

## <本次亮點>

1. 美國近日公布 6 月重要經濟數據，包括 6 月非農就業報告以及消費者物價指數，雙雙皆是超越市場預期，這將繼續給予聯準會升息抗通膨的理由，相信聯準會 7 月 26-27 日的 FOMC 利率決議，升息三碼 (75BP) 已是完全定價，升息四碼 (100BP) 亦相當有可能發生。
2. 美國 6 月新增非農大超預期、失業率連續 4 個月維持在 3.6% 的歷史低位，並距離自然失業率 4.0% 仍有一段不短的距離，而 6 月就業貢獻最主要的是休閒和酒店業等服務業，顯示美國勞動力市場仍是非常強勁，並提供聯準會繼續升息的強勁支撐。
3. 展望黃金後市，預計美國通膨率將於 6 月觸頂，因原物料、油價已在 7 月大幅走弱，但預計通膨率在 2022 年底仍將落在 5.0% 以上，而在利率續升與通膨緩降的一來一往之間，美債實質利率的上行趨勢是上並未改變，這將持續對金價構成非盤即跌的打擊。

## 通膨觸頂助實質利率上行，金價未改下行趨勢

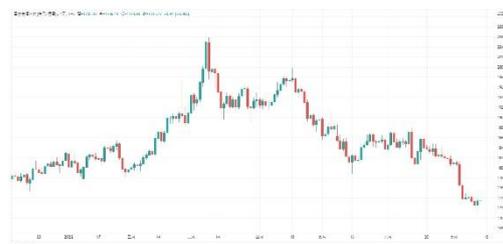
美國近日公布 6 月重要經濟數據，包括 6 月非農就業報告以及消費者物價指數，雙雙皆是超越市場預期，但非農報告表現優異和 CPI 通膨率高於市場預期，這將繼續給予聯準會 (Fed) 升息抗通膨的理由，相信聯準會 7 月 26-27 日的 FOMC 利率決議，升息三碼 (75BP) 已是完全定價，升

息四碼 (100BP) 亦相當有可能發生，而升息預期的再次增溫，仍不利於金價後市上漲。

數據上看，美國 6 月新增非農大超預期、失業率連續 4 個月維持在 3.6% 的歷史低位，並距離自然失業率 4.0% 仍有一段不短的距離，而 6 月就業貢獻最主要的是休閒和酒店業等服務業，顯示美國勞動力市場仍是非常強勁，美國經濟過快衰退的擔憂有所降溫，同時也提供了聯準會繼續升息的強勁支撐。

另一方面，美國 6 月 CPI、核心 CPI 通膨率是大幅超出市場預期，但通膨已有觸頂現象，但仍估計通膨將出現緩降、並非急降，因從 CPI 結構細項觀察，扣除掉能源、食品價格後的其他項目，包括房租、保險、運輸服務等項目，皆是維持高檔，這彰顯了美國的通膨結構已自先前的商品通膨 (Commodity inflation) 轉向自服務通膨 (Services inflation)。

展望黃金後市，預計美國通膨率將於 6 月觸頂，因原物料、油價已在 7 月大幅走弱，故 7 月 CPI 數據估將有所好轉，雖然原物料商品通膨已轉至服務業通膨，但油價的下跌仍有助於通膨觸頂緩降，但預計通膨率在 2022 年底仍將落在 5.0% 以上，而在利率續升與通膨緩降的一來一往之間，美債實質利率的上行趨勢是上並未改變，這將持續對金價構成非盤即跌的打擊。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview

資料日期：2022/7/13

## 總經分析：

### 一.美國 6 月非農強勁，支持聯準會 7 月升息四碼：

美國 6 月新增非農就業 37.2 萬人，略低於前值 39 萬人，但大幅高於預期值 26.8 萬人，失業率連續 4 個月維持在 3.6%，接近疫情前歷史低點，也持續低於聯準會設定的 4% 自然失業率，指向美國就業市場依然強勁。

另外，6 月勞動參與率為 62.2%，低於預期值 62.4% 和前值 62.3%，較疫情前低 1.2%；平均時薪月增率 0.3%，較前三個月小幅回落，但仍處於較高水平，顯示薪資通膨的螺旋效仍是存在。

#### 美國 6 月非農數據細項：

- 非農新增就業報 37.2 萬人，預期 26.8 萬人，前值自 39 萬人下調至 38.4 萬人
- 失業率報 3.6%，預期 3.6%，前值 3.6%
- 平均每週工時報 34.5 小時，預期 34.6，前值 34.5 小時
- 平均每小時薪資年增率報 5.1%，預期 5.0%，前值 5.3%
- 平均每小時薪資月增率報 0.3%，預期 0.3%，前值 0.4%
- 勞動參與率報 62.2%，預期 62.3%，前值 62.3%



美國失業率表現 資料來源：tradingview

資料日期：2022/7/13

報告顯示，美國 6 月非農就業新增 37.2 萬人，遠超預期的 26.8 萬人，稍遜於 5 月的 39 萬人，這不僅是非農新增就業人數成長連續第三次超出預期，也是自今年 2 月以來超出預期幅度最大的一次。

這也意味著，市場仍然擔心經濟出現衰退，但勞力需求依然堅挺，目前美國就業總人數僅比 2020 年 2 月創下的歷史新高低 52.4 萬人，而按照 6 月的就業增長速度，這一差距估計將在 8 月追平。

另外，今年 4 月和 5 月資料同時下修，4 月非農新增就業人數從 43.6 萬人下調至 36.8 萬人；5 月非農新增就業人數從 39 萬人下調至 38.4 萬人，而修正後，4 月和 5 月的新增就業人數總和較此前報告要低 7.4 萬人。

