

# 美国量化宽松政策失败带来的启示

## 内容提要

华龙期货投资咨询部

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1087号

有色研究员：刘江

期货从业资格证号：F0305841

投资咨询资格证号：Z0016251

电话：0931-8582647

邮箱：451591573@qq.com

报告日期：2023年2月1日星期三

官方微信二维码



扫描一下关注我们

本报告中所有观点仅供参考，请投资者务必阅读正文之后的免责声明。

## 金融稳定的重要性

金融稳定利率与宏观中性利率不相等。这意味着，金融市场稳定与宏观经济稳定几乎不可能同时存在，选择宏观经济稳定，那只能牺牲金融市场的稳定。太长时间保持过低利率，只会加剧股市及房地产的泡沫和泡沫的破裂。如何保持金融稳定利率与宏观中性利率相对稳定，可能是摆在美联储面前的难题。

## 宏观经济对铜价格的影响

- 1) 在美联储已经大幅升息的基础上，2023年继续升息的空间已经不大，不排除下半年会有降息的可能性。
- 2) 美国通胀持续回落，但是持续的通胀疲软可能会使美国经济陷入衰退。
- 3) 美国最新就业人数增长有所放缓，但仍超出预期。平均每小时工资环比、同比均保持增长。就业市场依然强劲。

铜等有色金属的价格整体受高利率及西方国家需求减少的影响还将延续。由于铜的金融属性较强，美联储何时开始降息节奏，铜价就有可能迎来上涨。

## 房地产市场对铜价格的影响

房地产行业是美国国民经济的重要组成部分，它的走势能在一定程度上影响经济的走势，房地产市场本身对铜需求的拉动作用较强，美国住房发展对汽车、家电和卫浴等终端产品的拉动作用也很明显。美国房地产销售情况与铜价周期性变化有一定关系，在铜价见顶前，房地产销售数据可能会先一步见顶回落。目前美国新建住房销售见到阶段高点回落后，铜价可能会延续回落趋势。

风险提示：美联储政策变化超预期，经济数据超预期，铜需求变化超预期。

---

## 内容目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 美联储政策 .....                  | 1  |
| 1.1 宏观中性利率 .....                | 1  |
| 1.2 金融稳定利率 $r^{**}$ .....       | 1  |
| 1.3 量化宽松带来的风险 .....             | 1  |
| 2. 通胀见顶明显 .....                 | 2  |
| 2.1 美国 CPI 及核心 CPI 数据 .....     | 2  |
| 2.2 美国 CPI 及核心 CPI 各单项数据 .....  | 3  |
| 2.3 美国通胀数据展望 .....              | 3  |
| 3. 美国房地产仍有韧性 .....              | 4  |
| 3.1 新冠疫情以来，美国房价节节攀升 .....       | 4  |
| 3.2 美国房地产进入下行通道 .....           | 6  |
| 4. 当前宏观环境和政策观点及对有色金属板块的影响 ..... | 12 |
| 4.1 美国房地产市场距离崩盘仍有距离 .....       | 12 |
| 4.2 金融资产虚高，金融稳定的重要性 .....       | 13 |
| 4.3 房地产市场对铜价格的影响 .....          | 13 |
| 4.4 宏观经济对铜价格的影响 .....           | 14 |

\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

---

## 1. 美联储政策

### 1.1 宏观中性利率

美联储每季度会公布长期联邦基金利率预测，这是SEP中的唯一中性利率即宏观中性利率。当经济情况恰到好处时，宏观中性利率保持中性，这时即没有出现过度的通货膨胀，也没有出现大量的失业。同时，宏观中性利率无法直接衡量，如果评估值过低，美联储可能会提供过度的刺激来应对通胀。而如果过高，那么政策会比计划更具有限制性。太长时间保持过低利率，只会加剧股市及房地产的泡沫和泡沫的破裂。在这个过程中，美联储对于中性利率（既不刺激也不限制经济增长的利率水平）的描述正在发生变化。

### 1.2 金融稳定利率 $r^{**}$

一些学者在近期的论文（Ozge 和 Gianluca（2022））<sup>[1]</sup>中提出了一个新的利率概念，即 $r^{**}$ （金融稳定利率），这指的是出现金融不稳定的实际利率阈值，即使金融约束具有约束力的实际利率。美国一些学者认为，金融稳定利率与宏观中性利率不相等，甚至不存在线性关系。这意味着，金融市场稳定与宏观经济稳定几乎不可能同时存在，选择宏观经济稳定，那只能牺牲金融市场的稳定。

### 1.3 量化宽松带来的风险

2007年的金融危机爆发时，银行信贷大面积崩溃，货币供应量萎缩，经济开始停滞。量化宽松是解决银行信贷崩溃，经济衰退的方案，即扩大银行对实体经济的信贷创造。2000年之后的低利率政策使得美国房地产市场保持

\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

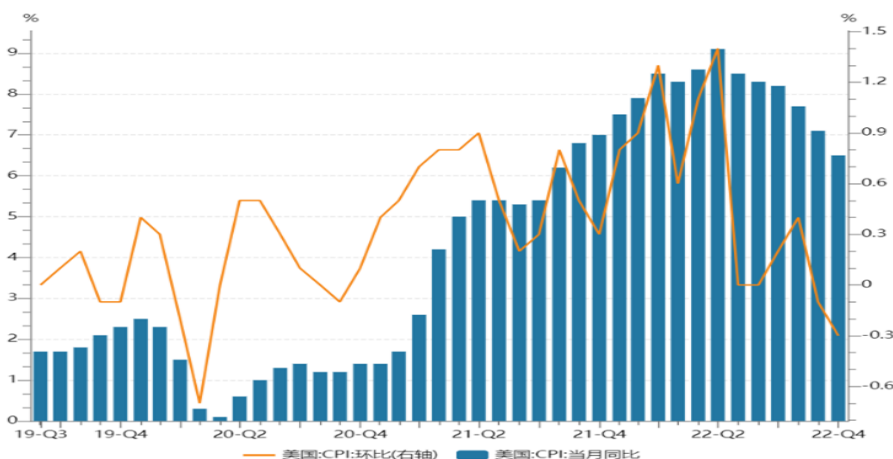
繁荣，同时也助长了次贷的非理性增长、证券化衍生品的无序发展。正如(Ozge和Gianluca(2022))<sup>[1]</sup>中提到的，随着银行业杠杆率的提高，金融稳定利率 $r^{**}$ 也会降低。这对货币政策有影响，因为即使相对较低的实际利率水平也可能引发金融不稳定。美联储监管缺失更使得这一问题难以控制，进而使得2007年金融危机彻底爆发。在2007年金融危机爆发之前，金融稳定并不是美联储主要目标，美联储更倾向于事后收拾残局。但2007年金融危机表明，系统性的金融风险所造成的残局收拾起来非常困难，所以监管机构必须要早一步出发，加强监管，防止金融风险演变、蔓延。

