



金银暴跌解密：非“沃什”之过

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

金银暴跌解密：非“沃什”之过

基本内容

金银市场将更加波谲云诡：诚然，美元信用等长周期逻辑没有改变，但其背后的资金流动，资产之间的偏好切换和杠杆交易却从未停歇。

随着时间的推移，全球黑天鹅事件频发引起阶段式风险偏好降低，美国再通胀压力抬头引发降息预期收紧以及 AI 广义成本的传导显著加快，三者可能在某个时刻面临共振；金银的历史级别波动也可能在其他大类资产身上发生。

风险提示

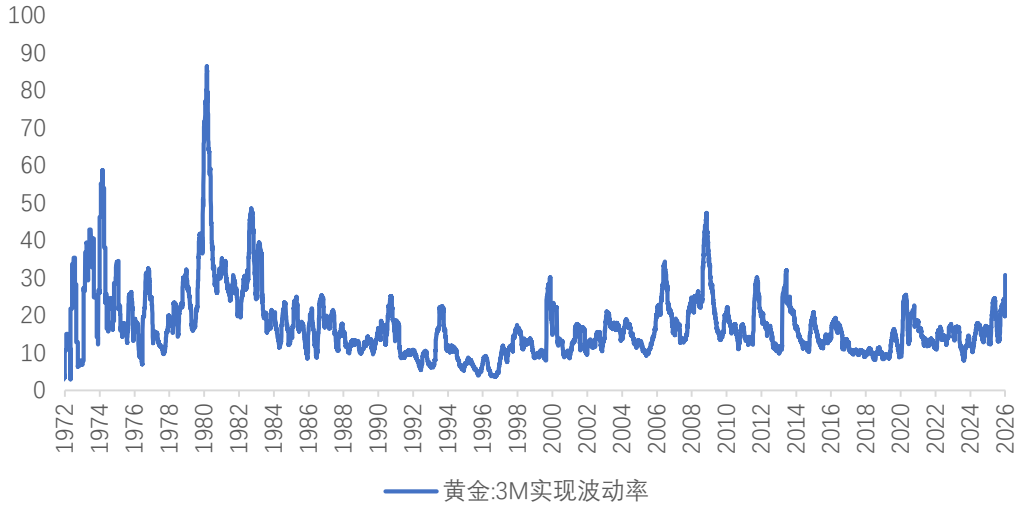
1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，2026 年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。4) 数据测算存在误差。



金银市场将更加波谲云诡：诚然，美元信用等长周期逻辑没有改变，但其背后的资金流动，资产之间的偏好切换和杠杆交易却从未停歇。

随着时间的推移，全球黑天鹅事件频发引起阶段式风险偏好降低，美国再通胀压力抬头引发降息预期收紧以及 AI 广义成本的传导显著加快，三者可能在某个时刻面临共振；金银的历史级别波动也可能在其他大类资产身上发生。

图 1：黄金的波动率上升至 1990 年以来的高位水平



来源：Wind，国金证券研究所

一、波谲云诡的金银市场

金银近期的剧烈大跌，与沃什的提名并没有本质上的因果关系，更多是时间上的巧合，提名至多只是引发情绪波动的“催化剂”；实质上，金银下跌的核心驱动力在于长期暴涨后的大规模获利了结。

回顾历史，黄金每一波 20%至 30%的显著涨幅通常需要半年左右的时间来消化；然而进入 2025 年和 2026 年，这种上涨周期被极度压缩。去年黄金一年内 55 次刷新历史纪录，今年开年不到一个月又猛涨超 20%，这种“斜率”极高的拉升，导致市场在短时间内完成了历史绝大多数涨幅，随后必然面临剧烈的回调以消化超买压力。

图 2：黄金积累了较大的回调压力

	时间区间	期间涨幅	之后最大回撤	持续交易日天数
1	2025.12-2026.01	24%	-16% (截至 2.2)	3
2	2025.10-2025.12	15%	-5%	4
3	2025.08-2024.10	30%	-8%	12
4	2025.01-2025.04	30%	-5%	18
5	2024.02-2024.04	20%	-3%	11
6	2023.10-2023.11	12%	-3%	10
7	2023.03-2023.05	13%	-11%	111
8	2022.11-2023.01	19%	-7%	17
9	2022.01-2022.03	14%	-19%	145
10	2021.04-2021.05	13%	-9%	51
11	2020.06-2020.07	23%	-18%	168
12	2020.03-2020.04	18%	-12%	9
13	2019.12-2020.02	14%	-11%	19
平均		19%	-9%	44

