OANDA 黃金雙週報

（2023 年 3 月第一期）

<本期亮點>

1. 聯準偏好的通貨膨脹指標：PCE 物價指數於 1 月加速成長，且大幅度地超出市場預期，顯示消費者支出保持彈性，表明美國經濟的消費需求仍舊強勁，但由於 1 月 PCE 數據與 CPI 一樣，皆有著「季節性調整」的因素擾動，導致 1 月數據強勁，故相信金價在短期內將進入盤整，以等待 2 月非農報告公布後，給出更多的通膨前景線索。

2. 聯準會公布的 1 月最新會議紀要顯示，聯準會官員傾向支持進一步升息抑制通膨，而令人意外的是，竟有少數幾名官員於 1 月份繼續傾向升息 2 碼，顯示聯準會官員內部對於通膨前景的判斷，仍存在著意見分歧，聯準會終點利率仍有進一步上修的可能。

3. 展望黃金後市，PCE 數據如此強勁不該全然歸咎給季節性調整，故合理的判斷應為「美國經濟消費需求仍具韌性」，故後續 2 月份數據將會相當重要，而 2 月份數據又以非農將率先公布，故預計在 2 月非農數據公布之前，金價將進入盤整期。

1 月數據太多「季節性調整」擾動，金價將進入盤整等待 2 月非農

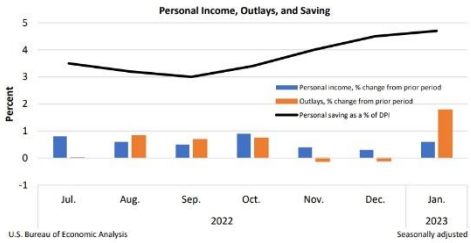
聯準會 (Fed) 偏好的通貨膨脹指標：個人消費支出 (PCE) 物價指數於 1 月加速成長，且大幅度地超出市場預期，顯示消費者支出保持彈性，表明美國經濟的消費需求仍舊強勁，但由於 1 月 PCE 數據與消費者物價指數 (CPI) 一樣，皆有著「季節性調整」的因素擾動，導致 1 月數據強勁，故相信金價在短期內將進入盤整，以等待 2 月非農報告公布後，給出更多的通膨前景線索。

聯準會偏好的通膨指標：剔除食品與能源價格後的 1 月核心 PCE 物價指數年增率報 4.7%，高於市場預期的 4.3%，略高修正後前值 4.6% ；1 月核心 PCE 月增 0.6% ，創下自去年 6 月以來最大漲幅，也高於市場預期和上修後前值 0.4%，雖然漲幅巨大，但值得注意的是，1 月 PCE 與 CPI、非農數據遭遇的狀況相同，皆是因為 1 月份數據出現權重調整，故這 3 大數據漲幅皆大幅超越市場預期。

另外，聯準會公布的 1 月最新會議紀要顯示，聯準會官員傾向支持進一步升息抑制通膨，而考慮到貨幣政策對經濟活動和通膨的影響存在滯後性，大多數官員都支持放緩升息腳步至 1 碼，但最令人意外的是，竟有少數幾名官員於 1 月份繼續傾向升息 2 碼，顯示聯準會官員內部對於通膨前景的判斷，仍是存在著意見分歧，這意味著聯準會本輪升息循環的終點利率 (Terminal rate) 仍有進一步上修的可能。

展望黃金後市，PCE 1 月份的季節性調整確實令數據的真實性出現噪音，但 PCE 數據如此強勁也不該全然歸咎給季節性調整，故合理的判斷應為「美國經濟消費需求仍具韌性，而季節性調整部分放大了通膨增長」，故後續 2 月份數據將會相當重要，因為 2 月數據將掃除掉季節性調整的擾動，而 2 月份數據又以非農將率先公布，故預計在 2 月非農數據公布之前，金價將進入盤整期。

黃金日線走勢圖　資料來源：tradingview
資料日期：2023/2/28



美國 PCE 指數表現　資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics　資料日期：2023/2/28

