

# 黄金历史大跌复盘及核心原因分析

## 研究院 新能源&有色组

### 研究员

#### 陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

### 师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

### 封帆

☎ 021-60828513

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号: F03139777

投资咨询号: Z0021578

### 联系人

#### 蔺一杭

☎ 021-60827969

✉ linyihang@htfc.com

从业资格号: F03149704

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 报告摘要

### 历史复盘

纵观黄金的现货交易历史，其价格走势并非永远在避险情绪的驱动下高歌猛进。在特定的宏观经济背景、货币政策转向以及流动性危机的冲击下，黄金曾经历过数次幅度极深、持续时间极长的大跌甚至漫长的熊市周期。本篇报告复盘了自1970年代布雷顿森林体系瓦解以来，黄金市场经历的四次最具代表性的历史大跌阶段：1980年至1999年的长周期熊市、2008年次贷危机中的流动性无差别抛售，2013年因美联储“缩减恐慌”，以及2026年由于美伊军事冲突导致的流动性紧缩预期所引发的断崖式暴跌。

通过详细剖析这三次大跌的核心原因，揭示了黄金定价的底层逻辑：黄金作为贵金属具有金融货币属性，其定价本质是与信用货币（尤其是美元）之间的相对价格变动。在传统框架下，美长债实际利率（名义利率减去通胀预期）被视为持有黄金的机会成本，实际利率的大幅上行往往是触发金价大跌的直接导火索。然而，时移世易，通过对比历史与当下，我们发现当前黄金的定价框架正在发生深刻变迁——从单纯的“实际利率驱动”全面转向“美元信用对冲”。在全球央行掀起结构性去美元化浪潮、大举购金的背景下，黄金的通货属性再度重估。

### 当下关注点与未来展望

目前美伊战争导致原油价格短时井喷式飙涨，美联储加息预期上升，但盈亏平衡通胀利率未明显走高，市场转而交易衰退预期，多数大类资产下跌。近年来黄金与美股相关性提升，股市下跌也冲击了黄金。当前39万亿美债规模及长期国债平均利率低于中性利率，决定美联储加息可能性低。未来若油价推升通胀预期而美联储不加息，实际利率将下行，这对贵金属仍相对有利。但倘若原油价格持续井喷式飙涨，市场对于未来衰退交易难改，则金价重新走强的时间也将会被推后。

## 目录

报告摘要 .....	1
一、历史大跌复盘之一：1990-1999 年，紧缩冲击与漫长熊市 .....	3
1.1 滞胀时代的终结与沃尔克冲击 .....	3
1.2 美元霸权趋于稳固与长周期经济繁荣 .....	4
二、历史大跌复盘之二：2008 年，次贷危机中的流动性挤兑与被动抛售 .....	6
三、历史大跌复盘之三：2013 年，“缩减恐慌”与 ETF 的集中踩踏 .....	8
3.1 美联储缩表预期（Taper Tantrum）与实际利率飙升 .....	8
3.2 黄金 ETF 的大规模流出与踩踏效应 .....	8
四、历史大跌复盘之四：地缘冲突引发的通胀反噬与流动性收紧 .....	10
五、当下关注点与后市展望 .....	11

## 图表

图 1: 美国联邦基金目标利率   单位: % .....	3
图 2: 十年期美债收益率   单位: % .....	4
图 3: 美元指数   单位: 点 .....	5
图 4: 美国 CPI 数据   单位: % .....	5
图 5: 黄金价格复盘(1971-1999)   单位: 美元/盎司 .....	6
图 6: VIX 指数   单位: 点 .....	7
图 7: 黄金价格复盘 (1999-2013)   单位: 美元/盎司 .....	8
图 8: 10 年期美债收益率   单位: % .....	9
图 9: 黄金 ETF 持仓量   单位: 百万盎司 .....	9
图 10: 黄金价格复盘 (1999-2013)   单位: 美元/盎司 .....	10
图 11: 10 年期美债收益率   单位: % .....	12
图 12: 黄金与标普 500BETA 系数   单位: 点 .....	12
图 13: 美债长期平均利率与中性利率   单位: % .....	12

