

<本期亮點>

1. 美國勞工局公佈 1 月美國失業率報 3.4%，超越市場預期的 3.6%，連續三個月下行，而 3.4% 的失業率也創下 50 多年來的歷史新低，1 月美國新增非農就業人數雖然因季節性調整而暴增至 51.7 萬人，但這仍幾乎是市場預期的三倍之多，這顯示美國勞動力市場仍舊非常緊俏，在失業率未走升的場景下，聯準會幾乎不可能轉向寬鬆。
2. 美國 CPI 通膨率也已經迎來新一年的權重調整，而在經過調整後，美國 2022 年 12 月消費者物價指數 (CPI) 已是不降反升，且 11 月和 10 月數據也是同步上修，故 CPI 最新的權重調整，將可能給 1 月的核心通膨添加上漲壓力，美國通膨形勢可能不會如市場預期的一路下降，較可能的通膨前景反而是通膨仍將具有韌性
3. 展望黃金後市，考量到美國勞動力市場仍舊十分強勁，故市場預期聯準會將於「2023 年下半年重啟降息」這可能是過度樂觀，一旦降息預期被重置為「2023 年無法降息」，而這樣的預期重置，也意味著金價正有著嚴重的重定價下跌風險 (Repricing Risk)。

失業率創新低 + 新 CPI 權重調整，金價有重定價風險

美國勞工局公佈 1 月美國失業率報 3.4%，超越市場預期的 3.6%，連續三個月下行，而 3.4% 的失業率也創下 50 多年來的歷史新低，1 月美國新增非農就業人數雖然因季節性調整而暴增至 51.7 萬人，

但這仍幾乎是市場預期的三倍之多，這顯示美國勞動力市場仍舊非常緊俏，在失業率未走升的場景下，聯準會幾乎不可能轉向寬鬆，市場當前預期的下半年重啟降息可能是過度樂觀，金價正有著嚴重的重定價風險。

美國失業率創新低，且新增非農就業大幅增長，超出市場預期，上一次失業率達到如此低位需要追溯到 1969 年 3 月，這顯示美國就業需求依然強勁，其中主要來自於服務業需求的旺盛，帶動最新 JOLTs 職位空缺比率仍高居 1.9:1 (意即 1.9 個職缺在找尋 1 個求職者)，再考量到美國人民只要有工作、有收入，就一定會消費的民族特質，故美國通膨率雖已觸頂下降，但預計就業市場仍將導致服務性通膨出現韌性。

美國失業率再創新低，同時薪資增長仍舊保持較高增速，帶動美國的消費需求仍然旺盛，故若預期美國通膨率可以一路向下走低回到聯準會的 2% 通膨目標，這可能將是過度樂觀，更可能的通膨前景變化，預計會是核心個人消費支出 (Core PCE) 年增率降至 4% 一線附近之後，就難以再順利向下走低，因服務性通膨黏性仍未移除，而這也將支撐聯準會維持現行的利率政策，也就是維持高利率一段更長時間 (higher for longer)、甚至維持高利率的時間，估將超越市場預期。

另外，美國 CPI 通膨率也已經迎來新一年的權重調整，而在經過調整後，美國 2022 年 12 月消費者物價指數 (CPI) 已是不降反升，且 11 月和 10 月數據也是同步上修，故 CPI 最新的權重調整，將可能給 1 月的核心通膨 (Core CPI) 添加上漲壓力，美國通膨形勢可能不會如市場預期的一路下降，較可能的通膨前景反而是通膨仍將具有韌性。

展望黃金後市，金價自上次週報向投資人示警可能從高位每盎司 1950 美元下跌之後，當前金價已下跌約 10% 至每盎司 1850 美元，而考量到美國勞動力市場仍舊十分強勁，故市場預期聯準會將於「2023 下半年重啟降息」這可能是過度樂觀，一旦市場開始認知到聯準會將會堅持做到維持高利率一段更長時間的利率政策、故美債實質利率還有望進一步擴大之後，降息預期就將被重置為「2023 年無法降息」，而這樣的預期重置，也意味著金價正有著嚴重的重定價下跌風險 (Repricing Risk)。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2023/2/10