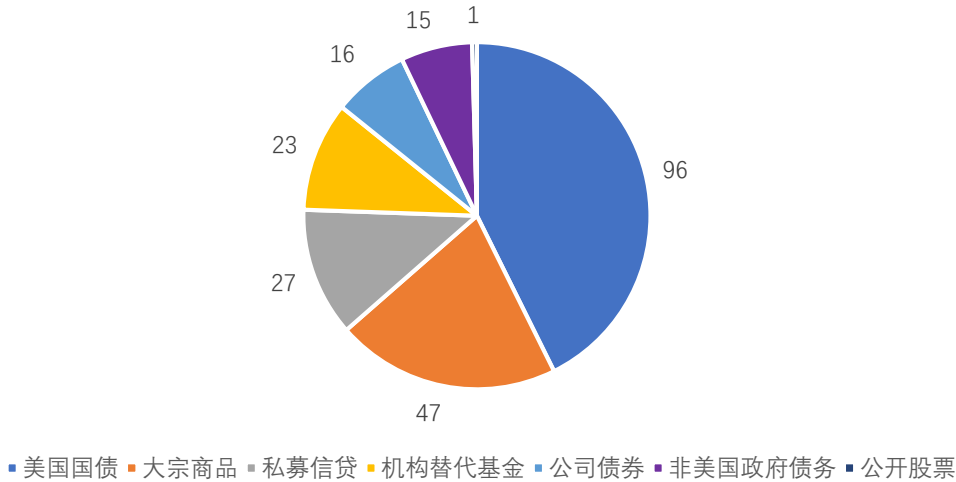
来源：Wind，国金证券研究所



金银呈现出明显的“MEME化”特征，定价不再单纯依赖“去美元化”，而是由流动性和AI叙事叠加所推动。

“左手黄金，右手AI”所带来的对冲需求依然存在，也让黄金价格和美股一度同涨同跌。而白银在承接了金融属性的同时，还叠加了AI投资驱动工业需求的故事，其波动性超过了黄金。此外，金银价格正日益受到加密货币资金的影响，比如大宗商品已成为仅次于国债的第二大分布式RWA底层资产：黄金和白银的走势也带上了强烈的币圈色彩——高流动性、高杠杆且极易情绪化。

图3：大宗商品（贵金属）正在成为第二大分布式RWA底层资产(单位:亿美元)



来源：Rwa.xyz，国金证券研究所（数据截至2026年2月2日）

从本质上看，当前市场的上涨动力仍是AI趋势的强弱，美股与金银皆在这一叙事的推动下走强，而加密货币却因与AI叙事脱节，甚至在资源分配上处于AI的对立面而表现疲弱。AI产业对电力和算力的极度渴求与加密货币形成了直接的资源竞争，促使许多传统矿企转型投向算力中心的建设与投资，这在无形中抬高了加密货币的挖掘成本，形成了实质性的打压。

