

www.shanjinqh.com

作者：林振龙

投资咨询资格证号：Z0018476

电话：021 - 2062 7529

邮箱：linzhenlong@sd-gold.com

山金期货官微：



黄金与通胀的逻辑关系

报告导读

一、通胀如何影响黄金价格？

黄金与通胀并非直接对应，一般体现为金价与CPI大趋势上的反向变动。近几年，通胀预期变化越来越成为影响金价的关键因素。与通胀密切相关的美联储货币政策预期，对金价影响更为直接。

二、近期黄金的投资逻辑演变

11月通胀公布之前，美联储延续鹰派立场。此外，美联储坚决致力于将通胀率恢复到2%的目标。11月通胀公布之后，市场重新预期加息结束，宽松提前。

三、关键指标技术分析

伦敦金自2018年以来，基本处于上行通道中。近期月线再次回踩长周期40日均线后再次上行，目前MACD红柱二次放量，KDJ中间区域金叉，自1614.20经2074.49回踩1809.5做波浪尺，上方重要压力位在2130到2150区间。

四、从多空博弈的角度，看未来行情发展方向

展望后市，目前市场再次抢跑，降息预期前置。市场预期加息大概率结束，宽松预期升温，预计贵金属整体继续震荡上攻。从交易角度，短期伦敦金建议关注2130到2150区间压力，上破区间上沿后以多头思路为主。中期级别，即便加息结束，利率仍有可能还会在高位维持较长时间。今年在市场对宽松预期过度乐观时，联储已经多次出来纠偏。美元连续暴跌后，低位超卖反弹预期也会给贵金属带来上方压力，中期或继续高位震荡，阶梯上行。长期向上趋势不变，建议做好仓位管理，严格止损止盈。

风险提示：就业通胀等反弹、联储官员发言偏鹰、地缘异动等

我们经常听到“黄金抗通胀”，但实际投资中我们的感受和这句话似乎存在一定的偏差，较低通胀的时候黄金价格也会涨，高通胀的环境下黄金价格有时候也会下跌。这种偏差来自哪里，本文旨在系统性梳理黄金价格和通胀的逻辑关系。

一、通胀如何影响黄金价格？

首先，黄金与通胀并非直接对应

从美国 CPI 同比和国际金价同比涨跌对比来看，除了 1971 年美元与黄金脱钩后的大通胀时代，和 2007 年金融危机后的几年国际金价涨跌与 CPI 同步，其余时间基本上与 CPI 反向变动。主要是自美联储 1994 年 FOMC 会议上开始逐步提“通胀目标”，2000 年后逐步明确“通胀目标”的表述，并在 2012 年明确了具体“通胀目标”的数值（2%），每当通胀明显偏离目标后，美联储的加息预期将压制金价表现，最终体现为金价与 CPI 大趋势上的反向变动。同时，剔除掉实物与能源的核心 CPI 与黄金价格相关性更高。

图 1：伦敦金与美国 CPI



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

其次，通胀预期变化越来越成为影响金价的关键因素

通胀预期是对未来可能发生的通货膨胀及其幅度大小的事前估计。市场经常使用方式之一是用美债名义收益率与实际收益率之差来观察。在疫情之前，黄金对于通胀预期的反应，和上文所述的与 CPI 走势类似。后疫情时代，通胀预期升温偏离目标导致美联储的加息预期对金价形成压制，反之亦然。

图 2：伦敦金与美国通胀预期



数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

最后，与通胀密切相关的美联储货币政策预期，对金价影响更为直接

通胀通过影响美联储加息与降息预期，从而对金价产生直接影响。2023 年年初美联储曾在货币政策框架目标中特别提到，长期的通货膨胀率主要由货币政策决定，因此委员会有能力为通货膨胀制定一个长期的目标。委员会重申其判断，2%的通胀率与美联储的长期法定使命最为一致。委员会认为，长期通胀预期若能稳定在 2%，将有利于物价稳定和长期利率的调整，并增强委员会在面临重大经济动荡时促进最大就业的能力。为了将长期通胀预期稳定在这一水平，委员会寻求实现一段时间内平均 2%的通胀。因此判断，在通胀持续低于 2%的时期之后，适当的货币政策目标可能是使通胀率在一段时间内保持在 2%以上。

