

维持QE规模不变，通胀率值得关注

——FOMC 2013年第五次利率决议及政策声明点评

内容摘要

事件: 美联储 FOMC 2013 年第五次利率决议及政策声明前后，全球金融市场大幅波动，与稍前发布的美国第二季度 GDP 初值数据时行情形成强烈反差。

本次会议主要 4 个看点:

第一、此前，7 月 ADP 私人就业新增人数与美国第二季度 GDP 初值均略好于市场预期，FOMC 如何看待当前美国经济增长状况；

第二、7 月中旬，伯南克在国会半年度货币政策证词中称，是否退出 QE，取决于对美国经济增长前景的评估。那么，此次会议，FOMC 是否对经济增长前景做出修正；

第三、美联储如何看待当前就业与通胀情况，是否会对此前公布的政策目标值做出修正；

第四、美联储对何时开始削减 QE，是否会给予市场更为明确的预期。

点评：尚未达到削减 QE 条件，通胀率值得关注

尽管市场大都预期，9 月份联储会议后，美联储可能尝试性削减 QE 规模。但考虑到当前美国劳动参与率依旧较低，随着就业岗位的增加，此前放弃就业重归就业大军的人数也会增加，因此，失业率降速可能较缓。另外，目前通胀依旧温和，没有超出 2% 的目标值，因此，我们认为，不排除美联储将首次削减 QE 时机推迟至年底的可能。

品种观点更新：维持中长期看空观点，但短线相对抗跌

黄金: 目前黄金价格对美国退出 QE 政策的风险已经有了较为充分的反映，相反，对于推迟 QE 退出时间的风险反映并不充分。尽管美国经济增长稳健，但失业率降速较缓以及通胀率未达预期值，可能导致美联储延迟退出 QE 的时间。近期，欧洲经济状况显著好转，短线欧元走强、美元走弱的可能性也是存在的，这也可能对黄金有一定支撑。由于美国中长期结束 QE 并进入加息周期不可避免，因此，维持黄金中长期看空的观点，但短线而言，黄金可能相对抗跌。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 宏观策略研究小组

✉: dept_paqhtzzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

✍: 朱春明

☎: 86-755-23962077

✉: zhuchunming613@pingan.com.cn

☎: 期货从业资格:F0299796

相关报告

1、美联储 FOMC 会议点评——宏观分析 (第五期)

2013. 03. 21

2、是否退出，3 月或见分晓——宏观分析 (第四期)

2013. 02. 21

一、事件：美联储 FOMC 2013 年第五次利率决议及政策声明

昨晚，7 月 ADP 私人就业新增人数（20:15）与美国第二季度 GDP 初值（20:30）数据出炉，均略微好于市场预期，这两项重要数据均先于 FOMC 利率决议与政策声明公布时间。受此影响，市场预期美联储可能加快 QE 退出步伐，美元指数迅速上涨，黄金应声回落。但随后（北京时间周四 02:00）美联储公布 2013 年第五次利率决议及政策声明称，通胀持续低于 2% 将带来风险，美联储保持当前 QE 步伐不变。瞬时，美元指数快速回落，黄金止跌反弹，收复失地，重归 1330 美元/盎司。

ADP 公布数据显示，在今年 7 月，美国私人新增就业人数 20 万，高于市场预期值 18.5 万。同时，ADP 向上修正 6 月新增就业人数 1 万人至 19.8 万人。美国第二季度实际 GDP 初值年化季率上升 1.7%，预期上升 1.0%，第一季度 GDP 年化季率修正为上升 1.1%，此前公布的三轮修正值为上升 1.8%。这两项数据均略微好于预期。

二、FOMC 利率决议及政策声明：维持 QE 规模不变

此前，伯南克在 6 月份 FOMC 货币政策会议以及 7 月份国会的半年度货币政策证词中称，美国经济增长基本符合预期，但意外下行风险依旧存在，未来美联储货币政策取决于对美国经济状况评估。而此次会议，则对其中经济增长、就业，尤其是通胀做了更重要的观点陈述，并称继续保持 QE 不变。

