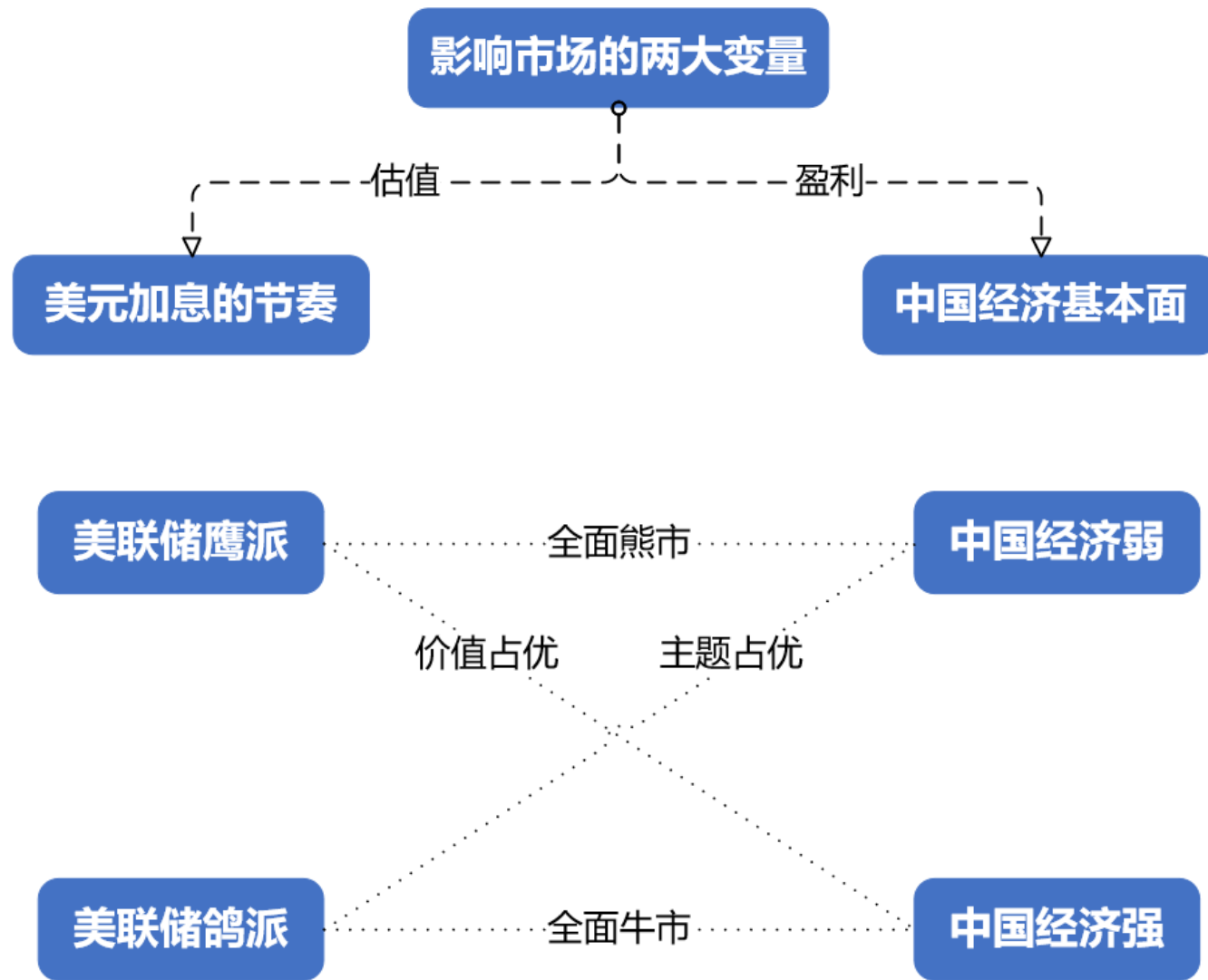


站在新周期的起点

太平洋证券宏观组：尤春野

执业编号：S1190522030002

2023年5月16日

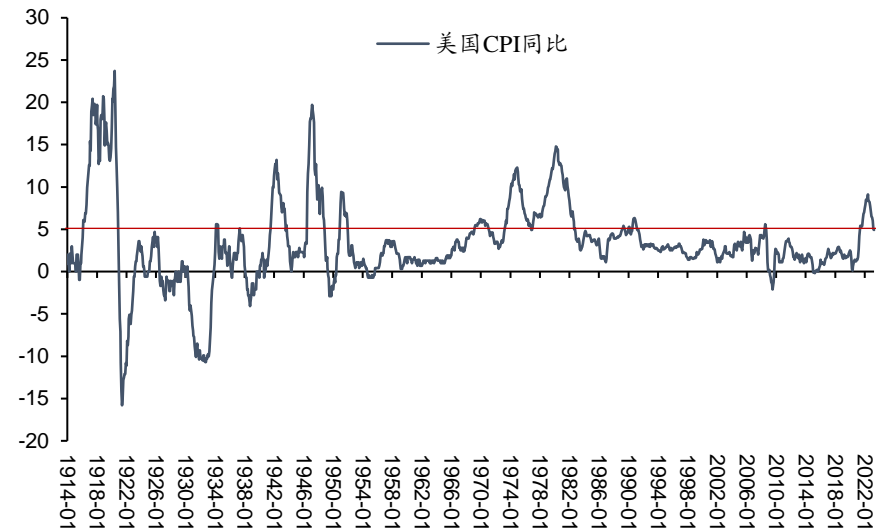
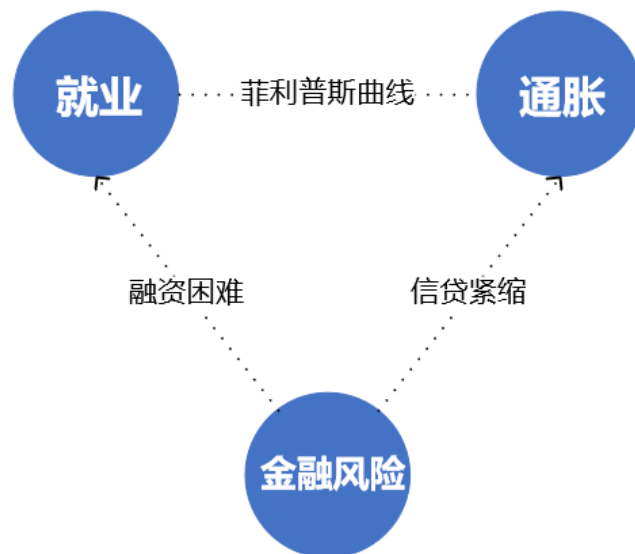
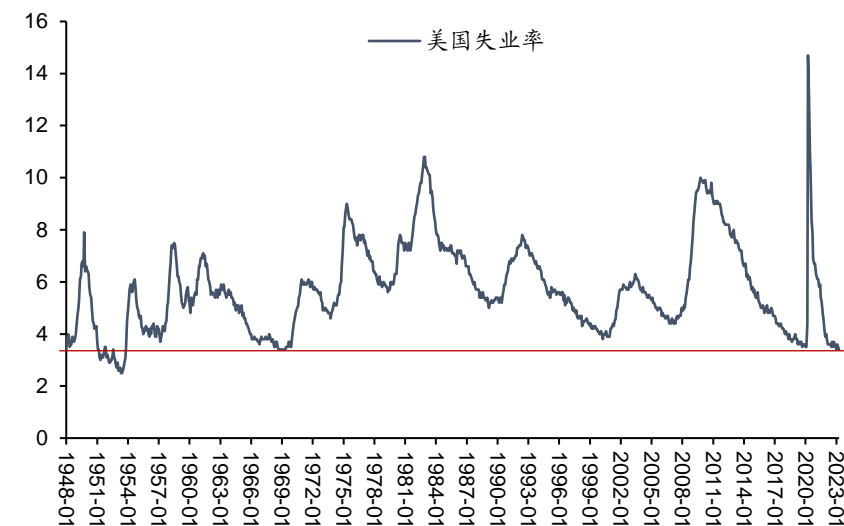


