

最激进的量宽

——美联储议息会议点评

内容摘要

事件: FOMC12月会议声明: 新购国债替OT 愿接受高于2%通胀 失业率目标6.5%

本次会议主要五个看点:

- 第一、OT 结束、新增450亿国债购买;
- 第二、在失业率跌落6.5%以前始终保持接近零的超低利率;
- 第三、愿意接受通胀率高于2%约0.5%的美联储目标水平;
- 第四、给市场更加稳定、平缓、有序的退出预期;
- 第五、本次会议调降美国经济未来增长预期;

本次美联储将量宽进行至极限的理由:

美国经济近期复苏势头并不强劲、对冲财政悬崖及美国中期削减赤字给经济带来的不确定性、美联储可能对未来全球经济增长预期更加谨慎、美联储不认为经济已经恢复了较好的内生动力、美联储继续认为物价中期内保持稳定,量宽不会对物价造成明显冲击

策略: 逢低买入黄金

本次会议结果基本符合市场预期,利多兑现后,市场预计更多的将会是利空,比如联储对经济增长预期的下调,而且经济的结构性问题非货币政策能够解决。几乎没有人会相信美联储的极低利率能够维持至2014甚至更长,市场预期的自我实现会导致价格难以像之前一般有过高涨幅。

具体对商品市场影响而言,不会很强烈。预计对金融属性偏强的铜、黄金影响较正面,其中更看好黄金,建议在1650-1670区间买入黄金,短期预计高度1800,中期内预计高度2000。铜已经累积了一定涨幅,暂时不建议追涨,等待回调买入。

✉: 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

✍: 简翔

☎: 86-755-23963178

✉: jianxiang247@pingan.com.cn

☎: 期货从业资格: F0271047

✍: 邹立虎

☎: 86-755-23963178

✉: zoulihu508@pingan.com.cn

☎: 期货从业资格: F0278801

期货投资咨询资格: Z0002062

相关报告

1、美国8月非农就业数据点评——宏观分析(第一期)

2012.09.10

2、10月PMI点评——宏观分析(第二期)

2012.11.01

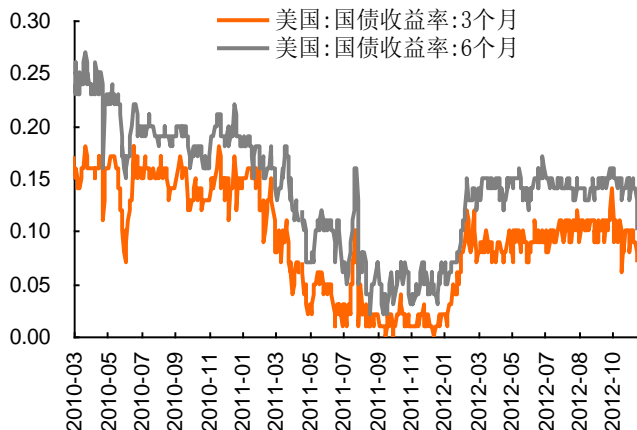
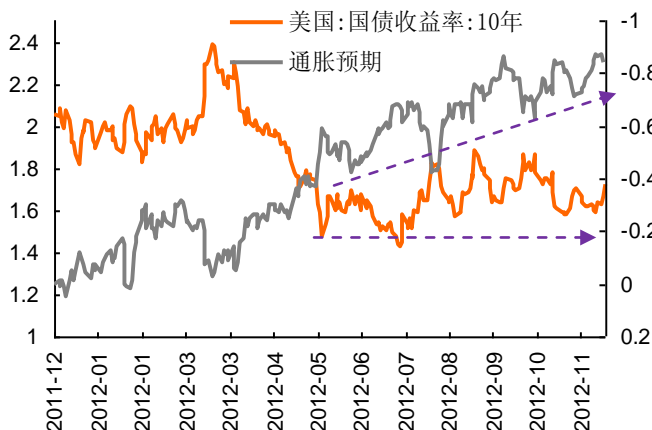
一、点评：经济内生增长动能的不足是联储加码量宽的根本理由

