



冠通期货
Guantong Futures

惟初笃行不怠，逐鹿得人则通

冠通期货

2023年度研报核心观点汇总



冠通期货研究咨询团队



时间：2022年12月26日

本公司具备期货投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn

- 宏 观：在康波萧条中遭遇经济衰退；
- 贵 金 属：加息尾声就是长期趋势的前奏；
- 铜：在供给过剩的担忧中震荡；
- 黑 色：道阻且长，行则将至；
- 石 化：需求不及往年，高油价难以维持；
- 煤炭化工：乍暖还寒 徘徊瞻顾中回归正轨；
- 农 产 品：循环往复，潮起潮落。

宏观

“人类各族群通过征服、流行病与灭族行动而互动的历史，就是塑造现代世界的力量。族群冲突在历史上的回响，经过许多世纪，至今未尝稍歇，仍在今日世界上某些最动荡不安的区域发酵。” --《枪炮、病菌与钢铁》

时来天地皆同力，运去英雄不自由。

复盘本轮大宗商品牛市行情，可谓是近四十年来之最，仅仅用当前的宏观因素或者是从基本面的角度上去理解，总是难以说清道明。同时，新冠以来的经济和生活，发生了许多在疫情前人都难以想象的变化。而这种变化，也是我们难以完全描述和确切解释的。但是，我们发现，从可观测的数据上来看，当下的很多经济指标的表现竟然与50年前的1973年颇为相似。而1973年恰恰是50年前新一轮康波萧条的开启。因此我们尝试从更加长期的视角思考--周期的力量。

如果说，我们正在经历新一轮康波的萧条，历史再次轮回，很多难以理解的问题也就豁然开朗了。

2023年，我们将在康波萧条中遭遇经济衰退。

风险点：俄乌战争扩大，疫情剧烈冲击，中美冲突升级，金融或经济危机。

宏观

2023年的全球经济依旧不容乐观，在疫情、通胀、加息和战争的谢幕中，从滞胀不断走向衰退与萧条。周期视角下，从各项经济指标与资产走势特征上来看，本轮衰退与1973年颇为相似，全球经济正在经历的正是新一轮康波的萧条，并在萧条中遭遇经济衰退。快速的加息和持续的高利率是造成经济衰退的导火索，疫情的“信念疤痕”效应和俄乌战争则是造成本轮经济衰退的重要外部冲击。根据美林时钟，当前，通胀和产出缺口均有见顶回落的迹象，美联储加息也步入尾声，经济衰退期的资产配置上优选债券，大宗商品价格承压。

2023年的中国经济，有望在新一轮的换届周期中率先从衰退中走出。虽然全球经济都在走向衰退，即便面临诸多困难，但2023年对于中国却是意义非凡的一年，新一轮换届周期的开启，有望带动中国经济率先从全球性经济衰退中走出来。一方面，受到疫情的两次严重冲击，中国经济在2022年二季度已经提前落入衰退；另一方面，随着防疫的放松和优化，新一届政府的上台，更多稳增长政策端的发力，消费有望修复企稳，投资更多落地发力，中国经济有望向5%的潜在经济增速水平回归。在全球比烂的时代中，彰显中国经济的韧性，继续领跑世界经济。中国的经济增长有望重回潜在增速水平5%左右，通胀依旧不是问题，防疫的放松为消费重回其拉动经济的基础性地位铺平道路，出口则面临着海外发达经济体的衰退所导致的外需趋冷的压制而转负，投资方面依旧是稳增长的关键，地产有望触底反弹，基建依旧要扛起大旗，制造业保持稳健。货币环境延续宽松，但货币供应增速可能会适当放缓，与社融增速相匹配，更多财政政策值得期待。美元高位回落，美联储加息临近尾声，人民币有望坚挺走强。

