

# 内强外弱之势渐成——2023 年宏观和大宗商品行情展望

## 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

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

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



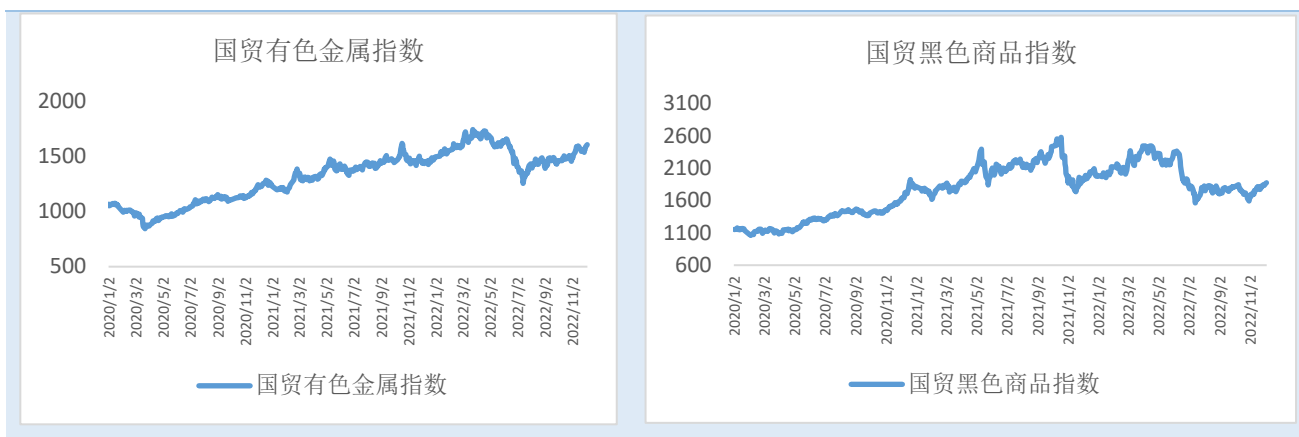
数据来源：国贸期货研究院

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%。

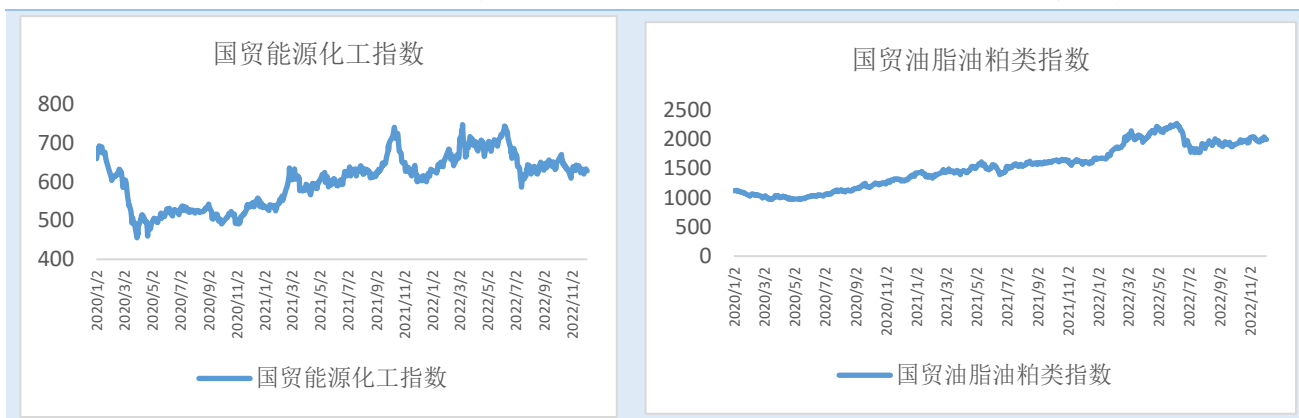
图表 2：国贸有色金属指数

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

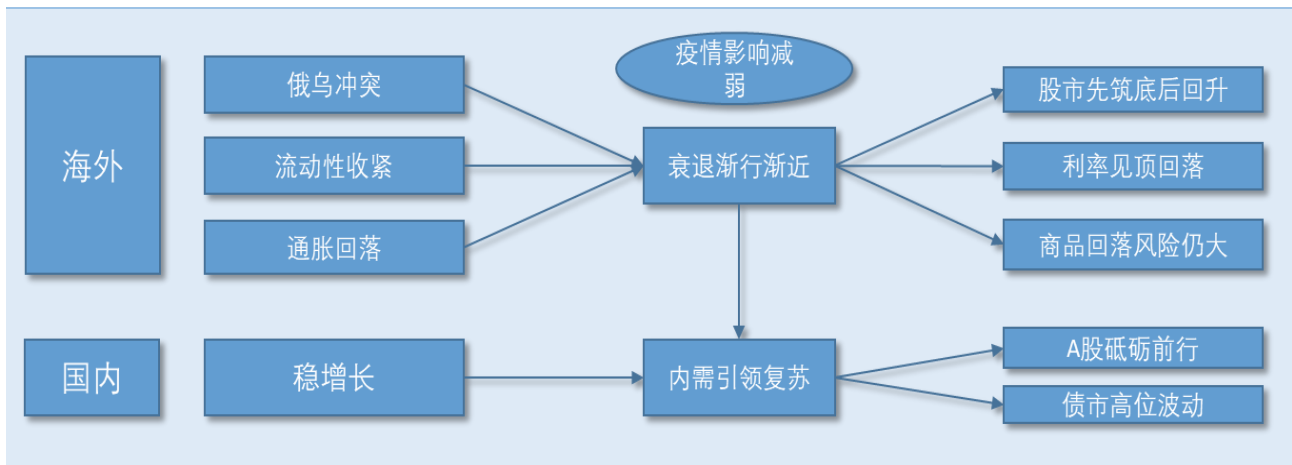
2022 年资本市场面临三重压力，一是，俄乌冲突带来长期的影响，加剧了逆全球化趋势和经济下行的压力；二是，面对历史级别的高通胀，各国央行快节奏大幅度地收紧货币政策，紧缩恐慌弥漫市场；三是，疫情不断复发、地产超预期下行等不利因素持续冲击国内经济，加剧了经济下行的压力。

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远，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