## 2. 通胀见顶明显

### 2.1 美国CPI及核心CPI数据

美国劳工部 12 日发布数据显示，美国 2022 年 12 月消费者价格指数(CPI)环比下降 0.1%，同比上涨 6.5%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国去年 12 月核心 CPI 环比上涨 0.3%，同比上涨 5.7%。环比涨幅较一个月前高出 0.1 个百分点。这是美国通胀数据连续第六个月出现下降。上述数据可能会使美联储在接下来的议息会议上放缓加息步伐。

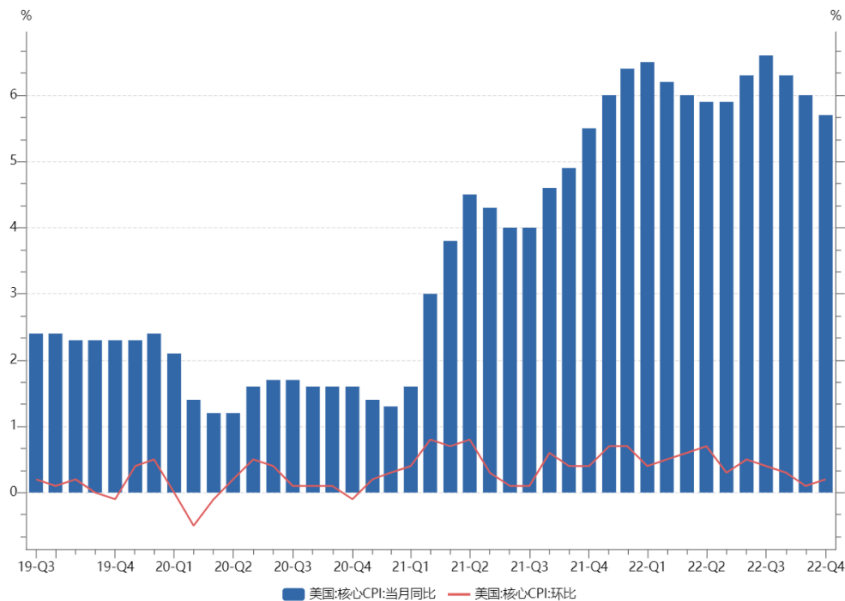
图表 1 美国 CPI 同比及环比



\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

数据来源：Wind，华龙期货

图表 2 美国核心 CPI 同比及环比



数据来源：Wind，华龙期货

## 2.2 美国CPI及核心CPI各单项数据

非核心：能源方面，汽油价格跌幅从2.1%扩大至9.2%，目前汽油零售价已接近3美元/加仑，短期或已见底，后续基本很难再给CPI带来大幅的下拉压力。天然气和电力价格由跌转涨，分别上涨1%和3%。食品价格上涨0.3%，增速继续下台阶，涨价动能持续趋缓，逐步向疫情前0.1%的中枢回归。核心商品：耐用品中跌幅较大的有：汽车（-1.2%，前值-1.3%）、休闲耐用品及车辆（-0.5%，前值-1%）。而服装和鞋（+0.3%）、娱乐用品（+0.4%）、家具用品（+0.3%）等非耐用品价格普涨。

## 2.3 美国通胀数据展望

\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

---

1) 在高基数的背景下，油价或稳中回落，食品价格或涨幅趋缓，食品及能源通胀可能持续下降。

2) 利率维持高位，供应链压力放缓，核心通胀可能维持下降趋势。

3) 高房价，借贷成本高企，部分行业的大裁员，使得房地产需求下降，美国房地产市场整体疲软。

4) 目前美联储多位官员观点倾向于更长、更高的终端利率路径更利于通胀的实质性下降。这将防止政策过早转向后，商品继续涨价压力再次引发通胀反弹，将联邦基金利率更长时间的维持在高位水平，依然是美联储更为安全的选择。