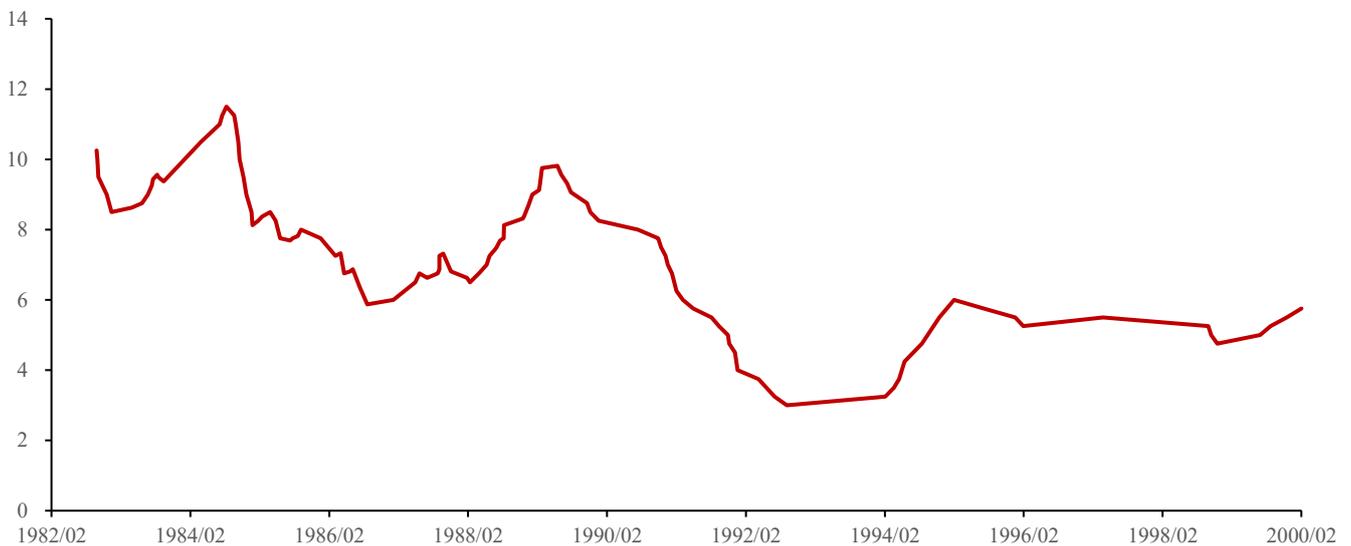
## 一、历史大跌复盘之一：1990-1999 年，紧缩冲击与漫长熊市

黄金历史上持续时间最长的一轮熊市，发生在 1980 年至 1999 年。在经历了 1970 年代两次石油危机引发的严重滞胀，金价从 35 美元/盎司狂飙至 1980 年初的 800 美元/盎司上方后，迎来了长达近二十年的价值回归与价格重挫。

### 1.1 滞胀时代的终结与沃尔克冲击

引发这本轮金价熊市的直接原因是美国货币政策的极端收紧。20 世纪 70 年代末，美国深陷“高通胀、高失业、低增长”的滞胀泥潭。1979 年，保罗·沃尔克就任美联储主席，为了遏制高达两位数的恶性通货膨胀，他采取了极其激进的货币紧缩手段，将联邦基金目标利率一度提升接近 12% 的历史极值。这种极端的紧缩政策带来了两个直接后果：**第一，通胀预期被彻底击碎，美国核心通胀率在随后几年内快速回落。第二，伴随着名义利率的飙升和通胀的骤降，美国的实际利率飙涨，直接导致了持有黄金的机会成本大幅增加，黄金作为抗通胀保值工具的吸引力瞬间崩塌。**

图 1：美国联邦基金目标利率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：十年期美债收益率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 1.2 美元霸权趋于稳固与长周期经济繁荣

