

<本期亮點>

1. 美國公布最新 3 月消費者物價指數 (CPI) 低於市場預期，雖然核心 CPI 增速仍然保持高位運行，但最關鍵的租金指標：屋主等價租金 (OER) 也出現放緩，這暗示整體核心 CPI 數據後續也可望繼續走低，並有助於聯準會不再上修終點利率。
2. 美國公布最新 3 月 CPI 年增率報 5%，低於市場預期的 5.2% 與前值 6%，創下 2021 年 5 月以來新低；扣除食品和能源成本的核心 CPI 年增 5.6% 符合市場預期，但略高於前值 5.5%，而核心 CPI 細項組成項目的關鍵指標「屋主等價租金 (OER)」月增率則報 0.5%，創下自 2022 年 4 月以來的最小增幅，並顯著低於前月的 0.7%，暗示 CPI 的房租組成項目將開始走低。
3. 展望黃金後市，鑒於美國核心 CPI 有望持續走低，聯準會也不具備再次上修終點利率之理由，雖然聯準會在 5、6、7 月間仍可能維持高利率水平，但考量到 3 月美國零售銷售也已見到超預期放緩，聯準會相當有機會於 2023 下半年提早進入降息循環，惟當前「短線上市場已計入過多的降息預期」，故較好的進入時點，仍需等待金價回檔後再重新予以建倉。

美國經濟超預期走弱助金價反攻，但短線計入過多降息預期

美國公布最新 3 月消費者物價指數 (CPI) 低於市場預期，雖然核心 CPI 增速仍然保持高位運行，但最關鍵的租金指標：屋主等價租金 (OER) 也出現放緩，這暗示整體核心 CPI 數據後續也可望繼續走低，並有助於聯準會 (Fed) 不再上修終點利率，且加上美國消費動能已見超預期放緩，金價有望迎來長牛的轉折行情，但鑑於「短線上金價已計入過多降息預期」，投資人可等待金價短線修正後，再重新建倉。

美國公布最新 3 月消費者物價指數 (CPI) 年增率報 5%，低於市場預期的 5.2% 與前值 6%，創下 2021 年 5 月以來新低；扣除食品和能源成本的核心 CPI 年增 5.6% 符合市場預期，但略高於前值 5.5%，而核心 CPI 細項組成項目的關鍵指標「屋主等價租金 (OER)」月增率則報 0.5%，創下自 2022 年 4 月以來的最小增幅，並顯著低於前月的 0.7%，暗示 CPI 的房租組成項目將開始走低。

由於美國統計局對於 CPI 房租指數的統計方式不同於其他的方向指數，在房租指數的統計上，美國統計局是「6 個月後才會回來原地區進行房租統計」，並不是每個月皆在相同一地對租金進行統計，舉例來說：假設美國統計局是在 3 月份針對加州進行租金統計，那麼統計局人員會在 6 個月後，才會重返加州再次統計屋主等價租金 (OER) 的變化狀況，這也是為何市場經濟學家常說，CPI 的 OER 分項指數對房價下跌，具有約 6 個月後的滯後效果。

美國各地區房價自 2022 年第三季、第四季開始出現鬆動下跌，而距今也大約過去了 6 個月的時間，故美國 3 月 CPI 在房租 OER 項目開始出現增速放緩，這也暗示 OER 將開始出現連續性走低的趨勢，故美國 3 月核心 CPI 年增率雖然仍是高達

5.6%，但預計在 OER 即將走低的幫助下，美國核心 CPI 也將有望出現持續放緩的好現象。

展望黃金後市，鑒於美國核心 CPI 有望持續走低，聯準會也不具備再次上修終點利率之理由，雖然聯準會在 5、6、7 月間仍可能維持高利率水平，但考量到 3 月美國零售銷售也已見到超預期放緩，聯準會相當有機會於 2023 下半年提早進入降息循環，這即有望收斂美債實質利率、有利金價重啟多頭行情，惟當前「短線上市場已計入過多的降息預期」，故較好的進入時點，仍需等待金價回檔後再重新予以建倉。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2023/4/14

