

大类资产解读

黄金大跌，每调买机还是拐点已现？

◆ 策略研究 · 策略快评

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

执证编码：S0980521030001

事项：

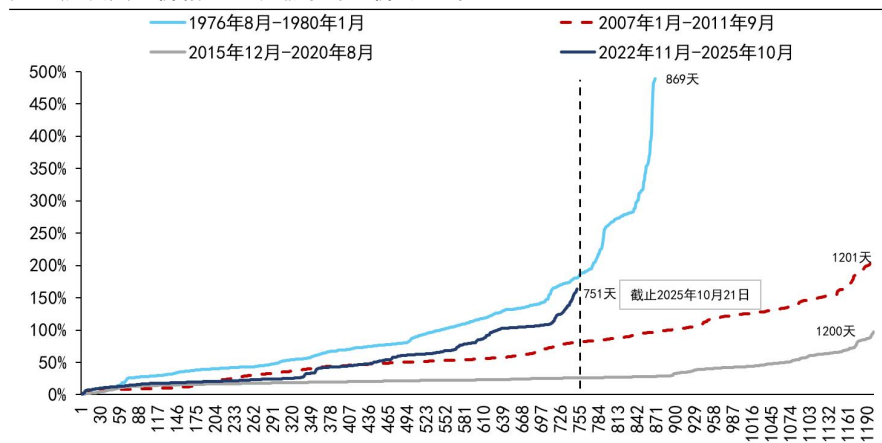
当地时间10月21日，现货黄金一度暴跌超6%，创下自2013年4月以来最大单日跌幅，纽约商品交易所12月交割的黄金期货收跌5.7%，收于4109.10美元/盎司。现货白银收跌7.6%，报48.49美元/盎司，创2021年以来最大单日跌幅。短期金价震荡调整是此前快速拔高、用空间换时间的结果，在美元信用折价和全球避险资产不足的大逻辑并未扭转，黄金中长期向好逻辑未变。

评论：

黄金价格暴跌的直接导火索是乌克兰危机的潜在变数催化的避险情绪短期熄火。据央视新闻报道，当地时间21日晚，乌克兰总统泽连斯基在讲话中表示，乌方已完成与欧洲伙伴即将举行会晤的准备工作，并将在本周签署一项关于防御能力的新协议。乌克兰危机的地缘热战以及随之而来的美元信用折价问题，成为金价2022年-2024年第一轮上涨43.5%的助推器。

基于历史数据对比分析，本次黄金上涨周期（2022年11月至2025年10月）呈现出超越历史的陡峭斜率与急速特征。与此前三次主要上涨周期平均持续约1090天相比，本轮上涨在仅751天的时间内，其价格涨幅已极为显著。从低谷（1628.75美元/盎司）到高峰（4294.35美元/盎司）的回报百分比为163.66%，远超同期对比周期相似时间窗口内的平均回报百分比96.1%，凸显了短期波动率被急剧放大的市场现象。这种急速上涨可归因于市场短期波动率的显著放大，导致价格在较短时间内以更陡峭的斜率攀升。然而，从时间维度看，当前上涨周期远未达到历史平均天数，暗示本轮上涨或呈现“以空间换时间”的特征。鉴于历史上前几轮上涨周期中均出现过中途震荡调整，但最终仍维持长期上行趋势，预计当前金价在经历急速冲高后，也可能出现阶段性调整与震荡，但这并不改变其长期向好的基本面。总而言之，尽管短期内金价因上涨过快可能存在回调压力，但结合时间周期与历史规律，本轮黄金的长期上涨趋势尚未完结，后续仍有较大的时间窗口支撑其进一步上行。

图1：历次黄金价格重估浪潮中的量价时空对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

黄金价值重估过程中的短暂调整，是市场情绪亢奋后的正常现象。按照世界黄金协会的统计，金价从 500 至 1000 美元历时 834 天，而 2500→3000、3000→3500 美元分别仅耗 213 天与 169 天，平均提速至 36 天。回调至恢复周期亦呈压缩，早期 1000 美元级别需 542 天修复，2000 美元以上普遍不会超过 7 天，平均值和中位数仅 13 天和 3 天。整体看，金价上行斜率自 2020 年后明显陡峭，平均每 2.8 年抬升一个 500 美元台阶，但波动修复速度加快，显示短期流动性驱动特征增强。

