

转向交易遇阻，经济继续低迷

核心观点：

鲍威尔基本粉碎了市场的很多美好想象。尽管转向交易遇阻，但不能排除这种情绪仍将不时地上演。一方面，市场确实已被鹰派氛围压抑了太久，而这次尽管紧缩时间长度和终端利率面临超预期提升，但加息速度的缩减确是很有可能发生的事件。另一方面，美国经济数据尽管整体相对表现还可以，但也不难看出下行趋势，也就是说他在下降，但速度上相对较慢。

从目前来看，只要有关键数据超预期下滑，经济衰退的预期上升，那么转向交易就会重启。但是如我们之前所说，当前谈转向交易可能胜率还是偏低，很可能面临来自美联储的鹰派打击。

本周国内资产走势基本被小道消息左右。市场没有在乎信息的来源是否可靠，却一致交易政策转向，说明“天下苦秦久矣”。只能说政策并不会一下子180°转向，尽管卫健委强调动态清零，但循序渐进的改善其实一直在路上。

从国内基本面来看，近期民企风波再次浮出水面，供应端再次凸显，而同时，销售端也没有改善。另一个核心焦点在于疫情。从数据来看，疫情仍在阶段性发酵期，防疫形势依然严峻，对经济的影响仍在持续。

风险提示：美国通胀表现 疫情及政策不确定性

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	转向交易遇阻，经济继续低迷	3
1.1.	鲍威尔粉碎市场预期	3
1.2.	国内：极端情绪的可持续性存疑	6
	免责声明	8

第1章 转向交易遇阻，经济继续低迷

1.1. 鲍威尔粉碎市场预期

本周四凌晨，万众期待的 11 月美联储议息会议落地。之前市场曾经有过一段边际转向交易，主要是基于美联储内部开始讨论缩减单次加息幅度的消息，目前这个消息在这次议息会议上得到了确认。尽管加息速度问题有所缓解，但从鲍威尔的发言中可知，加息的高度以及紧缩时间的长度仍有超预期可能，因此市场先来了个边际转向交易，后又走了一波紧缩交易。

图 1.1.1: 美指先跌后涨



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.2: 10 年期美债收益率先跌后涨



数据来源: Bloomberg 南华研究

从发布会内容来看，鲍威尔基本粉碎了市场的很多美好想象。第一，市场觉得美联储会担心货币政策时滞问题，从而早点暂停加息，但是鲍威尔认为暂停加息还太早；第二，市场觉得紧过头或者松太晚都会造成风险，但是鲍威尔认为联储考虑的应该是不够紧和松太早，即使加息过头，则意味着后面有更多松的空间，降息时也将更加有力度；第三，市场觉得海外风险可能对货币政策构成影响，鲍威尔认为优先考虑国内通胀问题，美国的物价稳定对于全球经济来说是好事。

在经济层面，鲍威尔依然认为就业市场保持强劲，恢复供需平衡还有很长的路要走。对于软着陆的观点有所软化，鲍威尔承认这很难，这条路正变得越来越窄，也就是官方层面认为硬着陆风险提升。

议息会议后，市场对于最终的利率高点预期抬升，从之前的 5%附近上升至 5.2%附近。

图 1.1.3: 11 月 1 日 (议息会议前) 市场预期



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.1.4: 11 月 4 日市场预期



数据来源: Bloomberg 南华研究

尽管转向交易遇阻,但不能排除这种情绪仍将不时地上演。一方面,市场确实已被鹰派氛围压抑了太久,而这次尽管紧缩时间长度和终端加息利率面临超预期提升,但加息速度的缩减确是很有可能发生的事件。另一方面,美国经济数据尽管整体相对表现还可以,但也不难看出下行趋势,也就是说他在下降,但速度上相对较慢。

以就业市场为例,10月,非农就业新增26.1万人,远高于预期的19.3万人,略低于9月的26.3万。与此同时,8月和9月数据均有调整,二者合计上修2.9万人。从企业调查结果来看,就业市场的强劲程度依然非常超预期。

表 1.1.1: 10 月新增非农就业人数分布 (千人)

行业 (千人)	2022-10	贡献占比 (%)	2022-09	环比变化
新增非农	261	100.00	315	-54
政府	28	10.73	-4	32
联邦政府	6	2.30	3	3
州政府	-7	-2.68	0	-7
地方政府	29	11.11	-7	36
私人	233	89.27	319	-86
商品生产	33	12.64	48	-15
采矿业	0	0.00	3	-3
建筑业	1	0.38	22	-21
制造业	32	12.26	23	9
耐用品	23	8.81	13	10
汽车及零部件	4.8	1.84	7.4	-2.6
非耐用品	9	3.45	10	-1
服务生产	200	76.63	271	-71
批发业	14.6	5.59	11.6	3

