



2023年1月2日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者: 黄婷莉

·从业资格编号 F3073548

·投资咨询编号 Z0015398

邮箱: huangtingli@jinxinqh.com



疫情爬坡下经济仍处弱现实，预期好转下期待修复斜率

内容提要

12月PMI数据继续放缓，与高频数据表现一致，经济现实仍在反映疫情爬坡的影响。但近期企业预期正在回暖，供需结构略有好转，主动去库也为后续修复提供空间，从高频数据来看，部分度过疫情峰值城市的出行活动修复速度较快。考虑到各城市疫情达峰时点不同，预计年后或逐渐迎来疫情高峰后的补偿性修复。不过春运人口流动加快后，疫情仍存在考验，后续微观主体信心修复及疫后的疤痕效应将决定经济修复动能的持续性。

随着国内疫情防控约束逐步打开以及扩内需战略的出台，拖累2022年经济下行的两大因素消费和地产有望企稳，低基数+地产底部企稳对经济拖累减轻+消费、基建对冲出口下行，国内经济大概率正在度过压力峰值。不过短期疫情爬坡下经济活动仍处在冲击期，预计年底和一季度经济仍处在磨底期，中期随着疫情冲击缓和经济有望度过压力峰值。在海外经济下行带动外需回落下，仍需关注内需上行和外需回落的角力。

从高频数据看，1) 近期部分度过疫情峰值城市的出行活动修复速度较快，如北京、石家庄等，但如上海深圳等地地铁客运量仍处在底部位置，各城市疫情达峰存在错位下经济活动短期预计仍处在冲击期。2) 地产政策持续放松支撑年末销售有所回暖；3) 疫情爬坡下开工率多数回落；4) 大宗商品走势分化，国内强政策主导内需定价产品；5) 农产品价格整体震荡，蔬菜价格回升对冲猪肉价格回落。

此前市场持续受到强预期的支撑，对弱现实呈现一定钝化效应，风险情绪持续向好。但随着中央经济工作的政策利好落地后，由于对远期经济修复的预期定价较为充分，短期现实偏弱的担忧带来扰动，市场逐渐交易疫情冲击后经济活动的修复斜率、以及政策力度能否超预期。随着短期政策进入真空期，经济增长进一步改善仍需要时间传导，节前股债或均难形成明显趋势性力量，股指进入震荡区间，债市情绪小幅修复，重点关注1月各城市疫情演化和春运出行的情况。

风险提示

国内疫情超预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

一、 预期仍在好转

● 疫情高发期经济现实继续放缓，但企业预期正在边际回暖

12月官方制造业PMI 47%，继续回落1个百分点；非制造业PMI 41.6%，回落5.1个百分点。12月PMI数据呈现几大关注重点：

1. 疫情高发期经济现实继续放缓，与高频数据表现一致，制造业和服务业景气指数在上月基础上继续回落，尤其是服务业景气指数回落幅度更甚，反映疫情爬坡对于居民生活半径的拖累，小微企业和就业市场压力加大。

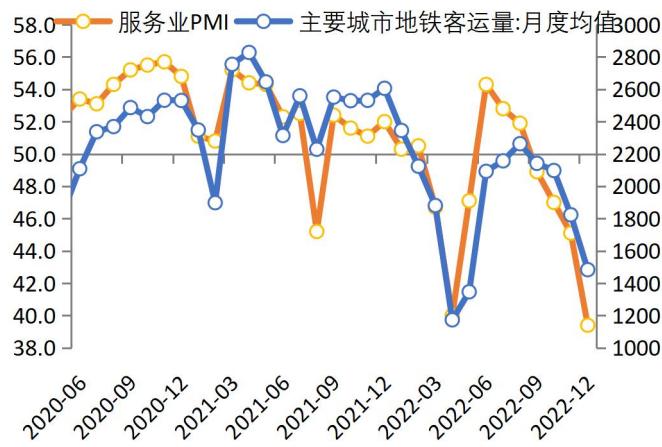
2. 供需两端继续同步回落，供货商配送时间指数大幅回落反映物流运输不畅，经济动能指标继续回落，需求和库存双双回落下制造业主动去库。不过“新订单-生产”小幅回升显示供需结构略有好转，企业预期似乎有所好转，且主动去库也为后续修复提供空间。根据统计局调查显示，“多数企业认为，随着疫情形势逐步好转，后期市场走势有望回暖”。

