

策略解读

黄金：配多少，何时抛

◆ 策略研究 · 策略解读

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

执证编码：S0980521030001

事项：

伴随美国三大股指下跌，避险情绪驱动黄金价格继续上涨，截至2025年11月12日，伦敦金价格收于4017.845美元/盎司，沪金收于913.26元/克。我们仍看好黄金中长期价格走势，居民资产配置中黄金的比例在2-10%间较适宜，机构配置盘比例则可适当提升。

观点：

黄金在资产配置中扮演着重要的多元化与风险对冲角色，踏空追涨和配置比例是市场关心话题。关于黄金的最佳配置比例，瑞·达利欧（Ray Dalio）最近认为合理比例是15%，当前高通胀、高政府债务的经济环境与1970年代相似。在此背景下，持有现金和债券并非有效的财富储存手段，而黄金是独立于信用体系的避险资产，能在货币贬值和地缘政治不确定时期发挥对冲作用。杰弗里·冈拉克（Jeffrey Gundlach）则认为比例可高达25%。基于对美元走弱和通胀压力持续的判断。他将黄金视作一份保险，并预测在负实际利率的环境中，黄金将继续有出色表现。

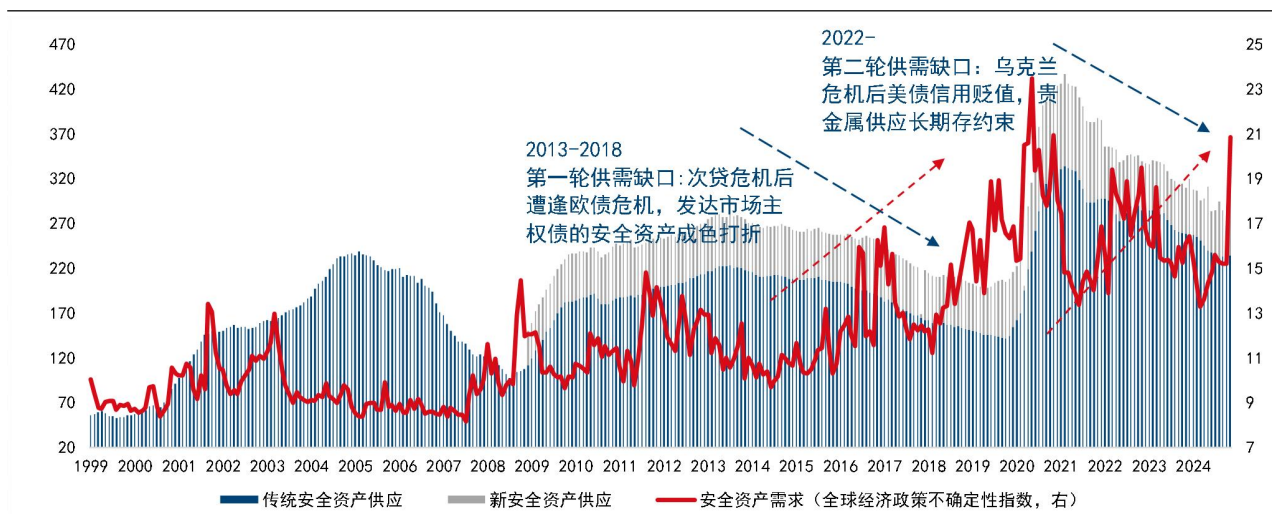
如果按照过去两年黄金走势刻舟求剑式线性外推，则会得出黄金配置比例“多多益善”的结论。未来一旦遇到黄金价格拐点时是非常危险的信号，容易犯保尔森在2013年同样的错误。我们用股债现商四类资产的简单再平衡模型（25±10%，触及15%和35%的下/上限时回归25%平配比例）来构造投资组合，2013年以来净值达到4.14，很难跑赢单一资产黄金同期5.84以上的净值水平，特别是在2023年以来大幅跑输。类似过去3-5年间风险平价策略赋予债券尽可能高权重一样，债券超配只关乎长期债牛行情，一旦遇到跷跷板逆转，中性策略就容易折戟。从确定性出发，结合长期黄金复盘确定配比，比择时找金价顶点更关键。

对于居民家庭资产配置，从风险分散角度出发，黄金比例在2-10%较为适宜。如在2005-2019年间，将2%至10%的资产配置在黄金上的全球多资产组合，相较于不含黄金的组合，其累计回报、夏普比率和最大回撤均有所改善。例如，配置10%黄金的组合累计回报达138.50%，夏普比率为0.52，最大回撤为-29.43%，显著优于无黄金配置的组合（累计回报126.10%，夏普比率0.46，最大回撤-33.29%）。这表明黄金在提升组合风险调整后收益和控制下行风险方面具有实质性贡献。