以下是此次会议声明的主要内容：

1、经济评估与展望：增长符合预期，就业市场进一步改善，但失业率依旧维持高位，通胀预期稳定。

自 6 月份 FOMC 会议以来，经济活动延续了上半年适度增长的态势。最近几个月，总体而言，就业市场状况继续进一步改善，新增就业人数稳定增加，但失业率依旧维持相对较高的水平。家庭消费支出以及企业固定资产投资均继续增长，住房市场也一直在改善，但抵押贷款利率已经有所上升，另外，财政政策依旧在限制经济增长。通胀一直都低于 FOMC 的 2% 长期目标值，但这只是暂时性的影响，预计长期通胀前景依旧保持相对稳定。

FOMC 依旧在尽最大努力保持就业增长和物价稳定。FOMC 预计，通过适当的政策调整，经济按照最近的步奏增长，失业率将朝着预期逐步回落。FOMC 依旧认为，经济前景面临着下行风险，就业市场自秋季以来有所减弱。FOMC 还认识到，持续低于 2% 目标水平的通胀率可能给经济表现带来风险，但预计中期内通胀率将朝着这一目标的方向迈进。

2、货币政策操作：维持当前 QE 规模不变

为了支持更加强劲的经济复苏和帮助长期通胀水平符合预期，FOMC 决定继续以每个月 400 亿美元的速度购买更多的机构抵押贷款支持债券，并以每个月 450 亿美元的速度购买长期美国国债。FOMC 将维持现有的政策，将来自于所持机构债和机构抵押贷款

款支持债券的本金付款，再投资到机构抵押贷款支持债券中去，以及在国债发售交易中，将即将到期的美国国债进行展期。所有这些措施应该会对长期利率造成下行压力，对抵押贷款市场形成支撑，并有助于让更广泛的金融状况变得更具适应性。

FOMC 将密切监控未来几个月中经济和金融形势发展状况。FOMC 将继续实施其购买美国国债和机构抵押贷款支持债券的计划，并在合适的情况下动用其他政策工具，直到就业市场前景在物价稳定的前提下实现重大改善为止。

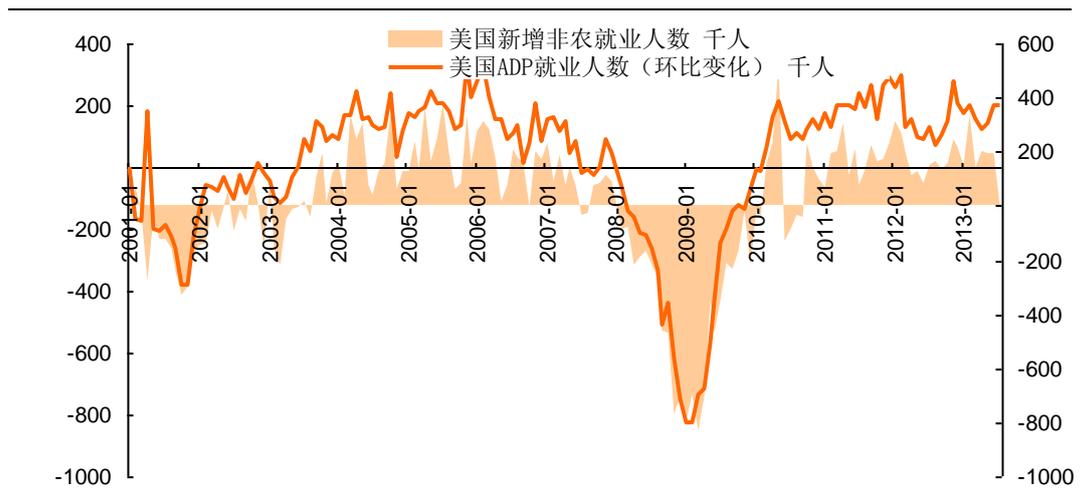
FOMC 已经做好了准备，在就业市场或通胀前景发生变化时，提高或降低资产购买计划的节奏，以维持合适的政策适应性。为了判定资产购买计划的规模、节奏和结构组成，FOMC 将继续对这种购买计划所可能带来的效果和成本，以及朝向其经济目标所取得的进展程度，作出合适的考量。

3、货币政策展望：在失业率高于 6.5% 以及通胀率低于 2.5% 的条件下，继续维持基准利率为 0-0.25%

为了支持就业增长和保持物价稳定，FOMC 今天重申此前的观点，即在资产购买计划结束和经济复苏进程加强以后的相当长的一段时间里，维持货币政策的高度适应性观点仍旧将是合适的。特别地，FOMC 决定将联邦基金利率维持在 0 到 0.25% 的目标区间不变，并预计至少在失业率仍旧维持在 6.5% 上方、通胀率在未来一两年时间里较 FOMC 的 2% 长期目标高出不超过 0.5 个百分点、以及长期通胀预期仍旧十分稳定的条件下，FOMC 继续维持当前极低水平的联邦基金利率是合适的。