经济内生增长动能的不足是联储加码量宽的根本理由。在明知有诸多不确定性的情况下，美联储仍将量宽扩张至极限，反映出美国经济自身增长动能的不足，主要体现在消费支出疲软，同时也对冲财政悬崖及美国中期削减赤字给经济带来的不确定性。调降增长预期表明美联储可能对未来全球经济增长更加谨慎。美联储继续认为物价中期内保持稳定，量宽不会对物价造成明显冲击，但事实上通胀预期在今年以来已经明显上升，市场不认为几乎没有人会相信美联储的极低利率能够维持至2014甚至更长。

利率是否会如期下行？从长短利率表现来看，今年下半年以来长期利率基本持平，并未如OT操作开始时一样下降，部分受到通胀预期回升提振，此外，短期利率亦上升有限，反映出货币市场资金面的宽松。从个人消费信贷和按揭贷款、企业债收益率来看，市场利率进一步下降空间已经有限。美联储的行为更多是维持目前的低利率格局及提振企业信心（近期设备投资下滑反映出企业预期的走弱）。

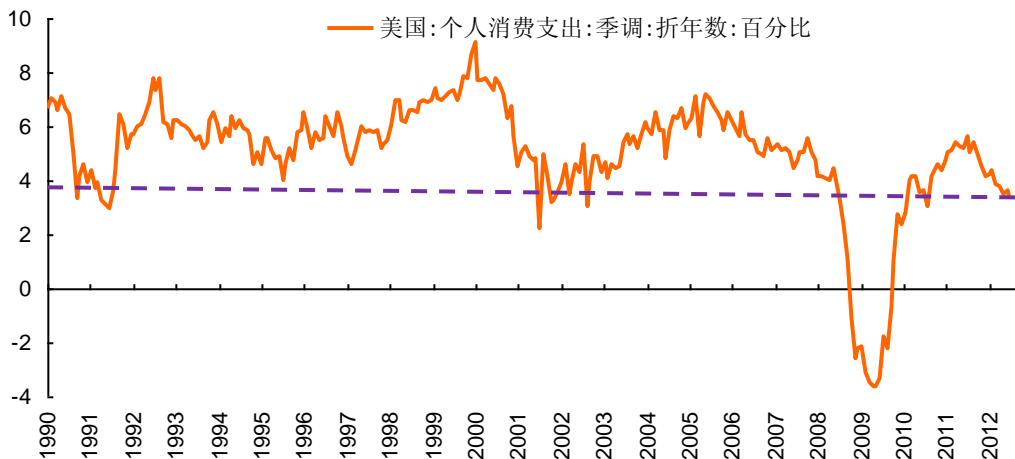
图1-1：长期利率企稳，且通胀预期在上升

图1-2：短期利率上升空间有限



资料来源：wind、平安期货研究所

图1-3：个人消费支出偏弱



资料来源：wind、平安期货研究所

二、专题：黄金将成为新的宠儿

1、黄金为何不再闪耀？

在大类资产中，我们最为看好的就是黄金，看好的核心理由依然是负利率、弱势美元、央行购金以及宽松货币政策。但是以上论点无法回答一个问题，即是2011年5月之后黄金开始进入盘整，但以上几点因素依然存在，因此可以说以上几点是黄金上涨的必要原因的不充分。

美联储资产负债表规模是推动黄金上涨的主要动力。

从历史的角度来看，黄金价格的波动与实际利率最为相关，过去数年黄金牛市的过程中伴随的是实际利率的一路走低（图中利率为逆序），同时我们也可以看到黄金期货的投机仓位与实际利率的走势高度相关，但这种情况在2011年5月之后同样被打破。为何是2011年的5月？我们再看看美联储的资产负债表变化就会非常清晰。2008年后联储开始推出量化宽松政策，黄金价格开始与联储的资产负债表高度相关，2011年5月QE2到期后，联储推出了扭转操作（OT）自此之后联储的资产负债表没有继续扩张，黄金的涨势也就此终止。

