

## <本次亮點>

1. 10 年期美債殖利率上半年升勢趨緩、美國通膨率受惠去年低基期效應走揚，金價延續短多格局。
2. 美國經濟持續擴張，IHS Markit 4 月製造、服務業 PMI 雙創新高，繼續給予聯準會 (Fed) 貨幣政策正常化形成支撐。
3. 中、長期看，隨著美國新冠疫苗擴大接種，繼續帶動經濟前景向好，一旦 Fed 向市場傳達出更為強勁的緊縮預期，那麼金價就將面臨沉重的下跌壓力。

## 黃金延續短多長空格局， 慎防 Fed 放鷹

近期金價反彈態勢明確，繼續延續先前研報所預估的短多長空格局，預期金價目前的短多趨勢，可能令黃金價格在近月時間裡，有望持續在每盎司 1750 美元上方震盪。

短多因子方面，除了近期美債殖利率升勢顯著趨緩、美元回落，皆帶動了金價短線走強，但更重要的是，近日印度新冠疫情 (Covid-19) 顯著出現失控，在過去 7 天裡，印度已通報新增超過 200 萬起確診病例，比前一週大幅增加 58%，為金價在短線上帶來避險性利多。

長空因子方面，由於聯準會 (Fed) 鮑爾 (Jerome Powell) 已向市場放出縮減 QE 購債 (Taper) 的前瞻指引，預期若美國經濟繼續取得擴張的實質進展，那麼 Fed 即

可望於 2021 下半年啟動縮減 QE 購債，而這就將可望幫助美國實質利率進一步自負值收窄。

回顧上一輪 Fed 貨幣政策正常化之進程，Fed 時任主席柏南奇 (Ben Bernanke) 在 2013 年 5 月向市場首提縮減 QE 購債之後，美國實質利率即於數個月內開始出現走強，令金價表現承壓，而隨後 Fed 進一步釋出升息預期，更令金價最低重挫至每盎司 1130 美元附近。

故展望黃金後市，目前金價仍有短多因子作為推力，即 10 年期美債殖利率上半年升勢趨緩，且印度新冠疫情失控，亦帶動了市場的避險性需求回溫，但金價以長期來看，相信仍是難以脫離下跌格局，因目前美國經濟正持續自新冠疫情後復甦，Fed 勢將逐漸邁向貨幣政策正常化，這估計將為美國實質利率帶來強烈的上漲壓力。



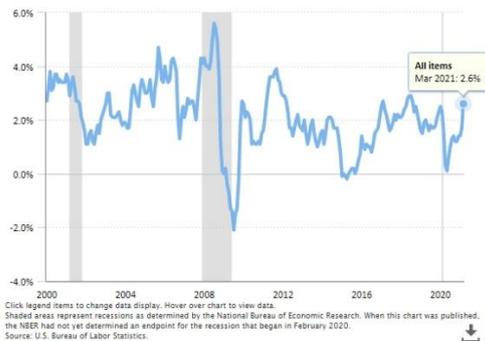
黃金期貨價格走勢 資料來源：  
tradingview 資料日期：2021/4/23

## 總經分析：

### 一. 美國通膨升溫，但可能是低基期效應的短期現象

- 美國 3 月 CPI 年增率報 2.6%、月增率報 0.6%，雙雙高於市場預期和前置。

- 美國 3 月核心 CPI 年增率報 1.6%、月增率報 0.3%，亦雙雙高於市場預期和前值。



美國 CPI 年增率表現 資料來源：美國勞工部 資料日期：2021/4/13

受 2020 年低基期效應以及能源價格上漲之帶動，美國 3 月消費者物價指數 (CPI) 年增率出現顯著加速，創下自 2018 年 8 月以來的新高水準，美國通膨率出現了難得的升溫現象，但估計這將只是短期現象。

