



宏观专题研究报告

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

巨震后再看黄金：从胀到滞的宏观变局，美国国力换挡的长期机遇

3月以来国际黄金价格出现快速回调，其背景与1月底因交易拥挤度高、缩表预期引发的调整不同，本轮调整前黄金隐含波动率已脱离极端高位，核心驱动因素转向宏观变量。起初受美伊战争爆发影响，石油与美元大幅走强引发流动性危机，离岸美元流动性收紧导致投资者抛售黄金换取现金；后续油价高位推升输入性通胀担忧，多国央行加息预期升温，美债利率上移增加黄金持有成本，对冲基金等投机性资金持续撤退，CFTC黄金投机性多头头寸自2025年12月起持续下降，黄金ETF持仓也随降息预期退潮而降温。

短期内黄金技术性指标虽显示超卖，伦金RSI跌至21.1的极端值，金油比回落至接近长期中枢水平，但反转趋势尚未明确，KDJ未出现黄金交叉信号，价格仍沿BOLL线下轨下探。同时，黄金隐含波动率持续冲高，市场对其价格路径的不确定性预期仍在。大类资产整体处于升波行情，现金资产重要性凸显。从支撑位来看，4300点、3900-4000点及3400-3500点分别构成不同层级的关键支撑，短期建议以观望和适当左侧布局为主，静待波动率企稳。

历史经验显示滞胀环境下黄金通常具备较好表现，但本轮市场前期集中定价通胀因素而忽略经济“滞”的压力，导致黄金阶段性回撤。当前美国经济已显露增长乏力迹象，私人耐用品消费支出增速放缓，就业市场面临失业率上升、非农就业新增接近零的压力，高油价可能进一步加速衰退到来。若经济停滞与资本市场下行形成共振，美联储或重新评估衰退风险，不排除重启宽松政策的可能，这种流动性预期差有望成为黄金反弹的触发因素。

长期来看，美伊战争的长期化对美元信用构成多重冲击。美国在战争中未展现出压倒性军事优势，北约成员国响应有限，其中东霸权及美元霸权面临削弱；伊朗封锁霍尔木兹海峡的反制措施可能破坏“石油—美元”链条；同时高利率环境叠加战争导致的军事开支增加，加剧美国财政压力，阻碍化债进程，进一步侵蚀美元信用。短期黄金投机泡沫的出清为长期上涨奠定基础，若美国综合国力由盛转衰成为市场共识，黄金有望开启新一轮大牛市。

风险提示

1) 地缘政治超预期，2) 美国财政刺激超预期，3) 数据可得性有限。

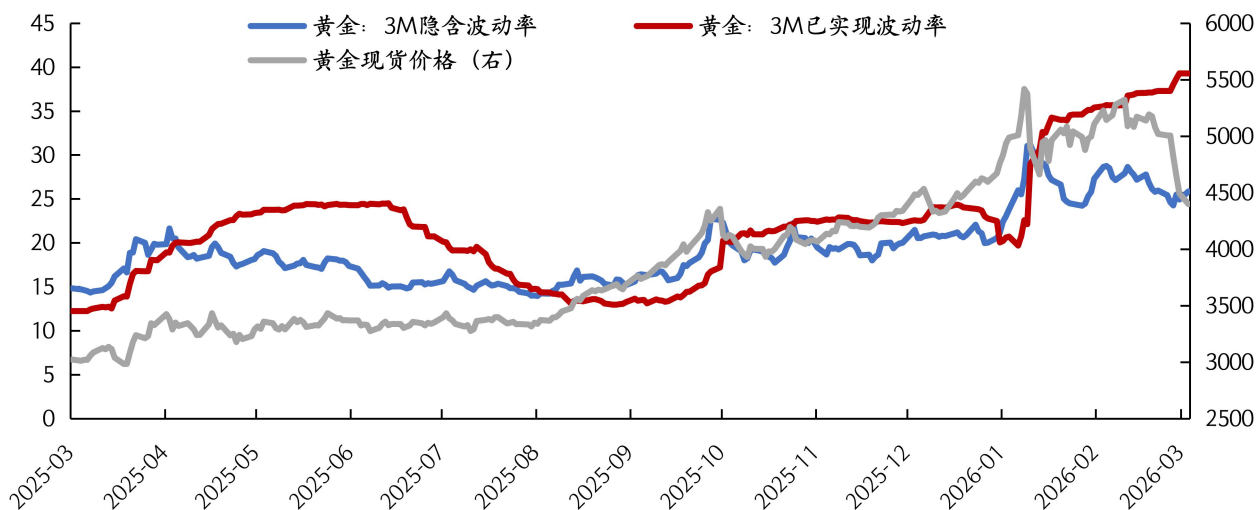


一、滞胀交易，刺破黄金的投机泡沫

3月以来，黄金价格快速回调，不免让市场回忆起1月底的“沃什交易”，但1月底的调整是高拥挤度背景下，因远端缩表预期发酵导致的集中平仓。而本轮金价剧烈调整前，隐含波动率已脱离极端高点，宏观变量成为金价的主导。

本轮金价调整，起初是美伊战争爆发，石油和美元大幅走强引发的流动性紧缩预期。美国作为第一大石油生产国和石油净出口国，油价上升让美元相较于非美货币被动地获得了溢价。同时，来自中东和亚洲市场的避险需求也让离岸美元流动性收紧。之后，油价持续高位引发输入性通胀担忧，央行和期货市场修正利率预期，截至3月23日，隔夜掉期市场开始定价美联储年内将加息0.8次，英、欧、加、澳央行今年将分别加息2.4次、2.2次、3.8次、3.1次。美债利率的上移，让黄金的投机客迅速撤退。

图表 1: 1月末以来，黄金隐含波动率已经下降 (点，美元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 2: 黄金ETF持仓量近期跟随美联储降息预期退潮降温



