

<本次亮點>

1. 美國商務部公布最新 12 月個人消費支出 (PCE) 指數年增率報 5.0%，不僅低於市場預期的 5.1%，更是大幅低於前值 5.5%，顯示美國通膨率正在持續性高速降溫，而目前聯準會 (Fed) 的基準利率：聯邦基金利率正落在 4.25-4.50% 區間，這意味著若以「基準利率」來衡量，美國正式轉進實質利率環境僅差一步之遙。
2. 金價自 10 月底來一路反彈，自每盎司 1650 美元飆升至 1950 美元附近，這主要是因為通膨的超預期下降，刺激市場對賭本輪升息循環的終點利率，將可能升不到近期聯準會官員們所聲稱的 5.0% 以上，因一旦終點利率無法升至比聯準會宣稱的水平，那麼可能聯準會就將很快轉向降息，但這樣論述很可能過度樂觀。
3. 展望金價後市，目前美國通膨下降之趨勢仍主要是來自於商品通膨，勞動力市場的服務性通膨黏性仍是僵固，故聯準會相信將維持高利率一段更長時間，並且令美國實質利率走得更 高，以壓制通膨重燃的可能性，而一旦市場再次體認到這樣的現實，金價就可能出現高檔拋售之賣壓。

美國 PCE 續降溫，但金價過度樂觀聯準會轉向寬鬆

美國商務部公布最新 12 月個人消費支出 (PCE) 指數年增率報 5.0%，不僅低於市場預期的 5.1%，更是大幅低於前值 5.5%，顯示美國通膨率正在持續性高速降

溫，而目前聯準會 (Fed) 的基準利率：聯邦基金利率正落在 4.25-4.50% 區間，這意味著若以「基準利率」來衡量，美國正式轉進實質利率環境僅差一步之遙，故當前金價具有嚴重的追價風險。

除了 PCE 年增率大幅下降之外，聯準會貨幣政策上最關注的通膨指標：核心個人消費支出 (Core PCE) 指數年增率更是降至 4.4%，符合市場預期之外，並低於前值 4.7%，故若以核心 PCE 年增率來看，事實上美國經濟已經進入了實質正利率區間，高利率對金價的考驗，很可能才正要開始。

金價自 10 月底來一路反彈，自每盎司 1650 美元飆升至 1950 美元附近，這主要是因為通膨的超預期下降，刺激市場對賭本輪升息循環的終點利率，將可能升不到近期聯準會官員們所聲稱的 5.0% 以上，因一旦終點利率無法升至比聯準會宣稱的水平，那麼可能聯準會就將很快轉向降息，這時金價的多頭轉捩點就將浮現。

展望金價後市，雖然市場在對賭聯準會將很快轉向寬鬆，但這樣的預期很可能過度樂觀，因目前通膨下降之趨勢仍主要是來自於商品通膨、例如原物料價格疲軟、耐久財價格大跌等的降溫，勞動力市場的服務性通膨黏性仍是僵固，故聯準會於未來 3 個月更可能的政策，相信是維持高利率一段更長時間，並且令美國實質利率走得更 高，以壓制通膨重燃的可能性，而一旦市場再次體認到這樣的事實，金價就可能出現高檔拋售之賣壓。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview

資料日期：2023/1/27

總經分析：

一.PCE 超預期降溫，核心 PCE 亦樂觀下滑：

聯準會最青睞的核心 PCE 通膨指標正在持續性的樂觀下滑，美國 12 月核心 PCE 指數年增率創下近一年來最低，同時消費支出也出現下降，這有助於推動聯準會於 2 月利率會議中，進一步放慢升息步伐。

美國商務部上週五 (27) 公佈的數據顯示，12 月整體 PCE 指數年增率報 5.0%，而不含食品、能源的個人消費支出核心價格指數 (PCE) 年增率則報 4.4%，創下近一年新低，雖然二項指數仍遠高於聯準會 2% 的目標，但整體 PCE 和核心 PCE 年增率均寫下 2021 年底以來最低。

美國 12 月 PCE 指數細項表現：

- 12 月 PCE 指數年增率 5.0%，市場預期 5.1%，前值 5.5%。
- 12 月 PCE 指數月增率 0.1%，市場預期 0.0%，前值 0.1%。
- 12 月 PCE 核心指數年增率 4.4%，市場預期 4.4%，前值 4.7%。
- 12 月 PCE 核心指數月增率 5.0%，市場預期 5.1%，前值 5.5%。

