

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

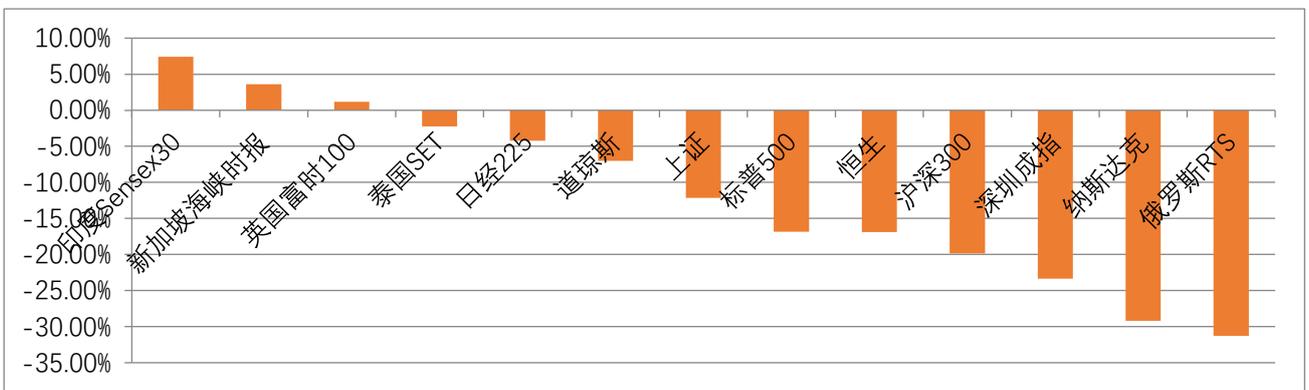
1 2022 年资本市场表现内外相对独立

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）

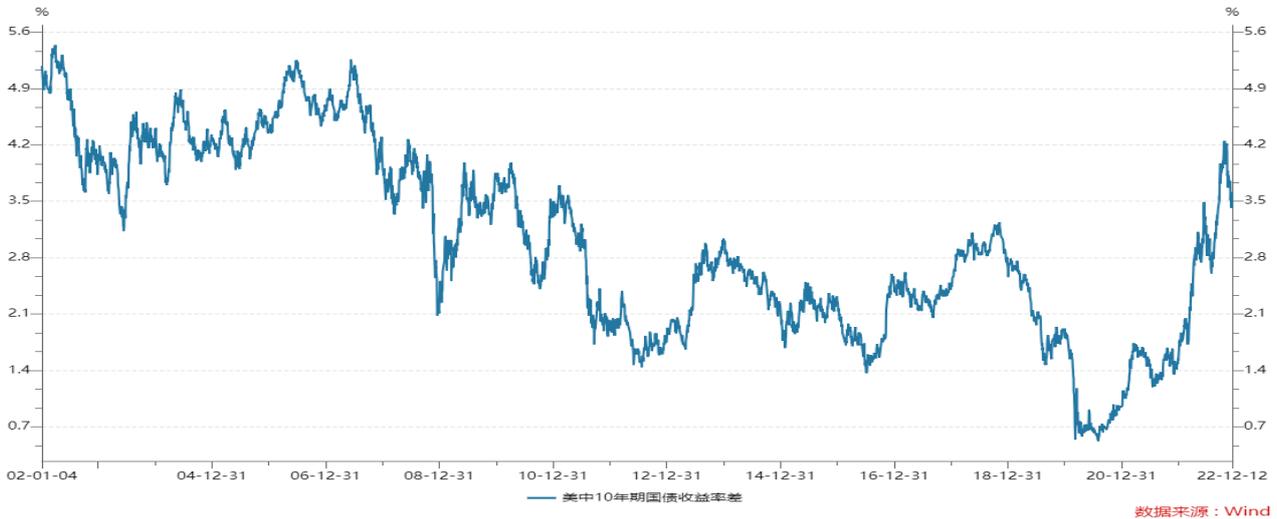


数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

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

