

<本次亮點>

1. 在油價回穩、各企業加速降價去庫存的驅動之下，美國商品通膨的力量正在高速減弱，2023 年美國通膨幾乎確定將進入下降通道，但下降速率受制於核心通膨的放緩速度極慢，故 2023 年美國通膨率仍將具有韌性，而聯準會也將因此停留在高利率更長一段時間。
2. 2023 年美國通膨回落速度的關鍵就在於核心項，尤其是核心服務，而核心服務回落的兩大關鍵點中，房屋租金主導核心服務的回落方向，領先於房租的美國房價年增率見頂回落，而房租下降也將驅動核心服務見頂，但勞動力市場的緊俏增加通膨韌性，故勞動力缺口下的薪資增速還會對服務業通膨有支撐，影響後續通膨下降的斜率。
3. 展望黃金後市，在通膨續降、但聯準會緊縮腳步並未停歇的雙向影響之下，預計美國實質利率將持續在 1% 的正值區間一段更長時間，而考量到金價的零孳息率缺點，故在實質利率尚未見到重返下行軌道的契機之前，預計金價於 2023 上半年，仍難以見到重返牛市的轉折契機。

2023 年通膨下降確定， 但金價仍未見到多頭轉折

在油價回穩、各企業加速降價去庫存的驅動之下，美國商品通膨 (Commodity inflation) 的力量正在高速減弱，2023 年美國通膨幾乎確定將進入下降通道，但下

降速率受制於核心通膨的放緩速度極慢，故 2023 年美國通膨率仍將具有韌性，而聯準會 (Fed) 也將因此停留在高利率更長一段時間，實質正利率環境仍將不利金價。

據聯準會 (Fed) 於 12 月利率會議的最新解釋，美國通膨可拆分為三項，分別為：

1. 供應鏈問題、
2. 房租、
3. 勞動力市場供需失衡。

而當前美國的通膨驅動因子，供應鏈問題明顯已獲得解決，故通膨驅動力已由三因子降成雙因子驅動，後續通膨有望由雙因子驅動進一步減弱成單因子驅動，而隨著通膨驅動因子的逐步減弱，2023 年美國通膨回落速度的關鍵就在於核心項，尤其是核心服務，而核心服務回落的兩大關鍵點中，房屋租金主導核心服務的回落方向，領先於房租的美國房價年增率見頂回落，而房租下降也將驅動核心服務見頂，但勞動力市場的緊俏增加通膨韌性，故勞動力缺口下的薪資增速還會對服務業通膨有支撐，影響後續通膨下降的斜率。

另一方面，聯準會本輪的升息循環，也已經正式進入下半場，但由於通膨的韌性會影響下降的斜率，將阻礙通膨回落到 2% 的目標區間，故這意味著聯準會對抗通膨的抗爭還會繼續，2023 年聯準會緩慢升息仍有可能持續至 5 月，預計屆時聯準會的基準利率：聯邦基金利率 (Fed fund rate) 將至少達到 5%，而 2023 下半年利率水準將維持在此一水平一段更長時間。

展望黃金後市，2023 年美國通膨率預計仍將維持著當前的下降趨勢，但預計進入下半年後，通膨將出現顯著韌性，意即美國核心個人消費支出 (Core PCE) 年增率可

能降至 4.0% 之後，下降速度將極度緩慢，故這也將支持聯準會持續維持高利率政策，而 2023 年通膨下滑、高利率維持的前景趨勢明確，也定調了 2023 上半年實質利率仍將維持在正值區間一段更長時間，這也預告著黃金的多頭轉捩點，尚未來到。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2022/12/29

總經分析：

一.通膨將進入下降通道，但核心通膨將出現韌性：

美國通膨的驅動力已經減弱，預計 2023 年美國通膨率和核心通膨率都將進入下降通道，通膨有望從商品通膨 (Commodity inflation) 和服務通膨 (Services inflation) 的雙因子驅動，進一步減弱成服務性通膨的單因子驅動。

自 2022 年 6 月以來，能源項貢獻對美國通膨率的支撐已經明顯減弱，從最高 6 月份 3.06% 的貢獻度下降到 11 月的 0.96%，這些都表明美國通膨正轉向服務性通膨的單因子驅動模式，而因為食品項和能源項間存在聯動，能源項貢獻走弱以後食品項貢獻也會因聯動而下降，故持續預計美國通膨已過高峰，2023 上半年將迎來更快速的下滑趨勢。



美國核心 PCE 通膨率 資料來源：
tradingview 資料日期：2022/12/29

整體來看，美國核心商品和核心服務的貢獻作用，已經從雙升階段轉向分化階段，從核心項的結構上看，核心商品降溫，而核心服務仍強，二者的貢獻作用已經從共振走向分化。

在 2021 年 5 月至 2022 年 3 月，屬於美國通膨的上漲期間，此期間內核心商品和核心服務雙升齊漲，二者的貢獻度不相上下。

但從 2022 年 3 月至今，美國通膨的降溫領域主要集中在商品之上，核心商品對通膨的貢獻度開始慢慢下降，而核心服務對通膨的貢獻度則逆勢走升，雖然 11 月的通膨數據顯示，核心商品的對貢獻度也回落到 0.8-1.2% 的區間內，但核心商品與服務的貢獻度差距仍在進一步擴大。