在这种背景下，无论谁担任联储主席，金银都可能因为前期斜率过高的暴涨和交易所提高准备金的要求，而出现获利了结和杠杆去化所引发的暴跌。

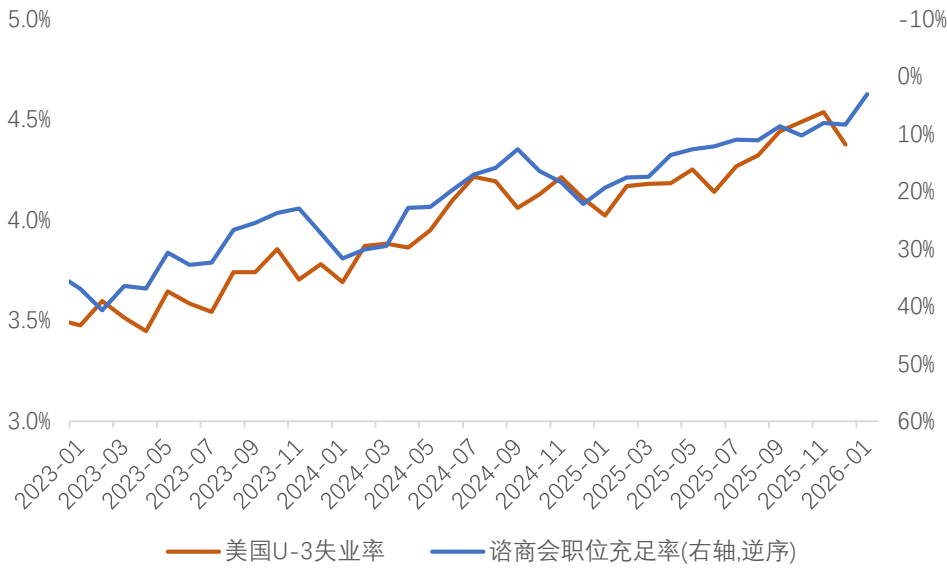
二、凯文·沃什的提名：投机与务实的双向奔赴

回到被市场归因于商品暴跌罪魁祸首的“沃什冲击”主角凯文·沃什身上，他被特朗普提名为下一任联储主席并没有改变鸽派的政策预期。无论是长端美债不升反降的表现，还是降息预期的平稳，都反映出市场对于沃什提名的不敏感。

联储降息与否，依然取决于经济表现，以及特朗普的政治意志，与联储主席的更迭关联度有限。2026年，特朗普的核心诉求是避免输掉中选，选一位忠诚可靠听话的联储主席，以确保货币政策能够配合白宫解决好“可负担性问题”，避免重蹈鲍威尔拒绝配合的覆辙。



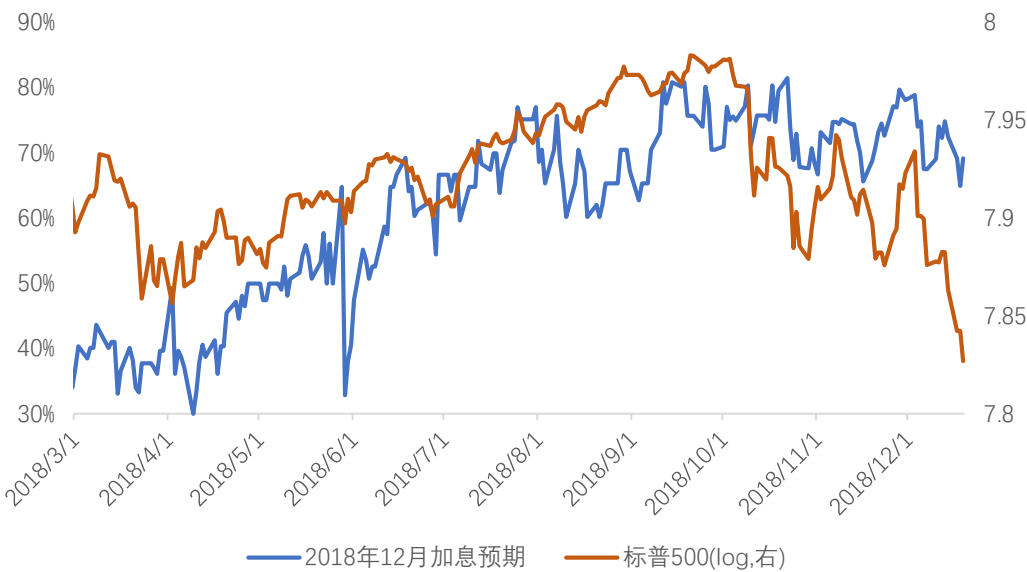
图 4: 基于劳动力市场数据, 应对降息更加乐观



来源: Wind, 国金证券研究所

让特朗普至今还耿耿于怀的是, 鲍威尔在 2018 年 12 月美股大幅回撤的背景下继续加息, 以及 2024 年 9 月在哈里斯获得民主党候选人提名之后政治性降息 50bp。

图 5: 2018 年 12 月, 美股暴跌背景下的反叛加息使得鲍威尔“不被定义”



