内强外弱之势渐成——2023 年宏观和大宗商品行情展望

宏观·年度报告

2022 年 12 月 20 日 星期二

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫
投资咨询号：Z0013223
从业资格号：F3014717

核心逻辑

2022 年资本市场面临三重压力，一是，俄乌冲突带来长期的影响，加剧了逆全球化趋势和经济下行的压力；二是，面对历史级别的高通胀，各国央行快节奏大幅度地收紧货币政策，紧缩恐慌弥漫市场；三是，疫情不断复发、地产超预期下行等不利因素持续冲击国内经济，加剧了经济下行的压力。

展望 2023 年，海外经济大概率逐步滑向衰退，而国内经济将在内需引领下复苏，内强外弱之势渐成。

1）海外经济衰退渐行渐近。美联储放缓加息已成定局，并有望在 2023 年一季度达到本轮加息的终点，然而，这并不意味着危机已经解除，经济衰退或将成为市场不得不去面对的现实风险，一方面，由胀到滞的趋势性渐强，另一方面，加息的负面冲击也将滞后显现。

2）国内经济在内需引领下复苏。在海外经济下行的过程中，出口面临较大的压力，扩内需将成为政策发力的重点。现阶段防疫政策已然发生变化，并有望逐步恢复到正常的生产生活状态，消费料将逐步改善；地产也将在政策的全面呵护下加快企稳，基建和制造业依然是稳增长的主要担当。

3）大宗商品整体偏谨慎，品种间走势或分化。大宗商品具有较强的周期性特征，走势往往跟经济周期高度一致，在经济下行阶段表现较差，而在经济上行阶段表现较强。2023 年全球尤其是海外经济下行甚至陷入的衰退的风险依旧较大，商品需求将持续面临下行的压力。不过，随着国内防疫政策出现调整、稳增长政策加码，国内经济复苏的确定性较强，或能一定程度上抵消海外经济下行的压力。从供给端来看，近几年在高利润的驱动下，上游采矿行业的资本开支增长较快，产能将在未来两年逐步得到释放，大宗商品供给端面临的约束也将逐步减弱。因此，大宗商品中长期的走势依旧较为谨慎。当然，不同品种之间的走势将继续分化，其中主要靠内需驱动的商品表现或强于靠外需驱动的商品。

风险因素：疫情影响超预期、海外出现系统性风险

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

期市有风险，入市需谨慎

一、 大宗商品行情回顾

2022 年，大宗商品行情走势一波三折，大体上可以分为四个阶段：第一阶段，年初至 3 月份，大宗商品行情延续了去年 11 月以来的反弹走势，特别是 2 月份俄乌冲突升级后，能源、金属、农产品集体走高带动大宗商品指数加速上行；第二阶段，3 月中旬至 6 月中旬，受美联储加快加息缩表以及全球经济增速放缓的影响，大宗商品涨幅明显放缓，处于高位震荡；第三阶段，6 月中旬至 7 月中旬，受美联储激进加息以及欧美经济衰退预期的冲击，大宗商品价格大幅下跌；第四阶段，8 月以来，在多空因素的共同作用下，商品指数维持区间震荡。

