

宏观视角下 2023 年大宗商品市场展望

上海期货与衍生品研究院 张晓威 刘东旭

一、全球宏观经济回顾与展望

2022 年，在美欧通胀高企、疫情和地缘冲突扰动背景下，全球经济增长明显放缓。中国、美国、欧元区等主要经济体经济增速在 2022 年延续了自 2021 年上半年呈现的增长放缓势头（图 1）；通胀方面，美国和欧元区通胀增幅大幅攀升至记录高位，中国通胀走势则相对平稳（图 2）。世界银行、国际货币基金组织和联合国等国际机构在 2023 年 1 月发布的《2023 年世界经济形势与展望》报告中均预估 2022 年全球经济增速将大幅下滑。其中，国际货币基金组织估计 2022

年全球经济增速为 3.4%，相比 2021 年的 6.2% 明显回落；世界银行估计 2022 年全球经济增速为 2.9%，相比 2021 年的 5.9% 大幅回落。

预计 2023 年全球经济活动将继续延续放缓势头，中国与美欧经济体将出现明显分化。世界银行、国际货币基金组织和联合国在《2023 年世界经济形势与展望》报告中均预计，中国经济将在 2023 年明显复苏，这主要得益于新冠疫情防控措施优化和持续的宏观政策支持；但美欧等发达经济体仍将受困于高通胀环境约束，央行为对抗通胀采取的加息政策仍将对经济活动造成

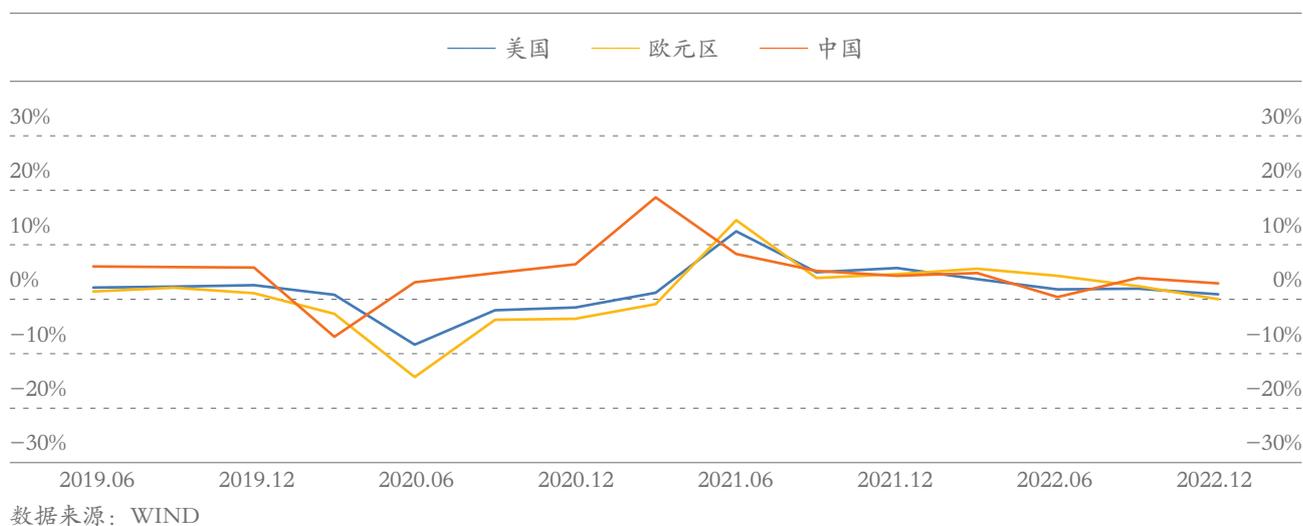
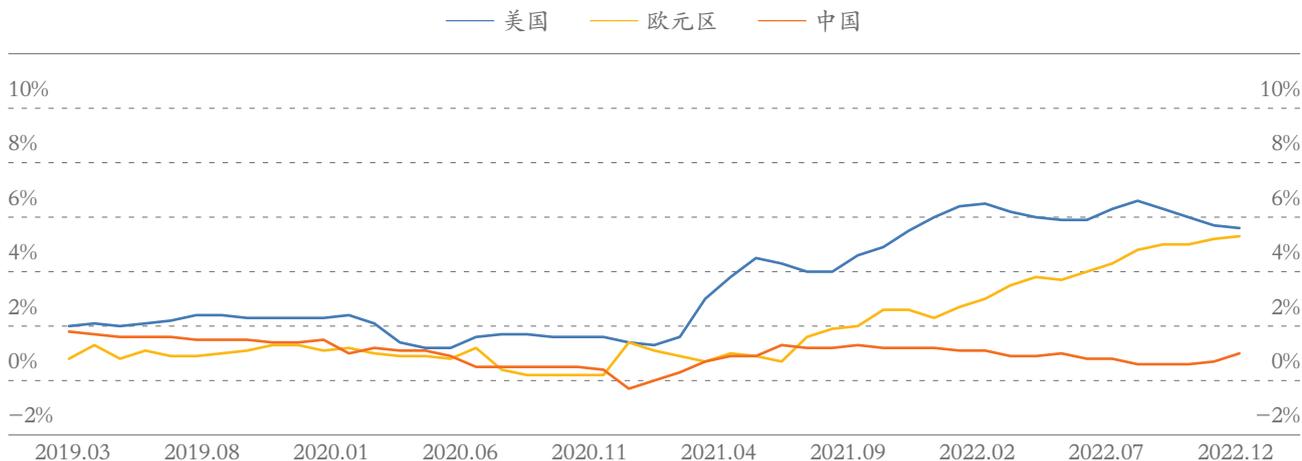