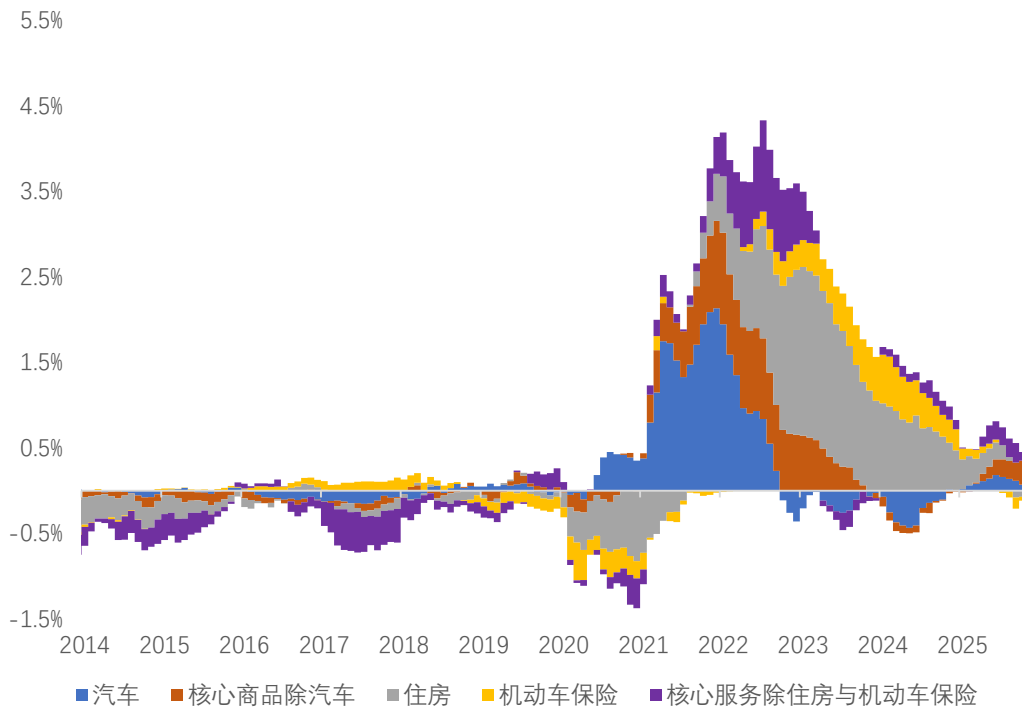
来源: Wind, 国金证券研究所

尽管沃什履历丰富, 但其能够当选不仅是因为能力, 更是因为特朗普对其有更大的掌控力, 这是投机主义者沃什和务实主义者特朗普基于形式的双向奔赴。

因此需要注意的是, 沃什的“降息+缩表”有多少是出于其对于宏观经济的真实判断, 还有待观察。沃什在金融危机开始前仍着重强调美国经济的“通胀风险”, 又在 2011 年极其反对 QE2, 认为此举可能导致严重通胀和财政失衡。事后来看, 他过于担忧的通胀 (以及财政纪律) 在 2020 年前都没发生, 而之后发生的事又与特朗普 2016-2019 年的扩张政策脱不开干系, 换言之沃什也应该猛烈抨击特朗普才是。



