

乐观预期有反转风险

核心观点：

国内，从1月的PMI数据来看，制造业PMI如预期，但非制造业PMI则明显超预期，从12月的41.6%上升至12.8个百分点至54.4%，凸显受疫情影响最为严重的行业出现了超预期增长。特别是经营活动预期指数，基本都有大幅增长，也就是说曾经一直挂在嘴边的“预期转弱”确实出现了转机。

尽管本周股指和商品均出现了回调，一定程度上是由于节前预期太高，而实际的数据并未形成支撑所致。目前，随着疫情政策的转向，市场的不确定性程度降低，经济活动确实有了明显改善。而我们也可以预期未来经济继续向好的概率较大。

国外，当前市场定价的联邦基金终端利率预期年末降息。如果市场的预期能成为现实，那就只有两种情形：第一种是通胀快速下降，美联储没有必要为了对抗通胀顽固性而长时间保持高压利率；第二种美国经济衰退风险大幅提升，美联储不得不为了挽救经济而下调政策利率。但非农数据让第二种可能性降低了，其实一定程度上也打击了第一种叙事。

之前乐观情绪持续时也有很多经济数据超预期，但这些数据并非是重量级，所以市场的重视程度不够。此次非农数据似乎让市场有了新的认知，因此不排除市场出现转向可能。

风险提示：国内经济恢复情况 美国通胀

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究院

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	乐观预期有反转风险	3
1.1.	国内：第一波冲击过后，国内复苏节奏加快.....	3
1.2.	国外：乐观情绪有所转向.....	7
	免责声明.....	12

第1章 乐观预期有反转风险

1.1. 国内：第一波冲击过后，国内复苏节奏加快

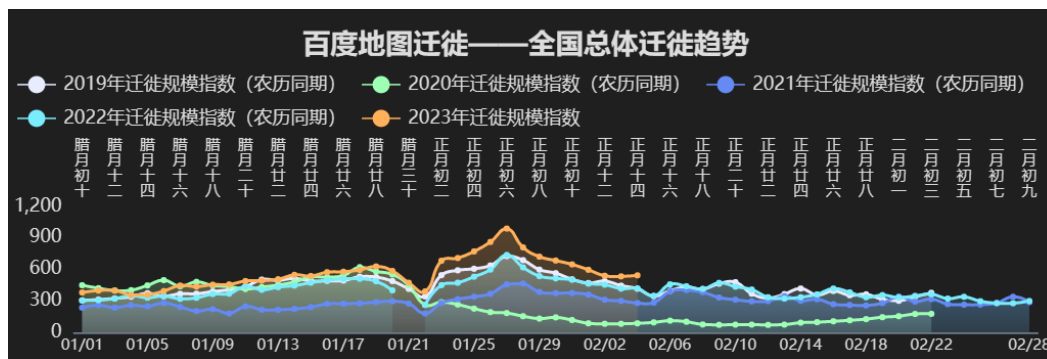
春节的第一个好消息——第二轮感染高峰期未到来

观察春季假期如何影响市场，主要是看春节期间人口流动性如何，以及消费如何表现。这其中涉及到一个关键的点，就是有没有一轮从城市到农村的感染潮，目前来看，12月底的第一波集中感染潮感染人群较为充分，导致春节期间依然是重症高峰期，但不是感染高峰期，与国家卫健委医政司司长焦雅辉“全国发热门诊的诊疗量在2022年12月23日达到高峰”的表述较为一致。