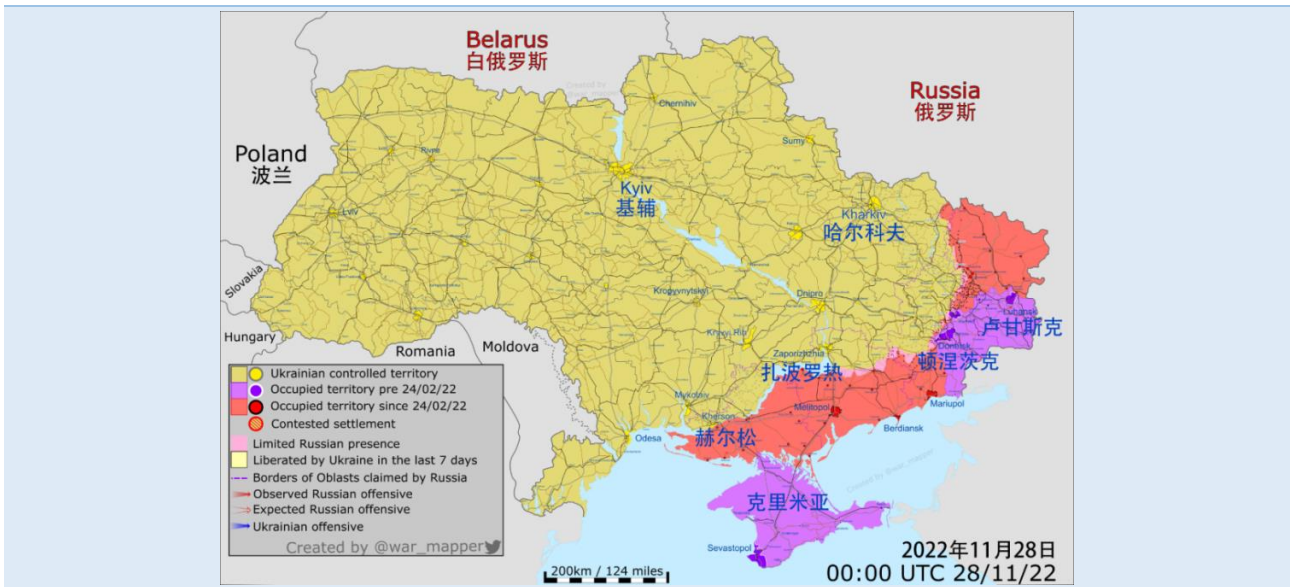
数据来源：网上公开资料

## 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

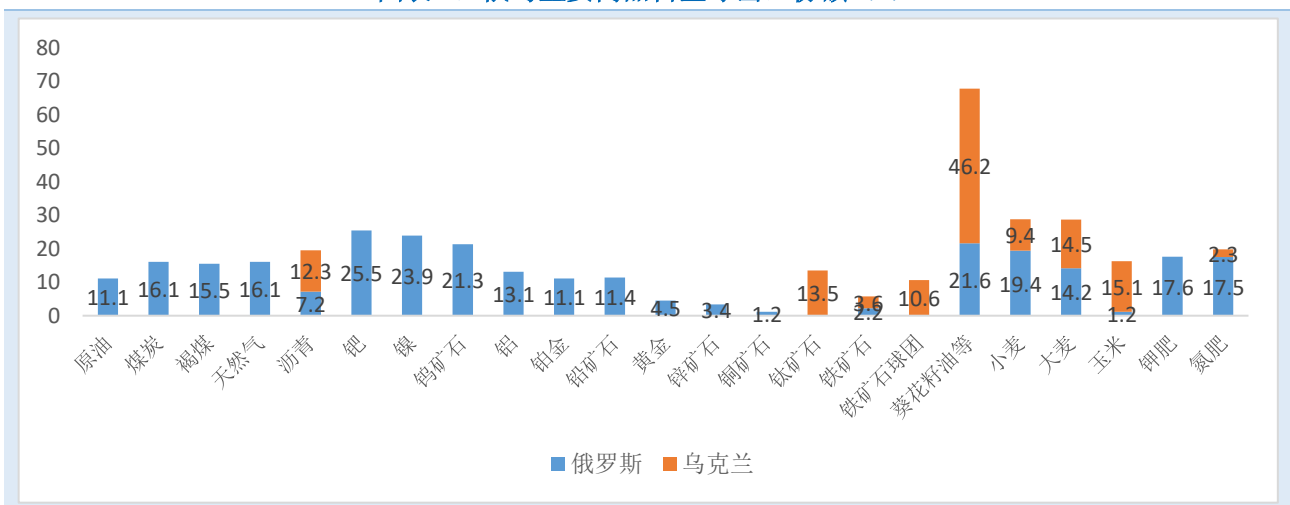
### 3、俄乌冲突的影响长期化

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。

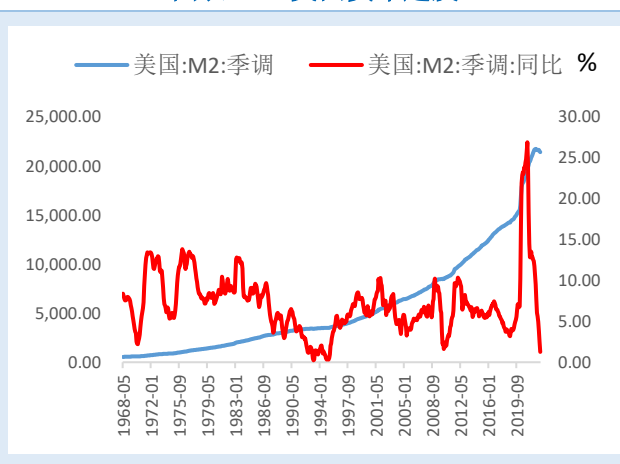
2、**老龄化叠加疫情的影响导致生产效率下降**。随着全球多国老龄化的加剧，社会生产效率走低。同时，在疫情环境下，企业需要花费更多资源用于确保员工健康、工作场所清洁、供应链稳定等，这些活动创造的价值更低，从而对应更低的生产效率。

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？

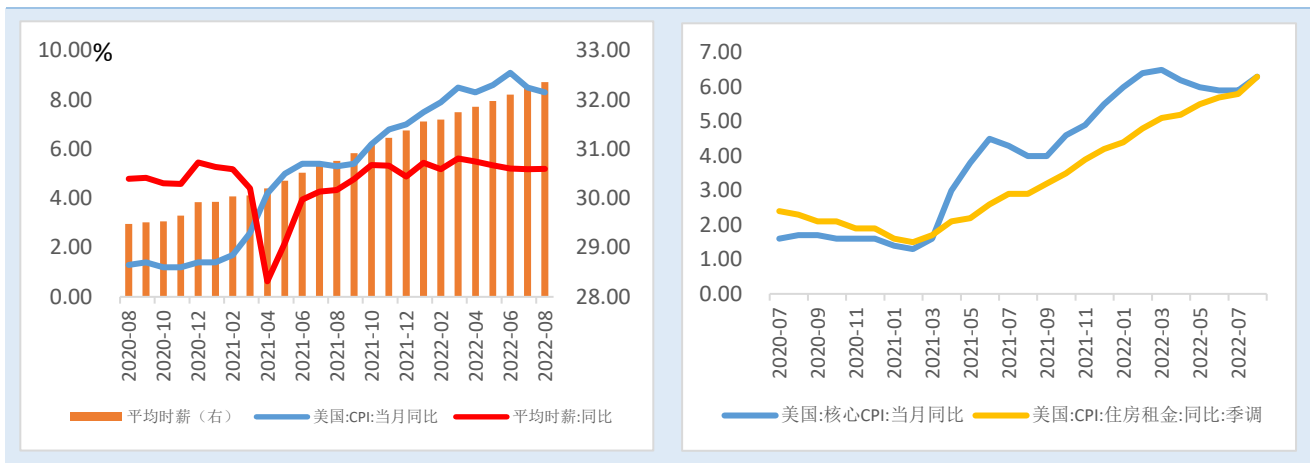
#### 1、美国面临的滞胀环境

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

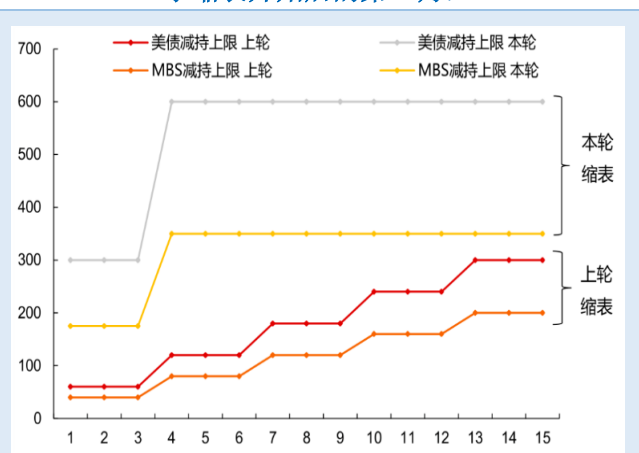
## 2、美联储保持快节奏的加息

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)



数据来源: Wind

## 3、美联储加息何时休?

面对高通胀，美联储存在两种不同的加息路径：

1) 持续大幅加息直至通胀大幅回落的情形。美联储不惜以失业率大幅上升和经济深度衰退为代价，持续大幅加息，直至把通胀控制下来，在通胀显著回落后再大幅降息。该情形下，美国经济可能面临更长的衰退持续时间和更大的衰退深度。同时，美国未来也将面临更大的偿债压力。



2) 快速加息后保持高利率较长时间的情形。美联储以时间换空间，通过持续紧缩逐步消化通胀，并尽可能降低衰退幅度。美联储将利率快速抬升至目标水平（预计将达到 5.00%），并维持在该水平一段时间。该情形下，预计美国经济仍难以避免衰退，但衰退持续的时间、衰退的深度以及偿债压力将比较可控。

我们倾向于认为第二种路径比较符合目前美国的实际情况，也就是说美联储通过快速加息至 5%，然后，暂停加息并保持高利率一段时间直至通胀回落。那么意味着美联储明年可能还有两次加息，分别是 2 月和 3 月各加息 25BP。

图表 16: FedWatch 美联储加息路径预测

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	75.0%	25.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.7%	54.5%	14.7%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.9%	50.0%	22.3%	2.8%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	25.3%	49.6%	21.9%	2.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.1%	7.2%	31.9%	42.0%	16.7%	2.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	2.7%	16.1%	35.6%	32.9%	11.4%	1.3%
2023/11/1	0.0%	1.5%	10.0%	26.7%	34.1%	21.2%	5.9%	0.6%
2023/12/13	1.1%	8.1%	23.0%	32.5%	24.1%	9.3%	1.8%	0.1%

数据来源：CME FedWatch Tool（截至 12 月 17 日）

### 3.4 海外经济衰退的风险加大

1、美联储激进的加息路径下，经济硬着陆的风险上升。美联储本轮加息启动时点较晚，加息速度较快。当前经济已经出现一定滞胀的特征，未来经济增速压力或将逐步显现。实际上，回顾过去 50 年，美联储进行了 9 次加息周期，有 7 次加息的终点是衰退，即经济“硬着陆”。

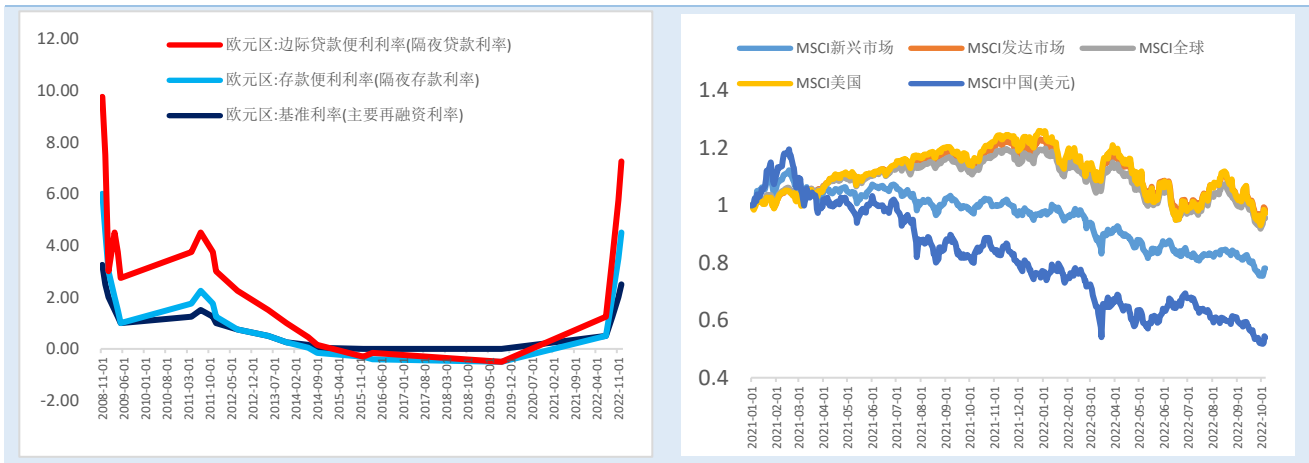
2、能源危机下，欧洲面临的衰退风险更为严峻。目前，欧洲通胀尚没有止步迹象，欧央行加息幅度被迫提高，目前利率水平已经达到过去 9 年最高。更值得警惕的是欧洲通过加息解决高通胀问题的代价：美国通胀以需求端拉动为主，而欧洲通胀以供给端约束推高成本为主，在成本推动型通胀中紧缩货币政策，降通胀的代价是更显著的经济衰退。

