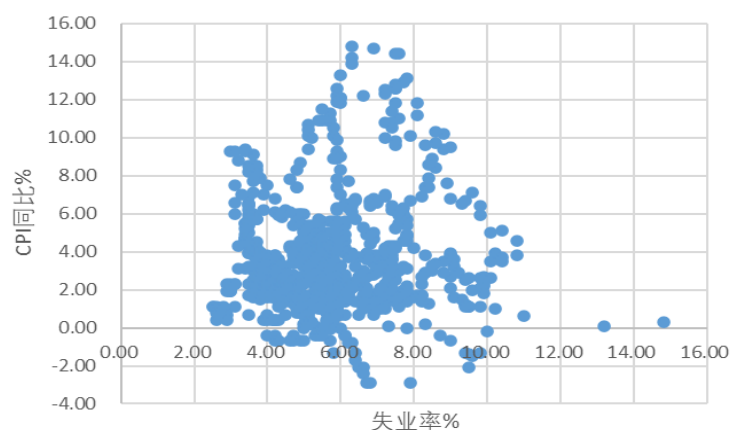
菲利普斯曲线是宏观经济学中描述失业率与通货膨胀率之间权衡关系的理论模型，原始菲利普斯曲线显示：失业率越低，名义工资增长率越高，即存在负相关关系。后来，经济学家将其扩展为失业率与通货膨胀率之间的替代关系。从今年的通胀与失业率的组合来看，失业率普遍处于 4%至 4.5%之间，通胀率普遍处于 2.3%至 3%之间。从现实数据来看，失业率并未高于中位数，通胀率也未回落至中位数以下。基于当前通胀+就业的表现，美联储在经济就业下降的压力下，会保持降息的大方向，但过程中节奏偏缓，

图表 4. 失业率与 CPI (%)



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 5. 失业率与通胀组合

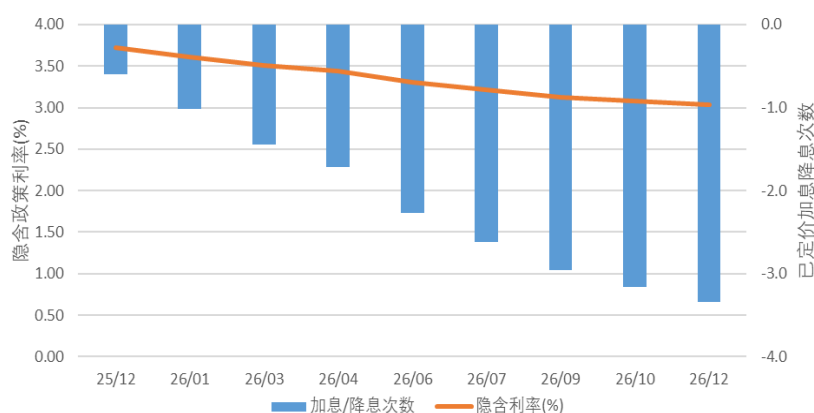


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（四）美联储隐含利率

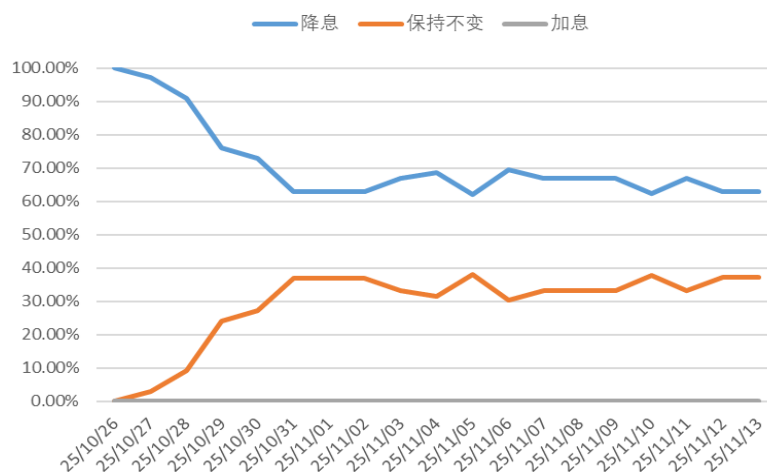
美联储在 12 月降息的概率有所回落，在 10 月议息会议之前，市场对于 12 月降息概率的预期普遍高于 80%，随着美联储主席鲍威尔在 10 月议息会议上的发言，12 月降息概率下降至 70% 以下。降息概率的摆动影响金价的走势。但从降息大方向来看，截止到 2026 年年底，市场定价了累计下降 75 个基点的预期。虽然短期收到通胀黏性的影响，对情绪面产生扰动，但未来降息的基调不变，从长期来看，利率层面依然对金价构成支撑。

图表 6. 美联储隐含利率



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 7. 美联储 12 月降息概率



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

二、美国联邦政府停摆结束后的关注点

11月10日晚，美国参议院以60票赞成、40票反对通过一项临时拨款法案——《持续拨款与延期法案》。法案为联邦政府提供资金至2026年1月底，涵盖关键项目如SNAP食品援助、军事开支与国会运营。该法案虽避免政府停摆，但其本质是“延期支付”而非财政整顿。北京时间13日，美国总统特朗普在白宫签署了国会两院通过的联邦政府临时拨款法案，从而结束了已持续43天的史上最长联邦政府“停摆”。短期来看，政府重启，市场流动性将“开闸放水”，

