

<本次亮點>

1. 由於美國勞動力市場仍舊緊俏，使得薪資通膨黏性難以降溫，這逼使聯準會在 11 月利率會議升息三碼後，仍不願意鬆口未來終點利率的落點，暗示終點利率可能更高，這部分消滅了華爾街一些分析師先前預期聯準會的 terminal rate 可能只會升到最高 5% 水平的論述。
2. 聯準會關注的勞動力市場指標 JOLTs 職位空缺數，在最新的 9 月份職位空缺報 1071.1 萬人，大超市場預期的 975 萬人，其中細項看，休閒、餐飲、建築、運輸、專業暨商業服務、教育、醫療保健等產業，職位數持續開出、並未見到職位減少之跡象。
3. 展望黃金後市，由於美國勞動力市場仍舊緊俏，聯準會仍舊嚴峻面臨到新資增長所帶動的螺旋式通膨，故仍無法設定最終的終點利率之落點，雖然聯準會未來有可能進一步減緩升息，但這不代表升息週期的結束，而這也將令金價將會繼續在實質利率走升的環境下承壓，短期難見反轉的可能。

聯準會再現鷹姿，金價短期難見反轉跡象：

由於美國勞動力市場仍舊緊俏，使得薪資通膨黏性難以降溫，這逼使聯準會 (Fed) 在 11 月利率會議升息三碼後，仍不願意鬆口未來終點利率 (terminal rate) 的落點，暗示終點利率可能更高，這部分消滅了華爾街一些分析師先前預期聯準會的 terminal rate 可能只會升到最高 5% 水

平的論述，而利率預期具有繼續上行的不確定性，相信將令金價後市繼續承壓。

聯準會關注的勞動力市場指標 JOLTs 職位空缺數，在最新的 9 月份職位空缺報 1071.1 萬人，大超市場預期的 975 萬人，其中細項看，休閒、餐飲、建築、運輸、專業暨商業服務、教育、醫療保健等產業，職位數持續開出、並未見到職位減少之跡象；而有職位減少的產業，分別為金融、批發、耐久財等產業，但減幅都不大，顯示當前整體美國勞動市場的需求，還是非常火熱。

9 月份的 Job opening 雖然是一份落後數據 (lagging data)，但這仍然驗證了美國企業提前招聘的季節性行為，也符合先前非農報告給出的勞動力市場描述，再進一步考慮到美國已經進入 4Q22 的消費旺季，這樣勞動力市場缺工的狀況顯然不會緩解，這將導致 4Q22 美國服務性通膨黏性更嚴重，主要來自於薪資增長的壓力。

展望黃金後市，由於美國勞動力市場仍舊緊俏，聯準會仍舊嚴峻面臨到新資增長所帶動的螺旋式通膨 (Price/wage Spiral)，而在美國勞動力市場尚未回歸正常化的前景下，聯準會相信將仍無法設定最終的終點利率 (terminal rate) 落點，雖然聯準會未來有可能進一步減緩升息，但這不代表升息週期的結束，而這也將令金價將會繼續在實質利率走升的環境下承壓，短期難見反轉的可能。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2022/11/3

總經分析：

一.聯準會鷹派態度強勢，堅持後照鏡式 Backward-looking 政策框架：

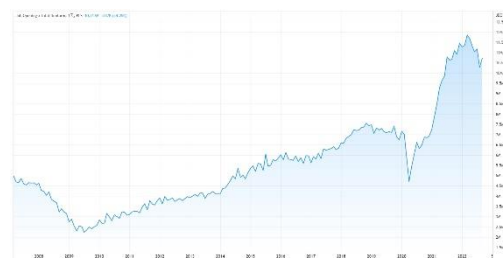
聯準會 11 月會議宣布升息三碼，將基準利率升至 3.75-4.00% 區間，符合市場預期，但超乎市場預期的是，聯準會仍未鬆口點陣圖終點利率 (terminal rate)「是否再次上移」，暗示未來終點利率的高點很可能再次進一步升高，這部分消滅了華爾街一些分析師先前預期聯準會的終點利率 (terminal rate) 預估只會升到 5% 水平的論述。