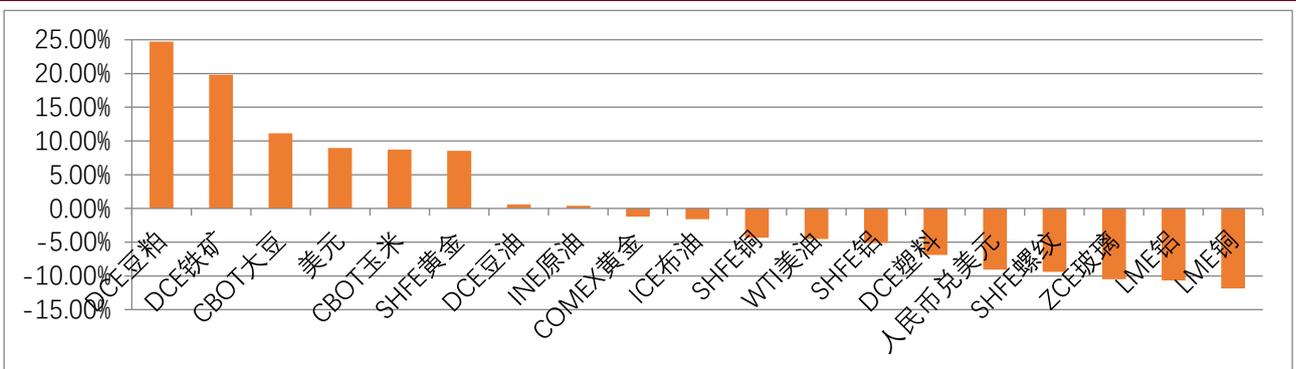
大宗市场先涨后跌，工业品大多以收跌为主，农产品表现偏强，同时还表现为国内强于国外，内外价差收敛。

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

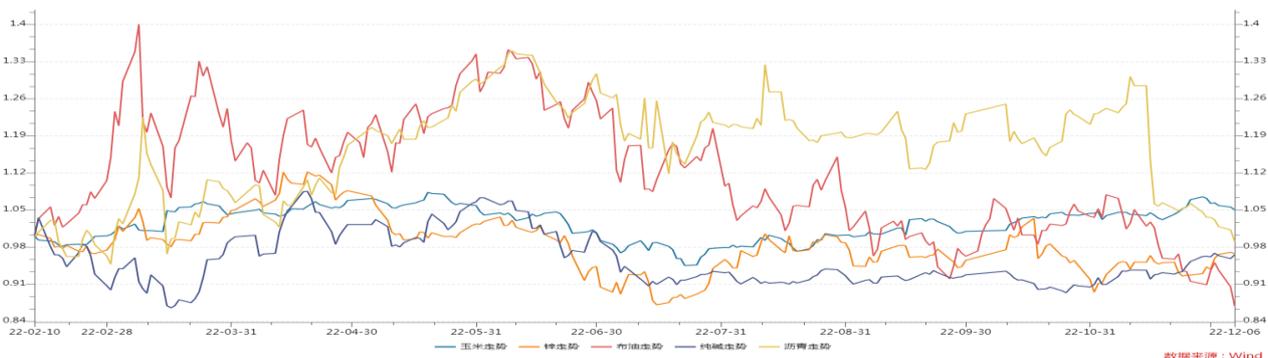
1.2 市场逻辑

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。

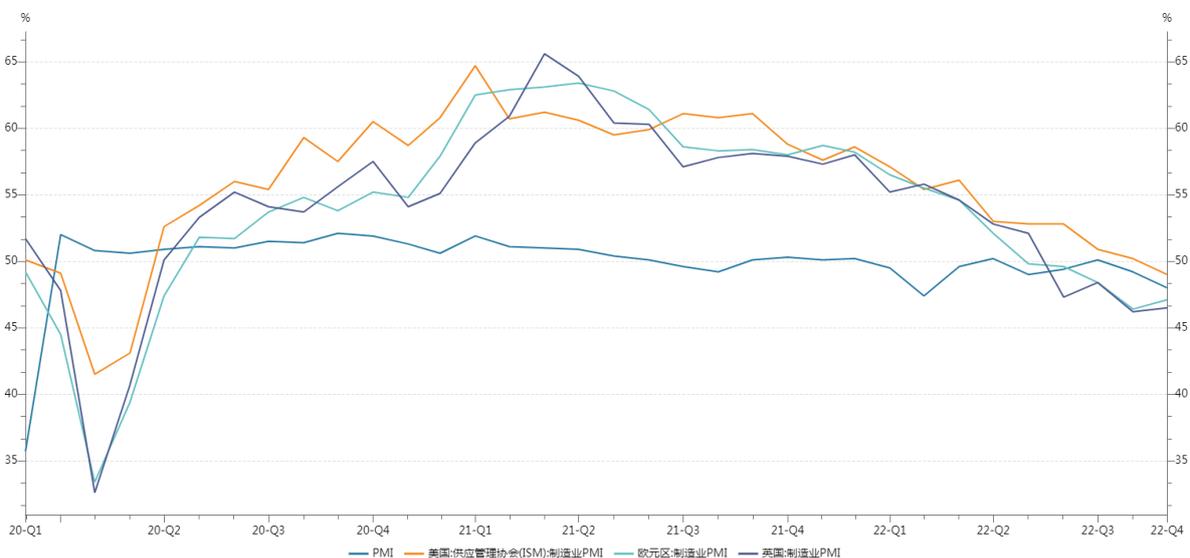
强美元除了在计价层面直接对商品产能压制外，也潜移默化地影响了全球需求，尤其是新兴市场需求，双重压制大宗价格。

