

<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」的下跌趨勢。



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

總經分析：

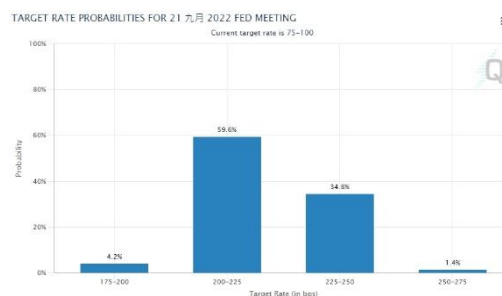
一.聯準會升息加速，打擊通膨為首要目標：

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								
Price indexes:								
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，但相信已不致再送創新高。

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

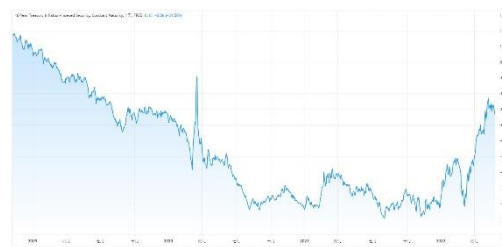
已受到高漲的通膨率所排擠，導致了民眾消費意願出現下滑。

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。