第二个好消息——人员流动较为充分

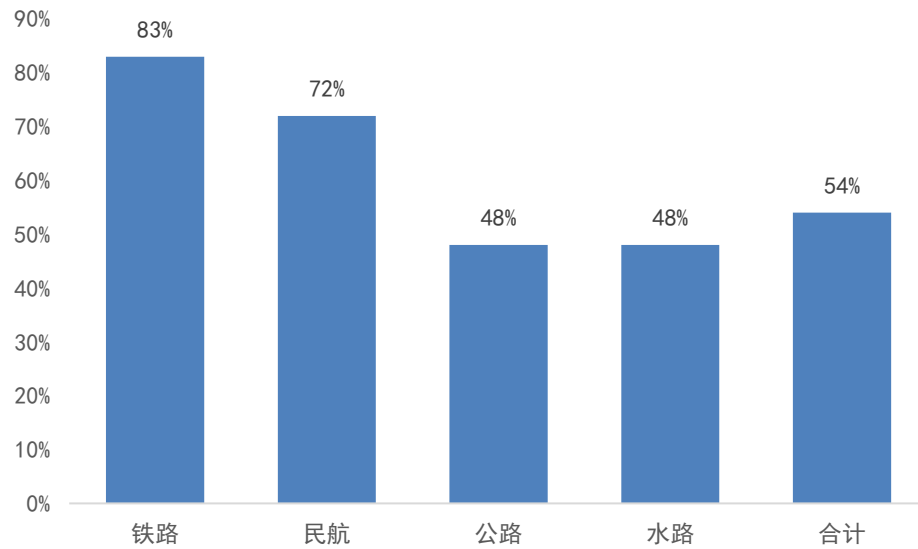
设想中的感染潮未到来为人员充分流动奠定了基础。虽然交通部数据显示仍未恢复到2019年同期水平。譬如四大出行方式中，恢复度最高的铁路发送旅客量恢复至2019年的83%，飞机出行恢复至72%，而公路和水路客流量仅恢复至2019年的48%，恢复程度较低。但从百度迁徙指数来看，节后出行已经远超2019年同期水平。二者不一致的原因可能在与疫情后选择自驾出行的人数增速较快，而交通运输部数据只统计公共交通出行人次。这与另一信息相印证，即春节假期高速公路小客车流量相比2022年同期增长33%，相比2019年同期增长15.6%，增长明显。

图 1.1.1：迁徙指数说明人员流动性大



资料来源：Wind 南华研究

图 1.1.2：四大出行方式恢复程度（对比 2019 年春节）

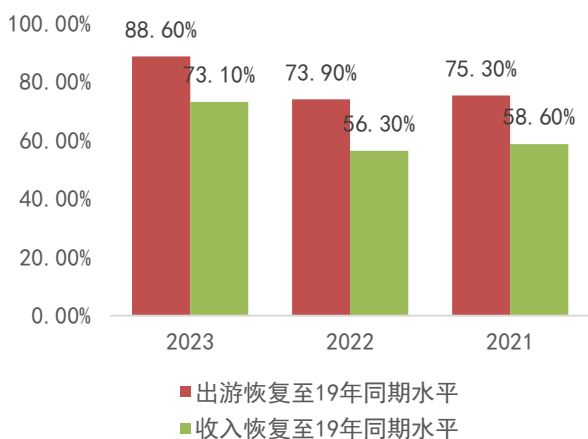


资料来源：交通运输部 南华研究

第三个好消息——消费恢复度良好

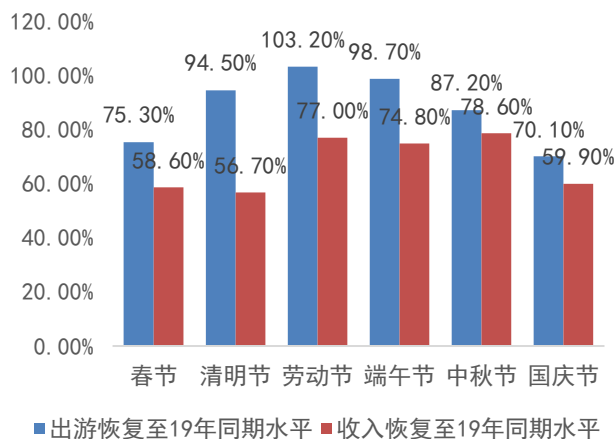
这里我只能说消费程度良好，事实上对于是否是好消息还是因人而异。从数据来看，只能说确实有了很大的改善，但并没有出现报复性增长。疫情三年，很多标志性消费并没有恢复至 2019 年水平。譬如春节档电影票房虽然超过 2019 年，但仍不及 2021 年水平，而从更能反映消费活力的观影人次来看，2023 年春节档接近 1.3 万亿，但比 2019 年略低 2.5% 左右。从文旅部的春节出游统计情况来看，尽管相比 2022 年确实出现了大幅增长，但无论是出游人次还是旅游收入均没有达到 2021 年疫情期间曾有过的最高水平。

