



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） 联系人：陈瀚学

songxuetao@gjzq.com.cn

chenhanxue@gjzq.com.cn

黄金反常下跌的背后

黄金近期与美股同步下跌，而美债收益率回落，反映出不同资产的避险逻辑与资金属性存在差异。黄金既是长期储备资产，也是能够迅速变现的金融资产。当 AI 相关股市共振下跌、局部去杠杆压力上升时，投资者可能通过出售黄金补充保证金和现金，令短期资金面的影响压过长期避险逻辑。美元指数未显著走强，尚不足以排除局部流动性压力，潜在的日元干预也可能干扰这一信号，但仍有待确认。

美债与黄金对冲的风险并不相同。美债更直接受益于美元体系内部的增长担忧和风险偏好下降，黄金则更多承接对美元体系信用的担忧。当前市场对 AI 的质疑，主要集中于投资回报与科技股估值，尚未充分扩展至美国整体融资能力。资金因此可以卖出科技股、买入美债，继续留在美元体系内部。只有当 AI 回报不足的担忧进一步传导至金融稳定、财政负担和政策应对时，黄金对冲美元信用风险的价值才可能更加突出。

战争、油价与黄金之间并不存在固定的单向传导。科技升级既可能增加避险需求，也可能通过能源通胀强化货币紧缩预期，对金价形成约束。黄金 3 个月隐含波动率已回落至约 24%，处于近一年 64% 分位，显示波动预期有所降温，但尚不足以确认价格底部。短期应重点关注美联储对能源与核心服务通胀的权衡，以及中期选举后美伊局势对油价、利率预期和流动性的影响。

黄金的长期配置价值，仍有赖于发达国家赤字扩张与债务累积对法币信用的持续侵蚀。AI 能否改善生产率和财政可持续性，将影响这一逻辑兑现的节奏。若后续战争加剧、油价冲高，却未推动加息预期进一步上升，则实际利率下行与避险需求可能重新形成支撑。在这一情景下，若黄金仍因去杠杆和现金需求而下跌，就更可能进入中期底部区域，为长期配置提供机会。

风险提示

通胀、战争与货币紧缩超预期；跨市场去杠杆超预期；AI 投资回报与生产率提振超预期。



黄金既是长期储备资产，也是可以迅速变现的金融资产；既承接了避险需求，也承载了趋势交易和杠杆仓位——近期美股下跌，美债避险价值凸显、收益率回落，但黄金却未能获得避险资金的青睐，原因即是此。

首先，去杠杆可能引发了跨市场的流动性紧张。

美股下跌、美债利率下行、黄金下跌的场景，在2008年、2020年的极端下跌行情中均有出现。但这一次的不同点在于：第一，美股下跌幅度远不及2008年、2020年；第二，反映市场短期流动性需求的美元指数也并未显著走强。

对于前者，虽然美股没有发生恐慌性暴跌，但几个AI叙事主导的股市共振式下跌，可能还是触发了局部去杠杆，造成杠杆投资者需要抛售资产换取现金，以补充保证金仓位的短期需求。

对于后者，可能与日本央行的干预有关。观察今年2月以来已获确认的日元干预行动（图中为USDJPY汇率，绿色大阴线为BOJ干预当天的美日汇率表现），10月22日当日，市场走势与每次BOJ干预行动发生时的表现相似，这可能是新一轮干预的信号，但证实只能靠事后确认。若BOJ干预压制了美元“原本应该走强”的事实，则进一步确认了黄金下跌的原因是流动性紧张引发的抛售

图表 1：从美股极端下跌行情期间的资产表现看，黄金同时被抛售

序号	时间窗口	标普 500	纳指	10 年美债利率	黄金	美元指数
1	2008.10.20-10.24	-6.8%	-9.3%	-18bp	-6.2%	5.1%
2	2020.2.24-2.28	-11.5%	-10.5%	-30bp	-3.5%	-1.2%
3	2020.3.9-3.13	-8.8%	-8.2%	+48bp	-8.6%	2.5%
4	2020.3.16-3.20	-15.0%	-12.6%	+22bp	-2.0%	4.0%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：美元指数、美日汇率与 BOJ 干预行为