因為以扣掉能源以及食品價格的核心 CPI 來看，3 月核心 CPI 年增率僅報 1.6%，顯示了美國通膨率雖然高於市場預期，但主要來是自於去年能源低基期，還有近期製造業快速補庫存，供給端缺工、原物料短缺、交付時間拉長等短期因素，相信這將使美國 CPI 通膨率維持高檔 1 至 2 個月。

再從當前美債的 5 年期平衡通膨率 (Break-even rate) 明顯高於 10 年期平衡通膨率來看，顯示目前美債市場亦普遍認為通膨回溫屬於短期現象，中、長期通膨前景仍有不確定性存在。

## 二.美國經濟持續擴張，4 月 Markit 製造、服務業 PMI 雙創新高

- 美國 4 月 Market PMI 報告：
- 4 月製造業 PMI 初值報 60.6，前值 59.1
- 4 月服務業 PMI 初值報 63.1，前值 60.4
- 4 月綜合 PMI 初值報 62.2，前值 59.7
- 4 月製造業產出指數初值報 57.2，前值 55.6

IHS Markit 4 月 PMI 報告顯示，隨著美國新冠疫苗接種加快，且各地陸續放寬疫情封鎖限制，皆帶動實體經濟的消費需求強勁回升，使得美國 4 月製造業和服務業活動增速雙雙創下 2009 年有紀錄以來新高。

其中 IHS Markit 4 月製造業 PMI 細項指數顯示，新出口訂單指數正持續走強，且雇傭指數也是繼續升溫，顯示了美國製造業景氣狀況仍是相當活絡，4 月 PMI 的優異表現，幫助美國經濟在第二季取得了良好開局。

## 估值 / 籌碼面分析：

黃金多以實質利率作為定錨，過去 20 餘年間，金價是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，實質利率即等於名目利率減通膨預期。

截至上週五 (23 日) 為止，美國實質利率已自 -0.64% 小幅走跌至 -0.76%，主要是因為近期 10 年期美債殖利率升勢趨緩、甚至小幅下跌所致，帶動了實質利率負值些微走擴，而這也是近期黃金自每盎司 1680 美元走揚至 1770 美元的重要推力。

以紐約聯準會 (Fed) 的 ACM 模型估算，2021 上半年 10 年期美債殖利率預估落在

1.7% 水平，故以目前 1.5% 水平看，短期上升空間已是不大，但隨著美國經濟擴張持續，預計 10 年期美債殖利率下半年將可能升至 1.9% 水平附近。



10 年期美債殖利率走勢圖 資料圖片：  
tradingview 資料日期：2021/4/23

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 上週五 (23 日) 數據顯示，截至 4 月 20 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量是增加了 6472 口，但空單也同步增加了 5848 口，使得淨多單僅小幅增加 624 口至 275985 萬口，顯示市場交易員亦開始出現多空不同的分歧意見。

Gold (Apr 20)	
Long	275985
Change	6472
Short	94487
Change	5848
Net Position	181498
Change from last week	624

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC  
資料日期：2021/4/23

## 黃金展望：

黃金因作為零孳息率資產，故實質利率是持有黃金的機會成本，而當實質利率走揚時，黃金價格即會出現承壓；反之，若實質利率走弱，那麼黃金價格即會出現走升。

展望 2Q21，美國 CPI 年增率在 2020 年的低基期效應帶動下，將會繼續出現較高增速，而 10 年期美債殖利率則將更多呈現震盪格局，故 CPI 增速上行幅度大機率超過 10 年期美債殖利率的變化，這將使實質利率難以脫離當前的負值區間，有利於黃金價格的短多格局。

但以中、長期來看，在美國政府財政刺激政策持續發酵，帶動經濟繼續擴張的背景之下，投資人也不宜對黃金價格的反彈高度有過高期待，未來黃金價格面臨的利空主要還是來自 Fed 的貨幣政策正常化，一旦 Fed 向市場傳達出更為強勁的緊縮預期，那麼金價就將面臨沉重的下跌壓力。

## 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。