

<本次亮點>

1. 3 月美國經濟表現大超市場預期，經濟復甦腳步大幅加速。
2. 10 年期美債殖利率短線升勢稍歇，但預期至 2021 年底，仍有可能挑戰 1.9%-2.0% 大關，將進一步帶動實質利率走強。
3. 金價短線因美債殖利率升勢稍歇，而出現反彈作多的可能空間，但中長期看，實質利率走強將繼續令金價難以擺脫下跌趨勢。

美債殖利率升勢稍歇，金價短多長空

近期美國經濟表現大超市場預期，包括 3 月新增非農就業報 91.6 萬人創去年 8 月來新高、失業率降至 6%、ISM 製造業 PMI 報 64.7 更是創下 1983 年以來的最強紀錄，數據顯示美國經濟復甦腳步已大幅加速，再加上白宮政府正在擴大新冠疫苗的施打範圍，以及後續將要推出高達 2.25 兆美元的基礎建設刺激方案，都將延續美國經濟的復甦趨勢。

而近期以來 10 年期美債殖利率升勢持續遭受 1.7% 反壓阻擋，在美債殖利率並未向上衝高的利多下、負實質利率不再繼續收窄，也帶動金價近來出現顯著反彈，甚至短期金價在技術面上，更是出現 W 底型態，短線上金價或有反彈空間。

但值得注意的是，以中、長期美國經濟基本面展望來看，在當前經濟復甦背景下，長期美債殖利率估計仍是易漲難跌，預期

至 2021 年底，10 年期美債殖利率將有挑戰 1.9%-2.0% 之可能，這將在未來延續實質利率向上走強之趨勢，故黃金以中、長期看，仍是難以擺脫下跌壓力。



黃金期貨價格走勢圖 資料圖片：

tradingview 資料日期：2021/4/9

總經分析：

一. 勞動力市場超預期復甦，支撐 Fed 縮小 QE 購債

3 月非農數據：

- 新增非農就業報 91.6 萬人，預期 64.7 萬人，前值自 37.9 萬人上修至 46.8 萬人
- 失業率報 6.0%，預期 6.0%，前值 6.2%
- 平均每週工時報 34.9 小時，預期 34.7 小時，前值 34.6 小時
- 平均每小時薪資年增率報 4.2%，預期 4.5%，前值 5.3%
- 平均每小時薪資月增率報 - 0.1%，預期 0.2%，前值 0.2%
- 勞動參與率報 61.5%，前值 61.4%



美國新增非農就業表現 資料圖片：
tradingview 資料日期：2021/4/2

從 3 月非農報告來看，就業市場復甦狀況是遠比想像中還要來得更好，但鑒於失業率仍未降至自然失業率，仍有許多民眾處於失業狀態，故 Fed 保持低利率確實仍是適當的。

以目前就業市場狀態來看，今年 Fed 仍不具備升息條件，但顯然已具備減少 QE 購債條件，因景氣狀況持續復甦、市場流動性疑慮也大幅削減，估計今年 Fed 可能將現行 QE 每月購債 1200 億美元，陸續降至每月 800 億美元、600 億美元，然後一路降至停止 QE。

二. ISM 製造業 PMI 喜創 37 年新高，美國經濟復甦腳步大幅加速

3 月美國 ISM 製造業 PMI 分項指數表現：

- 新訂單指數報 68.0，前值 64.8
- 生產指數報 68.1，前值 63.2
- 雇傭指數報 59.6，前值 54.4
- 供應商交貨指數報 76.6，前值 72.0
- 存貨指數報 50.8，前值 49.7
- 客戶端存貨指數報 29.9，前值 32.5
- 價格指數報 85.6，前值 86.0
- 未完成訂單指數報 67.5，前值 64.0
- 出口訂單指數報 54.5，前值 57.2
- 原物料進口指數報 56.7，前值 56.1

Manufacturing at a Glance
March 2021

Index	Series Index Mar	Series Index Feb	Percentage Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (Months)
Manufacturing PMI [®]	64.7	60.8	+3.9	Growing	Faster	10
New Orders	68.0	64.8	+3.2	Growing	Faster	10
Production	68.1	63.2	+4.9	Growing	Faster	10
Employment	59.6	54.4	+5.2	Growing	Faster	4
Supplier Deliveries	76.6	72.0	+4.6	Slowing	Faster	61
Inventories	50.8	49.7	+1.1	Growing	From Contracting	1
Customers' Inventories	29.9	32.5	-2.6	Too Low	Faster	54**
Prices	85.6	86.0	-0.4	Increasing	Slower	10
Backlog of Orders	67.5	64.0	+3.5	Growing	Faster	9
New Export Orders	54.5	57.2	-2.7	Growing	Slower	9
Imports	56.7	56.1	+0.6	Growing	Faster	9
OVERALL ECONOMY				Growing	Faster	10
Manufacturing Sector				Growing	Faster	10