聯準會在本次會議上，繼續強調強烈的鷹派態度，這主要是針對緊俏的勞動力市場供需作出回應，甚至主席鮑爾 (Jerome Powell) 再次於本次會議的記者會上提及「Jobs openings」的重要性和鷹派態度，還超越了之前 7 月、9 月會議當時提及 Jobs openings 的時候。

本次會議聯準會對於 Jobs openings 更為鷹派的其中一證明，就是鮑爾在本次記者會上強調：「Jobs openings 職位空缺數，現在已經變得異常重要。」

據美國勞工部 11 月 1 日發布 9 月職位空缺 (JOLTS) 報新增 43.7 萬個至 1070 萬個，遠高於市場預期的 1000 萬個職位空缺，而 JOLTS 的意外反彈將可能推動薪資進一步成長，並同時擴大聯準會的升息壓力，並迫使聯準會需要將利率進一步升至「限制經濟增長」的高檔水平。

9 月 JOLTS 數據亦顯示，每位美國求職者對應平均為 1.9 個職位空缺，這比 8 月平均 1.7 個職位空缺大幅跳增，反映出當前美國勞動力市場的供需狀況仍舊非常緊張，而這樣勞動力市場供需差異的結果，也推動 聯準會 關注的雇傭成本指數 (ECI) 年增率高達約 5%。



美國職位空缺數走勢圖 資料來源：
tradingview 資料日期：2022/11/3

在解釋 JOLTS 數據之前，先與投資人說明，由於大多數的總經指標都是落後指標 (Lagging Indicator)，幾乎 99% 總經數據都不會是金融市場的領先指標，頂多與金融市場是同時指標 (Coincident Indicator)，例如 PMI 即為一例；而另外 1% 的例外可以作為領先指標 (Leading Indicator) 的，就是美債殖利率曲線 (US Treasury Yield Curve)，確實十分有領先指標的意義存在。

其中，JOLTS 在所有總經指標裡面，更是一項非常落後的經濟數據，因為 JOLTS 是落後 2 個月公布的資料，舉例來說，目前現在時間點是 11 月份，但 JOLTS 最新僅能提供到截至 9 月份的職位空缺數據，而由於美國經濟正在放緩，故很可能美國企業展望 11 月份之後、或是甚至聖誕節消費季後的 1Q23，美國企業的聘僱意願就將大幅縮小、甚至企業內部還可能已經啟動裁員討論，而這些都是 JOLTS 無法做到的前瞻 (Forward-looking) 判斷。

而上述 JOLTS 是嚴重落後指標、並不具前

瞻效果的問題，很可能使得聯準會過度使用後照鏡 (Backward-looking) 去觀察勞動力市場，並誤判勞動力市場的未來變化，導致升息路徑過為激進之多項壞處，相信聯準會亦是非常清楚。

即使聯準會深知 JOLTs 嚴重的滯後性問題，但仍多次向市場強調貨幣政策正在十分關注 JOLTs 數據，這再度清楚地描繪出聯準會目前的政策框架，就是要加強 backward-looking，再次真實反應出聯準會「寧可做太多，也不想做太少」的緊縮態度，因為當前的高通膨困境，已令聯準會沒有任何的放任通膨失控的容錯率存在。

二.：通膨壓力未減，聯準會終點利率還可能上移：

美國 9 月消費者物價指數 (CPI) 年增率報 8.2%，剔除食品與能源波動的 核心 CPI 年增率大幅升至 6.6%，刷新 40 年新高，而持續緊張的就業市場，也正在推高薪資水平，故螺旋式通膨 (Price/wage Spiral) 的壓力再次令聯準會有可能上修 12 月點陣圖 (Dot Plot) 的終點利率。

