

【宏观大类专题】

高利率时代意味着什么

广州期货 研究中心

2023年5月16日



要点：高利率时代意味着什么

➤ 加息尾声的高利率会维持多久

- ✓ 复盘过去几轮美联储加息周期，80年代加息终点在10%-11.5%附近，90年代以来加息终点在5.25%-6.5%水平，2018年加息终点为2.5%。而**暂停加息后维持高利率的时间或长或短，在5-15个月之间。**
- ✓ **货币政策拐点的出现一是受经济危机突发影响，二是通胀温和或明显受控。**美联储以促进最大就业、稳定物价、促进金融稳定等为政策目标，不同时期重心不同。整体来看，在非金融危机时期，就业及物价目标占据更大权重，而在金融危机时期则以金融稳定为重点。近三次货币宽松均以危机冲击为背景。
- ✓ **美联储大概率暂停加息，但对降息节奏不宜过分乐观。**5月4日美联储宣布第十次加息，如期加息25个基点至5.00%-5.25%区间，已达3月议息会议点阵图的年底加息终点。5月议息会议货币政策说明中措辞调整，暗示下一次可能暂停加息，但未给出承诺，说明美联储对结束加息仍保持谨慎，大概率以高利率维持一段时间。目前市场预期6月80%概率不加息，而9月46%概率降息25bp，至12月43%概率降息75bp，明显较美联储“乐观”。美联储是否以及何时降息取决于后续失业率及通胀的走势。4月数据显示通胀小幅回落，核心通胀韧性仍存，劳动力市场在3月出现缓和迹象后4月超预期强劲。预计随着经济数据的不同表现会有出现过于乐观、预期修正、过于悲观、预期修正的反复过程，资产价格波动仍将扩大。而在高利率时期，经济衰退仍是交易主线。

➤ 经济衰退交易主线如何把握

- ✓ **根据NBER定义，1990年来美国经历了四次经济衰退：**分别为1990年7月-1991年3月、2001年3月-2001年11月、2007年12月-2009年6月、2020年2月-2020年4月，**持续时长为2-18个月。外生冲击是导致经济衰退的主要原因，**分别对应90年代石油危机、2000年互联网泡沫破裂、2008年次贷危机和2020年的新冠疫情冲击。
- ✓ **经济衰退时期，PMI与失业率变化呈同步反应，部分消费指标有领先反应，物价水平的回落多为滞后反应，**因此PMI是观测经济衰退的同步指标之一。而从美国十年期国债与两年期国债利差走势计算的**经济衰退概率模型更具前瞻性，**可作为先行指标，通常当概率大于25%时，经济衰退将出现，而目前该指标已接近70%
- ✓ **经济衰退与货币政策周期的关系。**由于经济韧性及传导的时滞，美联储通常以货币宽松政策提前应对衰退风险。在过去四轮经济衰退中，美联储宽松政策提前3-12个月实施。货币政策转折的时点及力度也对衰退的深度和持续时间有明显影响。
- ✓ **经济衰退周期的商品表现。**经济衰退周期内，商品指数大概率下跌，下挫的幅度与前期商品涨幅以及事件冲击的程度相关，下跌行情持续时长在3-15个月之间。本轮商品市场对海外经济衰退的交易自2022年6月开始，可能还未充分预期，特别是有色、黑色板块或仅走至进程过半阶段，预计二季度海外经济衰退仍占据商品市场的主线交易逻辑。

➤ 风险提示 地缘冲突超预期；金融系统不稳定性超预期

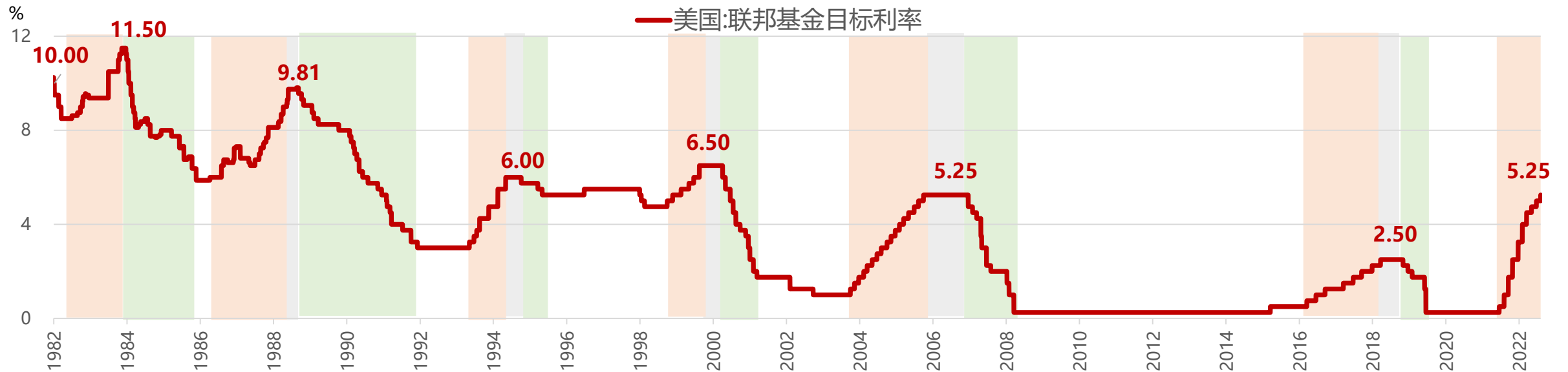
第一部分

加息尾声的高利率会维持多久



复盘过去，美联储暂停加息后的高利率时期维持5-15个月时间

- 复盘过去几轮美联储加息周期，80年代加息终点在10%-11.5%附近，90年代以来加息终点在5.25%-6.5%水平，2018年加息终点为2.5%。而暂停加息后维持高利率的时间或长或短，在5-15个月之间

