



宏观专题研究报告

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

超买的技术面，烫手的黄金

黄金短期技术面显示极度超买，回调压力显著。其一，均线偏离与交易拥挤度显示，黄金短期（半年与月度均线偏离）和长期（一年与半年均线偏离）拥挤度均处于 100% 历史分位数，历史上类似情况均伴随回调。其二，短期涨幅可能接近触顶，黄金在不到两个月内上涨 30%，达到过去五年短期涨幅上限，且上涨速度创近年新高。然历史数据显示，此类快速上涨后一个月平均回撤 4%。其三，关注上涨中的“残差项”贡献。世界黄金协会的 GRAM 模型显示，2025 年 8-9 月黄金涨幅中，残差项（无法用传统因子解释的部分）贡献超 50%。近 20 年数据表明残差项贡献超 50% 后，次月金价涨幅收窄概率达 76%，相关系数为 -0.17。

黄金大幅上涨后迅速回调，主要动因是技术修正和宏观环境的变化。10 月 21 日黄金单日暴跌 6%，白银跌 9%，直接导火索是前期超买后的技术性抛压。宏观叙事上，中美贸易摩擦预期降温、俄乌停火谈判有望启动、美国政府停摆危机缓解，阶段性削弱了黄金的避险需求。短期内关注美股与黄金的联动性，“左手 AI、右手黄金”是一个脆弱的哑铃，若美股因 AI 泡沫破裂调整，黄金可能缺乏新催化剂。

长期维度下，黄金上涨逻辑未改，美元信用体系结构性侵蚀是核心驱动力。美国 2008 年金融危机后过度依赖赤字货币化，导致美元对实物资产持续贬值，黄金作为替代资产的长期需求上升。2022 年俄乌战争后，瑞士、新加坡、中国等央行购金行为加速，直接推动黄金与美元、美债收益率脱钩。全球低增长环境下，技术进步未能显著提升生产率，黄金成为对抗滞胀的核心资产。若未来技术突破未能解决分配问题，黄金长期牛市仍将延续。

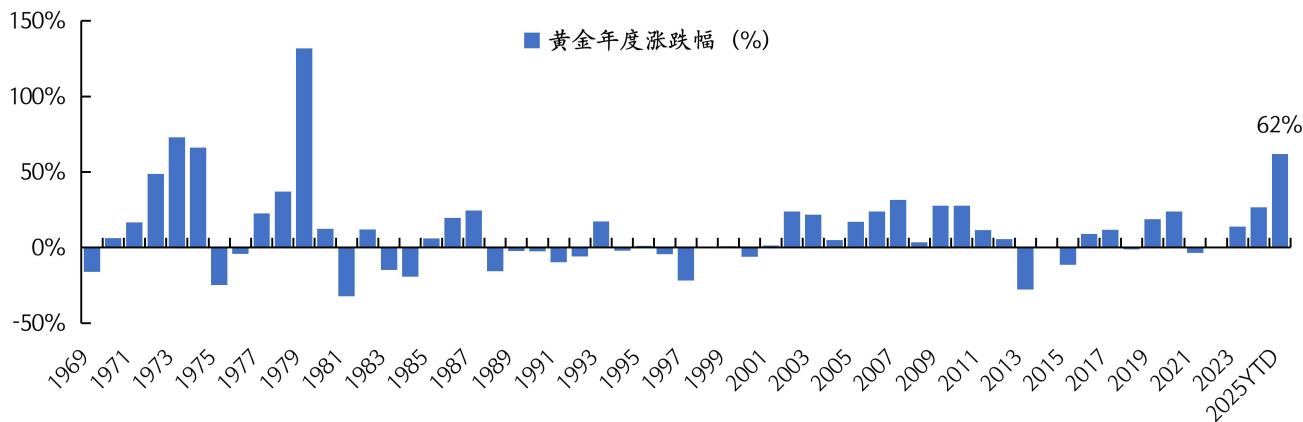
风险提示

1) 模型解释力度有限且公开数据存在滞后性；2) 美联储降息预期反复；3) AI 商业化节奏加快。



黄金正在从避险资产变成高波动资产。今年黄金涨势惊人，年内涨幅已经超过 60%，伦敦现货黄金在突破 4300 美元/盎司后的第 4 个交易日（10 月 21 日）迎来一波迅猛的回调，日内跌幅一度达到 6%。虽然黄金长期牛市的逻辑并未改变，但短期内黄金应上车还是下车？我们建议参考技术面指标思考这一问题。