3、俄罗斯天然气供应中断也会导致欧洲经济的衰退，工业供应瓶颈和原材料价格上涨对工业形成较大冲击。一方面带来较大的通胀压力，另一方面直接导致工业企业减产。

图表 17: 欧央行连续大幅加息

图表 18: 全球股市均出现大幅调整





数据来源: Wind

## 四、国内：内需引领复苏

### 4.1 外需放缓，出口压力持续加大

#### 1、外需放缓，出口压力持续加大

受疫情冲击，上半年出口增速先降后升，呈现V型走势，下半年则出现了加速回落的态势。以美元计，11月出口增速为-8.7%，前值为-0.3%；1-11月全国出口累计同比增长9.10%，各项数据出现加速回落的现象。

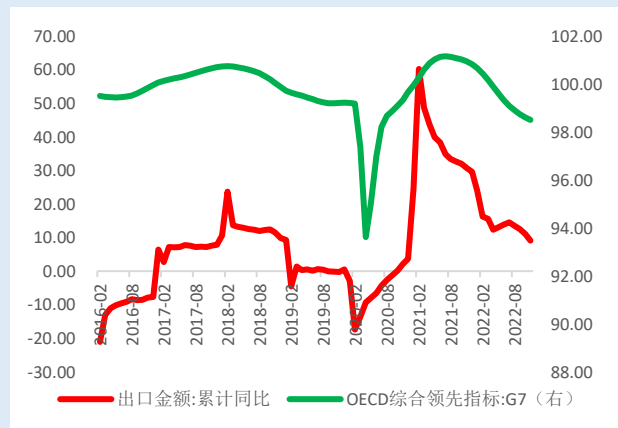
从近期数据来看，11月PMI新出口订单仍处于荣枯线下方，结合OECD的综合领先指标以及江浙沪出口调研数据来看，短期内出口订单需求总体走弱。展望2023年，海外主要经济体增长放缓，叠加地缘政治因素，我国出口仍面临较大的下行压力。

图表 19：促外贸的一系列政策措施

#### 稳外贸政策一栏：

2022年01月11日，《国务院办公厅关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见》国办发〔2021〕57号  
 2022年04月20日，中国人民银行 国家外汇管理局《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》  
 2022年04月20日，国家税务总局等十部门《关于进一步加大出口退税支持力度促进外贸平稳发展的通知》  
 2022年05月09日，商务部等14部门《关于开展内外贸一体化试点的通知》  
 2022年05月26日，《国务院办公厅关于推动外贸保稳提质的意见》国办发〔2022〕18号

图表 20：出口面临较大的压力



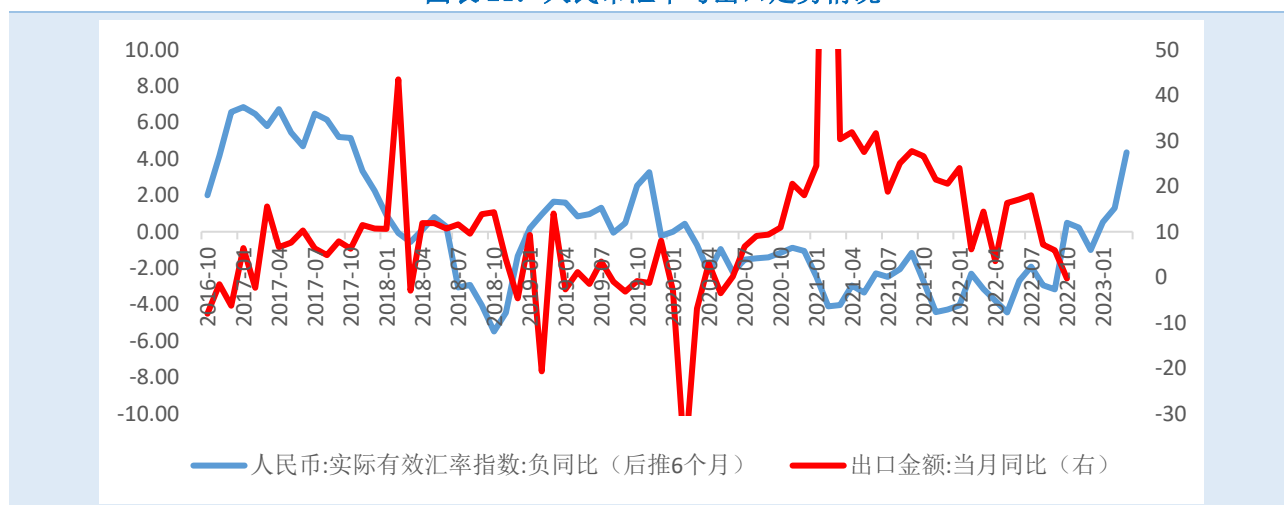
数据来源: Wind

#### 2、两个方面的优势可能减缓下行压力

一是，**供应链、产业链的优势**。一方面，我国持续优化疫情应对方案，尽最大努力保障了供应链和物流的畅通，全产业链优势得以体现（以及制造业成本、产业链物流韧性等优势）；另一方面，俄乌冲突、高通胀等因素使得海外供应链的稳定性、新增产能意愿等受到显著的冲击，海外供给低迷（罢工、欧洲能源短缺等）。

二是，**人民币汇率的因素**。汇率变化会改变贸易汇率，进而影响不同计价标准的名义出口增速。2021年，受美元兑人民币汇率集中升值因素影响，美元计价进出口数据显著高于人民币计价；2022年4月底以来，美元兑人民币汇率经历了较快的贬值阶段，截至10月下旬离岸人民币汇率已经突破7.3，汇率贬值导致人民币计价数据显著高于美元类计价数据。

图表 21：人民币汇率与出口走势情况



数据来源：WIND

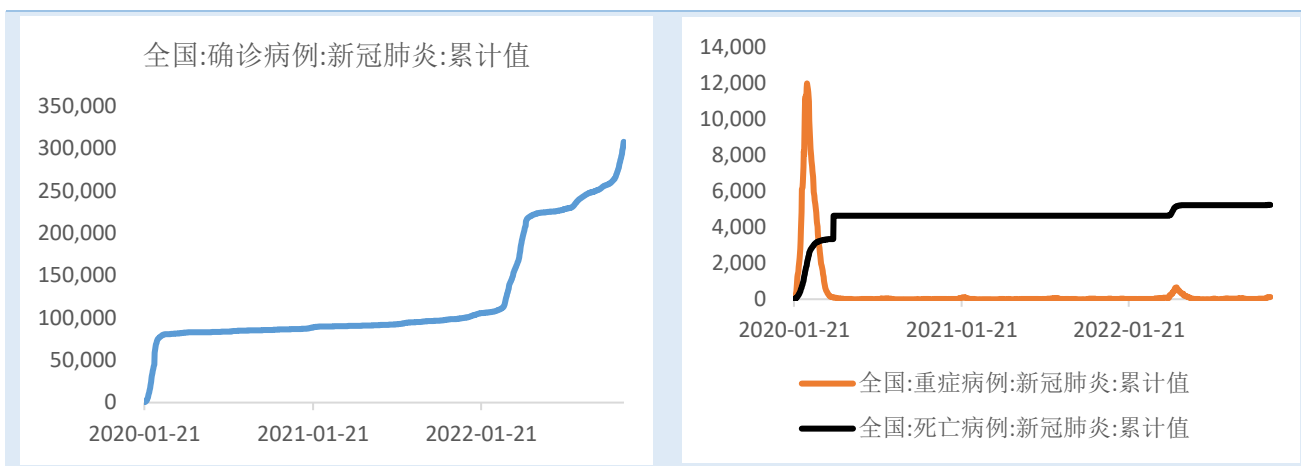
## 4.2 国内持续优化疫情防控政策

### 1、本轮疫情的一些基本情况

考虑到疫情放松管控后，很多人并未参与核酸检测，官方公布的数据并不准确，因此我们采取的是11月22日之前的数据。截止11月22日，自8月7日起计算的本轮疫情，全国大陆地区：感染者合计40万8392人，目前重症111人，重症率万分之2.7。不幸死亡5人，最年轻的81岁，最年长的91岁，均有严重的基础病。至此，中国大陆地区本轮疫情（自8月7日起）以感染者为基数的病亡率是万分之0.12。参考：流感病亡率0.1%，即万分之10。无症状感染者在所有感染者中的比例达到93%。

图表 22：确诊病例累计值

图表 23：重症和死亡病例处于低位



数据来源: Wind

## 2、其他地区的情况

作为对比,新加坡 11 月 17 日公布的重症率、病死率分析:过去 28 天,重症率万分之 5,病亡率万分之 3,大大低于流感的死亡率万分之 10。他们进一步公布称,整个疫情以来的近 3 年,新加坡一共感染了 214 万 6706 人,所有阶段的死亡率合计 0.078%,这就已经低于流感的 0.1%。其中,德尔塔及之前阶段的病亡率 0.363%,奥密克戎阶段的病亡率 0.045%。如前述,BF7(全球目前的主流毒株)阶段的病亡率更进一步下降到最近的 0.03%,不到流感病死率的三分之一。

图表 24: 新加坡疫情的病死率

2020年1月23日至2022年11月16日		
确诊	死亡	病死率
214万6706人	1698	0.079%

图表 25: 新加坡不同病毒阶段的病死率

2021.6.7 - 2022.1.5 德尔塔波	2022.1.6 - 11.16 奥密克戎波		
病死率	确诊	死亡	病死率
0.363%	186万1984人	844	0.045%

数据来源: 新加坡卫生部、网上公开资料

来自香港卫生署的数据,则为我们强调了接种疫苗的重要性。根据香港卫生署的统计数据显示,自 2021 年 12 月 31 日至 2022 年 11 月 15 日,香港的总感染人数超过 100 万人,死亡人数 10336 例,平均年龄中位数 86 岁。

从香港的数据来看,高龄老年人,有长期患病史的老年人,是新冠感染死亡的高危人群,占比高达 91%。接种了四针新冠疫苗的 70 岁到 79 岁老年人,新冠死亡率仅为万分之四,80 岁以上老年人接种四针疫苗的新冠感染死亡率为 0.65%,而未接种疫苗的这两个人群的死亡率则达到了 4.61%和 14.78%!接种疫苗的重要性,通过这样的数据可以让我们一目了然。