图2-1:黄金与国债实际收益率在2011年中发生背离

图2-2:黄金多头头寸也大幅减少

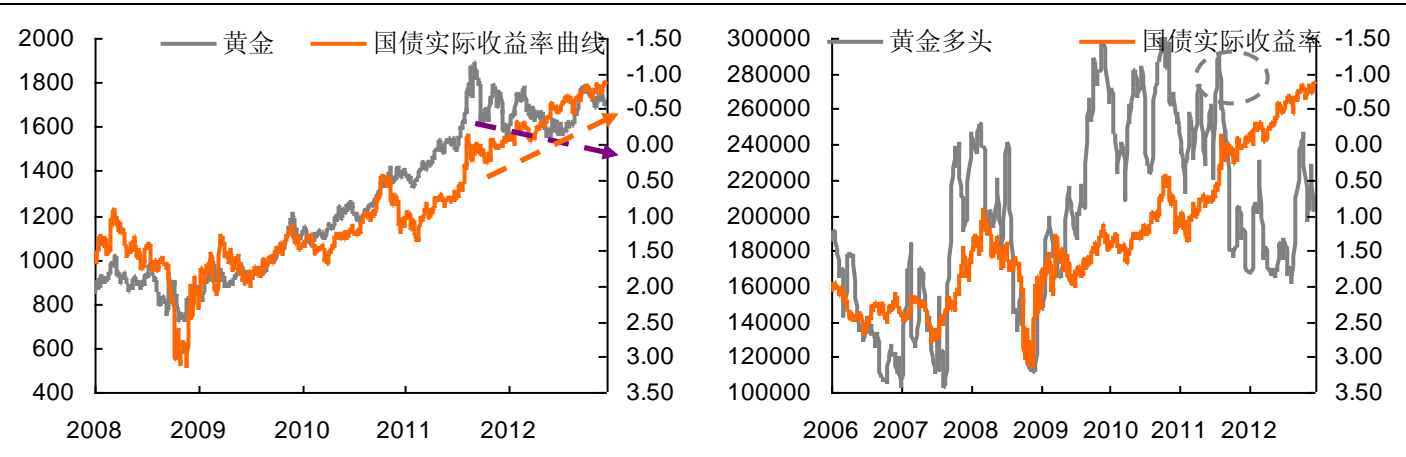
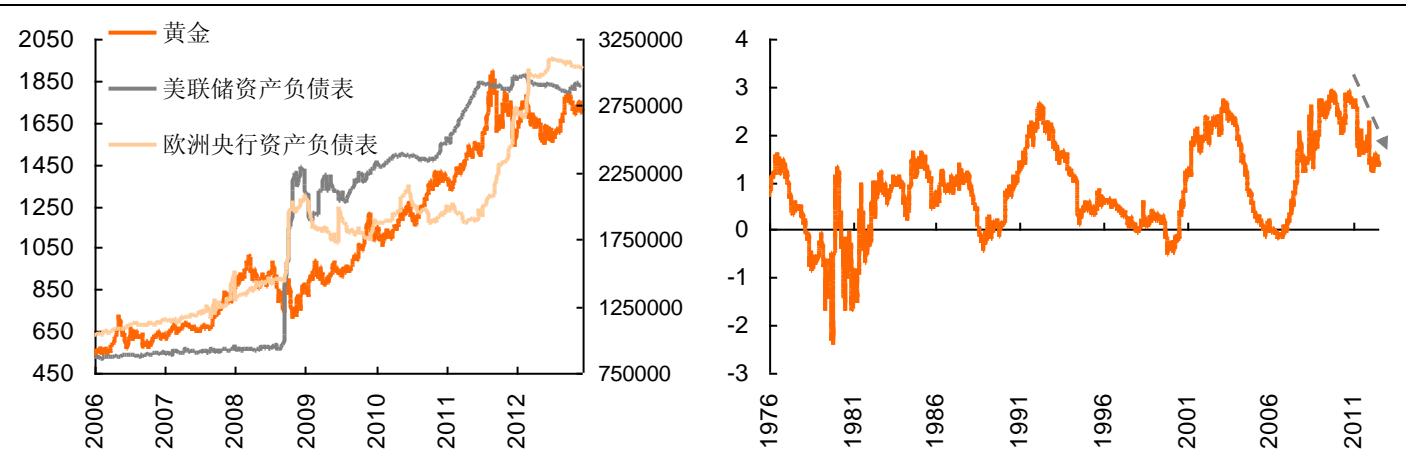


