

## <本次亮點>

1. 近期聯準會官員加快放出前瞻指引，暗示未來的 5 月會議將可能一次升息二碼 (50 BP)，甚至展望 6 月會議，也可能再次升息二碼，短線上升息速度急迫通膨，這將使得美債實質利率有望進一步自負值收斂，不利金價後市。
2. 據最新芝商所 (CME) 利率期貨市場數據顯示，超過 9 成的交易員們預計，美國聯邦基金利率走廊將在 2022 年底升至 2.25-2.5% 區間，年內升息幅度估將創下自 2006 年以來首見，而如此強勢的升息預期，正暗示後市美債實質利率將繼續自負值區間朝向 0 軸靠攏。
3. 展望黃金後市，由於黃金價格與實質利率呈現「絕對負相關」的掛鉤關係，考量到陡峭的升息斜率勢必帶領名目利率走高，而通膨預期又可望因 2022 下半年的高基期和聯準會升息預期所打擊，故一來一往之間，實質利率即高度可能走強，故在 3 個月期的展望上，金價後市不容樂觀。

## 聯準會 5、6 月估將升息二碼，金價後市不容樂觀

聯準會 (Fed) 在經歷 3 月利率會議之後，已向市場傳遞出 2022 年內預計將升息七碼的快速升息路徑，而近期更多聯準會官員表態支持，未來的 5 月會議將可能一次升息二碼 (50 BP)，甚至展望 6 月會議，也可能再次升息二碼，短線上升息速度急迫通膨，這將使得美債實質利率有望進一

步自負值收斂，不利金價後市。

近期聯準會官員加快放出前瞻指引，暗示 5 月將一次升息二碼，官員包括主席鮑爾 (Jerome Powell)、「三把椅」紐約分行主席威廉斯 (John Williams)、2022 年票委克利夫蘭分行主席梅斯特 (Loretta Mester) 等人，皆發言表態支持加速升息，而在 5 月升息二碼呼聲極高的前景下，甚至 6 月升息二碼的可能性亦是水漲船高。

在眾多聯準會官員的表態下，除了 5、6 月可能將升息二碼以外，據最新芝商所 (CME) 利率期貨市場數據顯示，超過 9 成的交易員們預計，美國聯邦基金利率走廊將在 2022 年底升至 2.25-2.5% 區間，年內升息幅度估將創下自 2006 年以來首見，而如此強勢的升息預期，正暗示後市美債實質利率將繼續自負值區間朝向 0 軸靠攏。

展望黃金後市，由於黃金價格與實質利率呈現「絕對負相關」的掛鉤關係，而實質利率又是名目利率與通膨預期之間的賽跑，考量到陡峭的升息斜率勢必帶領名目利率走高，而通膨預期又可望因 2022 下半年的高基期和聯準會升息預期所打擊，故一來一往之間，實質利率即高度可能隨著名目利率走升、通膨預期下降而走強，故在 3 個月期的展望上，金價後市不容樂觀。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview  
資料日期：2022/3/28

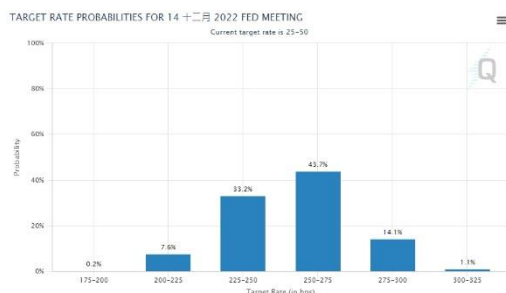
## 總經分析：

### 一.多位聯準會官員表態，5-6 月升息預期加速：

聯準會主席鮑爾 3 月 21 日於美國企業經濟會 (NABE) 釋出可能升息二碼之訊息後，後續包括紐約分行主席威廉斯、克利夫蘭分行主席梅斯特、理事沃勒 (Christopher Waller)、傳統鷹派的聖路易斯分行主席布拉德 (James Bullard) 等人，皆發言表態支持加速升息，以在短期內達到中性或更高水準，其中、梅斯特與布拉德更希望在 2022 年底將利率升至 2.5%，可謂是非常激進。

在聯準會官員的前瞻指引引導下，各大投資銀行也紛紛預期聯準會今年的升息斜率將會相當陡峭，如摩根士丹利、高盛、傑富瑞、RBC 資本等機構皆預期，聯準會將在 5、6 月各升息二碼，而之後的四次會議則各升息一碼，並從 5 月開始縮減約達 9 兆美元的資產負債表。

另外，據芝商所 (CME) 截至 3 月 28 日數據顯示，高達 94% 之利率期貨交易員預期，年底聯邦基金利率走廊將升抵 2.25-2.5%，這暗示市場認為聯準會除了 3 月升息一碼之外，未來還有升息七碼的空間存在。



