

<本期亮點>

1. 聯準會在 2022 年為了控制通膨，在貨幣政策上實施了高速升息的貨幣政策，帶動美元指數急漲，2022 年 3 月至 2023 年 3 月的一年時間內累積升息 475 個基點，將聯邦基金利率走廊抬升至 4.75 至 5.00%，而展望 2023 年下半年，隨著聯準會升息循環即將觸頂，這也將幫助美、歐利差收斂。
2. 聯準會最在乎的通膨指標核心個人消費支出 (Core PCE) 也已在 2023 年內連續出現放緩，代表美國通膨高峰已經見頂過去，甚至最新 2 月份核心 CPE 年增率更已放緩至 4.7%，創下 2021 年 10 月以來新低紀錄，故這也意味著聯準會並不再需要繼續維持激進的升息腳步；但歐洲方面，通膨卻並未出現太多放緩的跡象，故歐洲央行仍難以放鬆高速升息的腳步。
3. 展望黃金後市，預計美元指數將於 2023 年下半年進一步回落，因為伴隨著美國通膨見頂回落、聯準會升息步伐放緩，美元指數相信已在 2022 年 9 月份達到最高點，但鑒於聯準會升息頂點已逐漸逼近，故實質利率觸頂、美歐利差收斂等 2 大因素，將有助於美元指數繼續走低、金價的多頭轉折點相信已經不遠。

2023 下半年美元指數估 將持續回落，黃金多頭轉 折不遠

聯準會 (Fed) 在 2022 年為了控制通膨，在貨幣政策上實施了高速升息的貨幣政策，帶動美元指數急漲，2022 年 3 月至 2023 年 3 月的一年時間內累積升息 475 個基點，將聯邦基金利率走廊抬升至 4.75 至 5.00%，而展望 2023 年下半年，隨著聯準會升息循環即將觸頂，這也將幫助美、歐利差收斂，黃金的多頭轉折很可能在未來 3 個月內出現。

而聯準會最在乎的通膨指標核心個人消費支出 (Core PCE) 也已在 2023 年內連續出現放緩，代表美國通膨高峰已經見頂過去，甚至最新 2 月份核心 CPE 年增率更已放緩至 4.7%，創下 2021 年 10 月以來新低紀錄，故這也意味著聯準會並不再需要繼續維持激進的升息腳步；但歐洲方面，通膨卻並未出現太多放緩的跡象，故歐洲央行 (ECB) 仍難以放鬆高速升息的腳步，故預計美、歐利差將在聯準會與歐洲央行的升息速度差異之下收窄。

由於勞動力市場的緊俏導致服務性通膨黏性膠著，故聯準會於 3 月會議上，仍然維持著維持高利率一段更長時間 (Higher for longer) 的論調不變，且再度重申並不考慮於 2023 年啟動降息循環，但聯準會升息觸頂、通膨難以緩降的前景，也代表著美國實質利率將可能持續於 1.0% 以上高檔震盪，但實質利率也難以再度重現如去年般屢創新高之格局，這有緩解金價下跌壓力。

展望黃金後市，預計美元指數將於 2023 年下半年進一步回落，因為伴隨著美國通膨見頂回落、聯準會升息步伐放緩，美元指數相信已在 2022 年 9 月份達到最高點，但鑒於聯準會升息頂點已逐漸逼近，故實質利率觸頂、美歐利差收斂等 2 大因素，將有助於美元指數繼續走低、金價的多頭轉折點相信已經不遠，但黃金買進能夠具有較

高的安全邊際，估計落在每盎司 1700-1750 美元之間。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2023/3/28

總經分析：

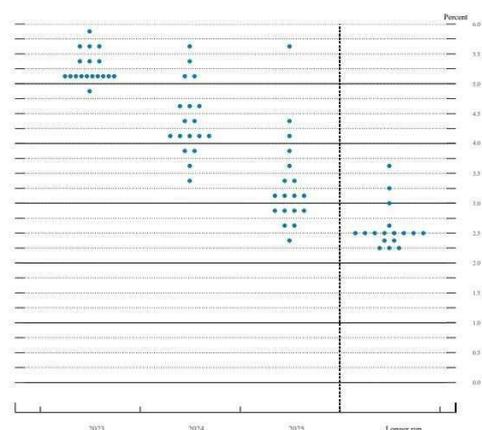
一.聯準會 3 月會議，暗示終點利率再次上修的可能性不高：

聯準會 3 月 22 日公布 3 月利率會議決定，將基準利率調升一碼 (25BP) 至 4.75% 至 5% 區間，創 2007 年底以來最高，但最新聲明傳達，聯準會對近期銀行業危機的謹慎態度，並暗示升息循環已步入尾聲。

