

## <本次亮點>

1. 美國公布 8 月 CPI 報告，無論是 CPI 或是扣除掉能源與食品價格的核心 CPI，皆是全面超出市場預期，因服務類的 CPI 數據已出現「黏性」，這對 CPI 形成堅固支撐，並使得 CPI 下行速率低於預期，而本次 8 月份的 CPI 數據，相信將推動聯準會點陣圖於 9 月份擴大上移。
2. 從 8 月 CPI 數據觀察，雖然能源類價格大幅走低，成為幫助 CPI 降溫的重要助力，但是服務業 CPI 如房租、服飾、新車售價等核心類的 CPI 項目卻仍是高檔不墜，甚至比 7 月份的 CPI 漲幅有所擴張，這也令人憂慮，若未來進入冬季後油價開始上攻，那麼 CPI 有可能持續僵固在高檔水平。
3. 展望黃金後市，在聯準會可能於 9 月份利率會議上大幅上修點陣圖路徑的預期下，相信美債實質利率突破 1.0% 的整數大關已是箭在弦上，而若實質利率突破 1.0% 關口，那麼實質利率就將創下自 2018 年底來的最高水平，這對金價也無疑是一大重擊，預計金價有機會進一步下探至每盎司 1600 美元水平。

## 美國 CPI 出現服務黏性，聯準會點陣圖勢將上移

美國公布 8 月消費者物價指數 (CPI) 報告，無論是 CPI 或是扣除掉能源與食品價格的核心 CPI，皆是全面超出市場預期，

且 CPI 報告細項顯示，即使油價已經大幅自每桶 100 美元上方回跌，但幫助 CPI 降溫的程度依然有限，因服務類的 CPI 數據已出現「黏性」，這對 CPI 形成堅固支撐，並使得 CPI 下行速率低於預期，而本次 8 月份的 CPI 數據，相信將推動聯準會 (Fed) 點陣圖於 9 月份擴大上移，這將顯著不利於金價後市。

從 8 月 CPI 數據觀察，雖然能源類價格大幅走低，成為幫助 CPI 降溫的重要助力，但是服務業 CPI 如房租、服飾、新車售價等核心類的 CPI 項目卻仍是高檔不墜，甚至比 7 月份的 CPI 漲幅有所擴張，這也令人憂慮，若未來進入冬季後油價開始上攻，那麼 CPI 有可能持續僵固在高檔水平。

8 月 CPI 報告對市場信心來說無疑是一個巨大的負面衝擊，因為通脹比原先預期的更加難以控制，這意味著聯準會將會繼續大幅升息來抑制通脹，這沖淡了市場對聯準會可能在短期內轉向鴿派的希望，甚至聯準會還可能進一步於 9 月份上修利率意向點陣圖 (Dot Plot)，不僅 9 月可能暴力升息 4 碼來回應更具有黏性的服務性通脹，預估至 2022 年底的基準利率，或將升至 4.00-4.25% 區間，正式突破 4% 的心理關口。

展望黃金後市，在聯準會可能於 9 月份利率會議上大幅上修點陣圖路徑的預期下，10 年期美債殖利率有望進一步上攻、甚至挑戰 4.0% 關口的機率已大幅增加，故在名目利率又再次可能加速上移的壓力下，相信美債實質利率突破 1.0% 的整數大關已是箭在弦上，而若實質利率突破 1.0% 關口，那麼實質利率就將創下自 2018 年底來的最高水平，這對金價也無疑是一大重擊，預計金價有機會進一步下探至每盎司 1600 美元水平。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview  
資料日期：2022/9/13

## 總經分析：

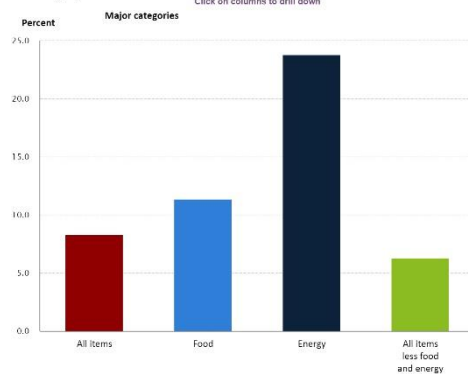
### 一.美國 8 月 CPI 全面大超市場預期：

美國公布 8 月 CPI 年增率報 8.3%，較前值 8.5% 小幅回落，但高於市場預期的 8.1%；另外排除食品和能源成本的 8 月核心 CPI 年增率報 6.3%，略高於市場預期的 6.1% 與前值 5.9%，兩項通膨指標雙雙高於預期，這不僅讓聯準會的升息壓力更為沉重之外，甚至聯準會貨幣政策轉向的時間點，又將再次向後遞延。

