

## 策略点评 20250917

# 黄金，短期见顶了吗？

2025 年 09 月 17 日

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

证券分析师 葛晓媛

执业证书：S0600525040003

gexy@dwzq.com.cn

### 相关研究

■ 截至 2025 年 9 月 15 日，黄金快速上涨至 3674 美元/盎司，首次突破 1980 年通胀调整峰值。其主要原因是美国就业疲软，市场担忧美国经济基本面，交易“低增长+高通胀”的滞胀逻辑，并提高了美联储降息的预期（图 1-2），叠加特朗普频繁施压美联储换人，市场质疑美联储政策的独立性。

■ 一、我们认为虽然黄金长牛的逻辑仍在，但短期或存在回调风险。从交易指标上看：

1、黄金处在超买水平，波动可能加大。当前黄金 14 日 RSI 达 78，已经超买至近 10 年超 90% 的分位水平，意味着或有部分止盈兑现离场。更重要的是，相较于表现更为极致的 RSI，全球 ETF 流量、现货和期货持仓等并没那么热。所以我们担心黄金交易短期过热，存在回调风险（图 3）。

2、黄金 ETF 的资金流并未形成一致性趋势。从区域来看，近一个月，美国黄金 ETF 流入量较大，中国反而在流出（图 4）。美国前三大黄金 ETF 共流入约 3670 亿美元，中国两只黄金 ETF 合计流出超 265 亿美元，成为全球唯一显著减持区域。从机构与散户行为来看，散户在边际增持黄金（图 5）机构则边际减持黄金。

3、现货挤兑有限。黄金库存并未被明显推高，市场对实物黄金交割需求没有显著上升（图 6-7），暗示短期内现货挤兑程度相对有限，黄金多头情绪不极致；另外，各期限黄金租赁利率降至 0 以下（图 8），意味着黄金现货需求并不紧张，提货需求没有明显上升，黄金多头并不过于强势。且短端与长端倒挂不明显，尽管还是现货溢价状态，但程度远不及今年年初。

4、Comex 黄金投机性净多头仓位回落。根据美国商品期货交易委员会（CFTC），投机性黄金净多头头寸快速下降，机构对黄金的看涨情绪有所减弱（图 9）。

5、中国市场情绪不够“高涨”。价格方面，Comex 黄金和伦敦金现货都已创历史新高，但上海金尚未突破前高；库存方面，相较于海外黄金库存，上海金交易所持仓量已经边际回落（图 10），本轮黄金上涨行情中，中国相对于全球其他区域的情绪不够高涨。

■ 二、美元一定会走弱吗？

1、市场已充分定价 3 次的降息次数，全年降息次数没有进一步上调空间（图 11）。因为就业的疲软，市场对美国经济产生悲观态度，不过从领先指标来看，美国经济已有“复苏”迹象，如果经济超预期上行，降息预期会进一步收敛。

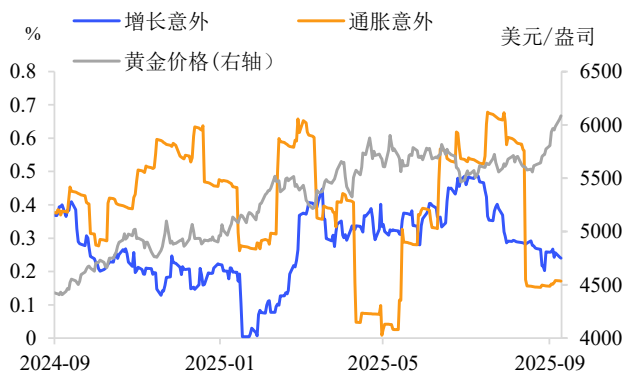
2、降息并不一定导致美元大幅走弱。从历史复盘的角度看，预防式降息导致美元在一周后平均下跌，且跌幅相对较多（-0.91%），但一个月内跌幅收窄并转为上涨，未来三个月和六个月平均上涨 0.84%、2.02%（图 12-13）。

3、本轮预防式降息有利于改善美国经济。降息落地，利率下降，利于改善企业及地产投资，提振经济。根据亚特兰大联储预计，2025 年 Q3 实际环比折年 GDP 增速为 3%，其中实际个人消费支出和实际私人国内投资总额会边际上涨（图 14）。

