

## <本次亮點>

1. 近期歐洲新冠疫情大舉升溫，再加上新冠變種病毒 Omicron 在全球多個國家肆虐，且傳播速率遠遠高於先前的 Delta 與 Beta 變種，引動全球金融市場震盪，但相信未來各國重啟封城機率仍是相當微小，即使進入「最悲觀場景」、即各國重啟封城，估計金價也難以獲得避險資金買盤。
2. 美國總統拜登提名鮑爾續任聯準會主席一職，這也代表聯準會將繼續延續當前的貨幣政策路徑，即持續縮減 QE 購債 (Taper) 至 2022 年 6 月，並屆時將完全停止 QE，而當前利率期貨市場亦預期，聯準會將在 2022 年 6 月至至少升息一碼。
3. 展望金價後市，即使各國重啟封城，相信在公債殖利率向下空間不大、但通膨可能大幅收斂的場景裡，實質利率不具備突破歷史低檔區間 -1.0% 之條件，而若實質利率無法進一步下探，那麼相信即無法刺激金價重新走強，預計金價仍是走在易跌難漲的格局之上。

## Omicron 即使進入最悲觀場景，金價也難漲

近期歐洲新冠疫情大舉升溫，加上新冠變種病毒 Omicron 在全球多個國家肆虐，且傳播速率遠遠高於先前的 Delta 與 Beta 變種，引動全球金融市場震盪，但相信未來各國重啟封城機率仍是相當微小，即使進入「最悲觀場景」、即各國重啟封城，估計金價也難以獲得避險資金買盤，因當前聯

準會 (Fed) 利率已低至 0 利率，而在零利率下限 (ZLB) 的要求下，聯準會也無法將利率降至負利率，故金價仍難以脫離當前的易跌難漲格局。

當前市場「最悲觀場景」認為，Omicron 有可能令全球國家在短期內感染率再度急升，甚至各國可能重啟封城，這樣的預期可以理解，因當前資訊嚴重不足判斷 Omicron 之影響，故通常在情境分析上，為了認知到最大風險與 MDD (Max Drawdown)，所以會以「最悲觀」場景去預期。

但「最悲觀場景」來看，即使歐、美國家等國啟動封城，相信也難以令金價獲得避險資金的強力支撐，因若重啟封城，這也將令當前全球的高通膨現況急轉直下，雖然名目利率 10 年期美債殖利率有望獲得避險資金追捧而走跌，但相信通膨跌幅將遠遠大於公債殖利率跌幅，這將使得實質利率下行空間有限，進而對金價形成壓力。

金價若要重新回到前高區間每盎司 2000 美元上方，在通膨大跌的場景裡，勢必聯準會需要啟動負利率政策，將基準利率降至負值區間，但由於聯準會貨幣政策框架受到零利率下限 (Zero Lower Bound, ZLB) 限制，即當利率趨近於零時，就沒辦法再往下降，故聯準會當前利率已低至 0 利率，聯準會已沒有再次降息之空間。

展望黃金後市，考慮到自 2008 年金融海嘯以來，金價與實質利率已形成完全掛鉤之關係，在聯準會已無降息空間的狀態下，公債殖利率的下降空間估計將會小於通膨的收斂空間，這將使得實質利率不具備突破歷史低檔區間 -1.0% 之條件，而實質利率若無法進一步下探至 1.5%，即無法刺激金價重新走強，預計金價仍是走在易

跌難漲的格局之上。

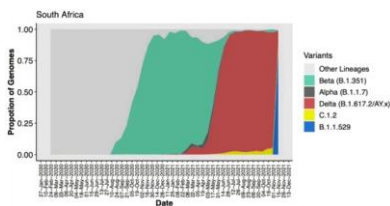


黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview  
資料日期：2021/11/26

## 總經分析：

### 一.Omicron 傳播速率快，但並非是重啟封城的關鍵：

據南非傳染病學專家 Tulio de Oliveira 日前向南非政府提供的簡報顯示，Omicron 最早應是在 11 月 12 日發現，且不少國家在短短一週內就出現確診病例，而儘管目前全球僅有 82 個病例，但由於變異量巨大，因此公衛專家們與世界衛生組織 (WHO) 也正密切關注 Omicron 未來發展。



Omicron、Delta、Beta 三大變種病毒株之  
前期傳染率對比圖 資料來源：Tulio de  
Oliveira 資料日期：2021/11/26

目前公衛學界普遍認為，因 Omicron 表面共有 32 個突變，假設只看棘蛋白 RBD 區域的話，更有高達 11 個，而此前的 Beta 與 Delta 卻分別只有 3 個、2 個，故這也代表 Omicron 很可能發展出更強的傳播能

力與免疫逃逸能力。

而雖然觀察 Omicron 傳播速率是當務之急，但後續觀察以下 2 項因子，相信才更是各國重啟封城的關鍵，並非單單只看傳播速率，就能判定封城風險：

### 觀察 Omicron 後續封城風險的二大因子：

1. 重症率是否增加、
2. 疫苗保護力是否下降。

由於當前資訊仍嚴重不足判斷 Omicron 之影響，世界衛生組織亦表示仍需數週時間，來評估 Omicron 是否對已接種 2 劑新冠疫苗者具有突破性感染能力，但南非醫學會已初步彙整數據分析，認為 Omicron 所引發的新冠肺炎多屬輕症，重症率並不高。

