

黄金大涨的背后： 美元信用周期的终结与黄金定价权的重塑

报告日期：2026年01月29日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 分析师：孙航
- SAC编号：S1050525050001

研 究 创 造 价 值

核心观点：黄金传统研究框架对本轮黄金大涨的解释力十分有限，主要是短期美元指数走低和中长期美元信用替代逻辑的叠加，市场情绪和动量资金驱动。随着美元信用裂缝的扩大，黄金中长期上涨的逻辑在强化。但由于长期逻辑短期化交易较为极致，黄金投资盘多头回落、实业盘空头较低，PCR处于历史底部，短期黄金市场“裸多”风险值得警惕。特别是在白银“空头拥挤+高波动率+高持仓”的背景下，白银高位回落拖累黄金的概率在提升。

传统框架崩塌：过去美元、实际利率和风险定价的黄金研究框架解释力显著减弱。非框架因素解释贡献再度创新高。从大宗商品联动角度来看，金油比阶段性失效，仅有铜保持一定的正贡献，比特币则是受限于流动性，出现了短期贡献的走弱。

中长期的新驱动力：去美元化与央行购金。非美国国家持有的黄金价值已超过美债价值，显示出对美元信用的不信任的共识已经形成。非美央行正在加速购金以替代外汇储备。由于金矿开采存在供给刚性，央行的大规模购金（数万吨）势必会挤压私人投资盘，引发实物短缺，助推中长期黄金价格的持续上行，8000可期

短期的交易风险警示：尽管对黄金中长期看涨，但短期市场出现了“极致的长期逻辑短期化”。黄金CFTC出现投资盘多头回落、实业盘空仓观望的组合。GLD ETF的PCR处于历史底部，市场处于极度乐观的“裸多”状态，且参与度下降叠加波动率高位，一旦情绪退潮或触发高位回调风险。目前白银处于“空头拥挤+高波动率+高持仓”的三重叠加态势，面临“末日狂奔”（逼空拉升）后接“闪崩”风险。

后续策略应对：黄金短期波动放大，资金或将寻找新的避险或资产洼地进行轮动：

- 1) **风偏回归：**资金可能流向比特币(BTC)、纳指或A/H股。
- 2) **高低切换：**资金可能流向原油或能源股（金油比失效后的回归）。
- 3) **复苏交易：**资金流向工业金属（铜）。

最后的核按钮：“核按钮”与黄金重估：目前美国账面上仍有8000吨42美元/盎司的低价黄金，美国财政部可以利用《1934年黄金储备法案》将官方黄金定价从法定低价重估至市场价，瞬间改善资产负债表。但短期可能性较低（意味着美元信用受损），但这作为应对美债危机或战争的“最后手段”可能性一直存在。一旦发生，将引发美元贬值、美债收益率暴升和金银价格的非线性爆发。

- (1) 特朗普政策不预测性
- (2) 美联储货币政策急转
- (3) 地缘政治风险不可控

目录

CONTENTS

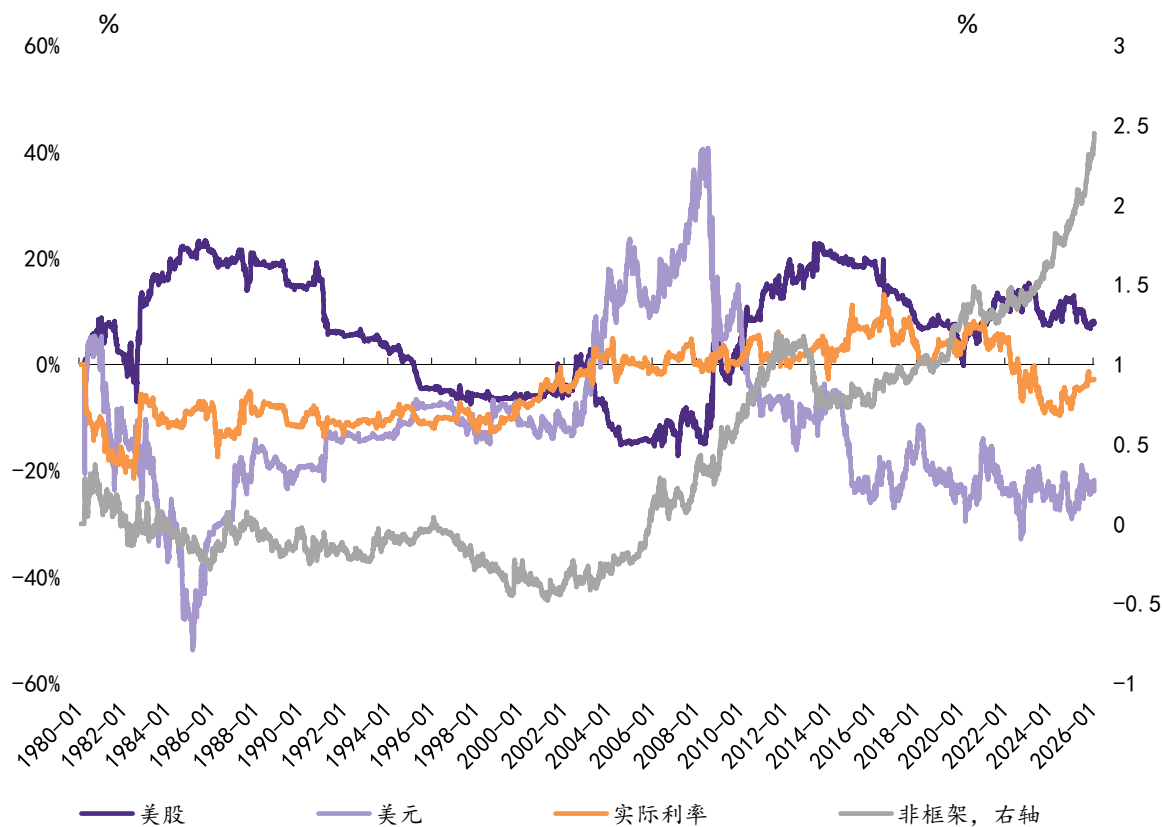
- 1、旧研究框架的失灵：传统因素贡献降低
- 2、新研究框架的重构：美元信用替代强化
- 3、金融交易工具信号：短期行情较为极致
- 4、最后核按钮及影响：官方法定低价重估