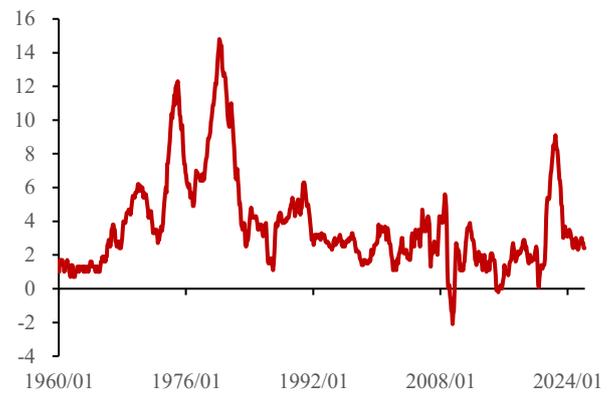
除了极端的货币紧缩，宏观经济与地缘格局的演变也构成了压制金价的长期基本面。进入 1980 年代后，随着美国主导的石油美元体系不断深化，美元在国际贸易与储备体系中的霸权地位趋于稳固。特别是进入 1990 年代，随着冷战结束、苏联解体，以及美国国内信息技术革命（互联网浪潮）的爆发，美国经济进入了一个罕见的“高增长、低通胀”的繁荣时期。在这个全球化高歌猛进的时代，经济内生性增长动力充足，资本市场（如美股）提供了极为丰厚的回报。由于美元体系信用极其稳固，且全球缺乏重大的地缘政治冲突，市场对避险资产的需求被极度压缩。资金大举抛售黄金，转投向能够分享经济增长红利的股票和债券市场。在这一长周期内，黄金被认为是一种“无用”的死资产，其价格一路阴跌，在 1999 年甚至跌破了 260 美元/盎司的关口。这是黄金在“实际利率高企+强美元信用+低避险需求”三重利空共振下，最典型的大跌样本。

