

近期黄金调整快评

黄金的长期牛市与短期节奏

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	邵兴宇	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070001
证券分析师：	田地	0755-81982035	tianti2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

北京时间 10 月 21 日晚间至 22 日，黄金价格大幅下跌，最大跌幅 6.3%，创 12 年最大单日跌幅。

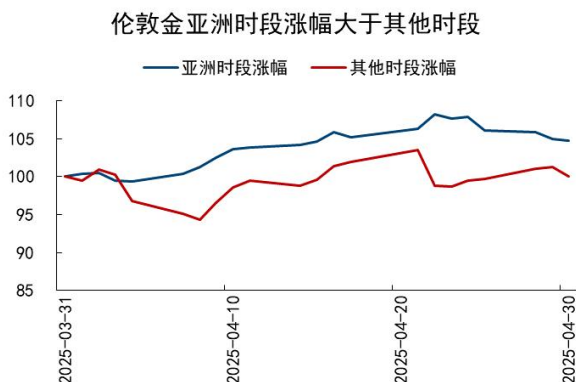
评论：

核心结论：1、黄金单日大跌直接受到了诸如俄乌战争谈判、中美贸易缓和、美国政府重新“开门”等一系列传言影响。2、从交易结构看，9 月以来本轮黄金大涨与今年年初最大不同在于从现有指标看，央行似乎并未介入，本轮金价上涨以投资和投机者为主，这也决定了交易结构更为脆弱。3、技术指标看，黄金已经触及三倍标准差上限，下跌是技术面的自然反映。4、往后看，黄金长牛逻辑没有动摇，但总结历史经验，黄金连涨 9 周后，未来 1 年调整幅度在 20%-40%之间。

◆ 黄金交易结构：央行迟迟未介入

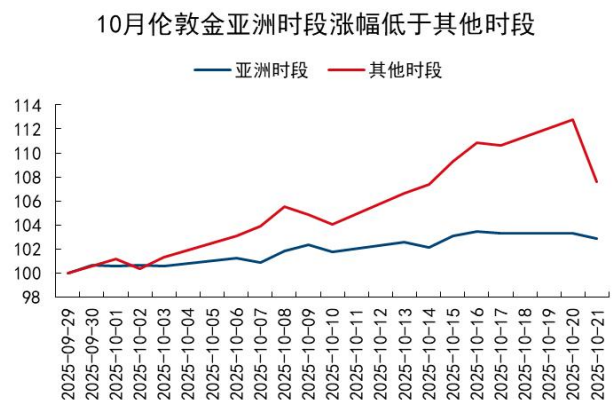
从此前我们构建的观测指标来看（参见《去美元化下的央行购金行为研究》一文），中国人民银行并未参与 9 月份以来的黄金上涨过程，这一点是交易结构层面与今年年初黄金大涨最大不同。从指标来看，4 月份黄金大涨大多发生在亚洲交易时段，而本轮上涨则主要发生在欧美时段，亚洲时段以跟涨为主。同时，从 ETF 规模来看，本轮黄金上涨伴随 ETF 规模大幅膨胀，这也是与年初交易情况有所区别的一点。这样的交易结构，决定了本轮上涨更容易以大跌的形式告一段落。