来源: Wind, 国金证券研究所

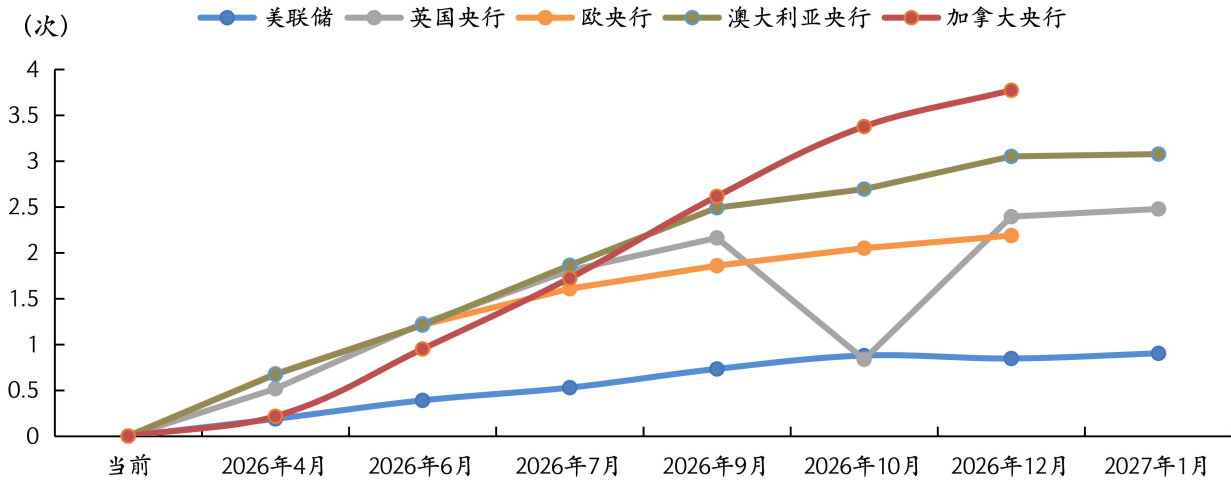


图表3: CFTC黄金投机性多头头寸自2025年12月以来持续下降,说明对冲基金、CTA、大型资管机构等投机性资金已在撤退



来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 截至3.23, OIS掉期显示美、英、欧、加、澳央行今年分别加息0.8次、2.4次、2.2次、3.8次、3.1次



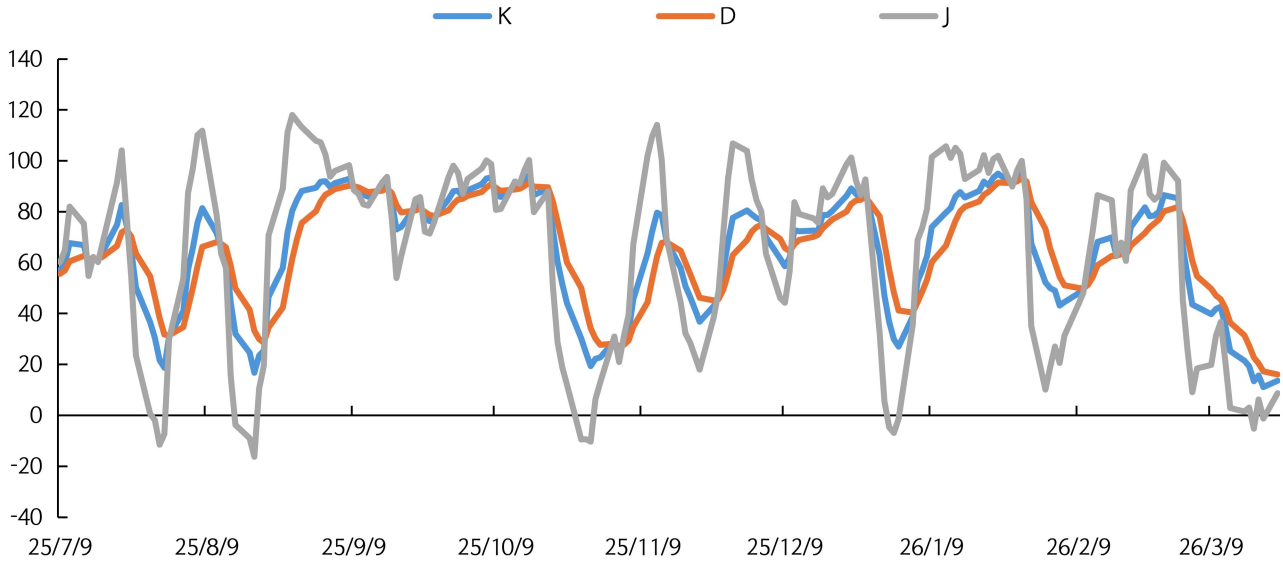
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二、短期谨慎为上, 静待波动率企稳

短期内, 黄金大多技术性指标均已显示超卖, 但反转趋势尚不明确。截至3月23日, 伦金RSI已跌至21.1的极端值, 但并未出现底背离信号; K、D、J值分别为13.6、16.0、8.7, 但尚未出现黄金交叉信号; 价格延BOLL线下轨继续下探, 且轨道开口变宽, 或标志新趋势的开始。

