

市场乐观预期仍有望持续

核心观点：

美国方面，CPI 数据表明通胀能快速降温，但就业市场目前还没看到能快速降温的证据。所以现在市场相信的是通胀能快速下降，美联储可以减少鹰派操作的同时，让美国经济继续保持相对稳健，也就是软着陆的预期提升。

这种乐观预期可以维持多久？短期内无论是就业还是通胀都还无法证伪，所以预期还能延续，只是边际上会减弱，一方面市场已经逐步 Price in 了，另一方面需要出现更多重磅消息才能让乐观情绪进一步提升，虽然短期内我们似乎也看不到这样的重磅信息。

国内方面，无论是地铁客运量还是航班执行量均在稳固提升，社会流动性进一步恢复。

2023 年最大的疑问在于消费能有多大程度的复苏，以及地产是否能有超预期表现。短期内的关注点则是消费复苏的斜率能有多高，目前来看，数据端还是支持消费复苏好于预期的观点，而数据真空期，特别是临近春节，地产的逻辑也无法证伪，因此短期内国内市场的乐观情绪也能维持。

风险提示：国内消费变化 美国就业和通胀

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

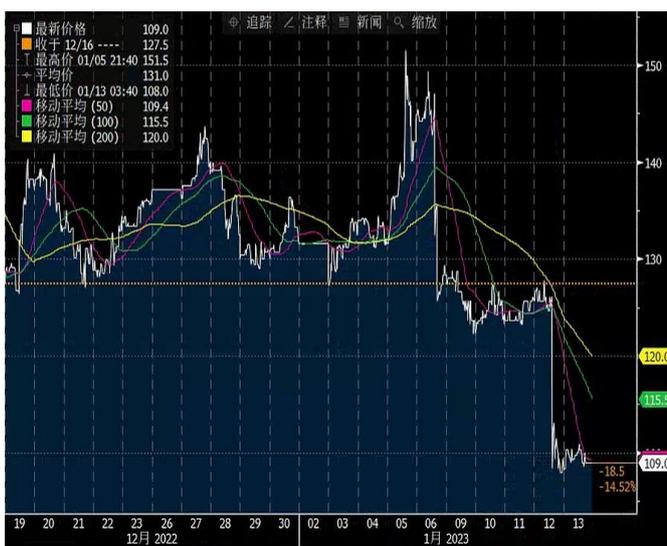
第 1 章	市场乐观预期仍有望持续	3
1.1.	软着陆预期延续.....	3
第 2 章	经济形势观察	4
2.1.	社会流动性逐步恢复	4
	免责声明.....	7

第1章 市场乐观预期仍有望持续

1.1. 软着陆预期延续

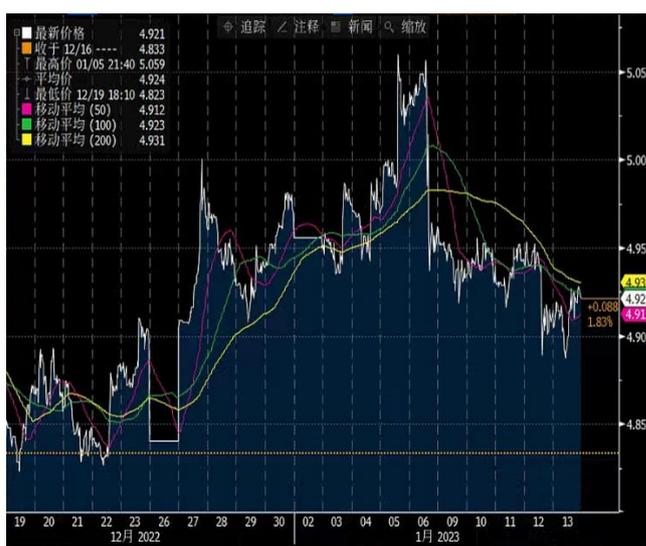
本周美国 12 月 CPI 数据出炉，所有数据均符合预期。美元指数在来回拉扯后下一个台阶，美债 10 年期国债收益率则继续保持下行趋势，美股连续上涨。与此同时，市场对于 2 月美联储议息会议加息 25BP 的概率升至 90% 以上，本轮加息周期能达到的最高终点利率则降至 4.92% 一线。