3. 原材料和出厂价格指数均小幅回升，显示市场对远期经济修复预期较好，大宗商品走势分化下黑色系价格偏强，受到国内强政策主导对内需定价产品的提振。

4. 总的来看，经济现实仍在反映疫情爬坡的影响，但企业预期正在回暖，高频数据显示部分度过疫情峰值城市的出行活动修复速度较快，考虑到各城市疫情达峰时点不同，预计年后或逐渐迎来疫情高峰后的补偿性修复。不过春运人口流动加快后，疫情仍存在考验，后续微观主体信心修复及疫后的疤痕效应将决定经济修复动能的持续性。

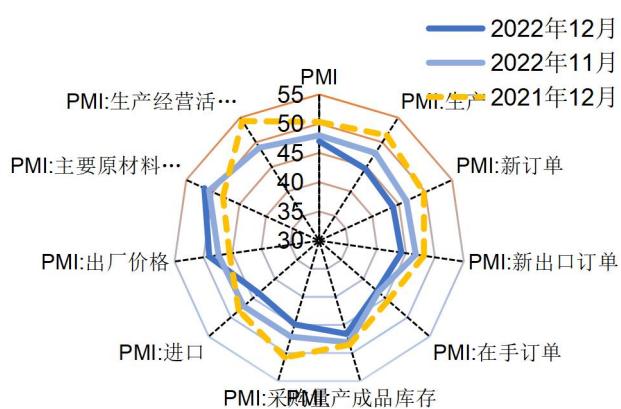
5. 此前市场持续受到强预期的支撑，对弱现实呈现一定钝化效应，风险情绪持续向好。但随着中央经济工作的政策利好落地后，由于对远期经济修复的预期定价较为充分，短期现实偏弱的担忧带来扰动，市场逐渐交易疫情冲击后经济活动的修复斜率、以及政策力度能否超预期。随着短期政策进入真空期，经济增长进一步改善仍需要时间传导，节前股债或均难形成明显趋势性力量，股指进入震荡区间，债市情绪小幅修复，重点关注1月各城市疫情演化和春运出行的情况。

图1: 生活半径回落下服务业景气回落尤甚 (%)



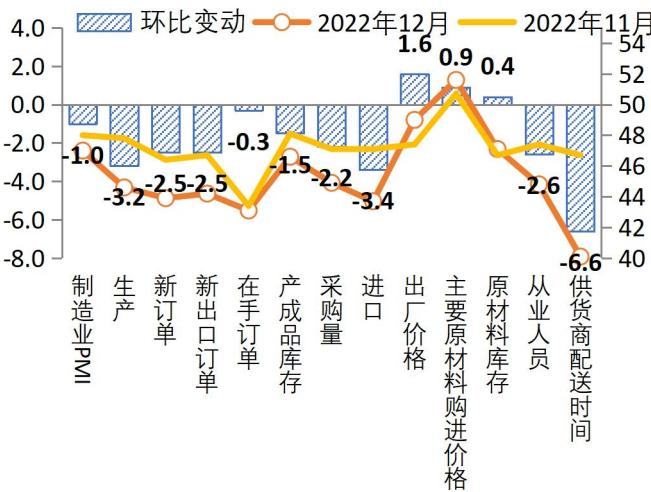
资料来源: Wind, 优财研究院

图2: 12月制造业PMI继续回落 (%)



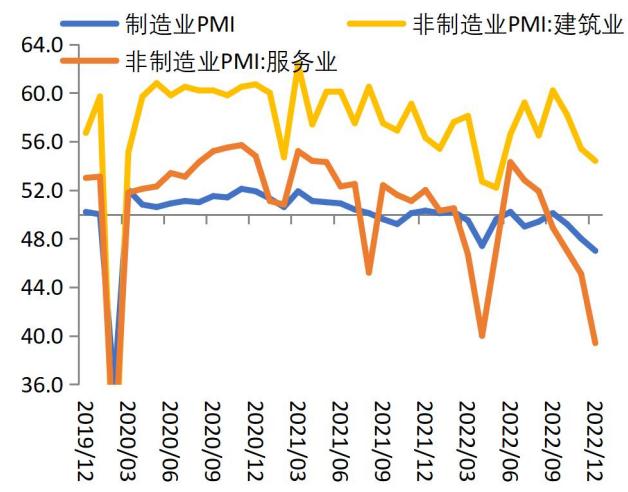
资料来源: Wind, 优财研究院

图3: PMI分项 (%)