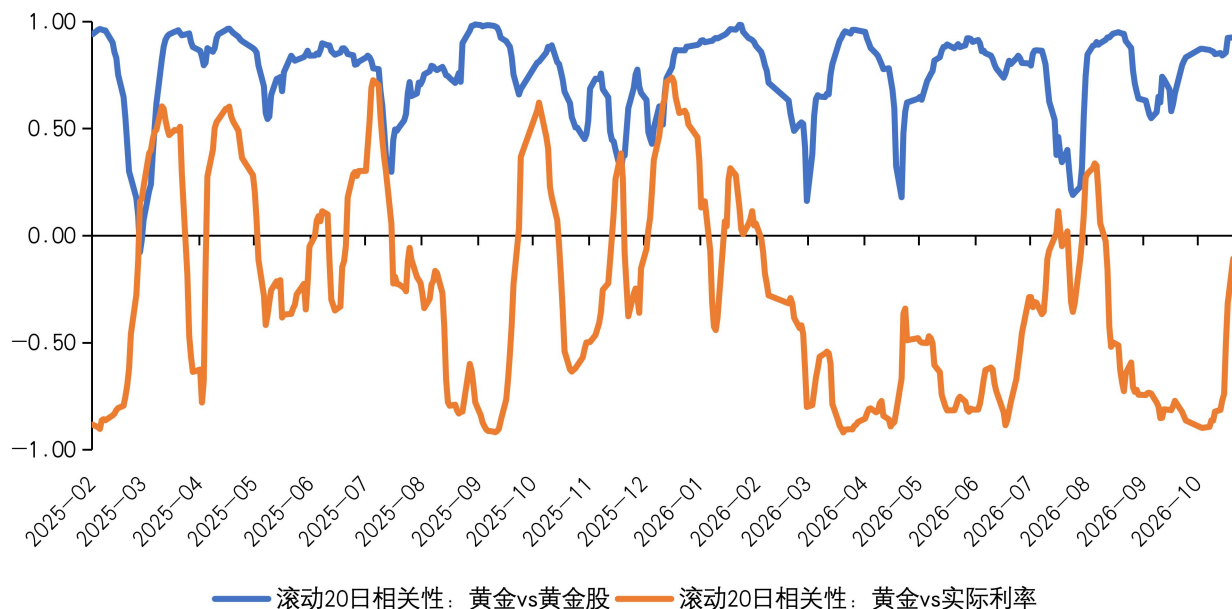
来源：Wind，日本财务省，Reuters，国金证券研究所



在市场流动性压力下，黄金的风险资产属性与黄金矿业股的表现有一定相关性。黄金矿业股过去积累的大涨又会反作用于黄金，加大黄金本身的风险资产属性和价格弹性。

过去一个月（9.26-10.27），黄金矿业股 ETF（GDX）下跌约 12.3%，对比同期的纳斯达克 100 ETF（QQQ）下跌约 3.9%，现货黄金下跌约 6.1%。虽然对通胀的担忧、实际收益率下降和地缘政治风险仍在叙事上支撑黄金，但资金面的抛售对短期价格的影响占据主导。

图表 3：近期黄金与黄金股走势相关性较高，与实际利率相关性较低



来源：Wind，国金证券研究所

其次，黄金与美债，各自避的险不同。

买美债，是对冲（美国）经济增长和市场的风险，或者非美经济体的政治风险；换句话说，在美元体系稳定的前提下，美债的对立面是美股。而买黄金，则是对冲美元体系本身的信用风险，比如对 AI 提升美国生产力的质疑。

市场对 AI 的分歧，让黄金持续存在价值。如果 AI 能够持续提高生产率，并将模型收入和企业效率改善转化为真实利润，那么美国的潜在增长可能获得支撑，削弱黄金的相对吸引力。

反过来，如果 AI 收入增长不足以覆盖资本开支、折旧和融资成本，市场就可能重新评估此前投入的经济回报。一旦这种担忧从企业盈利扩展至金融稳定、财政负担和未来政策应对，黄金对冲美元信用风险的价值便可能上升。