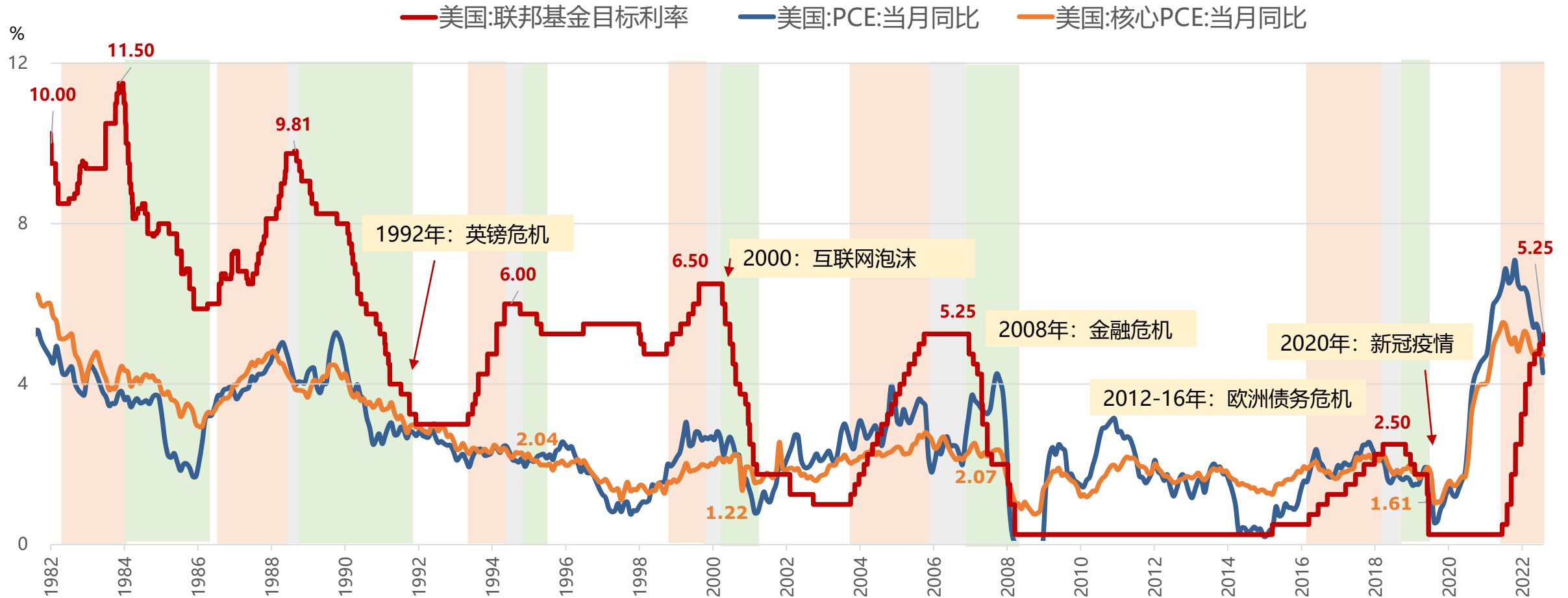


加息周期	加息终点时间	加息终点利率	降息时间	高利率维持时长(月)
1994年2月-1995年2月	1995年2月	6.00	1995年7月	5
1999年6月-2000年5月	2000年5月	6.50	2000年12月	7
2004年6月-2006年6月	2006年6月	5.25	2007年9月	15
2015年12月-2018年12月	2018年12月	2.50	2019年9月	9
2022年3月至今	2023年5月	5.25+	-	-

注：红色框表示加息周期，灰色框表示加息后维持阶段，绿色框表示降息周期

货币政策拐点的出现一是受经济危机突发影响，二是通胀温和或明显受控

- 美联储以促进最大就业、稳定物价、促进金融稳定等为政策目标，不同时期重心不同。整体来看，在非金融危机时期，就业及物价目标占据更大权重，而在金融危机时期则以金融稳定为重点。近三次货币宽松均以危机冲击为背景

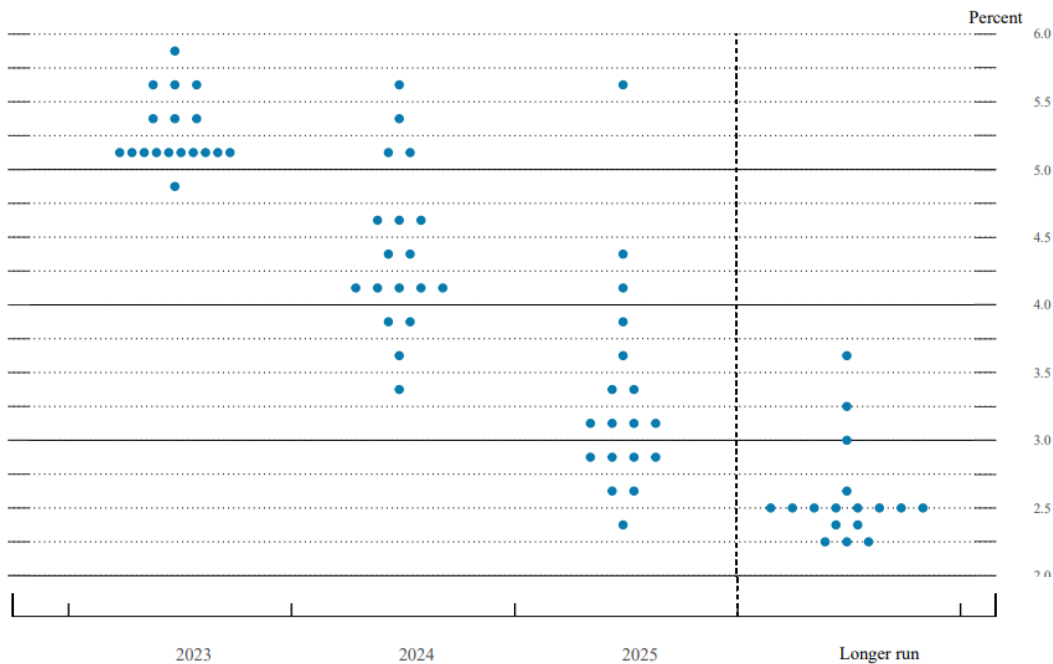


注: 红色框表示加息周期, 灰色框表示加息后维持阶段, 绿色框表示降息周期

美联储大概率暂停加息，但对降息节奏不宜过分乐观

■ 5月4日美联储宣布第十次加息，如期加息25个基点至5.00%-5.25%区间，已达3月议息会议点阵图的年底加息终点。5月议息会议货币政策说明中措辞调整，暗示下一次可能暂停加息，但未给出承诺，说明美联储对结束加息仍保持谨慎，大概率以高利率维持一段时间。目前市场预期6月80%概率不加息，而7月有30%概率降息，明显较美联储“乐观”