01 旧研究框架的失灵： 传统因素对黄金上涨贡献降低

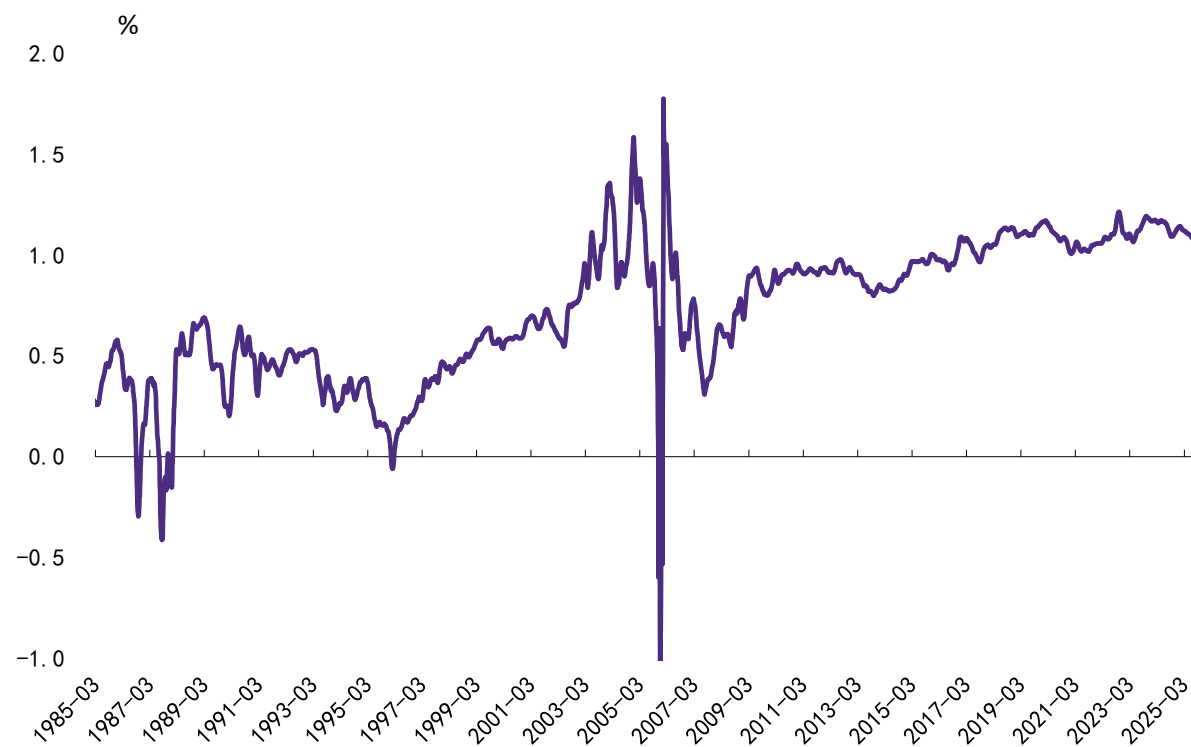
研究创造价值

- **黄金传统研究框架与黄金走势再度出现背离：**第一阶段是在2008年金融危机时期，出现了大幅累计的非框架因素涨幅；第二阶段则是2023年至今，非传统框架的上涨力度再度飙升。
- **非框架因素对黄金走势的解释力度也经历了三个阶段的变化：**第一阶段是1985-1997年，震荡但占比较低；第二阶段是1998-2008年，呈现快速上升趋势，主要是连续两次金融危机对于美元信用的冲击；第三阶段是2009年至今，相对稳定，已成黄金走势的主要解释因素。

传统研究框架对于黄金的解释力度再次减弱



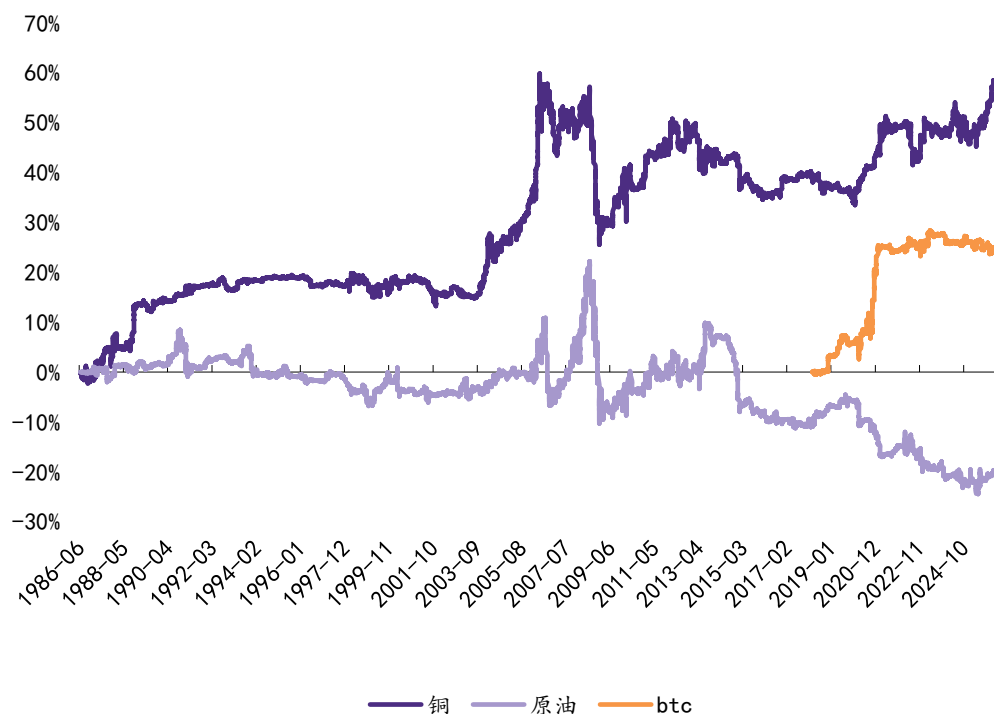
非框架因素成为黄金累计涨跌幅的主要解释因素



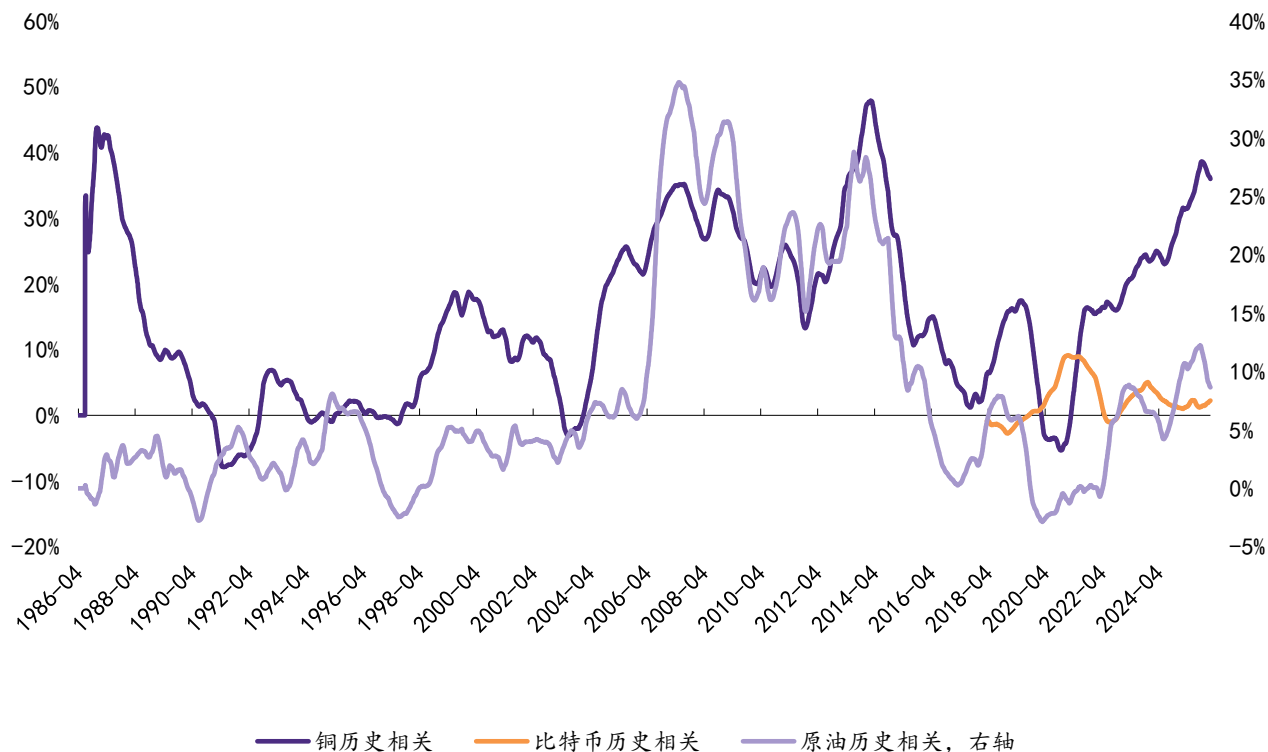
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

- **铜金联动依然有效**：铜和黄金都是以美元计价的实物资产。当美元贬值（通胀预期上升）时，两者同涨。铜代表“工业需求+通胀”，黄金代表“货币属性+通胀”。这条高企的曲线说明，过去40年，黄金的上涨很大程度上可以被“通胀/大宗商品周期”所解释。
- **金油比的失效**：黄金反映的是“货币贬值预期”，而原油近期经常受“经济衰退预期”（需求下降）打压。经济差—油跌，但经济差—宽松预期—金涨。这种分道扬镳导致了曲线转负。过去看原油来做多黄金思路受到挑战。
- **BTC保持高杠杆黄金的属性**，但是近期流动性收紧的情况下，对于黄金的上涨的解释贡献减弱。