图 1：2019–2022 年主要经济体 GDP 当季同比

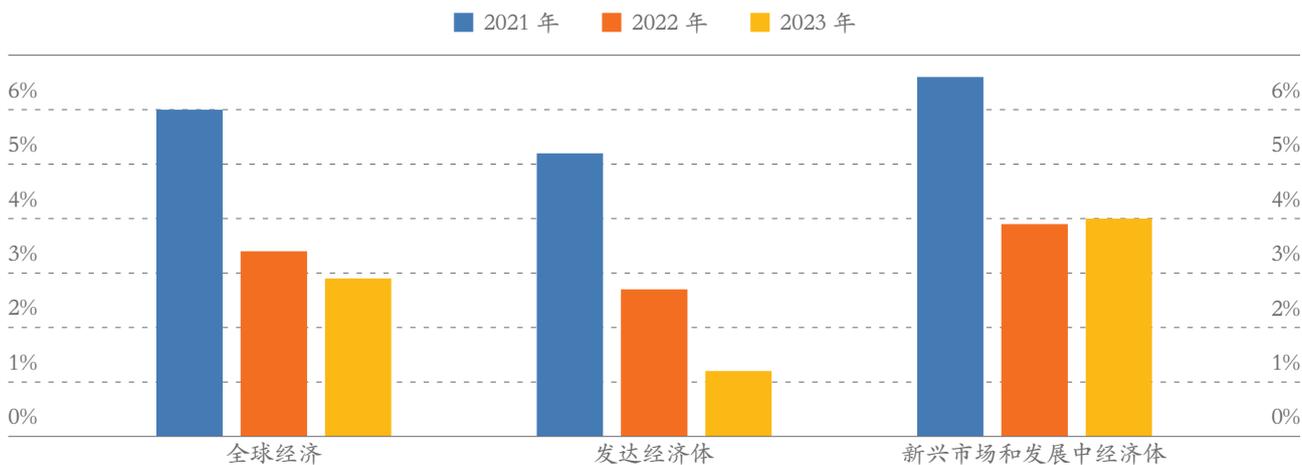


数据来源: WIND

图 2: 2019–2022 年主要经济体核心通胀走势

拖累,乌克兰危机仍对欧元区经济活动造成扰动。国际货币基金组织预计 2023 年全球经济增速将下降到 2.9%¹。预计发达经济体增长幅度较 2022 年下滑 1.5 个百分点至 1.2%, 面临比较大的经济下行压力; 其中, 预计美国 2023 年经济增长将由 2022 年的 2% 下降至 1.4%, 欧元区