	2022				
	Aug.	Sept.	Oct.	Nov.	Dec.
Percent change from preceding month					
Personal Income:					
Current dollars	0.4	0.4	0.8	0.3	0.2
Disposable personal income:					
Current dollars	0.4	0.4	0.9	0.3	0.3
Chained (2012) dollars	0.1	0.0	0.5	0.2	0.2
Personal consumption expenditures (PCE):					
Current dollars	0.7	0.6	0.8	-0.1	-0.2
Chained (2012) dollars	0.5	0.3	0.4	-0.2	-0.3
Price indexes:					
PCE	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1
PCE, excluding food and energy	0.6	0.5	0.3	0.2	0.3
Percent change from month one year ago					
Price indexes:					
PCE	6.3	6.3	6.1	5.5	5.0
PCE, excluding food and energy	4.9	5.2	5.1	4.7	4.4

美國 PCE、核心 PCE 細項表現 資料來

源：U.S. Bureau of Economic Analysis

資料日期：2023/1/27

美國 2022 年 12 月核心 PCE 年增率增速創下自 2021 年 10 月以來的 14 個月最低水平，雖然這證明美國的物價正壓力繼續放緩，但由於 12 月核心 PCE 年增率報 4.4%，這仍是聯準會 2% 通膨目標的兩倍多，故或令聯準會無法暫停升息步伐，不過為本週即將召開的 2 月聯準會利率會議，則有望進一步放緩升息至一碼 (25BP)。

同時，12 月 PCE 數據亦顯示，美國 12 月個人收入月增率成長 0.2%，符合市場預期，但較前值 0.4% 砍半，而美國 12 月個人消費支出月增率則是下降 0.2%，較預期的降幅 0.1% 翻倍，並大幅低於前值的 0.1%，這符合 4Q22 美國消費降溫的數據趨勢。

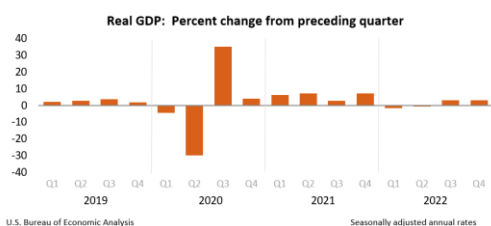
雖然美國近期 PCE 通膨降溫的趨勢確立，將可能令聯準會於本週將召開的 2 月利率會議上，使用的聲明稿措辭更加溫和，但鑒於 PCE 通膨的絕對水平仍高，相信聯準會雖然將放緩升息腳步至一碼 (25BP)，但聲明稿預計仍將維持鷹派論調，因為美國勞動力市場仍舊十分緊俏，失業率仍在歷史低點附近徘徊。

美國 12 月的 CPI 和 PCE 數據降溫，確實將支持聯準會更小幅度的進行升息，但相

信不足以令聯準會內部討論「暫停升息」，PCE 數據確實將強化美國通膨正在降溫的趨勢，但聯準會要現在宣布勝利，很可能是為時尚早，預計聯準會將等待薪資增長繼續放緩、更加耐心地等待通膨消退，這才是聯準會貨幣政策轉向寬鬆的重要信號。

二.美國 GDP 表現超預期，不支持聯準會過快寬鬆：

美國商務部上週四 (26 日) 公佈最新一季的 GDP 報告，數據顯示，美國 4Q22 實質 GDP 季增年率為 2.9%，雖然比 3Q22 的 3.2% 增幅相比有所放緩，但仍高於市場預期的 2.6%，再考慮到當前美國的利率水準極高，故這份 GDP 報告顯示美國經濟仍然正以健康的速度擴張。



美國實質 GDP 季增年率表現 資料來源：U.S. Bureau of Economic Analysis 資料日期：2023/1/26

在 2022 年上半年美國 GDP 連續兩季出現萎縮之後，市場曾圍繞美國經濟是否已經陷入衰退，展開了一場辯論，因為長期以來，連續兩季的 GDP 負增長衰退，這一直被認為是美國經濟「技術性衰退」的標準，不過在進入 2022 下半年之後，在美國消費者支出和勞動力市場的推動下，美國經濟在最後兩季轉向正增長，且還超越市場預期。