本次 3 月會議，聯準會在聲明聲明上刪除了「持續升息是合適的」，改為「一些額外的政策緊縮可能是適當的」，另外還強調了美國銀行業健康、有韌性，但多起倒閉事件可能會導致融資環境緊縮、拖累經濟增長。

據聯準會 3 月釋出最新的利率點陣圖 (Dot Plot)，FOMC 委員預計 2023 年底時，聯準會估將升息至 5-5.25%，與上一次 12 月釋出的點陣圖預期維持不變、並未上修終點利率預估，而對比現在的利率走廊區間 4.75-5.00%，這意味著聯準會 2023 年估將僅再升息一碼，之後 2023 全年都將維持在此高利率水平，直到 2024 年才會開始降息。

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



聯準會 3 月利率點陣圖 資料來源：
Federal Reserve 資料日期：2023/3/22

而針對美國銀行業的危機，聯準會於 3 月聲明強調：「美國銀行體系健全且有彈性，近期事態發展可能導致家庭和企業的信貸條件收緊，並對經濟活動、招聘和通膨造成壓力，這些影響的程度是不確定的，官員仍然高度關注通膨風險。」

聯準會週三的決定表明，FOMC 認為銀行業危機最糟的時期已經過去，並在聲明中強調美國銀行體系穩健且有彈性，這暗示聯準會雖然不擔心銀行業掀起倒閉的骨牌效應，仍將會維持高利率一段時間，但也不至於再次上修終點利率，因銀行業的壓力已然相當巨大，故相信聯準會本輪升息循環已將進入尾聲。

二.美國核心 PCE 連續回落，創 2021 年 10 月新低：

聯準會偏好的通貨膨脹指標：核心個人消費支出 (Core PCE) 物價指數年增率於 2 月份持續放緩，同時消費者支出穩定，支持聯準會可能即將結束期數十年來最激進的升息循環。

美國商務部 3 月 31 日公布數據顯示，美國 2 月 PCE 物價指數年增 5%，低於市場

預期的 5.1% 和修正後前值 5.3%，創 2021 年 9 月以來新低紀錄；2 月 PCE 物價指數月增 0.3%，低於市場預期的 0.5% 與前值 0.6%。

聯準會偏好的通膨指標、剔除食品與能源價格後的 2 月核心 PCE 物價指數年增率為 4.6%，低於市場預期的 4.7% 與前值 4.7%，還創下 2021 年 10 月以來新低紀錄；2 月核心 PCE 月增 0.3%，低於市場預期的 0.4 和修正後前值 0.5%。

	2022			2023	
	Oct.	Nov.	Dec.	Jan.	Feb.
Percent change from preceding month					
Personal Income:					
Current dollars	0.9	0.4	0.3	0.6	0.3
Disposable personal income:					
Current dollars	1.1	0.6	0.4	2.0	0.5
Chained (2012) dollars	0.7	0.4	0.2	1.5	0.2
Personal consumption expenditures (PCE):					
Current dollars	0.7	-0.2	0.0	2.0	0.2
Chained (2012) dollars	0.3	-0.4	-0.2	1.5	-0.1
Price indexes:					
PCE	0.4	0.2	0.2	0.6	0.3
PCE, excluding food and energy	0.3	0.2	0.4	0.5	0.3
Price indexes: Percent change from month one year ago					
PCE	6.1	5.7	5.3	5.3	5.0
PCE, excluding food and energy	5.1	4.8	4.6	4.7	4.6

美國 2 月 PCE 數據 資料來源：U.S. Bureau of Economic Analysis 資料日期：2023/3/31

2 月 PCE 物價按年來看增速攀升的原因是受能源和服務價格影響，具體來看，商品價格年增 3.6%，服務價格上漲 5.7%，食品價格上漲 9.7%，能源價格上漲 5.1%。