图 1.1.1 美联储 2 月议息会议加息 25BP 概率上升



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.1.2 市场预期美联储最高利率降至 4.92% 附近

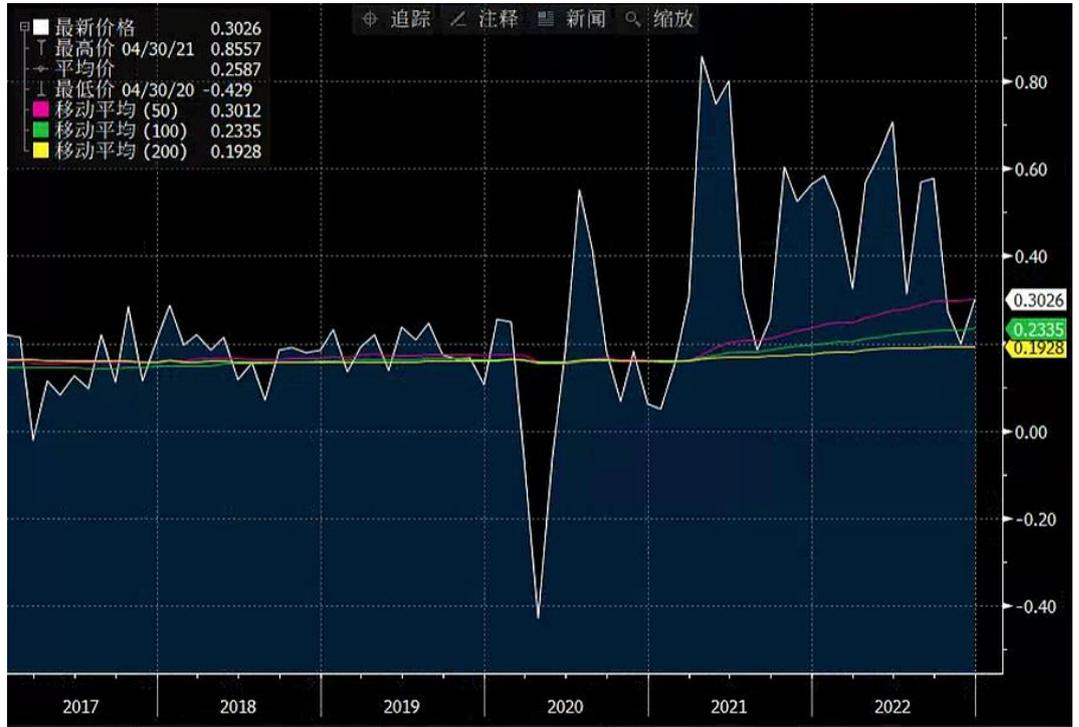


数据来源: Bloomberg 南华研究

从现在的情况来看，CPI 符合预期就是对利好的进一步确认。只是这次没有像以往一样出现买预期，卖现实的情况，主要原因在于这次的 CPI 数据表明通胀的下降速度是比较快的，同时一定程度上也制造了 CPI 有望继续快速下降的景象。譬如 9 月到 10 月 CPI 同比增速下降 0.5 个百分点，10 月到 11 月下降 0.6 个百分点，11 月到 12 月继续下降 0.6 个百分点。假如按照这个下降速度，1 月就能降至 5.8%，4 月就能降至 4%，远快于市场预期。加上之前公布的 12 月非农就业数据表明就业市场依然火热，每月新增非农就业人数高达 20 万以上，离鲍威尔眼中的 10 万还有很大距离。通胀快速下降，而就业市场依然稳健，这种组合就是塑造了美国经济软着陆概率提高的景象。

诚然，从目前来看，通胀确实出现了实质性改善。鲍威尔关注的核心通胀月环比速度已经连续 3 个月在 0.3%（含）以内，也就是说通胀预期是满足鲍威尔要求的。但问题在于房租以及剔除房租外的核心服务通胀并没有出现那么多的利好信息，后期需要关注这方面的进展。目前通胀的快速下降在于能源项以及核心商品端，等到这部分的潜力挖掘完以后，那么粘性项的重要性才会体现出来。所以通胀端的故事暂时还可以延续，因为近期这种预期还没办法证伪。