图表 26: 香港地区病亡病例分析

图表 27: 香港地区不同年龄段的死亡率



数据来源：香港卫生署、网上公开资料

### 3、国内防疫政策加快调整

2022年11月11日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，要求各地各部门科学精准做好疫情防控工作，积极稳妥抓好防控措施的优化调整，并提出20条关于疫情防控的具体优化措施。

2022年11月21日，为进一步指导各地各部门做好新冠肺炎疫情防控工作，国务院联防联控机制综合组制定印发《新冠肺炎疫情防控核酸检测实施办法》《新冠肺炎疫情防控风险区划定及管控方案》《新冠肺炎疫情防控居家隔离医学观察指南》《新冠肺炎疫情防控居家健康监测指南》等文件，对核酸检测、风险区划定、居家隔离和健康监测等做了进一步规范。

2022年11月29日，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组发布《加强老年人新冠病毒疫苗接种工作方案》。

2022年11月30日和12月1日，中国国务院副总理连续两日在国家卫生健康委员会连续召开座谈会，听取有关方面专家、防控工作一线代表对优化完善疫情防控措施的意见建议。结合疫情变化形势，国内多地对新冠肺炎疫情防控措施进行调整，涉及出行、就医、购药、核酸检测等多方面，逐步恢复生产生活秩序，力求使疫情防控工作更加科学、精准、高效、有温度。继续落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，进一步高效统筹疫情防控和经济社会发展。

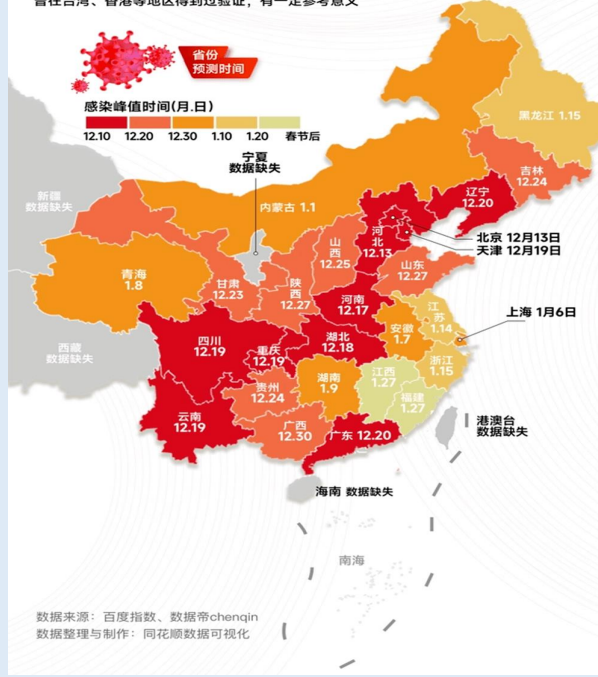
2022年12月7日，国务院联防联控机制发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》共十条内容。

11月以来，国内防疫政策加快了调整的步伐，目前除了出入境政策外，几乎已经处于完全放松的状态。放开后第一波的新增感染人数有望在2023年1月左右达到高峰，之后进入相对稳定状态。

图表 28：第一波感染高峰的时间预测

## 首轮疫情冲击来临 各省第一波感染高峰时间预测

近日，大数据专家通过百度搜索指数推算出了各地首轮感染峰值到来的时间，该预测模型曾在台湾、香港等地区得到过验证，有一定参考意义

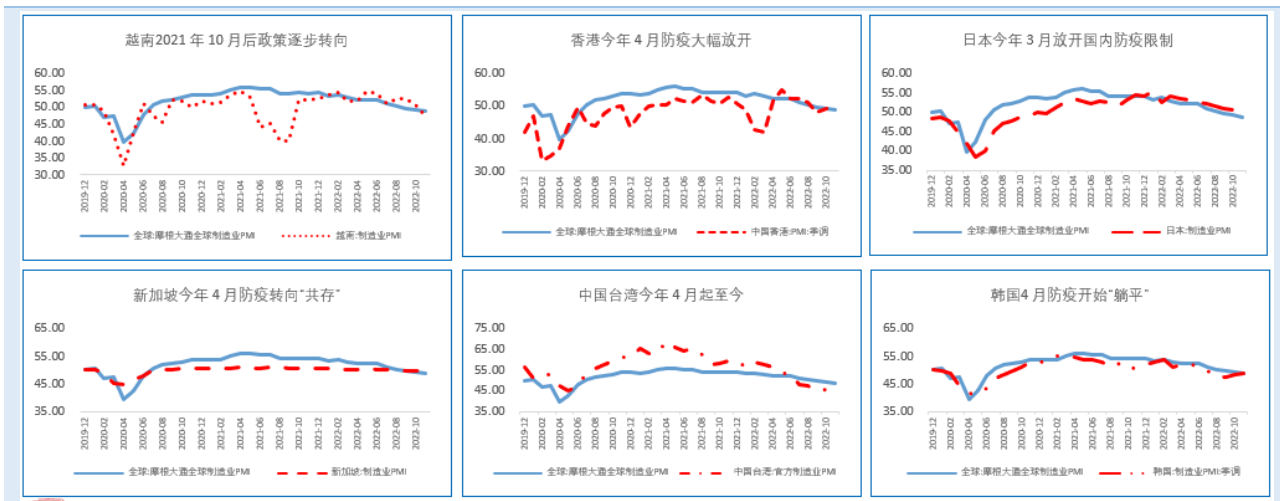


数据来源：网络公开资料

### 4、疫情放开经济复苏情况

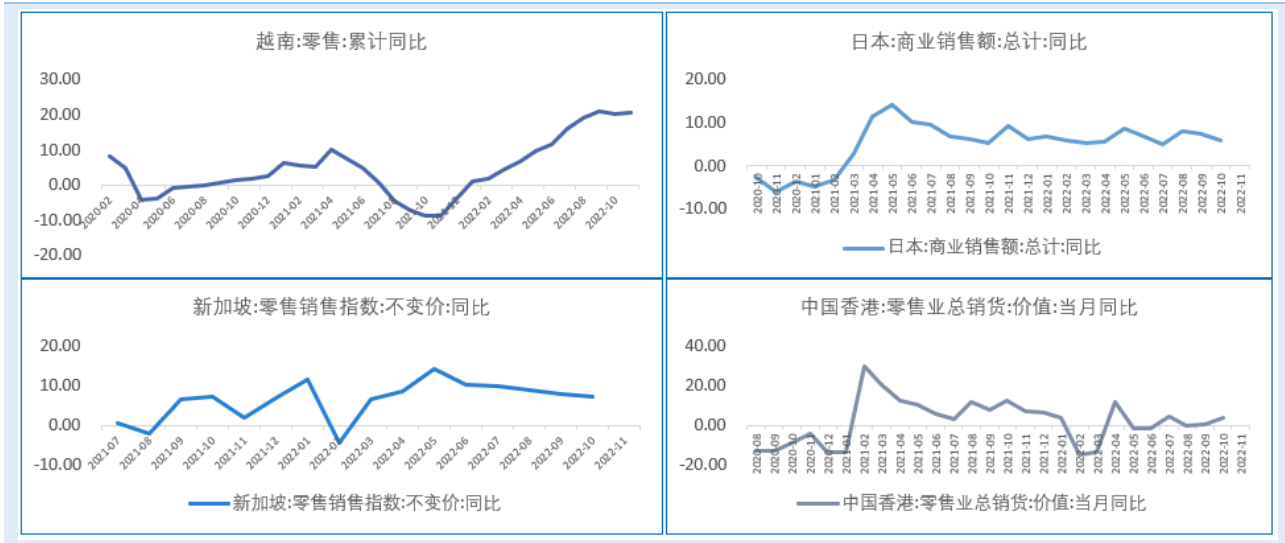
不同国家防疫政策放松之后，经济恢复不尽相同，这主要是与本国国内的政策环境和疫情发展有关。这意味着国内防疫政策放开后，经济复苏仍存在不确定性，不过，随着宏观政策转向积极，财政和货币政策仍有相当大的发力空间，经济有望取得较好的复苏成果。

图表 29：各经济体放开后的生产恢复情况



数据来源：WIND

图表 30：各经济体放开后的消费恢复情况



数据来源：WIND

### 4.3 消费有望迎来复苏

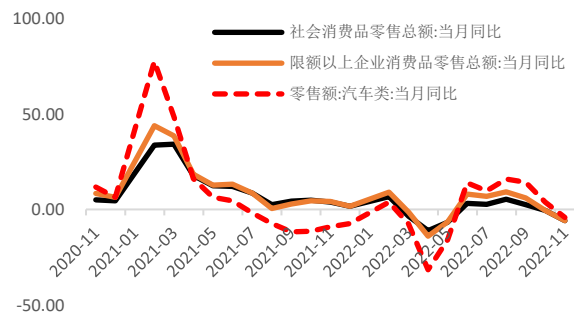
#### 1、疫情持续反复，消费受到明显冲击

11 月份，社会消费品零售总额同比下降 5.90%，前值为下降 0.50%。9 月以来消费持续回落，主要是受到新一轮疫情的冲击，同时，房地产相关消费仍然相对疲软。汽车经过高速增长之后，近期出现了明显回落。尽管防疫政策出现积极的变化，但居民短期谨慎观望的情绪较重，同时汽车支撑力度明显减弱，消费短期或难有明显改善，不过，长期来看，地产企稳和疫后消费修复依旧值得期待。

