

<本次亮點>

1. 美國公布 9 月新增就業僅報 19.4 萬人，大幅低於市場預期的 50.0 萬人，故不少機構分析認為，差勁的 9 月非農數據將推遲聯準會的 Taper 進程，但這樣的交易論述，很可能存在謬誤。
2. 近期國際油價、天然氣、煤炭價格高速飆升，加深當前全球高通膨將持續一段更長時間的可能，但相信通膨率不致失控，故在停滯性通膨疑慮較小的前景下，市場資金進入美債避險的理由不足，故預期高通膨率持續更長時間，有利帶動美債殖利率持續回補通膨貼水。
3. 展望金價後市，近期金價進入盤整格局，且籌碼面上看，黃金交易員亦是在倉位上採取觀望態勢，但相信聯準會的 Taper 進程將不致受到 9 月非農影響，預計聯準會仍將於 11 月宣布 Taper，金價的交易論述將重新圍繞 Taper 後的負實質利率收斂，屆時金價將重拾下跌趨勢。

9 月非農差勁是金價利多？或許不要過度樂觀

美國勞工部公布 9 月非農就業報告，新增就業僅報 19.4 萬人，是大幅低於市場預期的 50.0 萬人，故不少機構分析認為，當前 9 月非農數據彰顯了美國勞動力市場復甦腳步停滯，很可能逼使聯準會 (Fed) 推遲縮減 QE 購債 (Taper) 的預期進程，進而對金價形成利多，但這樣的分析很可能存在謬誤，因美國官方公布之非農數據為「季調後」數據。

美國勞工部 9 月公布季調後新增非農為 19.4 萬人，但是未季調的新增非農卻是高達 65.4 萬人，這彰顯了本次美國就業復甦趨勢，很可能仍是相當強勁，且 9 月份季調後新增非農與未季調的統計數據差距並不少，而在考慮到疫後消費復甦，有可能下月美國勞工部將大舉上修 9 月非農數據，故相信聯準會仍將大機率於 11 月宣布 Taper 時間表。

而美國勞工部為何要將非農數據予以「季節性調整 (Seasonal Adjustment)」？

這主要是因為在就業市場中，有些月份可能會因為特殊節日、氣候、或是其他因素造成就業狀況產生顯著不同，故只有排除掉季節性的雜音，政府機關決策者、專業機構投資人才更能專注在就業的核心驅動因子，並了解國家實際上的就業狀況。

舉例來說，美國零售業會因為聖誕節即將來臨，而大量聘僱勞工；或是大學畢業潮來臨，學生剛畢業沒這麼快找到合適的工作，故也容易導致失業率走高，這些都是所謂的季節性因素，故美國勞工部會在非農數據上使用統計方法將季節性因素排除，而最終發布之數據，就是勞工部季調後的非農資料。

但由於新冠疫情影響，如去年美國疫情大爆發使得美國勞工大幅失業，而今年疫後復甦需求爆發又引動勞工回流潮，故使得 2021 年、2021 年加大了非農數據的季節性調整難度，所以往年的統計模型可能出現部分失真的疑慮。

部分市場 Sell Side 研究報告認為，美國 9 月非農表現差勁，將推遲聯準會 Taper 進程，故對金價形成利多，但這樣的分析切角似乎過於單一，並存在著顯著的謬誤，

因並未考量到在新冠疫情背景下的，美國勞公布的季節性調整加大了美國就業數據的解讀難度。

展望金價後市，美國 9 月份末季調的新增非農高達 65.4 萬人，相信將令美國勞工部於下月上修 9 月的非農數據，故整體而言，美國勞動力市場的上行復甦趨勢無虞，仍在正向的擴張軌道之上，相信聯準會仍將在 11 月正式宣布 Taper、並於 12 月落地執行，而 Taper 與高通膨將持續更長時間 2 項因子，將持續帶動美債殖利率上行、實質利率收窄，令金價在中期上的下行趨勢沉重。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2021/10/11

總經分析：

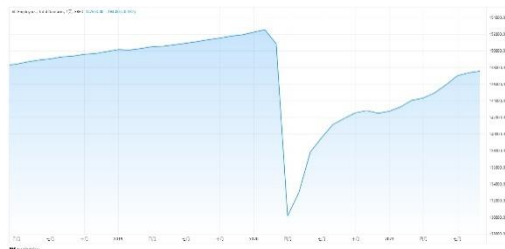
一. 9 月非農數據，並非那麼差勁：

美國勞工部 10 月 8 日公布 9 月季調後非農就業數據，意外遠低市場預期的 50 萬人，僅新增 19.4 萬人，增幅創今年以來最低；另外，9 月失業率則顯著下滑至 4.8%，優於市場預期的 5.0%。

美國 9 月非農就業報告細項：

- 新增非農就業報 19.4 萬人，預期 50.0 萬人，前值自 23.5 萬人上修至 36.6 萬人
- 失業率報 4.8%，預期 5.0%，前值 5.2%

- 平均每週工時報 34.8 小時，預期 34.7 小時，前值 34.7 小時
- 平均每小時薪資年增率報 4.6%，預期 4.6%，前值 4.3%
- 平均每小時薪資月增率報 0.6%，預期 0.4%，前值 0.6%
- 勞動參與率報 61.6%，前值 61.7%



美國總非農就業 (季調後數據) 資料來源：tradingview
資料日期：2021/10/8

美國 9 月季調後非農就業增長力道放緩，主要是受到政府就業人數淨減少 12.3 萬人所拖累，因 9 月聯邦政府受到債務上限困擾，故使得美國政府不敢大舉續聘雇員。

但觀察其他產業看，休閒和餐旅業新增就業 7.4 萬，表現最強勁，專業和商業服務新增就業 6 萬，零售業新增就業 5.6 萬，運輸與倉儲業新增 4.7 萬，資訊業新增 3.2 萬，製造業新增 2.6 萬。