图表 1：国贸商品综合指数

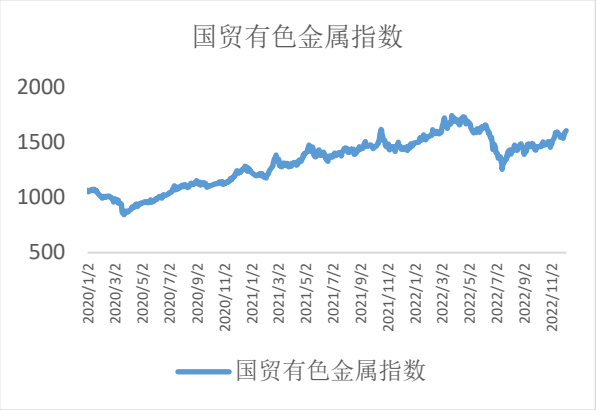
数据来源：国贸期货研究院

截至 12 月 5 日，国贸商品综合指数上涨 4.67%，其中工业品指数上涨 2.16%、农产品指数上涨 7.64%。

从细分板块来看，受供给端约束的影响，有色金属指数小幅上涨 7.27%；受国内疫情反复冲击，地产超预期走弱等因素影响，黑色商品指数下跌 5.78%；受俄乌冲突、美国抛储等因素的复合作用，能源价格先涨后跌，化工品则持续弱势，能源化工全年微幅上涨 0.76%；受俄乌冲突、极端天气等因素的影响，粮食危机深度演化，油脂油粕类指数全年大幅上涨 19.86%。