图表 1：近 50 年黄金年度涨跌幅（%）

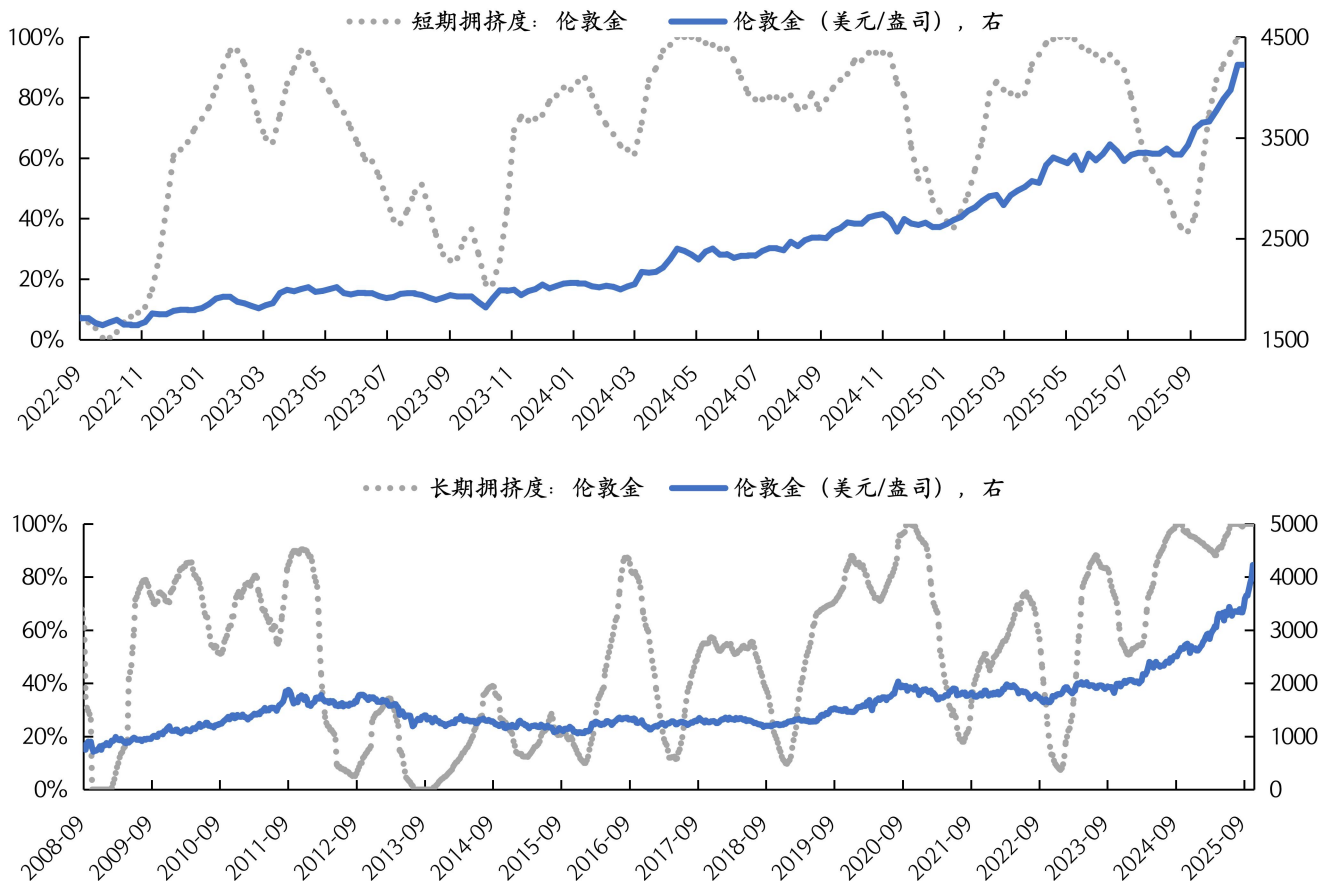


来源：Wind，国金证券研究所

一、技术指标显示黄金短期“极度超买”

以均线偏离的视角，黄金无论从短期拥挤度（半年金价移动平均与月度金价移动平均偏离的三年分位数）来看，还是从长期拥挤度（一年移动平均与半年移动平均均线偏离的十年分位数）来看，当前均处于 100% 分位数。这意味着短期和长期价格明显的超买迹象仍在，以往出现此类现象时金价均出现回调。

图表 2：截至 10.21，金价短期、长期交易拥挤度仍处于 100% 分位水平



来源：Wind，国金证券研究所



从短期涨幅来看，黄金今年已累计创下 45 次历史新高，自 8 月 21 日后的不到两个月内金价上涨了约 30%，这在近年黄金的大牛市环境中仍是首次。根据过去五年的观察，金价每一次短期快速上涨幅度的上限通常在 30% 左右，且大涨结束后的一个月平均回撤 4%。本次上涨速度尤其快，用时不到两个月即达到这一历史观察上限。从历史上涨幅度和速度来看，短期内金价的上涨动能或已相对充分。因此 10 月 21 日黄金盘中的大跌，我们认为主要原因是前期超买后的技术性回调。

图表 3：近五年黄金 3 个月内涨幅超过 10% 后，均积累了一定回调压力

序号	时间区间	期间涨幅 (%)	之后最大回撤 (%)	持续时间 (交易日天数)	之后一个月表现 (%)	之后三个月表现 (%)
1	2025.01-2025.04	30%	-5.4%	18	-6%	-1%
2	2024.02-2024.04	20%	-3.2%	11	0%	3%
3	2023.10-2023.11	12%	-3.4%	10	0%	-2%
4	2023.03-2023.05	13%	-10.7%	111	1%	-3%
5	2022.11-2023.01	19%	-7.2%	17	-5%	5%
6	2022.01-2022.03	14%	-18.8%	145	-6%	-10%
7	2021.04-2021.05	13%	-9.3%	51	-7%	-8%
8	2020.06-2020.07	23%	-18.3%	168	-7%	-9%
9	2020.03-2020.04	18%	-12.1%	9	-1%	6%
10	2019.12-2020.02	14%	-10.5%	19	-9%	6%
平均		18%	-10%	55.9	-4%	-1%