2023 年经济增速将由 2022 年的 3.5% 下降至 0.7% (图 3)。预计新兴经济体增速有望略高于 2022 年, 达到 4%; 其中, 预计中国 2023 年经济增速将由 2022 年的 3% 上升至 5.2%。这意味着, 以中国和美欧为代表的不同经济体的经济周期将在 2023 年出现明显的分化。



数据来源: 国际货币基金组织

注: 2022 年、2023 年为估计或预测数据, 报告发布时间为 2023 年 1 月 31 日。

图 3: 2021–2023 年国际货币基金组织经济增长预测

¹ 此前, 世界银行在 2023 年 1 月 10 日发布的报告中预计 2023 年全球经济增速将下降到 1.7%, 发达经济体增长幅度较 2022 年下滑 2 个百分点至 0.5%, 新兴经济体增速有望和 2022 年持平 (3.4%)。

二、宏观视角下的大宗商品市场

(一) 2022 年大宗商品市场情况回顾

2022 年大宗商品价格先扬后抑（图 4），重心整体下移。乌克兰危机、美欧央行大幅度的货币紧缩，以及 2022 年末的中国经济复苏预期是影响大宗商品价格的主要宏观因素。分品种来看，能源化工涨幅较高、黑色类和建材类全年跌

幅较大，反映了 2022 年宏观经济“内需弱外需强”的局面（图 5）。从波动率来看，能源化工、有色金属等波动率相比 2021 年有所上升，反映了乌克兰危机对原油、镍等品种的影响；黑色类和建材类等品种波动率相比 2021 年下降，反映了市场对“中国需求疲软”相对一致的预期（图 6）。