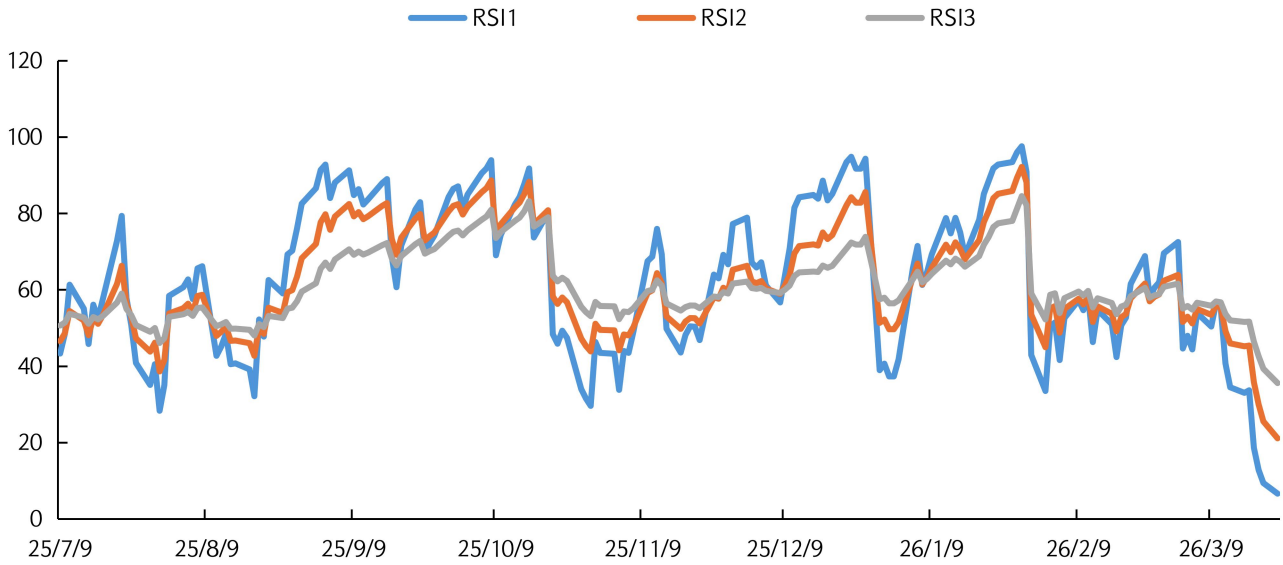


图表 5: 伦敦金: KDJ 指标



来源: Wind, 国金证券研究所

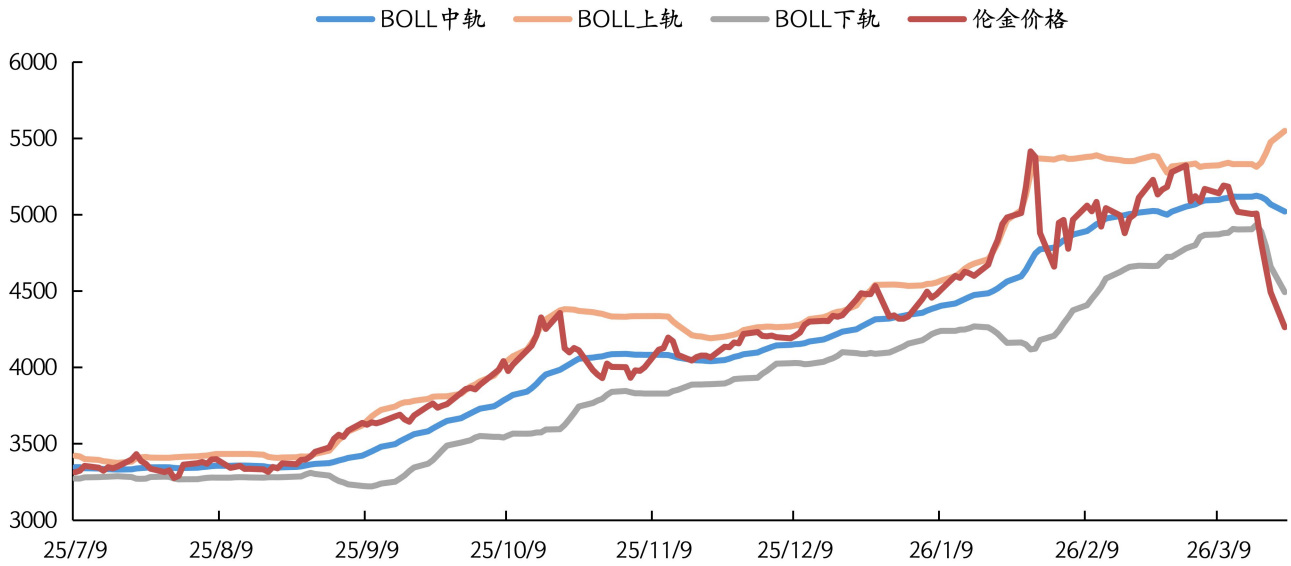
图表 6: 伦敦金: RSI 指标



来源: Wind, 国金证券研究所



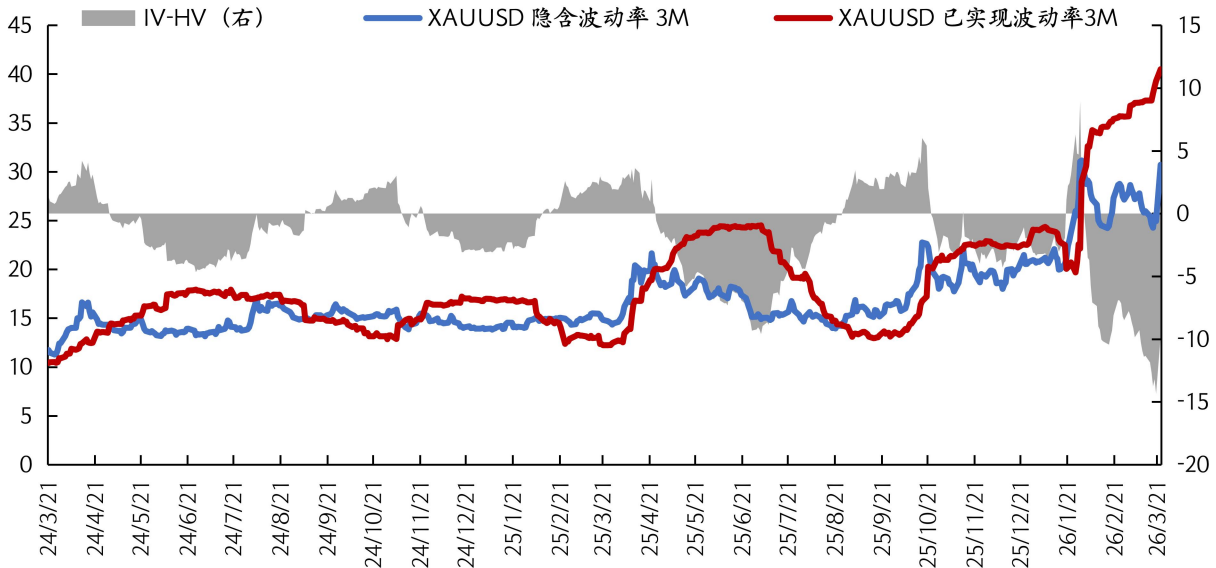
图表 7: 伦敦金: BOLL 指标



来源: Wind, 国金证券研究所

从波动率绝对水平看，黄金仍未脱离“高波”行情。即便价格已经大幅回调、兑现了大量波动率预期（IV-HV 降低），黄金的隐含波动率（IV）仍在继续冲高，说明期权投资者对其未来价格路径不确定性的预期增加，仍待市场进一步消化。