铜保持一定的正贡献，比特币短期贡献减弱



原油历史相关性出现逆转



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

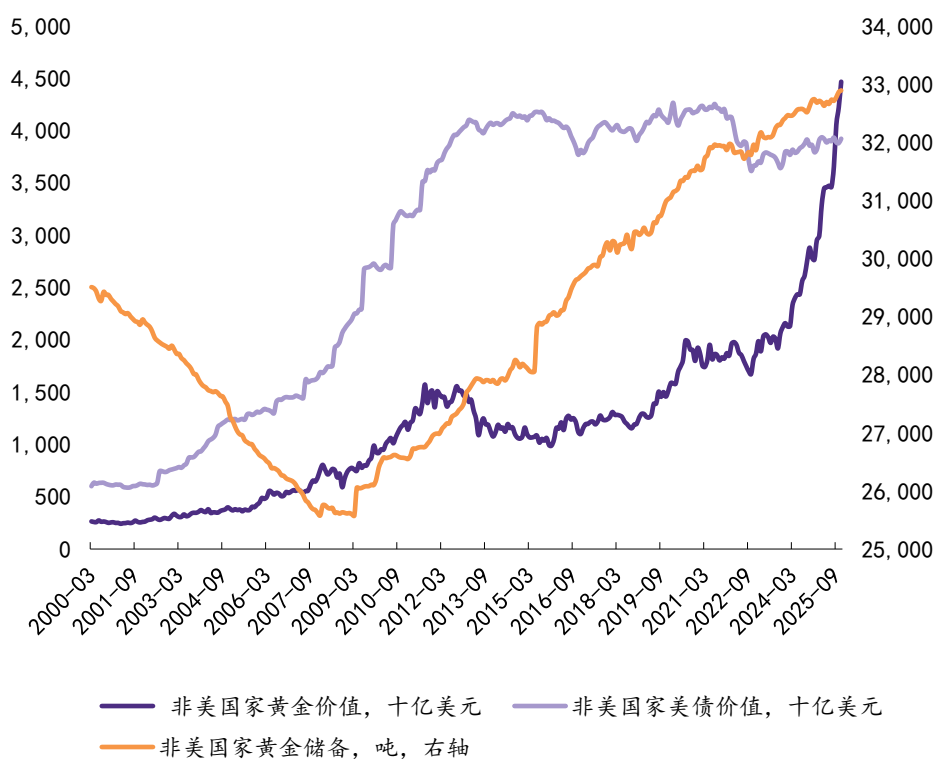
02 新研究框架的重构： 美元信用替代强化

研究创造价值

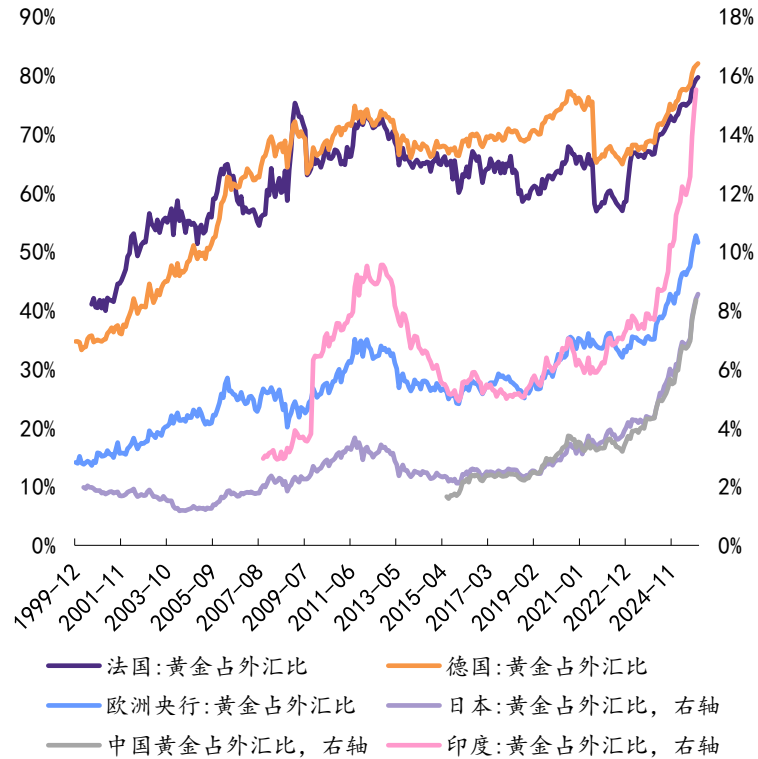
新研究框架重构：外汇储备中的美元信用替代

- 全球国家中黄金占外汇比均出现明显上升，显示出对于美元信用的担忧。
- 非美国国家外汇储备中的黄金价值已经超过了美债价值，其中印度和中黄金购买量显著提升。

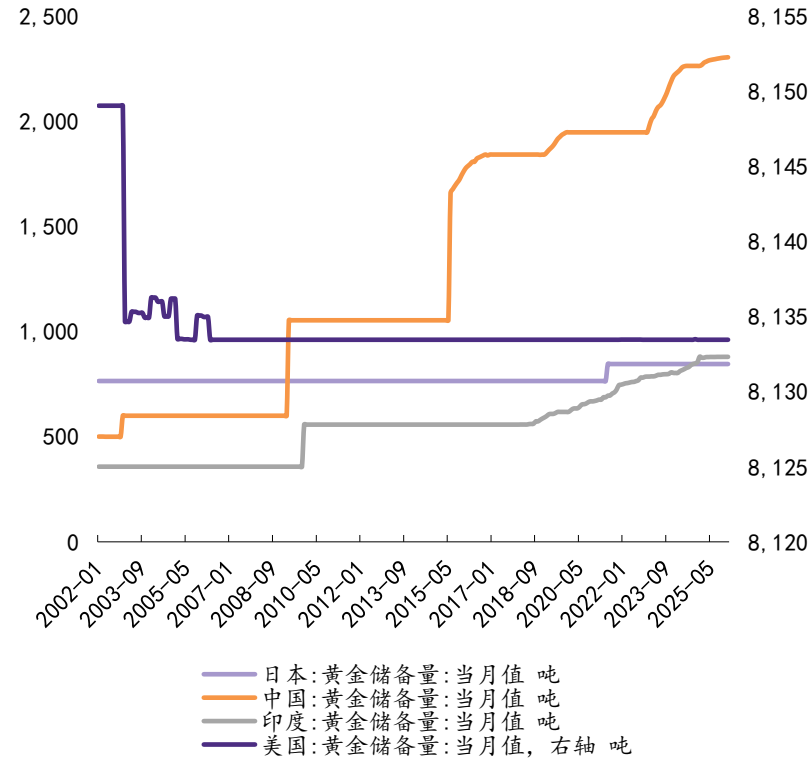
非美国国家外汇储备中的黄金价值已经超过了美债价值



全球黄金占外汇比均有提升



中印在快速购金



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

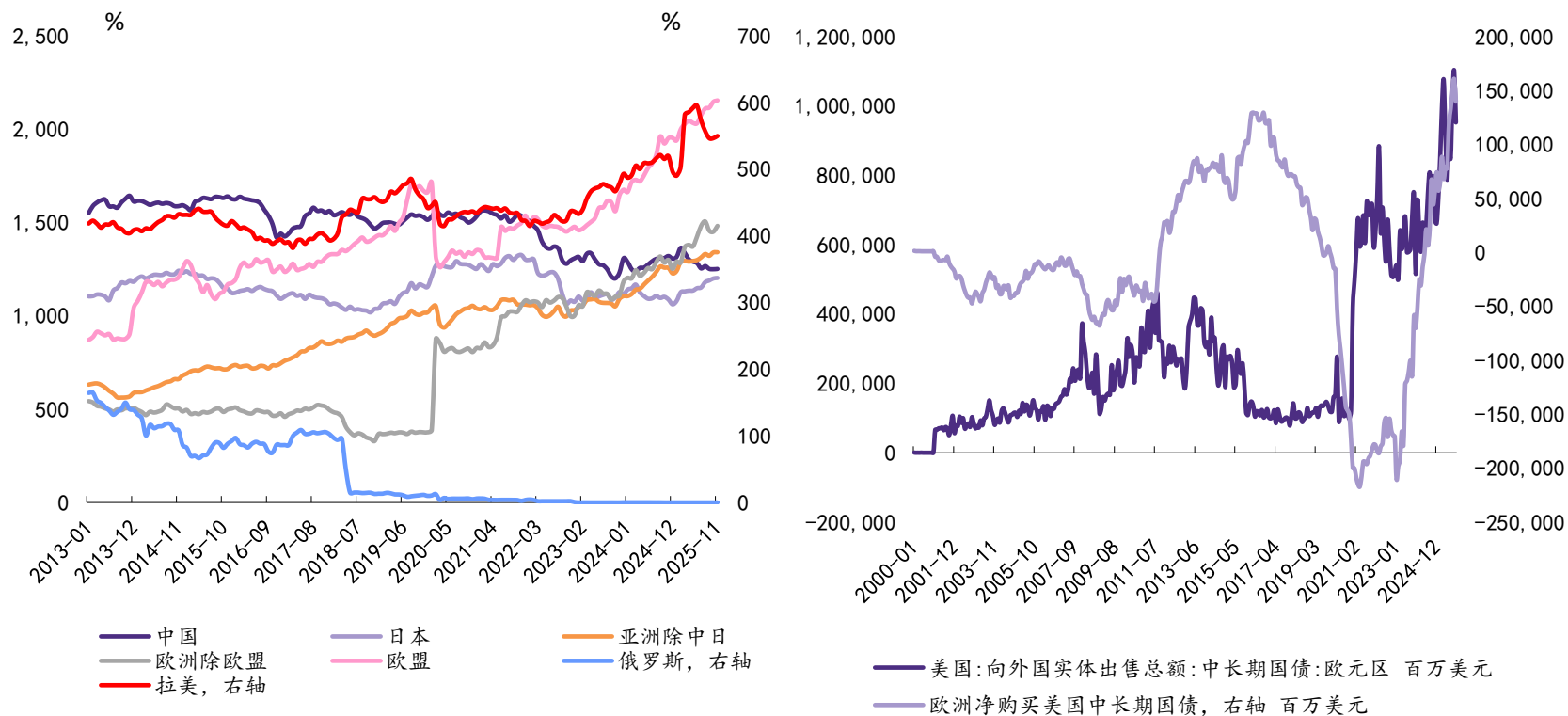
