

<本次亮點>

1. 近期美俄在烏克蘭的緊張情勢提振了金價表現，若美俄在烏克蘭邊境的軍事情勢進一步緊張，確實這將進一步對金價構成利多，但這屬於難以預測的國際政治情勢，而回歸基本面看，聯準會快於預期的緊縮腳步，對黃金的來說仍是具有沉重的下跌壓力。
2. 雖然美國公布 1 月份 CPI 年增率報 7.5%，創下 40 年來新高水平，但這並不構成金價的上漲利多，因在 CPI 高度上漲的同時，作為名目利率的 10 年期美債殖利率也已隨之突破 2.0% 的整數大關，這使得實質利率已創下 2020 年 6 月以來新高。
3. 展望黃金後市，由於國際戰爭風險難以量化評估，雖然美俄若進一步發生衝突將有助於金價上漲，但考量到在現代環境裡，兩大強國實質開戰的機率相對較小，且當前金價位階已然不低，故考量到風險報酬比率的投資原則，不建議投資人因當前的美俄風險而去追高金價，且回歸基本面看，金價更有著長空下跌的隱憂存在。

受烏克蘭緊張提振，金價尚未定價實質利率大升之壓力

近期美俄在烏克蘭的緊張情勢提振了金價表現，若美俄在烏克蘭邊境的軍事情勢進一步緊張，確實這將進一步對金價構成利多，但這屬於難以預測的國際政治情勢，而回歸基本面看，聯準會 (Fed) 快於預期

的緊縮腳步，對黃金的來說仍是具有沉重的下跌壓力，且當前金價尚未反映。

雖然美國公布 1 月份消費者物價指數 (CPI) 年增率報 7.5%，創下 40 年來新高水平，但這並不構成金價的上漲利多，因在 CPI 高度上漲的同時，作為名目利率的 10 年期美債殖利率也已隨之突破 2.0% 的整數大關，這使得截至 2 月 11 日的最新實質利率已收斂至 -0.42%，創下 2020 年 6 月以來新高。

由於美國通膨形勢險峻，市場也預期聯準會將加速收緊貨幣政策，而目前看，美債殖利率估計已完全定價 (Price-in) 2022 年聯準會將升息五碼之預期，實質利率也進一步自負值收斂，但金價卻並未充分反映實質利率的高速走揚，主要即是由於烏克蘭情勢加大市場的避險情緒。

展望黃金後市，目前唯一支持金價上漲的利多動能，就是來自於美俄的軍事緊張，但如果要因此對賭金價上漲，勝率可能不會太高，除了因為金價已經出現反彈以外，未來一旦美俄兩國達成雙方退讓的共識，那麼促使金價上漲的唯一動能也將消失，金價仍將回歸受到實質利率所主導。



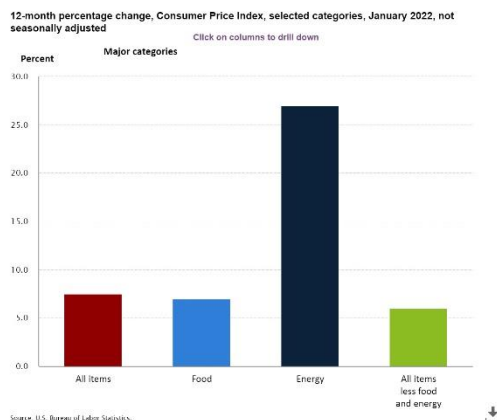
黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2022/2/11

總經分析：

一.美國通膨創 40 年新高，通膨放緩需等待至 2Q22 季初：

美國勞工部 2 月 10 日公布 1 月份消費者物價指數 (CPI) 年增率報 7.5%，超越市場預期的 7.2%，刷新 1982 年 3 月以來新高水平，嚴峻的高通膨壓力持續，此數據也是市場預期聯準會 3 月會議可能升息二碼的主要背景依據。

而排除掉食品、能源等波動性較大的項目後，美國 1 月核心 CPI 年增報 6.0%，亦高於市場預期的 5.9%，核心 CPI 同步創下 1982 年 8 月以來最高水準。



美國 1 月 CPI 分項指數報告 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/2/10

自美國 1 月份通膨細項觀察，美國 1 月 CPI 大幅走升主要是來自於油價走揚、食品價格持續高漲、二手車價居高不下、2021 年 1 月 CPI 低基期等因素所致，其中又以油價帶動 CPI 走升的幅度最為劇烈。

進一步從核心 CPI 細項觀察，在扣除掉油價與食品價格等波動性較大之項目後，劇烈推升 1 月核心 CPI 大幅走揚的項目為二手車價與酒店此二個分項，其餘分項大多持平或僅小幅增長，核心 CPI 內部結構開始略見通膨見頂的初步徵兆。

