

加息预期下黄金下跌，是趋势反转还是逻辑错位？

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203号

研究所 宏观小组

研究员：杨璐 从业资格号：F3071017 投资咨询号：Z0021280

初审：潘兆敏 从业资格号：F3064781 投资咨询号：Z0022343

复审：赵肖肖 从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400-626-9988

网站地址：www.alqh.co

摘要

3月18日美联储议息会议后，市场呈现出一幅罕见的图景：美股下跌、黄金重挫、原油飙升。黄金在短短数小时内跌幅接近4%，跌破4800美元关口，而布伦特原油则站上105美元。这一“股债双杀、油金背离”的格局，正在拷问投资者的判断框架——黄金的下跌究竟是趋势逆转，还是长期逻辑中的一次波动？

要回答这个问题，需要回到定价的底层逻辑。当前市场的混乱，本质上是两套逻辑在交替与碰撞。一套是围绕美联储货币政策的“价差逻辑”，另一套则是关乎美元信用的“避险逻辑”。理解这两套逻辑的交互，以及市场何时从一套逻辑切换到另一套，是判断黄金中期走势的关键。

伦敦金与布伦特原油价格



数据来源：iFind、安粮期货研究所

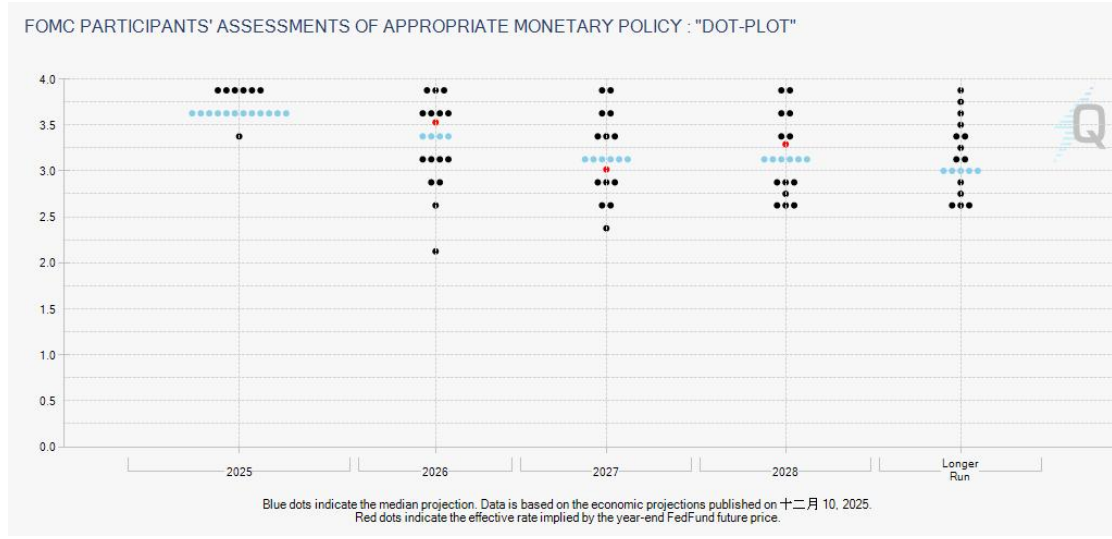
一、3月美联储决议

北京时间3月19日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在3.5%至3.75%不变。这是继1月之后连续第二次暂停降息，符合市场预期。投票结果为11票赞成、1票反对，唯一投下反对票的美联储理事斯蒂芬·米兰主张降息25个基点，显示出内部对政策路径的分歧仍在。

更值得关注的是点阵图的变化。在19位官员中，有7人预计今年不降息，7人预计降息一次，中位数仍指向年内有一次25个基点的降息，但时间点大概率后移至下半年。与此同时，美联储小幅上调了2026年的经济预测：GDP增速预期从2.3%上调至2.4%，PCE通胀预期从2.4%上调至2.7%。这意味着在美联储的

