

2026年2月10日

黄金：史诗级行情后的重新审视

联合解读：民银研究团队温彬 民生银行首席经济学家
兼民银国际首席经济学家应习文 民银国际研究部主管
兼海外宏观策略研究员

李鑫 民生银行研究院高级研究员

联系人：应习文

电话：+852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

系列报告：

《全球市场交易模式：黄金的分析框架》2025-1-27

《长期锚视角下的黄金“十年长牛”》
2026-10-30

【内容摘要】

黄金价格“史诗级巨震”的触发原因。一是前期快速上涨与保证金比例上调；二是新美联储主席任命引发“沃什交易”；三是特朗普“新门罗主义”略有软化。

重新审视黄金定价：年度、季度与月度模型。我们选用1970年以来尽可能长的时间序列进行回归分析，且在必要时进行分段回归，构建了年度、季度和月度模型。**年度模型显示**，黄金的解释变量在2005年发生了显著改变；**黄金价格2025年度的大幅上涨能够得到较为充分的解释**，美元指数下跌、美联储降息、美国政府债务余额扩张、地缘政治风险上升均为正贡献。**季度模型显示**，地缘政治在2025年四个季度中均为正贡献，美国国债余额、美联储降息、实际利率下行、各国央行购金也为金价上涨提供了解释。**月度模型显示**，传统基本面解释力度下降，在引入黄金月度ETF净买入和波动率后解释力度回升，且能较好解释2025年的金价上涨，但2026年1月的过度上涨依旧缺乏解释力度，需引入非常规因素解释。

黄金定价的分解。根据三类模型的结论，我们对当前黄金定价进行了分解：**1. 2025年末黄金价格的传统基本面定价区间：3960-4050美元。****2. 2025年末黄金的实际价格：约4300美元**，其中包含约300美元的随机扰动项。**3. 2026年1月基本面模型外推价格：4200-4500美元**，采用年度模型月度化，以及月度模型外推后得到。**4. 2026年1月末黄金的实际价格至1月内最高点：4981-5600美元。**与基本面外推存在500-1400美元的随机扰动项，其构成或为：**1. 二战以来国际秩序的颠覆**，**2. 美联储独立性的挑战**，**3. 过度交易导致的短期泡沫。**

展望未来，**黄金价格在2026年依旧有上升趋势的基本面支撑。**由于新的非常规因素对金价的影响或有所回撤，**将影响金价短期回归基本面因素决定的区间上沿。**

目 录

1. 黄金价格“史诗级巨震”的触发原因	2
1.1 前期快速上涨与保证金比例上调	2
1.2 新美联储主席任命引发“沃什交易”	2
1.3 特朗普“新门罗主义”略有软化	4
2. 重新审视黄金定价：年度、季度与月度模型	6
2.1 年度定价模型：黄金 2005 年前后的显著变化	6
2.2 季度定价模型：纳入黄金价格回归与央行购金因素	8
2.3 月度定价模型：纳入黄金 ETF 净流入与波动率	9
3. 黄金定价的重新审视与价格构成分解	11
3.1 基于黄金三个定价模型的讨论	11
3.2 当前金价的合理分解	12
3.3 展望未来，金价长期仍有基本面支撑	13
风险提示	13

黄金：史诗级行情后的重新审视

2026年1月下旬开始，全球贵金属市场出现了一波堪称“史诗级”的行情。首先是1月19日-28日国际黄金价格出现“八连阳”，且连续八个交易日创造历史新高，累计涨幅达17.7%。1月29日伦敦现货黄金冲高至5598.75美元的历史最高点后出现大幅震荡，全天振幅达到9.2%并小幅收跌。1月30日，随着“下一任美联储主席人选已定”的传言发酵，黄金上演“史诗级跳水”，在当日晚间凯文·沃什正式被宣布将接任美联储主席后，黄金价格加速下跌，最终全天下跌9.25%至4880美元，创近43年以来最大单日跌幅。其他贵金属价格也未能幸免，同日伦敦现货白银价格大跌26.42%，创近46年来最大单日跌幅。

在经历一个周末的消化后，新一个交易周黄金价格再次出现惊人反转。2月2日黄金价格开盘后延续了上一交易日的下跌趋势，一路快速探底至接近4400美元大关，此时距离三个交易日前的最高点5598美元已累计下跌了22.4%。但随后黄金价格触底反弹，2日结束时即回升至4600美元上方。

史诗级行情过后，黄金价格恢复高波动上升趋势。在2月3日至9日的5个交易日中，黄金价格呈现高波动率上升趋势，至2月9日收盘已重新回升至5000美元上方。不过与此前历史高点相比仍有500-600美元的差距。

图 1：伦敦现货黄金（美元/盎司）K线图



图片来源：WIND

图 2：伦敦现货白银（美元/盎司）K线图



图片来源：WIND

1. 黄金价格“史诗级巨震”的触发原因

1.1 前期快速上涨与保证金比例上调

首先是黄金在经过前期过快上涨后积累了巨大获利盘。即便考虑到1月末的大跌，伦敦现货金价在整个1月份仍累计上涨逾15%；若以最高点价格计算，月内曾一度上涨30%。事实上在布雷顿森林体系解体后，历史上伦敦金价单月最大涨幅也就是1973年2月的28.8%。同时1月下旬以后黄金波动率开始快速走高，1月29日黄金ETF波动率指数升至46，逼近2020年3月前高，金价明显进入加速冲顶的节奏。从历史看，“高涨幅+高波动率”的状态很容易促使市场的获利了结情绪集中显现。例如，2008年10月在黄金ETF波动率指数阶段性触顶后，伦敦现货金价一度跌超20%；2020年3月伴随黄金ETF波动率指数快速上升，伦敦现货金价跌超10%。