#### 美國 8 月 CPI 報告細項：

- 8 月 CPI 年增率報 8.3%，預期 8.1%，前值 8.5%。
- 8 月 CPI 月增率報 0.1%，預期 -0.1%，前值 0.0%。
- 8 月核心 CPI 年增率報 6.3%，預期 6.1%，前值 5.9%。
- 8 月核心 CPI 月增率報 0.6%，預期 0.3%，前值 0.3%。

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



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics.

美國 CPI 分項數據 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/9/13

8 月整體能源價格指數月減 5%，創下 2020 年 4 月以來最大降幅，其中汽油價格指數月減 10.6%，燃油價格則下跌 5.9%，而在燃油價格下跌的推動下，機票價格月減 4.6%。

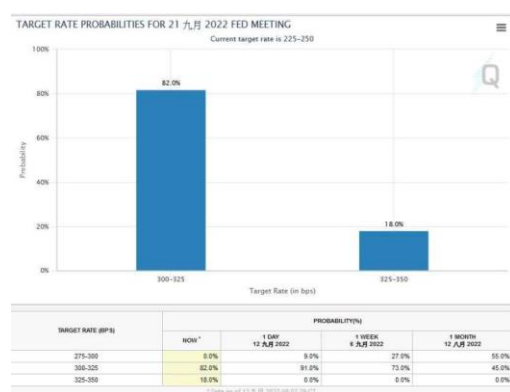
另一方面，8 月食品價格指數成長 0.8%，7 月漲幅為 1.1%，主要受到家庭以外食品價格推動。按年來看，食品價格指數 8 月年增 11.4%，創 1979 年 5 月以來最大漲幅，其中家庭食品指數上漲 13.5%，創 1979 年 3 月以來最大漲幅。

與此同時，住房成本繼續增加，8 月住房指數月增 0.7%，高於 7 月的 0.5%，8 月租金指數上漲 0.7%，業主等效租金 (OER) 上漲 0.7%；而按年來看，住房價格指數上漲 6.24%，較 7 月的 5.69% 大幅成長，創 1990 年 8 月以來新高。與此同時，租金通膨率升至 6.74%，創有紀錄以來新高。

其他方面，8 月醫療價格指數也有所攀升，月增 0.7%，高於 7 月的 0.4%，而新車、汽車保險與維修的價格有所成長，二手車與卡車價格延續近期跌勢。

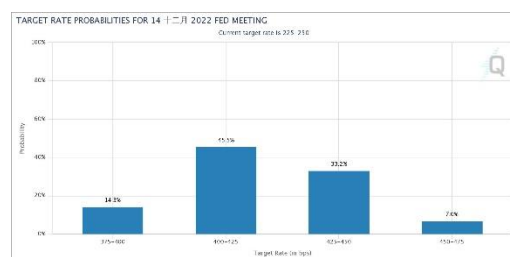
## 二.通膨壓力巨大，市場定價聯準會點陣圖再次上移：

在美國 8 月 CPI 數據於 9 月 13 日公布後，當日芝商所 (CME) 的 FedWatch 工具顯示，聯準會在 9 月升息三碼 (75bp) 的機率報 67%，甚至升息四碼 (100bp) 的機率也攀升至 33%，而升息二碼 (50bp) 的機率則是被完全消滅至 0%。



CME 利率市場預期 9 月升息三碼之機率為 67%、升息四碼機率為 33.0% 資料來源：CME 資料日期：2022/9/13

不僅如此，市場更重新定價至 2022 年底，聯準會估升息至 3.75-4.00% 區間機率僅為 14.3%、升息至 4.00-4.25% 區間的機率為 45.5%、至 4.25-4.50% 區間機率為 33.2%、至 4.50-4.75% 區間機率則為 7.0%。