欧洲：对于美债的依赖度较高

- 由于欧央行外汇储备中的黄金占比较高，安全垫相对较厚，正常情形下对于外汇储备中的美元资产方面并没有很强的抛售意愿。
- 在美欧联盟依然维持的背景下，欧洲国家的外汇储备中黄金占比的回升可归因于美元的走弱和黄金价格的上涨，并未出现此消彼长。

外汇中非黄金的额度并未出现回落



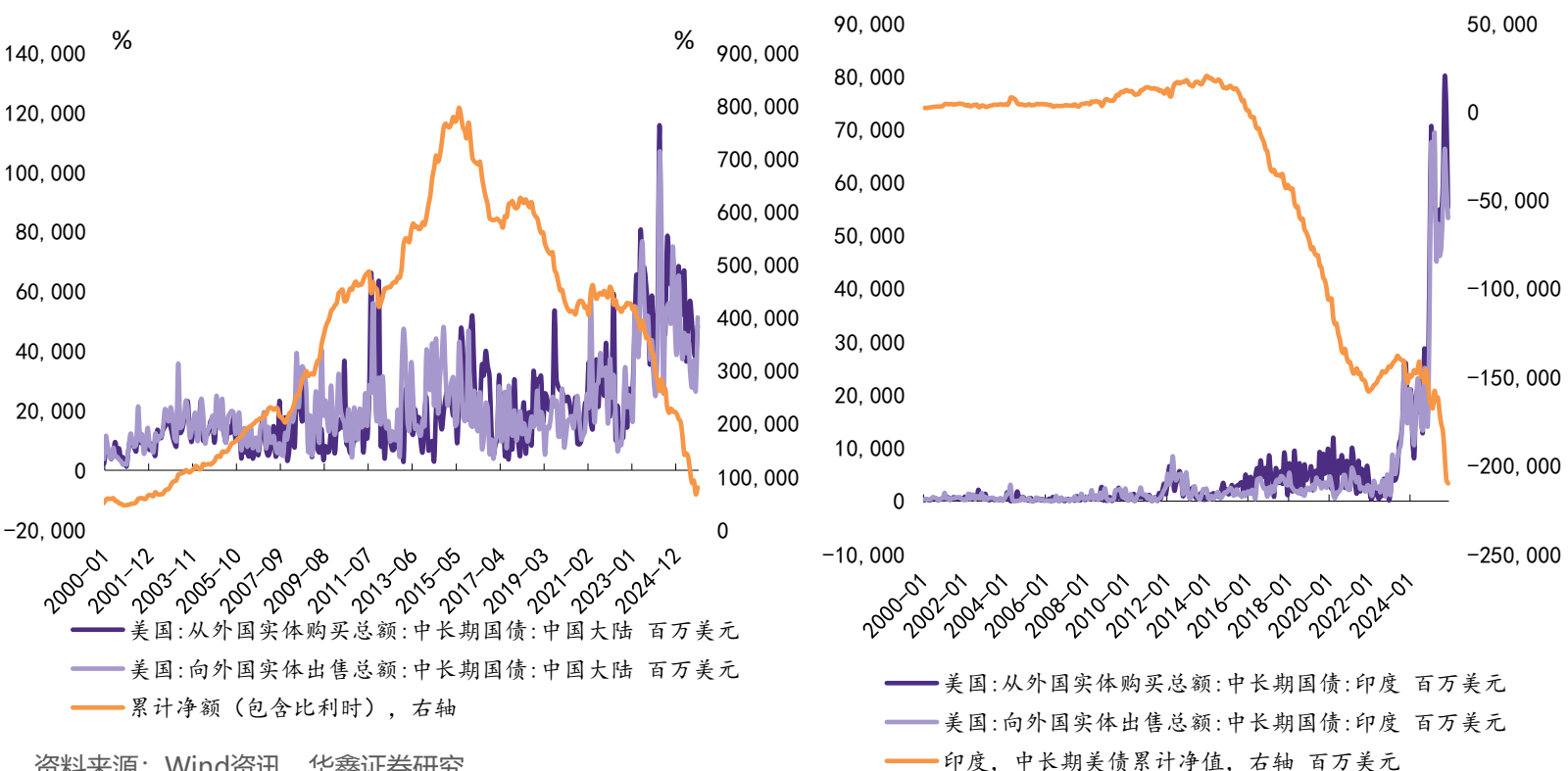
两个统计口径均能看到欧洲对于美债的持有反而是在增加



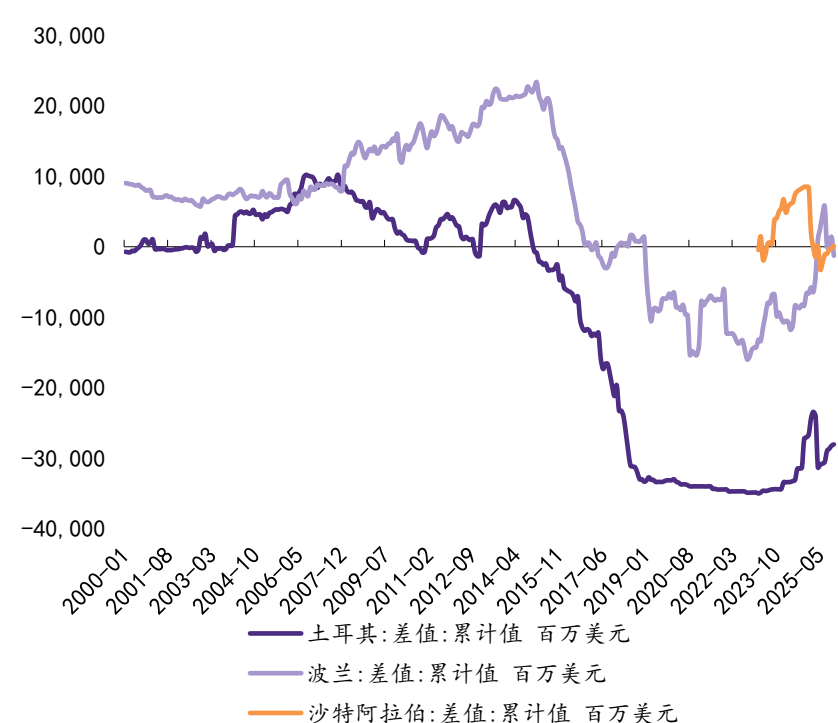
非美国国家：对于美债的不信任加剧

- 其他非美国国家对美元信用则没有很强的信任，替换的急迫性上升。
- 第一列是中国和印度，主要是基于国际贸易的角度去进行外汇结构的重新调整。
- 第二列是波兰和土耳其，出于非经济因素进行购金，其中土耳其主要是因为通胀，而波兰则是基于战争前线的原因。
- 第三列是中东，主要话语权的观察对象便是沙特，不再单纯依赖美国的安全保护，将手里庞大的美元顺差转化为不受美国长臂管辖的资产，黄金和非美货币是最佳选择。