其次是CME上调黄金保证金比例。去年12月底，CME连续两次上调黄金、白银的保证金；今年1月中旬，CME对保证金机制进行调整，将金、银、铂和钯合约的保证金计算方式从固定金额改为按合约名义价值比例动态浮动。在1月30日金银价格暴跌之际，CME再次将非高风险账户保证金由6%提高至8%，将高风险账户保证金由6.6%上调至8.8%。2月6日，CME再度出手，将其COMEX100黄金期货的初始保证金从8%上调至9%，将其COMEX5000白银期货的初始保证金比例从15%上调至18%。上调保证金比例尽管能抑制黄金市场过热的投机情绪，但也引发了金价的短期大幅波动。

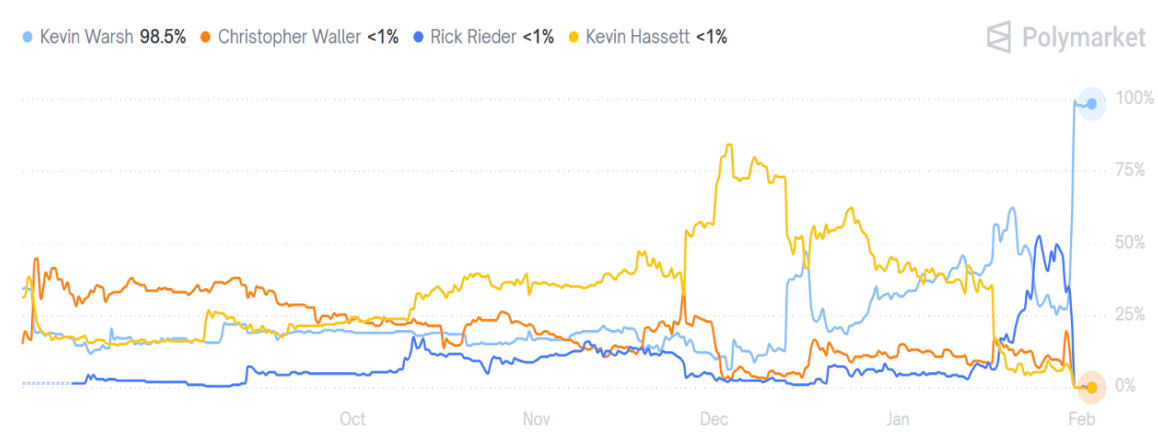
1.2 新美联储主席任命引发“沃什交易”

特朗普1月31日宣布凯文·沃什为下一任美联储主席人选，成为引发贵金属价格暴跌的最大导火索。从职业生涯履历看，沃什拥有斯坦福法学院法学博士、斯坦福大学经济学学士学位，曾任美联储理事及摩根士丹利高管，在公共服务和私人金融领域拥有丰富经验，使他对货币政策和市场动态有全面的理解。沃什2006年加入美联储，是当时最年轻的美联储理事。特朗普在首个总统任期内提名鲍威尔为美联储主席，当时，鲍威尔与沃什均为特朗普考虑的人选，但鲍威尔最终获得提名。

特朗普对于沃什的任命“一波四折”，沃什当选或有些许“超预期”。从时间线来看，美联储主席候选人面试由美国财政部长贝森特主导，遴选时间久，提

名时间一拖再拖。特朗普对美联储主席候选人的考量重在忠诚度，倾向于新任美联储主席大幅降低政策利率，但也在华尔街影响力、政治声誉等多重因素下反复摇摆。而最终对沃什的任命可谓“一波四折”——“一折”：2025年8~9月，美联储理事沃勒多次公开表示支持降息，并在7月议息会议上投票反对美联储维持利率不变，其当选概率领跑。“二折”：2025年10月~2026年1月中上旬，随着米兰作为临时理事进入美联储，令市场相信对特朗普极为忠诚的哈塞特将受到青睐，其当选美联储主席的概率开始领跑。“三折”：受制于白宫内部和华尔街的阻力较大，2026年1月16日，特朗普表示希望哈塞特留任白宫国家经济委员会主任，其当选美联储主席的概率大幅下降，此后特朗普表示对里德的印象非常深刻，其提名概率大幅上升，甚至超过沃什。“四折”：1月30日，沃什提名概率突然反超至90%以上；1月31日，沃什被提名至美联储主席。

图3: Polymarket 预测美联储主席候选人的概率



图片来源: Polymarket

沃什履历丰富，被提名为美联储继任主席，原因大概有二：第一，特朗普与沃什家族关系较为密切，特朗普重视其忠诚度和沟通能力。在特朗普第一任任期内，沃什曾与鲍威尔竞争美联储主席并惜败，他主张降息和缩表，符合特朗普政策主张，特朗普多次表扬其“形象出众、能力胜任”；此外，沃什岳父是特朗普长期好友及共和党重要捐助者，妻子为雅诗兰黛集团继承人。

第二，沃什横跨政、商、学三界，经验丰富且容易让市场信服。他曾担任美联储理事、白宫经济政策特别助理、国家经济委员会执行秘书，曾在摩根士利丹负责并购业务，在金融危机期间担任美联储与华尔街之间的联络人，并与财政部长贝森特师从德鲁肯米勒，其当选美联储主席，在白宫、华尔街、美联储以及财政部之间，或能起到较好沟通纽带作用。