图表 31：一系列促销费政策措施

- 1、国家层面消费刺激政策持续加码
  - 7月13日，国务院常务会议要求，多措并举扩消费，确定支持绿色智能家电消费的措施。
  - 7月29日，国务院常务会议指出，延续免征新能源汽车购置税政策。鼓励地方对绿色智能家电等予以适度补贴。积极发展数字消费。深入落实餐饮、零售等困难行业扶持政策，全面延续服务业增值税加计抵减，确保应享尽享，帮扶市场主体渡过难关、支撑消费。
  - 8月18日，国务院常务会议指出，决定延续实施新能源汽车免征购置税等政策，促进大宗消费。同时，部署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本的措施。
- 2、地方政府提振消费的措施也在加速出台
  - 7月18日，北京市面向全市消费者发放“重逢美好”餐饮消费券，推出外卖类、到店类、养老助残类三种消费券累计1亿元。
  - 8月10日，浙江启动新一轮促销费措施，推出家电以旧换新、推进绿色智能家电下乡等举措。
  - 8月20日，广西政府办公厅印发《关于进一步促进消费的若干措施》，围绕鼓励汽车消费、升级家电家居消费、提振餐饮消费等13方面39条。

图表 32：消费面临疫情反复的冲击

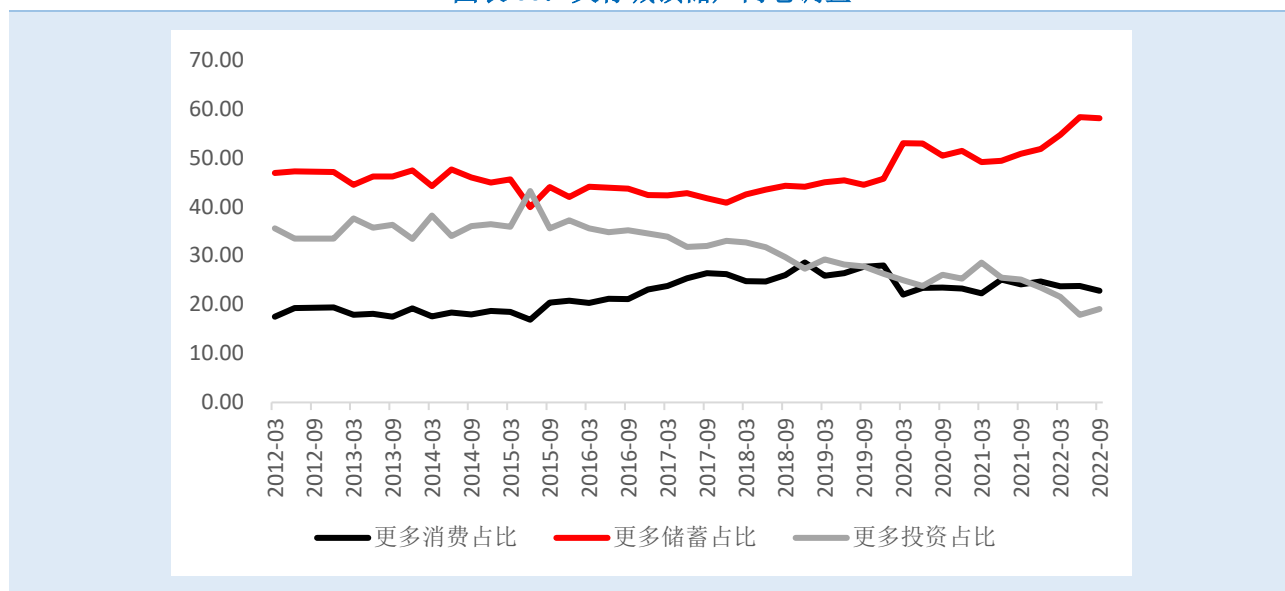


数据来源：Wind

#### 2、防疫政策调整后消费有望逐步恢复

疫情导致消费场景的缺失成为消费走弱最主要的冲击，今年以来消费倾向主要受到场景缺失（包括感染、成为密接、成为次密接的担忧）所限制，防疫政策的转变将至少带来原场景下被风控人群（如次密接）所必需的出行、消费，提升这一群体的消费倾向。目前全国处于疫情爬升阶段，预计在感染人数见顶回落之前，消费都将承压，而一旦疫情趋于稳定，一系列扩大内需的政策有望加快落地见效，我们大概率可以看到消费的逐步恢复。

图表 33：央行城镇储户问卷调查



数据来源：WIND

#### 4.4 房地产有望加快企稳回升

##### 1、房地产超预期下行

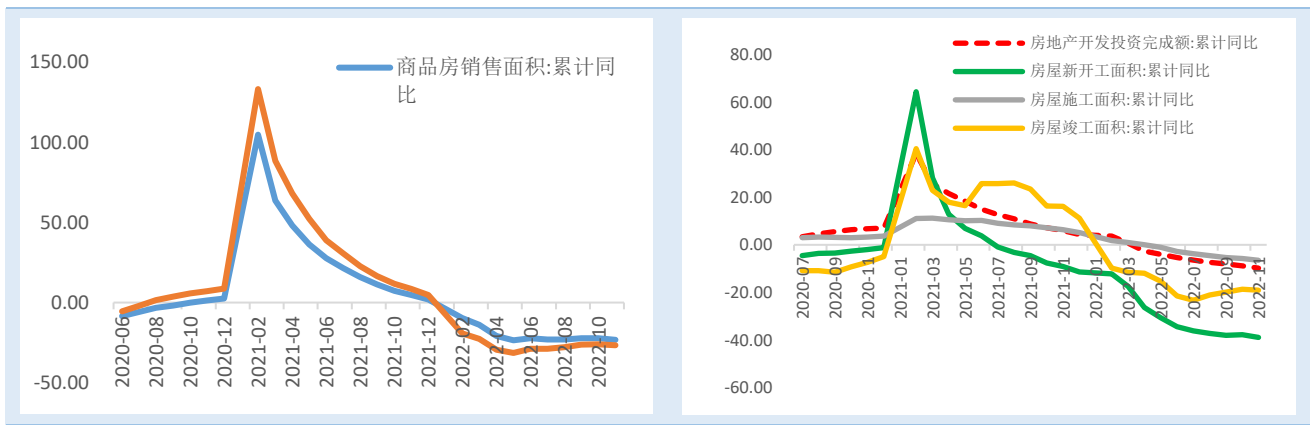
**房地产销售持续下滑。**2022年1-11月商品房销售面积累计同比下降23.3%，销售额同比下降26.6%。今年以来房地产销售面积和金额均呈现持续回落，销售金额降幅更明显，显示出房地产销售平均单价亦有回落。从单月数据看，11月商品房销售面积同比降幅较10月份进一步扩大10个百分点至33%，在各地不断放松地产政策的支撑下，尤其是金融环境大幅改善，地产销售出现阶段性的改善，但仍显疲软。

**房地产投资增速持续走弱。**在地产销售增速走低和行业风险事件发酵的背景下，1-11月房地产开发投资累计同比下降9.8%，降幅比1-10月继续扩大1.0个百分点，仍然是投资端的主要拖累。尽管房地产因城施策政策持续加码，各地保交楼政策陆续出台，但效果还比较有限，销售、新开工等前瞻指标依旧偏弱，地产投资或继续磨底。