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



数据来源: Wind

数据来源: Wind、宝城期货金融研究所

而国内在出口下降，消费降级的背景下，地产和基建又无法给经济以支持，国内定价品种整体都很弱。不过进口（与疫情相关）和行业保供稳价推动了价格脉冲式上涨，煤就是最具代表性的品种之一。

2 内外宏观剪刀差收缩

2.1 美国经济或放缓

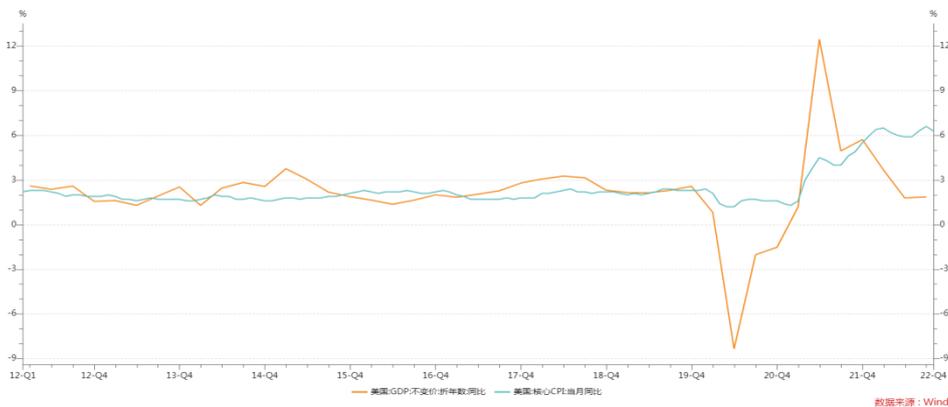
2.1.1 美元或见顶，但或维持或高位震荡

虽然市场普遍预期美国经济可能衰退，但从实际数据看，虽然美国经济确实增长放缓，但是其绝对水平并不差，依然维持在疫情之前的水平。更需要关注的可能是美国的通胀压力，高需求和低供给是高通胀的根源，要想改变现状，改变短期需求更能立竿见影。而美国中期选举之后，分裂的国会令财政政策发挥受限，经济软着陆难度增加。

然而，美国的通胀似乎难以快速见效，这也掣肘了美联储的加息。美国房价高位，供应恢复缓慢，劳动力市场紧张等因素或将美国通胀维持在相对高位。而美联储当前的首要目标是控制通胀，这将给加息足够的动力。

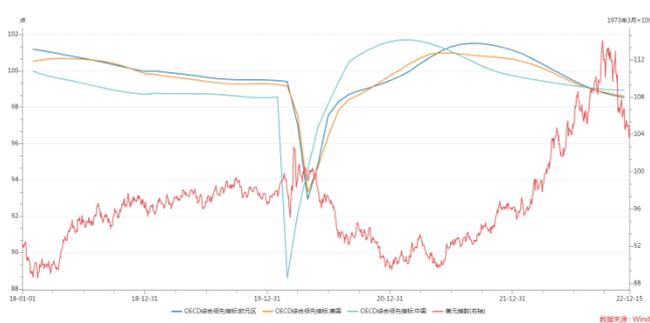
2022 年四季度出现过美元相对欧元、英镑等升值，但是相对人民币贬值的情况，这样的情况或许在 2023 年会继续出现。主要因素是中国经济的探底回升，或带动人民币相对美元走强。

图 7 美国经济与通胀



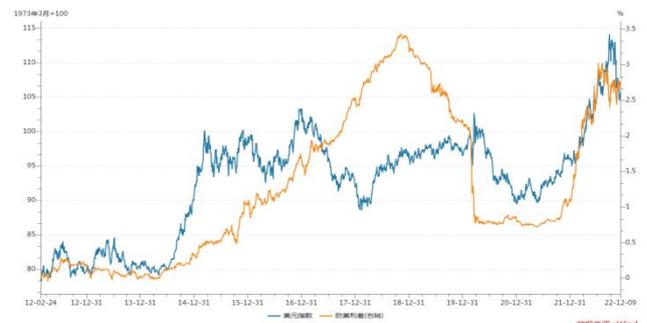
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 8 美元与中欧经济



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 9 欧美利差收窄



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

2.1.2 美国衰退与美国对外策略

美国经济大概率走向衰退：首先，居民消费扩张主要受益于金融资产和房地产价值带来的财富效应，而这个效应在 2023 年将引起负反馈；其次，高利率之下，居民的消费能力下降；从地产投资上看，同样受到高利率的压制，料 2023 年地产投资下行；对于企业而言，融资难度增加，抑制企业资本开支。

同时美国还要驯服通胀，加息、通胀和经济三者之间阶段性的权衡对于市场的节奏影响很大。何时开始着陆，软着陆还是硬着陆？其中一个很重要的问题是美国的劳动力能多快、多大程度地回到岗位上。事实上，美国劳动力不足的问题在短期难以解决，那么在这样的背景下去强制控通胀，可能带来经济的较大幅度下滑。