整體而言，雖然 9 月季調後非農就業數據表現差勁，但值得注意的是，9 月末經季調的非農數據卻新增高達 65.4 萬人，是超越市場預期的 50.0 萬人，顯示美國當前的實質就業復甦力道，很可能並未如季調後數據般差勁，美國勞工部高機率將於下月上修 9 月的非農數據。

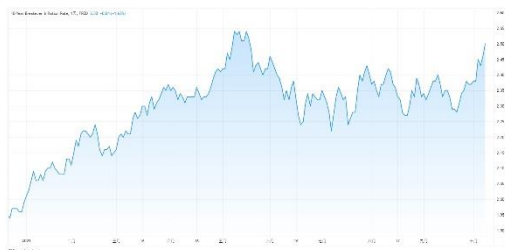
二. 高通膨持續更久，但不致失控：

近期國際原油價格、天然氣價格、煤炭價格高速飆升，如紐約輕原油 (WTI) 站上每桶 80 美元大關、美國天然氣期貨價格刷 7 年

新高等，都加深當前全球高通膨將持續一段更長時間的可能，但相信通膨率不致失控，故在停滯性通膨疑慮較小的前景下，市場資金進入美債避險的理由不足，故預期高通膨率持續更長時間，有利帶動美債殖利率持續回補通膨貼水。

聯準會 (Fed) 主席鮑爾 (Jerome Powell) 也在先前出席國會聽證時表示，在供應鏈瓶頸持續未解的壓力下，高通膨的延續時間估計將比預期持久，但鮑爾也認為，供應鏈影響終將散去，屆時通膨也會降回聯準會預設的 2% 長期目標。

從 10 年期美債平衡通膨率 (10-Year Breakeven Inflation Rate) 的通膨預期觀察，確實債市也正在定價高通膨狀況估將維持一段更長時間，但債市交易員認同聯準會看法，即高通膨不致失控成停滯性通膨，而高通膨也將隨著進入 2022 年，各供應鏈緊俏問題緩解後，通膨將溫和下降。



10 年期美債平衡通膨率 資料來源：tradingview 資料日期：2021/10/11

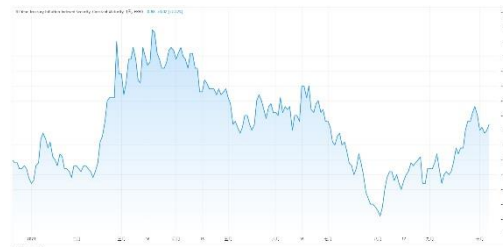
估值分析：

黃金主要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，據費雪方程式 (Fisher Equation) 公式描述，實質利率即等於名目利率減通膨預期。

截至 10 月 11 日最新數據，美債實質利率

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

持續收斂至 -0.88%，即使當前全球能源價格持續飆升，實質利率仍是不改上行趨勢。



美債實質利率 資料來源：tradingview 資料日期：2021/10/11

籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 10 月 8 日公布之最新數據顯示，截至 10 月 5 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是小幅增加 2125 口，而空單也同步減少 12058 口，故單週淨多單共增加 14183 口至總水平 182582 口。

當前黃金市場的交易情緒，似乎短線上進入觀望，因一方面聯準會即將啟動 Taper，貨幣政策緊縮將對金價不利；但另一方面高通膨若不如聯準會預期於 2022 年趨緩，若高通膨持續升高，那麼這將對金價又將形成利多，故黃金市場的交易願意在短線上停留觀望，使得黃金淨多單持續在 18 萬口整數大關徘徊。

| Gold (Oct 5) | |
|-----------------------|--------|
| Long | 295939 |
| Change | 2125 |
| Short | 113357 |
| Change | -12058 |
| Net Position | 182582 |
| Change from last week | 14183 |

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC

資料日期：2021/10/8

黃金展望：

從未經季節性調整的 9 月非農數據觀察，當前美國勞動力市場復甦之步伐，明顯尚未出現轉向，而 9 月季調後的非農就業數據差強人意，主要歸因於季節調整難度因新冠疫情而擴大，往年使用的統計模型在今年疫後復甦的趨勢裡，出現部分失真的疑慮。

部分機構分析認為，美國 9 月季調後非農數據僅新增 19.4 萬人，這將令聯準會推遲 Taper 進程至 2022 年一月，故金價可望重拾上漲趨勢，但這樣的分析論點可能過於單一，因並未考量到今年非農的季節性調整難度加深，使得每月公布的非農數據常常需要大舉上修上月數據。

再以通膨面觀察，確實當前全球能源價格走揚，再加上供應鏈緊俏問題持續，這些因子都加深了高通膨趨勢仍將持續一段更長時間，但值得注意的是，近期貨櫃航運運費已開始走低，且供應鏈漲價趨勢也已趨緩，包括晶圓代工和封測的漲幅收斂、記憶體價格嚴重跌價等，都使得從供應鏈而來的通膨壓力正獲得緩解。

展望金價後市，最近一週金價進入盤整格局，籌碼面上看，黃金交易員亦是在倉位上採取觀望態勢，使得金價的跌勢在短線上見到緩和，但相信聯準會的 Taper 進程將不致受到 9 月非農影響，預計聯準會仍將於 11 月宣布 Taper、並於 12 月落地執行，金價的交易論述將重新圍繞 Taper 後的負實質利率收斂，屆時金價就將重拾下跌趨勢。

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

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。