OANDA 黃金雙週報

（2022 年 4 月第二期）

<本次亮點>

1. 聯準會 3 月利率會議紀要顯示，預期將以每月最高 950 億美元的速度啟動縮表，且不少票委更暗示 5 月將升息 2 碼，這令 10 年期美債殖利率近期激升至約 2.8%、實質利率大幅收窄至 -0.12%。

2. 美國勞工部公布 3 月消費者物價指數 (CPI) 年增率報 8.5%，雖小幅超越市場預期，但核心 CPI 年增率報 6.5%，卻是低於市場預期，且核心 CPI 月增率則報 0.3%，更是低於市場預期的 0.5%，顯示美國通膨率將高度可能於 3 月觸頂。

3. 展望黃金後市，美國通膨出現觸頂現象，但隨著油價被各國政府釋放戰備儲油所打擊，通膨前景已是趨向溫和，再加上俄烏戰爭正走向後期、實質利率逼近轉正，諸多因子皆顯示金價的前景不僅缺乏催化劑，更有著諸多利空反壓，故金價當前估計已再次陷入「非盤即跌」之格局。

通膨觸頂+緊縮加速，金價將陷「非盤即跌」格局

聯準會 (Fed) 3 月利率會議紀要顯示，預期將以每月最高 950 億美元的速度啟動縮表，且為了壓制 40 年來最嚴重的美國通膨率，不少票委更暗示 5 月將升息 2 碼，這令 10 年期美債殖利率近期激升至約 2.8%、實質利率大幅收窄至 -0.12%，金價再次進入非盤即跌的空方市場。

聯準會 3 月利率紀要指出，只要通膨壓力居高不下，未來聯準會會議將可能適合一次或多次升息 2 碼，同時，聯準會官員普遍同意每月最多縮表合計 950 億美元，這比聯準會先前 2017-2019 年的每月縮表規模 500 億美元高出近一倍。

另外，美國勞工部公布 3 月消費者物價指數 (CPI) 年增率報 8.5%，雖小幅超越市場預期的 8.4%，但扣除掉食物與能源等價格後的核心 CPI 年增率報 6.5%，卻是低於市場預期的 6.6%，且核心 CPI 月增率則報 0.3%，更是低於市場預期的 0.5%，顯示美國通膨率將高度可能於 3 月觸頂。

在美國通膨可望見頂、且聯準會加速緊縮帶動 10 年期美債殖利率連日走高，並一度突破 2.8% 整數大關的雙重影響下，帶動了美債實質利率大幅彈升至 -0.16%，創下自 2020 年 3 月以來新高，為金價的上行空間帶來的絕對壓力。

展望黃金後市，美國通膨出現觸頂現象，但隨著油價被各國政府釋放戰備儲油 (Strategic Petroleum Reserves) 所打擊，通膨前景已是趨向溫和，再加上俄烏戰爭正走向後期、實質利率逼近轉正，諸多因子皆顯示金價的前景不僅缺乏催化劑，更有著諸多利空反壓，故金價當前估計已再次陷入「非盤即跌」之格局。

黃金日線走勢圖　資料來源：tradingview
資料日期：2022/4/12

總經分析：

一.聯準會 3 月紀要大談升息 2 碼、加速縮表：

聯準會公布 3 月會議紀要暗示，預計將以每月最高 950 億美元的速度縮表，並且為了抑制通膨升溫風險，多位票委暗示 5 月將升息 2 碼、甚至 6 月也估將再次升息 2 碼。

縮表方面，聯準會官員普遍認為每月最多縮表 950 億美元是合理的，其中每月估將縮減 600 億美元公債、350 億美元 MBS，這是比上輪聯準會 2017-2019 年每月縮表 500 億美元高出近一倍之水準，顯示本輪聯準會緊縮速度極快。

紀要並顯示，與會官員一致認為，在縮表計畫上取得重大進展，委員會已做好準備，最快在 5 月會議結束後啟動縮表，這也呼應了日前聯準會「二把椅」布蘭納德 (Lael Brainard) 所表示，若要降低美國物價，那麼聯準會就需要在穩步升息的同時大幅縮減資產負債表。