历史经验上看，在全球经济不佳的时候，美国使用手段打压其他经济体的概率偏高。2023 年全球疫情防控政策几乎都不像 2022 年了，放开或有条件的放开是主流，那么全球的经济有了复苏的前提条件。尤其对于中国而言，中国经济“利空出尽”，而美国经济“利多出尽”，这种劈叉大概率会比较艰难。2023 年美国可能用地缘政治或贸易壁垒的手段打压其他经济体，以此来抑制其他经济体的复苏进程。

2.2 国内经济缓慢复苏

国内经济很明确，坚持国内大循环，做好国际国内双循环。地产和消费是国内大循环的核心，近期的“保交楼”，信贷政策等都是非常积极的信号，意义大于实质，是一种刺激经济复苏的强烈态度和期望。但是不可回避的现实是，实体依然比较孱弱，加上疫情或带来一波阵痛，民众情绪上存在一个观望期，所以复苏可能会比较曲折、缓慢。

2.2.1 地产基建企稳，但仍较弱

地产和基建对中国经济有重大的直接影响，2022 年在政策上已经有积极的转变，但是不宜过度乐观，有所改善还是可期的。

对于房地产而言，重心还是“保交楼”。房地产景气度下行已经持续了近两年时间，不少房企也出现了信用问题，还发生了断贷等事件，但是这一切在“保交楼”之后出现明显转机。但对于房地产的期望不能过高，在中短期之内，地产融资环境以及销售端的低迷难以立竿见影地改善，这将是一个缓和而漫长的过程。

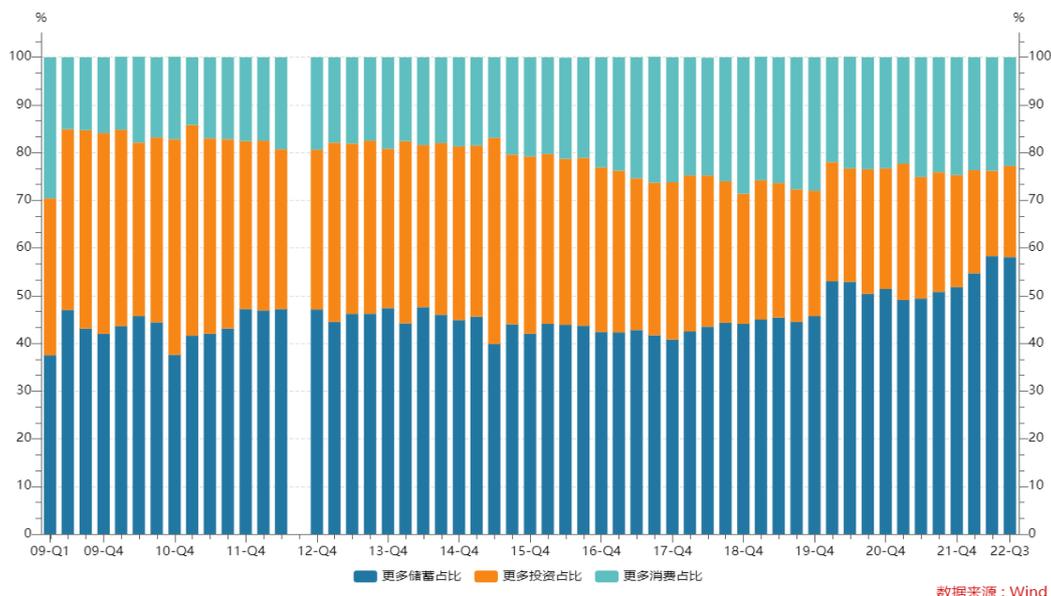
从数据上看，2022 年基建投资势头良好，预计全年同比能保持 10% 以上的投资增速。预计 2023 年基建会是稳增长的重要抓手之一，但基建投资也会遇到资金方面的问题：民间投资的热情有待提升，土地市场偏冷又压制了地方政府的投资能力。且看专项债和政策性金融工具上是否有较大力度的支持。

2.2.2 消费或是一个亮点

疫情期间国内的消费也出现了大幅下滑，2023年预计会有一定改善。12月政治局会议提到了发挥消费的基础性作用，这就意味着要努力去补消费的“短板”。虽然疫情政策优化给市场带来信心，但这需要一个过程，而且居民的消费能力确实下降了。预计未来或通过普惠性发放消费券或是出台相关优惠政策来刺激消费。

疫情后各地方政府已经出台过不少刺激消费的政策，主要为发放消费券，在汽车和家电等领域也有刺激消费政策出台，有一定成效，但是相对有限。数据上看，防控政策优化已经改善了消费，餐饮经营趋势向好。在疫情影响下，为了增加抗风险能力，居民储蓄率上升，这也为后续居民消费支出蓄积了力量。疫情期间被压抑的消费欲望或在2023年得以释放，旅游、餐饮等消费上一个台阶。