4、欧元的相对强势或将是暂时的。一是，欧央行今年进一步宽松货币空间有限，而美国降息空间更足（图 15）。二是，美国经济边际增长预期好于欧洲（图 16）。如果美国经济韧性好于非美国国家，我们预计美元贬值压力会减轻。

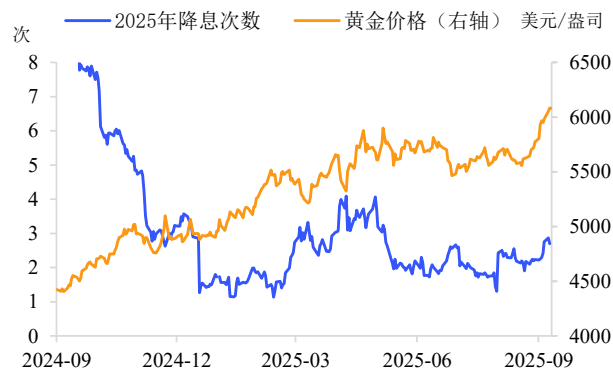
■ 风险提示：美国经济快速陷入衰退，美联储降息不及预期，全球地缘政治风险超预期，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：低增长+高通胀的宏观组合推高金价



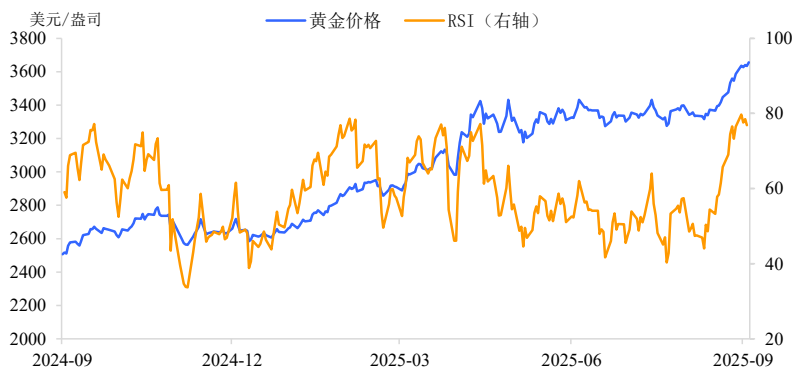
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2：降息预期上升催化金价上涨



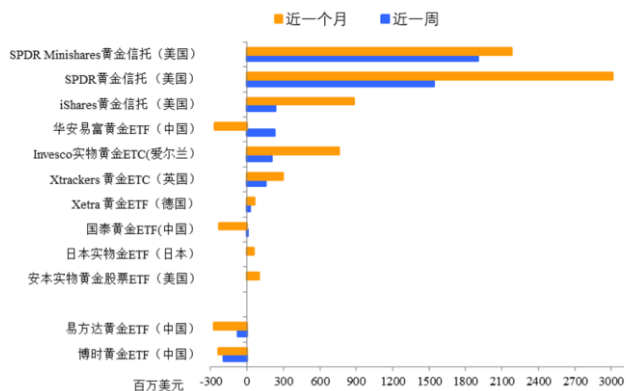
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3：黄金 RSI（14 日）处于超买状态



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：近月黄金 ETF 主要买家是美国，中国在卖出



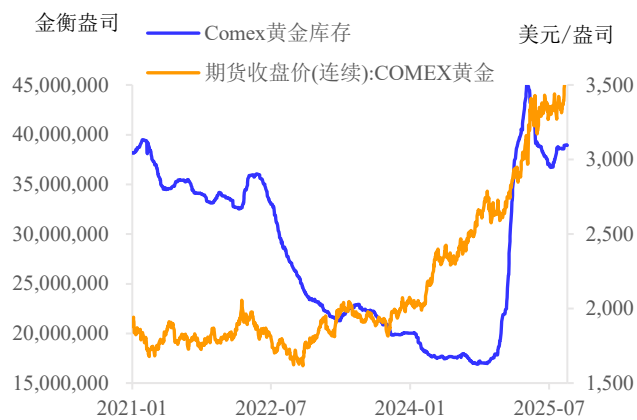
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：机构边际减持黄金，散户边际增持黄金



