

国内经济缓慢修复，美元见顶，市场先抑后扬

摘要

- **2022 年宏观主导市场。**2022 年市场的主要逻辑是俄乌冲突，美联储加息和疫情防控，以及这三个核心要素衍生出来的逻辑。主要传导路径有供应，成本，汇率计价，制裁等。且整体以宏观动能为主，产业较为被动。
- **2023 年市场或缓慢回升。**纵观，2023 年国内外经济剪刀差收敛，美国经济有衰退压力，中国经济探底回升。伴随而来的有美元强势难续，商品整体上行，国内内需板块预期最强，最重要的是商品逻辑将从宏观往中观切换，产业自身的逻辑将逐步主导价格。考虑到经济复苏的节奏，以及现实矛盾的复杂性，市场或先抑后扬。
- **期市分化，产业逻辑回到主导地位。**板块上看，美元走弱资金外流，中国经济复苏，A 股迎来估值性修复；政策仍有空间，刺激经济的预期大，债市利率或下行；美元走弱，工业需求攀升，贵金属或利空出尽开始反弹；受弱美元和需求复苏影响，有色金属也将缓慢上行；扩大内需，稳定地产，给黑色板块提供了支撑，但是现实改善需要时间，或宽幅震荡；化工逐步摆脱原油的牵引，煤油分化，料也将触底，但整体相对较弱；油脂油料会在供需之间反复博弈，最佳策略是背靠库存和基差做对冲或展期操作。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

宝城期货金融研究所

投资咨询团队

目录

1 2022 年资本市场表现内外相对独立	5
1.1 市场表现	5
1.1.1 股市整体偏弱，国内指数间分化	5
1.1.2 债市波动剧烈	6
1.1.3 大宗走共性逻辑为主	6
1.2 市场逻辑	7
1.2.1 地缘政治下的供应危机	7
1.2.2 加息周期下的强美元与弱经济	8
1.2.3 疫情冲击下的内外分化	8
2 内外宏观剪刀差收缩	9
2.1 美国经济或放缓	9
2.1.1 美元或见顶，但或维持或高位震荡	9
2.1.2 美国衰退与美国对外策略	10
2.2 国内经济缓慢复苏	10
2.2.1 地产基建企稳，但仍较弱	10
2.2.2 消费或是一个亮点	11
2.2.3 出口继续下行	11
2.2.4 疫情与经济复苏节奏	12
3 商品市场逻辑从宏观逐步转移到中观	12
3.1 2022 年市场表现	12
3.1.1 绝对价格分位数低	12
3.1.2 波动率走低	13
3.1.3 失效的估值、库存等或重新驱动价格	13
3.1.4 宏观资金主导市场	14
3.2 2023 年板块继续分化，产业逻辑或逐步主导市场	14
3.2.1 期指	15
3.2.2 国债	15
3.2.3 贵金属上行	16
3.2.4 有色分化，整体上行	16
3.2.5 黑色或宽幅震荡	16
3.2.6 化工或呈现“V”走势	16
3.2.7 农产品主要背靠基差和库存操作	17

4 结论	17
------------	----

图表目录

图 1 2022 年全球股市表现	5
图 2 2022 年 4 大指数表现（以 1 月 4 日为基期）	5
图 3 中美利差	6
图 4 2022 年大宗市场表现	7
图 5 2022 年俄乌冲突逻辑下的品种走势（以 2 月 10 日为基准 1）	7
图 6 中美欧 PMI	8
图 7 美国经济与通胀	9
图 8 美元与中欧经济	9
图 9 欧美利差收窄	9
图 10 国内储蓄情绪提升	11
图 11 相关国家出口情况	12
图 12 商品价格分位数	13
图 13 商品波动率	13
图 14 商品库存、价格与结构	14
图 15 美元高点与大宗走势	15