图 3: 美元指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 美国 CPI 数据 | 单位: %

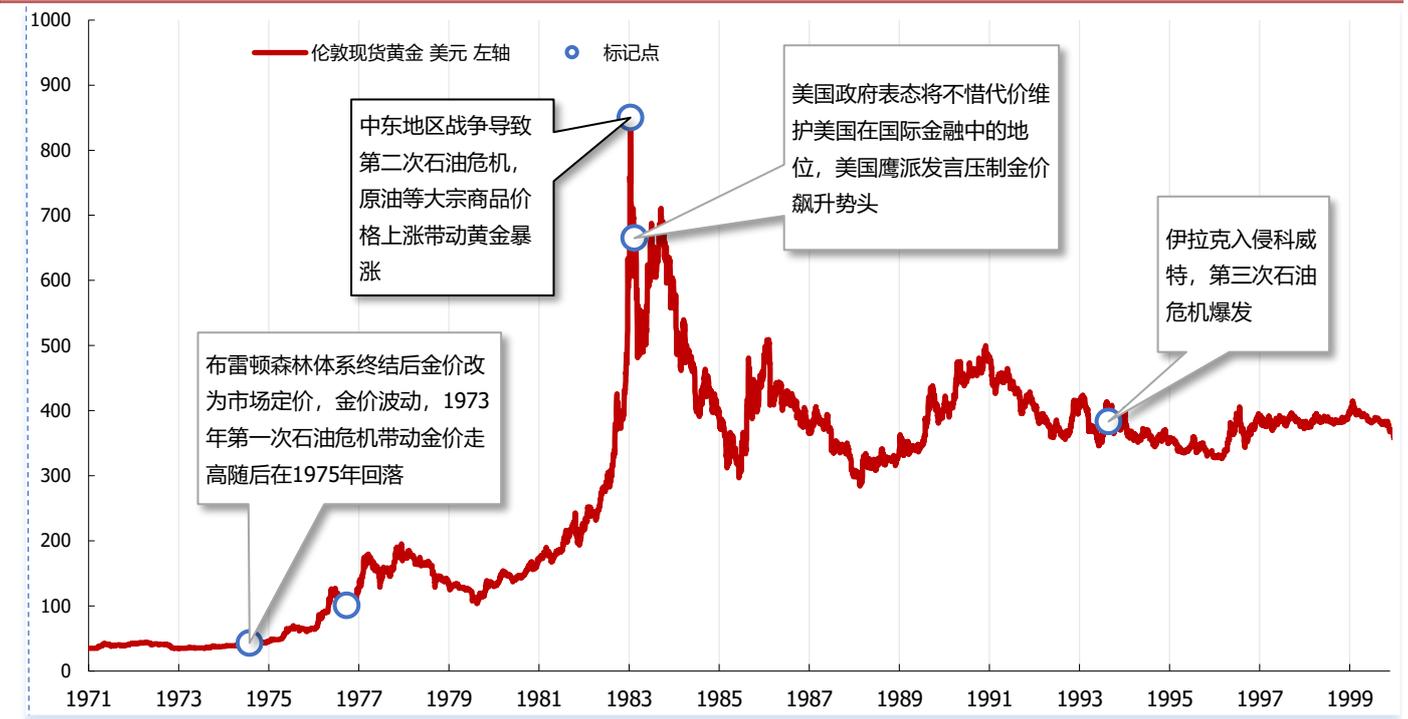


数据来源: Wind 华泰期货研究院

总结看, 该阶段金价上行主要催化为布雷顿森林体系解体后黄金价格不再与美元挂钩, 以一二次石油危机以及中东战争为代表的地缘冲突凸显黄金的避险价值, 金价主要由避险需求与流动性溢价之间的博弈所决定。

而金价下跌则主要由于美国政府对外界释放强硬鹰派信号, 通过政府表态遏制美元相对黄金的不断贬值, 以自身在国际金融市场与世界经济中的重要地位为基础奠定了未来全球市场金价变动的的基本分析框架。

图 5：黄金价格复盘(1971-1999) | 单位：美元/盎司

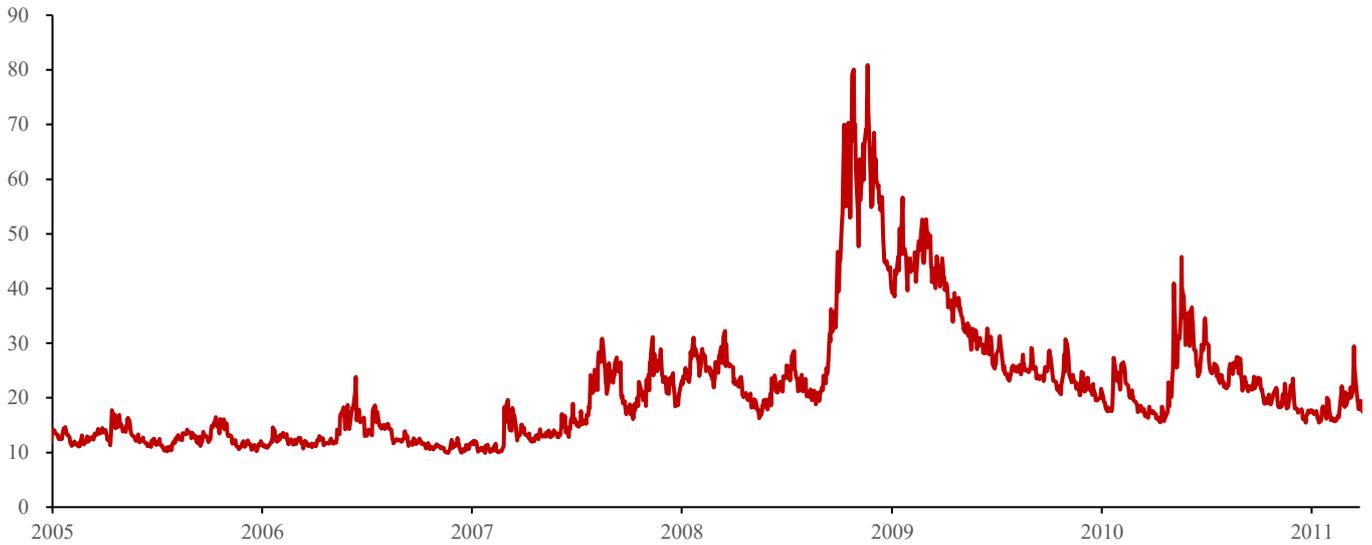


数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 二、历史大跌复盘之二：2008 年，次贷危机中的流动性挤兑与被动抛售