01

站在美元利率的顶点

美元加息周期大概率已经终结

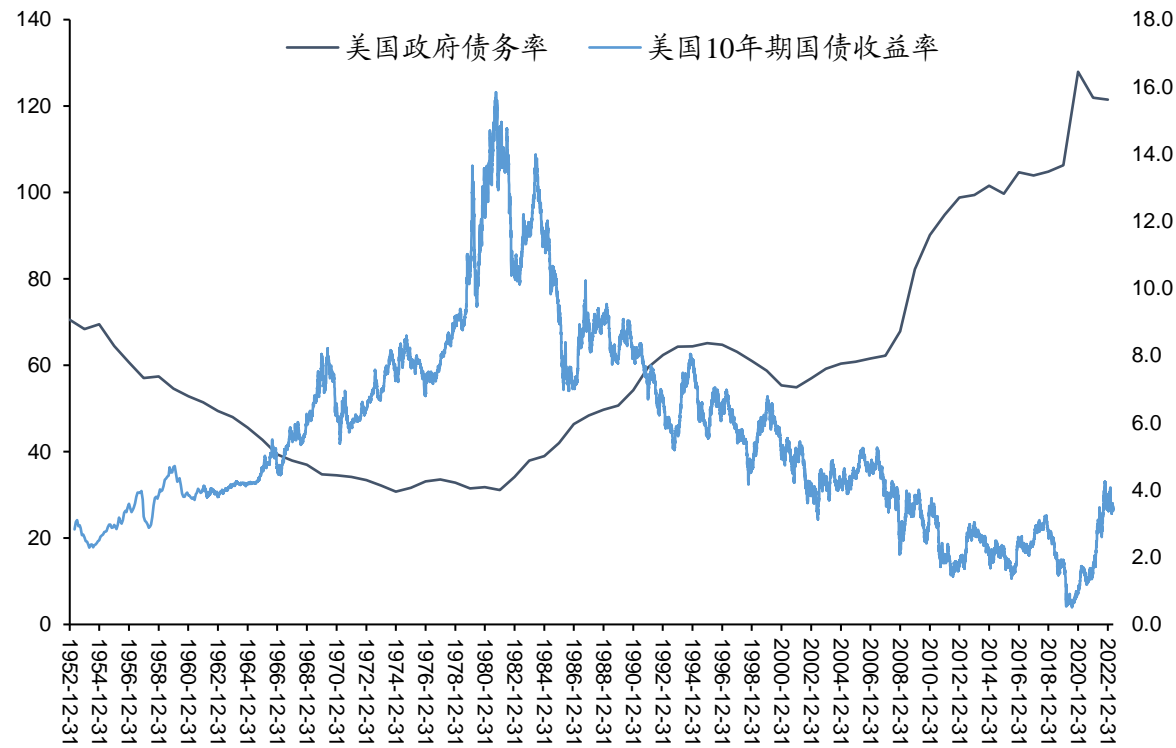
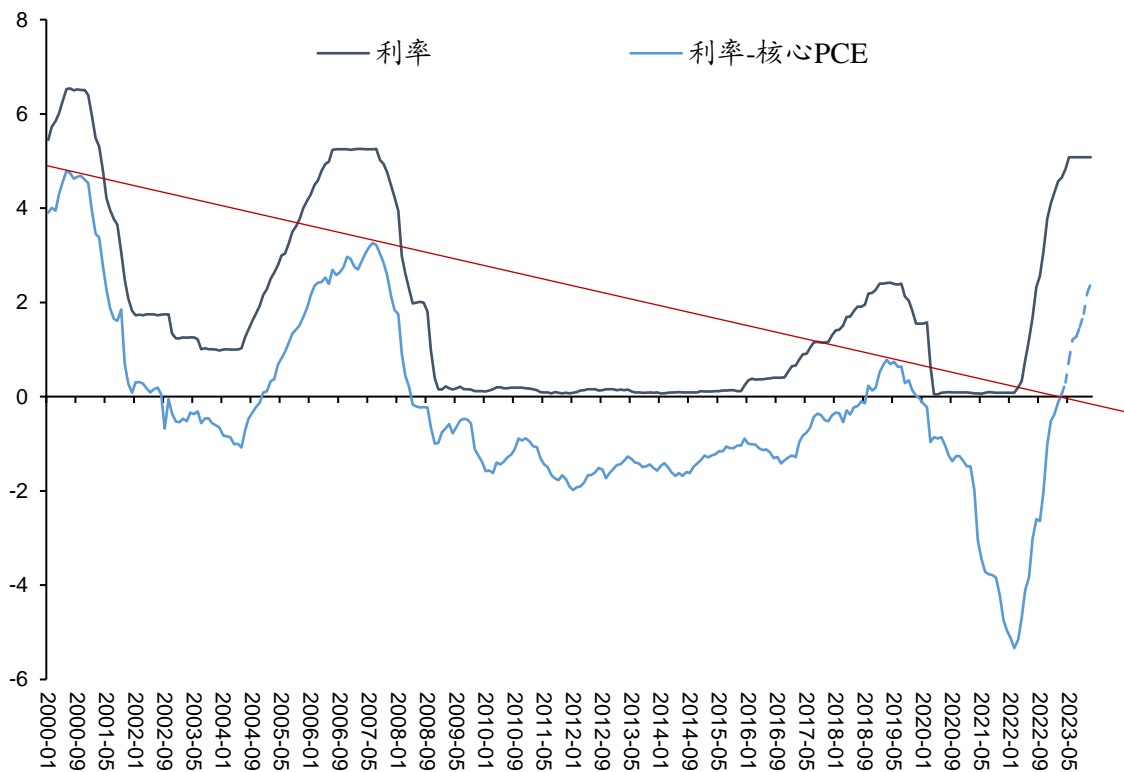
➤ 相对于传统的二元“泰勒规则”，美联储现在则是面临三重难题。