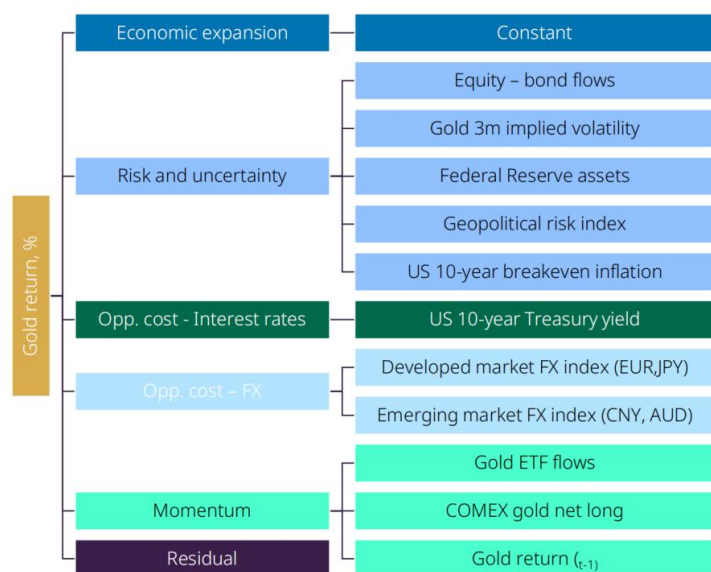
来源：Wind，国金证券研究所

世界黄金协会的黄金回报归因模型 (GRAM) 将黄金每月回报率拆成“5+1”个因子——①经济扩张、②风险与不确定性、③FX 机会成本、④利率机会成本、⑤动能与趋势项、⑥残差项。

其中，经济扩张代表因经济增长带来收入增加，并形成黄金增量需求（如购买金饰、技术应用、投资组合多元化等）。风险与不确定性代表黄金作为分散投资和风险对冲工具的作用，往往与市场风险认知和全球政治经济不确定性同步。FX 机会成本主要指黄金与美元的此消彼长，美元越弱（非美本国货币越强）非美买家就越能负担得起黄金，美元越强则持有美元现金可能更具吸引力。利率机会成本主要是黄金相对于其他付息安全资产（例如美债）的比价。动能与趋势项涵盖了购买黄金的其他可衡量动机，包括价格驱动的技术因素、产品相关需求等。

根据 GRAM 模型，今年 8 月、9 月黄金回报率分别为 4.69%、11.26%，其中 8 月残差项贡献了 3.16% 的涨幅，9 月残差项贡献了 5.45% 的涨幅，这也侧面说明了金价短期涨幅的可解释性降低。近 20 年，当月黄金涨幅的残差项贡献与次月黄金涨幅存在一定的负相关性（相关系数=-0.17）；当残差项贡献当月一半以上的金价涨幅后，次月金价涨幅边际收窄的概率达到 76%。

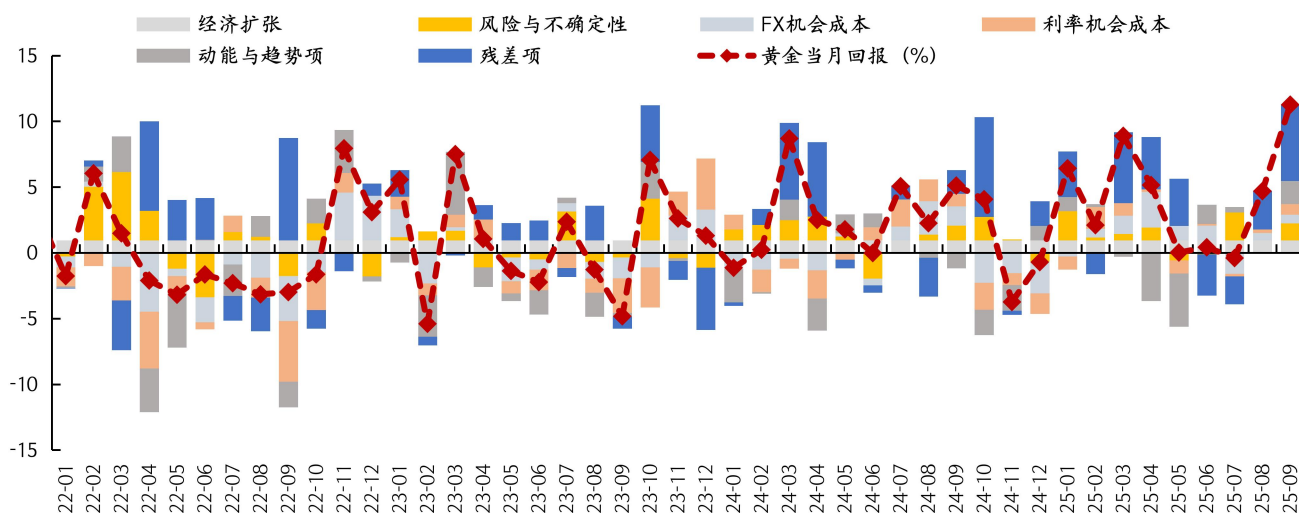
图表 4：世界黄金协会黄金回报归因模型 (GRAM)