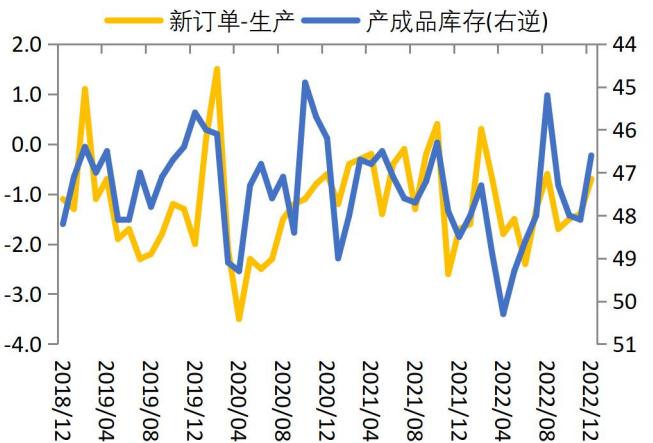
资料来源: Wind, 优财研究院

图4: 服务业景气度回落较快 (%)



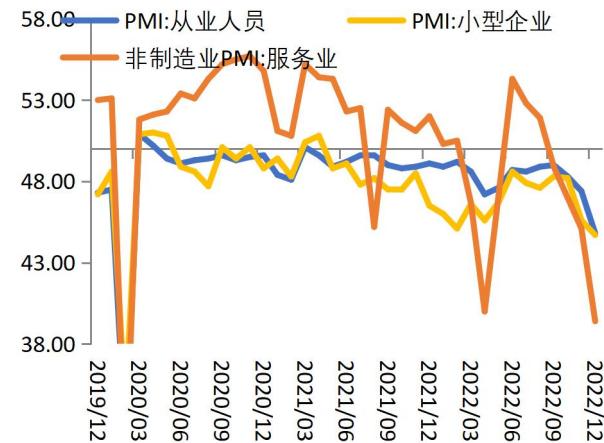
资料来源: Wind, 优财研究院

图5: 供需结构略有好转 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

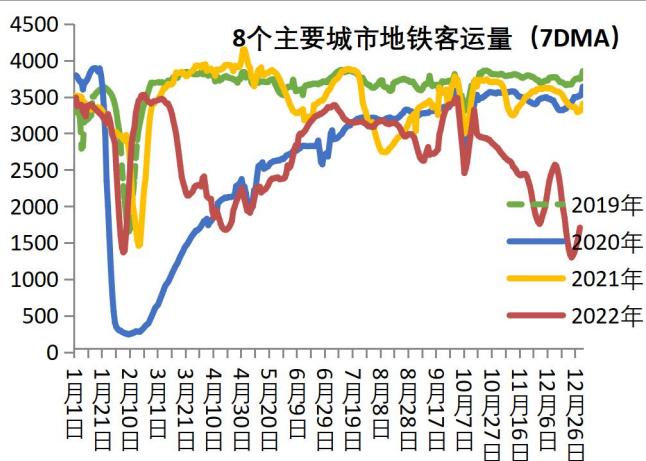
图6: 小微企业和就业市场压力加大 (%)