排名	银行名称	倒闭年份	银行规模 (十亿美元)	经通胀调整后的规模 (十亿美元)
1	Washington Mutual	2008	307	386
2	First Republic Bank	2023	229	229
3	Silicon Valley Bank	2023	209	209
4	Signature Bank	2023	118	118
5	Continental Illinois National Bank and Trust	1984	40	104
6	First Republic Bank Corporation	1988	32.5	74
7	American Savings and Loan	1988	30.2	69
8	Bank of New England	1991	21.7	43
9	IndyMac	2008	32	40
10	MCorp	1989	18.5	40

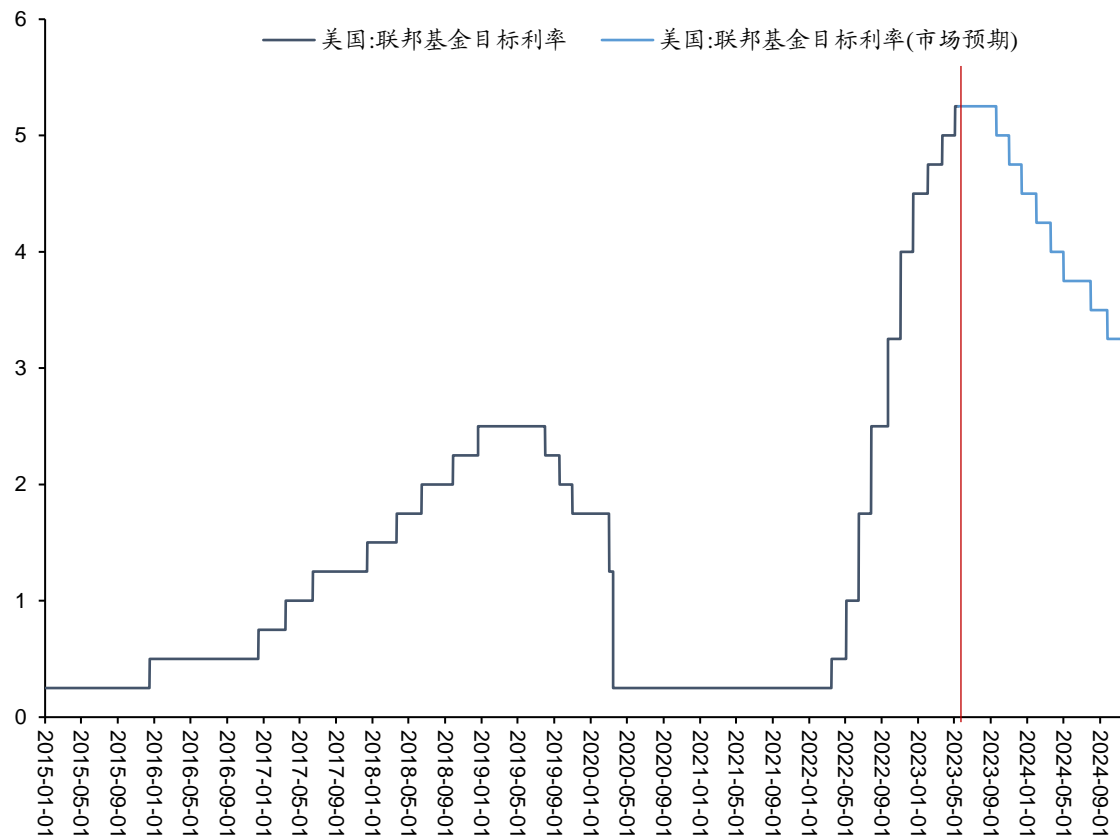
美元加息周期大概率已经终结

➤ 相比于未来通胀的路径，当前的利率水平已经有较强的限制性。美国政府的高债务率决定了实际利率很难继续提高。



年内降息的概率不小

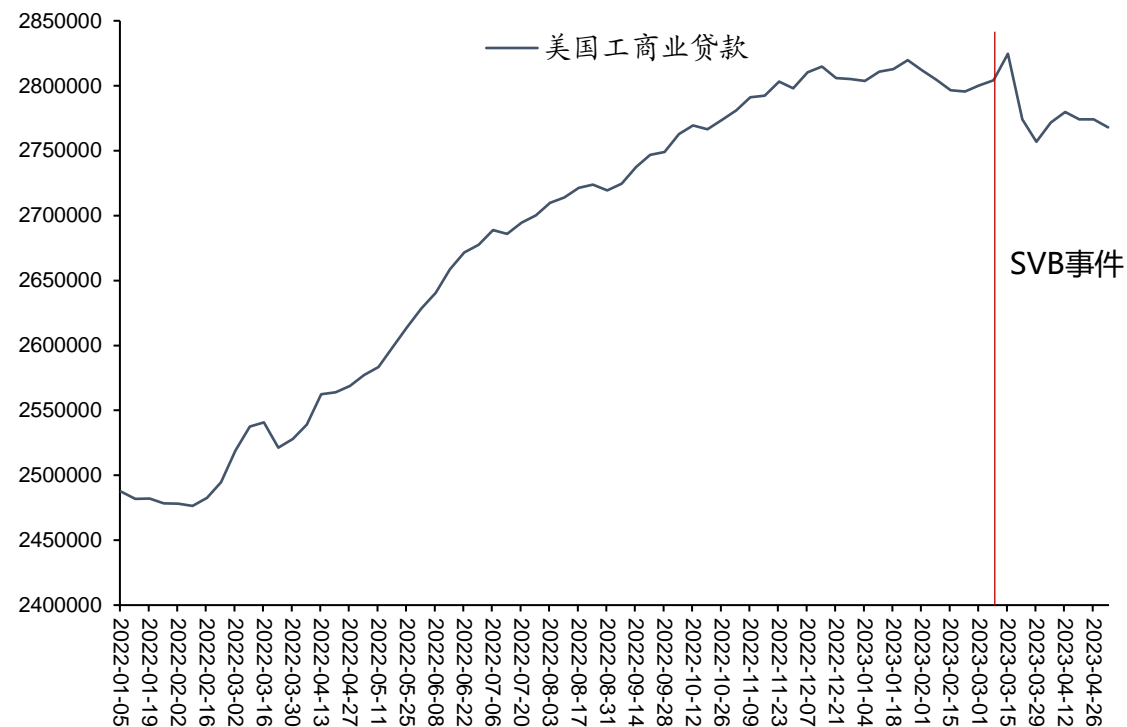
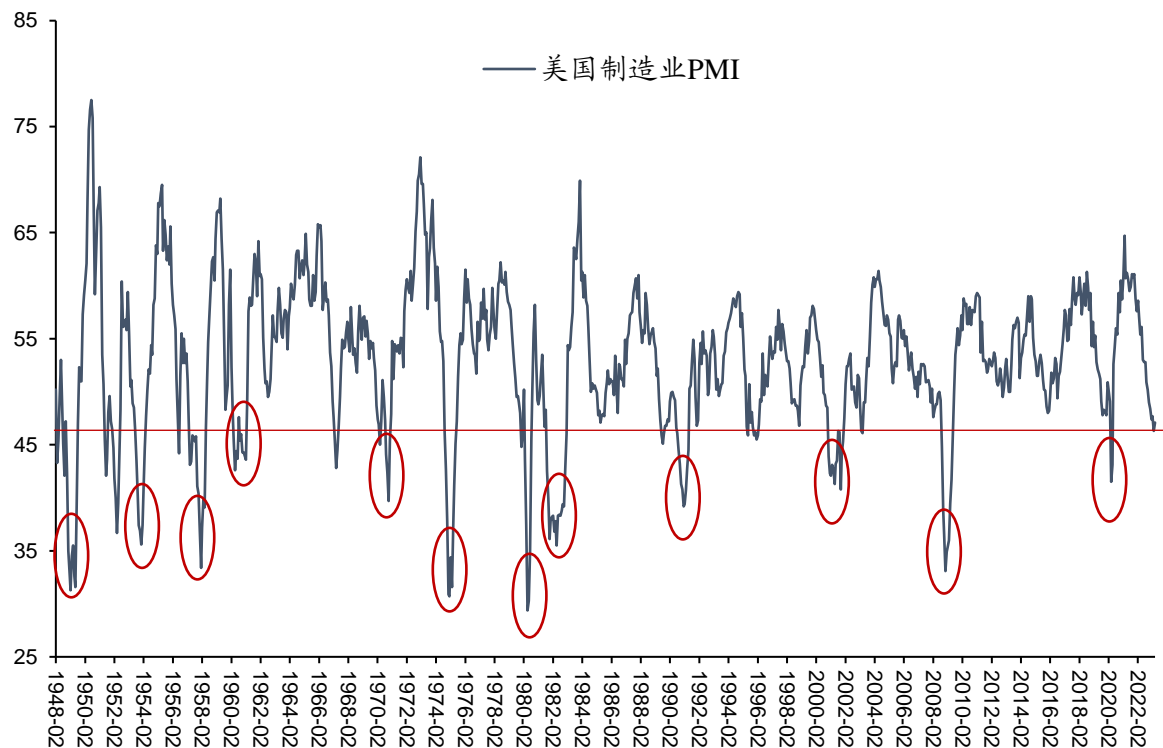
- 市场定价年内降息。以往六轮加息周期中，从最后一次加息到第一次加息的时间间隔平均为6个月。
- 当前经济基本面远弱于以往加息周期停止时的状况，降息的时点不会太久。