图2-3:黄金价格只与美联储资产负债表高度相关

图2-4:扭转操作使国债利差大幅降低（10期-2年期）



资料来源:wind、平安期货研究所

黄金与短期国债的可替代性使其他国家的货币政策对金价无效

这里又出现一个问题在联储停止扩张资产负债表后，欧洲央行实际上是一路扩张的（LTRO1 和 2）但黄金价格却没有继续上升，这说明泛滥的货币同样不是黄金上涨的充分条件，那么促使黄金价格上升的动力是什么？答案是短期国债收益率的上行。

在联储两次量化宽松政策之后，美债和黄金互相之间的可替代性越来越强，因为两者都提供不了可观的收入。同时随着黄金的抵押品作用的接受度越来越高，其流动性和现金属性也越来越像美债。由于持有黄金产生负利率（由于储藏成本），而持有短期美债则不会，并且能够保护本金，因此美国短期国债比黄金更有吸引力，这点在 OT 政策之后更为明显（买长债抛短债推升短债收益率）。由于欧洲央行的宽松政策无法拉低美国短期国债利益，只有美国自身的量化宽松政策可以，因此我们见到的是黄金价格在 OT 政策后就一路震荡。

2、QE4 将再度推升黄金

可以预见的是黄金价格在 2013 年将会出现新一轮的上涨。原因很简单，第三轮量化宽松政策推出来了并且没有设置规模上限，高盛的预计是 2.5-3 万亿。但黄金牛市的可能不能一路持续下去，因为从 2014 年开始美联储就要削减其资产负债表并希望到 2016 年降至危机前的水平，这意味着黄金的好日子已经不多了。

短期内推升金价的必然条件还有很多。美联储承诺将联邦利率在 2014 年前维持在 0 附近，加上开放性购入按揭证券将会持续给美元贸易加权指数带来下行压力。随着国际金融系统的资产标准将在 2015 年开始采用巴塞尔 3，黄金的价值将会和现金类似，更多的央行将购入而非出售黄金，事实上第三季初至今，央行的黄金储备净值增加了 268 吨。而经济的改善对印度的珠宝与投资市场也正在缓慢出现恢复迹象。

3、操作建议

建议在 1670 左右买入黄金，止损 1650，短期预计高度 1800，中期内预计高度 2000。但长期来看，黄金已经处于牛市顶部构筑区间，买入持有策略可能不再是最优。

平安期货宏观策略研究团队简介:

明 枫: 平安期货研究所所长。资深宏观策略分析师、江恩理论分析家。著有《江恩测市大揭秘》一书(2001年版),已发行了国内版和香港版。近年来组织研究团队策划了“百年危机”(2008-2009)、“起点之年”(2011)、“资本大弈局”(2012.01)、“年中支点”(2012.06)等一系列市场焦点的深度报告。同时还根据市场热点撰写“财经投资随笔”。2009年获第2届证券时报“最佳期货分析师”宏观分析第一名。

简 翔: 金融数学硕士,准精算师。曾于中国国际期货公司研究中心任宏观研究员,研究方向为经济周期与大类资产配置,多次精准识别宏观拐点,为客户投资组合规避系统性风险。曾参与期货业协会丛书撰写,在业内权威媒体发表过多篇文章并被广泛转载。

邹立虎: 金融学硕士,CFA中国会员,2010年进入期货行业,擅长于通过宏观视野来把握品种研究,通过研究大类资产表现来自上而下理解市场,品种方面,同时负责金属品种研究。

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 888