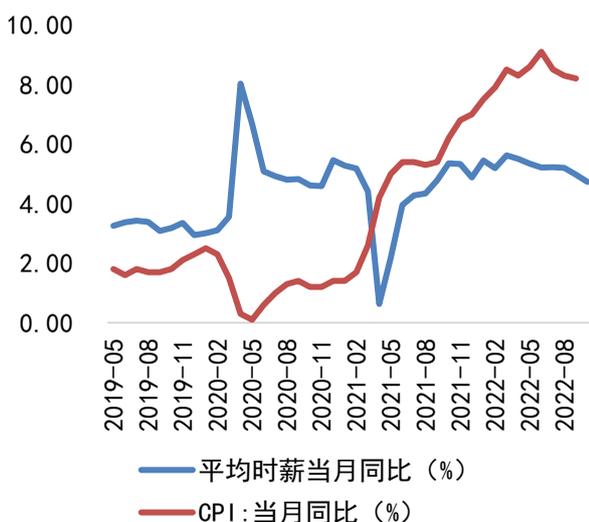
零售业	7.2	2.76	-7.6	14.8
运输仓储业	8.2	3.14	-11.3	19.5
公用事业	1.1	0.42	0.6	0.5
信息业	4	1.53	7	-3
金融活动	3	1.15	1	2
专业和商业服务	39	14.94	52	-13
教育和保健服务	79	30.27	91	-12
医疗保健和社会救助	71.1	27.24	80.7	-9.6
休闲和酒店业	35	13.41	107	-72
其他服务业	9	3.45	20	-11

资料来源：Wind 南华研究

但从家庭调查来看，失业率上升 0.2 个百分点至 3.7%，高于预期的 3.6%。而劳动参与率下降 0.1 个百分点至 62.2%。劳动参与率下降的同时失业率反而上升，预示着假如劳动参与率不变或者提升，失业率将更高。

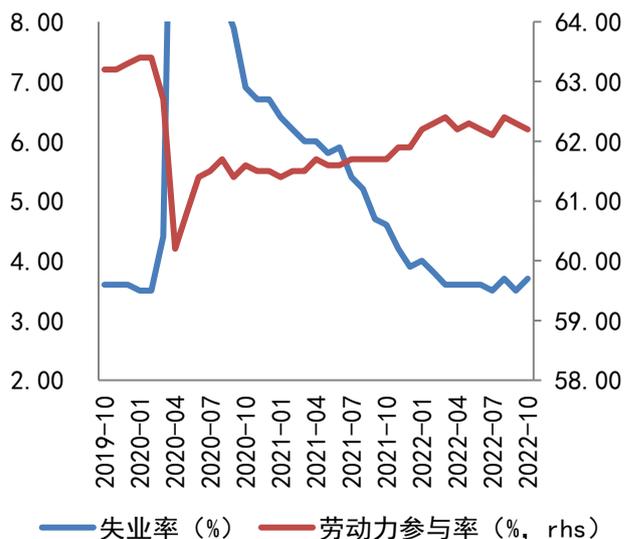
平均时薪环比继续走高 0.37%，较 9 月提升，但同比则继续回落，从 9 月的 4.98% 下降至 4.73%。从同比来看，平均时薪增速下降趋势较为明显。

图 1.1.5：平均时薪同比继续回落



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.6：失业率提升，劳动参与率则走低



数据来源：Wind 南华研究

结合 10 月底公布的职位空缺数据，可以看到就业市场的供需矛盾依然突出，但也能看到些许松动迹象，譬如平均时薪同比增速在下滑、失业率有上升趋势，新增非农就业人数虽超预期但绝对值已有明显减少。