图 1.1.3: 历年春节假期出游及旅游收入恢复情况 (%)



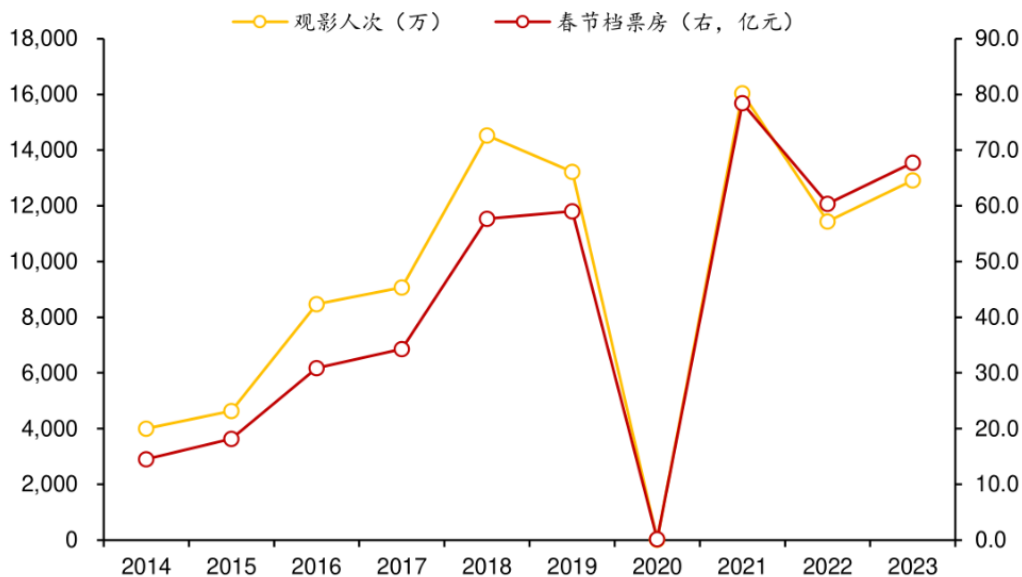
数据来源: 文旅部 南华研究

图 1.1.4: 2021 年假期出游及旅游收入恢复情况 (%)



数据来源: 文旅部 南华研究

图 1.1.5: 历年春节电影票房及观影人次走势变化



资料来源: 德邦证券 南华研究

从 1 月的 PMI 数据来看, 制造业 PMI 如预期, 但非制造业 PMI 则明显超预期, 从 12 月的 41.6% 上升至 12.8 个百分点至 54.4%, 凸显受疫情影响最为严重的行业出现了超预期增长。特别是经营活动预期指数, 基本都有大幅增长, 也就是说曾经一直挂在嘴边的“预期转弱”确实出现了转机。