年份	最后一次加息到降息的时间间隔(月)
1984	1
1989	1
1995	5
2000-2001	8
2006-2007	15
2018-2019	8
平均	6.3
中位数	6.5

年内降息的概率不小

- 美国制造业PMI在过去14次跌到当前位置之中，12次发生了经济衰退。
- 美国银行业危机爆发后，银行信贷紧缩的趋势较为明显。信贷紧缩与经济下行有螺旋效应。



加息停止后各类资产如何表现

- 美债、黄金上涨的确定性较强。
- 美股从以往经验上来看涨幅较大，但本轮周期中需要谨慎。

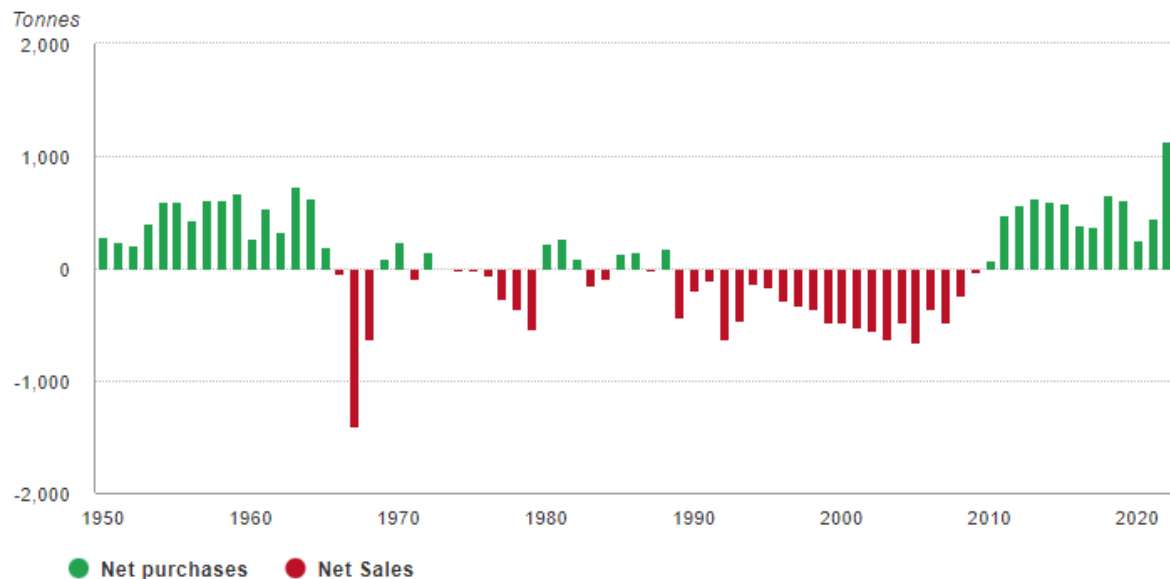
历次美元加息周期停止后，各类资产6个月内收益率（%）

加息停止日期	美元指数	标普500指数	美国国债指数	MSCI新兴市场	现货黄金	CRB工业品
1995/2/1	-7.5	19.0	5.2	7.7	1.8	-2.7
2000/5/16	5.0	-6.4	4.0	-16.3	-3.4	-5.1
2006/6/29	-2.6	11.4	2.4	22.3	7.9	12.2
2018/12/20	0.2	19.7	4.6	9.5	9.5	-5.9
平均	-1.2	10.9	4.1	5.8	3.9	-0.4

