

QE 缩减尚待时机成熟

——9月FOMC会议纪要点评

内容摘要

一、事件：FOMC 会议纪要凸显内部分歧，财政政策风险、金融环境紧缩以及经济数据尚待改善阻碍 QE 缩减启动。

二、9月FOMC会议纪要内容解读

1、支持“开始缩减”的主要观点：

- (1) 最近几个月“失业率”符合6月份“缩减QE规模”的条件；
- (2) 推迟QE退出，将削弱美联储的公信力与预测权威性。

2、支持“延迟缩减”的主要观点：

- (1) 财政政策风险正在上升，对经济构成“重大风险”；
- (2) 抵押贷款利率上升，对房地产市场构成风险。

三、点评：QE 缩减为期不远，但尚待时机成熟

我们认为在10月30日美联储会议前，由于两党财政政策谈判与耶伦在参议院投票状况难有定论，因此，预计10月FOMC会议上，美联储维持QE规模不变或仅尝试性小规模缩减QE的概率更大，美联储可借此机会加强货币政策前瞻指引，稳定市场预期；待12月18日美联储会议时，这些问题将变得清晰，倘若美联储前瞻指引有效，那么经济数据如期改善的概率也大大上升，从而QE缩减也就顺理成章。

✉: 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、市场风起云涌，QE 削减或延迟减量——策略时评

2013.08.20

1、维持QE规模不变，通胀值得关注——策略时评

2013.08.01

2、美联储FOMC会议点评——宏观分析(第五期)

2013.03.21

一、事件：FOMC 会议纪要凸显内部分歧，财政政策风险、金融环境紧缩以及经济数据尚待改善阻碍 QE 缩减启动

昨日（北京时间 10 月 10 日凌晨 2 点），美联储公布了 9 月 FOMC 货币政策会议纪要。会议纪要显示，美联储委员们对于继续维持 850 亿美元/月的 QE 规模存在分歧。一方面，此前 6 月份美联储会议给予市场非常明确的 QE 退出预期，而当前从失业率角度来看，这一门槛已经基本达到；另一方面，美国经济却并未如 6 月份所预期保持快速增长，美国财政政策风险正在上升，抵押贷款利率对房地产市场构成风险，失业率下降并没有掩盖非农就业数据疲软的事实。这使得美联储采取了延迟缩减 QE 的决策。

但美联储延迟缩减 QE 的政策没有与市场形成良好“沟通”，市场对此反映剧烈，美元指数与美国长期国债收益率大幅回落，贵金属乘势反弹。但随后半个月的时间里，市场对美国财政僵局越发担忧，恰逢耶伦获得奥巴马下任联储主席提名，市场对未来美联储 QE 政策的预期也摇摆不定。

二、9 月 FOMC 会议纪要内容解读

在今年 6 月份 FOMC 会议上，美联储给出了清晰的 QE 退出条件与货币政策前瞻指引，尽管随后的 3 个月时间里，美联储多次强调经济增长面临各种风险，但依旧维持 QE 退出条件的基本基调不变，这给市场强烈的预期——美联储将依照经济增长、就业市场、通胀情况来决定何时开始缩减 QE。

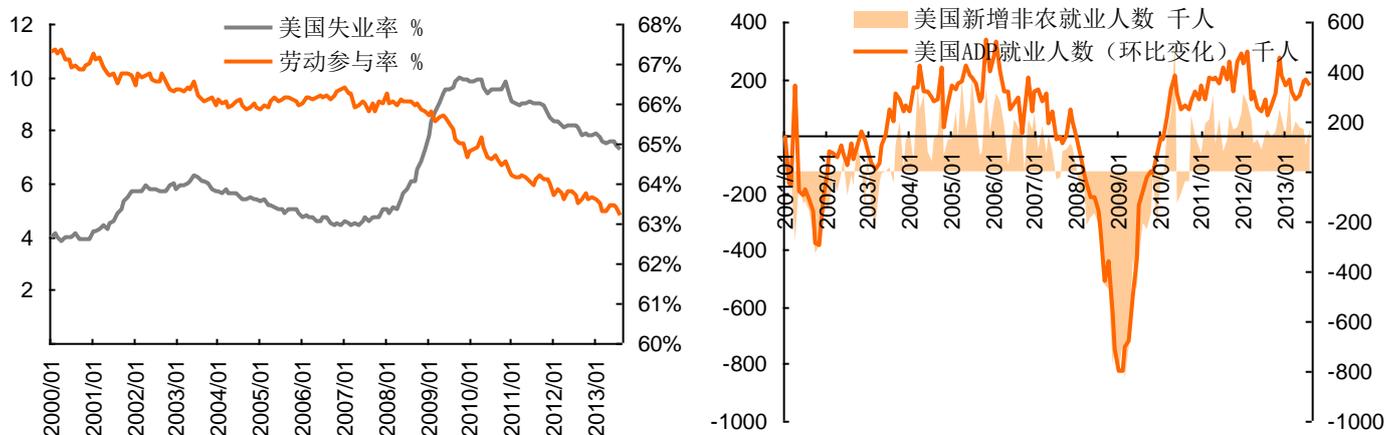
但令市场颇感惊讶的是，在 9 月 18 日 FOMC 会议上，美联储维持当前 850 亿美元/月的资产购买规模不变，QE 缩减并没有开启，美联储在货币政策声明中称，美国财政政策限制经济增长，经济前景有下滑风险，而预期通胀率可能处于或低于 2% 的目标值，美联储在调整购债规模前，需要等待更多经济活动和就业市场改善的证据。