来源：WGC，国金证券研究所



图表 5: GRAM 模型回归结果: 残差项贡献了今年 8-9 月黄金绝大多数涨幅



来源: WGC, 国金证券研究所

二、大幅波动后，黄金上涨动力还有多少？

增量流动性和对 AI 泡沫的对冲是本轮金价上涨的两个主要驱动。

本周以前，市场都在持续加速定价美联储货币宽松的幅度。从资金来源看，8-9 月欧美黄金现货 ETF 的资金流入是金价上涨的最主要驱动力，亚洲 ETF 的净流入并没有明显的增长，反映出美联储政策转向后，欧美资金正在加速确认降息的幅度可能超预期。期货市场上 CFTC 黄金非商业净多头仓位上升，以及日内黄金美盘、欧盘时段较亚盘更明显的涨幅也可以说明这一点。

10 月 14 日，鲍威尔在费城全美商业经济协会（NABE）年会¹上，在缺乏 9 月重要经济数据的情况下，表达了对就业下行风险的担忧。同时，他称 FOMC 计划在准备金水平略高于“充足”标准时停止缩表，试图避免重演 2019 年 9 月的流动性危机局面。今年 9 月以来，美国回购市场压力不断升级，以 20 日均值衡量的担保隔夜融资利率利差创下自 2019 年以来的新高。因此，鲍威尔提前预警流动性风险、暗示进一步降息并逐步结束 QT 的信号，被市场解读为流动性的增量利好，期货市场一度开始定价年底前出现单次降息 50 BP 的可能性，黄金应声上涨。

10 月 21 日，黄金盘中一度出现 6% 的回调。宏观叙事方面，10 月 20 日中美双方高层进行视频通话²，欧洲多国领导人 10 月 21 日响应特朗普的俄乌停火主张³，以及 10 月 20 日白宫经济顾问凯文·哈塞特表示美国政府关门可能会在本周结束⁴，诸多事件使黄金的避险需求在短期内弱化，共同加速了金价回调的出现。本周将公布 9 月美国 CPI 数据，或对美联储降息预期产生新的方向性影响，在暂时难以确认数据结果能否提供增量流动性利好之际，浮盈资金有在数据公布前“落袋为安”的动机。

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20251014a.htm>

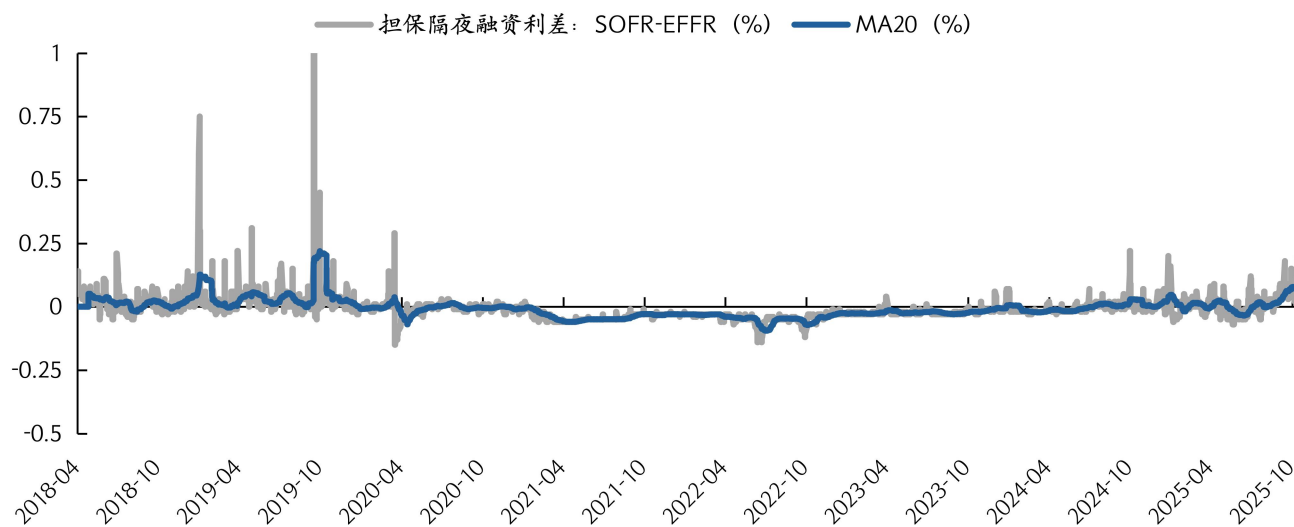
² <https://cacs.mofcom.gov.cn/article/gnwjmdt/sb/zm/202510/185959.html>

³ <https://www.dailysabah.com/world/europe/european-leaders-back-trumps-ukraine-stance-in-joint-statement>

⁴ <https://www.reuters.com/world/us/us-government-shutdown-likely-end-this-week-white-house-adviser-hassett-says-2025-10-20/>

