

<本次亮點>

1. 雖然當前美國通膨率持續居高不下，令金價似乎正在享受「高通膨」的溫床，但事實上金價的漲跌不僅僅只考慮「通膨率」增速，同時還需要思考「名目利率」增速，因影響金價趨勢的並非通膨率，而是「實質利率」。
2. 美國 12 月 CPI 年增率報 7.1%，創 1982 年 2 月以來新高，同時核心 CPI 年增率則報 5.5%，也創自 1991 年 2 月以來新高，但 CPI 月增率卻是降至 0.5%，並連續 2 個月呈現下滑，且能源壓力有所減緩，顯示美國通膨率或將見頂。
3. 展望金價後市，在通膨見頂、並可望逐漸走低的前景下，10 年期美債殖利率也正受到聯準會的升息預期帶動走高，故一來一往之間，實質利率也高速自負值區間朝向 0 軸收斂，在實質利率逐漸走向正利率的趨勢下，金價後市將要開啟一段不短的長空趨勢。

美實質利率啟動上行循環，金價邁向長空之路

雖然當前美國通膨率持續居高不下，令金價似乎正在享受「高通膨」的溫床，但事實上金價的漲跌不僅僅只考慮「通膨率」增速，同時還需要思考「名目利率」增速，因影響金價趨勢的並非通膨率，而是「實質利率」，考量到聯準會 (Fed) 將進入緊縮循環，實質利率將啟動上行軌道，金價後市不容樂觀。

目前美國通膨率 CPI 已經突破 7%，2021 年 12 月美國 CPI 年增率報 7.1%，創 1982 年 2 月以來新高，而 12 月美國核心 CPI 年增率則報 5.5%，也創自 1991 年 2 月以來新高；但值得注意的是，12 月美國 CPI 月增率卻是降至 0.5%，並連續 2 個月呈現下滑，且能源壓力有所減緩，顯示美國通膨率或將見頂。

再據聯準會紐約分行 (NY Fed) 調查顯示，2021 年 12 月美國一年期通膨預期中位數也出現小幅放緩、三年期通膨預期中位數則是連續 2 個月放緩；Oxford Economics 最新報告亦顯示，美國 2021 年 12 月供應鏈壓力也正逐漸緩解。

不過考量到美國當前仍受 Omicron 疫情干擾，且勞動力市場因缺工而產生的扭曲現象仍存，故美國通膨率增速目前估計已經見頂，但仍將在 1、2 月份內在目前的高檔區間徘徊，估計需等待至今年 3、4 月才能見到顯著回落。

展望金價後市，在通膨見頂、並可望逐漸走低的前景下，同時作為名目利率的 10 年期美債殖利率也正受到聯準會 (Fed) 的升息預期帶動走高，故一來一往之間，實質利率也高速自負值區間朝向 0 軸收斂，金價作為 0 孳息率之商品，在實質利率逐漸走向正利率的趨勢下，金價後市將要開啟一段不短的長空趨勢。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview

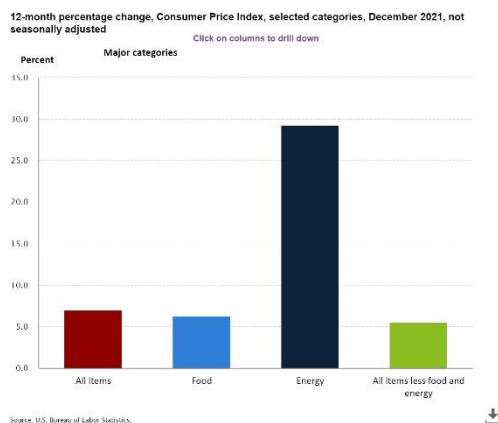
資料日期：2022/1/14

總經分析：

一.美國 12 月通膨率破 7%，升息已箭在弦上：

美國勞工部 1 月 12 日公布 12 月消費者物價指數 (CPI)，年增率報 7.0%，寫下 1982 年 6 月以來最大增幅，但數據符合市場預期；美國 12 月 CPI 月增則報 0.5%，略高於市場預期的 0.4%，但低於 11 月的 0.8%。

另外，排除食品、能源等波動性較大的項目後，美國 12 月核心 CPI 年增率報 5.5%，也創 1991 年 2 月以來最大年增幅，月增率則報 0.6%，增幅略高於市場預期。



美國 12 月 CPI 分項指數報告 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/1/12

觀察 CPI 組成，美國 12 月 CPI 上揚主要是受到新車、二手車、大宗商品、服飾和房租價格所推動，但過去幾個月不斷攀高的能源價格反而較 11 月回落，因汽油價格出現下跌，12 月能源價格月減 0.4%，為自去年 4 月以來首度下滑。