图 6: 美国核心通胀超调的贡献拆分——2020 年之前没有通胀

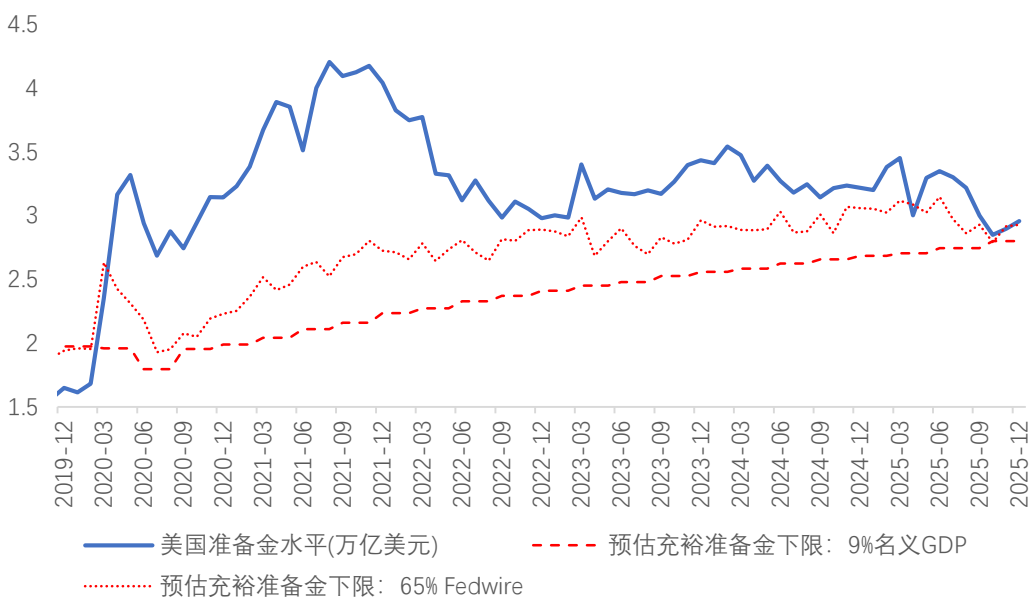


来源: Wind, 国金证券研究所

沃什关于“缩表”的主张也面对“客观”约束：从货币市场流动性到金融市场流动性。当前的准备金管理计划 (RMPs) 不会因为沃什的提名受到影响。

从量的角度，“65-70%”的 Fedwire 用量作为准备金水平的边界点（已经接近），银行准备金的结构性稀缺（准备金向头部大行过度集中，导致准备金总量充裕的幻觉），ONRRP 使用量基本降至 0 且伴随着 SRF 的阶梯式使用等等，这些都说明当前的美元流动性仅略高于充裕水平——对于联储这样一个不会“重蹈覆辙”的官僚机构而言，过度缩表导致 2019 年回购危机重现乃是禁忌。

图 7: 量的角度，美国不具备缩表的客观条件



来源: Wind, 国金证券研究所

从价的角度，SOFR 与 ONRRP 的差额来到了 2020 年后的偏高水平，一度波动到 20-25bp；部分资产的 haircut 率也出现



跳升，美国整体利率环境已经离开了此前的高稳态水平。联储对于短债的 400 亿 RMPs 已不是前瞻式操作，而是一个同步政策。

投资者仍在评估沃什如何在降息与缩表之间取得平衡，但对于特朗普政府而言，降息是迫在眉睫的刚需，沃什口中的主街(main street)也需要更多的降息以配合特朗普一篮子行政政策，而缩表只是不在其位时的理想化远景——形势远比人强。

三、悬命的美股面临 K 型分化加剧压力

最后，金银的这次暴跌足够给依靠流动性和 AI 叙事狂飙的资产敲响警钟。美股本就依靠 AI 叙事持续“悬命”，K 型经济的分化加剧以及电力、存储芯片等生产资料所带来的涨价冲击使得 K 的下端更加脆弱。

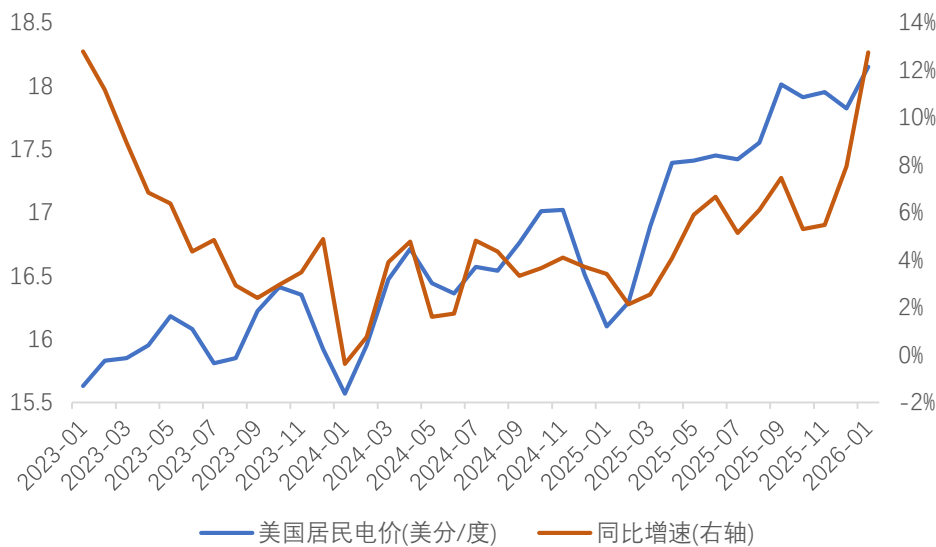
美股正值财报季，此前的“差等生”Meta 反而表现较好，而“中等生”微软则面临着云服务收入增速以及 AI 支出均不及预期出现下跌。在科技基本面（技术路径与盈利能力）没有重大变化的情况下，投资者的关注点已高度聚焦在流动性上面。

货币政策方面，沃什上任后在“形势比人强”的政治与经济压力下，不太可能出现剧烈的货币政策意外，其首要任务仍是确保股市稳定并为 AI 叙事提供充足的流动性，因此未来的降息路径依然开放。

然而，财政方面的风险正在成为美股的不稳定因素。目前，两党在移民监管（特别是针对明尼苏达州等深蓝州）上的剧烈冲突，使得涵盖国土安全全部预算的拨款法案协调难度升级，美国政府再次面临部分停摆。这种由政治博弈诱发的财政流动性风险以及再现的数据迷雾引发宏观经济判断失真，往往比货币政策更具破坏力。