表 1.1.1: 1 月 PMI 表现

名称	2023年1月	2022年12月	变化	分位数水平	大型企业		中型企业		小型企业	
					变化	分位数水平	变化	分位数水平	变化	分位数水平
制造业PMI	50.1	47.0	3.1	20.40%	52.3	4	48.6	2.2	47.2	2.5
生产	49.8	44.6	5.2	7.70%	53.1	6.5	47.2	3.1	46.2	5.4
新订单	50.9	43.9	7	32.70%	55.1	2.4	48.2	2.9	45.5	1.9
原材料库存	49.6	47.1	2.5	86.80%	51.3	2.9	50.1	2.9	45.1	1.9
从业人员	47.7	44.8	2.9	12.70%	47.8	2.9	47.2	3	48.2	2.8
供应商配送时间	47.6	40.1	7.5	4.50%	47.7	7.1	47.6	7.4	47.5	8.7
新出口订单	46.1	44.2	1.9	6.30%	48.3	1.8	42.8	1.1	43.3	4.7
进口	46.7	43.7	3	10.40%	47.8	3.1	43.8	2.3	46.8	4.5
采购量	50.4	44.9	5.5	24.00%	49.7	5.6	45.8	5.3	47.8	5.7
主要原材料购进价格	52.2	51.6	0.6	37.70%	53.1	0.4	51.6	0.9	50.9	0.5
出厂价格	48.7	49.0	-0.3	25.50%	49.7	-0.6	47.8	0.1	47.9	-0.2
产成品库存	47.2	46.6	0.6	47.90%	49.0	1	47.3	0.4	43.1	0
在手订单	44.5	43.1	1.4	20.40%	47.5	1.8	43.2	2.7	39.7	-1.2
生产经营活动预期	55.6	51.9	3.7	42.20%	57.3		54.3		53.6	
分项	2023年1月	2022年12月	变化	分位数水平	建筑业		服务业			
					2023年1月	变化	分位数水平	2023年1月	变化	分位数水平
非制造业PMI (商务活动)	54.4	41.6	12.8	41.40%	56.4	2	13.30%	54.0	14.6	77.10%
新订单	52.5	39.1	13.4	66.40%	57.4	8.6	93.90%	51.6	14.2	82.50%
新出口订单	45.9	44.5	1.4	13.40%						
在手订单	43.3	43.0	0.3	15.90%						
存货	47.7	45.4	2.3	71.60%						
投入品价格	51.5	49.2	2.3	23.10%	55.3	4.1	61.50%	50.9	2	25.30%
销售价格	48.3	47.5	0.8	14.40%	52.8	2.8	70.70%	47.5	0.5	13.00%
从业人员	46.7	42.9	3.8	4.10%	53.1	7.4	61.10%	45.5	3.1	4.80%
供应商配送时间	49.7	40.4	9.3	8.20%						
业务活动预期	64.9	53.7	11.2	74.20%	68.2	6.7	95.60%	64.3	12	98.50%

资料来源: Wind 南华研究

尽管本周股指和商品均出现了回调,一定程度上是由于节前预期太高,而实际的数据并未形成支撑所致。目前,随着疫情政策的转向,市场的不确定性程度降低,经济活动确实有了明显改善。而我们也可以预期未来经济继续向好的概率较大。

接下来的 2 月看什么?

继续交易经济复苏程度,由于 2 月属于数据空窗期,经济数据公布要到 3 月,接下来重点可以观察的有央行公布的金融数据、高频数据(特别是地产数据)、以及各类政策。

很多人觉得病毒似乎消失了,根据抗体持续 3-6 个月时间来看,当前应属于全民高水平免疫期,3 月开始需关注感染人数,当然我们也可以在 2 月关注放开较早的城市的群体感染情况,如石家庄、保定等。