總經分析：

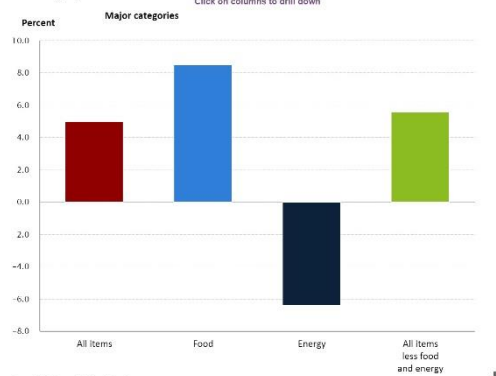
一.美國 CPI 連續放緩，OER 分項指數報佳音：

美國公布最新 3 月消費者物價指數 (CPI) 年增率低於市場預期，並寫下自 2021 年 5 月以來新低；而扣除食品和能源成本的核心 CPI 年增率則符合市場預期，數據顯示美國通膨穩步降溫，而雖然核心通膨 CPI 仍出現頑強之處，但鑒於分項指數 OER 已見較大程度放緩，預計核心 CPI 後市也將持續走低。

美國 3 月 CPI 細項報告：

- 3 月 CPI 年增率報 5.0%，低於市場預期的 5.2%，亦低於前值 6.0%。
- 3 月 CPI 月增率報 0.1%，低於市場預期的 0.2%，大幅低於前值 0.4%。
- 3 月核心 CPI 年增率報 5.6%，合於市場預期的 5.6%，略高於前值 5.5%。
- 3 月核心 CPI 月增率報 0.4%，合於市場預期的 0.4%，略低於前值 0.5%。

12-month percentage change, Consumer Price Index, selected categories, March 2023, not seasonally adjusted
Click on columns to drill down



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics.
美國 3 月 CPI 報告 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2023/4/12

觀察指數細項，美國勞工部在 3 月 CPI 報告中指出，目前住房指數仍是每個月所有項目成長的最大貢獻者，完全抵銷能源指數跌幅，但考量到 3 月屋主等價租金月增率降至 0.5%，創下自 2022 年 4 月以來最小增速，再加上目前美國房價已大約走跌 6 個月，故合理推算 OER 也將有望持續性縮小增幅。

美國 3 月能源分項指數報下跌 3.5%，因所有主要能源成分指數均下滑；另外食品指數則與 2 月持平，家庭食品指數下降 0.3%；截至 3 月的過去 12 個月內，能源指數下降 6.4%，食品指數比去年同期成長 8.5%。

另外，3 月上漲的指數包括住房、機動車保險、機票、家居裝飾和營運以及新車；醫療保險指數和二手汽車和卡車指數都在當月下降。

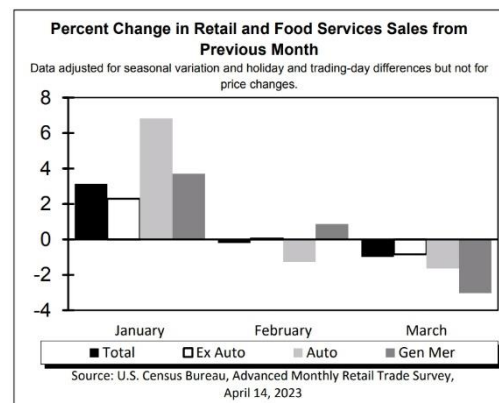
3 月商品通膨率年增回升，從 1.0% 升至 1.5%，而服務通膨率從 7.3% 小幅放緩至 7.1%，其中聯準會偏好的「超級核心通膨 (Super Core CPI)」，即除住房外的核心服務 CPI 年增率亦放緩至 5.73%，創 2022 年 7 月以來新低，為後續通膨放緩報來喜訊。

二.美國零售銷售超預期大跌，證明消費動能已見放緩跡象：

美國 3 月零售銷售增速超預期放緩，並且是連續第二個月下滑，表明美國民眾的消費動能正在迅速萎縮，反映聯準會經歷長達一年的高壓升息之後，以漸漸見到壓制經濟需求的政策效果。