中国和印度对于美债（中长期）持有均出现持续回落



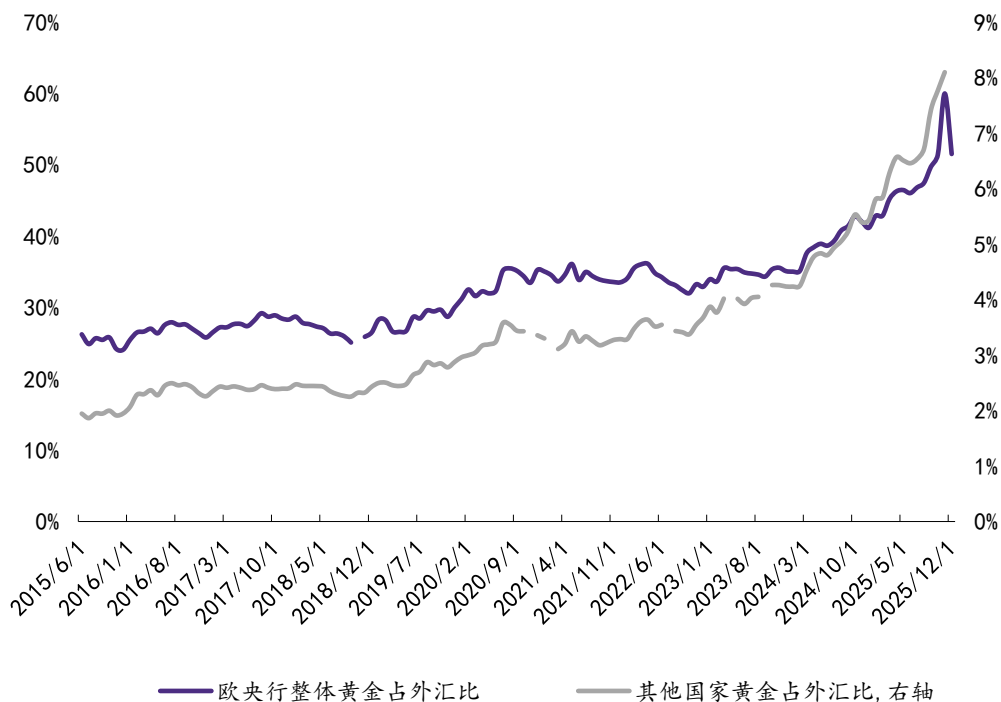
其他国家对于美债的持有也有明显回落



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

- 目前全球黄金地面存量约22万吨，其中各国央行官方储备仅占17%（约3.6万吨），这完全不足以支撑当前的全球信用体系。随着美元信用边际效用递减，央行若想将黄金储备占比提升至从前的安全水平（如50%），需要额外购买数万吨黄金。
- **供给刚性**：新矿开采周期长达10年以上，远水不解近渴。**存量挤兑**：央行必须从占比22%的“私人投资盘”（约4.8万吨）中通过价格战进行掠夺。**恐慌囤货**：在信用崩塌期，私人投资者会倾向于囤积实物黄金（劣币驱逐良币的逆向），导致市场流动性枯竭。
- 极端情况下导致可流通的实物黄金极度短缺，逼迫金价上涨至足以让“珠宝首饰存量（约10万吨）”大规模熔炼回流的价格水平，即价格的非线性爆发。（若用黄金代理人来计算，从瑞士和其他影子银行的购金量可能达到1000吨，即10年便可购置完成）

全球国家黄金占外汇比向欧洲看齐，或相互奔赴



后续预计会有央行购金的提速

	主要非美欧贸易国家 (万吨黄金)	中国 (万吨黄金)	按目前速度 (年)	印度 (万吨黄金)	按目前速度 (年)	
欧央行比例	0.53	2.2	1.03	51.50	0.17	24.00
	0.6	2.5	1.24	62.00	0.20	28.57
	0.7	3	1.50	75.00	0.24	34.29

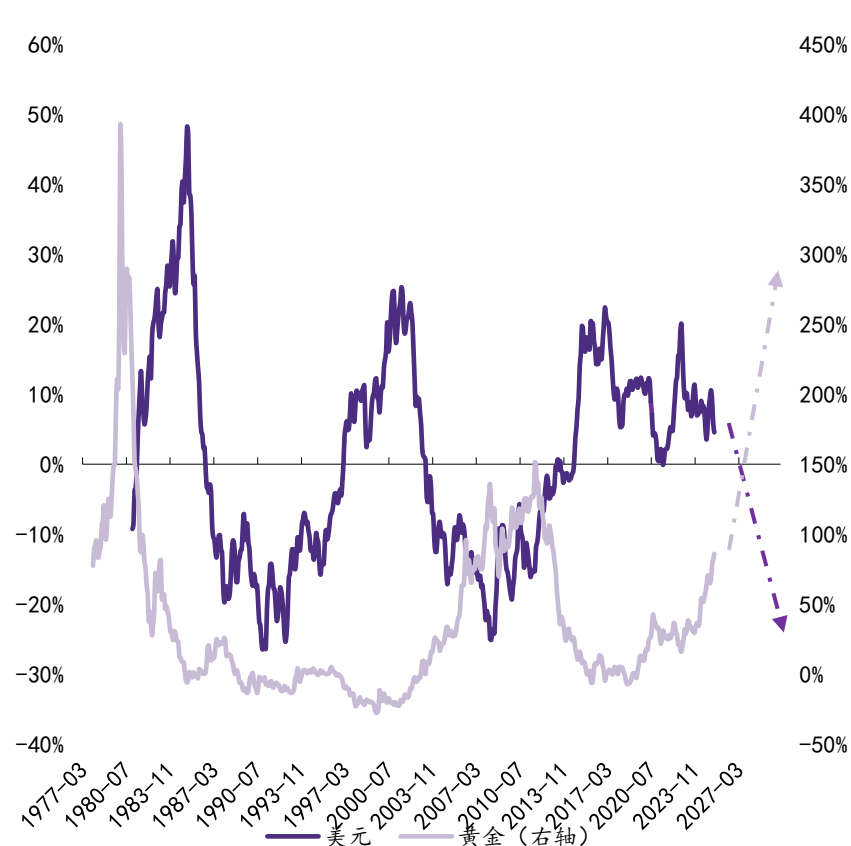
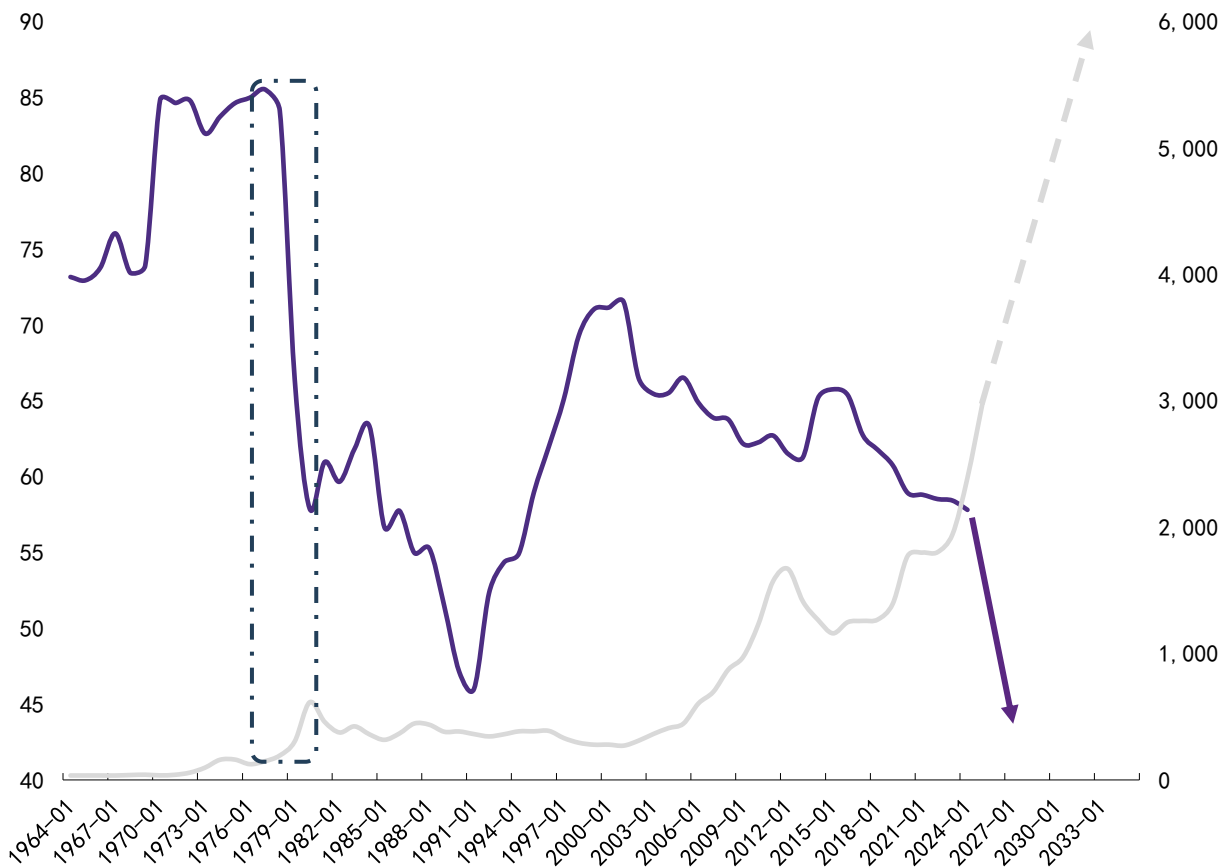
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