12 月 CPI 數據強化了聯準會在 3 月升息的預期，因當前美國通膨和就業目標基本上都已經達成，相信已沒有任何理由能夠阻止聯準會在 3 月啟動升息。

據芝商所 (CME) 的 FedWatch Tool 數據顯示，目前市場交易員預計聯準會 3 月升息一碼之機率已高達 74.4%，顯示聯準會升息幾乎已經是箭在弦上。

二.聯準會緊縮，只會快、不會慢：

在高通膨率、低經濟增長的宏觀前景下，對於聯準會來說的，當前的最佳選擇即是加速緊縮貨幣政策，因為如此才能將過熱的景氣需求壓低至和疲軟的工業生產相匹配之水平，不致讓美國陷入停滯性通膨的窘境裡。

聯準會主席鮑爾 (Jerome Powell) 在 1 月 11 日出席美國參議院聽證會上，再次重申 12 月 FOMC 會議以來的緊縮態度，市場預計，2022 年聯準會升息幅度可能超過 3 碼，而縮表預期將在上半年持續發酵，進而推動 10Y 美債利率向上，年中或將升至 1.8% 上方。

鮑爾國會聽證重點：

1. 鮑爾預計，美國高通膨可能至少持續至 2022 年中旬，承認當前美國通膨可能呈現廣泛化之現象，而如果美國通膨持續偏高，聯準會不排除年內超過升息 3 碼。
2. 鮑爾表示，聯準會將透過未來 2-4 次會議來確定縮表計劃，這顯示縮表預期將會在今年上半年逐步發酵，並推動 10 年期美債殖利率持續上攻。
3. 鮑爾在聽證會上對於提前升息、縮表

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

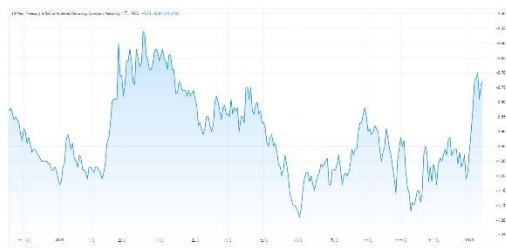
的邏輯進行了闡釋，鮑爾認為，如果放任美國通膨飆升到失去控制，那麼聯準會過晚採取行動所需的政策收緊力道，可能會更大。

綜觀上述鮑爾國會聽證重點，相信聯準會在 2022 年的緊縮速度大機率只會加快，不會放慢，因為聯準會如果過晚採取緊縮行動，那麼美國甚至可能會出現停滯性通膨或再次觸發經濟衰退，這絕對不是面臨中期選舉的民主黨與拜登政府所樂見。

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 1 月 14 日最新數據，美債實質利率報 -0.73%，已高速自低點 -1.06% 拉升，顯示在聯準會的升息預期、縮表預期下，債市正在高速拋售美債，且此一趨勢仍遠遠尚未結束，估計實質利率已經開啟了本波的上行循環。



美債實質利率 資料來源：tradingview
資料日期：2022/1/14

籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會

(CFTC) 1 月 14 日公布之最新數據顯示，截至 1 月 11 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是繼續減少 6481 口，而空單則是增加 5137 口，帶領單週淨多單跌破 20 萬口整數大關至 199737 口。

當前黃金籌碼面看，黃金淨多單水位正在高速下滑，主要即是因為實質利率的走揚，已令金價的前景轉差，故黃金交易員正快速撤出多頭行列，轉進持有空單。

Gold (Jan 11)	
Long	290102
Change	-6481
Short	90365
Change	5137
Net Position	199737
Change from last week	-11618

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2022/1/14

黃金展望：

在當前高通膨率的環境裡，聯準會貨幣政策進入緊縮循環已是箭在弦上，這意味著美國實質利率的下行趨勢已經結束，並將重新開啟新一輪的上行循環，而這也宣告著黃金的多頭時代已然結束。

自新冠疫情爆發、聯準會啟動貨幣寬鬆以來，黃金因為 0 孳息率的商品特性，享受了實質負利率環境帶來的溢價優勢，故啟動了金價本輪的牛市格局，最高曾一度突破每盎司 2000 美元，但相信 2000 美元水平在聯準會重啟下一輪貨幣寬鬆之前，將再無法見到。

相信在高通膨壓力下，聯準會將於

2022 年內高機率升息三碼，並且於下半年開始縮減資產負債表規模，本輪貨幣緊縮速度將遠遠快於上一輪 2013 年，故投資人切勿以 2013 年經驗來評估金價後市，這將可能嚴重錯判。

展望黃金後市，考量到目前美國通膨率已經有觸頂跡象，包括通膨預期的走低、供應鏈緊俏的緩解等層面，與此同時，由於聯準會也準備加速緊縮，故未來一段時間美國實質利率的爬升速率，相信也將會非常快速，在實質利率逐漸走向正利率的趨勢下，預計金價後市將要開啟一段不短的長空趨勢。

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)。

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

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。