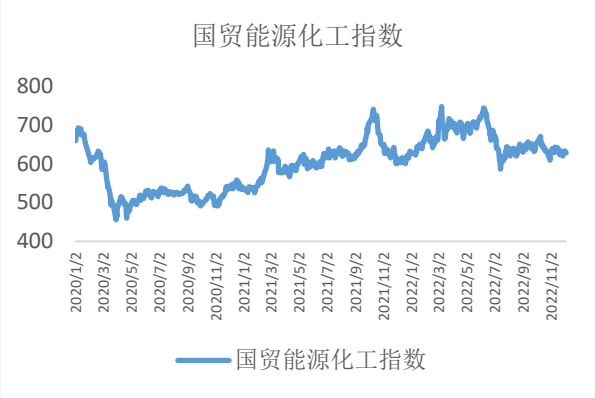
图表 2：国贸有色金属指数

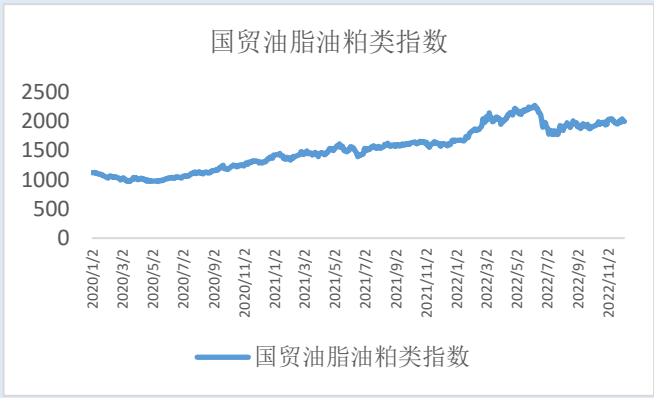
图表 3：国贸黑色商品指数



图表 4：国贸能源化工品指数

图表 5：国贸油脂油粕指数





数据来源：Wind

二、 宏观逻辑梳理

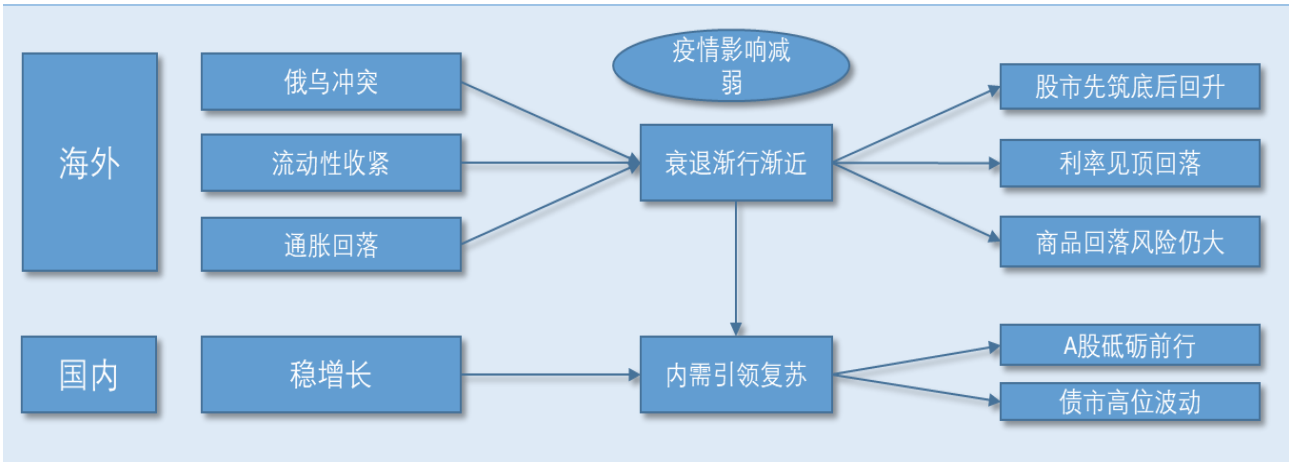
2022 年资本市场面临三重压力，一是，俄乌冲突带来长期的影响，加剧了逆全球化趋势和经济下行的压力；二是，面对历史级别的高通胀，各国央行快节奏大幅度地收紧货币政策，紧缩恐慌弥漫市场；三是，疫情不断复发、地产超预期下行等不利因素持续冲击国内经济，加剧了经济下行的压力。

展望 2023 年，有几个问题颇受关注，1）美联储加息何时结束？2）海外经济体会否陷入衰退？3）国内防疫政策如何调整？4）房地产行业能否企稳？

从海外层面来看，经济衰退渐行渐近。美联储放缓加息已成定局，并有望在 2023 年一季度达到本轮加息的终点，然而，这并不意味着危机已经解除，经济衰退或将成为市场不得不去面对的现实风险。那么，何时陷入衰退？衰退的幅度有多大？这些将成为市场未来交易的主要逻辑。

从国内角度来看，内需引领下的复苏。在海外经济下行的过程中，出口面临较大的压力，扩内需将成为政策发力的重点。现阶段防疫政策已然发生变化，并有望逐步恢复到正常的生产生活状态，消费料将逐步改善；房地产也将在政策的全面呵护下加快企稳复苏，基建和制造业依然是稳增长的主要担当。

图表 6：2023 年宏观逻辑梳理



数据来源：国贸期货研究院

三、 海外：衰退渐行渐近

3.1 俄乌冲突的影响长期化

1、俄乌冲突的根源

1）乌克兰未能遵守明斯克协议。2014 年 9 月在法、德居间斡旋下，俄、乌与顿内茨克、卢甘斯克等各方签署明斯克协议，允诺赋予乌东居民更大范围自治，但乌克兰始终没遵守，基辅方面甚至一再打压乌东的俄语居民，加剧了俄乌之间的不信任。

2）俄国想重建苏联，俄乌同源欲恢复往日荣耀。两国历史渊源已久，最早可回溯至 9 世纪，东斯拉夫人在基辅建立一个民族国家，这也是为何普京常称乌克兰与俄罗斯系出同源。因为系出同源，普京在恢复昔日苏联荣耀光景，时常将俄乌形容为“同一民族、同一整体”。在这样的历史背景下，乌克兰与西方越来越近，成了 2022 年俄乌冲突的最大导火索，让俄罗斯决定开战。

3）俄乌冲突的根源是北约东扩，压制了俄罗斯的生存空间。俄罗斯不满西方想要批准乌克兰加入北约的要求申请，加上乌克兰与北约成员国联合军演，刺痛俄罗斯的神经。一直以来，莫斯科视乌克兰为俄罗斯与北约的缓冲，不过，克里米亚在八年前被夺后，基辅将俄罗斯视为侵略者，俄罗斯则将西方对乌克兰的支持视为等同于北约再次东扩。