宏观

时来天地皆同力，运去英雄不自由。

2023年，大宗商品从宏观和周期的视角来看，均有望走出先抑后扬的态势，下行压力不断集聚。宏观上看，2023年全球经济从滞胀走向衰退，造成本轮商品牛市的元凶--疫情、货币宽松、能源和战争都在日益瓦解，2022年中商品拐点已现，服务商品价格的高企强化了通胀的韧性，美联储本轮加息周期时间可能更长，继而施压商品价格，加息尾声的上半年下行压力犹大。周期视角下，本轮大宗商品的走势特征，与历史上康波萧条和衰退期的走势特征颇为相似，如果历史会重演，则酝酿着更进一步的下行。更加值得警惕的是，经历了2022年美联储连续7次的加息，如今的金融条件比历史相似时期更为紧张，当前的商品价格也还未能完全反应经济衰退的潜忧，而美债所隐含的通胀预期指标则已经走的更远了。期限结构和基差水平上看，当下主要大宗商品价格处在一个相对均衡的位置，从CRB子板块指数见顶后所回落的幅度上来看，未来对于仍处相对高位的油脂、家畜和食品下行压力更大，而金属、工业原料和纺织品则总体回落到了相对有支撑的位置，特别是纺织品。

全球经济滑向衰退，中国有望率先走出泥潭，政策端的发力和地产后半程的超预期表现，令国内定价的商品，特别是与地产相关的黑色建材板块表现更为坚但从品种基本面供需格局来看，仍旧是前松后紧，价格应该也是先抑后扬。当前，黑色建材相关的铁矿、螺纹等期货价格提前抢跑，价格反弹到高位之后，春节前逢高做空是较好投资机会的。此外，今后在供增需弱格局下，豆粕大概率将高位筑顶后回落，也是做空的优选标的。配置层面，美国加息尾声，降息预期将起，实际利率的下行推升金价，无论是经济衰退的避险需求，还是各国央行安全的诉求，投资者对于黄金的需求都有增无减，2023年黄金的投资值得超配。

最后，从风险管理的角度上来说，2023年商品下行风险积聚，甚至某些情境下会出现危机式的快速下跌，企业需要提前做好风险管理。

贵金属

- 美联储本轮加息进程进入尾声阶段，但美国国内通胀水平依然太高，特别是CPI/PCE物价水平距离美联储自身的2%稳定物价水平依然相去甚远，因此美联储今后3—6个月的核心任务依然是通过加息遏制高通胀；美国2年/10年国债收益率已经长时间倒挂；美联储在2023年年中结束本轮加息之后，很有可能无法在利率峰值维持太久，就必须开始考虑在经济衰退的情况下调整货币政策；2023年全年、特别是下半年将有利于黄金白银等贵金属进一步从低位反弹，并开始持续上涨。
- 金价从2022年9月底阶段低点1614美元/盎司反弹至12月13日阶段高点1824美元/盎司，在连续加息的环境下向上振幅13%；银价在大致相同时间区间从17.55美元/盎司反弹至24.11美元/盎司的阶段高点，在连续加息的环境下向上振幅37.3%；金银的反弹幅度已经超越了“下跌途中的大级别反弹”范畴，倾向认为是新一轮趋势性大涨的起始震荡、反弹阶段，如果上述阶段低点长时间不再跌穿，将强化黄金白银趋势性上涨已经开始的观点。
- 目前全球去美元化加速；人民币国际化加速；世界各国央行减持美债、增持黄金成为普遍现象；中国央行3年来首次披露增持黄金储备；加息的尾声阶段将是黄金开启中长期战略涨势的开始、也是极佳的黄金资产配置窗口。

铜

- 随着美联储、欧央行和其他诸多发达市场央行不断加息，在遏制高通胀的同时也在冷却整个经济活动，对工业制造业特别是中小制造商打击较为严重；中国国内作为全球最大的铜消费地，虽然在当前疫情管控大幅度放宽、稳增长力度空前的情况下存在对铜需求的利好前景，但短期难以充分体现并主导铜价；
- 西方大资本出于对未来经济绿色转型和新兴市场工业金属高增长的预期，仍在大力投资现有铜矿山和新建铜矿业企业，投资对象遍布世界各地，未来一段时间全球铜精矿市场供应充裕，国内铜冶炼企业在铜粗炼费（TC）谈判中相对主动，TC费用走高；但铜下游需求和开工能否完全跟上精炼铜的产出，值得一定担忧。铜价在各地的库存均偏低，但2023年国内外的铜需求均存在不确定性，铜价重心很有可能适度下移，2023年铜价在需求有担忧、成本有支撑的情况下仍将维持有韧性的震荡。

黑色

- **钢材：地产修复决定钢价需求弹性，钢价欲扬先抑。** 2023年基建仍然保持较高增速，房地产行业后半年用钢需求出现实质性好转，制造业和出口受外需影响增速或下滑，上半年仍然呈现弱现实态势，钢价或承压震荡下行，下半年房地产行业修复态势影响钢材需求弹性，房地产行业用钢需求的好转带动钢价重心上移。