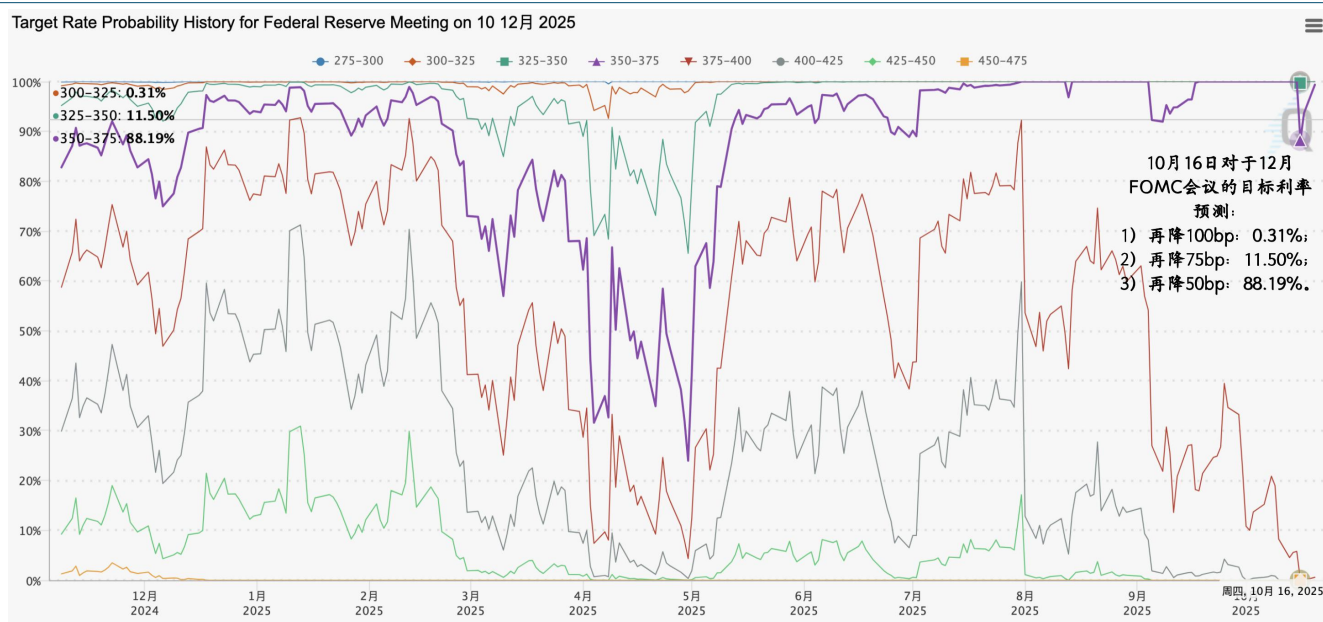


图表 6: 美国回购市场流动性压力上升



来源: Wind, 国金证券研究所

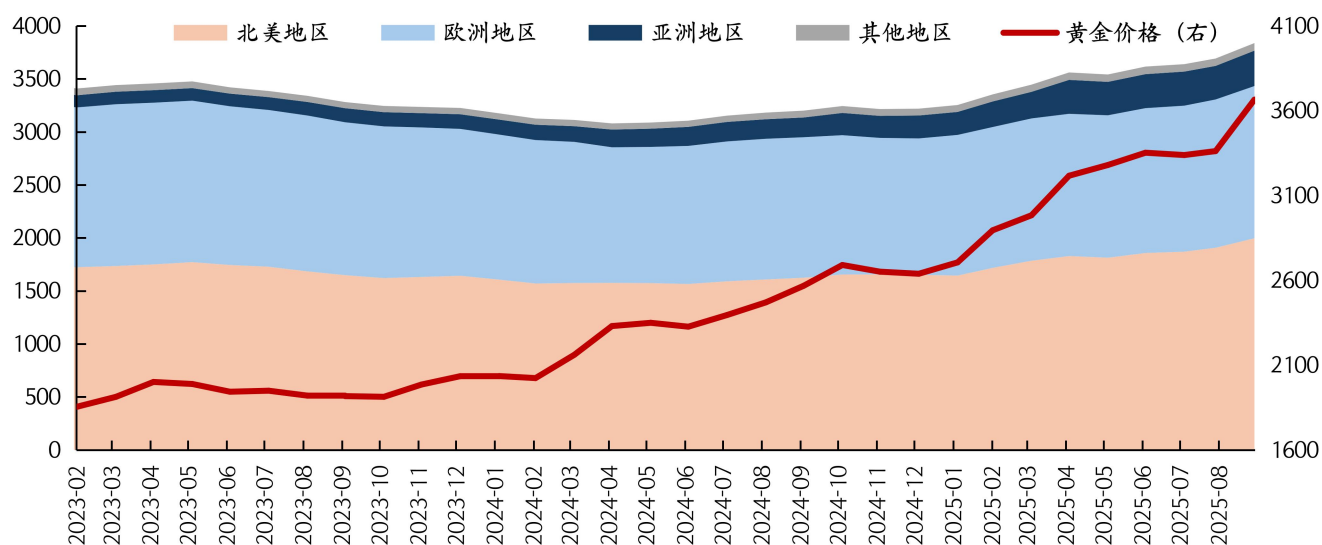
图表 7: 10月16日联邦利率期货一度定价年内共降息100bp的可能性, 此后重新定价只降75bp