图 1.1.3: 核心通胀月环比增速降至 0.3%以 (含) 内



资料来源: Bloomberg 南华研究

就业市场的故事可能还能继续演绎, 目前还没看到能快速降温的证据。

所以现在市场相信的是通胀能快速下降, 美联储可以减少鹰派操作的同时, 让美国经济继续保持相对稳健, 也就是软着陆的预期提升。

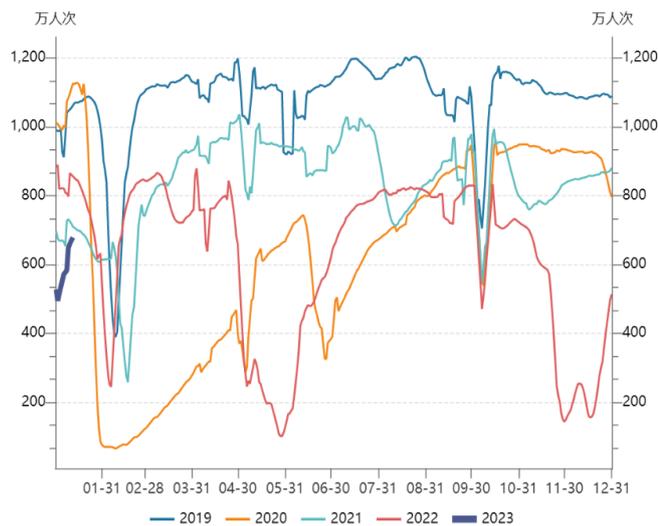
这种乐观预期可以维持多久? 短期内无论是就业还是通胀都还无法证伪, 所以预期还能延续, 只是边际上会减弱, 一方面市场已经逐步 Price in 了, 另一方面需要出现更多重磅消息才能让乐观情绪进一步提升, 虽然短期内我们似乎也看不到这样的重磅信息。

第2章 经济形势观察

2.1. 社会流动性逐步恢复

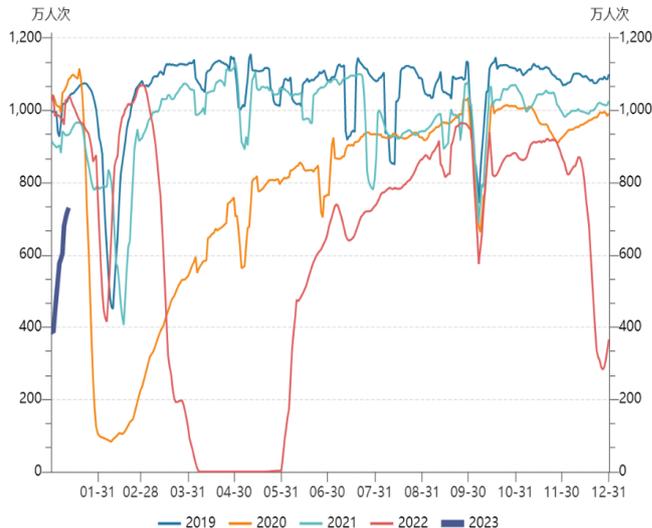
本周, 社会流动性进一步恢复。从地铁客运量数据来看, 北京已恢复至 2019 年同期的 63.9%, 上海恢复至 2019 年同期的 70.6%, 广州恢复至 2019 年同期的 69.3%, 深圳则恢复至 2019 年同期的 105.0%。

图 2.1.1 北京地铁客运量 (7DMA)



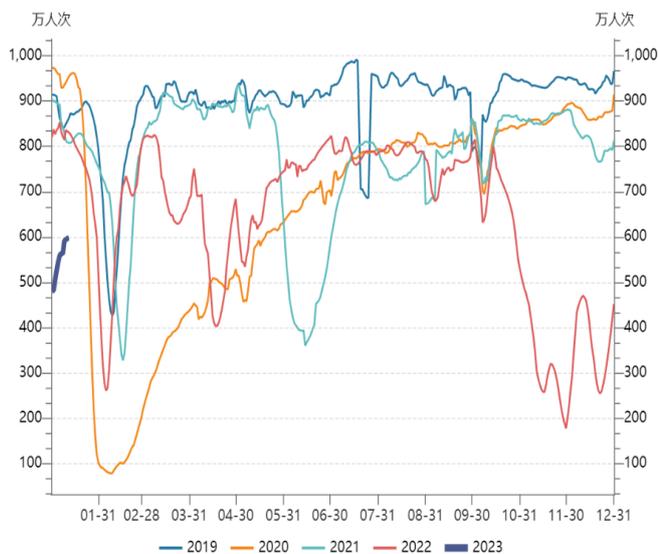
数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.2 上海地铁客运量 (7DMA)