2 月 PCE 物價按月來看增速攀升的原因是受服務價格影響，具體來看，商品價格月增 0.2%，服務價格上漲 0.3%，食品價格上漲 0.2%，能源價格下跌 0.4%。

總體來看，聯準會最關注的核心 PCE 指數持續出現放緩，且 2 月無論是年增率、月增率表現更是低於市場預期，雖然整體通膨水準仍是距離 2% 通膨目標甚遠，但相信這樣的核心 PCE 下降趨勢，將足以令聯準會不再上修終點利率，幫助升息循環進入尾聲。

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

籌碼分析：

美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 3 月 28 日公布之最新數據顯示，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是小幅增加 7244 口至多單 245135 口，而空單則是大減 15781 口至 63505 口，單週淨多單在多單小增、空單大減之下，淨多單大增至 181630 口。

黃金籌碼面觀察，聯準會 3 月利率決議公布顯示出升息循環已進入尾聲，故刺激黃金空單巨量回補，帶動了淨多單強勢升破 18 萬口大關，故短線上看，淨多單的總水平已然有點過熱，金價短線有機會出現一波修正。

Gold (As of Mar 28)	
Long	245135
Change	+7244
Short	63505
Change	-15781
Net Position	181630
Change from last week	+23025

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC 資料日期：2023/3/28

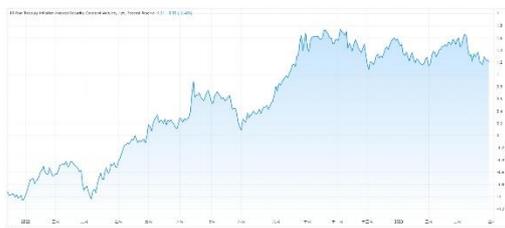
估值分析：

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 3 月 28 日最新數據，美債實質利率落在 1.21%，仍是持續高於 1.0% 水平，

反映聯準會於 12 月上修終點利率之後，仍將會維持高利率水平一段更長時間的貨幣政策路徑，這將有助於壓制美國通膨率走低。

預計實質利率在 1H23 至少仍將維持在正值區域、難以回落跌破 1.0%，但由於聯準會終點利率已難以再大幅上修，故實質利率再如 2022 年般劇烈上升的機會，已然非常小。



美債實質利率 資料來源：tradingview
資料日期：2023/3/28

黃金後市：

美元指數預計於 2023 年下半年回落，主要是基於下列 2 大理由：

理由一：美、歐央行貨幣政策主導美元指數走弱，由於歐元區通膨回落速度慢於美國，且通膨黏性更強，故很大機率美、歐央行的貨幣政策將於 2023 年下半年出現分歧，聯準會將很高機率比歐洲央行更早升息觸頂、並更早啟動降息，而在聯準會不再上修終點利率的同時，歐洲央行很可能還需要繼續上修升息預期，故屆時美、歐利差將收窄，導致歐元走強，故歐元區升息才是影響美元指數走弱的主導因素。

理由二：聯準會升息循環的觸底之後，相對經濟強度將成為主要影響因素，從聯準會和歐洲央行的經濟預測來看，聯準會下調了 2023 年的經濟增速預期，但聯準會還需要考慮財政部不會為銀行流動性危機

進一步放寬存款保護下限的影響，而歐洲央行上調了 2023 年經濟增速預期，但該預期是在瑞信事件之前做出的，需要進一步下調，故從當前經濟預測來看歐元區 GDP 增速預期高於美國，歐元區是更難以停止升息，美元指數仍是面臨下行壓力。

黃金籌碼面上看，聯準會 3 月利率決議公布後，刺激黃金空單巨量回補，帶動了淨多單突破了 18 萬口大關，故短線上看，淨多單的總水平已然有點過熱，金價短線有機會出現一波小幅修正。

展望黃金後市，伴隨著美國核心 PCE 通膨率的見頂回落，且連續性放緩，故這將支持聯準會不再上修終點利率、升息循環觸頂，美元指數估計已在 2022 年 9 月份達到最高點，但鑒於聯準會升息頂點已逐漸逼近，2023 年下半年美元指數估將繼續走低、金價的多頭轉折點相信已經不遠，而合理的金價安全邊際，預計將落在每盎司 1700-1750 美元之間。

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。