目前各地 GDP 增速目标基本出炉,大致在 5.6%附近,3 月初两会召开,可能又是市场博弈热点。

表 1.1.2: 各地 GDP 增长目标

地区	GDP权重	2023年GDP增速目标	较2022年目标 (%)	2022年实际增速
北京	3.5%	4.5%	↓0.5	0.7%
天津	1.4%	4.0% 左右	↓1.0	1.0%
河北	3.6%	6.0% 左右	↓0.5	3.8%
山西	2.0%	6.0% 左右	↓0.5	4.4%
内蒙古	1.8%	6.0% 左右	-	4.2%
辽宁	2.4%	5.0% 以上	↓0.5	2.1%
吉林	1.2%	6.0% 左右	-	-1.9%
黑龙江	1.3%	6.0% 左右	↑0.5	2.7%
上海	3.8%	5.5% 以上	-	-0.2%
江苏	10.2%	5.0% 左右	↓0.5	2.8%
浙江	6.5%	5.0% 以上	↓1.0	3.1%
安徽	3.8%	6.5% 左右	↓0.5	3.5%
福建	4.3%	6.0% 左右	↓0.5	4.7%
山东	7.3%	5.0% 左右	↓0.5	3.9%
河南	5.2%	6.0% 左右	↓1.0	3.1%
江西	2.6%	7.0% 左右	-	4.7%
湖北	4.4%	6.5% 左右	↓0.5	4.3%
广东	10.9%	5.0% 以上	↓0.5	1.9%
广西	2.2%	5.5% 以上	↓1.0	2.9%
湖南	4.0%	6.5% 左右	-	4.5%
海南	0.6%	9.5% 以上	↑0.5	0.2%
重庆	2.5%	6.0% 左右	↑0.5	2.6%
四川	4.7%	6.0% 左右	↓0.5	2.9%
贵州	1.7%	6.0% 左右	↓1.0	1.2%
云南	2.4%	6.0% 以上	↓1.0	4.3%
西藏	0.2%	8.0% 左右	-	1.1%
陕西	2.6%	5.5% 左右	↓0.5	4.3%
甘肃	0.9%	6.0%	↓0.5	4.5%
青海	0.3%	5.0% 左右	↓0.5	2.3%
宁夏	0.4%	6.5% 左右	↓0.5	4.0%
新疆	1.4%	7.0% 左右	↑1.0	3.2%
全国	100.0%	5.6%		

资料来源：渤海证券 南华研究

1.2. 国外：乐观情绪有所转向

议息会议——无论你怎么说，我都能找到乐观的点

2月1日，美联储议息会议落幕，如期加息25BP。本次会议没有SEP，信息就全在政策声明和会后的新闻发布会上。整体来看，美联储的主要观点都没有软化迹象，新增内容不多，仍然认为通胀是具备韧性的，特别是在非住房服务业和核心非住房服务业，就业市场依然强劲，软着陆观点不变。

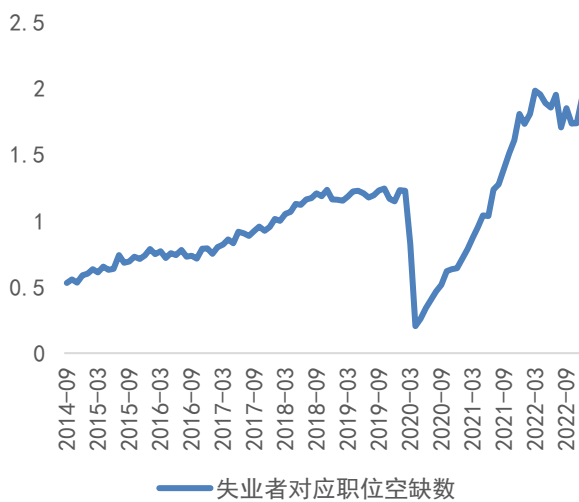
美联储边际软化的点在于会议声明中，对通胀的描述，加了一定程度上放缓(eased somewhat)，而且鲍威尔也承认确实有改善。另外，鲍威尔还释放了一个信息就是他们在此次会议期间讨论了未来降息的条件，具体内容是什么，鲍威尔建议到时看3周后的会议纪要。