评估中，经济增长和通胀压力都比三个月前更强。

图一：点阵图



数据来源：FedWatch、安粮期货研究所

表一：经济数据预测

| 指标 | 预期时间 | 2026 年 | 2027 年 | 2028 年 | 长期 |
|------------|------|--------|--------|--------|-------|
| GDP 增速 | 最新预期 | 2.40% | 2.30% | 2.10% | 2% |
| | 上次预期 | 2.30% | 2% | 1.90% | 1.80% |
| 失业率 | 最新预期 | 4.40% | 4.30% | 4.20% | 4.20% |
| | 上次预期 | 4.40% | 4.20% | 4.20% | 4.20% |
| PCE 通胀率 | 最新预期 | 2.70% | 2.20% | 2% | 2% |
| | 上次预期 | 2.40% | 2.10% | 2% | 2% |
| 核心 PCE 通胀率 | 最新预期 | 2.70% | 2.20% | 2% | 0% |
| | 上次预期 | 2.50% | 2.10% | 2% | 0% |
| 联邦基金利率 | 最新预期 | 3.40% | 3.10% | 3.10% | 3.10% |
| | 上次预期 | 3.40% | 3.10% | 3.10% | 3% |

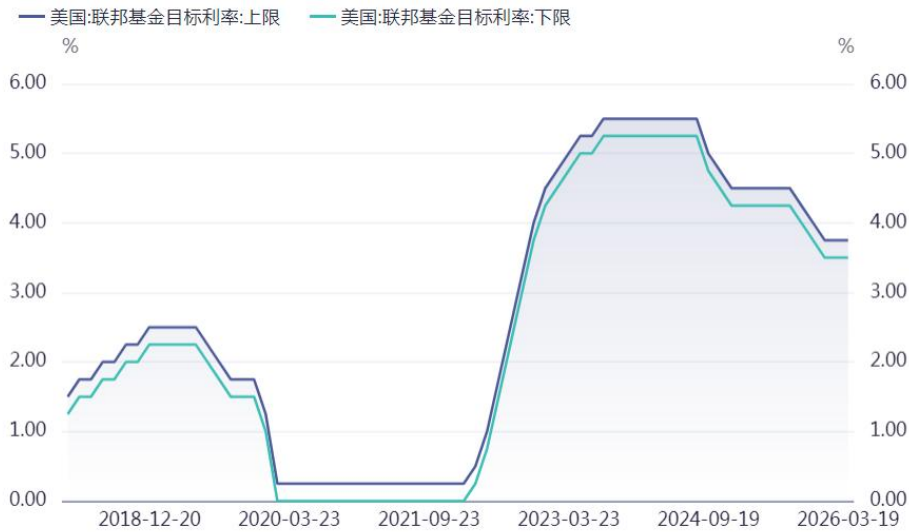
数据来源：iFind、安粮期货研究所

本次会议声明首次明确提及地缘因素：“中东局势的发展对美国经济的影晌尚不确定。”这一表述意味着，中东冲突已正式进入美联储的政策考量框架。

鲍威尔在随后的发布会上释放了更为明确的信号。他承认短期通胀预期上行，通胀回落节奏“明显放缓”，强调在通胀取得进展前不会考虑降息。更为关键的是，他透露会议中已提及“下一步可能加息”的可能性，尽管这并非多数官员的基本假设。对于中东局势，鲍威尔采取“等等看”的态度，倾向于将其视为一次