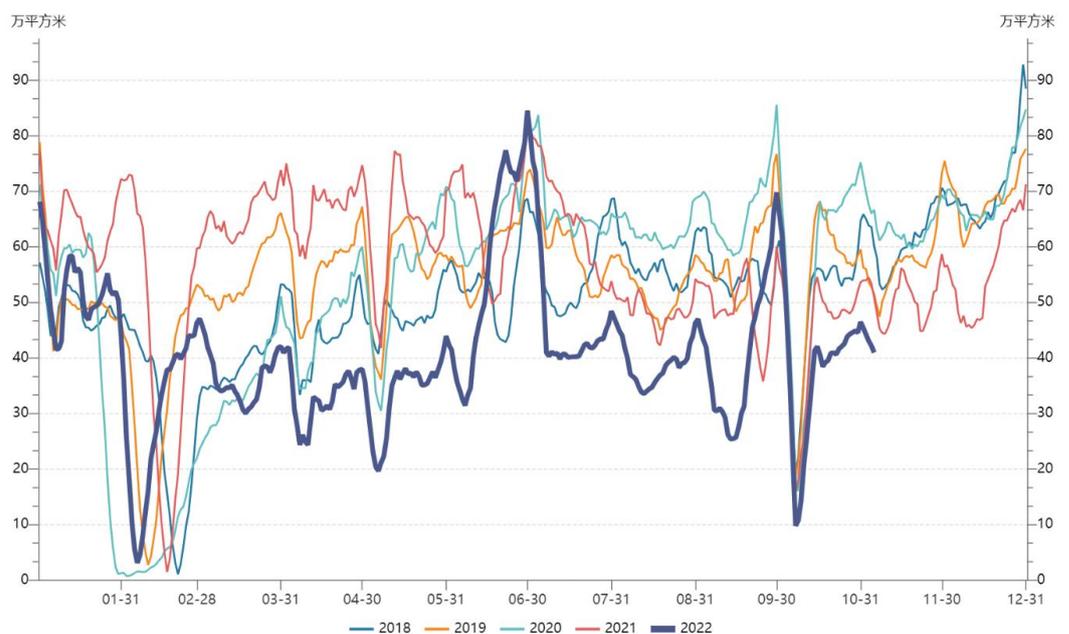
从目前来看，只要有关键数据超预期下滑，经济衰退的预期上升，那么转向交易就会重启。但是如我们之前所说，当前谈转向交易可能胜率还是偏低，很可能面临来自美联储的鹰派打击。

1.2. 国内：极端情绪的可持续性存疑

本周国内资产走势基本被小道消息左右。市场没有在乎信息的来源是否可靠，却一致交易政策转向，说明“天下苦秦久矣”。只能说政策并不会一下子 180° 转向，尽管卫健委强调动态清零，但循序渐进的改善其实一直在路上。

从国内基本面来看，近期民企风波再次浮出水面，供应端再次凸显，而同时，销售端也没有改善，30 城销售面积依然不佳。尽管 9 月底地产政策三箭齐发，之后人民银行、银保监会等部门允许部分存在少量涉房业务但不以房地产为主业的涉房企业在 A 股市场融资，但明显这些政策并不足以力挽狂澜。

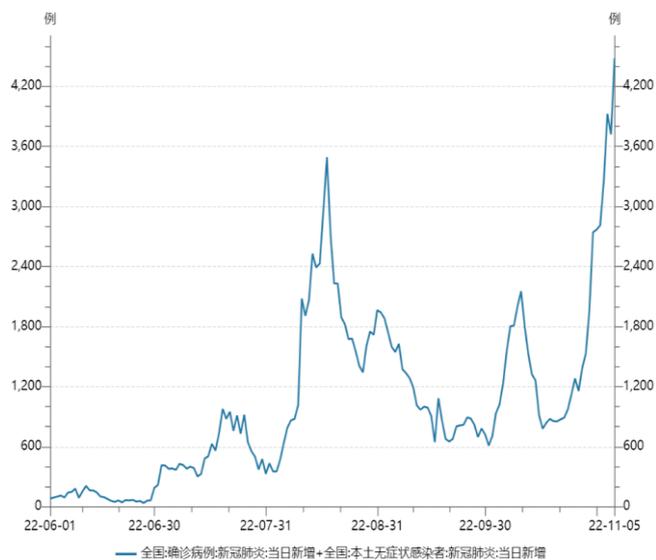
图 1.2.1: 30 城销售面积依然不佳 (7DMA)



资料来源: Wind 南华研究

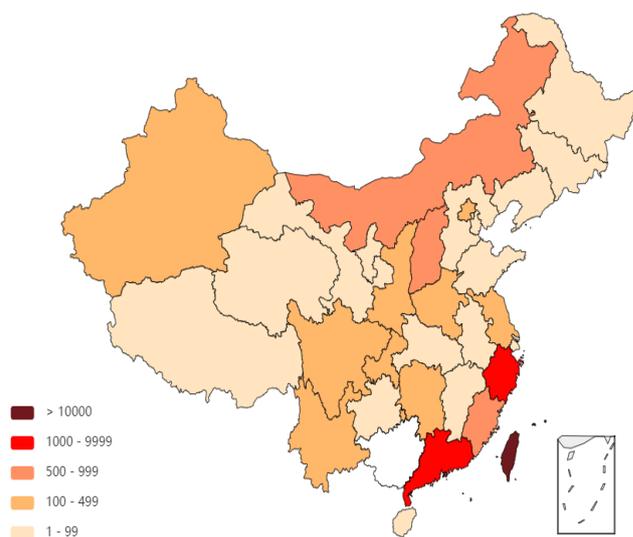
另一个核心焦点在于疫情。从数据来看，疫情仍在阶段性发酵期，防疫形势依然严峻，对经济的影响仍在持续。

图 1.2.2: 日新增病例已超过 8 月高峰期



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.3: 现有确诊分布



数据来源: Wind 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，但我公司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