

如何理解非农数据后的市场反转

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

孙玉龙

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

联系人

汪雅航

☎ 0755-23887993

✉ wangyahan@htfc.com

从业资格号: F3099648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

商品期货：贵金属、农产品、内需型工业品（黑色建材、化工等）谨慎偏多；有色金属、原油链条商品中性；

股指期货：谨慎偏多。

核心观点

■ 市场分析

美国 11 月非农数据公布后，市场走出反转行情。美国 11 月非农就业人口新增 26.3 万人，远超预期的 20 万人，失业率维持在 3.7%，并且 11 月平均时薪环比增 0.6%，同比增 5.1%，均超市场预期，其中环比增速创 1 月以来最快。数据公布后美股先跌后涨，美债利率、美元指数先涨后跌。从逻辑上看，时薪环比超预期增长加剧了“工资-通胀”的螺旋风险，美联储紧缩预期上升，风险资产逻辑上面临压力。我们认为非农数据后市场反转核心在于加息转缓的逻辑不变：11 月 30 日美联储主席鲍威尔概述了两种应对当下通胀的策略，一种方法是迅速将利率提高到远高于 4.5% 至 5% 的水平，另一种是“放慢脚步，慢慢摸索到我们认为合适的水平”和“在高水平上保持更长时间，不要过早放松政策”，鲍威尔明确表示目前美联储更倾向于后者。那么也就意味着短期加息转缓，利好风险资产的配置逻辑仍能延续。从衍生品定价来看，市场预期美联储 12 月、2 月、3 月将分别加息 50、25、25bp，后续还有新一轮从 50bp 放缓至 25bp 的空间。远端来看，加息的时长和最终高度仍待绝对价格和经济预期的进一步博弈。

国内经济预期持续改善。11 月 25 日，央行宣布全面降准 0.25 个百分点，回溯 2018 年至今的 10 个降准样本，央行降准在公告后的一周内对股指、Wind 化工、焦煤钢矿、有色板块提振明显；更长周期来看，公告降准后的一个月和三个月中，股指、Wind 焦煤钢矿的平均涨跌幅还出现进一步抬升，受益周期相对更长。此外，近期国内稳增长信号频传，继防疫“二十条优化措施”和金融支持房地产 16 条利好之后，六大国有银行相应支持总额超万亿的地产融资、证监会宣布在涉房企业股权融资方面调整优化五项措施等，近期国内经济预期得到明显支撑，目前呈现预期改善而经济事实有待传导的格局，对于 A 股以及内需型工业品我们保持乐观。

综合来讲，美联储加息转缓和国内稳增长频出对 A 股和内需型工业品（黑色建材、化工等）的利好有望延续。商品分板块来看，海外短期需要关注多重制裁下，俄罗斯的原油出口是否会有所降低；本周欧盟对俄罗斯的石油禁运将正式生效，此外欧盟还达成了 60 美元/桶的俄罗斯石油价格上限，多重制裁下需要关注俄罗斯原油出口走低对全球油价的抬升风险；有色板块目前处于多空交织局面，一方面是海外经济的疲软对

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

需求预期带来拖累，另一方面则可以关注气温下降后，欧盟的天然气价格和库容情况，关注是否会触发新一轮的能源问题；农产品的看涨逻辑最为顺畅，随着北半球进入冬季，干旱问题继续发酵，继续助推减产预期，长期农产品基于供应瓶颈、成本传导的看涨逻辑也对价格提供支撑；贵金属基于我们对于美元指数和美债利率短期见顶的判断下，推荐逢低做多。

■ 风险

地缘政治风险（上行风险）；全球冷冬（上行风险）；全球疫情反复（下行风险）；全球经济超预期下行（下行风险）；美联储加息（下行风险）。

近期重大事件一览

图1： 2022 年 12 月重大事件一览 | 单位：无

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
28	29	30	1 中国11月财新制造业PMI 欧元区11月制造业PMI 美国11月Markit制造业PMI	2 美国11月非农就业人数	3	4 欧佩克+部长级会议
5 欧盟对俄罗斯石油禁令生效 中国11月财新服务业PMI 欧元区11月服务业PMI	6 欧盟财长会议	7	8	9 中国11月CPI数据 美国12月密歇根大学消费者信心	10	11
12	13 美国11月CPI数据	14	15 美联储FOMC公布利率决议 欧央行公布利率决议 5000亿元MLF到期 中国11月经济数据	16 欧元区11月CPI数据	17	18
19	20 中国12月LPR报价	21	22	23 美国11月核心PCE物价指数	24	25
26	27	28	29	30	31 中国12月官方制造业PMI	1
2	3	备注				