5) 随着通胀达到顶峰，美联储利率逐渐进入限制性区域，市场对于政策和经济数据的敏感度有可能会下降。

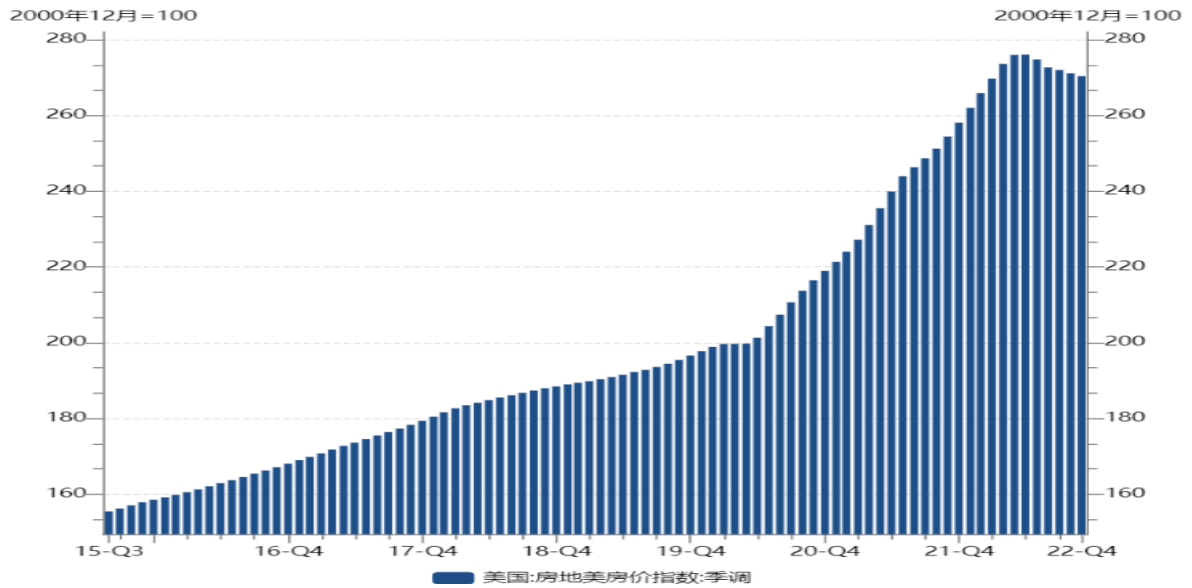
### 3. 美国房地产仍有韧性

#### 3.1 新冠疫情以来，美国房价节节攀升

自疫情发生以来，伴随着美国的量化宽松货币政策，全美房价整体大幅攀升，一些地区屡创新高。基于低利率和货币宽松的环境，多国楼市陷入火热境况。例如，欧洲、美国、加拿大，以及亚太部分国家和地区，房价均呈现飙升态势。这主要是因为低利率和居家办公刺激了新的购房需求。同时，疫情下，全球供应链遇到极大困难，美国房地产市场待售房屋减少。强劲需求下，待售房屋的供应难以被平衡。2020-2021年，美国新建住房销售大增，多数月份同比增速均位于20%以上。

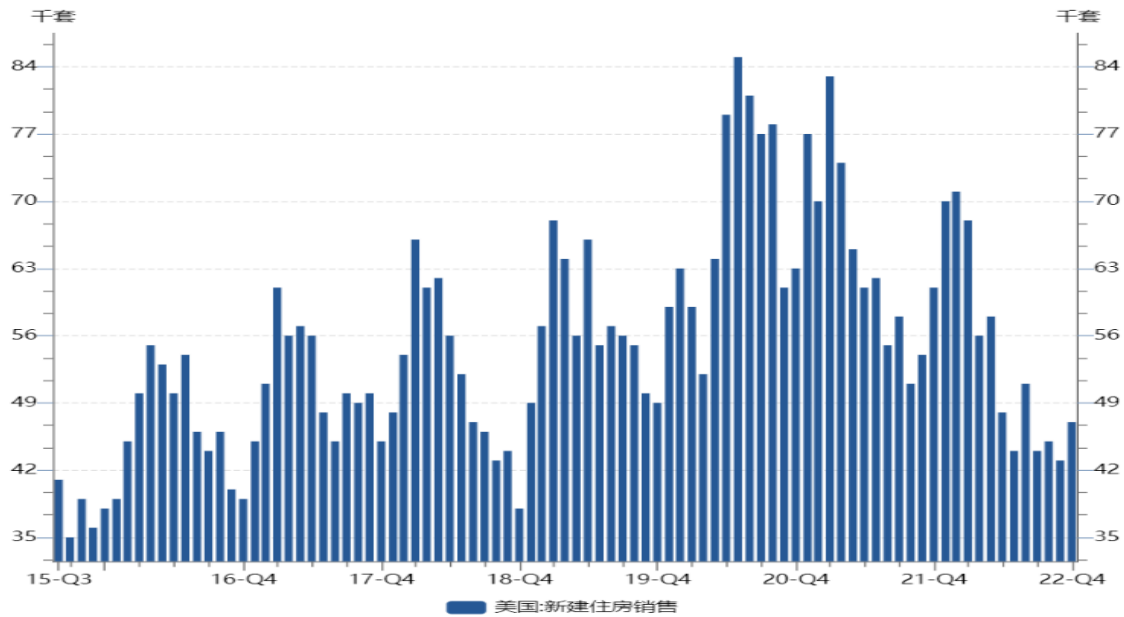
\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自担。

图表3 美国房地美房价指数



数据来源: Wind, 华龙期货

图表4 美国新建住房销售



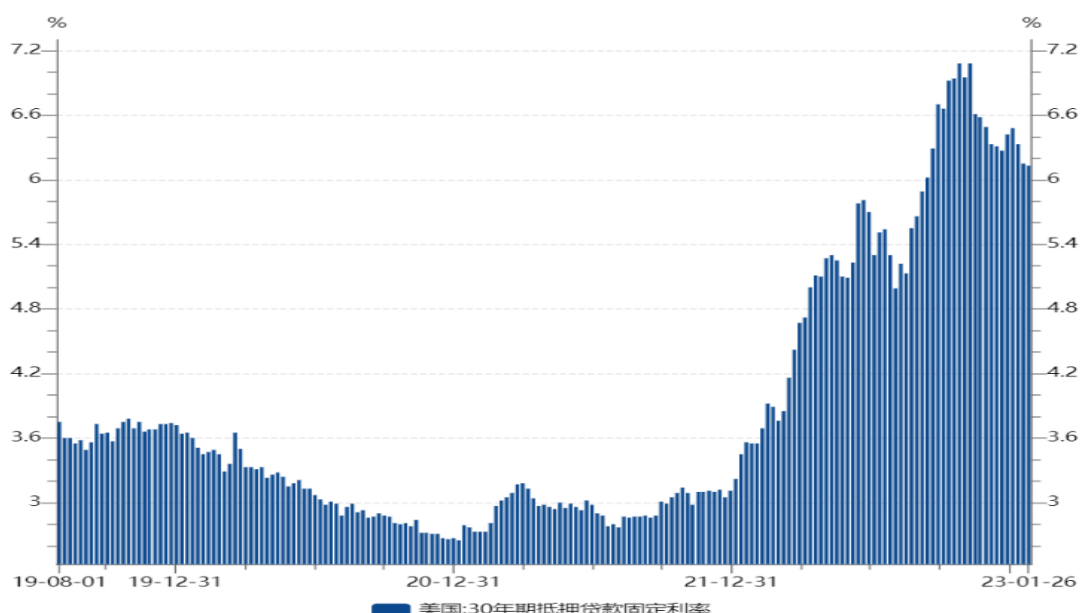
数据来源: Wind, 华龙期货

\*特别声明: 本报告基于公开信息编制而成, 报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出, 仅供投资者参考, 据此入市风险自负。