尽管目前沃什支持美联储继续降息，但他的货币政策立场较其他候选人更偏向于鹰派，认为美联储应该收缩资产负债表，且坚持美联储的独立性，令押注金价上涨的市场措手不及。

表 1: 凯文·沃什的政策主张

涉及领域	凯文·沃什的政策主张
通货膨胀	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 倾向于弗里德曼的货币主义观点，即通货膨胀是因为货币超发导致的，是一种货币现象； ➢ 通胀是一种选择，美联储通过量化宽松等非常规货币政策注入大量流动性，应为通胀负主要责任； ➢ 当前技术周期（AI 投资）驱动经济增长，传统菲利普斯曲线所描述的失业率与通胀间的负相关关系已趋于失效，因此可以在不发生通胀的同时实现经济增长； ➢ 关税对通胀的冲击是一次性的。
美联储资产负债表	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 金融危机后量化宽松是导致通胀的主要原因，他认为量化宽松在紧急情况下才可使用，其应回归非常规货币政策工具本源； ➢ 在 2011 年在美联储实施第二轮量化宽松时，沃什因为反对而选择辞职； ➢ 主张缩表降低银行准备金规模，配合放松资本约束等去监管政策，引导银行以低利率向实体经济提供流动性，这与特朗普的政策主张不谋而合。
渐进式降息	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 美联储应降低利率，但与其他美联储主席候选人相比，沃什相对偏鹰； ➢ AI 繁荣带来的经济增长不必伴随着通胀上升，美联储缩表“瘦身”效果与加息一致，降息是为了降低融资成本、刺激供给，这就为降息留下空间； ➢ 美联储应为通胀负责，或意味着其支持渐进式降息而非大幅降息。
美联储改革	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 美联储官员应降低发声频率，美联储应放弃对利率路径的预测，即取消点阵图，这就意味着沃什上台后，美联储货币政策沟通和透明度会有所下降； ➢ 反对“数据依赖”，倾向于使用类似“泰勒规则”的公式来决定利率； ➢ 主张维护美联储纪律，重构美联储与财政部的职能关系，美联储应专注于利率管理，财政部则负责政府债务与财政账户运营，两者权责须严格区隔，并且应达成新协议解决债务利息高企问题； ➢ 美联储需要保持独立性，必须对公众负责，但也不应给予美联储过多权力。

资料来源：温彬，甄筱宇，《沃什时代：路径、政策主张及市场影响》，民银研究

1.3 特朗普“新门罗主义”略有软化

进入 2026 年，特朗普政府践行“新门罗主义”（特朗普自称“唐罗主义”），全球地缘政治出现了“非常规”的变化。从美军突袭委内瑞拉并捕获马杜罗，到特朗普接连对格陵兰岛、古巴、伊朗等国的威胁，二战以来的国际秩序面临颠覆，其影响远超传统地缘政治事件。

地缘政治突变和对美元体系的忧虑，导致黄金价格开年以来持续上涨。作为避险工具，地缘政治紧张与黄金价格一直以来都保持紧密的相关性。然而，今年

以来国际秩序的崩塌趋势令市场不仅因传统避险而持有黄金，更多是出于去美元化的需求。从历史看，类似的情景发生于1970年代，当时在“布雷顿森林体系”崩塌后，国际金价在1970-1974年从35美元/盎司一度上涨至185美元。

表2：特朗普“新门罗主义”的主要措施

国家	特朗普的打击措施	主要国家的应对措施
委内瑞拉	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2026年1月3日实施“斩首行动”，以打击毒品走私为名，美军强行抓捕马杜罗及其夫人，造成数百名军民伤亡； ➢ 宣布将持续多年“管理”委内瑞拉，开采其石油储备，降低全球油价； ➢ 鼓励美国石油公司进入委内瑞拉以修复石油开采基础设施； ➢ 1月29日与委代总统通话，宣布开放委商业领空，推动美航恢复航班；评估恢复中断的外交关系，允许美企赴委勘察石油。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 由原副总统继任总统，继续捍卫国家主权； ➢ 谴责此前军事干预，仍寻求国际支持； ➢ 配合美国磋商，推动航运与投资恢复。
加拿大	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 关税威胁：以非法移民和芬太尼为由，威胁对征收关税； ➢ 政治施压：接触加拿大分离主义组织，干涉内政； ➢ 重新谈判贸易协定：要求修改美加贸易条款，增加美国利益权重； ➢ 军事威慑：在北美防空识别区增加军事活动，施压加拿大配合其军事部署。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 领导人在达沃斯论坛发言号召中等强国联合起来； ➢ 向WTO提起诉讼，并对美国采取关税反制措施； ➢ 强化与欧盟、亚太国家经贸联系，降低对美依赖； ➢ 增加国防预算，提升北极地区军事存在； ➢ 联合墨西哥抵制美国贸易霸凌行为
古巴	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 签署行政令，宣布国家紧急状态，威胁对向古巴提供石油的国家输美商品加征关税，企图全面封锁古巴燃油供应； ➢ 宣称古巴可能成为美国下一个关注点，暗示军事干预可能性； ➢ 强化经济制裁：威胁实施“零石油、零资金”政策； ➢ 支持古巴反对派，资助反政府活动，推动“颜色革命”。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 强烈谴责美国以谎言为借口全面封锁燃油供应； ➢ 动员民众储备物资，应对经济封锁； ➢ 向俄罗斯等国寻求能源援助； ➢ 呼吁联合国谴责美国单边制裁，违反国际法； ➢ 强化国内团结。
格陵兰（丹麦、欧盟）	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 近期表示谈判“即将达成一致”取消关税威胁，转谈安全与矿产合作； ➢ 曾威胁对丹麦及欧盟征收高关税； ➢ 强调格陵兰岛战略价值（北极航道、矿产资源、军事基地），要求丹麦允许美国扩大军事存在； ➢ 提出“收购”格陵兰岛，遭拒后仍持续施压。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 丹麦政府明确拒绝，强调自治地位与丹麦主权，声明反对任何形式的军事占领； ➢ 丹麦增加国防预算，强化北极地区军事部署； ➢ 联合北欧国家与加拿大，维护北极地区和平稳定，加拿大与法国在格陵兰设立领馆； ➢ 寻求欧盟支持，保留关税反制措施，加强驻军。
哥伦比亚	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 称哥伦比亚“病得很重”，对发动军事行动“听起来不错”； ➢ 人身攻击总统佩特罗，称其“支持毒品恐怖主义”； ➢ 经济施压：威胁切断援助，加征贸易关税； ➢ 要求哥伦比亚允许美军建立军事基地，扩大在哥军事存在。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 谴责特朗普人身攻击，反对美国干涉内政； ➢ 宣布加强边境管控，自主打击毒品走私，拒绝美国单边要求； ➢ 向拉美国家联盟寻求支持，抵制美国霸权行径； ➢ 强化与古巴等国合作，平衡美国影响力。

