

## <本次亮點>

1. 聯準會 (Fed) 結束 9 月利率會議，雖然利率與 QE 規模不變，但會後釋出的會議聲明與點陣圖卻顯示，聯準會已相當接近啟動縮減 QE 購債 (Taper)，並且升息預期比 6 月份釋出的點陣圖還要大幅提前。
2. 雖然聯準會近 3 個月來已持續向市場放出 Taper 預期，故此次 Taper 對市場的衝擊估計將不會如前一次 2013 年般劇烈，但這樣的論述估計只適用在股市之中，因股市能分享到公司獲利隨經濟走高之紅利，而對於債市及金市，則不適用此論述。
3. 展望黃金後市，4Q21 美國政府也將迎來政策密集期，其中基建計劃、預算支出法案等，預計都將獲得美國國會通過，這 2 大政策亦將有望幫助美國經濟擴張的步伐延續，再疊加上述的財政部發債擴大和 Taper 落地，相信實質利率將持續自負利率區間收斂，金價估具有沉重的下行壓力。

## 雖市場已定價 Taper，但金價仍難逃實質縮減購債影響

聯準會 (Fed) 結束 9 月利率會議，雖然持續維持利率走廊於 0-0.25% 不變，並維持當前每月 QE 購債 1200 億美元規模不變，但會後釋出的會議聲明與點陣圖卻顯示，聯準會已相當接近啟動縮減 QE 購債 (Taper)，並且升息預期比 6 月份釋出的點陣圖還要大幅提前，意味著黃金的下行

壓力正在持續加深。

聯準會 9 月會後聲明指出，若美國經濟復甦進展持續合於預期，那麼 Taper 即可能很快到來，因聯準會主席鮑爾強調，Taper 的決定不需要一份超強的 9 月份就業數據就足以滿足，故市場普遍預期 11 月聯準會就將宣布 Taper 時間軸，並於 12 月正式落地。

雖然本次聯準會就 Taper 預期已與市場進行充份溝通，故相信市場已高速定價 Taper，對市場信心的衝擊估計不致如 2013 年般劇烈，但這樣的論述，相信只適用於股市、並不適用於債市與金市。

再考量到美國財政部亦將於 4Q21 大舉發債 7030 億美元，高於 3Q21 的 6730 億美元，故預期聯準會 Taper 於 12 月上路後，美國財政部的發債增多以及 Taper 購債縮減，雙向因素將持續推升美債殖利率走揚。

展望黃金後市，4Q21 美國政府也將迎來政策密集期，其中基建計劃、預算支出法案等，預計都將獲得美國國會通過，這 2 大政策亦將有望幫助美國經濟擴張的步伐延續，再疊加上述的財政部發債擴大和 Taper 落地，相信美債殖利率將有進一步的上行空間，進而帶領實質利率自負利率區間收斂，金價波動估計將因此加劇，且具有沉重的下行壓力。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview

資料日期：2021/9/24

## 總經分析：

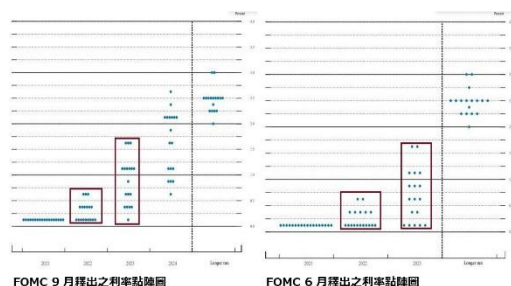
### 一. Fed 點陣圖顯示升息預期提前：

據 9 月 FOMC 會後釋出的利率意向點陣圖 (Dot Plot) 顯示，所有 FOMC 票委們皆支持至 2021 年底皆不升息，將繼續維持利率走廊在 0-0.25% 不變，以幫助美國失業率持續好轉。

但基於長期通膨取得實質進展，故本次會議支持 2022 年升息的官員人數顯著上升，比 6 月會議時增加 2 人至 9 人，其中，6 名票委支持在 2022 年升息一碼、3 名票委支持升息二碼。

而上述也意味著，在 FOMC 全部 18 名票委中，已有半數票委支持 2022 年啟動升息，升息預期大幅提前。

另外，點陣圖亦顯示，FOMC 站在當前時點預估，至 2023 年底，高達 7 成官員預估 Fed 將升息二碼，利率走廊屆時預期至少來到 0.50-0.75%；達 5 成官員預期升息三碼，屆時利率走廊至少來到 1.0-1.25%。



FOMC 9 月利率點陣圖與 6 月相比 資料

來源：federalreserve 資料日期：2021/9/22

### 二. Fed 下修今年 GDP 增長預期，但上修明、後兩年預期：

本次 FOMC 會後釋出經濟預測概要 (Summary of Economic Projections, SEP)，下調了今年的 GDP 預期，但上修明、後兩年的 GDP 預期；同時也上修了今年的失業率預期、維持明、後兩年預期在 3.8% 與 3.5% 不變。