疫情后大规模的财政刺激带来的超额储蓄叠加大规模的货币宽松，美国30年抵押贷款固定利率一度降至2.7%的历史新低，大幅推高美国房价。美国2021年7月房价指数较去年同期上涨19.9%，创下2000年以来的较大涨幅，19个城市的房价创历史新高。其中，菲尼克斯、圣地亚哥和西雅图的房价涨幅较大，菲尼克斯房价涨幅达32.5%。2021年全年，S&P/Case-Shiller全美房屋价格指数涨幅为20%，甚至高于2008年金融危机前的年度涨幅。

图表5 美国30年期抵押贷款固定利率



数据来源：Wind，华龙期货

### 3.2 美国房地产进入下行通道

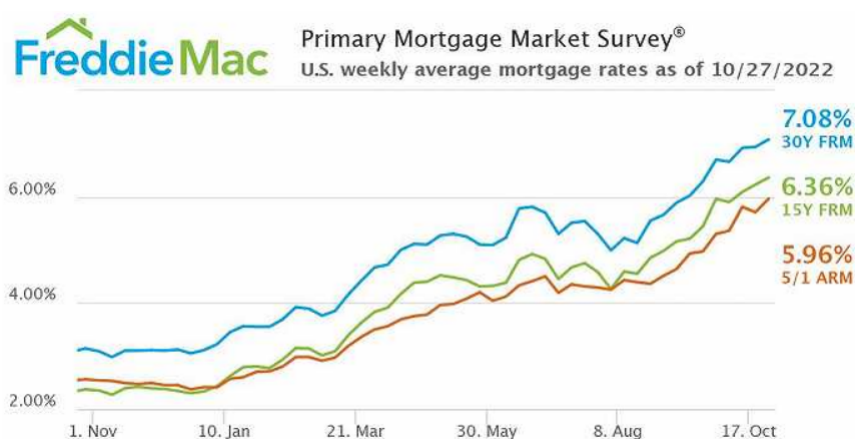
2022年美国进入紧缩周期后，融资成本持续上行，对利率敏感的房地产市场也从高位快速回落。2022年开始美国房贷利率加速上行、美国房地产需求快速下滑，这带来了很大的不确定性。

\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。



1) 美国房屋抵押贷款公司房地美 (Freddie Mac) 2022 年 10 月 24 日公布的数据显示, 美国 30 年期固定抵押贷款平均利率为 7.08%。这是该数据自 2002 年 4 月以来首次突破 7%。过高的房贷利率, 对经济的担忧, 使得美国房地产市场持续低迷。

图表 6 美国 15 年、30 年期抵押贷款固定利率

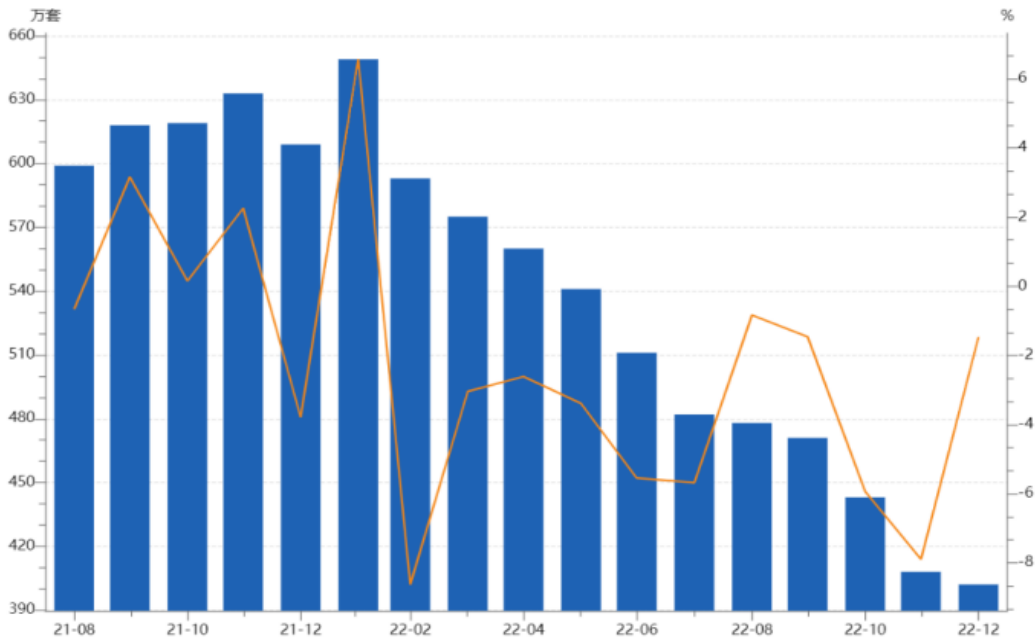


数据来源: Freddie Mac

2) 美国全国房地产经纪商协会数据显示, 美国 2022 年 12 月成屋销售量按年率计算为 402 万套, 较去年同期减少 34%, 该销售量是自 2010 年 11 月以来的第二低值, 最低值为 2020 年 5 月因疫情导致。同时该数据环比下降 1.5%, 已经连续 11 个月出现下滑。2022 年全年美国成屋销售量为 503 万套, 同比减少 17.8%。2022 年全年销售量是自 2014 年以来的最低值, 同比降幅为自 2008 年以来最大降幅。标准普尔/CS 房价指数 (20 个大中城市) 当月同比已经由 2021 年的最高突破 21%, 放缓到目前不足 9%。