ISM 3 月製造業 PMI 分項指數表現 資料圖片：ISM 資料日期：2021/4/1

觀察 ISM 製造業 PMI 近半年多以來數據，新訂單指數的持續走強，意味著訂單需求正持續源源不斷地湧入製造業，這顯示了在白宮 9000 億美元和 1.9 兆美元新財政刺激帶動下，美國的消費需求正在快速恢復，在後續白宮還有 2.3 兆美元基礎建設計劃可能推出，故估計這樣的需求繁榮將會持續到 2021 年底。

以此估計，相信 1Q21 美國 GDP 季增年率將可能大幅增長 10%，而 2021 全年則有望成長 7%，這將創下 1984 年以來經濟成長最快速的一年；而去年 2020 年美國經濟是衰退 3.5%，創下 74 年以來最慘紀錄。

估值分析：

黃金多以實質利率作為定錨，過去歷史 20 餘年間，金價與實質負利率呈現絕對負相關，故市場常見的金價估值方式，即是以實質利率進行估值，而依照費雪方程式 (Fisher equation) 定義，實質利率計算公式為：名目利率減通膨預期。

先前幾次黃金研報曾以聯準會 (Fed) 紐約分行的 ACM 模型為基礎計算，估計 2021 年上半年 10 年期美債殖利率將落在 1.7% 一線，而近期 10 年期美債殖利率也確實持

續遭受 1.7% 反壓所打擊，故在美債殖利率短線升勢稍歇的帶動下，實質利率走強的趨勢也暫時告歇，提供金價短線反彈之作多空間。



10 年期美債殖利率 資料圖片：
tradingview 資料日期：2021/4/9

籌碼分析：

據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 上週五 (9 日) 發布之最新數據，截至 4 月 6 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量增加 12,250 口，空單則減少 9,731 口，帶動淨多單大增 21,981 口至 189,509 口，準備挑戰 19 萬口的整數大關，顯示市場部分投機者在短線上對賭黃金反彈。

Gold (Apr 6)	
Long	275703
Change	12250
Short	86194
Change	-9731
Net Position	189509
Change from last week	21981

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2021/4/9

黃金展望：

黃金價格表現，事實上即是無風險利率與通膨的賽跑，故實質利率長期以來一直是

影響金價的最關鍵因素，而以 2021 上半年 10 年期美債殖利率估計仍將落在 1.7% 一線附近的預期判斷，相信上半年美國實質利率升勢最陡的那一段路，也已經過去，這將令金價短線上或有喘息的反彈空間。

但展望中、長期來看，Fed 主席鮑爾 (Jerome Powell) 已於 3 月份時向市場放出 Fed 將計劃縮小 QE 購債的前瞻指引，相信 Fed 在 2021 下半年的每月 QE 購債規模，將自現行的每月 1200 億美元逐步降低，陸續降至每月 800 億美元、600 億美元，直至宣布完全停止 QE。

而在 Fed 逐步縮小貨幣刺激的前景下，更驗證了當前白宮政府正以「財政刺激」取代「貨幣刺激」來延續美國經濟的擴張力道，只要當美國經濟在中、長期上取得更多實質進展，相信將令 Fed 更有升息、縮表的支持理由。

而 Fed 緊縮式的貨幣政策也將對 10 年期美債殖利率與實質利率構成進一步的走升壓力，這也令當前金價雖然短線因美債殖利率升勢稍歇，出現反彈作多的可能空間，但中、長期看，估計仍是難以擺脫下行壓力。

OANDA 官方網站

<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

OANDA 黃金價格走勢

<https://www.oanda.com/bvi-ft/cfds/instruments/xau-usd/>

差價合約（CFDs）是複雜的金融產品，存在很高的虧損風險。76.8%的零售客戶在進行交易時虧損。您應該考慮是否有能力承受損失的高風險。本網站上的信息本質上屬於一般信息。我們建議您在進行交易前，尋求獨立的財務建議並確保您充分了解所涉及的風險。在您交易之前，請認真查看 oanda.com 的產品披露聲明（Product Disclosure Statement）(PDS) 以及金融服務指南（Financial Services Guide）(FSG)。

本網站上發布的事項僅用於提供可作為投資決策參考的資訊，不構成所述投資買賣的邀請或要約。請自行判斷投資政策、投資時機等。請注意根據此服務的資訊，我們對任何交易損失概不負責。此外，本公司也不保證資訊的準確性和完整性，並可能在不事先通知的情況下更改或取消內容。

請注意，我們對資訊中的任何遺漏或錯誤概不負責。