资料来源：公开信息整理

不过1月下旬以来，特朗普的“新门罗主义”出招有所软化，也成为黄金在短期暴涨后回调的触发因素。一是在格陵兰岛问题上，特朗普宣布已启动相关谈判，而原定于2月1日对欧洲8国加征关税的计划也早已取消，特朗普1月31日对媒体宣称谈判将达成一致。二是伊核问题上，1月31日特朗普公开表示美伊已重启谈判，伊朗方面亦确认谈判架构正逐步形成。2月6日，伊朗和美国在阿曼首都马斯喀特举行间接谈判，并就继续谈判达成共识。三是古巴问题上，2月1日特朗普声称美国正与古巴进行谈判，甚至表示双方即将达成协议，他表示美方正在与古巴方面接触，包括“古巴最高层人士”，但目前尚未得到古巴证实。四是哥伦比亚问题上，2月4日特朗普与哥伦比亚总统佩特罗在白宫会晤，双方讨论了打击毒品犯罪等问题。会后特朗普表示双方开展了非常良好的会谈，并称佩德罗“非常棒”。

2. 重新审视黄金定价：年度、季度与月度模型

回顾前期研究，我们在报告《全球市场交易模式：黄金分析框架》（2025年1月27日）中，利用9种不同的全球交易模式解释黄金价格涨跌幅，并获得了较为显著的解释力，然而近年来该框架的解释力度也出现下降（不确定交易对金价的影响加深）。随后，我们在报告《长期锚视角下的黄金“十年长牛”》（2025年10月30日）中，建立了基于长期“锚”的误差修正模型，但随着2025年以来黄金价格不断上涨，偏离度不断上升，开始呈现“脱锚”特征。

为此，我们重新审视研究框架，寻找更多黄金解释因素，包括全球“去美元化”（考虑以美国公共债务或财政赤字规模、全球央行购金等作为新解释变量），以及考虑纳入全球黄金ETF净买入、金价上涨动能和波动率等交易性因素，再加上传统的黄金基本面要素：即经济增长、通胀、政策利率、实际利率、美元指数、地缘政治风险指数等。我们选用1970年以来尽可能长的时间序列进行回归分析，且在必要时进行分段回归，构建了年度、季度和月度序列，得到了不同频度的定价模型。

2.1 年度定价模型：黄金2005年前后的显著变化

在年度模型中，我们发现黄金的解释变量在2005年发生了显著改变。2005年以前，黄金更多展现出商品属性，其定价中最显著的因素包括美元涨幅、全球通胀、全球GDP增速、美国债务规模以及地缘政治风险。但在2005年以后，

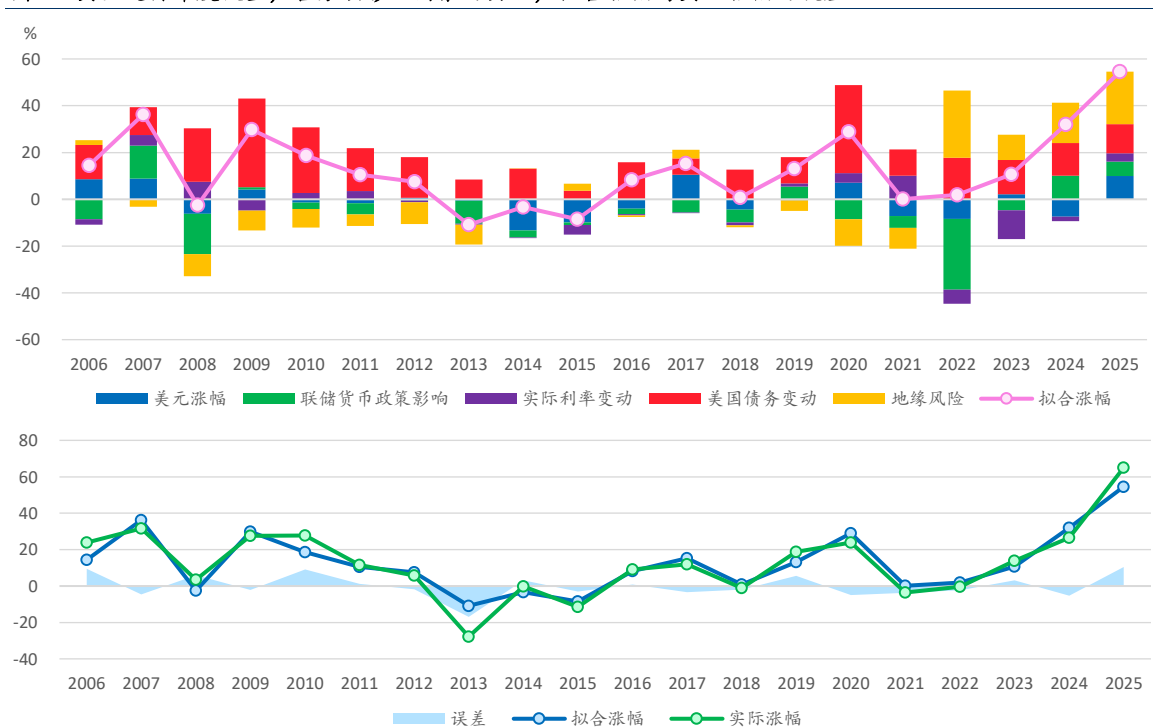
通胀与经济增速对黄金的解释力度大幅下降，取而代之的是政策利率、实际利率、美联储资产负债表变动等因素。这与我们在《全球市场交易模式：黄金分析框架》报告中观察到的现象一致，即 2005-06 年前后是黄金从商品定价为主导转向全属性定价的转折点。