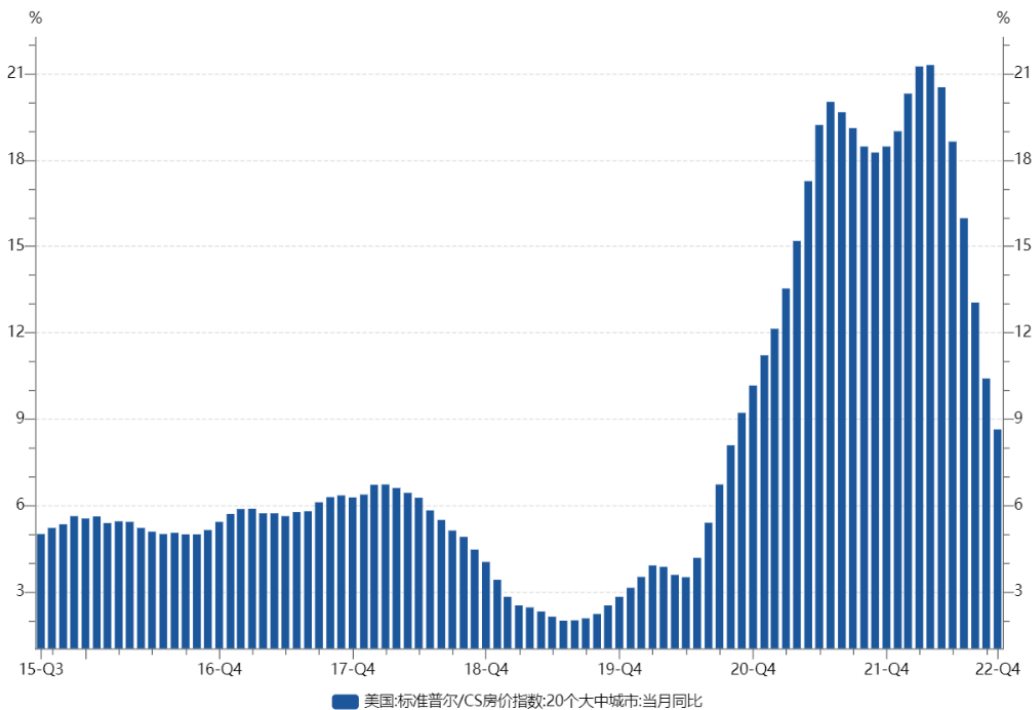
\*特别声明: 本报告基于公开信息编制而成, 报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出, 仅供投资者参考, 据此入市风险自担。

图表 7 美国成屋销售量同比、环比



数据来源：Wind，华龙期货

图表 8 标准普尔/CS 房价指数:20 个大中城市:当月同比

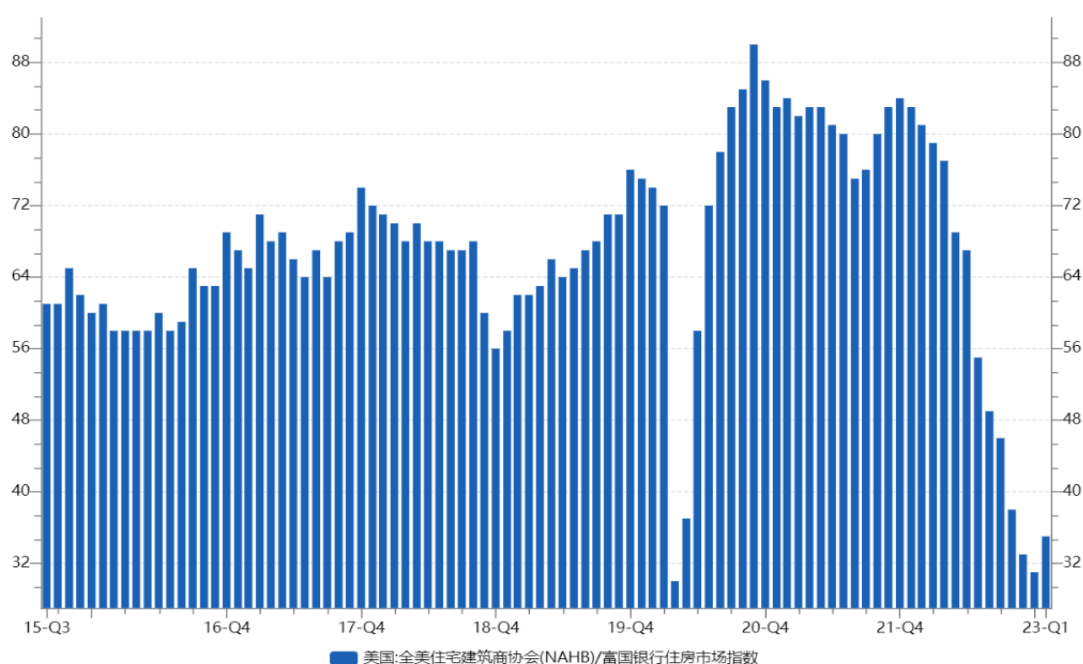


数据来源：Wind，华龙期货

\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数，在 2020-2021 年持续保持在 80 以上的高位，随着美国紧缩政策开始，2022 年以来，该指数出现连续下降，最近几个月已经降至 35 下方，远远低于 50 枯荣线，表明多数建筑商对美国房屋销售前景的预期急转直下。