整體美國通膨的通膨看，近期美國食品項和能源項的貢獻度都已回落到 0.9-1.5% 的區間範圍內，貢獻度遠不及核心服務項的 4.7-5.1%，所以展望 2023 上半年，美國通膨回落的關鍵即在核心項的下降，尤其是核心服務，而核心服務通膨又可以拆解為兩項，即房租和非房租類核心服務，房租可望受到房價下滑而在 1Q23 逐漸回落，故剩餘的非房租類核心服務通膨，還需要薪資增長率進一步放緩來幫助走低。

二.聯準會緊縮循環進入下半場，終

點利率估進一步上修：

由於美國的商品通膨已經顯著降溫，同時房租也即將於 1Q23 下降，美國通膨可望在 2023 年繼續當前的下降趨勢，故聯準會本輪的升息循環也將進入下半場，但後續通膨韌性勢將影響通膨的下降速度，阻礙通膨回落至 2% 的目標區間，這意味著聯準會對抗通膨的鬥爭還要繼續，故 2023 年聯準會的升息循環仍有可能持續至 5 月。

2022 年 3 月以來，聯準會連續七次升息，此輪升息堪稱美國 1982 年以來節奏最快、幅度最大、頻次最高的升息循環，聯邦基金利率也由年初的 0-0.25% 迅速躍升至 4.25-4.50%，而聯準會 12 月利率會議升息二碼 (50BP)，意味著升息循環已正式進入下半場。

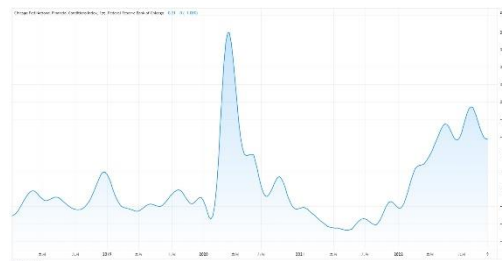
聯準會主席鮑爾 (Jerome Powell) 也在 12 月利率會議上強調，升息仍會延續，並繼續執行資產負債表縮減計劃，但預估升息進入下半場的聯準會，即使後續升息幅度收窄，但升息仍會延續至 5 月，同時終點利率也將上修至 5.25%。

而終點利率還估將上修的主要理由有二：

1. 通膨還未回到聯準會的 2% 目標利率，因管理通膨率是美國國會賦予聯準會的核心任務，而當前美國通膨還受到薪資增速的影響，故 2023 年年底通膨也難回到聯準會預期的 2% 目標，在通膨回落空間有限下，意味著 2023 年難以提早停止升息，且聯準會也擔心過早重回寬鬆、進而導致通膨重燃的風險。

2. 美國國家金融狀況指數仍比歷史平均水平寬鬆，據當前聯準會芝加哥分行公布的國家金融狀況指數仍小於 0，這表明金融條件比過去的平均水平更寬鬆，這意味著還

有繼續升息的空間，因此，預估聯準會在 2023 上半年仍有升息三次、每次一碼 (25BP) 的可能，升息終點估將升至 5.25% 水平。



聯準會芝加哥分行之國家金融狀況指數 資料來源：tradingview 資料日期：2022/12/29

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 12 月 29 日最新數據，美債實質利率仍居於 1.60% 以上的高檔水平，反映市場亦預期到聯準會的終點利率仍高度可能上修，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，這些因素正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：2022/12/29

籌碼分析：

美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 12 月 23 日公布之最新數據顯示，截至 12 月 20 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 1727 口至多單 226136 口，而空單則是減少 1472 口至 97288 口，單週淨多單在多單增加、空單減少的帶動下，淨多單進一步增至 128848 口。

當前黃金籌碼面觀察，由於美國已進入聖誕假期，故籌碼面的交投是較為清淡，但整體看，在聯準會終點利率仍可能上修、實質利率估維持正值區間一段更長時間的前景下，預計黃金多單在美國年節之後，將可能出現撤退潮，黃金有機會出現一波「多殺多」行情。

Gold (As of Dec 20)	
Long	226136
Change	+1727
Short	97288
Change	-1472
Net Position	128848
Change from last week	+3199

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2022/12/23

黃金後市：

美國通膨於 2023 年的下降趨勢已是十分確定，惟勞動力市場緊俏所導致的薪資增長率過高，將可能繼續支撐著美國核心通膨率難以快速走低，故通膨將仍在 2023 年展現韌性，這將使得聯準會難以放開緊縮力道，預計至少 2023 上半年美國實質利率仍將持續高於 1% 之水平，這將不利金價重返多頭。

雖然伴隨著通膨率的觸頂下降，故聯準會本輪升息循環也已正式進入下半場，但由於美國核心通膨仍具有韌性，故後續通膨的下降速率估計仍「只是緩降、並非急降」，這將阻礙通膨順利回落到 2% 的目標區間，故 2023 年聯準會預計仍將持續小幅升息至 5 月止，同時這段期間內，聯準會基準利率預估將上修至 5.25%，且 2023 下半年利率水準就將維持在此一水平一段更長時間。

展望黃金後市，在通膨續降、但聯準會緊縮腳步並未停歇的雙向影響之下，預計美國實質利率將持續在 1% 的正值區間一段更長時間，而考量到金價的零孳息率缺點，故在實質利率尚未見到重返下行軌道的契機之前，預計金價於 2023 上半年，仍難以見到重返牛市的轉折契機。

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。