

<本次亮點>

1. 美英出手制裁俄羅斯原油進口促使油價噴出，這也使得全球經濟將可能陷入停滯性通膨，而在停滯性通膨可能性大增的論述下，也令實質利率高速收窄，推升國際金價飆破每盎司 2000 美元關口，但展望聯準會即將進入升息循環，當前的金價正具有嚴重的追價風險。
2. 聯準會將於 3 月份正式啟動升息循環，預計將升息一碼，且 5 月仍估將再次升息，但這 2 次升息相信市場已經定價，尚未定價的則是 QT 縮表之規模，而在當前美國通膨壓力沉重的市況下，聯準會擴大縮表之力道有可能超越市場預期，而這將會對實質利率構成負向驚喜 (negative surprise) 的上行壓力。
3. 展望金價後市，確實在高油價的壓力下，美國經濟可能跌入停滯性通膨，但也由於通膨壓力沉重，聯準會政策態度相對亦無法轉向鴿派，估計聯準會將維持鷹派政策，甚至有可能 QT 縮表規模超越市場預期，預計金價格局短線上仍將因高油價而高檔盤整，但上檔空間將因聯準會可能擴大 QT 的預期而受限，金價具有嚴重的追價風險。

金價每盎司 2000 美元，絕對不可忽略追價風險

因為俄羅斯入侵烏克蘭，美國與英國相繼宣布出手制裁俄羅斯的原油進口，促使全球油價噴出，而這也使得全球經濟將可能

陷入停滯性通膨 (stagflation)，而在停滯性通膨可能性大增的論述下，也令實質利率高速收窄，推升國際金價飆破每盎司 2000 美元關口，但展望聯準會 (Fed) 即將進入升息循環，當前的金價正具有嚴重的追價風險。

當前金價看多的論述是，雖然美國 2 月份消費者物價指數 (CPI) 報 7.9% 符合市場預期，並未再次超越市場預估，但由於 3 月份國際油價大漲，故預期未來美國 3 月份 CPI 數據仍可能再次超出市場預期，進一步加深停滯性通膨的可能性，但思考金價後市若只單單考量通膨可能是危險的，因影響金價的因子，還有聯準會的加速緊縮。

聯準會將於 3 月份正式啟動升息循環，預計將升息一碼，且 5 月仍估將再次升息，但這 2 次升息相信市場已經定價，尚未定價的則是 QT 縮表之規模，而在當前美國通膨壓力沉重的市況下，聯準會擴大縮表之力道有可能超越市場預期的每月 600 億美元，而若聯準會縮表規模過大，這將會對實質利率構成負向驚喜 (negative surprise) 的上行壓力。

展望金價後市，確實在高油價的壓力下，美國經濟可能跌入停滯性通膨，但也由於通膨壓力沉重，聯準會政策態度相對亦無法轉向鴿派，估計聯準會將維持鷹派政策，甚至有可能 QT 縮表規模超越市場預期，預計金價格局短線上仍將因高油價而高檔盤整，但上檔空間將因聯準會可能擴大 QT 的預期而受限，金價當前具有嚴重的追價風險。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview

資料日期：2022/3/11

總經分析：

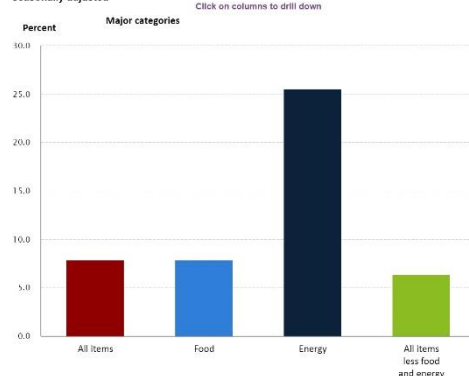
一. 美國 2 月 CPI 符合市場預期，但危險的是 3 月：

美國勞工部 3 月 10 日公布 2 月份消費者物價 (CPI) 指數，年增率創近 40 年來新高，也令美國經濟前景展望進一步轉差，並有可能跌入 1980 年代美國經濟遭遇的通膨上升、經濟成長放緩之雙重威脅。

美國 2 月 CPI 數據：

- 2 月 CPI 年增率報 7.9%，符合市場預期，前值為 7.5%。
- 2 月 CPI 月增率報 0.8%，符合市場預期，前值為 0.6%。
- 扣除能源及通膨後的核心 CPI 年增率報 6.4%，符合市場預期，前值為 6.0%。
- 2 月核心 CPI 月增率報 0.5%，符合市場預期，前值為 0.6%。

12-month percentage change, Consumer Price Index, selected categories, February 2022, not seasonally adjusted



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics.