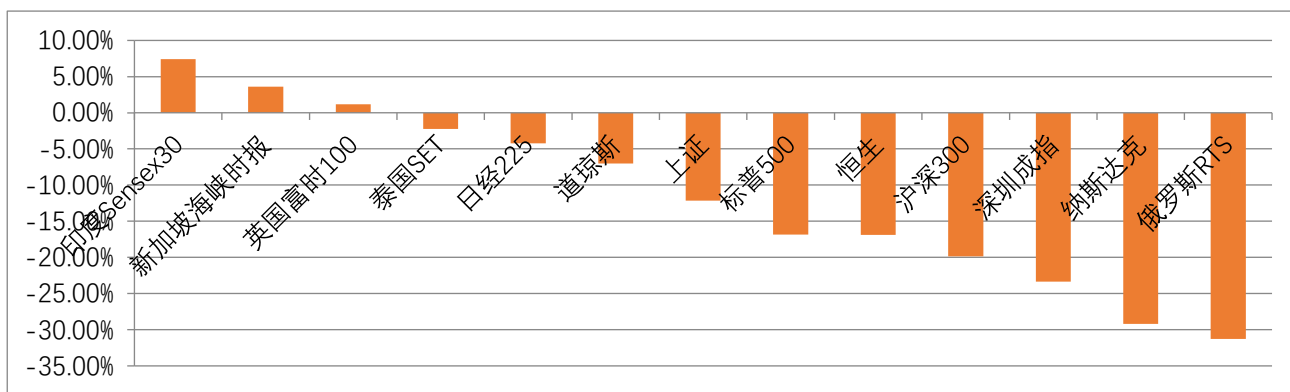
1 2022 年资本市场表现内外相对独立

1.1 市场表现

1.1.1 股市整体偏弱，国内指数间分化

2022 年全球股市表现大多不佳，除了有严重通胀的阿根廷，委内瑞拉等国家股市出现大幅上涨外，整体以下行为主。印度和新加坡股市偏强，主要是实体优势。印度表现优异，因俄乌冲突下其大量购买廉价能源，同时其还承接了部分产业链转移。而新加坡主要是受益疫情防控较早，吸引部分产业链转移。美股、港股、A 股受经济影响均出现较大跌幅，一方面是疫情影响，另一方面是 7 月份以后市场对于经济衰退预期一致，在情绪上形成很大利空，冲击市场。