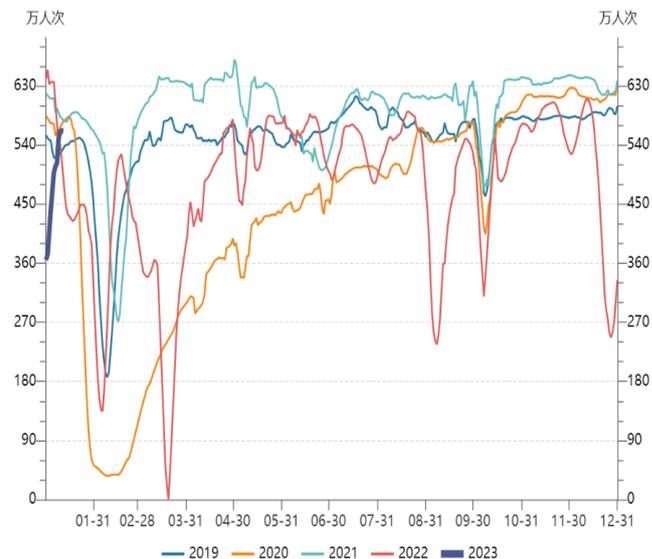
数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.3 广州地铁客运量 (7DMA)



数据来源: Wind 南华研究

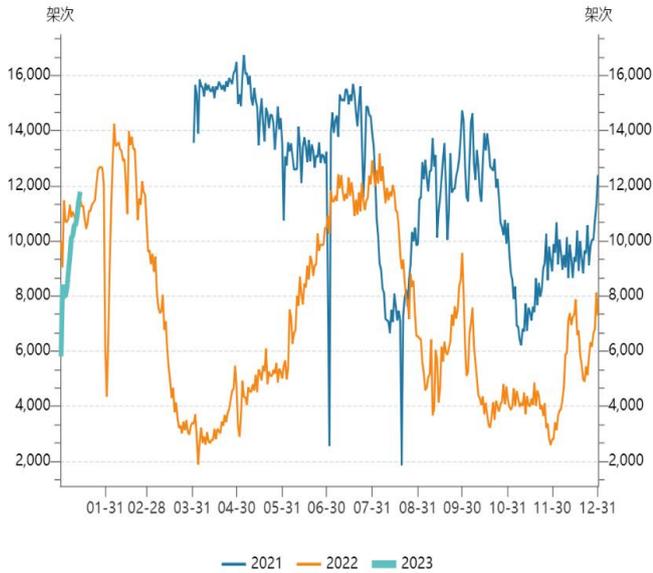
图 2.1.4 深圳地铁客运量 (7DMA)



数据来源: Wind 南华研究

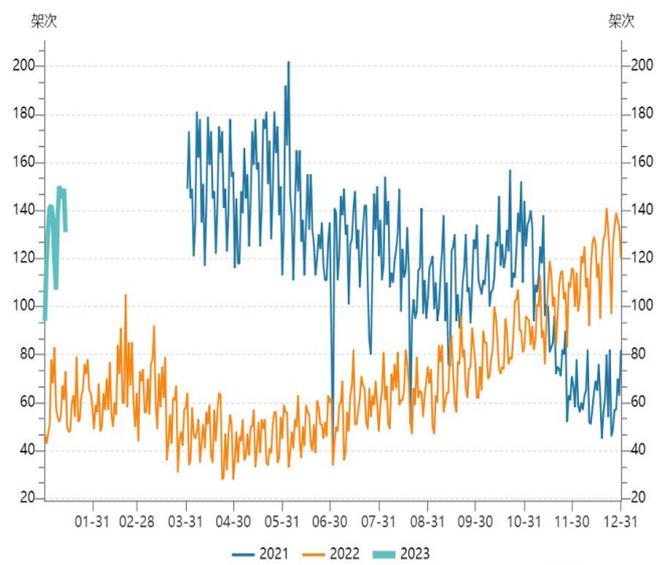
从旅游复苏情况来看,国内航班执行架次已经超过 2022 年,而国际航班执行架次则远超 2022 年。根据新闻报道,各大航空公司正在大规模招聘,表明这方面仍有大的改善空间。

图 2.1.5 国内航班执行架次季节性图



数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.6 国际航班执行架次季节性图



数据来源：Wind 南华研究

2023 年最大的疑问在于消费能有多大程度的复苏，以及地产是否有超预期表现。短期内的关注点则是消费复苏的斜率能有多高，目前来看，数据端还是支持消费复苏好于预期的观点，而数据真空期，特别是临近春节，地产的逻辑也无法证伪，因此短期内国内市场的乐观情绪也能维持。

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