图 10 国内储蓄情绪提升



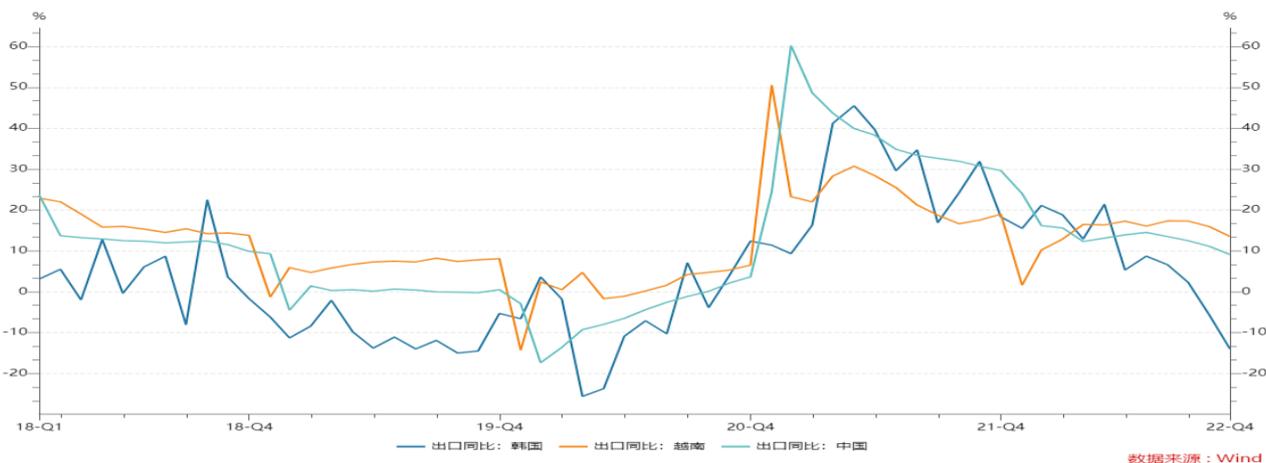
数据来源：Wind

数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

2.2.3 出口继续下行

疫情之后中国出口的强劲主要来源于国内疫情防控政策下，生产最大程度降低影响，中国承接了欧美等其他经济体的基础制造。但是目前这个情况在慢慢改变，一方面是欧美自身制造的复苏，另一方面是越南等国家对于全球制造业的承接。

图 11 相关国家出口情况



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

展望 2023 年全球经济增速进一步下行，全球贸易或继续收缩，中国出口大概率下降。疫情后主要出口商品为防疫物资、耐用品、生产设备与零部件、生产资料与出行消费品。随着疫情对经济，尤其是海外经济冲击的逐步弱化，中国出口必然出现明显的下行。同时，在全球经济走弱的背景下，外需下行也导致我国出口或出现明显的走低。

2.2.4 疫情与经济复苏节奏

中国在 12 月份对疫情防控政策作了优化，参照日韩以及港台的经验，首先会有一个阵痛期，也是普通民众的一个观察期，然后经济才慢慢活跃。

相对于国外而言，中国的情况或许会比当时国外表现更好，主要有四个原因：一是中国前期的“动态清零”政策抑制了部分经济活力，现在优化政策后，大量的打工族将开启积极的打工模式，很强劲地激发经济活力；二是目前中国处于短期经济底部，基数低增长快，而当时国外虽然疫情管控放开，但是在俄乌冲突和加息影响下，经济活力并不好；三是国内地产放松支撑相关行业复苏，这是系统性的动能；四是国内货币政策财政政策或有继续发力的动能。