黄金的投资机会值得关注

- 短期逻辑在于美元加息周期已至尾声，对金价最大的压制解除。
- 长期逻辑在于美国冻结俄罗斯外汇储备后，全球各国开始去美元化进程。

央行购金量在2022年达到历史最高



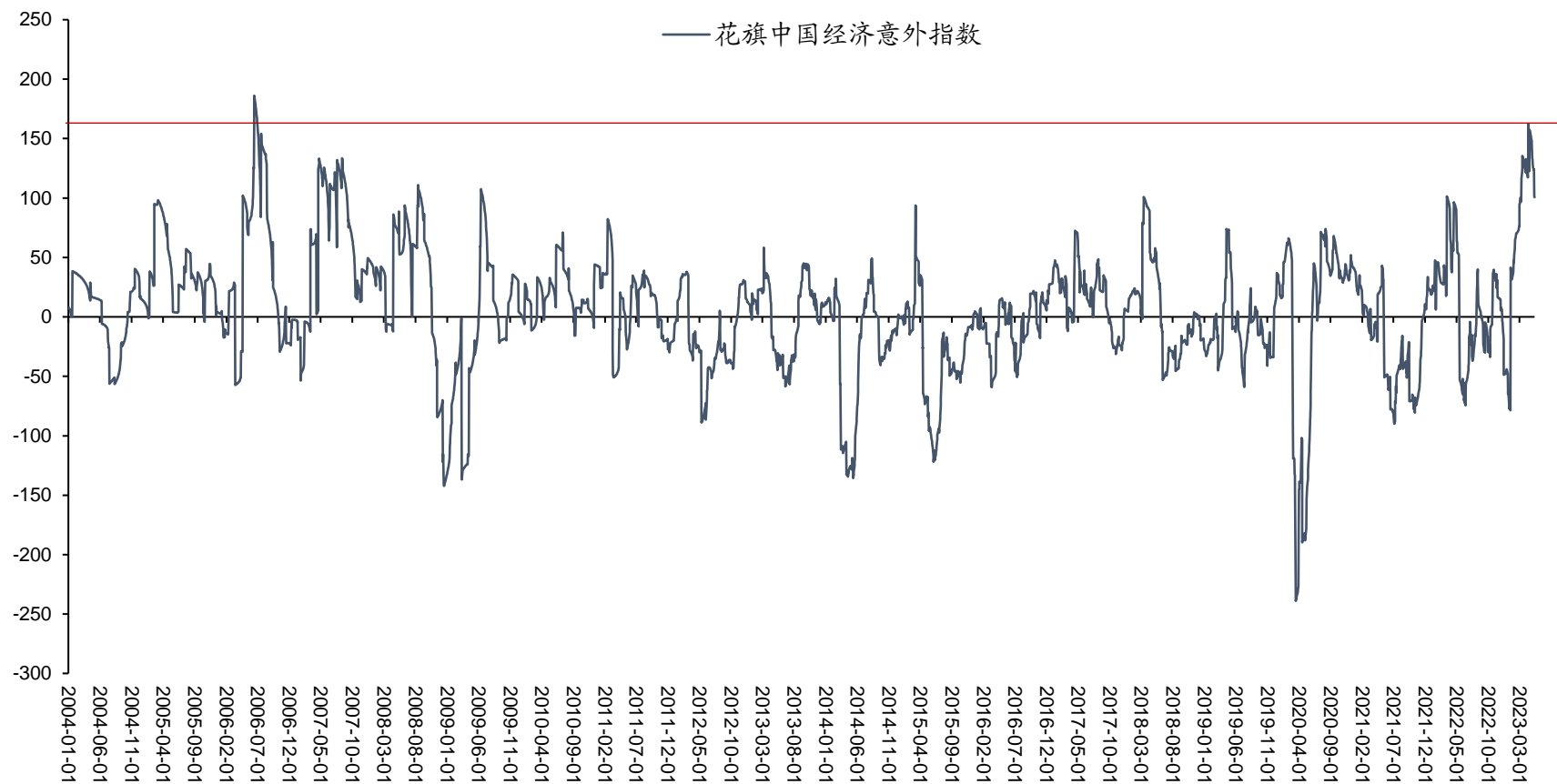
全球正在去美元化进程

时间	国家	事件
2022年底	中俄	俄罗斯财政部重组了国家财富基金的资产配置，将不会投资以美元计价的资产，而人民币在该基金中的份额上限达到60%。
2023年3月	中沙	进出口银行与沙特阿拉伯国家银行成功落地首笔人民币贷款合作。
2023年3月28日	中法	中国海洋石油总公司和法国道达尔能源公司在上海石油天然气交易所完成首笔以人民币结算的交易。
2023年3月29日	中巴	巴西与中国达成协议，将不再使用美元，以本币进行双边贸易交易。