表 3：年度模型中各因素对黄金涨跌幅的贡献及显著性

黄金年度涨幅（样本区间：1970-2005）			黄金年度涨幅（样本区间：2006-2024）		
解释变量	方向/影响力度	显著性	解释变量	方向/影响力度	显著性
美元涨跌幅	负向/中等	极显著	美元涨跌幅	负向/中等	极显著
美国通胀	正向/大	极显著	联储货币政策	负向/大	极显著
全球 GDP 增速	正向/中等	显著	实际利率	负向/中等	显著
美国债务规模	负向/大	极显著	美国债务规模	正向/大	极显著
地缘政治	正向/小	低显著	地缘政治	正向/大	极显著
解释力度 R ² : 42.8%			解释力度 R ² : 84.3%		

资料来源：基于民银国际研究团队模型测算

图 3：黄金定价年度模型，各分项影响因素的贡献，拟合涨幅与实际涨幅的误差



数据来源：民银国际测算

从年度模型外推至 2025 年来看，黄金价格的年度大幅上涨能够得到较为充分的解释。2025 年末黄金价格达到 4318 美元/盎司，年度上涨 65.0%。在年度模型中，所有因素全部为正贡献，其中美元指数年度下跌 9.4%，贡献 10.0pp；美联储降息三次共 75bp，导致货币政策变化贡献 6.1pp；实际利率下降约 100bp，贡献 3.7pp；美国政府债务余额扩张 6.1%，贡献 12.4pp；地缘风险因特朗普上

台后较 2024 年大幅升高，贡献 22.5pp。以上因素合计贡献 54.6pp，可推升黄金上涨至 4045 美元，剩余误差项为 10.5pp，从历史看仍处在合理区间。

从更长的历史看，2023 年以来的黄金牛市取决于多个因素的叠加。一方面美联储逐步由加息转向降息，货币政策在 2024、2025 连续两年对黄金涨幅产生正贡献；另一方面 2022 年以来随着俄乌危机、中东局势紧张等一系列事件爆发，地缘政治对金价的贡献已连续四年保持正贡献。此外，美国政府债务多年连续不断扩张，一直是金价上涨的较大贡献者。相反，实际利率对金价的上涨贡献却相对有限，近 4 年内仅在 2025 年回归至正贡献。

2.2 季度定价模型：纳入黄金价格回归与央行购金因素

在季度模型中，我们选取 2006 年二季度至 2025 年三季度作为样本区间。经过回归，最终两个新的变量显著性提升并纳入模型之中，一个是“前一季度黄金涨跌幅”，其影响系数为负，体现了在短期上涨后价格有均值回归的倾向。另一个是“全球央行购金量”，模型显示当上一季度央行购金增加时，金价将会上涨，但本季度的金价上涨又会导致央行缩减购金规模。