雖然目前還沒有聯準會官員認為美國經濟即將進入衰退，持續認為有可能實現「軟著陸 (Soft Landing)」，且在 PCE 通膨持續降溫的幫助下，市場預期 2023 年出現經

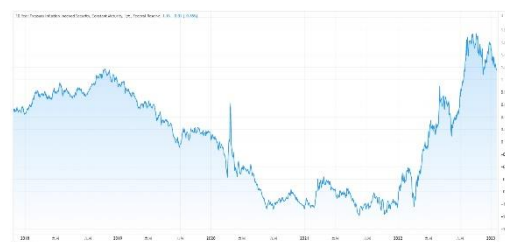
濟衰退的機率也已自先前的 85% 降至 65%，故在美國經濟前景穩健的基準下，聯準會並未有充份理由在短期內轉向寬鬆。

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 1 月 27 日最新數據，美債實質利率已自先前高點 1.60% 以上高速回落至 1.16%，反映市場預期聯準會在本輪升息循環裡，基準利率將無法升抵近期官員們宣稱終點利率高度升抵 5.0% 上方，並對賭聯準會將很快轉向寬鬆。

但值得注意的是，目前 PCE、核心 PCE 通膨率的下降趨勢雖然早已成立，但服務性通膨黏性仍舊未解，故在通膨黏性仍在的困擾下，相信聯準會將維持基準利率在高檔水平一段更長時間，且不會過早轉向寬鬆以防止通膨重燃，故美債實質利率有可能再次向上彈升。



美債實質利率 資料來源：tradingview 資料日期：2023/1/27

籌碼分析：

美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 1 月 27

日公布之最新數據顯示，截至 1 月 24 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是增加 6437 口至多單 253311 口，而空單也是同步增加 2004 口至 95638 口，單週淨多單在多單增加規模比空單更大的帶動下，故淨多單進一步增至 157673 口。

當前黃金籌碼面觀察，黃金多單量已飆破 25 萬口的整數大關，反映市場預期聯準會有望轉向寬鬆，但一旦市場認清聯準會不會太快轉向寬鬆的現實，那麼當前的多單量則有過度擁擠的現象，投資人需慎防金價在經過強勁反彈後出現「多殺多」壓力。

Gold (As of Jan 27)	
Long	253311
Change	+6437
Short	95638
Change	+2004
Net Position	157673
Change from last week	+4433

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2023/1/27

黃金後市：

美國 12 月 PCE、核心 PCE 通膨年增率雙雙低於市場預期，且連續數個月趨勢性走低，有助緩解聯準會繼續維持 2-3 碼以上的高壓升息速率，故刺激市場二階思考預期聯準會緊縮政策也即將轉向，而若聯準會啟動降息循環，那麼美國正實質利率就可望重新跌回負利率區間，這就將成為金價的多頭轉捩點。

然而上述市場預期可能是過度樂觀，因為美國 PCE 與核心 PCE 通膨率雖然正趨勢走低，但驅動通膨走低的因子主要還是來

自於原物料疲軟、耐久財等商品價格走低所幫助，通膨黏性最嚴重的服務性通膨仍舊尚未緩解，而服務性通膨的韌性主要來自於美國勞動力市場緊俏、失業率在歷史低點徘徊所致。

在美國勞動力市場供需缺口仍大的壓力下，若聯準會過早啟動降息循環，那麼很可能再次重新引燃通膨高速升溫，這並非聯準會所想要看到的美國經濟前景，故在尚未看到美國失業率走升、薪資通膨降溫之前，相信聯準會仍將有望升抵終點利率 5.0% 上方，並維持高利率水平一段更長時間，以抑制通膨繼續走低。

展望黃金後市，由於市場對賭聯準會即將轉向寬鬆，故帶動金價近期快速反彈至每盎司 1950 美元，但在聯準會不會太快轉向寬鬆、且通膨率持續降溫的前景下，預計美國正實質利率還將進一步擴大，故金價目前價格很可能是過度超漲，相信一旦市場再次體認到實質利率還將進一步走擴的現實，金價就可能出現高檔拋售之賣壓。

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。