

## <本次亮點>

1. 聯準會 (Fed) 5 月會議紀要顯示，聯準會打擊通膨的決心並未改變，預計 6、7 月利率會議仍將繼續升息二碼 (50bp)，雖然這僅與市場預期相符，並沒有更多的鷹派驚喜，但考慮到聯準會正進入加速升息的上行軌道，這勢將持續打擊通膨下滑。
2. 美國商務部公布 4 月核心個人消費支出 (Core PCE) 物價指數，4 月核心 PCE 年增率報 4.9%，低於上月的 5.2%，創今年以來最低，月增率則報 0.3%，持平於上月數據，雙雙顯示美國通膨可能已觸頂，並可望逐月回落。
3. 展望金價後市，聯準會將進入加速升息的上行週期，雖然債市已幾乎定價升息預期，但這不代表利率將可能反轉走低，未來美債實質利率的主導因子，將從名目利率轉向通膨預期，故在核心 PCE 通膨率將可望逐步回落的前景下，美債實質利率仍將持續走高，金價仍未改變「非盤即跌」的下行格局。

## 升息加速+通膨觸頂，金價不改非盤即跌格局

聯準會 (Fed) 5 月會議紀要顯示，聯準會打擊通膨的決心並未改變，預計 6、7 月利率會議仍將繼續升息二碼 (50bp)，雖然這僅與市場預期相符，並沒有更多的鷹派驚喜，但考慮到聯準會正進入加速升息的上行軌道，這勢將持續打擊通膨下滑，這也是當前聯準會緊縮政策的唯一目的，故美

債實質利率將有望繼續走高，金價仍未改變「非盤即跌」的下行格局。

聯準會 5 月會議紀要顯示，所有 FOMC 票委再次強調控制通膨是目前聯準會的首要任務，並且有決心要壓制長期通膨回到 2.0% 目標，因此，FOMC 票委認為應繼續加速升息，並開始縮減當前高達 8.9 兆美元的資產負債表，大部分 FOMC 票委預計，在接下來的幾次會議中，每次二碼是合適的；本次 5 月份紀要內容，與聯準會主席鮑爾 (Jerome Powell) 在 5 月 4 日演講的表態相符。

另外，美國商務部公布 4 月核心個人消費支出 (Core PCE) 物價指數，此數據是聯準會重點關注的通膨指標，4 月核心 PCE 年增率報 4.9%，低於上月的 5.2%，創今年以來最低，月增率則報 0.3%，持平於上月數據，不論是年增率或是月增率增速，皆雙雙顯示美國通膨可能已觸頂，雖然核心 PCE 通膨率下降的速度仍可能較慢，但通膨下降趨勢已是十分明確。

展望金價後市，聯準會正進入加速升息的上行週期，繼 5 月升息二碼之後、6 月與 7 月亦估計將升息二碼，雖然債市相信已完全定價 6、7 月的升息預期，再加上核心 PCE 通膨率的觸頂緩降，在名目利率維持高點，但通膨預期正逐漸走低的雙向變動下，影響金價的關鍵實質利率將高機率持續走揚，故當前金價仍未脫離「非盤即跌」的下行趨勢。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview  
資料日期：2022/5/27

## 總經分析：

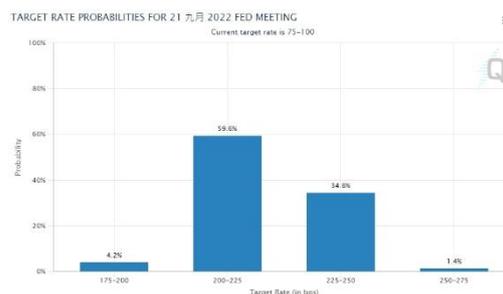
### 一.聯準會升息加速，打擊通膨為首要目標：

聯準會 5 月利率會議紀要顯示，所有 FOMC 與會者再次肯定了需要採取必要的措施來控制通膨，FOMC 應迅速加速升息，並且縮減資產負債表，大部分與會者認為，在接下來的幾次會議中，每次升息二碼是合適的；本次紀要內容與主席鮑爾先前在 5 月 4 日演講中的表述相符。