图表 9 全美住宅建筑商协会 (NAHB) /富国银行住房市场指数

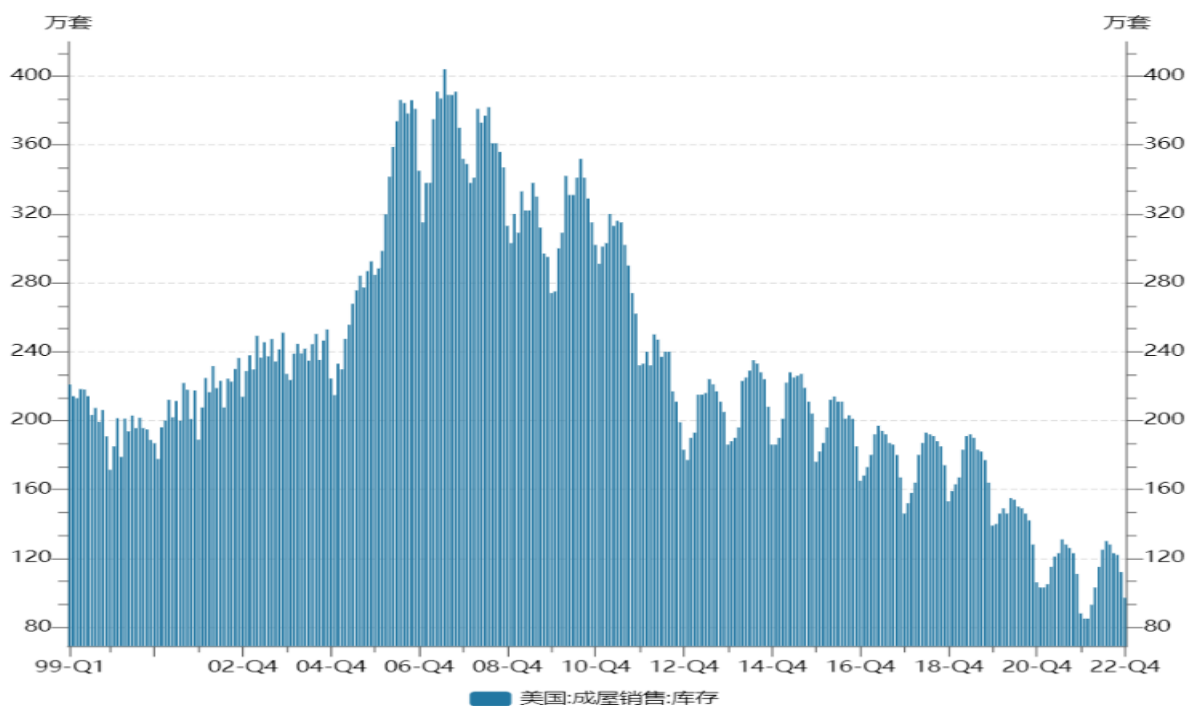


数据来源：Wind，华龙期货

3) 截至 2022 年 12 月底，美国成屋库存总量环比下滑 13.4%至 97 万套，不过仍同比上涨了 10.2%。和 2007 年金融危机时的超过 320 万套相比，美国成屋库存总量仍然处在一个较低的水平。美国成屋的供应紧张仍在一定程度上对房地产价格起支撑作用。美国房屋空置率持续维持在 1%以下，依然处于上世纪 50 年代以来最低水平。

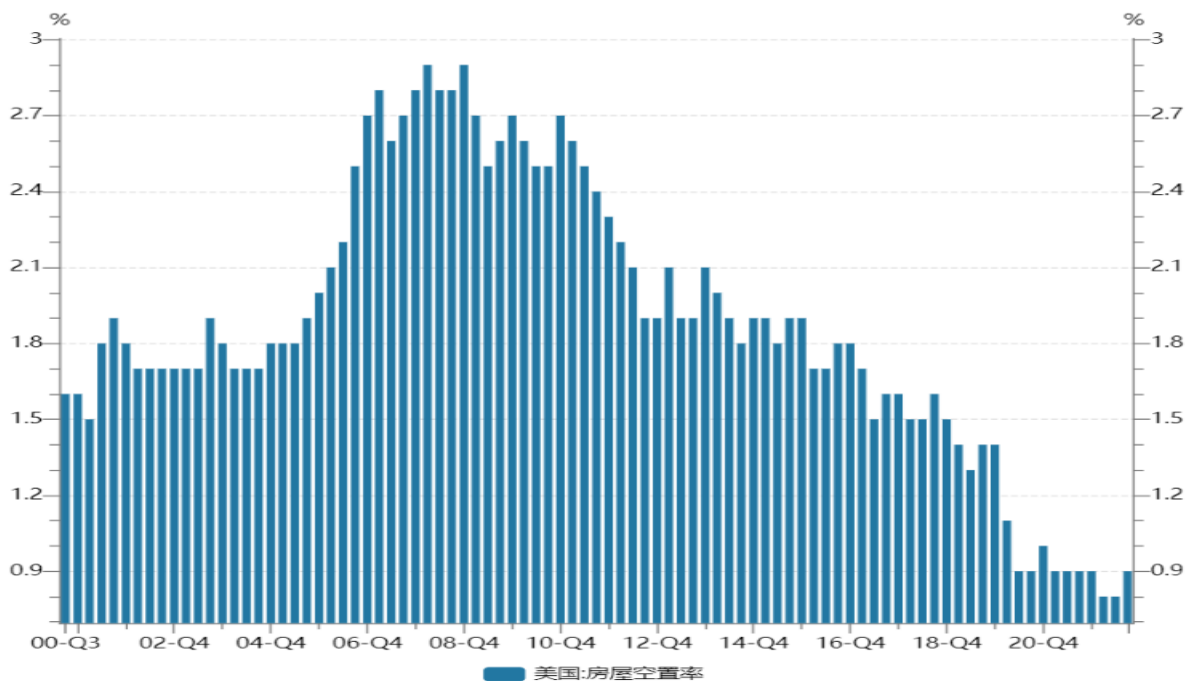
\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