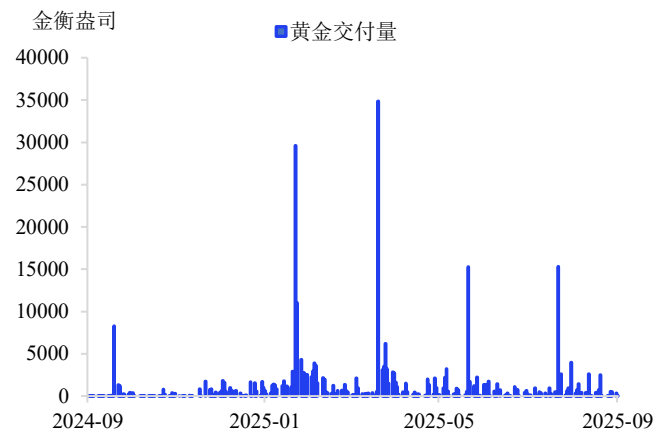
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6: 当前 Comex 黄金库存并未显著提升



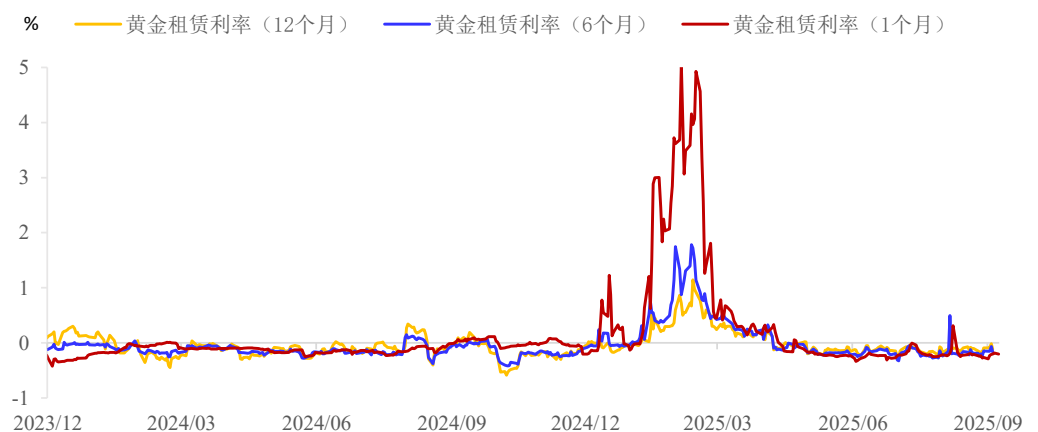
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: Comex 黄金交付量并未出现激增