3 商品市场逻辑从宏观逐步转移到中观

3.1 2022 年市场表现

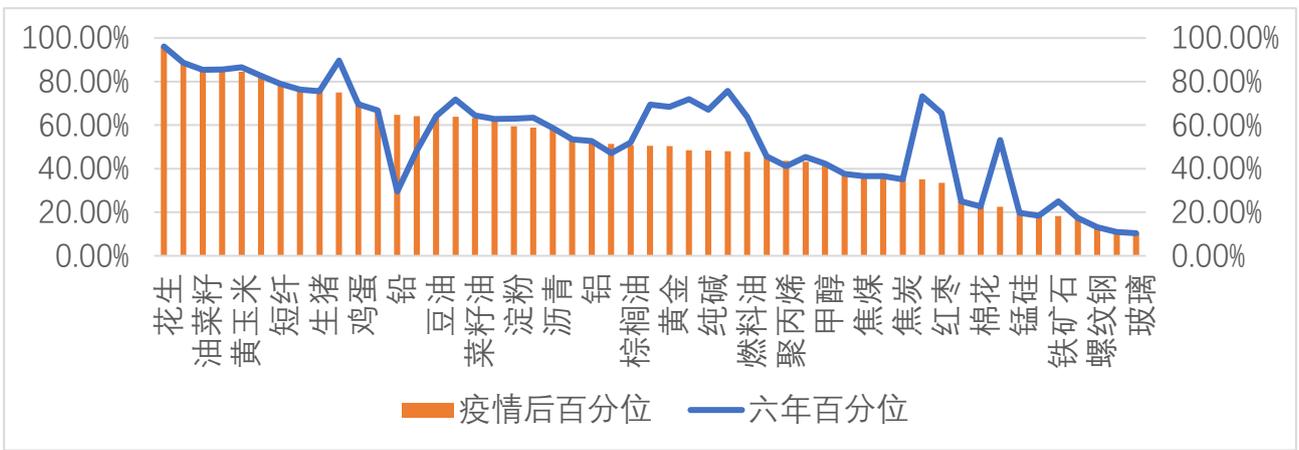
3.1.1 绝对价格分位数低

大宗商品价格经过一年的冷静（去流动性宽松带来的溢价以及供应紧缺带来的溢价），价格已经处于相对低位水平。以当前价格对比 2020 年 4 月初来看，部分品种已经接近当时水平。

分板块来看，农产品价格整体还在高位，工业品价格下行比较明显。工业品中，国际定价的品种相对国内定价品种强势，其中跟地产相关的板块走势最

弱。化工板块在需求的低迷和成本的高企间反复博弈，重心下行，跌幅居中。内外定价权品种走势分化主要是两方面原因：一是汇率问题，二是内外经济基本面有差异。

图 12 商品价格分位数

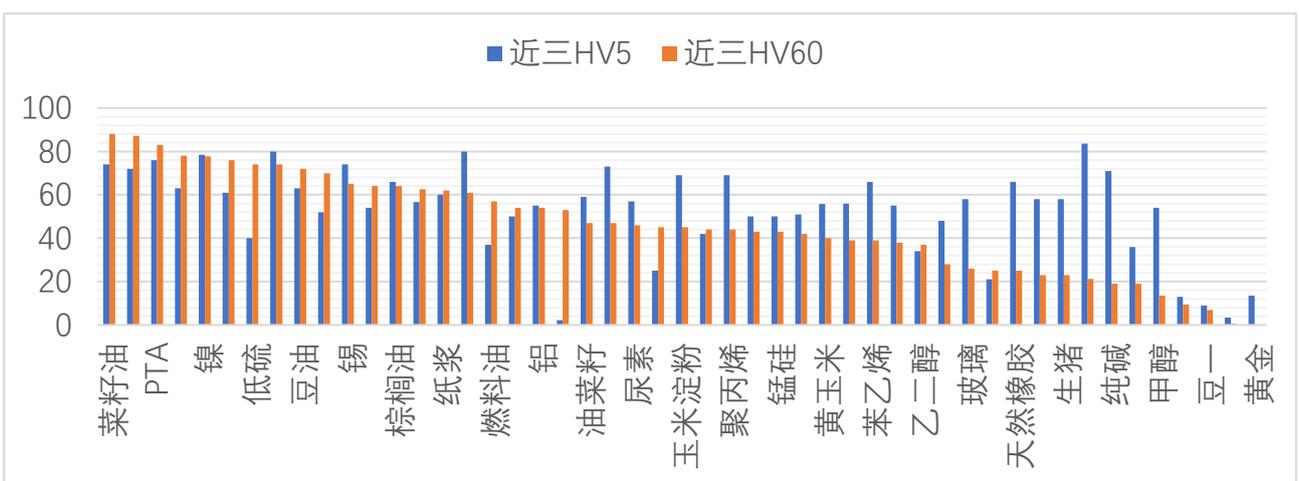


数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

3.1.2 波动率走低

从历史波动率的分位数来看，大多品种已经处于近三年的中低位水平。其中最突出的是煤化工，整体波动率处于近三年的低位区间。主要原因如前文所说，其成本有支撑，需求有拖累，而且矛盾都不突出，逻辑难以与资金形成稳定的传导，出现共振。类似的情况在其他板块也出现，如有色板块，在汇率和低库存的博弈中飘摇。波动率走低意味着矛盾的钝化，资金的冷场。

