

## <本次亮點>

1. 聯準會召開 12 月利率會議，一如市場預期放緩升息速率至二碼，符合市場預期，同時聯準會並於點陣圖中上修終點利率至 5.00-5.25% 區間，致力進一步拉升實質利率，以抑制通膨持續回落，故在實質利率仍維持高檔擴張的前景下，不利金價後市。
2. 雖然聯準會於 12 月會議中，預告 2023 年升息速率也將持續放緩，但主席鮑爾講話重申鷹派立場，強調聯準會將持續升息，直到確信通膨率將能持續下降至 2% 目標，且不認為 2023 年會考慮降息，因若要恢復美國的物價穩定，那麼聯準會勢必需要在一段時間內保持限制性政策立場，整體而言，鮑爾講話傳達了鷹派信號，起到了預期管理的效果。
3. 展望金價後市，聯準會點陣圖表明終點利率估計落在 5.00-5.25%，但考慮本次會議共有 7 位委員認為，終點利率應該至少超過 5.0-5.25% 上方，故未來終點利率可能還會略高於 5.00-5.25% 水平，並且將維持高利率一段更長時間，以抑制通膨能夠穩定向下滑落，金價的多頭牛市轉折點仍是尚未來到。

### 聯準會放鷹，實質利率續升不利金價

聯準會 (Fed) 召開 12 月利率會議，一如市場預期放緩升息速率至二碼 (50BP)，將基準利率上調至 4.25-4.5%，符合市場預期，同時聯準會並於點陣圖 (Dot Plot) 中上修終點利率 (Terminal Rate) 至 5.00-5.25% 區間，致力進一步拉升實質利率，

以抑制通膨持續回落，故在實質利率仍維持高檔擴張的前景下，不利金價後市。

在本輪升息循環中，聯準會分別於 3 月和 5 月升息 25BP 和 50BP 之後，再進一步於 6 月、7 月、9 月和 11 月的連續 4 次 FOMC 會議中，分別大幅度升息 75BP，創 1980 年後最快升息速度，而在高壓升息的打擊下，美國 11 月通膨率年增率也已回落至 7.1%，但聯準會距離完成空置通膨的任務還有一段升息路程，聯邦基金利率只有提升至 5% 以上，美國勞動力市場才能冷卻，需求才能收縮，通膨才能回歸均值水平。

雖然聯準會於 12 月會議中，預告 2023 年升息速率也將持續放緩，但主席鮑爾 (Jerome Powell) 講話重申鷹派立場，鮑爾在利率會議後的記者會上表示，聯準會將持續升息，直到確信通膨率將能持續下降至 2% 目標，且不認為 2023 年會考慮降息，因若要恢復美國的物價穩定，那麼聯準會勢必需要在一段時間內保持限制性政策立場，整體而言，鮑爾講話傳達了鷹派信號，起到了預期管理的效果。

展望金價後市，聯準會點陣圖表明終點利率估計落在 5.00-5.25%，但考慮本次會議共有 7 位委員認為，終點利率應該至少超過 5.0-5.25% 上方，故未來終點利率可能還會略高於 5.00-5.25% 水平，並且將維持高利率一段更長時間，以抑制通膨能夠穩定向下滑落，故在名目利率進一步升高、通膨率將穩定回落的確定趨勢裡，金價的多頭牛市轉折點仍是尚未來到，短線金價高機率將出現承壓。

->黃金日線走勢圖 資料來源：

tradingview 資料日期：2022/12/15

## 總經分析：

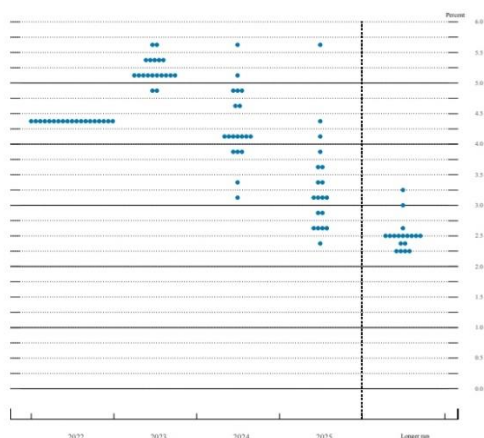
### 一.鮑爾放鷹，未來利率將維持高檔更長時間：

聯準會在 12 月會議宣布放緩升息至二碼 (50BP)，將基準利率上調至 4.25-4.5%，符合市場預期，而雖然升息幅度放緩，但鮑爾講話重申鷹派立場，不僅強調聯準會將維持高利率水平一段更長時間，甚至打消市場對於 2023 年底的降息預期，直言聯準會不考慮在 2023 年降息。

12 月利率會議聲明稿與 11 月會議基本一致，表明聯準會對美國經濟、通膨、勞動力市場的判斷沒有明顯改變，鮑爾並在記者會上表示，直到委員會確信通膨率將持續下降至 2% 之前，並不認為聯準會 2023 年會考慮降息，因聯準會認為，美國經濟若要恢復物價穩定，那麼就需要聯準會在一段時間內保持限制性政策之立場。

聯準會 12 月會議釋出的利率點陣圖表明終點利率在 5.00-5.25%，而根據過往美國經濟的高通膨歷史經驗看，聯邦基金利率都必須上升至 5% 以上才能抑制薪資上漲的力道，因此本輪升息循環聯準會的終點利率落在 5% 以上，亦是符合邏輯。

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



聯準會 12 月釋出之利率點陣圖 資料來源：federalreserve 資料日期：2020/12/15

在先前 9 月公佈的點陣圖中，所有 FOMC 委員對於終點利率的預期均低於 5%，但 12 月點陣圖顯示，除了兩名委員外，所有人都支持 2023 年升息至 5% 以上，反映出美國通膨壓力依然存在，促使聯準會上修終點利率，且 2023 年還有可能進一步再度上修。