图 3：伦敦金与美国利率、通胀



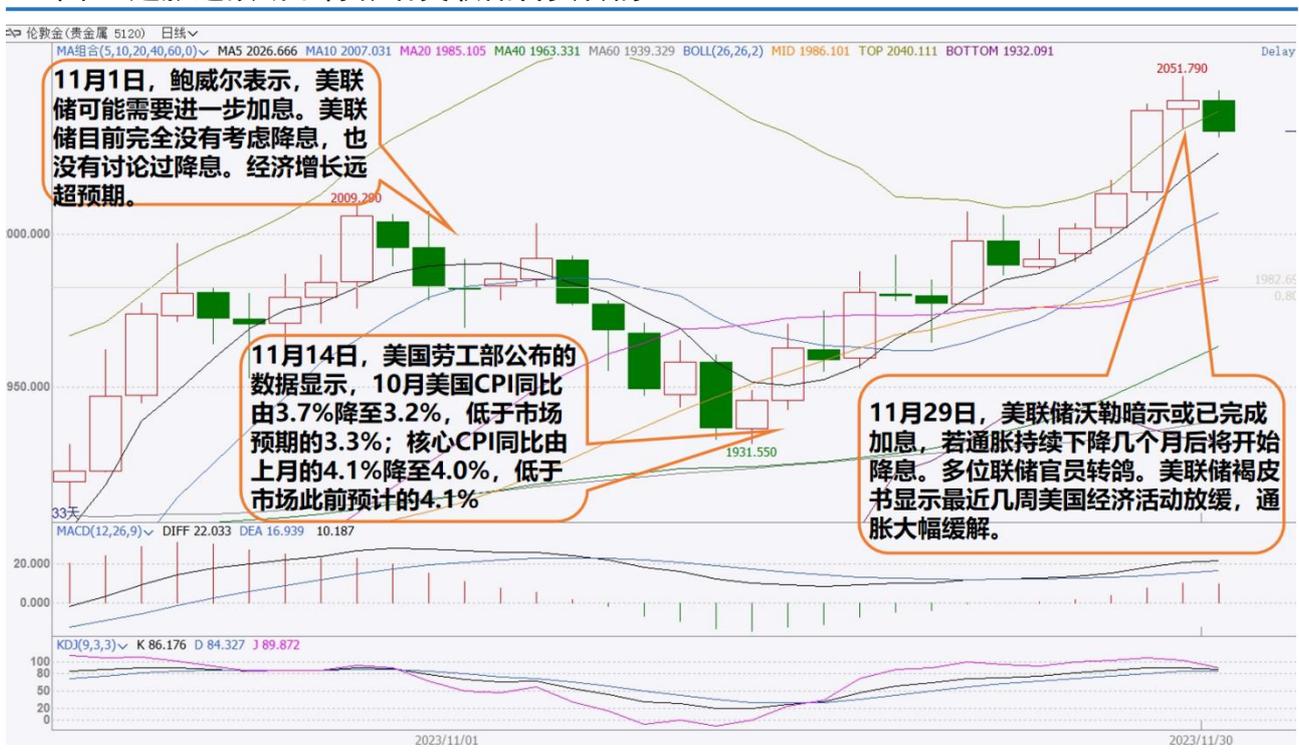
数据来源：iFind、山金期货交易咨询部

二、近期黄金的投资逻辑演变

11月通胀公布之前：美联储延续鹰派立场

美联储 11 月货币政策会议上连续两次决议按兵不动，符合市场预期。声明新增指出，美债收益率攀升带来的金融环境收紧可能对经济和通胀有影响，而且，对近几个月的经济增长显得满意。鲍威尔表示，美联储可能需要进一步加息，暂停后再次加息会很困难的观点是不正确的。美联储目前完全没有考虑降息，也没有讨论过降息。经济增长远超预期。美联储在本次会议中没有将衰退重新纳入的预测中，经济在其韧性方面表现出人意的强劲。此外，美联储坚决致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。联储延续之前鹰派立场，给处于 2000 大关附近上冲乏力的伦敦金当头一棒。加之巴以冲突陷入僵局，之后黄金重回探底之路。