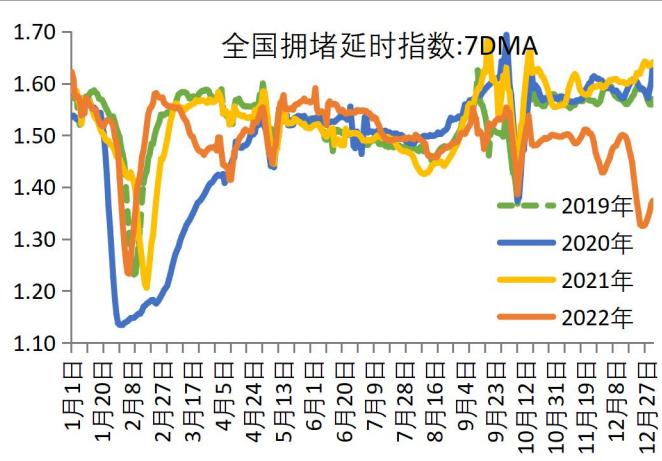
资料来源: Wind, 优财研究院

- 部分度过疫情峰值城市的出行活动修复速度较快

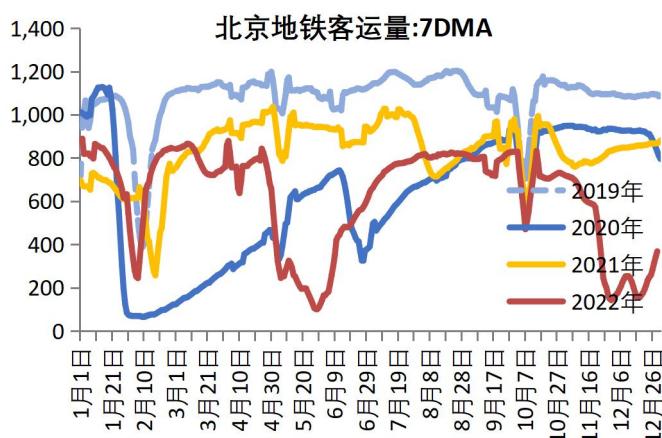
随着以北京为代表的的部分城市逐渐度过疫情感染高峰，近期出行指数底部回升，不过如上海深圳等地地铁客运量仍处在底部位置，各城市疫情达峰存在错位下经济活动短期预计仍处在冲击期。而防控措施放松后代表跨地区活动的国内执行航班继续回升，环比上月有所回升。