聯準會資產負債表規模 (兆美元)　資料來源：tradingview　資料日期：2022/4/12

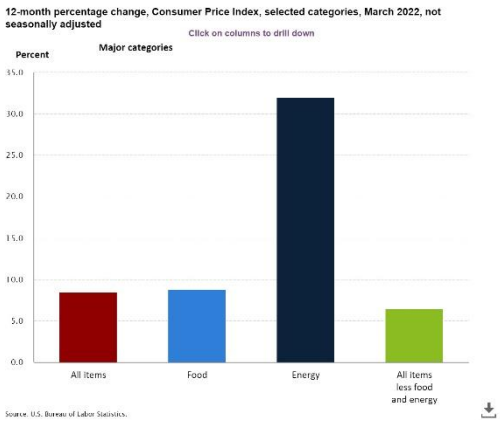
從 3 月紀要觀察，聯準會使用「停止本金再投資」之方式來達成每月縮表 950 億美元之作法，是符合市場預期，而考量到目前聯準會的基準利率是遠遠落後給通膨曲線，故市場尚無法定價的，是除了 5、6 月估將升息 2 碼以外，聯準會還可能在今年下半年的會議上，一舉升息 2 碼幾次。

二.美國 3 月 CPI 暗示通膨將觸頂：

美國勞工部 4 月 12 日公布 3 月消費者物價指數 (CPI) 較去年同期大增 8.5%，略高於市場預期的 8.4%，改寫 1981 年 12 月以來最大增幅。

但值得注意的是，排除食品、能源等波動性較大的項目後，3 月核心 CPI 年增 6.5%，是低於市場預估的 6.6%，且 3 月核心 CPI 月增率則報 0.3%，更低於預期的 0.5%，從核心 CPI 數據觀察，美國通膨正開始出現觸頂跡象。

- 美國 3 月 CPI 年增率報 8.5%，市場預期為 8.4%
- 美國 3 月核心 CPI 年增率報 6.5%，市場預期為 6.6%
- 美國 3 月 CPI 月增率報 1.2%，市場預期為 1.2%
- 美國 3 月核心 CPI 月增率報 0.3%，市場預期為 0.5%



美國 3 月 CPI 各項數據表現　資料來源：U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS　資料日期：2022/4/12

從 3 月 CPI 數據觀察，雖然 3 月 CPI 年增率續創逾 40 年新高，但 3 月核心 CPI 年增率與月增率升幅皆低於預期，再加上近期油價的回落，皆暗示了美國通膨可能已經於 3 月見頂。

一旦美國通膨率在 2022 下半年出現放緩，相信 Fed 未來的緊縮政策，將有望不會如當前預期般激進。

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 4 月 12 日最新數據，美債實質利率自 -1.04% 的波段低點升至 -0.12%，因聯準會釋出 3 月利率紀要後確認了每月 950 美元的高速縮表路徑，導致美債殖利率再次大幅揚升，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：2022/4/12

籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 4 月 8 日公布之最新數據顯示，截至 4 月 5 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 3062 口至多單 324570 口，而空單則小幅增加 8993 口至 79029 口，單週淨多單在多單大減的帶動下，大幅降至 245541 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，且開始加倉先前低配的空單部位，顯示在美債殖利率大漲，帶動實質利率加速走升的場景下，黃金交易員開始對後市感到悲觀。

Gold (Apr 5)	
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：2022/4/12

黃金後市：

聯準會 3 月會議紀要顯示，聯準會預計將以每月縮表 950 億美元的速率啟動縮表，雖然符合市場預期，但仍是比上輪縮表速度還要更快，而高速的縮表速率，也已引爆美債市場持續崩跌、債券殖利率走高。

而另一方面，本輪金價最重要的推升動能「高通膨率」，也似乎開始出現觸頂現象，除了核心 CPI 年增率不再超出市場預期以外，月增率也開始出現大幅放緩，且若再從核心 CPI 中扣除掉交通通膨、航空票價通膨等，事實上美國 3 月通膨率月增率幾乎只剩下不到 0.4%。

但是通膨觸頂，並不代表聯準會很快就可

以減緩緊縮腳步，聯準會需要真實見到美國通膨率開始下降、並低至 2% 長期通膨目標附近，才可望開始放緩升息與縮表步伐，預計這在 2022 上半年仍難以見到，2022 下半年則有機會發生。

展望黃金後市，過去支撐金價不墜的最強論述，即是美國高通膨率將貫穿 2022 全年，但從當前通膨可望觸頂的跡象看，再考慮到 4 月份即將進入去年的通膨高基期，估計通膨率將有望自當前的 8.5% 至年底降至 5.0% 水平附近。

而在上述通膨下降過程的初期，聯準會估將繼續維持加速緊縮之腳步，故綜觀來看，金價的多項利多因子將開始漸漸退去，再伴隨實質利率的走揚，估計金價將開始進入「非盤即跌」之格局。

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/

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。