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

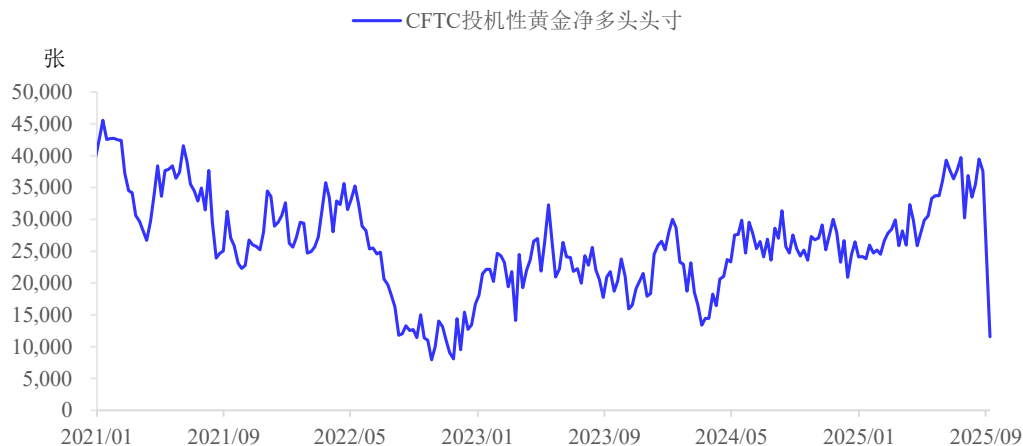
图8: 黄金租赁利率回落至 0 以下



注: 黄金租赁利率的计算公式为: 各期限 SOFR-黄金远期报价利率

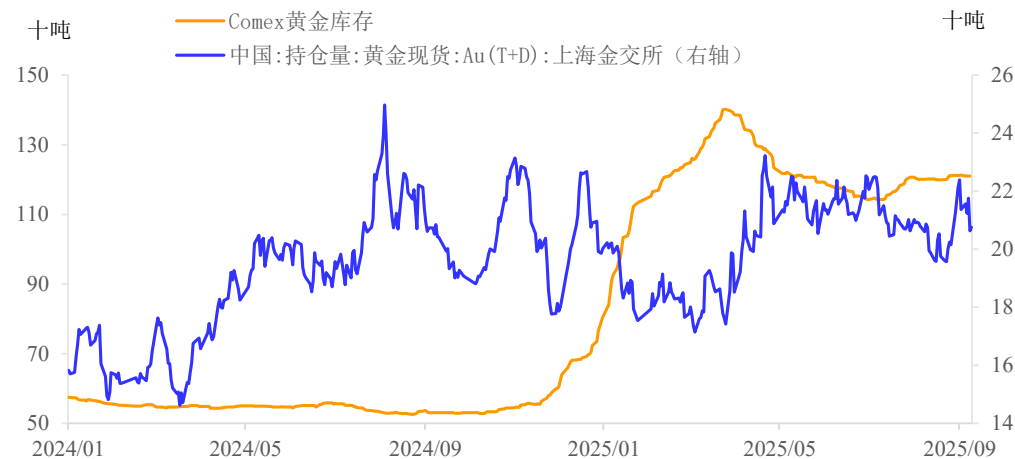
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: CFTC 投机性黄金净多头头寸已经开始回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 中国黄金库存持仓量边际下行



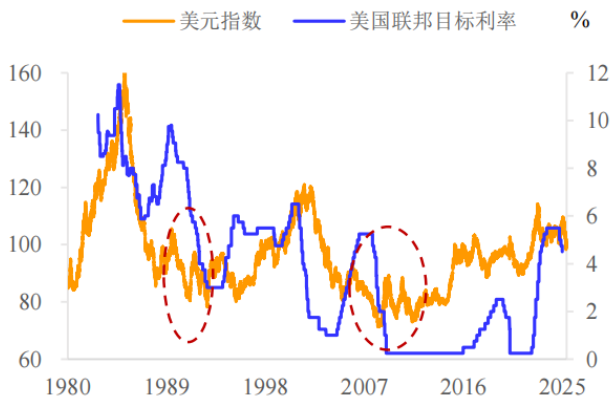
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11：市场已定价年内还有 3 次降息，没有上调空间

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
9/17/2025	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	7.48 %	92.52 %
10/29/2025	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	93.00 %	7.00 %
12/10/2025	0.00 %	0.00 %	0.00 %	86.29 %	13.71 %	0.00 %
1/28/2026	0.00 %	0.00 %	35.00 %	65.00 %	0.00 %	0.00 %
3/18/2026	0.00 %	0.00 %	90.10 %	9.90 %	0.00 %	0.00 %
4/29/2026	0.00 %	17.00 %	83.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
6/17/2026	0.00 %	77.21 %	22.79 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
7/29/2026	5.00 %	95.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
9/16/2026	41.61 %	58.39 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
10/28/2026	56.00 %	44.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
12/9/2026	68.68 %	31.32 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %

数据来源：CME，东吴证券研究所

图12：美国降息不一定大幅削弱美元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

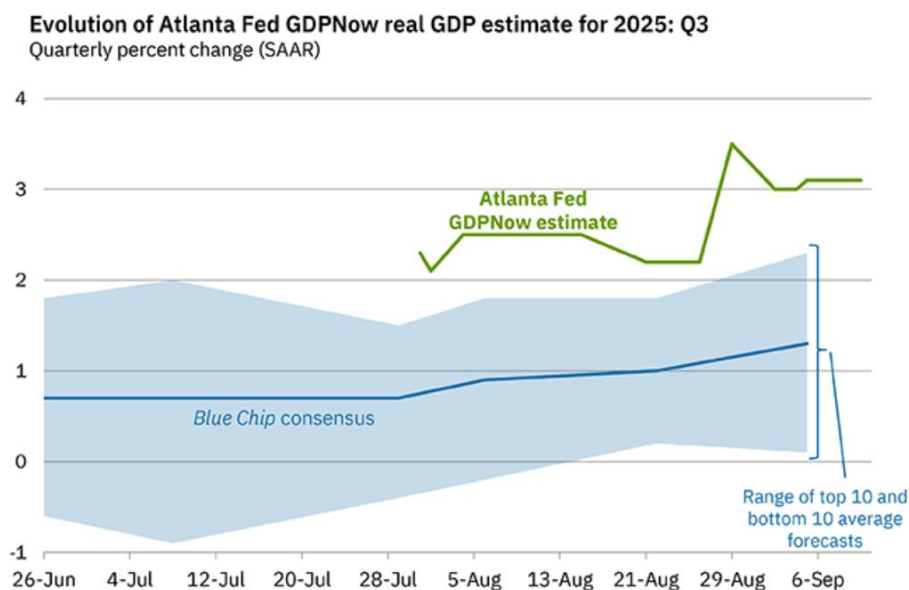
图13：历次美联储降息后美元走势

降息周期后美元走势									
降息周期	首次降息	最后一次降息	持续时间 (日)	降息幅度 (bp)	降息类型	一周	一个月	三个月	六个月
1981/6-1982/12	1981-06-01	1982-12-15	562	1150	衰退式降息	2.99	3.40	5.12	-1.59
1984/9-1986/8	1984-09-20	1986-08-21	700	563	预防式降息	-1.29	0.17	0.85	6.26
1987/11-1988/2	1987-11-04	1988-02-11	99	81	预防式降息	-2.12	-2.81	-2.93	-4.22
1989/6-1992/9	1989-06-06	1992-09-04	1186	681	衰退式降息	1.94	-3.96	-0.04	-6.12
1995/7-1996/1	1995-07-06	1996-01-31	209	75	预防式降息	0.60	0.86	3.85	4.07
1998/9-1998/11	1998-09-29	1998-11-17	49	75	预防式降息	-1.63	-2.40	-1.49	4.26
2001/1-2003/6	2001-01-03	2003-06-25	903	550	衰退式降息	1.39	1.48	6.45	10.16
2007/9-2008/12	2007-09-18	2008-12-16	455	500	衰退式降息	-1.78	-2.63	-2.96	-10.12
2019/8-2019/10	2019-08-01	2019-10-31	91	75	预防式降息	-0.92	0.27	-1.11	-0.61
2020-03-01	2020-03-03	2020-03-16	13	150	衰退式降息	-1.04	2.59	0.25	-5.42
2024-09-18	2024-09-18	-	349	100	预防式降息	-0.09	2.42	5.87	2.36
衰退式降息						0.70	0.18	1.76	-2.62
预防式降息						-0.91	-0.25	0.84	2.02

注：美元走势为区间涨跌幅，衰退式降息及预防式降息总结为不同类型下平均涨跌幅，单位均为%

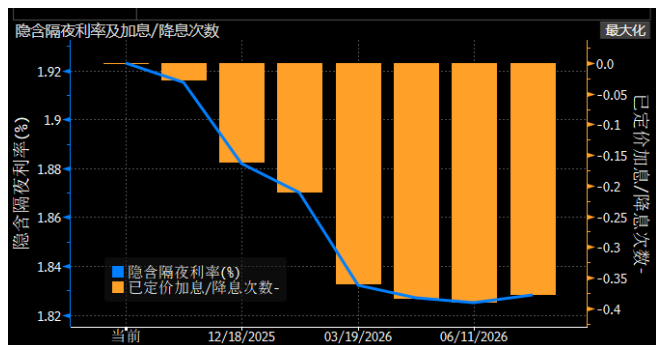
数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

图14: 美国经济增长预期改善 (截至 2025 年 9 月 10 日)



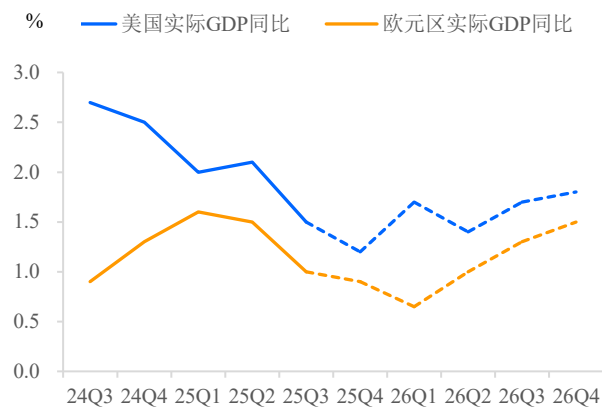
数据来源: 亚特兰大联储, 东吴证券研究所

图15: 欧央行年内再次降息概率偏低



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图16: 欧洲经济短期改善空间相对有限



注: 虚线为彭博对经济增速的一致预期

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>