南非醫學會 (South Africa Medical Association, SAMA) 主席 Angelique Coetzee 在一份最新聲明中指出：「Omicron 多引發輕微症狀，包括肌肉痠痛、疲勞等持續一兩天的不適，而到目前為止，我們所知的確診者並未發生嗅味覺喪失，雖然可能會有輕微咳嗽，但沒有重症症狀，甚至有些確診者在家治療即可。」

以南非醫學會最新數據聲明判斷，雖然 Omicron 傳播速率遠遠高於 Delta、Beta 等變種病毒株，但是不致引發廣泛性的重症率，這也令各國重啟封城的機率正在高速降低。

### 二.拜登提名鮑爾連任聯準會主席，未來升息路徑漸漸清晰：

美國總統拜登 (Joe Biden) 將提名現任聯準會 (Fed) 主席鮑爾 (Jerome Powell) 續

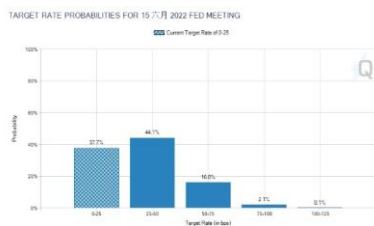
批注 [h1]:  
Delta

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

任下屆聯準會主席，以延續美國貨幣政策的連續性，目前提名程序已正式進入參議院，但傳統上參議院不會阻擋總統提名的聯準會主席人選。

在持續不確定的經濟環境中，白宮給予全球了一個確定性時刻，即鮑爾將續任聯準會主席一職，而這也代表聯準會將繼續延續當前的貨幣政策路徑，即持續縮減 QE 購債 (Taper) 至 2022 年 6 月，並屆時將完全停止 QE。

據截至 11 月 26 日最新 CME 利率期貨市場預期，聯準會估計將在 2022 年 6 月啟動首次升息，達 44.1% 交易員預期聯準會將升息一碼 (25 個 bps)、16.0% 交易員則預期聯準會將升息二碼，升息路徑漸漸清晰。



芝商所 Fed Watch Tool 資料來源：CME  
資料日期：2021/11/26

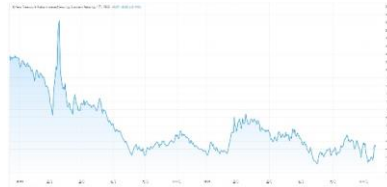
## 估值分析：

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 11 月 26 日最新數據，美債實質利率因 Omicron 疫情大幅拉低通膨預期而降至 -0.97%，顯示當前債市交易員亦認為

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

Omicron 疫情升溫帶來的封城風險，可能進一步大幅壓低通膨率。



美債實質利率 資料來源：tradingview  
資料日期：2021/11/26

## 籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 11 月 21 日公布之最新數據顯示，截至 11 月 16 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是大幅增加 19418 口，但空單也同步增加 9819 口，故帶領單週淨多單僅增加 9599 口至總水平 259780 口。

當前黃金籌碼面看，黃金淨多單水位仍在「極度看多」水平徘徊，且淨多單量持續在 25 萬口以上大關，另外多單量更是突破 35 萬口大關，這顯示了絕大多數黃金市場交易員已完成黃金多單布倉，若此時再跟隨進步建倉多單，將可能具有不小的追價風險。

Gold (Nov 16)	
Long	360529
Change	19418
Short	100749
Change	9819
Net Position	259780
Change from last week	9522

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC  
資料日期：2021/11/21

## 黃金展望：

雖然當前市場高度憂慮 Omicron 再次重創全球經濟，但從當前南非醫學會 (SAMA) 數據觀察，Omicron 變種病毒多以輕微症狀表現為主，且即使未來 Omicron 帶來廣泛性的突破性感染，全球經濟進入「最悲觀場景」的重啟封城，相信這也無法帶領金價重回前高區間每盎司 2000 美元上方。

若全球經濟重啟封城，那麼相信對當前高通膨率的收斂效果將會是急遽且劇烈的，因在美國消費者物價指數 (CPI) 的統計權重中，房屋類支出 (含房租) 佔比超過 30%，食品佔 14%，能源佔 7.5%，故若美國經濟再度重啟封鎖，對這些項目的壓抑效果將會相當巨大。

雖然「最悲觀場景」的封城措施，也將令聯準會重新回到寬鬆政策來支持經濟，如停止 Taper、或重新擴大 QE；白宮也將重啟財政刺激，如重新發放額外失業金補貼等，但由於當前聯準會基準利率已低至 0 利率水準，並受到零利率下限 (ZLB) 限制而無法實施負利率，故基準利率無法更往下移動，公債殖利率的下跌空間也不致很大。

展望金價後市，即使各國重啟封城，相信在公債殖利率向下空間不大、但通膨可能大幅收斂的場景裡，實質利率不具備突破歷史低檔區間 -1.0% 之條件，而若實質利率無法跌至 -1.5% 水平，那麼相信即無法刺激金價重新走強，故預計金價仍是走在易跌難漲的格局之上。

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。

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