

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

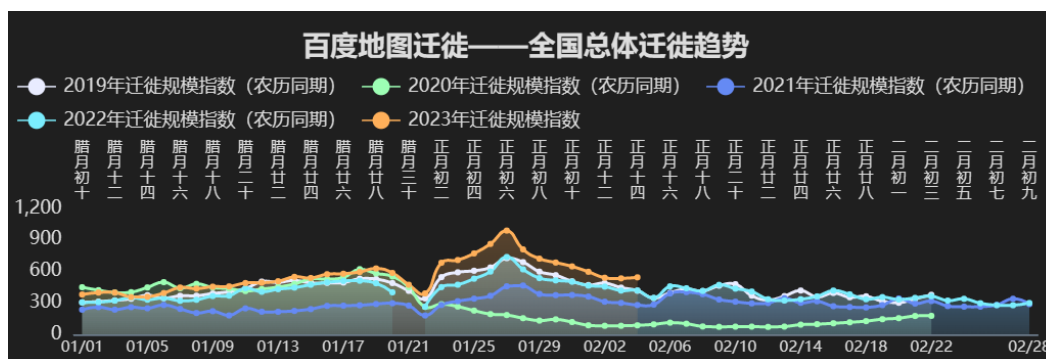
春节的第一个好消息——第二轮感染高峰期未到来

观察春节假期如何影响市场，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

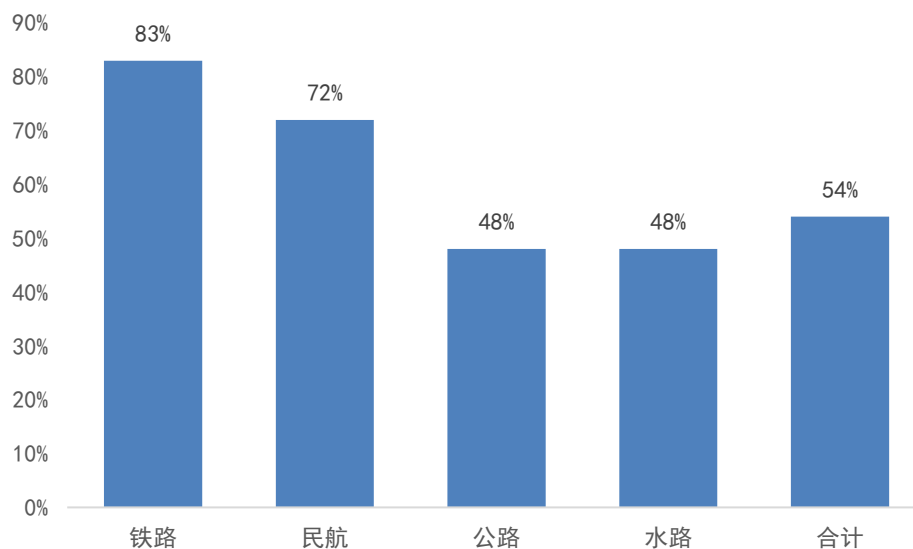
设想中的感染潮未到来为人员充分流动奠定了基础。虽然交通部数据显示仍未恢复到2019年同期水平。譬如四大出行方式中，恢复度最高的铁路发送旅客量恢复至2019年的83%，飞机出行恢复至72%，而公路和水路客流量仅恢复至2019年的48%，恢复程度较低。但从百度迁徙指数来看，节后出行已经远超2019年同期水平。二者不一致的原因可能在与疫情后选择自驾出行的人数增速较快，而交通运输部数据只统计公共交通出行人次。这与另一信息相印证，即春节假期高速公路小客车流量相比2022年同期增长33%，相比2019年同期增长15.6%，增长明显。