图表 8: 黄金 IV、HV 继续冲高，IV-HV 走低

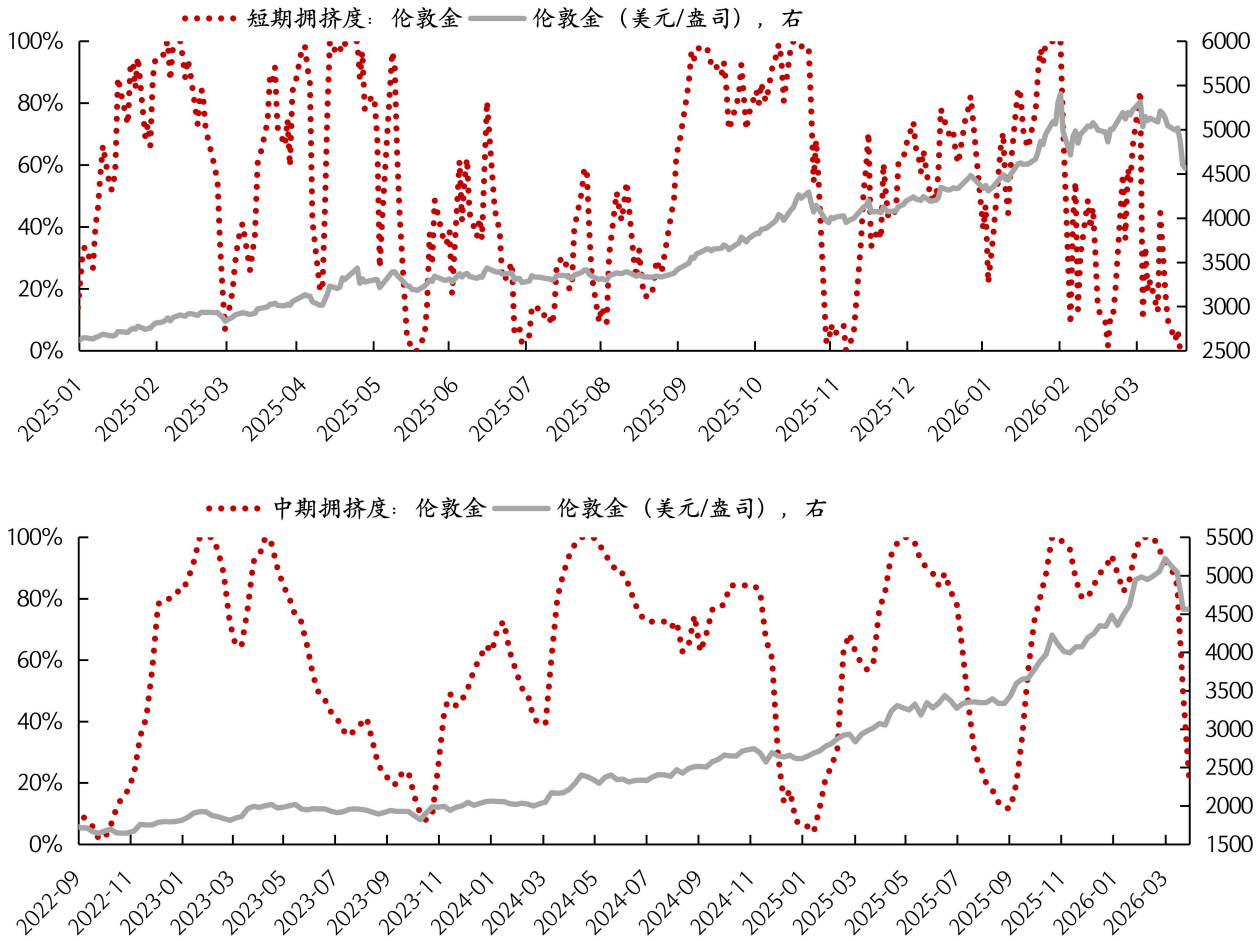


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

拥挤度和金油比均显示黄金短期已经超调。截止 3 月 23 日，黄金的短期、中期交易拥挤度分别为 0%、21.5%。同日，金油比已回落至 41，触及 2020 年 8 月第一轮剧烈修正的水平，距离长期中枢已不远。



图表 9: 黄金短期、中期交易拥挤度



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 黄金交易拥挤度基于乖离率的分位数建立, 短期交易拥挤度为日收盘价/月 MA, 中期交易拥挤度为月 MA/半年 MA。