从昨日 FOMC 公布的会议纪要来看，更多的细节被展现出来，对于 9 月份是否开始缩减 QE，联储内部基本上分成了“支持缩减”与“延迟缩减”两大阵营，这一度导致维持 QE 不变的决定仅仅勉强获得通过。

1、支持“开始缩减”的主要观点：

（1）最近几个月“失业率”符合 6 月份“缩减 QE 规模”的条件。在 6 月份 FOMC 会议上，美联储称：在今年晚些时候开始缩减 QE，当失业率降至 7.0% 时，结束 QE 政策。今年 7、8 月份美国失业率分别下降至 7.4% 与 7.3%，已经开始逼近 7.0% 完全退出 QE 的门槛。

图1：8月失业率已经降至7.3%，逼近7.0%的QE结束门槛，但最近几个月非农就业数据略低于预期



资料来源:wind、平安期货研究所

(2) 推迟 QE 退出，将削弱美联储的公信力与预测权威性。会议纪要显示：“在市场看来，本次会议缩减 QE 是最可能出现的结果，而放缓 QE 的决定推迟到今年更晚时候甚至再晚一些，会对委员会（与市场）的沟通效果造成巨大影响。特别地，推迟（放缓 QE）可能会损害货币政策的公信力和可预测性，比如说，委员会的政策应对机制和前瞻指引中对未来联邦基金利率的承诺的不确定性增加了，这会导致金融市场波动的上升。”

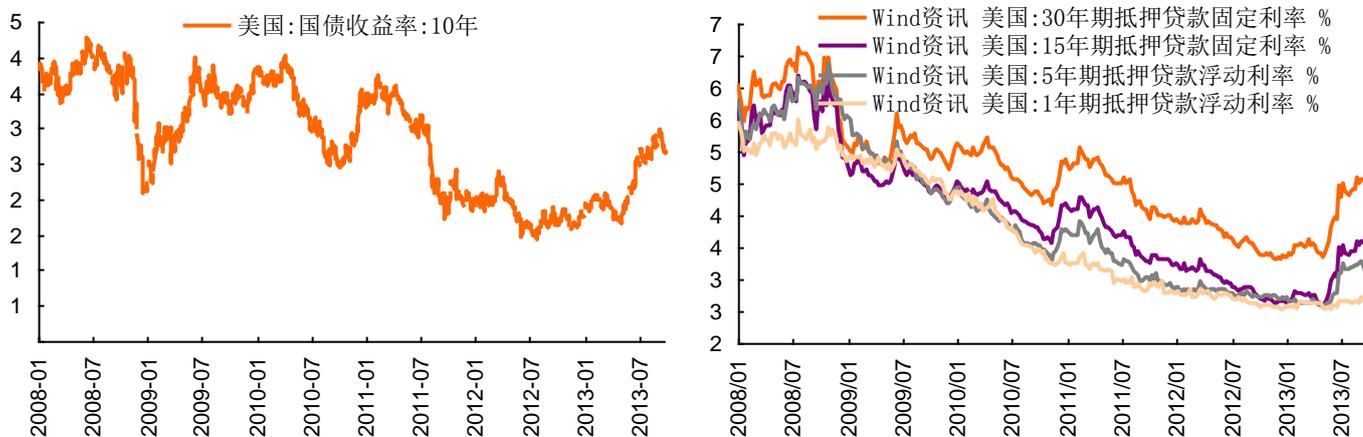
此外，保持资产购买速度不变，可能被看作是美联储已经对经济前景变得更为悲观的一个信号。如果委员会现在不削减资产购买，那么倘若未来几个月经济数据没有明确改善、联邦财政的不确定没有化解，美联储要放缓 QE 就更难解释清楚了。”

2、支持“延迟缩减”的主要观点：

(1) 财政政策风险正在上升，对经济构成增长成“重大风险”。在美联储过去的会议中伯南克均称，美国经济正在稳步复苏，但财政政策给经济增长带来阻碍。而自 9 月份以来，美国两党在新财政年度预算、债务上限调整等方面僵持不下，一度导致美国政府非核心部门“关门”。因此，可以预期，即便两党在该问题上开始折中妥协，那也意味着美国未来财政政策“偏紧”格局不会改变，美国财政政策对经济增长的拖累始终存在。会议纪要也显示：“一些 FOMC 与会者看到财政政策风险的上升，对经济构成重大风险”。