图 13 商品波动率



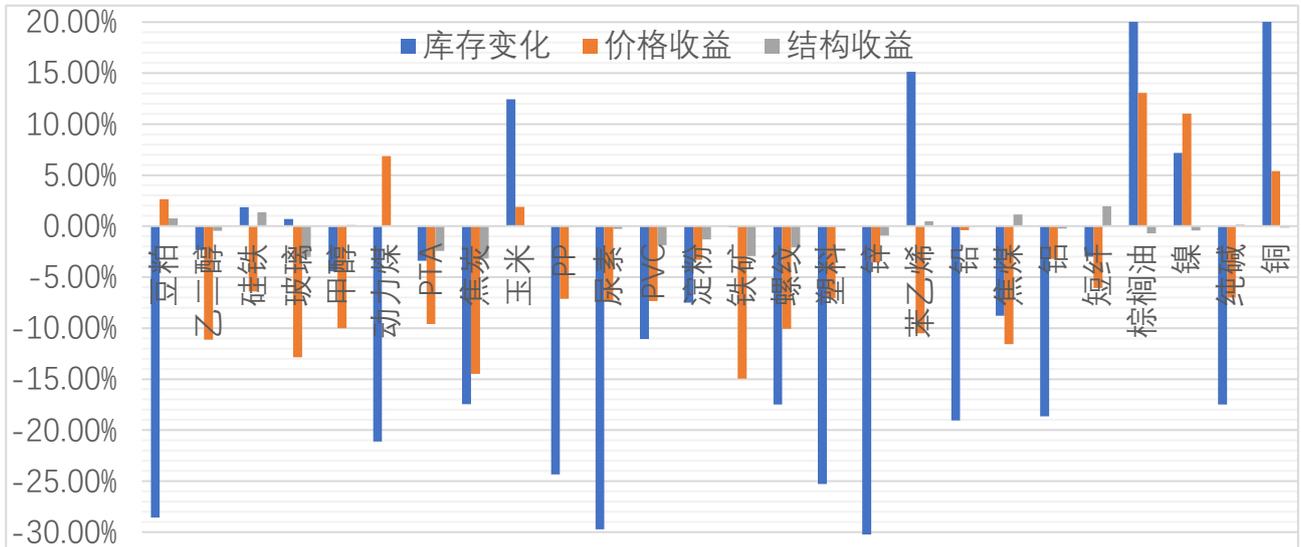
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

3.1.3 失效的估值、库存等或重新驱动价格

2022 年商品市场还有一个重要的特征是宏观驱动主导市场，产业驱动长期失效。具体表现到指标上有这几个特征：一是低利润，负利润持续时间很长，

对价格完全没有支撑；二是低库存或是去库存不能支撑价格，甚至不能扭转市场结构；三是在中短期，品种间的产业强弱抵不过资金的偏好，资金短期定价能力强，当然，这也从侧面说明产业驱动孱弱。

图 14 商品库存、价格与结构



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

3.1.4 宏观资金主导市场

从场内的资金属性来看，今年宏观资金的定价能力很强。从席位特征上看，各大高持仓品种的前五名净持仓均是券商系背景的席位为主，且这些席位净持仓的增减情况与行情走势高度一致。当然，如前文所说，逻辑端来看，产业上的库存、利润等指标都失效，而汇率，加息节奏等宏观指标对于行情的节奏影响却非常明显。

3.2 2023 年板块继续分化，产业逻辑或逐步主导市场

2022 年是宏观主导市场的一年，主要逻辑线有三：俄乌冲突，美联储加息，疫情防控。在此之下还有细化的逻辑，比如俄乌冲突衍生出的能源供应紧缺，农产品种植受影响，工业冶炼成本抬升，对俄相关商品制裁引发个别品种挤仓，欧美高通胀，加息下的美元走强，大宗承压，美国经济有衰退预期，国内经济疲软，地产低迷等。这导致了商品的内外分化，板块间分化。

2023 年大宗各板块或继续分化，但这种分化与 2022 年不同。2022 年是基于同一宏观逻辑对不同板块的影响路径和方式不同，而 2023 年宏观影响将慢慢弱化，是各个大宗板块自身基本面发挥作用的一年，由于其自身基本面的强弱而分化。

当然不可避免的一个共性问题，先作回答——加息节奏放缓后对大宗的整体影响如何？我们先看下面的表：

图 15 美元高点与大宗走势

大跌起始时间	美元指数峰值	后一年跌幅%	原油后一年波动%	黄金后一年波动%	有色后一年波动%
97.8.6	101.39	-0.3	-34.3	-9.8	-31
98.8.26	102.57	-1.3	64.5	-10.3	5.6
01.7.5	120.9	-10.9	-0.4	17.4	-2.4
05.11.16	91.31	-7.4	4.5	29	80
09.3.5	89.63	-9.7	83.1	21.6	86
10.6.7	88.45	-16.8	61.9	24.6	39
16.12.28	103.3	-10.4	18.7	13.4	27
20.3.20	102.48	-10.6	139.2	16.5	57.5

数据来源：Wind、文华财经、宝城期货金融研究所

可以看到大多时间里，伴随着美元的下跌，最终大宗都会走出一波涨势，但是从节奏上看，还是存在一定的滞后性的，且不同大宗对于美元的反应程度不一样。当然，这也与当年的经济情况有很大关系，这里只是作一个简单的统计。2023 年美元或难走高，但是也难以看到趋势下跌，如前文所述，我们的判断是高位震荡，对大宗有一定利多，但不宜过分乐观。