性冲击，而非 70 年代式的长期滞胀。

图二：联邦基金目标利率

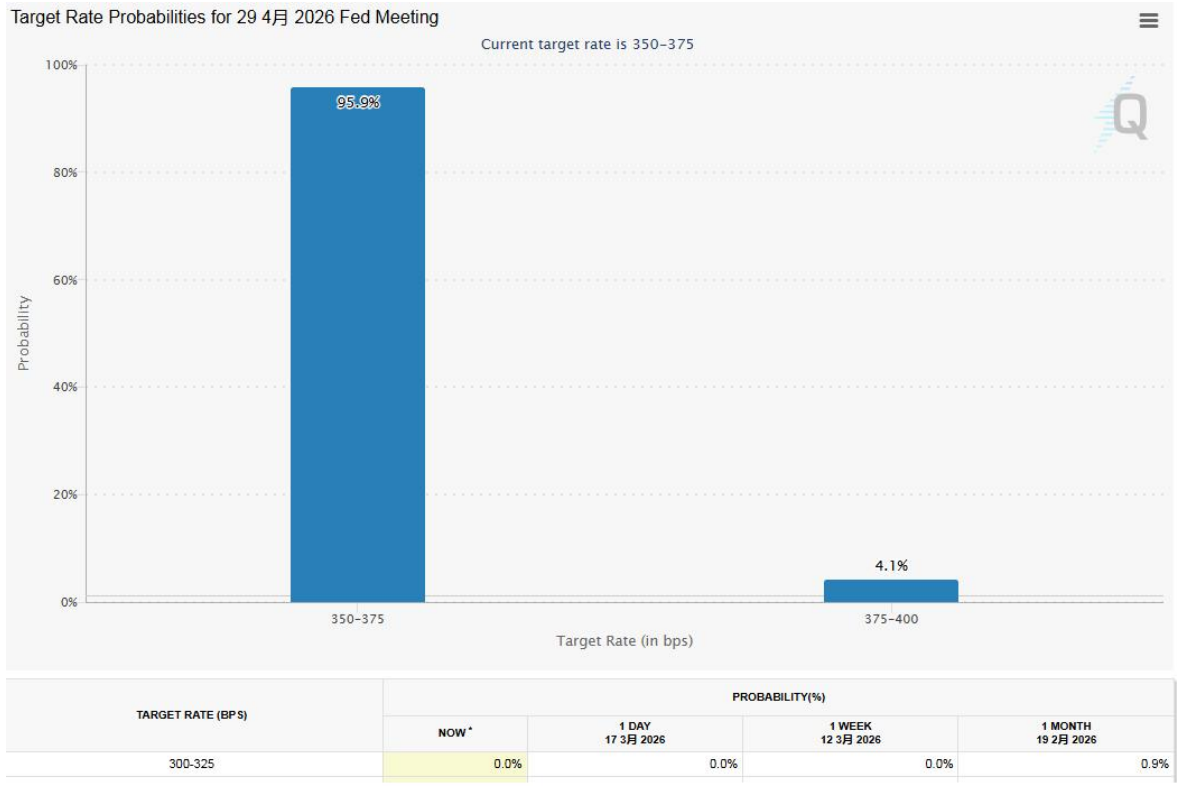


数据来源：iFind，安粮期货研究所

市场的反应是干脆的。美股三大指数集体下跌，道指跌幅超过 1.6%，纳斯达克指数跌 1.46%。黄金白银大幅下挫，现货黄金跌近 4%至 4813 美元，白银跌幅超过 5%。与此形成鲜明对比的是，国际油价显著上涨，WTI 原油逼近 100 美元，布伦特原油站上 105 美元。美元指数走强，重回 100 关口上方。

这一分化传递的信息是清晰的，市场正在将中东局势解读为“通胀推手”，进而预期美联储将维持更长时间的高利率，导致黄金的持有成本上升。

图三：目标利率预期



数据来源：FedWatch、安粮期货研究所

二、主流叙事的漏洞

当前市场的主流叙事听起来很完整——中东冲突升级，油价上涨，通胀预期升温，美联储推迟降息甚至可能加息，美元走强，黄金作为零息资产承压。这一逻辑链条在 3 月 18 日的市场中得到了完美验证，油价暴涨的同时黄金大跌。