總經分析：

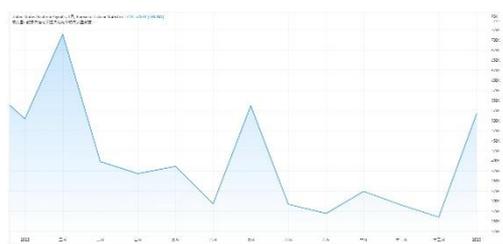
一.科技業裁員沒用，美國勞動力市場仍舊火熱：

美國勞工局公佈最新 1 月非農就業報告數據顯示，1 月新增非農就業報 51.7 萬，遠高於前值 26 萬、亦大幅高於市場預期的 18.9 萬；平均時薪月增率則降至 0.3%，與市場預期一致；失業率繼續降至 3.4%，低於預期 3.6%；勞動參與率升至 62.4%，預期 62.3%。

1 月非農就業報告細項：

- 非農新增就業報 51.7 萬人，預期 18.5 萬人，修正後前值 26 萬人

- 失業率報 3.4%，預期 3.6%，前值 3.5%
- 平均每週工時報 34.7 小時，預期 34.3 小時，修正後前值 34.4 小時
- 平均每小時薪資年增率報 4.4%，預期 4.3%，修正後前值 4.9%
- 平均每小時薪資月增率報 0.3%，預期 0.3%，修正後前值 0.4%
- 勞動參與率報 62.4%，預期 62.3%，前值 62.3%



美國新增非農就業表現 資料來源：
Tradingview 日期：2023/2/3

分產業來看，1 月休閒和飯店業、醫療保健等服務業就業的增幅最大，而政府部門就業人數創 7 個月以來新高，主要是受到去年 12 月加州大學超過 3.6 萬名師生大罷工後重新返回工作崗位的提振。

此次的非農報告外，美國日前公布的第四季就業成本指數年增率也飆升至創紀錄的 5.07%、去年 12 月的職位空缺數量從去年 11 月的 1,040 萬個增加至略高於 1100 萬水準，創下 5 個月新高、上週初領失業金人數也降至 9 個月新低，這些數據均顯示美國就業市場仍未降溫。

雖然美國循環性產業的就業情況已開始降溫，例如科技業已出現廣泛的裁員潮，但其他非循環性的產業，例如醫療保健等服務領域的強勁需求仍舊持續，勞動力短缺的情況依然存在，整體來看，美國就業市場依然十分火熱。

二.新版 CPI 權重公布，短期通膨具有上漲壓力：

美國勞工部勞動統計局 (BLS) 於 2 月 10 日發布新一年的消費者物價指數 (CPI) 權重調整，若套用新 CPI 權重，那麼 2022 年 12 月 CPI 年增率將是不降反升，且 11 月和 10 月數據也出現同步上修，而這一最新的權重改變，估計給即將於 2 月 14 日公布的 1 月核心通膨 (Core CPI) 增加上漲壓力。

傳統上，美國勞工部會根據消費者支出模式和偏好，每 2 年對 CPI 項目權重進行一次調整，上次調整權重的時間是 2020 年 1 月，但依據美國勞工部去年的公告，美國勞工部將於每年更新 CPI 權重。

本次權重調整最明顯的變化就是房屋權重上調幅度最大，從 43.008% 上調至 44.383%，食品權重從 13.867% 下調至 13.531%，而權重最大下調幅度是交通項目，交通權重從 17.737% 下調至 16.774%。