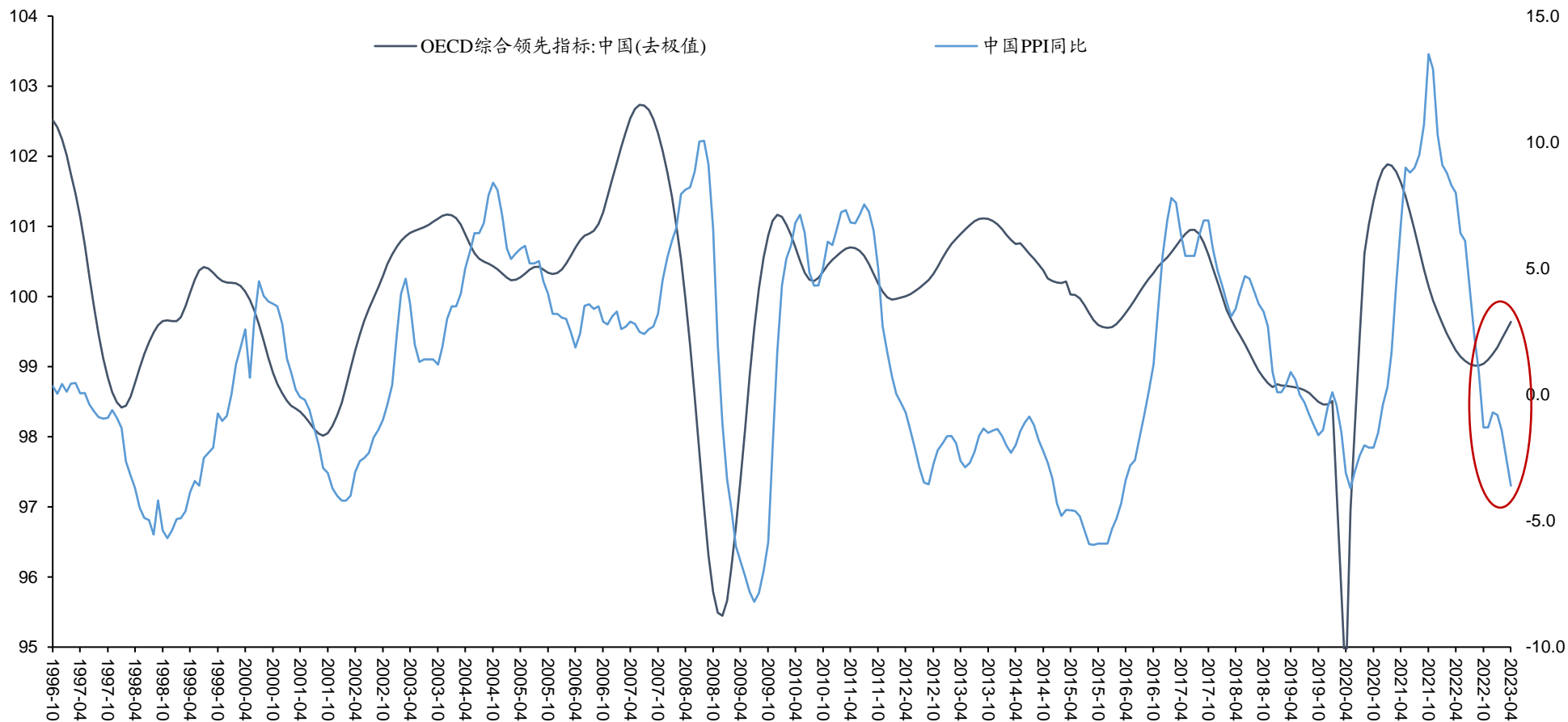
02

站在复苏周期的起点

➤ 一季度经济数据很超预期，但是市场并不认同。

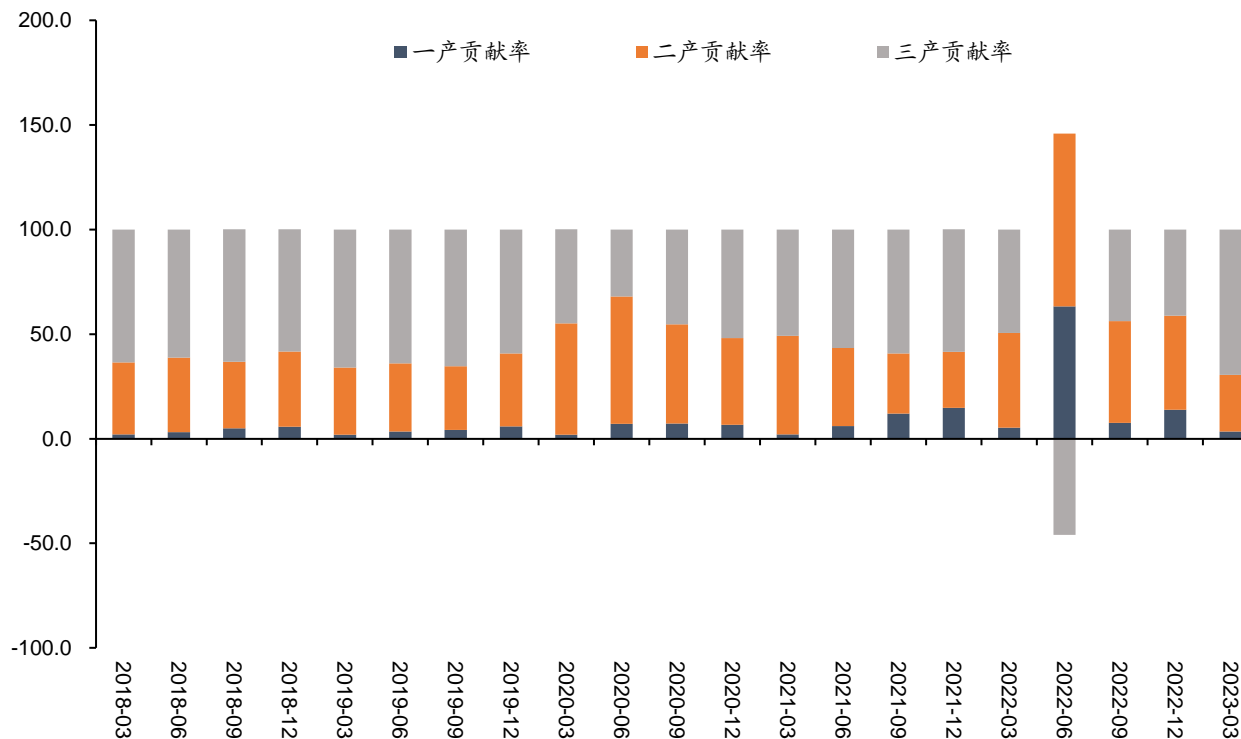
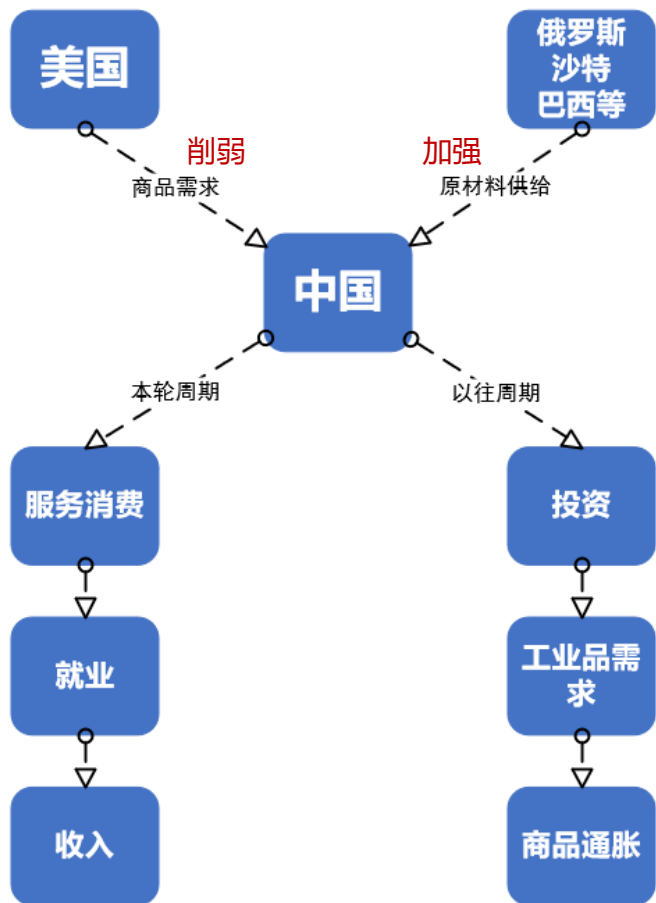