表 4：季度模型中各因素对黄金涨跌幅的贡献及显著性

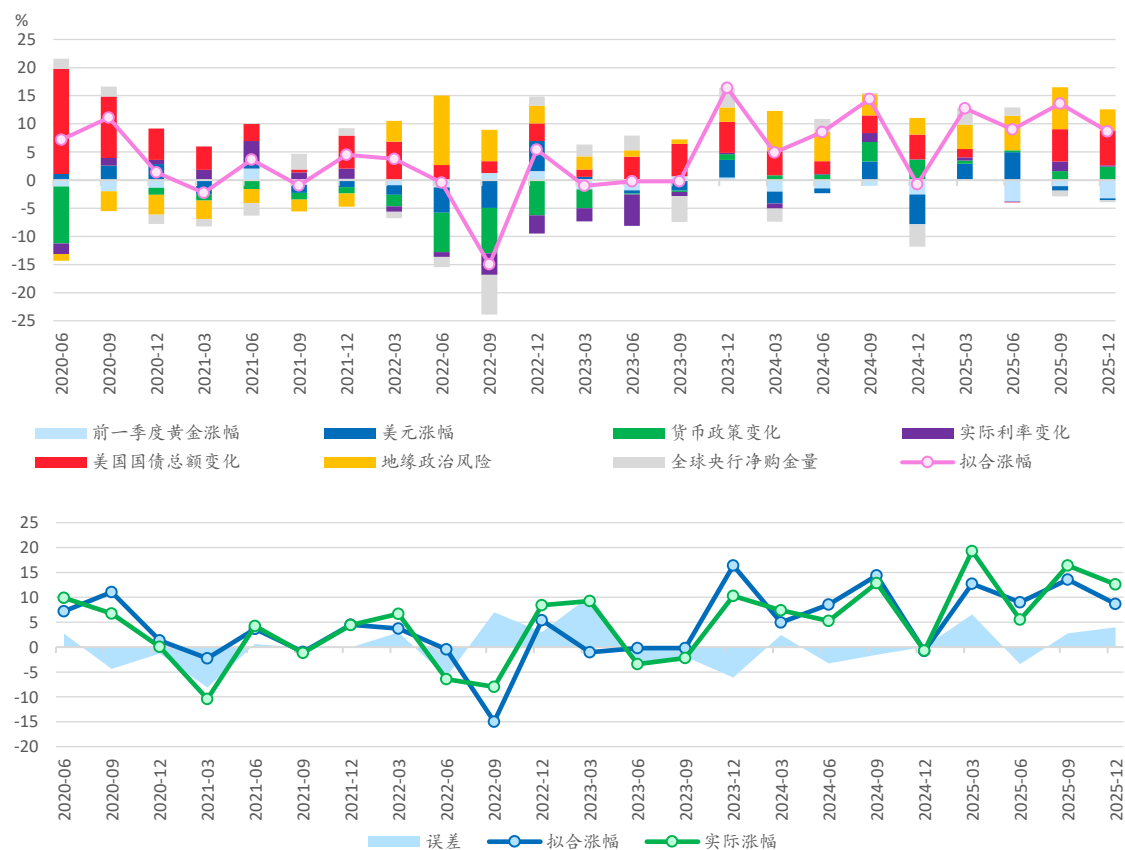
黄金季度涨幅 (2006q2-2025q3)		
影响因素	方向/影响力度	显著性
前一季度黄金涨跌幅	负向/小	显著
美元涨跌幅	负向/中等	极显著
政策利率变化	负向/中等	极显著
实际利率	负向/小	显著
美国债务规模	正向/大	极显著
地缘政治	正向/大	显著
央行购金	前一期正向/当期负向/小	低显著
解释力度 R ² : 52.0%		

随后我们将模型外推至 2025 年四季度。经测算，模型给出的 2025 年一至四季度黄金价格涨幅依次为：12.7%（实际 19.3%）、5.5%（实际-3.4%）、13.6%（实际 16.4%）、8.7%（实际 12.6%），全年涨幅 51.6%（实际 65.0%），以 2024 年末金价计算模型拟合的 2025 年末金价为 3960 美元。

从 2025 年各季度表现来看，地缘政治风险始终是金价最强的支撑因素，四个季度贡献均为正，全年累计贡献涨幅为 23.5pp；美国国债余额增长在一、三、

四季度贡献为正，全年贡献涨幅 13.9pp；美联储的货币政策在上半年贡献较小，下半年降息后贡献上升，全年贡献涨幅 5.0pp；实际利率的贡献主要集中在三季度，主因通胀回升导致实际利率下行，全年贡献涨幅 2.4pp；新纳入模型的央行购金量在一、二季度贡献为正，但三、四季度为负，全年贡献 3.0pp；前一季度黄金上涨将导致下一季度金价均值回归，全年贡献为-7.7pp。

图 4：黄金定价季度模型，各分项影响因素的贡献，拟合涨幅与实际涨幅的误差



数据来源：民银国际测算

2.3 月度定价模型：纳入黄金 ETF 净流入与波动率

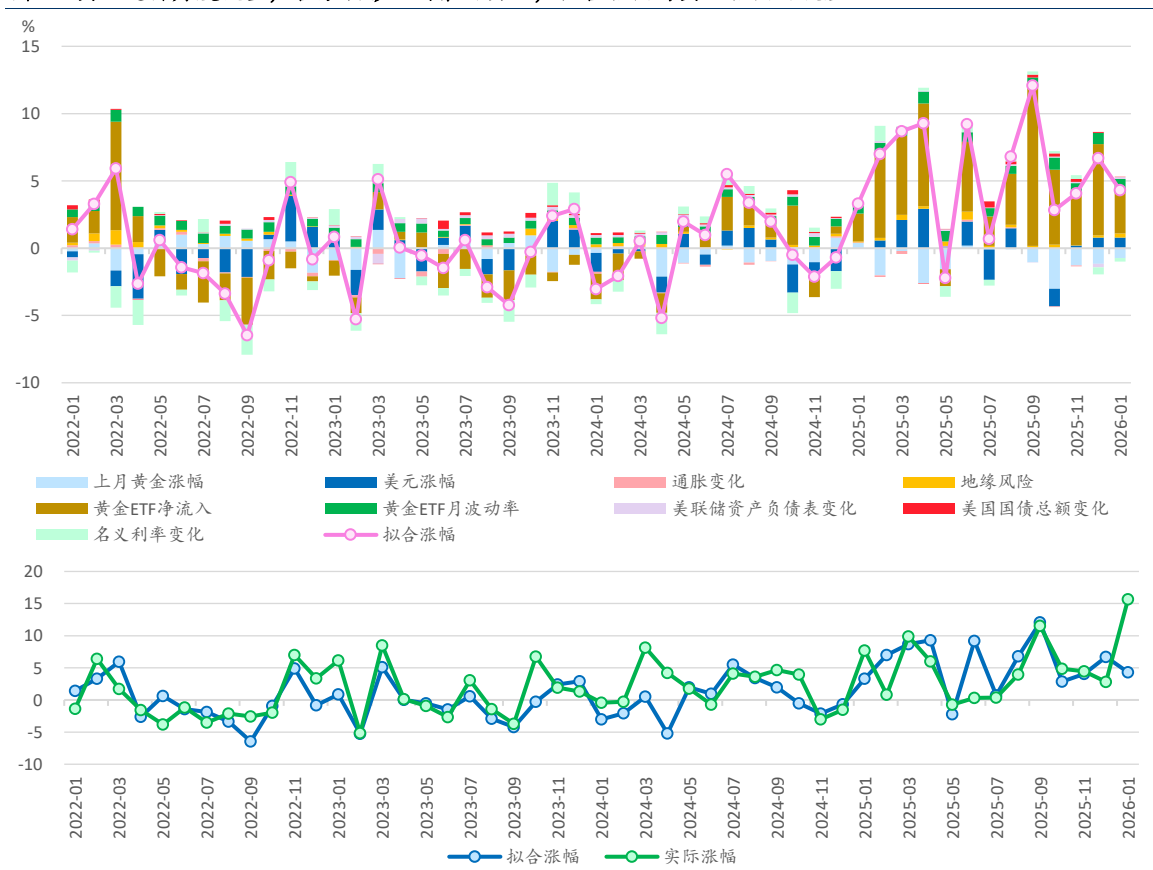
最后我们利用月度时间序列进行分析。由于在仅考虑基本面因素的情况下，模型解释力度显著下降（仅有 25.5%），我们纳入月度黄金 ETF 净买入额与 ETF 波动率两个市场交易性的解释变量，并成功提升整体解释力度至 47.6%。但随之而来的时，多数基本面解释因素出现了显著性下降和解释力度减弱的现象，包括通胀率、美国债务规模和地缘政治风险等。