图 7：8个主要城市地铁客运量（万人次）


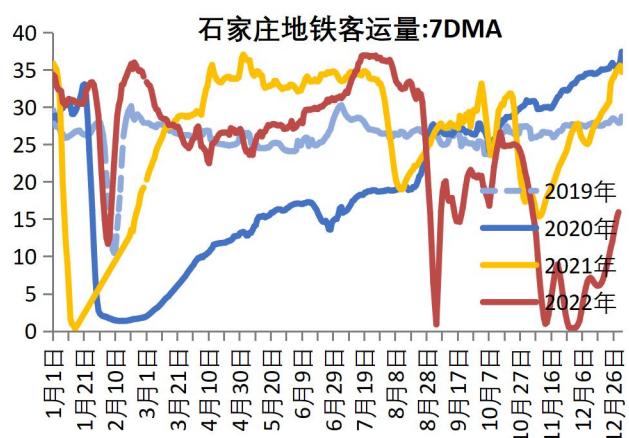
资料来源：Wind, 优财研究院

图 8：全国拥堵延时指数


资料来源：Wind, 优财研究院

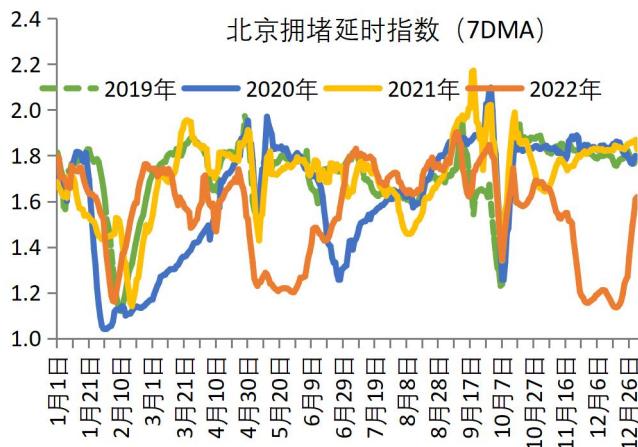
图 9：北京地铁客运量（万人次）


资料来源：Wind, 优财研究院

图 10：石家庄地铁客运量（万人次）


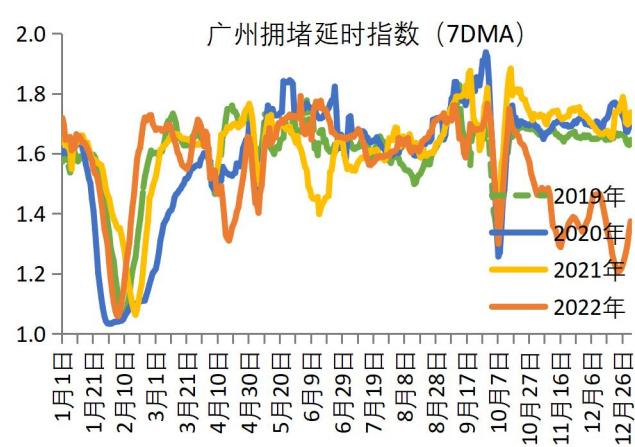
资料来源：Wind, 优财研究院

图 11: 北京拥堵延时指数



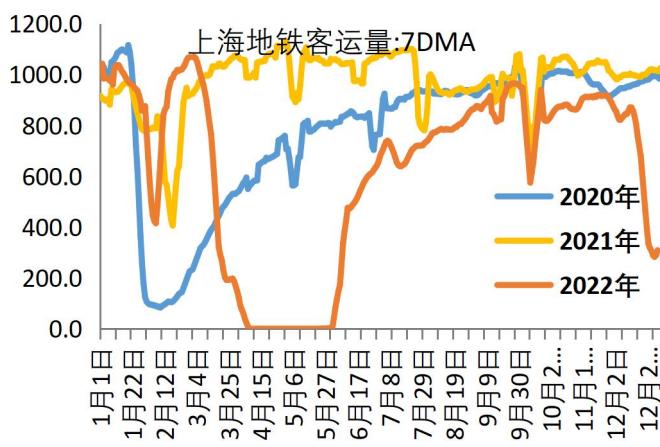
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 广州拥堵延时指数



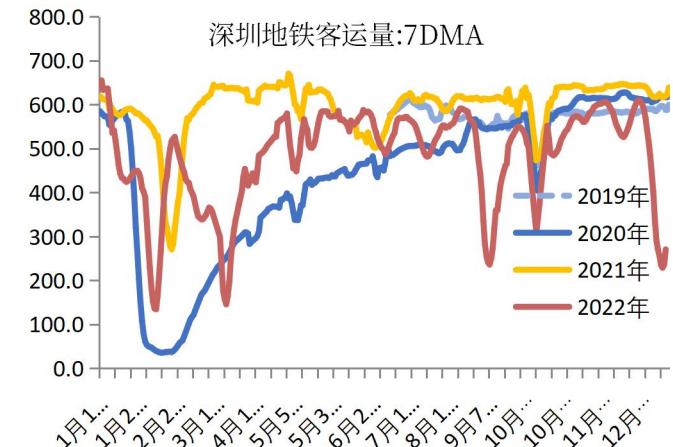
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 上海地铁客运量 (万人次)



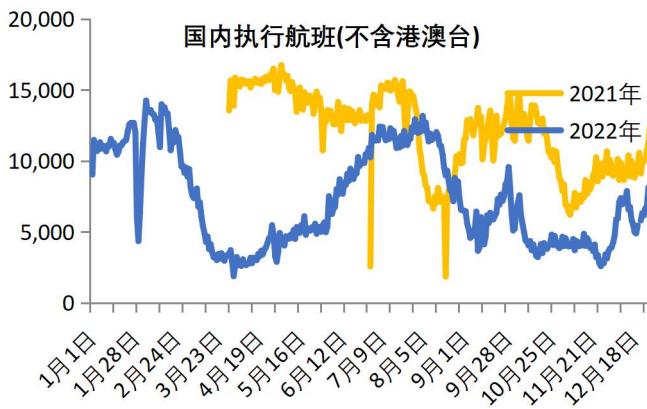
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 深圳地铁客运量 (万人次)



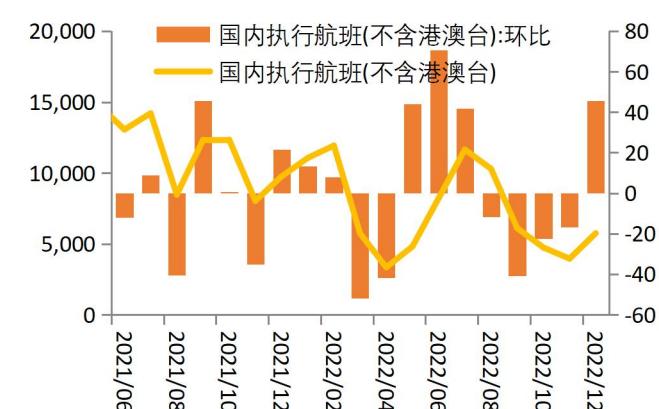
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 国内执行航班(不含港澳台) (架次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 国内执行航班(不含港澳台) (架次, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