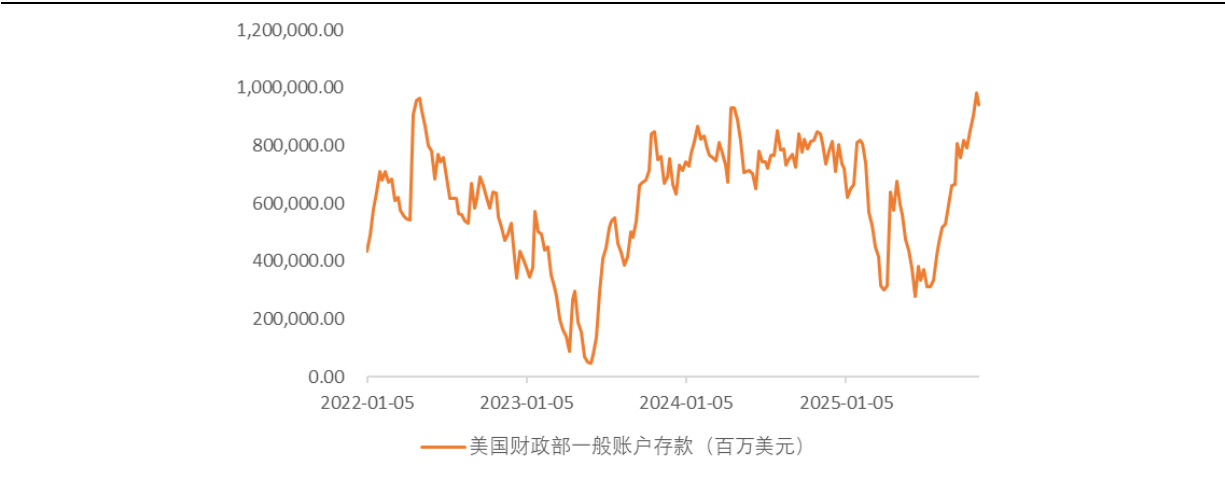
TGA 账户（美国财政部一般账户）将释放流动性，但为填补资金缺口，财政部将加速发行短期国债（T-Bills），推高债务规模；中期来看，由于数据迷雾、经济放缓、通胀粘性叠加，美联储政策路径高度不确定。长期来看，债务、财政赤字问题依然严峻，临时拨款法案再度刺激债务上行。此外，民主共和两党拉扯未改，2026 年 1 月恐再临“关门危机”，美国财政可持续性风险持续发酵。

图表 8. 联邦政府停摆结束后的展望

停摆阶段	路径	影响
停摆期间	政府支出暂停，但发债持续	财政部的一般账户余额上升，流动性抽离，市场承压
短期拨款法案通过后	支出恢复，财政部的一般账户余额下降，财政支出重启	债务融资需求激增，美债供给压力上升
中长期展望	减税未配套减支，债务负担加重	财政赤字率持续高位，信用评级面临下调风险

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 9. 美国财政部一般账户存款（百万美元）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

随着本次联邦政府停摆结束后，首先，要重点关注美国宏观经济数据补发带来的就业通胀判断不确定性。9 月非农就业数据已于停摆前完成，预计于 11 月 14 日补发，数据准确性较高。10 月 CPI 与非农数据因劳工统计局停摆，数据采集中断，补发时间不确定且误差风险上升，可能影响美联储 12 月议息会议对通胀趋势的判断。10 月密歇根大学一年期通胀预期为 4.6%，仍高于美联储 2% 目标。其次，本次临时拨款法案仅将政府运营资金延续至 2026 年 1 月底，远短

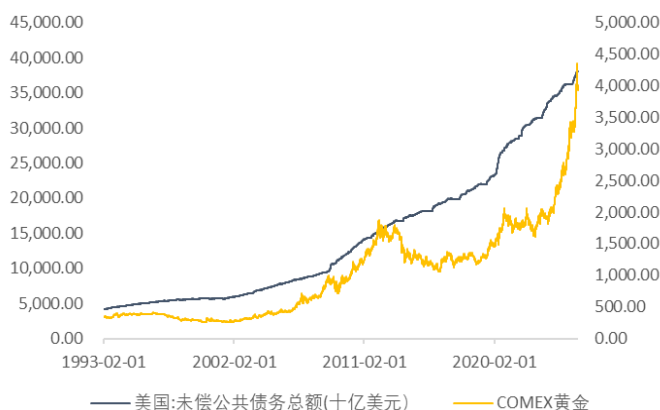
于完整财年（2026 年 9 月 30 日）。2026 年 1 月底将成为下一阶段政治博弈的关键节点，届时若未能达成新拨款协议，政府将再度面临停摆风险。最后，关注联邦雇员与民生影响的滞后效应，超过 75 万联邦雇员在停摆期间无薪工作或休假，部分家庭已出现债务违约、食品援助中断。尽管法案承诺恢复雇佣，但消费信心修复需要时间，参考 10 月密歇根大学消费者信心指数初值为 55，仍处历史低位。

