

<本期亮點>

1. 聯準會公布最新 5 月利率會議，宣布升息一碼 (25BP)、拉升利率走廊至 5.00-5.25% 區間，聯準會並暗示，5 月升息將預計是本輪升息循環的最後一次升息，顯示聯準會本輪升息循環已於 5 月觸頂，而市場在聯準會 5 月升息循環觸頂後，也開始高速定價聯準會最快將於 9 月啟動降息，這使得當前金價已快速定價降息預期，但降息預期可能搶跑太多。
2. 據 CME 利率期貨定價顯示，在聯準會 5 月會議之後，市場快速定價聯準會將於 6 月、7 月、8 月維持利率在當前 5.00-5.25% 不變一段時間，隨後將於 9 月降息一碼、並於 12 月底累計降息三碼，市場預計在聯準會的高利率壓制下，美國經濟將很快出現放緩，並為聯準會打開降息的大門。
3. 展望黃金後市，在美國勞動力市場需求仍強的前景下，預計聯準會將在未來一段時間內維持高利率更長時間，而當前市場對於 9 月降息的定價已搶跑太多，故當前金價已過於昂貴，未來 1-2 個月內，市場的降息預期有機會再次被強勁的勞動力市場表現所延遲，而一旦市場的降息預期被重置，金價有望迎來一波強勢修正。

聯準會雖暗示升息觸頂， 但金價降息預期已搶跑太多

聯準會 (Fed) 公布最新 5 月利率會議，宣

布升息一碼 (25BP)、拉升利率走廊至 5.00-5.25% 區間，聯準會並在會後聲明暗示，5 月升息將預計是本輪升息循環的最後一次升息，而市場在聯準會升息循環觸頂後，正開始高速定價聯準會最快將於 9 月啟動降息，這也使得當前金價已快速定價降息預期，但市場對於聯準會的降息預期可能已搶跑太多，金價有可能在短線上將迎來顯著修正。

據芝商所 (CME) 利率期貨定價顯示，在聯準會 5 月會議之後，市場快速定價聯準會將於 6 月、7 月、8 月維持利率在當前 5.00-5.25% 不變一段時間，隨後將於 9 月降息一碼、並於 12 月底累計降息三碼，屆時基準利率預計將降至 4.25-4.75% 區間，因市場預計在聯準會的高利率壓制下，美國經濟將很快出現放緩，並幫助通膨率持續走低，並為聯準會打開降息的大門。

然而值得注意的是，鑒於美國勞動力市場的需求仍舊十分強勁，JOLTs 職位空缺數雖然已跌破 1000 萬人大關降至最新的 959 萬人，但仍是遠遠高於疫情前的 700 萬職缺數，雖然 JOLTs 顯示美國的勞動力市場需求正在逐漸放緩，但需求仍是極強，故這很可能將對美國的薪資通膨黏性持續構成支撐一段時間，並使得聯準會無法很快轉向降息。

市場預期聯準會在 9 月就能啟動降息，這暗示 JOLTs 職位空缺數至少在 9 月之前，就將降回疫情前水平，但這樣的預期很可能不現實，因聯準會自 2022 年啟動高速升息以來，JOLTs 職位空缺數在經歷了一年的高壓升息後，降幅仍是相對緩慢，而在未來短短 6、7、8 三個月份內，就要期待 JOLTs 職位空缺數能夠降回至疫情之前水

準，並能幫助聯準會啟動降息，這樣的預期可能是過度樂觀。

展望黃金後市，在美國勞動力市場需求仍強的前景下，預計聯準會將在未來一段時間內維持高利率更長時間 (Higher for longer)，以壓制通膨率持續朝向 2% 通膨目標邁進，而市場對於 9 月降息的定價已搶跑太多，故當前金價已經過於昂貴，未來 1-2 個月內，市場的降息預期有機會再次被強勁的勞動力市場表現所延遲，而一旦市場的降息預期被重置，金價有望迎來一波強勢修正。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2023/5/4

總經分析：

一.聯準會暗示升息觸頂，但絕不會過早降息：

聯準會於 5 月 3 日公布 5 月利率會議決議，宣布將利率走廊調升一碼至 5.00-5.25% 區間，創 2007 年 8 月以來最高，這是自 2020 年 3 月啟動升息循環以來的第 10 次升息。

聯準會於 5 月會議表示，貨幣政策目前正接近所謂的「鷹派暫停」，也就是已經非常接近升息的最高點，但是聯準會仍表明，目前仍處於緊縮循環當中，並不預計很快降息。

聯準會 5 月會後聲明寫道，FOMC 委員會將密切關注即將到來的資訊，並評估對貨幣政策的影響，並省略先前 (3 月) 聲明中出現的一句話，即「委員會預期一些額外的政策緊縮或許是合適的」。