图 4：大宗商品价格走势（WIND 大宗商品指数，2022 年 2 月至今）

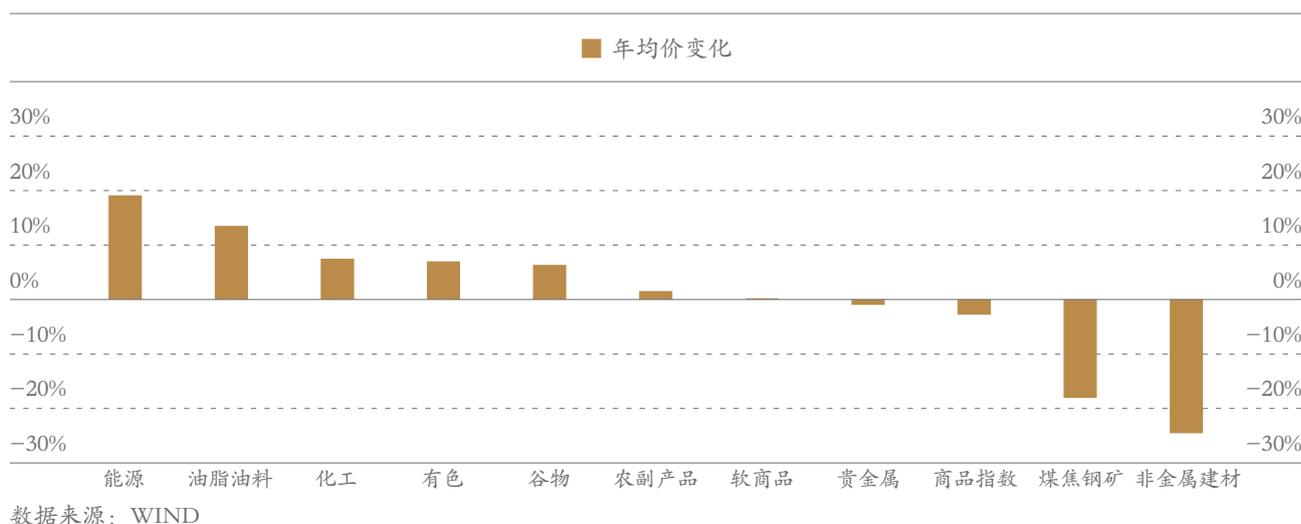


图 5：2022 年主要大宗商品年均价变化



数据来源：WIND

图 6：2022 年主要大宗商品价格日均波动率变化

（二）2023 年影响大宗商品市场的主要宏观因素

2023 年，影响大宗商品市场的主要宏观因素包括中国经济潜在的低位复苏和海外货币流动性可能出现的拐点，而疫情和地缘因素影响则相对下降。

中国经济复苏或将是影响大宗商品市场的首要因素。从政策层面来看，2022 年末的中央政治局会议、中央经济工作会议均释放了明显的稳增长信号。其中，中央经济工作会议明确提出“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度”“要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼”等要求。2023 年春节后的首次国常会进一步从“加力扩消费、努力稳定外贸、积极吸引外资”三方面部署稳需求举措。预计疫情防控措施的优化、存量政策和增量政策叠加发力，将给经济恢复发展带来积极影响。

从地方政府层面来看，多数省份在 2023 年政府工作报告中提出的经济增长目标落于 5%~7% 的区间，显示了稳增长的决心；从

经济增长的相关表述来看，主要经济大省均传递了积极信号，如山东省提出“扛牢大省责任担当”，重庆市、四川省、江苏省等省市提出“争取实现更好的结果”。从市场预期来看，近期中信证券、瑞银证券等多家机构对 2023 年中国 GDP 增速预测均值达到了 5.2%（表 1）。

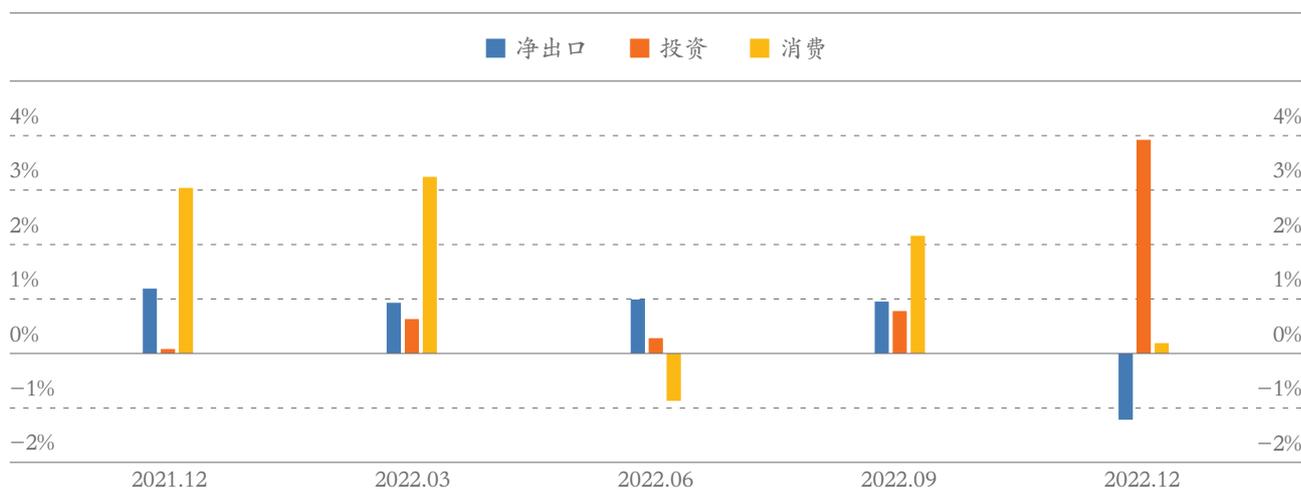
从经济增长结构来看，预计投资端在更积极的财政政策支持下，有望成为经济复苏的主要推动力（图 7）。在海外经济承压下行背景下，中国出口增长面临较大压力；消费端在疫情防控措施优化背景下，有望阶段性修复，但其持续性在疫情期间居民资产负债表恶化情况下有待进一步观察。投资端在积极财政政策支持下有望成为 2023 年中国经济增长的压舱石，尤其是地产竣工端在政策支持和要求下具备较高的确定性（图 8）。