- **铁矿：供需趋于宽松，价格中枢下移。** 2023年外矿供给和内矿供给均有增量，但是国内和海外需求均有收缩动力，供需格局趋于宽松，全年价格重心或出现下移。上半年国内实际需求难有好转，海外欧美或仍处于加息周期，加之地缘政治扰动，外需或延续回落，上半年铁矿价格承压下行；下半年国内需求或因地产实质性修复出现好转，且海外加息进程逐渐结束，预期铁矿石价格重心重新回升。但是钢厂低库存背景下，政策方面对于矿价具有较大扰动。

风险点：房地产政策放松超预期、粗钢减产超预期、外矿发运大幅缩减、房地产超预期修复、原料端政策调控、俄乌冲突变化。

原油&PVC

- **原油：**全球经济存在衰退预期，各大机构不断调低需求增长速度，汽柴油裂解价差持续走弱，2023年油价重心将下移，在第一季度将跌至65美元/桶附近，不过目前加息接近尾声，原油下半年的持续下跌已经将衰退预期部分消化，汽柴油裂解价差继续走弱空间不大，受制裁影响，俄罗斯产量将在上半年开始下降，叠加美国在70美元/桶附近将回购石油战略储备，中国疫情放开短暂阵痛后，需求将在二季度开始改善，油价有望迎来上涨行情，但因为需求的制约，油价在100美元/桶存在较大压力。另外SC与Brent原油价差处于低位，随着中国疫情放开后需求提升，预计SC-Brent价差有望增长。
- **PVC：**预计2023年实际新增有效产能在80万吨，增速为3.11%，由于2022年多套装置在11月之后投产，2023年一季度供应压力较大，加上进口增加，预计全年产量增速达到7.73%。需求端，出口需求回落，目前房地产各种利好政策仍然只是作用于预期，加上疫情防控政策优化近期也会引来阵痛，PVC的总库存仍需需求端现实发力才能消耗，预计一季度压力仍然较大，或将跌至5600元/吨，但随后房地产预期向好，尤其是竣工端，加上疫情管控放开，美联储加息进入尾声，预计需求回升，不过近期国家发展改革委印发《“十四五”扩大内需战略实施方案》，继续坚持“房住不炒”的大方针不变，预计有望回升至9000元/吨。整体价格重心将较2022年要高。策略上也可以考虑反套，即空PVC05合约多09合约。

沥青&聚烯烃

- **沥青：**沥青总体还是跟随原油波动。沥青库存存货比处于低位，贸易商才开始冬储，目前基差处于偏低位置，现货商可以采取做多基差操作，基建投资在上半年预计仍有9%的相对高增速，沥青/原油比值有望继续扩大。但二季度后，国内刺激政策或将转向消费领域，加上原油出行需求回升，预计沥青/原油比值持续走弱，当然如果沥青/原油比值跌至5.2附近。沥青亏损下或将降低开工率转产其他产品，此时可以阶段性做多沥青/原油比值。另外，由于冬天沥青施工困难，相对来说01合约偏弱，可以采取多06合约空01合约的套利策略，历年的01-06价差大概率是震荡下行的。

- **聚烯烃：**国内疫情管控逐步放开，2023年一季度难免对国内需求产生压力，海外需求也未好转，聚烯烃下游塑料制品出口同比持续回落，PMI指标仍在荣枯线下方，同时聚烯烃一季度供给压力较大，上游原油需求也还未很好改善，预计聚烯烃价格将在一季度回落至6800元/吨一线。待到二季度后，国内外需求好转，国内或将刺激消费，价格的持续下跌也会引发生产企业减产，届时聚烯烃有望迎来反弹，不过受制于新增产能较多，预计9300元/吨一线存在阻力。套利方面，建议多塑料空PP，主要在于PP新增产能较多，加上目前贸易商库存较高，PP压力较塑料更大。