鮑爾在記者會上透露，聯準會有討論暫停升息的可能性，但沒有在 5 月份這麼做，聯準會正不斷接近暫停升息，但這尚未成為定局，未來利率決定將取決於即將公布的數據。

鮑爾強調：「原則上，我們無需升息至過高的水平，貨幣政策的立場已經足夠緊縮，或者接近足夠緊縮，可以使通膨隨著時間的推移回到 2% 的目標。」此言暗示，6 月即將舉行的聯準會會議可能暫停升息。

二.聯準會再重申，抗通膨還有很長的路要走

目前通膨率仍遠高於聯準會 2% 的長期目標，美國 3 月消費者物價指數 (CPI) 年增 5%，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%，凸顯美國通膨穩步降溫，但核心通膨仍頑強。

鮑爾對通膨前景表示，雖然通膨在過去一年有所改善，但抑制價格壓力的鬥爭遠未結束，自 2022 年年中以來，通膨有所緩和，但通膨壓力持續居高不下，通膨回落至 2% 的過程還有很長的路要走。

鮑爾認為，通膨率不會在一夜間就降到 2%。限制性貨幣政策可能需要一段時間才能使通膨下滑。

聯準會並同時宣布量化緊縮 (QT) 仍持續進行，聯準會仍維持每月將資產負債表縮減 600 億美元的美公債和 350 億美元的抵押

擔保證券 (MBS) 計畫。

三.聯準會預計今年不降息，想擊退市場降息預期

聯準會主席鮑爾在 5 月利率會後記者會上表示，如果聯準會官員是正確的，那麼降息可能需要一些時間才能看起來合理，此言意味 2023 年聯準會皆不太可能出手降息。

鮑爾稱：「委員會的觀點是，通膨不會這麼快下降，這需要一些時間，如果那個預測大體上是正確的，那麼降息就不合適了。」

鮑爾研判：「需求和勞動力市場狀況可能需要進一步走弱，才能看到非住房服務領域取得進展，降息才會是合適的。」

儘管鮑爾重申 2023 年不太可能降息，但根據芝商所 (CME) 的 FedWatch Tool 最新數據顯示，市場預期聯準會最快 9 月將開始降息。



CME 利率市場預期聯準會最快將於 9 月啟動降息 資料來源：CME 資料日期：2023/5/4

籌碼分析：

美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 4 月 28 日公布之最新數據顯示，截至 4 月 25 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 6875 口至多單 253186 口，而空單則是減少 2246 口至 67922 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 185264 口。

黃金籌碼面觀察，黃金多單擁擠交易 (Crowded trade) 的現象全然沒有改變，多單持續高於 25 萬口的大關之上，而考量到期貨市場為零和遊戲，故在多單過度擁擠的籌碼環境下，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 28)	
Long	253186
Change	-6875
Short	67922
Change	-2246
Net Position	185264
Change from last week	-4629

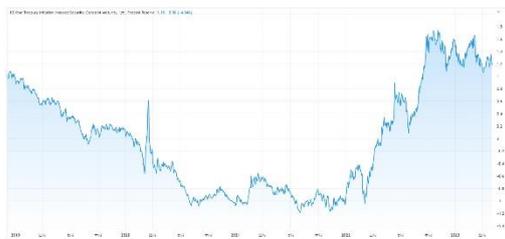
黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC 資料日期：2023/4/28

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 5 月 4 日最新數據，美債實質利率報 1.18%，仍是持續高於 1.0% 水平，反映雖然利率市場正在對賭聯準會最快將於 9 月降息，但通膨預期也因高利率將維持一段更長時間而在同步下降，故支撐實質利率仍是高於 1% 整數大關。

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也並不高。



美債實質利率 資料來源：tradingview
資料日期：2023/5/4

向 2% 通膨目標邁進，而這短期內相信很難快速完成，但市場對於 9 月降息的定價已搶跑太多，故當前金價已經過於昂貴，未來 1-2 個月內，市場的降息預期有機會再次被強勁的勞動力市場表現所重置，屆時金價有望迎來一波強勢修正。

黃金後市：

聯準會 5 月會議出現了重大的貨幣政策轉折，聯準會在本輪升息循環中首次出現暗示「升息觸頂」，這意味著聯準會貨幣政策將進入下一個篇章，也就是「維持高利率一段更長時間」，並希望藉高利率水平持續壓低通膨，而在此過程中，美國實質利率也將持續落在正值區間，但市場的降息預期已經搶跑，預計美國很快將重新回到實質負利率水準，故帶動金價持續創高。

但考慮美國經濟前景仍舊具有韌性，因勞動力市場需求強勁、失業率仍在歷史低檔的 3.5% 徘徊，故無失業的美國經濟環境，持續支撐了美國消費動能，這將令美國薪資通膨黏性難以在短期內就出現快速下降，聯準會的抗通膨戰確實仍有一段很長的路要走，這也將令聯準會難以很快轉向降息。

展望黃金後市，在美國勞動力市場需求仍強的前景下，預計聯準會更為高機率的貨幣政策，是在未來一段時間內維持高利率更長時間 (Higher for longer)，以降低 JLOTs 的職位空缺數、並壓制通膨率持續朝

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。