数据来源：Wind 华泰期货研究院

要闻

财政部网站显示，根据《国务院关税税则委员会关于对美加征关税商品第七次排除延期清单的公告》，对美加征关税商品第七次排除延期清单将于2022年11月30日到期。国务院关税税则委员会按程序决定，对相关商品延长排除期限，自2022年12月1日至2023年5月31日，对所列商品，继续不加征我为反制美301措施所加征的关税。

日本央行行长黑田东彦：劳动力市场趋紧将有助于推动未来工资上涨；预计工资的上行压力将逐步加大。

中国11月官方制造业PMI为48，预期49，前值49.2。中国11月非制造业PMI为46.7，预期48，前值48.7。中国11月综合PMI产出指数为47.1%，比上月下降1.9个百分点。国家统计局：11月份，受国内疫情点多面广频发，国际环境更趋复杂严峻等多重因素影响，中国采购经理指数回落，其中制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为48.0%、46.7%和47.1%，低于上月1.2、2.0和1.9个百分点，我国经济景气水平总体有所回落。

美联储主席鲍威尔表示，美联储在“一段时间内”将需要采取限制性政策；最快12月就会放缓加息步伐；利率峰值可能“略高于”9月份的预期；已经在“足够严格”的政策上取得了实质性进展，还有更多的工作要做。利率峰值水平存在相当大的不确定性；到目前为止只看到了劳动力需求和工资增长放缓的“初步”迹象；将在安全的水平停止缩表；软着陆是“可能的”，但不会给出具体概率。

美国劳工部数据显示，美国11月非农就业人口新增26.3万人，远超预期的20万人，前值也由26.1万人大幅上修至28.4万人，失业率则维持在3.7%。另外，11月平均时薪环比增0.6%，同比增5.1%，均超市场预期，其中环比增速创1月以来最快，这也意味着通胀压力加剧。12月2日，美国11月非农就业数据公布后，被视为“美联储喉舌”、有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报记者Nick Timiraos撰文称，11月就业报告强劲，美联储有望在两周后的会议上将利率提高50个基点，并突显出美联储将在明年上半年将利率提高到5%以上的风险。

国家发改委强调，四季度经济运行对全年经济十分重要，当前是巩固经济回稳向上基础的关键时间点，必须紧抓不放保持经济持续恢复态势，高效统筹疫情防控和经济社会发展，加力落实稳经济各项举措、积极释放政策效能。

在经历激烈的拉锯后，欧盟本周五终于同意将俄罗斯石油的价格上限设定为60美元/桶。这低于媒体此前曝出的65—70美元/桶上限水平。欧盟内部对于价格上限长期存在分歧。对于此前65—70美元/桶议案，波兰等急于控制国内能源成本的国家觉得过

高，不太可能被触发（希望 20 美元/桶左右）；而塞浦路斯等拥有庞大石油海运业的国家则认为太低（希望 70 美元/桶以上）。媒体分析认为，60 美元/桶的上限价格旨在达成一种微妙的平衡：即在限制俄罗斯石油出口收入的同时，不减少俄罗斯对全球市场的出货量。欧盟同时将设置 45 天的过渡期，之后再引入价格上限。俄罗斯方面已经警告，不会向签署价格上限的任何国家出售原油。

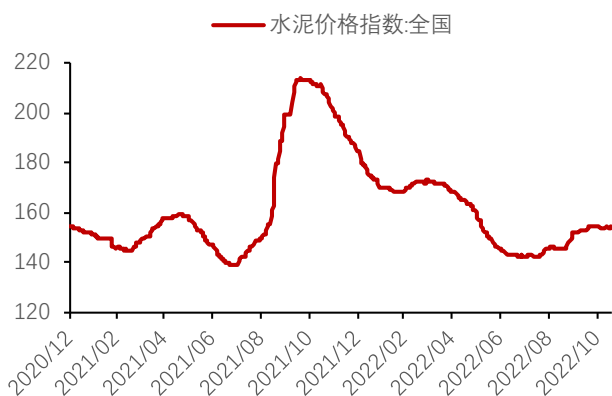
宏观经济

图2: 粗钢日均产量 | 单位: 万吨/每天



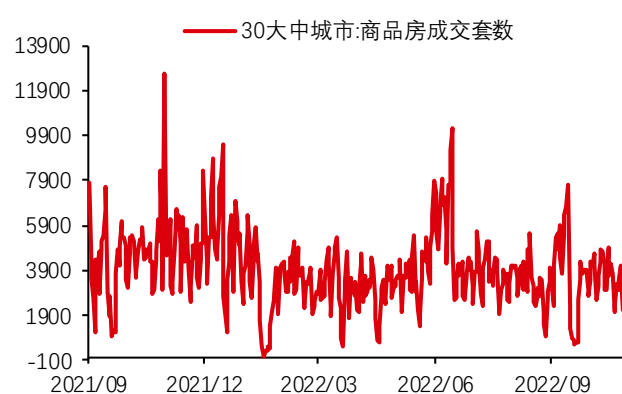
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图3: 水泥价格指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图4: 30大中城市:商品房成交套数 | 单位: 套