2023年3月FOMC会议点阵图显示预计2023年底利率达5.1%



3月预测 **5.1** **4.3**↑ **3.1** 2.5

12月预测 **5.1** **4.1** **3.1** 2.5

2023年5月FOMC会议货币政策措辞

- **对经济形势的表述表明经济韧性仍在：**一是将“新增就业加速”修改为“新增就业保持韧性”，但仍保留了“失业率保持低位而通胀持续高企”，二是认为美国银行业“健全而有韧性”
- **对货币政策的表述留有余地：**一是将“一些额外的政策收紧可能是适当的”改为“在确定在多大程度上的额外收紧可能是适当的，美联储需要综合考虑货币政策的累积效应、滞后性、以及经济金融的基本面”，二是强调“货币政策仍处于持续评估阶段，未来还需要观察更多数据”

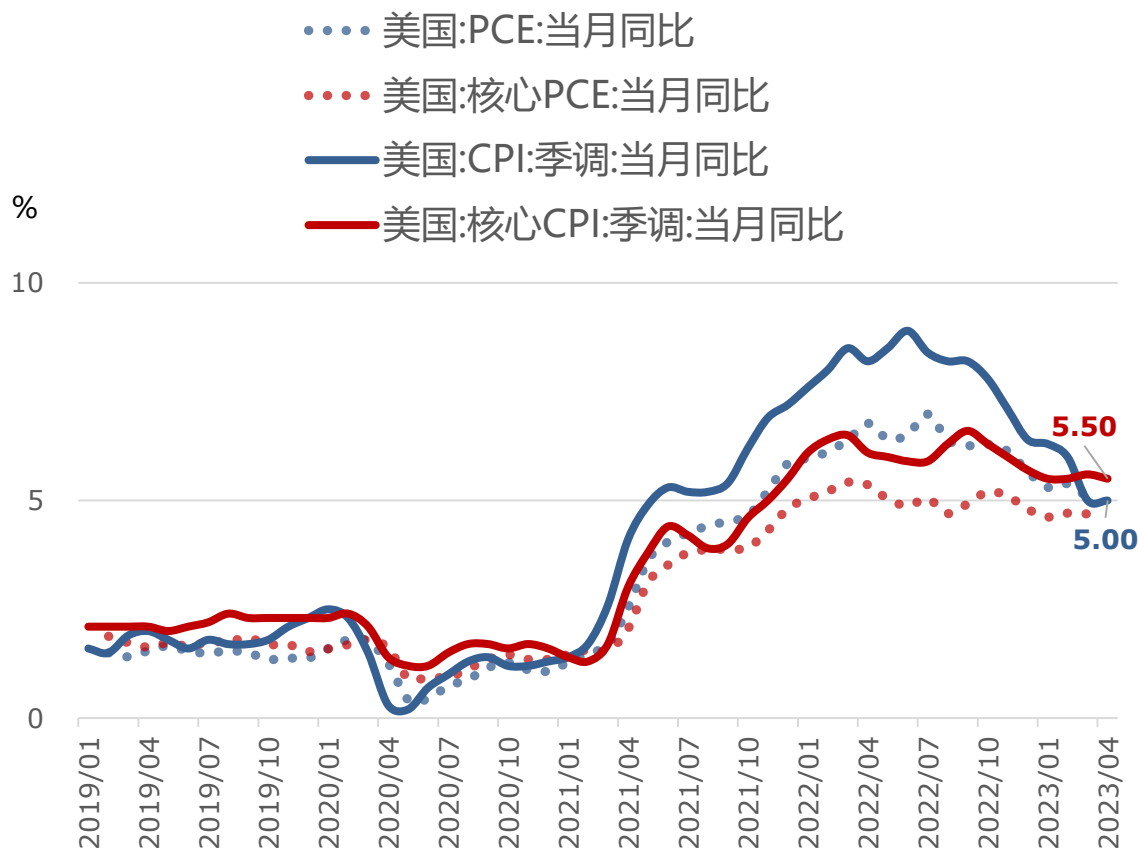
截至5月16日CME美债期货隐含市场对美联储利率操作的预期

	6月14日	7月26日	9月20日	11月1日	12月13日
400-425	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.6%
425-450	0.0%	0.0%	0.0%	14.9%	43.0%
450-475	0.0%	0.0%	16.4%	43.6%	33.5%
475-500	0.0%	27.7%	46.3%	33.3%	8.3%
500-525 (目前)	79.9%	59.1%	32.0%	8.2%	0.6%
525-550	20.1%	13.1%	5.3%	0.0%	0.0%