總經分析：

一.PCE 通膨大超市場預期，美國消費需求具有韌性：

美國勞工部公布 1 月個人消費支出 (PCE) 物價指數，數據大超市場預期，顯示消費者支出保持彈性，消費需求仍舊強勁使得物價上漲壓力仍存，而雖然 1 月數據部分存在著季節性調整的擾動，但即使扣除掉季節性調整的因素，PCE 數據也不大可能反倒出現劇烈放緩，故合理的 PCE 狀況推斷，相信是「美國消費需求仍具韌性，而季節性調整部分放大了通膨增長」。

美國 1 月 PCE 細項數據：

- 1 月 PCE 年增率報 5.4%，市場預期為 5.0%，修正後前值為 5.3%。
- 1 月 PCE 月增率報 0.6%，市場預期為 0.4%，修正後前值為 0.2%。
- 1 月核心 PCE 年增率報 4.7%，市場預期為 4.3%，修正後前值為 4.6%。
- 1 月核心 PCE 月增率報 0.6%，市場預期為 0.4%，修正後前值為 0.4%。

聯準會在貨幣政策中的偏好指標為核心 PCE 數據，而 1 月份 PCE 數據顯示，美國經濟活動仍舊強勁，且通膨降溫進展比市場先前預期的更慢，這可能迫使聯準會的終點利率於 3 月份再次上修。

本次 PCE 報告發布前接受《彭博社》調查的 61 位經濟學家中，事實上只有 6 位預測核心 PCE 年增率落在 1.8% 以上，故 1 月份 PCE 超出市場的預期程度，也是一個過熱的數據，這顯示 1 月報告即使忽略季節性調整，強勁的支出仍證明了美國消費者依然活躍，一反此前華爾街經濟學家曾普遍認為美國經濟在 2022 年底放緩。

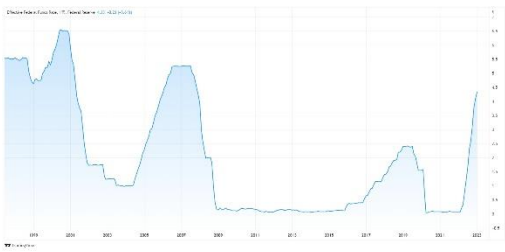
在 1 月份 PCE 數據公布之後，芝商所 (CME) 利率期貨市場小幅度地改觀認為 3 月份利率會議升息 2 碼 (50BP) 的風險正在上升，升息二碼機率自 24.0% 升至 26.2%，而部分交易員也預期終點利率可能進一步於 6 月份升抵 5.50-5.75%，但由於這樣的終點利率預期仍尚未佔據市場多數，故若 2 月份非農數據再次超越市場預期，那麼利率市場將可能更廣泛地出現重定價壓力 (re-pricing)。

CME 數據顯示，利率期貨交易員小幅改觀認為 3 月升息二碼機率升至 26.2%　資料來源：tradingview　資料日期：2023/2/28

二.聯準會 1 月紀要顯示，FOMC 對上修終點利率態度開放：

聯準會公布 1 月份最新 FOMC 會議紀要顯示，聯準會官員傾向支持進一步升息抑制通膨，與會官員普遍指出，通膨前景的上行風險仍然是決定政策前景的一個關鍵因素，故從風險管理的角度來看，在美國通膨率明顯回到 2% 之前，FOM 繼續 C 維持利率處於壓制經濟增長的限制性區間將是合適的。

自去年 3 月啟動本輪升息循環後，美國聯準會已在過去 8 次 FOMC 會議上將聯邦資金利率上調至目前的 4.50%-4.75% 區間，而 1 月會議紀要進一步指出，考慮到貨幣政策對經濟活動和通膨的影響存在滯後性，幾乎所有官員都支持放緩升息腳步至 1 碼，但有少數幾名官員仍傾向於升息 2 碼。