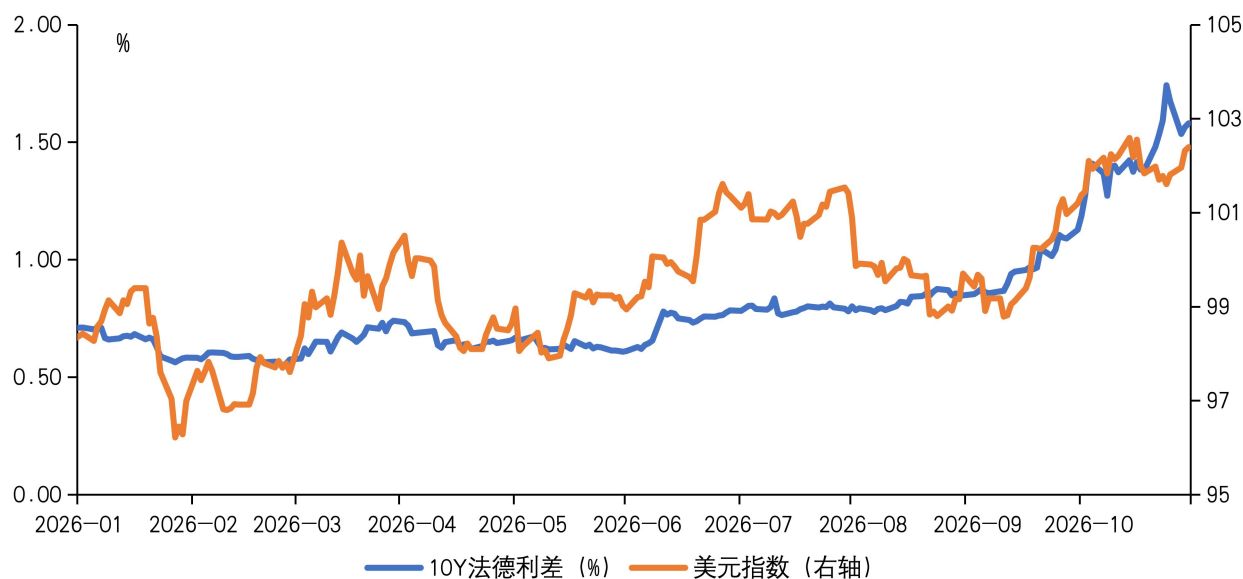
市场目前只是担心 AI 投资回报不及预期、科技股估值需要调整，尚未怀疑整个 AI 产业的发展和美国整体融资能力。AI 科技类股票的价格在 OpenAI、Anthropic 披露模型收入增速放缓、CRWV 信用风险发酵后下跌，但 AI 产业的资本支出绝对规模、全球大模型总使用量仍在增加。

对 AI 科技股的怀疑与对 AI 产业甚至美元信用的怀疑，是两个不同层次的交易。前者已经发生，并不意味着后者必然同步发生。资金可以卖出科技股、买入美国国债，继续留在美元体系内部。因此，美债比黄金更直接受益。

此外，同期欧洲的经济和政治环境恶化也凸显了美国经济政治体系的相对韧性，压制以买入黄金为代表的“做空美国”交易。



图表 4: 9月以来法德利差持续走扩，美元成为避险资产



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

最后，油价与加息的不确定性，仍是黄金的短期约束。

短期来看，需要观察油价、战争与利率预期的组合。其中，战争、通胀与金价之间并不存在固定不变的单向关系：冲突升级会增加避险需求，能源涨价也可能强化流动性收紧的担忧；如果冲突加剧、油价冲高，却未推动加息预期进一步上升，意味着能源通胀向货币紧缩的传导受到约束，实际利率反而可能下行。

在这一情景下，若黄金仍因去杠杆或流动性导致下跌，就可能进入底部。因此，本周的10月联储议息会议，美联储如何权衡能源与核心服务通胀以及AI融资条件的边际变化，以及中期选举后的美伊局势和油价走向，决定黄金的底部位置。

长期来看，黄金长期的配置价值仍相对确定，根本支撑是发达国家财政赤字扩张与债务累积对法币信用的持续侵蚀。黄金的配置空间与市场对AI的乐观程度相关：对AI的乐观对应黄金的顶部，对AI的悲观对应黄金的底部。AI收入的能见度越高，黄金的配置空间越被压缩；能见度越低，黄金的配置空间越大。



图表 5: 目前黄金 3m 隐含波动率降至约 24%，为近一年 64%分位水平



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

风险提示

- 1) 通胀、战争与货币紧缩超预期。若中选后美伊冲突恶化，或能源涨价进一步向核心通胀传导，美联储利率预期更紧、实际利率上升，对黄金形成持续压制。
- 2) 跨市场去杠杆超预期。科技股调整若引发全球跨市场的更广泛保证金追缴和资产抛售，黄金的流动性折价可能扩大，底部形成时间将延后。
- 3) AI 投资回报与生产率提振超预期。AI 商业化进展若超预期，或显著改善将美国增长和财政困境，增强美元资产吸引力，将削弱黄金的相对配置价值。



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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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