三、美债、货币体量庞大

（一）债务规模、债务增速走高

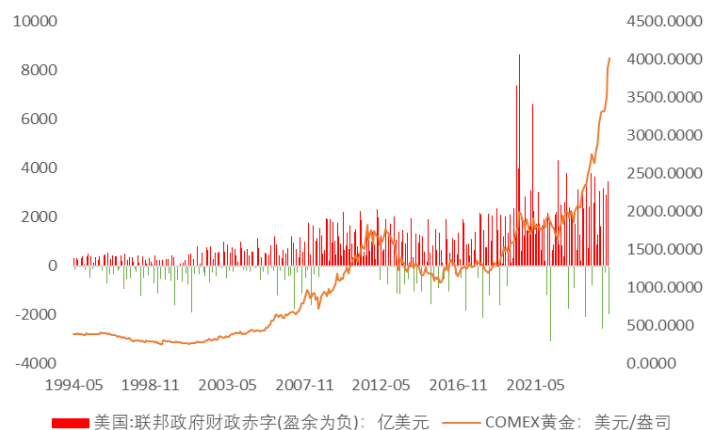
临时拨款法案虽可以暂时避免政府停摆，但通过延长财政支出授权，进一步推高债务规模，加剧中长期财政可持续性压力。截至 2025 年 11 月 7 日，美国未偿还公共债务规模已达 38.12 万亿美元，较 2025 年 7 月 1 日的 36.21 万亿美元四个多月时间增长近 1.9 万亿美元。2025 年 1 月至 9 月，联邦财政赤字预计达 1.06 万亿美元。此外，本次临时拨款法案不削减赤字，未包含实质性支出削减，维持现有支出水平。

图表 10. COMEX 黄金与美国未偿还公共债务（十亿美元）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 11. COMEX 黄金与政府财政赤字（亿美元）

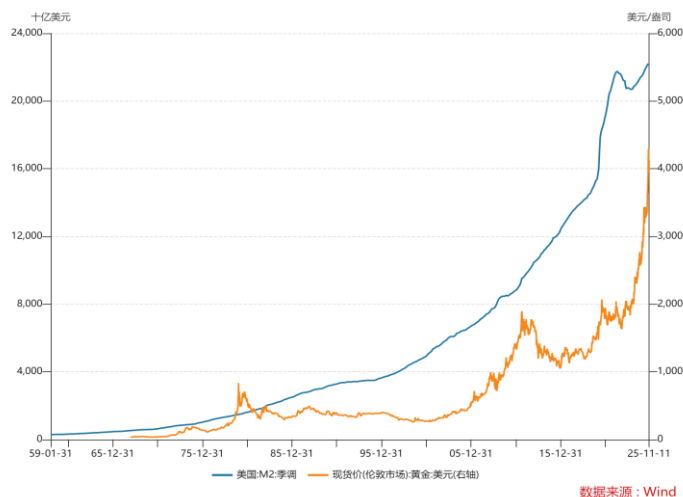


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（二）货币规模支撑金价

黄金的货币属性决定了与世界主流货币高度相关，而主要发达国家持续增持的货币体量是金价的支撑因子之一。最新公布的美国 M2 为 22.2 万亿美元，这一数值在 2000 年期间不足 5 万亿美元，近 25 年时间内，增加了 300% 以上。本文做一个对比，用美国 M2 除以金价，M2 取十亿美元为单位，该比值越高反映金价相比 M2 越被低估，9 月份 M2/金价比值为 5.8，在 2011 年金价阶段性高位时，该比值为 5.9，但并不是历史最低，在 1980 年初时，该比值最低仅为 2.27，对应的是金价连续大涨的行情，原因为美国恶性通胀，以及牙买加体系设立初期货币体系动荡，地缘风险等多因素刺激。因此，从历史经验来看，目前这一比值尚未到达最低值，如果后续全球宏观持续走弱，叠加美联储降息、美债信用风险、地缘风险反复等因素，黄金价格仍有上升空间。

图表 12. 美国存量 M2（十亿美元）与金价



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

四、总结与展望

随着美国联邦政府结束停摆，后续需重点关注停摆结束之后宏观经济数据补发带来的就业通胀判断的不确定性，拨款法案对美国债务与市场流动性影响，以及停摆对经济就业影响的滞后效应。美国财政部一般账户因此前停摆积压存款，近 1000 亿美元额度接近三年新高，部分存款将在停摆结束后释放流动性。由于美国经济就业走弱、通胀黏性问题共存，迫使美联储在托举就业市场的同时，兼顾通胀问题，10 月底美联储议息会议以来，12 月降息概率下降，但美联储整体降息基本立场不变，此外，债务赤字问题与庞大的存量货币成为支撑金价的重要因子。根据存量 M2 与金价的比值，相较于 1980 年时期，当前金价远未到达相对泡沫区间。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。