➤ 问题出在哪儿？经济复苏缺失了价格信号。

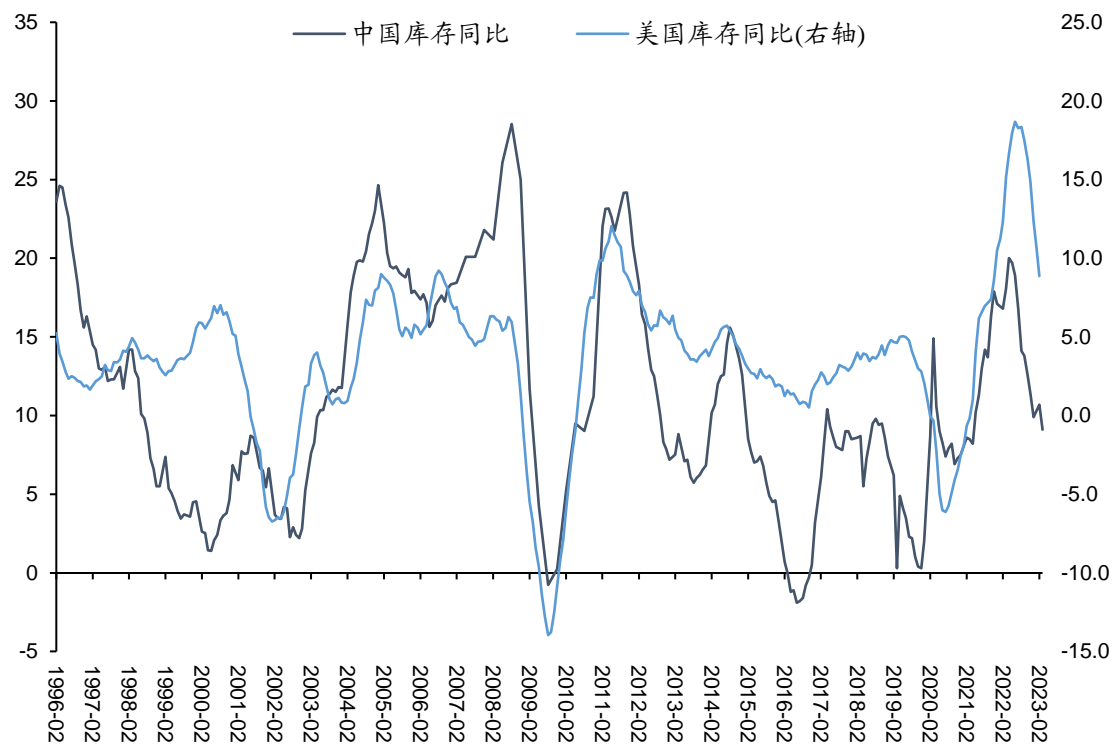
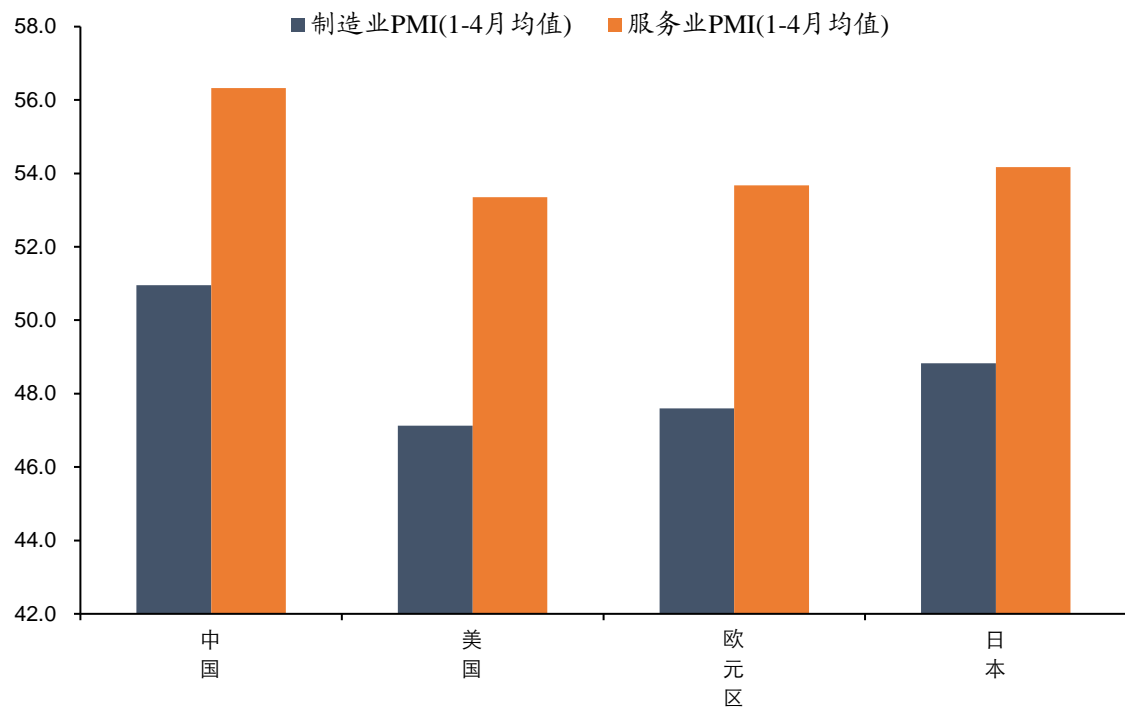


不一样的复苏

➤ 本轮经济复苏的结构与以往不同。以往周期中通过投资拉动经济，加速库存周期和商品通胀。本轮周期中主要依靠消费尤其是服务性消费的内生动力，对居民就业和收入有推动作用，见效较慢。