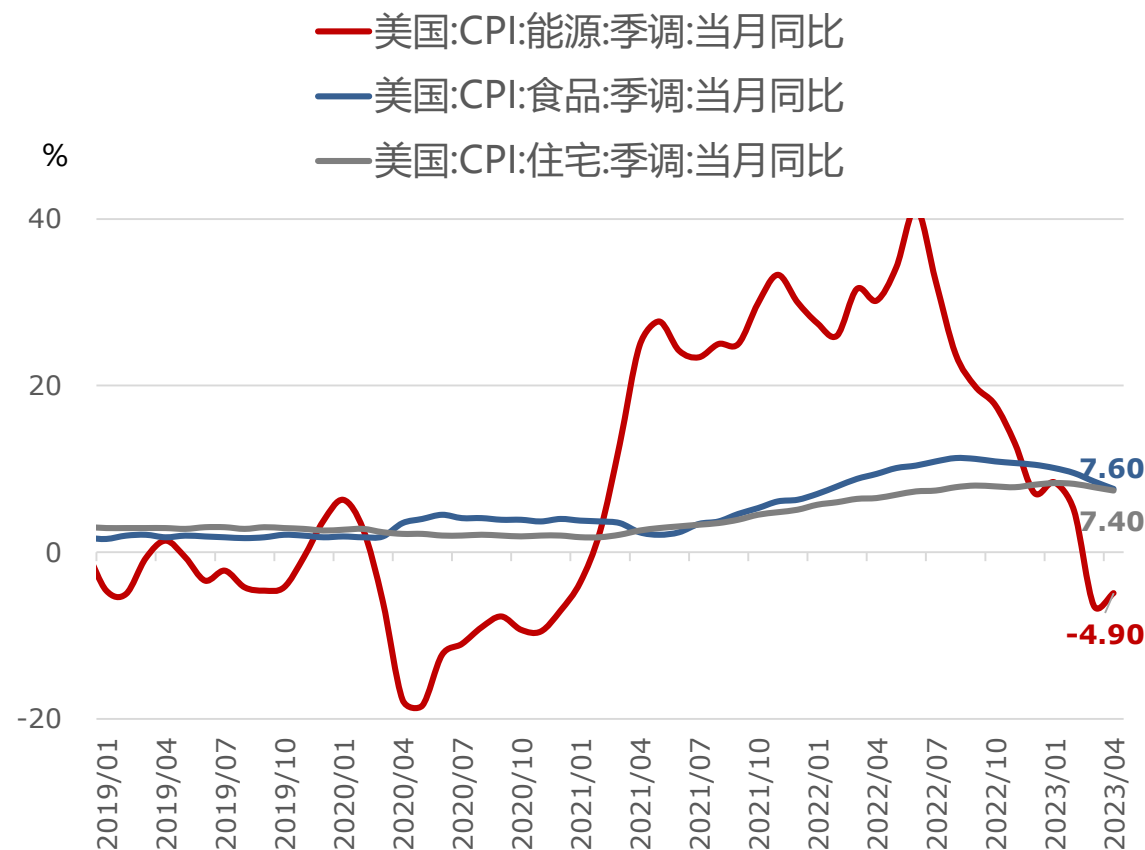
美联储是否以及何时降息取决于后续失业率及通胀的走势，核心通胀韧性仍存

■ 美国4月CPI同比4.9%，较前值回落0.1个百分点，而核心通胀连续第四个月维持在5.5%附近未见回落态势，显示韧性仍在。分项看，二手车价格环比由负转正，住宅租赁价格环比仍在缓慢抬升

美国4月CPI同比4.9%，核心CPI同比5.5%，均较上月小幅下降，基本符合市场预期



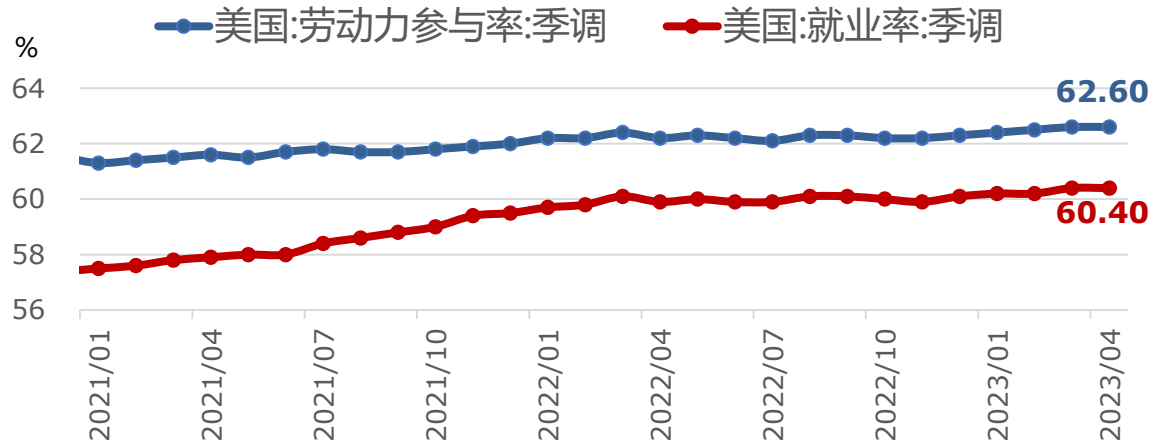
能源价格显著回落，食品价格和住宅价格同比增速有所放缓



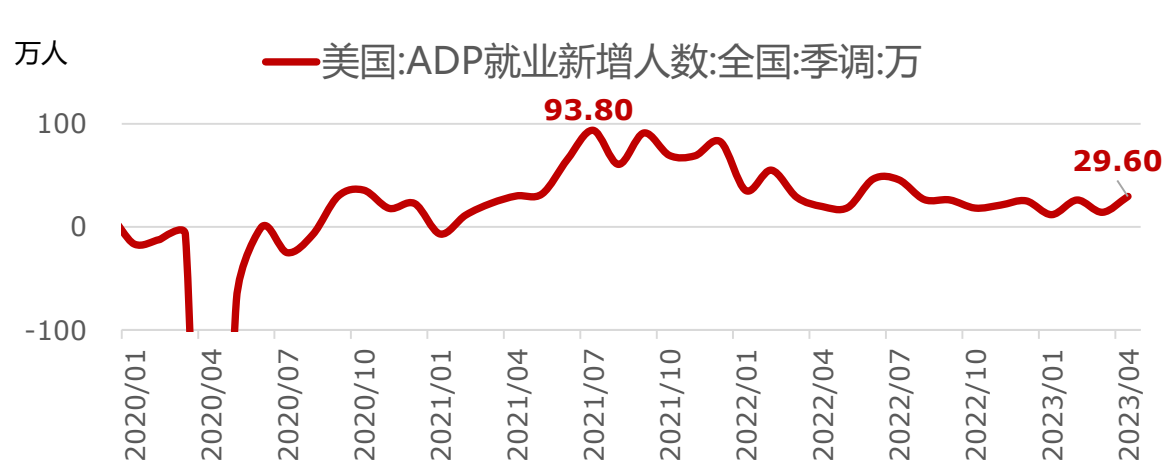
美国劳动力市场在3月出现缓和迹象后4月超预期强劲

■ 4月新增非农就业人口高于预期，失业率下降至历史最低位，小时工资增速反弹，均显示就业市场超预期强劲。此外，近期美国人口普查局企业调查数据中部分行业企业预期招工需求大幅下降、工作时间进一步下降、持续领取失业金人数呈上升趋势等侧面说明就业市场出现了一定程度的降温