煤炭

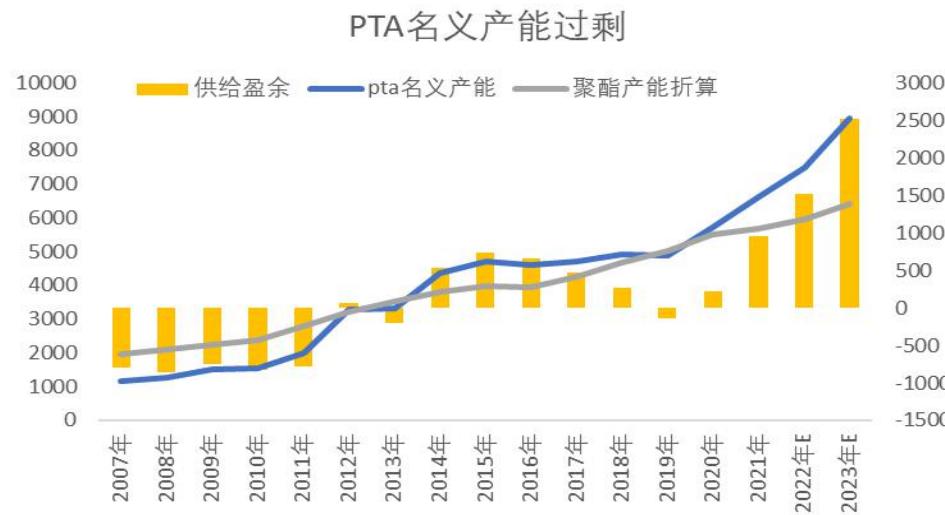
- **动力煤：**保供工作积极推进下，我国煤炭供应能力明显增强，即便进口端因素略有波动，整体供应预计仍将维持在高位，不过煤炭行业事故高发，产业继续核增产能空间已经有限。我国煤炭产销结构加剧了中间周转运输压力，中间环节库存偏紧，供应节奏仍可能出现波动。市场对需求端寄托较强期待，稳经济增长带动下，电力、钢铁建材需求均有望环比改善，但经济复苏带来的需求增长空间尚难以判断，目前在碳达峰要求下，清洁能源加速发展，持续两年被低估的水电是否会有意外惊喜，加之长协占比增加，整体煤炭消费需求可能在强预期下其实难副。综合来看，供应增量空间有限，但处于高位，需求预期改善，但面临清洁能源替代，一旦水电出力增加，煤炭价格大概率承压运行，价格将向合理价格区间靠拢。
- **焦煤焦炭：**受到矿井核增难度较大影响，国内焦煤供应预期能有明显增加，叠加低库存影响，焦煤供应量增幅有限，不过进口结构逐渐调整，供应形势大概率趋于稳定；焦炭产能整体充裕，预计供应形势相对稳定，不过目前焦炭各环节低库存，以及焦化企业加工亏损情况下，焦炭短期供应仍稍显局促。需求角度来看，从政策较度来看，压减粗钢产能政策顶制约下，整体需求很难有明显增量；而房地产终端需求复苏还有一定难度，整体终端需求难有起色。供应平稳而需求压力不减，焦煤焦炭价格大概率承压。
- **风险点：**煤炭产区重大安全事故（上行风险）、欧盟能源、极端天气加剧能源需求（上行风险）、进出口政策；稳经济措施加大力度、粗钢压产超预期（下行风险）。

尿素

- **尿素**：尿素冲高后大幅回落，年末出现翘尾，短期价格偏强运行。从供应端来看，2022年尿素新增产能投放虽有延迟，但产量规模同比明显增加，2023年尿素新增产能继续释放，整体供应形势好转；需求端，农业需求大概率稳定，下半年工业需求实际增长空间还需要关注房地产消费带动的具体情况，当然，出口大概率放松会提振需求阶段性走高，但全球能源价格趋于平静，出口增量规模可能不足以改变尿素供需相对宽松形势。从基本面角度，供需并不支持价格2023年尿素价格大幅上行，并且由于产业结构调整压力，价格大概率跟随成本端引导，特别是2023年中长期合同将化肥企业排除在外，生产企业对于利润变动可能更为敏感，尿素价格中期估值需要关注煤炭价格走势。当然，季节性以及区域性供需紧张可能仍然存在，预计2023年价格走势以前高后低运行为主。
- **风险点**：煤炭产区重大安全事故（上行风险）、欧盟能源、极端天气加剧能源需求（上行风险）、进出口政策；稳经济措施加大力度、粗钢压产超预期（下行风险）。