2008 年 9 月，雷曼兄弟倒闭，标志着次贷危机演变为全面的全球金融海啸。全球信贷市场瞬间冻结，恐慌指数（VIX）飙升至历史极值。）在危机爆发的至暗时刻，市场陷入了极度的通缩预期与恐慌之中。金融机构面临着巨大的资产减值与保证金追缴（Margin Call）压力。在这个阶段，市场的核心矛盾并非是对冲通胀或法币贬值，而是对现金（美元流动性）的极度渴求。在流动性溢价超出黄金避险溢价的情况下，金价出现了显著承压下行。

图 6: VIX 指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

在流动性严重短缺的背景下，黄金市场出现了著名的“提款机”效应。当对冲基金、投资银行等大型金融机构在股市、MBS（抵押贷款支持证券）等高风险资产上出现巨额亏损时，他们急需大量现金来补充保证金。由于当时大部分资产都处于缺乏流动性的跌停状态（卖不出去），黄金因为其极好的流动性和透明的定价机制，成为了机构抛售套现的最佳标的。因此，在 2008 年下半年，尽管宏观经济面临深渊，黄金价格却并未第一时间上涨，反而伴随着全球大宗商品和股市的暴跌，从接近 1000 美元/盎司的高位一度暴跌至 700 美元/盎司附近，跌幅接近 30%。

在金融危机引发的流动性挤兑周期的初期阶段，美元的流动性溢价完全压制了黄金的避险属性。直到随后美联储紧急开启史无前例的量化宽松（QE）周期，向市场注入海量流动性以对冲危机，美元实际利率大幅下行，金价才开启了随后的牛市。

图 7：黄金价格复盘（1999-2013） | 单位：美元/盎司



数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 三、历史大跌复盘之三：2013 年，“缩减恐慌”与 ETF 的集中踩踏

#### 3.1 美联储缩表预期（Taper Tantrum）与实际利率飙升

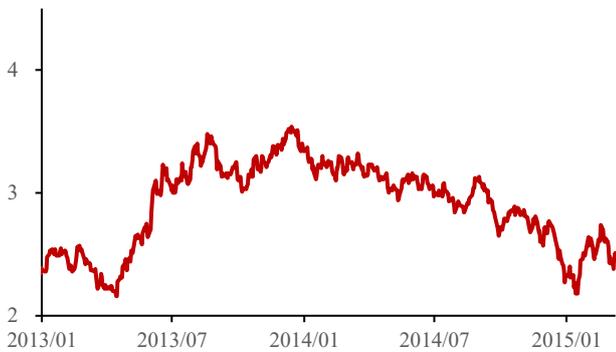
经历了 2008 年之后的连续三轮量化宽松（QE），黄金在 2011 年创下了 1920 美元/盎司的历史新高。然而，随着美国经济逐步从次贷危机的阴霾中复苏，就业市场好转，美联储开始考虑退出超常规的货币宽松政策。2013 年 4 月至 5 月期间，时任美联储主席伯南克在国会听证会等场合多次释放了可能在早些时候“缩减资产购买规模”的信号。这一政策预期的根本性转向，直接导致了美国 10 年期国债收益率短期内急剧飙升。在通胀预期保持稳定的情况下，名义利率的跳涨意味着实际利率大幅攀升。根据黄金定价的实际利率框架，实际利率的上行直接推高了持有黄金的机会成本，导致金价的估值基础出现裂痕。

#### 3.2 黄金 ETF 的大规模流出与踩踏效应

伴随着美联储缩减 QE 规模预期的发酵，投资资金对黄金的情绪发生逆转。2013 年 4 月中旬，黄金在短短两个交易日内暴跌超过 200 美元，创下数十年来最大单日跌幅，直