新冠肺炎疫情打亂了全球供應鏈以及美國的勞動力供給，是故缺料和缺工大幅推升了美國通膨率，2021 年聯準會官員形容美國高通膨屬於「暫時性」(transitory) 現象，雖然通膨持續居高不下，也顯示了聯準會使用「暫時性」的措辭不當，但若說「疫情效應持續，但其中一些影響將自行減退」，這相信絕對正確。

從美國 1 月份 CPI 細項觀察，有理由樂觀看待通膨展望，因當前 CPI 雖高，但內部結構已見到大多數的分項指數未再暴衝，再考量到近月美國非農表現強勁，勞動力市場亦開始緩解缺工壓力，故持續相信美國通膨率將在 1Q22 見頂、並於 2Q22 季初開始見到小幅放緩。

二.美債已定價升息五碼預期，金價尚未反應：

在美國 1 月份 CPI 通膨率數據公佈後，市場正高度預期聯準會的緊縮節奏將加快，據芝商所 (CME) 利率期貨截至 2 月 11 日數據顯示，已高達 99.9% 交易員預期聯準會 2022 年將「至少升息四碼」、達 98% 交易員認為聯準會將「至少升息五碼」、達 87.7% 交易員預期聯準會將「至少升息六碼」。

從 CME 數據觀察，利率期貨市場顯然已完全定價聯準會年內將「至少升息五碼」之預期，且廣泛定價「至少升息六碼」之預期。



芝商所利率期貨顯示今年聯準會升息五碼機率為 98%、升息六碼機率為 87.7% 資料來源：CME 資料日期：2022/2/11

另外，再從美債殖利率作觀察，由於美債短端利率受到聯準會貨幣政策影響更大，所以反應會更加直接，而以美債 2 年期殖利率作觀察，當前 2 年期美債殖利率已來到 1.5% 水平上下，顯示短天期美債市場也已定價「至少升息五碼」之預期。

在聯準會升息預期加速的帶動下，事實上不僅短天期美債殖利率出現走揚，長天期的 10 年期美債殖利率近期也一度突破 2.0% 大關，而名目利率的大幅走高也正帶動美債實質利率加速自負值收斂，但金價目前因為烏克蘭危機，而並未反映到實質利率走揚產生的下跌壓力。



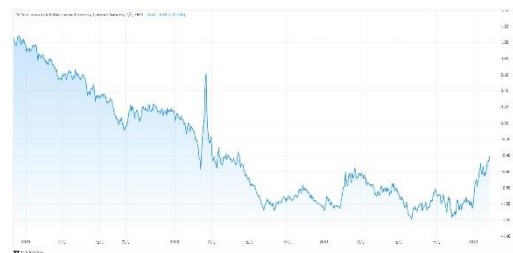
藍：10 年期美債殖利率 橘：2 年期美債殖利率 資料來源：tradingview 資料日期：2022/2/11

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 2 月 11 日最新數據，美債實質利率報 -0.42%，與先前低點 -1.06% 相比已走升高達 64 個基點，顯示在美國的高通膨壓力下，市場正定價聯準會 2022 年將以更高速的升息速率來進行升息。



美債實質利率 資料來源：tradingview 資料日期：2022/2/11

籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 2 月 11 日公布之最新數據顯示，截至 2 月 8 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是增加了 3565 口，而空單則是減碼了 10999 口，帶領單週淨多單在上週高速跌至 17 萬口大關之後，又再次重回 18 萬口以上水準。

當前黃金籌碼面觀察，黃金淨多單水位高速回升，背景主因即為美俄軍事緊張升溫，促使市場避險情緒在短線內大幅提高，但一旦戰爭風險減弱，相信市場淨多單將再次見到大舉回撤。

Gold (Feb 8)	
Long	279559
Change	+3565
Short	92853
Change	-10999

Net Position	186706
Change from last week	+14564

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2022/2/11

黃金展望：

由於美國與俄羅斯在烏克蘭邊境的軍事緊張，正加速市場的避險情緒蔓延，故市場資金在上週五（2月11日）大舉湧入美債、黃金等市場進行避免，這也使得雖然實質利率正自負值區間大舉收斂，金價也並未見到下跌趨勢，反而直逼每盎司1900美元，顯示短線上的戰爭風險帶來的金價利多，已高於實質利率走升帶來的下跌壓力。

當前金價的前景顯而易見，即若美國、俄羅斯的軍事緊張進一步惡化，那麼金價即高機率能向上挑戰每盎司2000美元大關，但值得注意的是，以目前金價價位看，上漲空間似乎也並非相當巨大，且若美俄緊張緩解，那麼金價就將高速轉向定價實質利率走升所帶來的下跌壓力。

展望黃金後市，由於國際戰爭風險難以量化評估，雖然美俄若進一步發生衝突將有助於金價上漲，但考量到在現代環境裡，兩大強國實質開戰的機率相對較小，且當前金價位階已然不低，故考量到風險報酬比率的投資原則，不建議投資人因當前的美俄風險而去追高金價，因若回歸基本面的看，金價更有著長空下跌的隱憂存在。

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。