另外，FOMC 也上調了 2021、2022、2023 共三年的核心 PCE 通膨預期，顯示了官員認為美國通膨前景已顯著上升。

#### FOMC 各項經濟指標預測之中位值為：

- 2021 年 GDP 預計增長 5.9%，比 6 月預期下修 1.1 個百分點，而 2022 年和 2023 年 GDP 預期分別為 3.8% 和 2.5%，分別比 6 月上調 0.2 和 0.1 個百分點。
- 2021 年失業率預期落在 4.8%，比 6 月上修 0.3 個百分點，而 2022 年和 2023 年持平 6 月預估，分別是 3.8% 和 3.5%。
- 2021、2022、2023 年核心 PCE 預估分別為 3.7%、2.3%、2.2%，比 6 月上修 0.7、0.2、0.1 個百分點。

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
June projection	7.0	3.3	2.4		1.8
Unemployment rate	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
June projection	4.5	3.8	3.5		4.0
PCE inflation	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.7	2.3	2.2	2.1	
June projection	3.0	2.1	2.1		

FOMC 9 月經濟預測概要 資料來源：federalreserve 資料日期：2021/9/22

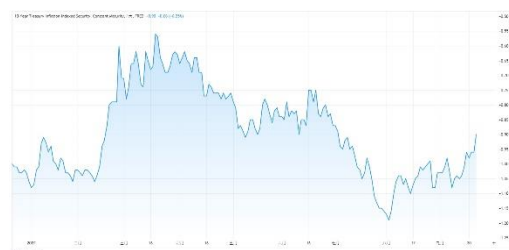
本次 FOMC 下調了美國 2021 年的 GDP 成長率預估，主要還是由於 Delta 疫情的重新升溫，但是針對 2022、2023 年的前景看，FOMC 委員會仍認為美國經濟的擴張腳步未變。

展望 2022 年，雖然 2022 年美國 GDP 成長率預估降至 3.8%，比 2021 年增長 5.9% 之預估降低不少，但事實上 2022 年 GDP 增長率將面對著 2021 年的高基期效應，且 3.8% 的 GDP 增長預期，也比美國長期 GDP 增長 2.0% 要高上不少，故 2022 年的美國經濟增長前景，仍是相當樂觀。

## 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 9 月 24 日最新數據，美債實質利率已出現大幅收斂至 -0.90%，創下近三個月來的新高水平，且上行趨勢還可望持續延續。



美債實質利率 資料來源：tradingview  
資料日期：2021/9/24

## 籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 9 月 24 日公布之最新數據顯示，截至 9 月 21 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是大減了 10318 口，同時空單反手大增 9795 口，故單週淨多單共減少 20113 口至總水平 187647 口。

在聯準會進一步放出 Taper 的當口，市場資金也開始對黃金多單大幅獲利了結，並且擴大反手作空之力道，使得投機性部位淨多單單週大減逾 2 萬口之多，整體淨多單水位亦高速跌破 20 萬口整數大關。

Gold (Sep 21)	
Long	296670
Change	-10318
Short	109023
Change	9795
Net Position	187647
Change from last week	-20113

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC  
資料日期：2021/9/24

## 黃金展望：

隨著美國經濟的持續擴張，且勞動力市場復甦順利，故聯準會啟動 Taper 的理由也越來越充份，再加上美國財政部將於 4Q21 擴大發債至 7030 億美元，高於 3Q21 的 6730 億美元，這意味著整體美債市場的需求力道將因 Taper 收斂，且同時供給力道將因財政部擴大發債而擴張，一來一往之間，將令美債殖利率更有上行壓力。

雖然聯準會近 3 個月來已持續向市場放出 Taper 預期，故此次 Taper 對市場的衝擊

估將不會如前一次 2013 年般劇烈，但這樣的論述估計只適用在股市之中，因股市能分享到公司獲利隨經濟走高之紅利，而對於債市及金市，則不適用此論述。

因 Taper 在實際操作上，即是聯準會縮減針對美債市場的購債規模，如目前聯準會每月購債規模為 1200 億美元，啟動 Taper 後估將依序減至每月 1000 億美元、每月 800 億美元、每月 600 億美元，而隨後於 2022 年中旬完全停止 QE，故 Taper 實質上將對美債構成市場需求大減之壓力，使得美債殖利率將進一步上行。

展望黃金後市，在美債殖利率將走揚的前景下，同時通膨預期也在持續走低，雙向因素正使得實質利率持續自負利率區間收斂，朝向 0% 靠攏，對不孳息的金價來說，可謂是相當不利，相信金價在 Taper 啟動之後，將有可能下探每盎司 1700 美元下方。

另外，隨著時序進入 4Q21，美國政府也將迎來政策密集期，其中 1.2 兆美元基建計劃與 3.5 兆美元預算支出最令市場注目，預計該 2 項法案都將在 4Q21 獲得美國國會通過，而該 2 法案的規劃方向，即是希望延續美國後疫情時代的經濟擴張動能，故在白宮政府持續刺激美國經濟的前景下，市場資金進入金市避險的動機也是越來越小。

## 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/>

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

差價合約（CFDs）是複雜的金融產品，存在很高的虧損風險。76.8%的零售客戶在進行交易時虧損。您應該考慮是否有能力承受損失的高風險。本網站上的信息本質上屬於一般信息。我們建議您在進行交易前，尋求獨立的財務建議並確保您充分了解所涉及的風險。在您交易之前，請認真查看 oanda.com 的產品披露聲明（Product Disclosure Statement）(PDS) 以及金融服務指南（Financial Services Guide）(FSG)。

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。