



黄金大跌的背后

——阶段性调整还是牛市见顶信号？

10 月 21 日，伦敦金价格跌幅超过 5%，盘中一度跌破 4,100 美元/盎司，上海金价格同步回落至 950 元以下。对此我们点评如下：

一、为何下跌？

本次金价下跌的直接导火索源于两方面：一是俄乌冲突停火预期升温。欧洲多国领导人在 10 月 21 日发表联合声明支持俄乌停火并启动和谈。二是中美经贸摩擦缓和。近期特朗普表态明显软化，主动降温局势并宣布访华计划，向市场释放积极信号。在上述两方面因素的共同作用下，避险资金撤出黄金市场引发回调。而推动金价快速下跌的核心因素在于止盈盘的获利回吐。10 月以来，因美国政府停摆、欧日政坛乱局、中美经贸摩擦阶段性升温、美国区域性银行出现信贷欺诈等多重风险事件叠加，黄金出现加速上涨。黄金 ETF、纽约金净多头持仓规模快速攀升，黄金 ETF 波动率飙升，且已超过 2022 年俄乌冲突爆发初期时的水平。多项数据表明市场的多头情绪已经过于极致，对利空消息的敏感度显著提升，资金获利回吐造成本次市场的快速下跌。

二、市场展望

我们认为黄金的本次下跌属于阶段性回调而非趋势性见顶。中长期来看，俄乌冲突的缓和仅为短期影响，且后续走势并不明朗，市场在消化短期利空后将回归长期驱动逻辑。

趋势上，预计黄金仍将维持上涨走势，中长期支撑逻辑并未逆转。一是美联储降息利好。美国就业市场近期出现走弱风险，通胀仅温和上涨，美联储降息周期预计将会延续，为黄金牛市孕育温床。二是央行购金尚未出现逆转苗头，也将为黄金提供坚实支撑。



实际上，市场对黄金基本面的分歧并不大，投资者关心的问题可能更多集中于黄金是否太贵？若以“剔除通胀后的黄金真实价格”作为估值指标，客观来说金价已经超越 1980 年二次石油危机时期的历史高点。但从资金的角度来看，以黄金 ETF 为代表的投资类资金与历史高点仍有距离，且央行的黄金储备也刚刚从低位回升，后续仍有增持空间。这意味着黄金的配置型资金尚不拥挤，后续仍有上涨空间。

总的来说，我们认为黄金短期可能落入调整期，但长牛的趋势并未被打破。不过考虑到当前黄金估值已经处于历史最高，预计 2026 年金价或很难复刻 2025 年的极端涨幅，上涨节奏将有所放缓，伦敦金或有望挑战 5,000 美金整数关口。

(评论员：陈峤、刘东亮)