

<本次亮點>

1. 雖然先前烏俄戰爭不確定性促使國際金價最高一度來到每盎司 1976 美元，但隨著戰爭已然爆發、且烏俄將準備開始談判，北約與美國亦不願意派兵參戰，故戰爭後續相信不致演變為第三次世界大戰 (World War III)，當前金價已開始出現利多出盡之跡象。
2. 與金價呈現絕對負相關的實質利率，近期也因烏俄戰爭而自 -0.43% 的二年新高小幅降至 -0.59%，這也幫助推升了金價走強，但相信烏俄戰爭將不致演變為全球參戰，故一旦烏俄情勢露出曙光，市場資金也將高速撤出美債，這將帶動實質利率重回升勢。
3. 展望黃金後市，支持金價上漲的最強利多「戰爭不確定性」已經過去，相信市場後市目光將開始重新關注通膨走向，而在美國加速推進伊朗核協定，以幫助伊朗原油重返油市的前景下，伊朗的回歸將對油價構成龐大壓力，也將幫助全球通膨回落，故相信金價當前格局，已再次重回「非盤即跌」的走勢之中。

烏俄情勢下的二階思考， 金價已現利多出盡跡象

先前由於俄羅斯屯兵烏俄邊境，美國白宮也不斷呼籲俄羅斯恐將侵略烏克蘭，當時的烏俄戰爭不確定性促使國際金價最高一度來到每盎司 1976 美元，但隨著烏俄戰爭已在俄羅斯總統普丁 (Vladimir Putin) 一聲令下爆發，且後續烏俄將準備開始談

判，烏俄戰爭將不致擴大為第三次世界大戰 (World War III)，故當前金價已開始出現利多出盡之跡象，近期金價估將因戰爭情勢仍在每盎司 1900 美元高檔盤旋，但一旦烏俄取得停戰共識，金價估將大幅下挫。

而與金價呈現絕對負相關的實質利率，近期也因烏俄戰爭而自 -0.43% 的二年新高小幅降至 -0.59%，這也幫助推升了金價走強，但相信烏俄戰爭將不致演變為全球參戰，故一旦烏俄情勢露出曙光，市場資金也將高速撤出美債，這將帶動實質利率重回升勢、金價也將重新迎來實質利率上漲之壓力。

金價當前的利多面為烏俄戰爭，以及全球高居不下的通膨壓力，但在現代化軍事下，區域戰爭演變成全球戰爭的機會是相當微小，再加上烏俄正準備接觸進行談判，故在烏俄戰爭的利多面上，金價正開始出現利多出盡之現象，後續支撐金價的估將僅剩高通膨壓力。

展望黃金後市，隨著烏俄戰爭開打，且北約組織 (NATO) 與美國相繼宣布不會參戰，故支持金價上漲的最強利多「戰爭不確定性」已經過去，相信市場後市目光將開始重新關注通膨走向，而在美國加速推進伊朗核協定，以幫助伊朗原油重返油市的前景下，伊朗的回歸將對油價構成龐大壓力，也將幫助全球通膨回落，故相信金價當前格局，已再次重回「非盤即跌」的走勢之中。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2022/2/25

總經分析：

一.美國 PCE 創 39 年新高，但未再超越市場預期：

美國商務部 2 月 25 日公布聯準會 (Fed) 最關注之通膨指標：個人消費支出 (PCE) 物價指數，而 1 月 PCE 年增率雖然創下近 39 年新高，但基本合於市場預期。

美國 1 月個人消費支出 (PCE) 物價指數細項：

- PCE 年增率報 6.1%，合於市場預期，但創下 1982 年來新高。
- PCE 月增率報 0.6%，合於市場預期。
- 核心 PCE 物價指數 (扣除食品及能源) 年增率報 5.2%，合於市場預期。
- 核心 PCE 物價指數 (扣除食品及能源) 月增率報 0.5%，合於市場預期。

	2021				2022
	Sept.	Oct.	Nov.	Dec.	Jan.
Percent change from preceding month					
Personal income:					
Current dollars	-0.9	0.6	0.6	0.4	0.0
Disposable personal income:					
Current dollars	-1.3	0.5	0.5	0.2	0.1
Chained (2012) dollars	-1.6	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5
Personal consumption expenditures (PCE):					
Current dollars	0.6	1.4	0.6	-0.8	2.1
Chained (2012) dollars	0.3	0.8	0.0	-1.3	1.5
Price indexes:					
Percent change from month one year ago					
PCE	0.3	0.6	0.6	0.5	0.6
PCE, excluding food and energy	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
Percent change from month one year ago					
PCE	4.4	5.1	5.6	5.8	6.1
PCE, excluding food and energy	3.7	4.2	4.7	4.9	5.2

PCE 指數細項表現 資料來源：U.S. Bureau of Economic Analysis 資料日期：2022/2/25

目前美國的高通膨壓力，確實已令聯準會繃緊神經，但從 PCE 開始不再超出市場預期的跡象觀察，相信只要國際油價不再屢屢創下新高，那麼美國通膨壓力即可望於 1-2 月見頂。