芝商所利率期貨顯示，高達 94% 交易員預期聯準會年底將升息至 2.25-2.5% 利率區

間 資料來源：CME 資料日期：2022/3/28

值得注意的是，聯準會預計 5 月還將啟動縮表，而按照先前「負責執行縮表」的 SOMA 帳戶管理人、聯準會紐約分行副總裁 Lorie Logan 統計，聯準會當前 SOMA 帳戶規模高達 8.5 兆美元，佔美國名目 GDP 高達 35%，其中美債持有 5.7 兆美元 (佔 SOMA holding 68%)、MBS 約持有 2.7 兆美元 (佔 SOMA holding 32%)，而未來幾年內，SOMA 帳戶將從美債持倉中獲得可觀的本金償付，每月償付金額從 400 億美元到 1500 億美元不等，平均約 800 億美元，而這些本金償付可以被用來展期 (Rollover)，也可以允許到期贖回；而 MBS 則在接下來的幾年裡，每月可能有近 250 億美元償付。

上述 Lorie Logan 的發言即代表了，未來聯準會每月的縮表空間估計約達 1050 億美元，而若按照每月縮表 1000 億美元的速率計算，這約當年內還將再有升息一碼之緊縮效果。

### 二.美債殖利率斜率並未倒掛，無礙聯準會升息進程：

華爾街重點關注之經濟衰退指標：10 年期美債殖利率與 2 年期美債殖利率利差，當前僅剩 11 個基點逼近倒掛，且美國經濟持續受到高通膨侵襲，故這令經濟衰退之風聲甚囂塵上。

但值得注意的是，事實上另一美債指標：10 年期美債殖利率與 3 個月期美債殖利率利差高達 187 個基點，且斜率持續向上移動，並未出現任何倒掛跡象，甚至暗示美國經濟仍走在擴張的軌道之上。



藍：10 年期美債殖利率與 3 個月期利差  
 橘：10 年期美債殖利率與 2 年期利差 資料來源：tradingview 資料日期：2022/3/28

而針對市場經濟衰退之質疑，聯準會主席鮑爾近期亦向市場說明，聯準會內部並不關注 10 年期美債殖利率與 2 年期美債殖利率利差，聯準會內部關注的是 18 個月利率遠期合約與 3 個月期美債殖利率利差，而當前此利差與 10 年期美債殖利率與 3 個月期美債殖利率利差趨勢一致，同樣暗示美國經濟仍是相當強勁。

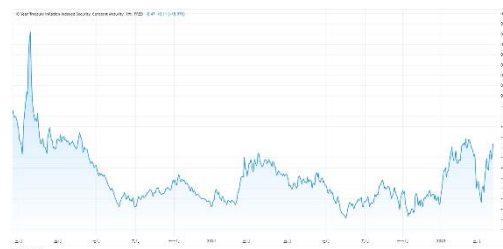
在美國經濟強勁、勞動力市場優異的支持下，聯準會本次加速升息來打擊高通膨的信心可謂是相當堅定，故相信在高通膨尚未見到下滑的徵兆前，聯準會的鷹派態度將不會改變。

## 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 3 月 28 日最新數據，美債實質利率自 -1.04% 的波段低點升至 -0.58%，主因在聯準會官員相繼放出更為激進的 5 月升息預期下，各天期的美債殖利率持續急升，故進而拉動了實質利率高速自負值收

斂。



美債實質利率 資料來源：tradingview 資料日期：2022/3/28

## 籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 3 月 25 日公布之最新數據顯示，截至 3 月 22 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是減少 18071 口至多單 328660 口，而空單則小幅減少 4315 口至 80628 口，單週淨多單在多單大減的帶動下，大幅降至 248032 口。

當前黃金籌碼面觀察，黃金交易員亦開始在高檔區對金價獲利了結，相信主要也是反映 5、6 月聯準會將可能一舉升息二碼的超高速升息預期下，實質利率可能加速走升，故刺激黃金交易員正開始對手上多單大幅減倉。

Gold (Mar 25)	
Long	328660
Change	-18071
Short	80628
Change	-4315
Net Position	248032
Change from last week	-13756

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC 資料日期：2022/3/25

## 黃金後市：

雖然美國經濟當前仍受到高通膨所苦，高通膨也使得近期金價持續於每盎司 1900 美元附近震盪，但在二階思考 (second-order thinking) 的前瞻裡，美國通膨率即將於 2Q22 進入高基期區間、甚至 2022 年下半年，通膨的基期將會越墊越高，除非 WTI 油價進一步上攻至每桶 130 美元，不然美國通膨率將可能因為高基期而出現緩步收斂，故高通膨值得買進黃金的論述，似乎並非十分堅固。

再加上在高通膨的現況裡，聯準會也已經規劃透過超高速升息的做法，來打擊高漲的通膨預期，進而期待通膨預期下滑後，能夠帶領實際通膨率走低，而相信在聯準會沒有看到通膨下滑的徵兆之前，聯準會將持續以陡峭的升息速率回擊通膨，在此前景下，美債實質利率估將易漲難跌。

展望黃金後市，由於實質利率是名目利率與通膨預期之間的賽跑，而在聯準會加速緊縮的升息環境裡，美債名目利率勢將無法下跌，而通膨預期又將因油價觸及上檔空間、升息加速 2 大壓力所打擊，故通膨預期向下緩步收斂的可能性已經更大，故一來一往之間，實質利率將可望在未來 3 個月裡持續自負值收斂、向 0 軸靠攏，故同期間裡黃金的展望亦是不容樂觀。

### 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/>

<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。