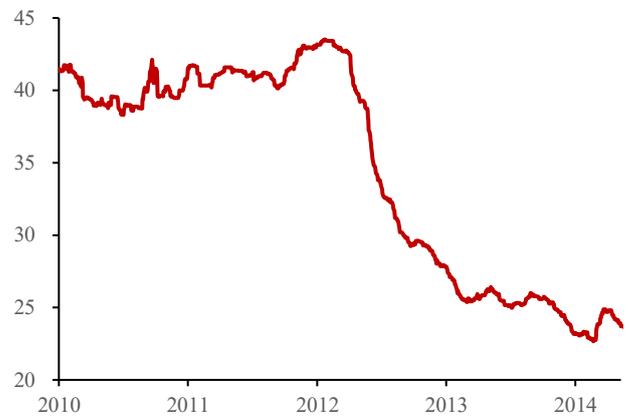
接跌破了 1400 美元/盎司的重要关口。这场暴跌中，黄金 ETF 等投资工具的资金流出起到了推波助澜的“加速器”作用。根据世界黄金协会的统计数据，黄金投资需求对价格波动极为敏感：2013 年，全球黄金 ETF 及类似产品遭遇了高达 932.0 吨的巨额净流出（作为对比，2012 年为净流入 298.7 吨）。这种史无前例的大规模实物抛售，造成了现货市场极大的下行压力，进一步加剧了恐慌情绪。金价从 2013 年初的 1600 美元上方，一路倾泻至年底的 1200 美元附近。此后，黄金进入了长达数年的底部震荡期，直到 2018 年后才重新焕发生机。

图 8: 10 年期美债收益率 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 黄金 ETF 持仓量 | 单位: 百万盎司



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 黄金价格复盘 (1999-2013) | 单位: 美元/盎司



数据来源: Wind 华泰期货研究院

#### 四、历史大跌复盘之四：地缘冲突引发的通胀反噬与流动性收紧

在经历了 2024-2025 年由“去美元化”和“温和降息预期”推动的历史性大牛市后，2026 年黄金从历史高点出现了显著的深度回撤。与历史上因单纯经济复苏导致避险情绪消退不同，2026 年的高点回撤是一场由地缘冲突（美伊冲突）引发的通胀担忧升温与流动性收紧预期共振所导致的踩踏。

复盘本次 2026 年黄金高点下跌的逻辑路径，其核心演变机制可归结为以下传导路径：

1. 冲突升级引发“再通胀”担忧，打破温和宽松预期 2025 年至 2026 年初，美联储的政策路径原本锚定在“以季度或每次会议小幅降息为主、随后两年延续温和下调”的软着陆轨道上。然而，美伊冲突的骤然升级打破了这一脆弱的平衡。地缘冲突直接导致中东原油供应链受阻风险激增，全球能源及大宗商品价格短时间内大幅飙升。此前，美联储内部就已对关税政策及服务业粘性可能造成的“再通胀（Re-inflation）”压力感到担忧。美伊冲突带来的输入型通胀直接引爆了这一隐患，使得美国核心通胀（CPI/PCE）预期迅速反弹，扭转了市场对美联储持续宽松的预期。

2. 金价下跌的核心逻辑路径：估值坍塌与抛售 在通胀反噬与流动性收紧的双重夹击下，金价下跌的逻辑路径顺理成章地沿着以下三条线索展开：

逻辑路径一：实际利率框架下的机会成本剧增。 尽管近年来黄金的定价框架在向“美元信用对冲”转移，但在短期极端行情下，实际利率上行依然对金价形成利空。在美元结算体系下，美长债实际利率被视为投资黄金的机会成本。实际利率的急剧飙升直接推高了持有零息资产（黄金）的成本，导致前期基于宽松预期买入的资本迅速平仓撤离。

逻辑路径二：流动性挤兑触发的“提款机效应”。 这一逻辑路径复刻了 2008 年次贷危机初期的黄金表现。在美伊冲突引发的全球市场恐慌与流动性收紧预期下，跨资产波动率（VIX）飙升，各类金融机构面临资产减值与 Margin Call 压力。在这个阶段，市场的核心矛盾是对美元现金流的需求。由于黄金具备极佳的流动性，机构为了填补其他资产的亏损漏洞，可能将黄金作为“提款机”进行抛售套现。此时，美元的流动性溢价完全压制了黄金的地缘避险溢价，导致金价跟随风险资产一同暴跌。