中国的经济复苏，尤其是投资端的持续发力，预计将带动工业金属的需求。此外，从大宗商品供给端来看，由于长期资本开支偏低，基本金属供应受到一定约束。

表 1: 主要机构对中国 2023 年 GDP 增速预测

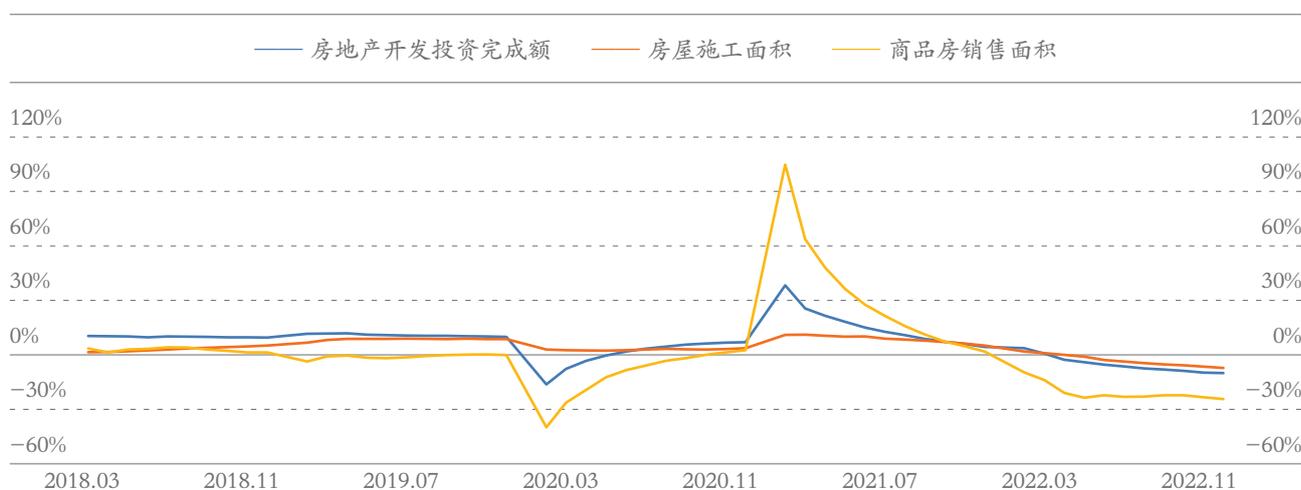
预测机构	预测值 (%)	预测时间	预测机构	预测值 (%)	预测时间
瑞银证券	4.9	2023/1/6	华泰证券	5.8	2022/12/11
招商证券	4.7	2023/1/3	国盛证券	5	2022/12/10
西部证券	5.1	2023/1/1	银河证券	6.2	2022/12/10
财信国际经济研究院	5.3	2022/12/31	开源证券	5.1	2022/12/8
国开证券	5	2022/12/23	中信建投	5.1	2022/12/8
野村东方国际	4.8	2022/12/22	平安证券	5	2022/12/7
中银证券	5.2	2022/12/19	中信证券	5	2022/12/6
国金证券	5.5	2022/12/18			

数据来源: WIND



数据来源: WIND

图 7: 2021 年第 3 季度至 2022 年第 3 季度中国 GDP 增长结构



数据来源: WIND

图 8: 2018-2022 年中国房地产投资销售情况

海外方面，预计 2023 年伴随经济下行压力的增加，美欧紧缩的货币政策有望先后转向。从美国和欧元区的经济景气度指标来看，自 2021 年上半年制造业 PMI 开始呈现下滑趋势，并于 2022 年下半年开始步入经济活动紧缩区间（图 9）。另一方面，在持续高通胀压力下，美国和