失業率連續 4 個月持平在 3.6%，符合市場預期，接近 50 多年來的最低水準；勞動力參與率為 62.2%，略低於預期的 62.4% 和前值 62.3%，值得一提的是，6 月就業不足率達到 6.7%，這是有記錄以來最低水準。

### 二.美國 6 月 CPI 再超市場預期，但高機率已觸頂：

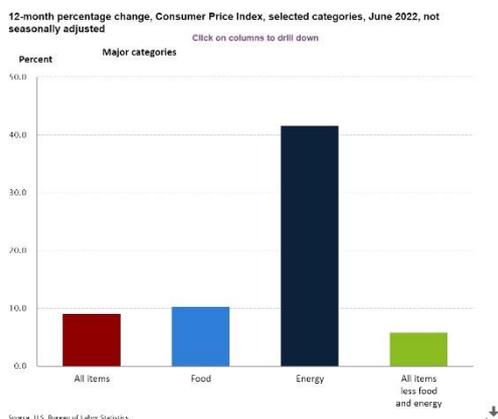
美國勞工部公布 6 月消費者物價指數 (CPI) 比去年同期勁增 9.1%，續刷逾 40 年來新高，排除糧食和能源成本的 6 月核

心 CPI 年增率也高達 5.9%，兩者分別高於市場預期的 8.8% 與 5.7%，顯示通膨仍持續加速升溫，不僅讓消費者面臨更沉重的物價壓力，美國經濟也受到影響。

另外，此次 CPI 月增率 1.3%，創 2005 年以來新高，年增率達 9.1%，創 1981 年底以來最大漲幅。

### 美國 6 月 CPI 數據細項：

- 6 月 CPI 年增率報 9.1%，高於市場預期的 8.8%，高於前值 8.6%。
- 6 月 CPI 月增率報 1.3%，高於市場預期的 1.1%，高於前值 1.0%。
- 6 月核心 CPI 年增率報 5.9%，高於市場預期的 5.7%，低於前值 6.0%。
- 6 月核心 CPI 月增率報 0.7%，高於市場預期的 0.6%，高於前值 0.6%。



美國 6 月 CPI 數據細項 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/7/13

CPI 細項指數看，細項指數出現大幅惡化的跡象，包括能源、運輸服務、汽車保險、汽車維修、房租等價格，持續揚升；另外，醫療保健的服務類價格，也持續反映高昂的人力成本而上升。

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

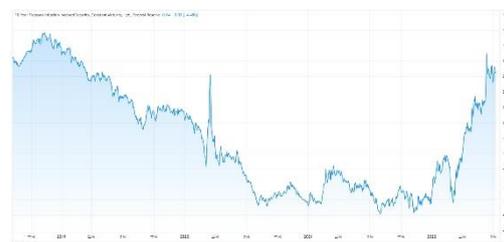
美國物價普遍全面上揚，其中汽油價格較上月成長 11.2%，遠超其他類別，儘管近幾周油價不斷下跌，另外包括電力、天然氣在內的能源服務價格上漲 3.5%，也創下 2006 年以來最大漲幅。

美國 6 月 CPI 數據全面超越市場預期，再創 1981 年底以來的新高水平，相信 7 月聯準會升息四碼 (100BP) 的預期，將開始在華爾街內形成新的論述。

### 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 7 月 13 日最新數據，美債實質利率已升抵 0.64%，持續維持在 2019 年 5 月以來的新高水平，顯示在聯準會的鷹派緊縮下，美債實質利率已大幅走揚，而 2022 下半年通膨觸頂訊號已經出現，故實質利率仍有進一步的擴張空間。



美債實質利率 資料來源：tradingview 資料日期：2022/7/13

### 籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會

(CFTC) 7 月 8 日公布之最新數據顯示，截至 7 月 5 日當週，黃金非商業性持倉(投機性部位) 多單量對比上週是小幅減少 906 口至多單 267806 口，而空單則是大增 11127 口至 122146 口，單週淨多單在多單減少、空單大增的影響下，淨多單大幅降至 145660 口，宣告跌破 15 萬口整數大關。

當前黃金籌碼面觀察，黃金交易員已大舉佈建了黃金空單，空單量高達逾 12 萬口，但相信空單量還有進一步上升之空間，惟要注意在空單走升的壓力下，多單爆發多殺多之壓力。

Gold (July 5)	
Long	270356
Change	+897
Short	95088
Change	-1782
Net Position	175268
Change from last week	+2679

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC  
資料日期：2022/7/5

## 黃金展望：

美國 6 月 CPI 數據雖然全面超出市場預期，但考量到油價、原物料價格、食品價格在 7 月內下跌幅度頗深，故合理預期，美國通膨率高機率已在 6 月觸頂，而 7 月則將開始見到緩降，但並非急降，因美國通膨率也已出現結構性轉變，自原先的商品通膨轉向服務通膨，這令聯準會肩上仍有著沉重的打擊通膨壓力，不利金價後市上漲。

雖然美國通膨出現見頂訊號，但壓力仍舊十分沉重，而強勁的 6 月非農報告，相信

將持續成為聯準會維持高速升息的重要基礎，因在高速升息之下，美國勞動力市場還未爆發失業潮，失業率持續停在歷史低檔區 3.6%，故顯示聯準會仍有升息打通膨的政策空間存在。

展望黃金後市，考慮到通膨觸頂緩降，再加上聯準會的升息預期持續高昂，故在兩者預期的一來一往之間，美債實質利率估計仍有不小的上行空間，因油價、原物料的下跌幅雖然有助於通膨緩降，但預計美國通膨率在 2022 年底前仍將落在 5.0% 以上，這將令聯準會難以轉鴿降息，故在實質利率可望進一步走擴的前景下，金價仍不改非盤即跌之格局。