图表 10: 金油比已从极端值回落至长期均值附近

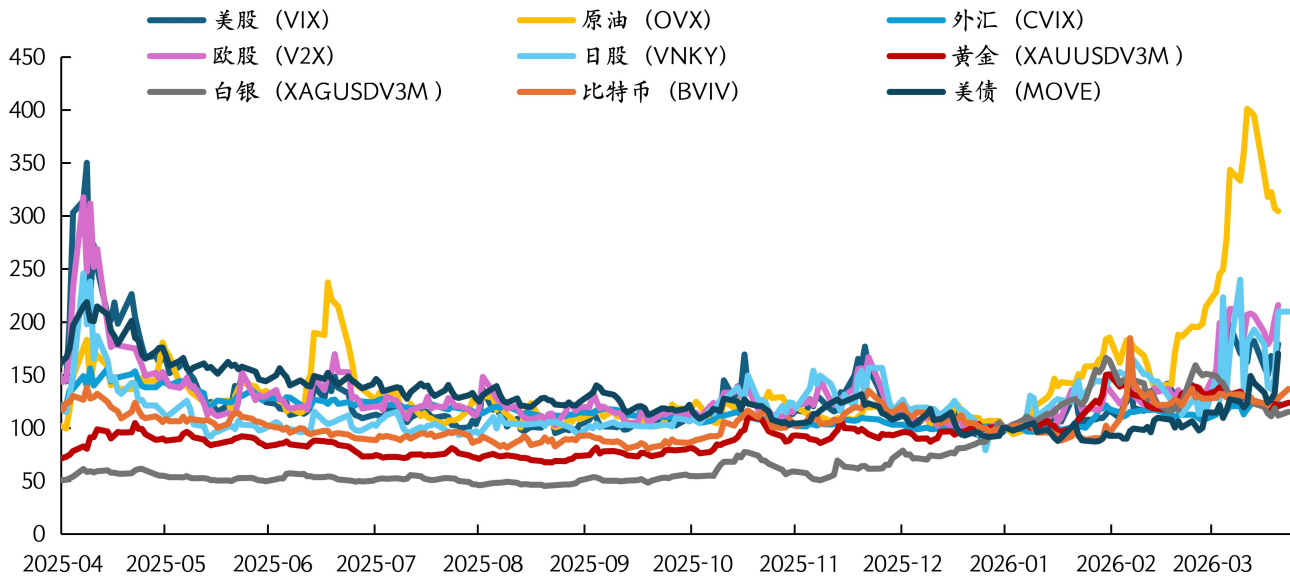


来源: Wind, 国金证券研究所



从跨资产的角度，黄金若能继续降波将重拾避险优势。3月以来，不仅是黄金，大类资产均朝着滞胀交易演绎，股票、债券波动率均在上升，现金资产的重要性不言而喻。但值得一提的是，过往高波动且对流动性极度敏感的资产代表——加密货币，本轮反而跌幅较小，或是因为之前经历了一轮降波行情，估值压力先一步释放。黄金在经历一段时间的降波行情后，或也能重新找回其“相对安全性”。

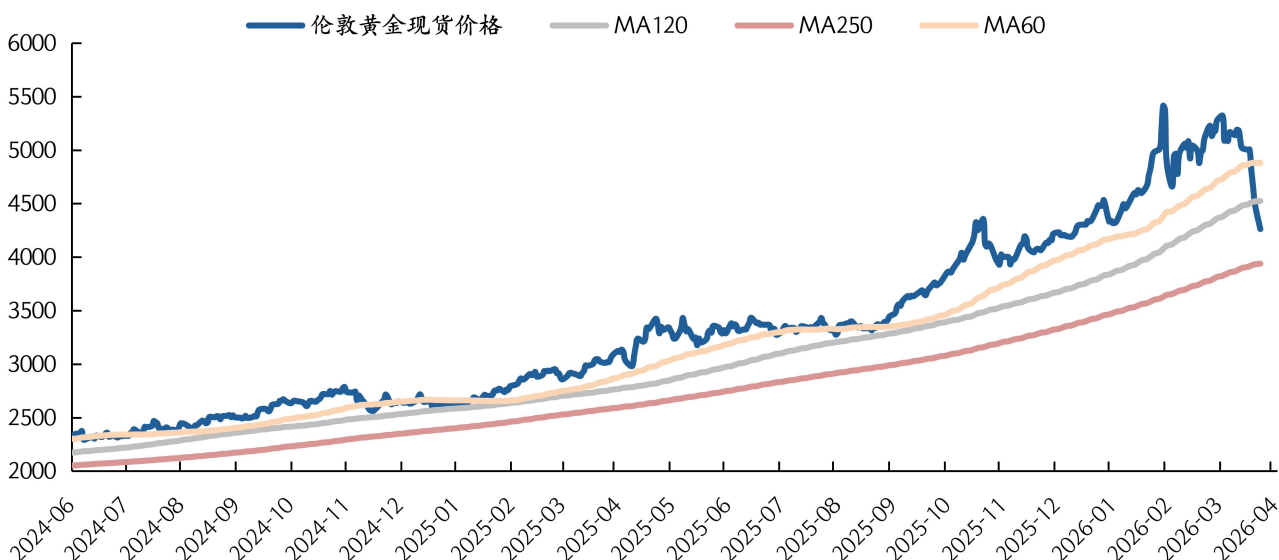
图表 11: 从波动率来看，股债汇商大类资产整体均在升波 (2025.12.31=100)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

向前看，在 4500 点下方，4300 点是今年金银阶段性冲高行情的起点，3900-4000 点附近既是心理上的整数关口位，也是 250 日均线位，还是去年 10 月黄金回调时的支撑位。3900 点下方，3400-3500 点附近是去年 8 月鲍威尔货币政策转向的开始，也是本轮黄金开启主升浪的起点。

图表 12: 伦敦金下方支撑位是 250 日均线



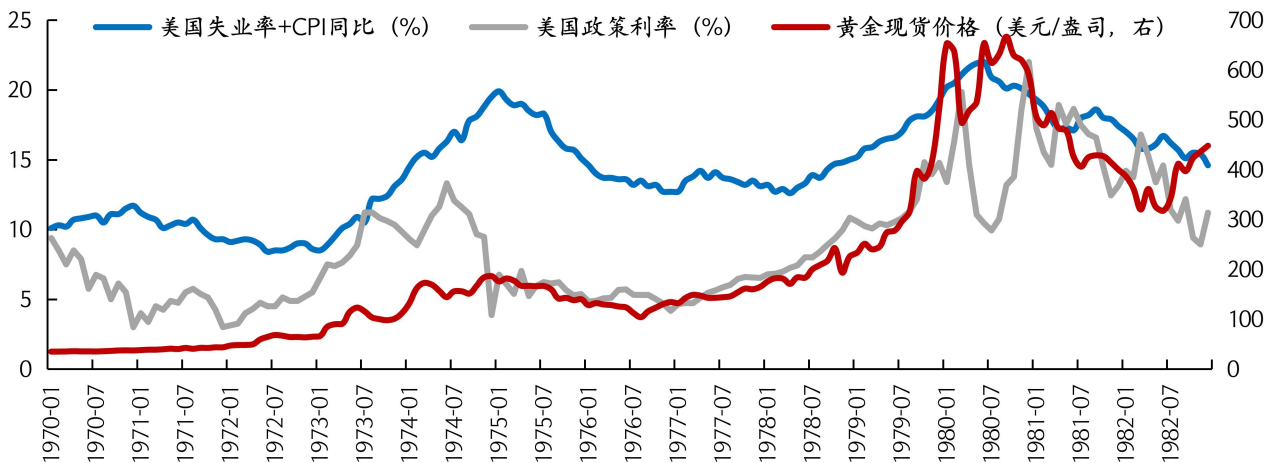
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三、当滞胀交易转向衰退交易，可能是黄金反弹的起点