➤ 因此总结来说，目前的黄金更多是美元信用回落的写照，在美元长期信用走弱的基础下，中性目标下黄金的终极价位是9000上下，乐观情况下参考1977年的倍数，黄金可能达到14000以上。更多关注点在于何时欧洲开始对其储备进行重估，或者美国开始讨论核按钮的情况

从贸易信用来看，伴随着美元占比的持续回落，购金仍会持续

（美元）

当前可能处在大美元周期的起点



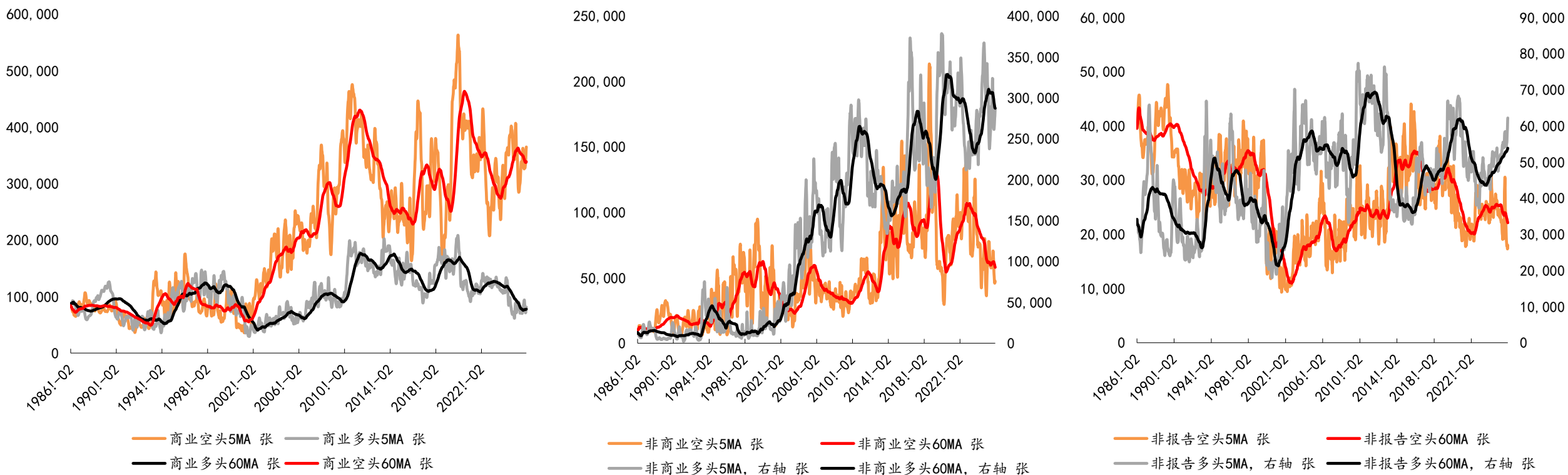
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

03 金融交易工具信号： 短期行情较为极致

研究创造价值

- 当前黄金出现了极致的长期逻辑短期化，因此尽管我们看好黄金中长期走势，但短期仍需警惕情绪过热导致的波动加剧，推荐关注金融工具和杠杆端的信号。
- CFTC数据显示，非商业（投资）和非报告（散户投机）多头均线出现高位死叉，表明短期过度拥挤的交易正在快速出清，金融杠杆资金正在撤离。
- 与此同时，商业（实业）资金保持冷静，这种投机盘撤退+商业盘观望的持仓矛盾，意味着金价短期失去了金融属性的推手，价格波动将显著放大。