来源: CME FedWatch, 国金证券研究所

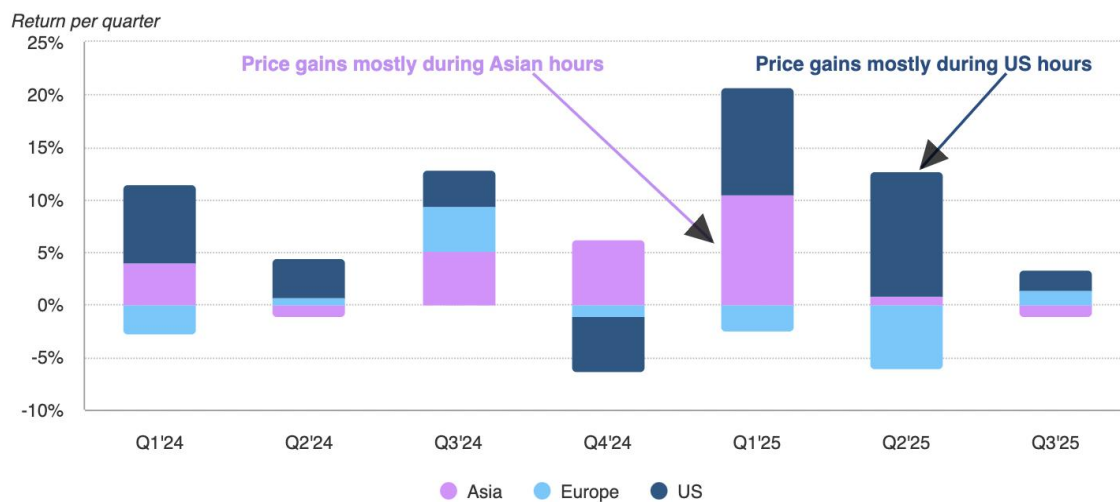


图表 8: 亚洲、欧洲、北美地区的黄金 ETF 月度持仓量 (吨、美元/盎司)



来源: WGC, 国金证券研究所

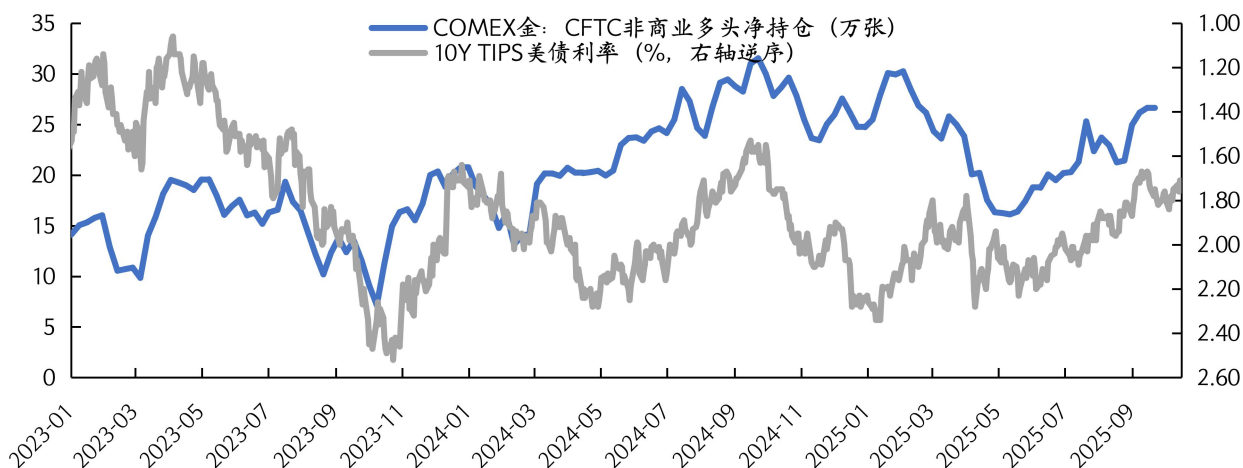
图表 9: 以季度环比回报率衡量的交易日内各时段黄金涨跌幅 (24Q1-25Q3)