图表 34：地产销售持续走弱

图表 35：房地产投资持续下滑



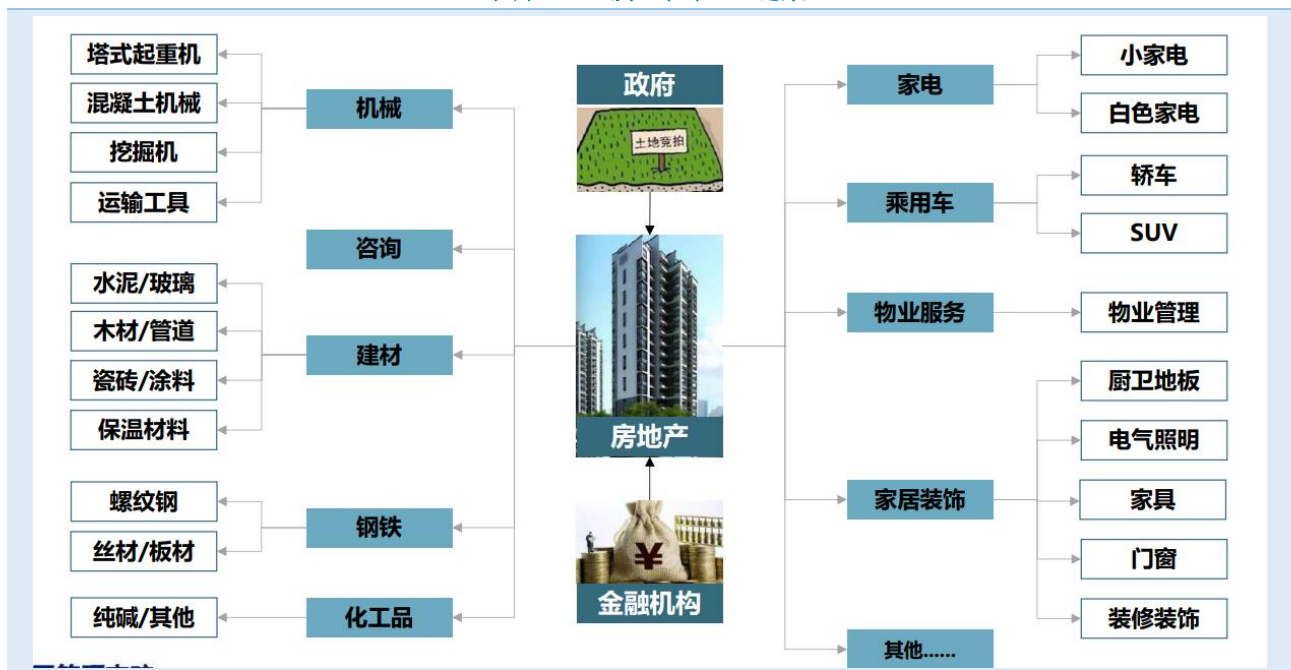


数据来源: Wind

## 2、房地产上下游产业链条长，涉及国计民生

房地产业产业链长，涉及国计民生，只有房地产市场稳定健康，产业链上下游的企业及从业人员才能有稳定的就业环境。

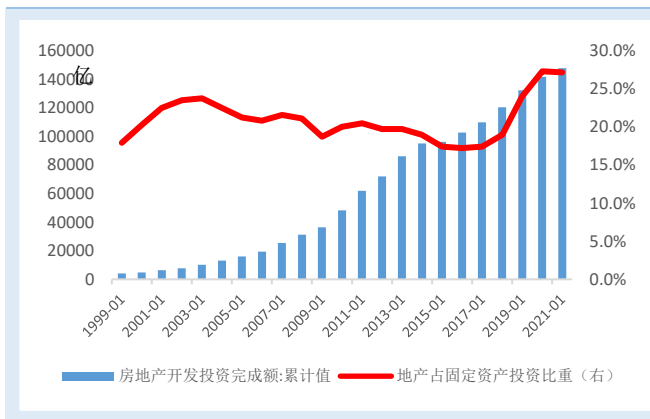
图表 36: 房地产产业链条



数据来源: 网上公开资料

**房地产短期不可替代。**1999 至 2021 年，房地产开发投资从 0.4 万亿元增加至 14.8 万亿元，占比从 17.9% 增加至 27.1%，另一方面房地产业贡献的土地出让收入占财政收入的 42.46%，房地产业经济支柱地位短期不可动摇。作为“不可或缺”的行业，中央在贷款集中度管理中划定房地产贷款占比，稳定房地产规模，维持经济基本盘，同时又防止房地产过度挤占实体行业资金，将贷款及贷款的增量主要投向实体经济。

图表 37：房地产投资占固定资产投资比重



图表 38：土地财政依赖度较高



数据来源：Wind

### 3、稳地产政策频出

在房地产需求持续低迷和停贷事件的背景下，中央与各地均出台有关促销售和保交楼的相关政策。中央层面的支持性政策从促销售到保项目再到保主体持续加码。地方层面因城施策做出的房地产调控政策变化可以大体分为限购限售政策放松、首付比例下降、购房补贴以及房贷利率下调四类。

图表 39：房地产政策持续放松加码

时间	政策内容
7月28日	中央政治局会议指出：“要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。”
8月24日	国常会会议决定允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求。
8月31日	国常会支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。
9月30日	央行决定，自10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%；第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。这是央行时隔逾7年首次下调首套个人住房公积金贷款利率。同日，财政部、税务总局明确，在2023年年底之前，符合条件的纳税人出售自有住房后并在1年内重新购房，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
11月8日	人民银行、银保监会：用好民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持民营房企发债融资。完善保交楼专项借款新增配套融资的法律保障、监管政策支持等，推动“保交楼”工作加快落实，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
11月13日	央行、银保监会共同发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等16项政策措施。

11月28日

证监会发布证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施（“第三支箭”），并自即日起施行。这五项措施分别为恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

数据来源：网上公开资料

#### 4、我国房地产市场周期性显著

我国房地产市场受供需波动、政策波动、货币周期波动等多方面因素影响，呈现出明显周期性特征，通过对过去十年中国住宅销售面积增速数据进行分析，市场表现出稳定的周期波动规律，且一个房地产市场完整周期约为4-5年，基于房地产市场的周期性，可以对未来1-2年的房地产市场走势进行预判。

图表 40：房地产存在 4-5 年的周期性

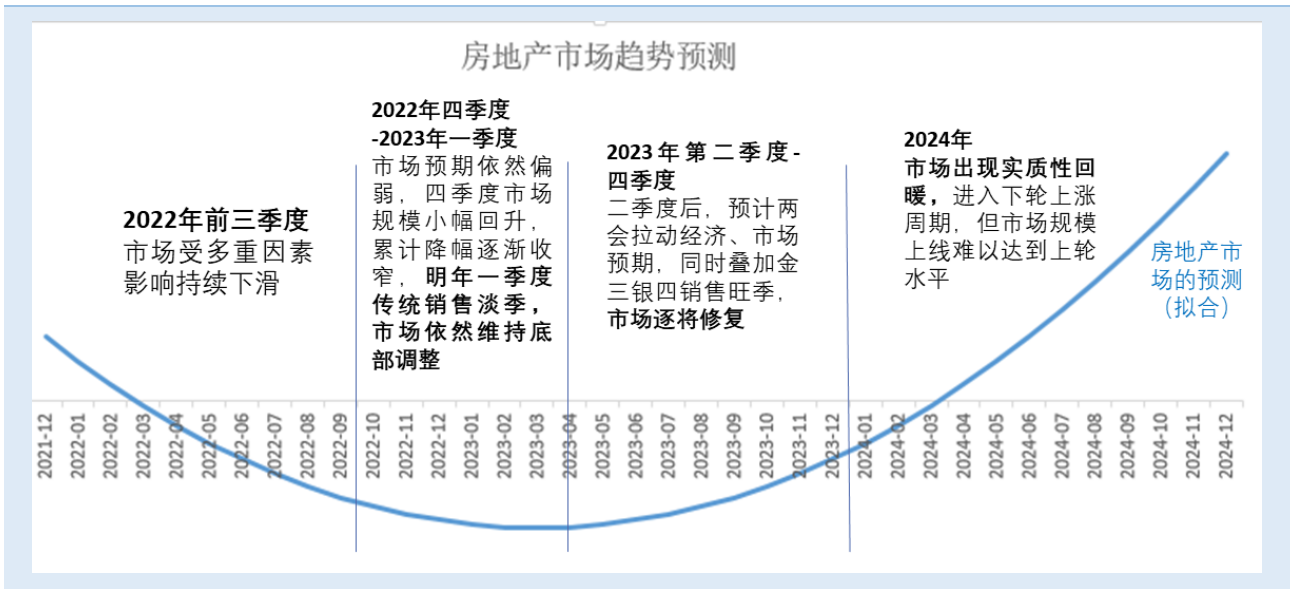


数据来源：Wind，国贸期货

#### 5、房地产将在 2023 年一季度后触底恢复

上半年疫情导致市场比预期提前触底，结合周期预判和目前市场行情，今年四季度预计将延续前三季度市场行情，整体平淡，年底房企预计将开启销售冲刺，以价换量，成交量预计小幅回升，累计降幅收窄；2023 年一季度市场依然维持底部调整，二季度后，预计两会拉动经济、市场预期，同时叠加金三银四销售旺季，市场逐渐恢复；2024 年市场会有较明显回暖，但市场规模上限难达到上轮水平。

图表 41：房地产市场走势预测



数据来源：国贸期货研究院

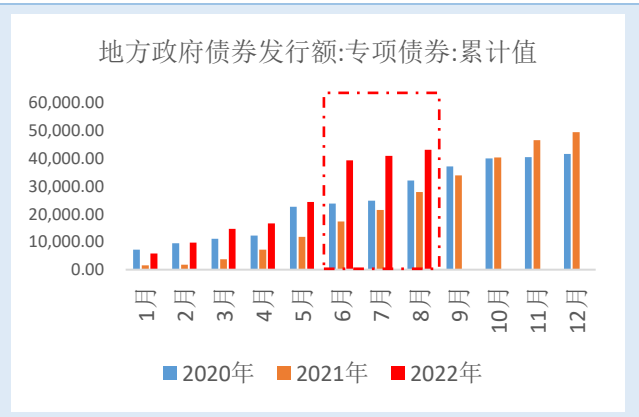
## 4.5 稳增长集中发力在基建投资

1、**专项债前置发力，基建投资显著回暖。**今年在经济下行压力下，基建是稳增长的主要抓手。相比2021年，财政支出和专项债投放整体前置，基建投资保持较快增速，前11月基础设施投资累计同比增长8.9%。

图表 42：基建投资保持高增



图表 43：专项债前置发力



数据来源：Wind

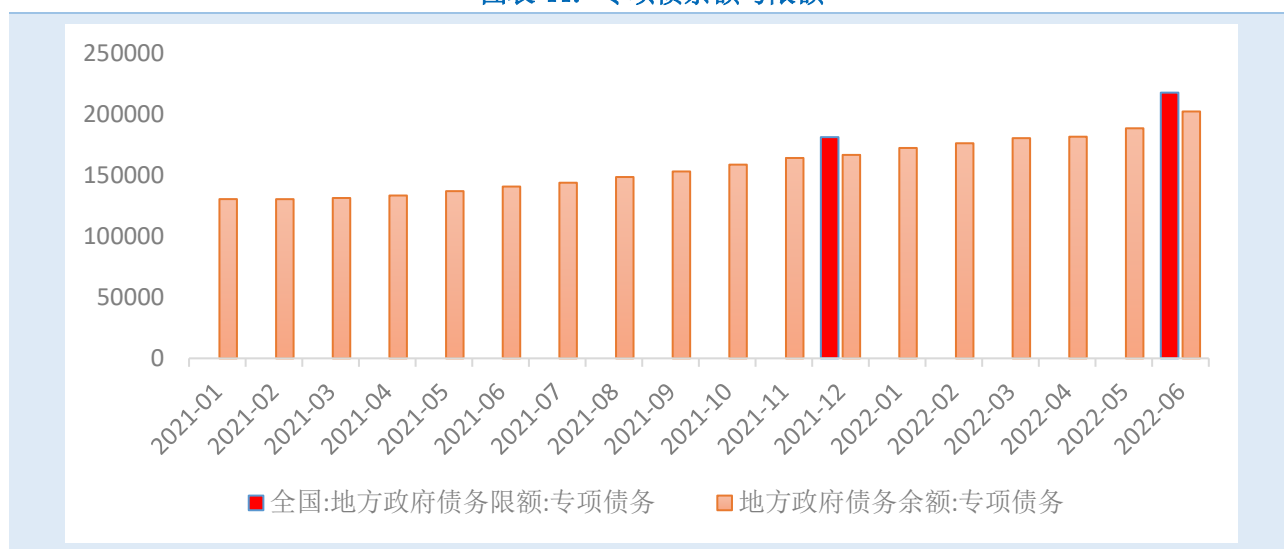
## 2、增量政策工具

1) **政策性、开发性金融工具。**6月1日，国务院常务会议指出，对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行8000亿元信贷额度；6月29日，国务院常务会议确定政策性、开发性金融工具支持重大项目建设的举措。按照党中央、国务院决策部署和金融委工作要求，人民银行支持国家开发银行、农业发展银行分别设立金融工具，规模共3000亿元。