图表 7：北约东扩挤压俄罗斯战略空间

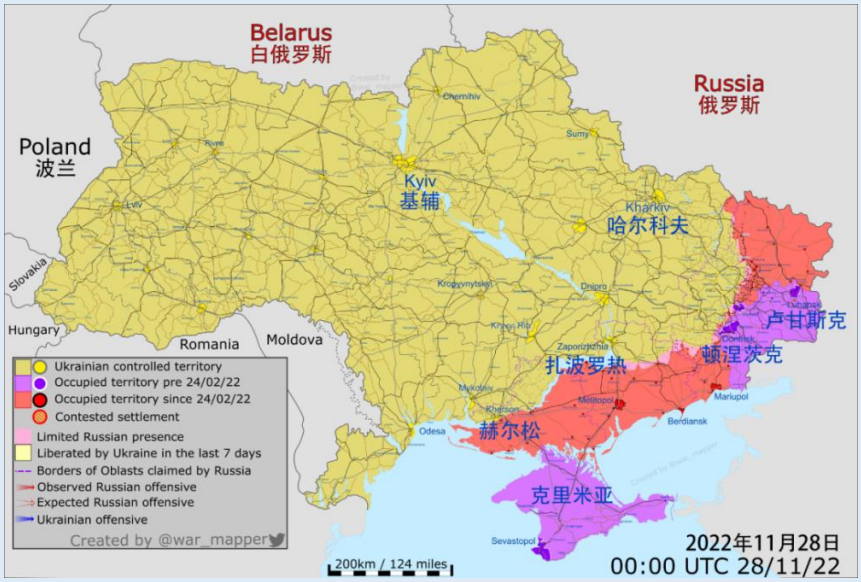
数据来源：网上公开资料

2、俄乌冲突双方陷入新的对峙

俄罗斯宣布并完成了部分战争动员，同时，卢甘斯克、顿涅茨克、赫尔松和扎波罗热等四个地区的亲俄政权一起举行公投后正式加入俄罗斯。作为回应，乌克兰政府宣布通过快速通道申请加入北约，并签署法案拒绝与普京进行谈判。西方国家一方面加大对乌克兰的支持力度，另一方面加大对俄罗斯的制裁。乌克兰当前对和谈的态度比较冷淡。

不过，以下几点将成为未来可能变局的点，促使双方由战争走向和谈。1）受西方国家集体制裁和战局不利的影响，俄罗斯逐渐力不从心，和谈意愿增加。2）中期选举结束，美国出现了国会分裂的情况，共和党控制的众议院表示将减少甚至暂停对乌克兰的援助。3）欧洲多国出现“乌克兰疲劳”，经济和能源危机或瓦解援乌共识。