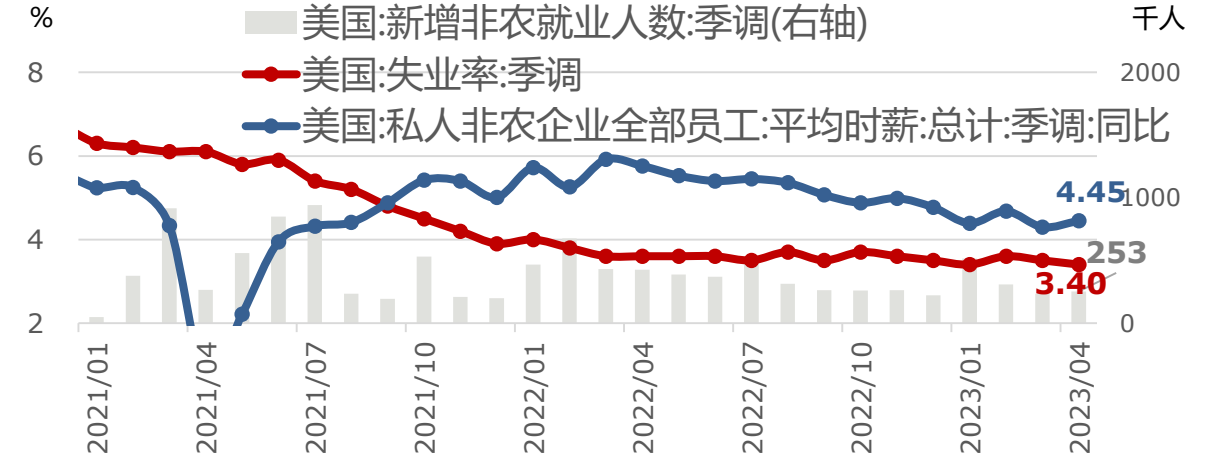
4月就业率60.4%，劳动参与率62.6%，环比持平



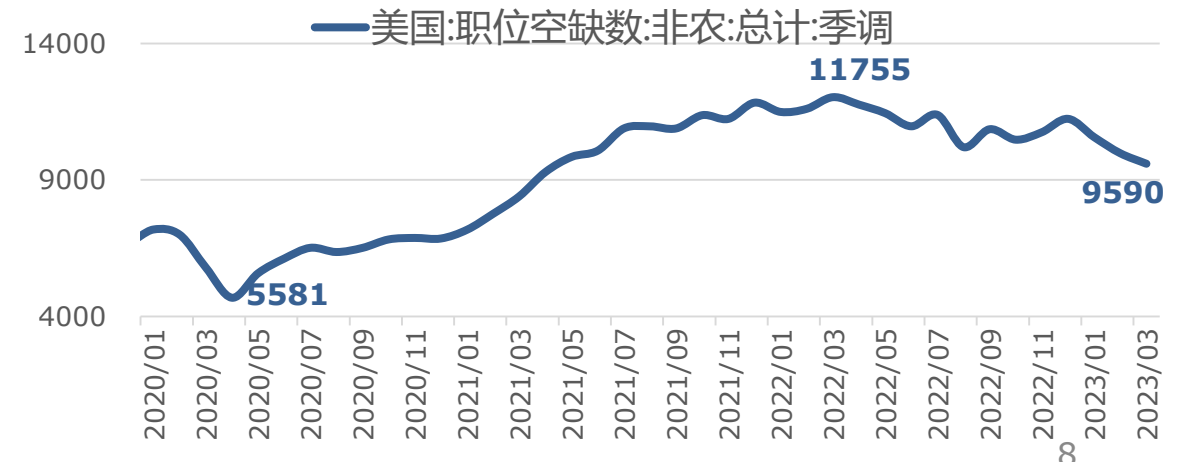
美国4月ADP就业人数新增29.6万人，环比上升108%



4月美国非农新增就业超预期回升，失业率下降，时薪增速反弹



3月美国职位空缺数由前值的9931降至9590



第二部分

经济衰退交易主线如何把握



什么是经济衰退

- **美国经济研究局（NBER）将经济衰退定义为：经济活动显著下降，遍及整个经济体，持续时间超过几个月。虽然深度、扩散和持续时间这三个标准中的每一个都需要在某种程度上单独满足，但一个标准揭示的极端条件可能会部分抵消另一个标准的较弱迹象。经济低迷应该被归类为衰退，即使它被证明是相当短暂的**

经济衰退指向

- 衰退和扩张是指经济活动变化的方向，而不是水平。**高峰和低谷之间的间隔表明经济衰退，即经济活动收缩的时期**。随后的时期表示经济活动增加时的扩张。由于低谷月份的活动水平可能远低于之前的峰值水平，因此扩张的前几个月甚至几年的活动水平可能低于之前的峰值