从上世纪 70 年代两次石油危机的经验来看，当经济陷入滞胀环境（高 CPI 增速+高失业率），即便政策利率相应抬升，黄金依然总体趋势上涨。世界黄金协会的资金流数据统计也显示，当市场滞胀预期上升时，市场对于黄金的平均需求为正。本轮市场在剧烈的预期修正中集中定价“涨”，却忽略了“滞”的压力，因此黄金阶段性出现了大幅回撤。



图表 13: 滞胀环境下, 黄金仍有较好表现

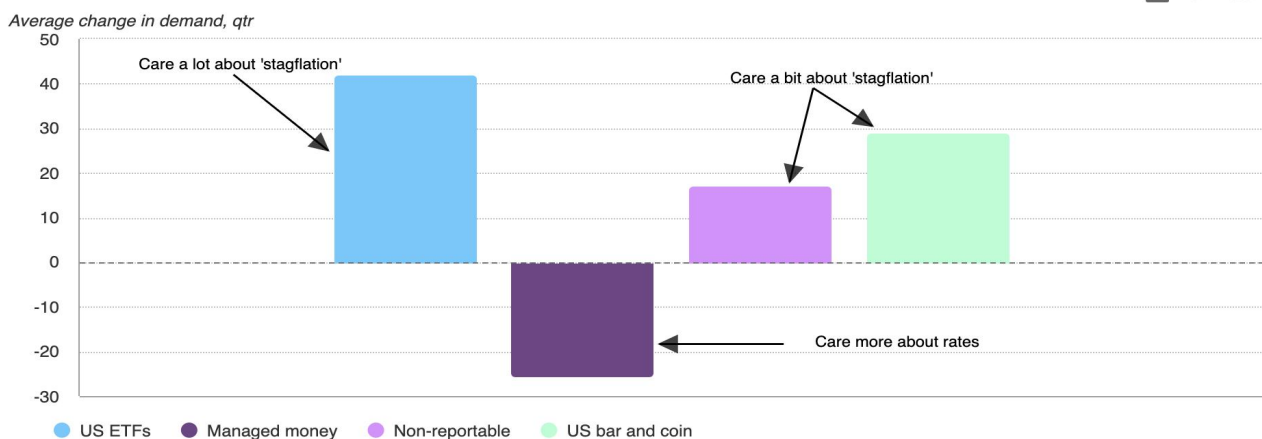


来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 投资者对滞胀压力的敏感度估计 (季度黄金需求变化, 单位: 吨)

Chart 4: What's your flavour? Investors' estimated sensitivity to stagflationary pressure

Demand response during quarters when expected stagflation is high



Sources: Bloomberg, World Gold Council; Disclaimer

*Data from Q1 2000 to Q2 2025. Sensitivity to expected stagflation measured as quarterly historical change during stagflationary quarters, weighted by magnitude of stagflation signal. Stagflation defined as Q2 ahead y/y GDP growth expectation less Q1 ahead y/y GDP growth expectation falling and Q2 ahead y/y CPI expectation less Q1 ahead CPI expectation rising. Demand measured in tonnes. Weighted sensitivity based on square root of (squared change in growth + squared change in inflation).

来源: WGC, 国金证券研究所

但也需注意到, 当前美国经济增长乏力, 高油价或加速衰退的到来。不同于 2020-2021 年的滞胀环境, 彼时美国为应对疫情推出的超大规模财政与货币刺激, 积累了过剩的私人部门购买力, 这与后来的俄乌冲突一道, 从供给侧和需求侧共同推高了通胀, 形成了更强烈的加息预期。

现如今, 尽管有 AI 相关投资的支撑, 但中下层居民的痛苦并不能被 AI 投资所掩盖。今年 1 月, 美国私人耐用品消费支出增速回落至 1%。2025 年前三季度, AI 相关产业对实际 GDP 增长的贡献率达到 37%, 高于 2024 年同期水平, 同期实际 GDP 增长率为 2.1%, 但若剔除 AI 产业贡献, 仅为 1.5%¹。

就业市场也存在更大的下行风险。2022 年 3 月, 美国每一个失业人口对应 2.03 个空缺岗位, 如今已经低于 1 个, 失业率也较 2022 年高出近一个点。2022 年非农就业平均每月增加 37.7 万人, 去年 6 月至今则平均每月减少 3600 人。

¹ <https://www.barrons.com/articles/us-gdp-economy-growth-ai-investment-82e7bf9b>



此外，AI 可替代的低技能岗位裁员风险也持续存在。

可以说，在美伊战争前，美国经济已经露出“滞”的迹象。在此背景下，高油价引发供给冲击，再导致运输、物流等领域供应链成本上涨，企业利润压缩、工厂停工、工人失业，则美国居民购买力可能进一步下降，衰退将更快到来。