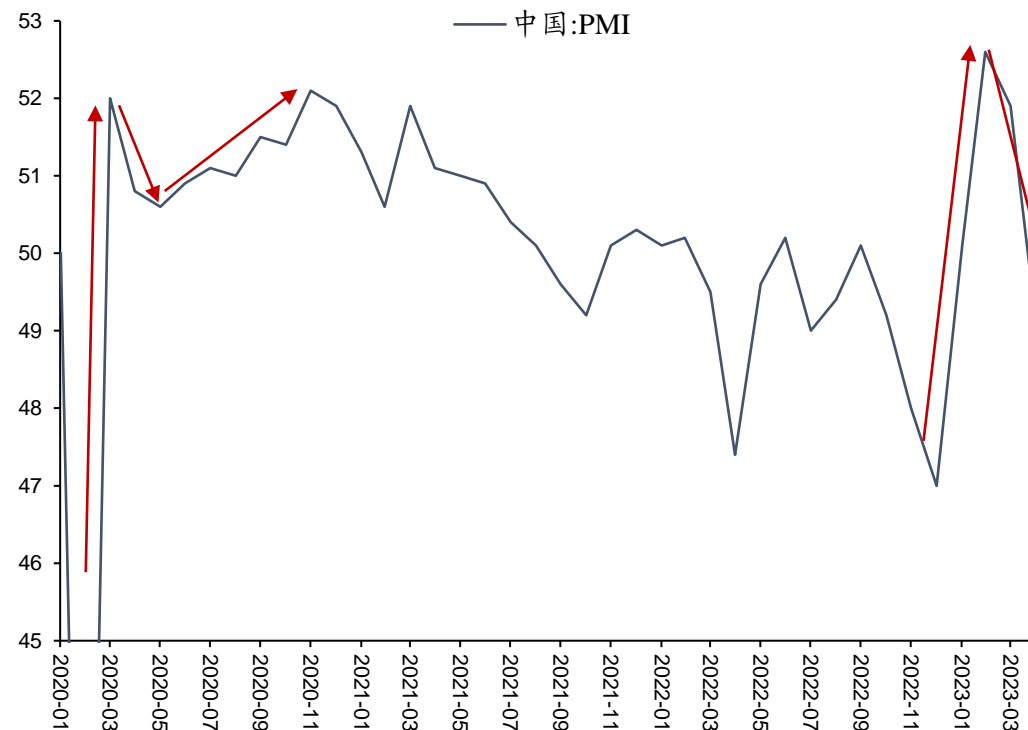
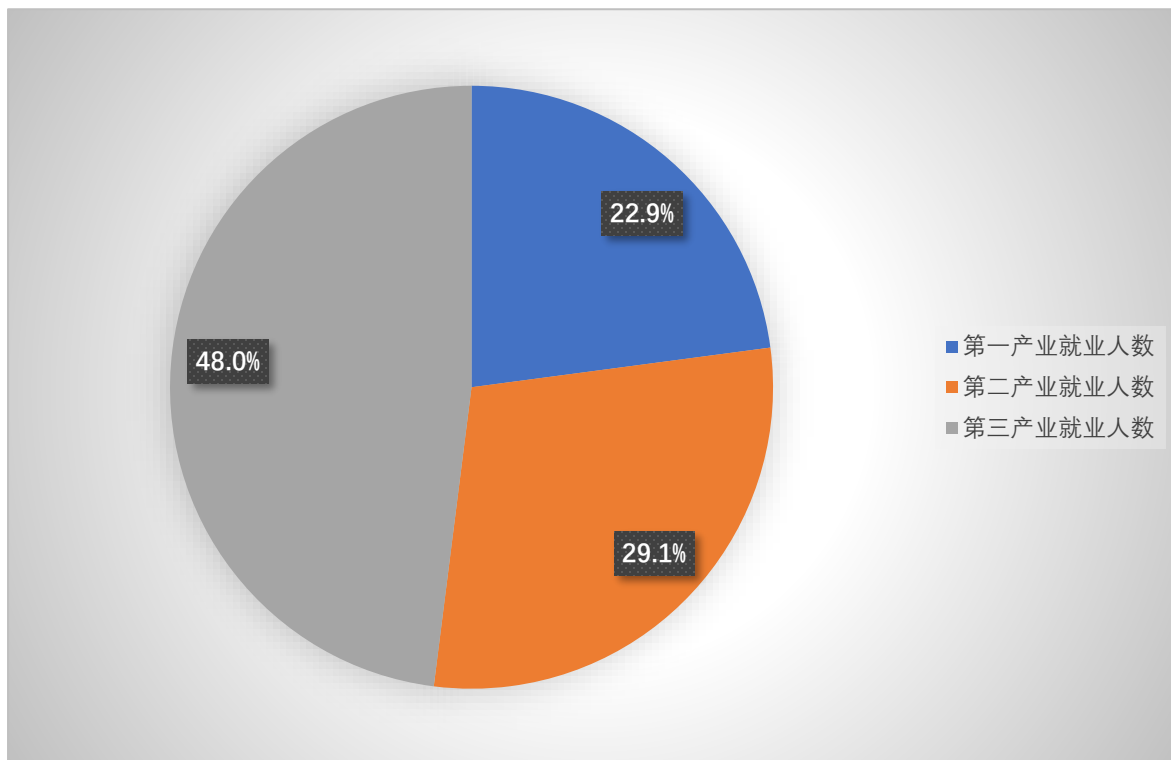


➤ 这并非中国特例。当前全球主要经济体均显示出“制造业弱、服务业强”的格局，共振去库存。

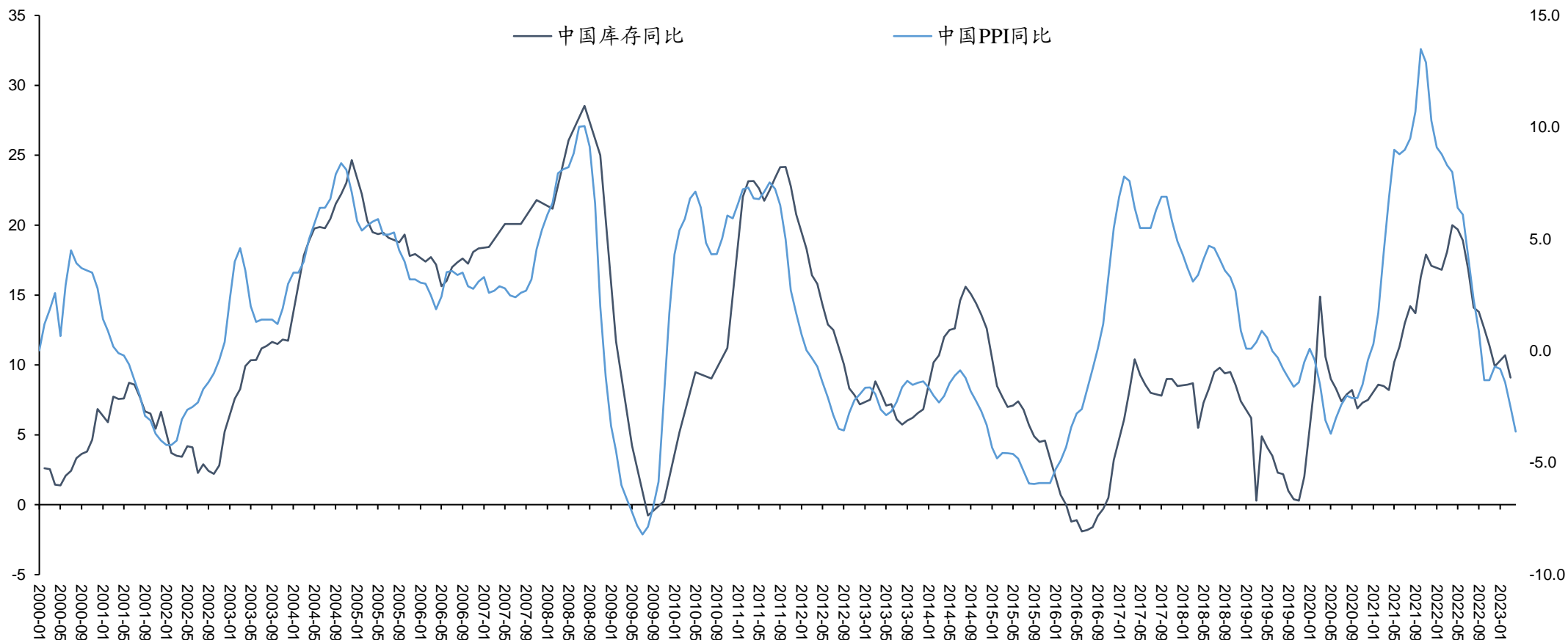


经济复苏尚处于初期阶段

- 服务业强劲复苏能带来较强的就业效应。第三产业每单位GDP带来的就业大于第二产业。
- 一季度经济数据的“强”有环比低基数效应和产需报复性反弹带来的提振。二季度环比则有高基数效应和报复性反弹消退后的回归效应。不能简单认为经济重新进入衰退周期。



➤ 制造业价格何时见底？经验上来看，去库存的起点距离PPI底部（主动去库存）通常为11-16个月，这轮周期中目前已经延续12个月，PPI预计三季度企稳回升，四季度开启新的补库存周期。



风险提示

- 政策落地不及预期。
- 海外爆发金融风险。

汇报完毕 恳请指正

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务 资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。