

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

◆ 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	tiandi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	刘孟峦	010-88005312	liumengluan@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040001
证券分析师：	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码：S0980518070002
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

9月以来黄金价格大幅上涨，至北京时间10月7日晚间，美元计价伦敦现货黄金逼近4000美元/盎司。

评论：

2025年以来，国际黄金市场上演了一场波澜壮阔的上涨行情。国际现货黄金价格从年初约2650美元/盎司起步，一路突破多个整数关口，业已逼近4000美元/盎司。其中，9月份的上涨尤为引人注目，美元计价下单月涨幅达11.6%。本轮上涨并非偶然，而是长期逻辑、短期因素与市场情绪共振的结果。本文将从黄金上涨的长期逻辑、9月份以来的短期触发因素以及未来走势展望三个维度展开深入分析。

◆ 黄金上涨的长期逻辑：货币体系重构的长线叙事仍然有效

黄金作为兼具商品属性与金融属性的特殊资产，其长期价格走势始终与全球宏观经济格局、货币体系演变及供需结构变化紧密相连。当前支撑黄金持续上涨的长期逻辑主要集中在全球货币信用体系重构层面。

黄金的核心金融属性在于其“天然货币”的特性，当全球货币信用体系面临挑战时，黄金往往成为市场的“压舱石”。当前，这一逻辑正得到充分验证，主要体现在两个方面：

一是去美元化趋势加速动摇美元信用根基。近年来，美元的结算与储备霸权持续削弱，越来越多的国家开始推进储备资产多元化，黄金成为重要的替代选择。在美国贸易保护主义转向下，全球货币体系可能正在经历一次深刻的“范式漂移”——从纯粹的信用美元体系，向某种具有“类金本位”特征的体系倾斜。多国央行已将购入黄金作为战略举措，不仅将其视为价值储存的手段，更将其作为全球动荡时期稳定经济的核心资源。世界黄金协会数据显示，全球央行的持续购金行为已成为支撑金价的重要力量，即便在利率政策环境不及预期的情况下，这一支撑仍能有效发挥作用。这种储备结构的调整并非短期行为，而是全球货币体系重构过程中的长期趋势，为黄金需求提供了稳定的底层支撑。

二是美国债务风险累积加剧货币信用担忧。美国联邦政府债务规模沉重的利息负担使其财政可持续性面临严峻挑战。债务危机风险的上升不仅削弱了市场对美元资产的信心，更强化了黄金的避险属性。美国政府的财政问题已成为全球金融市场的潜在“灰犀牛”，一旦风险爆发，黄金将成为首要的避险选择。从历史经验看，当主权债务风险上升导致货币信用受损时，黄金的长期上涨趋势往往会持续强化，当前的市场环境正符合这一历史规律。

图1：中长期看金价与美元储备地位高度相关



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

◆ 9 月份以来黄金上涨的短期触发因素：宽松预期与地缘政治风险下黄金 ETF 规模膨胀

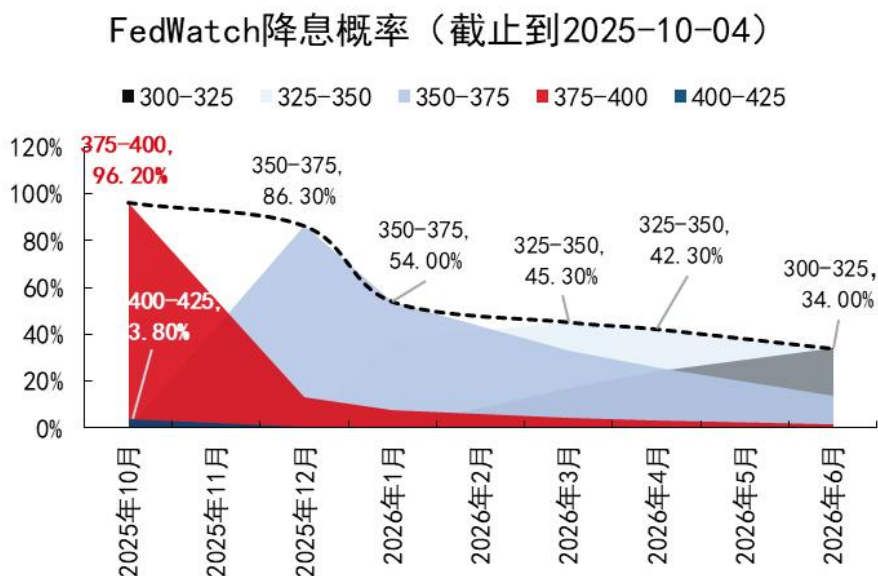
如果说长期逻辑是黄金上涨的“底色”，那么 9 月份以来的一系列短期事件则成为推动金价加速上涨的“催化剂”。这些因素集中在货币政策调整与地缘政治升级所带来的推动力。

