

<本次亮點>

1. 聯準會主席鮑爾最新於布魯金斯研究所發表主題為《通膨與勞動力市場》之演講，鮑爾在演講中指出，聯準會將繼續維持升息循環，最快 12 月升息幅度會開始放緩，但目前仍不考慮降息，且利率還將維持在高檔水平一段更長時間，這將對實質利率進一步形成支撐效果。
2. 鮑爾在演講中表示，隨著利率逐漸達到限制性水平，放緩升息也是有意義的政策行動，但放緩升息並不意味著降息，聯準會預計將維持利率在限制經濟增長的水平一段更長時間，且本輪升息循環的終點利率 (Terminal Rate) 將比 9 月預期的 4.75% 還要更高。
3. 展望黃金後市，考量到聯準會並不會過早啟動降息、反倒還將停留在高利率水平一段更長時間，這將有助於引導通膨持續緩步下行，而在通膨緩步下行的過程中，實質利率也會同步對應放大，這對金價來說仍是壓力，故預期金價當前行情僅是因為升息速率放緩而帶來情緒向好的反彈，並非多頭牛市的反轉開始。

鮑爾並未帶來更多鷹派訊息，但金價僅是反彈並非反轉

聯準會 (Fed) 主席鮑爾 (Jerome Powell) 最新於布魯金斯研究所 (Brookings Institution) 發表主題為《通膨與勞動力市

場》之演講，鮑爾在演講中指出，聯準會將繼續維持升息循環，最快 12 月升息幅度會開始放緩，但目前仍不考慮降息，且利率還將維持在高檔水平一段更長時間，這將對實質利率進一步形成支撐效果，金價當前市況相信僅是反彈、並非反轉，黃金的多頭牛市仍尚未到來。

鮑爾在演講中表示，目前美國通膨水平仍是過高，因此進一步升息仍是必要的，但隨著利率逐漸達到限制性水平，放緩升息也是有意義的政策行動，但放緩升息並不意味著降息，聯準會預計將維持利率在限制經濟增長的水平一段更長時間，且本輪升息循環的終點利率 (Terminal Rate) 將比 9 月預期的 4.75% 還要更高，而這樣的政策目的，就是要進一步對高通膨形成抑制效果，並引導通膨持續走低。

而針對目前美國勞動力市場過熱之跡象，鮑爾仍舊認為，聯準會依然需要致力實現勞動力需求放緩和薪資增長的再平衡，而目前勞動力市場僅呈現聯準會希望看到的「初步進展」，就業增長仍遠超人口增長所需的速度，且 2022 年職位空缺數亦遠高於疫情前的任何時期，勞動力供給仍存在著嚴重的供給缺口，就業人數仍比疫情前低了數百萬人，而這種供給短缺的現象預計不太可能很快在短期內消除。

展望黃金後市，雖然聯準會升息速率即將於 12 月放緩，且芝商所 (CME) 利率期貨市場也已定價 12 月會議釋出的點陣圖 (Dot Plot) 將再次上修點陣圖終點利率至 5.00% 上方，但考量到聯準會並不會過早啟動降息、反倒還將停留在高利率水平一段更長時間，這將有助於引導通膨持續緩步下行，而在通膨緩步下行的過程中，實質利率也會同步對應放大，這對金價來說仍是壓力，故預期金價當前行情僅是因為升

息速率放緩而帶來情緒向好的反彈，並非多頭牛市的反轉開始。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2022/12/1

總經分析：

一.鮑爾演講中性，並未帶來更多鷹派增量訊息：

聯準會主席鮑爾於 11 月 30 日於布魯金斯研究所發表演講，鮑爾表示，聯準會可能最快在 12 月放緩升息步伐，但同時強調未來還會持續升息，利率會保持在限制性區間一段時間，才能戰勝通膨；這是鮑爾在 12 月利率會議緘默期之前的最後一場演講。

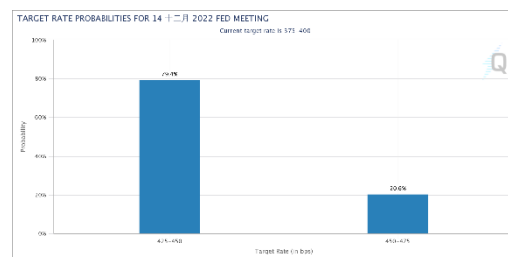
鮑爾表示，雖然目前還沒有足夠有力的證據足以讓人信服通膨很快就會減速，未來通膨的路徑仍然高度不確定，雖然過去一年內收緊貨幣政策、經濟成長放緩，但在降低通膨方面尚未取得明顯的進展。

而儘管經濟學家認為未來 12 個月出現經濟衰退的可能性較大，但鮑爾表示所謂的經濟軟著陸仍「非常有可能」且「仍可實現」，不過鮑爾也承認，軟著陸的可能性正在縮小。

鮑爾在談話中提到，儘管近期通膨出現一些有希望的進展，但要恢復物價穩定還有很長的一段路要走，升息和縮表等政策舉

措通常需要時間才能傳導致整個金融體系，因此貨幣政策可能在一段時間內保持在限制經濟的水準，直到通膨出現實質性進展，不過，在接近足以降低通膨的克制水準時，放緩升息步伐是有道理的。

而針對市場最在乎的本輪升息循環之「終點利率」路徑，鮑爾預估，終點利率可能會「略高於」聯邦公開市場委員會 (FOMC) 9 月預測的 4.6%，符合芝商所之利率期貨市場預估的終點利率 4.75%-5% 水平，而在鮑爾發言之後，也鞏固 CME 市場對聯準會在 12 月會議上升息二碼 (50BP) 的預期達 79.4%；此前聯準會已連續四次升息三碼 (75BP)。