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）

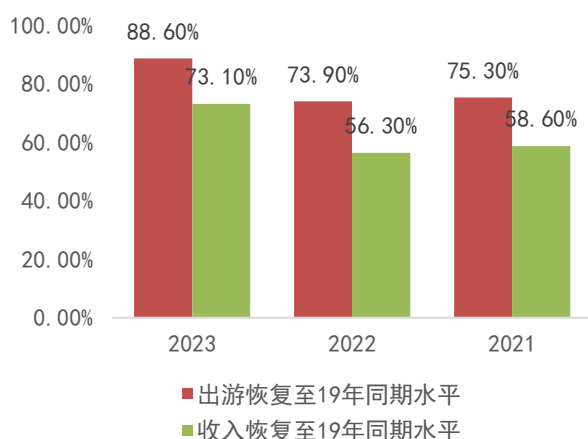


资料来源：交通运输部 南华研究

第三个好消息——消费恢复度良好

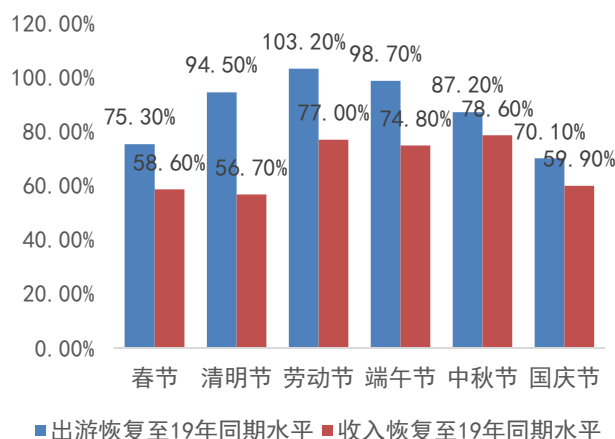
这里我只能说消费程度良好，事实上对于是否是好消息还是因人而异。从数据来看，只能说确实有了很大的改善，但并没有出现报复性增长。疫情三年，很多标志性消费并没有恢复至 2019 年水平。譬如春节档电影票房虽然超过 2019 年，但仍不及 2021 年水平，而从更能反映消费活力的观影人次来看，2023 年春节档接近 1.3 万亿，但比 2019 年略低 2.5% 左右。从文旅部的春节出游统计情况来看，尽管相比 2022 年确实出现了大幅增长，但无论是出游人次还是旅游收入均没有达到 2021 年疫情期间曾有过的最高水平。

图 1.1.3: 历年春节假期出游及旅游收入恢复情况 (%)



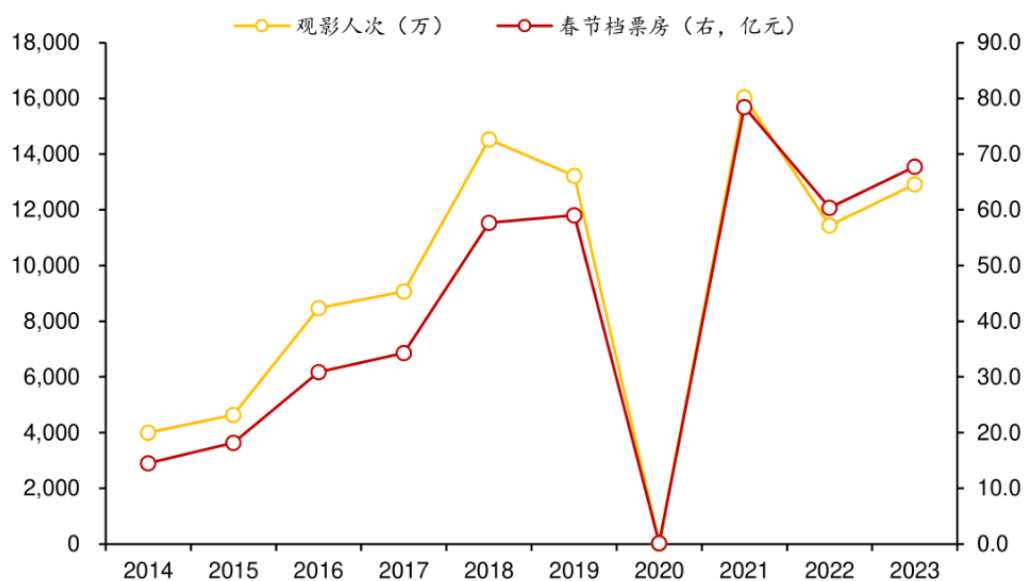
数据来源: 文旅部 南华研究

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	变化	中型企业	变化	小型企业	变化
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

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_51974

