

## <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：

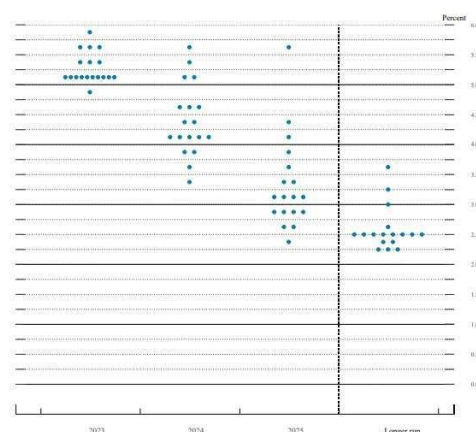
### 一.聯準會 3 月會議，暗示終點利率再次上修的可能性不高：

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					
<b>Personal Income:</b>					
Current dollars	0.9	0.4	0.3	0.6	0.3
<b>Disposable personal income:</b>					
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
<b>Personal consumption expenditures (PCE):</b>					
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
<b>Price indexes:</b>					
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
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)	
<b>Long</b>	<b>245135</b>
<b>Change</b>	<b>+7244</b>
<b>Short</b>	<b>63505</b>
<b>Change</b>	<b>-15781</b>
<b>Net Position</b>	<b>181630</b>
<b>Change from last week</b>	<b>+23025</b>

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC 資料日期：2023/3/28

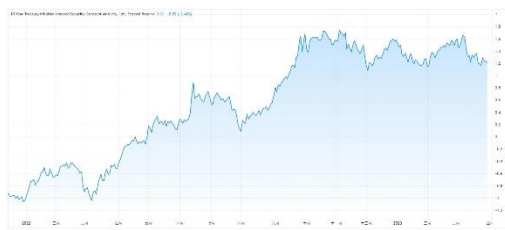
## 估值分析：

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。