CME 利率市場預期年底利率升抵 4.00-4.25% 區間之機率為 45.5%、升抵 4.25-4.50% 區間之機率為 33.2% 資料來源：CME 資料日期：2022/9/13

CME 利率期貨定價反映了利率交易員預期，聯準會在 2022 年 12 月利率會議後，估將至少將利率升抵 4.00-4.25% 大關，利率估計將應聲飛越 4.0% 的心理關口，鷹派升息的腳步估計在 4Q22 仍舊不會停歇。

利率預期再度出現顯著拉升，這一切歸因於 8 月核心 CPI 出乎意料的強勁，因市場此前多數認為，一旦油價出現下跌之後，這也將帶動其他物價下滑，但 8 月 CPI 數據出爐後並非如此，這表明薪資增長如今已成為通膨的頭號推手。

## 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 9 月 13 日最新數據，美債實質利率已大幅反彈至 0.95%，這主要由於市場正在重新訂價聯準會 9 月釋出的點陣圖，勢將向上推升 2022 年底的終點利率，故美債名目利率的上行空間又再次可能向上擴大，這也使得實質利率相當有機會突破 1.0% 大關，而若實質利率破了 1.0% 關口，那麼這也將創下自 2018 年底來的最高水平。



美債實質利率 資料來源：tradingview 資料日期：2022/9/13

## 籌碼分析：

(CFTC) 9月9日公布之最新數據顯示，截至9月6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3787口至多單231527口，而空單則是大增10090口至127670口，單週淨多單在多單減少、空單大增的帶動下，淨多單直逼10萬口整數大關。

當前黃金籌碼面觀察，空軍正在空單上大舉集結，但另一方面多軍的多單下降力道仍然太小，這使得如果聯準會於9月確定上修點陣圖，以進一步拉高市場對於2022年底、甚至2023年初的終點利率預期，那麼多軍即可能出現多殺多的恐慌賣壓。。

Gold (As of Sep 6)	
Long	231527
Change	-3787
Short	127670
Change	+10090
Net Position	103857
Change from last week	-13877

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC  
資料日期：2022/9/9

## 黃金後市：

美國8月CPI數據清楚表明，通膨結構已自先前的商品通膨(Commodity inflation)轉移至服務通膨(Services inflation)，且服務通膨更已出現「黏性」，這支撐著美國無論是CPI或是核心CPI仍是高檔不墜，CPI的下行速度是大幅低於市場預期，這也折射出在通膨確實降溫之前，若要期待聯準會貨幣政策由鷹轉鴿，勢必還有一段很長的路要走。

OANDA 官方網站  
<https://www.oanda.com/bvi-ft/>  
<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

由於聯準會先前已多次表示，高度擔憂潛在的薪資物價螺旋式上漲(wage-price spiral)，而從8月CPI結構來看，聯準會的擔憂很可能已經成真，而面對更難以處理的服務通膨「黏性」，聯準會只能透過更強大的升息壓力來擊潰市場需求，並觸發失業率進一步走強後，令美國經濟消費力道降溫，以拔除服務通膨的黏性。

再考量到美國8月油價顯著下跌，但卻並未幫助到CPI降溫，這也對4Q22的CPI前景構成嚴重風險，因今年冬天歐洲可能出現嚴重的能源危機，若歐洲的天然氣備氣量不足以度過寒冬，那麼歐、美油氣的上漲壓力勢將再次浮現，而服務通膨又無法於冬天之前出現降溫，那麼4Q22進入冬天之後，美國CPI通膨率很可能出現失控。

展望黃金後市，為了避開4Q22冬天的通膨壓力，且要在冬天之前加速拔除服務通膨的黏性，估計聯準會不僅將在9月跨大腳步升息，9月點陣圖也勢將大幅上移，以進一步擴大墊高市場的升息預期，甚至可能在2023上半年還將繼續升息，而名目利率的上行格局再次打開，實質利率相當有機會突破1.0%的整數大關，這對金價來說將是巨大利空，預計金價將有機會下探每盎司1600美元。

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。