（一）美联储超预期降息：货币政策宽松的直接驱动

美联储的货币政策始终是影响黄金价格的核心短期变量，其通过调节实际利率与美元汇率两条路径作用于金价。9 月份，美联储的超预期降息成为助推黄金上涨的一个重要因素。

9 月期间，美联储启动降息周期，宣布实施 25 个基点的降息。目前来看，美国方面非农连月走弱，劳动力市场动能显著衰减。通胀黏性犹存，美联储陷入“再平衡困局”。核心通胀始终维持在 3% 左右，能源与服务成本支撑物价居高。但美联储认定关税推升效应属“一次性冲击”。宽松成为“次优选择”，预防式降息重启。面对就业趋弱、通胀高位、金融条件偏紧的“三重约束”，美联储重新评估政策成本。市场普遍押注 2025 年下半年还有两次预防式降息，2026 年降息周期延续。

图2: 美联储降息路径逐渐明晰



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

（二）地缘政治冲突升级：避险情绪的集中释放

9 月份全球地缘政治与贸易局势的骤然紧张，大幅推升了市场避险情绪，使黄金的“避风港”属性得到充分彰显。

在地缘政治层面，中东与欧亚地区的紧张局势在 9 月份持续升级，并延续至 10 月份，这种不确定性使得投资者纷纷转向低风险资产避险。更具冲击力的是贸易政策的突变——当地时间 9 月 25 日，美国宣布对进口药品、卡车和家具等商品征收新一轮关税，这一举措打破了此前的贸易政策平衡，加剧了全球贸易摩擦风险。贸易摩擦的升级不仅威胁全球经济增长前景，更导致全球金融市场震荡加剧，股票、大宗商品等风险资产价格波动加大，促使资金涌入黄金等避险资产寻求保值。反映在数据层面看，自 9 月中旬以来，全球地缘政治风险指数显著上升，这也加剧了黄金作为主要避险资产的配置需求。

图3: 9月以来地缘政治风险显著上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

(三) ETF 规模大幅膨胀

黄金 ETF 在 2025 年 9 月份规模膨胀至 3257 万盎司, 这也是黄金 ETF 自 2022 年 7 月以来第二高的单月涨幅。从黄金价格与黄金 ETF 规模变化情况来看, 二者几乎同步在 9 月份开始启动上升。这表明, 本轮黄金价格上涨很大程度上是由 ETF 规模上升所推动的。其中北美基金贡献了绝大部分资金流入, 这一现象充分反映了投资者在风险升级背景下对黄金的青睐。

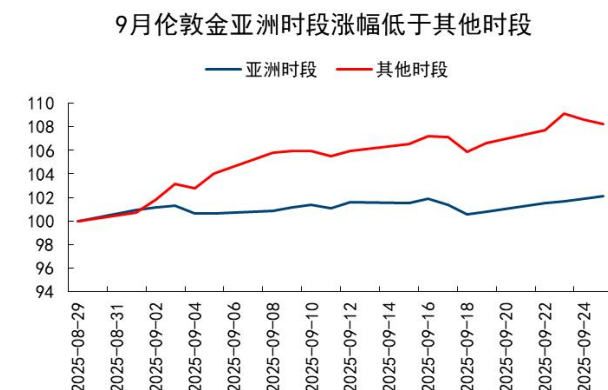
特别值得指出的事, 目前市场存在部分观点怀疑, 9 月份以来央行可能再度进行了购买黄金的动作, 这也是 9 月份至今黄金的大幅上涨的一个重要原因。但是, 参考我们在《去美元化下的央行购金行为研究》提出的观察中国人民银行购买黄金高频跟踪方法, 9 月伦敦金亚洲时段上涨 2.08%, 而其他时段仅上涨 8.25%; 同期, 上海金亚洲时段涨幅为 2.70%, 这一表现与以往“亚洲时段伦敦金强于其他时段”的特征有所不同, 显示出中国官方部门在当月并未明显通过伦敦市场集中购金。金价的主要上行动力来自欧美交易时段, 可能与美联储政策预期调整、美元波动及全球避险情绪升温相关我们并未观察到中国央行在伦敦现货市场大规模购入黄金的迹象。当然, 更加确切的证据还需要等待 9 月份英国黄金对外黄金出口详细数据的公布。

图4: 黄金 ETF 明显膨胀



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 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

◆ 未来黄金怎么看：中期仍可乐观

综合长期逻辑与短期因素，当前黄金市场的支撑体系依然稳固。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，这一支撑体系在未来 2-3 年内难以发生根本性改变，因此黄金的长期牛市趋势仍将延续。

短期来看，9 月份以来的上涨动能虽有所释放，但美联储宽松周期的延续、地缘政治风险的常态化以及市场投资需求的持续流入，仍将推动金价维持高位震荡偏强的格局。

◆ 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：

- 《9 月 PMI 数据解读-“秋旺”如期而至》——2025-10-01
- 《美国 9 月 FOMC 会议点评-两难中的“中庸之道”》——2025-09-21
- 《2025 年 8 月财政数据快评-又到政策蓄力时》——2025-09-18
- 《美国 8 月 CPI 点评-通胀略高预期，宽松基调难改》——2025-09-14
- 《8 月金融数据解读-社融降温，稳增长诉求再起》——2025-09-13

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