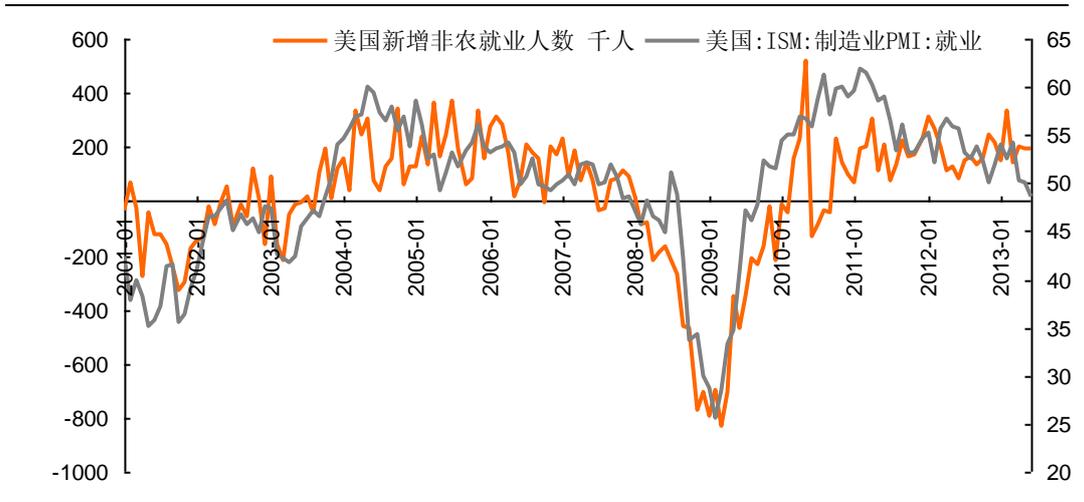
为了判断需要维持多久的调整性货币政策，FOMC 还将继续对其他信息进行考量，其中包括有关就业市场状况的更多指标、通胀压力和通胀预期指标、以及有关金融发展的指标等。当 FOMC 决定开始取消政策调整时，将会采取平衡的方法，使其保持最大就业和 2% 通胀率的长期目标。