来源: WGC, 国金证券研究所



图表 10: 投机资金还通过期货市场押注黄金上涨



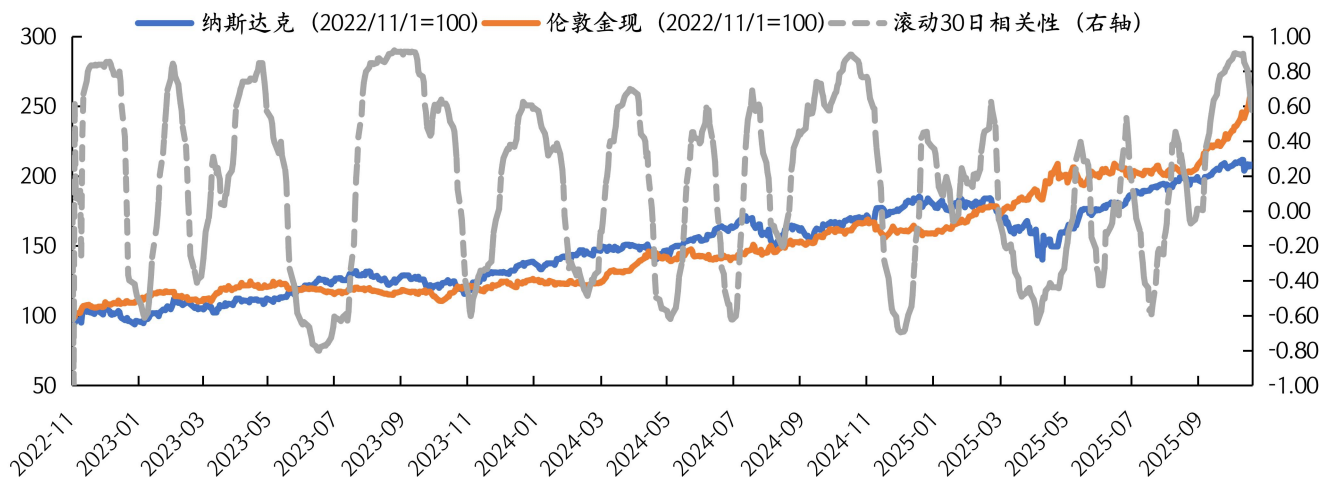
来源: WGC, 国金证券研究所

此外, 当前市场正在经历一个悖论——对 AI 泡沫的担忧是对黄金的另一种驱动, “左手 AI” 是选择相信未来生产力的提升, “右手黄金” 是相信眼下的滞胀。从这一角度看, 黄金也成为了一种“叙事资产”, 与“AI 叙事” 没有本质差异。

我们在《美股的第三轮 AI 叙事挑战》中提示, 当前美股的风险在于“AI+债务” 的新模式——科技巨头资本开支从依赖经营现金流, 转向股权、债券、信息披露度较低的私募信贷等外部融资, 债务风险或向多市场传导, 冲击范围远超单纯的股市泡沫; 同时巨头们相互投资正模糊行业角色边界, 加剧市场非理性; AI 叙事的兑现久期更是拉长至 2030 年, 并涉及算力、电力、储能等长链条, 回报前景模糊。

以上担忧可能在三季报公布后逐步宣布答案, 而当美股的靴子落地, 黄金的叙事也可能阶段性画上句号。因此, 我们建议继续关注美股对黄金的“引领” 作用——如果美股泡沫在今年最后两个月继续疯狂吹大, 黄金或因“对冲 AI 泡沫” 的叙事继续上涨; 反之如果美股开始进行调整, 那么黄金可能也缺少新的催化剂, 资金可能会流向债券市场或其他红利资产。另一方面, 黄金的回调正在加剧“左手 AI、右手黄金” 哑铃策略的脆弱性, 当哑铃的一端出现问题 (黄金价格不再稳定), 也可能使哑铃的另一端 (对 AI 的押注) 不再坚定。

图表 11: 纳指与黄金阶段性高度正相关



来源: Wind, 国金证券研究所

三、黄金长期上涨通道未见拐点

黄金的长期看涨基础, 首要来自于对全球储备货币 (美元) 信用的持续侵蚀, 这取决于美国长期财政失序和国际地缘影响力的下降。自新冠疫情爆发, 甚至更早时间开始, 美国已经坚定地走在赤字货币化这条道路上, 这一过程对纸币的信用体系产生了长期的腐蚀作用。

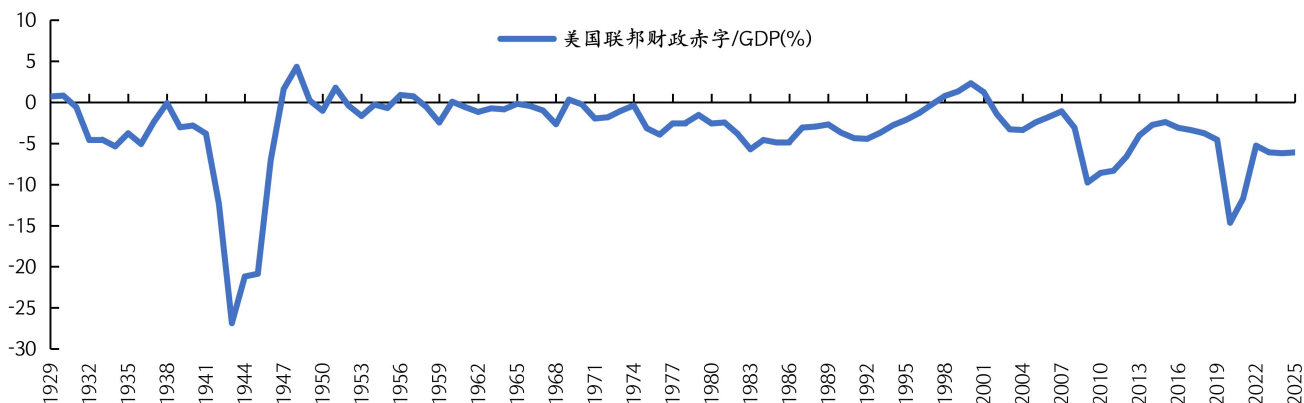


金融危机爆发至今的 17 年里，美国平均年度联邦财政赤字率达到了 6.3%，即使剔除疫情环境下的 2020、2021 年，平均赤字率也高达 5.4%，远高于上世纪 50 年代至金融危机前的平均水平 1.7%，以财政透支为核心驱动力的经济增长模式造成了美元相较于实物资产的持续贬值。