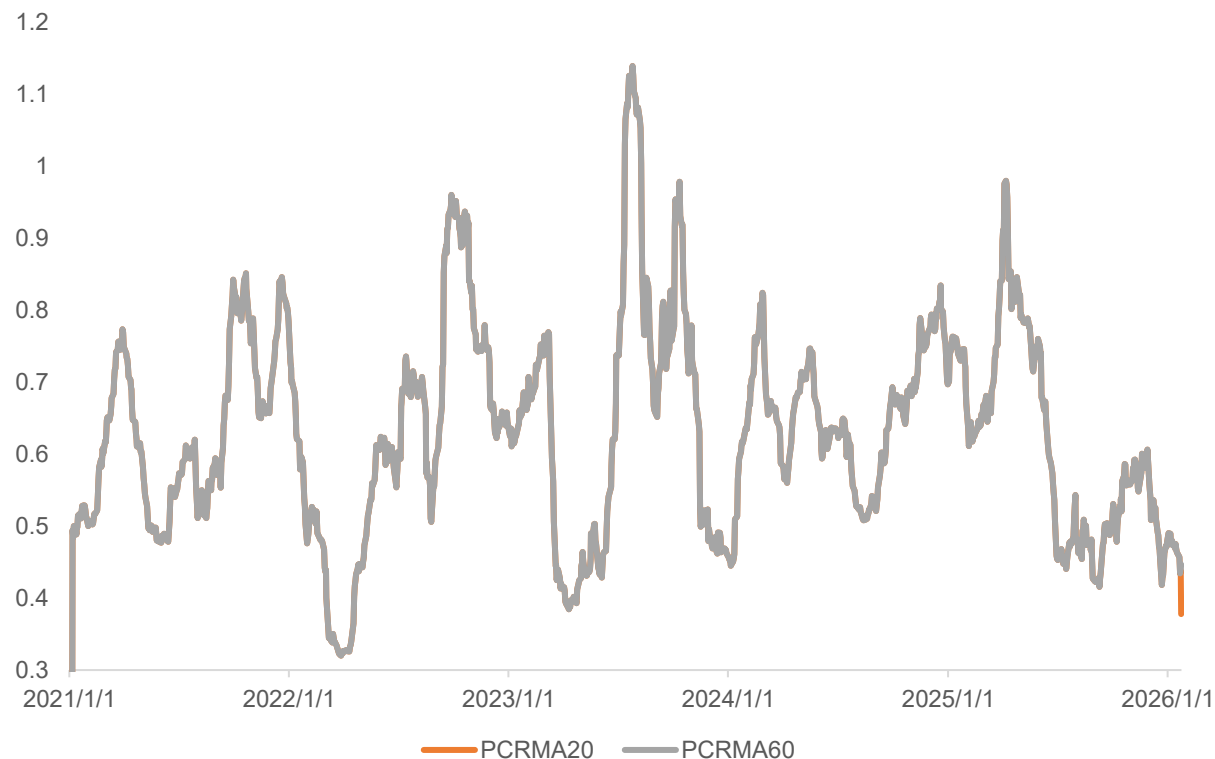
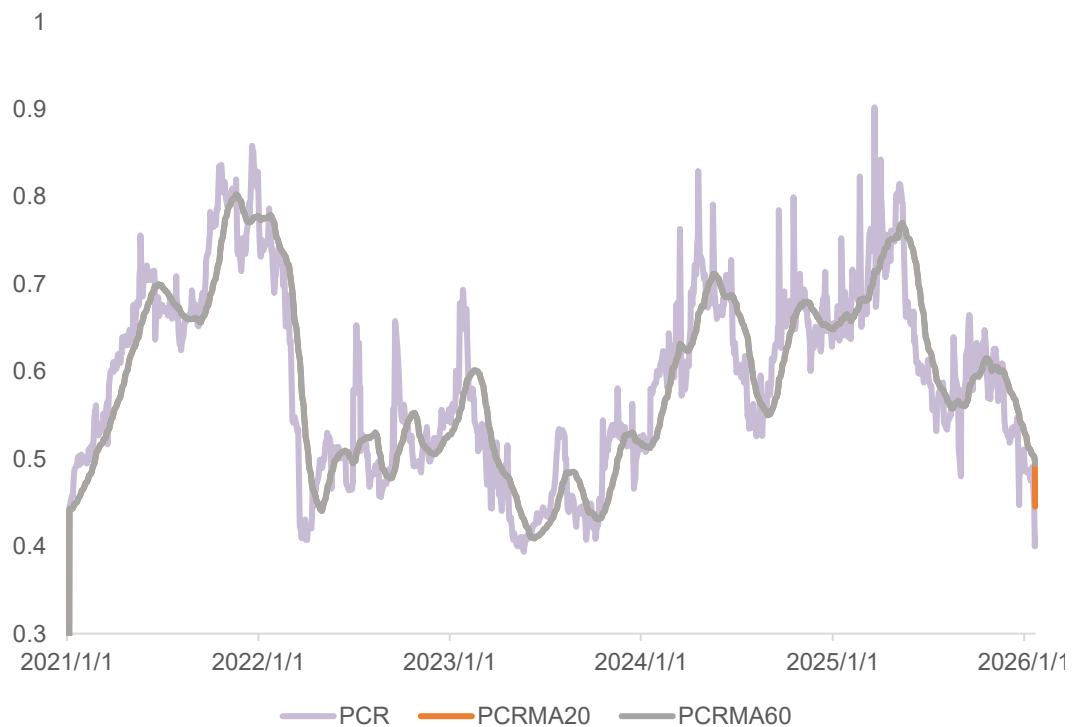
黄金CFTC出现投资盘多头回落、实业盘空仓观望的组合



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

- 通过最大的黄金现货ETFGLD的多空行为来观察整体的投资情绪发现：
- 当前黄金市场处于极度乐观的状态，黄金价格短期内出现回调、震荡或冲高回落的概率显著增加。
- 极低的PCR意味着市场缺乏“对手盘”和“恐惧感”，这种单边亢奋情绪很难在高位长期维持，换句话说，目前市场对于黄金处于极致的“裸多”状态。

GLD持仓量PCR和交易量PCR均来到了底部



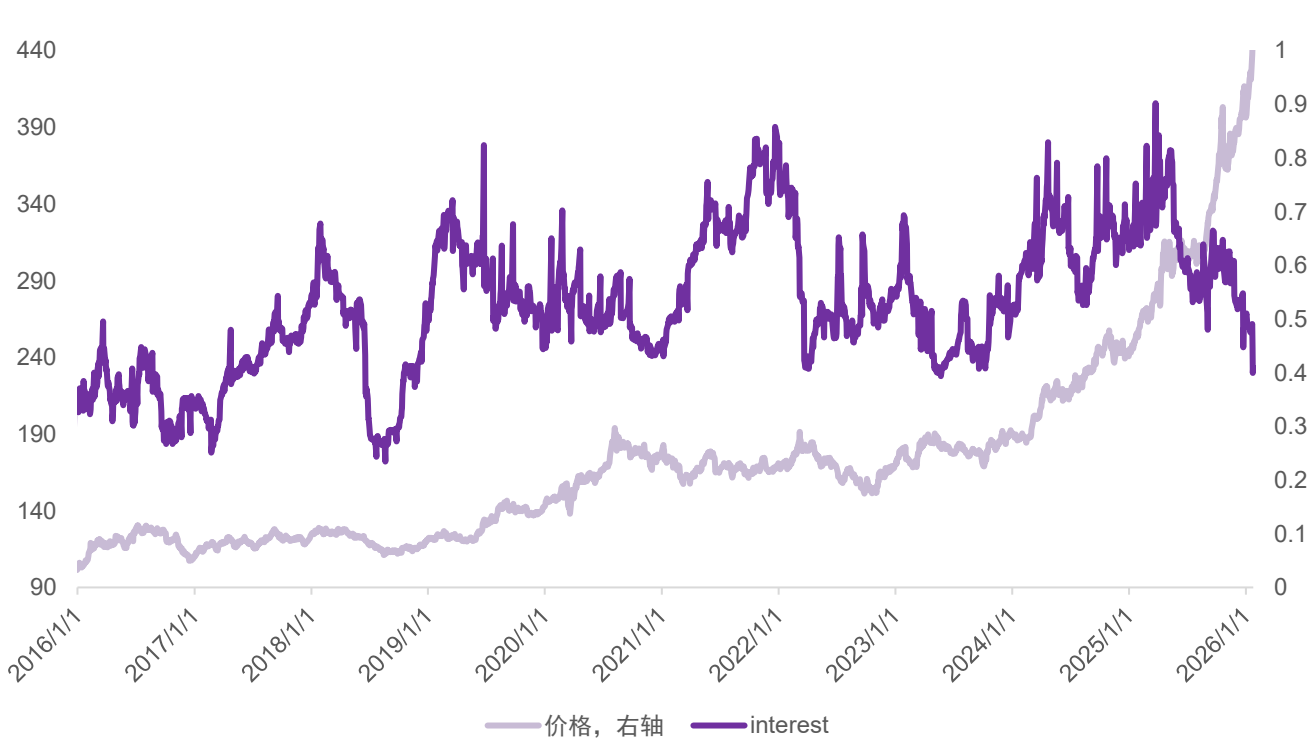
资料来源：彭博，华鑫证券研究

➤ 通过最大的黄金现货ETFGLD的多空行为来观察投资情绪发现:

➤ 黄金价格创新高但是期权成本却逐步走低, 意味着金价的上涨并非由大量“新钱”涌入推动, 而是存量资金的博弈或空头回补所致, 或者资金在逐步离场, 参与意愿正在减弱, 或成为**动力衰竭的信号**。