但这个看似完美的逻辑存在两个严重缺陷。

第一个缺陷是混淆了“通胀预期”与“通胀事实”。 1979 年伊朗革命时期，美国已经深陷严重通胀，CPI 接近 15%，油价暴涨是在事实通胀基础上的火上浇油。而当前美国核心 PCE 为 2.7%，通胀已从高点回落，市场交易的主要是“通胀预期”，而非事实上的恶性通胀。如果仅仅是预期就能把黄金推到历史高位附近，那么一旦真的发生类似 1979 年那样的事实通胀，黄金的价格理应远高于现在。因为一个通胀预期就押注黄金大跌，是对黄金上涨潜力的低估。

图四：1979 年黄金走势



数据来源：iFind，安粮期货研究所

第二个缺陷更为根本，这套叙事忽略了美元信用这个核心变量。 将伊朗局势的两种可能结果代入流行逻辑，会发现它陷入自相矛盾。

如果伊朗获胜，按照流行逻辑的推演：油价持续上涨，通胀下不来，美联储必须加息，美元因高利率而走强，美元霸权得到强化。但问题在于，一个被美国严厉制裁的国家，如果通过地缘冲突获胜，证明了自己能绕开美元体系、挑战美国主导的秩序，这究竟是强化了美元的信用，还是削弱了美元的信用？高利率带来的“强美元”是脆弱的，如果信用的地基动摇了，表面的强势能维持吗？

如果美国获胜，按照流行逻辑的推演——油价回落，通胀解除，美联储无需加息甚至降息，美元相对走弱，黄金价格回升。这就意味着，美国费尽力气维护中东秩序，最终反而成了“黄金的卫士”，在削弱自己的货币霸权。这显然不合常理。

这个逻辑漏洞的关键在于，货币政策要想发挥作用，需要一个核心基础：货币信用。 如果没有信用，一切货币政策都是空谈。土耳其、伊朗、俄罗斯的货币崩盘，不是因为没用对货币政策，而是因为国家信用和货币信用丧失了。美元的核心问题是信用，货币政策只是围绕信用的调节工具。

因此，要真正理解黄金的走势，需要两套逻辑框架：一套是基于货币政策的“价差逻辑”，一套是基于货币信用的“避险逻辑”。

三、两套逻辑框架

第一套逻辑是货币政策价差逻辑。它的前提假设是**美元信用稳固**，市场交易的核心是美联储加息或降息的时间差和幅度。其传导链条可以概括为：地缘冲突引发油价上涨，进而推高通胀预期，导致美联储维持鹰派立场，推迟降息甚至可能加息，最终推动美元走强、实际利率上升，而黄金作为零息资产因此承压。

第二套逻辑是美元信用避险逻辑。它的前提假设恰恰相反——市场**担忧美元信用受损**，黄金作为终极避险资产的价值凸显。其传导链条是：地缘冲突升级引发对美元体系稳定性的质疑，去美元化趋势强化，推动全球央行增持黄金，最终支撑金价长期走强。