預計 2023 年第一季的兩次利率會議中，聯準會仍然會累計升息至少 75BP，略高於聯準會當前預期的 25BP，因根據美國現行的通膨走勢判斷，2023 年第一季美國 CPI 年增率仍可能保持在 5% 以上的高位，因此基準利率只有達到 5.0% 才會是限制性利率水平，才能引導美國通膨率真正趨勢回落至 2% 目標。

### 二.聯準會大幅下調 2023 年 GDP 成長預期、上修 PCE 通膨預估：

聯準會在本次釋出的經濟預測概要 (SEP) 上，大幅下修了針對 2023 年的 GDP 增長預估，且上修核心個人消費支出 (Core PCE) 年增率與失業率預期，整體 SEP 顯示，美國經濟通往軟著陸的隧道口已經是越來越窄。

#### 在 2023 年的展望上，經濟預測概要 (SEP) 預計：

- 2023 年實質 GDP 增長 0.5%，自 9 月的 1.2% 預期下修。
- 2023 年失業率 4.6%，自 9 月的 4.4% 預期上修。
- 2023 年 Core PCE 通膨率 3.5%，自 9 月的 3.1% 預期上修。

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.8	3.5	2.5	2.1	2.0
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1	2.0

聯準會 12 月釋出之經濟預測概要 資料來源：federalreserve 資料日期：2020/12/15

據 SEP 顯示，聯準會預計 2023 年實質 GDP 預計增長 0.5%，GDP 仍有小幅增長，彰顯著聯準會仍舊認為軟著陸具有可能性，但事實上，聯準會作為美國央行，是絕不可能在 SEP 上預告市場明年實質 GDP 增長率全年為負值，即主動預告美國經濟準備跌入衰退。

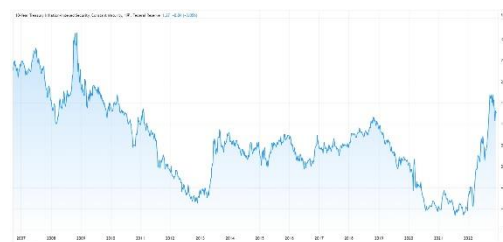
再加上聯準會持續對於勞動力市場緊俏感到擔憂，即便看到了最近 2 個月核心通膨率下滑的證據，但聯準會還是再次於本次的 SEP 上修對於 Core 之 PCE 預估，且同步上修失業率自 4.6%，這意味著即使失業率來到 4.6%，聯準會預計通膨黏性也會持續。

故整體來看，本次 SEP 對於 GDP、失業率之預估，可以折射出聯準會認為通往軟著陸的隧道口，已經是越來越窄。

## 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 15 日最新數據，美債實質利率落在 1.30%，仍是自 2011 年來以來的新高水平，反映聯準會於 12 月上修終點利率之後，仍將會維持高利率水平一段更長時間的貨幣政策路徑，這將有助於壓制美國通膨率走低，預計實質利率在 1H23 至少仍將維持在正值區域、難以回落跌破 1.0%。



美債實質利率 資料來源：tradingview 資料日期：2022/12/15

## 籌碼分析：

美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 12 月 9 日公布之最新數據顯示，截至 12 月 6 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增加 2311 口至多單 211472 口，而空單則是小幅減少 2811 口至 96347 口，單週淨多單在多單小增、空單小減之下，淨多單進一步下滑至 115125 口。

黃金籌碼面觀察，先前黃金出現近二週的強勢反彈，主要是因為在 CPI 通膨率連續 2 個月份走低的幫助下，市場預期聯準會可能於 12 月會議轉向鴿派，但實際上聯準會 12 月會議可謂是相當鷹派，並重申基準利率除了將維持高檔水平更長時間之外，終點利率仍有可能進一步上行，故當前籌碼面上看，多單量高機率有可能將開始出現回撤，黃金短線上有可能出現多殺多行情。

Gold (As of Dec 6)

<b>Long</b>	<b>211472</b>
<b>Change</b>	<b>+2311</b>
<b>Short</b>	<b>96347</b>
<b>Change</b>	<b>-2811</b>
<b>Net Position</b>	<b>115125</b>
<b>Change from last week</b>	<b>+5122</b>

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC  
資料日期：2022/12/9

## 黃金展望：

聯準會於 12 月會議升息二碼、並上修點陣圖終點利率至 5.00-5.25%，雙雙符合市場預期，但鮑爾在會後記者會上重申，未來聯準會利率將維持高檔水平一段更長時間，甚至點陣圖仍有再次上修之空間，而另一方面美國通膨率已觸頂持續下滑，故在名目利率續升、通膨率回落的趨勢裡，美國實質利率走高仍不利金價。

在經濟預測部分，聯準會大幅下調 2023 年經濟增速，雖然上調了 Core PCE 的通膨預估至 3.5%，但對比目前的 5.0% 水平，Core PCE 仍是大幅出現滑落，且在美國經濟增速可能降至跌入負值，通往軟著陸的隧道口，已經是越來越窄的前景下，美國通膨率難以改變下滑之趨勢。

展望金價後市，因金價為零孳息之商品，故與實質利率的負相關程度非常高，在聯準會 12 月會議再次上修終點利率之後，未來 1Q23 聯準會仍有可能再次小幅上修，且利率還將維持高檔的前景下，預估美債實質利率將會在 1% 以上水平持續一段不短時間，故黃金當前仍尚未見到多頭牛市的轉捩點，甚至短線金價高機率將出現承壓。

## 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。