

<本次亮點>

1. 聯準會公布 12 月利率決議，加速縮減 QE 購債 (Taper) 雖符合市場預期，但聯準會會後釋出的利率意向點陣圖 (Dot Plot) 顯示，2021 年聯準會預計將升息三碼、2022 年有預計將升息三碼，「加速轉鷹」的聯準會緊縮路徑，估計將持續令金價承壓。
2. 目前華爾街絕大多數機構仍然預估，聯準會預計不會在 2022 年 3 月啟動升息，不少 Sell Side 分析師仍預計聯準會將等待至 6 月才會升息，但這樣的預測很可能出現錯誤，因聯準會在經濟預測 (Economic projections) 上對於通膨和失業率的展望來看，似乎暗示最快 3 月、最晚 5 月將啟動升息。
3. 展望金價後市，無論聯準會在 3 月或 5 月進入升息循環，都是比當前市場預期的 6 月升息時點還要來得更為提前，再加上縮表的時程也估將提前，故升息與縮表將成為拉升實質利率的強勁動能，金價未來 3 個月走勢估計仍將面臨較大壓力。

聯準會加速轉鷹！升息預期提前將不利金價

週四 (16 日) 聯準會 (Fed) 公布 12 月利率決議，宣布維持利率不變，但將加速縮減 QE 購債 (Taper) 自每月 150 億美元至 300 億美元，符合市場預期，且聯準會會後釋出的利率意向點陣圖 (Dot Plot) 顯示，2022 年聯準會預計將升息三碼、2023 年有預計將升息三碼，而未來基準利

率的走揚，估計將持續令金價承壓。

另外，聯準會也在會後釋出的經濟預測 (Economic projections)，宣布下修了實質 GDP 季增年率預測值，並再次上修核心 PCE (Core PCE) 年增率預測、以及下修失業率預測，似乎在暗示聯準會未來的升息預期將要再次提前靠攏，未來實質利率將有望自當前的負實質利率水準，緩步向 0 軸靠攏。

目前華爾街絕大多數機構仍然預估，聯準會預計不會在 2022 年 3 月啟動升息，不少 Sell Side 分析師仍預計聯準會將等待至 6 月才會升息，但這樣的預測很可能已開始出現錯誤，因從聯準會在經濟預測 (Economic projections) 上對於通膨和失業率的展望來看，聯準會似乎最快 3 月即可能出手升息、最晚 5 月也會啟動本輪的第一次升息。

展望金價後市，無論聯準會在 3 月或 5 月進入升息循環，都是比當前市場預期的 6 月升息時點還要來得更為提前，再加上縮表的時程也估將提前，而一旦市場開始出現重新調整自身預期時，即可能令金價產生較大的負面波動，再加上聯準會進入升息循環後，將開始帶動名目利率走升、壓抑通膨預期向下，故這將成為拉升實質利率的最強動能，在實質利率可望自負值區間緩步收斂的前景下，金價未來 3 個月走勢估計仍將面臨較大壓力。

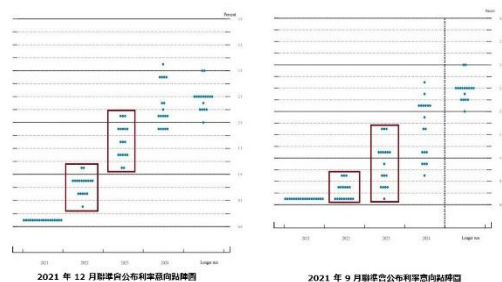


黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2021/12/17

總經分析：

一.聯準會 12 月會議「放鷹」：

聯準會於 12 月利率會議釋出的利率意向點陣圖 (Dot Plot) 顯示，聯準會預計 2022 年將升息三碼、2023 年也將升息三碼，超過一部分華爾街分析師原先預期的 2022 年升息二碼，顯示聯準會正在全面「校正」市場預期至 2022 年升息三碼。



左：聯準會 12 月公布之利率意向點陣圖
右：聯準會 9 月公布之利率意向點陣圖 資料來源：federalreserve 資料日期：2021/12/16

同時，聯準會也一如市場預期的，加快執行 QE 縮減 (Taper) 之速度，宣布自 2022 年 1 月起，每月縮減購債規模自 150 億美元提高至 300 億美元，計劃明年 3 月將正式結束購債，因為在考量高通膨和勞動力市場已進一步改善後，聯準會認為加速 Taper 是適合的方法。

鮑爾在本次 12 月利率會議上指出：「在處理資產負債表問題時，最好的方式是採取謹慎、有條不紊的方法進行，市場對此很敏感，距離完成 Taper 基本上還有兩次會議，我們認為 Taper 速度加倍是合適的。」

從本次會後釋出的點陣圖觀察，聯準會的

升息路徑明顯略微超出市場預期，因原先不少華爾街機構預期，即使聯準會加快 Taper，也不至於預計在 2022 年升息三碼，估計只會升息二碼，但本次點陣圖揭露後，聯準會 FOMC 票委們，卻是「鷹派」表態計劃升息三碼。

二.聯準會上修明年 GDP、通膨預測，為升息鋪路：

聯準會在 12 月會議後，亦釋出最新 12 月的經濟預測 (Economic projections)，同時上修了 2022 年的實質 GDP 季增年率以及核心 PCE 年增率預估，並下修失業率預估，為 2022 年的加速升息鋪路。