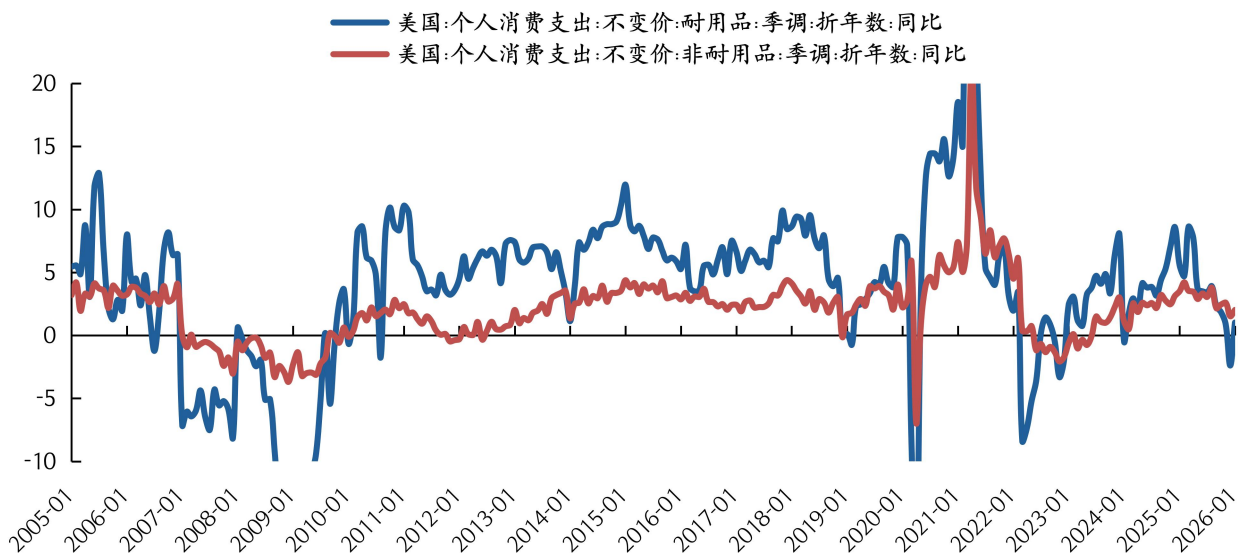
这一情景下，即便油价居高位，美联储仍可能重新评估衰退风险，并思考增量流动性的必要性。经济停滞和资本市场下行的两重逆风下，不排除美联储重新降息或者扩表救市的可能性。这种因衰退导致的流动性预期差，可能使一部分黄金投机客重返市场。

图表 15: 美国居民可支配收入增速、财富积累速度已明显放缓 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

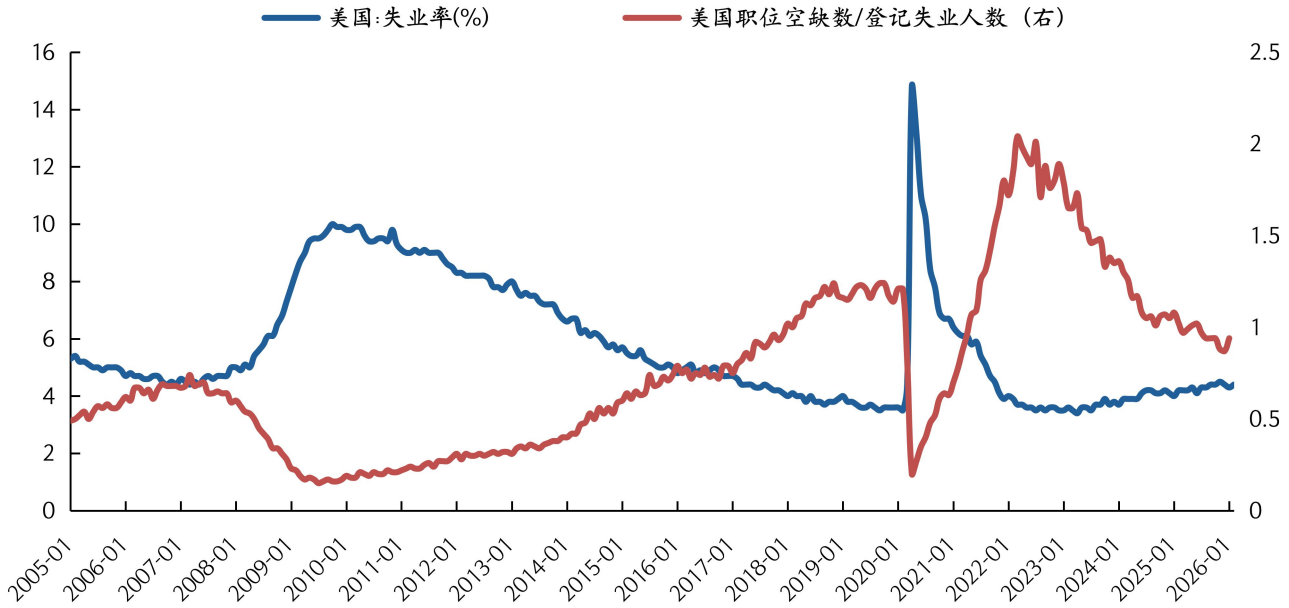
图表 16: 居民消费支出增长停滞, 耐用品消费支出增速一度转负 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