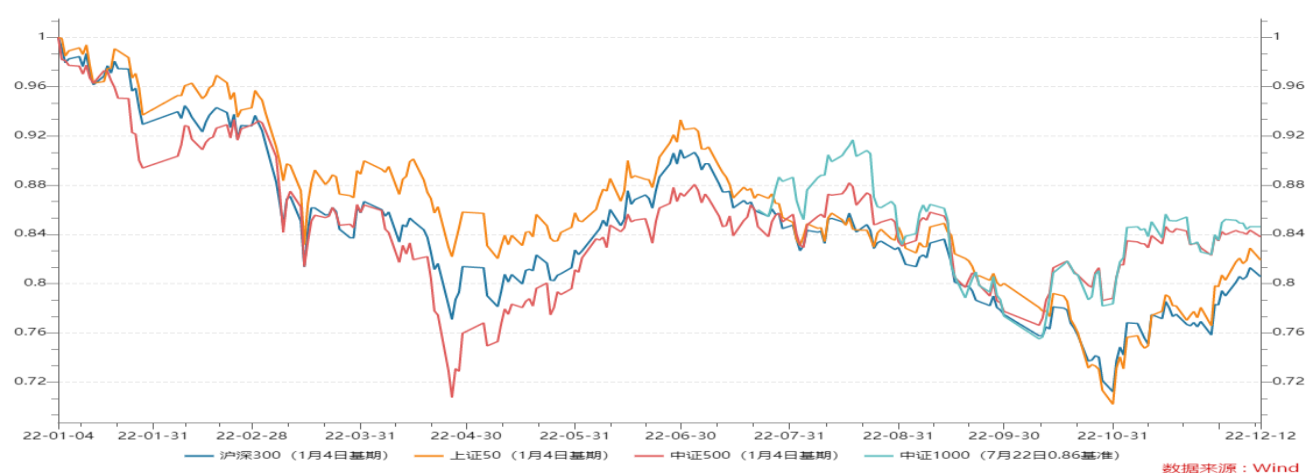
图 1 2022 年全球股市表现



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

就国内股市而言，分化比较明显：大盘股和中小盘股有明显的跷跷板效应；其中中证 500 弹性最大，上半年走势最弱，下半年走势最强。

图 2 2022 年 4 大指数表现（以 1 月 4 日为基期）

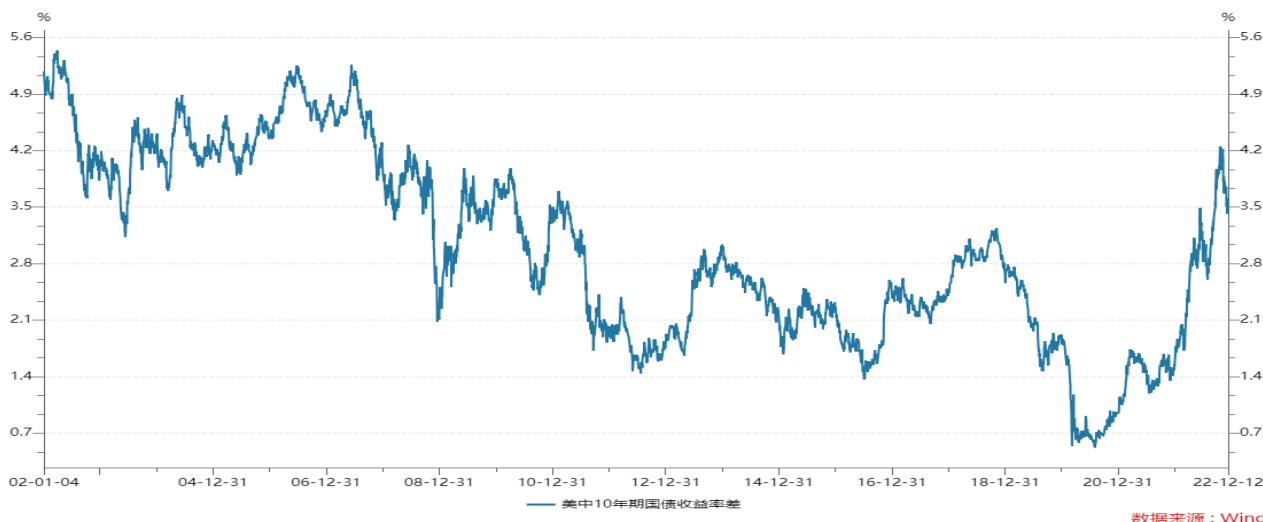


数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

1.1.2 债市波动剧烈

2022 年由于内外经济差异和货币政策差异，使得中国和美国的利差持续走高，最高时接近 2008 年的水平。进入 11 月份后利差开始收缩，随着美联储加息逐步放缓节奏，未来利差或难继续冲高。

图 3 中美利差



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

回顾 2022 年国内市场，整体走势可以分为三个阶段：第一阶段是 6 月之前，债市在疫情防控、稳增长、政策刺激、宽信用预期等多重因素下徘徊；第二阶段到 8 月下旬，房地产保交楼成为市场热点，资金面宽松叠加降息，债市出现趋势性波动；第三阶段是 8 月下旬至今，市场资金面收敛，政策面加码，叠加机构赎回负反馈的冲击，债市大跌。