这两套逻辑并非总是同时发挥作用。历史上，黄金的中期走势取决于哪一套逻辑占据主导，而这又取决于美元信用和流动性的方向。

四、历史验证

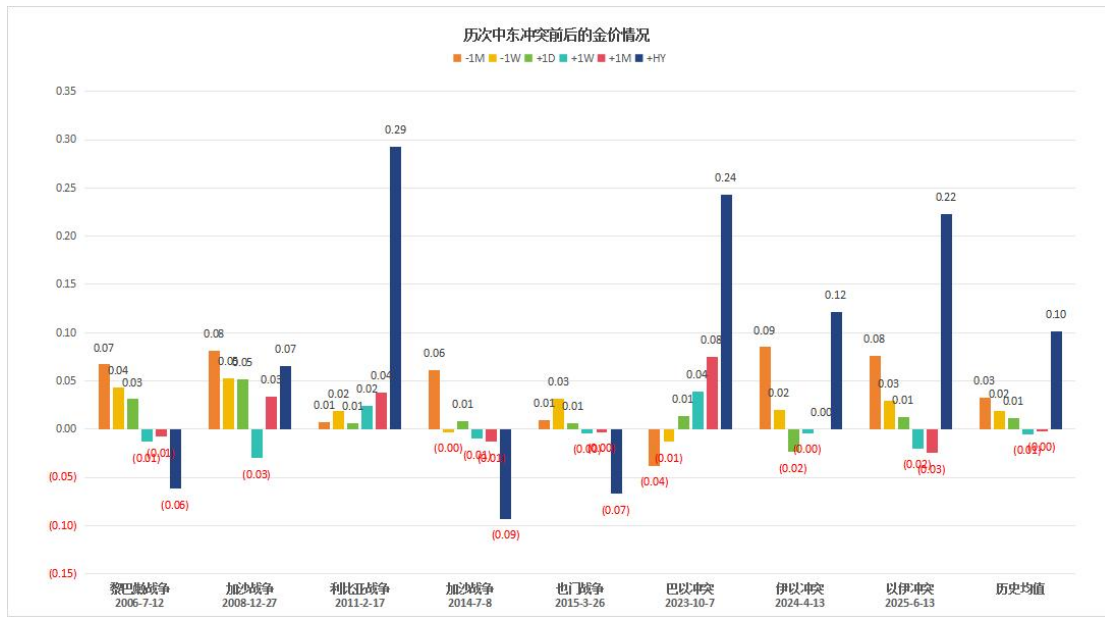
复盘 1970 年以来中东 12 次大型冲突前后的金价表现，可以得出一个清晰的结论：**战争爆发后短期金价涨幅有限，但中期半年度涨幅平均达到 10%**。而在那些金价五大影响因素——是否涉及原油、战前预期、战争速度、美元信用和流动性——中至少有三项为正面影响的时期，金价半年度平均涨幅达到 34%。

更值得关注的是，历次中东冲突爆发后半年，金价取得上涨表现的时期，均为美元信用或流动性方面有正面因素的时期。包括赎罪日战争、伊拉克战争、2008 年加沙战争、利比亚战争、巴以冲突、伊以冲突、以伊冲突，金价半年度平均涨幅达到 26%，超额收益达到 16 个百分点。

历史反复证明，战争相关因素的叠加会放大金价上涨的弹性，但金价的中期走势取决于美元信用和流动性的利好。**地缘事件是催化剂，但不是根本驱动力。**

唯一的例外是两伊战争和俄乌战争。这两次战争爆发后，油价上涨使得美联储转向紧缩，并导致金价下跌。**它们的共同特征是，战争爆发时，美国通胀本就处于高位。**而当前的静态通胀水平与油价传导幅度均大幅低于彼时，且美国的政策导向也存在较大差异。

图五：历次中东冲突前后的金价情况



数据来源：iFind, 安粮期货研究所。注：-1M、-1W、+1D、+1W、+1M、+HY 分别表示较战争爆发 1 月前、1 周前，以及战争爆发 1 日后、周后、1 月后和半年后的金价

五、当前市场的两套逻辑在如何博弈

3 月 18 日的美联储决议和中东局势，将这两套逻辑同时推到了台前。

从货币政策逻辑看，美联储释放了明确的鹰派信号。点阵图维持 2026 年降息一次的预测，但通胀预期从 2.4% 上调至 2.7%。鲍威尔承认通胀回落节奏“明显放缓”，并透露会议中已提及“下一步可能加息”的可能性。这使得市场对年内降息的预期降至不足 15 个基点，美元走强，实际利率上升，黄金承压。

从美元信用逻辑看，结构性趋势仍在延续。世界黄金协会数据显示，俄乌冲突以来，去美元化趋势促进全球央行购金潮延续，2022 年至 2024 年均净购金量超过千吨，2025 年维持 863 吨高位。这一趋势的本质原因，在于市场对美国在美债问题、对外政策以及内部机制运作方面的担忧不断升温。