图 4:通胀超预期下行影响美联储官员转鸽



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

11月通胀公布之后：市场重新预期加息结束，宽松提前

当地时间 11 月 14 日，美国劳工部公布的数据显示，10 月美国消费者价格指数（CPI）同比由上月的 3.7% 降至 3.2%，低于市场预期的 3.3%；环比持平，为 2022 年 7 月以来最小涨幅。同时，扣除食品与能源类的核心 CPI 同比由上月的 4.1% 降至 4.0%，低于市场此前预计的 4.1%；环比上涨 0.2%，亦为今年 7 月以来最小涨幅。之后，多位联储官员发表鸽派观点，市场重新预期加息大概率结束，2024 年降息时间预期提前到 3 月，空间预期由之前 75 基点扩至 125 基点。最新公布的美联储褐皮书显示最近几周美国经济活动放缓，通胀大幅缓解。

图 5：美联储加息预期 20231204

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.3%	2.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.1%	81.7%	2.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.8%	60.0%	28.4%	0.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	35.9%	43.9%	14.3%	0.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.3%	36.1%	43.2%	13.9%	0.4%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.7%	28.5%	41.4%	21.4%	3.8%	0.1%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.1%	3.9%	24.2%	39.0%	25.0%	7.0%	0.8%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.3%	5.2%	25.2%	38.1%	23.8%	6.6%	0.7%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.9%	11.5%	29.2%	33.6%	18.4%	4.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：芝商所 FedWatch、山金期货交易咨询部

三、关键指标技术分析

图 6：美元指数



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

美元指数近期连续下行，相继跌破 5 月和 20 月均线，以及 89.21 至 114.78 黄金分割支撑 105 附近。技术上 KDJ 接近死叉，MACD 绿柱二次放量，依然存在下行压力，目前需关注月线布林带中轨 102.8 和 102 支撑有效性。

图 7：伦敦金



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

伦敦金自 2018 年以来，基本处于上行通道中。近期月线再次回踩长周期 40 月均线后再次上行，目前 MACD 红柱二次放量，KDJ 中间区域金叉，自 1614.20 经 2074.49 回踩 1809.5 做波浪尺，上方重要压力位在前高 2130 到 2150 区间。

四、从多空博弈的角度看未来行情发展的方向

综合来看，基本上，货币属性方面，近期美国通胀超预期回落，劳动力市场趋于放缓。美国经济出现更多转弱迹象，目前市场重新预期加息大概率结束，2024 年降息时间预期提前到 3 月，空间预期重新扩至 125 基点。避险属性方面，VIX 重回低位，巴以冲突避险回吐；商品属性方面，全球贵金属需求四季度大概率反弹上行。人民币震荡偏弱利空国内溢价。

展望后市，目前市场再次抢跑，降息预期前置。市场预期加息大概率结束，宽松预期升温，预计贵金属整体继续震荡上攻。从交易角度，短期伦敦金建议关注 2130 到 2150 区间压力，上破区间上沿后以多头思路为主。中期级别，即便加息结束，利率仍有可能还会在高位维持较长时间。今年在市场对宽松预期过度乐观时，联储已经多次出来纠偏。美元连续暴跌后，美元低位超卖反弹预期也会给贵金属带来上方压力，中期或继续高位震荡，阶梯上行。长期向上趋势不变，建议做好仓位管理，严格止损止盈。

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。