3 月零售銷售細項報告：

- 3 月零售銷售月增率報 -1%，大幅高於市場預期的 -0.4%，並高於修正後前值 -0.2%。
- 剔除能源和汽車的 3 月核心零售銷售月率報 -0.8%，也不及市場預期的 -0.3% 與修正後前值 0%



美國 3 月零售銷售報告 資料來源：U.S. Census Bureau 資料日期：2023/4/12

美國零售銷售自 1 月急漲後，接下來已連續兩個月走低，這暗示第二季 GDP 有出現負增長風險，由於美國 GDP 結構是以消費為主體，故零售銷售的好壞對整體經濟來說可謂是相當關鍵，因隨著零售銷售的超預期大幅下滑，美國經濟衰退的憂慮相信已進一步升溫。

對比美國供應管理協會 (ISM) 3 月份製造業 PMI 進一步下跌至 46.3，並創下 2020 年 5 月以來最低，顯示製造業景氣早已嚴重陷入萎縮，故美國經濟成長的唯一辦法是消費者繼續花錢，讓零售銷售維持強健，以支持美國經濟，但目前零售銷售這個最後支柱，似乎也正在開始倒下。

籌碼分析：

美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 4 月 14 日公布之最新數據顯示，截至 4 月 11 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是小幅減少 5999 口至多單 260165 口，而空單則是減少 3528 口至 67420 口，單週淨多單在多單、空單皆降低的帶動下，淨多單小幅減少至 192745 口。

黃金籌碼面觀察，目前黃金多單量幾乎已

可以確認黃金多頭已是擁擠交易 (Crowded trade)，故在過度簇擁的籌碼環境下，黃金相當有可能於短線上出現一波多殺多的拉回修正。

Gold (As of Apr 14)	
Long	260165
Change	-5999
Short	67420
Change	-3528
Net Position	192745
Change from last week	-2471

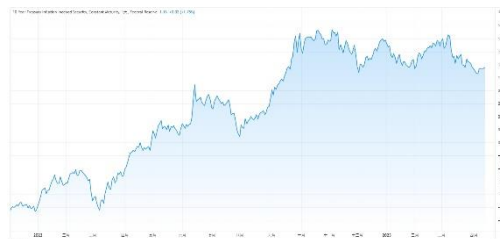
黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2023/4/14

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脹預期。

截至 4 月 14 日最新數據，美債實質利率報 1.16%，仍是持續高於 1.0% 水平，反映債券市場也預期聯準會在近月仍將維持高利率一段更長時間，降息較為可能發生的時點，將落在 2023 下半年。

在維持高利率一段更長時間 (higher for longer) 的政策前景下，預計美國實質利率在 2023 上半年至少仍將難以回落跌破 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 年般劇烈上升的機率，已然不高。



美債實質利率 資料來源：tradingview
資料日期：2023/4/14

黃金後市：

從美國 3 月 CPI 年增率超預期走低，且核心 CPI 重要組成項目 OER 也見到樂觀的放緩趨勢，故美國通膨後市有望將繼續走低，而鑒於聯準會希望持續壓制核心 CPI 走低、並且 3 月非農報告仍是強勁，故聯準會相當可能於 5 月利率會議繼續升息一碼，並不再上修終點利，以及於隨後的 6、7 月份繼續維持高利率一段時間，但 2023 下半年相當有機會啟動降息。

2023 下半年聯準會有望被迫啟動降息，主要是因為 CPI 的持續放緩之外，零售銷售動能也已見到更大跌幅，預計在 2Q23 中，美國消費動能將會因為高利率維持一段更長時間 (higher for longer) 而進一步萎縮，從而帶動失業率溫和走升，令聯準會具有降息理由。

展望黃金後市，雖然聯準會將可能於 2023 下半年啟動降息，但鑑於近期美國經濟數據紛紛超預期走弱，故市場對於聯準會的降息預期已經提前定價不少，這也推升黃金在短線上出現強勁上漲，考慮到市場已過多定價降息預期，如芝商所 (CME) FedWatch 數據顯示，市場主流意見預計至 2023 年 12 月，聯準會將至少降息二碼 (50BP)，甚至部分預計降息三碼 (75BP)，這樣的降息預期很可能計入過多，故投資人可等待黃金回檔後，再予以建倉。

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。