PTA

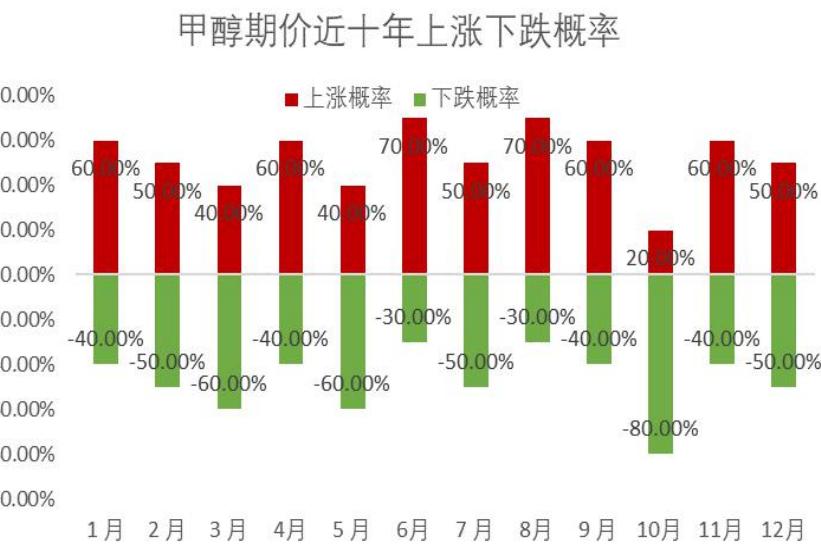
- 从产能角度来看，PTA产能增量要明显大于下游聚酯产能，整体供需形势趋于宽松；疫情管控放松，各项稳经济措施下，市场对需求充满期待，节前纺织也采购短期好转，聚酯方面库存消化，促使PTA价格小幅反弹，但中长期需求复苏以及库存的消化，还需要关注纺织终端需求情况，内需增长潜在动能有待观察，而外需承压运行，整体需求增长空间或有限，特别是聚酯在高库存消耗压力下，开工率仍表现低迷。2023年PTA供需大概率维持宽松形势，由去库转为累库。当然，PTA产能集中，行业争夺价格话语权将通过加工费来调整供应节奏，那么原材料成本对于PTA价格的影响将至关重要，特别是上游PX产能不足以覆盖国内PTA需求，且国际市场调油需求旺盛的背景下，成本端将制约PTA价格的下行空间。



甲醇

➤ **甲醇：**从产能角度来看，甲醇新增产能投放较为积极，且2023年一季度投放规模可能较大，在甲醇生产成本压力减弱之际，预计国内供应将维持同比增加；进口方面来看，目前进口利润优势较大，伊朗2023年新增产能投产规模可能促进甲醇进口规模增加；此外，跨区价差恢复后，整体供应形式顺畅；整体供应形势趋于宽松；需求端来看，当然稳经济增长下，需求预期有所改善，不过下游甲醇需求新增产能规模较少，加上低利润的情况下，需求端仍是主要拖累项。供需宽松，价格缺乏大幅上行动力，2023年甲醇价格更多需要关注能源价格走势，成本端将决定甲醇价格的回调空间。

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2022	13.92%	2.55%	0.76%	-7.13%	4.36%	-6.76%	-1.37%	-1.00%	9.44%	-12.11%	4.73%	-0.89%
2021	-4.17%	7.62%	-3.68%	2.52%	4.51%	0.63%	7.87%	0.79%	35.04%	-24.30%	-7.64%	-5.96%
2020	3.07%	-10.71%	-20.60%	11.90%	-5.49%	3.73%	-1.54%	14.85%	-3.18%	5.01%	12.97%	5.41%
2019	5.57%	0.28%	-5.70%	0.59%	0.29%	-5.53%	-6.95%	1.23%	12.43%	-12.68%	-7.14%	11.94%
2018	-2.42%	-3.81%	1.53%	-1.40%	2.87%	2.94%	4.05%	10.43%	-1.04%	-6.51%	-22.56%	2.18%
2017	7.25%	-0.68%	-11.48%	-6.95%	-6.64%	5.45%	1.44%	20.43%	-5.69%	-1.80%	8.88%	-1.82%
2016	0.86%	1.37%	5.46%	9.62%	-7.12%	4.83%	-7.61%	4.77%	8.12%	18.46%	0.40%	9.81%
2015	-0.68%	15.66%	2.12%	6.90%	-3.65%	0.36%	-13.07%	-11.33%	-0.05%	-2.97%	-11.14%	5.08%
2014	-2.07%	-6.00%	-1.67%	0.30%	-4.41%	4.58%	4.01%	-3.25%	1.76%	-7.22%	4.14%	-23.73%
2013	7.85%	-1.53%	-3.84%	-0.04%	-3.63%	-3.39%	7.14%	1.12%	1.60%	-0.28%	10.76%	-4.89%
均值	2.92%	0.47%	-3.71%	1.63%	-1.89%	0.68%	-0.60%	3.80%	5.84%	-4.44%	-0.66%	-0.29%



