

2022年国际大宗商品呈现冲高回落的走势，尤其是6月触顶之后，在7—9月下跌。其中，原油、汽油等能源类商品价格相对坚挺，但天然气、煤炭、基本金属和农产品跌幅较大。2022年年底，国际大宗商品再度企稳反弹。展望2023年，我们认为，大宗商品大概率再次出现冲高回落的走势。

## 国内经济回升带来需求改善

对于大宗商品而言，基本金属、能源和农产品等消费占全球的比重大多数超过50%。2022年，宏观经济形势是海外经济触顶，中国经济率先下行，经济周期错位导致外需一度强于内需。2023年，经济周期可能再次错位，变为中国经济回升、欧美等海外经济体减速或者衰退，外需走弱而内需改善，2023年上半年大宗商品会出现较大的回升驱动力。

为何中国经济会继续回升呢？我们认为有几个驱动力：一是国内疫情防控政策优化，新冠疫情不再对居民活动场景、物流构成严格的限制，居民消费、制造业和建筑等场景会出现恢复，这均有利于消费和投资的改善。12月26日，国家卫健委发布公告显示，经国务院批准，自2023年1月8日起，解除对新型冠状病毒感染采取的《中华人民共和国传染病防治法》规定的甲类传染病预防、控制措施。

二是党的二十大报告、中央政治局会议和中央经济工作会议都提到“扩大内需”。12月中央政治局会议提出，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合，优化疫情防控措施，形成共促高质量发展的合力。要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。

三是对地产融资政策从限制到放开，这意味着2023年房地产行业对GDP增长的拖累会减弱。2022年下半年中央出台多方面稳定房地产市场发展的政策，尤其是11月。11月8日，交易商协会表示将继续推进并扩大“第二支箭”，支持民营企业发债融资。11月11日，央行、银保监会出台“金融16条”，注入政策强心剂。11月12日，三部委发文指导银行向优质房企开具保函抵顶预售资金，11月21日证监会发布“新五条”支持房地产股权融资。另外，从宽信用角度来看，2013—2027年，房地产一直充当国内宽信用的载体，而2018年收紧房地产融资之后，宽信用只能依靠制造业投资，尤其是高技术制造业和绿色投资，但是不足以抵消地产信用收缩带来压力。

当然，2023年国内经济继续回升也存在几个不确定性因素：一是外需下滑，随着海外经济陷入衰退的风险增大，以及海外制造业和供应链重建可能导致部分国家继续开展单边主义的贸易措施，这会限制国内出口。二是房地产长周期来看取决于人口增长，2023年预计人口城镇化增速将进一步放缓，这意味着居民购房需求增量不会很大，叠加居民资产负债表还需要时间修复，这意味着地产投资减速会收敛但很难

回归较高的正增长。

### 海外经济大概率减速甚至衰退

尽管2022年三季度美国经济环比增速回归正增长，但是高利率对消费、制造业和房地产的冲击还刚刚开始，这意味着2023年上半年美国经济大概率将继续面临消费萎缩、地产降温和制造业投资放缓的考验。从国债收益率曲线来看，历史经验表明，10年期和3月期美债收益率倒挂之后6个月至1年就会出现经济危机或金融危机。截至2022年12月26日，10年期和3月期美债收益率继续深度倒挂，价差为-0.59个百分点。

欧洲方面，欧元区和英国都面临高通胀、高利率和财政压力。12月15日，欧洲央行宣布将欧元区三大关键利率均上调50个基点，承诺继续大幅加息，同时公布量化紧缩计划。今年7月至今，欧洲央行已进行连续四次大幅加息以遏制通胀，共加息250个基点。欧元集团表示，能源价格高企、家庭购买力下降、外部环境走弱和融资条件收紧的现状将持续到2023年，经济活动正在减速，经济前景面临巨大不确定性。

### 海外通胀回落缓慢，高利率持续

对于2023年市场乐观的一个因素是认为通胀会逐步回落，欧美等海外央行可能在经济下行压力下转向货币宽松。然而，我们认为，2023年海外通胀回落并不会很顺利，原因主要有以下几个方面：一是地缘政治危机并没有结束，而且在2023年甚至还有升级的可能，除俄乌冲突之外，巴尔干半岛和中东等地区还有可能爆发冲突。二是全球供应链重建过程中以邻为壑的贸易政策和产业政策会继续导致全球分工遭到破坏。例如《能源计划》《芯片法案》《通胀削减法案》《欧盟芯片法案》等。三是美国通胀可能由于劳动力市场存在结构性短缺，工资—通胀螺旋还会持续很长时间。

另外，如果遭受极端天气或者疫情再次冲击，全球粮食供应和制造业零部件供应可能再次面临供应链中断的问题。

展望2023年，在新冠疫情对经济的冲击下降、各国通胀回落、国际贸易恢复和中国经济持续回升的前提条件下，大宗商品价格会有较大幅度的反弹走势，但是需求不足（海外经济减速或衰退）、高通胀回落缓慢导致高利率与经济减速并存，商品冲高后还会面临回落的风险。投资者可以运用芝商所的美豆期货（ZC）及WTI原油期货（CL）来对冲风险对冲潜在的波动风险，尤其是在全球能源转型的时代，能源“不可能三角”导致能源价格波动是剧烈的。（作者期货投资咨询从业证书编号Z001016）

本文源自期货日报