对机构资管产品而言，黄金资产配置可以适度提高到10%以上。如果用均值方差优化对传统的60/40股债组合进行分析，则在1972年至2014年间，加入黄金后组合最优配置黄金的比例平均为18%。黄金不仅在不同通胀环境下表现稳健，尤其在年通胀率高于5%时年均回报达16.2%，且在股市、债市和商品市场下跌期间展现出正向或低负相关的回报特性。综合来看，黄金作为非关联性资产，能够有效增强组合韧性，在当今全球高债务、低实际利率和地缘不确定性的环境中，其战略配置价值尤为突出。在长债利率低迷、票息保护不足的情形下，资产配置经历从债券打底的“固收+”到“黄金+”的范式变迁。

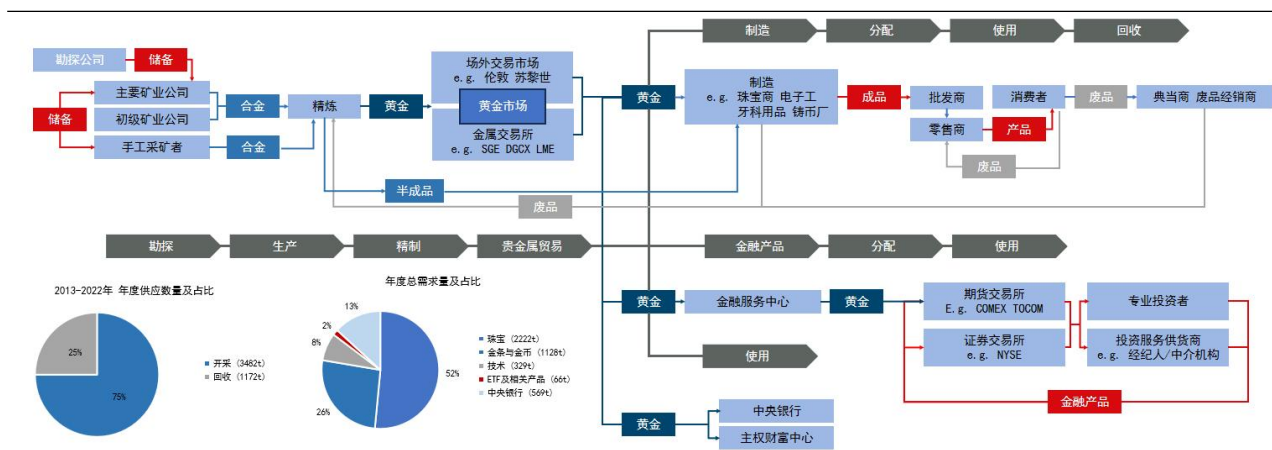
黄金市场中长期继续维持乐观看法，目前尚难言顶。我们在2023年下半年开始持续推荐黄金配置机会，第一配置原则是乌克兰危机爆发后全球避险资产不足，标志是美欧在对俄乌资产的处置上有悖安全资产常识；第二配置原则是市场认为美联储公信力不足，导火索是特朗普施压叠加2025年9月联储“穹囊降息”，前两个原则本质都是美元信用重估下黄金价值提升，至于利率、消费等都是边缘定价因素。黄金第三浪的机会可能触发在海外人工智能科技浪潮筑顶带来的资金再分流，目前看并无征兆。2003-2004年、2006-2007年美国科技股和黄金同涨，再到科技浪潮中止符、黄金超涨都是相同逻辑，避险情绪从地缘端扩散到资金流，目前尚未触发第三阶段信号。

图1：全球避险资产不足是黄金大行情中第一原则，美联储独立性存疑是第二原则



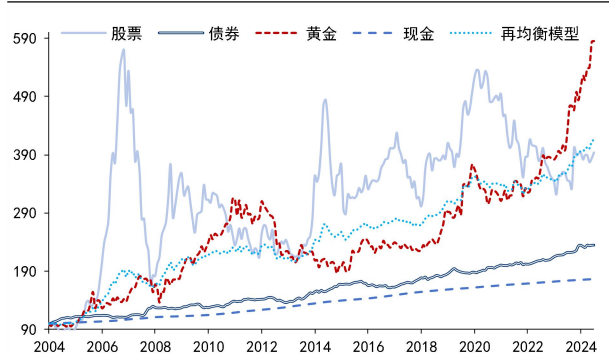
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：黄金市场结构和流动性全景图