监测指标

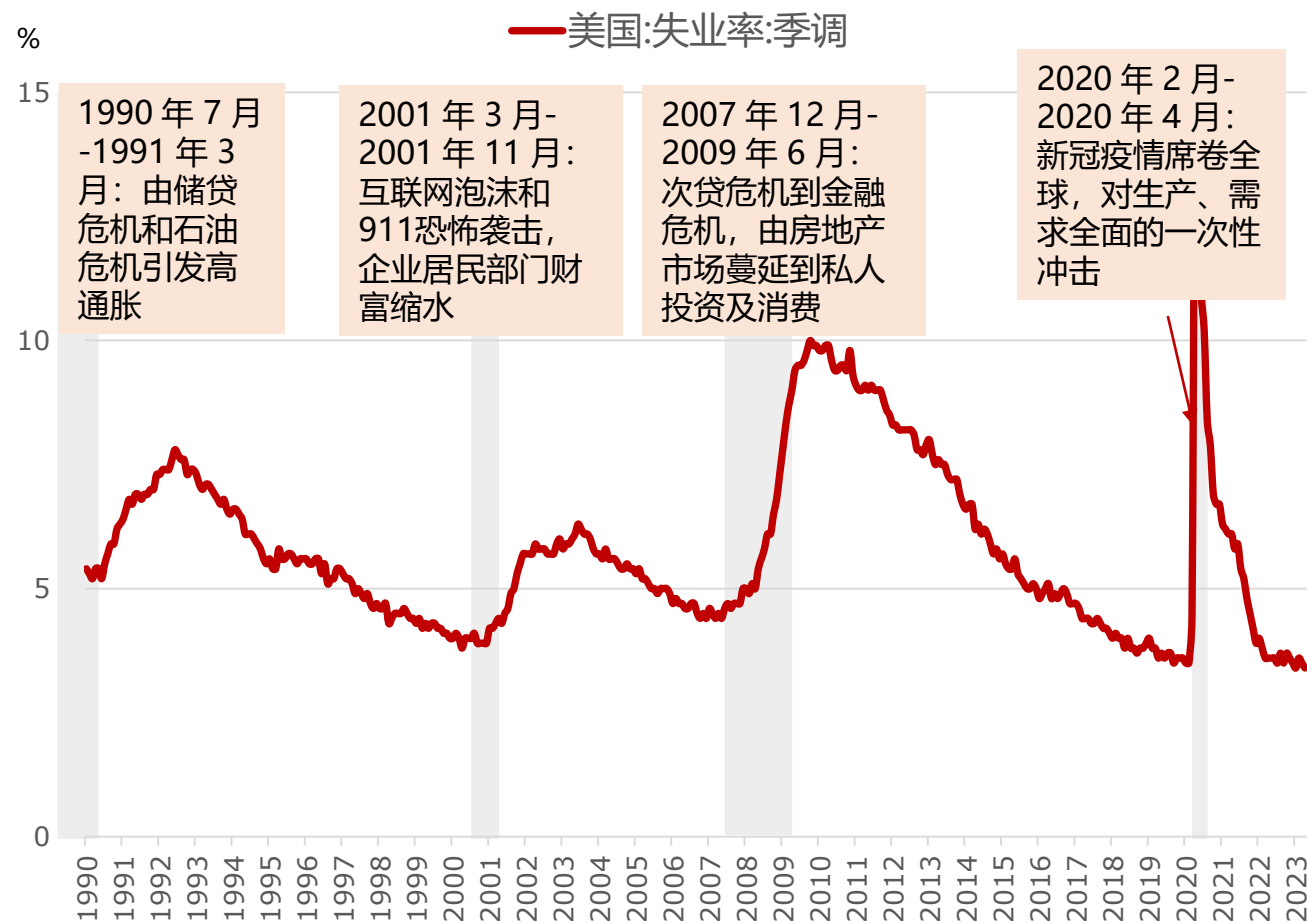
- 高峰和低谷月份的确定是基于联邦统计机构发布的一系列月度总体实体经济活动指标。其中包括**实际个人收入减去转移支付（PILT）、非农就业人数、实际个人消费支出、根据价格变化调整的批发零售销售、家庭调查衡量的就业和工业生产**

认定时滞

- 通常，**在经济衰退开始后4-21个月，NBER才会宣布经济衰退已经开始**，例如，对2020年4月低谷日期的确定发生在该日期的15个月后，即2021年7月

美国经历过4次典型的经济衰退，时长为2-18个月，均为外生冲击

- 根据NBER定义，1990年来美国经历了四次经济衰退：分别为1990年7月-1991年3月、2001年3月-2001年11月、2007年12月-2009年6月、2020年2月-2020年4月，持续时长为2-18个月。外生冲击是导致经济衰退的主要原因，美国分别经历了90年代石油危机、2000年互联网泡沫破裂、2008年次贷危机和2020年的新冠疫情冲击



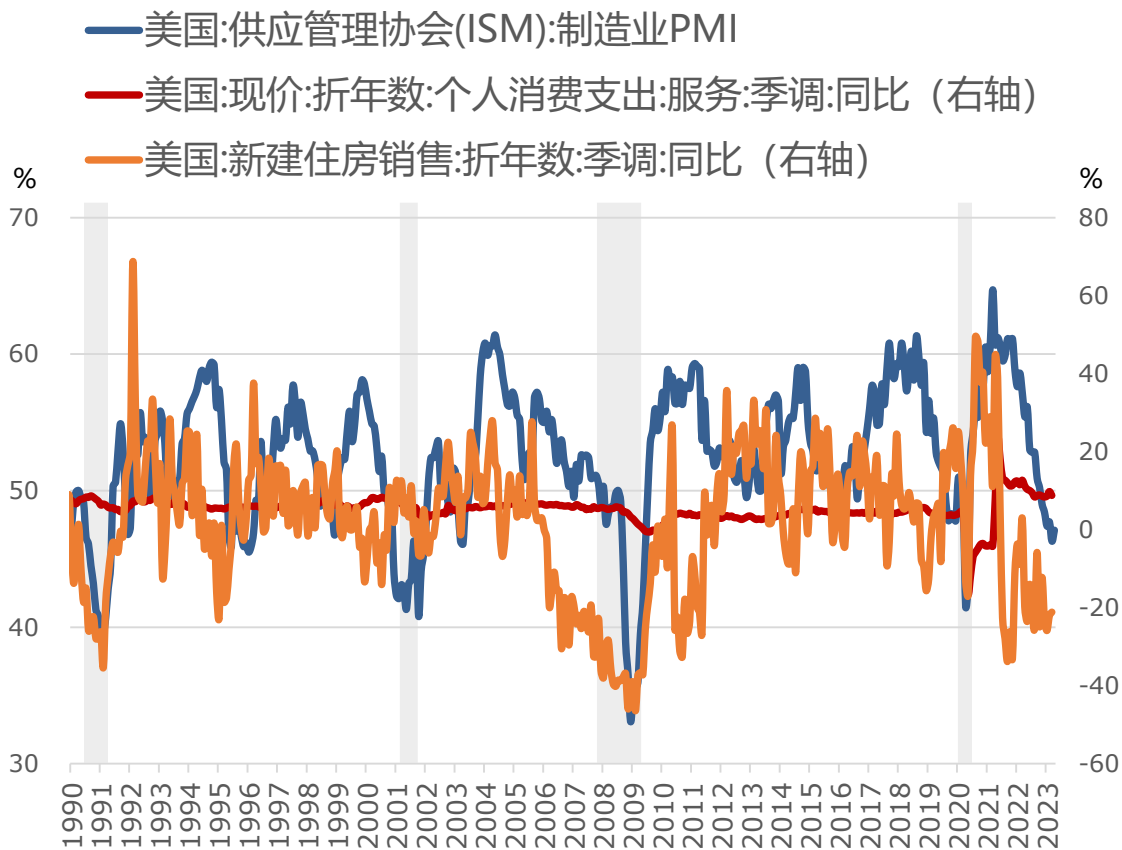
NBER 定义下1990年以来美国的 4 次经济衰退 (单位:月)