2022 年 2 月 24 日俄乌战争爆发加速了美元对黄金的贬值趋势。黄金价格与传统的美元实际利率的锚定关系开始脱钩，传统的美债实际利率定价框架无法完全解释大多数黄金价格的上涨。此后黄金常与美元同涨，与美债收益率同涨，全球发达中立经济体央行（例如瑞士和新加坡）和区域大国央行（例如中国、土耳其和印度）的购金行为是这一现象资金面的解释，也是美国地缘影响力下降、美元信用流失的直接映射。

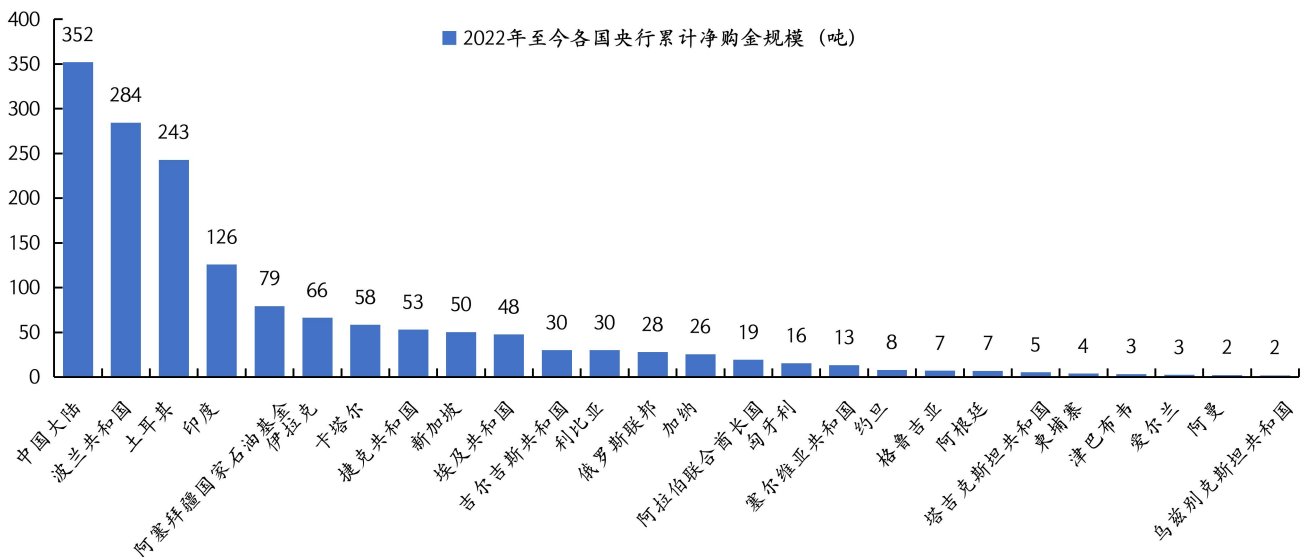
因此，只要美国依靠赤字货币化的增长模式没有发生变化，以美元计价的黄金将继续处于通道中，作为对抗美元信用长期贬值和国际秩序瓦解的核心实物资产代表。

图表 12：美国在赤字货币化道路上“一去不复返”



来源：Fred，国金证券研究所

图表 13：全球哪些央行是近年来购金的主要力量？



来源：WGC，国金证券研究所

整体而言，黄金的短期回调是技术性因素，也有宏观叙事的催化。宽松的流动性大环境仍在，但短期内是否有增量流动性暂时缺乏数据验证；AI 叙事正面临质疑，作为“哑铃”另一端的黄金也会加剧波动，且黄金本身的波动又会反过来加剧“哑铃”的脆弱性，这使得短期内黄金走势存在极大的不确定性。

但长期而言，黄金是对美元主导的旧国际秩序崩溃的定价，黄金长牛是由全球低增长环境、技术进步停滞所导致的滞胀所驱动。如果新的技术进步能够成功提升生产率，黄金价格将面临下调风险。反之，在新的技术能够显著提升生产率、并解决全球内部分配和外部分配问题之前，黄金仍在“半山腰”上，其对于一切法定货币的上涨交易仍将继续。



风险提示

- 1) 模型因子存在局限性: GRAM 模型解释力度有限 ($R^2 \approx 65\%$), 且以月频构建模型可能对短期市场变化反应不及时;
- 2) 美联储降息预期反复: 通胀超预期反弹、联储人事变动等未知因素影响降息节奏, 并对黄金资金面产生影响;
- 3) 全球经济复苏: AI 商业化节奏若加快, 将刺激全球生产效率、财政效率, 对黄金构成利空。



特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究