聯準會 12 月經濟預測細項：

- 2021 年 GDP 預計成長 5.5%，比 9 月預計的 5.9% 下修 0.4 個百分點；2022 年 GDP 預計成長 4.0%，比 9 月預測的 3.8% 上修 0.2 個百分點。
- 2021 年失業率預計落在 4.3%，優於 9 月份預計的 4.8%；2022 年失業率預計降至 3.5%，優於 9 月份預計的 3.8%。
- 2021 年、2022 年核心 PCE 年增率分別預計落在 4.4%、2.7% 比 9 月份預計的上修 0.7 與 0.4 個百分點；而長期 2024 年核心 PCE 則維持原先預計 2.1% 不變。

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

Variable	Median ¹				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8
September projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
Unemployment rate	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0
September projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
PCE inflation	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0
September projection	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.4	2.7	2.3	2.1	
September projection	3.7	2.3	2.2	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5
September projection	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5

聯準會 12 月公布之經濟預測 (Economic projections) 概要 資料來源：
federalreserve 資料日期：2021/12/16

就經濟增長前景而言，聯準會經濟預測顯示，相較於 2020 年，2021 年美國經濟全年強勁復甦，實質 GDP 季增年率估落在中位數 5.5%，小幅低於 9 月份預期的中位 5.9%，而展望 2022 年，由於 2021 年的高基期效應，故總體上 2022 年經濟增長估較 2021 年放緩，但也將好於新冠疫情前水平，達到中位數 4.0% 的增速水平，並高於 9 月預期的中位數 3.8% 水平。

就通貨膨脹走勢而言，聯準會經濟預測顯示，相較於 2020 年達 2% 以上的通膨水平，預估 2021 年核心 PCE 通膨率將達 4.4%，而 2022 年則預計將大幅回落至 2.7%，但還是比 9 月預期要在出現上修，顯示 2022 年通膨前景的不確定性仍較大。

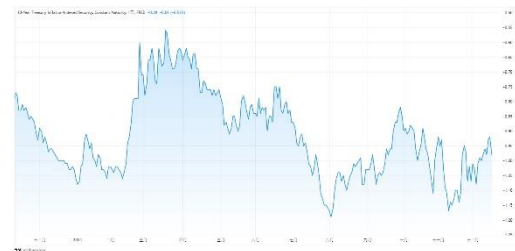
就以上 12 月的經濟預測觀察，再加上本次聯準會釋出的點陣圖顯示，預計未來升息進程將加速，故總體 2022 年看，預計升息頻率與幅度都將出現顯著上升。

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 12 月 17 日最新數據，美債實質利率報 -0.98%，仍在歷史低檔附近徘徊，但隨著聯準會貨幣政策「加速轉鷹」，美債實質利率估將持續自負利率區間收斂。



美債實質利率 資料來源：tradingview
資料日期：2021/12/17

籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 12 月 17 日公布之最新數據顯示，截至 12 月 14 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是繼續減少 2376 口，而空單更是大增 12408 口，帶領單週淨多單降至總水平 202401 口。

當前黃金籌碼面看，黃金淨多單水位已自先前「極度看多」的 25 萬口大關驟降至 20 萬口，顯示許多交易員已經在最近的金價修正上，高速拋售手上多單，而當前多單的拋售潮，相信仍未結束。

Gold (Dec 14)	
Long	298142
Change	-2376
Short	95741

Change	+12408
Net Position	202401
Change from last week	-14784

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2021/12/17

月升息時點還要來得更為提前，再加上縮表的時程也估將提前，升息與縮表將成為拉升實質利率的強勁動能，在實質利率可望自負值區間緩步收斂的前景下，金價未來 3 個月走勢估計仍將面臨較大壓力。

黃金展望：

從聯準會 12 月利率會議來看，聯準會官員們正在快速地「轉向鷹派」，甚至點陣圖展示的升息路徑，更是超越部分市場預期，相信這將令金價波動加大，因投資銀行將開始陸續跟隨上修升息預期，故這將可能令金價展開新一波「認錯行情」。

而由於升息預期時間的向前提前，故本報告也預計聯準會將可能於 2022 年第四季開始縮減資產負債表，對比當前許多外資機構仍預計聯準會將於 2023 上半年才會開始縮表，縮表是更為提前。

本輪聯準會縮減資產負債表對金價的影響可能會比升息更大，因為本輪聯準會 QE 規模極大，在新冠疫情爆發之前的 2020 年一月，聯準會資產負債表為 4.1 兆美元，但現在已經增加至 8.7 兆美元，這導致了縮表一旦啟動，美債實質利率自負值收斂的速度，將會更為加速。

另外，由於美國通膨率估將延續至 2022 年，雖然高通膨將在 2022 年趨緩，但預計也不致於跌至 2.5% 下方，故在通膨率已達標的前景下，此次聯準會啟動縮表之態度，將可能會比 2008 年金融危機過後那時來的更果斷、更大膽，聯準會貨幣政策「加速轉鷹」的趨勢正在成形。

展望金價後市，無論聯準會在 3 月或 5 月進入升息循環，都是比當前市場預期的 6

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/>

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。