2) **专项债务限额**。7月28日中央政治局会议明确要求“用足用好专项债务限额”。8月24日，国常会决定在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度；依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕。

疫情对部分地区基建开工产生一定影响，但基建订单主要来自政府部门，不会轻易流失，随着疫情扰动的弱化，施工可以快速修复。

图表 44：专项债余额与限额



数据来源：wind

### 3、2023 年基建仍是稳增长主要抓手

**首先，财政稳步发力，预算资金有保障。**预计 2023 年财政资金对基建的支持力度将加强，新增专项债规模或较 2022 年有明显增长，预计 2023 年卖地收入适当修复带动其投向的基建资金体量回升。11 月初，监管部门已向地方下达了提前批专项债和一般债额度，并要求提前批额度明年 1 月启动发行。目前，从多个省份获得的提前批额度相比 2022 年明显增长。公开数据显示，2022 年提前批专项债额度为 1.46 万亿，考虑到诸多地方额度出现明显增长（如福建 35%），2023 年提前批额度有望达到 1.9-2 万亿，全年有望接近 5 万亿。

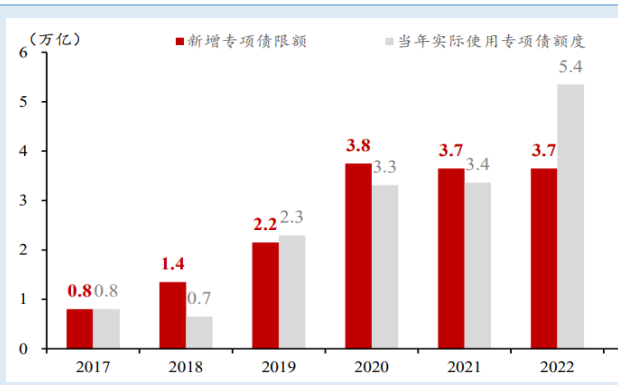
**其次，准财政工具预计仍将发挥重要作用。**2022 年下半年为填补财政收支缺口动用了一系列准财政工具，如调增政策性银行贷款、增加专项建设基金等方式支持基础设施建设。2023 年我们预计准财政工具仍将发挥积极作用，一方面央行增加 PSL 投放支持政策性金融机构服务基建，另一方面专项建设基金作为资本金可能续期或常态化实施支持基础设施建设，将是基建发力的重要方向。

**最后，信贷、债券等资金支持较强。**基建项目作为商业银行的重要投向，在房地产整体相对低迷的状态下吸引力显著提升。

图表 45：专项债提前批下达

批次	下达时间	额度 (万亿)
2019 年提前批	2018 年 12 月末	0.81
2020 年提前批	2019 年 11 月末	1
	2020 年 2 月	0.29
	2020 年 4 月	1
2021 年提前批	2021 年 3 月	1.77
2022 年提前批	2021 年 12 月	1.46
2023 年提前批	2022 年 11 月初	-

图表 46：新增专项债限额与实际使用情况



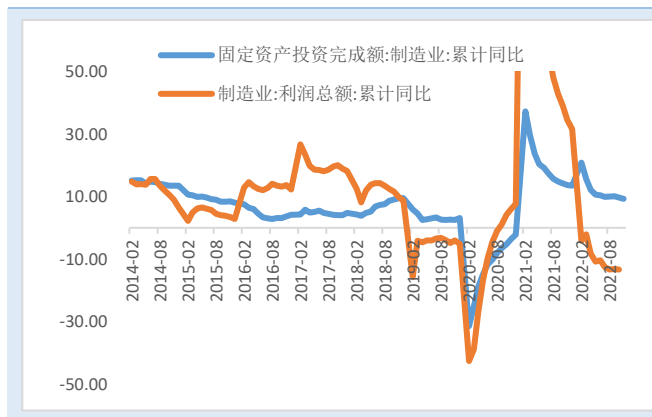
数据来源：Wind，公开资料

## 4.6 制造业投资保持较快增长

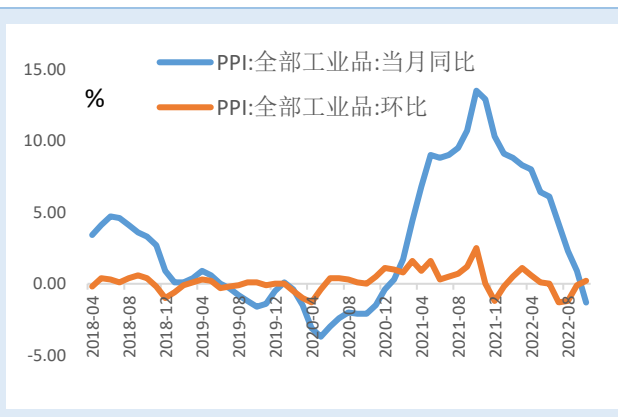
前 11 月制造业投资累计增长 9.30%，较前值小幅回落 0.4 个百分点。从历史数据看，制造业投资增速与企业利润情况较为相关，制造业企业盈利影响企业投资扩产意愿。受到疫情干扰以及前期上游价格高企影响，今年以来制造业企业利润增速下滑明显。

今年上半年，在地产需求走弱、出口面临压力的背景下，企业盈利有所收缩，企业投资意愿下降，制造业投资推力边际减弱。但 8 月份以来，PPI 延续回落，成本压力逐步缓解，制造业利润降幅收窄，投资增速由降转升。

图表 47：制造业投资增速与企业利润情况相关度高



图表 48：PPI 同比持续回落

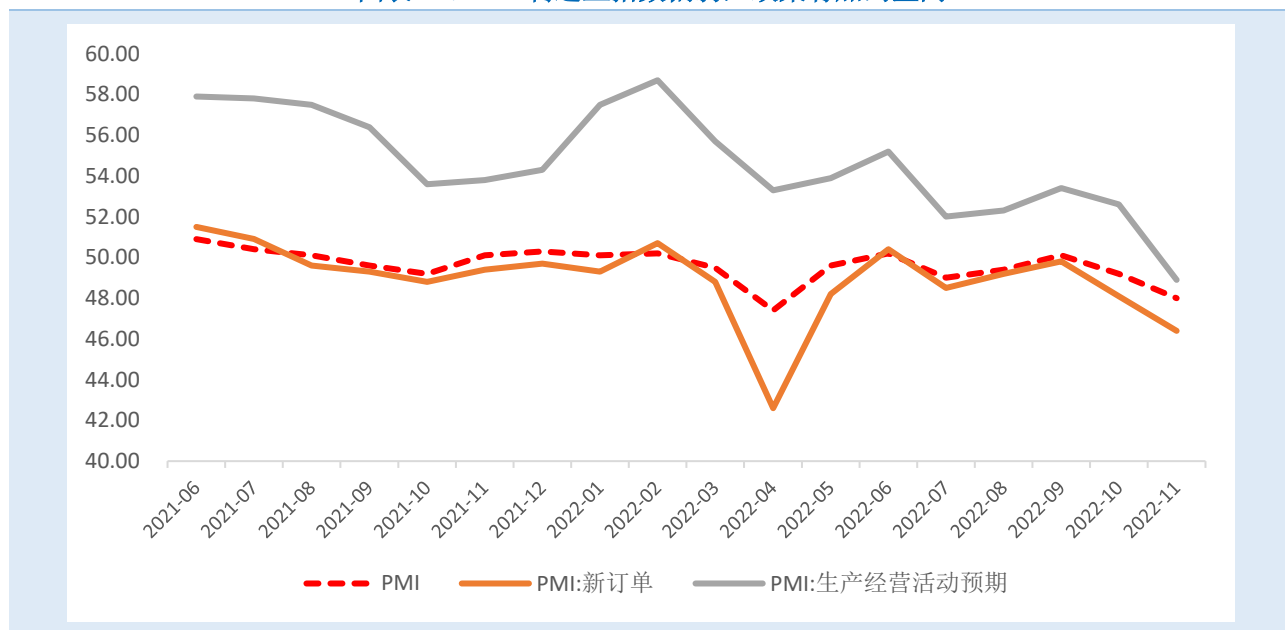


数据来源：Wind

11 月制造业 PMI 指数进一步回落到 48.0%，同时，生产经营活动预期也处于临界值下方，显示制造业面临较大的压力。不过，政策对制造业投资的支持力度持续加大：8 月 31 日，国常会决定出台支持制造业企业、职业院校等设备更新改造的政策。引导商业银行为重点项目建设、设备更新改造配足中长期贷款。后续或有相关新增政策出台呵护制造业企业。9 月 28 日，人民银行宣布设立设备更新改造专项再贷款，额度为 2000 亿元以上。10 月 26 日国常会再次指出，加快设备更新改造贷款投放，同等支持采购国内外设备，扩大制造业需求并引导预期。