表1: 黄金价格走势规律和突破关键点位时间统计

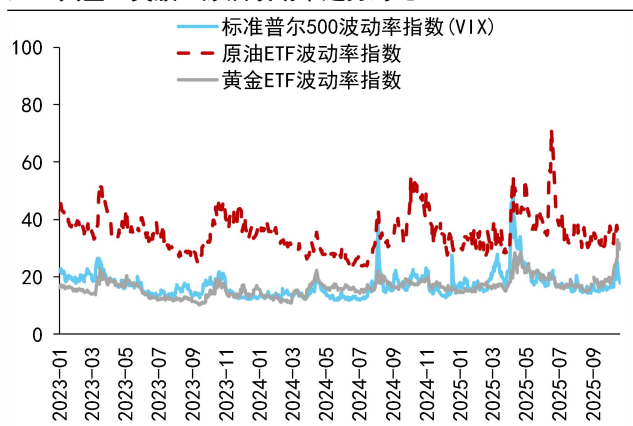
金价水平 (美元/盎司)	突破日期	持续高于该价位的天数	首次回调日期	恢复日期	回调至恢复天数	达下一里程碑天数	达下一里程碑年数
500	01/12/2005	18	20/12/2005	22/12/2005	2	834	2
1,000	14/03/2008	3	18/03/2008	11/09/2009	542	1132	3
1,500	20/04/2011	14	05/05/2011	09/05/2011	4	3394	9
2,000	04/08/2020	6	11/08/2020	18/08/2020	7	1473	4
2,500	16/08/2024	5	22/08/2024	23/08/2024	1	213	<1
3,000	17/03/2025	20	07/04/2025	09/04/2025	2	169	<1
3,500	02/09/2025	36	/	/	/	36	<1
4,000	08/10/2025	/	/	/	/	/	/
平均值		13			93	1036	2.8
中位数		10			3	834	2.3

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

排除消息面的噪声，从技术角度看，高波动率是解释此次金价短线跳水的核心原因。当前美股、黄金、原油三大资产波动率水平分别处在 2023 年以来的 14.85%、86.88% 和 25.38% 分位点，黄金波动剧烈程度超出原油和美股。黄金上涨历程的顺利度，与 2022–2024 年国债的上涨顺利度相近，情绪催化的慢牛变成快牛节奏中波动率过高带来短期调整属于正常现象。

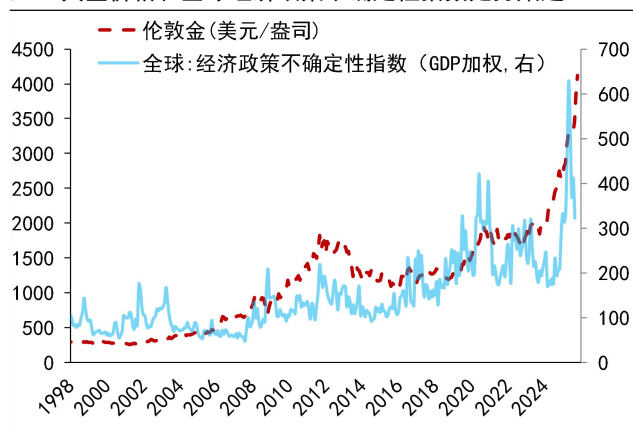
退一步讲，即便乌克兰危机“热战”影响结束，全球经贸单边主义仍然是金价长期稳定的基本盘。2022 年以来的黄金上涨第一性原则是避险诉求，全球经济政治不确定性指数和金价走势具备长达 30 年的契合。全球政治经济不确定性指数在 2016–18 年间均值中枢在 169.88，18.01–22.02 贸易摩擦“冷战”期间提升 40% 到 237.16，乌克兰危机“热战”22.03–24.12 期间中枢提高至 271.32，涨幅达 14%。全球不确定性问题大幅提升早在美国主打贸易单边主义时期就已经出现，乌克兰危机后只是加剧了这一风险。此外，乌克兰危机后美国对俄罗斯资产的处置成为美元信用折价、全球避险资产不足的核心诱因，8·22 鲍威尔的鹰转鸽和 9 月的“穹顶降息”成为美元信用折价的第二原则且这一折价趋势在降息周期内仍将延续。

图2: 黄金、美股、原油波动率趋势对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 黄金价格和全球经济政策不确定性指数走势贴近



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

综合考虑，黄金短期震荡调整是金价大重估周期中正常现象，且短期不排除继续延续调整态势，但中长期乐观定位未变。此前金价上涨加速，用空间换了时间。海外地缘等外生冲击信号对金价下跌而言更多是高

波动率和短期快涨后的情绪宣泄。只要全球避险资产不足和美元信用折价的大逻辑没有打破，黄金价格中长期向好的逻辑就依然成立，仍看好中长期金价向好的逻辑，后续金价一旦企稳打开慢涨格局，有望切换为时间换空间的健康慢牛。

◆ **风险提示：**美联储降息节奏不确定性；文中涉及指数和公司仅做历史梳理而不作为投资推荐依据

相关研究报告：

《策略解读-再议“老登股”行情》——2025-10-20

《策略解读-黄金：配多少，何时抛》——2025-10-12

《策略解读-贸易摩擦升级对A股有何影响》——2025-10-11

《策略快评-2025年10月各行业金股推荐汇总》——2025-09-29

《AI赋能资产配置（十七）-AI盯盘：“9·24”行情案例》——2025-09-25

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032