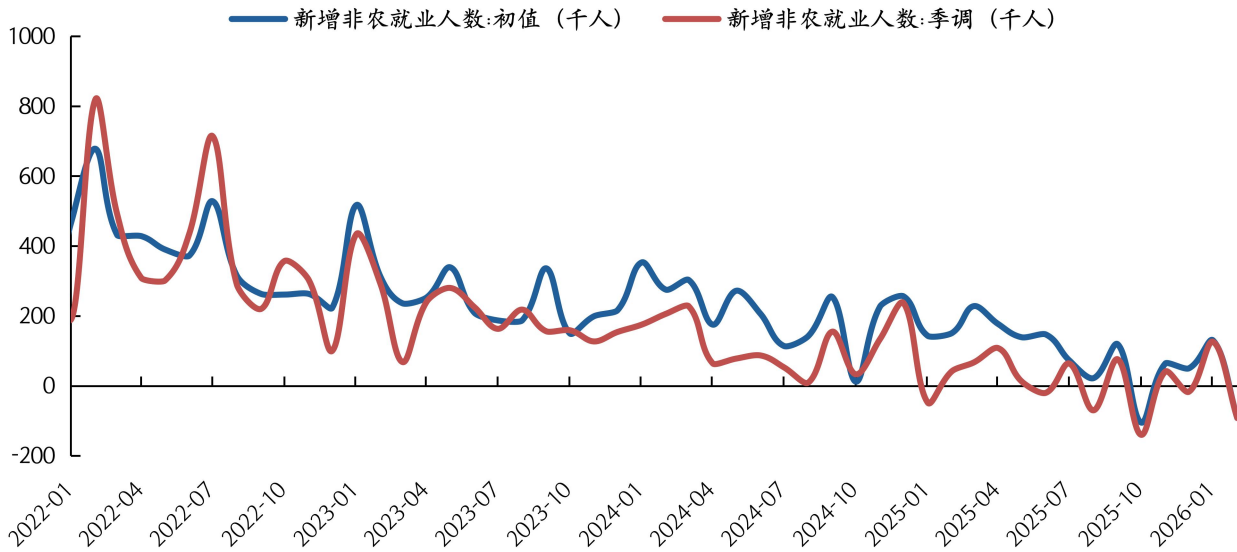


图表 17: 美国失业率升至 4.4%，职位空缺数与失业人数的比值降至 0.94



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 美国新增非农就业中枢接近零 (千人)



来源: Wind, 国金证券研究所

四、中东战争是美国综合国力由盛转衰的标志，酝酿黄金新一轮大牛市

美伊战争短期内并未结束，甚至演绎成长期化，于美元信用不利。

第一，从美国此次战争的影响力来看，不但北约成员国等响应力非常有限，且美国面对一个被经济制裁长达四十年的对手，没有显示出军事上压倒性的优势，甚至在一些领域遭到了非对称打击和消耗。短期内，特朗普不仅没能实现颠覆伊朗现有政权的军事目标，也没能有效保护其海湾国家盟友，甚至自身处在一个进退两难的尴尬局面中。如果不能漂亮地获胜，对美国就等于失败，美国会丧失一部分中东地缘影响力，以及建立在军事实力之上的美元霸权。

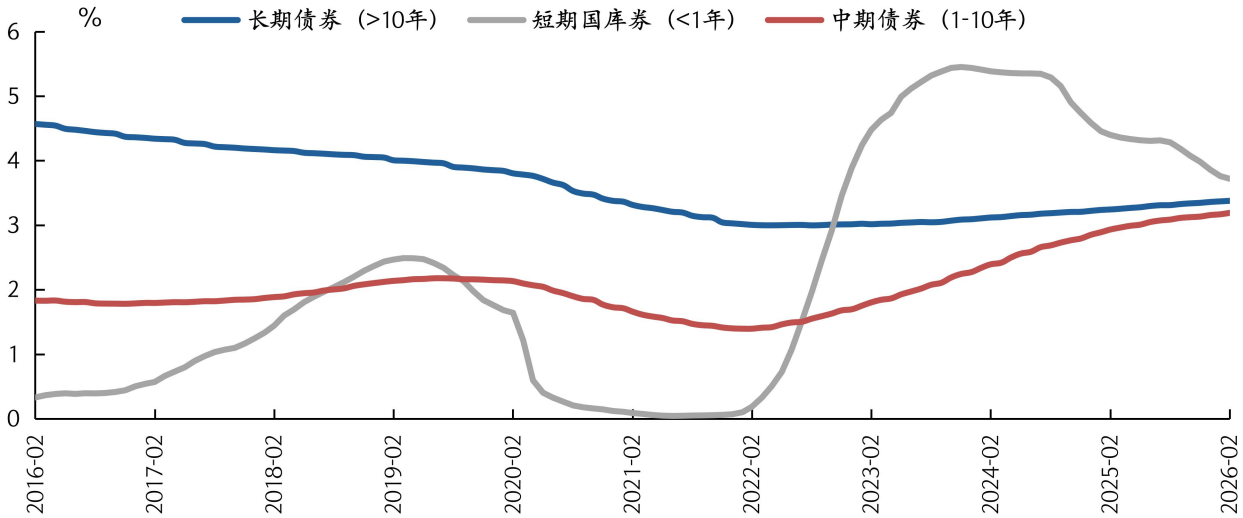
第二，伊朗的反制措施——封锁霍尔木兹海峡，长期来看可能破坏“石油—美元”链条。过去几十年中，海湾国家通过霍尔木兹海峡运输石油出口赚取美元，再投向美股和美元资产获取收益，但该链条当前遭遇了前所未有的未知性。



若美国迟迟未能以控制海峡或其他方式夺回原油的定价权，将降低美元资产对中东资金的吸引力。

第三，利率上升还阻碍到特朗普第二任期的最核心议题——化债大计。截至2026年2月底，美国存量长期国债的平均付息成本为3.38%，较一年前上升了0.14个百分点，高利率的滞后效应仍在显现。若美国因战争扩大军事开支，进而加速财政失序扩张，美元信用的褪色终会被市场计价。

图表 19: 美国国债平均付息成本 (%)



来源：美国财政部，国金证券研究所

未来将出现一个对黄金有利的新故事。短期关于黄金投机流动性的泡沫出清，反而让未来的上涨更安全。美元信用的定价往往需要催化剂，2022年2月“对俄罗斯技术性违约”、2024年11月“海湖化债框架”、2025年4月“对等关税”犹在眼前。这一轮美国在中东军事上的持久战，是美元信用的第四次消耗战。当美国综合国力由盛而衰成为广泛共识，黄金将攀上下一个高峰。

风险提示

- 1) 地缘政治超预期，伊朗持续封锁霍尔木兹海峡，全球油价进一步冲高，或加大滞胀交易的烈度；
- 2) 美国财政刺激超预期，托底居民就业和消费，或减轻高油价下的衰退压力；
- 3) 数据可得性有限，例如央行购金数据有延迟，市场投机者交易数据稀缺等。



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。

国金证券股份有限公司) 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