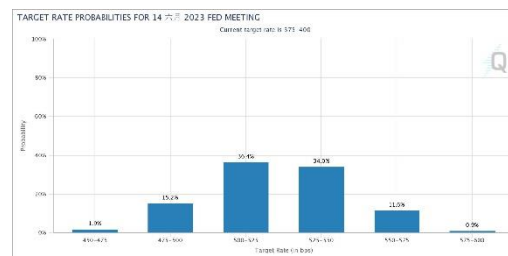
聯準會 11 月會議聲明也再次重申，美國經濟最近的支出和生產指標指向適度成長，並且近幾個月就業增長持續強健，這導致通膨偏高，聲明重申，聯準會「高度關注」通膨風險，要降低美國通膨率，還需要決心和耐心。

鮑爾警告，聯準會在點陣圖內的終點利率預期，可能會高於聯準會 9 月份預期的水平，但鮑爾並未鬆口最後的終點利率水平，僅表示聯準會將持續根據經濟數據來對點陣圖進行更新。

在聯準會 11 月利率會議後，據芝加哥商業交易所 (CME) 的 FedWatch 工具顯示，

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

聯邦基金期貨市場預測，聯準會 12 月升息二碼 (50BP) 機率達 56%，而預估至 2023 年 6 月時終點利率超過 5% 的機率則高逾 80%。

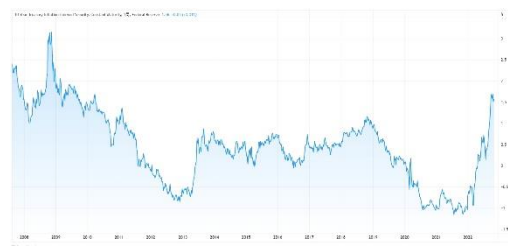


最新 CME 數據顯示，市場預期聯準會至 2023 年 6 月的終點利率高點超過 5% 之機率逾 80% 資料來源：tradingview 資料日期：2022/11/3

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 11 月 3 日最新數據，美債實質利率仍居於 1.50% 以上的高檔水平，反映聯準會激進升息的腳步未歇，且未來聯準會還將維持基準利率在高檔水平一段更長時間，這些使得美債實質利率難以在短期內反轉向下。



美債實質利率 資料來源：tradingview 資料日期：2022/11/3

籌碼分析：

美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 10 月 28 日公布之最新數據顯示，截至 10 月 25 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是增加 1963 口至多單 212853 口，而空單則是大增 10887 口至 144821 口，單週淨多單在多單增加、空單大減的帶動下，淨多單進一步減至 68032 口。

當前黃金籌碼面觀察，由於空單的大舉佈建，已使得黃金淨多單口數跌破了 7 萬口的整數大關，整體籌碼面上依舊為空軍主導，即使淨多單反彈，也僅是因為空單的獲利回補，並未見到多軍願意大舉重新佈建多單的籌碼動能。

Gold (As of Oct 28)	
Long	212853
Change	+1963
Short	144821
Change	+10887
Net Position	68032
Change from last week	-8924

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2022/10/28

黃金後市：

受制於美國的高通膨並未緩解，再加上勞動力市場仍舊非常緊俏，多重壓力正令聯準會政策已轉至後照鏡式 (Backward-looking) 的政策框架，此框架意即為，聯準會的政策需要在 CPI、JOLTs 這些滯後數據上看到成效，即使有可能過度緊縮，也不能讓通膨率有一絲一毫可能失控的空間存在，這樣高度鷹派的政策態度，將令金價短期內難以重新走向牛市。

再加上聯準會在本次會議上，再次暗示 12 月點陣圖仍有可能再次上修關於 2023 年升息終點利率的預期路徑，這也將正強力支撐美債殖利率持續高檔不下，且未來聯準會將在高利率停留一段更長時間，那麼高利率的停留時間越久，相信亦將對通膨形成更為顯著的壓制效果，故美債實質利率還有可能自當前 2009 年來新高的 1.62% 進一步上升。

展望黃金後市，雖然聯準會預期將於 12 月會議放緩升息至二碼 (50BP)，但這並不代表本次的升息循環將走向終結，聯準會僅是放緩升息速率，但最終的終點利率落點，至今仍是無法確定，故在聯準會持續升息的鷹派政策下，相信金價將因為美債實質利率繼續揚升而承壓，短期 3 個月內，仍難見到反轉的可能。

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。