历史上美债法定上限上修以及美债规模突破法定上限后的半年内，金价平均涨幅分别为 4.4% 和 11%。当前美债上限的财政约束效应显著削弱，“上限不断上修、持续被突破”的无限循环正在逐步影响市场对美元信用的评估。

1979 年的历史可以提供更深层的参照。那一年伊朗革命爆发，石油出口停止，引发第二次石油危机。当时美国已处于严重通胀之中，CPI 接近 15%。1979 年 8 月沃尔克就任美联储主席后，将联邦基金利率提升至接近 20%，最终压制了通胀，但也导致黄金在 1980 年触及 850 美元高点后进入近 20 年熊市。

将 1979 年与 2026 年对比，**核心差异在于通胀的烈度。1979 年是事实通胀基础上的火上浇油，而当前是通胀预期。**这意味着，如果中东局势进一步升级导致油价失控、通胀从预期变为事实，黄金的上涨空间可能远超当前市场预期。同时，当前去美元化趋势已形成，全球央行连续数年大规模购金，美元信用的长期弱化正在被逐步定价。

六、中期展望

基于上述框架，可以对黄金的中期走势做出更清晰的推演。

在货币政策逻辑主导的短期内，市场仍将围绕美联储政策预期波动。需要关注的关键信号包括：每周失业金数据、CPI 和 PCE 通胀数据、美联储官员讲话中对加息可能性的表态，以及油价能否稳定在 100 美元上方。如果鲍威尔后续讲话继续释放鹰派信号，或者中东局势未进一步恶化，黄金可能继续承压。

美元信用逻辑的启动需要催化剂。如果中东冲突持续时间超预期，霍尔木兹海峡航运长期受阻，或伊朗对周边能源设施的攻击扩大，市场将从“一次性冲击”转向“结构性供给缺口”定价。如果美债拍卖需求显著下降，外国官方持有美债规模持续减少，出现去美元化的标志性事件，美元信用将受到直接质疑。如果高油价开始压制消费和增长，而通胀居高不下，美国经济陷入类滞胀风险，美联储将陷入两难，美元信用也可能受到冲击。

值得注意的一个可能性是，**两套逻辑并非完全互斥，在特定条件下可能形成反馈循环。**油价上涨推高通胀预期，美联储加息，经济衰退风险上升，美元信用受损，黄金上涨——这一链条在逻辑上是成立的。1979 年沃尔克加息后期，黄金在加息初期下跌，但随着经济衰退预期强化，黄金重拾涨势。当前可能处于类似的阶段，只是节奏和烈度不同。

七、结论与启示

基于上述分析，可以得出几个相对清晰的结论。

黄金的长期逻辑依然成立。从全球央行购金趋势和去美元化进程看，黄金作为终极货币的配置价值并未改变。2022 年至今全球央行年均净购金量超过千吨，这一结构性趋势的背后是对美元信用的分散化需求。短期的货币政策扰动，更多是长期上涨趋势中的波动。

短期波动提供布局窗口。当前黄金价格因美联储鹰派预期而承压，但若将视角拉长，这一调整为中长期配置提供了空间。历史数据显示，历次中东冲突后半年金价平均涨幅达到 10%，而在美元信用或流动性因素配合时，涨幅更为显著。

需要警惕的风险同样明确。地缘局势演变存在不确定性，若冲突快速平息，油价回落，通胀预期消退，黄金短期可能继续承压。美联储政策存在超预期的可能，若后续通胀数据持续走高，美联储可能进一步强化鹰派立场，甚至启动加息。美元意外走强的可能性也存在，若美国经济相对其他经济体保持强势，美元可能继续走高，压制黄金。

对于投资者而言，区分“交易加息预期”与“对冲美元信用”是两个不同的操作，不宜混淆。如果看好黄金的长期配置价值，短期的价格波动或许正是理性和耐心的试金石。

免责条款

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。