欧洲央行先后开启了快节奏的货币紧缩政策。市场预期，2023 年，随着美国和欧洲经济增长的阶段性承压，其紧缩的货币政策有望整体放缓，甚至迎来流动性宽松的拐点。预计 2023 年，海外需求整体向下，尤其是在货币政策仍然大概率延续紧缩的上半年。

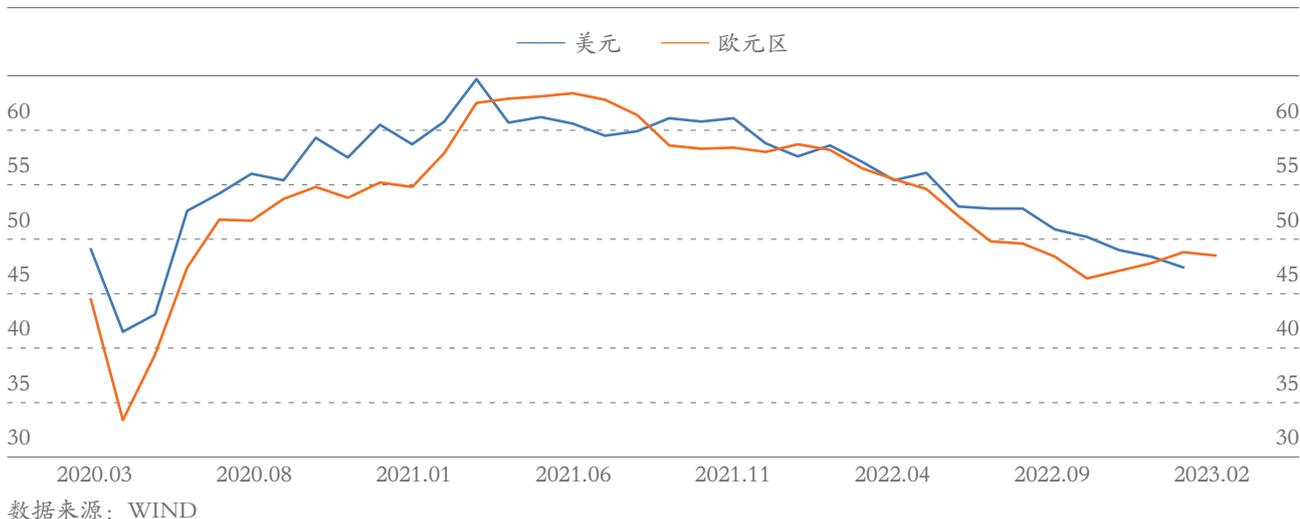


图 9：2020—2022 年美欧制造业 PMI 走势

预计疫情和地缘冲突方面对大宗商品市场的直接冲击将呈现缓和的态势。疫情方面，虽然世界卫生组织在近期的声明中，仍将新冠列为国际卫生紧急事件²，但从全球范围实际情况来看，疫情对社会和经济的影响已经明显减弱。疫苗接种率的提高、变异毒株致死率的下降以及防控措施持续改善，使得疫情有望在 2023 年结束。地缘冲突方面，能源市场尤其是欧洲能源市场对乌克兰危机做出了快速调整，危机对大宗商品供应端的冲击下降；地缘冲突造成的经济体潜在割裂可能阻碍经济发展、抑制宏观需求，但影响相对温和。

三、总结

整体来看，预计 2023 年，影响大宗商品市场的主要因素将回归基本面。全球经济周期的错位，即中国经济的复苏与美欧经济的减速，是影响大宗商品市场的主要宏观因素；疫情和地缘因素对大宗商品市场的直接影响缓和。

（责任编辑：尹亦闻）

作者简介：

张晓威，上海期货与衍生品研究院研究员。

刘东旭，上海期货与衍生品研究院研究员，主要研究方向为期货市场宏观经济。

² 世卫组织：新冠疫情仍是“国际关注的突发公共卫生事件”，新华网 <https://news.cri.cn/rss-yd/2023-01-30/40b2efd5-6996-b4c0-9475-b292848cbd4c.html>，2023-01-30。