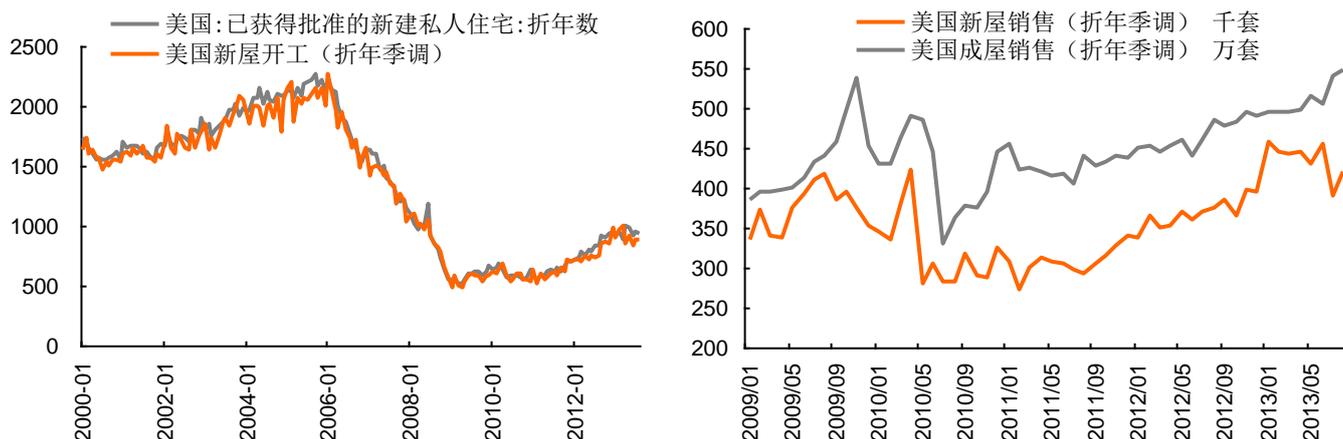
(2) 抵押贷款利率上升，对房地产市场构成风险。6 月份 FOMC 会议后，市场对美联储退出 QE 与远期上调联邦基准利率形成强烈预期，这导致美国 10 年期国债收益率大幅上升，各种期限的抵押贷款利率也同步飆升。受此影响，美国新屋营建许可、新屋开工、新屋与成屋销售增长开始略有减缓。会议纪要显示：“几位 FOMC 与会者认为金融环境在紧缩，利率走高对房地产市场构成风险”。

图2：市场对6月FOMC会议内容反应过度，国债收益率与抵押贷款利率均大幅上升



资料来源:wind、平安期货研究所

图3：利率上升，导致房地产市场增长开始出现放缓迹象



资料来源:wind、平安期货研究所

三、点评：QE 缩减为期不远，但尚待时机成熟

1、财政预算与债务上限谈判后，财政政策风险将日渐清晰

9月18日FOMC会议举办之际，美国两党对新的财政年度预算与债务上限谈判正处于不断升级过程中，美联储对财政风险的预判是相对“审慎和必要的”。但可以预期的是，美国两党都难以承担“美国债务违约风险”带来的市场动荡，因此，美国两党折中妥协的可能性极大。倘若如此，那么美国财政紧缩的风险应该处于“预期之中”。随着时间推进，美国财政政策风险将日渐清晰，这为美联储的决策扫除了更多疑点。

2、QE 缩减延迟旨在纠正市场预期，加强前瞻指引

在我们看来，美联储9月维持QE政策不变并不意外。在8月份《市场风起云涌，QE 削减或延迟减量》报告中，我们已经提前作出警示。我们认为美联储6月会议给市场预期过于强烈，导致市场利率上升过快，这不利于房地产市场稳健复苏，进而也削

弱了非农就业数据的改善。

因此，我们认为，美联储9月并未缩减QE，除了需要等待更多经济数据改善以及财政风险的消除外，其目的还在于纠正市场预期，令远期利率保持相对较低水平，这有利于房地产以及就业市场的改善。因此，未来美联储有必要加强货币政策的前瞻指引，引导市场预期走向。

3、QE 缩减尚待时机成熟

尽管9月份美联储并未开始缩减QE，但会议纪要显示：“大部分美联储官员仍预期今年开始放缓QE，并在2014年年中结束QE”。对于具体何时缩减开始缩减QE，我们认为主要看以下几项事情进展状况：第一，美国两党何时在财政预算与债务上限达成一致；第二，耶伦在参议院中的投票进程如何；第三，金融环境紧缩状况是否有所改观；第四，经济数据是否继续改善。

对于以上四条而言，前两条依赖于时间推进，在10月底前恐难得到确切答案；而对于后两条，主要看美联储如何引导市场预期，倘若美联储能够稳定远期低利率的市场预期，那么经济数据的改善也将顺利成章。

因此，我们认为在10月30日美联储会议前，由于财政政策谈判与耶伦在参议院投票状况难有定论，因此，预计10月FOMC会议上，美联储维持QE规模不变或仅尝试性小规模缩减QE的概率更大，美联储可借此机会加强货币政策前瞻指引，稳定市场预期；待12月18日美联储会议前，这些问题将变得清晰，倘若美联储前瞻指引有效，那么经济数据如期改善的概率也大大上升，从而QE缩减也就顺理成章。

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>