展望 2023，在政策的支持下制造业投资增速有望保持中高增速，后续应持续观察企业利润及订单修复情况对制造业投资的影响。

图表 49：PMI 制造业指数偏弱，政策有加码空间



数据来源：wind

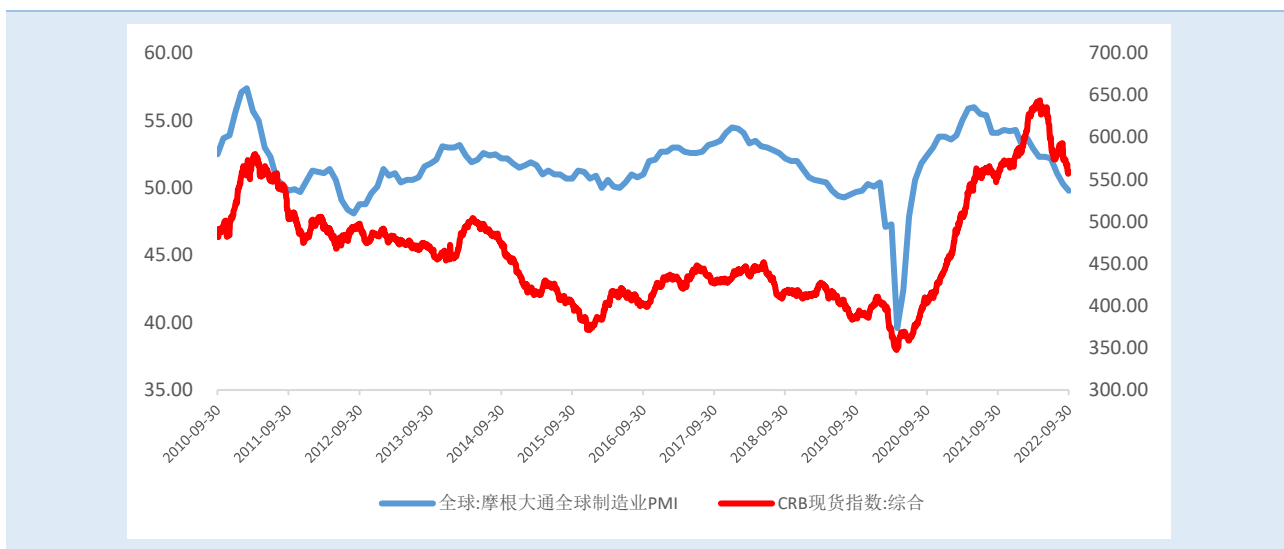
## 五、大宗商品行情展望

### 5.1 需求支撑减弱

从需求端看，全球需求是影响大宗商品价格走势的关键变量。全球主要经济体制造业 PMI 均已见顶回落十数月，摩根大通全球制造业 PMI 从 2021 年 5 月份的高点 56 连续多月回落至今年 10 月的 49.4；11 月 22 日，经合组织表示，预计 2023 年的全球 GDP 增速将从 2022 年的 3.1% 下滑至 2.2%。此外，IMF 在 10 月《世界经济展望报告》中也下调了明年的经济增速预期至 2.7%，国际机构对于明年全球经济放缓已达成共识，但不同国家明年经济走势或有所分化。

以上几点表明全球经济幅度的步伐已明显放缓，欧、美等部分国家出现经济衰退的风险在不断上升，这对商品价格的支撑明显减弱。

图表 50：商品走势与经济周期高度相关



数据来源: wind

## 5.2 短期面临产能约束，长期趋于改善

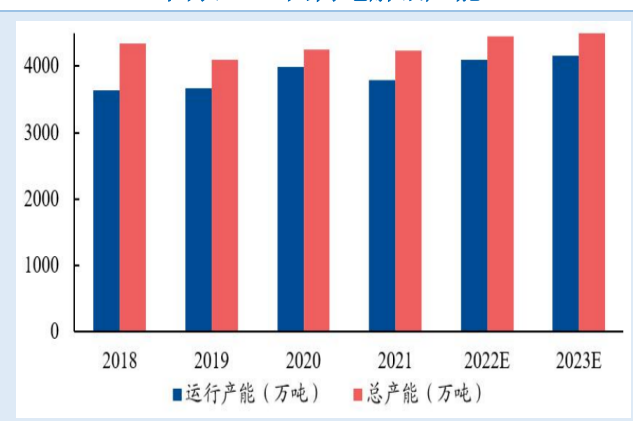
本轮商品市场的牛市行情不仅与大规模刺激下需求的集中释放有关，更重要的还与供给端持续面临约束有极大的关系。

一方面，在环保和实现双碳目标的要求之下，过去几年传统资源和能源行业的有效投资不足，高能耗、高碳排放行业产能释放持续受到约束，诸如煤炭、钢铁、电解铝等能源消耗密集行业更是面临巨大减碳压力。不过，随着价格大幅上涨和利润的明显改善，产能投资正在提速，后续产能有望加速投放。

图表 51: 全球铜矿资本开支



图表 52: 国内电解铝产能

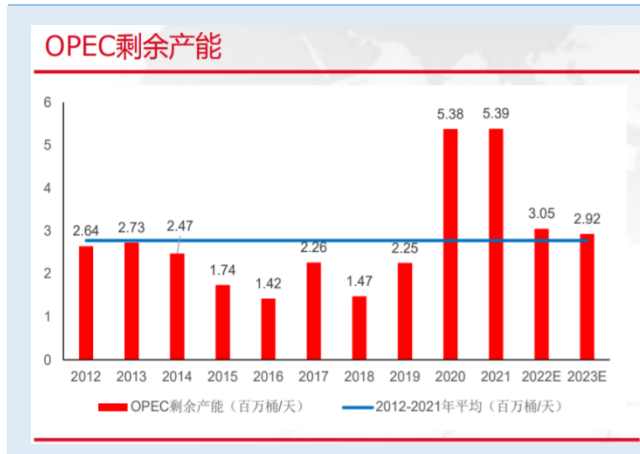


数据来源: ICSG, Bloomberg, ALD

在环保、气候（碳达峰、碳中和）的诉求下，过去几年传统能源产能投资严重不足。不过，后续产能投资有望加速。1) EIA6月STEO, 2022年OPEC剩余产能为305万桶/天，2012-2021年平均为277万桶/天，2017-2021的5年平均为335万桶/天。2) RystadEnergy在2022年1月份预测，上游石油投资预计将从2021年的2870亿美元增加到今年的3070亿美元，增幅为7%；而今年中游和下游投资将下降。预计2022年全球页岩投资将激增18%达到1020亿美元，而2021年为860亿美元。



图表 53: OPEC 剩余产能



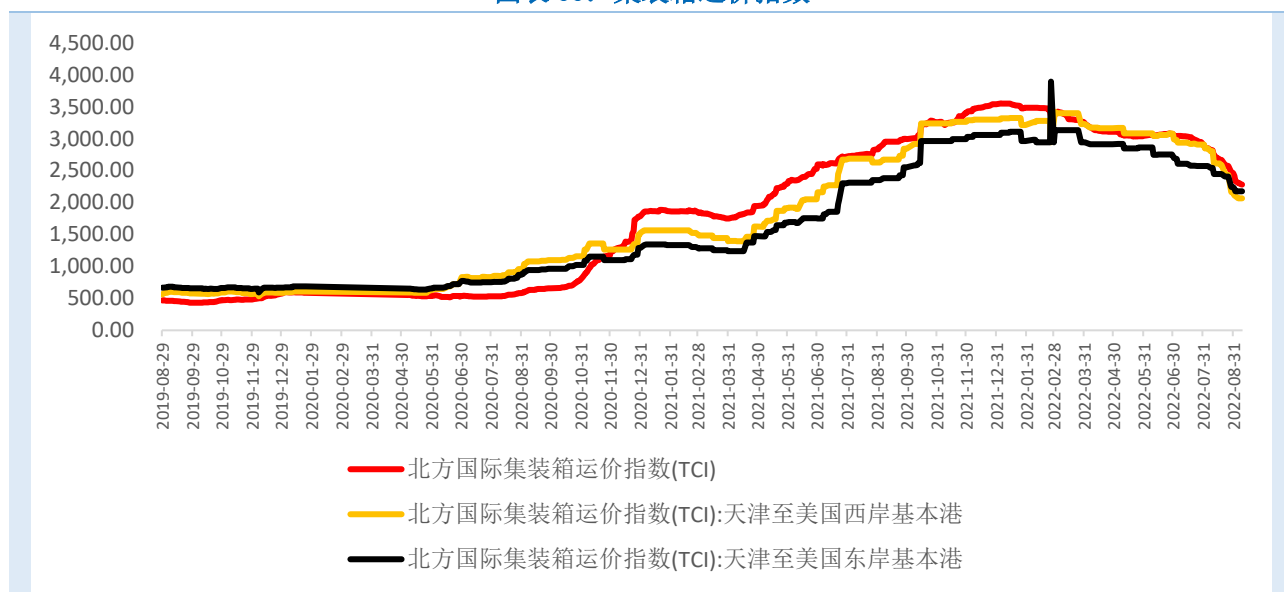
图表 54: 全球上游勘探开发资本支出及预测



数据来源: IHS, RystadEnergy, EIA

另一方面,受俄乌冲突、疫情反复等因素的冲击,全球生产供给恢复持续偏慢。以 2021 年为例,疫情反复的背景下,港口运转能力相对受限,造成全球航运业运转效率下降,航道、港口出现大面积阻塞,集装箱价格大幅飙升。短期来看,俄乌持续冲突对供应链的冲击较大,且疫情反复暴发导致物流运输困难加剧了供给端的不足,短期内对大宗商品价格形成较强的支撑,但中长期供给约束料趋于改善。

图表 55: 集装箱运价指数



数据来源: wind

### 5.3 大宗商品行情展望

综上,全球经济衰退的风险不断上升,未来全球总需求将进一步回落,同时,供应短缺问题也将在中长期逐步得到改善,叠加金融环境将在较长的时间内保持偏紧,大宗商品的中长期走势仍需要谨慎。

不同品种间的走势或延续分化的走势,还存在需求支撑的大宗商品表现相对偏强、供需趋于双弱的品种或维持下跌趋势。具体可以关注几个交易逻辑:

1) 内部需求定价的品种或强于外部需求定价的品种。国内外经济周期分化、金融周期分化，一方面，欧美经济将继续延续下行的趋势，而国内经济将延续复苏的走势；另一方面，欧美将继续收紧货币政策以抑制高通胀，而国内通胀压力不大，政策将继续保持宽松。

2) 海外经济衰退环境下，关注黄金的长期配置价值。当前正处于美联储加息的末端以及美国经济衰退的早期，未来随着美国衰退的深入，商品黄金将迎来下跌的末跌段，直至美联储重回宽松预期后，迎接新一轮的上涨行情。

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