3.2.1 期指

展望 2023 年，A 股估值整体或修复性上行。上行的动能主要来自三个方面：一是美联储加息节奏放缓，美元或面临周期拐点，资金外流，A 股成为很好的投资标的；二是中国疫情防控政策优化，经济走入复苏通道，随之或有配套的政策刺激经济，给 A 股带来基本面动能；三是 2022 年政策节奏上已经开始加大对地产行业的支持，虽然只托不举，但是从 2022 年的低谷回升，也会带动一系列相关产业的回暖。

从波动率上看，股指期货目前也处于相对低位水平，未来或有波动率走高的机会。可以尝试利用期权构建价差策略做多。

3.2.2 国债

2023 年债市或呈现高波动的状态，主要因为经济本身的节奏和政策的节奏会交错着冲击市场，但整体应该上行。

首先从明年的经济基本面来看，正如上文所述，应该是逐步触底回升的状态。其次要看政策节奏，2022 年虽然有积极的货币政策和财政政策出台，但是整体还是偏稳健的，且 2022 年实体确实有很多现实的问题。2023 年在防控政策优化后，政策的刺激效果会更加明显、有效，在经济内在活力逐步释放时，辅以财政政策和货币政策，加速国内经济复苏。总体来看，债市利率有下行动能。

3.2.3 贵金属上行

2023 年对于贵金属而言，是利空出尽的开始。2022 年在强美元压制下，贵金属一路下行，一直到 11 月份触底反弹。当然期间由于人民币贬值，国内黄金走势强于国外。黄金和白银的投机净多持仓也一直在减，金融属性利空很明显。纵然在这样的背景下，贵金属也没有萎靡不振，尤其是白银 9 月份就开始反弹，从 4100 点反弹到目前 5400 点左右。

2023 年在美元相对走弱背景下，贵金属或持续反弹，相对而言白银作为多头更佳。主要因：一，金银比价低位，白银有估值优势；二，历史波动率上看，白银弹性更好；三，白银的工业属性强于黄金，经济复苏带来的工业需求会使白银走强。

3.2.4 有色分化，整体上行

2022 年有色的核心驱动有三：一是俄乌冲突下的能源危机，引申出了冶炼厂的供应缩减；二是人民币贬值形成的内强外弱格局，三是普遍低库存导致了有色的强势结构。

2023 年有色板块的主要逻辑或回到国内的产业层面，尤其是需求端向上的边际动能。供应端也要提防海外矿端的贸易政策是否有变化，如前段时间印尼考虑对所有矿产资源限制出口，类似的突发政策可能会加大市场的供需矛盾。当然，也要考虑美元高位震荡，汇率端在计价上对国内有色会有一定压制，但不是主流影响。

3.2.5 黑色或宽幅震荡

2023 年黑色板块或是宽幅震荡的一年，反复在现实与预期之间切换。

从预期层面来讲，对地产的维稳，包括“保交楼”，房贷政策等都给了市场很大的预期，并且已经在一定程度上计价。2023 年可能还会有积极的政策出台稳定房地产，对黑色板块形成脉冲式利多。

从现实层面来讲，一个是地产的现实问题，短期解决不了，行业融资困难，居民消费欲望减弱；另一个是监管必然会跟上，一旦价格出现非理性波动，那么对孱弱的地产产业会形成打压。

3.2.6 化工或呈现“V”走势

化工会慢慢摆脱原油的牵引，回归到产业的供需上来，成本逻辑会慢慢淡化。当然，相对而言，煤化工会比油化工更独立，固体化工会比液体化工更独立。

关注 2 个主要信号，一是产业估值有没有修复的动能，最具代表性的是乙二醇，长期亏损，大幅亏损；一是库存能否带动价格跟随变动。一旦这 2 个信号出现，那么产业交易的机会就来了。

从趋势上来看，化工也会筑底反弹，先探底再回升，呈现“V”走势。如果产业逻辑主导价格，那么对冲策略或是最佳的，因为 2023 年化工品之间的强弱会比较分明。油化工是枭雄末路，煤化工将理性回归。

3.2.7 农产品主要背靠基差和库存操作

2022 年油脂油料市场是农产品中波动最亮眼的版块，包括豆粽价差也走出了波澜壮阔的反转。

2023 年油脂走势或较为复杂，产业面并不乐观，但是整体商品情绪向上，油脂油料或在供需之间反复博弈。从策略上看，可以考虑背靠基差和库存来进行对冲或展期，类似于 2022 年四季度的操作。

4 结论

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。

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，以前现实矛盾的复杂性，市场或先抑后扬。

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）

获取每日期货策略推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在

免责条款

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。