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

聯邦基金有效利率　資料來源：tradingview　資料日期：2023/2/28

1 月會議紀要顯示，與美國經濟放緩或陷入經濟衰退相比，聯準會目前依舊更擔心通膨持續上升的風險，故 FOMC 官員們傾向支持進一步升息，且支持升息 2 碼的官員們更指出，考量對及時實現價格穩定風險的看法，升息幅度越大，目標區間就會越快地接近實現充分限制性立場的水平。

整體 1 月份會議紀要觀察，考慮到美國經濟仍舊強勁、勞動力市場非常緊俏的壓力下，美國通膨率仍舊有重燃上升之風險，故聯準會完全不適合過早放鬆貨幣政策，且如果後續通膨前景出現升溫，那麼聯準會進一步升息的敞口就將快速打開，彰顯了聯準會對於上修終點利率的態度開放。

籌碼分析：

上週美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 在 2 月 24 日仍舊沒有公布截至 2 月 21 日當週的最新倉位數據，包括黃金、白銀等期貨商品的倉位數據皆繼續延遲發布。

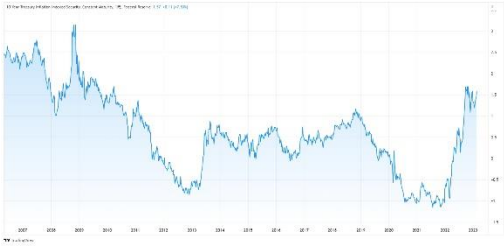
CFTC 解釋，之所以持續未能更新倉位數據主要是因為受到網路攻擊的技術性原因，但也由於 CFTC 數據的持續延遲，這使得黃金交易員在籌碼的倉位判斷上已失去了參考的指南針

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 28 日最新數據，美債實質利率已再次大幅上漲至 1.57%，接近前波高點 1.72%。

美債實質利率的再次大幅上行，反映出雖然 1 月經濟數據存在著「季節性調整」的干擾，但是交易員們也普遍改觀認為，即使扣除掉「季節性調整」的擾動因子，美國消費需求很可能仍舊是相當強勁，並不如市場先前所預期地 2023 年美國消費將溫和下降。



美債實質利率　資料來源：tradingview
資料日期：2023/2/28

黃金後市：

美國 1 月份 PCE 報告雖然大幅度地超出市場預期，而部分原因是歸因於「季節性調整」之緣故，但對於 PCE 通膨前景的展望，也不應該樂觀認為扣除掉「季節性調整」PCE 通膨率會是溫和下降，更合理的判斷，相信會是「美國經濟消費需求仍具韌性」，而由於 2 月非農數據即將公布，故預計金價在非農公布之前，金價將持續盤整等待。

本次 2 月份非農報告將至關緊要，因為 1 月份的三大經濟數據：非農、CPI、PCE 等，皆因為季節性調整而導致大幅度地超出市場預期，故市場也非常清楚，強勁的 1 月份經濟數據不一定是美國經濟目前的真實樣貌，故市場也在等待 2 月份數據，來消除掉季節性調整的噪音擾動。

若 2 月份非農報告公布，新增非農就業仍在 20 萬人關口以上，那麼相信失業率就將難以出現上升，這意味著美國勞動力市場依舊非常緊俏，薪資通膨壓力仍舊難解，勞動力市場強勁也將繼續支持美國消費力道不墜，CPI、PCE 的服務業通膨黏性難以溫和下降，而在面對這樣的場景下，聯準會預計將維持高利率一段更長時間 (Stay interets rate higher for longer)、甚至再次上修終點利率。

展望黃金後市，目前屬於 1 月份經濟數據發布後、2 月份經濟數據即將發布的空窗期，再考慮到 1 月份季節性調整的權重幅度頗大，數據真實性不一定符合當前美國經濟現況，且 CFTC 依舊尚未發布最新的倉位數據，這使得目前金市交易員不只失去了經濟數據的參考效度、也失去了 CFTC 籌碼倉位的判斷依據，故預計在 2 月非農公布之前，金價將持續盤整等待。

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。