逻辑路径三：庞大多头头寸的拥挤踩踏。 在 2025-2026 年的上涨周期中，受全球央行购金潮及美联储降息预期吸引，期货市场和 ETF 积累了极其庞大的多头头寸。当美伊冲突导致通胀飙升和降息预期落空时，这部分对利率和流动性敏感的投机资金迅速发生踩踏式获利了结，加速了金价从 2026 年高点的断崖式下跌。

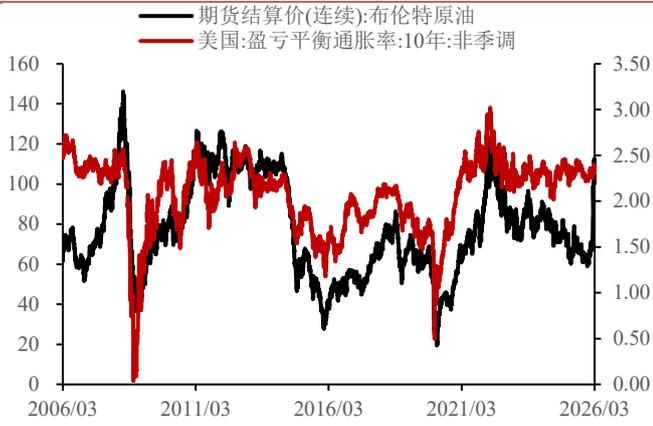
## 五、当下关注点与后市展望

在此次美伊战争爆发后，全球原油市场率先出现剧烈波动，原油价格在短期内呈现井喷式飙涨态势，市场对美联储加息的预期也随之同步升温。但值得注意的是，这一过程中市场反应呈现明显分化：反映通胀预期的核心指标——盈亏平衡通胀率（即名义国债收益率与通胀保值债券收益率的差值）并未出现明显走高迹象，反而市场情绪快速转向，直接进入衰退预期交易模式，全市场多数大类资产同步承压下跌。与此同时，近年来黄金与美股的相关性（Beta 系数）持续提升，打破了黄金传统的避险属性逻辑，导致股市下跌期间，黄金也受到显著冲击，未能发挥避险对冲作用。

不过，随着市场情绪逐步冷静，后续预期将出现理性修正。当前美国国债规模已达 39 万亿美元，如此庞大的债务基数意味着美联储加息门槛极高，强行加息可能引发“债务-利息”的恶性循环，加剧财政负担，因此加息可能性极低。同时，长期国债平均利率目前低于当前中性利率，从利率传导逻辑来看，也进一步印证了加息缺乏必要性。综合来看，未来若油价上涨持续推动通胀预期逐步抬升，而美联储受债务压力约束难以实施加息政策，那么实际利率（名义利率-通胀率）的整体路径仍将向下。对于零息资产属性的贵金属而言，实际利率下行将降低其持有成本，叠加长期美元信用弱化的支

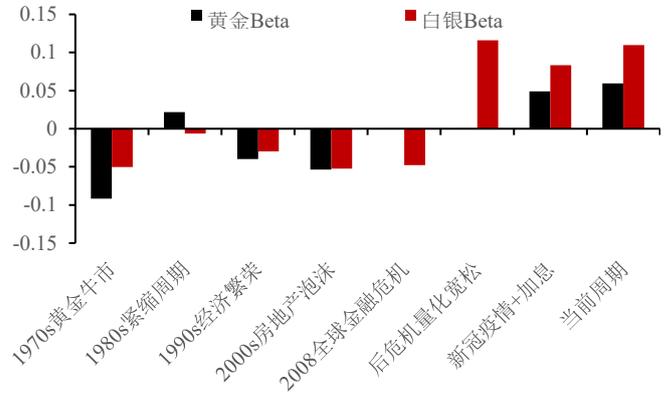
撑，最终仍将对贵金属形成相对有利的市场环境。

图 11: 10 年期美债收益率 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 黄金与标普 500 Beta 系数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 美债长期平均利率与中性利率 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)