图1：美国新增非农就业人数与ADP就业人数相对稳定



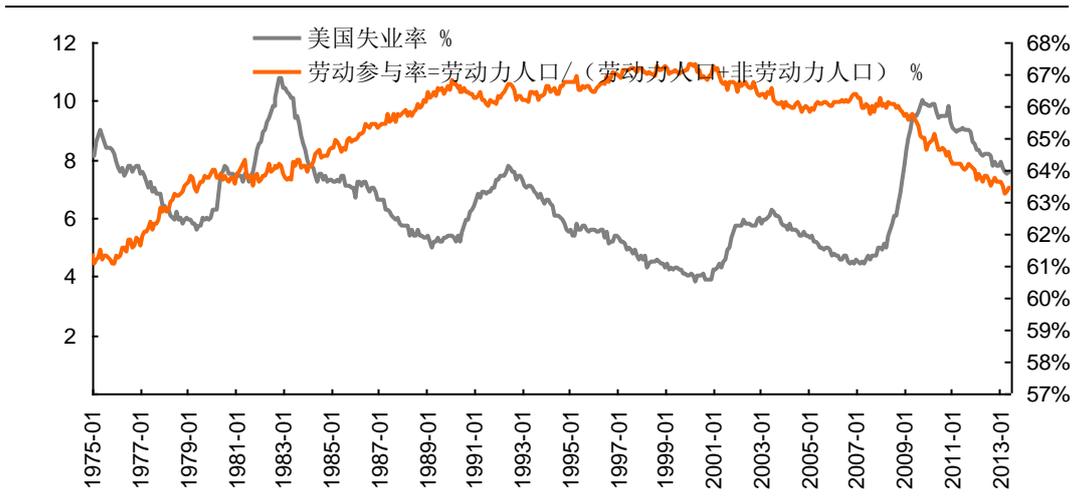
资料来源:wind、平安期货研究所

图2: 美国ISM制造业PMI就业分项指数依旧略显疲软



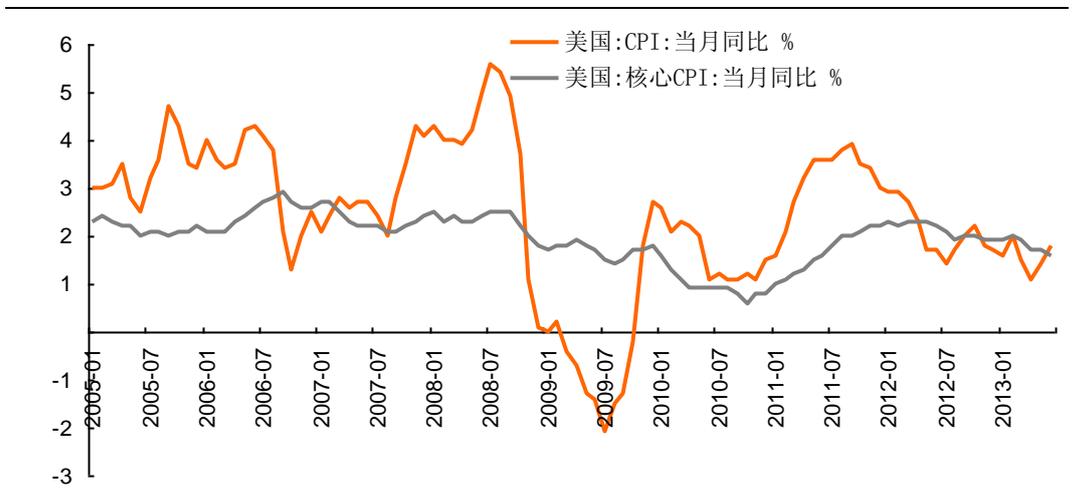
资料来源:wind、平安期货研究所

图3: 美国劳动参与率依旧较低 (63.5%)，随着更多人加入劳动大军，失业率降速将减缓



资料来源:wind、平安期货研究所

图4: 美国物价依旧低位徘徊，通胀预期稳定，QE退出将是个渐近过程，而加息依旧高远



资料来源:wind、平安期货研究所

三、点评：尚未达到削减 QE 条件，通胀率值得关注

1、对退出 QE 的判断：削减 QE 规模是大概率事件，但何时开始退出 QE，尚需更多观察，谨慎关注市场对 9 月份 QE 退出预期不兑现风险。

我们认为，当前美国经济增长前景相对乐观，预计美联储将逐步减少 QE 规模，但对于加息依旧尚远。QE 退出的门槛相对明确，即失业率达到 7% 时结束 QE，何时开始，尚需观察。当前，美国失业率是 7.6%，劳动参与率为 63.5%，尽管最近 3 个月新增非农就业人口都达到了 19-20 万人，但随着更多人口加入劳动大军，因此，失业率下降的速度将会有所减缓，因此，我们对 QE 退出时机相对谨慎与保守。尽管市场大都预期，9 月份联储会议后，美联储可能尝试性削减 QE 规模，但我们认为，不排除美联储将首次削减 QE 时机推迟至年底的可能。因为当前美国潜在的经济产出缺口依旧较大，宽松货币政策不会立即导致通胀率飙升。因此，6.5% 的失业率并不是唯一的加息门槛，通胀率是更为关键的指标。

2、品种观点更新：维持中长期看空观点，但短线相对抗跌

黄金：目前黄金价格对美国退出 QE 政策的反应已经有了较为充分的反映，相反，对于推迟 QE 退出时间的风险反映并不充分。尽管美国经济增长稳健，但失业率降速较缓以及通胀率未达预期值，可能导致美联储延迟退出 QE 的时间。近期，欧洲经济状况显著好转，短线欧元走强、美元走弱的可能性也是存在的，这也可能对黄金有一定支撑。由于美国中长期结束 QE 并进入加息周期不可避免，因此，维持黄金中长期看空的观点，但短线而言，黄金可能相对抗跌。

风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券，期货交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安期货有限公司（以下简称“平安期货”）的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址：深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服：400 8888 933

电话：0755-8378 8578

传真：0755-8378 5241

邮编：518031

网址：<http://futures.pingan.com>