表 5: 月度模型中各因素对黄金涨跌幅的贡献及显著性

黄金月度涨幅 (2004m1-2025m11): 不含 ETF			黄金月度涨幅 (2004m1-2025m11): 含 ETF		
解释变量	方向/影响力度	显著性	解释变量	方向/影响力度	显著性
上月黄金涨幅	负向/小	低显著	上月黄金涨幅	负向/中等	极显著
美元涨跌幅	负向/中等	极显著	美元涨跌幅	负向/中等	极显著
美国通胀	正向/小	低显著	美国通胀	正向/小	不显著
联储资产负债规模	负向/小	显著	联储资产负债规模	负向/小	极显著
名义利率	负向/小	极显著	名义利率	负向/中等	极显著
美国债务规模	正向/中等	极显著	美国债务规模	正向/小	不显著
地缘政治	正向/中等	显著	地缘政治	正向/小	不显著
			ETF 净流入	正向/大	极显著
			ETF 波动率	正向/大	极显著
解释力度 R ² : 25.5%			解释力度 R ² : 47.6%		

资料来源: 基于民银国际研究团队模型测算

图 5: 黄金定价月度模型, 各分项影响因素的贡献, 拟合涨幅与实际涨幅的误差



数据来源: 民银国际测算

从结果看, 以 2024 年末为起点, 至 2025 年 1 月末的 13 个月内, 模型给出的拟合上涨幅度为 101.3%, 对应黄金价格为 5250 美元, 而该时段的黄金实际涨幅为 90.8%, 对应价格为 4981.85 美元。从各分项看, 2025 年以来的全球黄金 ETF 净流入贡献了 83.9pp 的涨幅, 为最大贡献项。根据世界黄金协会的数据, 当年 ETF 实现历史最大净流入 890 亿美元, 对比 2023、2024 年则分别为净流

出 150 亿美元和净流入 35 亿美元。ETF 波动率对于黄金价格月度变化的贡献列第二，为 10.1pp，由于 ETF 资金波动率带有“风险”的概念，其加入也令地缘政治因素的解释力度下降，其对于金价的贡献仅为 3.0pp。剩余解释变量中，美元涨幅、美国国债余额增长和名义利率下降分别贡献 7.3pp、1.4pp 和 1.0pp。

3. 黄金定价的重新审视与价格构成分解

3.1 基于黄金三个定价模型的讨论

黄金基本面模型通常以其商品属性、金融属性、货币属性和避险属性作为基础。在商品属性中，黄金具有商品的实际使用价值（工业属性、饰品属性），主要对应的解释变量为通胀率、黄金开采变化、黄金实际需求等；在金融属性中，黄金作为“零息无风险债券”存在，其解释变量可为名义/实际利率和通货膨胀；在货币属性中，黄金作为一般等价物存在，其解释变量为其他货币的币值（特别是美元指数）、大国或全球货币发行量等；在避险属性中，黄金的解释变量通常为地缘政治风险指数、资产价格波动率等。

近年来的“去美元化”叙事正在增大原先基本面模型的偏差。为此，我们寻找了如美国债务余额总量、美国财政赤字、以及各国央行季度购金规模等因素。在我们的年度与季度模型中，美国债务余额总量、各国央行购金规模等因素确实表现显著，且在一定程度上修正了模型，并提高了解释力度。

基本面因素在较为长周期的模型中有较高的解释力度，比如在我们的年度与季度模型中 R^2 均超过了 50%，表明即便金价出现短期偏离，从长期看仍能实现基本面回归。但在月度模型中，由于短期交易的非基本面因素影响更大，基本面月度模型仅能解释 25% 左右。因此我们引入了市场交易因素（黄金 ETF 净买入和波动率），解释力度升至 45%，但缺点是难以再通过纯基本面进行解释。

存在哪些基本框架因素以外的非常规因素？在年度和季度模型中，我们给出的 2025 年末基本面拟合的金价分别为 4045 和 3960 美元，距离实际 4307 美元差距不远。但在 2026 年 1 月，黄金价格出现了巨大涨幅，最高接近 5600 美元，最终月末回调至 4981 美元。这意味着，1 月有较大基本面以外的因素在影响黄金价格。我们认为，最主要的是两个“非常规”因素，一是“非常规”的地缘政治因素，即二战以来的国际秩序面临颠覆，这无法用常规地缘政治风险指数来衡量（尽管 1 月地缘政治风险指数也升高至 163.74，高于 145 的 2025 年均