1.1.3 大宗走共性逻辑为主

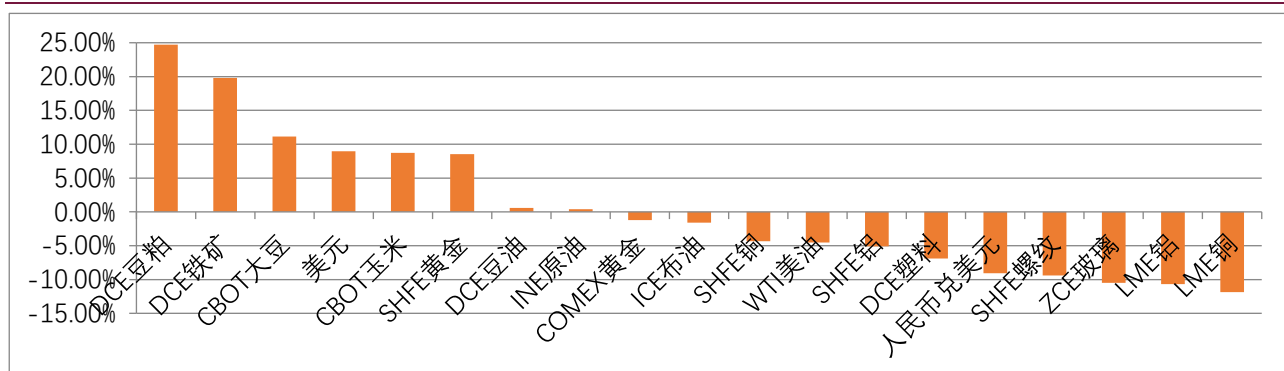
大宗市场先涨后跌，工业品大多以收跌为主，农产品表现偏强，同时还表现为国内强于国外，内外价差收敛。

国际定价的品种来看：3 月份开始，俄乌冲突超出市场预期，以能源为首的相关产业走出供应逻辑和成本逻辑，其中以原油，沥青，锌，铝等品种涨幅最大。6 月之后，俄乌冲突对市场边际影响弱化，市场开始交易美联储加息，甚至开始预期经济衰退，大宗市场快速下跌。9 月份开始人民币加速贬值，能源，有色，贵金属等品种走势明显强于外盘，内外价差收敛。有色等品种由于库存低位，甚至走出了一波反弹。农产品走势相对独立，一方面跟美豆的供应有关系，另一方面人民币贬值也推动了国内农产品价格的相对偏强，再者农产品整体库存偏低，叠加高基差，价格支持较为明显。

国内定价的品种来看：整体比国际定价品种弱势，波幅也相对小，主要是国内的经济低迷，尤其是地产弱势。化工也较弱，虽然在原油的影响下有起伏，

但是煤化工和间接油化工一直比较疲软。其中，地产系品种，如螺纹，玻璃，PVC 等跌幅最大。

图 4 2022 年大宗商品表现



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

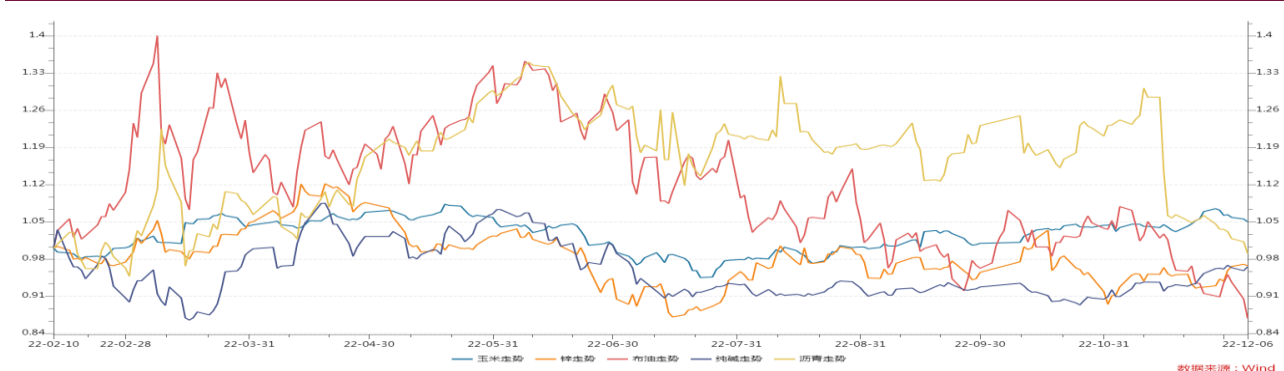
1.2 市场逻辑

1.2.1 地缘政治下的供应危机

大国博弈一直是影响大宗市场的重要因素，地缘政治是比较剧烈的一种，尤其是对国际定价品种而言。以往的大国博弈主要表现为贸易壁垒，如限制进出口或是提高关税等，其对大宗价格影响较为直接，路径短。但是 2022 年的俄乌冲突，其影响深远，路径复杂。