峰值月份 (季度)	谷值月份 (季度)	收缩期	扩张期
		持续时间 从峰值到谷值	持续时间 从谷值到峰值
1990年7月 (1990年第三季度)	1991年3月 (1991年第一季度)	8	92
2001年3月 (2001年第一季度)	2001年11月 (2001年第四季度)	8	120
2007年12月 (2007年第四季度)	2009年6月 (2009年第二季度)	18	73
2020年2月 (2019年第四季度)	2020年4月 (2020年第二季度)	2	128

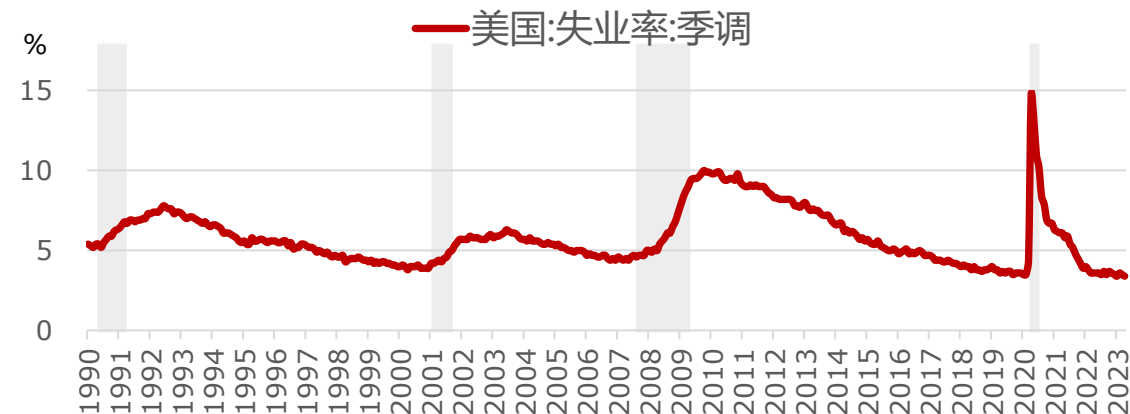
衰退周期下的经济数据表现

- 经济衰退时期，PMI与失业率变化呈同步反应，部分消费指标有领先反应，物价水平的回落多为滞后反应

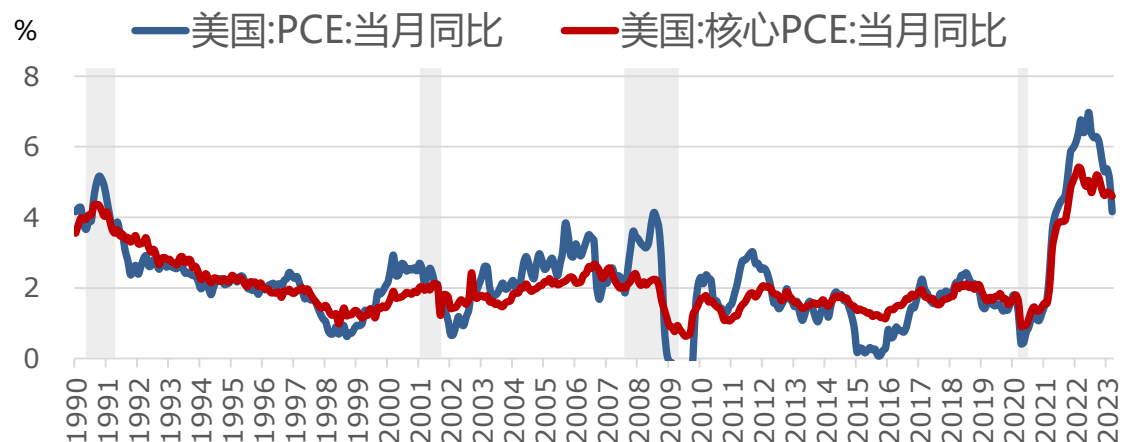
衰退期内美国PMI大幅下跌，个人消费出现回落，新建住房销售同比提前回落



衰退期内失业率持续攀升



经济衰退随之带来的是通胀下降



注：灰色框表示NBER定义的美国经济衰退时期

观测经济衰退的高频指标

■ PMI是观测经济衰退的同步指标之一，而从美国十年期国债与两年期国债利差走势计算的经济衰退概率模型更具前瞻性，可作为先行指标。通常当概率大于25%时，经济衰退出现，目前概率已接近70%