本次 CPI 調整細項：

- 房屋 +2%：44.4%
- 娛樂 +0.3%：5.4%
- 飲食 +0.1%：14.4%
- 服飾不變：2.5%
- 其他商品和服務 -0.1%：2.7%
- 醫療 -0.4%：8.1%
- 教育與通訊 -0.6%：5.8%
- 交通運輸 -1.4%：16.7%

從近期物價變化趨勢來看，二手車是近期幫助美國 CPI 通膨下降的最大助力，而隨著 1 月份二手車價格降幅縮小，故最新版 CPI 權重也意味著，二手車價對 CPI 帶來的下降影響將可能比市場預期的更小。

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

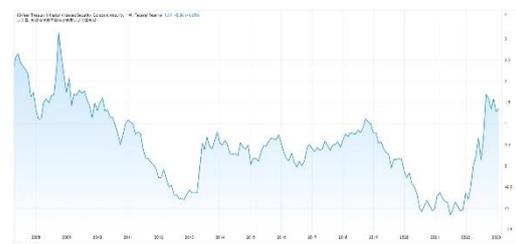
同時，新版 CPI 的房屋權重上升，主要是因為租金權重由 32.95% 上調至 34.41%，而租金權重上升，又主要是業主等價租金權重 (OER) 自 33% 升至 34.4%，而目前房租就是美國通膨的最大推動因子之一。

故新版 CPI 整體來看，可以說是下調了一個近期「降通膨」的類別權重，而上調了一個近期「助通膨」的類別權重，故一來一往之間，估計將使短期 CPI 通膨具有上升壓力，而中、長期則還有待觀察房租走勢。

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 2 月 10 日最新數據，美債實質利率已從近期低點 1.16% 重新上行至 1.34%，反映少數利率期貨交易員已經開始對先前的降息預期「認錯」，開始接受聯準會將可能維持高利率更長時間、並維持實質利率在 1.0% 更久的緊縮路徑。



美債實質利率 資料來源：tradingview
資料日期：2023/2/10

籌碼分析：

上週美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 2 月 10 日並未公布截至 2 月 7 日當週的最新倉位數據，數據仍停留在 1 月 24 日，這主要是因為 CFTC 交易所受到網路攻擊，故尚未更新數據。

截至 1 月 24 日數據顯示，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量增加 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。

而從近期金價的跌勢研判，部分多單顯然已經出現拋售，但由於金價下跌不多，故相信多單撤退量仍未很大，再考量到 1 月 24 日時黃金多單量還有 25 萬口以上，故短期金價仍有著「多殺多」風險。

| Gold (As of Jan 24) | |
|-----------------------|--------|
| 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：2023/2/10

黃金後市：

美國 1 月份非農就業報告印證了美國就業市場仍然強勢，雖然 1 月份非農數據大超市場預期的部分原因，是因為統計上的季節性調整所致，但經調整後失業率低至 3.4% 創下 53 年新低，這無法全部歸因於季節性調整，主要原因仍是來自於服務性

產業的勞工需求極高，美國勞動力市場的強勁是不容忽視。

美國 CPI、PCE 兩大通膨率指標確實已連續數月走低，但鑒於勞動力市場的強勁、以及新版 CPI 權重調整兩大效應，預計這將支撐服務性通膨具有韌性，通膨下降趨勢很可能跌至 4.0% 一線附近之後即出現卡關，而受制於服務性通膨的頑強黏性，聯準會也將難以啟動降息循環，故市場對於通膨的下降趨勢、聯準會於 2023 年下半年重啟降息之預期，很可能過度樂觀。

展望黃金後市，在勞動力市場強勁的支撐下，聯準會較為可能的利率路徑，仍是將基準利率升至 5.0% 上方之後，並維持在該水平一段更長時間 (higher for longer)，除了持續抑制通膨風險之外，聯準會也可以停下腳步看看高壓升息後對經濟的滯後影響，而這將一反市場樂觀的降息預期，一旦市場的降息預期重置，那麼也將為金價帶來嚴重的重定價下跌風險 (Repricing Risk)。

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。

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/>