

<本次亮點>

1. 據聯準會 1 月利率會議與主席鮑爾 (Jerome Powell) 會後記者會的發言顯示，聯準會官員已幾乎確定將於 3 月份啟動本波緊縮循環的首次升息，甚至有部分經濟學家認為，聯準會可能於 3 月會議上升息二碼，比市場預期的升息一碼更為激進。
2. 聯準會給出 3 月升息的強烈暗示，這基本符合市場預期，但一點令人意外的是，在未來升息路徑上，聯準會給出的預期卻是趨向市場預期的上緣，雖然這並非完全超出市場預期，但也確實使得部分期待得到聯準會未來緊縮路徑放寬的期待落空。
3. 展望黃金後市，考量到未來聯準會尚有縮表需要執行，屆時將出現升息與縮表加速並行的場景，聯準會的緊縮循環勢將直接牽引實質利率上行，而在實質利率走高的環境裡，將對黃金構成沉重賣壓，黃金估計在未來一年的緊縮環境中，開啟一段長空跌勢。

聯準會 1 月預期偏鷹，金價難逃下行週期

自 2021 年至今，全球經濟飽受高通膨所苦，而聯準會 (Fed) 為阻止高通膨進一步走揚、甚至衍生出失控風險，故聯準會於 2022 年進入升息循環、啟動縮表等緊縮政策已是箭在弦上，這將無可避免地直接帶動美債實質利率 (Real Rate) 走揚，而緊縮循環帶來的實質利率上升之趨勢，將為黃金開啟一段長空時代。

據聯準會 1 月利率會議與主席鮑爾 (Jerome Powell) 會後記者會的發言顯示，聯準會官員已幾乎確定將於 3 月份啟動本波緊縮循環的首次升息，甚至有部分經濟學家認為，聯準會可能於 3 月會議上升息二碼，比市場預期的升息一碼更為激進，而縮表則是估計最快將落在 6 月份，聯準會 1 月會議給出的未來緊縮路徑，趨向市場預期的上緣。

由於黃金具有「不孳息」之特性，意即為黃金本身孳息率為 0，而聯準會在實行 0 利率與 QE 等寬鬆政策時，名目利率將直接降至 0%，進而使得實質利率呈現負利率，此時投資人持有黃金的吸引力即隨之而生，因 0 孳息率是大於持有債券的負利率。

但反之，當聯準會進入緊縮循環後，負利率即會因為名目利率的走揚而開始收窄，這時投資人持有黃金的吸引力則會開始下滑，故隨著實質利率越來越高，金價即容易出現越來越強的市場賣壓。

展望黃金後市，雖然聯準會 1 月會議給出的 3 月升息暗示基本符合市場預期，且也已被市場完全定價，但針對未來的升息路徑，事實上聯準會給出的暗示是貼著市場預期的上緣而行，未來聯準會尚有縮表需要執行，相信一連串的緊縮政策將對金價構成沉重壓力，黃金不免將開啟一段維持一年以上的大長空趨勢。



黃金日線走勢圖 資料來源：tradingview

資料日期：2022/1/28

總經分析：

一.聯準會確定 3 月啟動緊縮，全年升息速率加快

聯準會於 1 月利率會議上，給出 3 月升息的強烈暗示，這基本符合市場預期，但一點令人意外的是，在未來升息路徑上，聯準會給出的預期卻是趨向市場預期的上緣。

此次 1 月會議聯準會刪除了維持利率處於低位的用詞，並給出了 3 月升息的明確暗示，這一點經過了金融市場過去近一個月的重新定價，不論是 CME 利率期貨或是其他主要資產價格，定價也算是充分。

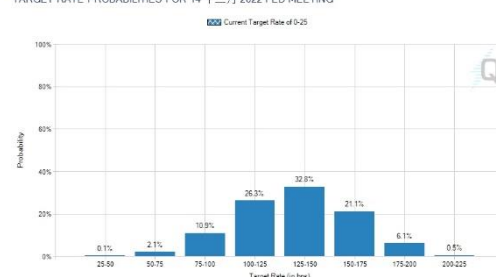
但在未來的緊縮路徑上，雖然此次會議並未給出明確暗示，但是聯準會主席鮑爾在會後記者會上卻給出了相對更為鷹派的表態，例如鮑爾強調，在不傷害勞動力市場的前提下，聯準會目前擁有一定的升息空間，並多次強調通膨依然存在上行風險，也承諾聯準會願意穩定物價的決心，認為當前美國勞動力市場基本已達成充分就業等表態。

聯準會上述表態使得整體緊縮路徑趨向先前市場預期的上緣，雖然這並非完全超出市場預期，但也確實使得部分期待得到聯準會未來緊縮路徑放寬的期待落空。

在聯準會 1 月利率會議後，芝商所 (CME) 截至 1 月 28 日最新數據顯示，達 87.6% 的利率期貨交易員預期，聯準會將於 3 月升息一碼，另外有達 12.4% 交易員預期升息二碼，預期升息二碼之交易員對比 1 月初的 3%，是出現了大幅度增長。

而展望 2022 全年看，雖然鮑爾拒絕透露聯準會今年打算升息幾次及幅度，但市場普遍預期升息循環即將開始，今年聯準會至少升息 4 碼之機率達 86.3%、至少升息五碼之機率則達 60%，皆顯示了聯準會今年的升息速率，估將維持高速升息。