通篇来看，美联储依然想要表达高压状态，特别是对通胀的态度依然认为很高，但市场总能就其某一个偏鸽的点大做文章，呈现的结果就是美指和美债利率下跌，权益市场大幅上扬。

经济软着陆概率提升

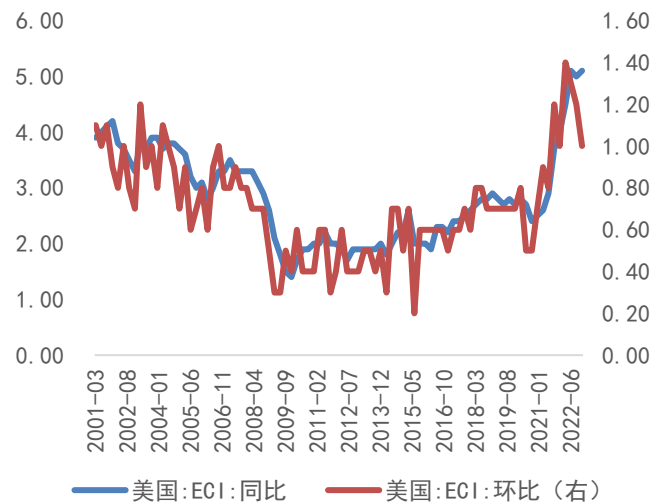
本月公布的众多关键经济数据提升了软着陆预期。譬如就业类报告，无论是非农、ADP 还是每周初请失业金人数，均好于预期，职位空缺数再次回升到 1101.2 万人，劳动力缺口升至 529 万，一个失业者对应的职位空缺数上升 1.9。通胀方面，无论是 CPI 还是 PCE 均在预期中回落，第四季度就业成本指数 (ECI) 低于预期。加之美国四季度 GDP 也比预期高，而消费者信心指数以及 NHAB 地产指数也在回升。整体塑造的景象就是通胀降温下，美联储可以持续放缓加息步伐，另一方面，美国经济软着陆概率正在不断加大。随之而来的就是 10 年期美债利率回落至 3.5% 附近，美指不断跌破关键点位，回落至去年 4 月水平。同期，美股凯歌高奏，1 月份，美国纳斯达克指数大幅上涨 10.68%。

图 1.2.1: 职位空缺数上升



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.2: ECI 指数环比回落明显 (%)



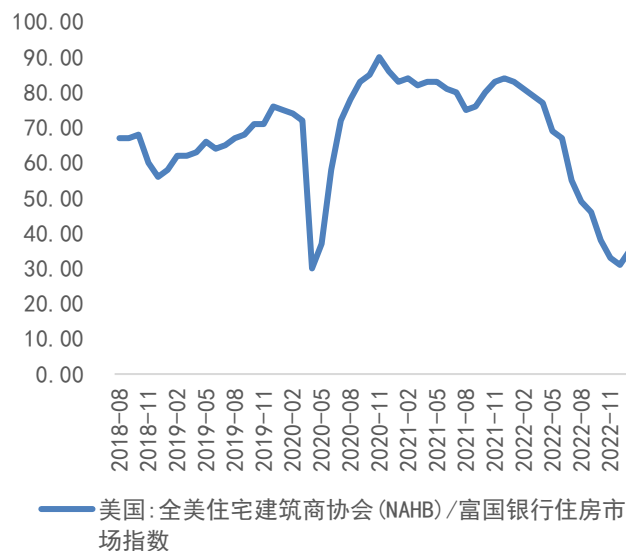
数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.3: 消费者信心回升 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.4: 房地产市场指数也在回升 (%)