图1：年初上涨主要发生在亚洲交易时段



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图2：10月以来不同交易市场价格偏离并不大



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 本轮黄金大涨伴随 ETF 规模膨胀

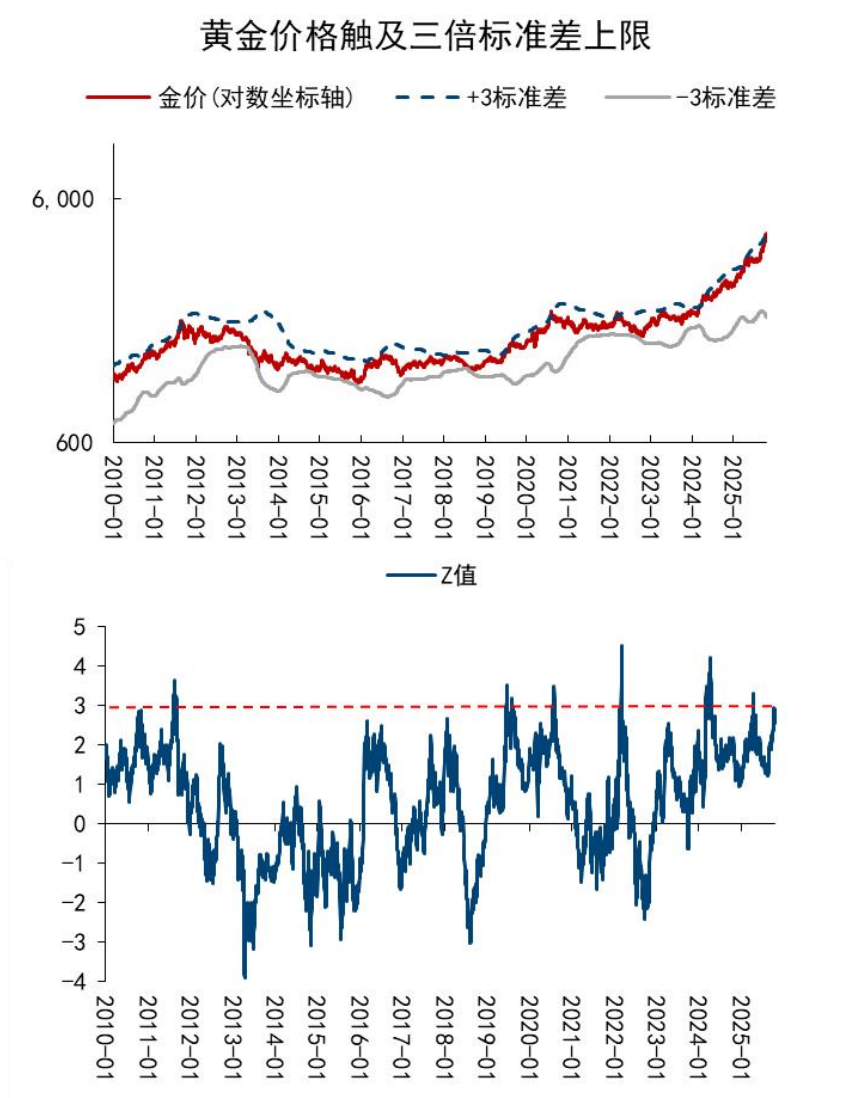


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

◆ 黄金大跌的观察指标: 技术面趋于极限

“事后诸葛亮”地来看, 至少从技术层面来看, 本轮黄金大跌在事前已经透露出种种迹象。(1) 首先, 以三倍标准差作为黄金价格短线上行的上限, 则复盘 2010 年以来几次黄金触及上限, 均出现一定幅度回调, 而本轮上行也已经达到这一上限。(2) 其次, 黄金 ETF 隐含波动率再次飙升, 这也通常是短期转折点和趋势耗尽时看到的情况。

图4: 黄金价格触及三倍标准差上限



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

图5: 黄金隐含波动率近期明显飙升



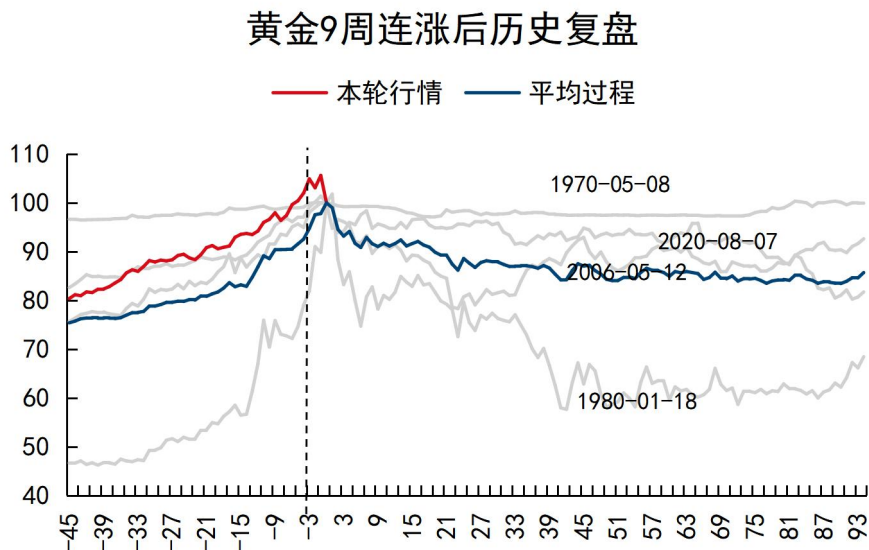
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

◆ 未来怎么看？长牛逻辑未出现明显破绽，但需要注意短期节奏问题

长期而言，全球货币信用体系重构、去美元化趋势、各国央行持续购金以及供需结构性失衡等因素构成了黄金上涨的核心支撑，本轮大跌并未改变这一黄金上涨的根本逻辑，因此黄金的长期牛市趋势仍将延续。

但是，短期来看，黄金快速上行也积累了大量回调压力。我们复盘了历史上黄金几次连涨9周后的行情走势，发现：（1）从下跌幅度来看，除1970年外，9周连涨后最大跌幅在17%-42%之间；（2）从持续时间看，最大跌幅大致发生在转折点后23-148个交易日。

图6: 过去4次黄金连涨9周后行情走势复盘



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

图7: 过去4次黄金连涨9周后行情节奏

区间收益				
	1970	1980	2006	2020
后1天	-0.2%	1.8%	-5.2%	-0.4%
后2天	-0.6%	-11.7%	-3.4%	-6.1%
后3天	-0.8%	-16.8%	-3.9%	-5.9%
后4天	-0.8%	-14.1%	-4.5%	-4.0%
后1周	-0.8%	-20.0%	-8.0%	-4.5%
后2周	-1.0%	-19.0%	-8.5%	-4.7%
后3周	-2.1%	-17.1%	-10.7%	-3.5%
后1个月	-2.7%	-20.1%	-15.0%	-5.0%
后2个月	-2.4%	-37.4%	-12.0%	-6.7%
后3个月	-2.6%	-40.4%	-9.6%	-7.7%
后6个月	8.2%	-21.4%	-16.1%	-8.6%
后1年	7.5%	-28.2%	-4.1%	-11.2%
后一年最大跌幅	-2.9%	-42.3%	-21.7%	-17.3%
达到最大跌幅所用时间	18交易日	42交易日	23交易日	148交易日

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告：

《2025 年 9 月财政数据快评-财政发力支撑经济了吗？》——2025-10-18

《9 月金融数据解读-社融承压，结构现暖意》——2025-10-16

《通胀数据快评-PPI 环比连续两个月为 0》——2025-10-15

《9 月进出口数据点评-硝烟再起，外贸逆势突围》——2025-10-15

《近期黄金大涨快评-黄金牛市：长期逻辑、短期触发与未来展望》——2025-10-08

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