在烏俄情勢下，聯準會 3 月升息雖然仍是箭在弦上，但相信聯準會升息二碼之機率是相當微小，高度機率仍是僅升息一碼，但值得注意的是，聯準會上半年的每次會議，可能每次升息。

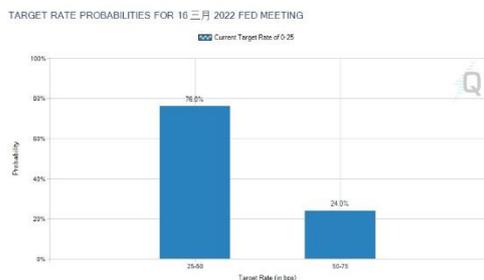
預計聯準會在上半年將連續升息，目的在升息循環的初期就出手擊潰市場的高通膨預期，預估聯準會上半年升息月份分別為 3、5、6 月，而聯準會估計將在連續升息三次之後，開始停下腳步以觀察通膨變化，故 9 月才可能再次升息。

二.聯準會升息預期，大幅降至一碼：

隨著烏俄戰爭爆發，利率市場交易員更為降低聯準會 3 月升息預期至一碼，升息二碼之預期已剩不到 3 成。

據芝商所 (CME) FedWatch Tool 截至 2 月 25 日數據顯示，當前利率市場預期聯準會 3 月升息一碼之機率達 76%、預期升息

二碼之機率為 24%；而先前美國公布 1 月消費者物價指數 (CPI) 後，市場預期聯準會 3 月升息二碼機率是高達 99%。



芝商所利率期貨顯示聯準會 3 月升息一碼機率為 76%、升息二碼機率為 24% 資料來源：CME 資料日期：2022/2/25

從當前的市場預期觀察，相信聯準會將於 2022 上半年連續升息，每次升息幅度為一碼，但值得注意的是，這並不代表聯準會的緊縮態度已轉向溫和，因聯準會雖然上半年估每次會議僅升息一碼，但後續的升息路徑也將可能更為延長。

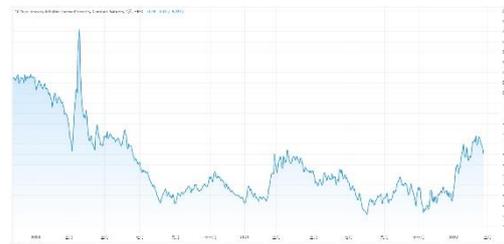
在目前國際戰情的緊張環境下，美國經濟也可能受到波及，故聯準會的緊縮力道相信不會太過激進，可以在上半年先每次會議升息一碼，後續若通膨仍未獲得控制，那麼還是可以重新加速升息，相信聯準會亦不願意在 3 月增加對美國經濟增加更多的額外干擾。

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 25 日最新數據，美債實質利率自 -0.43% 的二年新高降至 -0.59%，主

因烏俄戰爭爆發引發市場資金買進美債避險，故使得 10 年期美債殖利率走低後，進而壓低實質利率。



美債實質利率 資料來源：tradingview
資料日期：2022/2/25

籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 2 月 25 日公布之最新數據顯示，截至 2 月 22 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是大增 36827 口至多單 350096 口，而空單則是同步增加 7292 口至 106948 口，單週淨多單在多單衝刺下，也上升至 243148 口。

當前黃金籌碼面觀察，黃金淨多單水位高速回升，主因是先前烏俄戰爭爆發之前，戰爭不確定性促使市場資金買進黃金避險，但是隨著當前戰爭已然爆發、且演變為全球戰爭的機率微小，當前部分市場空單也已見到小幅建倉。

Gold (Feb 22)	
Long	350096
Change	+36827
Short	106948
Change	+7292
Net Position	243148
Change from last week	+29535

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2022/2/25

黃金展望：

先前在烏俄戰爭是否可能爆發、以及是否可能演變為全球參戰的雙重不確定性下，國際金價一度漲至每盎司 1976 美元，但當前烏俄戰爭已然爆發，且烏俄雙方已準備進行協商，而北約組織與美國亦宣布不會派兵前往烏克蘭，故支撐金價上漲的避險因子，似乎正開始面臨利多出盡之現象。

展望金價後市，短期看，烏俄戰爭的緊張情勢仍可能令金價在每盎司 1900 美元附近高檔盤旋，但由於這波支持金價上漲的利多動能是「戰爭不確定性」，故在不確定性將大幅減弱的二階思考 (Second-Order Thinking) 預期下，金價上漲動能最強的那一段路，相信已經過去。

中期看，金價在 3-6 個月的中期時間裡，仍將需要重新回歸關注通膨趨勢、以及聯準會的升息步調，在通膨趨勢上，當前美國白宮正在加速推進伊朗核協定，以幫助伊朗原油重返油市，故國際油價將可能在伊朗原油重返油市的前景下承壓，油價的回落也將幫助全球通膨放緩。

而在聯準會升息步調上，雖然油價修正導致的通膨放緩，將有助於放鬆聯準會的升息壓力，但聯準會在上半年仍將高機率連續升息，目的在升息循環的初期就出手擊潰市場的高通膨預期，故總結烏俄戰爭、通膨趨勢、聯準會升息路徑等三大因子看，相信金價當前格局，已再次重回「非盤即跌」的走勢之中。

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。