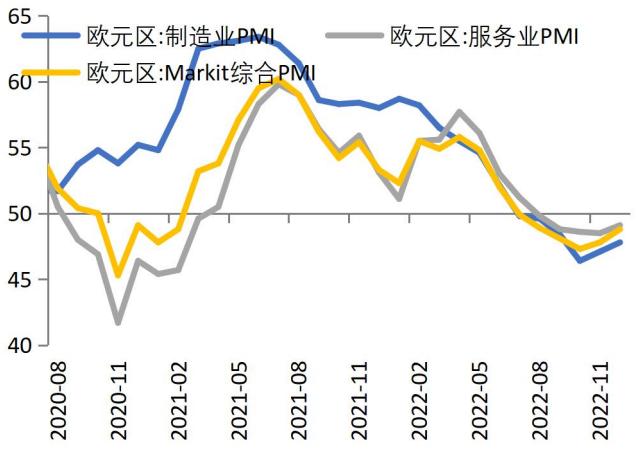
二、海外经济跟踪

美国 11 月成屋签约销售指数月率-4%，预期-0.8%，前值-4.60%。成屋签约销售指数第六个月下滑，美国所有四个地区的交易量都出现了环比下降和同比下降，因利率大幅削减了购房合同的签约数量。房屋销售和建筑数量的下降损害了更广泛的经济活动。欧元区 12 月制造业 PMI 终值 47.8，预期 47.8，前值 47.8。

美联储将于 1 月 5 日公布 2022 年 12 月货币政策会议纪要。据 CME “美联储观察”，美联储 2023 年 2 月加息 25 个基点至 4.50%-4.75% 区间的概率为 71.8%，加息 50 个基点概率为 28.2%。

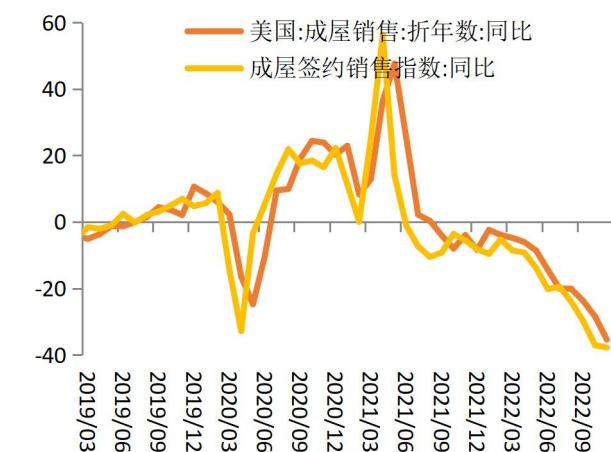
我们认为通胀拐点的确认支持美联储加息逐步放缓，但核心服务通胀仍高且粘性较强，并不支持美联储很快转向宽松，暂不具备讨论降息的条件。而在市场对美联储放缓基本定价下，市场更需要关注美联储政策利率终点的高度和持续时间，通胀拐点确认但回落速度仍有不确定性，保持较高的利率水平一段时间是抑制通胀的关键，如果服务通胀难以快速回落，对于风险资产来说可能仍将面临一段时间逆风。

图 17：欧元区 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：美国成屋签约销售指数 (%)



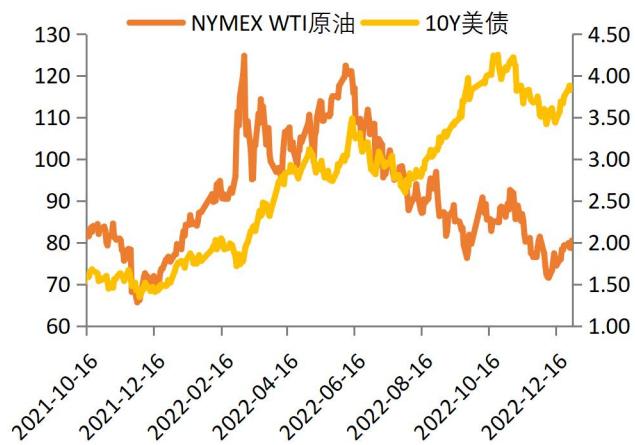
资料来源：Wind，优财研究院

图 19: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



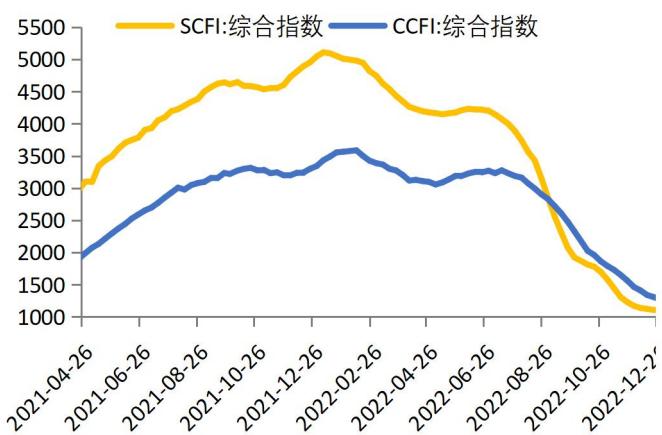
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

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_50770