豆粕&油脂

- **豆粕：**展望 2023 年，南美步入关键生长期，价格运行核心仍在南美端。当前南美仍面临异常干旱影响，但随着拉尼娜周期结束，气候扰动影响减弱，近期南美降雨预期有所增加，有利于缓解干旱，大概率以增产落地。国内方面，随着生猪进入大量出栏季节，对豆粕需求预期减少，而进口大豆近期集中到港，且新增大量巴西新季大豆船期，国内原料端供给持续宽松，豆粕05合约或面临高位转向。
- **油脂：**本年度，东南亚产地很难在减产季实现供需由“平衡向偏紧”的过度，进而弱化原本的季节性利多驱动。明年油脂供需大概率会呈现供需双增的局面，大方向上油脂价格走势或继续呈现底部宽幅震荡格局。在棕榈油减产季结束前，产量及库存的制约将对植物油价格形成支撑，但上行动能整体不足，走势降相对偏弱运行；消费方面，欧盟及印度均无明显亮点。而中国的开放政策或推高2023年油脂的消费水平，随着疫情影响逐步消散，餐饮等行业景气度将迎来修复，并为植物油价格提供新的上行动能，以走出低谷。

生猪&棉花

- **生猪：**本轮“猪周期”受到上游农产品价格影响显著，扩产扰动因素增加。展望2023年，猪价在经历二次去产能后，加之此前补栏节奏偏慢，产能修复进程波折。本轮周期猪价上涨节奏较快，但受补栏行为相对迟缓影响，寻找供需平衡时间或将拉长，意味着周期时长或将拉长。抛压缓解后，消费旺季猪价反弹仍有期待，或再迎长线多头配置机会，但考虑到本轮猪周期推升因素为饲料成本端，整体存栏及能繁均处历史同期高位，上升幅度或不及往年。

- **棉花：**在外棉需求回落周期下，以及国内受到疆棉禁令等因素对海外市场的需求的封堵，国产棉被迫更多转向国内市场和其他新兴市场。而导致的供给宽松问题或促使2022/23年度我国棉花种植面积呈现缩减，随着新冠疫情管控逐步放松，市场预期有所改善，内外需求或分化，随着国内疫情管控边际放松，以及中国GDP增速预期良好，国内纺服需求或逐步恢复；近期终端需求出现一定积极信号，但终端需求大幅度回暖尚未到来，加上国内新棉供应增加，短期市场多空分歧依然较大，仍需持续关注下游纺织需求的改善及向上传导的情况。从位置上看，郑棉绝对价格处于历史低价区间，探底回升后交易重心逐步抬升，而在纺织企业原料库存处于低位的背景下，终端需求的回暖有望带动下游采购的热情，进而推动价格上行，但明年初库存的压力仍是最大的制约因素，05合约总体维持中性宽幅震荡观点，明年一季度或有震荡探底的进程，筑底后有望企稳上行。

分析师介绍：

王 静，职业资格证号F0235424/Z0000771。北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、期货投资咨询师，出身农业，三年粮油市场分析经验，后转投身于期货行业十年有余，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

周智诚，职业资格证号F3082617/Z0016177。日本东京国际大学经济学硕士。2010年进入贵金属现货行业，2013年获中国黄金协会注册高级黄金投资分析师资格。2017年进入期货行业，多次在主流媒体发表贵金属观点及研究，多次为知名黄金珠宝企业制定黄金套保计划，高校特约讲师，曾任《中国黄金报》特约评论员及北京黄金经济研究中心特约黄金投资分析师。

苏妙达，职业资格证号F03104403/Z0018167。苏州大学化学专业硕士，本科学习高分子材料与工程专业，2016年进入期货行业从事聚烯烃等化工品的研究，具有多年的化工学习和研究经历。目前负责化工产业链的研究，注重基本面研究，对化工产业链的上下游有深入的了解。多次在期货日报、中国期货等行业媒体上发表文章，分享观点。

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356553

E-mail：wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

惟初笃行不怠，逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。

未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