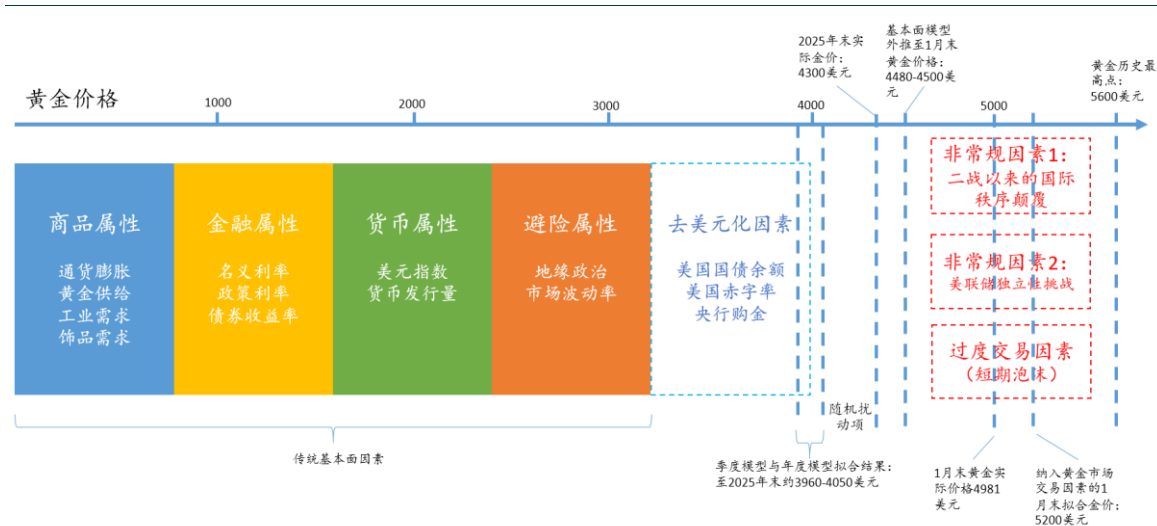
值，但仍不足以解释金价的过度上涨)。二是“非常规”的货币政策影响，即市场预计美联储独立性会因特朗普任命新美联储主席而受到巨大挑战。在现有框架内，与美联储货币政策相关的因素（主要是联邦基金利率变化）也很难体现该非常规变化。

3.2 当前金价的合理分解

经过以上讨论，我们得以对目前的黄金价格进行分解：

1. 2025 年末黄金价格的传统基本面定价区间：3960-4050 美元/盎司。这是由黄金价格的商品属性、金融属性、货币属性、避险属性以及“去美元化”因素等共同解释的（我们的季度与年度模型结论）。

图 6：黄金框架与金价的因素分解示意图



数据来源：民银国际测算

2. 2025 年末黄金的实际价格：约 4300 美元。在传统模型上叠加约 300 美元的随机扰动项组成，从历史看该随机扰动项处在相对合理范围。

3. 2026 年 1 月基本面模型外推价格：4200-4500 美元。我们分别将年度模型月度化，以及直接采用月度模型，测算得出 1 月基本面（或基本面+交易层面）对金价的涨幅贡献在 4.0%-4.3%，结合 2025 年底 4000-4300 美元的区间（包含随机扰动项与否），得到 4200-4500 美元。这也是本轮黄金价格大跌的最终支撑点：4400 美元。

4. 2026 年 1 月末黄金的实际价格至 1 月内最高点：4981-5600 美元。其中，1 月末实际价格距离基本面定价约 500-800 美元，而月内最高点则距离 1100-1400 美元。我们认为该部分（即 1 月产生的巨大随机扰动项）可以分为以下几项：一是二战以来国际秩序的颠覆，二是美联储独立性的挑战，三是过度交易导致的短期泡沫。

随机扰动项的巨大波动是 1 月黄金定价“史诗级”行情的元凶。当特朗普在挑战国际秩序上再次 TACO，同时沃什当选令美联储独立性挑战叙事回撤时，巨大的过度交易动能瞬间回收，也便产生了随机扰动项的巨幅波动。

3.3 展望未来，金价长期仍有基本面支撑

在现行框架下，从基本面看，黄金价格在 2026 年依旧有上升趋势的支撑。一是美联储预计仍将在下半年降息 2-3 次，而美元指数也有下行空间，这将支撑黄金的金融属性与货币属性上涨；二是地缘政治风险依旧高企，近期包括美伊谈判未达成实质性结果，日本众议院选举结果显示政治光谱已大幅“右转”所带来的区域不稳定因素等；三是“去美元化”趋势尚未终结，预计各国央行增持黄金趋势难改。根据年度与季度模型的推算，预计 2026 年末金价区间或会升至 5500-6000 美元。

新的非常规因素对金价的影响或有所回撤，将影响金价短期回归基本面因素决定的区间上沿。一方面，特朗普的“新门罗主义”或有所缓和，且未来注意力或转向国内中选，如致力于解决居民“可负担性危机”和移民驱逐；另一方面，市场对于凯文·沃什货币政策倾向的阶段性解读引发的过度交易正在衰减，对于美联储后续货币政策的判断将回归美国经济基本面。据此，4600-5100 或是短期金价的合理波动区间。不过需注意非常规因素的卷土重来风险，这将可能再次导致金价大幅波动。

风险提示

特朗普的相关政策，或全球地缘政治形势出现意料之外的重大变化。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。