另外，紀要透露，FOMC 委員會與市場的溝通，有效地調整了市場對於聯準會未來政策走向的預期，這使得市場預期與聯準會對政策前景的評估保持一致，可以看到，5 月 17 日，聯準會主席鮑爾在於華爾街日報 (WSJ) 的訪談中再次提到，聯準會需要看到通膨實質性的回落，而不是小幅的變動，因此聯準會很有可能在 6 月和 7 月的會議中，各升息二碼。

而據芝商所 (CME) 截至 5 月 27 日最新數據，當前利率市場已充份定價 6、7 月仍將升息二碼之預期，但值得注意的是，聯準會 9 月是否仍將升息二碼，市場仍有較大的爭辯。

CME 數據顯示，利率市場交易員對於聯準會 9 月升息一碼之預期機率為 59.6%，預期升息二碼之機率則為 34.8%，顯示市場並未充分定價 9 月升息預期，市場共識存在顯著分歧，但這部分可以理解市場的考量，因目前距離 9 月仍然相當遙遠，聯準會若未能在 6、7 二個月見到通膨更為大幅度的回落，屆時才可能繼續升息二碼。



芝商所利率期貨顯示聯準會 9 月升息一碼之預期機率為 59.6%，預期升息二碼之機率則為 34.8% 資料來源：CME 資料日期：2022/5/27

目前，市場預期聯準會利率將在 2022 年底達到 2.5-2.75% 區間，約落在聯準會估算的中性利率水平 2.5-3.0%，這反映了市場對升息路徑比較激進的預期，而考量到 2022 下半年美國通膨年增率估將緩慢回落，故相信升息預期將維持穩定，聯準會不至於在一場會議上採取升息三碼之激進舉措。

美債利率後市看，短期內由於市場擔憂美國經濟可能進入衰退，故市場對於美債的避險需求較強，這使得殖利率在短期內仍有小幅下行空間，但中、長期看，鑒於聯準會貨幣政策維持緊縮狀態，預計將支撐美債殖利率在 2.7-3.1% 區間震盪。



10 年期美債殖利率走勢圖 資料來源：tradingview 資料日期：2022/5/27

### 二.美國 4 月核心 PCE 顯示，通膨高機率已觸頂：

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

美國公布 4 月個人消費支出 (PCE) 指數顯示，顯示消費者的支出意願仍高，但通膨升幅已見到趨緩，且不僅核心 PCE 年增率還創下新年新低，月增率持平於上月，皆未再見到顯著增長，相信美國核心 PCE 通膨率以大機率於 4 月觸頂，5、6 月可望逐月走低。

### 美國 4 月 PCE 細項數據：

- 4 月 PCE 年增率報 6.3%，略高於市場預期的 6.2%，但比前月 6.6% 大幅下降。
- 4 月 PCE 月增率報 0.9%，略高於市場預期的 0.8%，但比前月 1.1% 大幅下降。
- 4 月核心 PCE 年增率報 4.9%，合於市場預期，亦比前月 5.2% 大幅下降。
- 4 月核心 PCE 年增率報 0.2%，合於市場預期，創下自 2021 年夏天以來的最小增速。

	2021				2022			
	Dec.	Jan.	Feb.	Mar.	Apr.			
Percent change from preceding month								
Personal income:								
Current dollars	0.5	0.1	0.6	0.5	0.4			
Disposable personal income:								
Current dollars	0.3	-0.9	0.5	0.4	0.3			
Chained (2012) dollars	-0.2	-1.4	0.0	-0.5	0.0			
Personal consumption expenditures (PCE):								
Current dollars	-0.9	2.1	0.6	1.4	0.9			
Chained (2012) dollars	-1.4	1.5	0.1	0.5	0.7			
Price indexes:								
PCE	0.5	0.5	0.5	0.9	0.2			
PCE, excluding food and energy	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3			
Percent change from month one year ago								
PCE	5.8	6.0	6.3	6.6	6.3			
PCE, excluding food and energy	4.9	5.1	5.3	5.2	4.9			

美國 4 月 PCE 細項報告 資料來源：U.S. Bureau of Economic Analysis 資料日期：2022/5/27

美國 4 月 PCE 報告顯示，美國通膨率很可能已經觸頂，雖然短期內 PCE 增速仍難見到大幅回落，但相信已不致再迭創新高。

另外，從美國大型零售股如沃爾瑪 (WMT)、目標百貨 (TGT)、好市多 (COST) 等財報數據顯示，電視機、家具和其他家居用品的庫存正不斷增加，因為消費者支出