CME 利率期貨市場預期，聯準會在 12 月開始放緩升息速率至二碼 (50BP) 之機率高達 79.4% 資料來源：CME 資料日期：2022/12/1

整體鮑爾的演講看，鮑爾談話大致重申先前 11 月利率會議的前瞻指引，除了持續重申聯準會抗通膨的決心以外，亦表態勞動力市場仍然過熱，但大多談話屬於老調重彈，並未為市場帶來更多的鷹派增量訊息，顯示聯準會漸漸不願再更大幅度地拉升市場的升息預期。

二.聯準會偏好的通膨指標 PCE，再次低於市場預期：

美國商務部 12 月 1 日公布數據顯示，聯準會最偏好的通膨指標核心個人消費支出 (PCE) 物價指數於 10 月進一步放緩，且

個人支出成長 0.8%，符合市場預期，兩項指數表現給市場帶來軟著陸希望，即聯準會的高壓升息正在冷卻通膨，但不會引發沉重的經濟衰退。

美國 10 月 PCE 物價指數分項表現：

- 10 月 PCE 指數年增率報 6.0%，市場預期 6.0%，前值 6.3%。
- 10 月 PCE 指數月增率報 0.3%，市場預期 0.4%，前值 0.3%。
- 10 月核心 PCE 指數年增率報 5.0%，市場預期 5.0%，前值 5.2%。
- 10 月核心 PCE 指數月增率報 0.2%，市場預期 0.3%，前值 0.5%。

	2022				
	June	July	Aug.	Sept.	Oct.
Percent change from preceding month					
Personal income:					
Current dollars	0.5	0.5	0.3	0.4	0.7
Disposable personal income:					
Current dollars	0.6	0.4	0.3	0.3	0.7
Chained (2012) dollars	-0.4	0.5	0.1	0.0	0.4
Personal consumption expenditures (PCE):					
Current dollars	1.2	-0.2	0.7	0.6	0.8
Chained (2012) dollars	0.2	-0.1	0.4	0.3	0.5
Price indexes:					
PCE	1.0	-0.1	0.3	0.3	0.3
PCE, excluding food and energy	0.6	0.1	0.5	0.5	0.2
Percent change from month one year ago					
PCE	7.0	6.4	6.2	6.3	6.0
PCE, excluding food and energy	5.0	4.7	4.9	5.2	5.0

美國 PCE 物價指數細項表現 資料來源：BLS 資料日期：2022/12/1

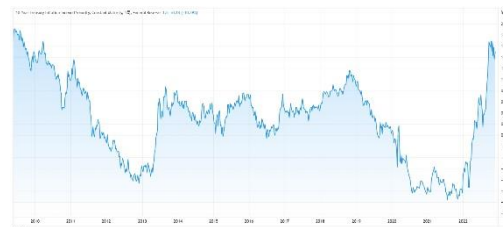
美國 10 月 PCE 報告顯示，10 月個人消費支出明顯偏強，反映出今年美國黑五 (Black Friday) 折扣季比往年更早開跑，而美國消費者也樂意提前開始消費，這對美國經濟成長有利；而 PCE 月增率普遍偏低，尤其核心 PCE 月增率增速明顯縮小，因此相信本份 PCE 報告能更進一步支持將於 12 月會議升息二碼。

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 1 日最新數據，美債實質利率仍居於 1.50% 以上的高檔水平，反映聯準會的終點利率上修雖然已被市場定價，但由於聯準會也難以重起降息循環，且維持高利率水平一段更長時間的貨幣政策路徑，亦有助於壓制美國通膨率走低，故實質利率在 1H23 至少仍將維持在正值區域、甚至有繼續上行之可能。



美債實質利率 資料來源：tradingview
資料日期：2022/12/1

籌碼分析：

美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 11 月 25 日公布之最新數據顯示，截至 11 月 22 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 12998 口至多單 214284 口，而空單則是同步減少 2842 口至 98171 口，單週淨多單在多單驟減、空單小減的帶動下，淨多單進一步下滑至 116113 口。

當前黃金籌碼面觀察，在黃金近二週的強勢反彈行情中，黃金多單卻反而加速獲利了結，相信這主要也是反映市場預期聯準會仍將會支持實質利率在 1% 以上的高檔區間，故整體籌碼面上依舊為空軍主導。

Gold (As of Nov 22)	
Long	214284
Change	-12998
Short	98171
Change	-2842
Net Position	116113
Change from last week	-10156

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2022/12/1

情緒向好的反彈，並非多頭牛市的反轉開始。

黃金後市：

聯準會主席鮑爾在布魯金斯演講上，可以說確認了 12 月的 FOMC 利率會議將放緩升息速率至二碼，且未來利率仍將維持在高檔水平一段更長時間，這將有助於壓制美國通膨率繼續下滑，而在利率維持高檔、通膨率續降的趨勢下，美債實質利率將無可避免地維持在正值區域、甚至可能繼續上升，這意味著金價還尚不具備開啟多頭牛市之條件。

聯準會 12 月釋出的點陣圖 (Dot Plot) 雖然預計仍將上修終點利率，但預計終點利率也將符合 CME 期貨市場預期的 4.75-5.00%，故整體而言，聯準會的利率路徑已是相當清晰，但未來高利率仍將維持一段更長時間的前景下，相信美國通膨率將會繼續受到高利率的壓制而下滑，通膨觸頂的論述已經可以確定。

展望金價後市，由於金價屬於不孳息的硬商品，故與實質利率的負相關程度非常高，而雖然聯準會本輪升息循環的利率高點已經接近觸頂，這有助於緩解今年以來名目利率高速上行後，為金價帶來的沉重壓力，但另一方面美國通膨率的持續放緩，也會為實質利率構成支撐，故預期金價當前行情僅是因為升息速率放緩而帶來

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

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。