图表 10 美国成屋销售库存



数据来源：Wind，华龙期货

图表 11 美国成屋销售库存

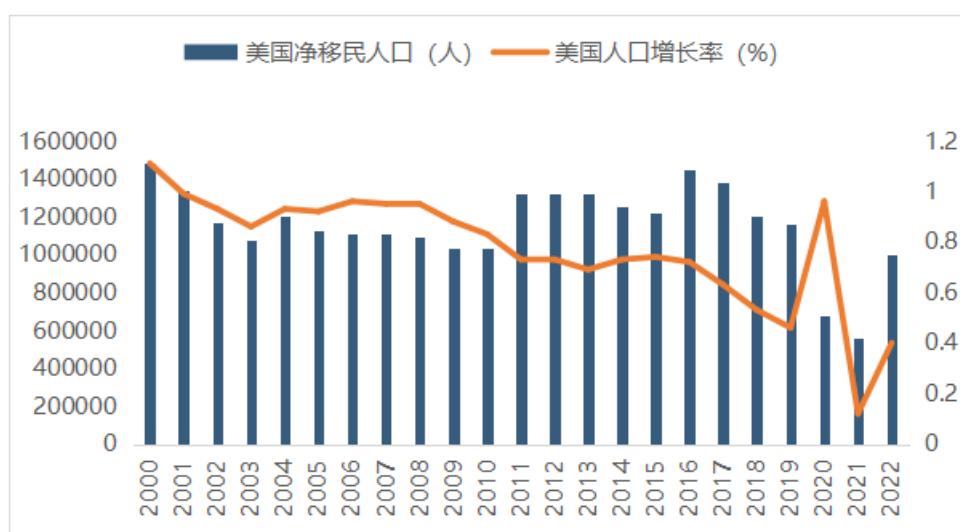


数据来源：Wind，华龙期货

\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

4) 美国普查局发布数据显示，美国今年常住人口增加 0.4%，增加 125.6 万人，达到 3.333 亿人。2022 年，国际移民净增长超过 100 万人，显示国际移民规模正在恢复到新冠疫情前的水平。美国全部 50 个州以及哥伦比亚特区 2022 年均现国际移民净增长。2022 年，美国出生人数减死亡人数的自然人口变化增加了 24.5 万人，为 2007 年以来最多。

图表 12 美国净移民人数、美国人口增长率



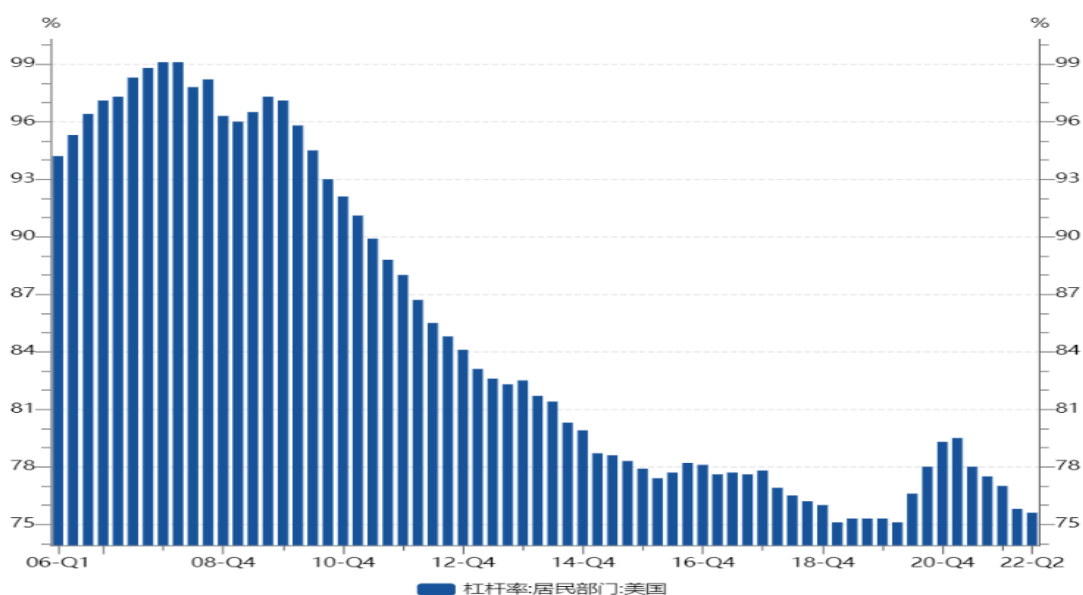
数据来源：美国普查局，华龙期货

从数据来看，美国国际移民规模正在恢复到新冠疫情前的水平，2021 年美国人口增长创历史低位后，2022 年人口增幅显著提高。国际移民净增长的反弹，加上 2007 年以来最大的出生人口增长，是推动人口增长的主要原因。美国地产需求仍受人口数量的恢复性增长和国际移民净增长反弹的支撑。

5) 截至 2022 年上半年末，美国居民杠杆率处于 75% 左右，相比较而言，2007 年金融危机时，美国居民杠杆率一度接近 99%。目前美国居民杠杆率保持在合理区间，资产负债表仍较稳健。

**\*特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自担。

图表 13 美国居民及政府部门杠杆率



数据来源：国际清算银行，华龙期货

## 4. 当前宏观环境和政策观点及对有色金属板块的影响

### 4.1 美国房地产市场距离崩盘仍有距离

1) 美联储快速展开的紧缩政策，房贷利率的快速走高，美国 30 年期固定抵押贷款的平均利率持续维持在 6% 以上，直接限制美国房价的继续增长。整个房地产市场遇冷。

2) 由于需求低迷，卖家也在犹豫不决，不愿打折出售，供给减少。美国成屋库存总量环比下降，绝对值仍然远低于 2007 年金融危机时的水平，供给紧张或使房价仍有韧性。

3) 目前美国居民杠杆率保持在合理区间，资产负债表仍较稳健。美国居民部门资产负债表较 2007 年金融危机时有较明显的改善。

4) 美国净移民人数和人口增长率的回升，或使需求走弱空间受限。

整体来看，在弱需求，紧供给的情况下，美国房地产市场已由高景气时

\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自担。

---

期进入下行通道。同时，居民杠杆率处于相对低位，房屋空置率处于上世纪50年代以来最低，都说明房地产供给持续偏紧，房地产泡沫化程度并不严重。同时，房地产市场稳定是金融稳定的基石，审慎和节制是住房金融市场稳定的关键。那么美联储何时开始降息就显得很重要。