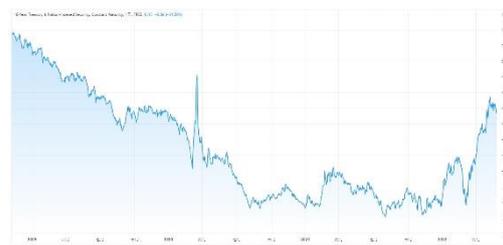
已受到高漲的通膨率所排擠，導致了民眾消費意願出現下滑。

未來幾個月，美國零售商們可能不得不依賴打折來清空庫存，而隨著上海疫情解封，中國供應鏈問題正得到解決，故這也將幫助汽車製造商順利提高產量，這兩種趨勢都有助於降低商品價格，並對通膨構成壓抑效果。

### 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 5 月 27 日最新數據，美債實質利率報 0.13%，反映市場對於美國經濟的擔憂，使得市場資金進入美債市場避險，進而壓低了美債殖利率，而雖然美債殖利率估將於 2.7-3.1% 區間震盪，但考量美國 PCE 通膨率已見觸頂，故實質利率將會因通膨走低而延續上行格局。



美債實質利率 資料來源：tradingview 資料日期：2022/5/27

### 籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 5 月 27 日公布之最新數據顯示，

截至 5 月 24 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週小幅削減 809 口至多單 282202 口，而空單則是出現獲利了結潮，空單對比上週是減少 9262 口至 98389 口，黃金單週淨多單在多單小幅減少、空單大幅獲利了結的雙向影響下，淨多單回升至 183813 口。

當前黃金籌碼面觀察，雖然淨多單站回了 18 萬口的整數關卡，但多軍做多意願仍是相當低迷，淨多單走升主要是因為空單削減所致，而在空單獲利了結之後，只要金價出現反彈，那麼空軍即大機率將重新建倉空單，故在多軍只願意採取觀望態度之下，目前金價仍是空方市場為主導。

Gold (May 27)	
Long	282202
Change	-809
Short	98389
Change	-9262
Net Position	183813
Change from last week	+8453

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC  
資料日期：2022/5/27

## 黃金展望：

聯準會 5 月會議紀要顯示，FOMC 委員會們對於打擊通膨的決心並未改變，6、7 月利率會議估將再次升息二碼，但市場對此已有所定價，故下半年影響金價的關鍵，將是核心 PCE 通膨率緩慢回落，進而帶動實質利率走高後，繼續壓低黃金價格。

據 CME 數據顯示，市場預期聯準會利率走廊將在 2022 年底升抵 2.5-2.75% 區間，約落在聯準會估算的中性利率 2.5-3.0% 區間，反映市場對於升息路徑比較激

進的預期已出現定價，升息預期對於美債殖利率的刺激已來到一定程度的高位，且在美國經濟可能跌入衰退的預期下，美債市場估將持續獲得市場的避險需求，故 10 年期美債殖利率估在 2.7-3.1% 區間震盪。

下半年看，美國通膨結構估將以食品為主，因俄烏衝突導致國際糧價大漲，且印度、阿根廷、印尼等國對小麥、大豆油的禁運，故預計食品價格在下半年仍有上行空間；但下半年服務類通膨方面，則可望出現持續性回落，因聯準會升息對消費需求的抑制將逐漸收效，這能緩解薪資增速，另外，房屋需求回落將壓降租房價格，預計房租對通膨的影響也將趨弱。

在基準情形的預測下，預計美國第二季核心 PCE 月增率仍將維持高位，這將支撐核心 PCE 年增率增速在 5、6 月維持在 4.5% 以上的高檔水平，但下半年看，PCE 通膨月增率將有望持續性地緩步回落，並引導核心 PCE 年增率至年底時降至 4.5% 下方。

展望黃金後市，聯準會將於 5、6、7 月進入加速升息的上行週期，雖然債市已幾乎定價升息預期，但這不代表利率將可能反轉走低，利率估將持續撐在高檔，而美債實質利率的主導因子，也將從名目利率轉向通膨預期，故在核心 PCE 通膨率將可望逐步回落的前景下，美債實質利率仍將持續走高，金價仍未改變「非盤即跌」的下行格局。

## 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。