美國 2 月 CPI 細項報告 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/3/10

美國 2 月 CPI 數據對於市場而言尤為重要，因為這是聯準會 3 月會議之前所要考慮的最後一份通膨報告，但相信即使 2 月 CPI 數據並未再次超越市場預期，聯準會也預計於 3 月升息一碼，並正式啟動本輪的緊縮循環。

而先前市場預期 2 月 CPI 會是美國 2022 年的通膨高點，但美、英兩國針對俄羅斯的能源制裁，已經推動了 3 月份全球油價噴出，故雖然 2 月美國 CPI 未超市場預期，但油價上漲的大部分痛苦，估計需等到 3-4 月才會感受到。

二. 聯準會 3 月會議前瞻，升息一碼已經定價：

聯準會預計在本週美東時間 3 月 16 日下午 2 時公布 3 月利率決議，市場預計將升息一碼，升息二碼的機率則非常微小，但相信聯準會的 3 月升息，金融市場已經完全定價。

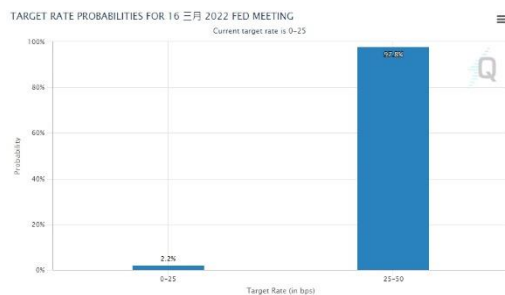
聯準會兩位核心官員近期表示，聯準會應以穩健的步調於 3 月展開升息，聯準會「二把椅」副主席布蘭納德 (Lael Brainard) 近日表示，聯準會 3 月啟動升息是合適的做

法，且市場已適度反映聯準會即將升息之預期。

另外，聯準會「三把椅」、紐約分行主席威廉斯 (John Williams) 近期亦表態支持 3 月升息，威廉斯認為，當前美國經濟強勁，且通膨遠高於 2% 的長期目標，故現在是開始穩定讓利率目標區間回到較正常水準的時機。

布蘭納德和威廉斯都是聯準會決策圈的核心官員，故在 3 月利率會議前夕，兩位官員再次放出前瞻指引，也再次確認引導市場預期充份定價 3 月升息。

據芝商所 (CME) 截至 3 月 13 日最新數據，市場預期聯準會 3 月升息一碼機率達 96.9%、升息二碼機率則為 0%、不升息機率僅為 3.1%；而展望 2022 全年看，當前市場預期 2022 年聯準會全年升息三碼機率報 64.8%，升息四碼機率則大幅降至 28.1%。



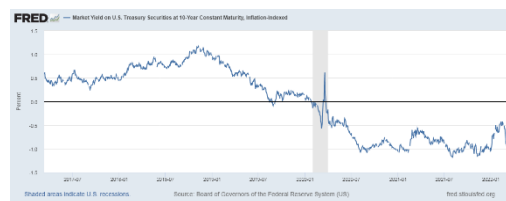
芝商所利率期貨顯示聯準會 3 月升息一碼機率達 96.9%、升息二碼機率則為 0%、不升息機率僅為 3.1% 資料來源：CME 資料日期：2022/3/13

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 11 日最新數據，美債實質利率自 -0.43% 的二年新高降至 -0.88%，主因烏俄戰爭爆發引動市場資金買進美債避險，另外高油價也加深了市場對於全球經濟衰退之憂慮，此二大因素使得 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：2022/3/11

籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 3 月 11 日公布之最新數據顯示，截至 3 月 8 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是大增 10441 口至多單 364618 口，而空單則是減少 6325 口至 90230 口，單週淨多單在多單上揚、空單減少的帶動下，也上升至 274388 口。

當前黃金籌碼面觀察，黃金淨多單水位高速回升，主因是美、英出手制裁俄羅斯原油進口下，導致全球油價噴出，進而令市場對於未來美國經濟、甚至全球前景進入停滯性通膨的疑慮大增。

但考慮到當前黃金淨多單已突破 27 萬口大關，甚至創下一年來新高水平，當前籌碼面上金價多單要再進一步走揚的空間亦開始縮小。

Gold (Mar 11)

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

Long	364618
Change	+10441
Short	90230
Change	-6325
Net Position	274388
Change from last week	+16766

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2022/3/11

展望金價後市，目前金價的利多論述即是「停滯性通膨」，若高油價持續不退，美國經濟確實有可能於 2022 年下半年進入停滯性通膨，但考量到聯準會的緊縮政策也將啟動，故「停滯性通膨」之論述或許未必能夠帶動金價從當前每盎司 2000 美元附近再漲 20% 以上至 2400 美元，故在上檔空間有限的不確定性下，目前金價正有嚴重的追價風險。

黃金展望：

在全球高油價的市況下，黃金受到「停滯性通膨」的論述支撐，故能在每盎司 2000 美元高檔水平附近徘徊，但值得注意的是，這樣的論述似乎並不足以支撐金價進一步飛越 2000 美元太多，甚至來到每盎司 2400 美元，這對金價來說形成上漲空間有限、下跌空間更大的追價風險，因當前金價並未定價入聯準會上半年加速縮表之預期。

聯準會將於 3 月份升息一碼，啟動本輪緊縮循環的第一步，但 3 月和 5 月之升息預期相信已定價入市場之中，故升息不會是影響金價之關鍵，但由於聯準會尚未宣布 QT 縮表之路徑與規模，而考量到美國通膨壓力巨大，故聯準會相當可能加速縮表，並可能超越市場當前預期的每月 600 億美元，以降低市場過剩流動性所造成的通膨動能，而這勢將對金價構成負向驚喜 (negative surprise)。

且由於當前美債 10 年期與 2 年期利差僅剩 25 個基點就陷入倒掛，而該利差在過去美國經濟史上每次出現倒掛後，美國經濟即隨後出現經濟衰退，故在當前利差已接近倒掛的當口，聯準會加速縮表之作法，還能帶動 10 年期美債殖利率走升，故這將有助於利差重新走擴、不至於出現倒掛。

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

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。