图表 8：俄乌双方陷入新的对峙



数据来源：网络公开资料

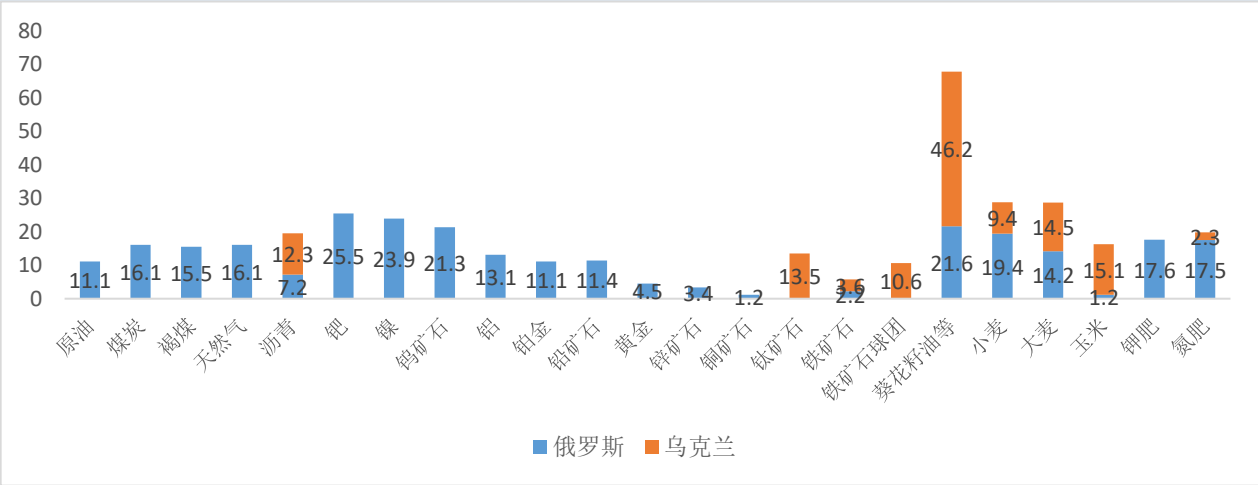
3、俄乌冲突的影响长期化

目前，冲突双方以及背后的利益方仍在不断博弈，对经济和金融市场的影响还远未消退。

1）逆全球化趋势进一步加剧。俄乌冲突和西方制裁导致俄乌主产的商品供应中断，使得逆全球化趋势进一步加剧，并演变成全球性的能源危机和粮食危机。此外，必须高度关注俄乌冲突造成的次生灾害，如能源和粮食高度依赖进口的国家将面临更大的经济和金融风险。

2）全球经济将进一步放缓。俄乌冲突的第二个长期影响是全球性的经济下行，供应链中断和高通胀对经济的负面冲击开始逐步显现。世界银行、IMF 以及 OECD 多次下调全球增速目标。

图表 9：俄乌主要商品占全球出口份额（%）



数据来源：Wind

3.2 高通胀的一些解释

今年以来，全球主要经济体普遍面临高通胀的压力，针对高通胀形成的原因，有以下几种解释：

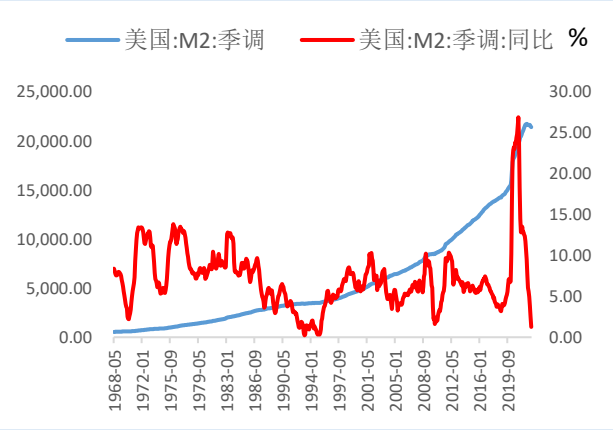
1、逆全球化趋势加剧。2016 年英国脱欧、2018 年中美贸易战、2020 年新冠疫情、2022 年俄乌冲突，表现出了逆全球化的趋势，这种趋势下，生产要素的流通受限。

2、老龄化叠加疫情的影响导致生产效率下降。随着全球多国老龄化的加剧，社会生产效率走低。同时，在疫情环境下，企业需要花费更多资源用于确保员工健康、工作场所清洁、供应链稳定等，这些活动创造的价值更低，从而对应更低的生产效率。