数据来源: Wind 南华研究

经济软着陆+通胀回落应该是最有利于市场的组合。但现在的问题是这种乐观预期能维持多久? 会一直持续吗? 我们倾向于认为存在转向风险。

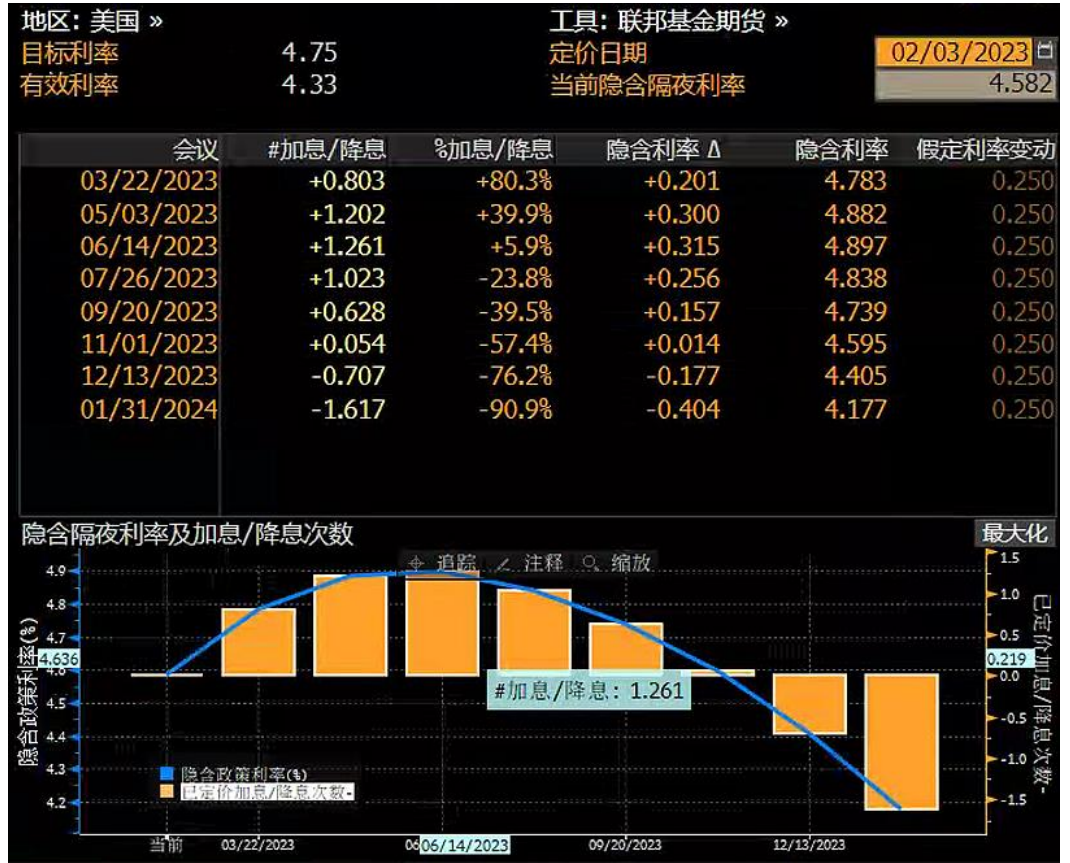
之前我们认为乐观情绪还能持续的主要原因在于无论是经济软着陆还是通胀回落, 无论哪个暂时都没法证伪。除非就业市场开始加速恶化, 通胀环比再次抬升, 那么有可能动摇市场的整体乐观预期。但从目前的情况来看, 就业市场偏向稳健, 企业用工需求依然强劲, 1月美国制造业 PMI 中就业指数继续位于扩展区间, 与其他指数形成鲜明对比。通胀方面, 我们预期放缓的速度可能出现下降, 但是还不至于扭转市场信心。

不过周五的就业数据从另一个出人意料的角度给予了打击, 接近预期 3 倍的新增非农就业人数让市场看到了美国经济的超强动力。目前各方研究给予了各路解读, 有的说是季节性统计结果, 有的说是口径调整, 但无论如何, 衰退叙事受到了打击。

当前市场定价的联邦基金终端利率预期年末降息。如果市场的预期能成为现实, 那就只有两种情形: 第一种是通胀快速下降, 美联储没有必要为了对抗通胀顽固性而长时间保持高压利率; 第二种美国经济衰退风险大幅提升, 美联储不得不为了挽救经济而下调政策利率。但非农数据让第二种可能性降低了, 其实一定程度上也打击了第一种叙事。因此, 非农数据公布后, 美元大幅上涨, 美股跌, 而美债利率也从 3.4% 拉升至 3.5% 附近。

之前乐观情绪持续时也有很多经济数据超预期, 但这些数据并非重量级, 所以市场的重视程度不够。此次非农数据似乎让市场有了新的认知, 因此不排除市场出现转向可能。

图 1.2.5: 市场预期年内至少降息 2 次, 与美联储分歧较大 (非农数据公布前)



资料来源: Bloomberg 南华研究

图 1.2.6: 市场预期年内至少降息 2 次, 与美联储分歧依然较大 (非农数据公布后)



资料来源: Bloomberg 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点