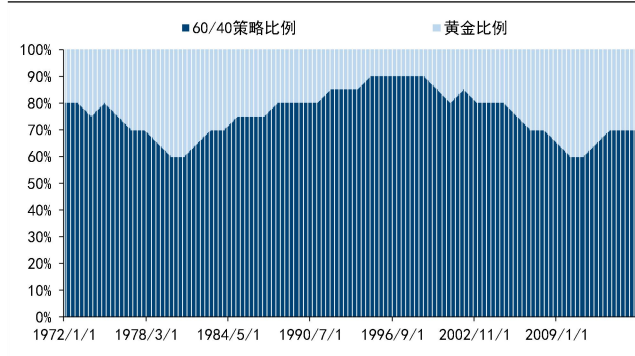
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图3：大类资产简单再平衡策略很难跑赢黄金



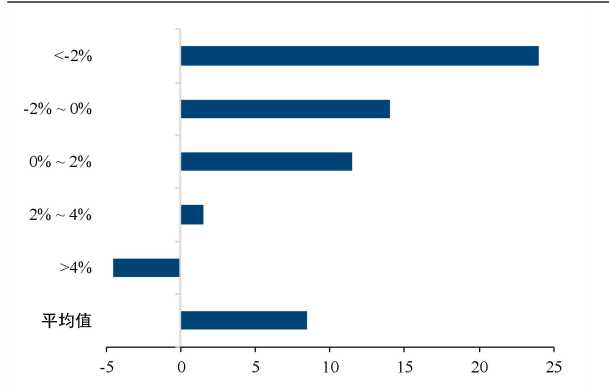
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4：60/40投资组合与黄金的均值方差优化配置比例



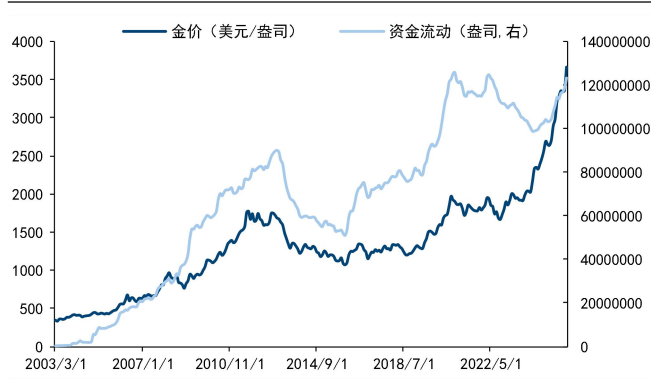
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图5：不同美债实际利率区间黄金涨跌幅



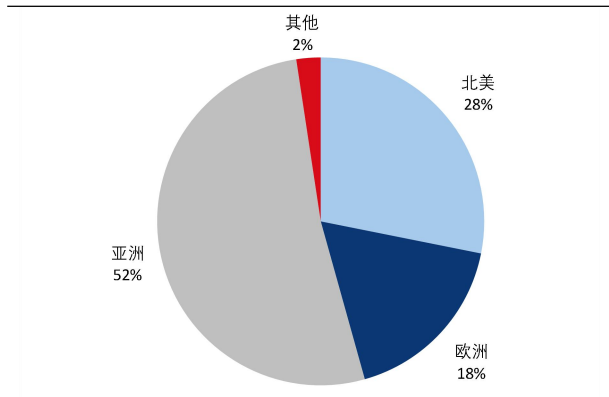
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图6：全球黄金资产的资金流动和金价走势对比



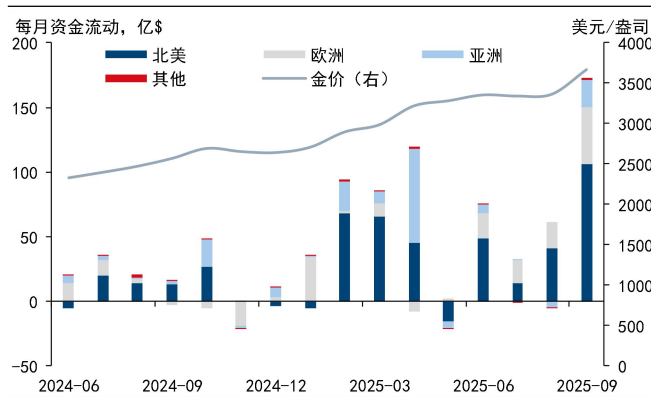
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图7：25Q1-Q3 分区域黄金资产净流动比例构成



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8：全球黄金资产分区域的每月净流入分析



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

参考资料

- [1] SPDR Gold Strategy Team. The Role of Gold in Today's Global Multi-Asset Portfolio. State Street Global Advisors, October 2019.
- [2] Schassler, D., Laks, B., Lau, J., & Schafer, J. Golden Rule: Gold Belongs in Every Investor's Portfolio. VanEck, October 2024.

◆ **风险提示：**上市企业盈利波动较大；美联储降息节奏不确定性；海外地缘政治冲突加剧

相关研究报告：

- 《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
- 《策略解读-再议存款搬家》——2025-09-06
- 《策略解读-交易资金眼中的牛市》——2025-09-02

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