3、更为直接的因素在于，疫情发生后主要经济体采取大规模的财政和货币政策刺激，出现了货币超发的现象，且在疫后经济复苏过程中，需求端的恢复明显快于供给端的恢复。

图表 10：劳动生产率下降

图表 11：美国货币超发



数据来源：Wind

3.3 美联储加息何时休？

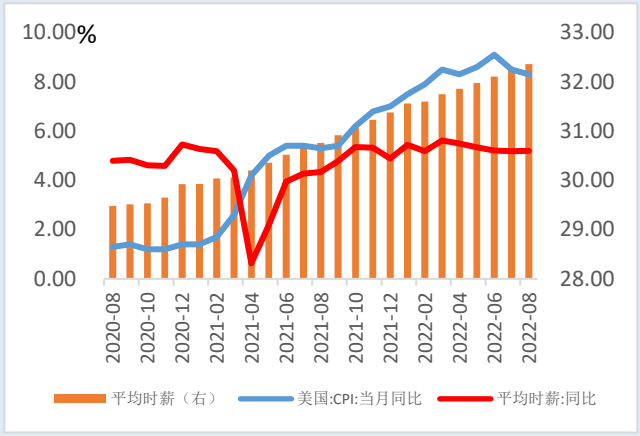
1、美国面临的滞胀环境

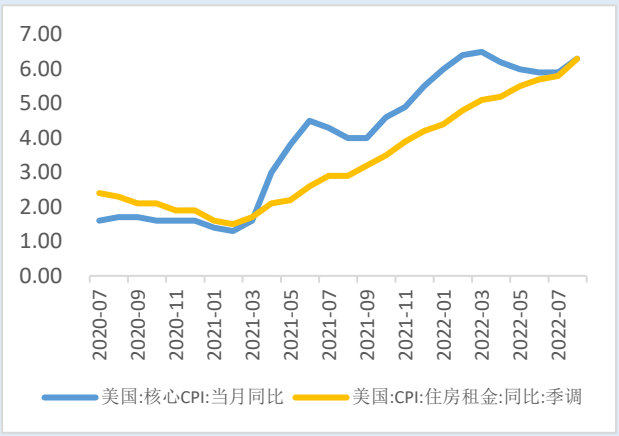
1）美国的通胀粘性。今年以来，疫情对生产、消费约束减弱，服务业就业持续转好，失业率已经降至疫情前水平，但劳动参与率未完全恢复，导致“工资-通胀”螺旋式上升。未来随着基数的抬升，美国通胀将逐步回落，但仍需警惕通胀粘性。

2）美国由胀带来滞的趋势性逐渐增强。通胀粘性和紧缩持续的约束下，部分影响了居民消费和信心。高通胀持续削弱消费者信心，成本快速抬升，居民的可选消费压力增加，例如，作为原油消费大国，原油价格的快速上涨给居民带来了较大的压力。加息导致股市大跌，居民财富缩水，进一步打击了居民的消费意愿和消费能力。

图表 12：美国工资-通胀螺旋式上升

图表 13：美国通胀的高粘性





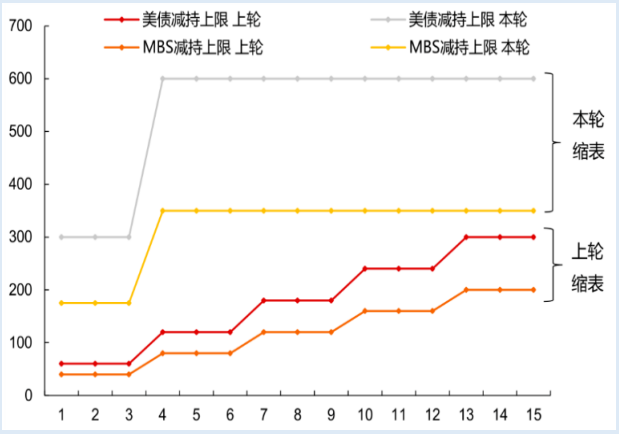
数据来源：Wind

2、美联储保持快节奏的加息

美联储为对抗通胀保持较快的加息节奏。美联储下定为了对抗通胀而不惜代价的决心，并做好了经济下行和失业率上升的准备，自 3 月份首次加息以来，累计加息 425BP（3 月、5 月、6 月、7 月、9 月、11 月、12 月分别加息 25BP、50BP、75BP、75BP、75BP、75BP、50BP），联邦基金目标利率从 0-0.25%升至 4.25%-4.50%。

图表 14：美国联邦基金目标利率

图表 15：美联储缩表上限对比（亿美元，横轴表示缩表开始后的第 X 月）



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_50838