此外，去年以来，电价在 AI 算力需求的推动下上涨了近 6%，存储芯片等关键零部件在去年四季度开始猛烈提价。这种从产业链上游发起的价格传导，正逐步影响到消费电子和汽车等耐用消费品——诱发再通胀风险可能迫使货币政策重回紧缩，更可能因成本激增挤压中下游企业利润，进而对本就疲软的购买力造成新的挑战。

图 8：需持续关注电力，能源以及存储等商品对于全球经济的“价格供给冲击”



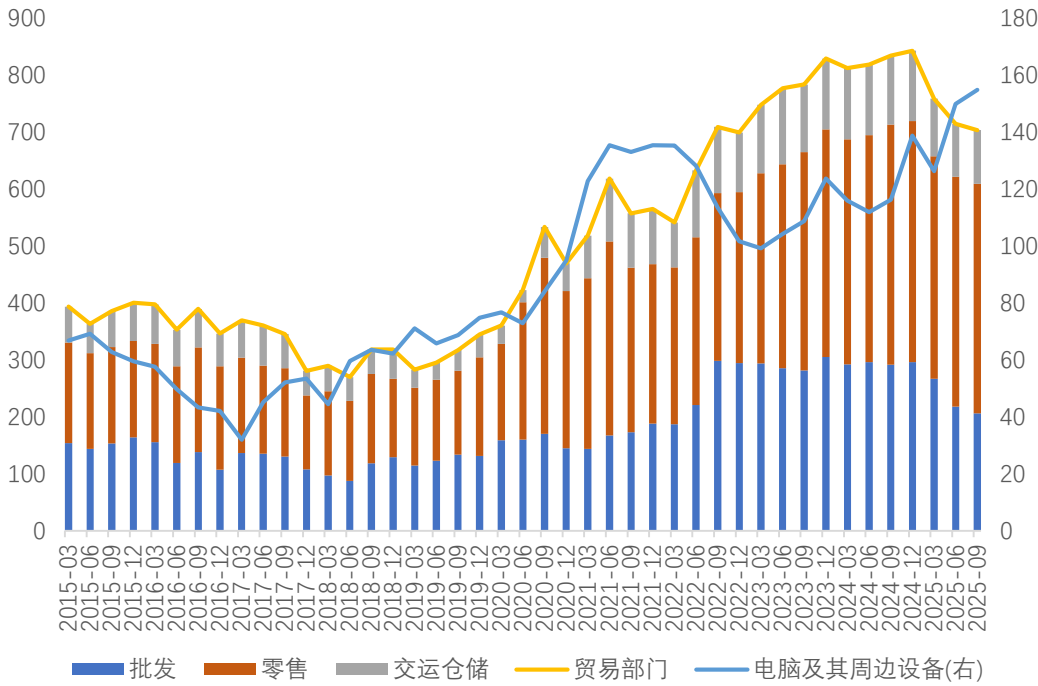
来源：Wind，国金证券研究所

AI 叙事能否延续，一方面依靠货币与财政的持续“输血”来对冲成本上升带来的负面影响，另一方面依赖于经济不明显衰退这一前提。

从美国行业视角下的盈利水平来看，与 AI 密切相关的电脑及电子产品的利润持续高增，但越来越多的美国企业将裁员视做成本控制的手段，例如甲骨文被传或将裁员 3 万人：经济的“K 型”撕裂还在加剧。



图 9: 美国不同行业企业利润此消彼长, 是 K 型分化的另一证明(单位: 亿美元)



来源: Wind, 国金证券研究所

尽管这些矛盾目前尚未全面爆发, 但在年中以后, 其对市场的扰动将变得愈发关键。因此, 美股未来的走向将极大程度上取决于沃什在 6 月份正式上任后, 能否有效统合联储内部票委的意见, 并精准平衡通胀反弹压力与政治扩张需求。如果财政风险与通胀回升共振, 美股目前的淡定情绪可能随时会被打破。

风险提示

- 1) 特朗普的政策不确定性加大, 带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。
- 2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响, 2026 年全球同步宽松幅度超预期, 甚至带来全球共振扩表, 明显缓解长端利率压力。
- 3) 技术突破带来制造业回流加剧, 美国生产成本明显降低, 信用需求激增。
- 4) 数据测算存在误差。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究