2022 年的大宗市场逻辑中，俄乌冲突是最重要的因素之一。其对商品市场的逻辑传导路径，主要有以下几种：一，供应收缩导致能源类工业品价格上行，这一阶段主要是原油和直接原油系化工品价格大幅上涨；二，能源（主要是天然气）紧张导致欧洲有色冶炼供应大幅收缩，如锌，铝等，但是这个交易持续性不佳，年内有 2 次脉冲式上涨；三，地缘冲突下，与俄乌供应相关的农产品（如玉米等）也有供应紧缩预期，二季度相关农产品涨幅很大；四，冲突衍生出的制裁，导致某些品种的可交割品骤减，市场发生挤仓事故，价格大幅波动；五，贸易壁垒和运输成本上升，带来进口商品的成本上行。

图 5 2022 年俄乌冲突逻辑下的品种走势（以 2 月 10 日为基准 1）



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

1.2.2 加息周期下的强美元与弱经济

商品市场上半年被俄乌冲突主导，下半年则进入了交易加息周期的时间，甚至一度交易经济衰退，市场在 6 月份剧烈下跌。

强美元支撑主要来自两方面，一是欧洲、英国和日本的经济较弱，尤其是欧洲在能源危机下，高通胀低增长；二是美联储的加息动作刺激市场，推动美元升值。相对于人民币也主要是内外疫情防控政策下的经济活力差异和内外货币政策差异导致的贬值。

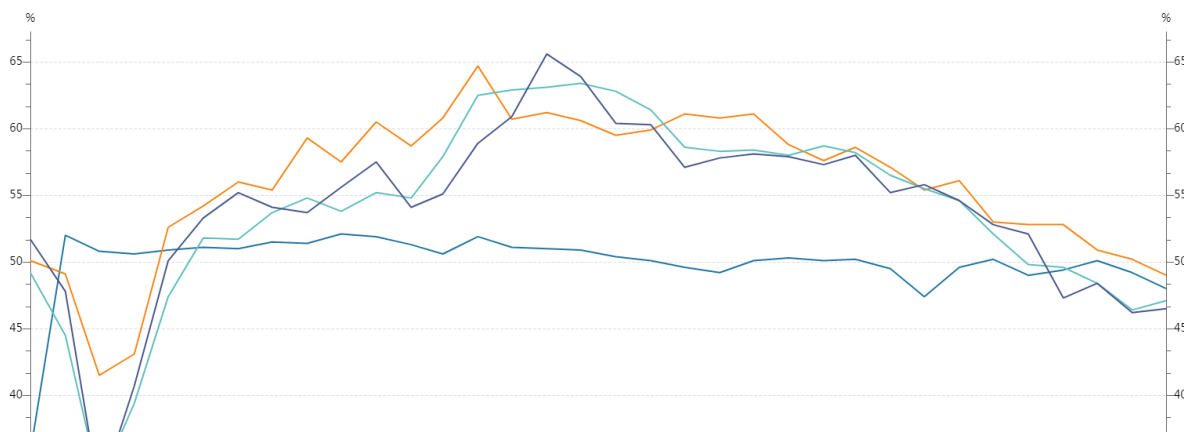
强美元除了在计价层面直接对商品产能压制外，也潜移默化地影响了全球需求，尤其是新兴市场需求，双重压制大宗价格。

1.2.3 疫情冲击下的内外分化

2022 年疫情反复，全球各经济体的疫情防控政策开始分化，欧美率先放开，其次是亚洲国家，最后是中国香港，直到最近大陆的防控政策也出现了很大的优化。

在 12 月以前，国内外的防控政策有明显的分化，国外的共存政策下，经历过阵痛之后，经济活动相对国内较好。当然，从趋势上看，海外经济也一直处于持续回落状态，目前尚未改变。

图 6 中美欧 PMI



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_50650