#### 4.2 金融资产虚高，金融稳定的重要性

2020年，西方各国央行采取一致行动，要求商业银行增加消费信贷发放，以及购买非银行业的资产。这样一来，商业银行就创造了新的货币，新的货币被用来购买金融资产（最明显的是美国房地产市场的泡沫），这就会产生资产价格的通胀，这是助推现在美国通货膨胀的一个主要原因。美国采用的量化宽松政策，在助推通胀的过程中，也使得金融市场的不稳定性增加。而在量化宽松之后马上推出的紧缩政策，虽然有效控制住了美国通胀继续走高，但是却可能带来经济衰退。

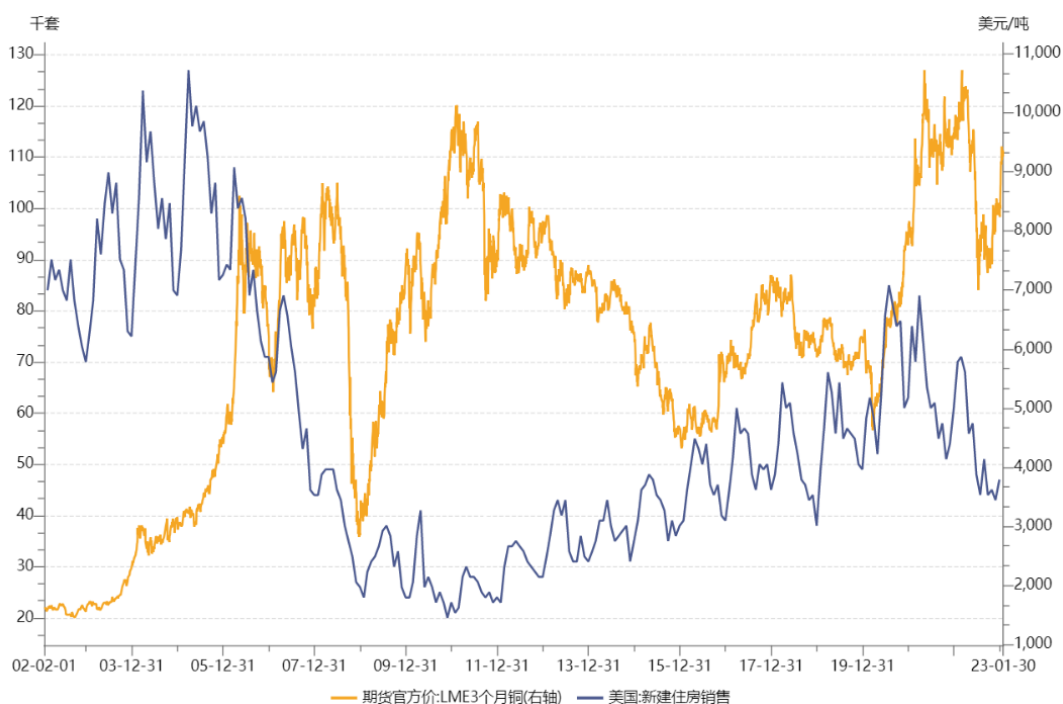
#### 4.3 房地产市场对铜价格的影响

房地产行业是美国国民经济的重要组成部分，它的走势能在一定程度上影响经济的走势，与铜价存在逻辑相关性。另一方面，房地产市场本身对铜需求的拉动作用较强，建筑业用铜量巨大。其次，美国住房发展对汽车、家电和卫浴等终端产品的拉动作用也很明显。美国房地产销售情况与铜价周期性变化有一定关系，在铜价见顶前，房地产销售数据可能会先一步见顶回落。目前美国新建住房销售见到阶段高点回落后，铜价可能会延续回落趋势。

\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。



图表 14 美国新建住房销售和 LME 铜价



数据来源：Wind，华龙期货

#### 4.4 宏观经济对铜价格的影响

- 1) 在美联储已经大幅升息的基础上，2023 年继续升息的空间已经不大，不排除下半年会有降息的可能性。
  - 2) 美国通胀持续回落，但是持续的通胀疲软可能会使美国经济陷入衰退。
  - 3) 美国最新就业人数增长有所放缓，但仍超出预期。2022 年 12 月平均每小时工资环比增长 0.3%，同比增长 4.6%。就业市场依然强劲。
- 铜等有色金属的价格整体是受高利率及西方国家需求减少的影响还将延续。由于铜的金融属性较强，美联储何时开始降息节奏，铜价就有可能迎来上涨。

\*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

---

## 参考文献:

- [1] Ozge Akinci, Gianluca Benigno, Marco Del Negro and Albert Queralto, “The Financial (In)Stability Real Interest Rate,  $R^{**}$ ,” *Social Science Electronic Publishing*, 2022.

## 免责声明

此报告著作权归华龙期货股份有限公司所有，未经华龙期货股份有限公司的书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复印、传播本报告的内容。此报告中所使用的商标、标记均为华龙期货股份有限公司的商标、标记。

此报告所载内容仅作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，且华龙期货股份有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华龙期货股份有限公司认为可靠，但华龙期货股份有限公司及研究人员对这些信息资料的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会做出调整。此报告中的操作建议为研究人员利用相关公开信息分析得出，仅供参考，据此入市风险自负。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如果有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，且不对任何投资及策略做担保，此报告不构成给予阁下的私人咨询建议。

## 联系我们

| 机构名称  | 地址                                    | 联系电话          | 邮编     |
|-------|---------------------------------------|---------------|--------|
| 兰州总部  | 甘肃省兰州市城关区静宁路308号4楼                    | 4000-345-200  | 730000 |
| 深圳分公司 | 深圳市南山区粤海街道大冲社区大冲商务中心（三期）4栋17B、17C1702 | 0755-88608696 | 518000 |
| 宁夏分公司 | 银川市金凤区正源北街馨和苑10号商业楼18号营业房             | 0951-4011389  | 750004 |
| 上海营业部 | 中国（上海）自由贸易试验区桃林路18号A楼1309、1310室       | 021-50890133  | 200122 |
| 酒泉营业部 | 甘肃省酒泉市肃州区西文化街6号3号楼2-2室                | 0937-6972699  | 735211 |

**\*特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。