TARGET RATE PROBABILITIES FOR 14 十二月 2022 FED MEETING



芝商所利率期貨顯示今年聯準會升息四碼機率為 86.3%、升息五碼機率為 60% 資料來源：CME 資料日期：2022/1/28

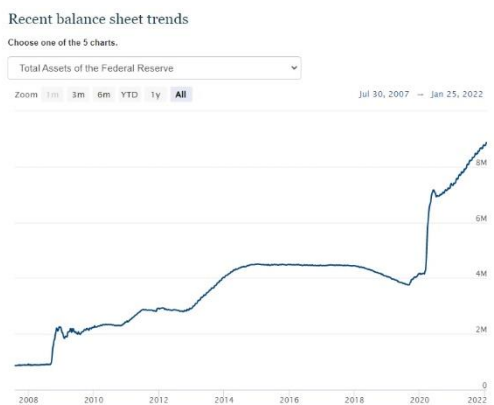
二.緊縮加速，縮表路徑 3 月可能發出

聯準會 1 月會議暗示，在升息不久後將開始縮減當前規模高達 8.9 兆美元的資產負債表，雖然聯準會尚未給出具體路徑和細節，但屢屢提及縮表的鷹派態度，是略超市場預期。

自 1 月以來的金融市場混亂，皆是來自於 1 月初公布的 12 月 FOMC 會議紀要上對於縮表的討論，正是由於縮表的討論意外大幅提前，才導致市場預期對於聯準會的升息預期也大幅提前，形成當前市場嚴重的「縮表恐慌」。

聯準會此次 1 月會議給出了有關縮表的原則性準則，確定縮表將於升息循環啟動之後才會開始，且未來縮表的進程將是有秩序的、是可被預見的過程，同時縮表將參考 2017 年經驗，以停止到期再投資的方式來進行。

展望聯準會 3 月會議，相信聯準會有可能在 3 月利率會議上提出具體的縮表路徑，並最快將於 6 月會議宣布啟動，而如果成真，那麼聯準會的縮表路徑將會略超市場當前預期。

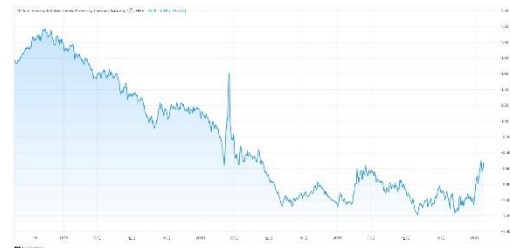


聯準會資產負債表規模 資料來源：federalreserve 資料日期：2022/1/28

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脹預期。

截至 1 月 28 日最新數據，美債實質利率報 -0.59%，已高速自低點 -1.06% 拉升，顯示在聯準會 1 月會議後釋出偏市場預期上緣的升息預期、縮表預期之下，債市仍在高速拋售美債，進而帶動美債殖利率與實質利率走揚。



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

美債實質利率 資料來源：tradingview
資料日期：2022/1/28

籌碼分析：

籌碼面上看，據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 1 月 28 日公布之最新數據顯示，截至 1 月 25 日當週，黃金非商業性持倉 (投機性部位) 多單量對比上週是大增 22887 口，而空單更是逆勢減少 3057 口，帶領單週淨多單回升突破 20 萬口整數大關至 220151 口。

當前黃金籌碼面觀察，黃金淨多單水位高速回升，主要是因為黃金交易員在經歷近一個月的黃金下跌後，高速抄底黃金想作短線交易，因聯準會距離 3 月會議尚遠，故相對這段期間的利率上行壓力估計較小。

Gold (Jan 25)	
Long	313415
Change	22887
Short	93264
Change	-3057
Net Position	220151
Change from last week	25944

黃金非商業性持倉部位 資料來源：CFTC
資料日期：2022/1/28

黃金展望：

從聯準會聲明和鮑爾針對穩定通膨的強勢表態觀察，雖然 1 月利率會議傳遞出來的前瞻指引並未完全超出市場預期，但是顯然在市場預期的上緣、甚至偏鷹，這也使得部份市場期待在近期的動盪後，能得到聯準會一些安撫的預期落空，這也可以解釋為何在聯準會 1 月利率會議後，美債殖利率急升、金價大跌。

聯準會 1 月會議已向市場明確放出 3 月升息之預期，但從聯準會當前對於通膨的謹慎態度觀察，不可排除聯準會可能在 3 月會議上升息二碼，進一步加快緊縮路徑，而相信黃金市場對此並未完全定價；且即使是升息一碼，聯準會在 2022 年的緊縮路徑相信對比前一輪 2014 年的經驗看，估計是只會更快、不會更慢。

展望黃金後市，考量到未來聯準會尚有縮表需要執行，屆時將出現升息與縮表加速並行的場景，聯準會的緊縮循環勢將直接牽引實質利率上行，而在實質利率走高的環境裡，持有黃金的吸引力將持續下滑，並對黃金構成沉重賣壓，黃金估計在未來一年的緊縮環境中，開啟一段長空跌勢。

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)。

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

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。