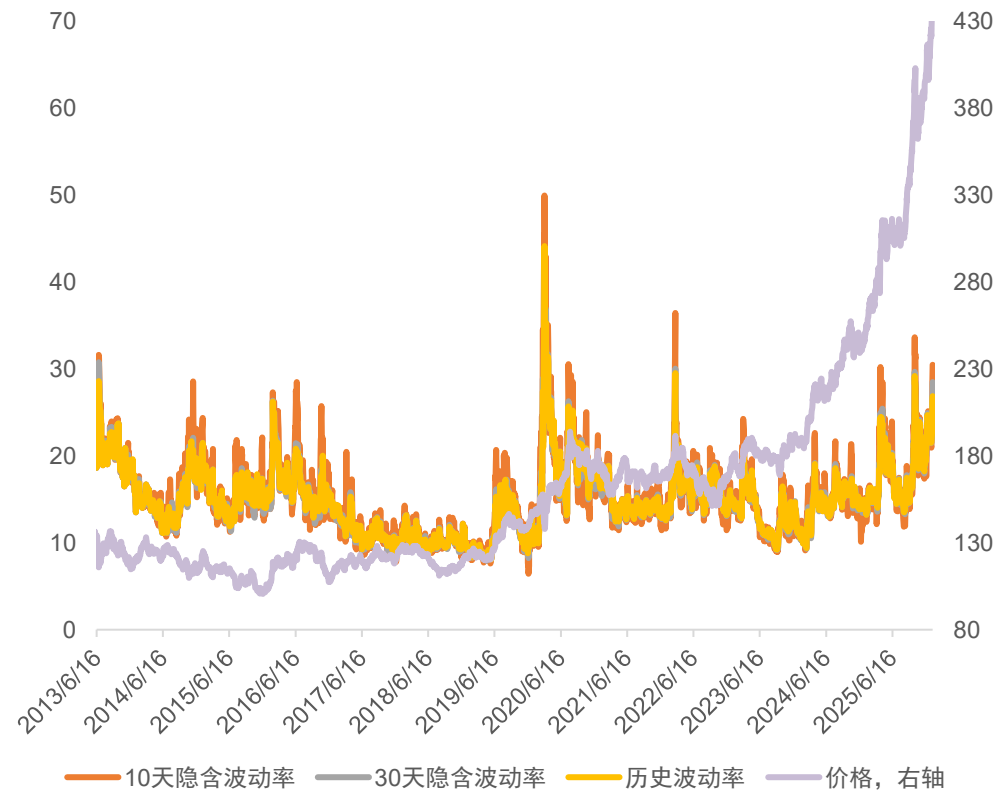
➤ 这种组合下高波动率意味着一旦趋势逆转, 下行速度也会同样惊人, 黄金裸多+参与度下降+波动率高位的组合下, 情绪退潮可能会引发更为剧烈的回调。

黄金价格创新高但是期权成本却逐步走低



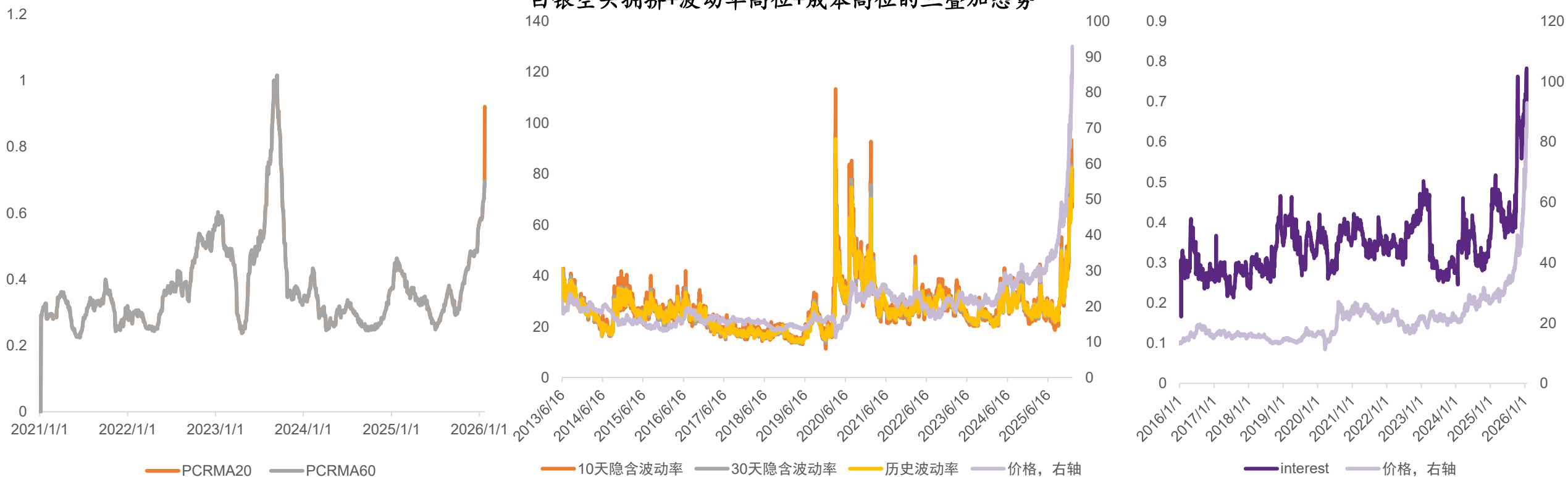
资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

黄金波动率处于相对高位



- 白银则是处于另一种极端脆弱的情况，空头天台拥挤+波动率高位+成本高位的三叠加态势，后续可能会有两种演绎方式：
- 末日狂奔：过量的空头继续成为多头的燃料，只要价格不跌，这些空头就会被迫止损，或者做市商继续买入对冲。白银会出现比黄金更夸张的最后一段垂直拉升，目的是打爆那些高位的看跌期权和空头期货合约。
- 闪崩：Interest太高且PCR太高。一旦上涨动能稍微停滞，那些买入Put的人会发现权利金因波动率下降而缩水，而多头会因为持仓过于拥挤而急于获利了结。白银的见顶不会是圆弧顶，而是尖顶（V型反转）。它可能会在极短时间内回撤10%-20%，也有可能拖累黄金转跌。
- 白银大概率情形：持续末日狂奔，直到闪崩。

白银空头拥挤+波动率高位+成本高位的三叠加态势



资料来源：彭博，华鑫证券研究

04 最后核按钮及影响： 官方法定低价重估

研究创造价值

- 在极致定价长期逻辑短期化的背景下，短期黄金和白银价格存在一定的压力，资产可能出现接力棒的行为。
- 考虑到目前市场地缘政治分化，美元信用的问题已经形成基本共识，短期资金可能不会像过去一般全部回归美股，更多寻找替代类的避险资产进行防御。
- 分风险偏好回归、板块高低切、流动性紧缩和非美避险的四种情况，其中最有可能的预计是风险偏好回归和高低切换。

黄金短期情绪降温后可能利好的资产

	说明	黄金回落主因	首选资产
风险偏好回归	避险情绪消退，资金从防守转向进攻	战争风险解除或经济软着陆预期确立	比特币/纳指/AH
板块高低切换	贵金属太贵，资金在商品内部找洼地	获利了结，无重大宏观利空	原油/能源股
流动性紧缩	实际利率飙升，所有资产杀估值	美联储超预期鹰派或通胀反弹倒逼加息	美元现金
非美避险	中国强刺激生效，资金从“通缩金”转“复苏铜”	资金从美元资产回流人民币资产	工业金属/AH

资料来源：华鑫证券研究

- 美国官方目前持有的8,133吨黄金，在美联储的资产负债表上依然以\$42.22/盎司的法定价格计价（这是1973年定下的价格）。根据《1934年黄金储备法案》（Gold Reserve Act of 1934），美国财政部有权在紧急状态下重新设定黄金的官方价格。历史上罗斯福总统就曾连夜将金价从\$20.67提至\$35.00，瞬间让美元贬值69%。
- 目前这个法律路径依然存在：财政部可以宣布将黄金定价从\$42.22提升至市场价格
- 但这样做等于美国公开承认“法币体系”失败，美元信用会永久性受损（可以理解为实质性的再一次的布雷顿森林体系的崩溃，变相违约），不仅失去储备货币地位，还可能引发全球回归金本位，这是美国最不想看到的。因此只有在美债拍卖彻底失败（无人购买）、或者爆发大规模战争急需资金时，才会作为最后手段使用。短期实现的可能性较低，但是可能性一直存在。
- 一旦出现这样的情况，美国通胀崩溃，黄金和白银持续上涨，美债收益率暴升，但股市和美元可能出现上涨。

美国黄金储备现存黄金定价和市场价有巨大价差



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

- (1) 特朗普政策不预测性
- (2) 美联储货币政策急转
- (3) 地缘政治风险不可控

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

卫正：宏观策略组组长，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研 究 创 造 价 值