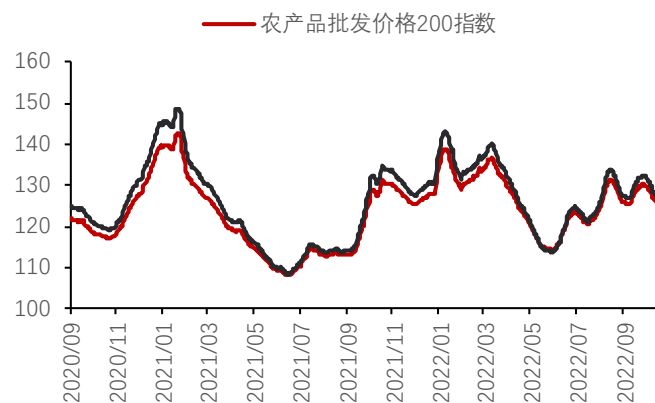
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图5: 22个省市生猪平均价格 | 单位: 元/千克



数据来源: Wind 华泰期货研究院

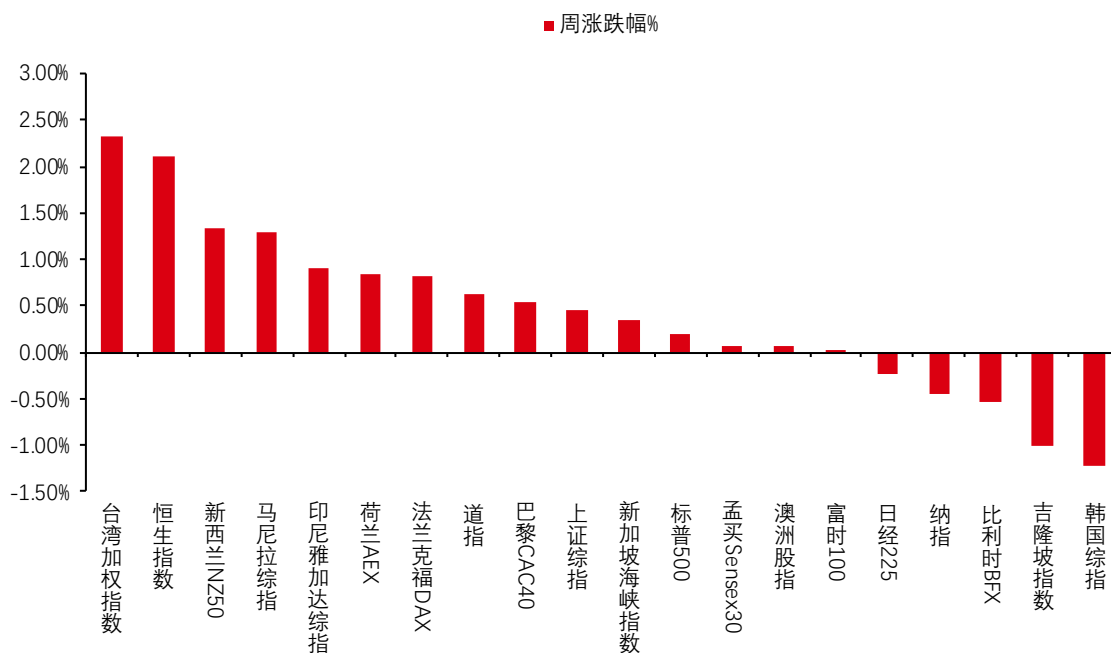
图6: 农产品批发价格指数 | 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

权益市场

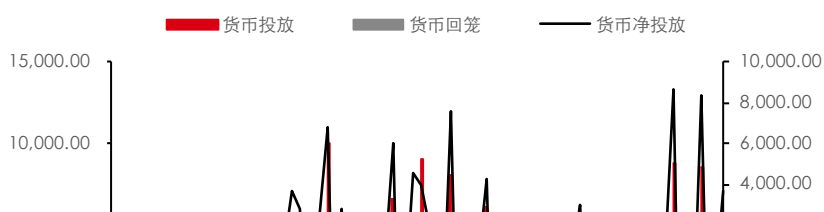
图7： 全球重要股指周涨跌幅 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

利率市场

图8： 央行公开市场操作 | 单位：亿元



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49761