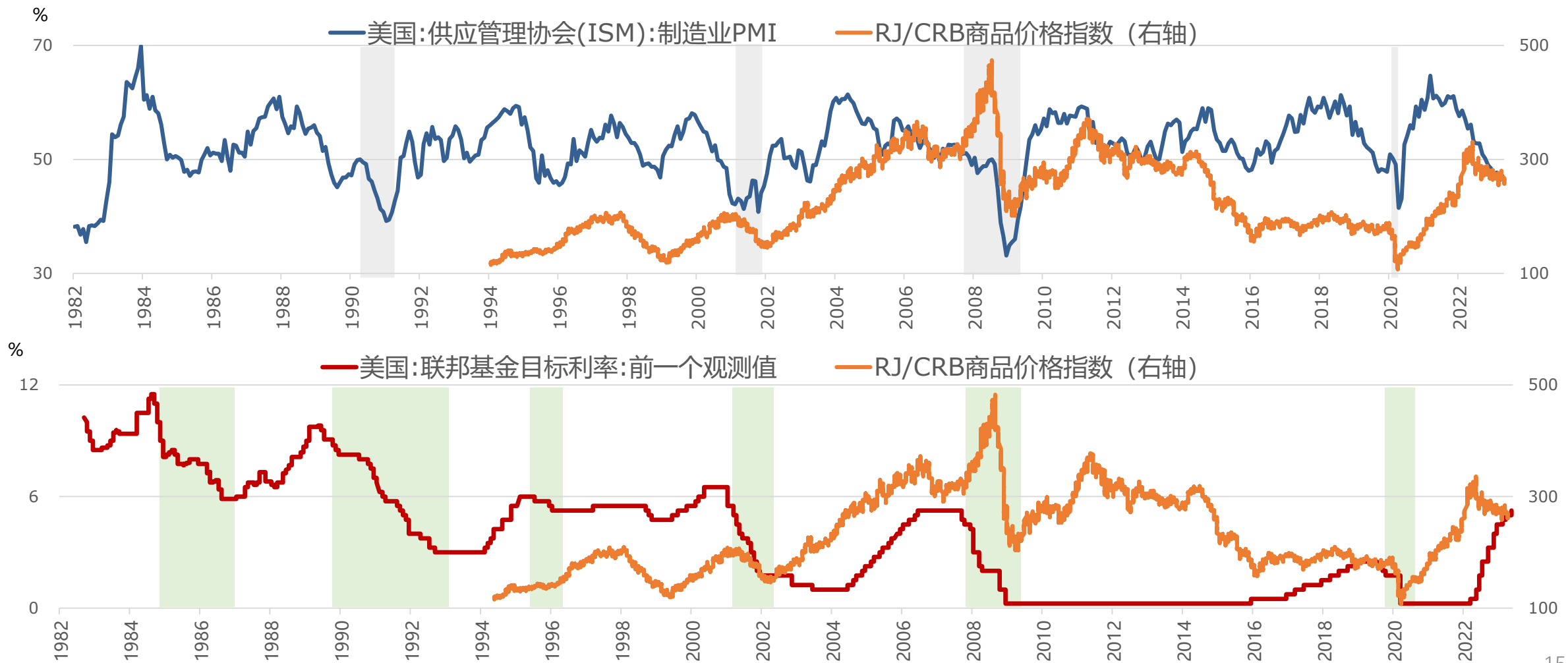
经济衰退与货币政策周期的关系

- 由于经济韧性及传导的时滞，美联储通常以货币宽松政策提前应对衰退风险。在过去四轮经济衰退中，美联储宽松政策提前3-12个月实施



经济衰退周期的商品表现

- 经济衰退周期内，商品指数大概率下跌，下挫的幅度与前期商品涨幅以及事件冲击的程度相关，下跌行情持续时长在3-15个月之间

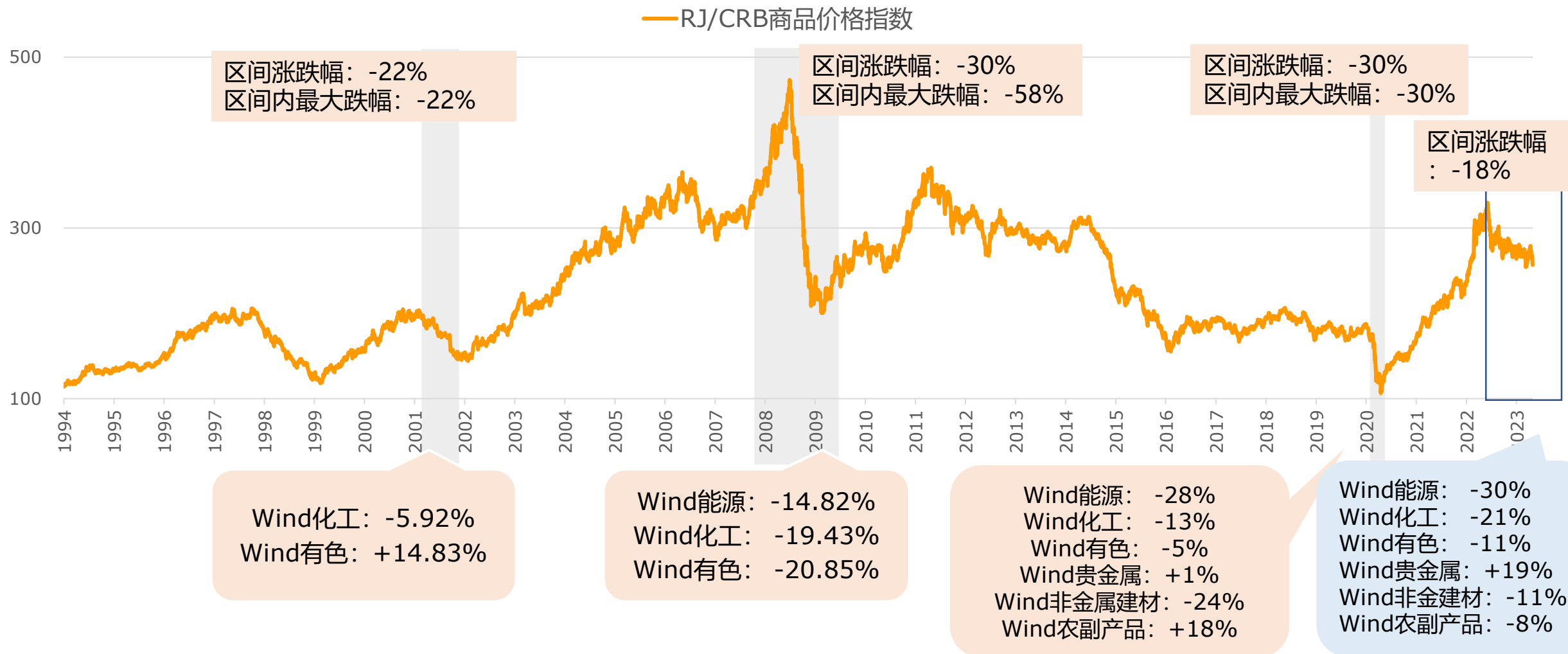


注：灰色框表示NBER定义的美国经济衰退时期，绿色框表示美联储降息周期

数据来源：Wind、广州期货研究中心

经济衰退周期的商品表现

■ 商品市场对海外经济衰退的交易自2022年6月开始，可能还未充分预期



注：灰色框表示NBER定义的美国经济衰退时期

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司	杭州城星路营业部	四川分公司	上海陆家嘴营业部
联系电话: 021- 68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层 (电梯楼层15层) 03室	联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国 (上海) 自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场 (南区) A座704A、705	联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话: 0758-2270761 办公地址: 肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话: 0531-66671202 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区 (郑东) 普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	机构业务部	机构事业一部	机构事业二部
联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部	广期资本管理 (上海) 有限公司		
联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn