

# 中国国际期货 资本市场年度报告 ( 2023 )

CAPITAL MARKET ANNUAL REPORT

宏观金融研究团队  
能源化工研究团队  
黑色建材研究团队  
有色金属研究团队  
农产品研究团队

扫码关注  
微信公众号  
查看完整报告

CIFCO  
CIECO

金彩 30 年



全国  
客服热线 95162  
官方网站 WWW.CIFCO.NET

# 目 录

<b>第一部分 宏观金融</b> .....	<b>3</b>
宏观经济：雾里看花花似幻，水中望月月朦胧 .....	3
股指期货：寒冬渐去凉意淡，春风已度玉门关 .....	40
国债期货：莫听穿林打叶声 何妨吟啸且徐行 .....	62
<b>第二部分 能源化工</b> .....	<b>81</b>
原油：在俄乌冲突和经济衰退阴影下动荡不安的原油市场 .....	81
PTA：PTA 新增产能投放，加工费承压 .....	97
甲醇：甲醇供需矛盾阶段性存在，震荡运行 .....	113
EG：乙二醇投产延续，低位运行 .....	130
<b>第三部分 黑色金属</b> .....	<b>145</b>
钢材：柳暗花明 待预期兑现 .....	145
<b>第四部分 有色金属</b> .....	<b>163</b>
黄金：多空博弈，黄金或重现牛市 .....	163
铜铝：供需宽松 铜铝重心将下移 .....	174
镍及不锈钢：供强虚弱，镍价重心或逐步走低 .....	214
<b>第五部分 农产品</b> .....	<b>232</b>
玉米：玉米区间震荡 择机买入保值 .....	232
豆粕：供给稳步恢复 粕类震荡下跌 .....	251
油脂：供需回归常态 油脂弱势下跌 .....	269
生猪：日出日落三百六，周而复始从头来 .....	288
鸡蛋：不见昨夜雨湿处，聊以新颜待今朝 .....	310

# 第一部分 宏观金融

## 宏观经济：雾里看花花似幻，水中望月月朦胧

### 内容摘要：

2023 年宏观局势不确定性较高，好似雾里看花、水中望月，只能识得大致轮廓，却看不清细节。在尽量把握不确定性中的确定性的原则下，我们预计：

国内疫情方面，2023 年疫情发展将符合疾控专家的预测，今冬形势仍较严峻，但除非再度出现重大疫情冲击，否则防疫政策将不会逆转。最大的不确定性或许来自于国外，尤其是病毒领先版本的输入。

国内政策方面，宏观政策必将发力，但政策空间难以判断。财政政策由于“加力提效”的定调，或许综合财政赤字率会维持 2022 年的水平，预算赤字率可能提至 3%也可能不变；货币政策已经藉由特别国债了 7500 亿元的放水，还将有更多空间。

国内经济方面，2022 年 GDP 增速应很难超过 3.%；2023 年经济有望实现“小改开”局面，GDP 增速保守估计 5%，乐观估计 6%-7%。

国际形势方面，俄乌难料、中阿路远、美国忧患。

### 一、引言

子在川上曰：“逝者如斯夫。”

站在当前的时间节点上，若列位看官对于近三年前，即 2020 年 1 月 3 日完成的中期研究院宏观年报的题目——“混沌伊始，鸿图隐现”还有印象的话，或许会有更深一

层的体会，也或许会和我们一样有着恍若隔世的心境，发出类似的感慨。

大疫三年，不过是百年未有之大变局中的一个片段，却已经令人刻骨铭心。再加上美股熔断、全球大通胀、乌克兰战争等各种“黑天鹅”、“灰犀牛”层出不穷、防不胜防，着实为“最大的确定性就是不确定性”这句金融界广为流传的老话添加了完美的注脚。

现如今，世界正在向着更加混沌的状态进发。已经将全球宏观局势搅得面目全非的几条主要裂痕，包括疫情、战争、通胀等，仍只能看到模糊的前景；而前方围绕、遮盖着的迷雾疑云之中，还频频闪动着捉摸不定的火花，不知何时且不知什么样的冲击又会从中现身、降临。切勿让想象力限制了对现实的认知。

就好似雾里看花、水中望月，只能识得大致轮廓，却看不清细节。

基于此，我们在本年报中通过尽力梳理确定性的线索，分析并推测具有较高确定性的结论来不断逼近现实，从而尽可能展现出 2023 年我们所面临的的宏观形势及可能发展。

## 二、当前国内情况分析

### 2.1 防疫政策：转向逐步“放开”

在 2022 年末段，国内防疫政策正式出现了“拐点”。11 月 11 日国务院联防联控机制综合组公布《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》（简称“二十条”），标志着过去三年的国内防疫政策正式出现了转向的迹象。而 12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组公布的《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（简称“新十条”），则宣告以“封闭”为主的防疫政策导向开始改变为以“逐步放开”为主的新导向，多地出现了相应的“大动作”，广州等城市陆续调整防疫政策，



向“逐步放开”迈出了现实的脚步。截至“新十条”发布的12月7日，至少已有19个省或自治区的21个地级市（包含全部19个省会城市），3个省全省，以及3个直辖市的防控措施做出了较明显的“放开”调整，如表2-1所示。

表 2-1 各地防疫政策调整情况（截至 12 月 8 日中午）

序号	地区	发布时间	政策调整内容
1	上海	12.4	12月5日起，乘坐轨道交通、地面公交、轮渡等市内公共交通工具，不再查验核酸检测阴性证明。全市公园、景区等室外公共场所，不再查验核酸检测阴性证明。
2	山东省	12.4	自 2022 年 12 月 5 日零时起对有关疫情防控政策措施进行优化调整 一、居民通过互联网平台或者药店购买退热、止咳、抗病毒、抗生素等“四类药品”，不再查验核酸检测阴性证明，不再需要实名登记信息。 二、取消交通场站，港口码头，高速卡口等场所强制性核酸检测“落地检”要求，继续提供“愿检尽检”服务。 三、居民进入公园、景区、服务区等公共场所，乘坐地铁、公交出租车等公共交通工具，不再查验健康码和核酸检测阴性证明。
3	浙江省	12.4 至 12.5	自 12 月 5 日起，不再开展常态化核酸检测，实行“愿检尽检”；除养老院、福利院、中小学、幼儿园等特殊场所外，乘坐地铁、公交车等公共交通工具，进入公共场所，不再查验核酸检测阴性证明、不再扫“场所码”。
4	辽宁丹东	12.5	除医疗机构、养老福利机构、监所等重点场所外，不再查验核酸检测阴性证明
5	辽宁大连	12.5	除养老院，福利院、医疗机构外，市民进入其他公共场所、乘坐地铁和公交车等公共交通工具，不查验核酸检测情况。
6	新疆乌鲁木齐	12.5 上午	①进出居民小区，进入各类场所、乘坐公共交通工具时，不再查验核酸报告。 ②市民通过互联网平台或者药店购买退热，止咳、抗病毒、抗生素 4 类药品，不再查验核酸报告和实名登记信息等。 ③除高风险区市民朋友和物资保供等闭环作业高风险区岗位从业

			<p>人员，仍需按要求参加核酸检测外，不再开展常规核酸检测。</p> <p>④目前，乌鲁木齐市完全具备实施常态化疫情防控措施条件，可由应急防控阶段逐步转入常态化防控阶段。</p>
7	辽宁沈阳	12.5 下午	<p>自12月6日0时起，不再开展常态化核酸检测，密闭公共场所恢复开放，严格落实通风消毒及科学佩戴口罩、扫“场所码”、测温、健康码绿码等防控措施。出入小区科学佩戴口罩、扫“场所码”、健康码绿码，不再查验核酸阴性证明。进入药店或在互联网平台购买退热、止咳、抗病毒、抗生素等“四类药品”，不再查核酸阴性证明，不再需要实名登记信息。乘坐公交、地铁、出租车(网约车)等市内公共交通工具，戴口罩、扫“场所码”、健康码绿码，不再查核酸阴性证明。进入其他公共场所，戴口罩、扫“场所码”、测温、健康码绿码，不再查核酸阴性证明。</p>
8	江西南昌	12.5	<p>1.全市室外景区，公园(含动物园)，不再查验核酸阴性证明凭“昌通码”绿码通行。</p> <p>2、除高风险区外，长期居家老人、每日上网课学生、居家办公和学习人员、婴幼儿等无社会面活动的人员，若无外出需求，可以不参加核酸检测。</p>
9	吉林长春	12.5 晚	<p>不再开展常态化核酸检测，实行“愿检尽检”，出入办公场所、社区小区、商超及各类公共场所，乘坐地铁、公交、出租车等公共交通工具，不再查验核酸检测阴性证明，返(来)长人员坚持报备管理。</p>
10	北京	12.6	<p>12月6日起，进入商超，商务楼宇及各类公共场所，可不查验核酸检测阴性证明，扫码进入即可。进入社区(村)，不查验核酸检测阴性证明，常住居民可不扫码，12月7日晚起，进入机场航站楼不再查验旅客核酸检测阴性证明，健康码，并取消测温。</p>
11	西藏拉萨	12.6 晚	<p>乘坐公共交通工具，进入小区大院、公园等公共场所应扫场所码，不再查验核酸检测阴性证明。</p>
12	重庆	12.7	<p>商圈、商场、超市、药店、影剧院、博物馆、图书馆，这些公共场所不再查验核酸检测阴性证明。跨区跨省市的流通不再核验48小时核酸阴性证明，来渝返渝、离开重庆，乘坐飞机、高铁、火车都不再要求提供核酸阴性证明。与此同时，“入渝四即”这项规定不再执行。</p>
13	广东广州	12.7	<p>即日起，广州严格落实将高风险区精准划定至楼栋，单元、楼层和住户的要求:不再采取临时封控措施;对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检;除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要</p>

			求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码；来返穗人员不再开展“落地检”和“三天三检”。
14	海南省	12.7	外省来(返)琼人员登机(船、车)前及抵琼关口不再查验“入琼码”、核酸阴性证明、健康码，不再开展落地检。不再开展常态化核酸检测。除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学、密闭娱乐场所等特殊场所外，不再查验核酸检测阴性证明、健康码。居民购买退热、止咳、抗病毒、抗生素等“四类药品”，不再查验核酸检测阴性证明，不再实行实名登记。等等
15	湖北武汉	12.7 晚	从即日起，机场取消查验核酸检测阴性证明、健康码、行程卡。
16	安徽合肥	12.7 晚	即日起，乘客购票乘车及进出轨道车站停止查验核酸检测阴性证明和健康码。高速公路道口停止查验核酸检测阴性证明，各道口核酸检测点将有序撤销。自新桥机场乘坐飞机离肥旅客，合肥新桥机场不再查验核酸检测阴性证明。
17	甘肃兰州	12.7 晚	要求各县区、各单位要不折不扣执行好新十条疫情防控措施，市疫情联防联控领导小组督查组要抓好督导落实，切实保障正常生产生活秩序。
18	河南郑州	12.7 晚	1. KTV、游戏厅、洗浴足浴、美容场所、剧本杀、麻将馆(棋牌室)、网吧等密闭场所不再查验 48 小时内核酸检测阴性证明和健康码。 2. 出入小区，乘坐公交、地铁、出租车(网约车)等市内公共交通工具，不再查验健康码， 3. 省外来(返)郑人员不再查验 48 小时核酸检测阴性证明和健康码，取消“落地检”，离郑不再查验 48 小时内核酸检测阴性证明。
19	黑龙江哈尔滨	12.8 早	哈尔滨机场优化调整疫情防控措施，不再查验核酸检测证明、健康码、行程卡、取消落地检。
20	云南昆明	12.8 早	取消来(返)昆人员抵昆前报备的要求，全市机场、火车站、客运站和公路不再实施核酸“落地检”。
21	四川成都	12.8 早	即日起，成都地铁线网及有轨电车进站乘车无需扫车站场所码及查验健康码。
22	江苏南京	12.8 早	优化交通出行管理。公路、铁路、水路、航空等交通场站和对外通道、服务区撤除全部查验服务点，不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，外地来返宁人员

			不再需要报备信息，不再开展“落地检”和“三天三检”。乘坐地铁、公交、轮渡、出租车、网约车等公共交通工具不再查验核酸检测阴性证明和健康码。
23	湖南长沙	12.8早	。即日起，长沙机场停止查验进出港旅客的核酸证明、健康码和行程卡，进港旅客落地核酸检测按照自愿原则实施。
24	陕西西安	12.8早	西安火车站进站乘车，不再查验48小时核酸阴性证明；国际机场，已不再查验核酸和健康码；小区、商场、药店等，不再扫码查核酸。
25	福建福州	12.8早	地铁不在查验核酸阴性证明和健康码，火车站乘车不再查验48小时核酸阴性证明、健康码。
26	贵州贵阳	12.8早	1. 除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所按相关主管部门规定执行外，其他场所不再要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码和行程码。进入医疗机构就诊时需提供48小时核酸检测阴性证明，但医疗机构不得以没有核酸检测阴性证明推诿、拒诊患者，可采取“抗原+核酸”的方式接诊。 2. 不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明、健康码和行程码，不再开展落地检。
27	广西南宁	12.8午	从12月8日起，南宁机场进、出港旅客不再查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展“落地检”。

来源：各地官方通告，中期研究院整理

从表 2-1 可见，上述各地防疫政策调整的时间集中在“新十条”出台前后的 12 月 4 日至 12 月 8 日的短时间内。其中，2 全省、2 直辖市和 5 个省或自治区的 7 个地级市（含全部 5 个省会城市）在“新十条”出台前，就已经公布了防疫政策的调整（共计；1 全省、1 直辖市和 14 个省的 14 个地级市（全部为省会城市）则是在“新十条”出台当天或出台后，即 12 月 7 日或 12 月 8 日，公布了防疫政策调整。并且，直辖市、省会城市具有明显的“带头”效应，后续其他城市、地区逐步“放开”政策应会更加顺畅。这些足以说明“新十条”对于各地加快转变防疫思想、调整政策起到了决定性作用，并已经切实地扭转了全国防疫政策的重点方向。因此可以说，防疫政策最大的确定性就在于全国性的政策转向。

## 2.2 经济政策：“扩内需”、“稳增长”和财政货币发力

12月6日召开的中央政治局会议（以下简称“本次会议”）分析研究了2023年经济工作，其相关内容无疑是当前最权威的经济政策。从这些相关内容看，当前经济政策的主要确定性在于“扩内需”、“稳增长”和财政货币发力这几个方面。

第一，本次会议再度提及要“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。这一提法并不新鲜，早在十九届五中全会公报中该提法就已经存在，此后又多次提及，如十四五规划和二十大报告等。不过此次再度提及，意义和含义均有所变化，尤其是显示出2023年经济政策的力度变化。内需有两个方面，一是消费需求，二是投资需求。十九届五中全会公报提及该说法时，对内需的这两个方面的表述为“全面促进消费，拓展投资空间”，就力度而言，偏重于消费但并不明显；“十四五规划”纲要和二十大报告中的相应表述均为“增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键性作用”，二者的重要程度大致并列，力度同样比较一般。而2022年4月29日的政治局会议未提及这一提法，在述及扩大国内需求时，相应表述为“发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。”明显偏向投资，且力度较强。到了2022年12月6日的政治局会议，再度提及了该说法，且相应表述变为“充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用”，二者的重要程度基本并列，而力度则有大幅提高，可以认为，当前经济政策在扩内需方面将有更大作为，并且对消费的刺激力度应会有相对更显著的提升。具体如表2-2所示。

表 2-2 部分有关扩大内需战略之内需的表述



时间	出处	表述
2020年10月29日	十九届五中全会公报	全面促进消费，拓展投资空间
2021年3月13日	“十四五规划”纲要	增强消费对经济发展的基础性作用 和投资对优化供给结构的关键性作用
2022年4月29日	政治局会议	发挥有效投资的关键作用； 发挥消费对经济循环的牵引带动作用
2022年10月25日	二十大报告	增强消费对经济发展的基础性作用 和投资对优化供给结构的关键性作用
2022年12月6日	政治局会议	充分发挥消费的基础作用和投资的 关键作用

来源：中期研究院

第二，本次会议提到要“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，凸显了“稳增长”的重要性。疫情三年以来，“稳增长”已经很少出现在政策视野中，以中央政治局会议为例，自2020年4月17日疫情后第一次涉及经济工作的政治局会议起，直至上一次即2022年7月28日的政治局会议为止，3年间共8次涉及经济工作的会议中，只有3次提及稳增长，而且都未将稳增长作为一项明确的任务要求；只有2022年4月29日政治局会议的相关表述中，模糊地体现出稳增长重新成为一项独立任务要求的迹象。具体如表2-3所示。

表 2-3 三年来中央政治局会议对“稳增长”的表述情况

时间	是否提及稳增长	表述
2020年4月17日	否	-
2020年7月30日	是	“实现稳增长和防风险长期均 衡”

2020年12月11日	否	-
2021年4月30日	是	“要用好稳增长压力较小的窗口期”
2021年7月30日	否	-
2021年12月6日	否	-
2022年4月29日	是	“稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战”
2022年7月28日	否	-

来源：共产党员网，中期研究院整理

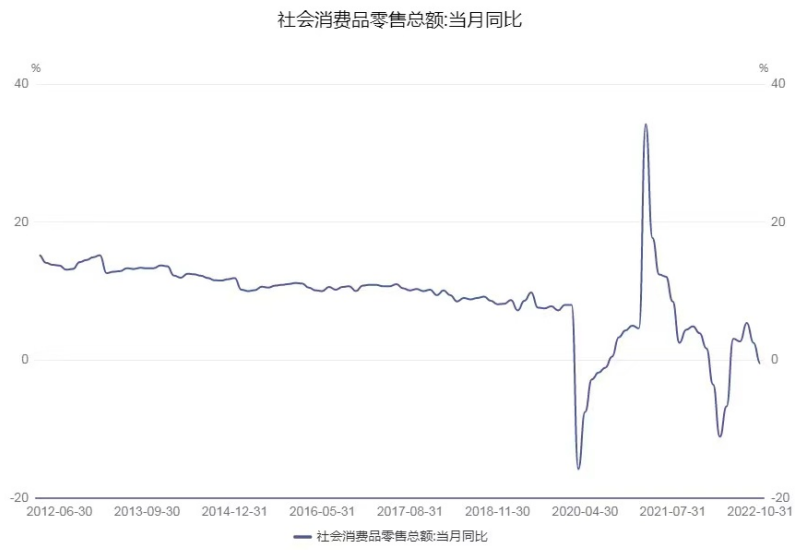
对比三年来各涉及经济工作的政治局会议对“稳增长”的表述，非常明显，本次会议对“稳增长”的重视达到了三年来的一個新高度，不仅重新明确地将“稳增长”作为一项任务要求提出，而且采用了“突出做好”这样的表述，还将“稳增长”放在“三稳”任务要求的第一位（稳增长、稳就业、稳物价工作）。这很可能是三年来经济政策重心的一次根本性转变。

第三，财政货币均发力，更偏重财政。本次会议指出，明年的政策要求是“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”。与之相比，近三年来的年末政治局会议中，2021年12月6日会议的相应提法为“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。”而2020年12月11日会议则完全没有提及对财政政策和货币政策的明确要求。显然，本次会议有关财政政策“加力提效”和货币政策“精准有力”的表述，均明显体现出财政货币政策将发力的情形。进一步地，比较本次会议对财政政策和货币政策要求的表述，在均为发力的前提下，财政政策的要求表述——“加力”具有在原有发力基础上继续增加力度的含义，而货币政策的要求表述——“有力”则不具备这一层意思。因此，可以认为当前财政货币政策依然是更偏重财政发力的格局，这也符合近三年来的一贯情况。

## 2.3 国内经济：长短交集、内需乏力

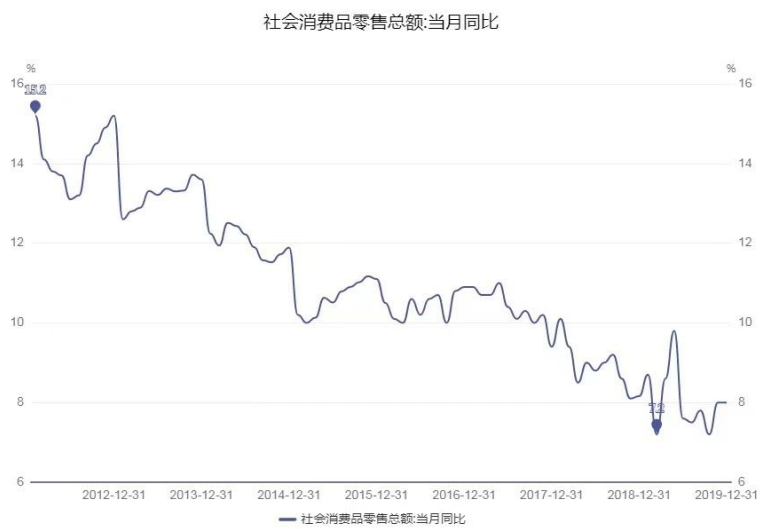
国内经济在近三年明显弱势、内需乏力，其中既有受到疫情冲击影响的短期原因，也有国民经济内部存在长期问题、累积性效应影响的长期原因。具体而言，一方面，国民经济“三驾马车”中，最重要的内需驱动因素——消费在近十年以来呈现出近乎一路下滑的态势，社会消费品零售总额月同比增速从 2012 年初的接近 20% 的两位数水平，下滑至当前（2022 年 11 月）的仅为 -5.9%，如图 2-1 所示。如果排除疫情因素，即将消费变动的整个过程划分成 2012 年至 2019 年（如图 2-2）和 2020 年至 2022 年（如图 2-3）这样两个阶段来观察，那么可以看出，在没有疫情影响的 2012 年至 2019 年，消费增速近乎一路下滑，从 15.2% 的水平降至 8% 的水平；而在出现疫情扰动后的 2020 年至 2022 年，消费增速经历了先剧烈下挫，然后猛烈反弹，再快速回落的过程，整体趋势近似“几”字型。也就是说，即使没有疫情干扰，我国近十年来的消费增速本就处于一个不断下滑的过程中，且增速很难保持住 8% 的水平，这明显是经济内部存在的长期原因导致；再加上疫情冲击的影响，当前消费增速已经被压制到接近零增长或负增长这样一个畸低的水平，这无疑是长期问题加上短期冲击的结果（如果没有疫情影响，当前消费增速的合理区间应该在 5% 左右）。

图2-1：社零当月同比（2012-2022）（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图2-2：社零当月同比（2012-2019）（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图2-3：社零当月同比（2019.12-2022.10） (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

另一方面，国民经济“三驾马车”中的另一个重要内需驱动力——投资，也呈现出与消费类似的状态。即在近十年以来，投资呈现出近乎一路下滑的态势，全社会固定资产投资总额年同比增速从2012年的接近20%的两位数水平，下滑至2021年末的约为5%的水平，如图2-4所示。如果排除疫情因素，即将固投变动的整个过程划分成2012年至2019年（如图2-5）和2020年至2021年（如图2-6）这样两个阶段来观察，那么可以看出，在没有疫情影响的2012年至2019年，固投增速基本上一路下滑，从18%左右的水平降至5%左右的水平；而在出现疫情扰动后的2020年至2021年，固投增速经历了现降后升的“U”型过程，2019年为5.1%，2020年下降至2.7%，2021年又回升至4.9%，相较消费，变化趋势并不剧烈。这种情况同样说明我国投资（固投）与消费类似，其下降是由长期经济内部因素累积和短期疫情冲击影响共同导致；不过与消费不同的是，投资受政策支配的程度远高于消费，疫情三年在政策的鼎力支持下，投资（固投）依然能够维持住疫情前的水平，成为支撑这三年我国经济发展的重要抓手。当然，为了维持投



资水平，政策的力度相当大，这使得未来政策的持续能力面临较大挑战。

图2-4：固投年度同比（2012-2021） (%)



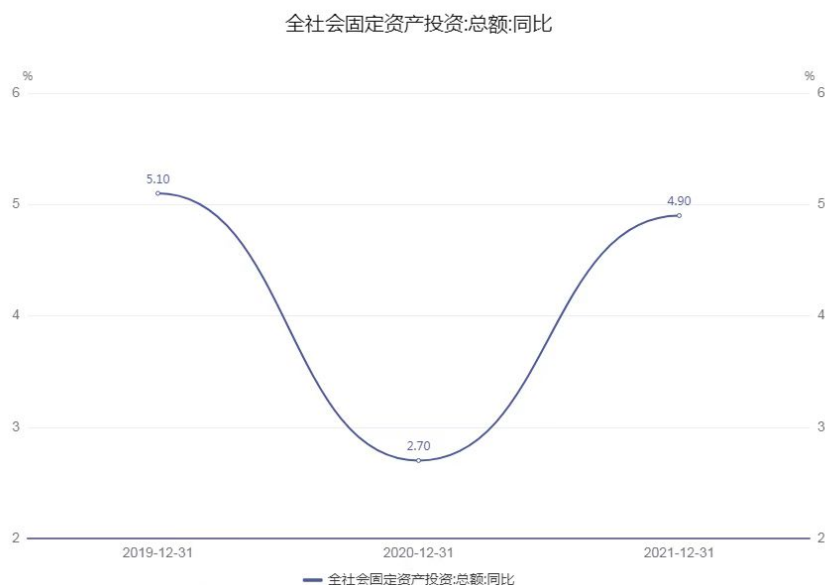
资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图2-5：固投年度同比（2012-2019） (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图2-6：固投年度同比（2019-2021） (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

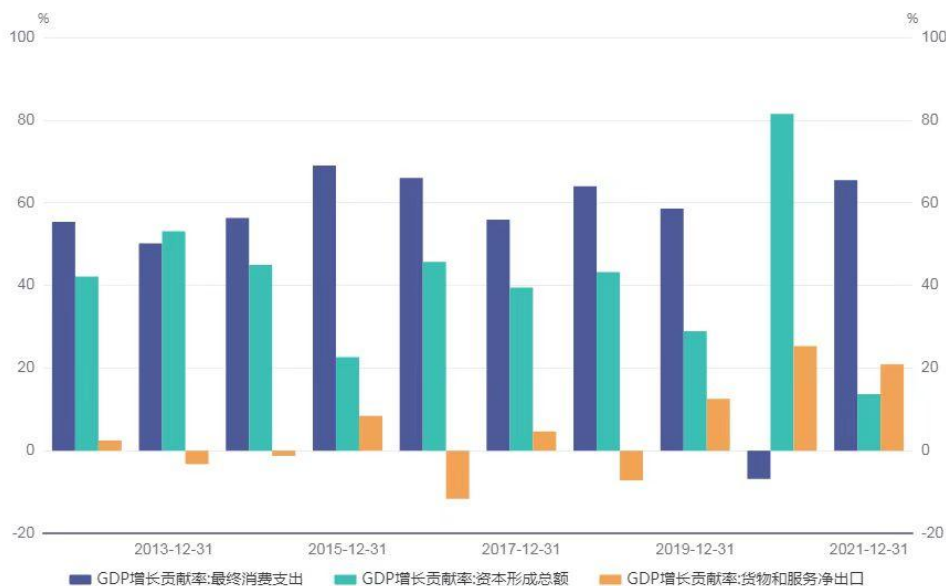
对投资和消费的分别单独分析，还不足以得窥我国内需乏力的全貌。从前述分析可知，无论是近十年来的整体过程，还是按照疫情冲击划分成的两个过程来看，我国消费的疲软都是非常明显的，并且 2021 年消费的“昙花一现”式反弹更加突出了要消除消费发力的不易。不过投资的表现相对强劲的多，迄今为止投资（固投）的同比增速与疫情冲击前相比也没有明显差异，那么同为“三驾马车”，消费相对乏力、投资相对强劲的状态，如何能够说明内需乏力？这个问题的答案可以通过观察投资和消费对 GDP 增长贡献率的解读来获得。

从图 2-7 可见，自 2012 年至 2021 年，除了 2013 年和 2020 年这两个年份之外，其余的 8 个年份中，消费对 GDP 增长的贡献率均超过投资，位列“三驾马车”的首位，并且除了 2020 年也就是疫情冲击初年外，消费对 GDP 增速的贡献率都接近或超过 60%。也就是说，在这十年里，消费是对 GDP 增速贡献最大的驱动力量，且贡献占比基本在 60%，剩余的 40% 贡献率才由投资和净出口瓜分——其中投资的贡献率除了 2020 年外几

乎都在 20%-40%附近波动。可见，投资对 GDP 增长的贡献率不仅远低于消费，而且稳定性较消费也大有不如。在没有疫情的时候，如图 2-8 所示，大部分年份消费的贡献率都超过投资的贡献率，许多年份二者的差距可以达到 50%至 100%。即使在疫情冲击导致消费雪上加霜的时候，如图 2-9 所示，消费的贡献率也只是在 2020 年出现巨幅下降，但 2021 年又立刻恢复到 60%附近，而投资的贡献率则迅速由前一年的约 80%下降为不足 20%。

因此，虽然近十年来无论是否有疫情影响，我国投资（固投）的增长都还能够维持住一定的水平，但是由于我国国民经济结构已经形成了消费贡献占绝对主要份额的情况，所以消费的乏力依然成为导致内需和国民经济乏力的决定性因素。

图2-7：年度GDP贡献率（2012-2021） (%)



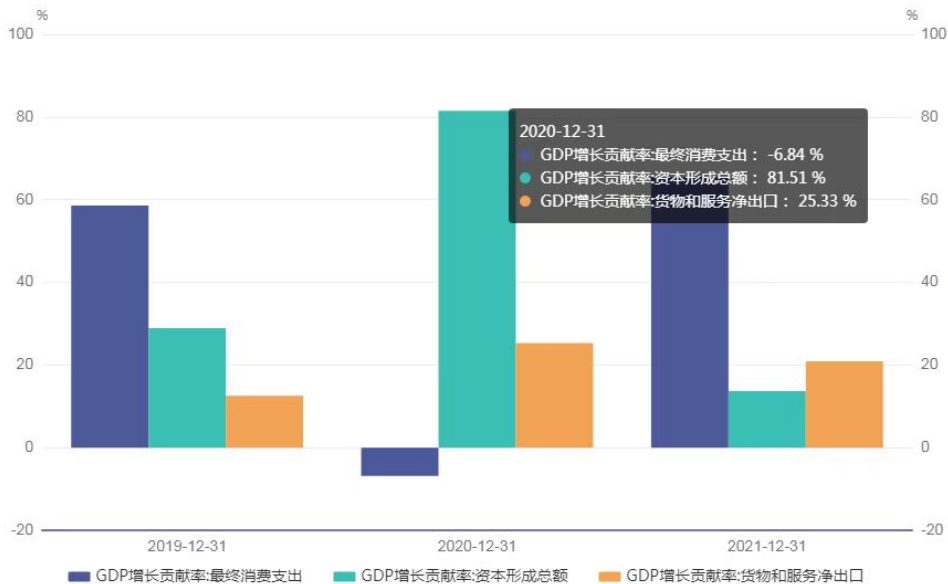
资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图2-8：年度GDP贡献率（2012-2019） (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图2-9：年度GDP贡献率（2019-2021） (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

### 三、当前国际情况分析

#### 3.1 欧洲局势：俄乌影响巨大、陷入困境

当前欧洲局势的主要焦点仍是俄乌局势。在战场上，乌克兰战争已经持续了将近一年，战局依然显得胶着。在9月份乌克兰出乎多数人意料的大反攻之后，俄罗斯走马换将、调整战术，开始以大深度全面轰炸作为主要战略，至今已经破坏了大量乌克兰的重要基础设施，包括能源设施、铁路运输线等。这不仅使得乌克兰的维持战争机器运转的能力被极大削弱，而且令乌克兰大量城市居民的基本生存需要都难以维持。因此，乌克兰军队的战斗能力和战斗意志都受到较严重的影响，反攻的势头陷入停滞；俄罗斯军队在稳住战线后，也开始频频酝酿反击，双方重新陷入了某种僵持状态之中，俄罗斯稍占上风。

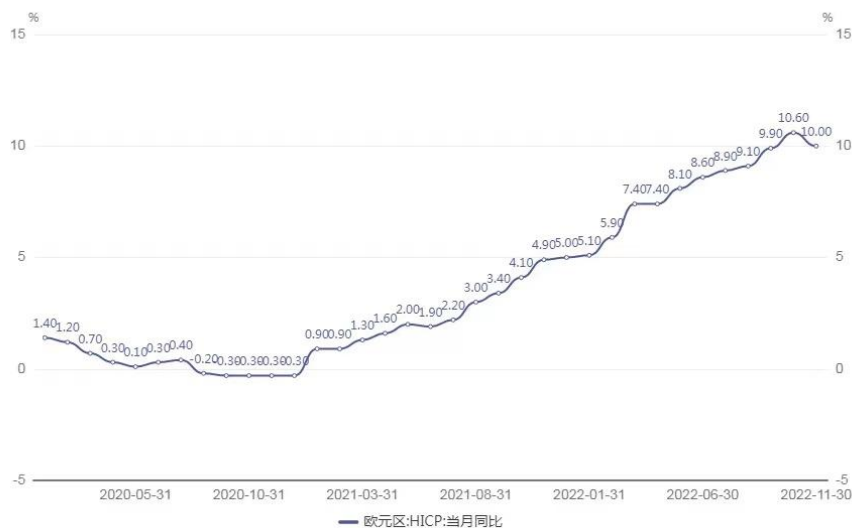
在战场外，战争的直接和间接影响已经令几乎整个欧洲陷入了困境。首先是能源价格上涨，令欧洲面临着能源危机的威胁。自今年2月俄乌战争爆发以来，许多欧盟国家追随美国对俄罗斯施加多轮制裁，但在俄罗斯针锋相对下，制裁的反噬作用令欧洲面临能源供应短缺、价格高涨的困境。例如，英国能源市场监管机构在11月24日宣布，该国家庭年度能源账单将上升至4279英镑（约合人民币37145元）。近期，英国《金融时报》援引业内人士观点指出，如果欧洲未能减少能源需求并确保新的天然气供应，或面临长达数年的能源危机。

其次是加剧欧洲通胀高企，且迄今未见明显缓解。由于疫情对经济的打击，应对疫情的经济刺激政策“放水”，加上俄乌局势导致的能源短缺、粮食价格上涨等影响，欧洲已经经历了严重的通货膨胀。从图3-1、3-2和3-3可见，无论是欧元区、欧盟，还是既不属于欧元区也不属于欧盟的英国，自2020年以来的CPI同比增速变化情况（即



通胀情况) 都分为三个阶段: 在 2020 年, 由于疫情冲击, CPI 均一路走低, 通胀压力不仅不存在, 反而呈现通缩压力; 进入 2021 年, 由于欧洲各国和欧央行出台经济支持政策“大放水”, 通胀迅速抬头, 到 2021 年底, CPI 都接近或突破 5% 的水平; 而 2022 年 CPI 以明显比 2021 年更加陡峭的斜率(意味着更快的攀升速度) 上涨, 连创新高, 在年末都突破到了两位数的区间。

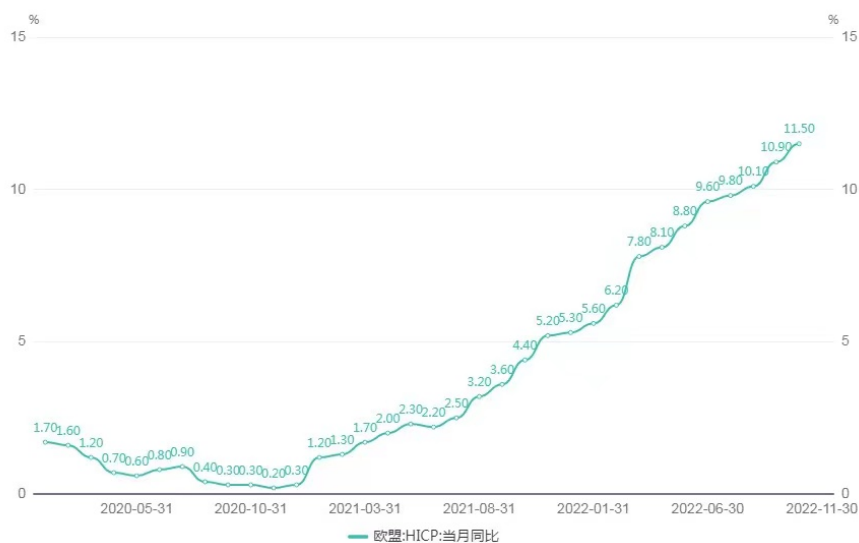
图3-1: 2020年以来欧元区CPI同比增速 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中期研究院

图3-2：2020年以来欧盟CPI同比增速

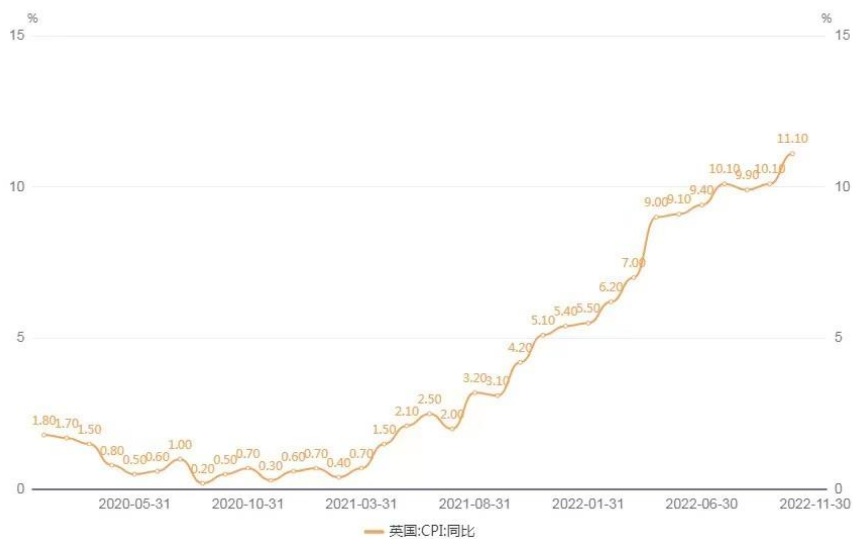
(%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图3-3：2020年以来英国CPI同比增速

(%)

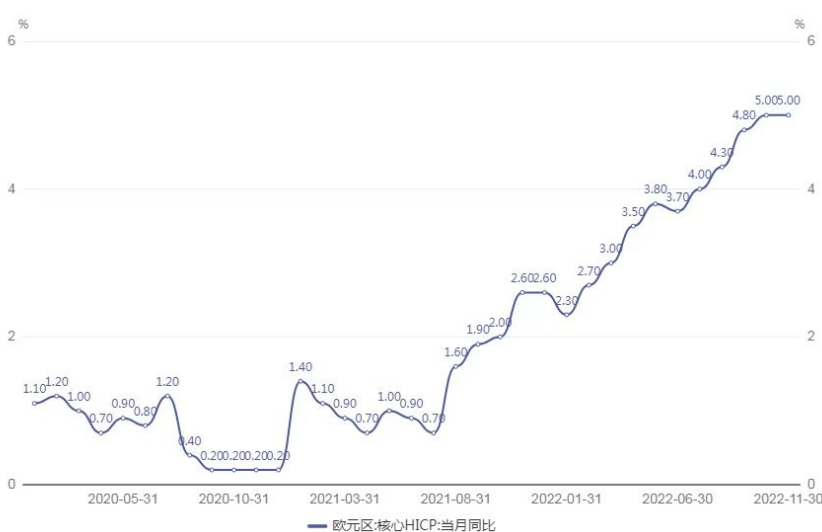


资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

进一步地，欧洲的通胀已经不局限于能源、粮食领域，而是扩散至更加不易上涨，但同样上涨后也更加不易回落即更加具有通胀顽固性的领域。体现这一点的是核心CPI，

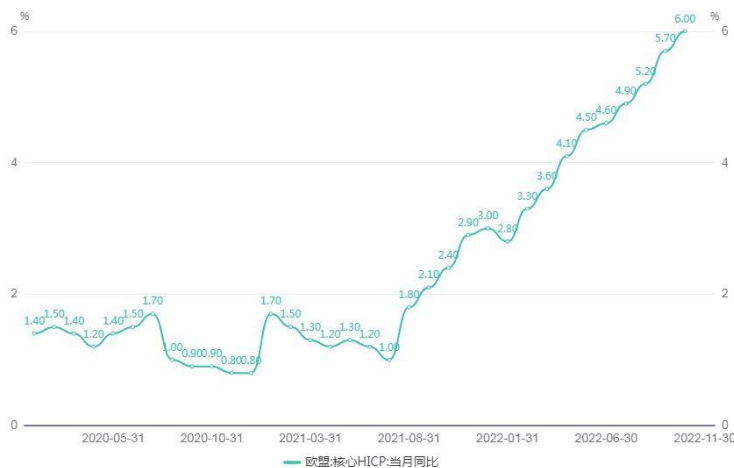
即扣除了CPI中通常波动较剧烈的食品和能源之后剩下的部分。图3-4和图3-5分别反映了2020年以来欧元区和欧盟的核心CPI变化趋势，从中可见二者的变化趋势与相应的CPI的变化趋势基本相同。因此很显然，2022年欧洲通胀的快速大幅上涨并非暂时性的，而是很可能会在高位盘桓一段时间。

图3-4：2020年以来欧元区核心CPI同比增速 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图3-5：2020年以来欧盟核心CPI同比增速 (%)

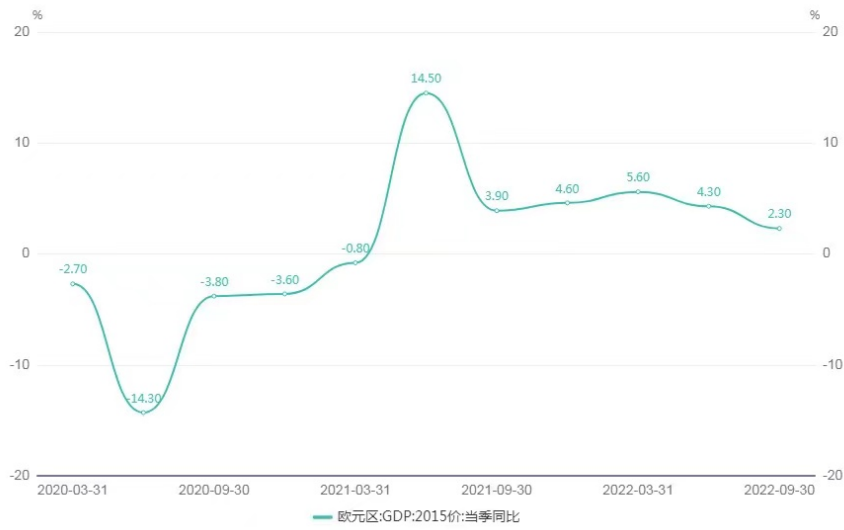


资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

再次是促使欧洲经济正陷入困境，从图 3-6 和图 3-7 所示的欧元区和欧盟不变价 GDP 季度增速情况，图 3-8 和图 3-9 示的欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI 变化情况，可见一斑。一方面，乌克兰战争导致能源价格大幅上涨，进一步重创了已经颇受疫情打击的经济。欧洲的制造业大国德国受到的影响很具有代表性，根据光明网报道，德国经济的困境与出口贸易对经济拉动不力以及能源价格高企等有很大关系。德国通过进口能源及上游原材料来支持本国制造业发展，其中天然气严重依赖从俄罗斯进口。乌克兰战争导致的能源价格高企、天然气短缺，对德国的消费和金属、化肥等能源密集型行业都造成了严重影响。另一方面，俄乌局势外溢的负面影响加上美联储不断加息，令欧洲资本、产业加速外流，特别是许多欧洲资本流向美国，不少企业供应链向美国转移，令欧洲经济更加虚弱。例如，据环球网报道，德国宝马汽车公司今年 10 月宣布，将投资 17 亿美元在美国南卡罗来纳州生产电动车。不久前，全球最大的钢铁制造商之一安赛乐米塔尔表示，由于电力成本飙升，公司已关闭位于德国的两座工厂，转向美国得克萨斯州的工厂继续生产。荷兰化肥巨头 OCI 大幅削减在欧洲的氨产量，投资数亿美元扩建在美国得克萨斯州博蒙特的工厂。今年早些时候，德国大众汽车也宣布了扩大美国业务的计划。

图3-6：2020年以来欧元区不变价季度GDP同比增速

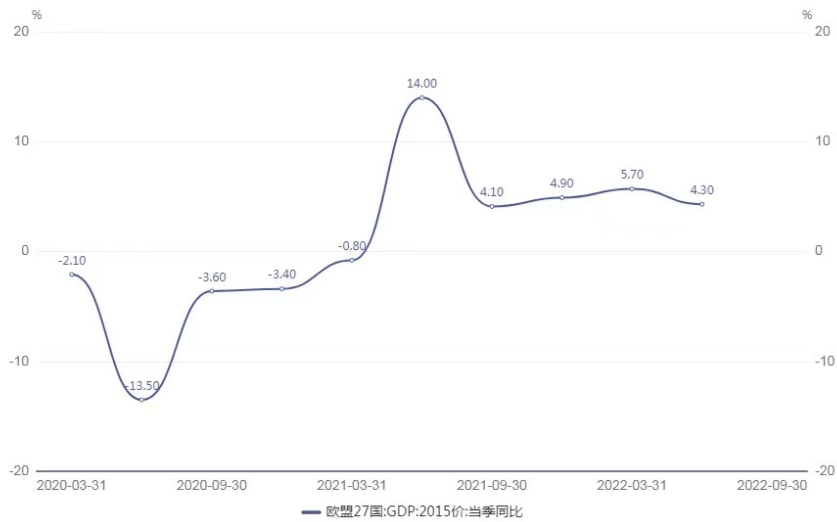
(%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图3-7：2020年以来欧盟不变价季度GDP同比增速

(%)

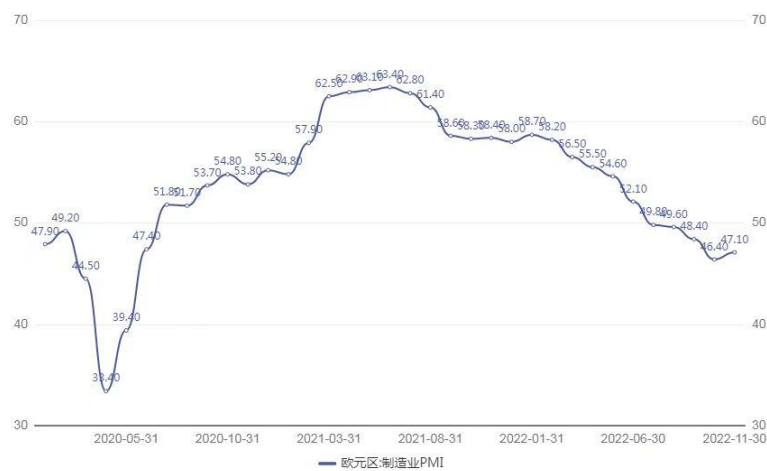


资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院



图3-8：2020年以来欧元区制造业PMI变化情况

(%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图3-9：2020年以来欧元区服务业PMI变化情况

(%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

### 3.2 中东地区：中阿关系进入新时代

在卡塔尔世界杯期间，中东地区出现了足以牵动世界局势的巨大变化——中国与阿拉伯国家的关系突破上了一个全新的台阶。先是12月1日中国外交部发布了《新时代的中阿合作报告》，高度评价中阿关系，并明确提出“构建中阿命运共同体”。紧接着，

2022年12月7日至10日，中国国家主席习近平赴利雅得出席首届中国—阿拉伯国家峰会、首届中国—海湾阿拉伯国家合作委员会峰会并对沙特进行国事访问。访问期间，12月9日上午和下午，习近平主席在两个峰会上分别发表了题为《弘扬中阿友好精神 携手构建面向新时代的中阿命运共同体》和《继往开来，携手奋进 共同开创中海关系美好未来》的主旨讲话。

前一个讲话中提到，这次峰会决定全力构建面向新时代的中阿命运共同体，并制定《中阿全面合作规划纲要》。未来3到5年双方将一道推进“八大共同行动”，涵盖支持发展、粮食安全、卫生健康、绿色创新、能源安全、文明对话、青年成才、安全稳定等8个领域。

后一个讲话中提到，未来3到5年双方将在多个重点合作领域作出努力。第一个领域“构建能源立体合作新格局”包括中国将继续从海合会国家（阿拉伯联合酋长国、阿曼、巴林、卡塔尔、科威特、沙特阿拉伯6国）扩大进口原油、液化天然气，加强油气开发、清洁低碳能源技术合作，开展油气贸易人民币结算等。

上述内容中最引人注目的就是中国与海合会国家共同建立人民币石油体系。虽然目前还不清楚细节，如人民币能具体结算到什么程度，但意义依然十分重大。目前，“石油美元”使得绝大多数石油贸易必须采用美元结算，构成“美元霸权”的重要基石。海湾国家的石油资源量世界领先，石油出口量占世界石油贸易总量的40%以上，其中沙特作为世界第一大原油出口国，每日出口大约620万桶原油。即便只是将这些原油中的一部分转为人民币计价，也足以削弱“美元霸权”，至少可以令我国对美元和美国货币政策负面影响的抵御能力有效增加。这还不包括可能对其他商品、地区和货币起到示范作用、衍生影响等。例如，近日义乌与阿拉伯国家已经完成了首单跨境人民币支付业务，

位于义乌的某国内公司收到了来自沙特阿拉伯客户的跨境人民币贷款，一旦中阿石油人民币结算落地，加上此次两大峰会对中阿贸易的促进，中国与中东地区以人民币结算的商品种类、金额将极大扩张。等到中阿石油人民币结算模式成熟后，影响力也将铺开，中国与其他国家之间、中国涉及的其他能源或商品，也都可以参照该模式开展。

### 3.3 美国情况：高通胀、近衰退、快加息、跛国会

经济方面，2022年的美国有两大重点。一是和欧洲一样，美国经历了史上少有的通胀高企；二是美国经济陷入衰退的概率大为提高。

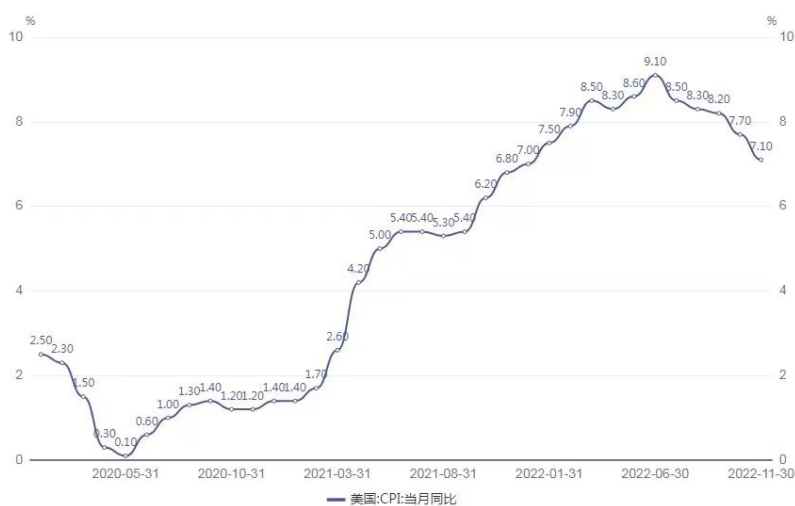
通胀方面。美国的通胀表现与欧洲游较多不同。2020年由于疫情的关系，美国同欧洲一样没有任何的通胀压力，且一度通缩压力比较严重，不过持续时间远比欧洲短。从2021年二季度起，美国CPI先于欧洲启动，开始快速上扬，在4个月之内从“1”区间攀升至“5”区间，“破5”速度远快于欧洲；在到达“5”区间后，美国CPI曾连续4个月保持在了“5”区间内，似乎印证了美联储当时的“通胀暂时论”；但是之后美国CPI再次强势上涨，多次创出新高后，到2022年6月达到最高值9.1%，进入“9”区间；2022年下半年，美国CPI终于有所回落，虽仍保持高位运行，11月CPI依然在“7”区间，但与欧洲相比回落势头已经非常明显。具体如图3-10所示。

而与欧洲通胀相似的主要是，美国通胀中，能源价格上涨也起到了非常强劲的促通胀上行作用，并且美国也已经扩散到更加具有通胀顽固性的领域。图3-11给出了相应时段美国的能源CPI趋势，可以看到，总体而言，美国能源CPI的走势与CPI基本吻合。例如，在2021年二季度后，能源CPI2个月内就从“3”区间跳涨至“20”区间，明显成为带动美国CPI在该时段向上突破的重要甚至主要动能；而在2022年下半年，能源CPI同CPI一样迅速回落，从6月份的“40”区间降至11月份的“10”区间。而

在 2021 年 8 月后至 2022 年 6 月之前，美国能源 CPI 的走势与 CPI 走势出现几乎背离的情况，这显然说明美国的通胀也早已蔓延至更加不易回落的领域。

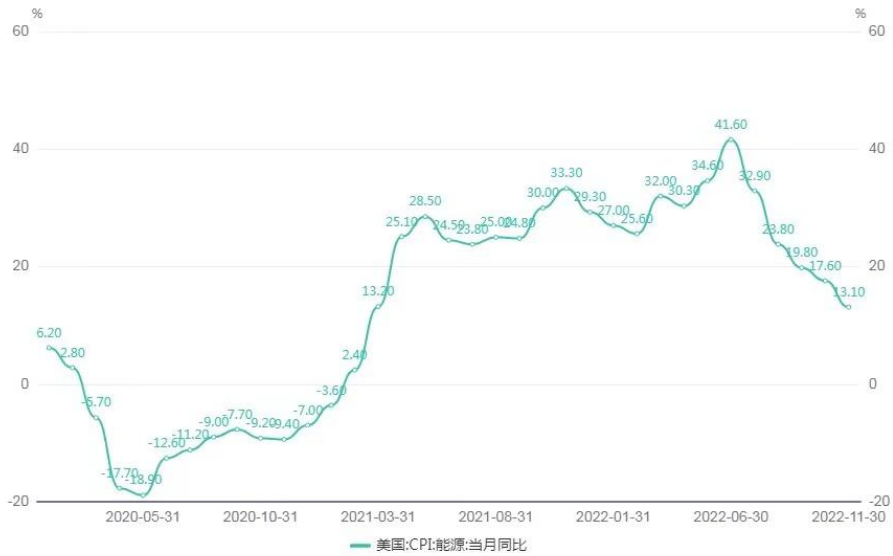
经济衰退方面。2022 年全年，美国的经济数据许多出现退坡，但有关美国经济衰退的判断却远没有达成共识。大体来看，有关美国经济在 2023 年即将陷入衰退的判断，基本由市场做出。而美联储则并不认为美国经济的衰退风险显著，在最新的 12 月政策会议的声明中提到“近期指标显示支出和生产小幅增长。最近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位。通胀居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力”、“在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续关注后续公布的信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场”等内容，完全将经济衰退风险的重要性摆在了通胀之后。不过从现行指标来看，美国经济衰退的迹象已经比较明显了。

图3-10：2020年以来美国CPI同比增速 (%)



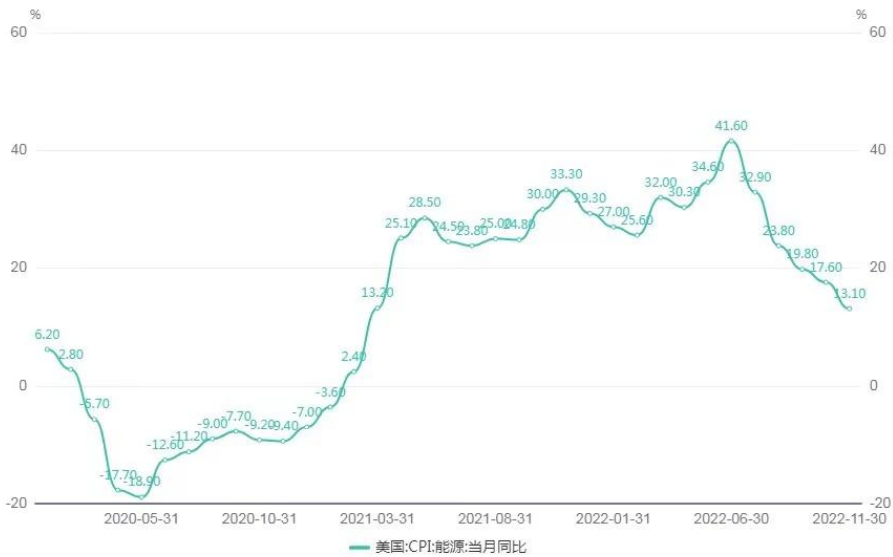
资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图3-11：2020年以来美国能源CPI同比增速 (%)



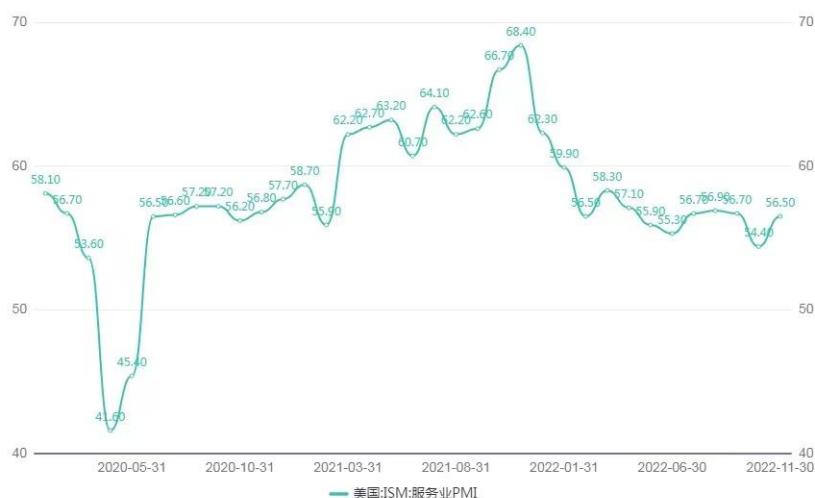
资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图3-12：2020年以来美国ISM制造业PMI变化情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图3-13：2020年以来美国ISM非制造业PMI变化情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

货币政策方面。在 2022 年，美联储以同样史上少有的速度快速加息。从 3 月开始，美联储加息 25 个基点，正式开启加息进程。随后一连加息 6 次，其中 5 月和 12 月各加息 50 个基点，6、7、9、11 这四个月份则连续 4 次加息 75 个基点，为 40 年来的首次。总结而言，2022 年从 3 月份开始至 12 月份，美联储一共计加息 7 次，累计加息 425 个基点，将联邦基金利率目标区间上调到 4.25%-4.50%，达到了 2008 年国际金融危机以来的最高水平。美联储之所以如此迅猛、激进地加息，表面上的理由是为了压制前述的美国史上少有的通货膨胀，但是美国这一轮超高通胀并非完全由于此前大放水所致的需求增长型通胀，而是主要由于疫情冲击、美国对外政策等导致产业链、供应链出现严重问题所致的供给不足型通胀，单靠美联储加息来收束过多的流动性，几乎不可能彻底解决高通胀问题。这一点从 3-10 的美国通胀走势图可以很容易看出——美联储一年操作猛如虎，通胀仅仅下降到 7.1% 的水平，虽然较高位降幅明显，但是整体通胀水平依然很高，距离美联储目标水平也有较大距离。这说明美联储加息收束流动性对通胀的影响已经基本告罄，剩余的主要是供给侧的问题，是美联储和货币政策无法解决的。但美联储



目前似乎仍没有停止加息的意图,市场现在对终端利率的预测最高已经达到6%的水平,这足以说明美联储加息并非其表面上所宣传的是为了压制通胀。因此,美联储加息的真实目的是值得畅想的,不能排除其加息的主要目的之一是为了“割韭菜”,特别是割欧洲“韭菜”的可能性。

政治方面,除了深度参与俄乌局势外,美国的中期选举无疑意义最为重大。在今年的中期选举之前,美国政局颇见动荡之意,市场普遍预测美国共和党将夺回众议院控制权,甚至有不少预测认为美国共和党有可能会掀起所谓“红色风暴”,一举控制参众两院。最终结果虽然共和党未能掀起“红色风暴”,民主党依然牢牢掌握着重要的参议院,但是共和党也如愿夺回了众议院,导致拜登政府面临“跛行国会”的状态,各种政令的出台和实施都将可能遭到共和党的肘掣。显然,这种状况将对美国政局产生重大影响,美国政策可能又将出现一轮转向或转移。

## 四、2023 年宏观展望

### 4.1 国内疫情：不确定性或主要来自国外

首先,依前述国内防疫政策正逐步转向开放,从这些政策落地后至今的情况来看,国内疫情无论是已经经历了一个高峰,还是正在经历高峰,又或是正在等待高峰到来,新冠病毒的毒性的确如钟南山等专家们所判断的那样已经减弱了。虽然病毒对老年人和(或)患有基础性疾病等重点人群依然十分不友好,危险性较大;并且,感染了奥密克戎后人们的普遍症状和感觉都是比较严重的,并非放开前和放开初期在社会上具有相当普遍性的感染奥密克戎后大多数(如有许多观点认为是90%)为无症状的观点。但是,若抛开还未确定的后遗症不谈,那么放开后大量感染奥密克戎的非重点人群中,大部分

人的确没有遭遇严重的后果。也正因此，我们现在可以观察到，许多“阳过”、“阳康”的人，已经放下了三年来对病毒的畏惧心理，生活、工作、学习秩序几近恢复到疫情之前的情况。也就是说，尽管感染奥密克戎后的病程是十分痛苦的、病后的恢复期也较长，二者都非流感感冒之流能够比拟，但这仍在人们可以接受的范畴之内，在人们最关心的致死率和后遗症方面，奥密克戎确实可以被称为“大号流感”或“奥密克戎感冒”，从而，多数人的疫情的信心是得到了关键性的恢复的。

其次，可以确定的一点是，除非疫情出现巨大变化至重回甚至超过三年前疫情初期的那种高致死率，或新冠严重后遗症被科学研究所证实，否则的话，即使病毒继续变异至具备更强的传染性、更少的潜伏期和产生更严重症状的情形，防疫政策也不可能再回归至过去的“封闭导向”式政策，而是会维持目前的“逐步放开”式政策。当前，新冠疫情已经更名为新冠病毒感染，并将自2023年1月8日起由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”，这种变化趋势说明了一切。

再次，国内疫情的发展方面，疾控专家的判断应当是可信的，但是不确定性依然较高。例如，吴尊友在《财经》年会上判断：今冬的疫情可以概括为“一峰三波”，即“从12月中旬到1月中旬将是第一波疫情，第一波以城市为主，慢慢会上升起来。第二波是1月下旬到2月中旬，由于春节前的人员流动造成的第二波疫情上升。第三波是2月下旬到3月中旬，春节后返岗返工。这三波疫情构成了今冬的新冠流行峰，持续大概三个月左右”，估计的“今冬疫情感染率在10%—30%左右”、“今冬新冠的病死率估计在0.09%—0.16%之间”。按他的判断，今冬疫情形势仍较严峻。

但是，疫情发展的不确定性可能会更强，例如需要注意的是，吴尊友等的判断基本上仅针对奥密克戎，而对于国外领先于国内的版本，如地狱犬等，未必适用。所以，按

目前政策，2023年1月8日之后，将实施“取消来华人员入境后全员核酸检测和集中隔离”等措施，届时可能会有大批境外人员入境，而国外领先版本预计可能会大量进入国内。届时究竟会发生什么？在国内版本逐渐与国外同步的过程中，病毒又会有怎样的变异？会不会出现迫使防疫政策再度改变的情况？均不得而知。

## 4.2 国内政策：宏观政策必发力，政策空间难确定

首先，根据前述政治局会议定调，以及其后中央经济工作会议的内容来看，2023年宏观政策发力确定无疑。

其次，财政政策空间方面。“积极的财政政策要加力提效”是2023年财政政策的基本标准。而中央经济工作会议提到财政政策要“优化组合赤字、专项债、贴息等工具”，这说明2023年的综合财政赤字率一定会提高。因为其中“优化”一词的用法，通常是在增加“不好的”或“为社会大众不感冒”的东西时的用词。但是，具体综合财政赤字率会提高到多少，以及具体的财政赤字率、新增专项债、特别国债等情况难以确定。

从综合财政赤字率，也就是真实的财政赤字率来看，如果基于《关于2021年中央和地方预算执行情况与2022年中央和地方预算草案的报告》（即通常所称“2022预算报告”）的数据，可以测算出2022年预算的实际财政赤字，本团队的部分测算过程和结果如下所示：

1、2022年实际窄口径预算财政赤字及赤字率（只考虑一般公共预算和政府性基金预算）：

$$\begin{aligned}
 \text{实际窄口径预算财政赤字} &= \text{一般公共预算财政赤字} + \text{政府性基金预算赤字} \\
 &= 32879.34 \text{ 亿元} + 40354.6 \text{ 亿元} \\
 &= 73234.01 \text{ 亿元}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{实际窄口径预算财政赤字率} &= \text{实际窄口径预算财政赤字} / \text{2022 年预测的 GDP} \\
 &= \text{实际窄口径预算财政赤字} / (\text{2022 年预算报告中明确的} \\
 &\text{2022 年一般公共预算财政赤字} / \text{预算报告拟安排赤字率}) \\
 &= 73234.01 \text{ 亿元} / (33700 \text{ 亿元} / 2.8\%) \\
 &\approx 6.08\%
 \end{aligned}$$

## 2、2022 年实际宽口径预算财政赤字及赤字率（考虑全部四本预算）：

$$\begin{aligned}
 \text{实际宽口径预算财政赤字} &= \text{一般公共预算财政赤字} + \text{政府性基金预算赤字} + \text{国有资本} \\
 &\text{经营预算赤字} + \text{社会保险基金预算赤字} \\
 &= 32879.34 \text{ 亿元} + 40354.6 \text{ 亿元} + (-1607.89 \text{ 亿元}) \\
 &+ 16244.85 \text{ 亿元} \\
 &= 87870.97 \text{ 亿元}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{实际宽口径预算财政赤字率} &= \text{实际宽口径预算财政赤字} / \text{2022 年预测名义 GDP} \\
 &= \text{实际宽口径预算财政赤字} / (\text{预算报告明确的 2022 年} \\
 &\text{一般公共预算财政赤字} / \text{预算报告拟安排赤字率}) \\
 &= 87870.97 \text{ 亿元} / (33700 \text{ 亿元} / 2.8\%) \\
 &\approx 7.30\%
 \end{aligned}$$

需要指出的是，以上测算是 2022 年预算报告测算的实际的预算赤字，但是并非 2022 年的实际预算赤字，因为在实际预算执行过程中海发生了许多变化。例如专项债方面，2022 年三季度动用了约 5000 亿元的专项债余额空间，这将导致实际的预算赤字上升约 0.415%。因此，粗略估算 2022 年实际的综合财政赤字率，窄口径约在 6.5% 以上，宽口径或可达 8%。

基于以上情况，如果考虑 2022 年 GDP 应当很难达到 2022 预算报告的隐含水平，当前政治局会议和中央经济工作会议的定调，以及 2023 年 GDP 的增长，2023 年的实际综合财政赤字率有可能仍维持在 6.5%（窄）、7.3%（宽）附近的水平。而 2023 年的预算报告财政赤字，有可能会重新达到 3%，即略超过 2022 预算报告中 2022 年的 2.8% 的水平；但由于近几年财政空间的持续缩小，也可能不改变预算报告中的财政赤字率，而更多使用不计入预算赤字的专项债、特别国债来提升财政政策力度。如果是后者，预计 2023 年新增专项债额度可能超过 4 万亿元，视特别国债是否发行和发行规模而定。

再次，货币政策空间方面。首先必须阐明的是，2022 年 12 月财政部对 2007 年特别国债部分额度的续作（滚动发行），构成了事实上的货币政策扩张。具体分析如下：

《财政部关于 2022 年特别国债发行工作有关事宜的通知》（财库〔2022〕38 号）确定了 7500 亿元特别国债的发行事宜，发行日和起息日均为 2022 年 12 月 12 日，发行方式为“在全国银行间债券市场面向境内有关银行定向发行，人民银行将面向有关银行开展公开市场操作”。其中，央行的公开市场操作为 2022 年 12 月 12 日，人民银行以数量招标方式进行了公开市场业务现券买断交易，从公开市场一级交易商买入 7500 亿元特别国债。具体情况如下：

表 4-1 现券买断招标情况

券种	买入价格（元）	招标量（亿元）
22 特别国债	100	7500

来源：中国人民银行网站

以上情况说明，本次发行特别国债的融资操作为：境内有关银行在全国银行间债券市场上购买特别国债——人民银行向这些有关银行进行公开市场操作，以现券买断交易的方式吃进了这些银行购买的特别国债。这样的操作从经济效果来讲，很可能是在 2022



年末至 2023 年间发生了央行对国民经济 7500 亿元的净注入，是一种事实上的财政向央行透支的行为。这里的关键点是央行作为特别国债的最终买入方，且央行用于买入特别国债的资金来源不明。

因为，如果没有发生央行最终买入的行为，那么特别国债是由相关商业银行以资金买入，显然这些资金是本可以用于贷款来创造货币的，但购买特别国债后这些资金就被锁定，无法再次发挥创造货币作用。而正是由于央行出手，导致相关商业银行的可贷资金没有发生变化，依然可以继续贷款创造货币，相当于央行注入了一笔 7500 亿元的基础货币。除非，央行用于购入特别国债的资金是通过回收现有基础货币的方式（如提高准备金率，以增加的准备金来购买特别国债）获得的，但从目前的实际看，并没有证据能够表明是这种情况，所以应当合理可能地判断央行是以印钞等其他方式新创出经济体系没有的 7500 亿元来进行购买，这当然会形成基础货币的注入。另外可以考虑，如果财政部不通过银行体系来进行滚动发行，而是通过增加税收来还清债务，那么同样不会发生对经济的净注入，事实上进入了著名的“李嘉图等价定理”的范畴。

除去本次特别国债的“骚操作”，并基于该操作和前述政策定调考虑，无疑 2023 年货币政策还会展现更多的政策空间，包括降准、MLF 降息等。但是具体还将有多少货币政策空间，由于未确定的影响因素较多，如是否会继续发行新的特别国债等，故目前仍是个迷。

### 4.3 国内经济：22 年难破 3.5%，23 年或现“小改开”

2021 年 GDP 的最终核实结果是 1149237 亿元，增长 8.4%，而前述 2022 预算报告中，2022 年预算财政赤字为 33700 亿元，预算赤字率为 2.8%，据此计算得到的预算报



告隐含的 2022 年 GDP 约为 1203571.43 亿元。以这两个结果容易计算，2022 年 GDP 增长率应为：

$$(1203571.43 - 1149237) / 1149237 * 100\% \approx 4.73\%$$

这显然是不现实的。即使 2022 年政府工作报告中将 2022 年 GDP 增长率目标定位 5.5%，但是今年疫情扰动的影响有目共睹，并且今年疫情较 2020 年疫情影响范围更广（几乎遍及全国）、影响重要经济财政区域更多（北上广，长三角珠三角），再加上疫情三年来对经济、人民收入和市场信心的累积性影响，2022 年的 GDP 增速恐难以超过 3.5%（即净增加约 4 万亿元）。

至于 2023 年的经济情况，比较重要的一点是，由于三年疫情、政策导致封闭，当前正逐步放开，因此我国国民经济存在着类似于当年改革开放初期情形的可能。当年改革开放前，经济社会呈现于外部遭到封锁、于内部存在诸多分割阻碍的情形；现如今在防疫政策放开前，经济社会也呈现外部相对隔离、内部多有封闭的情形。因此，在政策放开后，随着人民群众信心恢复和内外贯通所带来的正向刺激，国民经济有望重现当年改革开放初期的繁荣景象。一个例子是，在防疫政策放开伊始，多地政府就牵头组团，组织辖区企业“出海”抢订单，典型包括浙江（12 月 3 日启动了“千团万企拓市场抢订单行动”，商务部门带队出国）、江苏（12 月 6 日，南通 63 家外贸企业 105 人组团赴日本东京，参加 AFF 纺织成衣展）、四川（12 月 5 日，“四川外贸企业商务包机赴欧洲拓展国际市场”活动在成都启航），等等。从历史经验来看，我国各地方“拼经济”的经验丰富、干劲充足，特别是在长时间封闭状态后一旦获得开发，将很可能迸发出惊人的活力。因此，虽然我国经济面临前述长期问题和短期冲击交织，居民收入、信心下降等不利局面和因素，但是只要疫情没有重大反复从而导致防疫政策逆转，在政策必将加力扶

持下，地方爆发出来的这些经济活力足以令 2023 年我国经济的前景一片光明。预计，在没有疫情等重大冲击的情况下，2023 年经济增速保守估计在 5% 左右，乐观估计可能有 6%-7% 的水平，甚至不排除出现更高增速的可能性（虽然较小）。不过这种活力的影响大概率只能维持 1 年时间，而且容易被重大冲击打断。

#### 4.4 国际形势：俄乌难料、中阿路远、美国忧患

欧洲方面。明年的主要焦点可能还是俄乌局势。在战场上，乌克兰战争依然处于胶着状态，暂时仍看不到结束的迹象，同时战争扩大化、升级的迹象也不是特别明显。2023 年乌克兰战争会否结束，首先要看乌克兰和俄罗斯的战事潜力，其次要看美国的政策走向，再次是欧洲的态度以及欧美之外地区形势的变化。不确定因素很多，俄乌局势前景难料。唯一比较能够确定的是，如果 2023 年乌克兰战争还不能够完结的话，欧洲的衰退会更加严重。

中东方面。显然，中阿关系进入新时代，中阿石油人民币结算等的意义十分深远，对于美国来说则是十分不利的。因此，美国对中阿关系发展，对中阿石油人民币结算和更广泛中阿贸易人民币结算等采取各种阻挠手段，可能性很大。在此基础上，2023 年中东地区出现新的动荡将不足为奇，无论是以色列、叙利亚，还是伊朗、沙特，都是高热度的候选地区。而能否熨平这些动荡，令中阿关系新时代平稳地推进下去，将十分考验我国和中东阿拉伯国家的政治智慧和能力。总之，中阿关系是一步好棋，但路途尚远。

美国方面。首先，美国的高通胀将继续下降，但回归美联储政策目标尚需时日。美国当前的高通胀主因是产业链、供应链困境，2023 年在中国逐步恢复开放后，美国这方面的困境能够得到较大缓解。并且美国的高利率环境对需求、消费等的影响也将进一步加深，高通胀的持续回落是可以期待的。不过美联储目前仍坚持其 2% 的通胀政策目标，

美国通胀率显然不会快速降至实现这一目标的水平，预计上半年美国 CPI 有可能回落至 4% 区间。其次，美国 2023 年的衰退可能性较大。一方面，美国经济在高利率、高通胀双重折磨下已经运行了近半年，且可以预期在 2023 年的上半年这种情况或还将持续大部分时间，这给美国经济的负面影响巨大且深远；另一方面，由于国会跛行，以及近几年来美国的政治割裂程度加深，2023 年美国政策会更加挣扎，尤其是经济政策受累于两党之争的可能性大幅提升，导致经济获得政策的支持可能下降。这两方面的影响，再加上外部局势演变，美国经济陷入衰退的可能性依然较大。再次，美联储不会很快降低利率，而是会继续加息一段时间。目前市场对美联储政策路径的关注点已经转至主要关注终端利率会加至多高，即美联储停止加息时的利率水平是多少。从市场观点来看，预测美联储在接下来的两次政策会议上加息 50、25 个基点，或者 25、25 个基点的可能性较大，这意味着美联储终端利率几乎必将达到 5% 水平。甚至有观点认为美联储会将终端利率推升到 6% 的恐怖境地。我们认为从目前的迹象来看，美联储在 2023 年头两次政策会议加息，将终端利率推至 5% 水平后停止加息的可能性最大，两次加息幅度为 50、25 个基点的可能性略高于 25、25 个基点的可能性。不过，随着美国经济、通胀、就业和市场预期等情况的改变，美联储政策路径发生变化的可能性也较高，不确定性较大。

# 股指期货：寒冬渐去凉意淡，春风已度玉门关

## 内容摘要：

2023 年的 A 股主逻辑将基于低估值优势展开。在市场整体、多数行业、多数板块的估值都进入历史低点的时候，任何利多因素会成为估值拐点向上的重要催化因素。这些利多因素包括：（1）后疫情时代，随着经济生活快速步入常态化，带来的旅游消费等服务行业的业绩回升。（2）绿色经济、高科技行业仍是未来经济政策扶持的重点，和业绩高速增长的明星。（3）地产行业或告别最黑暗阶段。在地产行业的去杠杆之后，行业已经达到出清状态。政策对地产行业将逐步放松管制。

随着 2023 年回归经济的逻辑逐步展开，预计 A 股市场或宽幅震荡，且重心抬高。四大期指重心也将逐步抬高，市场或呈现前低后高形态。

2023 年期指整体震荡偏多，呈现普涨或轮涨的概率较大，上半年关注 IH 和 IF 标的，下半年关注 IM 和 IC 标的。

套利策略：上半年关注空 IC 多 IH 套利策略，以及多 IC 空 IF 策略，下半年则关注多 IC 空 IH 的拐点确认后的入场机会。

## 一、宏观经济寒冬渐远

要回顾宏观经济，就不得不提对经济影响最大的因素——新冠疫情。2019 年 12 月，新冠疫情爆发。三年以来，全球经历了一场人类历史上死亡人数多、感染人数多、持续时间长的传染病大流行。肆虐的病毒不仅仅影响了人类的健康，在全球化的今天，更对

各国经济造成了不同程度的损害。

我国在疫情爆发的初期，面对高死亡率的病毒，我们以“生命至上”为原则，坚持动态清零的政策，挽救了数百万人生命，而且在 2020-2021 年，由于病毒的传染性有限，我国基本以局部疫情局部封控、阶段性封控等措施来实现清零，使得疫情对国内经济的影响降到最低，成为全球范围内经济复苏最快的经济体之一，这为我国的制造业、对外贸易、航运等行业创造了异军突起的机会。中国成为全球经济增速的重要引擎。但是进入 2022 年以后，奥密克戎的传染性大大增加，动态清零的目标下，局部疫情导致的封控逐步增加，对第三产业的影响较大，特别是旅游、餐饮、娱乐、运输等行业影响的就业人口较多，也造成了国内消费能力持续走低。

随着中国疾控中心对奥密克戎病例的更多统计，以及国内疫苗接种率的进一步提升，2022 年 11 月，国务院联防联控机制综合组发布了“疫情防控二十条”，我国的防疫政策出现了重大转变。12 月 7 日，在奥密克戎低死亡率和高传染性的数据验证下，国务院联防联控机制综合组再次优化二十条，发布了“新十条”，我们的防控目标从“动态清零”向“防重症、防死亡”转变，防疫措施也大幅放开。影响宏观经济的重要变量发生改变，将对我国的宏观经济产生巨大影响。

## （一）疫情下的经济概览

### 1、经济总量及经济增速

2019 年，我国的 GDP 总量为 98.65 万亿元，2020 年 GDP 总量为 101.36 万亿元，2021 年继续增长总量为 114.37 万亿元。从 GDP 季度同比增速来看，2020 年 1 季度出现了历史最低，增速为-5.49%。但全国封控之后，实现了新冠病例清零，社会经济逐步恢复常态，2020 年前三季度增速都可以达到 5.3%，全年增速 2.2%，保持了全球为数不多



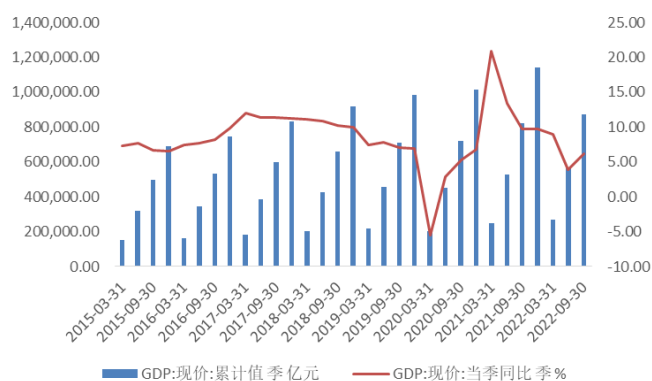
的正增长。2021 年受到上一年的低基数影响，前三季度的增速非常强劲，达到 9.67%，全年创下 8.1%的最好成绩。可以说，2021 年是经济总量和增速方面受疫情最小的一年。与此同时，全球多数国家 2021 年尽管也都逐步走出经济负增长区间，但以欧盟和美日等国为例，我国的经济增速仍表现抢眼。

2022 年，前 3 个季度的 GDP 总量为 87.03 万亿元，同比去年前 3 季度增 3%（不变价）。但进入第四季度后，随着本土新增病例多地开花，各地疫情防控措施收紧，各地经济受到不同程度的影响。此外，由于欧美经济复苏走弱，海外需求下降，四季度多因素叠加的经济增速将明显降低，并拉低全年增速，不过总量来看，2022 年仍然可以超过万亿元规模。12 月随着疫情防控政策的调整，新增感染人数迅速增多，在“开放”的初期，由于短期内快速感染，也会造成对经济、生活、生产负面影响。预计 12 月的经济数据甚至要比封控前更差，等到全国多数地区度过第一波高峰，疫情对经济、生活和生产的影响才能降到最低，预计这个时间会持续 3 个月左右。

图1-1：GDP总量五年年度（亿元）



图1-2：GDP季度（现价）总量及当季同比（%）

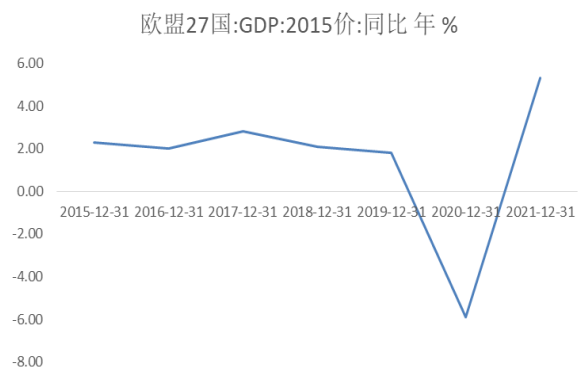
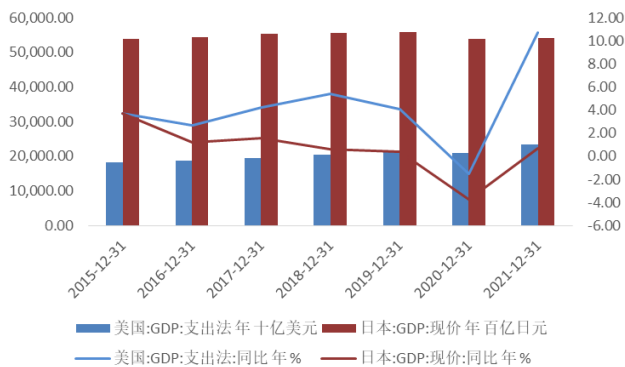


数据来源：IFIND，中期研究院



图1-3：美国日本GDP总量及增速（十亿美元，百亿日元，%）

图1-4：欧盟27国GDP同比（%）



数据来源：IFIND，中期研究院

## 2、进出口及对外贸易

2020-2021年的外贸呈现逐步恢复并走入高速增长阶段，贸易顺差大幅增加。2020年，海关数据显示，我国贸易进出口总值32.16万亿元，同比增速1.9%。其中，出口17.93万亿元，增长4%，贸易顺差达到3.7万亿元，增加了27.4%。2020年我国是全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体。

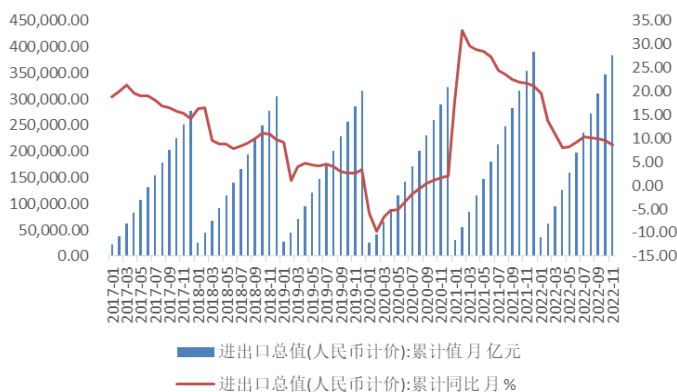
2021年，进出口总值39.1万亿元，同比大幅增加21.4%，其中出口增长21.2%，进口增长21.5%。在对东盟、欧盟和美国的进出口增长较快，分别达到19.7%、19.1%和20.2%。

2022年，上半年进出口仍然强劲，但下半年逐步回落。1-11月，我国货物进出口总额38.34万亿，同比增长8.6%。其中，出口21.83万亿，增长11.9%，1-11月实现贸易顺差5.3万亿元，同比增长42.77%。从出口总额的当月同比来看，进入10月以后，告别了此前2位数的高增长，进入了低速增长，其中10月同比增长7%，11月同比增速仅有0.9%。新出口订单指数看，也可以体现出进入2022年四季度以后出口告别高增速的情况。

近3年的贸易顺差规模不断扩大，剔除了部分月份的极端值后，2021-2022年的贸

易顺差增幅基本都在 40%以上的高位。不过随着 2022 年四季度以后的出口增速开始乏力，贸易顺差的高增速也随之回落。

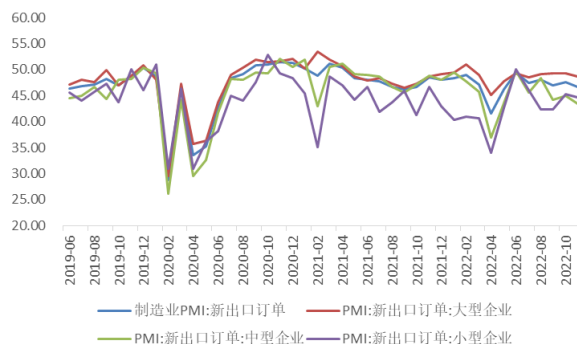
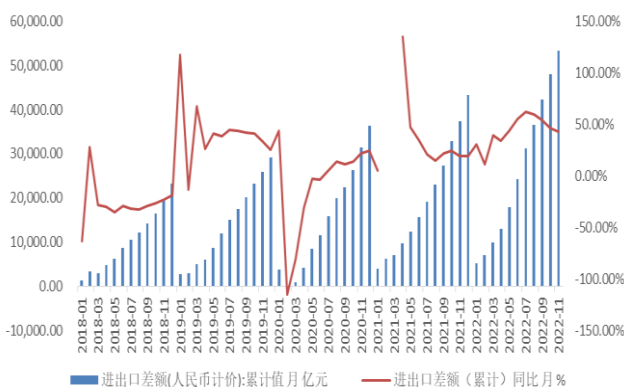
图1-5：进出口总额（累计值）及同比（亿元，%） 图1-6：出口总值（累计值）及同比（亿元，%）



数据来源：IFIND，中期研究院

图1-7：进出口差额（贸易差额）（亿元，%）

图1-8：新出口订单



数据来源：IFIND，中期研究院

### 3、消费及第三产业

病毒的传播性变化导致了疫情防控措施不断改变，这个过程中对消费和第三产业的影响最大。疫情前，2019年我国的社零总额全年 34.56 万亿元，基本每月同比增速在 10%上下波动。进入 2020 年以后，社零同比就出现在巨幅震荡，可见其受疫情的影响最大。

2020 年上半年受影响较大，但 8 月以后同比增速转为正值，且在第四季度实现 5%

左右的增速。2020 年全年社零实现 33.99 万亿元，虽不及 2019 年总水平，但由于下半年清零后，还是实现了较大的回升。

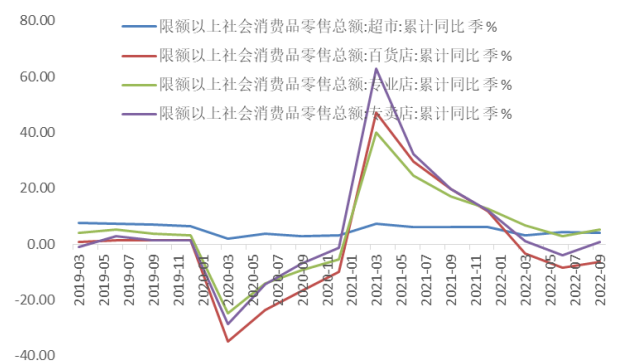
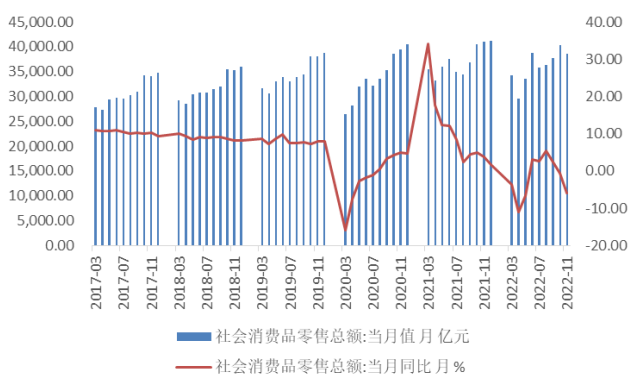
2021 年全年的社零总额回升非常大，实现了 37.11 万亿元的水平，超过了 2019 年的总水平。不过从月度的销售来看，呈现上半年同比 10% 的增长强劲，下半年受疫情反复的干扰，增速快速回落，8 月以后的同比增速基本在 4% 甚至以下。

2022 年，奥密克戎的传染性非常强，全国的疫情此起彼伏，对跨省旅游、消费、餐饮等各类消费活动造成影响，社零同比增速呈现非常明显的“季节性”，即冬季差，夏季好，进入秋冬季更进入负增长区间。1-11 月，实现社会零售总额 32.48 万亿元，也低于去年同期水平。

限额以上社零同比数据则更为明显。2020 年是消费的起跳，2021 年实现了快速恢复，2022 年再度跌回低位。其中百货商店、专卖店等需要实体购物、场所化比较强、可选消费品类的增速跌幅最大。

图1-9：社会消费品零售总额及同比（亿元，%）

图1-10：限额以上社零同比（季）（%）



数据来源：IFIND，中期研究院

## （二）告别疫情后的经济增长点探究

### 1、疫情因素消除后的经济增长点

我们之所以要花大篇幅去分析和回顾过去3年疫情对经济的影响，是为了找到未来一年，在疫情因素消散后，经济增长点是否会出现，且可能存在哪些增长点。

2021年，我国之所以出口强劲，很大程度是由于欧美国家在2021年陆续开始放开疫情管控，创造了报复性的消费需求，带来了强劲的制造业需求，而与此同时，印度和东南亚等国则由于国内疫情导致生产力不足。我国在这一阶段把防疫措施放开后的消费红利率先享受了。2022年上半年越南等东南亚国家的产能逐步恢复，也开始受益于其强劲的需求复苏。

我们从别国的“后疫情”来分析，可以预判出未来我国的经济走势和经济增长点。

### 新加坡的启示

2022年二季度开始，面对奥密克戎的高传播性，和清零难度逐步增加，新加坡开始放松防疫管制，其宣布，自4月26日起大幅放宽防疫安全管理措施，除了保留室内须戴口罩以及进入高风险场所须接种新冠疫苗的规定，几乎所有防疫措施都已解除。8月，李显龙在发表国庆群众大会演说表示，未来将进一步取消口罩等防控措施，意味着实现了全面开放。

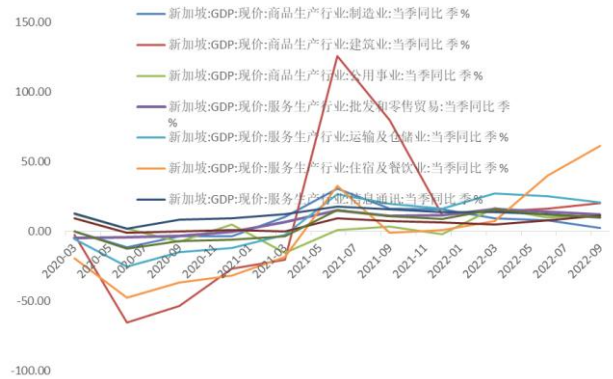
GDP总量增速方面，可以看到2022年第一季度GDP同比10.58%，二季度达到了11.42%，三季度后有所下移，但也达到10.77%

分行业来看，与我们猜想不同的是，4月开始，GDP增速出现最大幅反转的分别是住宿餐饮、运输仓储以及建筑业，这三个行业的二季度GDP增速分别达到了40.32%、25.47%和16.46%。其中，建筑业的快速增长甚至超过了零售批发及商业服务等。我们认为这和封控期间，限制现场工作导致建筑业增长基数较低导致。其他增速较快的行业，还包括信息服务、商业服务和制造业等。

图1-11：新加坡GDP季度同比增速（%）



图1-12：部分生产及服务也的GDP同比（季）（%）



数据来源：Ifind，中期研究院

表 1-1 新加坡部分行业的二季度 GDP（现价）增速（%）

指标名称	2021-06
商品生产行业:建筑业:当季同比	125.70
服务生产行业:住宿及餐饮业:当季同比	32.83
商品生产行业:制造业:当季同比	30.86
服务生产行业:运输及仓储业:当季同比	26.71
服务生产行业:信息通讯:当季同比	17.83
服务生产行业:商业服务:当季同比	15.45
服务生产行业:批发和零售贸易:当季同比	15.33
服务生产行业:金融及保险:当季同比	9.54
商品生产行业:公用事业:当季同比	1.01

数据来源：Ifind，中期研究院

## 2、从明年的政策发力点看经济增长点

12月15日至16日，中央经济工作会议在北京举行，对当前的经济做分析并对2023年经济工作做了部署，并对2023年经济政策做了基本定调。从全文看，“稳增长”是明年经济的首要目标，充分表明中央已经把恢复经济总量平衡问题视作当前经济运行的首要工作。其政策的核心目标包括：“稳增长、稳就业、稳物价”，三个细分目标。政策方



面，积极财政政策“加大提效”，保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具。这意味明年的积极财政政策会进一步体现在保障民生、拉动投资、拉动消费等方面。货币政策则延续“稳健”，注重支持小微、科创、绿色领域等。这意味着明年的货币政策不会出现大幅和广泛性的放松，流动性保持合理充裕，既要向中小微输血，又要稳定物价，防止通胀。我们知道，在防疫政策放开的很多国家和地区都发生过通胀情况，尽管有俄乌战争导致的能源上涨，同时也有由于劳动力市场短期大量短缺导致的工资上涨——通胀上升的螺旋式通胀上升。我们也要在 2023 年重点防范这种风险。其他经济政策则提到推动“科技-产业-金融”良性循环、着力扩大内需、提高国企核心竞争力、鼓励支持民企经济发展壮大、持续加力引入外资、稳定房地产市场等措施。

表 1-2： 中央经济工作会议十大要点

十大要点	要点阐述
要点一： 稳增长被置于更突出位置	中央经济工作会议提出，明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施 <b>积极的财政政策和稳健的货币政策</b> ，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。
要点二： 积极财政政策“加力提效” 明年财政支出力度或更大	中央经济工作会议提出，积极的财政政策要加力提效。 <b>保持必要的财政支出强度</b> ，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。
要点三： 货币政策精准有力加大力度 支持小微、科创、绿色领域	中央经济工作会议提出，稳健的货币政策要精准有力。 <b>要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配</b> ，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。 <b>保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定</b> ，强化金融稳定保障体系。
要点四： 加快建设现代化产业体系	中央经济工作会议提出，优化产业政策实施方式， <b>狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大</b> ，着力补强产业链薄



推动“科技—产业—金融”良性循环	薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技—产业—金融”良性循环。会议还提出，加快建设现代化产业体系。
要点五： 完善生育与延迟退休政策 助力缓解人口总量压力和劳动力结构性短缺	中央经济工作会提出，落实落细就业优先政策， <b>把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置</b> 。完善生育支持政策体系，适时实施渐进式延迟法定退休年龄政策，积极应对人口老龄化少子化。
要点六： 部署六个“更好统筹” 抓经济质量是未来主要方向	中央经济工作会议提出了六个“更好统筹”，包括：要更好统筹疫情防控和经济社会发展，要更好统筹经济质的有效提升和量的合理增长，要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，要更好统筹经济政策和其他政策，要更好统筹国内循环和国际循环，要更好统筹当前和长远。
要点七： 着力扩内需 把恢复和扩大消费摆在优先位置	中央经济工作会议提出，要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，通过高质量供给创造有效需求，支持以多种方式和渠道扩大内需。
要点八： 坚持“两个毫不动摇” 提高国企核心竞争力 鼓励支持民营经济发展壮大	中央经济工作会议提出，要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营。
要点九： 持续加力引外资 现代服务业将成为开放新“重心”	中央经济工作会议提出，要更大力度吸引和利用外资。要提升贸易投资合作质量和水平。要扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。
要点十： 确保房地产市场平稳发展 防止形成区域性系统性金融风险	中央经济工作会议提出，有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。

资料来源：新华网、中期研究院

## 二、低估值掘金时代

### （一）A股市场及行业估值总览

截止到2022年12月16日，A股整体动态市盈率16.33倍，上证指数在12.64倍。从相对估值的纵向比较看，两者都位于2014年11月的水平，算相对的低点。

纵向比较来看，上证综指和创业板指的估值均处于安全边际之内。上证综指市盈率当前为12.64，位于10年来33%左右的分位值，距离15.74的危险值还有较大空间。从过去对标准差+1作为比较好的拐点判断来看，这十年来的标准差+1为15.91，当前估值也远不及其，因此仍有较大的提升空间。创业板指市盈率39.3，位于10年来11.52%的分位值，比上证综指的估值优势更为明显。标准差+1为68.98。当前估值距离拐点仍有较大距离。

目前A股的最大优势是估值低。相比较2021年年底的结构性估值偏高，2022年年底则突出了全面性低估值。申万风格划分的超大盘、中盘和小盘股的估值情况如下：大盘股当前估值12.10，中盘股估值15.46，小盘股估值为27.8。三大风格的股票估值平均水平均位于历史低点。特别是小盘股，以往都存在估值偏高的情况，今年年底也显示出很强的估值优势，跌破了2008年以来的估值支撑位。

行业来看，申万一级行业指数的估值显示，除军工、计算机、电力设备、汽车等估值仍在40以上，多数板块均以回落至20-30之间，一半左右的行业估值在20以下。而估值较高的板块，去年主要以强劲的业绩增长为背景，在明年业绩兑现后，估值也会回落安全区间，并且相比较今年上半年的高估值已经有了较大的回落。

从估值的角度看，当前的A股已经反映了最悲观的时期，再继续悲观看市是不客观、不合理的。

图2-1：市场主要指数的市盈率（TTM）

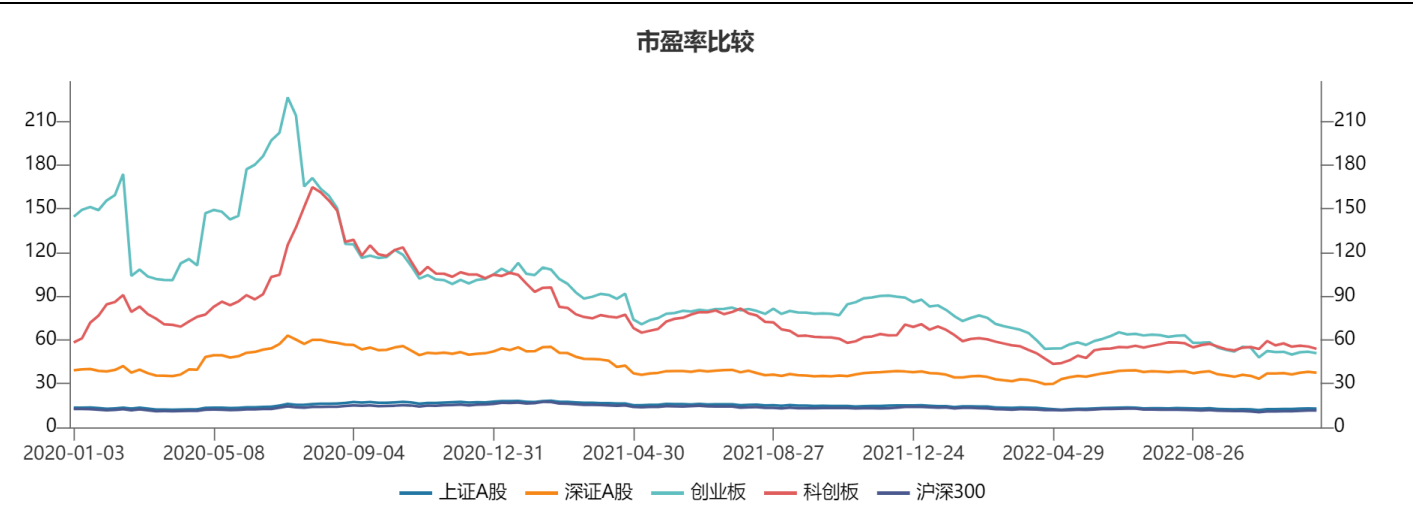


图2-2：上证综指市盈率分位值情况

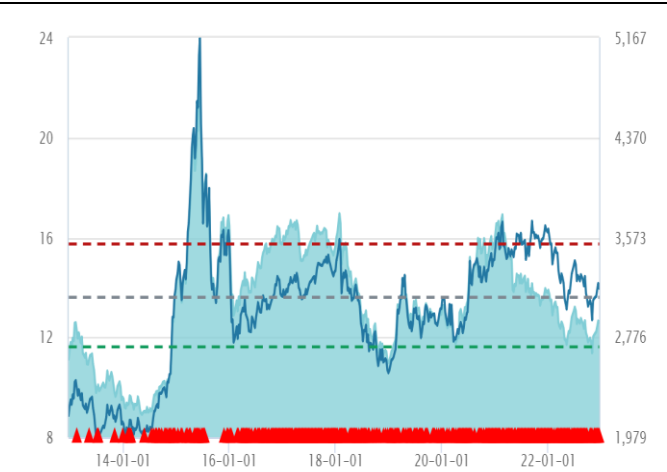


图2-3：创业板指动态市盈率分位值情况

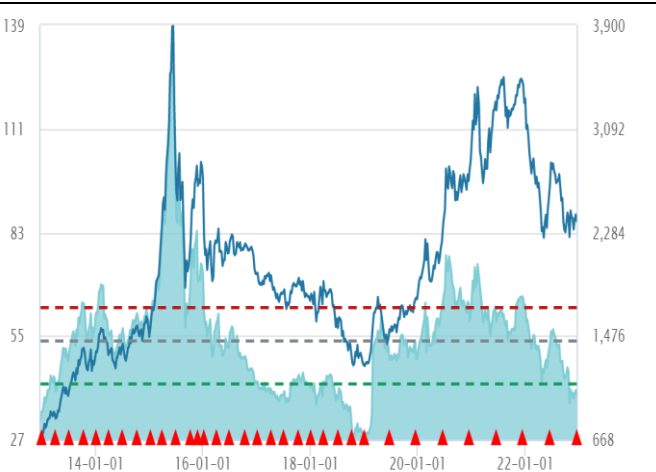
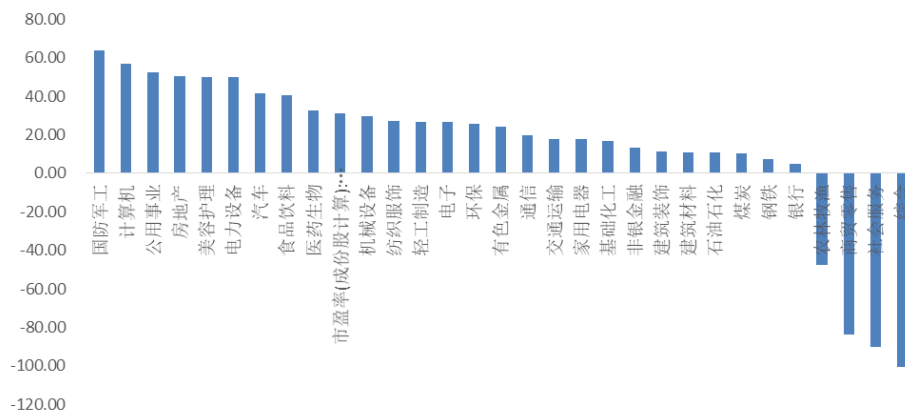


图2-4：申万一级行业市盈率（TTM）



数据来源：Ifind，中期研究院

图2-5：大盘股市盈率

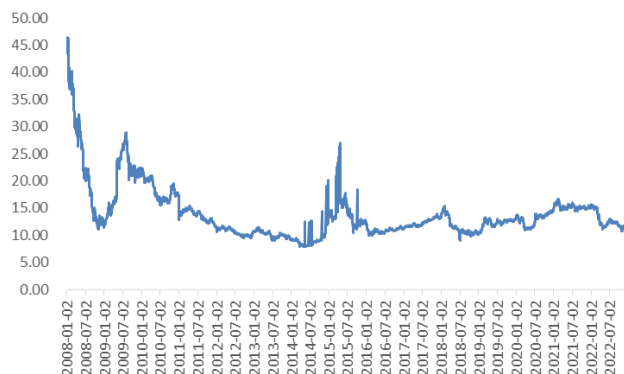
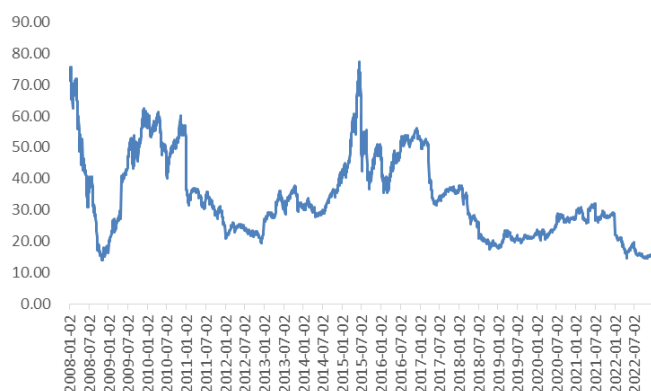


图2-6：小盘股市盈率



资料来源：Ifind、中期研究院

图2-7：中盘股市盈率



资料来源：Ifind、中期研究院

## （二）重点行业及板块业绩增速带来的估值提升机会

面对全市场的普遍低估值，需要寻找率先走出低估值机会的行业。我们从第一部分的分析中可以看到两条逻辑主线：一是“后疫情”时代，会出现行业向上拐点的行业：餐饮、旅游、航运等；二是经济政策重点扶持关注的行业：基建、绿色产业、高科技现代化产业、地产等。

### 1、受益“后疫情”的消费类

度过首波高峰以后，随着全民“阳过”，消费、旅游和交通等行业将迎来复苏。从估值角度看，位于最差谷底的是旅游行业。从 I find 数据显示，截止 12 月 16 日，旅游相关板块的估值为-72 倍，且从疫情以后就长期处于负值阶段，进入 2022 年更是直线下降。其次是航空及机场行业，估值也处于历史的极低点。作为后疫情时代，最容易出现业绩拐点的行业，其估值提升也将最快。商业及零售等行业估值并没有突出优势。相较而言，商场零售等后疫情时代会恢复，但或在缺乏估值优势的情况下，不会出现突出机会。

图2-8：食品及饮料市盈率



图2-9：旅游行业市盈率

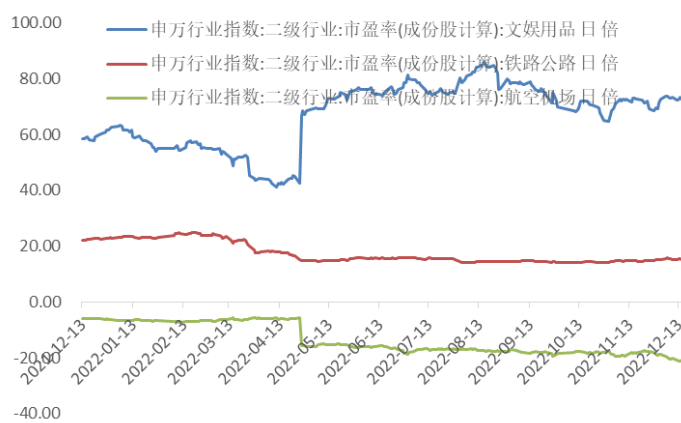


资料来源：I find、中期研究院

图2-10：商业及零售行业市盈率



图2-11：文娱、铁路、机场等市盈率



资料来源：I find、中期研究院

## 2、绿色产业及高科技产业

绿色产业及高科技产业是过去3年的抢手赛道，是机构抱团取暖的集中地。这造成了部分行业和板块的高估值，不过经过下半年的估值泡沫的破裂，多数高估值行业已经出现了回落。以Ifind的数据，汽车零部件的行业整体估值仍在近年来的高位。电源设备、电力等行业估值的估值调整也尚未到底，仍位于今年以来的较高水平。但半导体相关、航空航天以及环保设备等行业的估值处于相对低点。

总体看，普遍高估值的行业，当前仍有40倍以上的水平，这意味未来2-3年该行业必须有40倍以上的行业增速。这个过程中，势必出现在以往高业绩增速的基数上，难以实现长期高增长的情况。我们此前也对行业周期进行过总结，高速增长期很少能维持3年以上。因此部分高估值行业确实需要警惕业绩无法继续维持高速运行情况下，带来的估值回归。但同时，需要关注已经调整到位，但仍处于技术上升期的航空航天、半导体、电子元器件以及储能设备等存在技术突破可能的行业。

图2-12：航空航天装备等行业估值



图2-13：汽车相关行业估值

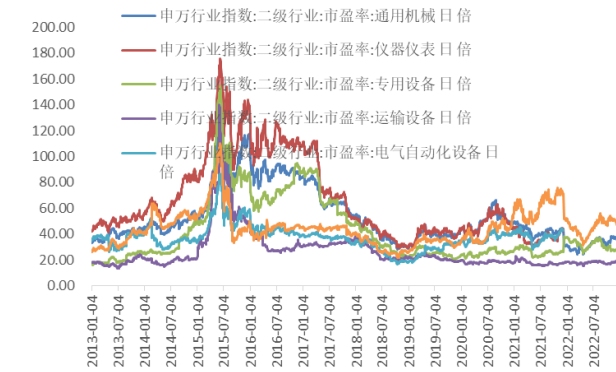


资料来源：Ifind、中期研究院



图2-14：仪器仪表机械及自动化装备行业估值

图2-15：半导体、元器件等行业估值



资料来源：Ifind、中期研究院

图2-16：环保工程及电力等行业估值



资料来源：Ifind、中期研究院

### 3、地产及基建

地产、基建等行业是本次中央经济工作会议中提到的要点之一。地产作为经济，特别是固定投资的重要引擎，2023年也将承担重要的作用。不过我们认为地产行业整体或以“稳”为主。作为城镇化率已经接近70%的国家，我们地产行业的黄金时代已经结束，但阶段性或迎来复苏的情况。估值方面，Ifind数据显示，当前水泥、房屋建设和玻璃等行业的估值均位于历史低点，有一定的估值优势。不过地产板块本身2022年的整体涨幅不低，反而估值优势不明显。此外，基础建设作为经济托底，也存在低估值优势。

图2-17：地产、水泥等相关行业估值



图2-18：玻璃、房屋建造及基础建设等行业估值



资料来源：Ifind、中期研究院

### 三、股指期货重要数据

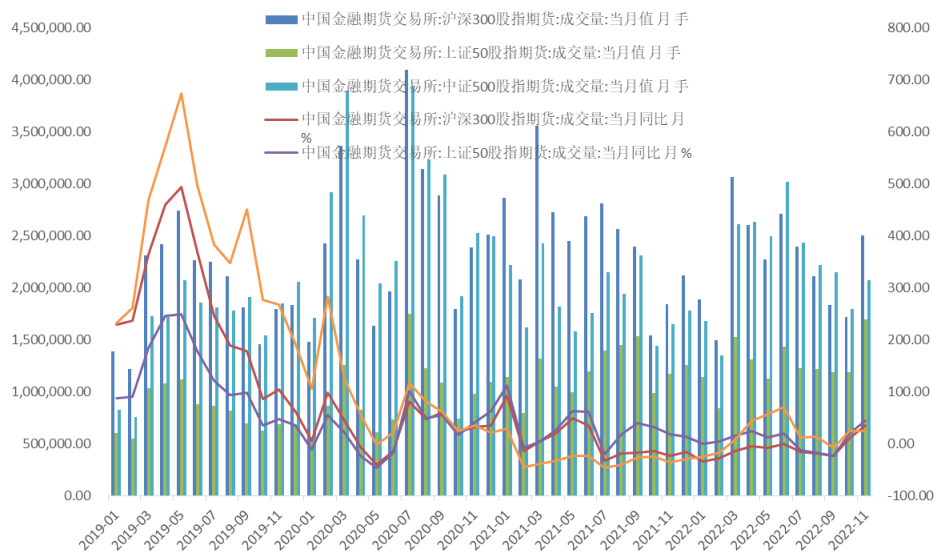
#### （一）四大期指成交量情况

2022 年股指期货市场成交火爆，尽管并没有牛市行情，但全年成交量继续攀升。

2022 年 1-11 月，三大期指成交量总量为 6306 万手，IF 成交量 2464 万手，较去年同期下降 10.60%；IH 成交量 1393 万手，较去年同期增长 6.56%；IC 成交量 2449 万手，较去年同期增长 16.94%。和 2021 年 IF 成交量放大，IC 成交量下降不同，2022 年的 IC 成交量恢复幅度较大。一方面是 2022 年规范了雪球类产品，资金再度从 IF 转移至 IC；另一方面，越来越多的资金参与到套期保值和对冲交易，为了和现货头寸匹配，选择 IC 的资金更多。

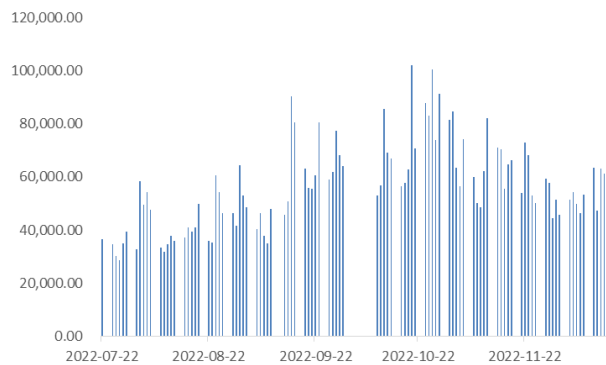
2022 年股指期货家庭还添新成员——中证 1000 股指期货。作为新上市品种，由于其指数针对中小盘个股，引起了资金关注。上市以来，仅 5 个月，IM 成交量达到 566 万，虽然相较于其他三个已经上市多年的品种还有一定差距，但其成交量的增长速度仍是惊人的。11 月，IM 成交量已经达到 137 万手，接近 IH 的 11 月 170 万手的成交量。可以预计在未来 IM 也将成为和 IC 一样，炙手可热的期指明星。

图3-1：三大期指成交量情况



数据来源：Wind，中期研究院

图3-2：中证1000股指期货成交量情况



数据来源：Wind，中期研究院

## （二）基差及价差情况

### 1、基差情况

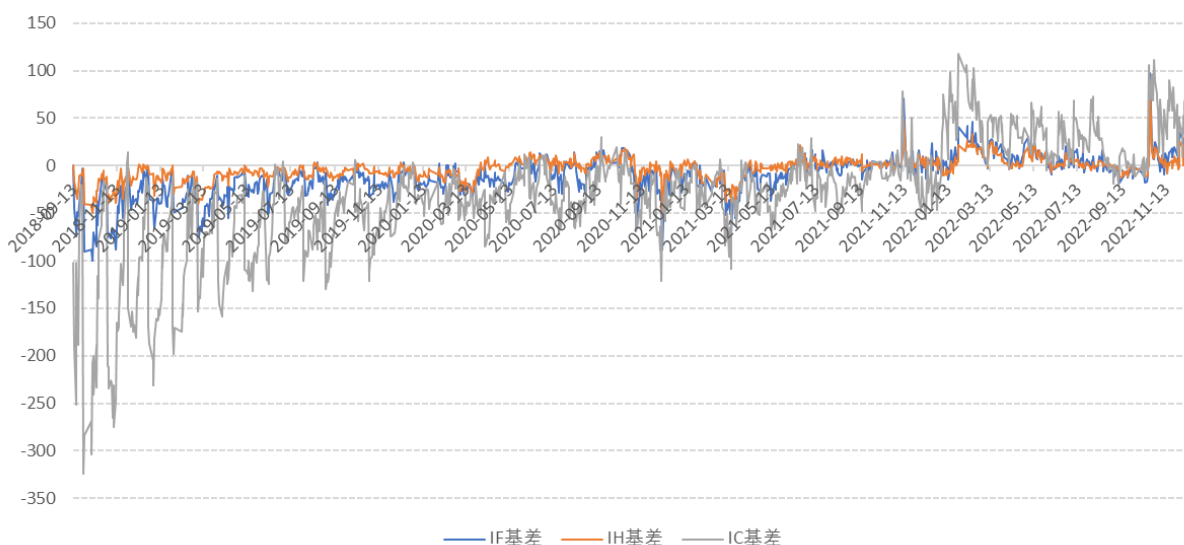
基差方面，三大期指的贴水幅度整体都大幅增加。这点从2021年的期指贴水幅度加深可以看出。2021年大盘指数行情呈现宽幅震荡，创业板指等均走出长牛走势，但期指非但没有升水，还出现了较2019年更大幅度的贴水。2022年，三大期指的贴水幅度进一步加深。基差图可以看到，整体重心均发生的上移，且IC的主力合约贴水甚至长

期在 50-100 之间。

造成这种贴水走势的原因和以往一样：一是投机类资金有限。2022 年，三大期指的保证金率仍在 20%左右，作为衍生品而言，其杠杆率较低，对投机资金吸引力有限。投机资金作为双向交易者，有助于平衡多空方向的力量对比。由于缺乏投机资金，导致套保或对冲资金过大，天然空头力量较大，导致期指深度贴水。二是“雪球”量化产品为主的衍生品结构化产品规模较大，也是造成 IC 贴水扩大的重要原因之一。三是越来越多的机构资金开始介入期指市场，寻求套期保值。

深度贴水的主要影响在于对对冲策略、套期保值等绩效方面的影响较大。根据我们的测算，2022 年 IF 的贴水基差损失最大时，年化可达 5%以上。截止 12 月上旬，IM 的主力合约贴水带来的年化损失也在 3%左右。面对较大的基差损失，我们可以用一些手段尽量降低。一是在基差损失较小时选择远月合约；二是可以根据策略类型选择空头成本最小的品种做对冲。

图3-3：三大期指基差情况（现货-期货）

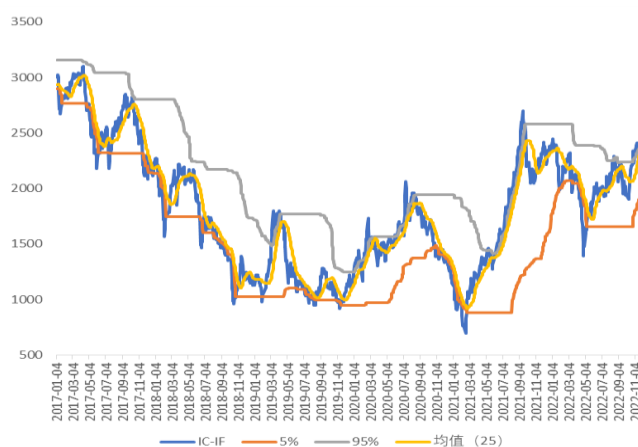


数据来源：Wind，中期研究院

## 2、价差情况

套利策略方面，期现策略受制于贴水，可实施空间有限，不过价差策略仍有机会。从过去的规律看，IC-IF 和 IC-IH 的价差规律比较强，仍然以上下轨道拐点为主。截止 12 月 16 日，这两个价差都出现了位于上轨道的情况。2022 年的套利策略可仍然以这两个的价差套利为主。年初和上半年，在消费类的复苏情况下，IC 相对较弱，或存在空 IC 多 IF、空 IC 多 IH 的策略。但进入下半年，仍要关注多 IC 空 IH 的机会。

图3-4：IC-IF价差情况：位于轨道上沿



数据来源：Wind，中期研究院

图3-5：IC-IH价差情况：当前接近轨道上沿



数据来源：Wind，中期研究院

图3-6：IF-IH价差情况：当前处于粘合状态



## 四、2023 年市场预测及市场交易策略

### （一）2023 年市场预测

#### 1、市场整体逻辑：

2022 年市场呈现宽幅震荡，虽然整体估值偏低，但不少机构抱团行业板块的估值均偏高，下半年出现了医药、新能源车等板块的集体回落。因此，2022 年是去高估值的一年。

2023 年的 A 股主逻辑将基于低估值优势展开。在市场整体、多数行业、多数板块的估值都进入历史低点的时候，任何利多因素会成为估值拐点向上的重要催化因素。这些利多因素包括：（1）后疫情时代，随着经济生活快速步入常态化，带来的旅游消费等服务行业的业绩回升。（2）绿色经济、高科技行业仍是未来经济政策扶持的重点。绿色经济相关产业成为本轮全球经济中中国弯道超车的重点，我们将继续在相关行业上加大资本、人力和政策的投入，以保证我们的优势。对于半导体、医药、高端制造等行业，我们仍在努力赶超阶段，未来仍旧需要更多资金和政策支持。（3）地产行业或告别最黑暗阶段。在地产行业的去杠杆之后，行业已经达到出清状态。政策对地产行业将逐步放松管制。

2022 年三大指数并未有出现明显的分化，全年整体呈现宽幅震荡，前高后低、重心走低。截止 12 月 20 日，中证 500 指数涨跌幅为-20.53%，而上证 50 指数涨跌幅为-20.39%。随着 2023 年回归经济的逻辑逐步展开，预计期指重心将逐步抬高，市场或呈现前低后高走势。

2、时间拐点及风格：2023 年上半年建议关注以低估值的消费、航空等为代表的上证 50 和沪深 300；下半年则继续关注以业绩增长为推动力的中证 500 和中证 1000。



3、指数区间预测：沪指运行区间：（2900-3800）

## （二）交易策略

2023 年期指整体震荡偏多，呈现普涨或轮涨的概率较大，上半年关注 IH 和 IF 标的，下半年关注 IM 和 IC 标的。

套利策略：上半年关注空 IC 多 IH 套利策略，以及多 IC 空 IF 策略，下半年则关注多 IC 空 IH 的拐点确认后的入场机会。

# 国债期货：莫听穿林打叶声 何妨吟啸且徐行

## 内容摘要：

2023年我国经济运行有望总体回升。CPI温和上行，PPI低位波动且可能出现拐点；稳经济一揽子政策措施落地见效下，生产生活将恢复至常态；内需扩张对冲外需走弱，因疫情限制的部分需求将得到释放、迎来反弹，但制约因素犹存；投资分化，房地产投资改善等待销售回春。财政政策加力，货币政策量够力准，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

“强预期”下明年利率有上调压力，10Y国债收益率中枢可能升至2.85%左右，预期与现实博弈波动范围较今年将有所扩大，运行区间预计在【2.6%-3.1%】之间。不过我们对明年期债并不悲观，如果预期未兑现，则利率也有回调机会。特别是社融信贷的不确定性，又或者是下调名义利率刺激消费和融资，都可能无法形成利率大幅走升的条件。明年利率风险点较多、内外环境复杂，关键还是把握预期差。

## 一、行情回顾

2022年期债延续2021年牛市，整体高位震荡，下半年走势大开大合，8月超预期降息10年期主力合约当日涨幅达到0.70%，11月政策预期差叠加理财赎回潮期债又快速下跌。全年来看，长债利率相较往年呈现窄幅波动的特征，波动幅度保持在35bp内。今年期债运行逻辑多变，主线除交易基本面弱复苏外，也受资金面、宽信用、地缘政

治、人民币汇率、海外加息、股债跷跷板效应等多重因素影响，全年走势大致可分为三个阶段：

**第一阶段，“宽信用”“宽货币”预期反复，海外扰动不断，期债“N”字运行。**年初，“降息+加量”货币政策发力，资金面总体宽松，推动收益率下行，但中美利差逐步收敛以及市场对“宽信用”的担忧限制涨势。1月社融、信贷数据向好，双双开门红，2021Q4货币政策报告表述和财政前置，凸显对推进信用扩张的侧重，叠加美债压力和部分城市松绑楼市消费端，期债向下震荡，期间地缘政治波澜再起，中债避险属性显现。随后央行向财政上缴万亿元结存利润，两会经济增长目标设置偏积极，市场“宽信用”与“稳增长”预期再起。但公布的2月金融数据转弱且明显低于预期，信用扩张受阻，3月上海等地疫情复起，股市连日下挫，期债大幅反弹，3月14日10年期主力合约当日涨幅0.54%，翌日涨幅61%。

**第二阶段，经济弱修复，多空交织，期债横盘宽幅震荡。**3月底美国2/10年期国债收益率曲线“倒挂”，4月初中美短端利差出现“倒挂”，美国通胀飙升输入至国内引发物价上行。金融支持“稳增长”政策持续发力，多项再贷款工具出台，专项债额度提前下达，并抓紧谋划增量政策工具。在美联储加息背景下，央行选择继续降准，不过降准力度低于预期，提振作用有限。主要城市因疫情影响经济活动持续受限，4月多项经济指标收缩转负、社融数据下滑。在高效防疫措施下受控城市逐一解封，整个5月稳增长与稳信用政策频发，5月底国务院发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，提出六个方面33项具体政策措施强振经济，经济数据筑底回升迎来小复苏，“强预期”下6月期债明显回落。

**第三阶段，疫情反复、楼市断贷等风险事件提升避险情绪，央行超预期降息，期债**

强势反弹并快速上行。进入7月后前期空头情绪释放殆尽，疫情反复持续拖累经济，二季度GDP增速不及预期，市场对经济进行下修。7月中旬，楼市断贷断供风波渐起，地产潜在信用风险推动期债上行。另外，资金利率已向下偏离政策利率3个多月，宽松资金面的预期差成为期债价格走高的另一大动力。海外工业品价格下跌，缓解中债压力，前期不便调整的政策利率有了变动的可能。8月15日，央行在公开市场上超预期调降MLF和7天逆回购利率10个基点，叠加7月经济数据不佳，当日T主力合约涨幅达到0.70%，10Y国债收益率随后两日下行至年内最低，突破2.6%来到2.58%。MLF利率下调后为LPR的调整腾出空间，8月1Y与5YLPR报价分别下调5bp和15bp，意在提振房地产稳定经济大盘。随后国常会部署稳经济一篮子政策的19项接续政策措施，而人民币汇率贬值压力显现，期债止增回调。

**第四阶段，防疫政策与房地产政策优化，期债高位下跌。**国庆节后疫情多点散发，通胀数据不及预期，前期提振政策下信用扩张有限，利率小幅下行。11月中旬期债出现大幅调整，主因防疫政策和房地产融资政策超预期优化，防疫“二十条”和金融支持房地产“十六条”相继出台，叠加MLF缩量续作、资金面出现收敛，市场出现货币转紧预期。理财、债基赎回压力下现券被大量抛售，恐慌情绪加剧了收益率上行。月末地产政策再现利好，“第三支箭”射出，监管重开房地产行业股权融资闸门，宽信用强化又加上防疫政策再纠偏，10年期国债收益率一度站上2.9%。随后央行驰援资金面，流动性缓和后市场情绪恢复理性。年末资金面暖意十足，期债小幅回弹。

图1-1：2022年国债期货价格走势

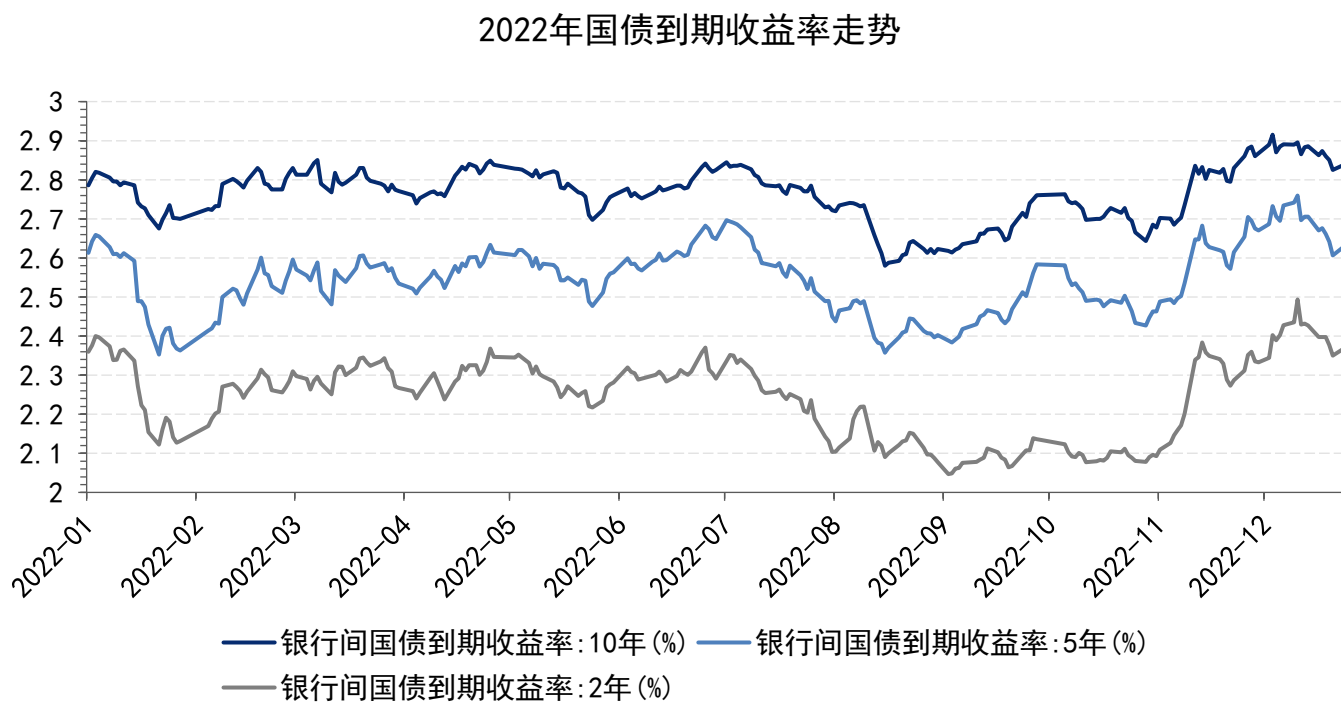
(元)



资料来源：Wind，中期研究院

图1-2：2022年国债到期收益率走势

(%)



资料来源：Wind，中期研究院

## 二、宏观经济基本面：结构继续优化 经济回春

### 2.1 通胀：CPI 温和上行 PPI 维稳波动

今年通胀并未如市场最初预期般出现滞涨，也未跟随海外“超级通胀”走高，保持在3%以下运行，于三季度末呈现下行；全年核心通胀低位运行，在1%位置震荡。PPI受2021年高基数影响，2022年全年持续性回落。市场较为担心的海外输入型通胀对国内影响整体有限，除政策大力保障供给外，我国供给端修复优于需求端，内生需求偏弱导致PPI向CPI的传导不畅。

2023年通胀我们认为大体可分为两个阶段，一是受猪周期影响的上行阶段，但是在防疫措施优化后初期，衍生影响可能限制短期复工复产与消费，CPI的上行可能会低于预期。二是随着猪肉价格回落CPI增速放缓，非食品类CPI上行驱动力有限。需警惕经济活动重新开启后，消费如果迎来爆发性增长，通胀增速则可能出现高于预期的情况。第一阶段我们认为发生超预期上行的概率较小，主要考虑疫情以来居民储蓄意愿高涨，而消费相对一直疲弱，即便下调存款利率，11月M2增速仍创下了2016年4月以来新高，其中居民存款新增了2.25万亿，企业存款新增1976亿。较高的定期存款一定程度减缓货币的流通速度，抑制通胀。而企业存款增长也被看做CPI的一项先行指标，当前企业存款存在“理财化”，投资或运转都不够活跃。从生产看，虽然疫情对生产端冲击不可小觑，特别是大规模因病造成的产出缺口引发市场“供不应求”担忧，但通过观察，2020年以来我国生产韧性较强，其他东亚经济体因疫情劳动参与率下滑后基本均在短期回升，未出现长期下行。高盛研究报告显示，韩国、台湾地区和中国香港的实际私人消费水平在重新开放后的第一季度都是立刻下降的，在第二季度急剧反弹。我国可能呈现类似模式，随着放开后疫情峰值过去，心态回归理性，经济活动再次重启，叠加前期



宽松政策效果显现，消费或强劲反弹，带动通胀升温。

PPI 方面，我们认为在今年低基数与经济后续修复下，PPI 增速或能出现拐点，但 2023 年全年预计仍保持低位波动。基于明年基建、地产与制造业乐观预期与疫情影响减弱，工业品价格得到支撑，但在海外经济衰退预期下，大宗商品价格不具备大幅上行的条件。

因此从通胀方面来看，除去猪油价格影响后的核心通胀走势较温和，不会加大利率走升的压力，对货币政策的制约也有限。

图2-1：2022年物价指数走势 (%)



数据来源：Wind

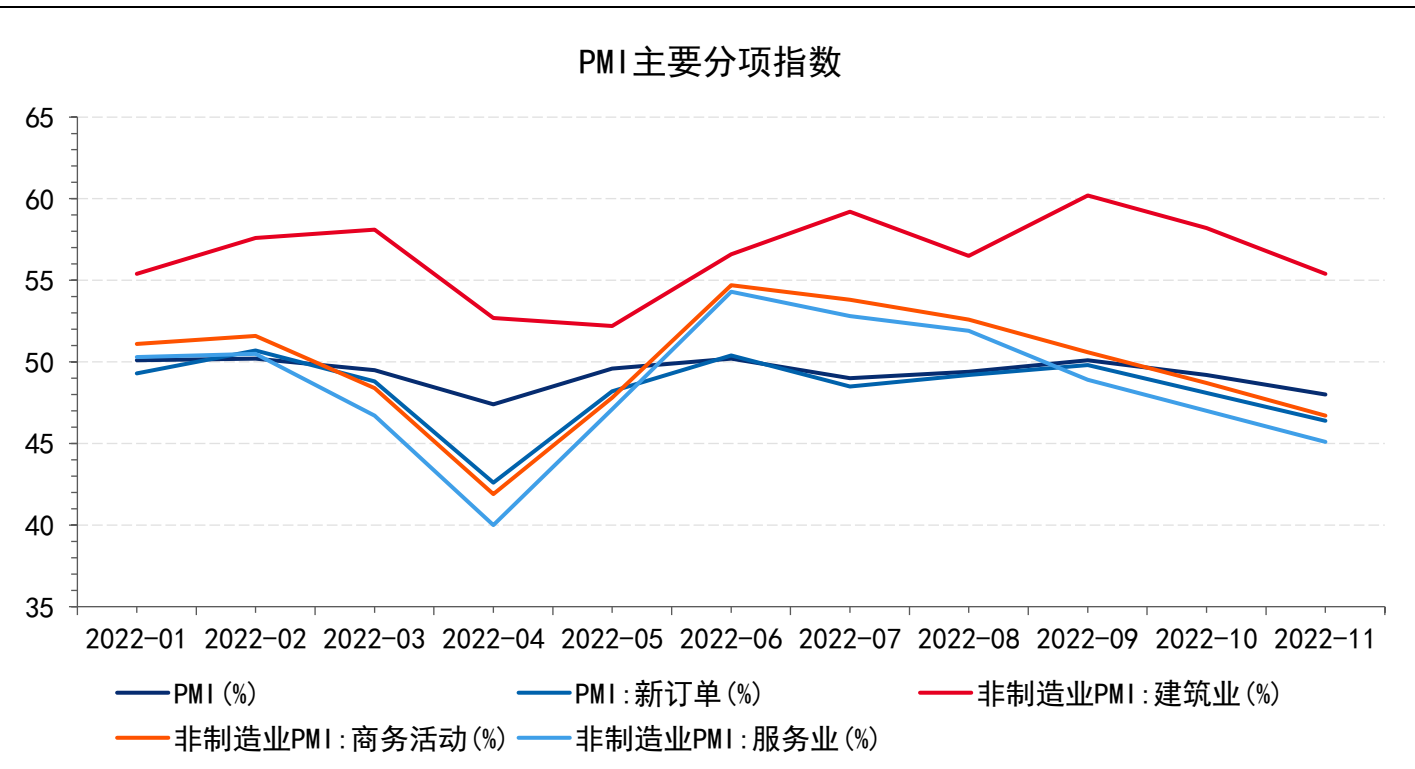
资料来源：Wind，中期研究院

## 2.2 供给：PMI 回到景气 工业企业利润稳中有升

今年官方制造业 PMI 仅有四个月处于景气区间，与全国疫情情况相关紧密，4 月和 11 月受疫情冲击明显，呈现两个低点。新订单 PMI 几乎全年处于紧缩区间，建筑业 PMI 保持高景气而商务活动和服务业整体偏弱。今年企业利润不佳抑制生产制造意愿，许多

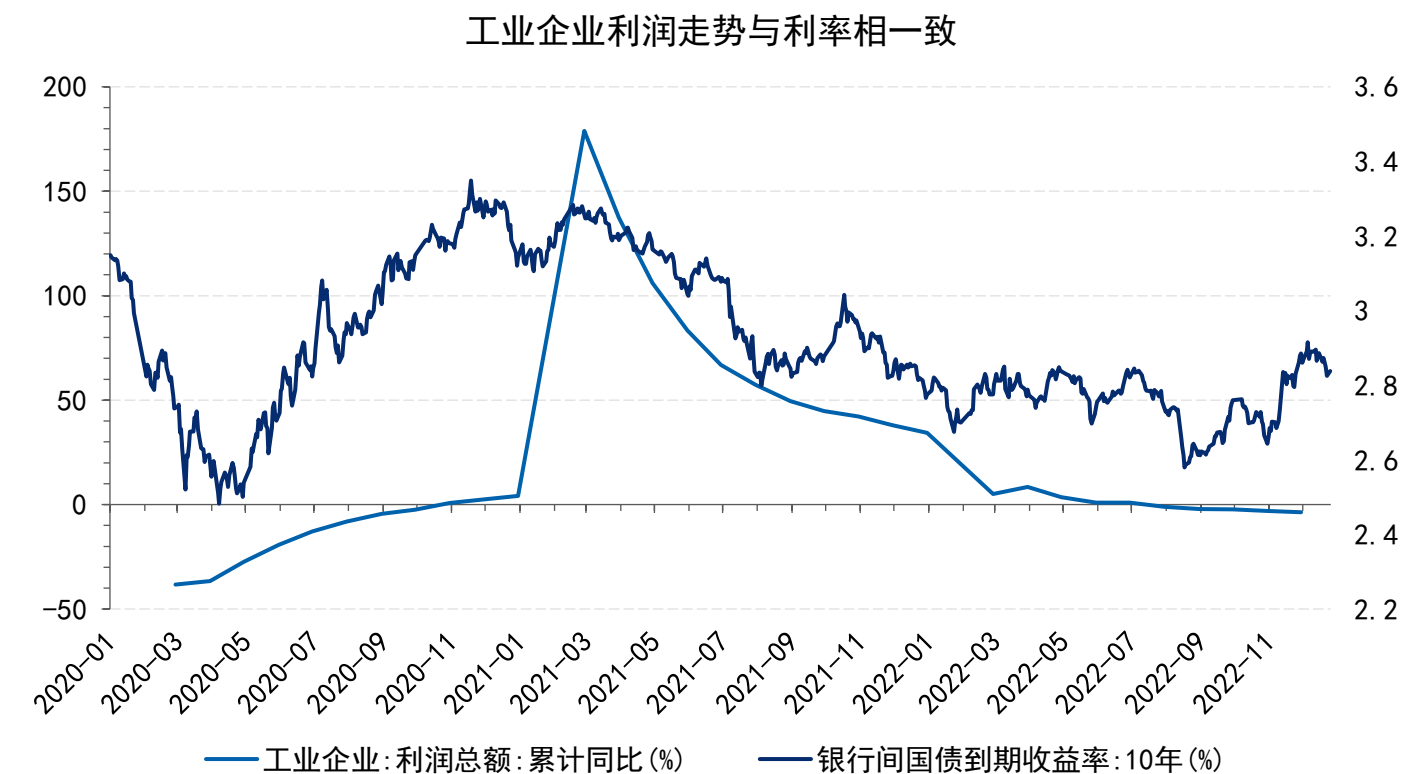
企业转向主动去库，受疫情波及月份工业生产有所收缩，不过累计增长总体稳定。2023年随着疫情防控优化措施落实落细，稳经济各项措施显效，生产恢复至正常状态，全年大部分月份 PMI 有望维持在荣枯线上方，工业制造经济将继续恢复。从历史来看，工业企业利润高的时候将引导国债收益率上行，利润收缩时利率随之下行，今年四季度利润虽仍处于下滑区间，但长端利率已开始提前交易预期出现上翘。2020 年疫后经济修复过程中，行业利润结构分化明显，因基建刺激政策与能源价格上涨，上游利润率先恢复，但下游行业，尤其是服务业和今年的房地产，消费持续低迷整体修复速度偏慢，而今年在“量”“价”齐降的情况下上游利润也出现回落。明年供给恢复至健康水平后，主要还是看居民需求对利润的拉动作用，基于后面我们对消费的判断，工业利润上行幅度可能有限。并且不同于 2020 年利率随利润回升大幅上行，我们认为明年利率的涨幅可能不会太大。

图2-3：2022年PMI主要分项指数走势 (%)



资料来源：Wind，中期研究院

图2-3：工业企业利润走势与利率相一致 (%)



资料来源：Wind，中期研究院

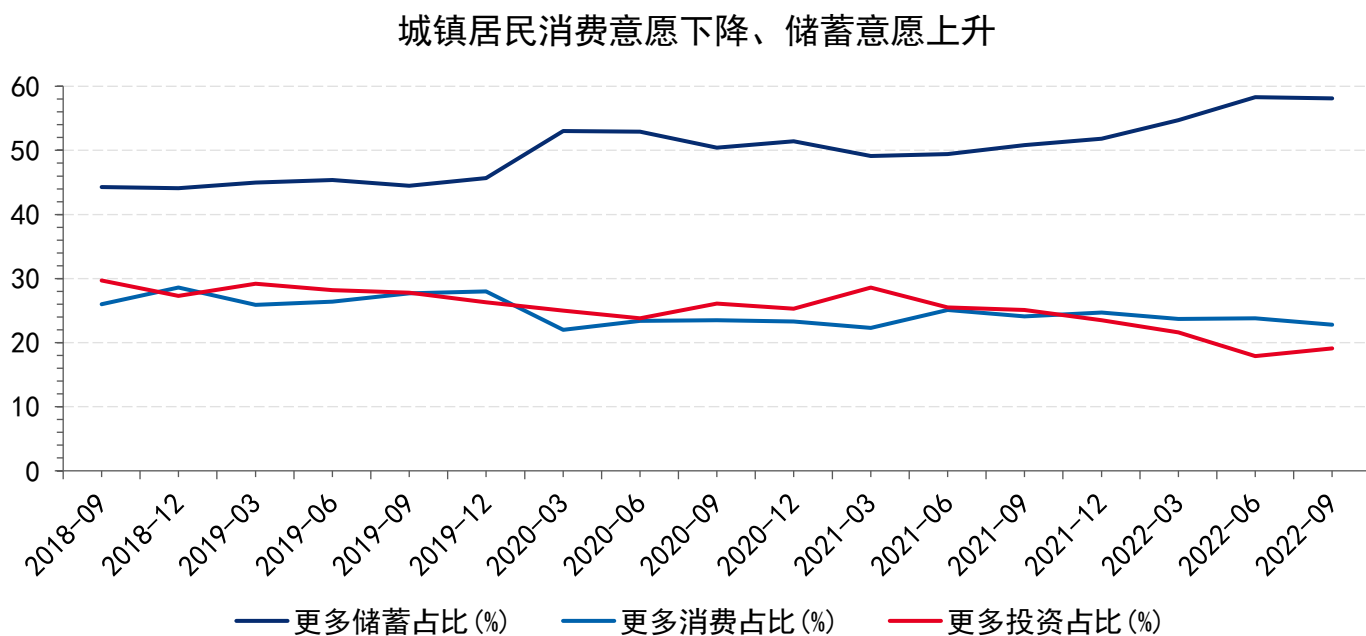
## 2.3 需求：消费反弹但有限 投资结构性分化 出口继续放缓

### 消费反弹但有限

今年消费依然相对低迷，社零在3月、4月、5月、10月和11月同比增速为负。年中汽车消费刺激政策下社零有所好转，但需求的集中释放也透支了部分未来，政策效果边际减弱。除疫情限制居民出行与消费场景外，失业率的上升与收入的下降，也使居民偏向储蓄而非消费。2022年央行城镇储户问卷调查报告中，倾向于“更多储蓄”的居民在前三季度分别占54.7%、58.3%和58.1%，倾向于“更多消费”的占比分别为23.7%、23.8%和22.8%。加上外需的走弱，重振内需复苏经济刻不容缓，年底，中共中央、国务

院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，将恢复和扩大消费摆在优先位置，从传统消费、新型消费、服务消费、绿色消费和公共消费多角度出发，全面促进，加快消费提质升级。我们认为明年因疫情限制的部分需求将得到释放，比如服务业消费会比今年好些，但并非全面的被压抑的需求，除消费信心和能力的限制外，重复感染可能使消费频率暂时无法回升到疫情前的状态。

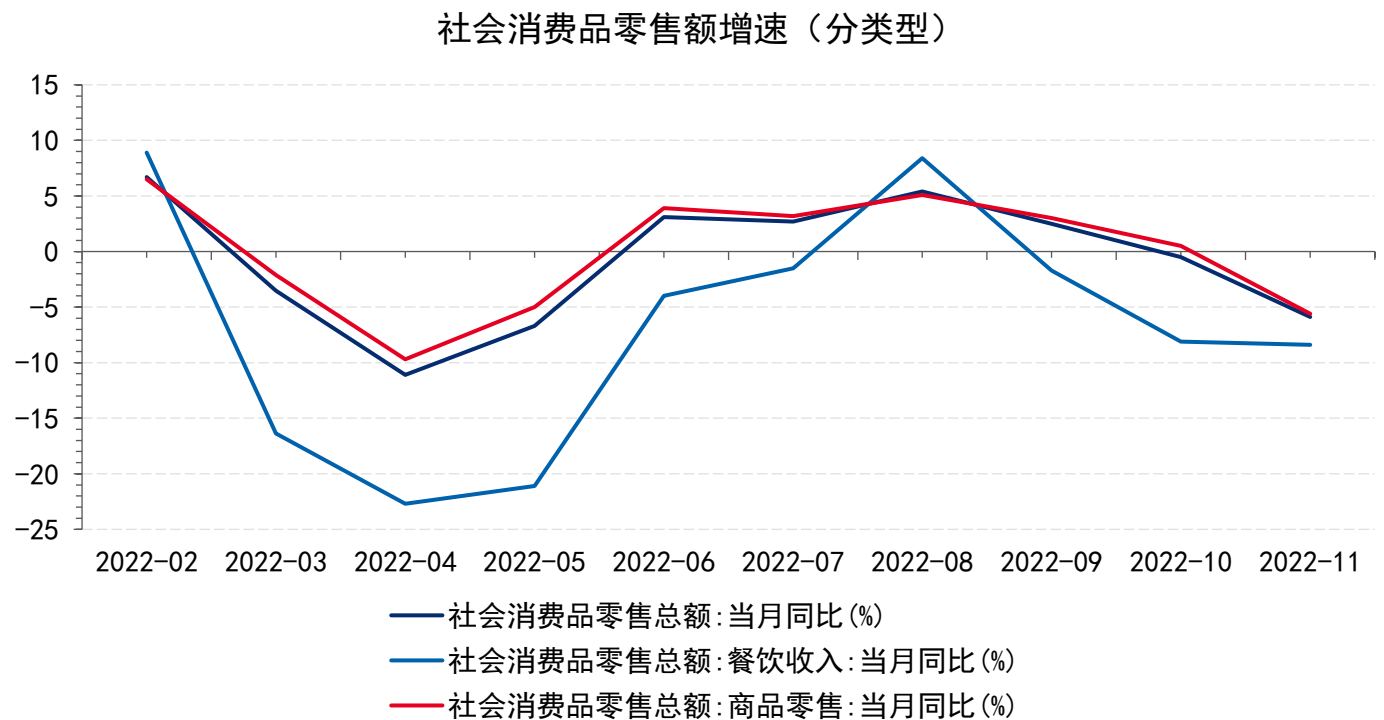
图2-4：城镇居民消费意愿下降、储蓄意愿上升 (%)



资料来源：Wind，中期研究院

图2-5：社会消费品零售额增速（分类型）

(%)



资料来源：Wind，中期研究院

### 投资结构性分化

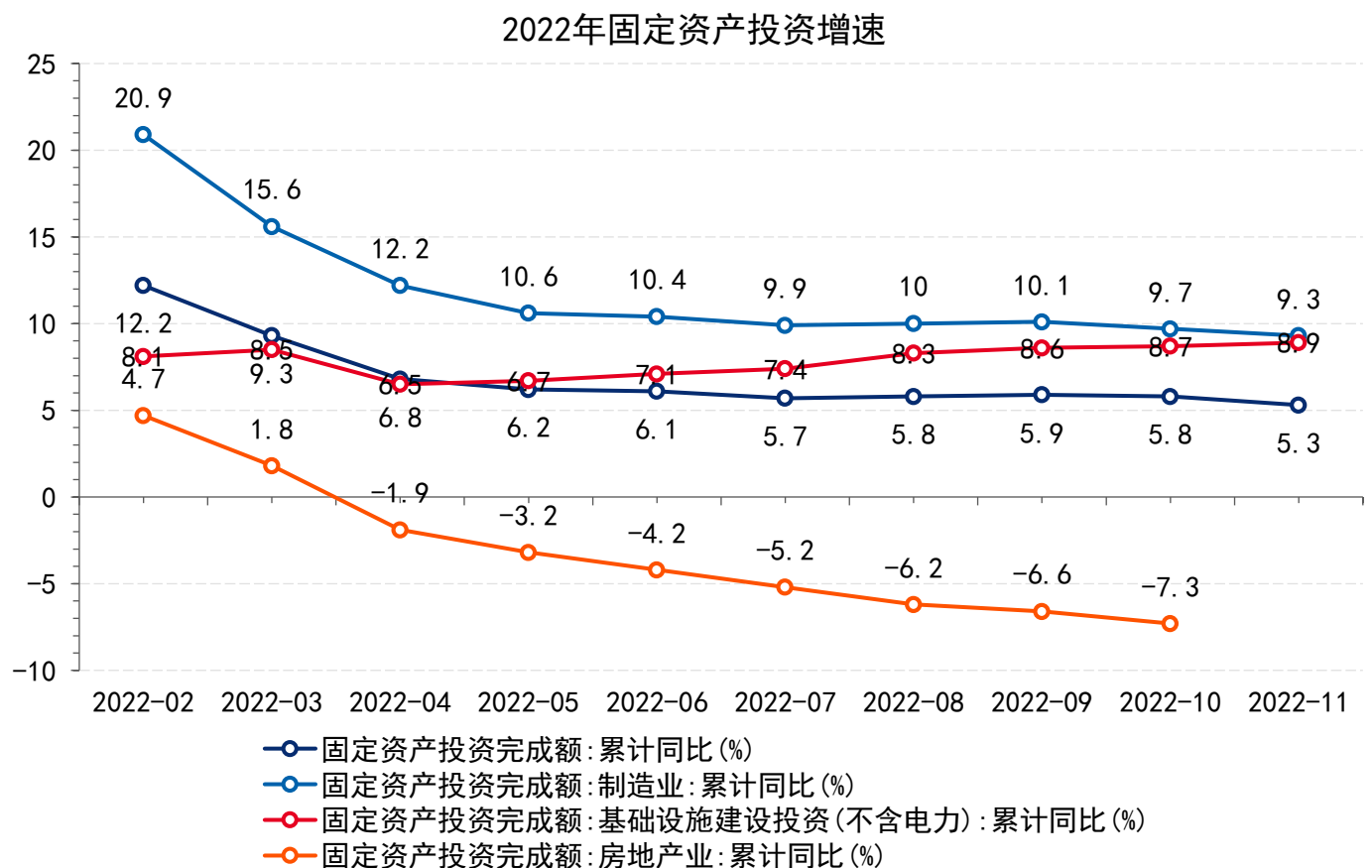
1-11月总固定资产投资同比增长5.3%，2021年1-11月为5.2%，2021全年为4.9%，在房地产投资疲软的情况下仍然保持稳中有升，基建投资在其中起到了明显的对冲与提振作用。制造业投资增速较2021年从13.5%下降至9.3%，虽然增速放缓但仍保持正向增长。房地产则呈现出了投资萎缩且跌幅逐月扩大的态势。2023年总固定资产投资我们认为较今年可能小幅下移，基础设施同比增速相比2022将出现下降，主要原因是高基数和传统基建资金来源可能难超今年，新基建类投资预计保持稳定，不过份额较小对整体基建投资推动有限。

2022年地产对经济的拖累日益明显，房地产行业迎来松绑，先从消费端下调抵押贷款利率，后又多方面金融政策与工具支持房企融资。特别是11月份，中央密集出台金融支持房地产政策，重磅颁布“金融十六条”，并优化涉房企业股权融资，11月底供给

侧“三支箭”（银行信贷支持、债券融资支持、股权融资松绑）全部发射完毕。我们认为在积极政策下未来几个季度房地产相关的经济活动将出现改善，但受制于短期偏弱的居民购房能力和购房信心，今年下滑的新开工与土地销售增速，以及地产长周期传导链条，房地产开发投资的反弹拐点可能偏后、回升过程可能偏曲折。

制造业投资增速可能小幅放缓，内外需与利润低位阶段企业主动投扩产意愿不强，不过政策支持下先进制造领域的资金投入不会少，传统制造业投资重在优化升级。《扩大内需战略纲要》指出，要“聚焦关键领域和薄弱环节，努力增加制造业投资，加大重点领域补短板力度，系统布局新型基础设施，着力提高投资效率，促进投资规模合理增长、结构不断优化，增强投资增长后劲”。

图2-6：2022年固定资产投资增速（主要分项） (%)



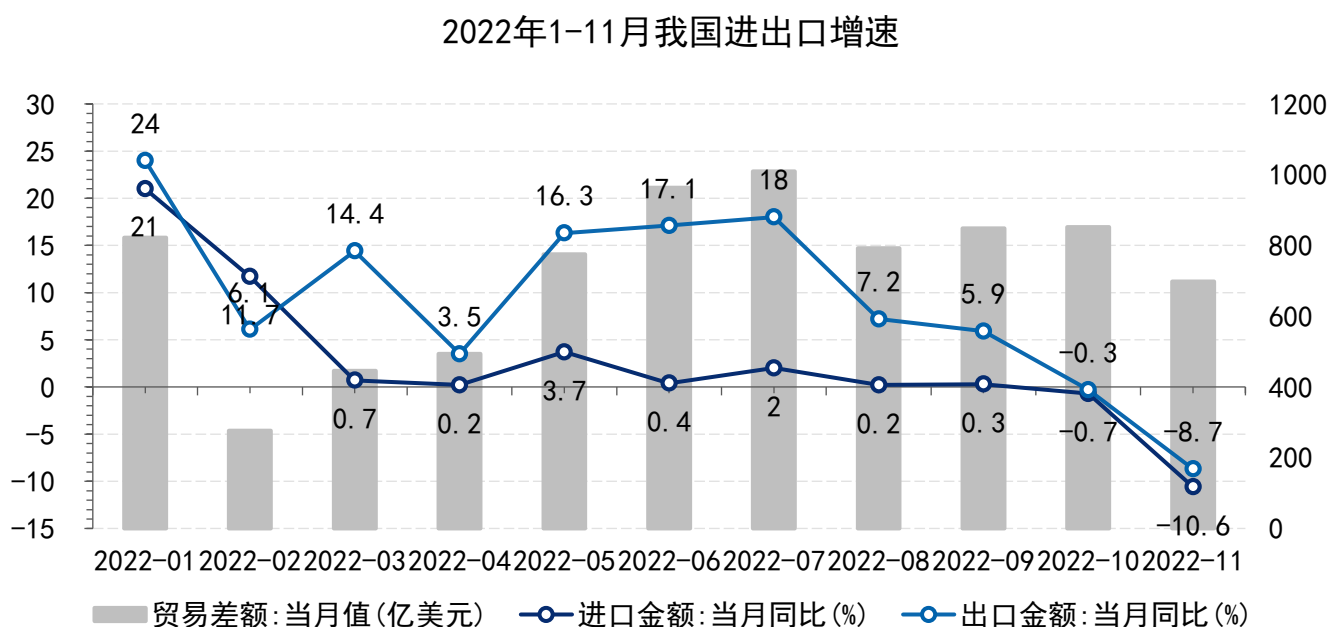


资料来源：Wind，中期研究院

### 出口继续放缓

2022年我国出口在上半年表现出了较强的韧性，下半年增速放缓，在四季度出现下滑。减速的原因除了海外流动性收紧引发的外需走弱外，出口价格也跟随PPI下降。从当前美联储表态看，短期抑通胀态度不减，在外需和价格同时走低的情况下，明年出口可能延续收缩。

图2-7：2022年1-11月我国进出口增速 (%)，(亿美元)



资料来源：Wind，中期研究院

综合来看，可以确定的是明年我国经济运行有望总体回升，不确定的是实际改善力度有多大，明年期债将继续交易“强预期”，利率有上调压力，不过如果强预期未兑现，则利率也有阶段回调机会。

### 三、政策预期：财政加力 货币有力

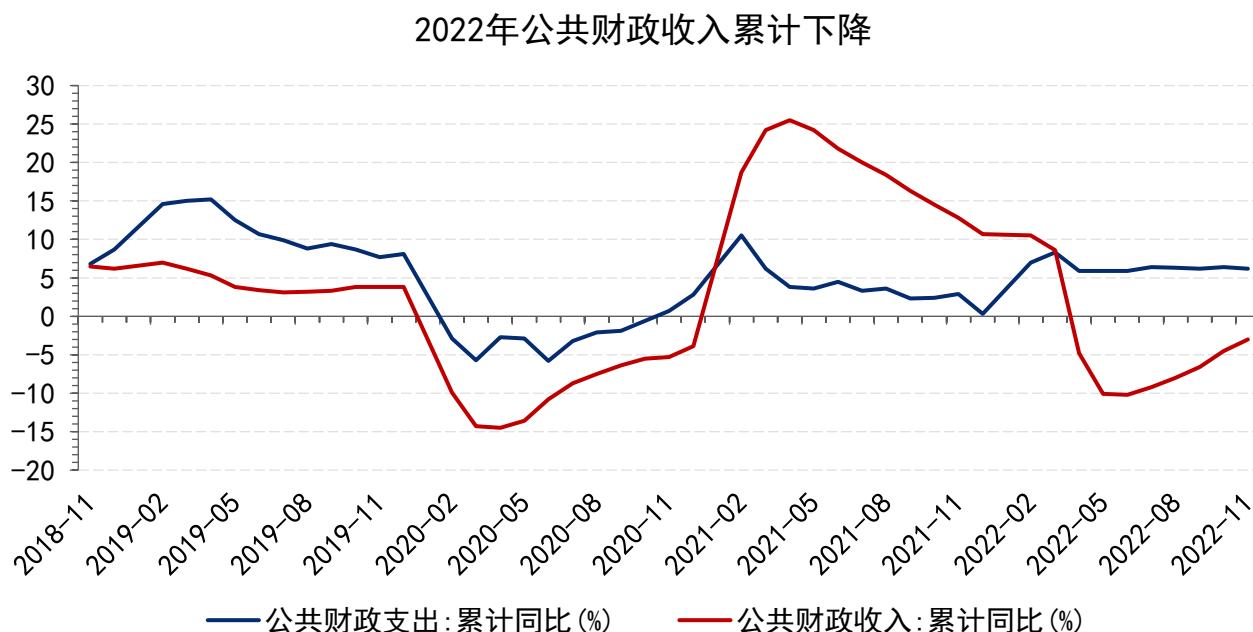
#### 3.1 财政政策：继续实施积极的财政政策

为支持稳增长、稳就业、稳物价，中央经济工作会议提出了“积极的财政政策要加力提效”。从部门杠杠来看，居民与地方政府杠杠率继续抬升难度较大，而中央政府还有上杠杠空间。我们认为明年的财政赤字率较今年将有所提升。历史来看，财政发力阶段赤字率一般都会上调，但今年从2021年的3.2%下调至了2.8%，这是今年财政政策独特模式的体现，即透支部分过去和未来，例如央行结存利润上缴财政，依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，和提前下拨2023年4000亿元预算资金指标用于转移支付。今年财政收入在留抵退税影响下上半年显著下行，下半年增速虽回升，但也因疫情冲击税收限制增速处于负区间，并且地产羸弱使土地出让收入减少，政府性基金收入受到拖累。今年结转结余资金下降将增大明年赤字率上调压力，不过我们也认为中央对透支未来政策空间还是偏谨慎的，将杠杠控制在合理区间，因此赤字率可能将回到2021年的水平，我们预估为3%-3.2%。

此外，鉴于今年有许多准财政活动，我们认为明年为进一步加大财政力度，政策性开发性金融工具将继续发挥重要作用，新增专项债额度易升难下，且不排除再使用存量可能。

图3-1：2022年公共财政收入累计下降

(%)



资料来源：Wind，中期研究院

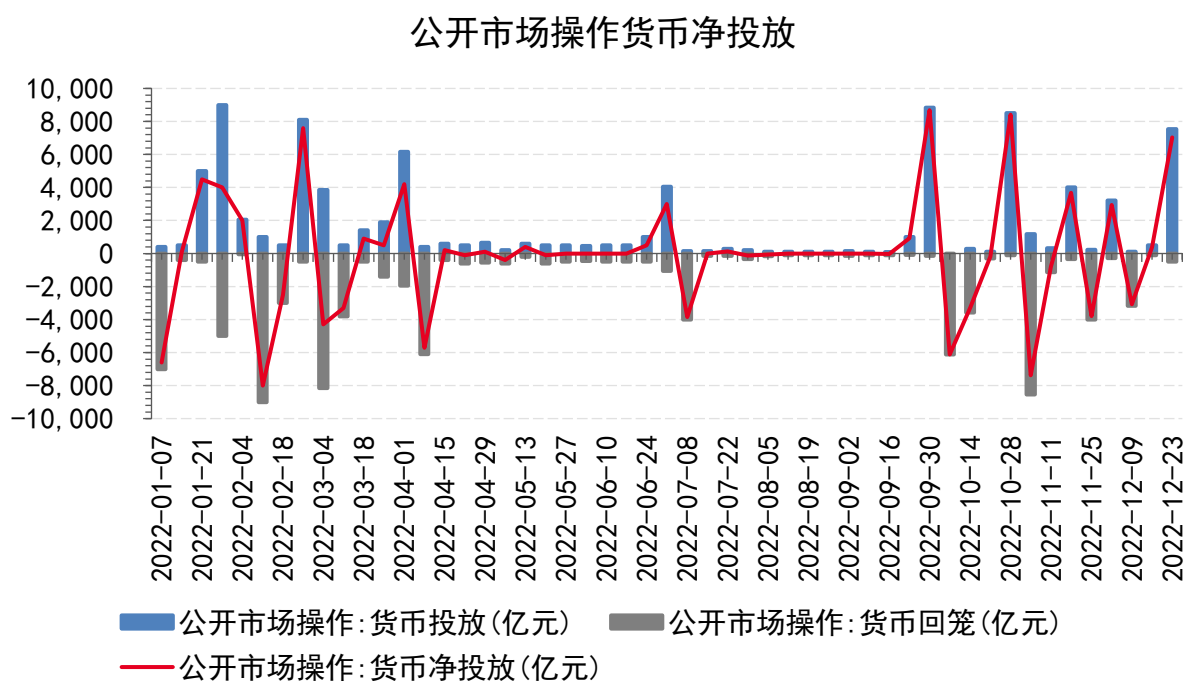
### 3.2 货币政策：总量要够 结构要准

今年共计两次降准，两次下调 MLF 和 7 天逆回购利率，三次调降 LPR 报价（两次“双降”，一次“单降”），以及上缴万亿元结存利润，货币环境整体偏宽，资金利率更是在年中多月低位偏离政策利率。1-4 月份，货币政策配合财政发力，央行在公开市场上操作总体呈现流动性净投放，年中低价资金淤积在金融体系空转，央行投放收敛，基本实现完全对冲，年末再度呵护资金面缓解抛券压力和跨年流动性。今年前三季度的货币政策执行报告表述与官方表态偏积极，以“宽货币”助力“宽信用”。受制于美联储加息周期，今年货币政策在总量上使用相对克制，更多采用结构性工具、政策性金融工具等非总量型工具，也是因为外部因素对名义利率调整的掣肘，今年存款利率的下调大幅小于贷款利率。

我们认为与今年货币政策方针一致，2023 年将保持流动性平衡偏宽至经济与社融

呈现有效且稳定的回升，对应“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的目标。央行副行长 12 月 17 日在 2022-2023 中国经济年会上表示，中央经济工作会议对货币政策的要求，可以概括为“总量要够，结构要准”。总量在兼及通胀风险和汇率风险时，能满足实体经济需要，包括保持金融市场流动性合理充裕、资金价格维持在合理区间波动。货币政策除力度要够外，结构要准。中央财办有关负责同志对中央经济工作会议精神解读认为，货币政策的要求是精准有力，投向结构要精准，尤其要支持小微企业、科技创新、绿色发展等领域。因此，政策性开发性金融工具、结构性政策工具、各类专项借款、专项再贷款等在 2023 年将继续广泛使用。不过，我们认为货币政策的宽松程度也将随着经济回归正常增长而边际收敛至常态化，何时转向则需看央行对宽信用的目标和信用扩张的实际进程。

图3-2：2022年央行公开市场操作货币净投放 (亿元)



资料来源：Wind，中期研究院

图3-3：质押式回购利率与政策利率

(%)



资料来源：Wind，中期研究院

### 3.3 利率债供求：预计供给大增

中央财经委员会办公室分管日常工作副主任韩文秀在 2022—2023 中国经济年会上表示，预计今年经济总量超过 120 万亿元。以该数为基准，我们对 2023 年 GDP 增速保守估计为 5%，3.0%-3.2% 的赤字率对应财政赤字约 4 万亿，对应国债和地方新增一般债限额约 3.78-4.03 万亿元。一般而言，国债全年净融资基本匹配中央赤字规模，新增一般债与地方财政赤字相匹配，过去三年中央赤字财政占比均在 70% 以上且逐年上行，2022 年占比达 79%。我们认为中央政府加杠杆空间较地方政府更大，以 80% 计算，国债净融资规模约为 3.2 万亿，地方新增一般债规模约 8000 亿元。为加力财政续力基建投资，新增专项债规模可能易增难减，预估区间为 3.65-4.15 万亿。整体利率债供给压力增加，节奏方面大概率继续前置，政府债供给高峰可能仍在二季度。

## 四、社融信贷：冬去春来 待融资需求兑现

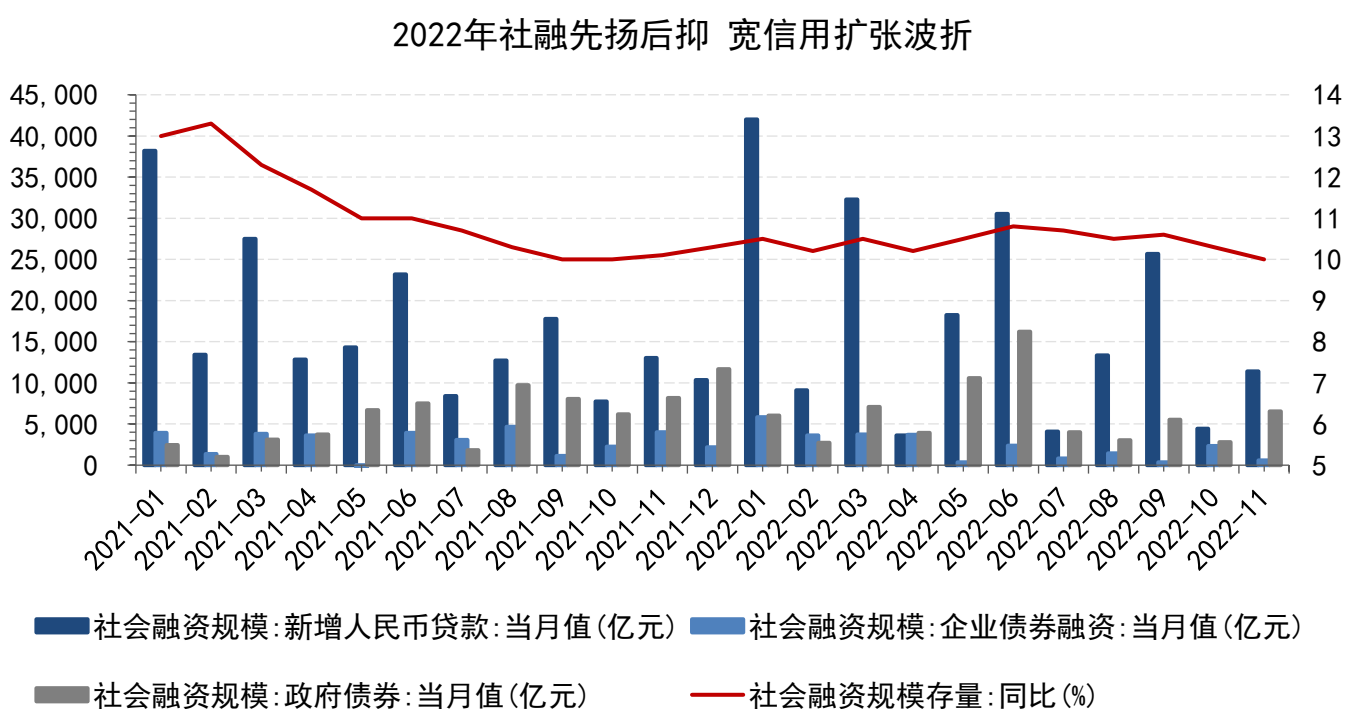
2022 开年得益于上一年底稳增长与宽信用政策提前发力，社融迎来开门红，上半年社融增速呈上行趋势，结构上主要贡献来自于政府债券。疫情影响下居民和企业对未来经济形式态度偏谨慎，政策上主动而实体融资相对被动，2、4 月出现两次增速回落，社融与信贷的扩张未如市场预期的顺利。与房贷利率挂钩的 5 年期以上 LPR，今年以来经历两次下调，但下半年在房地产信用风险下购房仍然显得“贷”不动。企业贷款在政策性引导下有所回升，受制于基建投资降速、居民企业实际贷款需求不强，整体社融增速在三四季度呈下滑趋势。

我们预测 2023 年社融大概率回升，财政政策加力提效，新增政府债券规模可能继续扩大，政府加杠杆将有力支撑社融底部，而上行幅度主要看地产端复苏能否带动居民部门贷款反弹，以及在供给充足的情况下企业能否实现“融资-投资-盈利-偿债”的健康循环。和今年一样，我们认为 2023 年社融与信贷的回升之路可能不会一帆风顺。对于当前利润和贷款成本，制造业企业贷款意愿可能不强，而相对应的，这样的“低息”资产对银行也缺乏吸引力。而更为优质的居民按揭贷款，在今年松绑的房地产限贷限购与下调贷款利率的政策下，仍未走出低迷，直至 11 月地产销售也没出现好转，“住房不炒”的定位也限制投机性购房。如果按揭贷款增量低于预期，居民融资部分以及地产高息资产的缺位将拖累社融与信贷的走升。因此除了供给充足、建立信心外，也要看利率价格能否有进一步调整。我们认为即使社融与信贷触底回升，债券利率也不一定出现大幅走升，中金量化研究发现社融拐点一般先于利率拐点 1-2 个季度，这背后实际看的是融资需求与融资供给之间的缺口，即债务杠杆是否有效提升。相对应的，如果居民与企业融资需求依旧难有改善或回弹力度有限，资金供给大于需求，则各项实体融资成本可



能出现进一步下行，那 10Y 国债收益率下方还有空间。然贷款利率与债券利率也出现过背离的情况，比如 2020 年贷款利率持续下降但债券流动性收紧，不过这种情况发生的前提是需要债券供给有个由增转减的过程。

图4-1：2022年社融先扬后抑 宽信用扩张波折 (亿元，%)



资料来源：Wind，中期研究院

## 五、观点总结与期债策略

2023 年我国经济运行有望总体回升。通胀温和上行的概率较大，对货币政策的掣肘有限，PPI 低位波动且可能出现拐点；稳经济一揽子政策措施落地见效下，生产生活将恢复至健康状态，制造业 PMI 回归景气，企业利润得到改善；内需扩张对冲外需走弱，因疫情限制的部分需求将得到释放、迎来反弹，但制约因素犹存，存款利率能否进一步下调刺激消费意愿，扩大内需政策如何细化落实，是明年消费得到多少提振的关键；投

资分化，房地产投资改善等待销售回春。财政政策加大扩张力度、提高政策效能，更好发挥财政撬动社会资金的杠杆作用；货币政策总量充足、精准有力，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

“强预期”下明年利率有上调压力，10Y 国债收益率中枢可能升至 2.85%左右，预期与现实博弈波动范围较今年将有所扩大，运行区间预计在【2.6%-3.1%】之间。不过我们对明年期债并不悲观，如果预期未兑现，则利率也有回调机会。特别是社融信贷的不确定性，又或者是下调名义利率刺激消费和融资，都可能无法形成利率大幅走升的条件。但我们也不否认任何可能，明年利率风险点较多、内外环境复杂，经济与地产拐点的提前出现或超预期反弹都可能下挫期债，关键还是把握预期差。

## 第二部分 能源化工

### 原油：在俄乌冲突和经济衰退阴影下动荡不安的原油市场

#### 内容摘要：

整个 2022 年，从走势来看，BRENT 原油和 WTI 原油期价走势近乎一致，日 K 线基本保持上半年连续上涨，下半年震荡下跌的轨迹。

目前全球原油市场处于逐步走向供大于需的局面。在全球央行加息的浪潮的影响下，世界经济活力下降，原油需求减弱。原油消费可能在明年很难保持增长的势头。供应方面，OPEC+开始执行新的减产协议，但需要注意 OPEC+各成员国的减产意愿并不是完全一致，而且伊朗，委内瑞拉的原油明年也可能大举进入国际市场。

总体来看，明年全球经济出现衰退的可能性在增加，受此影响油市基本面在明年将转坏，油价总体或呈现震荡下跌的行情，需关注明年全球央行加息浪潮的持续时间。这可能导致经济活动下降，原油需求减弱。预计 BRENT 的运行区间【30, 90】美元/桶，WTI 的运行区间【28, 85】美元/桶。

内盘原油主力合约的期价与外盘 BRENT 和 WTI 的联动性比较强，受外盘的影响比较大。因此，SC 主力合约在明年也将呈现震荡下跌的态势。SC 主力合约的运行区间【220, 620】元/桶，建议关注波段交易的机会。

套利策略建议进行买近卖远策略。明年由于全球经济放缓的可能性增加，预计明年油市仍将呈现供大于求的局面，因此可买 2302 合约卖 2306 合约。

## 一、2022 年原油期货市场回顾

2022 年，国际原油市场最大特征是油价上半年涨下半年跌。今年的地缘事件对油价造成了重大影响。2 月 24 日，俄罗斯派军队进入乌克兰，俄乌冲突全面爆发，市场对原油供应的担忧上升，国际油价在半个月内在从 90 多美元/桶飙升至 130 多美元/桶。随后为支持乌克兰对抗俄罗斯，美欧分别对俄罗斯施加多轮制裁。3 月上旬，美国政府颁布了禁止从俄罗斯进口能源的行政令：禁止美国企业或个人进口俄罗斯原油和某些原油产品、液化天然气、煤炭及煤炭产品；禁止对俄罗斯能源部门进行新的投资等。英国也宣布将在年底前停止进口俄罗斯原油和原油产品。另外欧盟委员会也先后公布多轮对俄罗斯制裁措施，其中包括部分原油禁运，制裁俄罗斯油轮运输、银行结算和媒体等，目标是逐步削减俄罗斯原油进口，打击俄罗斯经济，削弱俄罗斯的战备潜力。最终欧盟将在 6 个月内停止购买占欧盟进口俄原油三分之二的俄罗斯海运原油，并在 8 个月内停止进口俄原油产品。预计到 2022 年底，欧盟从俄罗斯进口的原油将减少 90%。此外，欧盟还禁止欧盟公司为运送俄罗斯原油的商船提供新的保险和再保险，现有保险合同也将在六个月内逐步废止。受欧美制裁的影响，俄罗斯原油的出口渠道受到沉重打击，直接扰乱了全球原油供应链。作为全球能源体系的基石，俄罗斯是仅次于美国和沙特的全球第三大产油国，同时还是仅次于沙特的全球第二大原油出口国。如果将俄原油完全驱逐出世界原油市场，全球将面临原油供应危机。

据国际能源署测算，在欧盟实施对俄罗斯的原油禁令后，今年俄罗斯的原油产量将出现5%至8%的减产。欧盟禁令将使得俄罗斯每天约120万至150万桶的原油不得不在其它地方寻找出口目标。现在俄罗斯原油的主要销售目标为亚洲地区，尤其是印度和中国。但是由于俄罗斯的海运原油被国际保险公司拒之门外，这导致亚洲炼油商减少了俄原油进口。海上保险对买方和船东来说至关重要，因为它可以明确买卖双方的风险以及相关法律责任。一旦有意外发生，没有保险可能使买卖双方遭受巨额损失。因此，许多亚洲炼油商在购买俄罗斯原油时，都会谨慎衡量此事的影响。所以随着时间的推移，俄罗斯的油库将可能被找不到下家的原油填满，最终俄罗斯生产商将被迫关闭更多油井。俄原油产量就会开始下降。

为了平抑油价，美国在俄乌冲突后开始大规模释放原油战略储备。美国在3月31日宣布自今年5月起的未来6个月释放1.8亿桶的战略原油库存，计划每天向市场释放100万桶；9月20日美国宣布于11月追加投放1000万桶；10月19日再次宣布战略储备释放计划延长到12月，计划在12月前再释放1500万桶原油。美国现在已完成战略原油释放计划，合计超过2.05亿桶的战略储备原油被抛向市场。据美国能源署公布的库存数据，美国战略储备库存已经低于4亿桶，达到了近40年的最低水平，同时美国战略储备库存量已经远低于国际能源署规定的60天水平，仅为20天左右。这次战略原油释放的效果非常显著。自3月宣布释放战略原油储备以来，WTI原油价格从3月每桶超130美元的高点下滑至12月每桶70美元的低位。中长期来看，全球库存已处于非常低的水平，无论是商业库存还是战略原油储备，都需要产量持续回升来重建库存。

除了俄乌冲突对原油供给的影响外，原油供应下滑的另一个主要原因是 OPEC+减产。为了阻止油价下跌，今年 9 月初 OPEC+ 决定将 10 月份的原油产量消减 0.1 百万桶/日，并在 10 月初决定自 11 起继续减产 2 百万桶/日，约为全球原油产量的 2%。根据 OPEC 最新月报，10 月 OPEC 原油产量为 29.49 百万桶/天，较 9 月 29.70 桶/天下降 0.21 百万桶/天。另外 12 月 4 日的 OPEC+ 部长级会议决定，现有的减产政策将持续到明年年底，即从今年 11 月至 2023 年底，将原油产量每天减少 200 万桶。全球原油市场供应将逐步趋紧。

新一轮的油价繁荣周期中一个显著的区别是原油资本在全球原油行业的勘探开发投资出现了大幅缩水。为了满足投资者对原油投资收益和分红的要求，原油公司放慢了勘探投资的脚步，增加了股息分红和股票回购。从世界原油行业多年的实践看，为保持供需平衡，全球油气勘探开发的投资每年应达到 5250 亿美元。而 2020 年全球油气勘探开发支出仅为约 3290 亿美元，比 2019 年下降 27%，仅次于 2016 年 32% 的降幅，是 35 年来降幅第二大的年份。2021 年，世界油气勘探开发投资规模估计也只有 3410 亿美元，比 2019 年仍低了近 25%。根据北美上市生产商的披露，2022 年页岩油独立生产商资本支出计划增加 18%，依然大幅低于 2019 年水平，综合油企的资本支出计划预计增加 35%，不过综合油企用在能源转型上的资本支出更多，因为他们的能源转型压力更加大。油服成本上升也是资本支出增加的原因之一，页岩油行业更加依赖资本开支来实现增产，因此通胀的影响对于页岩油生产商尤为明显。预计今年油服成本增长将在 10%-15% 左右，钻井和水力压裂所需的原材料、钻井完井服务和劳动力成本均在上升。此外，劳动力紧张、供应链扰动也是生产商面临的增产障碍。

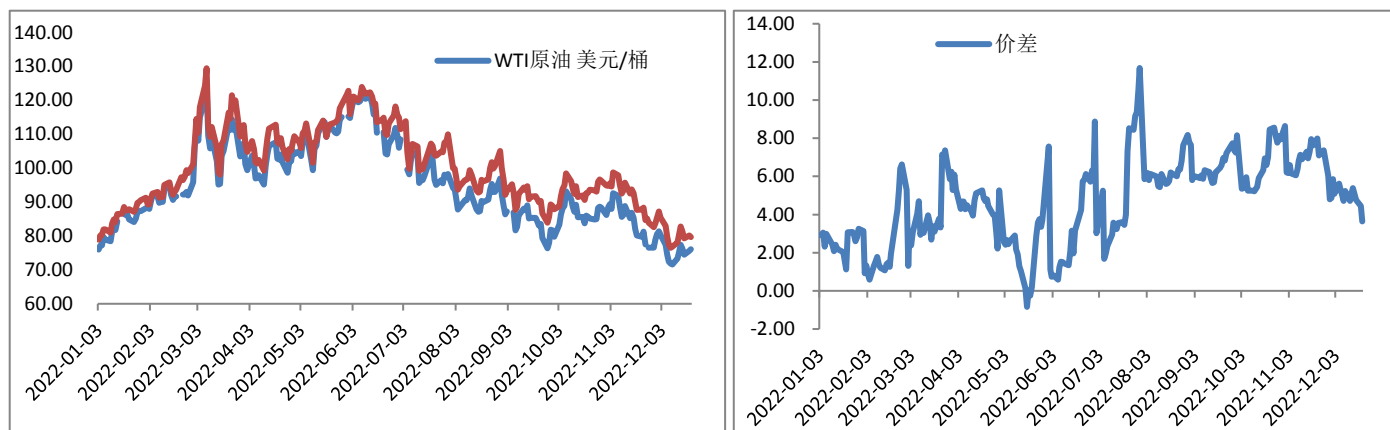


从需求来看，今年以来各国纷纷放开对新型冠状病毒肺炎的各种封控措施，国际经济活动呈现显著回升的态势，直接对原油的需求构成了较大的支撑。原油价格也逐步走高。全球政府 Covid-19 封控响应指数从 2 月开始加速下降，表明终端需求在朝着恢复常态的方向发展，交通出行需求的上升增加了对原油的需求，具有一定的刚需特点，表现相对有韧性。从欧美中印四个地区成品油实际消费的情况来看，一季度奥米克戎对原油需求造成短时间的影响，随后机动车燃料需求复苏，2-3 月汽柴油消费量回升至高于 2019 年水平。但是下半年原油市场对需求前景的预期发生逆转。为了对抗如脱缰野马般的通胀，美联储连续三个月加息 75 个基点，试图将通胀率压低到 2% 的可接受范围。未来美联储的政策面临艰难平衡，现行高利率的政策可能增加经济衰退的风险，因此市场对原油需求前景的预期从疫情后的复苏切换至加息引发需求下降。

2022 年初，WTI 主力合约于 75.69 美元/桶开盘，最高达到 130.5 美元/桶，最低为 70.08 美元/桶。截止 12 月 19 日，收盘于 75.38 美元/桶，下跌 0.31 美元/桶，降幅约为 0.41%。同一时期，布伦特主力合约于 78.11 美元/桶开盘，最高达到 139.13 美元/桶，最低为 75.11 美元/桶。收盘于 80.14 美元/桶，上涨 2.03 美元/桶，升幅约为 2.6%。中国原油期货以 494.8 元/桶开盘，最高达到 823.6 元/桶，最低为 491 元/桶。截止 12 月 20 日，收盘于 526.8 元/桶，全年上涨 32 元/桶，约 6.47%。剔除汇率原因，国内原油期货价格走势与布伦特原油价格基本保持一致。

图1-1：国际油市期价走势（美元/桶）

图1-2：布油与WTI价差走势（美元/桶）



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

今年上海原油和布伦特原油的比值处于【5.75，7.80】的区间窄幅震荡，最低点出现在3月23日，5.75；最高点出现在9月7日，7.8。

图1-3：国内油市期价走势（元/桶）

图1-4：国内原油与布油价格净比值走势



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

## 二、市场数据和基本面分析

### 2.1 油市基本面

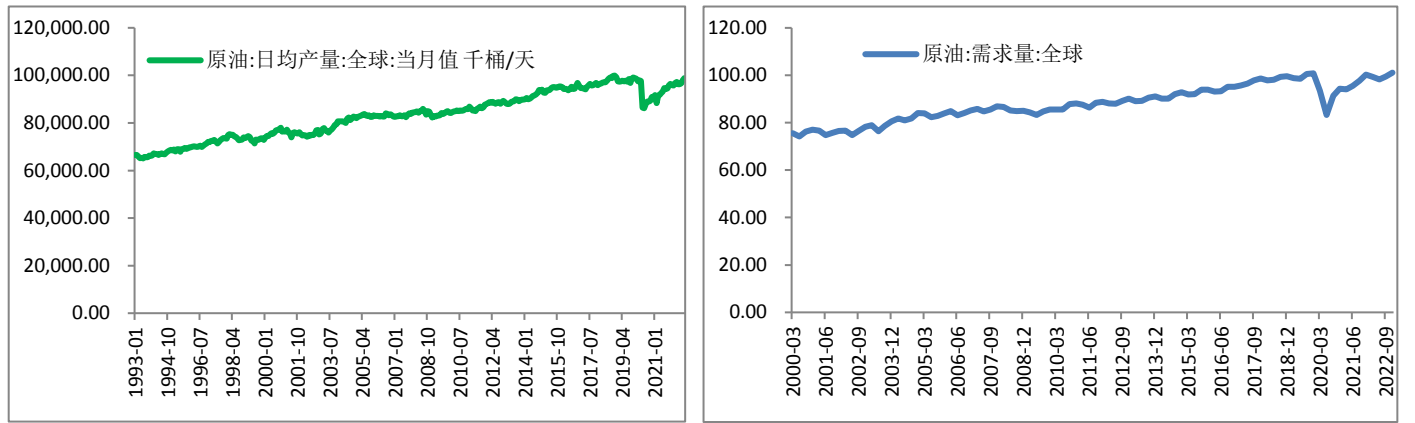
#### 全球原油供需

最新数据显示,尽管受到俄乌冲突及欧美对俄制裁的影响,全球原油产量仍在上升。2022年8月全球原油的供给量98.9百万桶/天,已经高于疫情前的2019年同期,比7月增加约0.88百万桶/日,升幅约为0.9%,继续保持逐月攀升的态势;比去年同期增长4.67百万桶/日,升幅约为4.95%。下半年随着以美联储为首的各国央行为了平抑越来越难以忍受的高通胀,纷纷加息。市场对原油的需求预期出现逆转,导致原油价格出现大幅下滑。为了提振油价,今年10月5日的第三十三次OPEC+部长级会议达成决议,自今年11月起,在8月产量的基础上将月度产量日均下调200万桶,减产规模相当于全球日均原油需求的2%。但是一方面OPEC+在减产,另一方则是其他产油国在增产。据最新一期EIA报告披露,美国原油周度产量持续上涨,现在已提升至1210万桶/日,相较上周期上涨约20万桶/日。同时美国活跃原油钻井数据继续回升,这给了油市压力。此外,伊拉克计划在2023年下半年将原油出口量提高25万桶/日,达到360万桶/日。同时,尼日利亚也表示,打算将原油产量从不到100万桶/日提高到大约130万桶/日,希望在明年5月前达到OPEC+的配额。另外伊朗和委内瑞拉的原油也在逐步增加对世界原油市场的供应。因此尽管OPEC+再次重拾减产政策,明年全球原油产量也很难出现大幅下跌。

伴随着经济衰退的脚步越来越近,原油需求不足的苗头已经显现。全球经济放缓平均已导致每日需求减少64万桶。美国能源信息署EIA最新发布的短期能源展望报告也指出:2023年全球原油需求增速预期将下调16万桶/日,至100万桶/日。这一报告进

一步弱化了市场需求预期。(见图 2-1 和图 2-2)

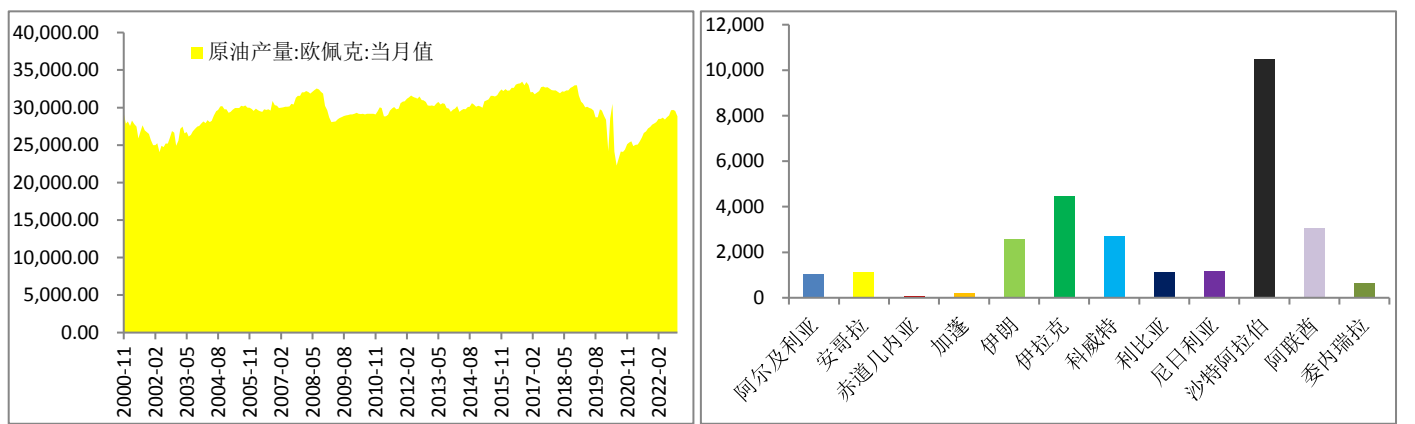
图2-1: 全球原油的供给量 (千桶/天)      图2-2: 全球原油的需求量 (百万桶/天)



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

根据最新数据,受今年上半年油价暴涨的影响,2022年11月OPEC原油产量为28,826千桶/日,较2021年11月份同期增产1,099千桶/日,环比减少2.52%,同比增加3.96%。增产以沙特阿拉伯,阿联酋和伊拉克等国的幅度较大;尼日利亚、赤道几内亚的减产力度较大。总体来看,在原油价格大幅上升后,OPEC的各成员国纷纷开始增产,其中拥有最大产量的沙特阿拉伯产量增长最为积极,今年以来,沙特产量增长了414千桶/日。另外伊拉克增产212千桶/日,阿联酋增产105千桶/日。(见图2-3和图2-4)

图2-3: OPEC原油产量 (千桶/日)      图2-4: OPEC原油产量分布图 (千桶/日)



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

## 美国原油供需

北美原油市场受到北美经济复苏的支撑，需求比较旺盛。各种企业，设施重新开放营业，经济复苏比较强劲，再叠加感恩节，圣诞假期为旅行消费旺季，刺激原油需求。美国政府为了压制高涨的油价，连续多次释放了超过 2.05 亿桶的战略原油储备导致原油库存显著下降。数据显示，截止到 2022 年 12 月 16 日，当周美国原油库存量为 796,858 千桶，战略原油储备为 378,624 千桶，非战略原油储备为 418,234 千桶，两者今年以来整体下降趋势明显。战略原油储备的库存比年初减少 36.2%，非战略原油储备的库存比年初减少 21.1%。全美商业原油的库存量为 418,234 千桶，较年初增加 4,936 千桶，上升约 1.2%。

当下新冠防疫措施放松以及美国成品油裂解价差远高于历史长期中枢导致的成品油需求增长正在支撑炼油厂增产，美国炼油厂的开工率已经比去年同期增加 5.85%。近期随着美国各州先后实施重新开放政策，经济逐步好转，美国炼厂产能利用率开始震荡回升。截止到 2022 年 11 月，美国炼厂提炼的原油总量为 16.92 百万桶/日，较年初增加 1 百万桶/日，增长约 6.28%。但是过去几个月美联储为了压制高企的通胀，连续多次加息。美国在今年 3 月、5 月、6 月、7 月、9 月、12 月，分别加息 25、50、75、75、75、50 个基点。今年以来，美联储已累计加息幅度达 350 个基点。高企的利率未来可能会压制经济活动，进而对原油产品的需求造成冲击。而且美国战略原油储备也会需要重新补充今年释放的储量。因此预期原油库存在明年可能还会出现反弹，而且也不排除产能利用率的再次出现下滑的可能性。（见图 2-5、图 2-6 和图 2-7）

图2-5：美国原油库存量（千桶）

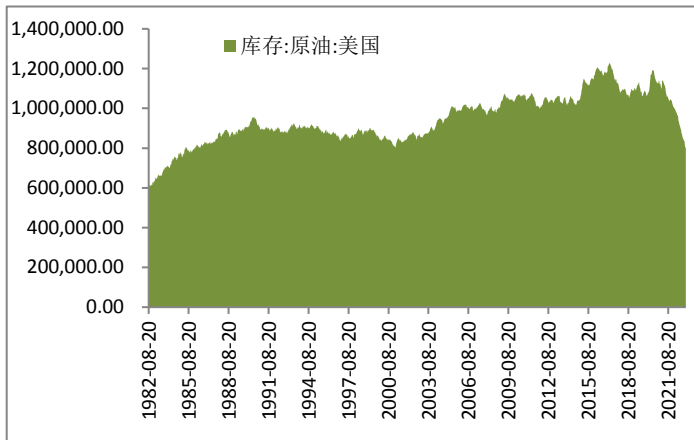
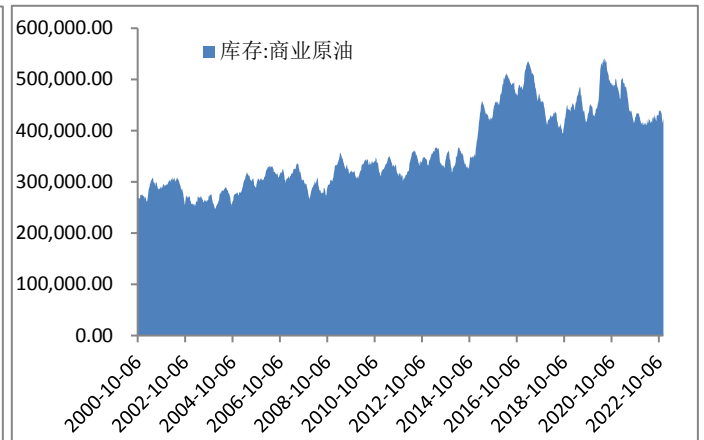


图2-6：美国商业原油库存与同比（千桶,%）



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

截止到2022年12月16日，美国汽油库存量为226,113千桶，较年初减少14,635千桶，环比增加1.13%，同比微幅增长0.89%；整体来看，今年因为各地疫情管控措施放松，人们外出旅行增加，汽油的库存保持稳定下滑的趋势。明年如果经济放缓，汽油库存情况可能无法保持乐观（见图2-8）

图2-7：美国炼油厂开工率（%）

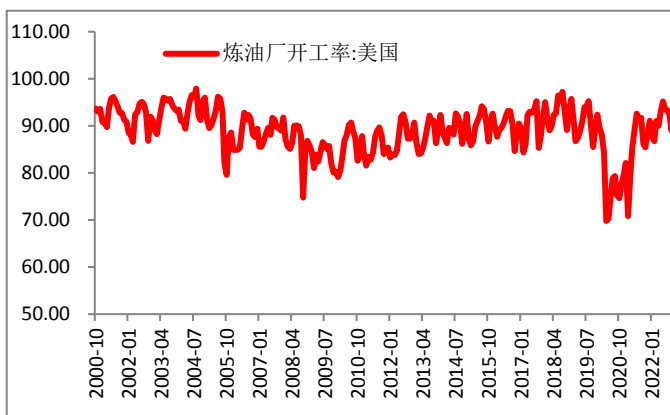
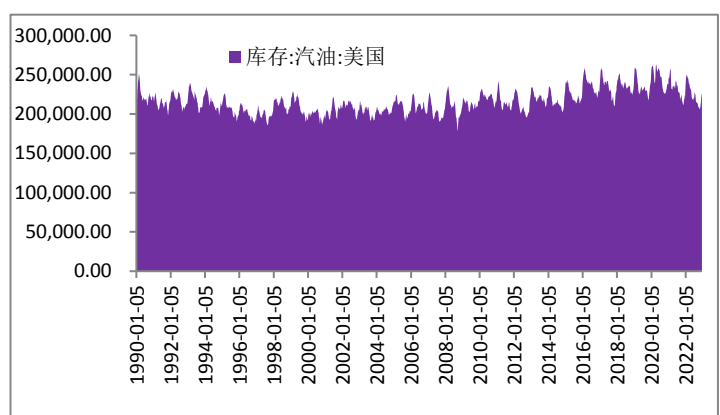


图2-8：美国汽油库存与同比（千桶,%）



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

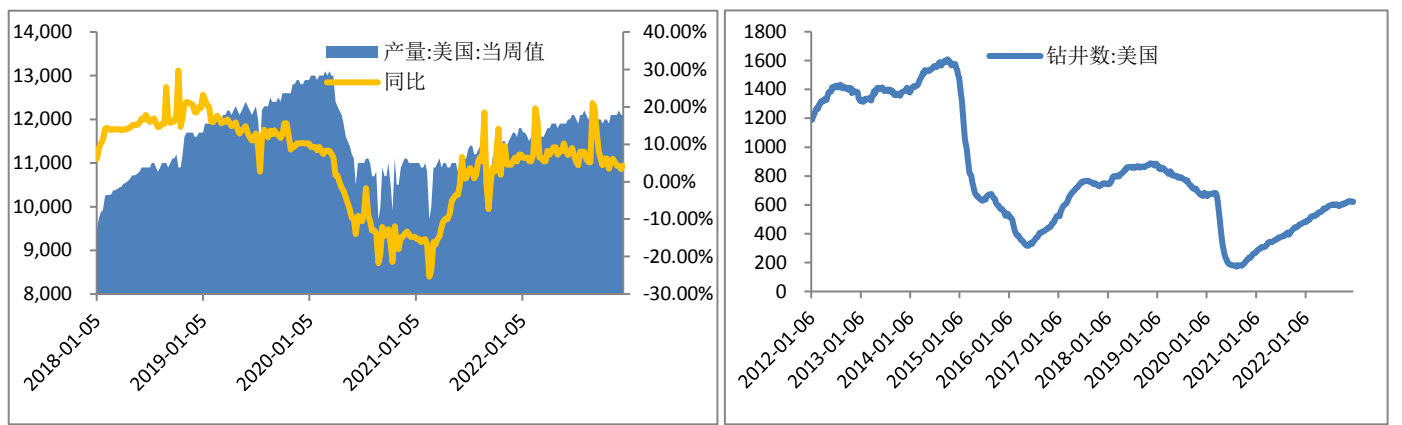
截止到2022年12月16日，美国原油的产量为12,100千桶/日，比年初增加500千桶/日，约4.31%。而截止到2022年12月23日，在线原油钻井数量为622台，较上周增长2台，比年初大幅增长了141台，近29.31%。总体来看，在线钻井的数量伴随着



油价的上涨出现了快速回升，特别是页岩油产区的钻井开采活动出现了回暖。当前美国页岩油主产区平均生产成本介于 32-57 美元/桶之间，这已经大幅低于现在的油价，这会导致原油公司的资本投入大幅增加，从而刺激页岩油钻井平台数目增长。另外随着欧盟禁止进口俄罗斯原油，欧洲炼油商纷纷抢购美国原油，以填补俄罗斯原油留下的空白。这为美国原油市场创造了一个绝佳的机会。由于钻井建设有一定的滞后性，现在的需求可能会导致美国在线钻井的数量在明年持续增长（见图 2-9 和图 2-10）。

图2-9：美国原油产量及同比 （千桶/日,%）

图2-10：美国在线钻井数量 （个）



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

综合以上，今年美国原油总库存量因为释放战略储备压制油价而呈现不断下降的走势，明年由于要进行回填，美国原油总库存可能出现回升的态势。汽油的库存因为疫情减少，人们外出旅行增加，汽油的库存呈现下滑的趋势。此外，由于油价今年上半年出现大幅上涨，下半年欧洲制裁俄油，导致欧洲转向进口美国原油，美国在线钻井数量出现了回升。美国原油产量也持续逐步回升。现在随着原油价格的回暖，明年美国原油的产量，特别是页岩油产量很可能继续回升。

### 中国原油供需

我国原油市场已经基本从这次疫情的冲击中复苏，原油需求有望改善。我国自 11

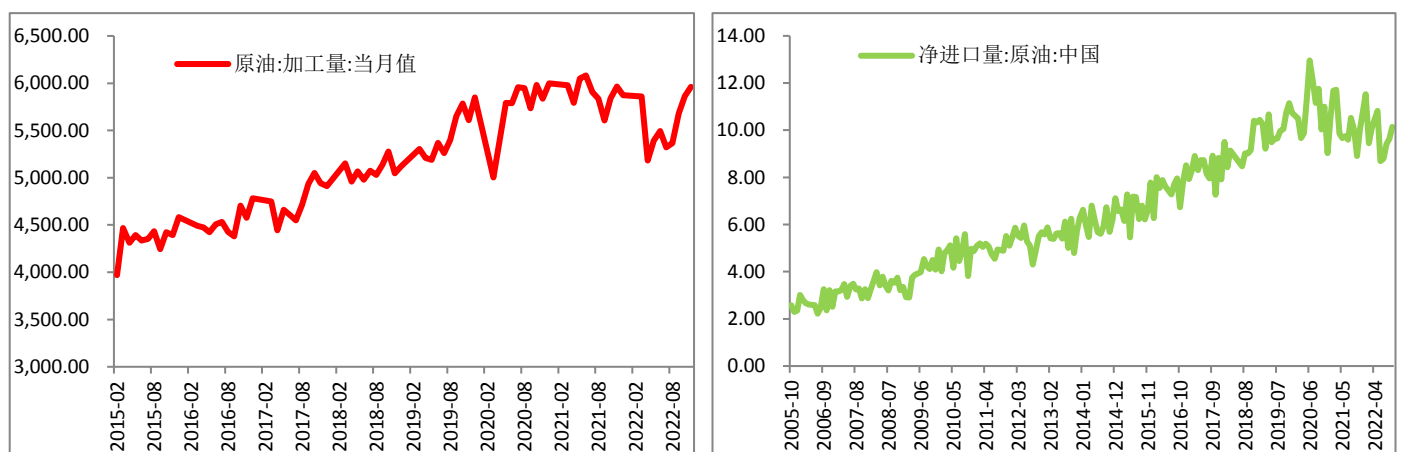
月 11 日颁布防疫二十条以来，疫情管控处于逐步放松过程，上海、广州、成都、天津等地纷纷响应，后期我国经济活动和交通出行有望逐步复苏，我国原油需求或将引领全球需求增量。根据最新数据，截止 2021 年 8 月，我国原油产量为 4,884 千桶/日，同比增长 3.13%。截止 2021 年 11 月原油加工量为 5,961.00 万吨，接近历史最高水平，同比微幅下跌 0.06%。（见图 2-11）

2022 年上半年，由于原油价格暴涨，压制了我国原油进口需求，原油进口出现回落。下半年但随着原油价格的回落，原油净进口开始回升。截止 2022 年 10 月当月，我国每天的原油净进口量为 10.14 百万桶，较去年同期上升了 13.93%。预期明年伴随着油价回落，进口步伐会逐步恢复。（见图 2-12）

整体来看我国的原油需求正在随着新冠疫情的逐步控制而稳步回升。这从各大城市的交通拥堵程度纷纷恢复到新冠疫情前的水平，可以看出。但是值得关注的是国内原油需求随着春节到来以及年底地炼用完进口配额，国内炼厂采购兴志疲弱，这可能影响汽油和柴油的消费。预期明年，特别是在新冠传染高峰后，原油消费将会继续增长，但增幅会放缓。预计全年国内原油的消费量将会较上年上升 1 个百分点以上。

图2-11：中国原油加工量（万吨）

图2-12：中国原油进口量及同比（百万桶/天）

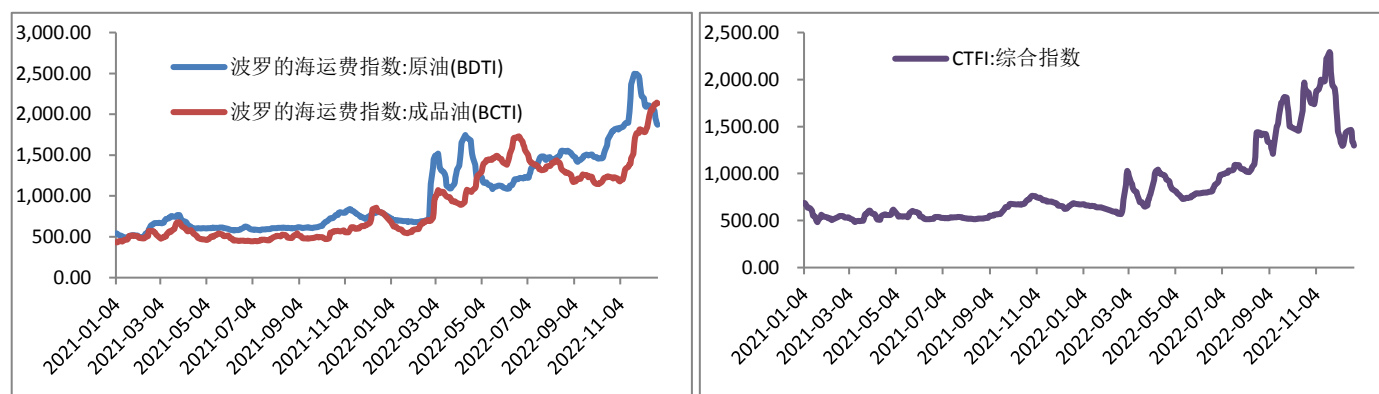


资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

## 2.2 航运情况

数据显示,今年以来,随着国际市场对原油需求回升,各国争相租用油轮运输原油,推动波罗的海航运指数中原油运输指数(BDTI)震荡向上。成品油运输指数(BCTI)和BDTI的走势类似,伴随着经济的恢复,各国对成品油的需求也在增长,造成成品油运输指数震荡上升;而国内各厂商今年由于国际原油价格上涨,进口力度不及去年,但油价上涨造成的海运成本上升对油轮运价有一定的支撑。所以今年中国的进口油轮运价指数出现震荡上升的态势。但是12月后,由于油价大幅回落,再叠加原油进口疲软,中国的进口油轮运价指数也出现大幅下跌。预计明年原油海运价格可能保持震荡下滑的态势。(见图2-13和图2-14)

图2-13: 波罗的海航运指数走势 (WS)      图2-14: 中国进口油轮运价指数 (WS/点)



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

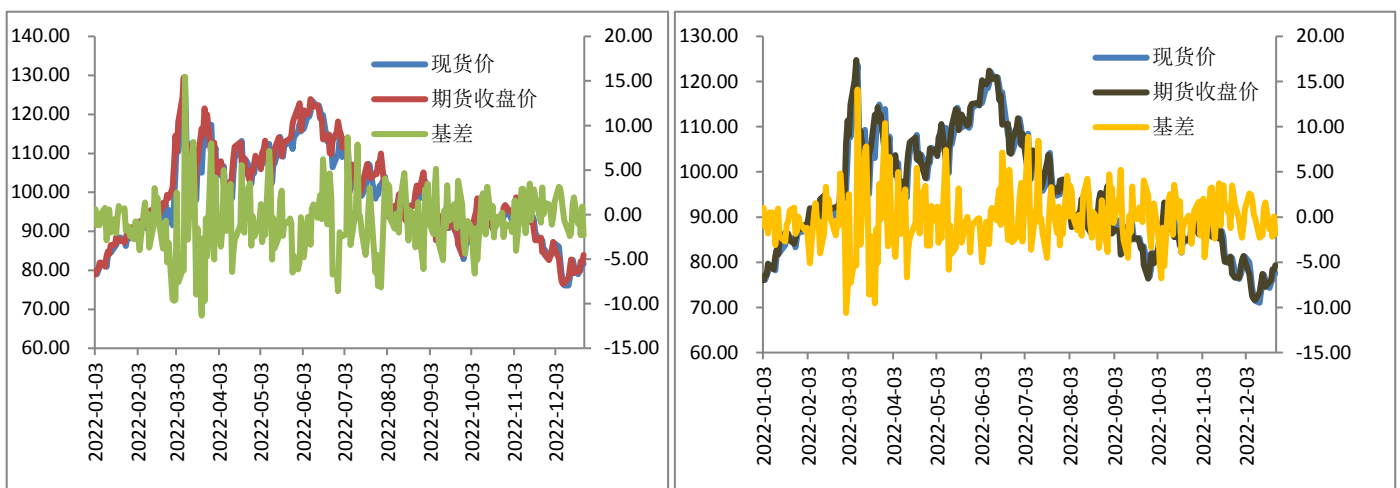
## 2.3 期现价差

数据显示,今年布伦特原油大体处于现货、期货轮流升贴水的结构,基本在【-10,

+10】的范围内震荡，偶尔受到突发事件的影响，会有突破，但也会很快回落；WTI也是大体基本相同的结构，基本在【-10，+10】的范围内震荡。偶尔会有突破，但也会很快回落。截止到12月23日，BRENT期货价为83.97美元/桶，布伦特现货价为81.67美元/桶，现货贴水2.3美元/桶；同日WTI的期货价为79.35美元/桶，现货价为77.49美元/桶，现货贴水1.86美元/桶。预期明年期现基差仍旧多会围绕着历史均线上下震荡。（见图2-15和图2-16）

图2-15：布伦特油期现价差（美元/桶）

图2-16：美原油WTI期现价差（美元/桶）



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

## 2.4 持仓结构

截止到12月20日，布油总持仓为2,401,244张，较年初减仓368,480张，减少13.3%；管理基金的净多持仓99,533张，较年初减仓107,375张，大幅减少51.9%。整体来看，由于油价近期出现大幅回调的势头，BRENT总持仓和管理基金净多持仓均呈现减仓的走势，特别是管理基金净多持仓纷纷获利了结，平仓出局。（见图2-17和图2-18）

图2-17: 布油总持仓 (张)

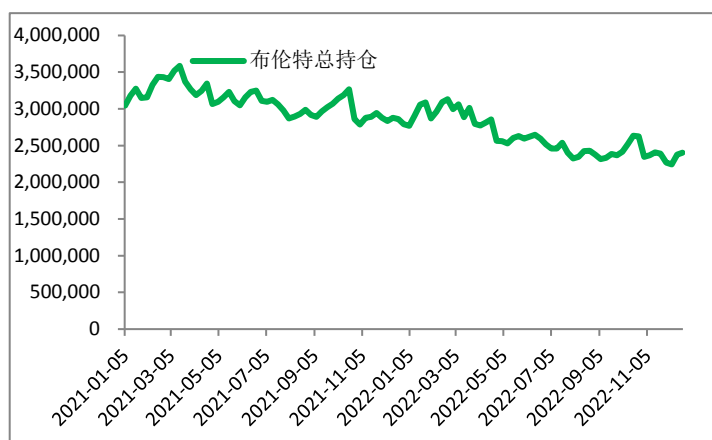
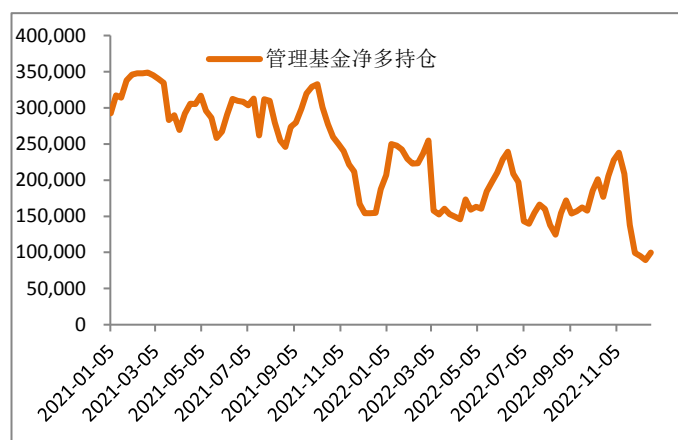


图2-18: 布油管理基金净多持仓 (张)



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

截止到 12 月 20 日, WTI 原油总持仓为 1,395,622 张, 较年初减仓 491,509 张, 减少 26.05%; 而非商业净多持仓为 238,191 张, 较年初减仓 94,634 张, 减少 28.43%。整体来看, 伴随着 WTI 油价大幅回调后, WTI 非商业净多持仓开始获利了结。预示着投资者不看好油价明年继续大幅上涨。(见图 2-19 和图 2-20)

图2-19: WTI原油总持仓 (张)

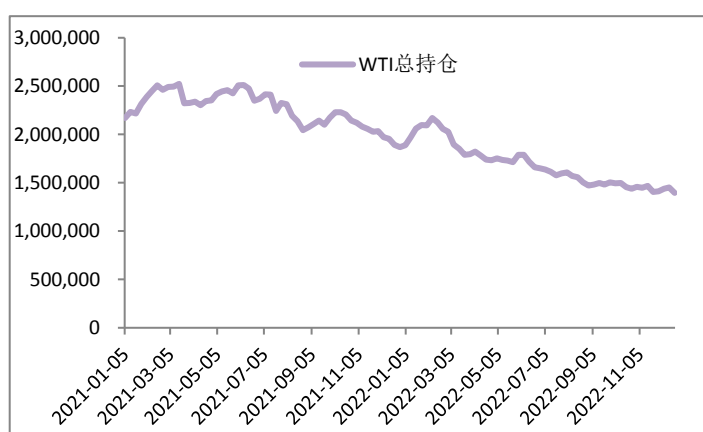
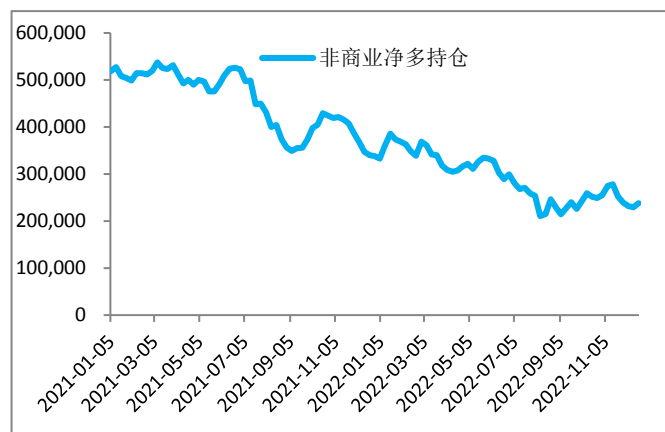


图2-20: WTI非商业净多持仓 (张)



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

### 三、交易策略

总体来看, 明年全球经济出现衰退的可能性在增加, 受此影响油市基本面在明年将

转坏，油价总体或呈现震荡下跌的行情，需关注明年全球央行加息的浪潮的持续时间。这可能导致经济活动下降，原油需求减弱。预计 BRENT 的运行区间【30,90】美元/桶，WTI 的运行区间【28, 85】美元/桶。

内盘原油主力合约的期价与外盘 BRENT 和 WTI 的联动性比较强，即受外盘的影响比较大。因此，SC 主力合约在明年也将呈现震荡下跌的态势。SC 主力合约的运行区间【220, 620】元/桶，建议关注波段交易的机会。

套利策略建议进行买近卖远策略。明年由于全球经济放缓的可能性增加，预计明年油市仍将呈现供大于求的局面，因此可买 2302 合约卖 2306 合约。



## PTA：PTA 新增产能投放，加工费承压

### 内容摘要：

2023 年 PTA 新增产能预计 1450 万吨，依然保持高速增长。PTA 新装置主要为恒力惠州 500 万吨和嘉通能源 2 期 250 万吨，而仪征化纤 300 万吨及台化兴业 150 万吨以及逸盛海南 250 万吨等装置预计在四季度投产，因而在产量上体现较为有限。2022 年底计划投产的东营威廉化学和嘉通能源 1 期装置两套总计 500 万吨装置在新增产量方面预计较为突出。预计 PTA 产量增速 8%，聚酯产量增速 6%，过剩压力仍存，但累库压力不大。由于春节期间聚酯开工下降，累库压力主要集中在上半年，随着节后聚酯开工提升，库存压力逐步缓解。

PTA 全产业链综合竞争加剧，行业集中度将进一步提升。在产能过剩的背景下，PTA 加工费将继续承压，预计 2023 年 PTA 加工费在 400 至 500 元/吨偏低水平。PTA 价格也更加受制于原料端 PX 的影响，预计 PTA 全年价格呈现前低后高的走势。

策略 TA2305 合约仍保持逢高空配为主，待恒力惠州 500 万吨和嘉通能源 2 期 250 万吨新装置投产后，TA2309 合约结合原油端的变化情况再等待反弹做多机会。

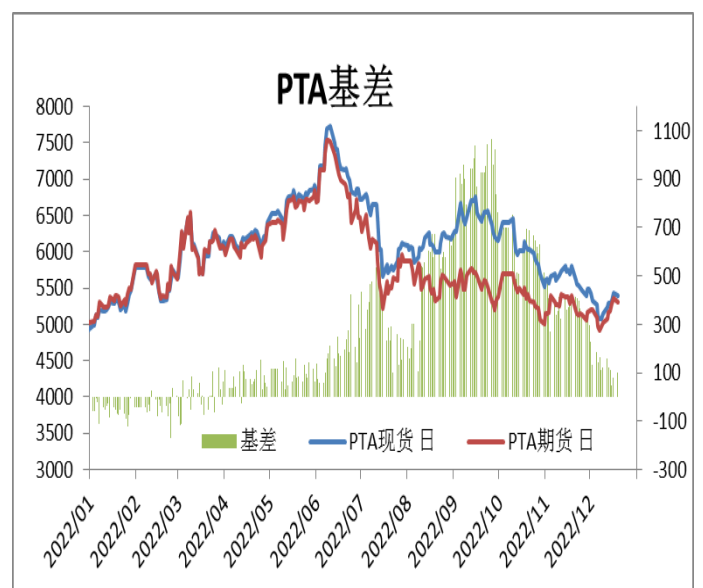
### 一、2022 年 PTA 市场回顾

2022 年 PTA 价格先涨后跌，冲高回落。年初 PTA 新装置投产供需逐渐承压，加工费压缩，俄乌冲突影响原油价格高涨，PX 价格也由于海外调油需求好转，刷新 2014 年以来的新高，PTA 市场价格在成本支撑下也创下 2019 年以来的新高。下半年内需和外

需双双回落，聚酯负荷下行，调油需求回落，PTA 价格跟跌 PX。2022 年平均价格为 5927 元/吨，较去年同期上涨 29.5%。PTA 现货价格一度涨至 2019 年高点，现货价格最高 7735 元/吨（21 年高点 5555 元/吨），同比高点上涨 39.24%；最低价 4985 元/吨（21 年低点 3680 元/吨），同比低点上涨 35.46%。

PTA 年内价格跟随原油及 PX 价格波动，主要表现为如下特点：一、国际油价整体上行，助力 PTA 市场价格上涨；二、PX 价格不断攀升，带动 PTA 市场上行。三、受台风极端天气影响，PTA 供应趋紧。四、PTA 加工费涨跌不一，行业利润随之波动。

图1-1：PTA现货价格历史走势（元/吨）      图1-2：PTA主力基差（元/吨）



资料来源：Wind，中期研究院

2022 年 PTA 基差走强，由贴水转向升水。1 月-3 月中旬，现货基差由贴水逐步转向平水。3 月中下旬起，现货基差升水随着 PTA 装置检修增多而逐步递增，其中 7 月上旬以及 8 月下旬起，现货基差升水 500 以上。9 月以来，PTA 现货基差表现强势，基差从月初 700-750 拉升至月底 970-1000。除了供需去库存影响外，仓单集中交割，台风天气等因素影响，现货可流通货源持续偏紧也对基差走强大幅提振。后期新装置投产预期增强，现货可流通性增加，聚酯负荷下降等因素，现货基差呈现回落走势。

## 二、PTA 市场情况分析

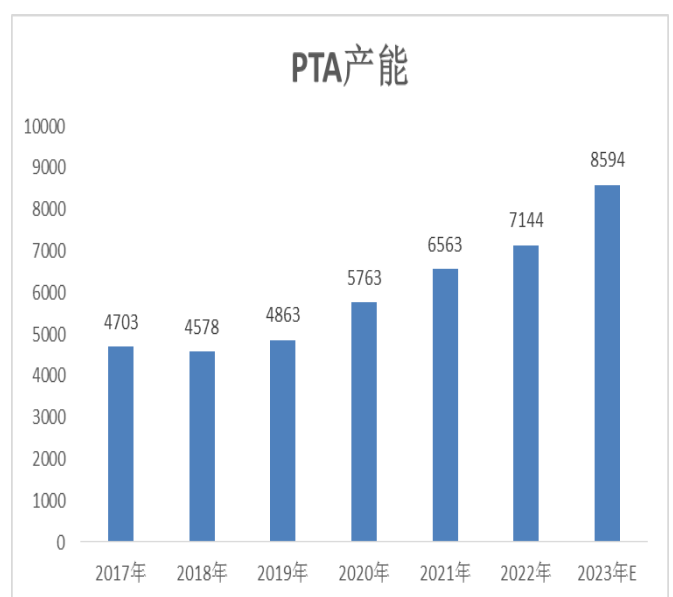
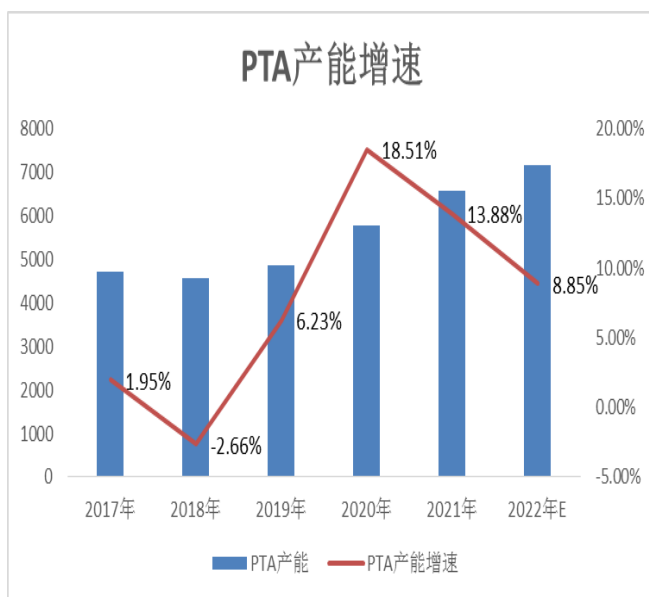
### 2.1 PTA 供给情况

2022 年 PTA 新增产能 860 万吨，产能增幅 10.9%。PTA 年度产能、产量均创历史新高。新增产能逸盛新材料二期 360 万吨装置于 1 月 28 日投料生产，山东威联化学 250 万吨 11 月中下、嘉通能源 250 万吨 12 月投产。

由于天津石化 34 万吨，汉邦石化 70 万吨、扬子石化 35 万吨因装置停车超过 2 年，华彬石化 140 万吨装置已经退出市场，从产能中剔除，截止 2022 年 PTA 产能基数为 7144 万吨。2023 年计划新增 PTA 产能 1450 万吨，产量增速为 8%，新装置为恒力（惠州）500 万吨，桐昆嘉通能源 250 万吨，仪征化纤 300 万吨，台化兴业 150 万吨，海南逸盛 250 万吨。后续 PTA 产能将继续提升，市场供应大幅增加，供应端压力更加明显。

图2-1：PTA产能增速 (%)

图2-2：PTA产能 (万吨)



资料来源：卓创资讯，wind 资讯，中期研究院

图2-3：PTA月度产量 (万吨)

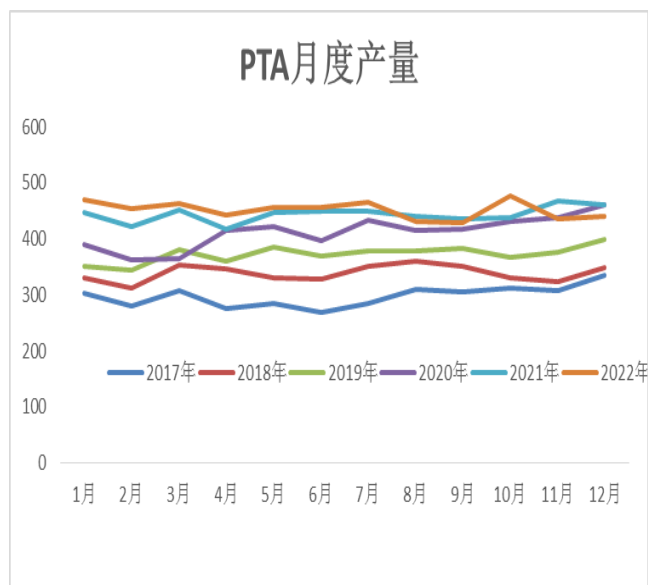
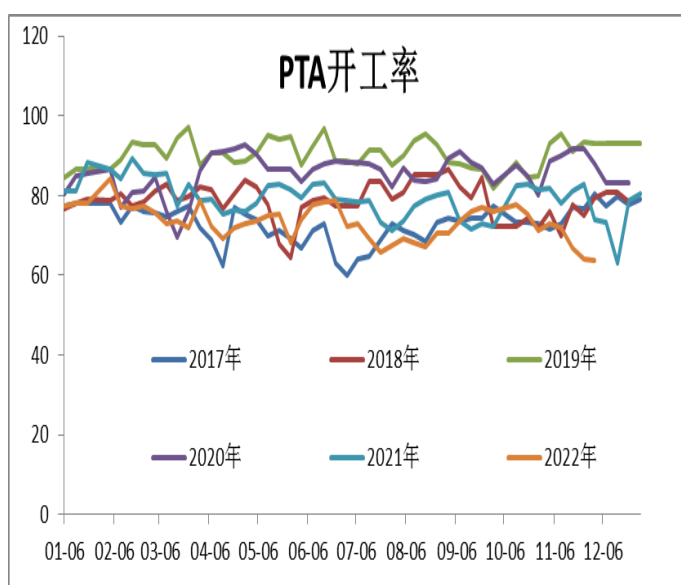


图2-4：PTA开工率 (%)



资料来源：卓创资讯，wind 资讯，中期研究院

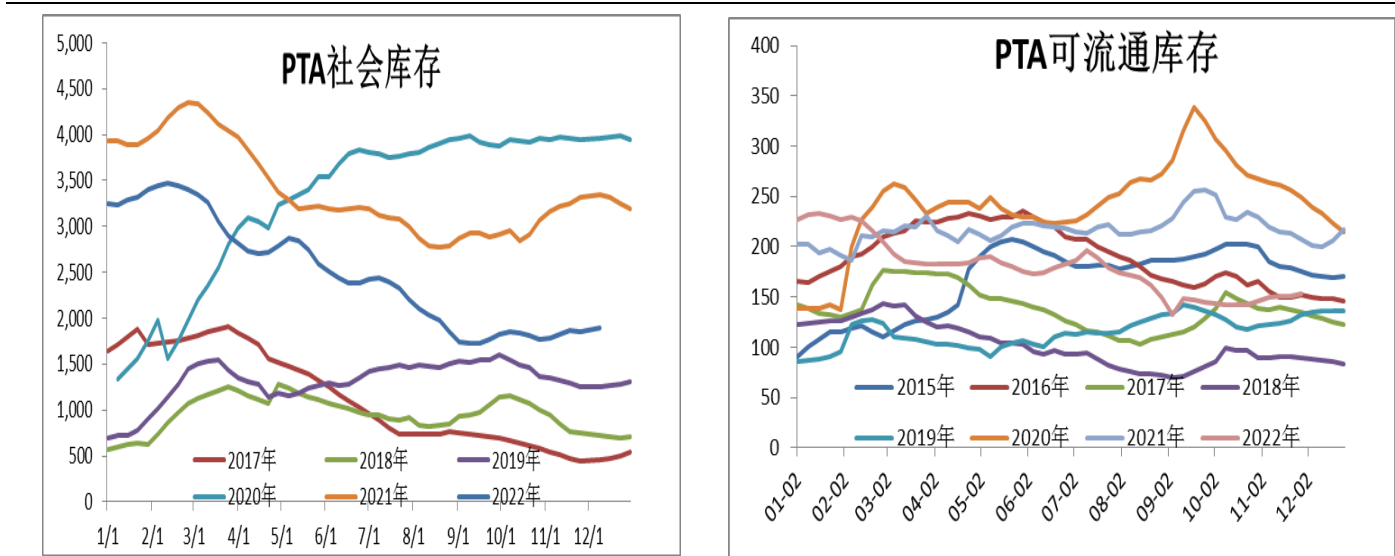
2022 年度 PTA 平均开工率为 74%，同比下降 5%，国内产量预计为 5400 万吨，同比增加 1.4%。

## 2.2 PTA 库存情况

2022 年 PTA 社会库存持续下降，总库存下降至三年来的低位。PTA 上半年库存维持在 200-300 万吨之间。期间有新装置投产，主力工厂装置降负及年中检修，还有部分中小装置因成本压力持续停车，PTA 整体供应压力不大。上半年下游聚酯开工率维持偏高水平，刚需一定程度消化库存为主。1-6 月 PTA 去库存相对比较明显。3 月份最为突出，去库存 34 万吨左右。进入下半年，尽管 PTA 工厂装置降负及检修集中，但下游需求疲软，对库存消化程度缓慢。11 月随之 PTA 新装置预期投产，PTA 供应量或进一步增加，供应压力凸显下，下游聚酯出现相应降负荷，聚酯工厂对 PTA 的备货意愿持续低位，11-12 月 PTA 累库持续。

图2-5：PTA社会库存 (万吨)

图2-6：PTA可流通库存 (万吨)



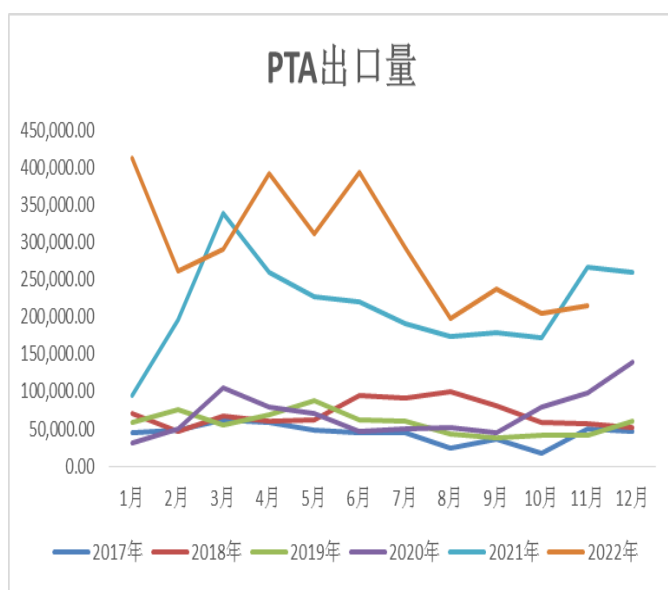
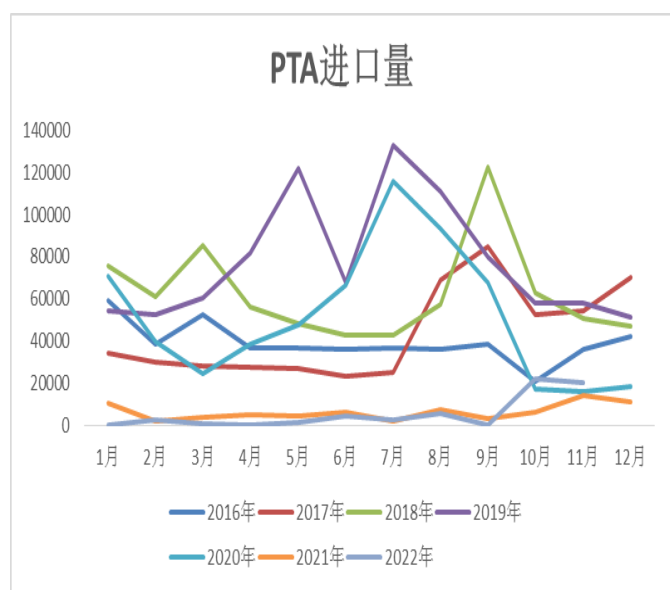
资料来源：wind 资讯，中期研究院

## 2.3 PTA 进出口情况

随着新增产能投放，PTA 进口量几乎被完全挤出国内市场，同时 PTA 出口量出现了显著增长。2022 年 1-11 月 PTA 总计进口量为 5.97 万吨，预计 2022 年全年进口量为 6 万吨。2022 年 1-11 月 PTA 总计出口量为 321.43 万吨，预计全年出口总量为 340 万吨，较去年同期（2021 年国内 PTA 出口量 257.6 万吨）预计增加 31.98%。年初因海外 PTA 装置出现了较多意外检修，且国内 PTA 春节期间也有累库存压力，供应商积极出货，出口放量。春节后海外装置虽有恢复，供应回升，但同时需求也有好转，特别是印度、中东、土耳其等国家和地区补货积极性提升，PTA 出口持续放量。进入下半年，台湾、韩国等部分 PTA 装置负荷下降，外需呈现回落，PTA 继 7 月以来，连续 5 个月出口量维持在 20 万吨的水平。目前国内的 PTA 装置具有生产成本优势，如果国外装置在低加工费下 PTA 装置减停产增加，将有利于国内 PTA 出口。

图2-7：PTA进口量 (吨)

图2-8：PTA出口量 (吨)



资料来源：中期研究院

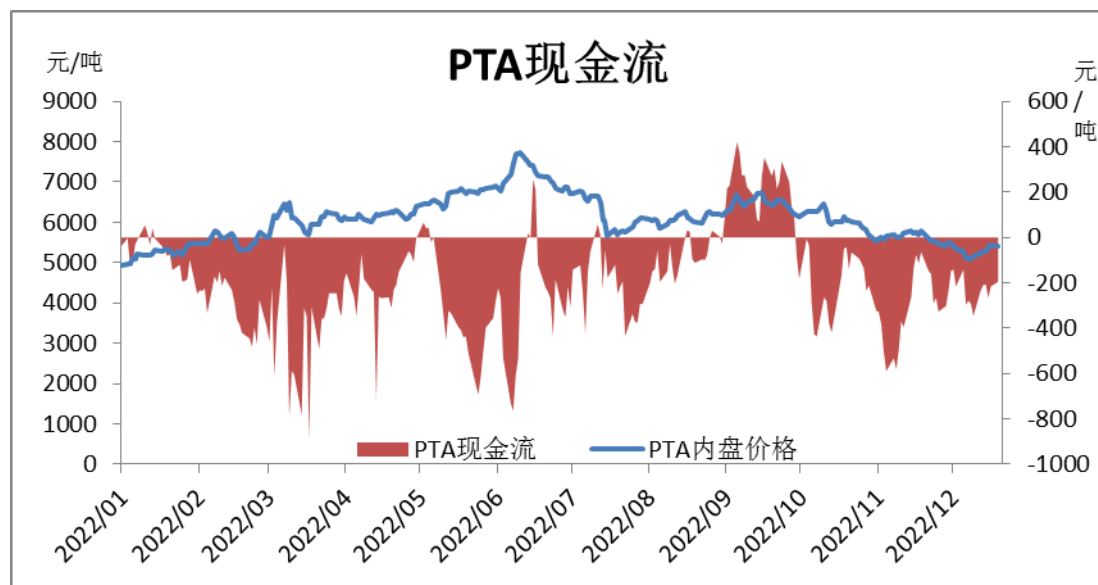
## 2.4 PTA 现金流

2022年PTA平均加工费438元/吨，较去年（490元/吨）下降11.5%。PTA盈利能力连续2年下降，行业利润随之波动。年内加工费变化较大，曾一度被压缩至负值，又曾大幅拉涨至高位。全年来看1月以及8-9月PTA利润最高。月度平均加工费达到556-790元/吨。2月、3月、5月加工费较差分别为200-350元/吨左右，远低于行业平均加工成本。2022年PTA加工费下降至近6年以来的低点，俄乌冲突导致原油价格高涨，叠加国外调油需求好转，亚洲区域内PX外流，供需持续紧张，PX供需面支撑其价格表现强势，国内下游终端需求疲弱，高成本转移受阻，导致PTA全年加工费承压。



图2-9：PTA现金流

(元/吨)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

## 2.5 2017-2022 年 PTA 供需平衡

表2-1：2017-2022年PTA供需平衡

单位（万吨）

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
PTA产能	4703	4578	4863	5703	6563	7144
PTA产量	3586	4090	4490	4975	5325	5400
进口量	54.3	78.3	103.7	61.6	7.9	6
出口量	52.3	84.2	69.2	84.7	257.6	340
表观消费量	3588	4084	4524	4956	5075	5065
进口依存度	2%	2%	2%	1%	0.1%	0.1%

资料来源：CCF，中期研究院

## 三、上、下游市场情况分析

### 3.1 PX 市场情况

2022 年 PX 市场重心上移，同比去年价格明显走高。2022 年平均价为 1141.67 美元/吨，较去年同期均价上涨 33.56%；最低价为 894.67 美元/吨，较去年最低价上涨

36.04%；最高价为 1514.33 美元/吨，较去年最高价上涨 65.65%。1 月在国际油价不断向上突破以及市场供需关系表现良好支撑下，PX 市场开年即飘红上行。自 5 月中旬起由于海外汽油利润良好，同时进入欧美成品油需求旺季，欧美需要进口芳烃满足调油需求以及补充当地化工需求，芳烃产品开启上行通道；在端午假期期间，由于日韩装置处于检修周期，而需求端表现良好，日韩工厂有收购现货操作，同时原油市场也为 PX 市场的上涨助力，PX 价格大幅拉涨，一度超过 1500 美元/吨，国内主流工厂也数次上调其挂牌价格。下半年虽在 PX 加工差良好的支撑下但国内新增供应提升，PX 价格出现一定回落，但仍处于高位。

2022 年新增产能 435 万吨，PX 产能基数达到 3597 万吨，同比增加 12.1%。PX 国内产量预计 2465 万吨，同比增长 13.4%。尽管国内 PX 产量增加，2022 年国内 PX 的表观消费量呈现负增长，主要由于进口量大幅下降，2022 年 PX 进口总量预计 1050 万吨，同比下降 23%。PX 年新增装置投产的同时老旧装置检修伴随进行，但由于 PX 下游 PTA 的需求及出口量仍处于正增长，PX 整体维持去库存 70 万吨的状态。2023 年 PX 计划新增产能为 710 万吨，中委广东石化 260 万吨预计 2023 年初投产，盛虹炼化二期 140 万吨预计 2023 年上半年投产，中海油惠州二期 150 万吨、大榭石化 160 万吨、富海唐山石化 200 万吨均有投产计划，预计 2023 年 PX 进口量将继续缩减，国内 PX 逐步达到自给自足的目标。

图3-1：PX产能增速

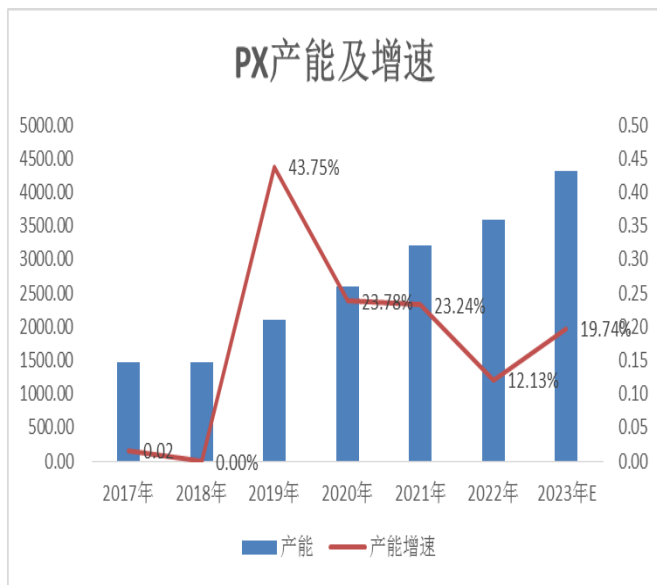
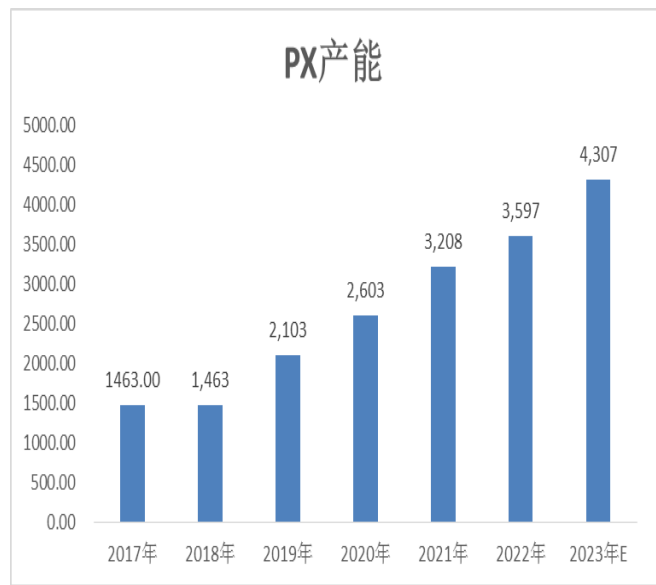


图3-2：PX产能 (万吨)



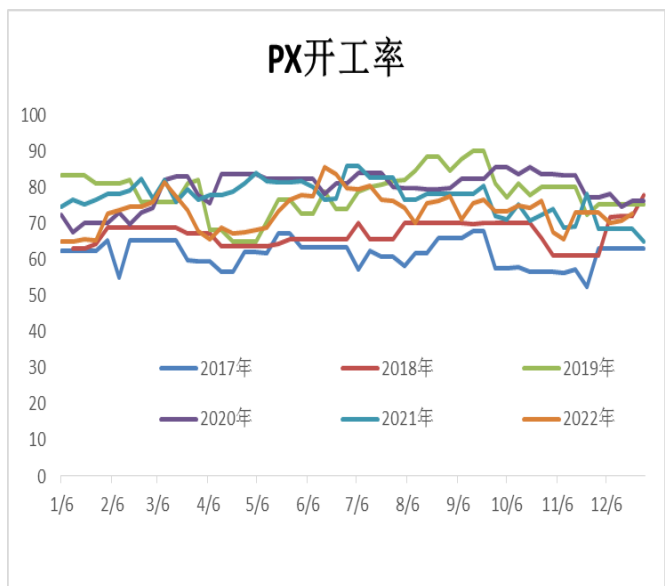
资料来源：卓创资讯，wind 资讯，中期研究院

截止12月底，国内PX平均开工率73.44%，同比下降5.86%，主要由于新增产能较多，新产能的产量提升速度较慢。

图3-3：PX现金流 (元/吨)



图3-4：PX装置开工率 (%)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

2022年PX供需偏紧，PX持续去库存，PX-石脑油价差修复至高位，行业实现扭亏为盈。自5月中旬PX开启上行通道后，石脑油价格由于炼厂开工高位且需求表现欠佳

影响下未能明显提升，石脑油和PX加工差开始出现明显修复，加工差几度逼近700美元/吨，但后续随着国内MX价格的大幅提升，PX行业利润再度受到挤压，但由于国内PX开工不高，以及下游PTA维持高需求，PX行业利润得到快速修复，加工差基本维持在400-500美元/吨之间。

### 3.2 PTA 下游聚酯

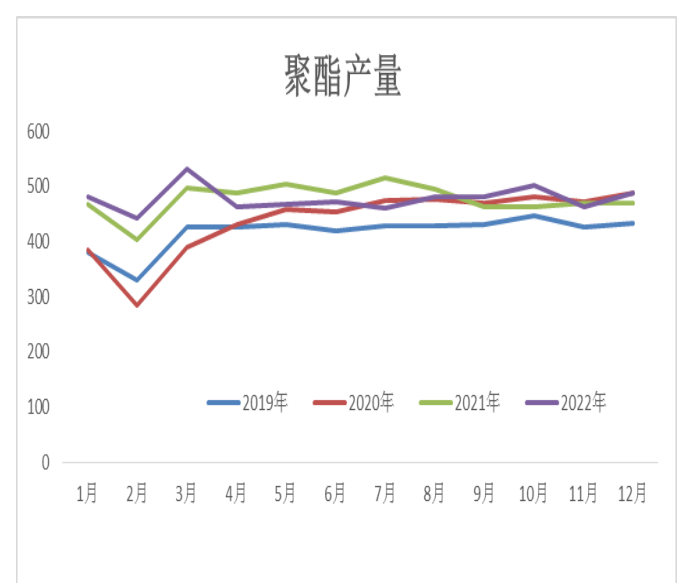
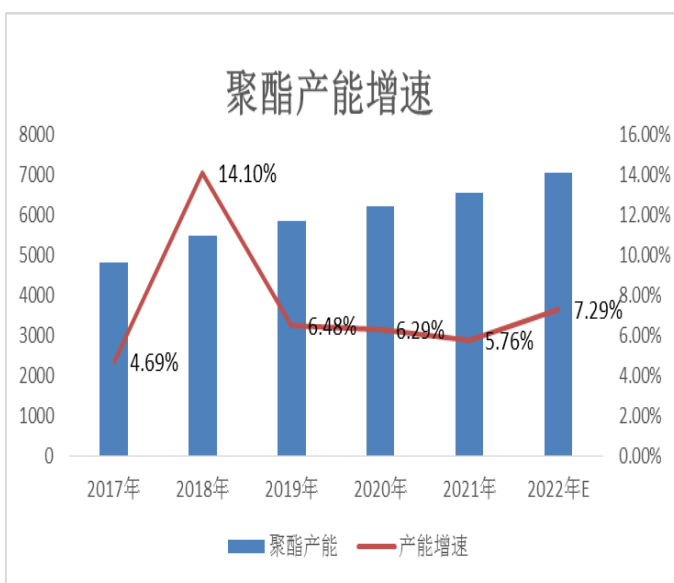
国内聚酯产能维持温和增长，12月底聚酯产能基数达到7034万吨，同比增涨7.3%。2022年聚酯新增产能投放507.5万吨，另外有60万吨老装置重启，合计产能新增567.5万吨，同时剔除长期停车装置89.5万吨，产能较2021年总增长478万吨。2022年聚酯累计产量预计5730万吨，较2021年下降66万吨，同比下降1.1%，10年来首次出现负增长。聚酯在低开工率及高产能基数的综合影响下，4-7月聚酯产量在460-470万吨左右；8-12月聚酯产量预计呈现略有增加状态，8-9月聚酯产量480万吨左右，10-12月聚酯产量预计490万吨左右。

图3-5：聚酯产能增速

(%)

图3-6：聚酯产量

(万吨)



资料来源：CCF，中期研究院

表3-1：聚酯2017-2022年供应变化

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年E
聚酯产能	4800	5477	5832	6199	6556	7034
产能增速	4.69%	14.10%	6.48%	6.29%	5.76%	7.29%
聚酯进口量	77	101	124	99	108	84
聚酯出口量	590	689	755	667	786	944
聚酯开工率	87.59%	89.03%	88.40%	87.74%	90.88%	84.33%

资料来源：CCF，中期研究院

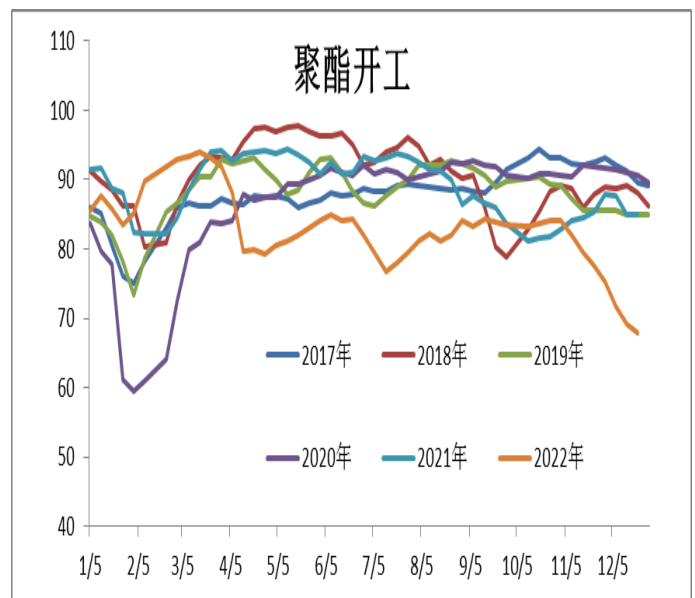
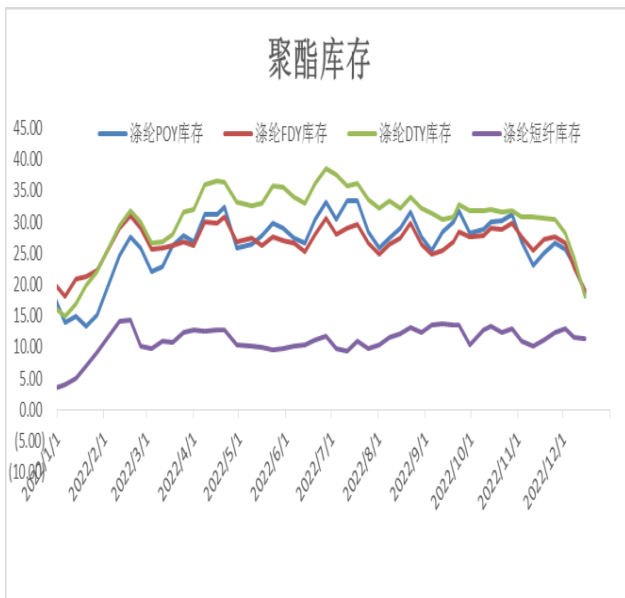
2022年聚酯开工呈现先增后降的趋势，俄乌冲突导致成本端提升的背景下，聚酯负荷逐步上行，并在3月中旬创下年内新高至95%。随后海外宏观疲弱，终端需求持续走弱，聚酯工厂面临库存以及效益的双重压力，4月中下旬负荷快速下降至80%。下半年聚酯行业负荷维持在70-85%的低位水平，聚酯平均负荷达到84.33%，较2021年下降6%。

图3-7：下游聚酯库存 (天)

(天)

图3-8：聚酯开工率 (%)

(%)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

织造、加弹运行情况：2022年终端需求疲弱，织造端持续低负荷运行，而加弹新增产能增长新高，加弹大厂和小厂竞争加剧，大厂主动压低价格销售，小厂开工很难维持，

效益持续偏低运行。2022年浙江加弹织机开工率为63%，远低于2021年79%的开工水平。下游整体织机开工率也同样多次创造历史同期低位。2022年浙江织机开工率为53%，远低于2021年69%的平均水平。全年整体来看，除一季度整体开工在历史同期中保持相对正常以外，二至四季度整体开工均处于历史较低水平。

POY、FDY、DTY年末库存均高于2021年同期水平，POY库存25.2天高于同期5.1天，FDY库存26.3天高于同期0.6天，DTY库存29.2天高于同期7.9天。

图3-9：加弹开工率 (%)

(%)

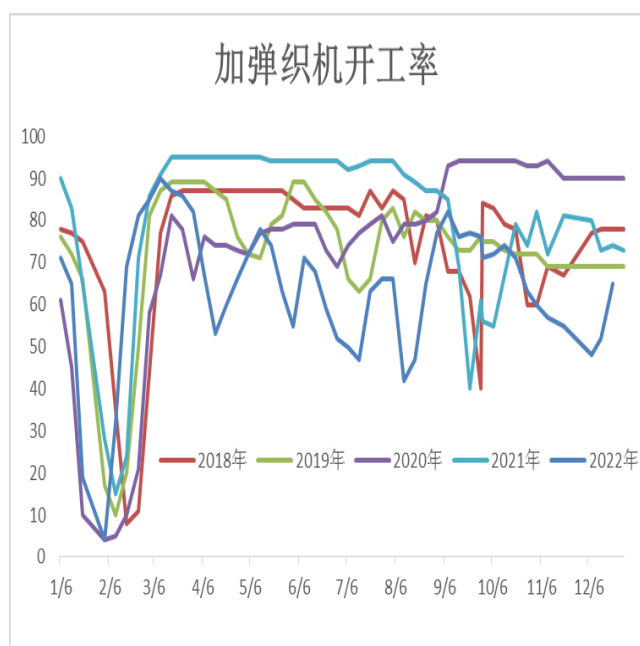
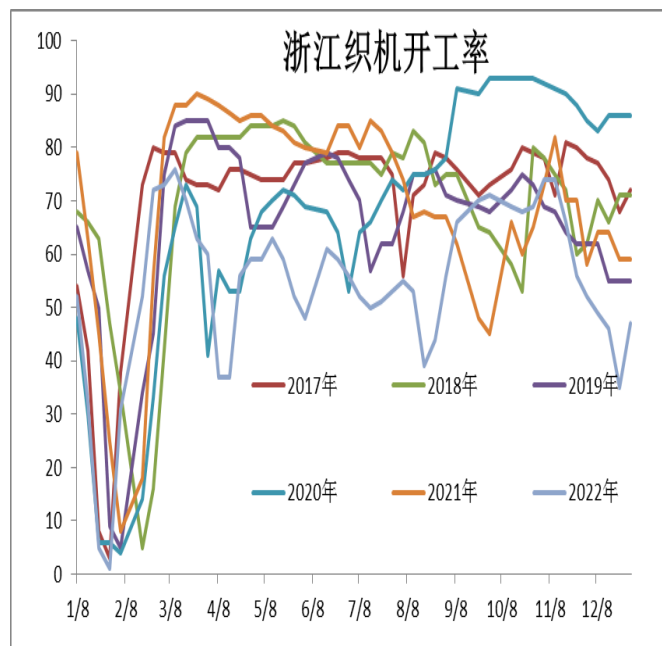


图3-10：织造开工率 (%)

(%)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

纺织服装出口：2022年在疫情反复加剧、供应约束、海运费大涨、人民币升值等各种不利因素影响下，出口由需求旺盛、价格上涨、订单回流推动，实现超预期增长，纺织品出口额超过3100亿美元，超过2014年的水平，创历史新高。

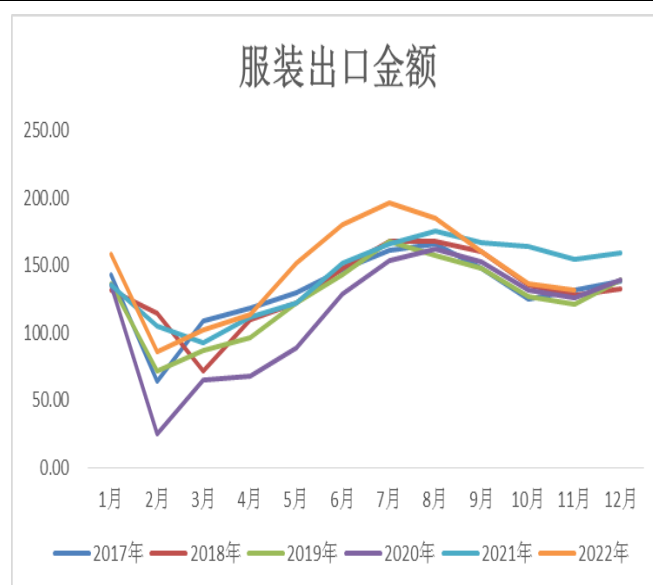
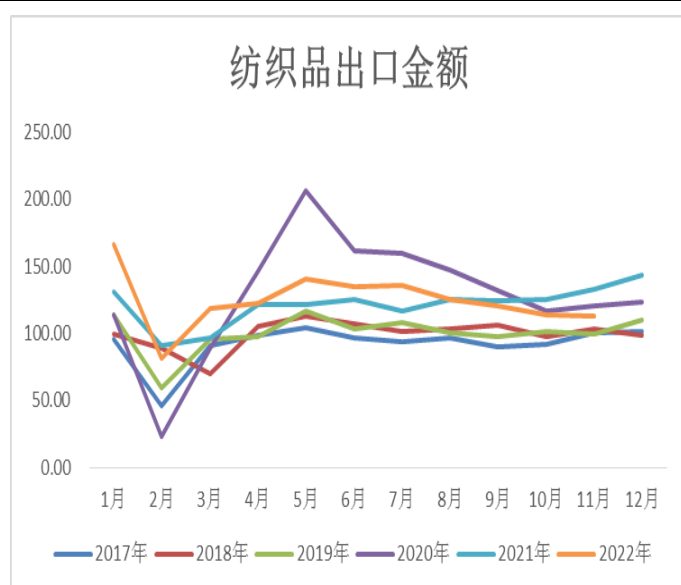
2022年1-11月，纺织服装累计出口2976.3亿美元，增长4.3%，其中纺织品出口1369.3亿美元，增长4.6%，服装出口1607亿美元，增长4.1%。



从 2022 年月度纺织品出口额同比增长情况来看，全年出口增速震荡回落，尤其是下半年不及上半年。自 2022 年 8 月开始，服装出口持续走弱，原因如下：一、2021 年由于东南亚疫情、订单突发回流导致基数较高；二、全球经济衰退和通胀持续推动国际市场去库存；三、经贸摩擦对中美贸易影响进一步显现；四、海外供应链恢复进一步带动部分订单转出。

图3-11：纺织品出口金额 (亿美元)

图3-12：服装出口金额 (亿美元)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

内需：轻纺城成交数据来看，1-11 月轻纺城化纤坯布成交量累计同比下降 5.2%；同比 2015-2019 年 5 年均值下降 14.4%。分月来看，除三季度月均轻纺城成交量高于 2021 年同期，一、二季度以及四季度成交偏弱。主要原因为高通胀因素下，纺织服装这类可选择性消费品最先被居民消费所压缩。

图3-13：轻纺城成交量

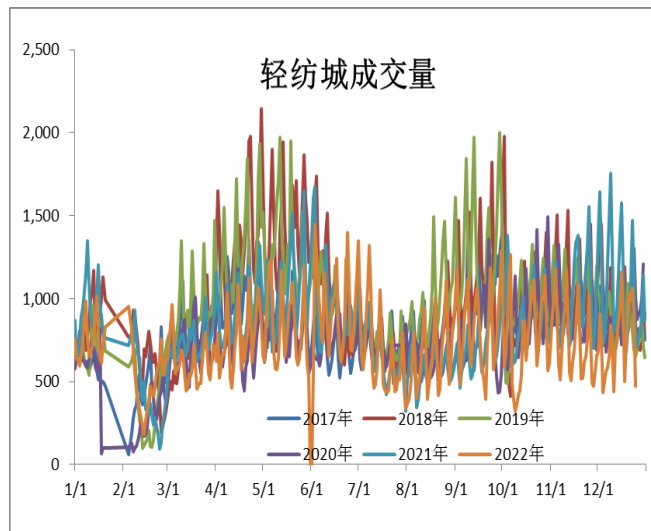
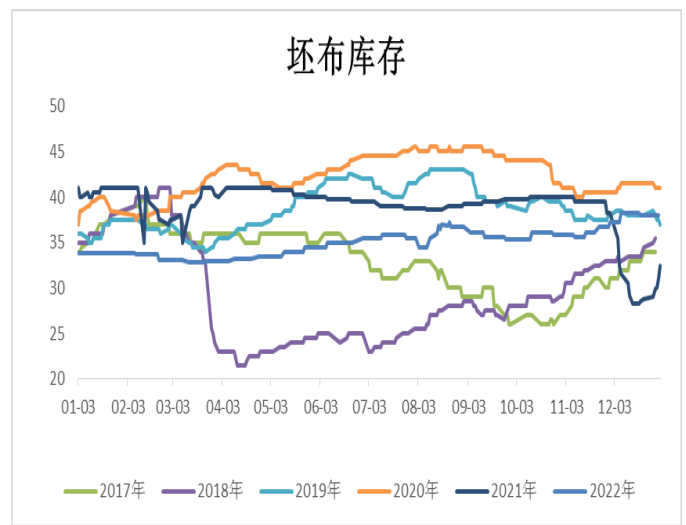


图3-14：坯布库存 (天)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

## 四、2023 年供需预测

2023 年 PTA 计划新增产能达到 1450 万吨，新装置主要为恒力惠州 500 万吨和嘉通能源 2 期 250 万吨，而仪征 300 万吨及台化 150 万吨以及逸盛海南 250 万吨等装置预计在四季度投产，因而在产量上体现较为有限。

表4-1：2023年PTA新增产能

(万吨)

企业名称	产能 (万吨/年)	投产时间	地点
桐昆嘉通能源	250	2023年	如东
仪征化纤	300	2023年	仪征
台化兴业	150	2023年底	宁波
恒力(惠州)	500	2023年1-2季度	惠州
海南逸盛	250	2023年底	海南
总计		1,450	

资料来源：中期研究院

2023 年聚酯行业运行依然复杂，一方面海外加息与通胀问题依旧存在，全球经济增速放缓面临衰退风险，而另一方面国内需求端将存在复苏预期，但整体来看不确定因素依然较多。从供应端来看，未来几年聚酯产业新增投产装置依然较多，预计 2023 年

新增产能将达到 1000 万吨，新投产装置主要以涤纶长丝、涤纶短纤和聚酯瓶片等。由于新装置可能延期投产老装置也可能退出市场，实际预计新增产能为 600-700 万吨，产能新增持续高位，由于未来终端需求复苏的方式复杂多变，行业供需格局难有大幅改变，预计 2023 年聚酯行业仍处于低谷周期。

表4-2：2023年聚酯新增产能

(万吨)

聚酯生产企业	产能	投产时间	品种
海南逸盛	60	2023年	瓶片
三房巷	150	2023年	瓶片
百宏	60	2023年	瓶片
重庆万凯	60	2023年	瓶片
恒力恒科	55	2023年	长丝
荣盛盛元	50	2023年	长丝
古纤道	65	2023年	长丝
桐昆洋口港一期	120	2023年	长丝
盛虹港虹	20	2023年	长丝
江苏轩达	25	2023年	长丝
新凤鸣新沂	150	2023年	长丝
逸达新材料二期	160	2023年	长丝
天龙新材料	20	2023年	切片
新凤鸣新沂	30	2023年	切片、薄膜
富威尔	20	2023年	短纤
吉兴	30	2023年	短纤
宿迁逸达	110	2023年	短纤
仪征化纤	23	2023年	短纤

资料来源：中期研究院

2023 年供给端 PTA 预计新增产量增速达到 8%；需求端，2023 年预计聚酯产量新产量增速 6%。PTA2023 年新装置主要为恒力惠州 500 万吨和嘉通能源 2 期 250 万吨，而仪征 300 万吨及台化 150 万吨以及逸盛海南 250 万吨等装置预计在四季度投产，因而在产量上体现较为有限。2022 年底计划投产的东营威廉化学和嘉通能源 1 期装置两套总计 500 万吨装置在新增产量方面预计较为突出。预计 2023 年出口量仍维持 340 万吨左右，预计 2023 年 PTA 全年累库 30 万吨左右。由于春节期间聚酯开工下降，累库压力主要集中在上半年，随着节后聚酯开工提升，库存压力逐步缓解。

表4-3：2023年PTA年度供需平衡

(万吨)

	PTA产能	PTA开工率	PTA产量	进口量	出口量	聚酯产能	聚酯开工	聚酯产量	PTA聚酯需求量	其他需求量	总需求量	供应	供应-需求
2017年	4703	76.80%	3578	52.6	52.3	4800	87.60%	4110	3516.52	139	3655.52	3578.3	-77.22
2018年	4923	84.40%	4063	76.7	84.7	5477	89.00%	4574	3913.51	146	4059.51	4055	-4.51
2019年	4898	91.10%	4475	104	67.1	5835	88.40%	5003	4280.57	145	4425.57	4511.9	86.33
2020年	5703	93.50%	4956	57.8	87.4	6199	87.74%	5255	4496.18	173	4669.18	4926.4	257.22
2021年	6563	79.00%	5300	6.5	245	6536	90.62%	5770	4936.81	216	5152.81	5061.5	-91.31
2022年E	7144	74.00%	5400	6	340	7034	84.33%	5730	4902.59	225	5127.59	5066	-61.59
2023年E	8594	75.00%	5800	6	340	7734	82.50%	6061.52	5186.24	250	5436.24	5466	29.76

资料来源：中期研究院

## 五、观点总结及操作策略

2023年PTA新增产能预计1450万吨，依然保持高速增长。PTA新装置主要为恒力惠州500万吨和嘉通能源2期250万吨，而仪征化纤300万吨及台化兴业150以及逸盛海南250万吨等装置预计在四季度投产，因而在产量上体现较为有限。2022年底计划投产的东营威廉化学和嘉通能源1期装置两套总计500万吨装置在新增产量方面预计较为突出。预计PTA产量增速8%，聚酯产量增速6%，过剩压力仍存，但累库压力不大。由于春节期间聚酯开工下降，累库压力主要集中在上半年，随着节后聚酯开工提升，库存压力逐步缓解。

PTA全产业链综合竞争加剧，行业集中度将进一步提升。在产能过剩的背景下，PTA加工费将继续承压，预计2023年PTA加工费在400至500元/吨偏低水平。PTA价格也更加受制于原料端PX的影响，预计PTA全年价格呈现前低后高的走势。

策略TA2305合约仍保持逢高空配为主，待恒力惠州500万吨和嘉通能源2期250万吨新装置投产后，TA2309合约结合原油端的变化情况再等待反弹做多机会。

# 甲醇：甲醇供需矛盾阶段性存在，震荡运行

## 内容摘要：

2023 年中国甲醇供需矛盾依旧阶段性存在。供应面，甲醇新增产能 560 万吨，预计新增产能增速为 5%，下游需求增速预计为 4%。甲醇价格主要影响因素依旧为成本及供需，以动力煤价格 700-1000 元/吨计算，预计 2023 年煤制甲醇底部区间为 1800-2000 元/吨。结合区域价差及利润，预计港口甲醇底部区间为 2200-2300 元/吨附近。预计 2023 年进口量继续回升，全年整体供大于求，但累库压力不大，投产压力集中在上半年。需求方面 MTO 宝丰三期下游配套 100 万吨烯烃装置预计 23 年中投产，下半年供应压力略有缓解。一季度，尽管进口量预计下降，但因春节假期因素影响，下游需求或维持弱势，加之鲲鹏、宝丰三期等新产能将兑现产量，供需大概率偏向累库；二季度，进口量预计回升，累库局面或进一步加剧。甲醇价格上半年偏弱，可逢高空配；下半年价格预计触底反弹。

策略 MA2305 合约仍以区间操作为主，逢高空配。MA2305-MA2309 合约逢高反套，但仍需结合煤炭端政策面影响、原油端的变化情况。

## 一、2022 年甲醇市场回顾

### 1.1 甲醇国内现货及期货走势

2022 年国内甲醇市场呈现“M”型走势，年内甲醇主要受俄乌战争爆发、原油宽幅

波动、宏观经济偏弱等多方因素共同影响。全年华东甲醇现货主流均价 2722 元/吨，同比上涨 1.04%，其中年内最高点出现在 3 月上旬为 3285 元/吨，最低点在 7 月中旬为 2305 元/吨，年内最大振幅达到 42.52%。

2022 年国内供需矛盾凸显，一季度油价飙升，宏观利好带动甲醇期现走高。俄乌冲突导致油价高涨，欧洲天然气价格飙升共同带动甲醇价格持续跳涨。二季度经济衰退叠加消费淡季，需求偏弱甲醇重心下移。三季度成本高企以及供需错配，多方因素助力甲醇波浪式拉涨。甲醇市场在能源逻辑走强以及需求集中释放等多方利好因素加持下，期现呈现共振上涨。四季度内地供应存增量预期，贸易情绪开始掉头，价格触顶后回调。

图1-1：甲醇主要地区现货价格走势（元/吨） 图1-2：甲醇期货价格走势及基差图（元/吨）



资料来源：Wind，中期研究院

2022 年甲醇期货主力合约整体呈“M”型态运行，整体趋势与现货保持同步；年内虽期货价格整体波动区间较去年所有收窄，今年除阶段性基本面驱动影响外，宏观及政策类因素对甲醇期货整体扰动力度加大明显。从全年期价高低点来看，主力合约最高达 3370 点，年内最低点为 2276 点，较最高点价格降 1094 点，降幅达 32.46%。年内华



东太仓甲醇现货基差逐步走高，其中 1-7 月底基差多维持区间窄幅波动；三、四季度，由于进口货源到货趋缓、天气等因素进一步影响卸货节奏，叠加后续装置限气预期下沿海港口甲醇库存整体去库节奏进一步加快，甲醇基差维持高位运行。

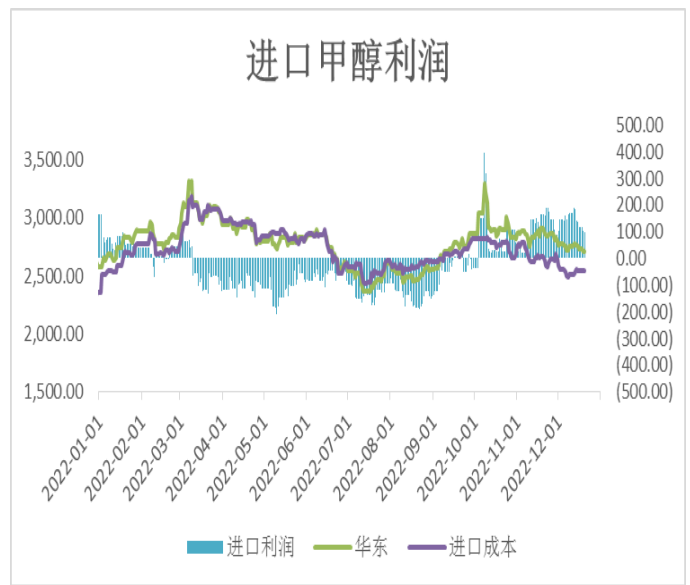
## 1.2 甲醇国际价格走势回顾

2022 年国际甲醇市场震荡走弱，且价格波动区间收窄，其中 CFR 中国围绕 300-420 美元/吨区间，FD 美湾围绕 95-135 美分/加仑，FOB 鹿特丹围绕 340-470 欧元/吨区间运行。亚洲甲醇市场整体呈现冲高回落的行情走势，最高点为 3 月上旬，CFR 韩国及 CFR 东南亚走高至 470 美元/吨，中国及印度走高至 400-410 美元/吨，随后开启震荡下跌行情，最低点多在 7-8 月份，其中韩国及东南亚跌至 350-360 美元/吨，中国及印度跌至 260-290 美元/吨。随后 9 月至 12 月开启底部震荡反弹行情。市场逐步反弹仍主要与国际供应缩量有关，且多为伊朗货源缩量，因年内伊朗长协由前期的年度改为季度，四季度伊朗长协重谈后，内外盘套利窗口再度关闭，且伊朗整体开工偏低，进而导致国际供需矛盾好转，各地价格开启震荡反弹行情。

图1-3：国际甲醇价格 单位：美元/吨



图1-4：甲醇进口利润 单位：元/吨



资料来源：Wind，中期研究院

近年来因原料天然气、煤炭价格持续高位，甲醇整体利润偏弱，低利润使得全球新增甲醇产能投产进一步放缓，多数装置投产时间推迟。国别分布来看，国际新增产能多集中在伊朗、美国等天然气丰富地区，而伊朗地区因制裁原因，整体新建装置进度较慢。预计 2023-2024 年国际甲醇企业新增产能为 961.5 万吨，其中 2023 年国际甲醇企业新增产能 346.5 万吨，具体装置如下表 1-1 所示：

表1-1：2023-2024外盘装置投产 (万吨)

国家	公司	产能 (万吨)	投产时间
伊朗	Di Polymer Arian Methanol	165	2023年
伊朗	Ven-Iran/Apadana	165	2023年
印度	Assam PC	16.5	2023年
2023年总计		346.5	
伊朗	Lavan-LIDCO	100	2024年
伊朗	Siraf Methanol	165	2024年
马来西亚	Malaysia	170	2024年
印尼	Indonesia	180	2024年
2024年总计		615	

资料来源：中期研究院

## 二、 甲醇市场情况分析

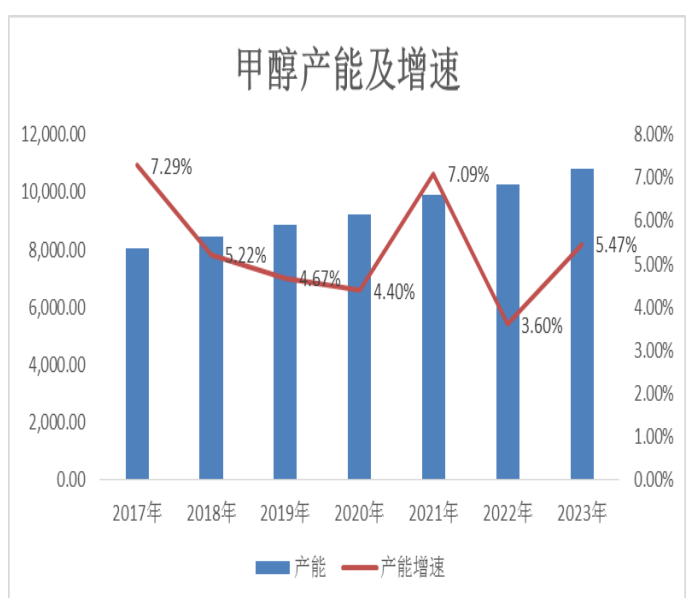
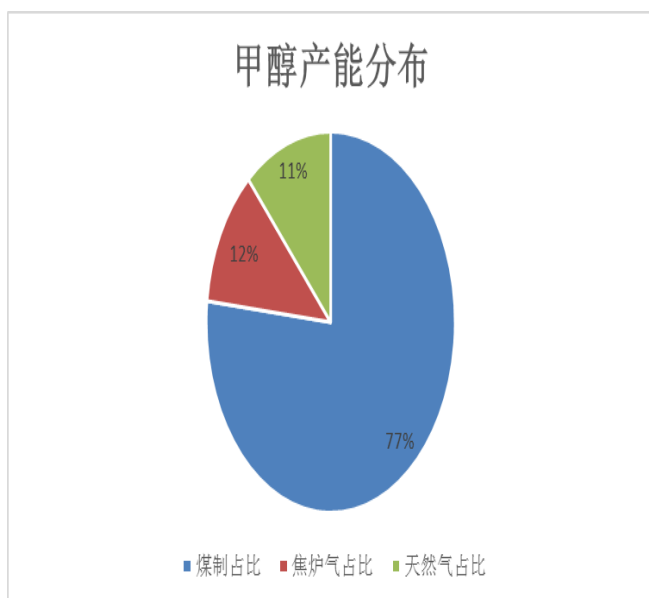
### 2.1 甲醇产能、产量

2022 年，我国煤制甲醇生产工艺占到总体甲醇产能的 76.46%，而焦炉气和天然气制甲醇分别占到总体产能的 11.67%和 11.46%。

2022 年已投产的甲醇产能 356 万吨，涉及久泰新材料、安徽碳鑫、宁夏宝丰、山西鑫东亨、河南安阳顺成等项目；其中属于集团已有项目新增/扩能项目今年涉及有 310 万吨，占年内新增产能总量 87.08%。近十年的国内新增产能特点：一、新增产能晚于预期且新增产能缩减；第二、新增产能靠近原料主产区和下游需求丰富区域；第三、年度淘汰产能逐步增多。

图2-1：国内甲醇产能占比 单位：百分比

图2-2：甲醇产能增速 (%)



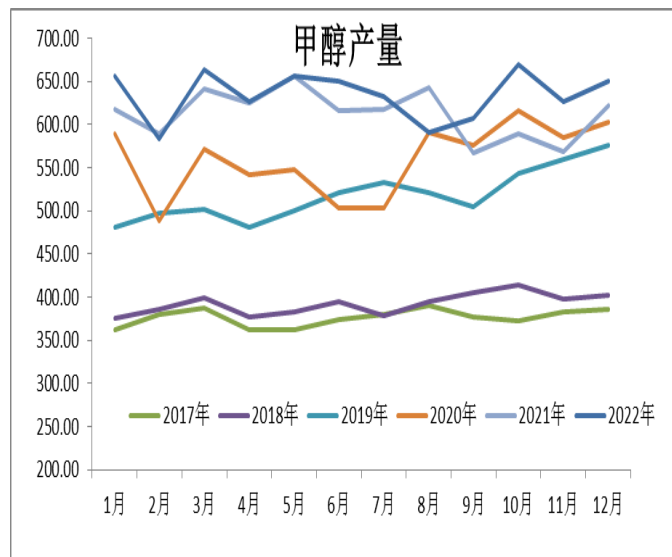
资料来源：卓创资讯，wind 资讯，中期研究院

1-12月我国甲醇预计总产量7738万吨，同比增长5.3%，月度平均产量为634万吨。产量变化来看，上半年产量的峰值出现在3月份，春节假期之后行业传统旺季叠加新增产能开工稳定之后甲醇月度产量增加。6月份之后行业的月度产量出现一定下滑，特别是8月份产量降幅更为明显，上半年行业利润持续亏损之下，7月下旬开始，国内存量装置主动降低负荷与装置的例行检修计划叠加使得行业开工负荷下降至63%附近的低位，从而造成整体产量的大幅收缩。随后三、四季度甲醇产量逐步恢复。

图2-3：国内甲醇产能 (万吨)



图2-4：甲醇产量 (万吨)



资料来源：卓创资讯，wind 资讯，中期研究院

## 2.3 甲醇装置开工率

2022年1-12月甲醇全国平均开工率70.41%，开工率上半年明显高于下半年。2022年上半年甲醇整体保持70%-75%开工负荷。进入下半年，甲醇开工率开始宽幅波动，其中7、8月由75%左右高位下降至63%附近，主要由于化工煤供应偏紧价格上涨导致甲醇成本抬升，部分企业出现成本经济性检修，以及政策性限电等装置检修叠加进行。随着

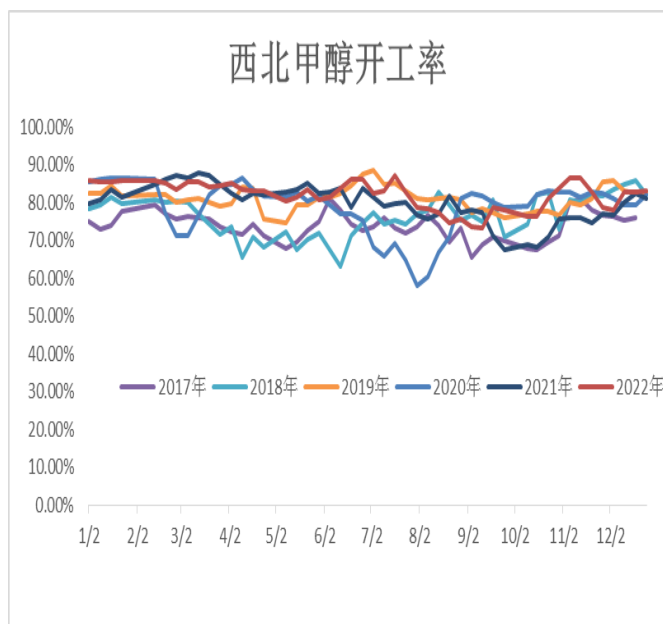
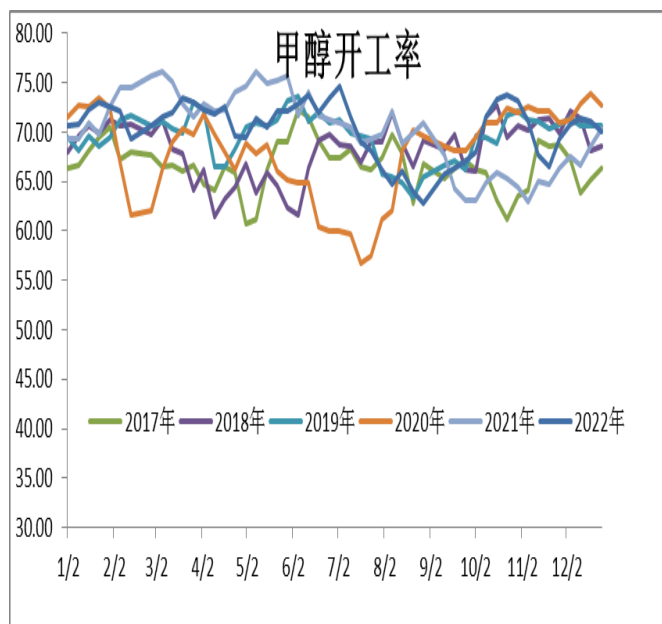
原料供应陆续恢复，10月中旬甲醇开工率回升至74%。由于主产区煤价持续坚挺，煤制甲醇企业亏损严重，减产幅度扩大，主要涉及西北、河南和山西区域，此外西北内蒙及青海地区部分气头企业10月底开始陆续限气停车，甲醇开工再次步入下行通道。

图2-5：甲醇装置开工率

(百分比)

图2-6：西北甲醇开工率

(百分比)



资料来源：卓创资讯，wind 资讯，中期研究院

## 2.4 甲醇库存

2022年甲醇沿海库存整体冲高回落，目前处于近五年历史同期最低水平，截止年底甲醇港口库存65.2万吨。2022年港口库存一季度多延续去年年底库存水平，港口甲醇库存波动幅度相对有限，进入5月份后，港口库存呈现逐步上升趋势，港口部分烯烃检修/降负，加之传统下游需求暂无利好，部分时段库存累积明显，6-7月份开始江苏部分库区罐容相对偏紧，7月社会库及终端下游均有到港，7月底附近，港口库存升至年内最高水平。进入8月份后，港口库存则呈现逐步下滑态势，主要与外盘装置运行不稳，

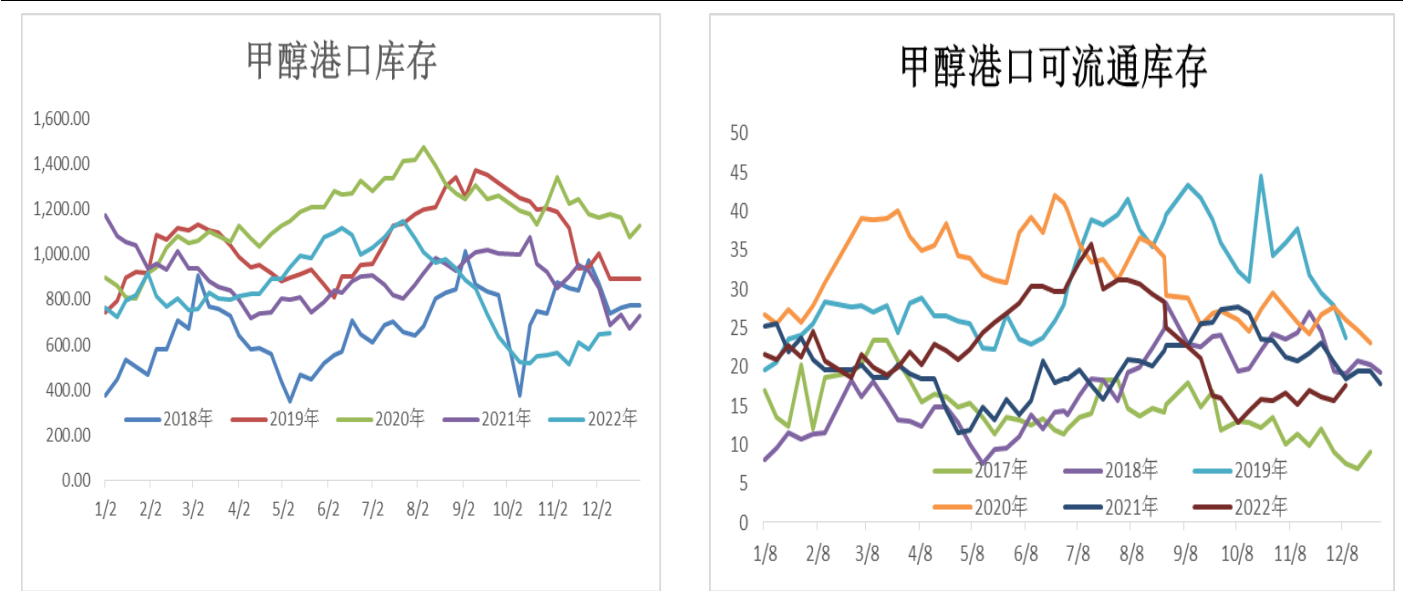
局部停车、降负较为集中有关，加之大风天气等影响局部进口到港推迟，库存下滑趋势一直延续，至11月中下旬港口甲醇库存跌至年内最低点。

图2-7：甲醇港口库存

(万吨)

图2-8：可流通库存

(万吨)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

## 2.5 甲醇进出口情况

2022 年甲醇进口量略有增加，1-11 月累计进口甲醇总量为 1122.56 万吨，累计进口量同比增长 6.68%。甲醇进口量总量增幅不及预期的主要原因如下：一、2021 年伊朗新增产能放量，年内虽整体开工不高，年产量仍有 70-80 万吨左右，且多数流入中国市场。二、年内伊朗长协周期由前期的年度调整为季度，2021 年内外盘倒挂行情在 2022 年二三季度转为顺挂行情，继而导致二三季度国内甲醇进口增量明显，4-9 月中国甲醇月均进口量在 111 万吨附近，较 2021 年同期增加 11 万吨/月。三、受俄乌冲突影响，俄罗斯货物被挤出至印度及中国市场，年内约有 1-2 船俄罗斯货量流入，进而导致总进口量增加。四、年内天然气成本高位及甲醇价格低位压制，部分时段伊朗整体开工率较低，继而导致部分时段中国甲醇进口量到港不及预期。

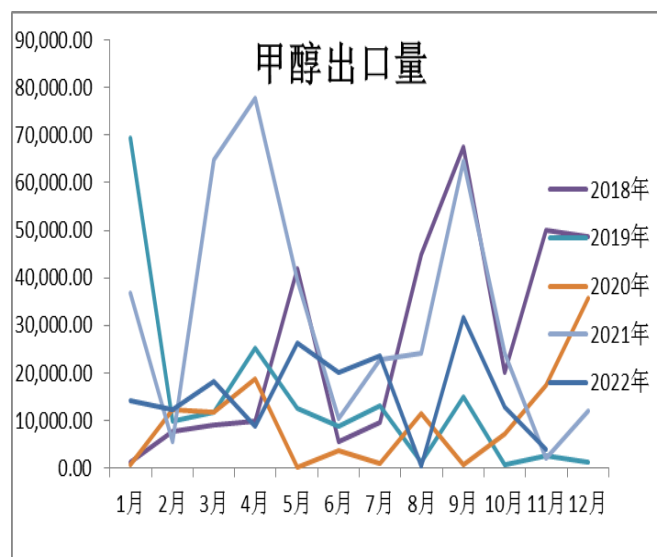
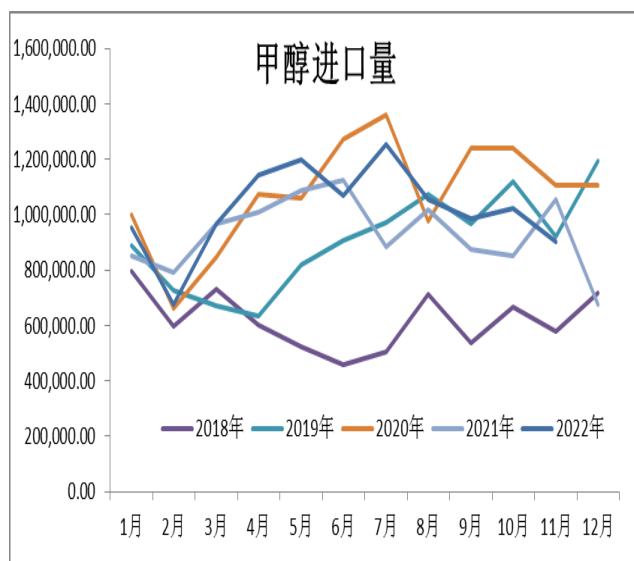


图2-9：甲醇进口量

(吨)

图2-10：甲醇出口量

(吨)



资料来源：卓创资讯，中期研究院

2022年1-11月甲醇出口总量为17.27万吨，累计出口同比下降53.68%。其中5月出口量2.64万吨达到年内出口高点，主要因为二季度初，东南亚装置运行不稳定，同期需求亦表现良好，而国内正处于传统下游淡季，配合进口增量的同时，支撑区域间价差存在套利，部分转出口货源集中在二季度操作；随后快速缩减，中国仍然作为主要的需求区域。

### 三、上、下游市场情况分析

#### 3.1 煤制甲醇市场情况

目前我国甲醇的主要生产工艺中煤制甲醇产能占甲醇总体产能的77%，原料端煤炭价格与甲醇市场价格走势密切相关。2022年国内煤炭保供稳价力度持续进行，上半年煤炭价格逐渐回归至合理区间范围内，但是7-8月份以后受煤矿主产区疫情以及恶劣天气影响，煤矿持续低采低销，导致煤炭供应有所缩紧，煤炭价格维持偏强运行，因此整体来看甲醇成本端支撑坚挺。

这几年我国煤制甲醇生产企业经营面临较大压力，主要在于原料价格高位影响，随着成本不断上移，国内多地煤制企业处于亏损状态。而原料价格走高主要自 2020 年下半年以来，2021 年煤炭价格中枢攀升至 1000 元/吨以上，2022 年以来价格较此更高。粗略测算，国内部分地区煤制企业理论亏损在 100-700 元/吨附近。

图3-1：山东地区煤制甲醇利润（元/吨）

图3-2：西北地区煤制甲醇利润（元/吨）



资料来源：wind 资讯，中期研究院

2022 年国内保供形势依然紧张，疫情和安全事故带来的供给扰动、水力发电量大幅减少以及传统冬季取暖的旺季需求的强力支持。我国正在实施“碳达峰、碳中和”能源转型、升级战略，把促进新能源和清洁能源发展和应用放在更加突出的位置，合理、严格控制煤炭消费增长。随着增产保供各项政策措施的持续发力，电煤中长期合同全覆盖政策的全面落地，各项市场监管手段的常态化，煤炭市场将更加规范、健康运行。长期看，全球能源资本开支的减少、能源逆全球化迹象出现、俄乌带来的地缘政治问题等，预计中长期维度下，煤炭价格在供应偏紧下，偏强运行的概率较大，价格仍将高于 570-770 元/吨的中长期价格区间。预计 2023 年甲醇成本端支撑坚挺，按照 700 元/吨左右的坑口煤价计算，西北甲醇生产成本在 2080 元/吨左右，根据运费折算至港口价格最低

也在 2280 元/吨，从成本角度来说，预计港口底部价格 2200-2300 元/吨一线有支撑。

### 3.2 甲醇下游

2017-2021 年 MTO 对甲醇的消费年复合增长率在 14.78%，2014 年 MTO 首次超过甲醛，成为甲醇第一大消费领域，久泰 60 万吨/年、南京诚志二期 60 万吨/年、中安联合 70 万吨/年、宁夏宝丰 60 万吨/年以及鲁西集团 30 万吨/年等国产企业陆续投产，MTO 产能增加相对明显，MTO 在甲醇下游产品消费增速为 15.16%。近三年复合增长率达到 9.17%，MTO 产能从 2017 年 1170 万吨增至 2021 年的 1652 万吨，产能增长 1.4 倍左右，而甲醛等其余下游产品未有批量新增产能释放。2022 年内中国煤经甲醇制烯烃行业发展延续放缓趋势，目前行业总产能在 1732 万吨，年内产能增速为 4.84%，该水平已连续三年低于 10% 以下。2022 年投产的项目仅涉及两套，分别为甘肃华亭年产 20 万吨 MTP、天津渤化年产 60 万吨 MTO 项目，内因经济问题影响，以上两套项目整体运行负荷并不高。

2022 年国内甲醇及下游产业链产品受宏观等消息面扰动较多，受制年内国内外经济形势欠佳，甲醇下游产品整体需求表现偏弱。

图3-1：甲醇下游分布 (%)

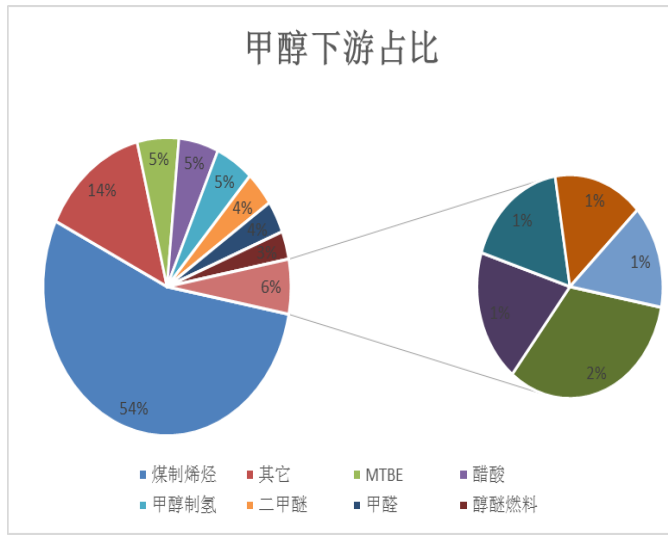
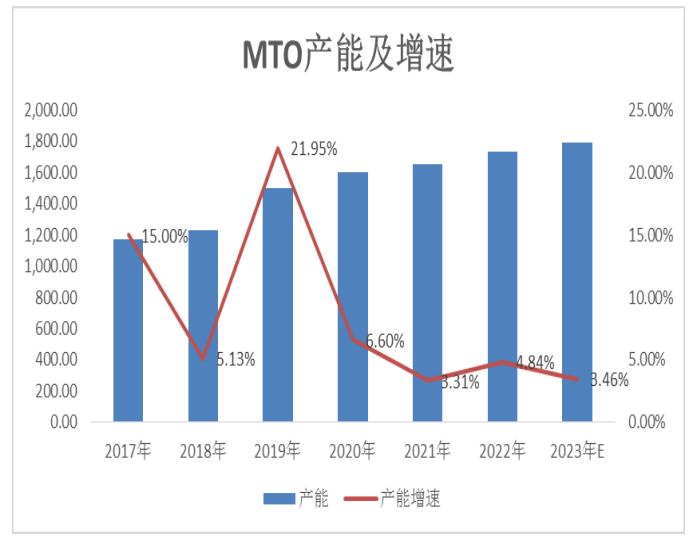


图3-2：甲醇下游MTO产能增速 (%)

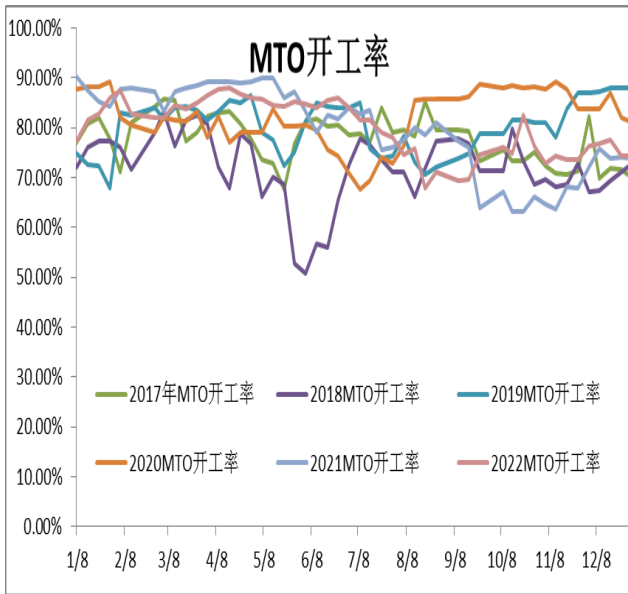


资料来源：wind，中期研究院

2022年主要下游MTO需求表现一般，上半年MTO对甲醇消费量较同比增加4.86%，但下半年走弱明显。虽然6月份天津渤化新装置投产，上半年烯烃消费量同比增加10%，但下半年受局部地区疫情以及烯烃行业利润持续欠佳的影响，多套烯烃装置存降负和停车的操作，其行业开工率大幅降低，需求减弱。二甲醚、醋酸和甲醛的行业需求均低于2021年同期水平，主要是因为今年疫情阶段性爆发导致下游装置开工恢复缓慢，叠加今年甲醇整体价格均高于去年同期，下游成本压力较大，整体盈利情况不佳，传统下游消费旺季不旺，2022年整体下游需求对甲醇市场支撑偏弱，醋酸、甲醛等利润呈现明显收缩，整体对甲醇形成负反馈压制。

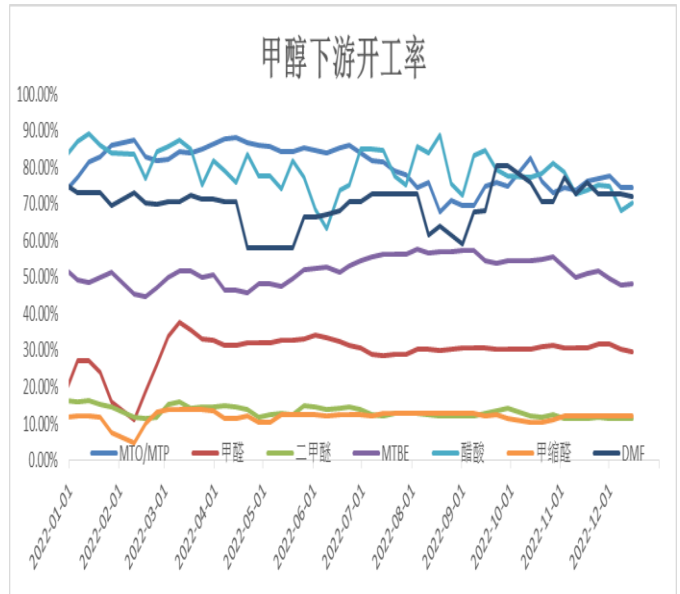
甲醇下游开工整体呈现前高后低。其中MTO开工率80.18%，高于去年的79.7%；甲醛开工率30%，高于去年的19.9%；二甲醚开工率13.17%，低于去年的18%；MTBE开工率51.76%，高于去年的48.5%；醋酸开工率79.21%，低于去年的81.3%。

图3-3: MTO开工率 (%)



(%)

图3-4: 甲醇其他下游开工率 (%)



(%)

资料来源: wind 资讯, 中期研究院

2022 年 MTO 利润回落, 由于烯烃表现弱于甲醇, 因而利润回落。烯烃基本面仍然偏弱, 不支撑较大的利润空间。醋酸仍维持较高的盈利但利润相对于 2021 年回落明显, 二甲醚利润略有回落, 甲醛则稳定维持在成本线附近。利润的绝对值来看, 醋酸利润还是维持高位。

图3-5: MTO盘面利润 (元/吨)

(元/吨)

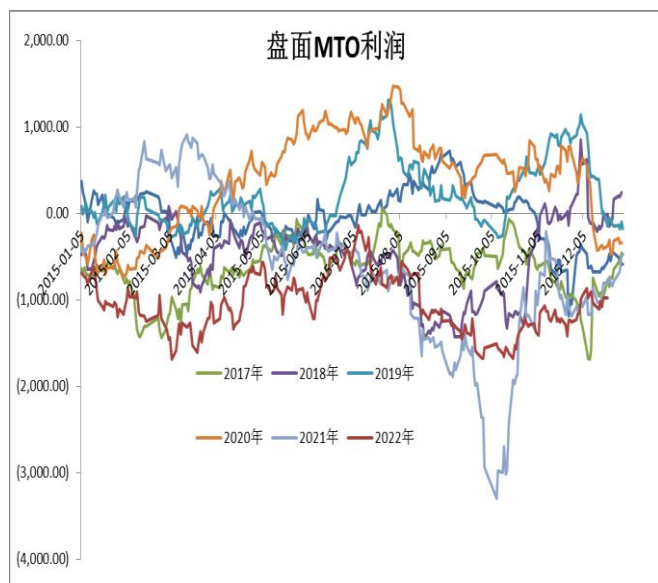
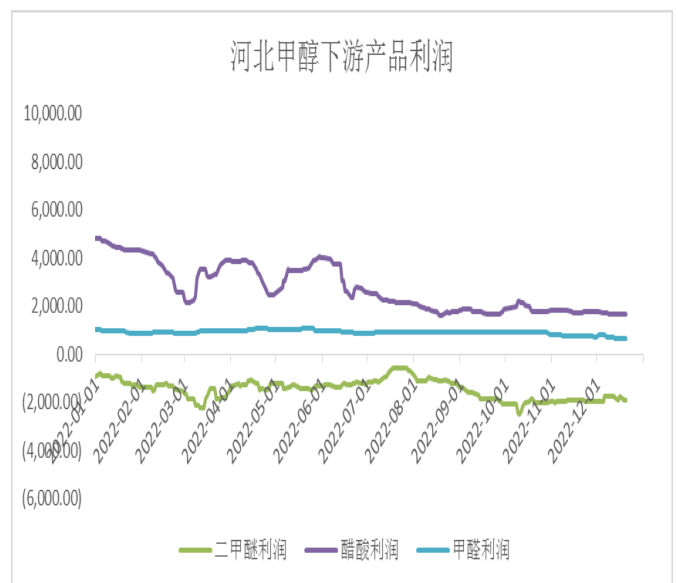


图3-6: 甲醇其他下游利润 (元/吨)

(元/吨)





资料来源：wind，中期研究院

## 四、2023 年甲醇供需预测

2023 年，国内甲醇计划新增产能 560 万吨，其中的大装置是宝丰三期的 240 万吨甲醇装置，原计划 2022 年 10-11 月投产，但仍在延期状态，预计 2022 年底 2023 年初投产，由于宝丰装置的下游烯烃 MTO 需等待 2023 年中后期才投产，因此宝丰为上下游非一体化装置。另外大型装置还有中海化学 120 万吨以及内蒙旭峰合源二期，关注装置实际投产时间。

表4-1：2023年甲醇新增产能

(万吨)

装置	产能 (万吨)	投产时间
宁夏宝丰-三期	240	2022年12月
中海化学	120	2023年
内蒙古旭峰合源-二期	100	2023年
徐州龙兴泰	30	2023年2月
内蒙古君正	30	2023年三季度
江苏斯尔邦	10	2023年四季度
河南晋开延化	30	2023年四季度
总计	560	

资料来源：中期研究院

2023 年甲醇下游需求来看，新兴类、传统类及精细类三种下游分支均有新增项目计划释放；其中 CTO/MTO 作为甲醇下游最大的需求分支，虽近两年该产业整体释放节奏有所趋缓，然在大型化、集团化发展驱动下，未来该行业仍有部分新增项目计划投产，如：宁夏宝丰三期年产 100 万吨煤制烯烃装置初步预计 2023 年下半年投产，届时该企业位于宁夏地区烯烃总产能将达 220 万吨。

甲醇传统下游行业产能新旧替换节奏仍不断加快；如甲醛，2022 年该行业约有 204



万吨的新增产能释放，期间伴随部分落后小型产能同步淘汰，2022 年底-2023 年甲醛行业仍有 210 万吨的新项目计划投产，涉及企业有：山东润泰二期、山东瀚圣-二期、山东联亿二期、河南豫通等。MTBE 行业随着落后产能不断淘汰，部分炼化一体化投产的过程中，计划新增装置海南石化、恒力石化（大连）、沙特阿美（辽宁）等项目。醋酸作为甲醇传统下游产品之一，近年来得益于该行业整体经济性较客观，部分资金的批量涌入也加快了醋酸新项目的落地节奏，如恒力（榆林）煤化、华鲁恒升（湖北荆州）、江苏索普、恒力石化（大连）几套醋酸新项目均计划 2023 年投产，以上四套装置涉及醋酸总产能达 220 万吨，理论年需求甲醇达 110 万吨附近。另 DMF、MMA 及 POM 行业未来一年新增项目也有涉及部分，关注具体落实情况。

表4-2：2022年底-2023年甲醇下游新增产能

(万吨)

产品	企业名称	年产能	投产时间
DMMN	陕西兖矿榆林一期	10	预计 2022 年底
BDO	新疆美克化工-四期	10	预计 2022 年底
DMMN	内蒙古荣信化工	10	预计 2022 年底
BDO	内蒙古东景	20	预计 2022 年底
甲醛	山东润泰-二期	20	预计 2022 年底
甲醛	山东联亿-二期	80	预计 2022 年底
DMC	山东利华益	10	预计 2022 年底
甲醛	山东瀚圣-二期	50	预计 2023 年
甲醛	河南豫通	20	预计 2023 年
DMC	华鲁恒升	30	预计 2023 年
DMC	山东德普	6	预计 2023 年
BDO	内蒙古华恒能源科技有限	31.2	预计 2023 年
DMC	旭峰合源-二期	20	预计 2023 年
BDO	内蒙古三维-一期	30	预计 2023 年
甲醛	山东苏帝克化工--三期	10	预计 2023 年
MTBE	恒力石化（大连）新材料	45	预计 2023 年
BDO	五恒化学-二期	12	预计 2023 年
DMC	石大胜华-二期	5	预计 2023 年
BDO	新疆美克化工	30	预计 2023 年
MTO	宁夏宝丰	100	预计 2023 年
DMMN	陕西兖矿榆林--二期	40	预计 2023 年
醋酸	恒力（榆林）煤化	60	预计 2023 年
醋酸	山东华鲁恒升	100	预计 2023 年
DMF	华鲁恒升	15	预计 2023 年
DMF	九江心连心--二期	20	预计 2023 年
醋酸	江苏索普	20	预计 2023 年
醋酸	恒力石化（大连）新材料	40	预计 2023 年

资料来源：金联创，中期研究院

2023 年供需预测，甲醇新增产能预计 560 万吨，全年投产节奏压力集中一季，一方面久泰 200 万吨仍有提负空间，而宝丰 240 万吨预计于 1 月初附近投产，下游配套 100 万吨烯烃装置预计 23 年中附近投产。2023 年，上半年甲醇新产能释放，需求延续弱势且存替代风险，整体库存趋向上升，下半年随着烯烃新投产，供给压力缓解，库

存或再度回落。

表4-3：2023年甲醇供需预测

(万吨)

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
产能	8,033.00	8,452.00	8,847.00	9,236.00	9,891.00	10,247.00	10,807.00
产量	4,443.30	5,575.70	5,857.00	6,717.30	7,351.20	7,738.00	8,030.00
进口量	814.50	742.90	1,089.60	1,300.60	1,114.00	1,235.00	1,320.00
出口量	12.67	31.60	17.10	12.12	39.00	22.00	25.00
开工率	55%	66%	75%	74%	76%	75.00%	75.00%
总消费量	5,245.20	6,287.00	6,783.00	8,005.70	8,511.00	8,910.00	9,300.00
供应-需求	12.60	31.60	163.60	12.20	(45.80)	63.00	50.00

资料来源：中期研究院

## 五、观点总结及操作策略

2023年中国甲醇供需矛盾依旧阶段性存在。供应面，甲醇新增产能560万吨，预计新增产能增速为5%，下游需求增速预计为4%。甲醇价格主要影响因素依旧为成本及供需，以动力煤价格700-1000元/吨计算，预计2023年煤制甲醇底部区间为1800-2000元/吨。结合区域价差及利润，预计港口甲醇底部区间为2200-2300元/吨附近。预计2023年进口量继续回升，全年整体供大于求，但累库压力不大，投产压力集中在上半年。需求方面MTO宝丰三期下游配套100万吨烯烃装置预计23年中投产，下半年供应压力略有缓解。一季度，尽管进口量预计下降，但因春节假期因素影响，下游需求或维持弱势，加之鲲鹏、宝丰三期等新产能将兑现产量，供需大概率偏向累库；二季度，进口量预计回升，累库局面或进一步加剧。甲醇价格上半年偏弱，可逢高空配；下半年预计价格触底反弹。

策略 MA2305 合约仍以区间操作为主，逢高空配。MA2305-MA2309 合约逢高反套，但仍需结合煤炭端政策面影响、原油端的变化情况。

## EG：乙二醇投产延续，低位运行

### 内容摘要：

2023 年预计乙二醇新增产能 260 万吨，盛虹炼化 100 万吨、海南炼化 80 万吨预计 2023 年初试车运行，陕西榆林 40 万吨、宁夏宝利 40 万吨均有投产计划。存量装置方面的产出增量主要为陕西榆林化学 180 万吨装置。EG 国内装置进入投产周期后半程，投产增速放缓，部分国内煤制高成本产能退出市场。预计 EG 产量增速 15%，聚酯产量增速 6%，年度累库压力较大，EG 利润压缩将会延续。

由于春节期间聚酯开工下降，下游进入传统淡季，供需矛盾突出。预计 2023 年进口量为 660 万吨，进口端台湾、日本、韩国货源被挤出，进口依存度或继续下降。由于下游聚酯多为家纺需求，作为房地产后周期的家纺的复苏预计要等到 2023 年下半年，总体来看内需修复仍需要时间。

策略 EG2305 合约仍保持逢高空配为主，上半年乙二醇在高库存、低需求、供应过剩压力下延续低位运行，下半年随着需求复苏预计乙二醇先进行估值修复，中长线仍作为空配。

### 一、2022 年 EG 市场回顾

2022 年乙二醇市场价格重心下滑明显，乙二醇受新增产能投放影响供需矛盾依然凸显。2022 年乙二醇华东市场平均价格为 4547 元/吨，价格最低点为 3855 元/吨，价格最高点为 5725 元/吨。

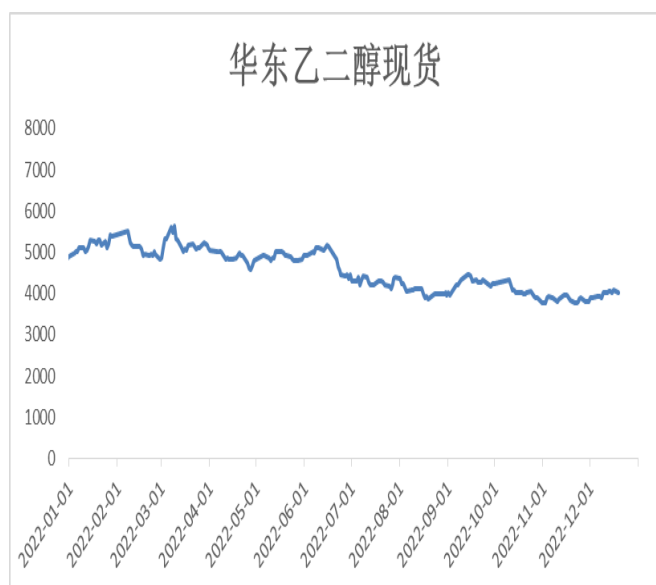
2022 年上半年国内乙二醇市场呈现区间内波动运行趋势，价格涨跌变动频繁，其中市场上行阶段主要集中在 1 月份及 3 月上旬期间，主要回落阶段集中在 2 月份及 3 月中旬两个时间段，而自 4 月份开始一直到 6 月中旬期间，运行相对平稳。

供应方面来看，8 月份开始乙二醇方面煤制企业停车较为集中，油化工装置也有不同时长检修落实，国内货源供应量较少，叠加 9 月初“梅花”、“轩岚诺”两大台风先后袭击我国江浙地区，区域内港口受其影响较为明显，船货到港数量减少，进而高位乙二醇港口库存锐减，供应端利好支撑强势，乙二醇市场低位上涨，但对比往年旺季表现仍显逊色。四季度乙二醇需求下滑，重回跌势。

图1-1：EG现货价格历史走势（元/吨）

图1-2：EG主力基差（元/吨）

（元/吨）



资料来源：Wind，中期研究院

2022 年乙二醇期现基差总体偏弱。由于 2022 年乙二醇受新装置投产供应量增多预期影响，基差走弱。2022 年乙二醇期货主力合约走势持续偏弱震荡。年初时由于现货市场受原油走高影响，拉动期货盘面一路冲高，主力合约最高价格为 5437 元/吨。4 月份到 6 月中旬，乙二醇长期维持在 4800-5300 元/吨区间震荡。7、8 月份随着聚酯降负，市场供需长期处于僵持局面，虽港口去库，期货合约表现不佳，随后乙二醇受制于巨大

的供需压力，进入漫长的震荡磨底阶段，成为化工板块空配的品种。随着金九银十的需求端旺季来临，主力合约受下游需求提振小幅波动后继续维持疲软走势。

## 二、EG 市场情况分析

### 2.1 EG 供给情况

2022 年国内乙二醇新增产能 570 万吨，另外国内 147 万吨装置长期停车两年以上且无重启计划，年底将产能剔除，截止年底产能基数达到 2472.5 万吨。全年国内新增产能先后为镇海炼化 80 万吨、广西华谊 20 万吨、石大胜华 3.5 万吨、建元焦化 13 万吨、哈密广汇 40 万吨、山西美锦华盛 30 万吨、浙石化 3#装置 80 万吨以及陕西榆林化 120 万吨等新产能。大量新产能的集中投放使得国产货源激增，华东主港库存量屡创新高，尽管下半年受原料端及效益压力、装置检修等原因行业整体开工负荷维持低水平，但产能基数过大，供应端仍给予市场沉重压力。

2022 年 1-11 月乙二醇总产量在 1217 万吨，较去年同期增长 7.9%，同比增加 88.7 万吨。1-11 月煤制乙二醇产量为 372.1 万吨，同比增加 67.7 万吨，增幅 22.2%。预计乙二醇全年产量为 1350 万吨，同比增加 9.1%。



图2-1：EG产能增速 (%)

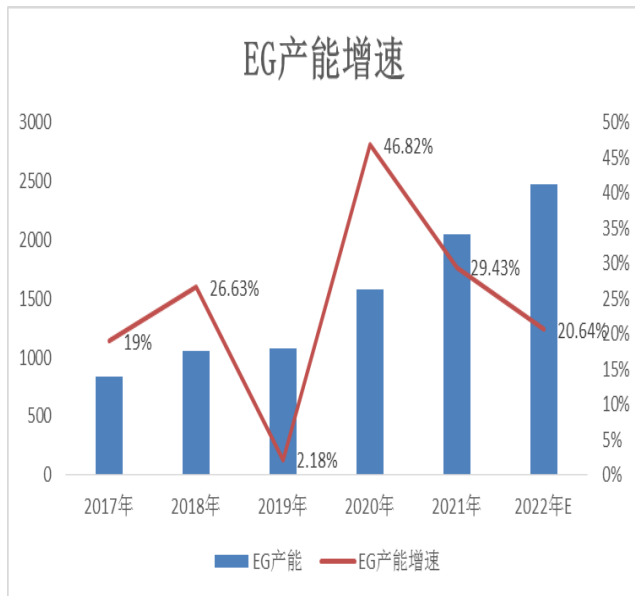
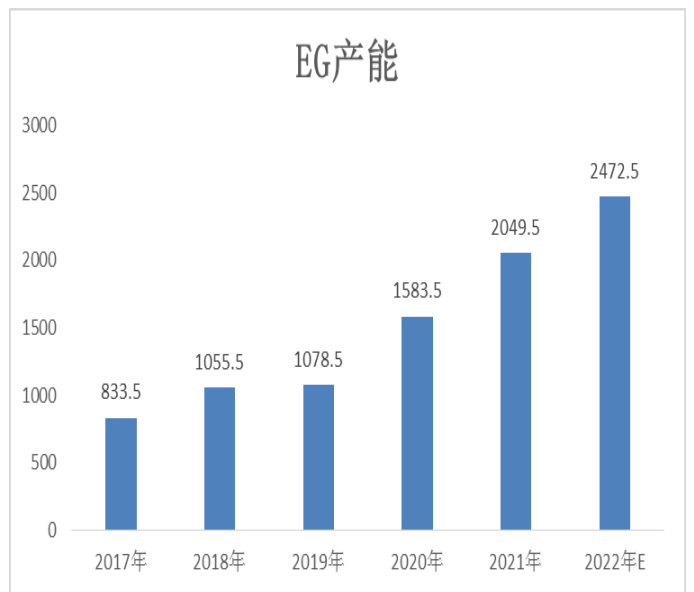


图2-2：EG产能 (万吨)



资料来源：卓创资讯，wind 资讯，中期研究院

2022 国内乙二醇平均开工率 58.22%。2022 年乙二醇开工率回落明显，现金流长时间高位亏损供应商减停产积极。乙烯裂解价差同样处于低位，油化工装置裂解负荷与乙二醇负荷同步压缩。

图2-1：EG月度产量 (万吨)

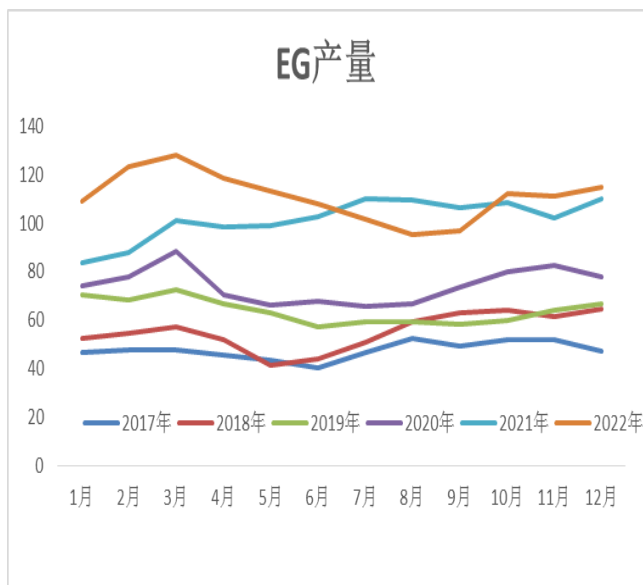
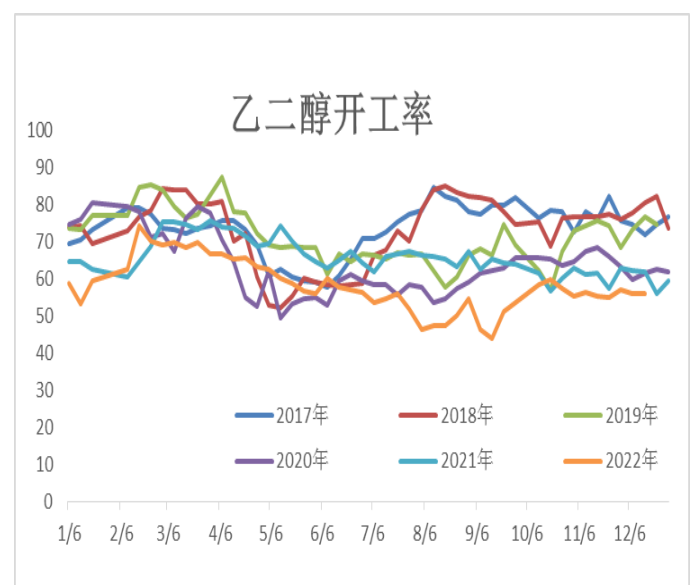


图2-2：EG开工率 (%)



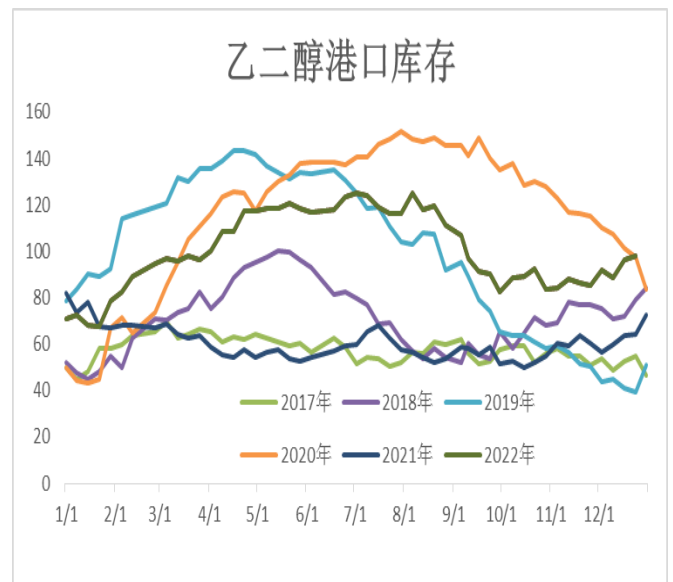
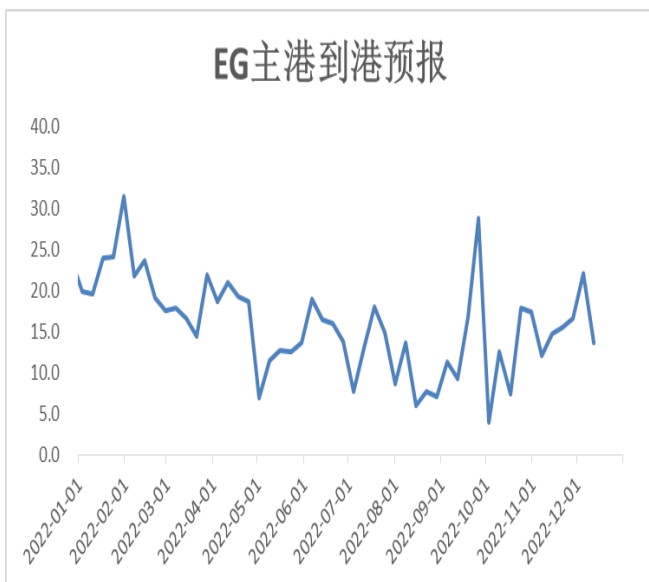
资料来源：CCF，中期研究院

## 2.2 EG 库存情况

2022 年华东主港平均库存为 100 万吨，相比 2021 年同期增加 40.5 万吨。2022 乙二醇库存快速累积，并且长时间高位运行，年中华东主港库存上升到 125 万吨。9 月起受现金流持续亏损影响，国内乙二醇生产工厂集中进行停车检修，国内供应快速收缩后港口补充发货，10 月上旬显性库存消化下降至 80 万吨附近。11 月需求持续弱势，聚酯负荷快速回落，刚性需求走弱下乙二醇港口库存再次回升。

图2-3：EG到港量 (万吨)

图2-4：EG港口库存 (万吨)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

## 2.3 EG 进出口情况

2022 年 1-11 月 EG 累计进口总量 695.68 万吨，累计同比下降 9.71%。预计 2022 年全年进口量为 753 万吨，较去年同期(2021 年国内 EG 进口量 842.6 万吨)下降 10.63%。随着新增产能投放，EG 进口量下降。乙二醇的主要进口国为沙特，进口量占比达到 56%，进口高峰期在 2 月、3 月附近。2022 年 1-11 月 EG 累计出口量为 3.84 万吨，预计全年

出口量总量为 4 万吨,较去年同期(2021 年国内 EG 出口量 12.4 万吨)下降 67.74%。我国乙二醇对外出口呈逐年下降趋势,但 2022 年中国乙二醇仍存一定的出口量,主要是年内中国乙二醇市场价格低迷,且华东港口库存处于高位国内难以消化,另外欧洲市场现货偏紧,价格飙升,对国内乙二醇套利窗口开启。

图2-5: EG进口量

(吨)

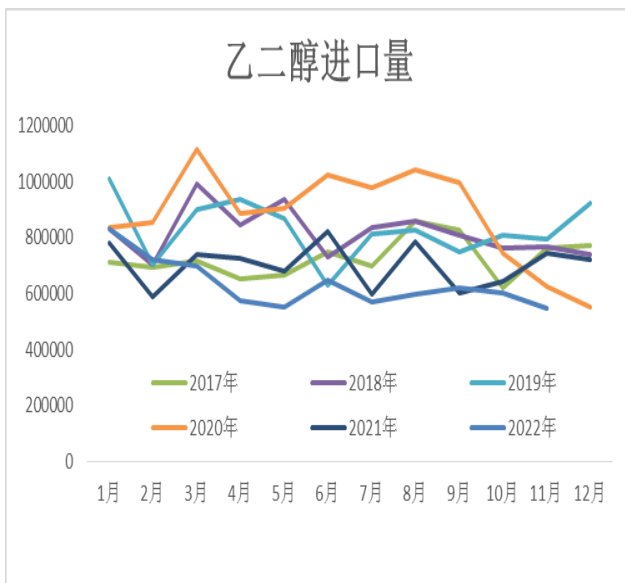
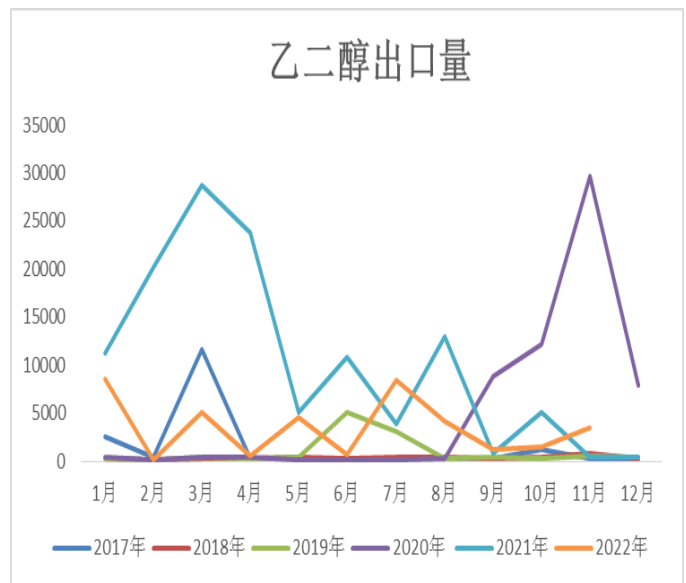


图2-6: EG出口量

(吨)



资料来源:卓创资讯,中期研究院

2023 年来看,海外新增供应 85 万吨,分别为 40 万吨 IOCC 装置及 45 万吨 BCCO 装置均计划于一季度试车运行。2022 年石脑油制乙二醇装置亏损明显,许多外盘装置均减产停车,预计 2023 年低利润将继续使得外盘供应商有减停产动作,海外乙二醇生产积极性下降,未来进口量将持续收缩。2023 年预计乙二醇进口量为 660 万吨左右。

## 2.4 EG 利润

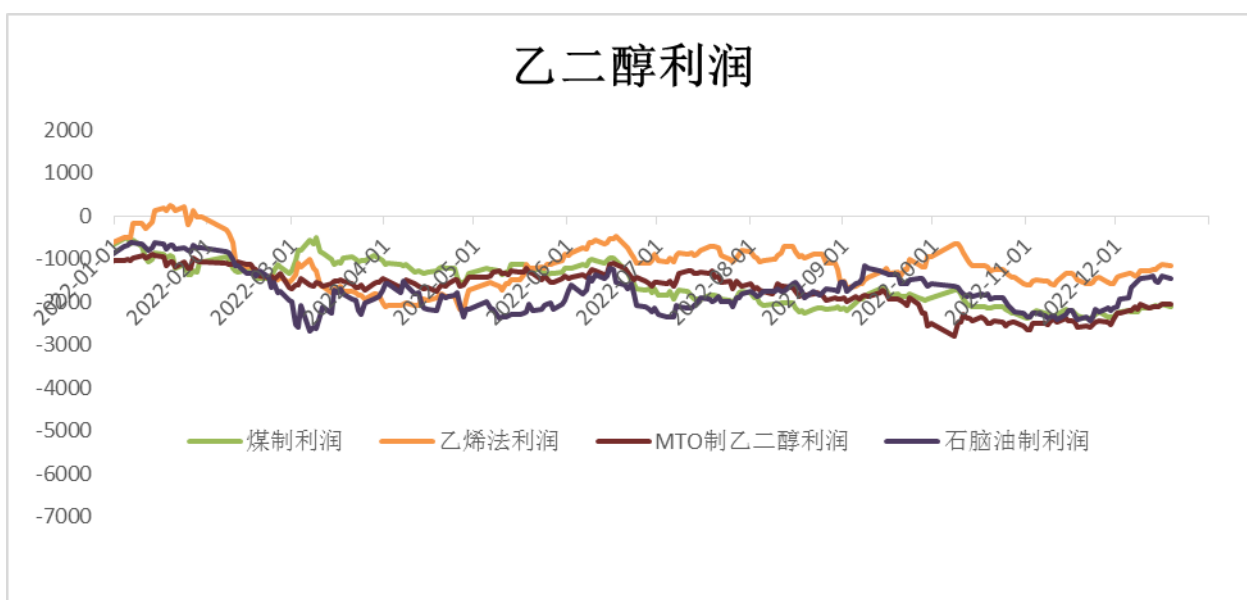
2022 年乙二醇四种工艺基本全部处于亏损状态,全年原油价格处于高位震荡走势,成本上涨,乙二醇市场价格低位运行,整体利润持续处于负值,乙二醇需求持续偏弱,企业生产利润处于负值。石脑油质乙二醇年内利润均值-1358 元/吨。

煤制乙二醇方面，年内煤炭价格走高，煤炭价格波动较大，高成本使得煤质乙二醇企业面临较大的生产压力。2022年煤制乙二醇全年利润均值在-675元/吨。

甲醇制乙二醇成本更是远高于煤制和石脑油制这两种工艺，甲醇制乙二醇生产企业现金流变少，企业亏损严重。2022年甲醇制乙二醇全年利润平均水平维持在-2106元/吨。

图2-7：EG利润

(元/吨)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

## 2.5 2017-2022 乙二醇供需平衡

表2-1：2017-2022乙二醇供需平衡

(万吨)

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年E
EG产能	833.5	1055.5	1078.5	1583.5	2049.5	2472.5
EG产量	618.3	720.6	780.1	905.5	1237	1350
进口量	875	980.8	994.7	1054.8	842.6	753
出口量	1.8	0.6	1.2	6.1	12.4	4
表观消费量	1491.5	1700.8	1773.6	1954.2	2067.2	2099.8
进口依存度	59%	58%	56%	55%	41%	36%

资料来源：CCF，中期研究院

### 三、上、下游市场情况分析

#### 3.1 煤制 EG 市场情况

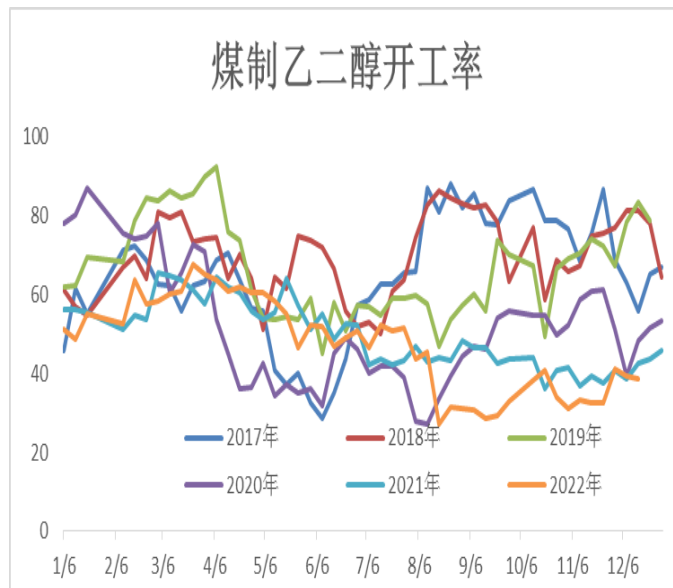
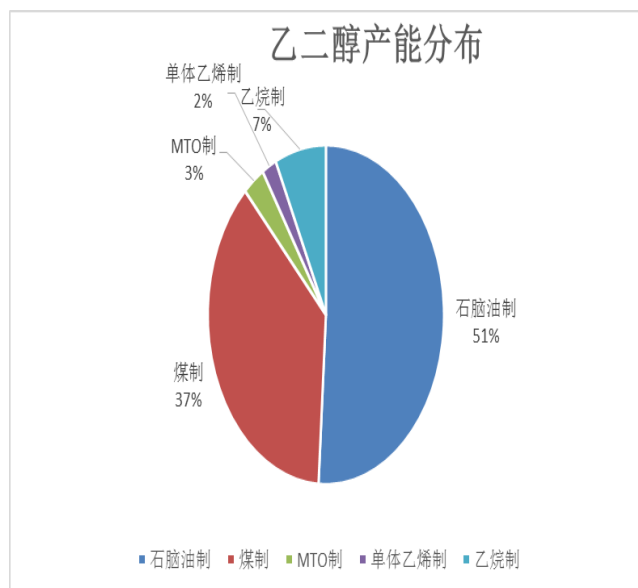
近五年来国内乙二醇产能保持较高增长速度，特别在 2022 年 12 月乙二醇总产能基数提升至 2472.5 万吨，煤制乙二醇总产能 1045 万吨。乙二醇主流生产工艺主要为，一体化（石脑油/乙烯法）、煤制乙二醇。其中一体化（石脑油/乙烯法）总产能占比 51%，煤制乙二醇总产能占比 37%，单体乙烯制占比 2%，乙烷制占比 7%，MTO 总产能占比 3%。

截止 12 月底，煤制乙二醇开工平均负荷在 47.66%。上半年原油价格长期运行于高位，煤制乙二醇整体竞争力提升，工厂生产积极负荷偏高运行。下半年乙二醇重心持续下移，击穿煤化工企业现金流成本，大部分工厂进行减产停车，并于 9 月前后煤制乙二醇开工负荷下降至 3 成下方，呈现年内低位。

图3-1：EG产能分布

图3-2：煤制EG装置开工率

(%)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

### 3.2 EG 下游聚酯

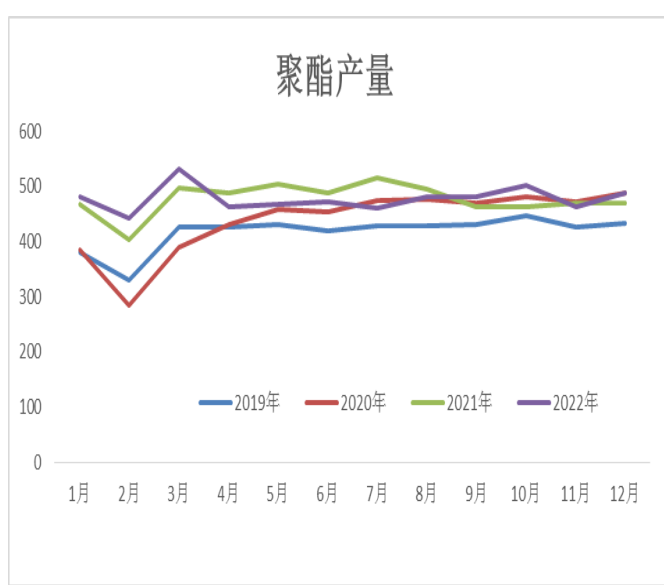
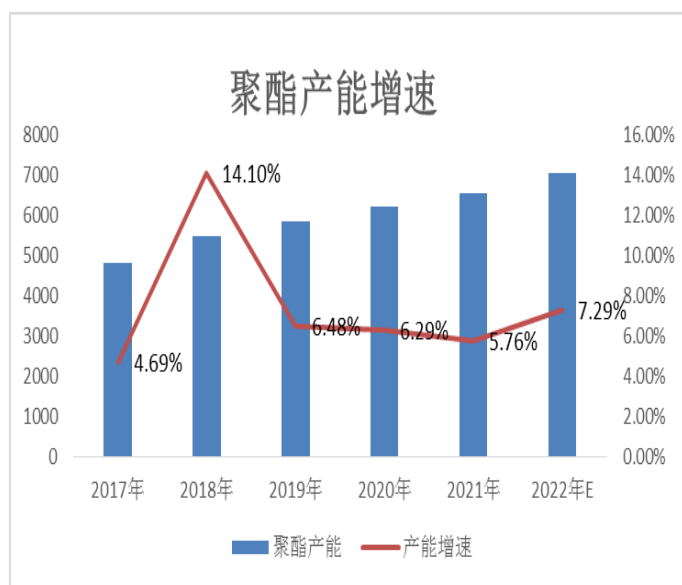
国内聚酯产能维持温和增长,12月底聚酯产能基数达到7034万吨,同比增涨7.3%。2022年聚酯新增产能投放507.5万吨,另外有60万吨老装置重启,合计产能新增567.5万吨,同时剔除长期停车装置89.5万吨,产能较2021年总增长478万吨。2022年聚酯累计产量预计5730万吨,较2021年下降66万吨,同比下降1.1%,10年来首次出现负增长。聚酯在低开工率及高产能基数的综合影响下,4-7月聚酯产量在460-470万吨左右;8-12月聚酯产量预计呈现略有增加状态,8-9月聚酯产量480万吨左右,10-12月聚酯产量预计490万吨左右。

图3-3: 聚酯产能增速

(%)

图3-4: 聚酯产量

(万吨)



资料来源: CCF, 中期研究院

表3-1: 聚酯2017-2022年供应变化

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年E
聚酯产能	4800	5477	5832	6199	6556	7034
产能增速	4.69%	14.10%	6.48%	6.29%	5.76%	7.29%
聚酯进口量	77	101	124	99	108	84
聚酯出口量	590	689	755	667	786	944
聚酯开工率	87.59%	89.03%	88.40%	87.74%	90.88%	84.33%

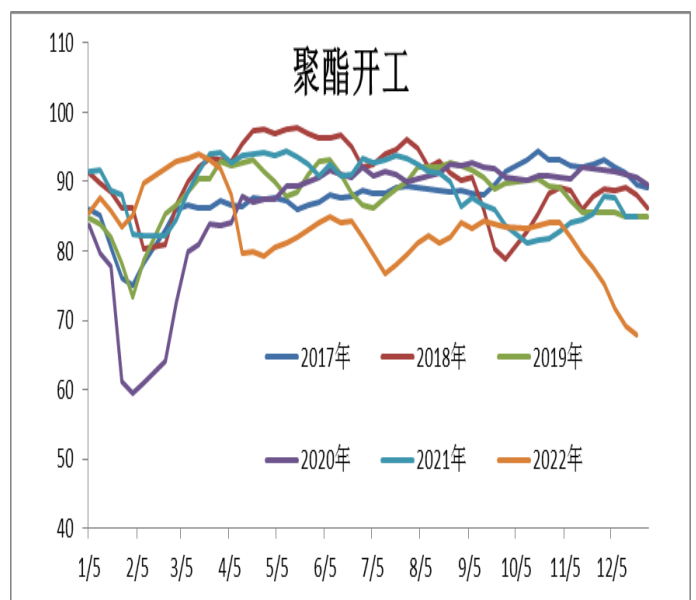
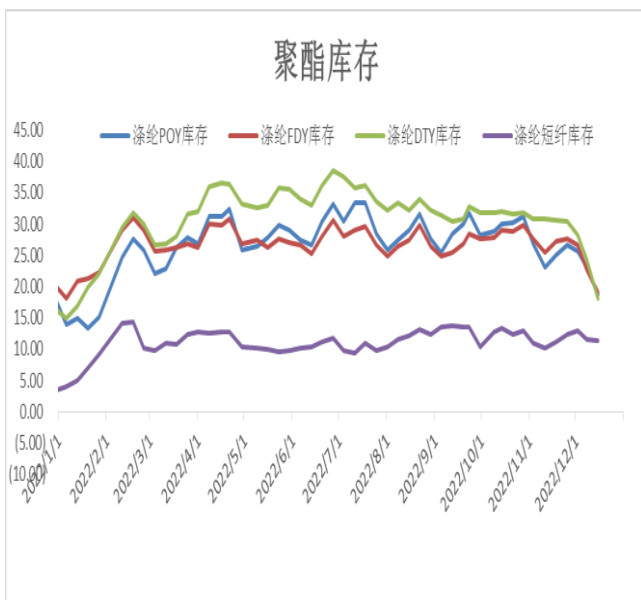


资料来源：CCF，中期研究院

2022年聚酯开工呈现先增后降的趋势，俄乌冲突导致成本端提升的背景下，聚酯负荷逐步上行，并在3月中旬创下年内新高至95%。随后海外宏观疲弱，终端需求持续走弱，聚酯工厂面临库存以及效益的双重压力，4月中下旬负荷快速下降至80%。下半年聚酯行业负荷维持在70-85%的低位水平，聚酯平均负荷达到84.33%，较2021年下降6%。

图3-5：下游聚酯库存 (天)

图3-6：聚酯开工率 (%)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

织造、加弹运行情况：2022年终端需求疲弱，织造端持续低负荷运行，而加弹新增产能增长新高，加弹大厂和小厂竞争加剧，大厂主动压低价格销售，小厂开工很难维持，效益持续偏低运行。2022年浙江加弹织机开工率为63%，远低于2021年79%的开工水平。下游整体织机开工率也同样多次创造历史同期低位。2022年浙江织机开工率为53%，远低于2021年69%的平均水平。全年整体来看，除一季度整体开工在历史同期中保持相对正常以外，二至四季度整体开工均处于历史较低水平。

POY、FDY、DTY 年末库存均高于 2021 年同期水平，POY 库存 25.2 天高于同期 5.1 天，FDY 库存 26.3 天高于同期 0.6 天，DTY 库存 29.2 天高于同期 7.9 天。

图3-7：加弹开工率 (%)

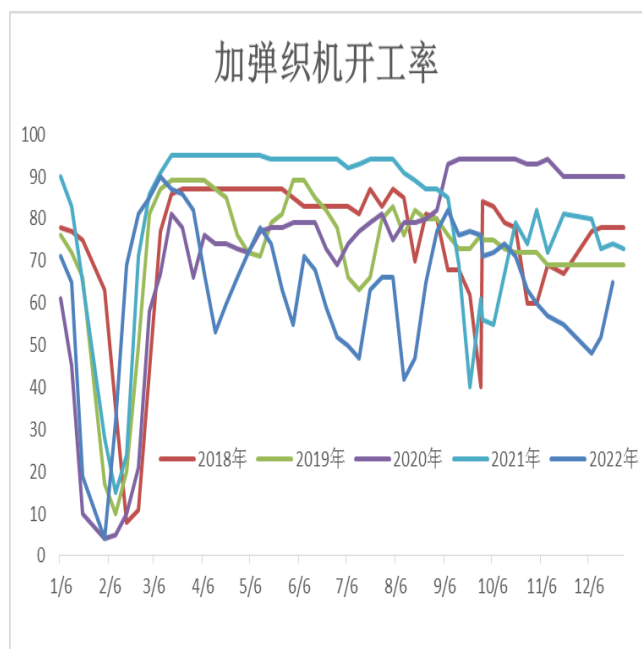
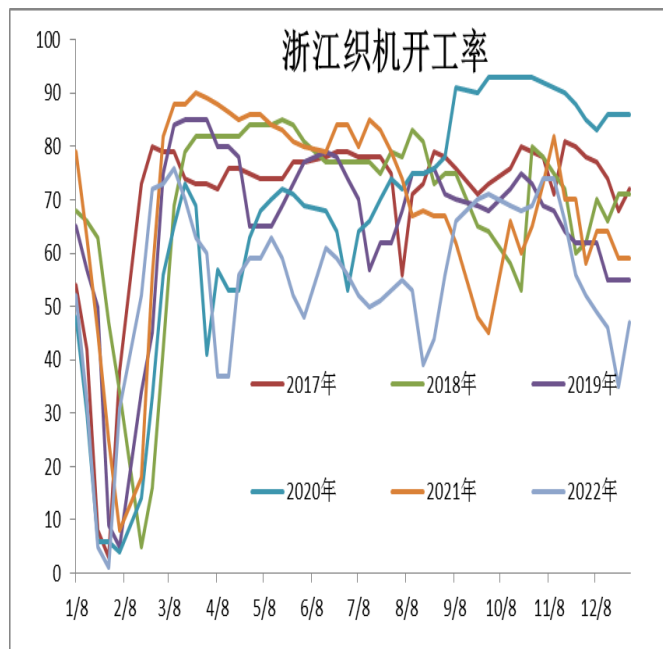


图3-8：织造开工率 (%)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

纺织服装出口：2022 年在疫情反复加剧、供应约束、海运费大涨、人民币升值等各种不利因素影响下，出口由需求旺盛、价格上涨、订单回流推动，实现超预期增长，纺织品出口额超过 3100 亿美元，超过 2014 年的水平，创历史新高。

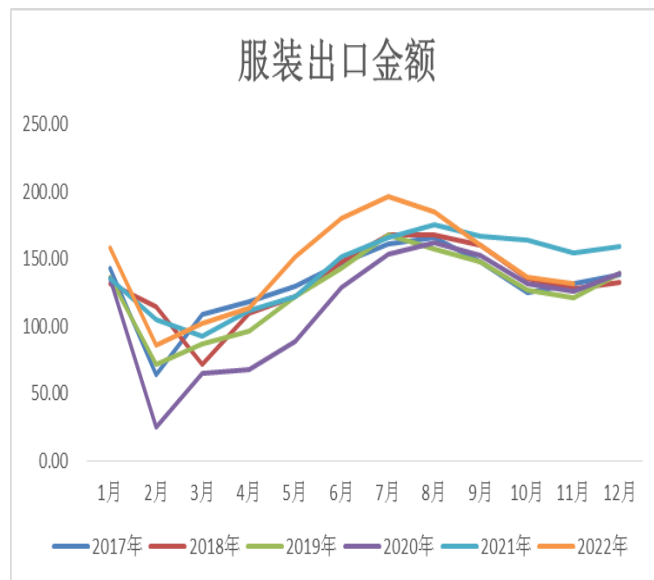
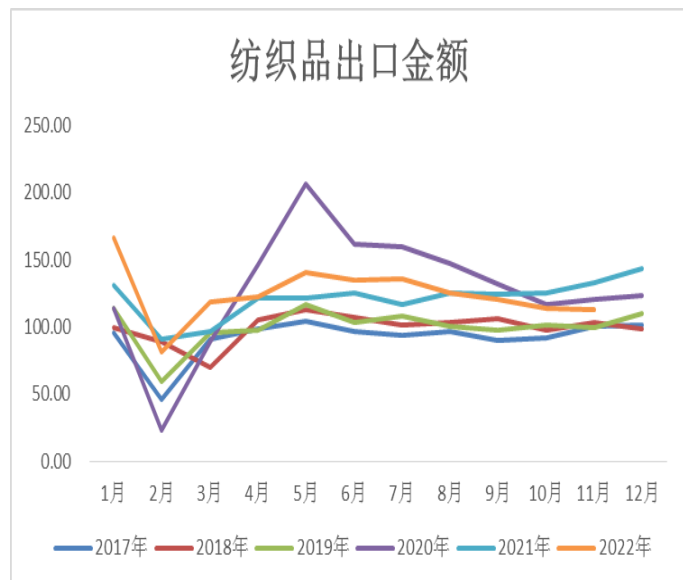
2022 年 1-11 月，纺织服装累计出口 2976.3 亿美元，增长 4.3%，其中纺织品出口 1369.3 亿美元，增长 4.6%，服装出口 1607 亿美元，增长 4.1%。

从 2022 年月度纺织品出口额同比增长情况来看，全年出口增速震荡回落，尤其是下半年不及上半年。自 2022 年 8 月开始，服装出口持续走弱，原因如下：一、2021 年由于东南亚疫情、订单突发回流导致基数较高；二、全球经济衰退和通胀持续推动国际市场去库存；三、经贸摩擦对中美贸易影响进一步显现；四、海外供应链恢复进一步带

动部分订单转出。

图3-9：纺织品出口金额 (亿美元)

图3-10：服装出口金额 (亿美元)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

内需：轻纺城成交数据来看，1-11 月轻纺城化纤坯布成交量累计同比下降 5.2%；同比 2015-2019 年 5 年均值下降 14.4%。分月来看，除三季度月均轻纺城成交量高于 2021 年同期，一、二季度以及四季度成交偏弱。主要原因为高通胀因素下，纺织服装这类可选择性消费品最先被居民消费所压缩。

图3-11：轻纺城成交量

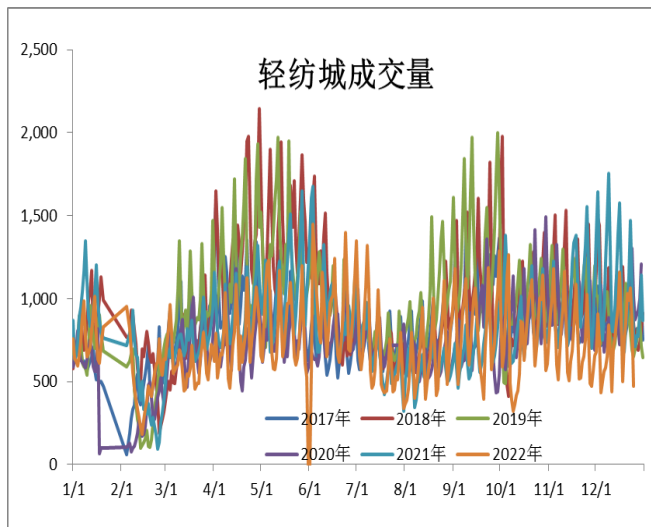
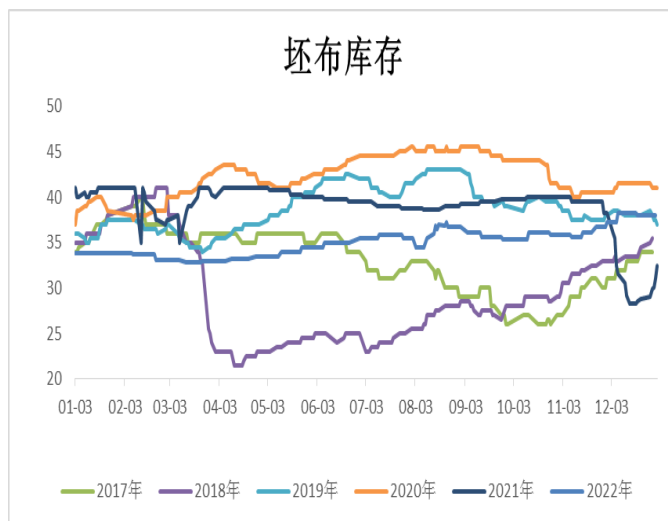


图3-12：坯布库存 (天)



资料来源：wind 资讯，中期研究院

## 四、EG2023 年供需预测

2023 年预计乙二醇新增产能 260 万吨，盛虹炼化 100 万吨、海南炼化 80 万吨预计 2023 年初试车运行，陕西榆林 40 万吨、宁夏宝利 40 万吨均有投产计划。

表4-1：2023年新增乙二醇产能

(万吨)

省份	企业名称	生产工艺	产能	投产日期
江苏省	盛虹炼化	乙烯氧化法	100	2023年初
陕西省	陕西榆林	煤基合成气法	40	2023年
宁夏	宁夏宝利	煤基合成气法	40	2023年
海南省	海南炼化	乙烯氧化法	80	2023年初
总计			260	

资料来源：中期研究院

2023 年聚酯行业运行依然复杂，一方面海外加息与通胀问题依旧存在，全球经济增速放缓面临衰退风险，而另一方面国内需求端将存在复苏预期，但整体来看不确定因素依然较多。从供应端来看，未来几年聚酯产业新增投产装置依然较多，预计 2023 年新

增产能将达到 1000 万吨，新投产装置主要以涤纶长丝、涤纶短纤和聚酯瓶片等。由于新装置可能延期投产老装置也可能退出市场，实际预计新增产能为 600-700 万吨，产能新增持续高位，由于未来终端需求复苏的方式复杂多变，行业供需格局难有大幅改变，预计 2023 年聚酯行业仍处于低谷周期。

表4-2：2023年聚酯新增产能

(万吨)

聚酯生产企业	产能	投产时间	品种
海南逸盛	60	2023年	瓶片
三房巷	150	2023年	瓶片
百宏	60	2023年	瓶片
重庆万凯	60	2023年	瓶片
恒力恒科	55	2023年	长丝
荣盛盛元	50	2023年	长丝
古纤道	65	2023年	长丝
桐昆洋口港一期	120	2023年	长丝
盛虹港虹	20	2023年	长丝
江苏轩达	25	2023年	长丝
新凤鸣新沂	150	2023年	长丝
逸达新材料二期	160	2023年	长丝
天龙新材料	20	2023年	切片
新凤鸣新沂	30	2023年	切片、薄膜
富威尔	20	2023年	短纤
吉兴	30	2023年	短纤
宿迁逸达	110	2023年	短纤
仪征化纤	23	2023年	短纤

资料来源：中期研究院

2023 年国内乙二醇产量预计 1574 万吨，同比增加 224 万吨，EG 产量增速为 15%，EG 国内装置进入投产周期后半程，投产增速放缓，部分国内煤制高成本产能退出市场。需求端，聚酯 2022 年预计产量增加 331 万吨，聚酯产量为 6061 万吨，聚酯产量增速为 6%。预计 2023 年进口量为 660 万吨，进口端台日韩货源被挤出，进口依存度或继续下降。由于下游聚酯多为家纺需求，作为房地产后周期的家纺的复苏预计要等到 2023 年下半年，总体来看内需修复仍需要时间。

表4-3：2023年EG供需预测

(万吨)

	乙二醇产能	开工率	产量	进口量	出口量	聚酯产能	聚酯开工率	聚酯产量	聚酯对乙二醇需求	其他消耗量	供应-需求
2017年	833.5	73.70%	611	874.9	1.81	4800	87.60%	4110	1376.85	103.6	3.64
2018年	1055.5	73.40%	693.1	981.2	0.42	5477	89.00%	4574	1532.29	115.2	26.39
2019年	1080.5	71.60%	764.8	994.2	1.17	5835	88.50%	5003	1676.01	126.1	-44.28
2020年	1583.5	67.30%	897	1065.9	6.08	6199	87.74%	5255	1760.43	132.7	63.69
2021年	2049.5	66.16%	1237	842.6	12.40	6536	90.62%	5770	1932.95	144.7	-10.45
2022年	2472.5	58.22%	1350	753	4.00	7034	84.33%	5730	1919.55	143	36.45
2023年	2732.5	64.00%	1573.92	660	5.00	7734	82.50%	6061	2030.44	150	48.48

资料来源：中期研究院

## 五、观点总结及操作策略

2023年预计乙二醇新增产能260万吨，盛虹炼化100万吨、海南炼化80万吨预计2023年初试车运行，陕西榆林40万吨、宁夏宝利40万吨均有投产计划。存量装置方面的产出增量主要为陕西榆林化学180万吨装置。EG国内装置进入投产周期后半程，投产增速放缓，部分国内煤制高成本产能退出市场。预计EG产量增速15%，聚酯产量增速6%，年度累库压力较大，EG利润压缩将会延续。

由于春节期间聚酯开工下降，下游进入传统淡季，供需矛盾突出。预计2023年进口量为660万吨，进口端台湾、日本、韩国货源被挤出，进口依存度或继续下降。由于下游聚酯多为家纺需求，作为房地产后周期的家纺的复苏预计要等到2023年下半年，总体来看内需修复仍需要时间。

策略 EG2305 合约仍保持逢高空配为主，上半年乙二醇在高库存、低需求、供应过剩压力下延续低位运行，下半年随着需求复苏预计乙二醇先进行估值修复，中长线仍作为空配。



## 第三部分 黑色金属

### 钢材：柳暗花明 待预期兑现

#### 内容摘要：

2022 年钢材价格“N”字走势，基本围绕“强预期”与“弱现实”博弈，同时受海外地缘政治与加息周期影响，四季度房地产融资和防疫政策优化恢复部分市场信心，整体价格重心较 2021 年下移。

2023 年随着疫情影响退散，稳经济一揽子政策措施落地见效，生产与消费都有望迎来修复，钢厂利润有望回升。供给仍是按需定产、根据利润安排生产节奏，边际放缓的外需须要内需进行对冲。明年房地产在政策提振下有望筑底，但传导到大幅提振需求仍要时间，行业慢修复下房建用钢仍有压力；基建续力提供需求“安全垫”；汽车和家电消费有望在扩大内需战略引导下继续回补。明年钢材消费可能平弱运行，供需格局预计先松后平衡，价格运行区间为 3500~5100 元/吨，价格能否进一步上行则需看强预期的兑现情况。

## 一、行情回顾

2022年钢材价格“N”字走势，基本围绕“强预期”与“弱现实”博弈，同时受海外地缘政治与加息周期影响，价格先上后下。四季度稳增长政策再加码，房地产强心剂恢复部分市场信心，全年价格重心较2021年下移，走势大致可分为三个阶段：

**第一阶段：稳增长政策强化预期，钢材价格连续上行。**2021年底房地产行业边际松绑，在经济三重压力下稳增长政策发力，经济转暖预期令市场对未来价格乐观，加上去年冬储库存不高，冬奥结束后钢厂复产铁水筑底回升，正反馈下与炉料端共振上行。俄乌冲突加剧，海外上游工业品价格大幅上涨，输入型通胀推升国内商品价格。3-4月国内疫情拖累“金三银四”需求，多部门合作保货运保物流畅通，市场认为疫情阶段性影响大不，并对疫后有需求集中释放的乐观预期，并未交易基本面，叠加宏观利好，价格短暂回调后回归高位。

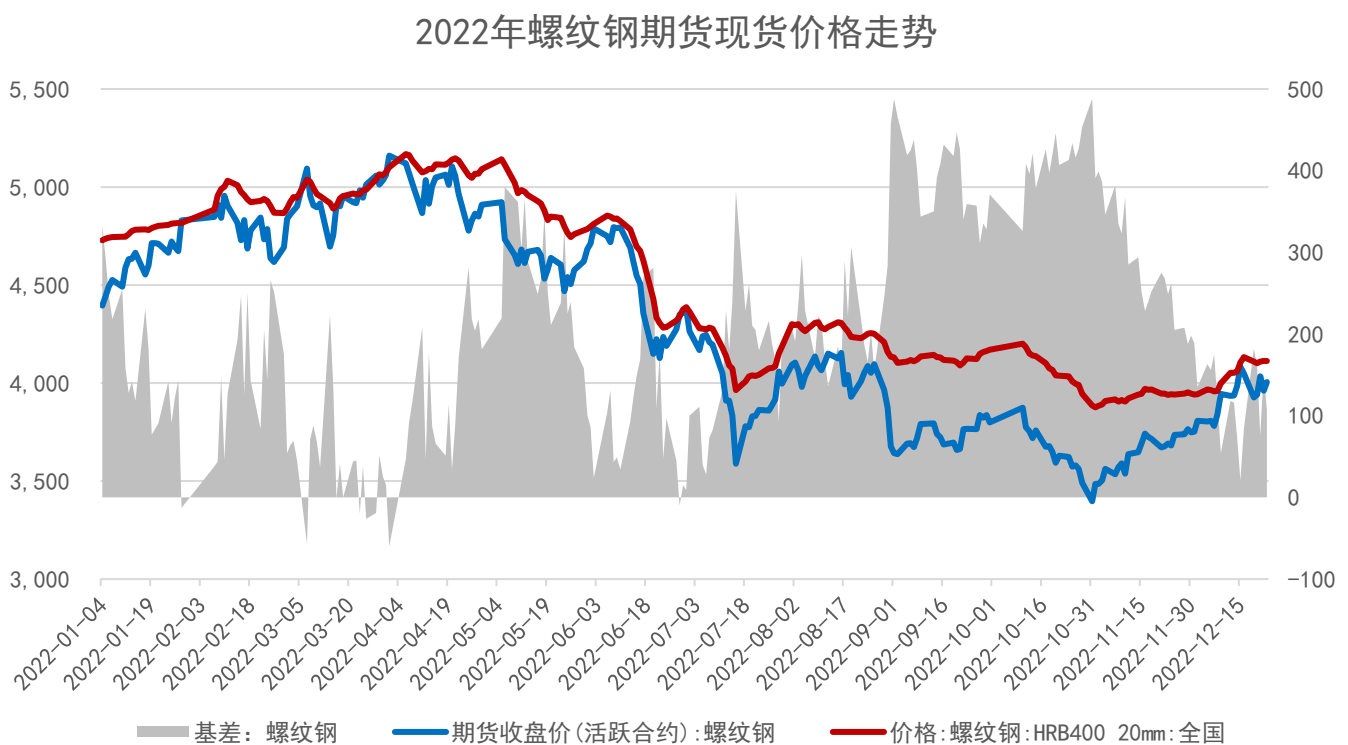
**第二阶段：需求不及预期，内外风波不断，价格下修。**疫情的负面作用长于市场预期，疫情好转后需求并未出现明显回补，地产端迟迟不见改善，4月经济数据多项表现不佳，部分指标下滑至全年低点，市场对经济基本面做出下修。上游价格高企挤压钢厂利润，加上需求走弱，减产负反馈下原料端支撑松动，底部塌方价格开始下挫。另外，海外流动性收紧引发衰退预期，海外大宗商品先行下跌，带动国内商品价格走弱。7月房地产“停贷”风波显现，购房者信心丧失与房企融资困境重创黑色板块，钢材价格快速走低。

**第三阶段：小步回升企稳后再度下挫，政策面再迎利好。**弱基本面与低利润下钢厂在二季度逐步开始检修降产，长短流程主动减停产缓解基本面矛盾，以降库应对价格下行，价格随之超跌反弹。需求随着基建项目的开工有所修复，但盛夏高温限电压制复产

规模，天气影响施工，地产预期不明朗，钢材进入多空博弈的震荡期。国庆节后疫情再次散点复发，传统旺季需求不旺打击市场，钢材盈利恶化，期螺主力合约价格跌破 3500 下探至 3397。11 月出现超预期政策利好，除防疫政策优化外，房地产融资纾困迎来第二与第三支箭。防疫“二十条”和金融支持房地产“十六条”相继出台，月末监管重开房地产行业股权融资闸门。市场信心得到有效提振，再度交易积极预期，钢材价格小步回升。

今年现货价格基本强于期货价格，一季度价格上行阶段期现价差不大，但传统需求旺季成色不足，特别是九、十月份表现平平，疫情反复房地产行业低迷，市场信心较差，期货端价格下移明显，因此基差也多月保持在高位，“强预期”在年末重回主导才引导基差向下收敛。

图 1-1：2022 年螺纹钢期货现货价格走势(元/吨)



资料来源：Wind，中期研究院

## 二、宏观政策

### 2.1 宏观：经济触底反弹 继续修复之路

2022 年整体经济呈现弱修复，稳增长刺激政策力度大、节奏快，但疫情扰动下复苏之路犹显波折。2023 年随着疫情防控优化措施落实落细，稳经济一揽子政策措施落地见效，生产生活将恢复至健康状态，工业制造与企业利润有望加速回升。预计 2023 年宏观政策将继续推动经济巩固回稳基础，更好地统筹疫情防控和经济社会发展，扎实落实稳经济各项政策措施，着力稳增长、稳就业、稳物价，着力激发市场活力，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长。另外，中央经济工作会议要求把恢复和扩大消费摆在优先位置，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，更加详尽的拓消费政策值得期待。

### 2.2 地产政策：易松难紧 最难时期已过去

从 2021 年四季度开始，房地产融资政策边际松绑；今年前三季度各地“因城施策”，从需求端放松限购限贷，央行也出手引导按揭贷款利率下调；11 月房地产融资纾困政策密集出台，金融支持房地产“十六条”亮相，而后监管重开房地产行业股权融资闸门，供给侧“三支箭”（银行信贷支持、债券融资支持、股权融资松绑）合力缓解房企短期融资压力。金融支持房企政策除了帮助房企减轻流动性压力、推动“保交楼”工作加快落实外，也能帮助稳定市场信心，而乐观预期正是房地产投资转负为正、扭转景气度的主要动力。为继续稳固并发展经济，我们认为明年地产政策易松难紧。当前房地产行业并未脱离低迷状态，供给端自筹资金占比较大的非标融资缺位，销售端居民购房能力与

购房信心仍偏弱，而“房住不炒”的定调也消去大多投机性需求。房地产政策可能需要续力以助推“销售底”的形成，加快投资拐点的出现。

## 2.3 基建政策：继续托底经济

今年基建政策力度大、节奏快，除全年新增专项债 3.65 万亿元外（其中提前批 1.46 万亿），还增加了 5000 亿元专项债结存限额，实际规模达到 4.15 万亿元。今年已发行专项债券的项目开工率达 95%，已使用的专项债券规模较去年同期大幅提升。另外我国全力推进政策性开发性金融工具支持重大项目建设，据发改委消息，截至 11 月底，两批共 7399 亿元金融工具支持的 2700 多个项目已全部开工建设；全年 6400 亿元中央预算内投资已全部下达完毕，项目开工率达近 5 年最高水平。与此同时，国家发改委已审批核准 106 个重大项目、总投资约 1.5 万亿元。考虑到当前稳增长压力仍然较大，2023 年专项债规模很难进一步减少，今年基建投资是投资增速主要拉动项，在明年房地产投资较难出现明显改善的预期下，将继续起到支撑投资、托底经济的作用。近期多地政府陆续披露了 2023 年 Q1 地方债发行计划，发行高峰可能跟今年一样集中在第二季度。另外，若明年不动用专项债结存限额，政策性金融工具存在加码的必要性，基础设施基金、专项再贷款等融资工具将续力基建发力、稳固经济增长。

## 2.4 财政与货币政策：财政加力 货币有力

12 月 15 日和 16 日的中央经济工作会议要求，明年要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，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。稳健的



货币政策要精准有力，要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。财政加力、货币有力，我们认为明年的财政赤字率较今年将有所提升，准财政活动继续实施，货币政策保持平衡偏宽至经济与社融呈现有效且稳定的回升，二者合力确保社会总需求得到有效支撑。

### 三、供应与库存：

#### 3.1 供给：生产恢复正常

1-11月全国累计生产粗钢9.35亿吨，同比下降1.40%；生产钢材12.26亿吨、同比下降0.70%。一季度环保错峰生产和冬奥两会限制了产量的上行幅度，下半年开始，在需求不及预期与利润压缩下，短长流程先后主动调整检修计划，以降产缓解供需矛盾。今年全年高炉与电炉开工率近期明显低于往年，主要因钢厂利润受到大幅挤压，上半年也是电炉先于高炉陷入亏损，开工率先于高炉进行调整，后面电炉开工率虽回升但因废钢回收困难与夏季高温限电，反弹速度与幅度有限。由于全年生产力度不强，粗钢和钢材产量累计增速在部分月份甚至跌至负数，2021年的“双碳”“能耗双控”限制压力在今年体现不强，更多的是钢厂主动性减产而非被动。明年随着疫情影响退散，生产活动恢复正常，整体粗钢和钢材产量较今年将回升。“双碳”目标是长期计划，政策上不会完全放任产能释放，特别是碳排放更大的长流程可能仍会受到环保政策限制，不过稳增长依然是政策中心，经济若承压较大，行政性限产要求可能会让步于经济。

我国经济韧性强、潜力足，预计明年依然是供给端先于需求端回升，产量仍是按需定产、根据利润安排生产节奏，增速增幅还是看明年钢厂利润改善情况。

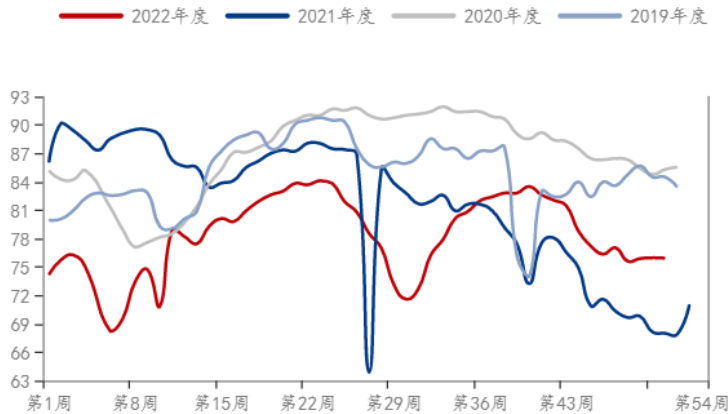


图3-1：高炉开工率 (%)

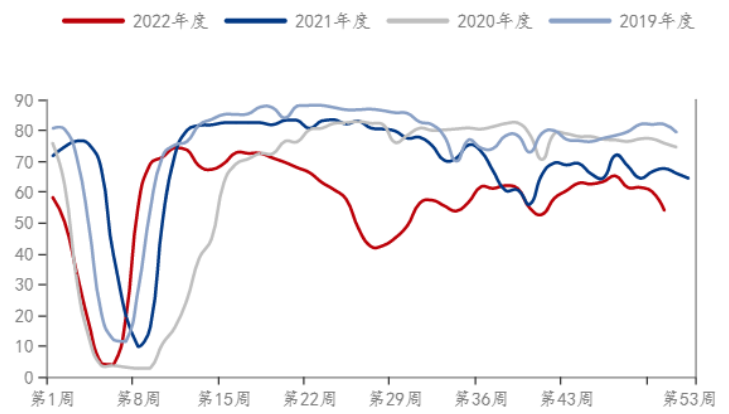
图3-2：电炉开工率 (%)

(%)

高炉开工率



电弧炉钢厂开工率

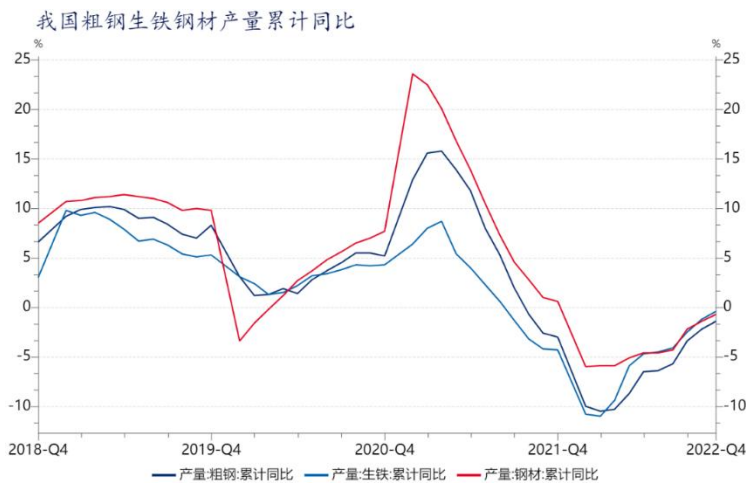


资料来源：钢联数据，中期研究院

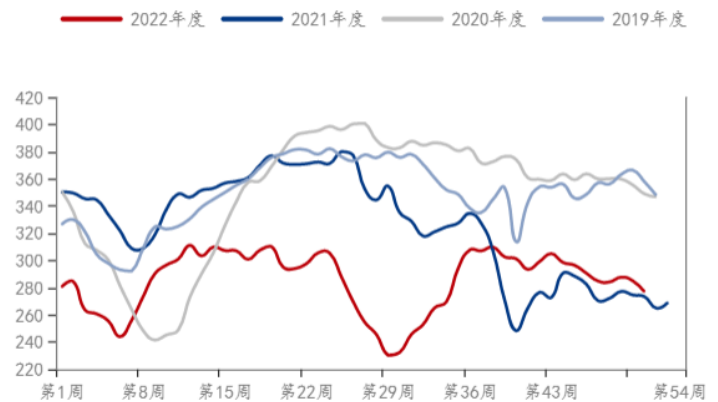
图3-3：我国粗钢生铁钢材产量累计同比 (%)

图3-4：螺纹钢实际产量 (万吨)

(万吨)



螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量：中国 (周)



资料来源：钢联数据，Wind，中期研究院

### 3.2 利润：继续修复 空间较窄

2022年“三重压力”对工业经济影响较大，受疫情反弹和需求不足等因素影响，工业生产有所放缓，企业经营压力加大，1-11月中国规模以上工业企业利润总额77179.6亿元，同比下降3.6%，好在利润结构持续改善。今年房地产景气度低迷，没有需求支持，

成本端价格向下游传导不畅，钢铁行业利润同比降幅较大，1-11月黑色金属冶炼和压延加工业利润 229.2 亿元，同比降 94.5%，钢厂更是在下半年价格连续下跌中出现长时间亏损。

废钢今年消耗量和价格重心均有所下降，一是利润收缩钢厂主动降产减少废钢消费，二是疫情影响下废钢资源减少。有机构统计今年长短流程钢厂废钢消耗量均同比降幅近 30%。相比于钢厂议价能力较弱的焦煤焦炭，废钢价格会受到钢厂利润压力转移影响，终端需求的负反馈能相对畅通地传导到原料废钢价格上，我们认为明年废钢消耗比例较今年可能小幅回升，如果明年终端表需难有大幅改善，则废钢价格中枢可能难有明显回升。煤炭产能扩张较为有限，国家发改委副主任在煤电油气运保障工作部际协调机制第十一次会议上明确表示，当前我国煤炭产能过剩的局面还没有实现根本改变，坚定去产能决心不动摇，积极推动煤炭行业结构调整、转型升级和优化布局。去产能叠加已处近十年来低位的炼焦煤库存，使炉料价格中枢难以下移，但是今年“保供”政策下煤炭产量提升明显，价格上方也有压力。各机构对 2023 年铁矿价格的判断多为中枢下移，海外经济衰退全球铁矿石需求量转降，而供应并没有大幅减少。综合来看上游成本支撑的强度犹有韧性。

2023 年钢厂利润有望随着经济稳增长得到改善，将延续和上游瓜分利润的博弈，利润中枢可能回归至盈亏平衡线上方，修复空间还是得看明年需求能得到多少改善。

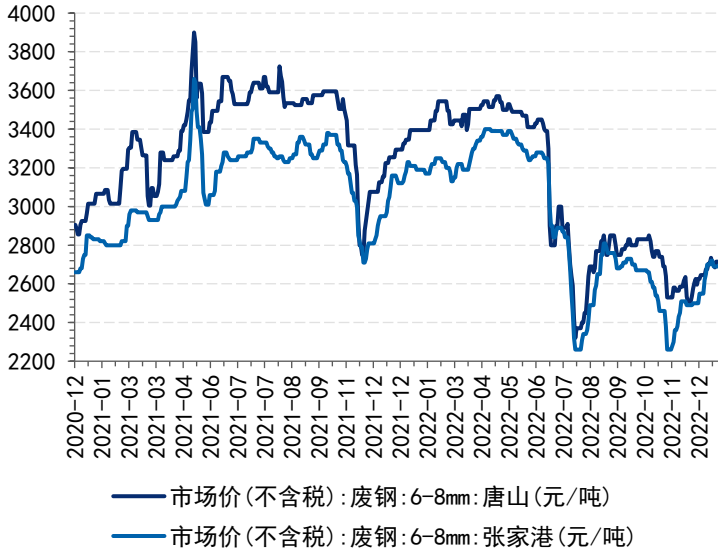
图3-5：废钢价格走势

(元/吨)

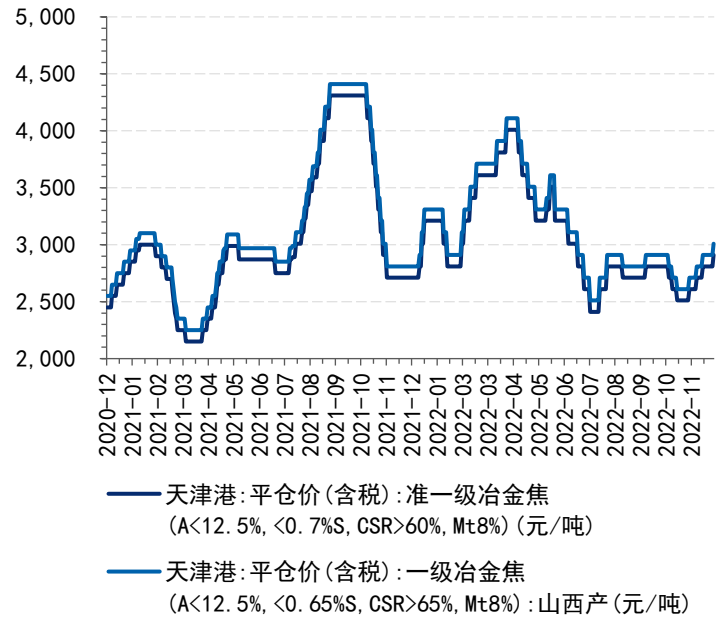
图3-6：焦炭现货价格走势

(元/吨)

废钢价格走势



焦炭现货价格走势

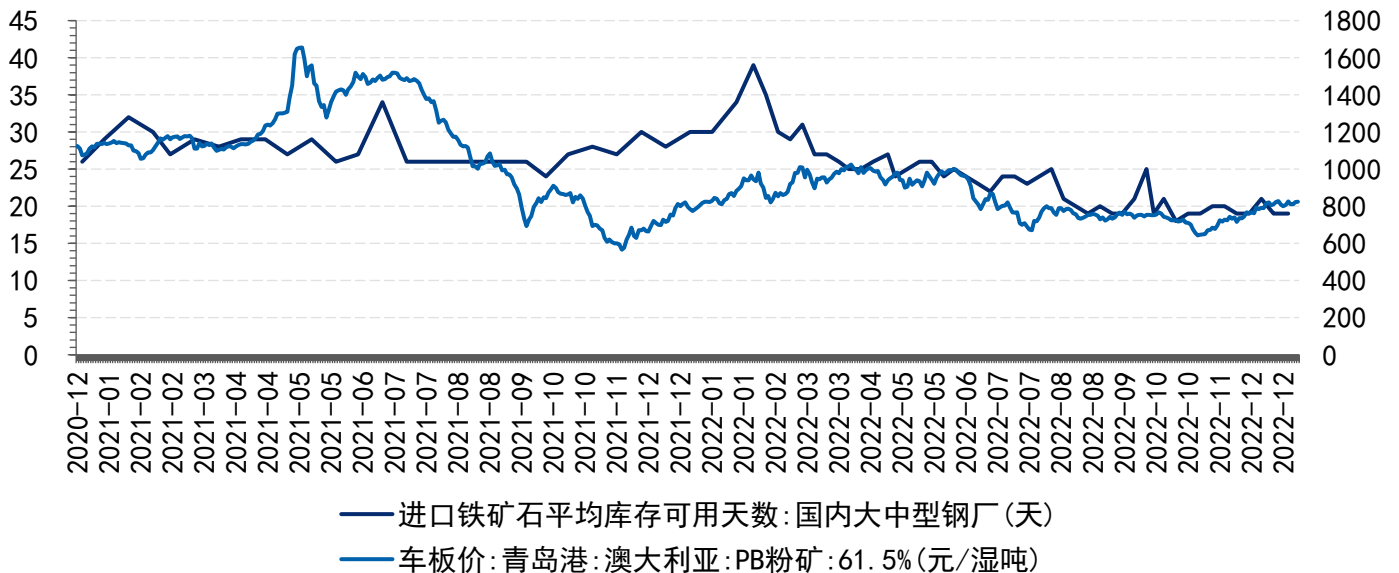


资料来源: Wind, 中期研究院

图3-7：钢厂铁矿石库存与铁矿价格走势

(天, 元/湿吨)

钢厂铁矿石库存与铁矿价格走势



资料来源: Wind, 中期研究院

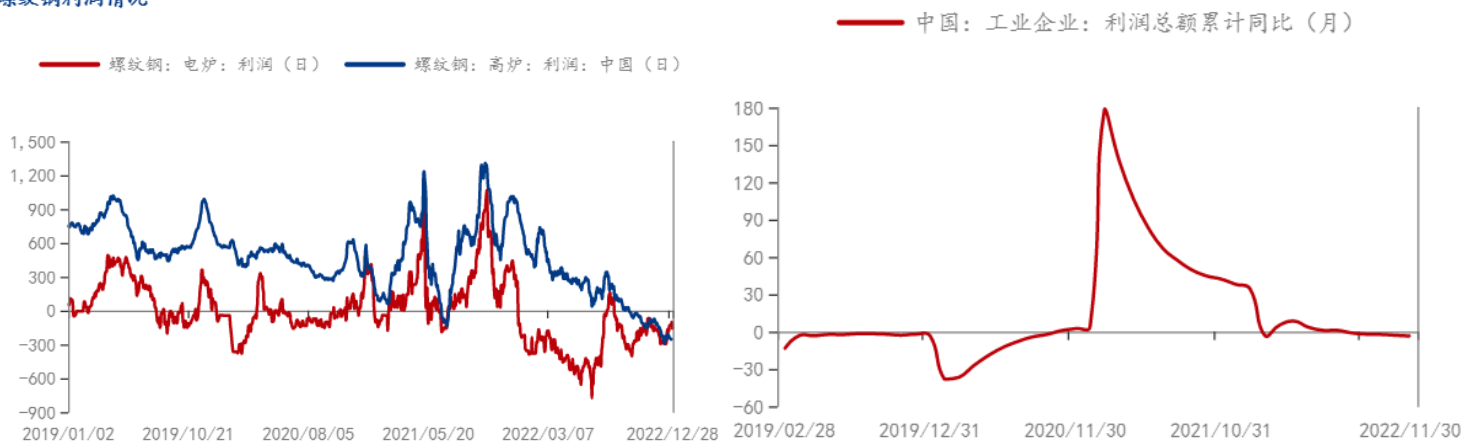
图3-8：螺纹钢利润情况

(元/吨)

图3-9：2022年工业企业利润低位运行

(%)

螺纹钢利润情况



资料来源：钢联数据，中期研究院

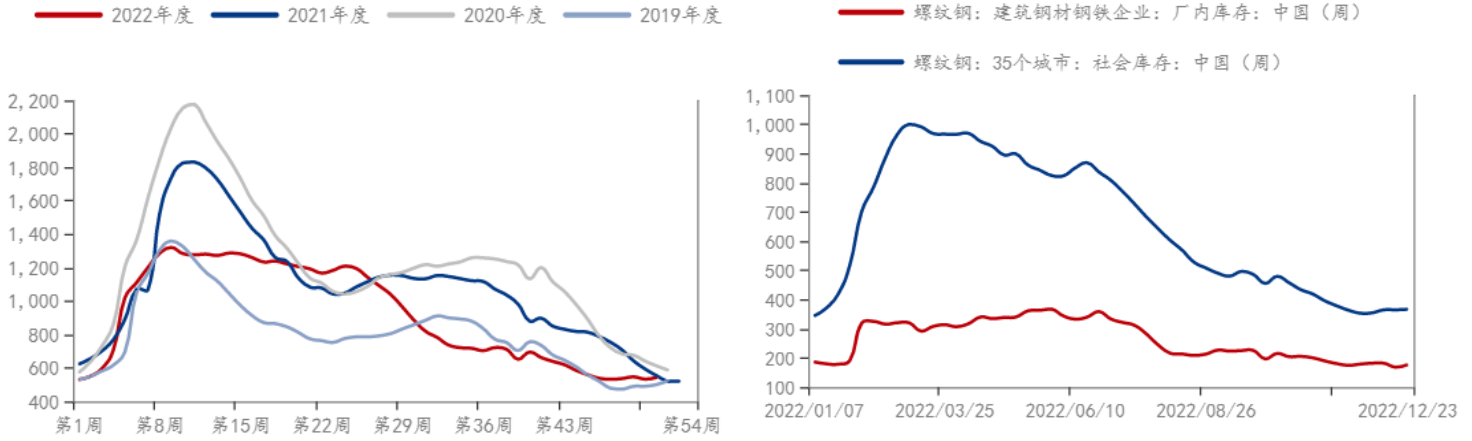
### 3.3 库存：谨慎预期下库存灵活调节

今年经济与行业形式下，钢厂与贸易商心态谨慎多于乐观，厂库与社库基本维持低位，这也对价格形成支撑没有造成失速性下行。螺纹钢库存走势出现与往年背离，先是年初累库幅度不及往年，三、四月也没有走出季节性去库，七月主动减产缓减供需矛盾，往年累库阶段今年呈现加速去库，“金九银十”成色不足，价格下挫令库存整体低位运行，体现出厂家与商家在弱现实下对库存的灵活调整。今年冬储偏谨慎，预计春节前后依旧保持低库存状态，明年年初供给端大概率先于需求恢复，库存则可能转向主动建库，需求虽然有基建项目施工支撑，但地产端仍有不确定性，谨慎心态下出现大幅累库概率不大。

图3-10：螺纹钢库存季节性走势（万吨） 图3-11：2022年螺纹钢社库与厂库走势（万吨）

螺纹钢：库存：中国（周）

螺纹钢社库和社库走势

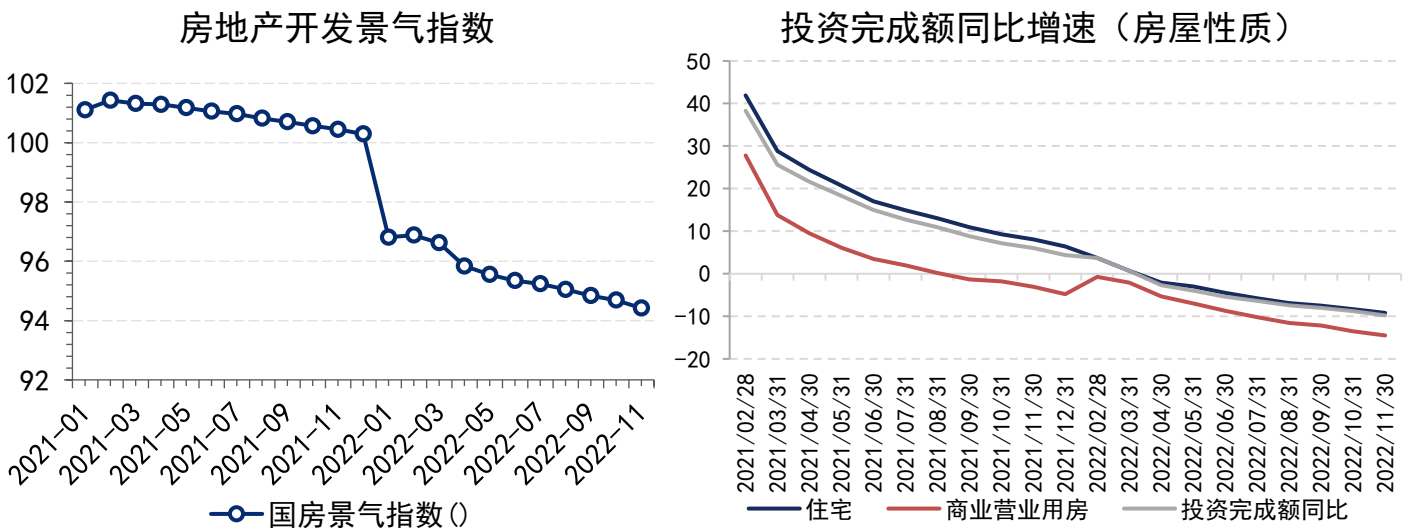


资料来源：钢联数据，中期研究院

## 四、需求分析：

### 4.1 房地产：慢修复 房建用钢仍有压力

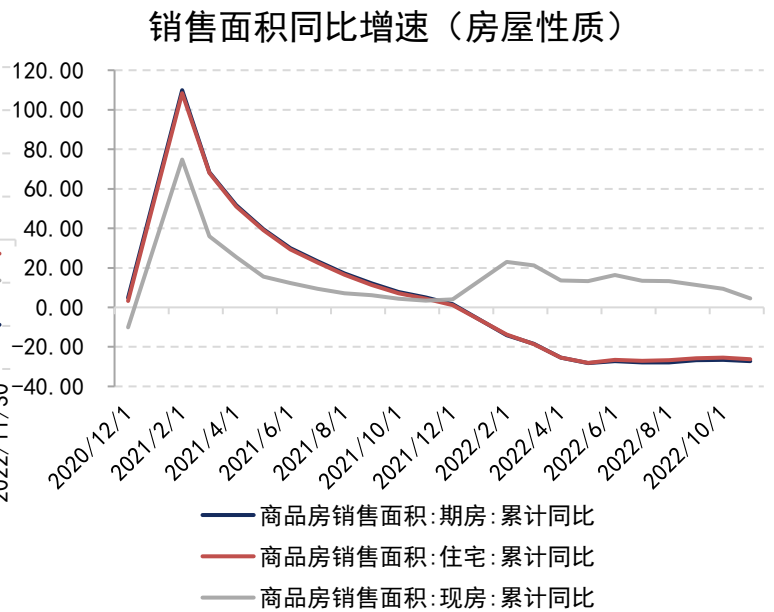
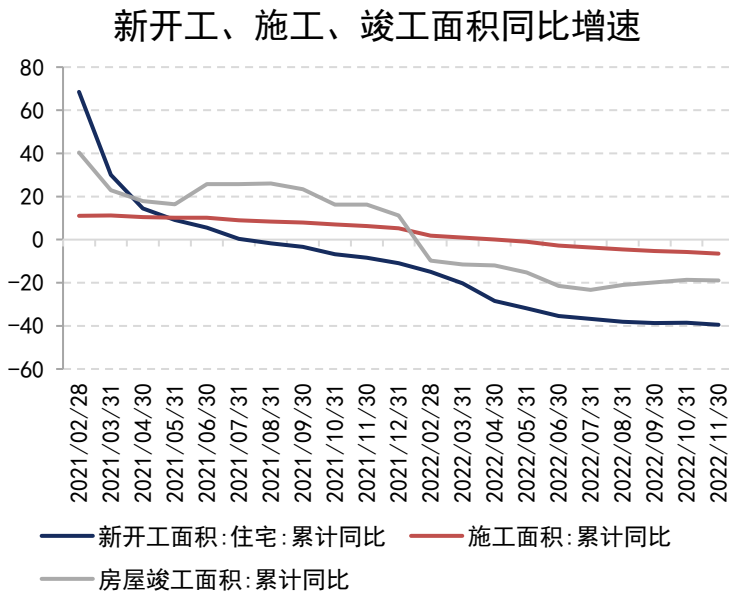
图4-1：房地产开发景气指数 (%) 图4-2：投资完成额同比增速（房屋性质） (%)



资料来源：Wind，中期研究院

图 4-3: 新开工、施工、竣工面积同比增速 (%)

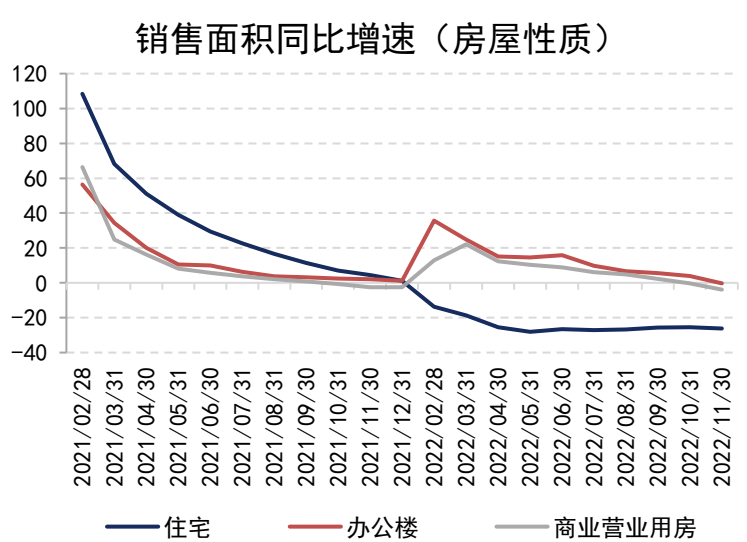
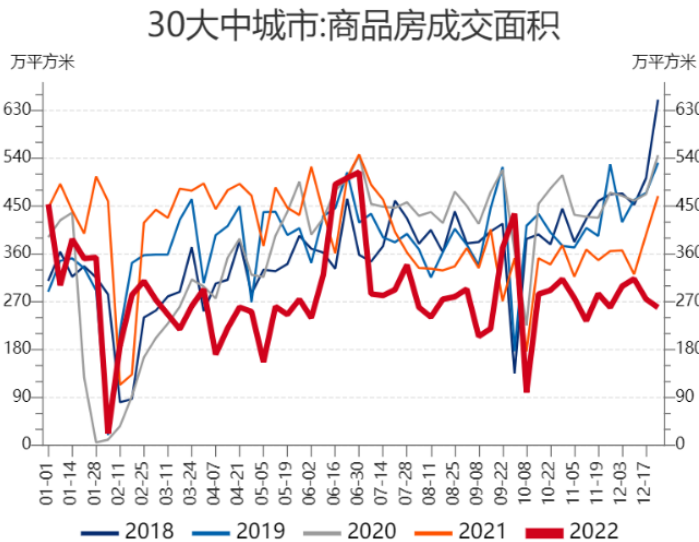
图 4-4: 销售面积同比增速 (房屋性质) (%)



资料来源: Wind, 中期研究院

图4-5: 商品房成交与往年相比 (万平方米)

图4-6: 销售面积同比增速 (房屋性质) (%)



资料来源: Wind, 中期研究院

今年房地产行业整体低迷, 建筑用钢需求明显低于往年, 季节性规律失调。下半年



在保交付政策导向下，部分项目重新被激活开工，并且 11 月密集出台宏观利好政策，但新开工、施工、竣工面积在疫情影响下 11 月单月同比降幅较 10 月继续扩大。由于新开工持续大幅下降，存量施工项目持续减少，地产前端的不景气拖累全年用钢需求。

房地产融资政策改善提振市场信心，不过资金重心更多放在“保交楼”“保交付”上，在建项目转为竣工，明年竣工可能更快出现拐点，继续盘活存量项目，竣工端需求有望回暖。虽然四季度拿地有一定程度的边际改善，但明年新开工修复可能也较难在上半年出现明显回弹。投资端需要的复苏时间可能更长，房企受资金用途监管可能仍然无力拍下增量土地并进行业务扩展，债股权融资虽松绑但占比较大的非标部分缺位，期房回款又受限于当前疲弱的居民购房信心，期房销售面积累计增速全年为负。因此如果销售端没有明显好转，房地产本质性转强还需更长时间。销售端来看，商品房销售近月依旧在低位徘徊，明年如果有更大力度的刺激政策将能迎来回弹，但如果居民购房能力和购房信心仍得不到提振，商品房销售改善空间有限。“房住不炒”的定位下投机需求大多消失。今年居民财富水平受到冲击，消费能力有所减弱，居民杠杆率在前期大幅加杠杆后上行空间压缩，购房能力将取决于就业和收入的改善，这些则要看明年经济能否尽快回到健康增速，这也对信心的建立起到关键作用。从商品房库存看，当前库存不算高，商品房销售的回升可能会带来一定的补库需求，但是目前商品住宅库存周期相对较长，房企主动增加供给的意愿难有积极预期。另外 2021 年期间新开工对库存的消耗量较小，明年新开工即便回升，存量规模可能不足以开启强有力的补库。

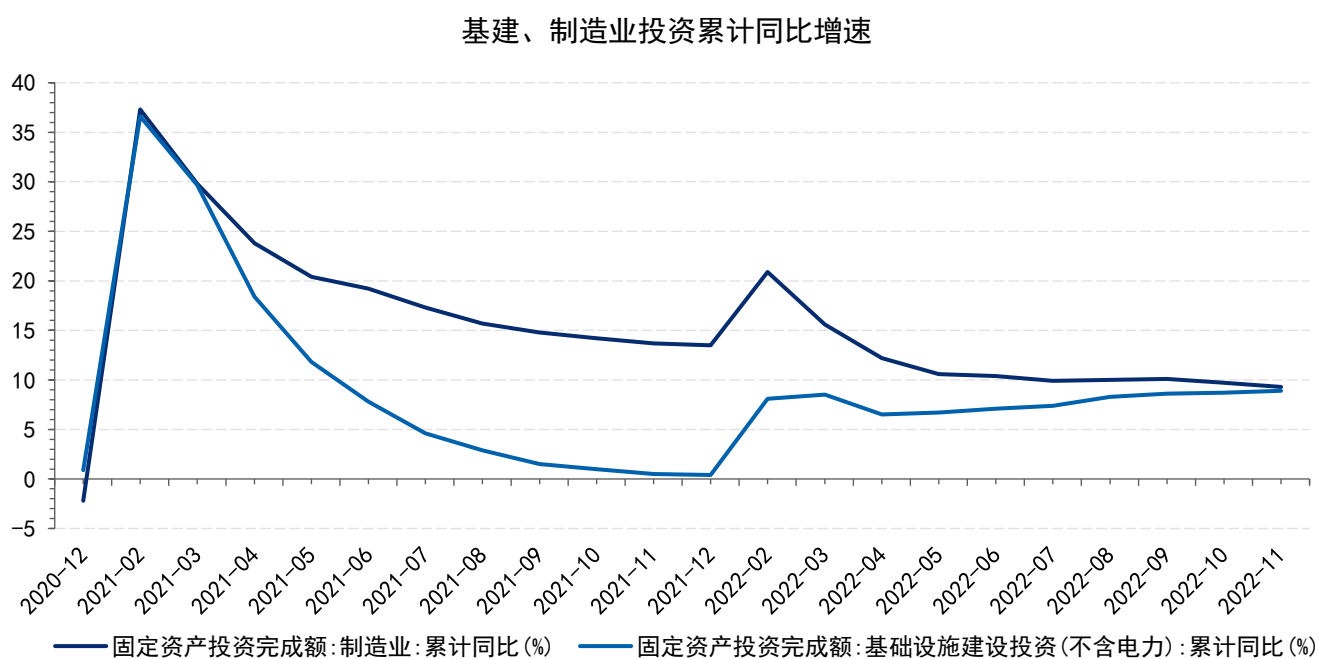
综上，我们对于明年建房用钢的回升还是持相对谨慎态度，房地产端的需求偏弱或持稳运行。存量转竣工带来的用钢需求在短期被激活，竣工面积或将迎来明显修复性增长。但如果新开工改善不佳则中长期需求难有持续，下半年如果销售回暖则需求将有上

行潜力。当前预期顶的比较足，在地产走势不明朗的情况下仍可能再次出现现实不兑现的预期差。

## 4.2 基建与制造业：基建继续托底对冲 制造业扩张可能放缓

图4-7：基建、制造业投资累计同比增速

(%)



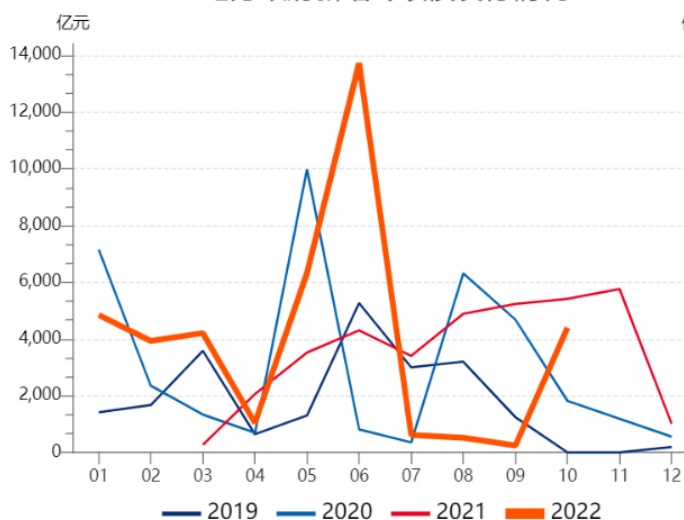
资料来源：Wind，中期研究院

图4-8：地方政府新增专项债发行情况（亿元）

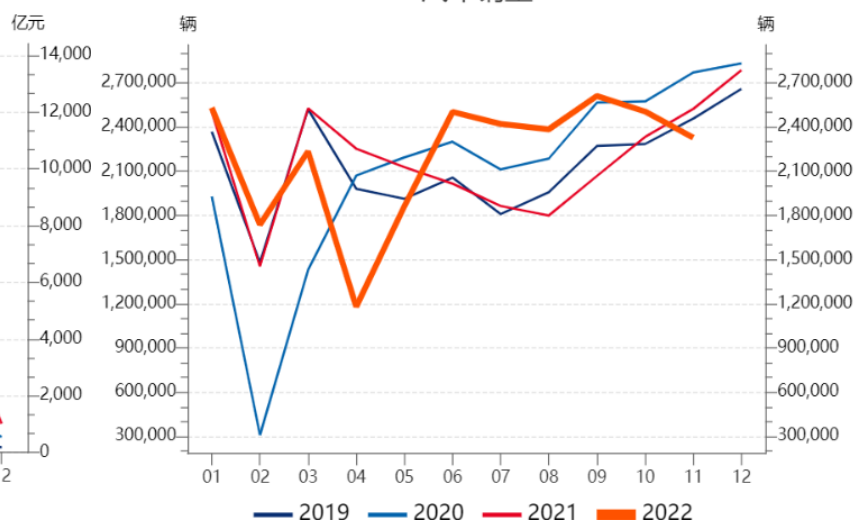
图4-9：汽车销量（辆）

（辆）

地方政府新增专项债发行情况



汽车销量



资料来源：Wind，中期研究院

钢联研究显示，基础设施建设在钢铁总消费量中的占比约为 17%~20%。今年基建投资加码，专项债靠前发力，前 11 个多月地方专项债发行已突破 5 万亿，创专项债发行历史新高，以托底经济大盘，扩大有效投资。地方债提速扩容下，带动一大批重大基建项目落地开工，据 Mysteel 不完全统计，2022 年 11 月全国各地共开工 5008 个项目，环比增长 77.09%；截至 11 月，除 3 月、6 月和 10 月，其它月份项目开工投资额均超 2021 年。根据金融机构测算，今年新增专项债中超过六成投向基建领域，与去年末相比上升 3 个百分点。今年粗钢与水泥产量增速差距体现出基建端大幅对冲了今年需求羸弱的房地产。

考虑到明年经济压力犹存，基建可能继续起到稳盘和加固的作用，新增专项债以及政策性金融工具类的准财政活动可能延续，稳定基建投资不出现大幅下滑，钢材消费底部有夯实支撑。但由于今年基建基数较高，以及偿息压力下新增专项债规模增长有限，2023 年基建投资增速可能有小幅回落，基建带来的需求边际增长可能难以大幅增加。

我国一般在经济面临较大压力时，集中出台汽车消费政策。比如 2008 年金融危机，加大技术改进方面的投资力度、减征购置税、新能源车购置补贴试点、汽车下乡购置补贴、换新补贴等；2014-2015 小排量车减征购置税 2.0、新能源车免征购置税、新能源车购置补贴延长并退坡、取消新能源车限行限购；2020 年至今，延长新能源车购置税免征期与购置补贴期、鼓励老旧汽车报废更新、放宽限购、改善汽车消费环境、阶段性减征部分乘用车购置税等。年中汽车消费刺激政策下汽车销量走高至近 4 年高位，但需求的集中释放也透支了部分未来，政策效果边际减弱，9 月起销量走出反季节性下滑。明年可以观察《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》的细化和落实中，是否继续增量汽车消费政策，我们认为在经济回暖与政策引导下汽车消费可能保持强劲，但没有更多刺激政策，消费继续增长的能力有限。制造业投资增速可能小幅放缓，内外需与利润低位阶段企业主动扩产意愿不强，不过政策支持下先进制造领域的资金投入不会少。

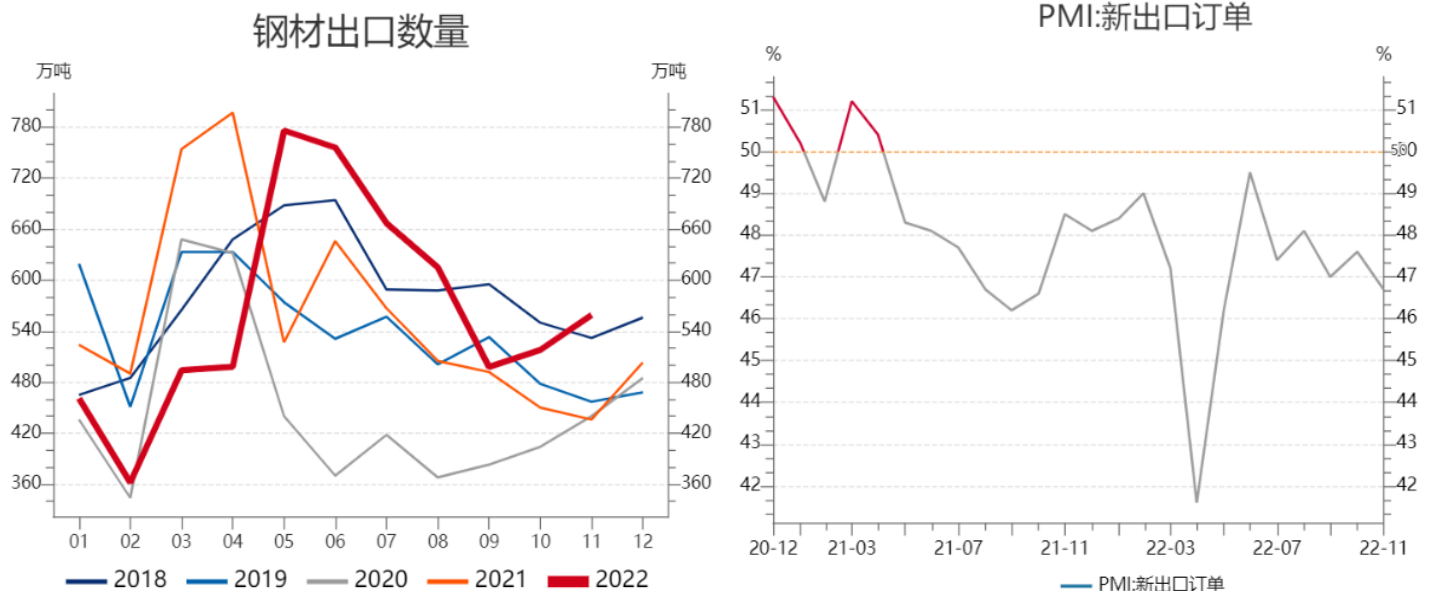
### 4.3 出口：外需放缓

图4-11：钢材出口数量

(万吨)

图4-12：PMI新出口订单

(%)



资料来源：Wind，中期研究院

年初，俄乌冲突使钢厂板材出口接单火爆，国内外价差攀升大幅提振我国钢材出口，加上上半年外需韧性十足，强劲出口对冲部分国内需求的减量。随着海外加息周期的进行，紧缩货币政策的负面作用体现在了我国出口，10月出口增速首次出现负增长，钢材后期询单走向萎靡，7月份起我国钢材出口量出现减量。海外在经济衰退预期下钢材产量和价格双降，需求收缩，呈现主动去库，2023年钢材出口增速继续下降的概率较大。

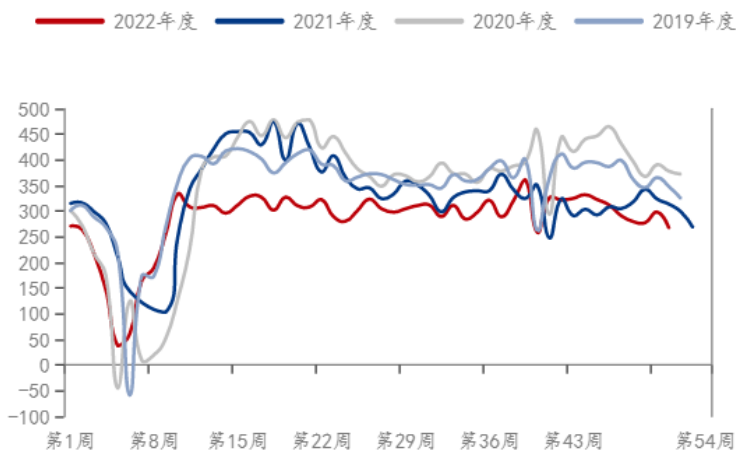
### 4.4 需求小结：平弱运行 等待预期兑现

今年钢材受疫情与经济周期影响，整体需求弱于往年，特别是房地产阴霾笼罩，价格重心受创下移。因疫情扰动，终端施工与开工频频受阻，需求难以集中释放；制造业下游加工利润持续低迷，压制板材补库需求。基建投资化为实物工作量对冲下半年需求，但疫情反复与极端天气阻碍项目施工，整体仍不乐观。明年房地产在政策提振下或能完

成筑底，反应到用钢需求的回升仍需时间，基建续力提供需求“安全垫”，汽车和家电消费有望在扩大内需战略引导下继续回补，出口将进一步放缓，失力的外需须靠内需接力并对冲。

图4-13：螺纹钢表观消费 (万吨)      图4-14：主流贸易商建筑用钢日成交量 (吨)

螺纹钢：消费量：中国（周）



主流贸易商建筑用钢日成交量



资料来源：钢联数据，中期研究院

## 五、价格展望

我们认为 2023 年钢材供需格局可能先松后平衡，价格中枢较今年波动幅度可能不大，预计运行区间为 3500~5100 元/吨。变量核心仍是房地产，价格走势以“楼”定乾坤。节奏上看，供应先于需求得到修复，但市场也容易提前交易预期，预期差仍会带来价格反复，下半年若出现需求兑现，则有逢低做多机会。另外值得一提的是，美联储加息结束后外部因素会对价格形成扰动。



## 第四部分 有色金属

### 黄金：多空博弈，黄金或重现牛市

#### 内容摘要：

2022 年沪金整体走势偏强，与 2021 年相比运行底部明显抬高，且走弱的时间段占比也减少许多。这主要是由于两方面因素，一是 2022 年爆发了俄乌战争，不仅推高市场避险情绪，而且大幅加剧全球性通胀，二者均对黄金有利；二是美联储在 2022 年开启史上少有的激进加息进程，从而一方面压制了黄金，另一方面也通过加剧市场对美国经济衰退担忧和人民币贬值给沪金以相当程度的支撑。

展望 2023 年，上述两大因素可能发生变化，多空博弈之下，黄金有望重现 2019 年、2020 年那样的牛市。预计 2023 年沪金主力合约运行区间可能是 [340, 470]。操作上建议关注俄乌局势和美联储政策动向，可以考虑中长线偏多操作，进场 390 元/克附近，目标价 430-440 元/克，止损 375 元/克。亦可短线顺势操作。注意控制仓位。

#### 一、2022 回顾

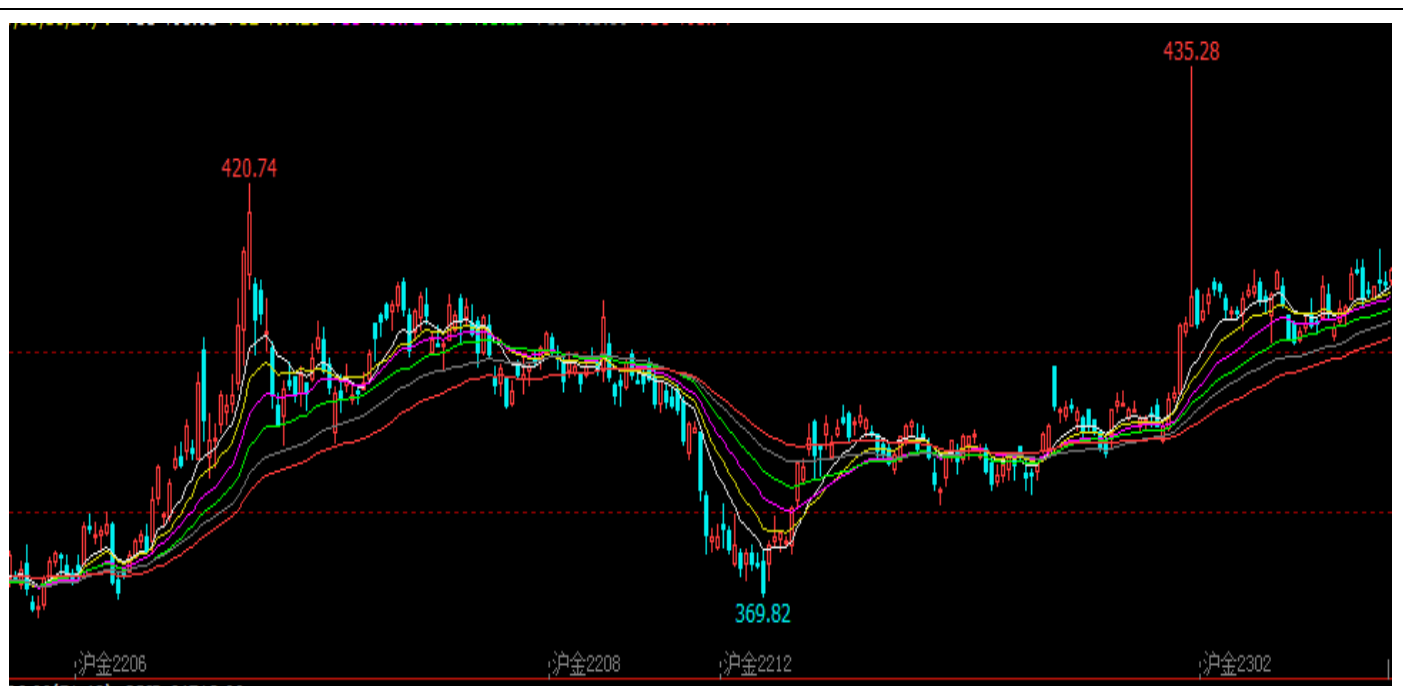
##### 1.1 沪金主力走势回顾：震荡偏强

2022 年，沪金主力合约（连续）呈震荡偏强的走势。开年不久，就在 1 月 10 日达

到全年最低点 367.12 元/克，很快震荡冲高，至 3 月 9 日触及全年次高点的 420.74 元/克；然后略有回落，在 390 至 410 间进行区间震荡约 3 个月后，突然快速下滑，至 7 月 21 日跌至全年次低点 369.82 元/克；随后重新震荡上行，11 月 11 日一度触及全年最高点 435.28 元/克。至 12 月 29 日，收盘为 408.36 元/克，较 2021 年最后一个交易日 12 月 31 日的收盘价（374.70 元/克）下跌了约 8.98%。如图 1-1 所示。

图1-1：2022年沪金主力合约（连续）走势

（元）



资料来源：文华财经，中期研究院

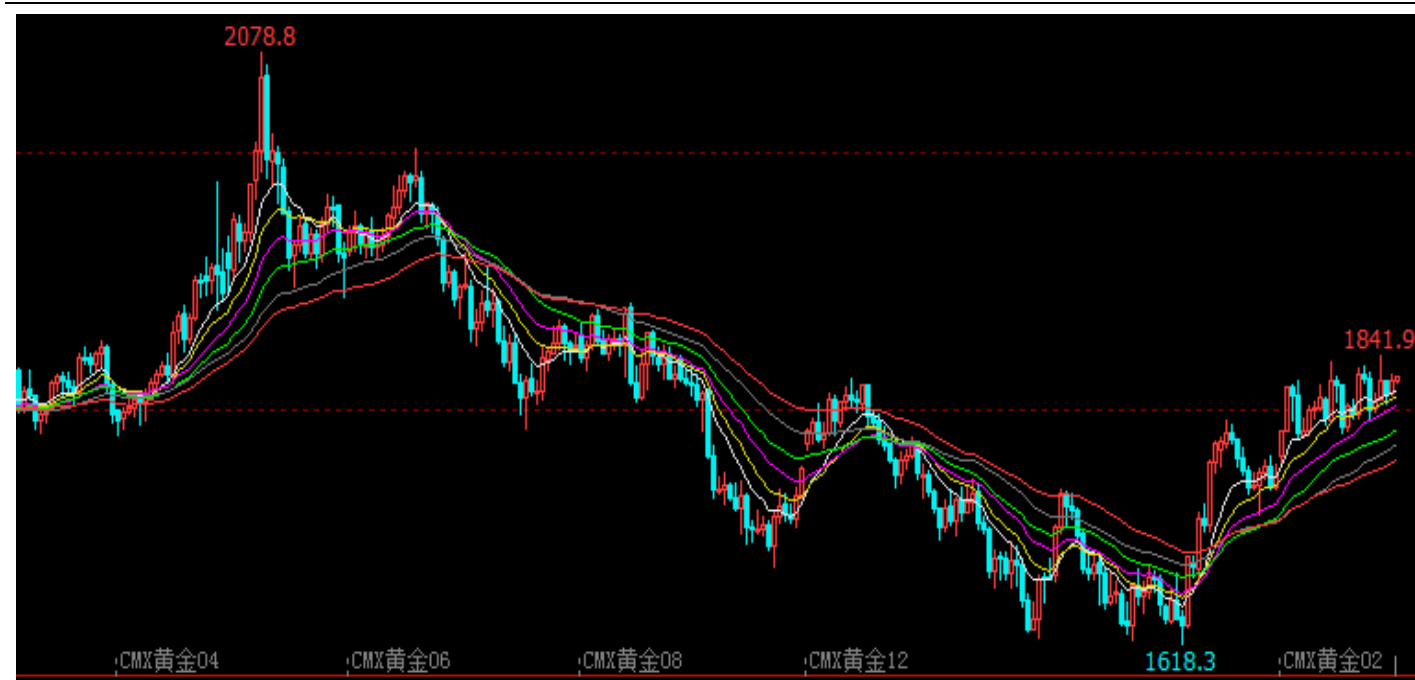
## 1.2 COMEX 金主力走势回顾：冲高回落后反弹

2022 年，COMEX 黄金主力合约（连续）呈冲高回落后反弹的走势。新年伊始，COMEX 很快进入上涨通道，于 3 月 8 日触及全年最高点 2078.8 美元/盎司，之后呈阶梯式震荡回落，至 11 月 3 日触及全年最低点的 1618.3 美元/盎司；然后震荡反弹，12 月 27 日达到阶段性高点 1841.9 美元/盎司。至 12 月 29 日，收盘为 1821.9 美元/盎司，较 2021

年最后一个交易日 12 月 31 日的收盘价（1830.5 美元/盎司）下跌了约 0.47%。如图 1-2 所示。

图1-2：2022年COMEX金主力合约（连续）走势

（美元/盎司）



资料来源：文华财经，中期研究院

### 1.3 美元指数走势回顾：创新高后震荡回落

2022 年，美元指数呈创新高后震荡回落的走势。本年度开始后的大部分时间里，美元指数一路走强，并于 9 月 28 日触及全年最高点 114.780，也创出了二十年新高；随后在 110 至 114 之间窄幅震荡，于 10 月 21 日达到阶段高点 113.930；至 11 月 4 日起才出现明显回落，于 12 月 14 日触及阶段低点 103.420。至 12 月 29 日，收盘为 103.900，较 2021 年最后一个交易日 12 月 31 日的收盘（95.649）上涨了约 5%。较 2018 年末上涨了约 8.63%。如图 1-3 所示。

图1-3：2022年美元指数走势



资料来源：文华财经，中期研究院

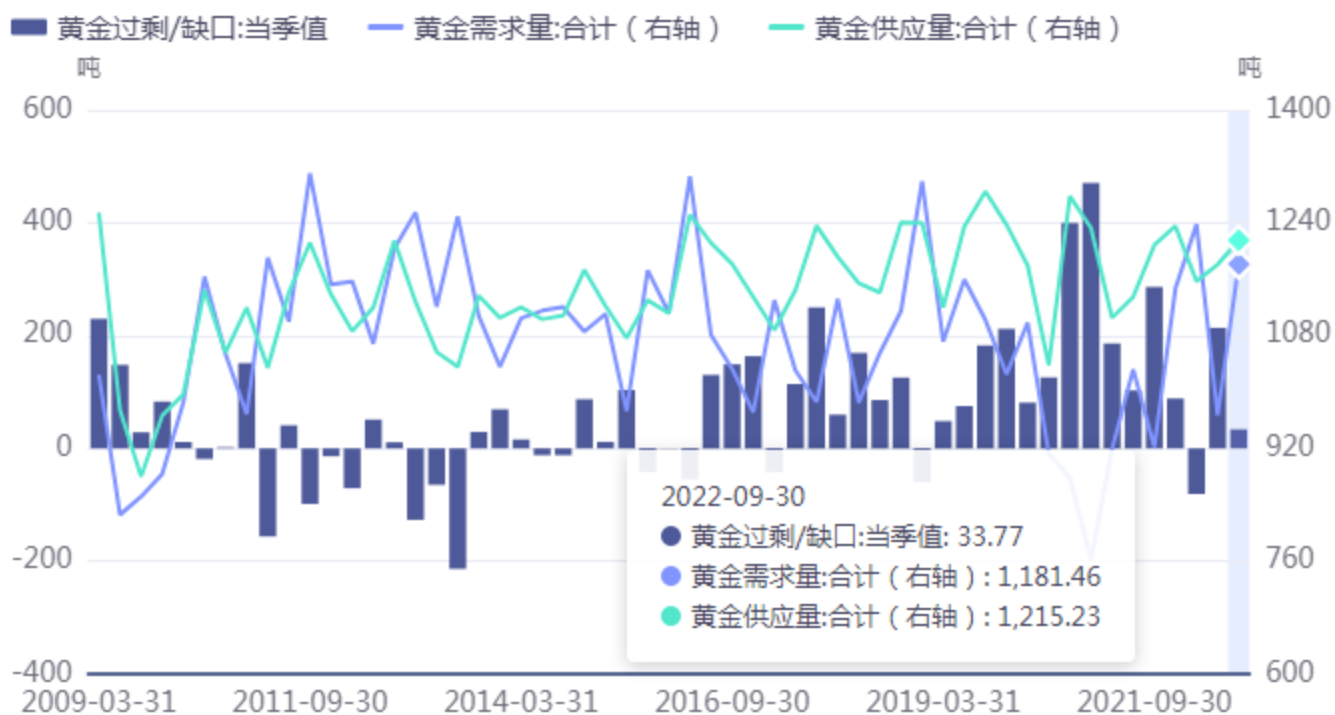
## 二、黄金供需

### 2.1 全球黄金供需平衡

2022年，全球黄金的供需缺口基本呈供大于求的态势。截至9月30日，全球黄金供需为过剩33.77吨，需求量为1181.46吨，供应量为1215.23吨。如图2-1所示。

图2-1：全球黄金供需平衡2009-2022

(吨)



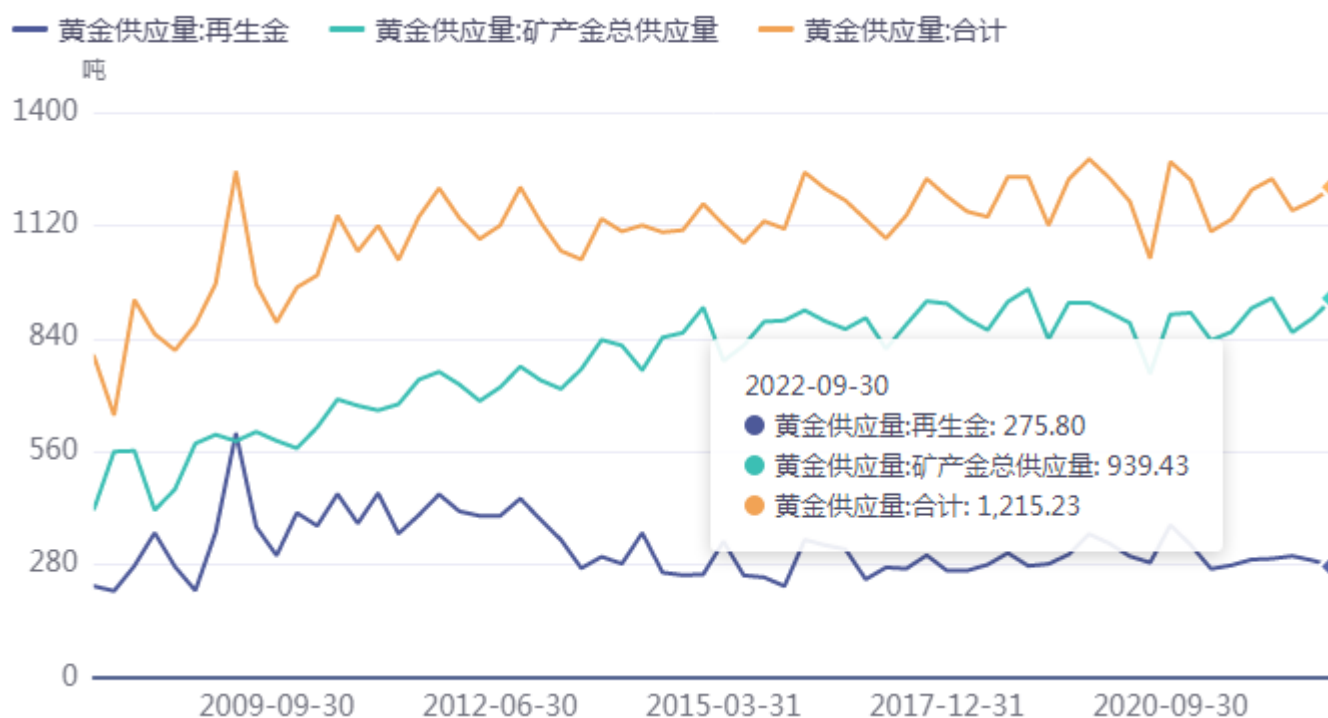
资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

## 2.2 黄金供应

从黄金供应来看，截至9月30日，2022年黄金供应总计为1215.23吨，其中再生金合计275.80吨，约占22.70%；其他金939.43.88吨，约占77.30%。如图2-2所示。

图2-2：黄金供应量2007-2022

(吨)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

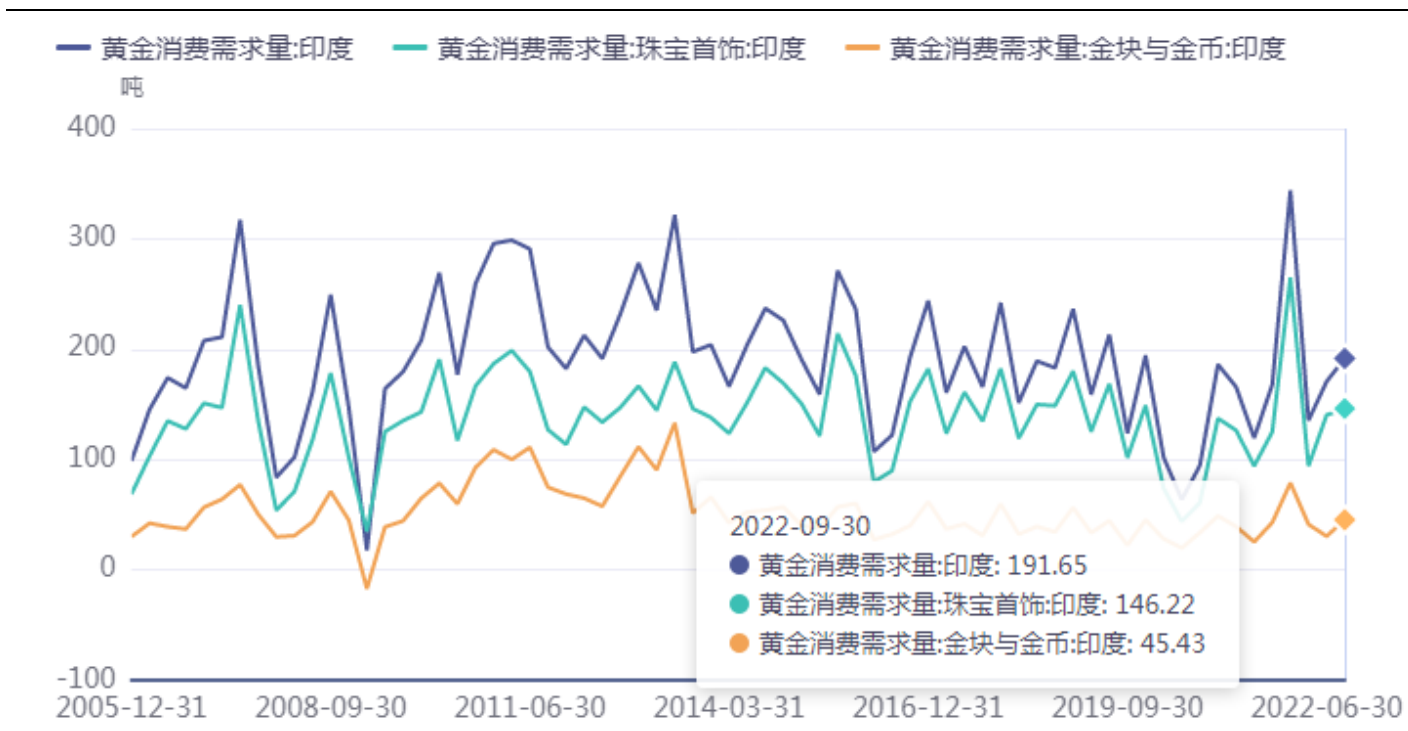
## 2.3 黄金需求

2022年，截至9月30日，印度黄金消费需求总计约191.65吨。其中，珠宝首饰的金需求约146.22吨，约占76.30%；金块与金币的需求约45.43吨，约占23.70%。如图2-3所示。



图2-3：印度黄金需求2011-2021

(吨)

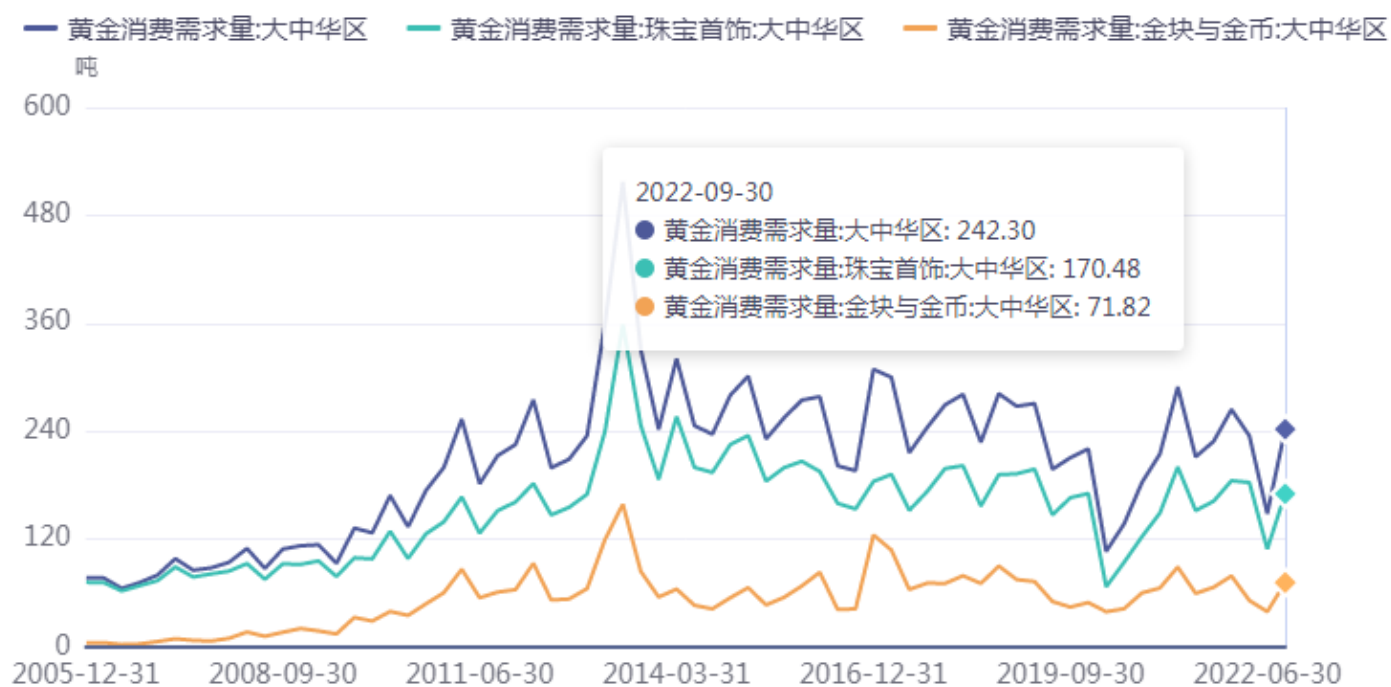


资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

2022年，截至9月30日，大中华区黄金消费需求总计约242.30吨。其中，珠宝首饰的金需求约170.48吨，约占70.36%；金块与金币的需求约71.82吨，约占29.64%。如图2-4所示。

图2-4：大中华区黄金需求2005-2022

(吨)

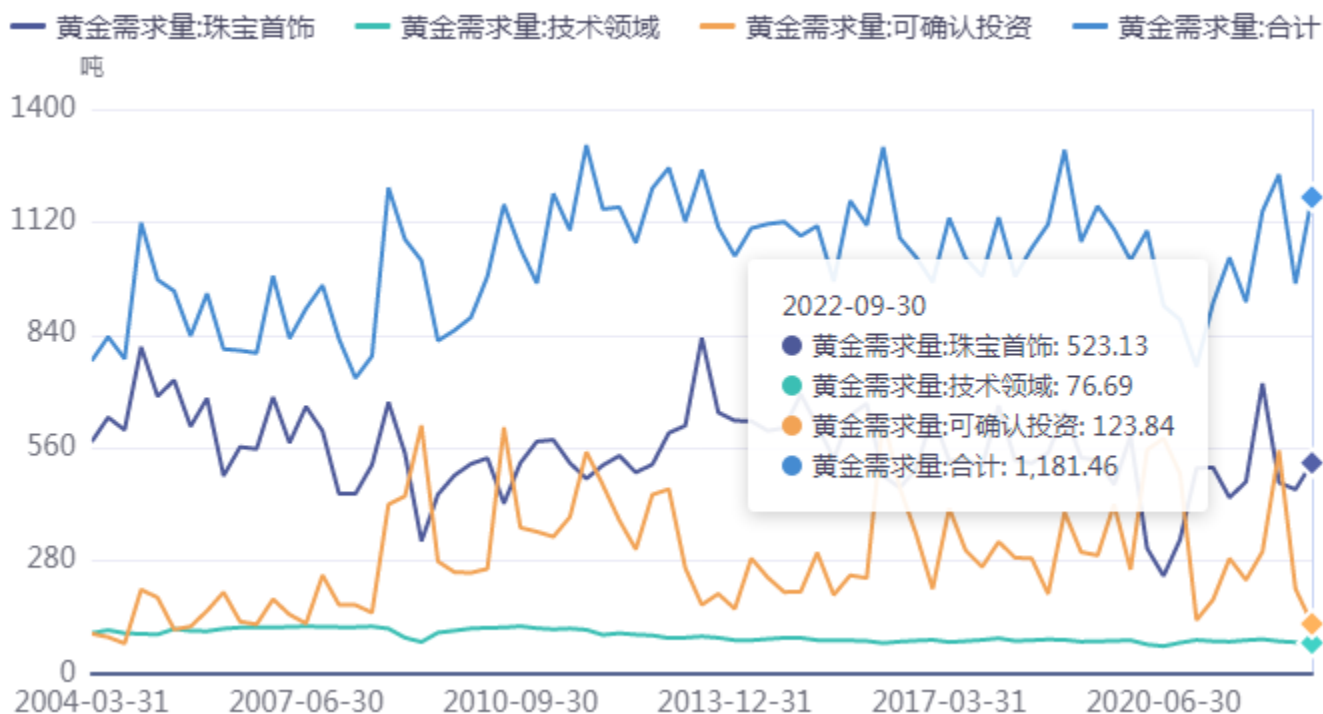


资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

2022年，截至9月30日，全球黄金消费需求总计约1181.46吨。其中，珠宝首饰的金需求约523.13吨，约占44.28%；技术领域的金需求约76.69吨，约占6.49%；可确认投资的金需求约为123.84吨，约占10.48%。如图2-5所示。

图2-5：全球区黄金需求2004-2022

(吨)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

### 三、黄金库存

库存方面，SHFE 的黄金库存为前后高中间低的类“U”型曲线，初期库存最高，2021年12月15日为5154千克；中期库存最低时，为3036千克；后期库存反弹，2022年12月14日为4059千克。如图3-1所示。COMEX 的黄金库存前高后低。初期库存较高，2021年12月15日为3412.06万盎司；中期库存达到最高点，2022年5月5日为3604.64万盎司；后期库存快速下降，2022年12月13日为2329.66万盎司。如图3-2所示。

图3-1：SHFE黄金库存2021. 12. 15-2022. 12. 14

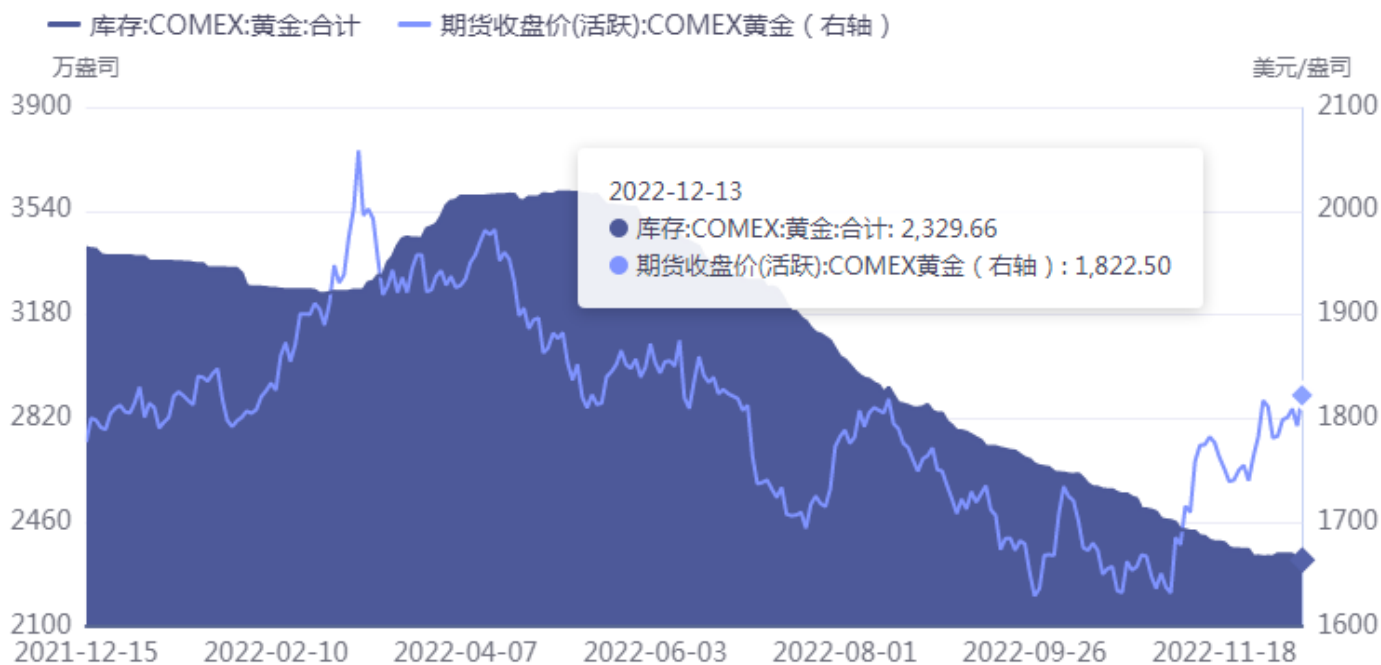
(千克)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

图3-2：COMEX黄金库存2021. 12. 15-2022. 12. 13

(万盎司)



资料来源：同花顺 iFinD，中期研究院

## 四、2023 展望

2022 年沪金整体走势偏强，与 2021 年相比运行底部明显抬高，且走弱的时间段占比也减少许多。这主要是由于两方面因素，一是 2022 年爆发了俄乌战争，不仅推高市场避险情绪，而且大幅加剧全球性通胀，二者均对黄金有利；二是美联储在 2022 年开启史上少有的激进加息进程，一年内共加息 7 次，将联邦基金利率目标区间上调到 4.25%-4.50%，达到了 2008 年国际金融危机以来的最高水平。这样的激进加息促使美元指数大幅上涨，2022 年内屡创新高，从而一方面压制了黄金，另一方面也通过加剧市场对美国经济衰退担忧和人民币贬值给沪金以相当程度的支撑。

展望 2023 年，上述两大因素可能发生变化，多空博弈之下，黄金有望重现 2019 年、2020 年那样的牛市。俄乌局势方面，目前乌克兰战争依然处于胶着状态，结束和扩大化、升级的迹象都不是特别明显，2023 年乌克兰战争及俄乌局势前景难料。如果俄乌局势没有明显好转，甚至乌克兰战争出现扩大、升级，那么该因素通过避险情绪和对世界通胀、经济的影响，可能对黄金继续产生较大支撑。反之如果俄乌局势明显缓和，则可能失去该因素对黄金的支撑力。不过仅以目前而言，俄乌局势在三个月内出现明显改观的可能性并不大。美联储加息方面，可以预期是美联储在 2023 年还会在一定时间内保持加息进程，但并不会太久，终端利率也不会显著超出 5%。之后美联储有可能因经济衰退压力进入到降息进程，此时将对黄金明显有利。

预计 2023 年沪金主力合约运行区间可能是 [340, 470]。操作上建议关注俄乌局势和美联储政策动向，可以考虑中长线偏多操作，进场 390 元/克附近，目标价 430-440 元/克，止损 375 元/克。亦可短线顺势操作。注意控制仓位。

## 铜铝：供需宽松 铜铝重心将下移

### 内容摘要：

铜：宏观面上，全球货币政策收缩期的到来可能是市场面临的主要中期风险。供给端，2022 年全球铜精矿供给将继续恢复，增速有望较 2021 年提升；需求端，全球经济和贸易需求从疫情中恢复性增长，在碳中和”刺激下，可再生能源行业将出现新的增长点。整体来看，目前全球铜库存已处于历史较低水平，在供需双增的背景下，预计 2022 年全球铜市供需将维持紧平衡的格局。2022 年铜价走势震荡偏强。预计 2022 年沪铜主力合约期价的运行范围为 64000-75000 之间。

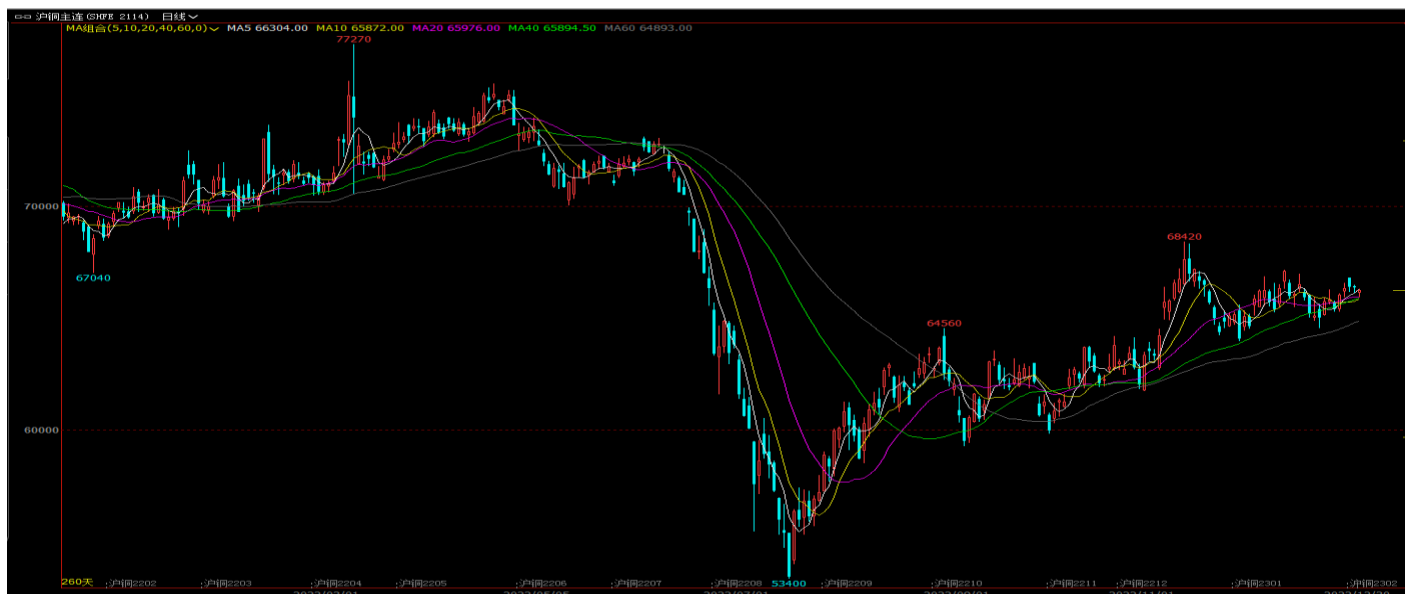
铝：供给端，全球未来电解铝产能增量有限。明年限电和双控的问题在一定程度上能得到解决，但电解铝复产过程不会太顺畅。需求端，电解铝下游需求将继续改善，特别是新能源车保持强势增长，将拉动铝型材需求明显上升。明年铝市供需处于紧平衡状态，铝价走势将震荡偏强，预计 2022 年沪铝主力合约期价的运行范围为 17000-23000 之间。



## 一、2022 年金属行情回顾

### 1.1 宏观逻辑驱动 沪铜重心下移

图1-1：2022年沪铜行情回顾



资料来源:文华财经、中期研究院

2022 年沪铜整体价格重心较 2021 年下移，表现出高波动特征。主力合约价格最高达到 77270 元/吨，最低至 53400 元/吨，波动幅度 23870 元/吨。2022 年沪铜走势可分为三个阶段：

**第一阶段：震荡走高（1-3 月初）：**在俄乌冲突爆发、欧美制裁加码的背景下，市场对俄罗斯金属供给担忧情绪升温，与此同时，油价大涨进一步抬升了通胀预期，也刺激沪铜不断走高。

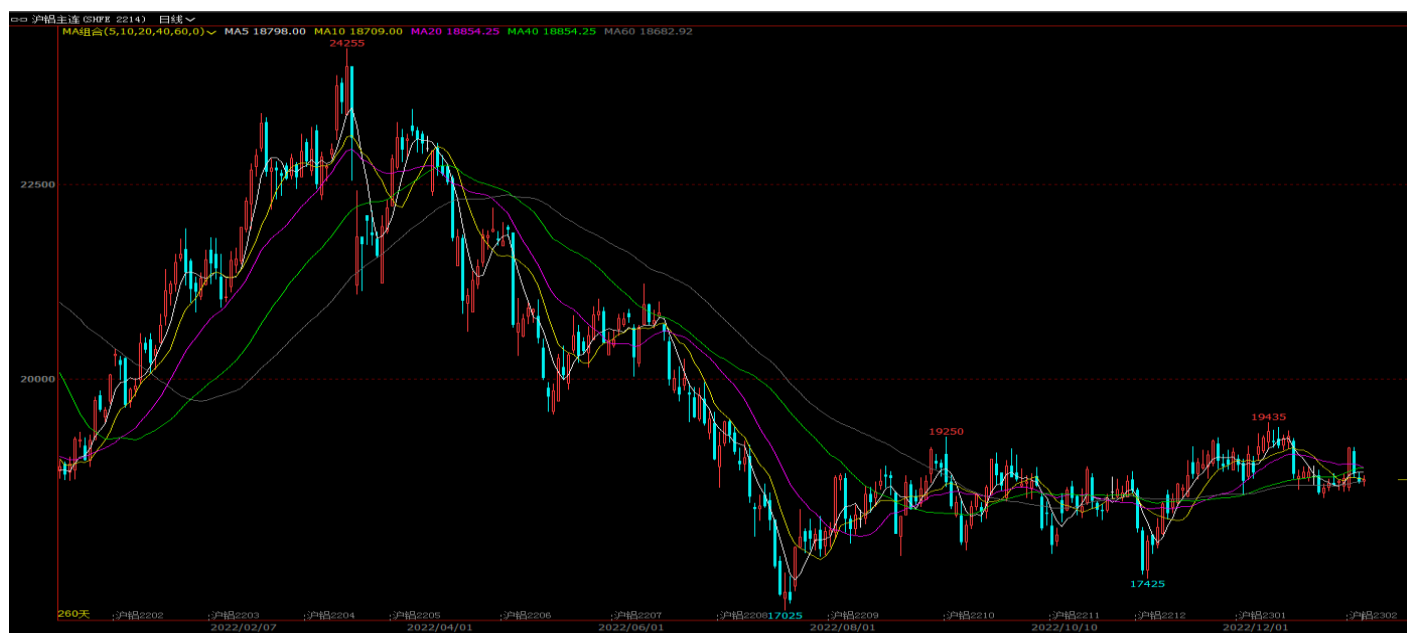
**第二阶段：破位下行（4-7 月中旬）：**一方面，上海地区疫情超预期发展，国内经济下行压力骤然增加；另一方面：美联储鹰派，6 月议息会议宣布大幅加息 75 个基点，市

场交易海外经济衰退逻辑，使得沪铜承压明显，开启加速下跌模式。

第三阶段：修复性反弹（7月中旬-12月）：继铜价前期大幅回落后，下游补库积极性提高，7月中旬后，低库存及现货供给偏紧推动沪铜展开触底反弹。随后10月美国CPI超预期回落，市场开始交易美联储加息放缓预期。且11月国内地产端融资支持及疫情防控政策优化释放出积极信号，伴随着宏观情绪的修复，沪铜运行重心继续抬升。

## 1.2 疫情与美联储紧缩交织 沪铝走势一波三折

图1-2：2022年沪铝行情回顾



资料来源：文华财经、中期研究院

2022年沪铝主力合约价格最高达到24255元/吨，最低至17025元/吨，波动幅度7230元/吨。2022年沪铝走势一波三折，可分为三个阶段：

第一阶段：强势上涨（1-3月）：一季度在供应端的扰动下，沪铝强势上攻。一方面，俄乌冲突持续发酵，海外能源短缺，欧洲冶炼厂纷纷减产，市场对俄铝受制裁缓和海外

铝市场供应的担忧不断升温；另一方面，2月广西突发疫情导致电解铝减产，也刺激了铝价走高。

第二阶段：逐级回落（4月-7月中旬）：推动铝价下跌的因素主要来自两方面：一方面，国内铝产量存在增长预期，而上海等地因发生疫情而采取了大面积封控，使得铝下游需求受阻；另一方面，在美联储通胀超预期的背景下，美联储激进加息，美元指数大涨令沪铝不断承压。

第三阶段：区间整理（7月中旬-12月）：入夏以来，国内电力紧缺问题凸显，各地区错峰用电对铝的供应端产生了冲击，进而打破了铝市场大幅过剩的预期。同时国家在四季度对防疫政策进行了重大调整，并出台多项政策刺激房地产领域发展，一定程度上提振了市场信心，铝价整体运行重心略有抬升。

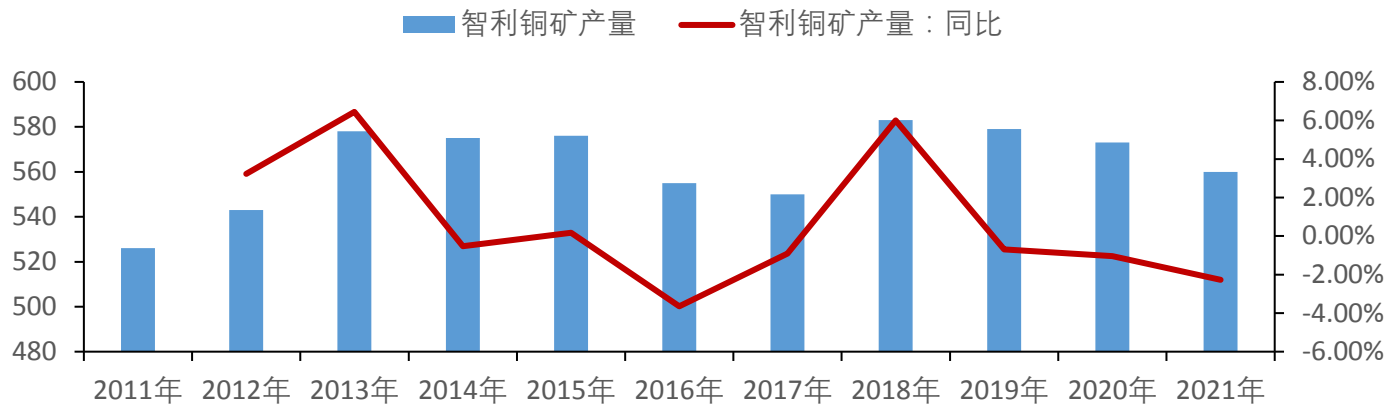
## 二、铜供给端分析

### 2.1 全球铜精矿将转向供应宽松格局

自今年以来，南美矿山供应形势较为动荡不安，前三季度智利、秘鲁产量较2021年均出现明显减产。一方面，南美铜矿老化、品位下降、安全事故使得产量走低。另一方面，财富分配矛盾导致南美地区铜矿陆续发生停产事件。相比之下，二三线铜矿生产国则保持较高的生产积极性，加之今年的新增产能也较大，因此全球矿端的供应虽不及前期预期，但仍保持了稳步增长。2022年1-10月全球铜矿产量为1810.2万吨，累计同比增长3.69%。

图2-1：智利铜精矿产量

(万吨、%)

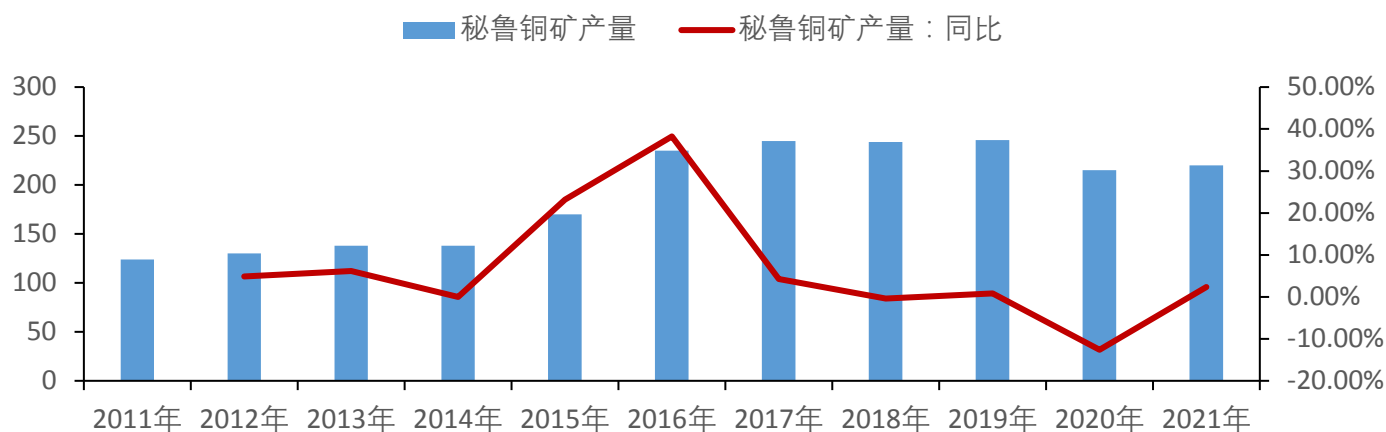


资料来源：WIND，中期研究院

作为全球较大的铜生产国，智利生产情况对全球铜供需格局也有重要影响。今年智利受降雨减少、矿石品位下降、疫情反复限制部分矿山生产，以及环保、抗议等因素的影响，铜精矿产量小幅回落。智利 1-10 月铜产量同比增加 2.2%，至 437.85 万吨。其中智利 10 月铜产量同比增加 2.2%，至 48.54 万吨，这是自 2021 年 7 月以来的首次增加。全球最大铜矿山 Escondida 位于智利，矿山年矿铜产量占全球约 8%，2022 年前三季度该矿山铜产量下降 6%，主要由于当地选矿厂进料品位下降了 4%，同时当地交通路线遭封锁也对劳动力进场、供应原料运输构成了影响。智利铜业委员会预计 2022 年智利铜产量为 530 万吨，同比下降 5.8%。预计 2023 年的产量将增长 7.5%，达到 570 万吨。同时智利铜业委员会 12 月中旬将 2022 年铜价均价预估从 7 月的每磅 4.00 美元降至 3.98 美元。因供应加大，调降 2023 年铜价预估至每磅 3.70 美元。

图2-2：秘鲁铜精矿产量

(万吨、%)



资料来源：WIND，中期研究院

秘鲁作为第二大铜生产国，上半年铜精矿产量实现了同比增长，但量级不及市场预期。社区与矿山之间矛盾不断，继5-6月社区抗议活动逐渐停止后，秘鲁铜矿生产在6月后恢复。相关机构预估今年秘鲁社区针对铜矿的抗议活动将使秘鲁铜矿产量减少量超过10万吨。据秘鲁能源和矿业部数据显示，1-10月秘鲁铜产量为196.25万吨，同比增加3.69%。其中秘鲁10月铜产量达到23.25万吨，同比增长8.3%，主要受益于主要铜矿企业产量增加。

秘鲁央行（BCRP）估计2022年秘鲁矿业生产不会实现增长，主要由于位于阿普里马克大区的班巴斯（Las Bambas）铜矿和莫克瓜大区的夸霍内（Cajone）铜矿分别于今年早些时候停产，在前三个季度，这两个铜矿使秘鲁整个矿业生产减少了2.8%。其中Las Bambas在社区反复干扰影响下，今年前三季度铜产量为18.2万吨，以当前30%的运行产能测算，预计2022年产量将低于2021年的29万吨，这将进一步降低全年铜矿增量预期。与此同时，英美集团（Anglo American）的克拉维科巨型铜矿在今年9月份正式投产，完全达产后，克拉维科可年产铜30万吨。该矿在明年将实现真正增长，加

上班巴斯和夸霍内两个铜矿生产趋于好转，预计 2023 年秘鲁矿业生产将增长 8.6%。

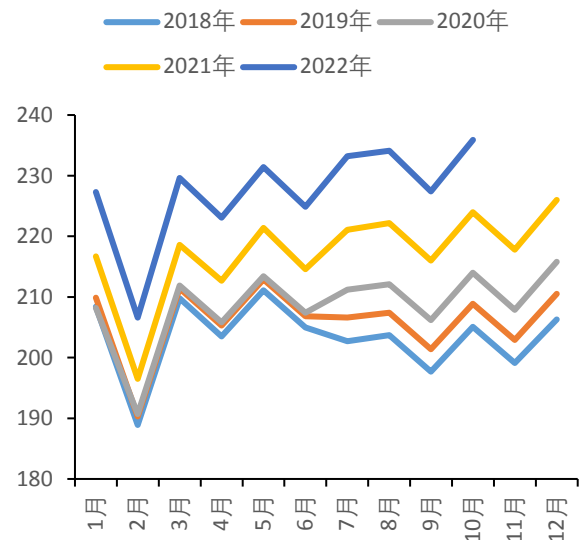
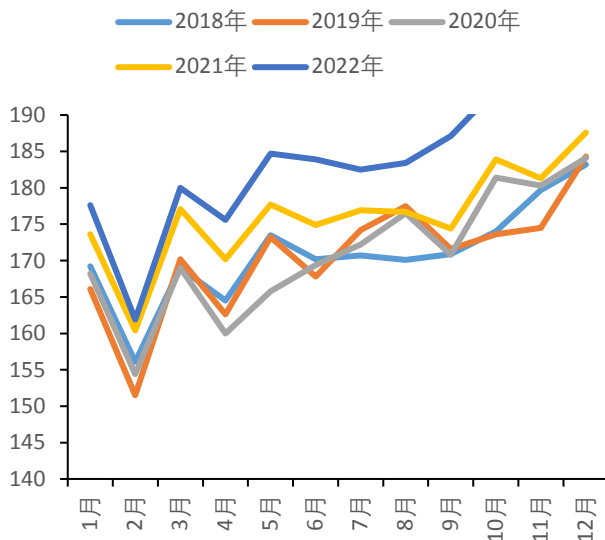
从秘鲁矿业投资来看，秘鲁能矿部的数据和 BCRP 最近的预测显示，2022 年秘鲁矿业投资为 49.2 亿美元，2023 年为 41.1 亿美元。同时由于秘鲁第三任财政部长 Burneo 的反对和采矿部门的社会动荡，秘鲁放弃提高采矿业税收的计划并下调 2022 年秘鲁经济增长预期至 3.3%，在美联储加息的背景下，预期今明两年的铜价将持续承压，秘鲁计划提高矿产量以抵消取消采矿业税收收入减少的负面影响。

图2-3：全球矿山产量

(万吨)

图2-4：全球矿山产能

(万吨)



资料来源：WIND，中期研究院

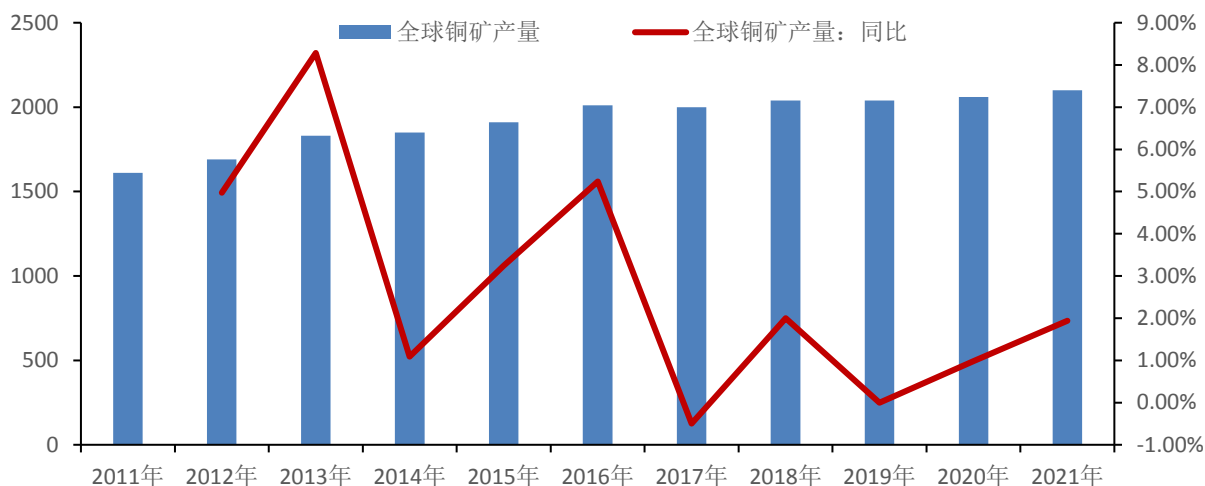
2022 年 10 月全球矿山产量同比上升 5.22%至 193.5 万吨。1-10 月全球矿山产量 1810.2 万吨，同比增长 3.69%。10 月全球矿山产能 235.9 万吨，同比增长 4.8%。1-10 月全球矿山产能 1576.1 万吨，同比增长 4.96%。SMM 预计 2022 年全球铜矿产量同比增速将达到 5%。

受益于 2016-2017 年那轮铜矿资本开支扩张，全球新扩建铜矿产能在近两年增长较明显，2022 年在 Kamoakakula 铜矿、Quellaveco、Spence Growth Operation、Grasberg Block Cave 以及驱龙铜矿、Chuquicamate Underground 铜矿释放产能的推动下，今年



全球新扩建铜矿产能接近 130 万吨。与 2022 年相比，2023 年新扩建产能投放将放缓至 82 万吨，2024 年全球铜矿新扩建预计将继续放缓至 43 万吨。

图2-5：全球铜精矿产量 (万吨、%)



资料来源：WIND，中期研究院

结合全球铜精矿的供需格局来看，2023 年将面临铜矿供应过剩的格局。据 SMM 统计，2021 年全球铜矿产量为 1712.2 万金属吨，预计 2022 年全球铜矿产量将达到 1868 万金属吨。全球铜精矿原料供应在 2021-2022 年期间仍存在缺口，但铜精矿紧平衡缺口在逐渐收窄。预计 2023 年铜精矿供应量将集中释放，或将大幅宽松。在未来两年的时间里，供应端以 Grasberg、Kamoa-Kakula、QB2、驱龙铜矿以及 Quellaveco 为代表的矿山集中进行新投产和扩建项目。2023 年起全球铜精矿供需结构两级反转，紧平衡将向宽供应格局转变。预计全球铜矿供应增速在 2022-2023 年达到最大值 7.2%，供需平衡也会于 2023 年达到峰值，铜矿过剩 21.6 万金属吨，且在近两年将贯穿供应宽松的基调。需求端上，国内外粗炼产能增速保持稳定，于 2024-2025 年的粗炼产能增速达到最大值 4.98%。近两年中国粗炼产能项目相对有限，远期规划仍较多。海外粗炼产能于 2024 年后集中释放，预计未来铜原料将以粗铜形式流入国内。据了解，紫金矿业、建发集团等

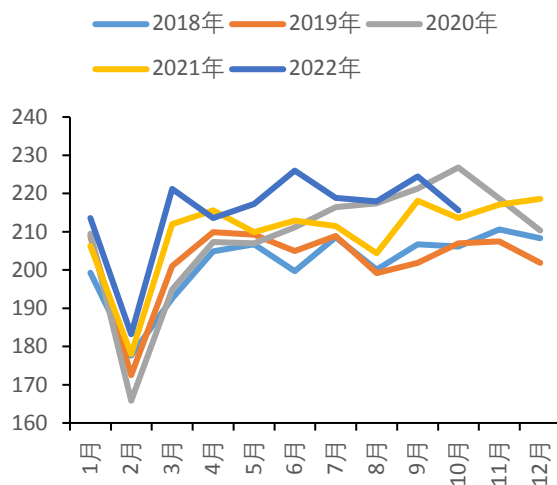
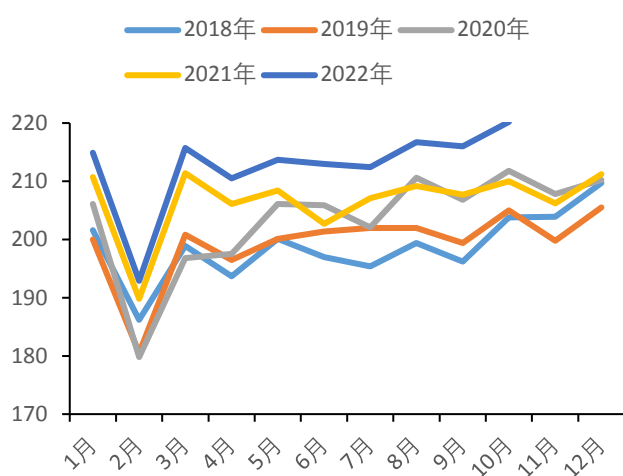
亦有铜冶炼厂项目规划，加深了远期铜矿紧张的担忧。预计 2025 年之后随着全球矿山投资减少，叠加全球主要矿山老龄化问题凸显，矿企生产成本逐渐攀升，全球铜矿供需将在 2025 年迎来转折点，即再度转变为供不应求格局。

## 2.2 全球精炼铜市场缓慢增长

图2-6：全球精炼铜产量

(万吨) 图2-7：全球精炼铜消费量

(万吨)



资料来源：WIND，中期研究院

从 2022 年全球精炼铜供需格局来看，ICSG 称 2022 年 10 月全球精炼铜产量 220.2 万吨，同比增长 4.86%，消费量为 215.6 万吨，同比增长 0.94%。1-10 月产量为 2126 万吨，累计同比增长 3.05%；消费量 2151.8 万吨，累计同比增长 3.34%。同时国际铜业研究组织表示，2022 年全球矿铜产量预计将受益于新建和扩建矿山的额外产出，以及疫情形势总体呈现改善。2022 年全球精炼铜产量预计增长约 4.3%。2022 年全球精炼铜的表观用量预计增长约 1.9%。主要由于全球经济前景疲软，俄罗斯乌克兰局势以及中国疫情带来了负面影响。预计 2022 年全球铜市料供应过剩量为 14.2 万吨。

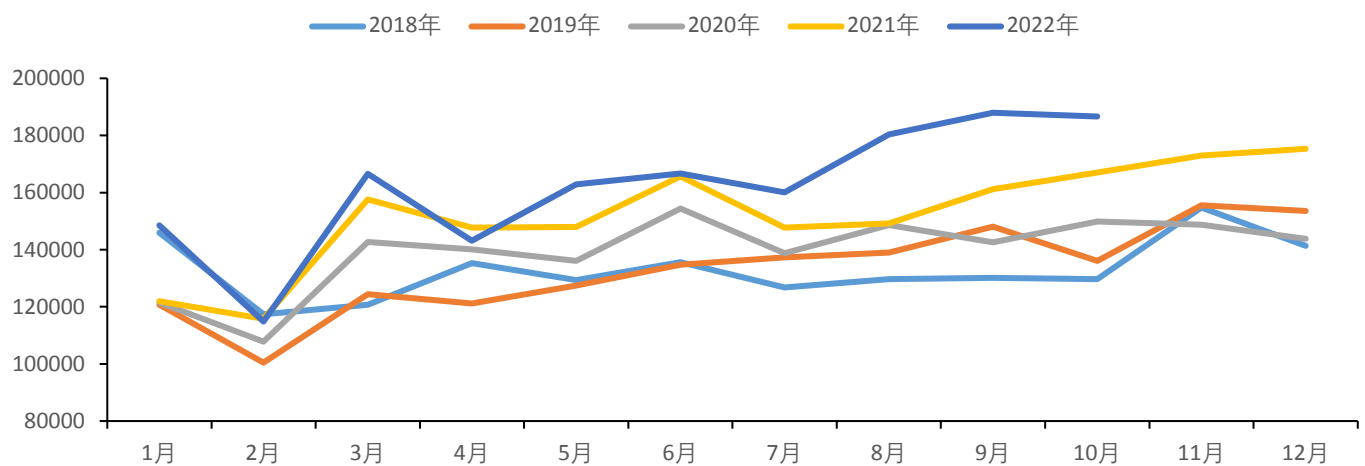
就 2023 年全球精炼铜供需格局而言，国际铜业研究组织预计 2023 年全球精炼铜产

量将增长 3.6%，主要是受到中国电解铜产能持续扩张，以及刚果民主共和国 (DRC) 新建和扩建业务的支持。预计 2023 年全球精炼铜的表观用量将增长 2.8%。预计 2023 年全球铜市将出现 35.2 万吨的过剩。

## 2.3 国内铜矿储量有限

图2-8：中国铜精矿产量

(吨)

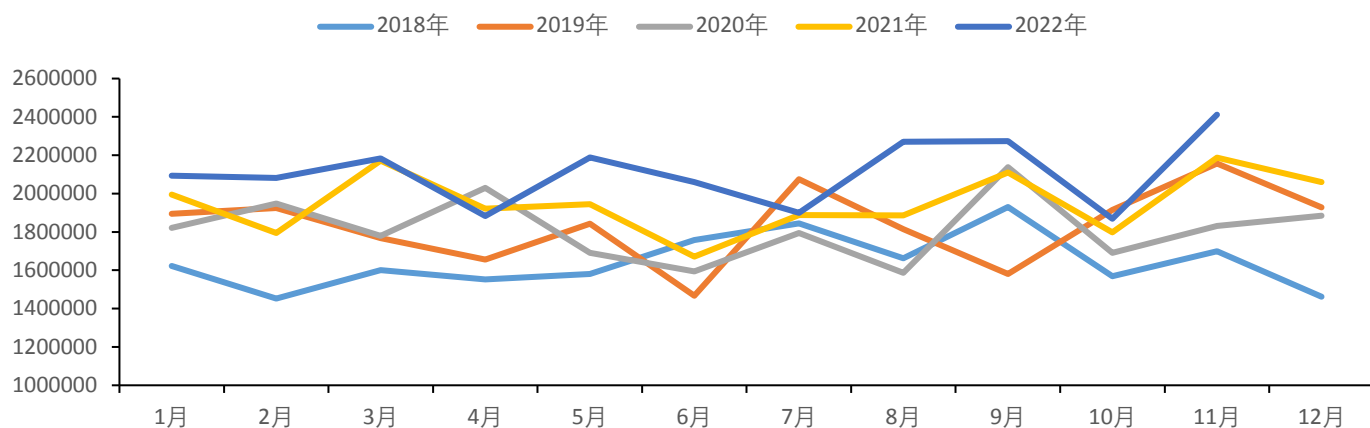


资料来源：SMM，中期研究

在冶炼厂的原料中，国产铜精矿产量仅占到较小的比重。虽然进口铜精矿的品质较国产铜精矿略胜一筹，但在结合了运输成本和到厂时间等因素后，相比而言，国产铜精矿较进口铜精矿更具备性价比优势，因此冶炼厂对国产铜精矿的需求也是居高不下。2017年后国内铜矿产量逐年回升，近年来铜精矿产量上升的势头有所放缓。步入2022年，1-10月我国铜精矿产量154.93万吨，累计同比增长10.61%。增长主要得益于国内的疫情防控以及相关大型矿山的投产，国内主要增量包括玉龙二期、驱龙铜矿等。预计2022年国内铜精矿产量达到196万吨，同比增长7.1%。预计2023年国内铜精矿产量将达到208万吨，同比增长6.1%。

图2-9：中国铜精矿进口量

(吨)

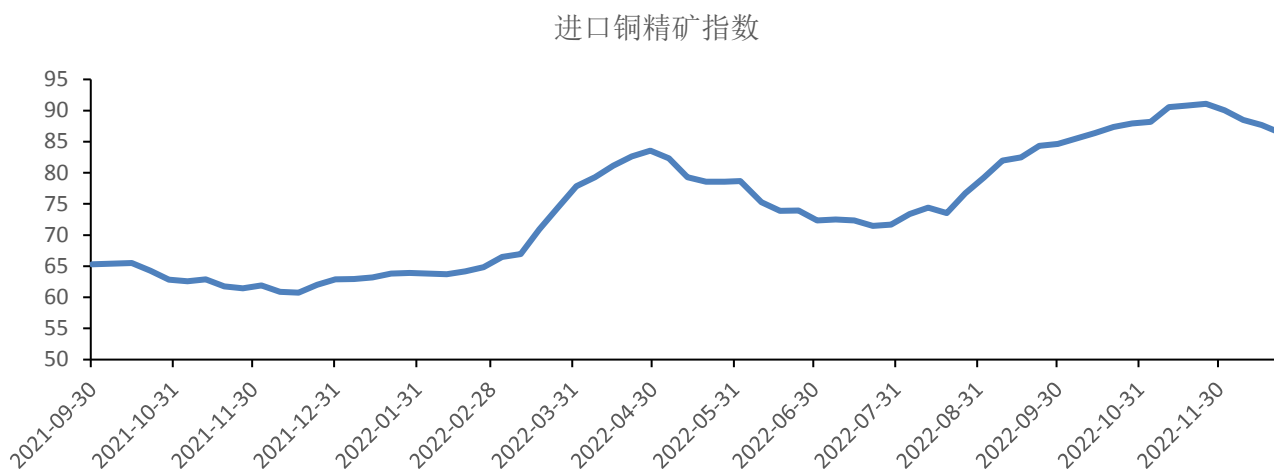


资料来源：SMM，中期研究院

我国精炼铜行业庞大的产能体量带来了巨大的铜精矿需求，但因我国仅拥有全球3.14%的铜矿储量且平均品位较低，铜精矿的对外依存程度在逐年提高，进口铜精矿仍是供应来源的主要渠道。今年铜精矿进口量整体高位运行，2022年1-11月份铜精矿进口量为2321.5万吨，较2021年同期增加8.64%。其中11月铜精矿进口量为241.17万吨，环比增长29.05%，同比增长10.24%。结合库存来看，国内铜精矿港口库存2022年持续增长，截至11月达到近3年的高位，二季度以来的库存水平较2021年高出30万吨。根据Mysteel测算，2022年-2025年中国铜精矿产量新增预计为21.6万吨，而冶炼端新增精炼铜产能却高达150万吨，且这些新增冶炼项目基本都使用铜精矿为原料。这意味着中国大量进口铜精矿的现状在中短期内将持续。

图2-10：中国进口铜精矿指数

(美元/吨)



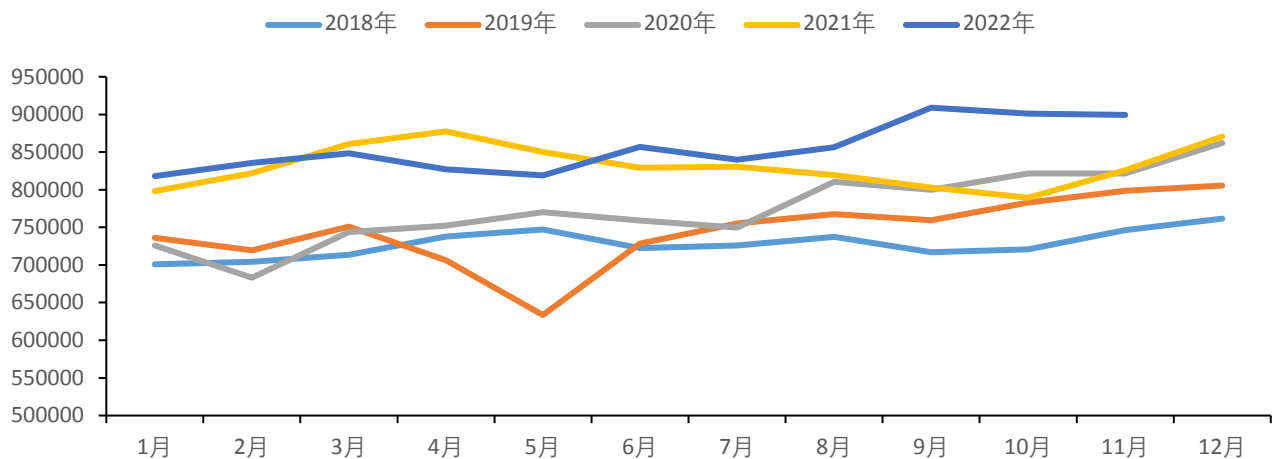
资料来源：SMM，中期研究院

在铜精矿供应充裕的背景下，今年以来TC震荡上行。今年1-4月进口铜精矿TC震荡走高，尤其是3月后涨幅明显，这主要受益于前期Las Bambas铜矿恢复运输及有消息称Las Bambas拟扩建铜产量将增至40万吨。随后受铜精矿现货需求回暖及南美铜矿生产扰动影响，TC逐渐小幅回落，7月-8月中旬TC窄幅盘整。8月下旬后，TC再度缓慢爬升。临近12月，TC出现小幅回落。截至12月23日，进口铜精矿指数达到86.46美元/吨，较2021年同期降低24.44美元/吨。12月29日，CSPT小组敲定2023年一季度的现货铜精矿采购指导加工费为93美元/吨及9.3美分/磅，较2022年四季度现货铜精矿采购指导加工费持平。同时2023年长单谈判期已结束，Benchmark落地对后期冶炼厂现货采购有一定指引作用。11月24日江西铜业、中国铜业、铜陵有色和金川集团与Freeport敲定2023年铜精矿长单加工费Benchmark为88美元/吨与8.8美分/磅，较2022年上涨35%，创出了2017年以来的最高值。交易双方对铜精矿供需形势预期较为一致：即2023年-2024年铜精矿供应面临过剩格局。

## 2.4 国内精炼铜产量稳步增长

图2-11：中国电解铜月度产量情况

(吨)



资料来源：WIND、中期研究院

我国铜矿储量仅占百分之三，但精炼铜产量位居世界之首。近十年，我国精炼铜产量呈逐年增长趋势，自给率不断提高。2021年精炼铜产量为997.58万吨，累计同比增长7.3%。步入2022年，1-11月国内电解铜产量为941.21万吨，12月份冶炼厂在赶产计划下，预计12月电解铜产量为88.79万吨。对比铜冶炼厂的开工率，发现今年9-11月国内铜冶炼开工率相对偏高，分别为89.88%、88.73%、88.57%。除此之外，其他月份基本处在往年中等偏低的水平，这主要受到了部分因素的扰动，如冶炼厂集中检修、年内突发停产、高温限电、冷料紧张等，使精铜产量增长有不及预期的情况出现。目前国内冶炼厂开工率已处位于高位，冶炼利润对于中国电解铜产量的边际贡献度有限。同时新扩建项目投放进度不及预期，全年电解铜增量面临下调。预计2022年电解铜产量为1030万吨，累计同比增长3.25%。

据统计，2022年新增电解铜产能中，以矿作为主原料企业产能94万吨，以粗铜或



阳极铜为直接原料企业产能 20 万吨，可见电解产能扩张仍以矿产铜企业为主。而从新增电解铜产能的释放时间来看，今年上半年新增产能较少，仅第二季度投放 27 万吨。到了下半年，第四季度是投放的高峰期，达到 87 万吨。根据 SMM 统计的数据，2023 年铜粗炼和冶炼产能将分别增加 46 万吨和 56 万吨。预计产能投放时间仍主要集中在下半年，拖累冶炼企业开工的资金因素及限电因素也将有所缓和。预计 2023 年电解铜产量为 1105 万吨，同比增长 7.28%。

考虑到 2023 年粗炼产能的增加小于精炼产能，2023 年铜矿过剩的局面将很难改变粗铜紧张的格局，2023 年度粗铜加工费长单 Benchmark 可能回落至 125 美金附近，而 2022 年度粗铜加工费长单 Benchmark 为 155 美元/吨。预计到 2025 年，粗炼产能可达到 1000 万吨/年，精炼产能 1400 万吨/年。

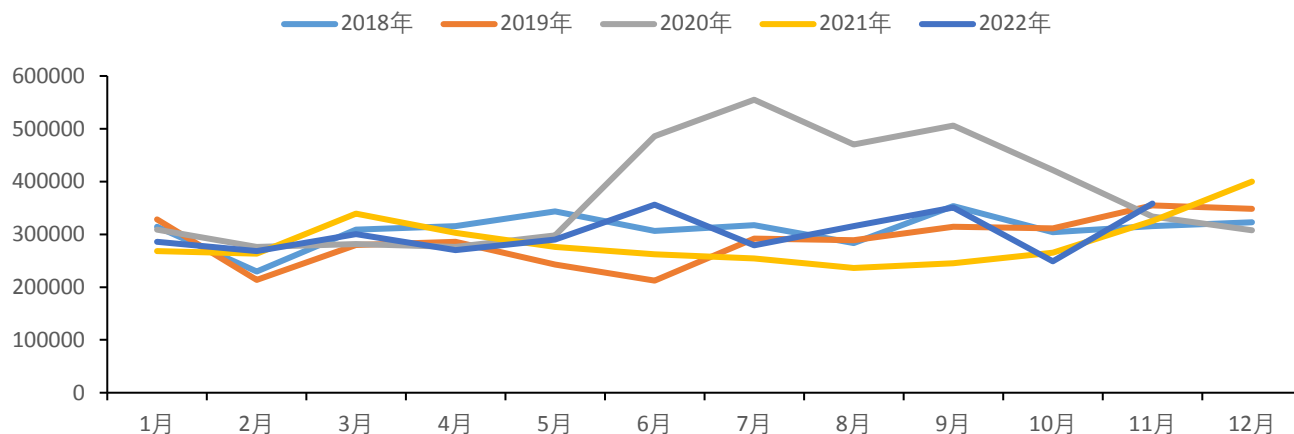
表 2-1：2023 年中国铜粗炼和精炼新增产能 (万吨)

公司名称	粗炼新增	精炼新增	所用原料	投产日期
山东烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2023 年 Q2
白银有色	20	20	铜精矿	2023 年年中
中条山有色金属	18	18	铜精矿	2023-10
江铜（清远）	0	0	废铜/阳极	2023 年
2023 年小计	46	56		

数据来源：SMM、中期研究院

图2-12：中国电解铜月度进口量情况

(吨)



资料来源:WIND、中期研究院

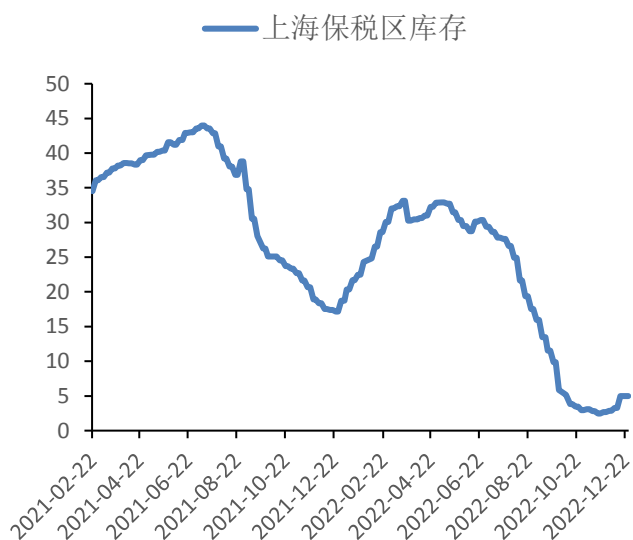
就电解铜进口而言，近年来随着国内精炼铜的消费增速放慢，精铜进口量也随之趋缓，中国精铜进口量在过去 10 年大致处于 300 万-350 万吨的水平。2020 年情况比较特殊，在多重因素共振下，2020 年国内精铜进口实现超预期增长，进口量达到 452 万吨。2021 年大部分因素已不具备可持续性或逐渐弱化，进口窗口在上半年关闭，且受到了全球海运运力紧张的困扰，因此使得 2021 年电解铜进口量逐步回归到正常水平，达到 344 万吨。步入 2022 年，今年上半年进口窗口少有打开，进口长期亏损使得国内电解铜进口量处于偏低水平。三季度进口窗口时有开启，6 月中旬后，国内产量释放缓慢，消费逐步复苏，推动电解铜进口量增长。1-11 月电解铜累计进口量为 332.39 万吨，同比增加 9.36%。其中 11 月电解铜进口量为 35.83 万吨，同比增长 10.07%，环比增长 43.95%。

图2-13：上海保税区库存

(万吨)

图2-14：SMM社会铜库存情况

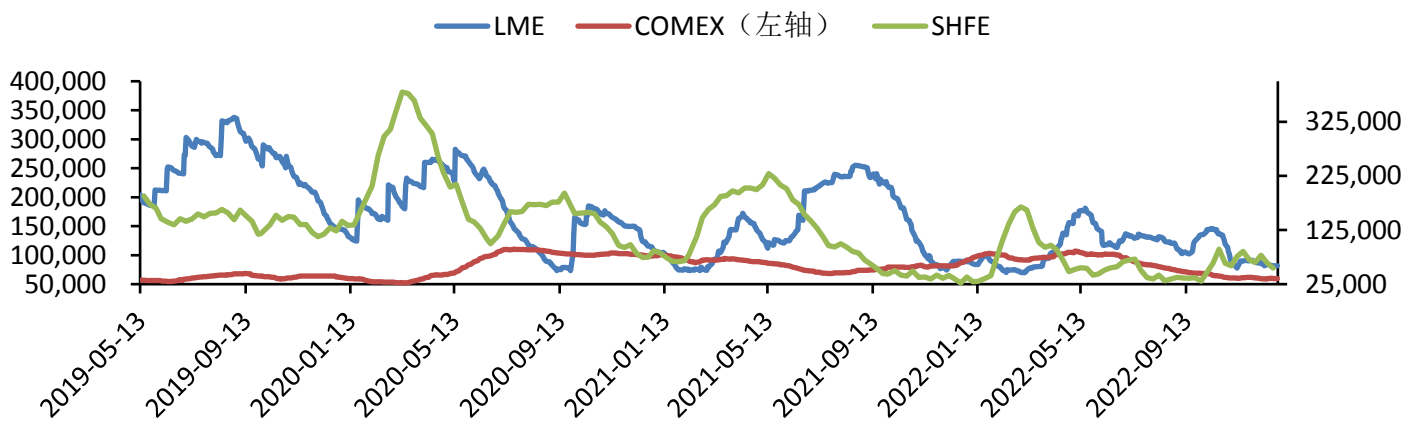
(万吨)



资料来源：SMM，中期研究院

图2-15：全球三大交易所库存情况

(吨)



资料来源：SMM，中期研究院

库存方面，目前全球库存仍处于历史相对低位。截至12月26日，国内保税区铜库存为4.96万吨，与前一周持平，不过较2021年同期回落12.21万吨。从社会库存来看，自3月以来，社会库存震荡走低。虽然国内部分地区受疫情封控影响，需求受到抑制。但进口铜清关受阻，叠加冶炼企业在5-6月处于淡季集中检修阶段，使得国内社会

库存震荡回落。三季度伴随着铜价反弹和电解铜产量逐步增加，国内电解铜去库速度放缓。步入10月后，社会库存先增后减，未形成持续的累库情况。截至12月26日，国内电解铜社会库存为7.97万吨，较前一周下滑0.35万吨，较2021年同期下滑0.34万吨。目前铜社会库存仍位于历史相对低位水平，后期回升幅度有限。截至12月23日，全球三大交易所库存为16.82万吨，较2021年同期下滑9705吨。总体而言，全球低库存逻辑继续给予铜价支撑，这可能将放缓铜价的回落节奏。2023年年初国内精炼铜产量难以大幅走高，预计低库存格局有望持续至一季度，下半年随着国内电解铜产量的大幅回升，预计会有明显累库的现象。

## 2.5 国内废铜进口受限

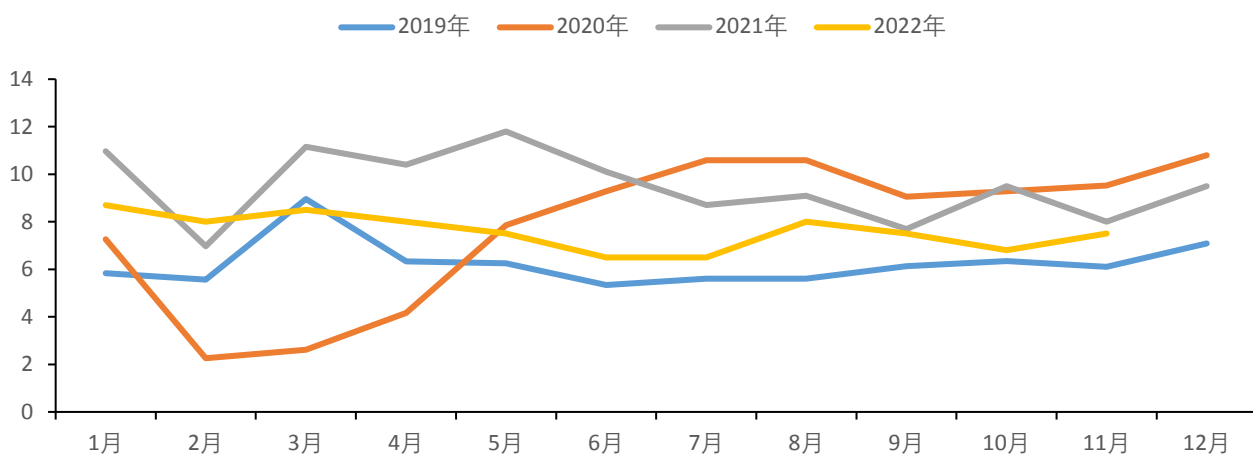
中国铜冶炼企业生产原料主要为原生铜矿和废杂铜，2021年矿产精炼铜和再生精炼铜占比分别为75.7%和24.3%。我国废铜供应量少，进口废铜仍是铜冶炼加工行业的重要原料来源，而进口废铜政策则在很大程度上影响着废铜进口量。从政策演变来看，2017年8月起“废七类”改为限制进口，2018年底“废七类”禁止进口，2019年7月起“废六类”也改为限制进口。在废铜进口政策的影响下，我国废铜进口量连续三年走低，2020年废铜进口量仅为94.43万吨，同比下降约40%，进口废铜的占比从80%下降到60%左右。

2020年10月19日，生态环境部等部门正式印发关于再生铜（黄铜）税号等细则通知，再生铜原料标准在2020年11月1日起实施。新政策允许符合标准的优质废铜自由进口，不再限定进口企业的必须拥有加工体系，并不再受批文数量限制。据SMM测算，仅从金属含量来看，88%的六类废铜能满足再生（黄）铜原料新标准，因此新标准对金属量的要求，并未对废铜进口有明显限制作用。2021年中国废铜进口量约169万吨，同

比增加 75 万吨，涨幅达到 79.79%，进口量实现批文进口限制取消后的强势反弹。

图2-16：中国废铜月度产量情况

(万吨)

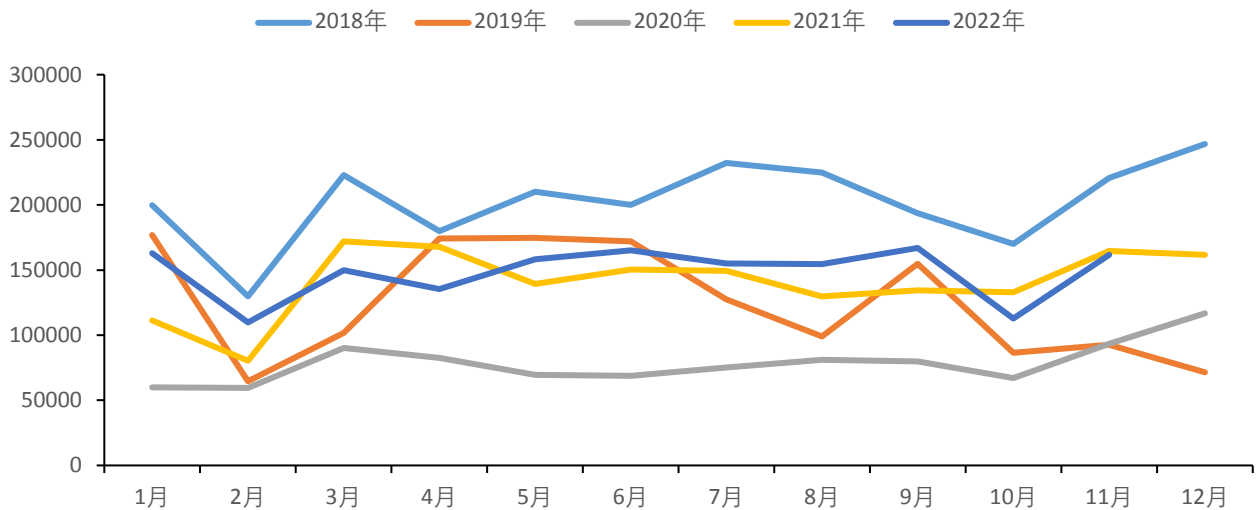


资料来源:WIND、中期研究院

步入 2022 年，中国 1-11 月废铜产量累计 83.5 万吨，同比下降 20.5%。其中 11 月废铜产量为 7.5 万吨，同比下降 6.25%，环比下降 10.29%。疫情管控影响及铜价下跌后的持货商惜售情绪使得废铜产量下降明显。在“双碳”背景下，未来国家将加快推动完善再生回收体系的步伐，再生铜产量将有望稳步增长。2020 年 7 月 1 日，国家发改委发布的《“十四五”循环经济发展规划》指出，到 2025 年再生铜产量达到 400 万吨。

图2-17：中国废铜月度进口量情况

(吨)



资料来源:WIND、中期研究院

国内废铜供给对进口的依赖度较高。据海关数据显示，11月份废铜的进口量为16.16万吨，环比增长43.18%，同比下降1.86%。1-11月废铜进口增速保持较低增长，累计进口量为163.25万吨，同比增长6.51%。进口量同比增长，一方面是由于国内废铜产量明显回落，另一方面是由于3月财税40号文落地后，带票的进口废铜更受到废企业的青睐。综合国内废铜产量及进口量来看，2022年国内废铜供应总量小幅回落，但流入冶炼的比重在前三季度基本维持高位水平。同时再生铜制杆情况能在一定程度上反映废铜供应紧张的现象，今年以来，除了3-5月的月度开工率达到52%以外，其他月份开工率均低于50%。

总体而言，在碳达峰、碳中和的双碳目标下，废铜需求量将只增不减，而在海外消耗的废铜量增加，及东南亚国家、欧盟的政策干预下，海外的废铜供应预期偏紧，国内的再生铜/黄铜原料进口仍会受限。因此，综合来看，国内废铜市场在中短期内将维持供应偏紧的格局。

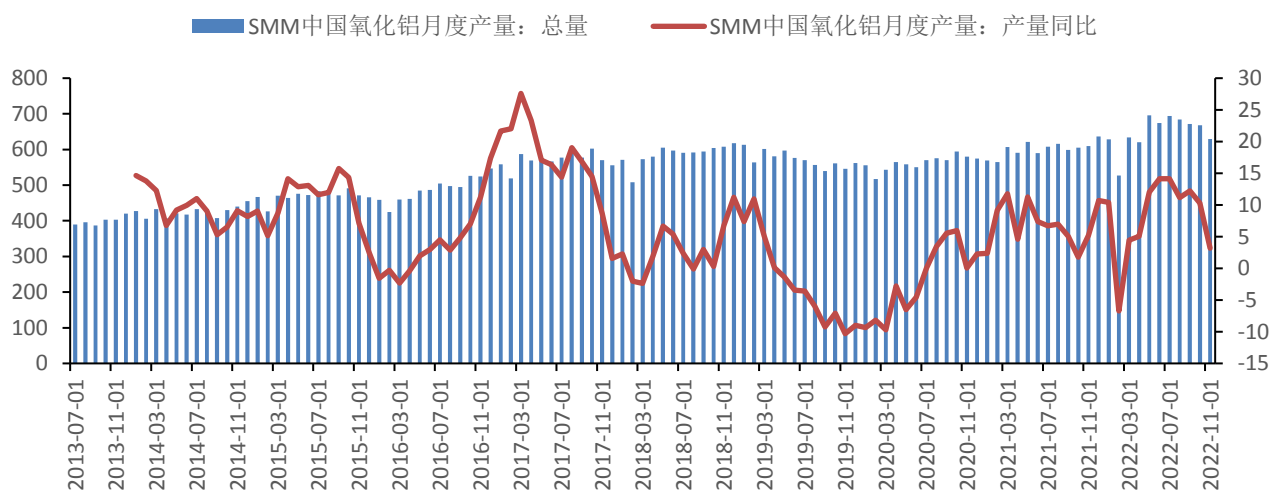


### 三、铝供给端分析

#### 3.1 2022 年国内氧化铝供应存在过剩预期

图3-1：中国氧化铝月度产量情况

(万吨、%)

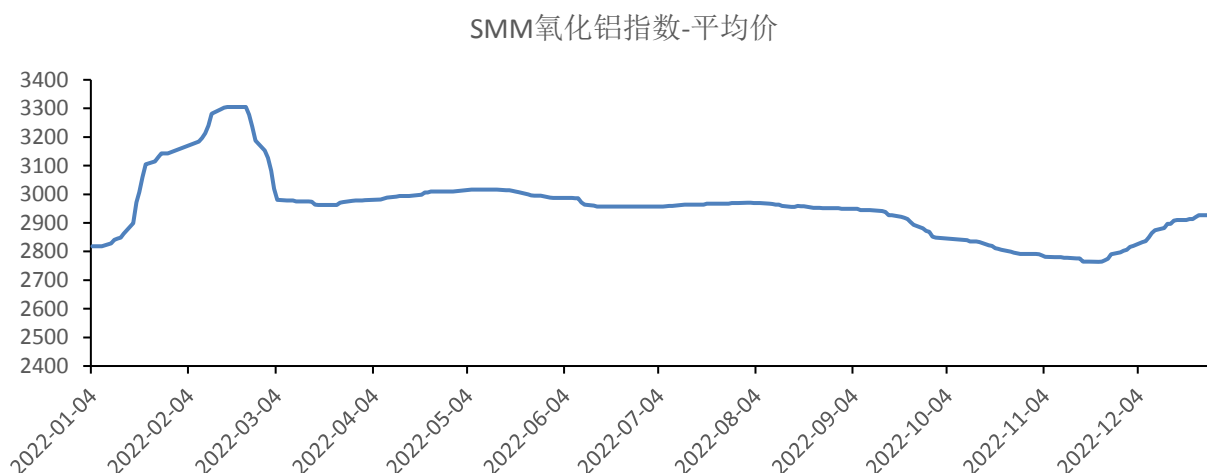


资料来源：SMM、中期研究院

目前我国氧化铝产能布局逐渐向西南部转移，根据阿拉丁数据，2018-2021 年国内氧化铝产能分别为 8,597 万吨、8,812 万吨、8,952 万吨，同比增速分别为 2.5%、2.5%、1.6%，增量相对有限。步入 2022 年，国内氧化铝供应充裕，1-11 月氧化铝产量 7125.7 万吨，较去年累计同比增加 8.3%。

图3-2：中国氧化铝价格情况

(元/吨)

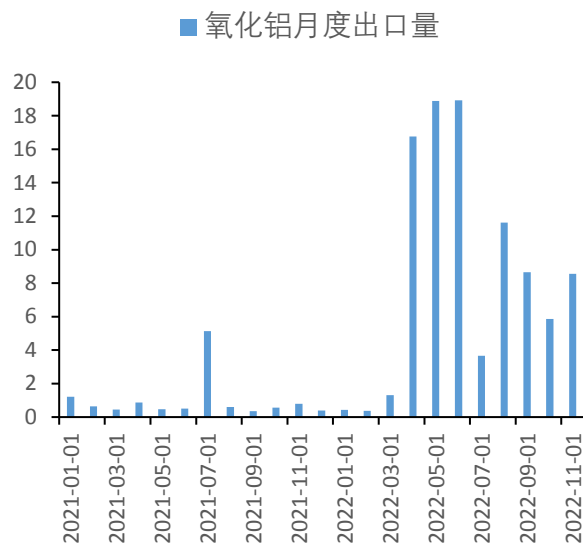
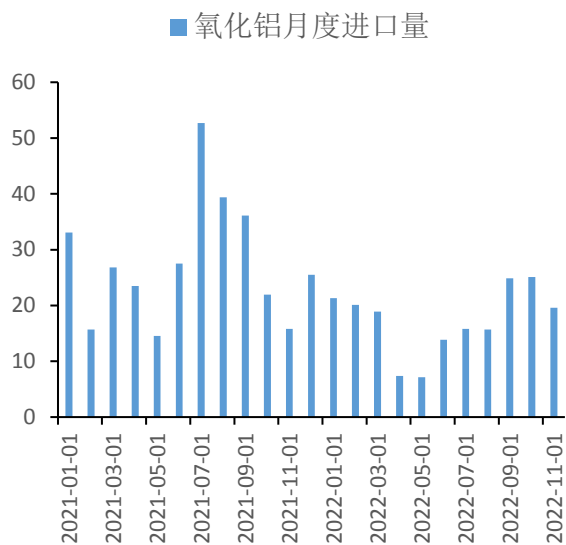


资料来源：SMM、中期研究院

从今年氧化铝价格表现来看，先涨后跌并在年末小幅翘尾。2月下旬迎来了氧化铝价格的全年最高点，全国氧化铝平均价格达到 3305 元/吨，之后一系列电解铝复产新投释放，氧化铝价格缓慢下行，8 月份国内西南地区电解铝开始限电，出现大面积减产，一定程度上影响了氧化铝需求，使得氧化铝价格跌幅加大，在 11 月下旬时最低下探到 2764 元/吨。临近 12 月，部分地区氧化铝因亏损而停产，推动氧化铝价格企稳后缓慢回升。

图3-3：中国氧化铝月度进口量情况（万吨）

图3-4：中国氧化铝月度出口量情况（万吨）



资料来源：SMM、中期研究院

跟踪近年来国内氧化铝贸易格局的变化，发现中国在往年大部分时期扮演者氧化铝净进口国的角色，但 2022 年在乌俄冲突、人民币贬值等因素的共同作用下，上半年进口氧化铝与国产铝价差不断扩大，进口盈利窗口关闭，出口窗口一度打开，这使得海外氧化铝进口量明显下滑，而出口量大幅增加，并一定程度上缓解了国内氧化铝市场的供应压力。结合数据来看，2022 年 1-11 月氧化铝共计进口 189.7 万吨，累计同比减少 38.2%。今年 1-11 月我国氧化铝出口量达到 19.53 万吨。与 2021 年 1-11 月的 11.6 万吨相比，同比增长 82.44 万吨。1-11 月的氧化铝净进口量同比减少 67.96%至 94.68 万吨。就贸易流向而言，因澳大利亚发布出口禁令，禁止向俄罗斯出口氧化铝和铝矿石，因此俄罗斯为弥补因制裁减产的氧化铝，需要从中国进口大部分氧化铝，而澳大利亚过剩的氧化铝也需要出口至中国。

2022-2023 年国内氧化铝将迎来产能集中释放期，根据 SMM，预计 2022 年氧化铝新增产能将达 1290 万吨，同比增加约 10%。目前氧化铝整体供给较充足，且后期仍有新建

产能入场，2023 年及以后预计将继续新增 1830 万吨产能。与 2023 年国内的电解铝需求量相比，氧化铝供应量仍有富余空间，国内氧化铝存在较大的过剩预期。预计氧化铝价格在 2023 年以偏弱运行为主，波动范围为 2500-3000 元/吨。

### 3.2 2022 年海外电解铝产量小幅下降 2023 年供应将实现增长

今年海外电解铝厂在年初及三季度均出现了减产潮。年初俄乌冲突刺激欧洲地区天然气、电力能源价格大幅走高，生产成本明显抬升使得电解铝厂面临亏损境地，电解铝企业纷纷减产；三季度铝价不断回落，而能源价格依旧高企，以欧洲为主的地区因亏损再度大规模减产。预计 2022 年海外电解铝减产共 181.2 万吨。虽然 2022 年欧洲电解铝厂大面积减产，但由于南美、亚洲电解铝企业贡献了部分增量，因此预计 2022 年海外铝产量仅同比下滑 0.7%。2022 年海外电解铝供应增量主要来自马来西亚 Samalaju 二期、阿联酋 Jebel Ali 扩产、印度 Jharsuguda 扩产、俄铝旗下 Taishet 投产、巴西 Alumar 复产以及阿根廷 Aluar 复产。

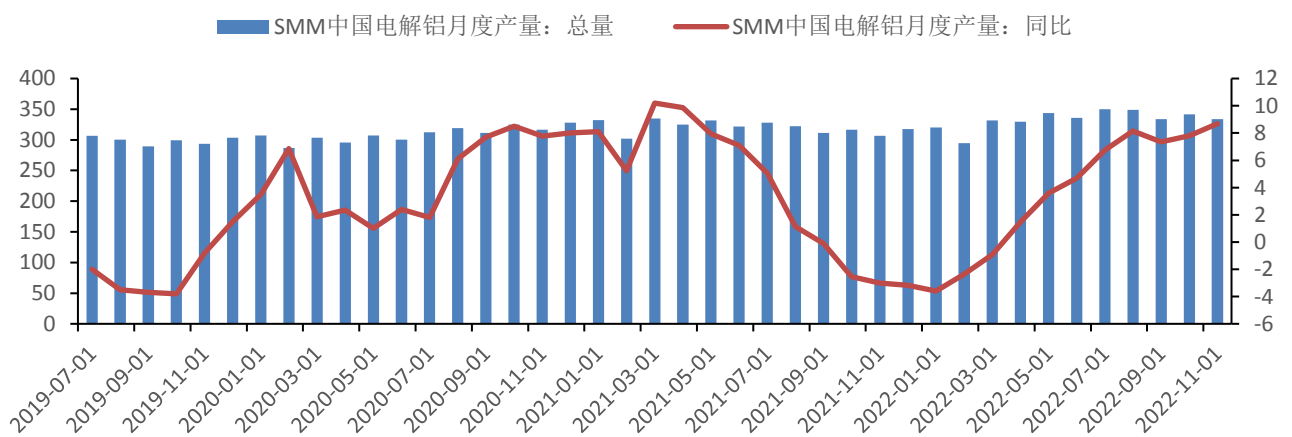
展望 2023 年，复产产能方面：明年天然气价格高位运行的概率较高，欧洲已减产产能可能较难复产，待复产产能中有 131.8 万为欧洲地区产能，剩下 25.4 万吨为非欧洲地区产能。总体复产作中性估计约 60 万吨；新增产能方面，海外电解铝新增产能近年规模增长有限，2023 年新增投产的产能共计 41 万吨，集中在印尼和俄罗斯。其中印尼华青铝业由华峰与青山合资组建，一期工程为 100 万吨/年电解铝，预计将在 2027 年达产。共计两期，总产能将达到 200 万吨/年。俄罗斯的 Taishet 项目由俄铝控股，2022 年已顺利建成 18.7 万吨，计划 2023 年建成至 37.6 万吨，一段总设计产能为 42.9 万吨/年。2023 年电解铝整体新投及复产海外预计 100 万吨产能，产能增加至 3350 万。预计 2023 年全球电解铝供应将继续增长，同比增速 4.1% 左右。

### 3.3 冶炼厂推进复产 电解铝供应面临压力

国内电解铝在全球电解铝产业格局中扮演着重要角色，其产量在全球电解铝产量中的比重高达 56%。电解铝作为高能耗行业，铝产业链的碳排放量约占有色金属全行业 75% 以上、国内二氧化碳排放量的 6%。为达到铝行业“2030 年碳达峰，2060 年碳中和”的目标，近年来国家通过多项政策调控限制电解铝的供给。今年 11 月工信部、发改委和生态环境部三部门联合印发《有色金属行业碳达峰实施方案》，强调坚持电解铝产能总量约束。严格执行产能置换办法，研究差异化电解铝产能减量置换政策。目前电解铝行业的 4500 万吨年产能“天花板”已愈发明确，未来电解铝产能增长将严格受限。此次《方案》的出台进一步强化了电解铝产能“天花板”的要求。一方面，前期电解铝产能等量置换有望逐步转向减量置换，从总量上有进一步压减的趋势；另一方面，将控制电解铝产能纳入生态环保督查，有助于进一步控制电解铝产能。

图3-5：中国电解铝月度产量情况

(万吨、%)



资料来源：SMM、中期研究院

今年年初国内铝冶炼厂实现大面积复产，上半年电解铝运行产能一度超过 4100 万

吨。下半年电力紧缺与能耗控制限制了国内电解铝产量。自入夏以来，我国出现持续性的区域性高温天气，推动河北、河南、江苏、山东、浙江、四川等多省份的用电负荷创出历史新高。在能源价格走高、疫情反复的背景下，国内电力供应方面存在区域性、结构性的矛盾。各地区错峰用电对铝的供应端产生了一定冲击，但整体影响力度较 2021 年明显下降。

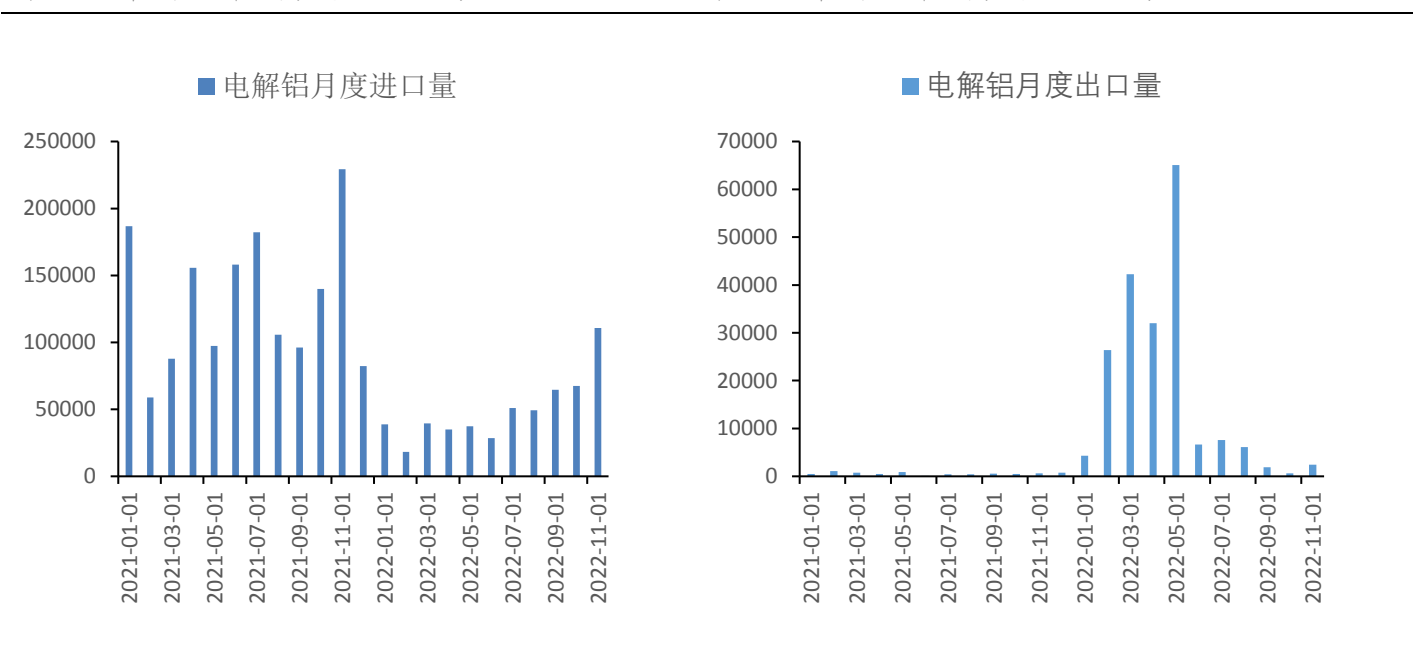
产量方面，今年国内 1-11 月电解铝产量为 3663.49 万吨，累计同比增加 3.73%。其中 11 月国内电解铝产量为 333.5 万吨，同比增长 8.7%，环比下滑 2.3%。具体来看，自 8 月以来，四川受持续高温用电量增加及上游来水量减少的影响，电力供应出现紧张局面，导致四川省内基本全部产能关停。四川省电解铝产能合计约 100 万吨/年，据 SMM 统计，本次减产规模约达当地产能的 80%；8 月中旬随着限电政策升级，重庆、河南电解铝出现不同程度减产，至今仍未完全复产；9 月云南因降水较少，主力水库蓄能下降影响了电力供给，云南电解铝产能出现 20%-30%的减产，影响产能约 124 万吨/年；12 月贵州也都因电力紧张而限电，贵州省内减产幅度目前已超过 20 万吨。从近期的复产情况来看，四川地区在检修、水电不足等因素的干扰下，复产进度较为缓慢，11 月份复产规模为 15 万吨，预计 12 月末运行产能可能修复至约 70 万吨。预计 2023 年初产能将会逐步恢复到停产前水平；近期广西地区电解铝增量不多，广西发布政策支持电解铝企业加快启槽复产，在四季度启槽实现产能提升的，可按产能利用率提升水平给予一定奖励。在明年一季度之前，仍有一定的增长空间。综合来看，预计 12 月份国内电解铝产量增幅不及预期。预计 2022 全年国内电解铝产量约 4008 万吨，同比增长约 4.4%。预计 2022 年底，国内电解铝在产产能达到 4100 万吨

明年的国内电解铝新增产能主要以 2022 年新建未投产产能与复产产能为主。据



SMM 统计，2023 年国内的电解铝新增产能约为 273.7 万吨，主要为在 2022 年减产产能中的复产。2023 年具备投产复产条件的产能项目主要集中在云南、内蒙古、四川、广西等地区。此外，中瑞二期、内蒙古白音华一期以及贵州元豪已在 2022 年底完成建设，这部分产能在一季度能实现投产，贡献近 70 万吨产能。根据排产计划，2023 年预计电解铝产量达 4158 万吨，同比增幅提升至 3.7%。

图3-6：中国电解铝月度进口量情况 (吨)      图3-7：中国电解铝月度出口量情况 (吨)



资料来源：SMM、中期研究院

虽然中国电解铝在全球电解铝产量中的占比超过一半，但我国仍需要从国外进口部分电解铝以弥补工业产业链的短板。从今年电解铝进口情况来看，自 2 月底俄乌冲突以来，能源价格高企迫使海外电解铝减产，多数时间海外铝价较国内铝价溢价，沪伦比低于 1 的时间较多。因此国内电解铝进口盈利窗口基本被关闭。结合数据看，今年 1-11 月我国电解铝出口量达到 19.53 万吨，与 2021 年 1-11 月的 6314 吨相比，实现了飞跃式的增长，这也使得 1-11 月的电解铝净进口量同比减少 76.86%至 34.51 万吨。

### 3.4 电解铝成本仍有下探空间

图3-9：中国电解铝总成本情况

(元/吨)



资料来源：Wind，中期研究院

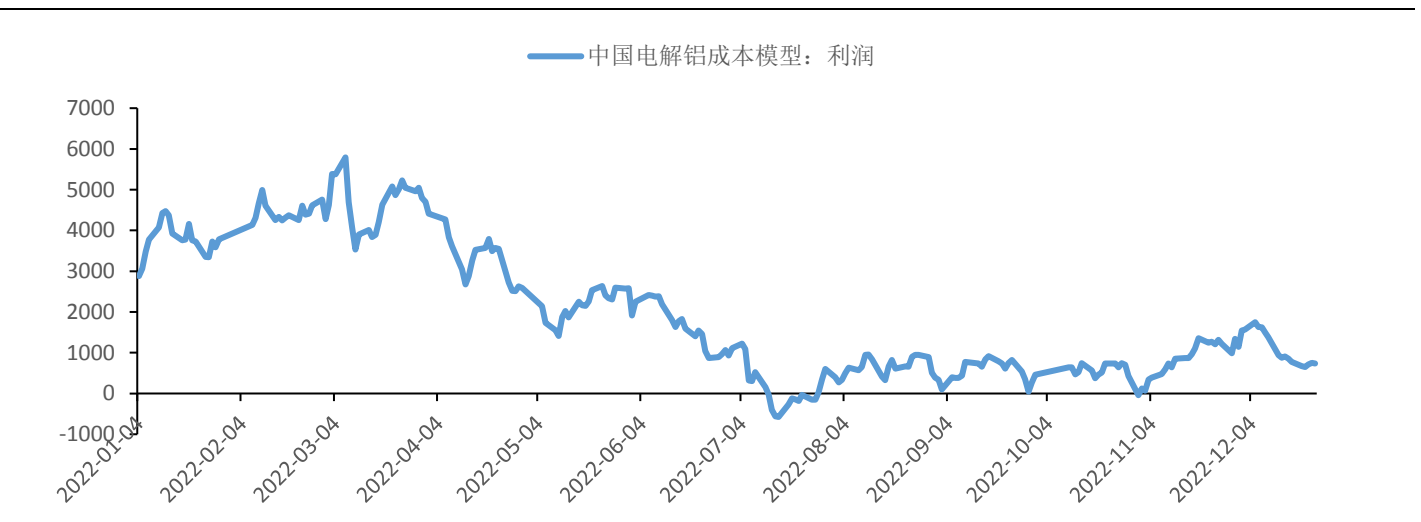
电解铝生产需要持续稳定的电力供应和氧化铝供给。在 2021 年电解铝成本构成中，氧化铝成本占据 39%，每吨电解铝需要 1.92 吨氧化铝，电力在电解铝总成本中占到 37%，阳极及其他成本各占 12%。2022 年受地缘政治局势及海外能源危机的影响，能源供应面临较多干扰，在能源成本高企的背景下，电力、预焙阳极等价格也应声走高。据 Mysteel 统计，在今年 11 月电解铝各成本项中，电力成本、氧化铝成本、阳极成本比重分别为 36%、31%、20%。电力超过氧化铝成为了电解铝成本最高的部分，因此电价的表现对电解铝成本有着重要影响。

目前电解铝成本窄幅波动，偏强运行，与去年同期相比，有一定程度的回升。在西南地区电力偏紧的格局下，电价高位运行，自备电厂成本能否下浮还需看煤炭市场能否长期走低。根据 SMM 测算，截至 12 月 23 日，国内电解铝总成本为 18064.06 元/吨，其中电力成本为 6291 元/吨，氧化铝成本为 5638.13 元/吨。12 月 23 日电解铝企业的成本较 11 月 23 日上升 305.16 元/吨，较去年同期则增加 517.36 元/吨，今年电解铝平均

成本在 16000-18000 元/吨区间内波动。短期来看，受进口煤炭增加及国内供应量增加的影响，国内煤炭价格或易跌难涨。中长期来看，2023 年动力煤生产进入扩产能的周期，产量将出现增长，明年煤价中枢或将下降 300-500 元/吨，国内火电成本有望出现回落。同时，新一轮预焙阳极定价可能再度下跌，因此未来国内电解铝成本将下降，预计 2023 年国内电解铝成本中枢运行于 16000-17000 元/吨之间。

图3-10：中国电解铝利润情况

(元/吨)



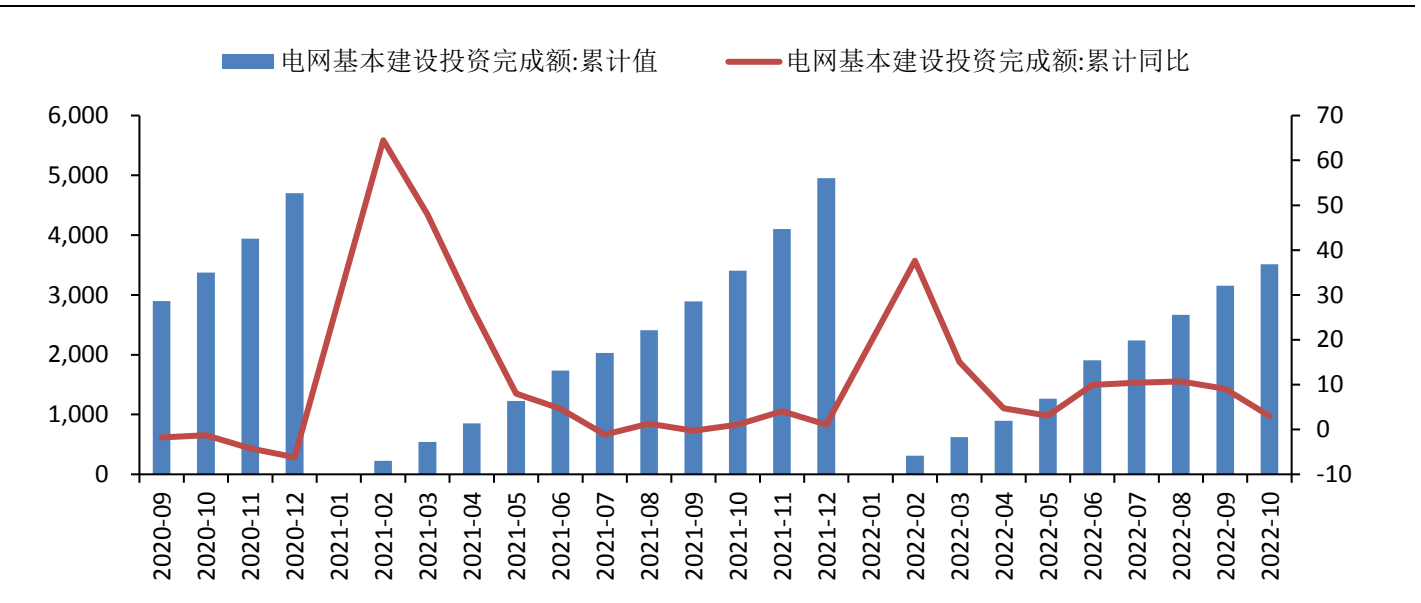
资料来源：Wind，中期研究院

利润方面，12月23日电解铝企业的利润为735.94元/吨，较11月23日下降475.16元/吨，较去年同期增长1937.95元/吨。观察电解铝利润变化情况，年初在电解铝价格走高的推动下，冶炼利润震荡爬升，3月7日，冶炼利润达到5792.52元/吨，创下了年内最高值。步入4月后，电解铝价格走弱，国内电解铝冶炼利润也不断回落，到7月时曾出现小幅亏损，随后逐步向盈亏平衡线回归。9月伴随云南四川地区电解铝企业的大规模减产，国内电解铝冶炼厂的利润得到一定恢复。

## 四、终端需求分析

### 4.1 电网转型升级 特高压再迎建设高峰

图4-1：国内电网基本建设投资完成情况 (亿元、%)

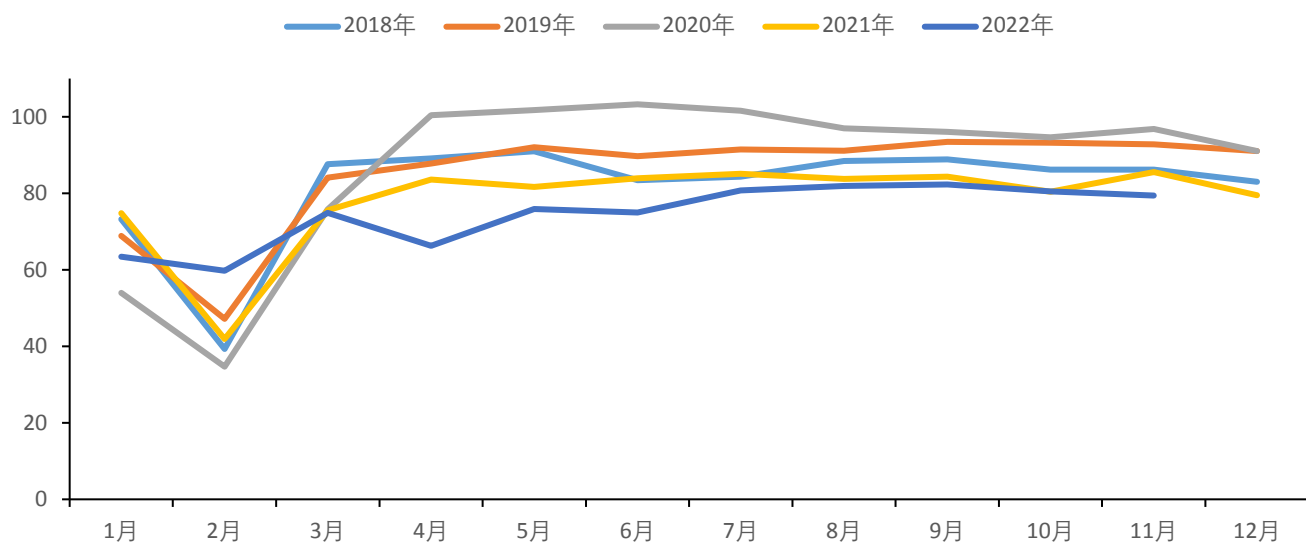


资料来源：Wind，中期研究院

中国铜下游需求中以电力板块占比最大。据安泰科统计，中国铜下游需求中，电力、空调制冷、电子、交通运输、建筑等占比分别为48%、16%、10%、9%和9%。电力行业作为我国铜材主要的需求领域之一，铜材在电力行业主要用于生产变压器、电线、输电用电缆等。随着我国新基建等行业的不断发展，全社会用电量不断增长，其对电线、电缆等输电设备的需求也不断增加。根据国家电网2022年规划投资规模5012亿元，较2021年同比增长8.84%，再度创下新高。南方电网超160亿元，预计年底还有千亿规模电网工程投资完成。2022年全国1-10月电网工程投资额完成3511亿元，同比上涨3%。其中10月份电网投资357亿元，同比下滑30.9%，环比下滑26.7%。今年在疫情干扰下，电网投资项目执行受到影响，投资额不及年初预期。据SMM预测，2022年我国电力行业耗铜615万吨，同比增长2.8%。

图4-2：国内电线电缆开工率情况

(%)



资料来源：Wind，中期研究院

从电线电缆的运行情况来看，目前线缆企业订单表现并不理想。与往年相比，国网及地产端口订单量明显缩水，多数项目的核准闭环工作未达成，导致年内存量项目不够，年末同比交货量明显下滑。随着北方气温逐渐回落，传统地产等工程项目进入淡季，传统电网大多于11月交付完成，国网、南网等订单也着手布局2023年招标，且国内疫情给北方消费也带来影响，因此不利于线缆企业订单增长。预计12月铜电线电缆企业开工率为76.39%，同比减少3.12个百分点。

在2023年，电网投资的遗留项目有望顺利被执行，密集核准开工，在新旧能源以及储能同时大规模建设的背景下，2023年电网建设预计也将加速，预计明年电网投资额有望超6000亿元，同比增长10%-20%，其中特高压、超高压主网建设是核心。“十四五”期间，国家电网计划投入约2.23万亿元，推进电网转型升级，南方电网计划投资6700亿元，两大电网合计规划相较“十三五”期间高出13%，目前已步入电网建设高峰期。当前电网投资以特高压为主，特高压建设给铝的需求带来利好效应，但后续变电设备的新增会加快铜的消费，不过边际耗铜量将低于电网投资增速。

在特高压电网项目中，输电电缆主要采用的是钢芯铝绞线，是由铝线和钢线绞合而成的线缆，钢芯主要起增加强度作用，而铝绞线主要起传送电能的作用。“十四五”国家电网特高压对铝的需求较“十三五”增加 36 万吨。“十四五”期间，国家电网规划特高压工程“24 交 14 直”，总投资 3800 亿元，占电网投资比重 17.0%，比“十三五”高出 3.8%。“十四五”特高压涉及线路 3 万余公里，较“十三五”高 6000 公里。根据测算，每公里特高压直流线路耗铝量约 55.2 吨，而每公里特高压交流线路耗铝量约 63.4 吨。按根据国家电网 2022 年规划，将建设特高压交流线路 7568 千米，特高压直流线路 3040 千米。如果今年项目能完成 60% 规划量，预计将带动共计 36.6 万吨铝用量。

今年以来，我国特高压建设持续推进，但因受到疫情冲击，特高压开工进度不及预期。特高压建设周期约 1.5-2 年，如果要使规划的“三交九直”项目在“十四五”内投产，则 2024 年上半年是最晚的开工时点。因此预计 2023 年将是特高压工程开工大年，尤其是特高压直流项目。经相关测算，2023 年交流特高压投资预计较 2022 年增长 77%；直流特高压投资预计 2023 年增长 70%、在 2024 年增长 61%。总体来看，特高压项目核准及开工建设提速，推动了国内铝消费的增长。但总体消费量占比仍较低，因此对铝消费增长的带动效应有待进一步提升。

此外，今年国家提升了在电源端口的投资力度，将推动光伏、风电等其他非化石能源装机量增长。在相关部门颁布的补贴扶持政策及装备制造水平提高的推动下，今年光伏产业发展迅速。光伏产业用铜量主要集中在传导的电线、电缆中，另外逆变器、变压器等环节也需要铜。光伏产业链用铝量主要集中于光伏组件中的光伏边框和分布式光伏电站中的光伏支架，光伏边框用于固定、密封太阳能电池组件，光伏支架用于摆放、安装、固定太阳能面板。



今年 1-11 月国内光伏累计新增装机 65.71GW，同比增长 88.7%。其中 11 月光伏新增装机 7.47W，同比增长 35.3%，环比增长 32.4%。中国光伏行业协会预测，预计 2022 年全年光伏新增装机有望达到 85-100 吉瓦，同比增长 55%-82%左右。据了解，光伏系统中每吉瓦需耗铜 5000-5500 吨，因此 2022 年预计全年光伏用铜量在约 50 万吨，同比增长 20 万吨。据 Woodmackz 测算，光伏装机用铝量约 2.1 万吨/ GW，预计 2022 年光伏用铝量约 178.5-210 万吨。

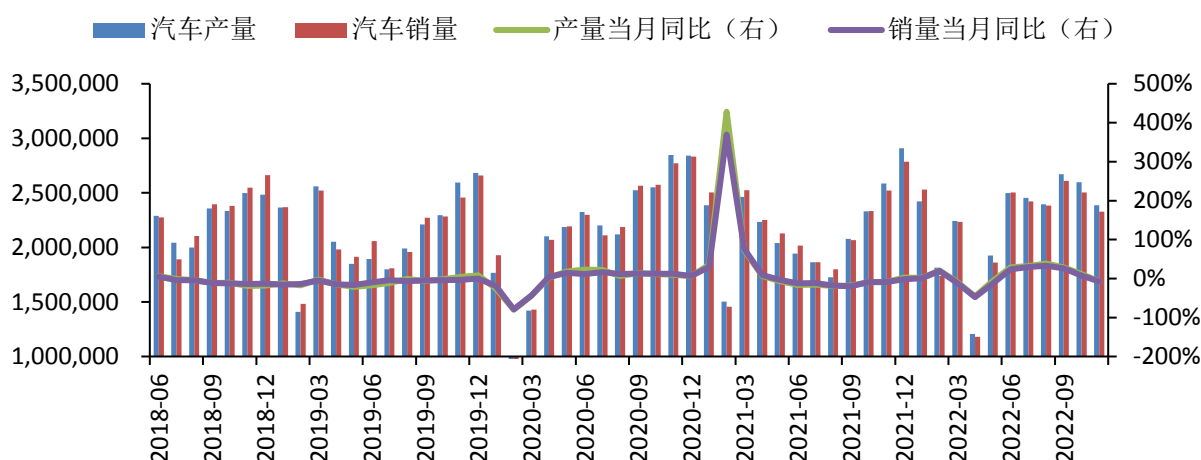
中国光伏产业前景光明。截至目前，我国已有 30 个省市明确了“十四五”期间的风光装机规划。从当前已公开的信息来看，其中 26 个省市光伏新增装机规模将超 4.06 亿千瓦，即未来 4 年将新增 3.55 亿千瓦。

就全球而言，预计 2022 年全球光伏新增装机量达到 238GW，供需维持紧平衡格局，预计 2023 年全球光伏新增装机量约为 321GW。到 2025 年，全球新增装机有望增长至 490GW，年均复合增速达到 27.2%。

## 4.2 汽车市场坎坷前行

图4-3：中国汽车产销情况

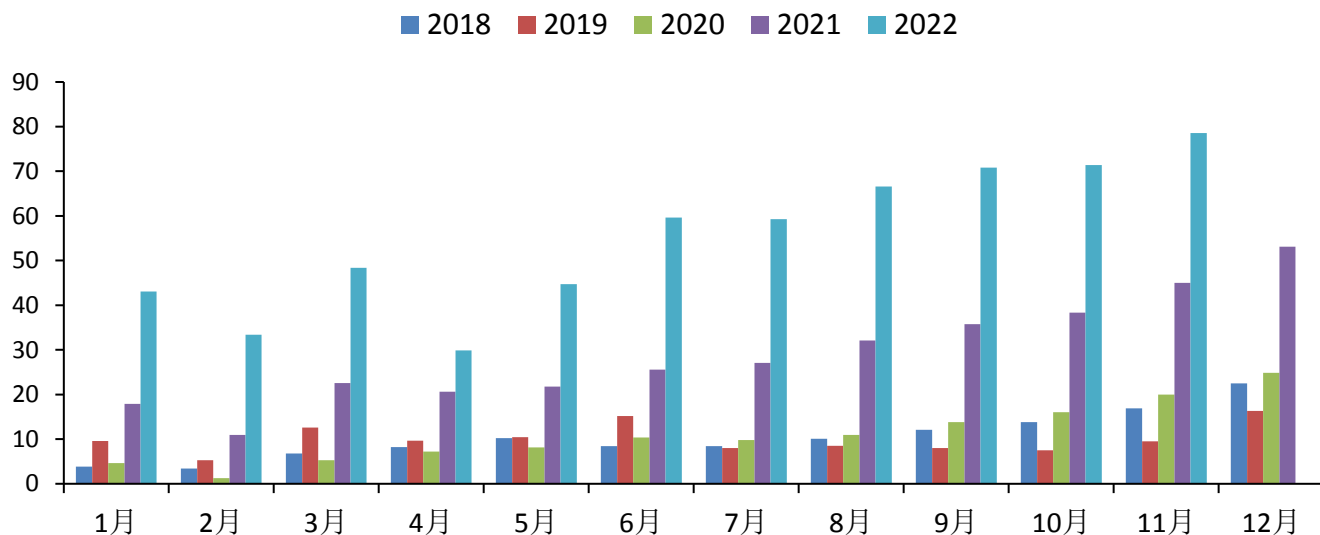
(辆、%)



资料来源:SMM、中期研究院

图4-4: 国内新能源汽车销量情况

(万辆)



资料来源: Wind, 中期研究院

今年汽车市场坎坷前行,有望实现正增长。回顾今年汽车市场的表现,共经历了三个阶段。第一阶段:1-5月,产销触底。年初以来,各地疫情散发,3月份开始长春、上海等地疫情爆发,导致汽车产销触底;第二阶段:6-9月,车市回升。随着上海疫情缓解,各地陆续出台复工复产政策,供应链有序恢复,叠加燃油车购置税优惠政策出台、各地促消费政策落地,车市供需恢复良好,6-9月月度汽车销量同比增速均超20%;第三阶段:10-12月,车市趋于平缓。全国疫情点多、面广,汽车市场需求在10月、11月同比增速回落,12月随着疫情管控的优化,销量增速有望小幅回升。总体而言,增速整体呈现触底回升后再放缓的走势。

为稳定汽车消费,今年国家层面先后实施了购置新能源汽车补贴政策、汽车购置税减半政策、免征新能源汽车购置税等政策;地方政府为引导汽车消费,推出了购车让利、补贴、与车企联动等多种举措,旨在提升汽车市场销量。不过疫情在一定程度上削弱了政策的实施效果。结合产销数据来看,今年1-11月国内汽车产销分别完成2462.8万辆

和 2430.2 万辆，同比分别增长 6.1% 和 3.3%，1-11 月增速比 1-10 月有明显的下降，较 1-10 月分别收窄 1.8% 和 1.3%。其中 11 月汽车产销分别达到 238.6 万辆和 232.8 万辆，环比分别下降 8.2% 和 7.1%，同比均下降 7.9%。与去年和前年相比，11 月汽车产销略显疲态，并未出现往年的年底翘尾现象，这主要由于经济下行压力和疫情冲击使得消费者购车需求释放受阻。中汽协预计今年中国汽车总销量为 2680 万辆，同比增长 2%。同时 SMM 预测 2022 年我国交运行业耗铜 142 万吨，同比增长 4.4%。

出口方面，随着我国自主品牌的崛起，国内汽车逐步走向海外市场，今年我国汽车出口销量快速增长，较去年明显提升。今年 1-11 月中国汽车出口 278.5 万辆，同比增长 55.3%。随着近两年来缺芯问题基本得到解决，世界新车和二手车价格偏高及供给偏紧的局面将逐步缓和，中国汽车出口持续高增长的局面或难以延续，国内竞争程度也将加剧。

2023 年汽车行业仍面临较多的不确定性，一方面，新能源车补贴退出、燃油车购置税优惠或退坡，政策刺激力度减弱。考虑到今年燃油车市场在疫情管控下损失较多，明年将面临着去库周期带来的压力。同时燃油车购置税减半政策截止时间为 2022 年年底，2023 年汽车行业可能面临购置税补贴退坡或者退出的情况，相应政策的刺激效果或会逐步消失。另一方面，疫情扩散可能短期抑制部分乘用车需求，减弱汽车消费复苏弹性，且上游原材料价格波动或对企业成本管控带来一定影响。

就明年 1 月而言，在 2023 年春节前置、车购税减半政策等因素的干扰下，汽车市场会面临时间短、消费不旺的双重冲击。同时受 2024 年春节时间的影响，2023 年年末汽车市场也将缺乏春节前的消费拉动，车市或将承压。综合来看，中汽协预计 2023 年汽车总销量为 2760 万辆，同比增长 3%。

就新能源汽车市场而言，表现相对抢眼。伴随着各大品牌在新能源汽车市场上的持续发力，今年新能源汽车呈现快速增量的势头，在销量、增速、份额、渗透率等多个维度都表现出众，目前整体仍处于上升阶段。一方面，为推动新能源汽车市场孵化，相关部门在今年5月至12月，组织开展新一轮新能源汽车下乡活动。且车辆购税减半政策也支撑新能源汽车畅销超出预期；另一方面，消费者对新能源汽车的接受度逐渐提升，“双积分”政策倒逼车企产品结构升级，充电基础设施建设不断加强，也助力实现新能源汽车销量爆发的局面。

结合产销数据来看，今年1-11月我国新能源汽车产销分别完成625.3万辆和606.7万辆，同比均增长1倍，市场占有率达到25%。其中11月新能源汽车产销分别达到76.8万辆和78.6万辆，同比分别增长65.6%和72.3%，市场占有率达到33.8%。根据乘联会预测，今年新能源补贴退坡幅度最高的1.26万元，远高于前两年的0.5万元补贴退坡幅度，同时部分车企公布了车型在明年定价上涨的信息，这一退坡政策强化了消费者对新能源车的年末抢购效应。中汽协预计今年中国新能源汽车销量为670万辆，同比增长90.3%。

从新能源汽车出口来看，占比在不断提升。今年1-11月中国新能源汽车出口59.3万辆，同比增长1倍。受年初整体出口量不佳的影响，自今年1季度以来，中国新能源车出口占比持续走低，4月占比仅为8%。随后受国际局势、油价等多重因素的影响，下半年新能源汽车出口形势改善，越来越多的自主品牌走出国门，海外的认可度也不断提升。到11月时，新能源汽车在出口总量中的占比已提升至33%。

目前新能源汽车产业的发展趋势向好，但仍处在“爬坡过坎”的关键时期。国内新能源汽车行业正在逐渐从政策导向市场导向转变。从政府给予新能源车的补贴来看，呈

逐年下降的势头。2022 年新能源汽车补贴标准在 2021 年基础上退坡 30%，而当前的新能源补贴将在今年年底终止。不过国内在今年 9 月将新能源车购置减免税再次延长至 2023 年年底。可见政府将新能源车行业完全让渡给市场的过程是循序渐进的。后期随着《节能与新能源汽车技术路线图 2.0 版》、《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》出台，预计新能源汽车将继续呈现产销并增的局面。中汽协预计 2023 年新能源汽车销量为 900 万辆，同比增长 35%。

目前全球大力发展新能源汽车行业，符合倡导的“碳中和”需求。新能源车耗铜量比传统汽车高，电机内部大量使用电阻及铜圈，连接器、锂电铜箔和线束成为用铜增量来源。随着全球汽车电动化大时代的加速到来，新能源车用铜将保持强劲的增长趋势。根据 ICSG 测算，电动新能源车耗铜量为 83kg/辆，传统汽车为 23kg/辆，高出近 3 倍使用量。预计 2022-2024 年全球新能源汽车销量分别达到 1000、1364、1719 万辆。由此推算出 2022-2024 年新能源汽车分别产生用铜增量 27、24、34 万吨。

新能源汽车充电桩的建设也贡献了对精炼铜的需求。根据 Mysteel 数据，一台公用交流式充电桩耗铜 8kg，一台公用直流式充电桩耗铜 60kg，一台私人桩用铜量约 2kg。据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，2025、2030、2035 年，慢充设施端口分别为 1300、7000、15000 万端以上，公共快充端口分别约 80、128、146 万端。预计 2025 年我国慢充及快充设施总计耗铜量将达到 15.2 万吨；2030 年将达到 63.7 万吨，5 年 CAGR 为 33%。总体而言，新能源车行业的发展对铜需求量的增长将有明显的推动作用。

新能源汽车中，铝主要用于车轮、发动机部件、底架、减震器支架以及空间框架等结构件，在车身起到轻量化作用。根据测算，一辆混合动力汽车耗铝量在 200 千克左右，纯电动汽车耗铝量在 230 千克左右，电动公交车耗铝量在 400 千克左右。由此测算，

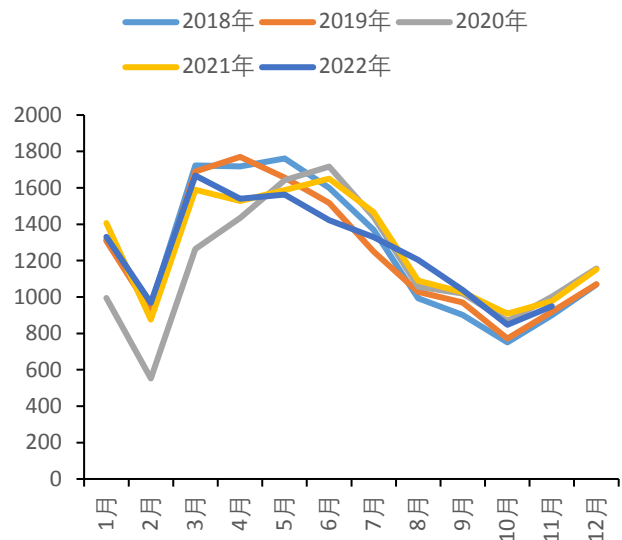
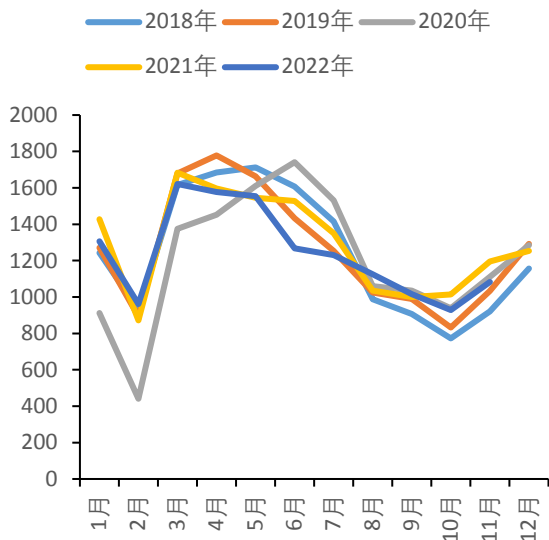


2022 年国内新能源汽车耗铝量约为 103 万吨，相较 2021 年增长 32 万吨。

### 4.3 政策释放利好 空调行业拨云见日

图4-5：中国家用空调月度产量（万台、%）

图4-6：中国家用空调月度销量（万台、%）



资料来源：SMM，中期研究院

2022 年空调市场在多重不利因素下艰难前行。在国内房地产周期下行及疫情拖累空调消费的同时，海外面临着高通胀及复杂的国际局势，也使得市场需求疲软，国内外空调需求均有承压。

回顾全年空调市场的具体表现，上半年，我国空调行业总体呈现高开低走的态势，步入二季度，受国内新冠肺炎疫情反弹、乌克兰危机等超预期因素的冲击和影响，下行压力陡然增加。4 月份大幅下滑、5 月份降幅收窄、6 月份基本恢复正常增长。整体运行呈现“V”字形。在 7 月之前，空调行业信心处于低谷，不过随后空调市场在三季度迎来转折。受 7、8 月持续性、大规模的反常高温天气刺激，空调行业体现出了较强的韧性，终端销量明显回升。结合产销数据来看，根据产业在线数据，2022 年 1-11 月累计家用空调产量 13677 万台，同比减少 4%，1-11 月累计家用空调销量 13862 万台，同比



减少 1.7%；其中 1-11 月内销 7873 万台，同比减少 0.3%；1-11 月外销 5989 万台，同比减少 3.6%。

内销市场：龙头企业渠道改革已初具成效。随着空调渗透率以及保有量的提高，我国空调市场已从增量市场转向存量市场。在存量时代下，行业规模逐渐见顶。受疫情干扰，传统线下渠道销售额出现下滑，但线上新兴渠道则逆势增长。据奥维云网统计数据 displays，2022 年前三季度拼多多空调零售额达到 33.5 亿元，空调在直播电商（抖音、快手）的零售额规模达到 9.5 亿元，可见线上渠道为家电市场带来了新的增量。

外销市场：在海外需求减弱和高基数的影响下，空调外销表现承压。普遍的高通胀对空调的消费需求有抑制作用，2022 年 1-10 月，美国 CPI 上涨了 6%，英国 CPI 上涨 9.8%，欧元区 CPI 上涨了 9.3%。此外，俄乌冲突引发了欧洲能源危机，欧洲人均生活成本不断上升，这也削弱了对空调这类非刚需类产品的需求。产业在线预测 2022 年第四季度国内家用空调的销量为 2835.1 万台，同比下降 6.7%，内外销均呈下滑走势。2022 冷年已落下帷幕，整体市场表现不及预期。家用空调总销量 14976.63 万台，同比下滑 1.5%。其中，内销量同比下降 2.32%，出口量同比下降 0.46%。同时 SMM 预测数据显示，2022 年我国家电行业耗铜 206 万吨，同比增加 2.0%。

展望 2023 年，我们对空调行业运行持谨慎乐观态度。随着房地产、防疫政策的持续优化，前期压制空调行业的因素将迎来确定性转折，空调消费需求有望实现稳步复苏。一方面，近期房地产行业政策暖风频吹，2022 年 11 月以来支持房地产的“三支箭”齐落地，涉及债券、信贷和股权三个领域。11 月 8 日，中国银行间交易商协会宣布，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资；11 月 23 日，人民银行和银保监会发布《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》；11 月 28 日，证监会决定

在股权融资方面调整优化 5 项措施，支持房地产企业股权融资，支持房地产市场平稳健康发展。这三条政策有望助力房地产行业的平稳健康发展。随着地产市场的回暖，空调增长将有望逐渐恢复。另一方面：防疫政策的优化利好国内经济的复苏，随着经济活力的回升，居民消费信心将逐步恢复，这也将提振空调等耐用消费品的消费需求。空调市场在经历了两年调整筑底后，预计 2023 年有望回归到正常的经营节奏。预计 2023 年空调行业内销量为 8680 万台，同比增长 3%。

## 五、2023 年金属行情展望

**铜：**宏观面上，在多重危机叠加影响下，全球经济衰退风险上升，明年全球经济进一步放缓的可能性增大。而在高通胀形势短期难有明显缓解的背景下，欧美货币政策在明年上半年将难以转向，这将给有色板块的运行带来一定压力。基本上，供给端，2023 年矿端供应虽然仍将受到海外扰动，但明年铜矿新扩建项目量较多，新增产能释放高峰或将至，铜矿存在供应宽松的预期。而冶炼端产能在利润驱动下仍具备增长空间。需求端，传统领域增幅有限，基建发挥托底效应将推动明年电网投资继续加大，空调市场在房地产行业修复的带动下有望企稳回升。而以光伏及新能源汽车为代表的新兴领域将继续发力，从而对铜的需求会形成一定支撑。总体而言，明年铜市场整体面临着中性偏宽松的格局。预计沪铜在宏观承压、供需宽松的背景下，整体价格运行重心也将有所下移。上半年面临的下行压力会相对明显，下半年价格有望触底后迎来小幅回升，沪铜主力合约全年运行区间预计为 58000-68000 元/吨之间。

**铝：**供给端：目前国内电解铝建成产能已接近天花板，在碳达峰的要求下，供给存在刚性。而国外新增产能也受到一定限制，全球未来产能增量有限。步入 2023 年，全球电解铝供应小幅增加，国内电解铝投复产则面临着较大压力。国内高新增及复产产能

为实现高增长奠定了坚实的基础，电解铝供给将面临过剩格局。考虑到西南地区缺电大概率会干扰冶炼企业的复产，因此电解铝复产过程不会太顺畅。需求端：国内稳增长政策继续发力，防疫政策不断优化，国内需求复苏可期，预计铝消费将迎来渐进式回暖。具体来看，消费增量将主要来自光伏和新能源汽车领域。目前新能源汽车保持良好的增长势头，光伏行业在内外需共振下将延续高景气。此外，明年电网投资方向侧重在特高压端口，随着特高压再迎建设高峰，铝消费的增长空间也将得到提升。总体而言，在全球局势复杂多变，供需面趋于宽松的背景下，预计 2023 年沪铝价格中枢将有所下移，主力合约运行区间为 16000-21000 元/吨之间。

## 镍及不锈钢：供强虚弱，镍价重心或逐步走低

### 内容摘要：

镍：产业方面，2022 年镍产业的格局已经发生了翻天覆地的变化，其中高冰镍等对硫酸镍的供给大幅增加，而硫酸镍的用镍量比例也大幅增加，甚至可以与镍铁相提并论。纯镍制备硫酸镍工艺迅速退出历史舞台。镍期货对应着电解镍或纯镍，而纯镍在生产中的应用则越来越少。这导致纯镍库存不断走低的情况下，镍价并不一定会因此而持续走高。影响镍价的重要逻辑转移到镍铁和硫酸镍产业的供需。纵观 2023 年，我们认为无论镍铁还是硫酸镍都面临了强供给弱需求格局，这将对镍价产生负面的影响。不过同时，也要关注到 2023 年镍整体供需仍存在缺口，且宏观面、印尼镍铁政策等会对阶段性镍价的推动作用。预计镍价 2023 年维持前高后低走势，镍价的重心或在下半年逐步回落，但整体价格维持高位区间。

不锈钢：2022 年不锈钢走出了和沪镍不同的走势，虽然一季度跟随大涨，但全年受终端需求弱的影响，重心不断走低，且四季度未能跟随镍价逐步再回到前期高位。展望 2023 年，在基本面不强的情况下，供需仍处于小幅过剩。明年上半年受到原材料成本高涨的影响，成本支撑较强，且春季随着中国进入“后疫情时代”，地产、基建等政策逐步释放，有利于市场乐观情绪推动价格走高。不过，中长期看，不锈钢价格仍会寻求新的平衡点，下半年或仍将逐步回落。

## 一、2022 年市场回顾

2022 年的镍价可谓波澜壮阔，年初创下了快速拉涨的大幅反弹，之后又快速回落。“伦镍”事件成为有色市场，乃至大宗商品衍生品交易中重要的历史事件。2022 年 3 月，俄乌冲突爆发，并且此前伦镍库存不断下降。3 月 8 日，随着镍价上午短期内大涨 100%，严重偏离正常交易秩序，LME 与 LME clear 协商，自当地时间 8:15 起暂停所有镍合约交易；并取消了 8 日 00:00 以后所有交易。（通告：22/052、22/053、22/057）。3 月 16 日，LME 当地时间 8:00 恢复交易。涨跌幅限制设置为 5%。随即开盘后跌停。伦镍在短短一个月之内，从 2.5 万美元/吨，涨至 5.5 万美元/吨，随即又跌回 2.7 万美元/吨。与此同时，沪镍随着在交易限制下，涨幅不至于如此激烈，但仍然受其影响走出较大波动。可以说，2-6 月份，镍价几乎都处于价格严重偏离现货市场的非正常状态。下半年，镍价格走势终于从资金端转向产业端。6 月中下旬镍价开启了新一轮下跌，其背后的逻辑来自基本面的供强需弱，也来自宏观面，全球经济衰退预期和美元指数不断走高。不过进入 8 月以后，随着减产力度增加，市场出清，镍价重心重新震荡上移。在 12 月份，镍价甚至走出了小反弹高潮，一方面是国内疫情政策出现转向；另外，地产政策等放松迹象明显，黑色建材、有色等板块出现集体上扬。沪镍主力合约再度站上 22 万元/吨高位。

成交量方面，2022 年在极端行情反复以及交易所不断提高交易限制的情况下，全年成交明显低于 2021 及 2020 年，从投机性最强、散户最多的品种变为投机性较低品种。

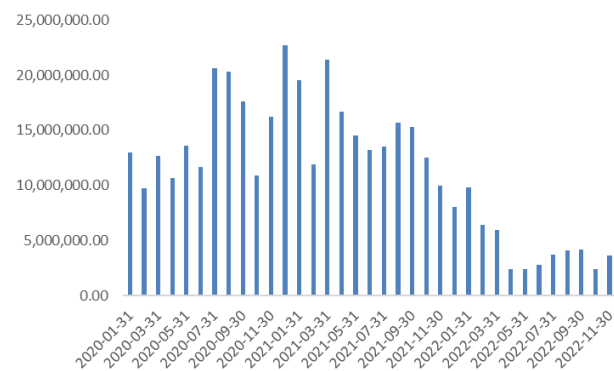


图1-1：镍活跃合约的走势及逻辑的变化



数据来源：Ifind，中期研究院

图1-2：沪镍成交量较2020年下降



数据来源：Ifind，中期研究院

图1-3：现货价格走势（长江有色镍板1#）：单位(元/吨)



## 二、2023 年镍供需分析：供给缺口或转为过剩

### （一）全球供需平衡表

从全球镍供需情况看，2018 年开始呈现逐步供给缺口收缩态势，不过 2021 年出现了扭转，主要是进入 2021 年后，随着国外防疫放松，全球经济复苏强劲，而供给增速难以跟上，导致镍供需平衡再现缺口。但进入 2022 年以后，全球复苏脚步开始走弱，



且美联储持续加息之后，镍供需平衡重回原来的逻辑。据 WBMS 统计，全球镍产量 2021 年供给 270.57 万金属吨，需求 285.0 万吨，供需缺口达 14.43 万吨。但 2022 年 1-10 月，全球总供给 237.15 万吨，需求 248.81 万吨，供需缺口收缩至 11.66 万吨。预计 2023 年，随着后疫情时代的到来，特别是全球经济复苏预期走弱的情况下，部分需求增速已经在 2021 年快速释放，镍供需状态或重回疫情前状态——供强虚弱长周期。预计 2023 年全球镍供需缺口将继续收缩。

表1：全球镍供需平衡表（单位：万吨）

平衡表	2019	2020	2021 年	2022 年 1-10 月
全球总供给	231.7	241.9	270.57	237.15
全球总需求	241.3	236.6	285.0	248.81
供给-需求	-9.6	5.32	-14.43	-11.66

数据来源：安泰科、INSG、WBMS、中期研究院

## （二）镍矿供给不强，维持紧平衡

2019 年 12 月，印尼停止了镍矿出口，我国作为镍铁生产大国，就只能依赖菲律宾。菲律宾对我们的镍矿出口占比超过 90%。根据中国海关数据统计，2022 年 1-11 月，中国镍矿进口总量 3748.31 万吨，同比降 9.93%，其中，中国自菲律宾进口镍矿总量 3147.66 万吨，同比降 16.09%；而自印尼方面几乎无进口。

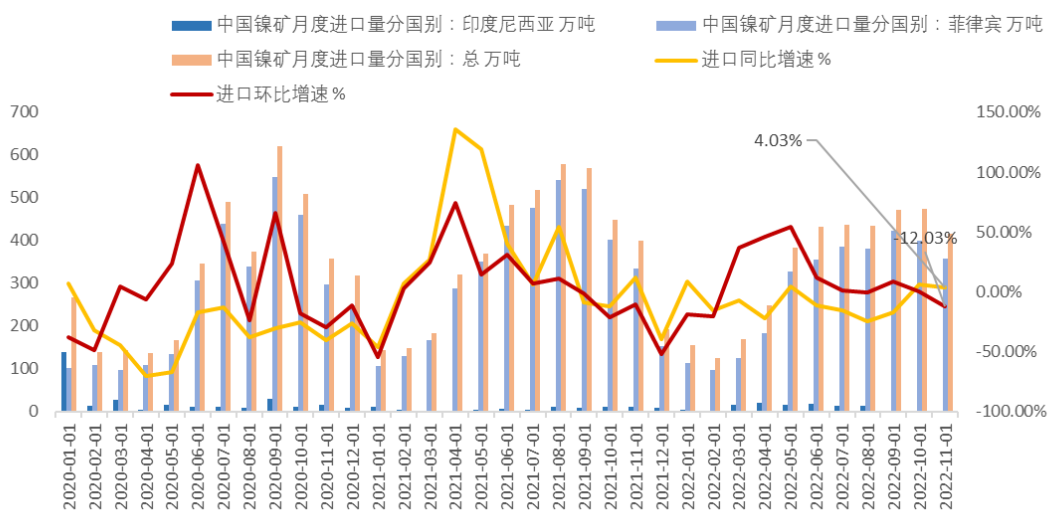
国内镍矿呈现供需双弱：我们此前就说过，由于菲律宾的镍矿由于品级不及印尼，且已有部分矿区由于枯竭而关停，其对我国的镍矿供给量只减不增。不过与此同时，国内对镍矿的需求也相应下降。主要由于镍铁产能在从国内不断向印尼等国家转移。不过明年需要关注印尼方面的动向。11 月，曾有消息传出，印尼或恢复部分镍矿出口。但此

消息尚未定论。

我们在去年年报中强调了，矿价对镍价的影响是逐步趋弱的，2020年由于镍矿突然受限，导致红土镍矿价格上涨一倍，带动镍价走强。但到了2021这一逻辑就不存在了。2022年，影响镍价的镍矿逻辑更弱。这也使得镍矿价格虽然受到货源紧张因素，表现坚挺，但整体价格涨幅不如镍价。1.8%的红土镍矿价格CIF从2021年年末110美元/湿吨，期间虽然上涨，但涨幅有限，到了2022年12月底，价格再度回落至104美元/湿吨。与此同时，全年的镍矿港口库存也维持高位。

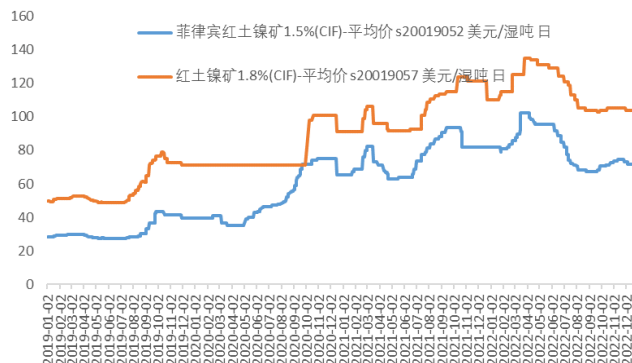
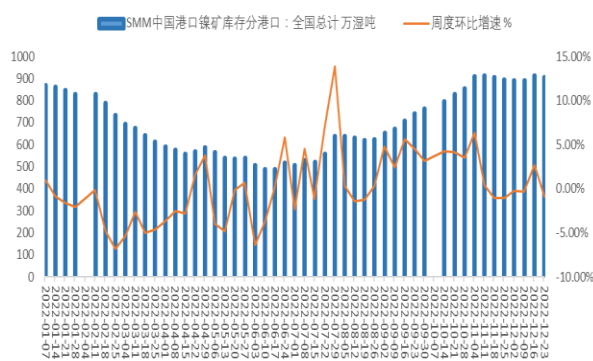
小结：镍矿对国内的供给虽长期不乐观，但由于对应国内镍铁产量也在收缩，如果2023年进入后疫情时代，随着运费能逐步走低，那么镍矿的价格或出现继续回落。

图2-1：菲律宾镍矿累计进口量（截止到2022年11月）



数据来源：SMM，中期研究院

图2-2：镍矿港口库存（截止12月23日） 图2-3：红土镍矿CIF价格（美元/湿吨）（截止12月26日）



数据来源：SMM，中期研究院

### （三）硫酸镍对镍价影响权重大幅增加，镍铁硫酸镍共同面对供强需弱格局

#### 1、镍铁供给分析

印尼巨大的镍铁新增产能在 2019 年以后开始释放，随着镍矿价格等国内生产成本继续增加，镍铁的国产转移步伐加大。从中印镍铁产量对比图可以看出，2020 年印尼超越并替代我国，成为全球镍铁最大供应国。以 SMM 统计数据，2022 年印尼镍铁产量达到 106.96 万镍吨，我国的镍铁产量为 39.886 万镍吨，印尼产量已经是我国镍铁产量的 1.7 倍。而 2019 年，印尼镍铁产量尚达不到我国水平。

我国的不锈钢产业亦有跟随镍铁产业外移步伐的趋势。特别是 2021-2022 年，由于不锈钢国内产能尚强大，因此对镍铁的需求量不低，我们近几年的镍铁进口量快速增加，这导致镍铁价格博弈程度高。根据中国海关数据显示，2019 年我国镍铁进口量仅有 129 万吨，但 2022 年 1-11 月，进口量已经增加至 528 万吨，其中自印尼的镍铁进口量达到 484 万吨。2022 年全年镍铁的进口量呈现小幅波动，主要是国内面临需求不足，5 月以后镍铁进口月度环比增速就开始下降，11 月已经环比负增长。这其中的最主要逻辑就

是下游终端需求不足，特别是 6 月以后，300 系累库压力大增，大规模联合减产之后，对镍铁的需求下降。

与此同时，国内镍铁生产利润不断被挤压。根据 SMM 统计，6-7 月份镍铁全行业进入亏损期，经过大规模减产以后，利润开始逐步回升，但到年底再度徘徊在成本线附近。高镍铁格从 3 月历史高位 1690 元/镍点（出厂价）逐步回落，9 月最低仅有 1257 元/镍点（出厂价）。尽管 2022 年镍铁的产业面供强需弱，但镍铁价格整体位于高位震荡，并没有持续回落，这主要得益于坚挺的电解镍纯镍价格。镍铁对电解镍的升贴水 2022 年维持了非常大的贴水，这也说明镍铁价格的重要支撑来自于电解镍价格，或镍期价。

高冰镍对镍铁供给的影响也不可忽略，这是造成镍铁价格很难下降的原因。自从高冰镍技术成熟，镍铁需求出现走弱的情况下，就可以很快转为高冰镍。而随着纯镍价格不断上涨，MHP 和高冰镍制备硫酸镍成为重要的途径，也分担了巨大的镍铁供给过剩的压力。

印尼的镍铁新增产能增速有所下降，但总量仍然不低。根据 SMM 统计，到 2023 年约有 46 条生产线投入生产。国内方面，则镍铁产能因利润不断被挤压，将进一步下降。

**镍铁价格逻辑小结：**2023 年的镍铁价格的重要逻辑一方面来自于产业方面的供强需弱格局；另一方面还有镍价本身对镍铁价格的支撑。最重要的事，产业消息面的影响。我们认为 2023 年印尼大概率将推出针对镍铁出口的关税。这会进一步提高镍铁价格，从而继续挤压国内镍铁生产利润。镍铁的价格或受到多空因素影响而呈现长期重心下移，短期或有反弹波动等情况。

## 2、硫酸镍供给分析

三元前驱体市场经历了 2 年的高增长，已经进入了高增瓶颈期。不过对硫酸镍的需

求仍然不低。2022年，随着硫酸镍产能增加，供需缺口已经得到极大缓解。2021年全年硫酸镍供给较去年同比增加100.47%，达到了28.79万镍吨，2022年硫酸镍供给38.0万镍吨，同比增速放缓至31.99%，但仍然在绝对量上优势明显。相对比2022年，镍铁国内产量为39.88万镍吨，可以看到曾几何时硫酸镍只能占镍用量凤毛麟角，现在已经可以和镍铁用镍量旗鼓相对了。2023年，如果国内镍铁产能进一步下降，硫酸镍的用镍量或可实现首次超过镍铁用镍量。这将是镍历史上划时代意义的时刻。

2022年，电池行业整体增速仍延续下移态势。从SMM公布的镍下游电池行业采购经理人指数亦可以看出。2022年，电池行业PMI基本在50附近波动，上半年基本在50以下，下半年有所恢复，到50以上，但相比较2020年一直保持55以上，甚至60以上的高增长时代已不再。

面对三元前驱体的行业高速发展产生的巨大硫酸镍需求，高冰镍和MPH等原料的供给极大的解决硫酸镍供需缺口问题。2021年硫酸镍制备还需要大量依赖镍豆，但进入2022年，高冰镍和MHP等中间体制备已经占比超过80%，而纯镍制备比例不足10%。我国对镍钨（高冰镍）和湿法冶炼的进口量也随之大增。2022年，这两者的进口量同比分别增加8.67倍及1.18倍。印尼2022年的高冰镍产能也大幅提升，SMM统计显示，1-12月高冰镍产量为20.75万镍吨，虽不可以与印尼的镍铁产量同日而语（注：2022年印尼镍铁产量106.96万镍吨），但其增速相当快，已经使得高冰镍的供需逻辑要对镍价产生重要影响。

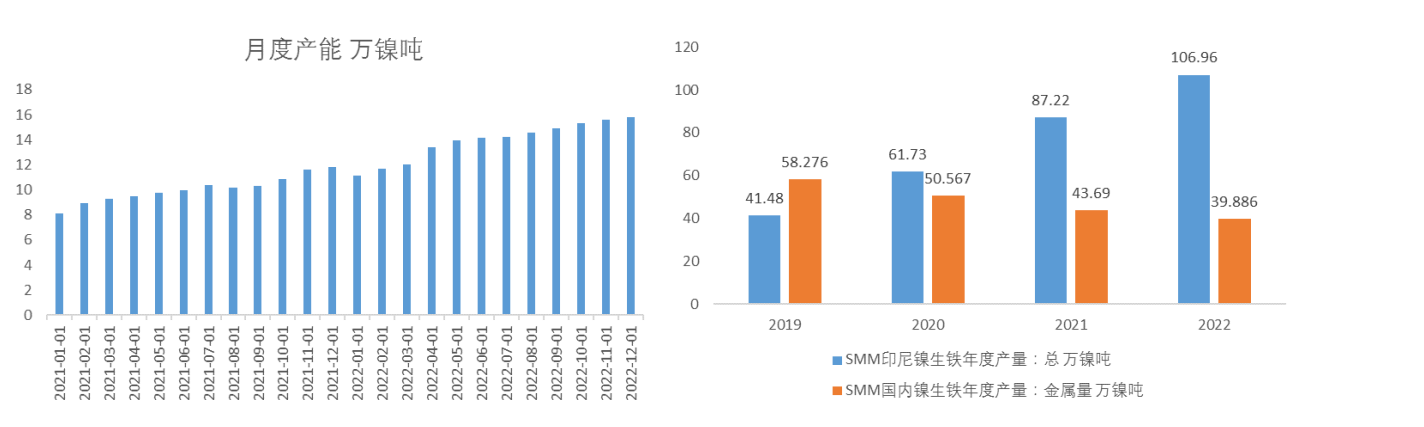
硫酸镍价格逻辑小结：2020年需求大增，2021年供给大增，2022年供需小幅过剩。进入2023年，随着高冰镍、MPH等中间品对硫酸镍产量的进一步增加，且其下游三元前驱体增速已经不及硫酸镍产能扩张，预计2023年的供给过剩将进一步增加。不过，我



们要看到硫酸镍用量占比已经非常大，形成了对现货价格和产业供需的实质性影响。因此，电池行业的变化、硫酸镍行业的供需变化都会镍价产生重要影响。

图2-4：印尼镍铁月度产能（万镍吨）

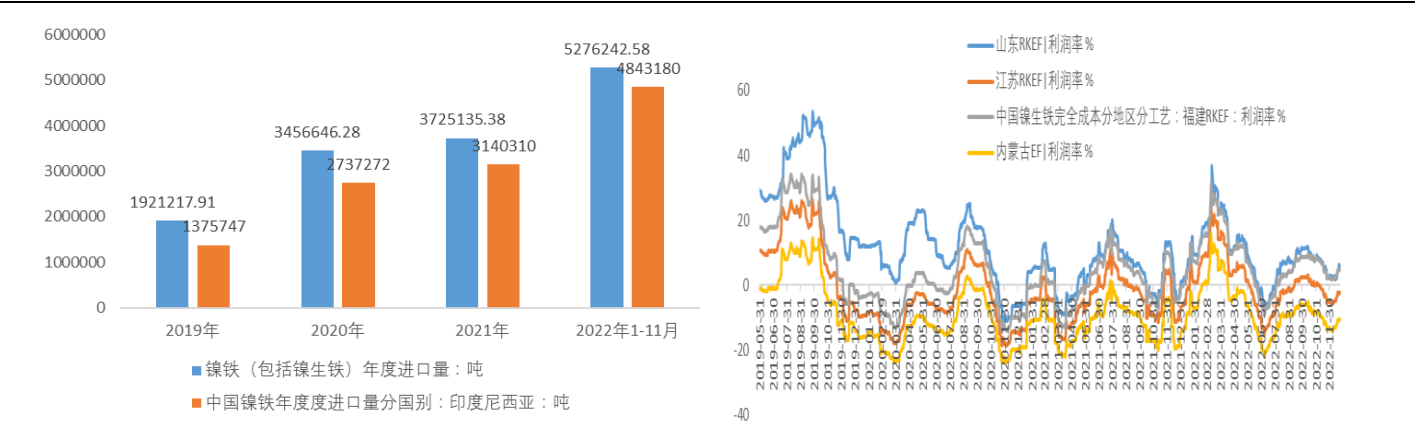
图2-5：国内及印尼镍铁产量（万镍吨）



数据来源：SMM, 中期研究院

图2-6：中国镍铁进口量（吨）

图2-7：国内镍铁生产利润（%）



数据来源：SMM，中期研究院



图2-8：印尼镍铁及高冰镍新增产能

地区	企业	产品	待投炉子数	时间	备注
印尼IWIP	青山	NPI	6	2022~23	5.9万镍吨
印尼IMIP	青山	NPI	8	2022~23	
印尼Konawe	德龙三期	NPI	8	2022~23	2.4万镍吨
印尼Morowali	青岛中程	NPI	2	2022~23	0.72万镍吨
印尼OBI	力勤	NPI	7	2022~23	4.2万镍吨
印尼OBI	力勤	NPI	12	2023E	
印尼Morowali	万向	NPI	3	2022~23	0.9万镍吨
印尼Morowali	中青新能源	高冰镍	6万金属吨	2022.11	
印尼IWIP	中伟	高冰镍	12万金属吨	2023.06	
印尼IWIP	华友华科	高冰镍	4.5万金属吨	2022.11	

数据来源：SMM、中期研究院

图2-9：印尼MHP新增产能

项目名称	产品	产能	时间	计划
力勤OBI二期	MHP	1.8万金属吨	2022~23	待投产
力勤OBI三期	MHP	6万金属吨	2023.09	待投产
华越	MHP	6万金属吨		已投产
华飞	MHP	12万金属吨	2023.06	待投产
华友	MHP	6万金属吨	2024	待投产
华友	MHP	12万金属吨	2024	待投产
青美邦	MHP	7.3万金属吨	2022~23	一期已投产
青山振石集团	MHP	3万金属吨	2023E	待投产
格林美	MHP	3万金属吨		待公布

数据来源：SMM、中期研究院

图2-10：高镍铁价格高位回落维持震荡



数据来源：SMM，中期研究院

图2-11：镍生铁较电解镍升贴水(元/镍点)

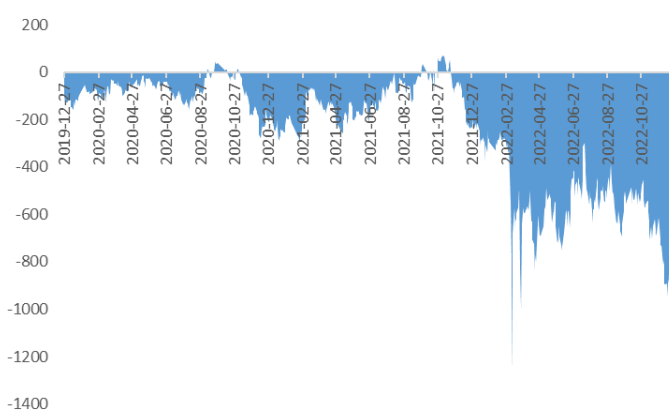
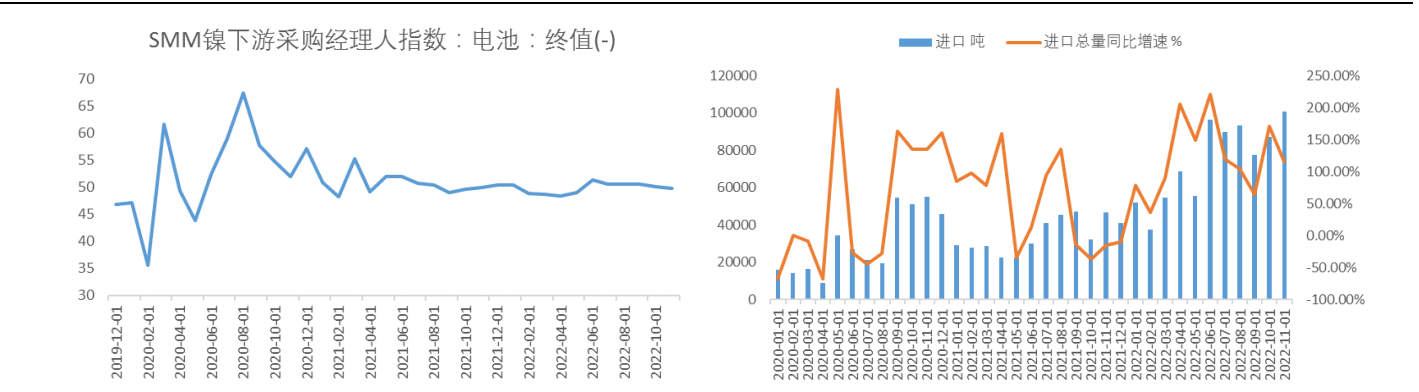


图2-12: SMM镍下游采购经理人指数: 电池行业

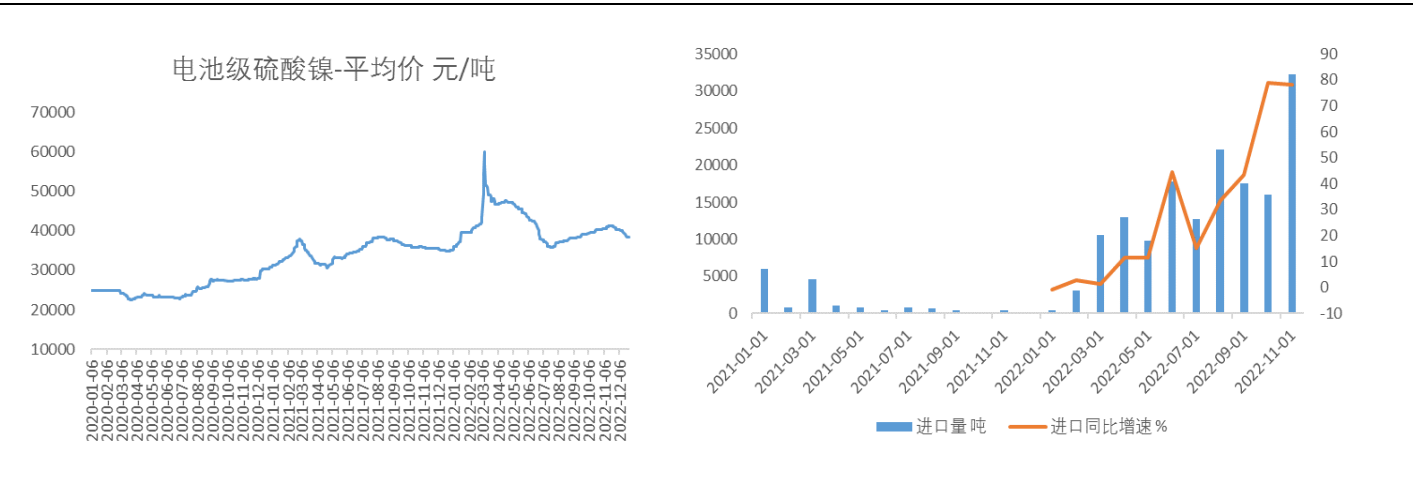
图2-13: 镍湿法冶炼中间品进口



数据来源: SMM, 中期研究院

图2-14: 硫酸镍价格高位震荡

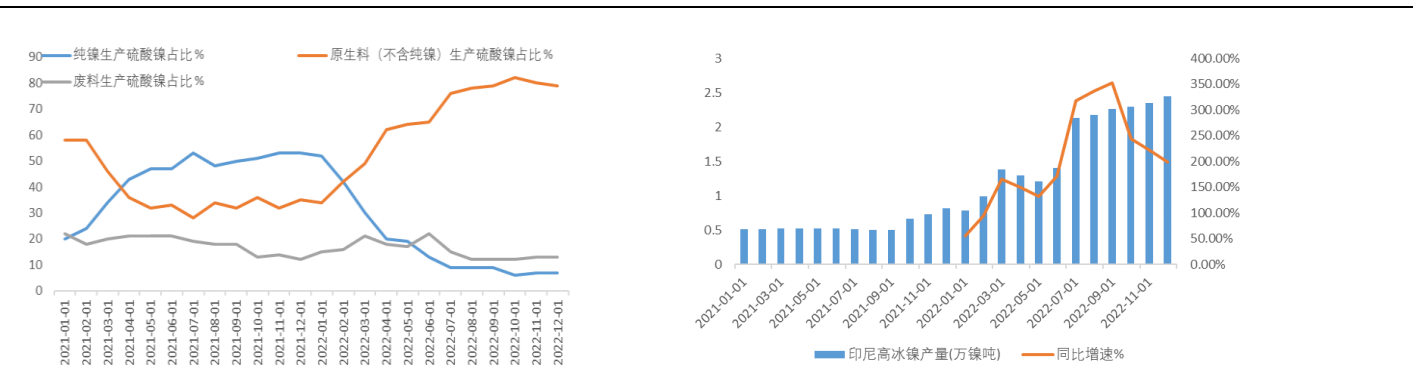
图2-15: 镍钌进口情况



数据来源: Wind, SMM, 中期研究院

图2-16: 硫酸镍不同原料占比

图2-17: 印尼高冰镍产量 (万镍吨)



数据来源: SMM、中期研究院

## （四）镍下游终端需求走弱

2022年，我国的经济受到比较大影响。在奥密克戎的快速传染性影响下，上半年清零政策导致需求和生产受到不小影响，下半年虽然有所恢复，但年底的政策放松下，快速感染也对生产需求造成一定影响。从SMM统计的镍下游PMI行业指数情况看，2022年上半年各行业（电池、合金、不锈钢等）均在50以下，下半年有所恢复，特别是不锈钢和电池行业的增速恢复较快，带来了很大的需求改善。但总体看，2022年中印两国不锈钢耗镍量和上一年度相差不多，根据SMM统计，预计2023年，甚至可能会出现小幅下滑。

图2-18：镍下游行业PMI

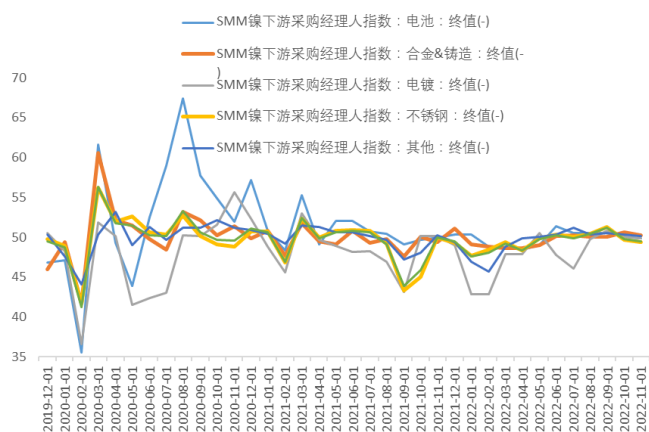
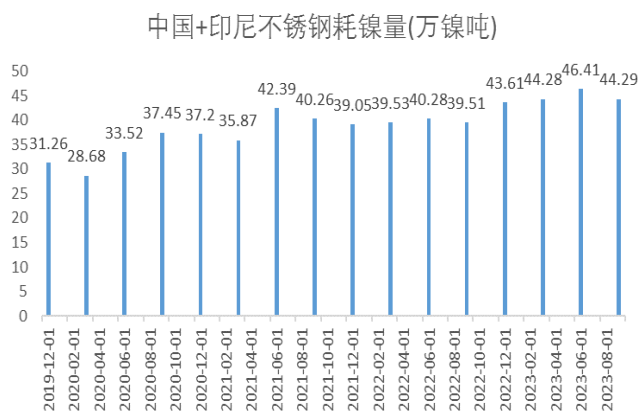


图2-19：中印不锈钢耗镍量（万镍吨）



数据来源：SMM，中期研究院

## 三、不锈钢延续过剩格局

### （一）不锈钢供需平衡

据SMM统计，2022年全球不锈钢供给达到了5935.9万吨，期间增长了7.82%；但

全球不锈钢消费增速降至-0.6%。2018年以后不锈钢的总需求就呈现收缩态势。疫情3年改变了不锈钢需求变化的节奏，但新增供给量持续增加，因此总平衡表都处于持续过剩。根据我们对供需的推测，2023年全球不锈钢过剩或超过900万吨。

国内方面，过剩的格局也并未改变。据SMM统计数据，2022年中国的不锈钢供需过剩达到6.96万吨。不过国内不锈钢存在联合减产的情况，这会给不锈钢市场阶段性带来去库的利好。此外，我们也要看到国内的不锈钢整体供需处于紧平衡，相比较每年3000万以上的产量，小幅过剩对不锈钢价格的长期影响有限。

表1：全球不锈钢供需平衡表（万吨）

平衡表	2018	2019	2020	2021	2022
全球总供给	5052.99	5080.69	5257.5	5505.26	5935.9
全球总需求	4872	4800	4950	5020	4989.88
供给-需求	180.99	280.69	307.5	485.26	946.02

数据来源：SMM、中期研究院

表2：中国不锈钢供需平衡表（万吨）

平衡表	2019	2020	2021	2022
总供给	2843	2988	3220	3324
表观消费量	2588	2827	3075	3200
供给-需求	31.12	0.85	4.98	6.96

数据来源：SMM、中期研究院

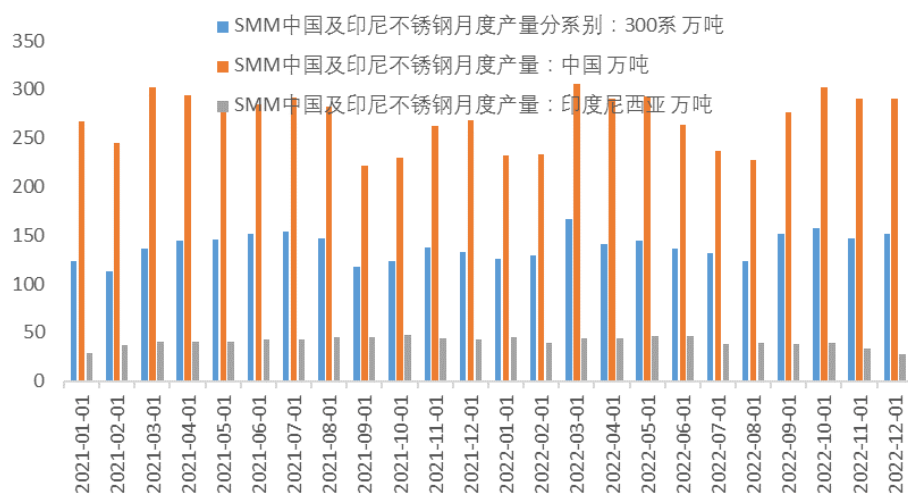
## （二）中印产量维持高位

### 1、不锈钢整体供给情况

根据SMM数据统计，2022年全球不锈钢产量5935.9万吨，我国产量为3324万吨，

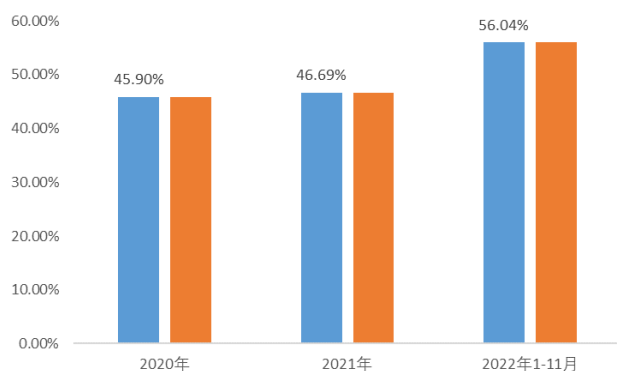
占比超过 55%，相比较过去这一占比有所下降。不过，从去年开始，印尼在不锈钢方面就突飞猛进。随着印尼政府不断增强对高附加值工业品产业链的重视，印尼不锈钢产量近几年均以每年 30% 以上的速度增长。不过 2022 年印尼不锈钢产量增速下降。据 SMM 统计，印尼不锈钢 2022 年 1-11 月份，总产量达到 452 万吨，预计全年总产量或难达到 500 万吨。不过，由于印尼的不锈钢生产主要是 300 系，且我国 300 系进口中 80% 以上都来自于印尼，因此印尼的不锈钢产量供给虽然全球占比低，但对我国的 300 系供给影响显著。

图3-1：全球及中国和印尼的不锈钢产量情况（万吨）



数据来源：SMM、中期研究院

图3-2：印尼不锈钢进入中国占印尼产量占比





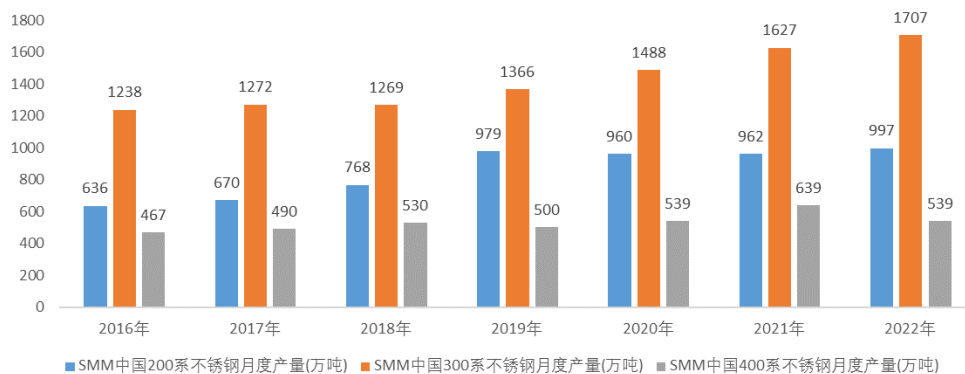
数据来源：SMM，中期研究院

## 2、300系供给、库存等情况

产量：从系别来看，300系已经成为我国不锈钢产品的重要品系。根据SMM数据统计，2022年300系产量1707万吨。而200系和400系的产量增加有限，甚至小幅减少。

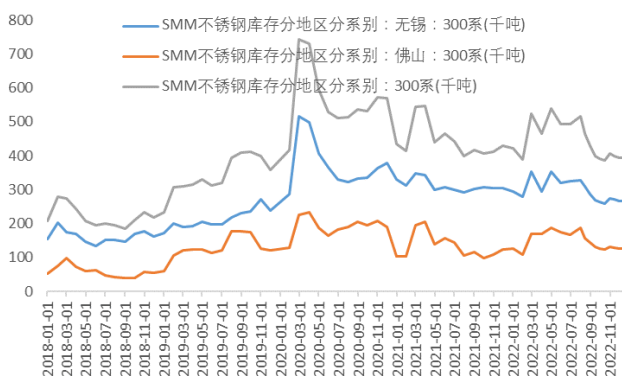
库存：截止2022年12月30日，300系社会库存39.5万吨，其中佛山12.8万吨，无锡26.8万吨。从库存走向看，总体300系呈现去库趋势，且去库幅度在2022年交大。不过预计2023年在新增供给不减，需求维持弱势的情况下，不锈钢仍会存在阶段性的累库压力。

图3-3：分系别月度产量（万吨）



数据来源：SMM，中期研究院

图3-4：300系各地库存（千吨）12月15日 图3-5：304现货价格（元/吨）、升贴水（元/吨）



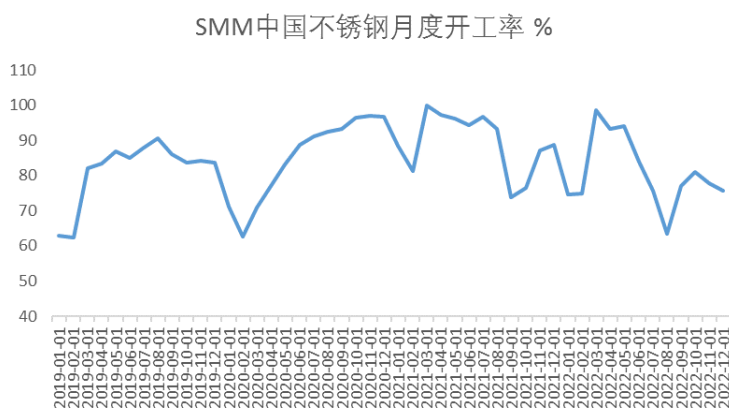
数据来源：SMM，中期研究院



### （三）高成本、终端弱，利润宽幅震荡

1、开工率。月度开工数据看，2022 年上半年的开工率相当强劲，一度高达 98.55%，6 月份开始由于累库压力大增，不锈钢联合减产，开工率开始大幅下降，最低 8 月份低至 63%。2023 年预计，不锈钢在终端需求仍旧不佳的情况下，或维持类似波浪形开工率。

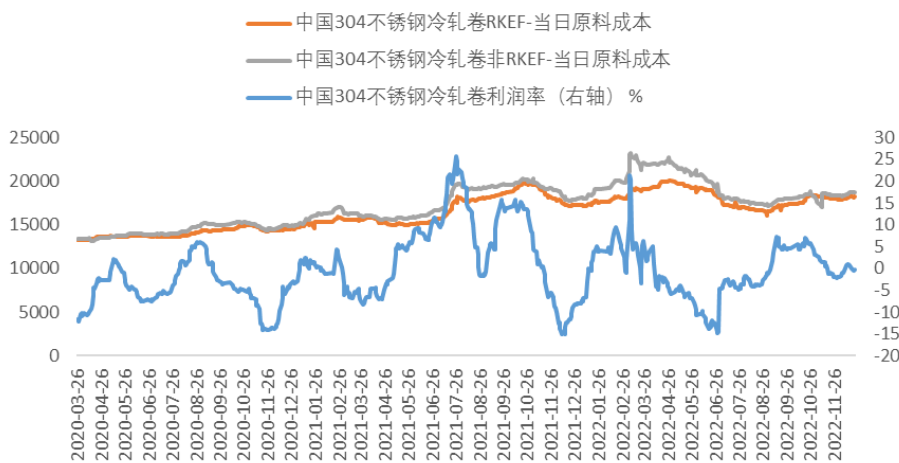
图3-6：国内不锈钢开工率月度数据（%）



数据来源：SMM、中期研究院

2、成本及利润率。不锈钢生产成本中，镍原料占比 60%，铬铁约 20%，其余为燃料等。截止 12 月 23 日，304 不锈钢不同工艺的利润率均低于 0，处于亏损状态。但全年不锈钢多数仍利润可观。一季度曾高达 20%，6 月份利润率也低至-13%。全年呈现大幅波动。这也是不锈钢库存和产量存在巨大波动的原因。

图3-7：304冷轧不同工艺的成本和利润率



数据来源：SMM，中期研究院

## 四、2023 年市场预测及市场交易策略

### （一）2023 年市场预测

#### 1、市场整体逻辑：

镍：2022 年镍价经历不寻常的涨跌，脱离了产业基本面，也让镍价的重心整体上移。产业方面，2022 年镍产业的格局已经发生了翻天覆地的变化，其中高冰镍等对硫酸镍的供给大幅增加，而硫酸镍的用镍量比例也大幅增加，甚至可以与镍铁相提并论。纯镍制备硫酸镍工艺迅速退出历史舞台。镍期货对应着电解镍或纯镍，而纯镍在生产中的应用则越来越少。这导致纯镍库存不断走低的情况下，镍价并不一定会因此而持续走高。影响镍价的重要逻辑转移到镍铁和硫酸镍产业的供需。纵观 2023 年，我们认为无论镍铁还是硫酸镍都面临了强供给弱需求格局，这将对镍价产生负面的影响。不过同时，也要关注到 2023 年镍整体供需仍存在缺口，且宏观面、印尼镍铁政策等会对阶段性镍价的推动作用。预计镍价 2023 年维持前高后低走势，镍价的重心或在下半年逐步回落，

但整体价格维持高位区间。

价格区间预测：（190000-250000）

不锈钢：2022年不锈钢走出了和沪镍不同的走势，虽然一季度跟随大涨，但全年受终端需求弱的影响，重心不断走低，且四季度未能跟随镍价逐步再回到前期高位。展望2023年，在基本面不强的情况下，供需仍处于小幅过剩。明年上半年受到原材料成本高涨的影响，成本支撑较强，且春季随着中国进入“后疫情时代”，地产、基建等政策逐步释放，有利于市场乐观情绪推动价格走高。不过，中长期看，不锈钢价格仍会寻求新的平衡点，下半年或仍将逐步回落。

价格区间预测：（12000-20000）。

风险点：疫情的反复和中美关系等也会对全球经济及贸易造成影响

## （二）交易策略

沪镍：上半年的做多机会明显，一方面是来自产业基本面的推动，尤其国内后疫情时代会带来消费走强，另外也关注产业和宏观政策或带来利多因素作为催化剂。但下半年需关注回归产业基本面后的价格回落压力。投机策略：镍上半年或迎来单边做多机会。下半年以阶段性做空为主。套保策略：企业重点关注上半年带来的成本压力下，做买入套保策略；下半年关注高位回落的风险，建议关注卖出套保策略。

不锈钢：全年的行情相对疲弱，关注上半年在地产、宏观等政策推动下的阶段性做多机会，但终端需求不佳的情况下，建议高位后做空。投机策略：上半年不锈钢以波段策略为主；下半年关注单边做空机会。套保策略：重点关注卖出套保策略。

## 第五部分 农产品

### 玉米：玉米区间震荡 择机买入保值

#### 内容摘要：

预计 2023 年玉米期货价格运行区间为【2400，3100】，以区间震荡对待，关注玉米供给旺季价格表现，玉米供给偏少下进口、调控、需求等多方扰动。下游养殖企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，种粮大户、合作社等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

预计 2023 年玉米淀粉期货价格运行区间为【2400，3300】，以弱势区间震荡对待，可参考玉米期货波动。下游需求企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，玉米淀粉生产企业等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

需要关注的风险事件（包括但不限于）：全球经济衰退预期，中国、美国流动性超预期收紧，美元指数暴跌，原油期价重挫至新低点，资金风险偏好下降，资金对于农产品市场失去兴趣，中国农产品宏观调控超预期，等。

## 一、2022 年玉米、淀粉市场回顾

2202 年玉米期货区间运行【2530-3060】，5 月初至 7 月 22 日，是玉米期价主要下跌周期，其他时间段玉米期价窄幅区间整理。1-4 月，俄乌局势对国际农产品市场与贸易的干扰冲击持续外溢，引发全球粮食价格上行。2 月，玉米进口成本最高达 3400 元/吨。高温干旱、洪涝等自然灾害影响美洲、非洲等粮食产量。全球通货膨胀持续走高。南方销区港口到货集中，饲用稻谷重新拍卖补充供应，下游库存充裕，采购需求转淡，贸易商面临三方资金到期及粮源保管难度加大等问题，被动售粮。8 至 11 月，玉米期价逐步走出单边下跌，逐步向玉米种植成本回归。

2202 年玉米淀粉期货区间运行【2800-3570】，1 月初至 4 月末，是玉米淀粉期价主要上涨周期，5 月至今，玉米淀粉期价以弱势震荡下跌为主。

图1-1：玉米期货价格历史走势

图1-2：玉米淀粉期货价格历史走势



资料来源：博易云，中期研究院

## 二、玉米基本面分析

### 2.1 价格

图2-1：玉米产地收购价格（元/吨）

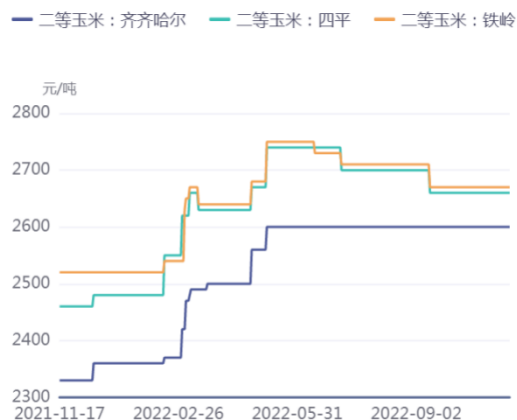
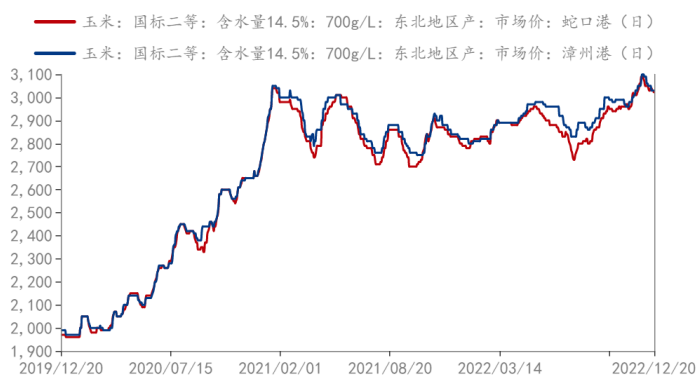


图2-2：玉米北方港口价格（元/吨）



资料来源：iFinD 金融数据终端，中期研究院

图2-3：玉米南方港口价格（元/吨）



资料来源：iFinD 金融数据终端，中期研究院

目前玉米现货价格仍处于历史同期最高水平。2022 年全年齐齐哈尔二等玉米主产地收购价格平稳，5 月至今四平、铁岭二等玉米主产地收购价格逐步小幅下跌。2022 年 5 至 8 月北方港口锦州港、鲅鱼圈港，南方港口蛇口港、漳州港二等玉米价格逐步中幅下跌，四季度二等玉米价格有所止跌。

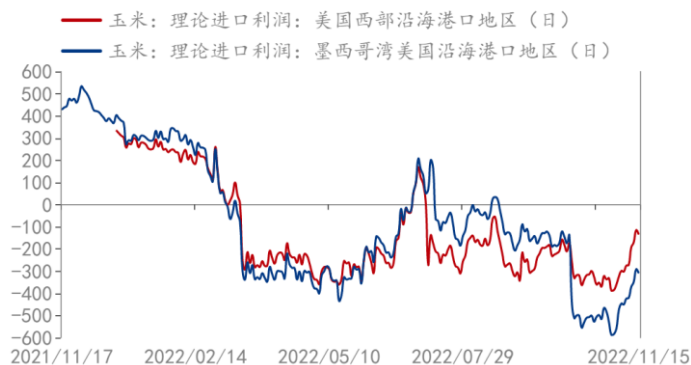
根据过去两年的情况来看，玉米价格有点反季节运行，在上市旺季达到高点，青黄



不接期反而持续走跌。新粮上市的阶段一般收购价都会较高，一方面保护农民的种植效益和积极性，另一方面短阶段供给压力较小。而5-10月份的稻谷拍卖，大量配额外进口，政策施压玉米价格。

图2-4：玉米到港完税价 (元/吨)

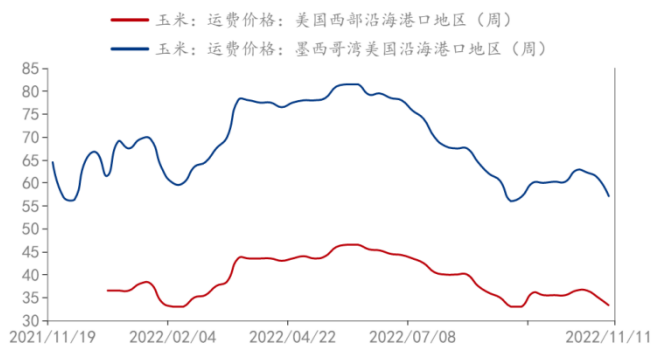
图2-5：玉米进口利润 (元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-6：玉米运费价格 (美元/吨)

图2-7：玉米港口基差 (美元/蒲式耳)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-8：阿根廷玉米FOB (美元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022 年中国进口玉米理论完税成本价格，在 1-4 月，8-11 月，呈现出较明显的上涨。11 月中国进口玉米理论完税成本价格创出 2022 年高点，美西超过 3200 元/吨，墨西哥湾超过 3500 元/吨。玉米进口利润几乎 2022 年全年都是处于一个负值当中，只有 6 月份的极少时间为正值，有一定的进口玉米利润窗口出现。进口玉米运费跟随进口玉米理论完税成本价格波动。

## 2.2 供需分析

图2-9：世界玉米供需平衡表 (百万吨)

世界玉米供需平衡表											
单位:百万吨										22/23*	
年份	14/15*	15/16*	16/17*	17/18*	18/19*	19/20*	20/21*	21/22*	11月	12月	变动
期初库存	174.8	209.73	311.48	351.96	341.28	322.41	307.41	292.54	307.68	307.09	-0.59
产量	1016.03	972.21	1123.41	1080.09	1123.41	1120.13	1129.2	1216.87	1168.39	1161.86	-6.53
总供给	1190.83	1181.94	1434.89	1432.05	1464.69	1442.54	1436.61	1509.41	1476.07	1468.95	-7.12
国内饲用量	584.7	601.58	656.07	672.36	702.4	716.03	723.98	751.28	740.33	735.25	-5.08
总使用	981.01	968.01	1084.14	1090.45	1143.76	1136.17	1144.08	1202.31	1175.3	1170.55	-4.75
进口	165.85	169.81	292.49	149.93	162.96	167.66	184.94	183.9	177.6	176.42	-1.18
出口	142.2	119.74	160.06	148.24	180.93	172.25	182.7	202.51	182.74	181.63	-1.11
结转库存	209.82	213.93	350.75	341.6	320.92	306.37	292.54	307.09	300.76	298.4	-2.36
库存使用比	21.39%	22.10%	32.35%	31.33%	28.06%	26.97%	25.57%	25.54%	25.59%	25.49%	-0.10%

资料来源：USDA，大商所，中期研究院

图2-10：中国玉米供需平衡表（万吨）

中国玉米供需平衡表				
	2020/21	2021/22 (12月估计)	2022/23 (11月预测)	2022/23 (12月预测)
千公顷 (1000 hectares)				
播种面积	41264	43324	42950	42950
收获面积	41264	43324	42950	42950
公斤/公顷 (kg per hectare)				
单产	6317	6291	6410	6410
万吨 (10000 tons)				
产量	26066	27255	27531	27531
进口	2956	2189	1800	1800
消费	28216	28770	29051	29051
食用消费	955	965	980	980
饲用消费	18000	18600	18800	18800
工业消费	8000	8000	8100	8100
种子用量	187	195	191	191
损耗及其它	1074	1010	980	980
出口	0	0	1	1
结余变化	806	674	279	279

资料来源：农业农村部，中期研究院

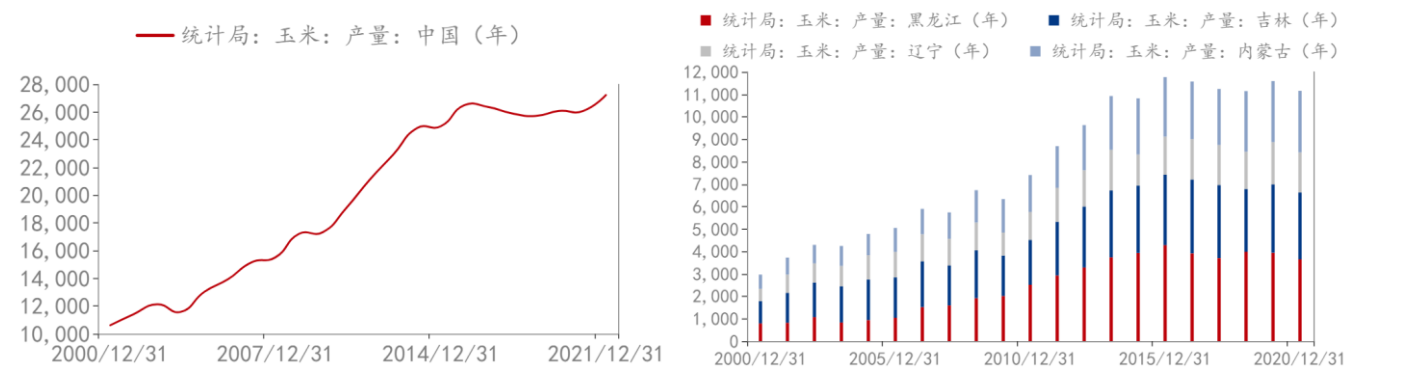
2022/2023 年度，受干旱天气的影响，美国和欧盟玉米产量明显下降，另外受地缘冲突的影响，乌克兰玉米产量也大幅下降。美国玉米大幅下降 2906 万吨至 3.54 亿吨，欧盟和乌克兰分别下降 1618 万吨和 1063 万吨。

美国农业部 12 月月度供需报告显示，全球玉米库存处于近七年来低位，2022/2023 年度全球玉米库存 2.98 亿吨，仅比 2020/2021 年度库存水平高。库存消费比处于历史低位，2022/2023 年度库存消费比在 25.49%。目前俄乌冲突引起的运输受阻问题基本解决，但冲突导致乌克兰种植面积以及产量减少的影响仍在。俄乌农产品的主要供应方向并不在我国，特别是 2023 年巴西玉米将对我国进口玉米起到很好的补充作用。另外天气的影响会持续，特别是南美干旱隐患并没有彻底消除，阿根廷种植的面积及产量充满不确定性，但巴西的增产可以弥补。俄乌局势仍存扰动，北美干旱天气对粮食产量继续

产生影响。随着各国疫情管控的放开和新冠病毒毒性减弱，新冠疫情对全球农产品供需及价格的影响逐渐下降。

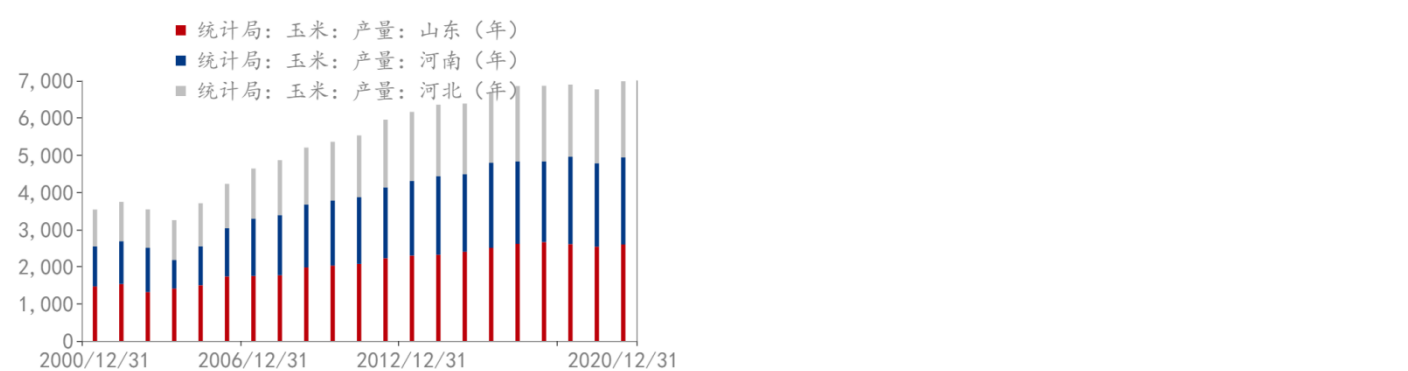
图2-11：中国玉米产量 (万吨)

图2-12：东北三省、内蒙古玉米产量 (万吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-13：山东、河南、河北玉米产量 (万吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

从供需方面来看，在进口、种植成本、需求、国际宏观、国内散点疫情等多重因素扰动下，玉米供需呈现紧平衡状态。从时间序列方面来看，玉米市场呈现出近强远弱态势。

据农业农村部预测，2022/23 年度，中国玉米种植面积 42950 千公顷（6.44 亿亩），较上年度减少 374 千公顷（561 万亩），降幅 0.86%，产量调增 275 万吨至 27531 万吨。主要是在“稳口粮、稳玉米，扩大豆、扩油料”的政策导向下，国内大力实施大豆和油料产能提升工程，扩大东北产区大豆面积，并在黄淮海、西北、西南地区推广玉米大豆

带状复合种植，玉米种植面积稳中略降。需求方面，高成本抑制玉米深加工需求增长，但饲用消费稳中有增，预计玉米总消费 2.91 亿吨，较上年度增长 1.0%。2022/2023 年度深加工消费将下降，淀粉、添加剂及乙醇消费共计 7000 万吨，同比下降 300 万吨。控制以玉米为原料的燃料乙醇加工，以及淀粉加工行业形势严峻，许多中小企业将面临持续的亏损，停机及停产情况会增多，进一步施压玉米消费。

图2-14：中国玉米产量、消费量预测值（百万吨）

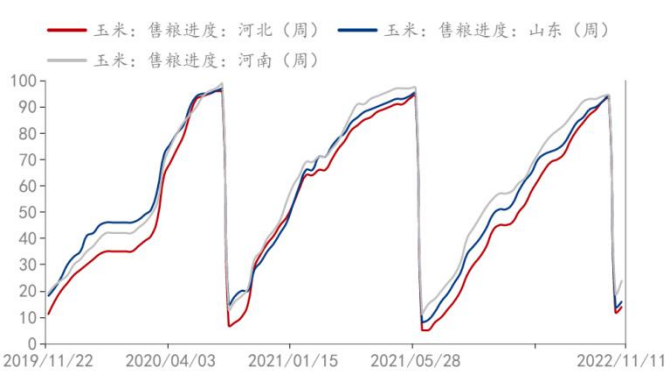
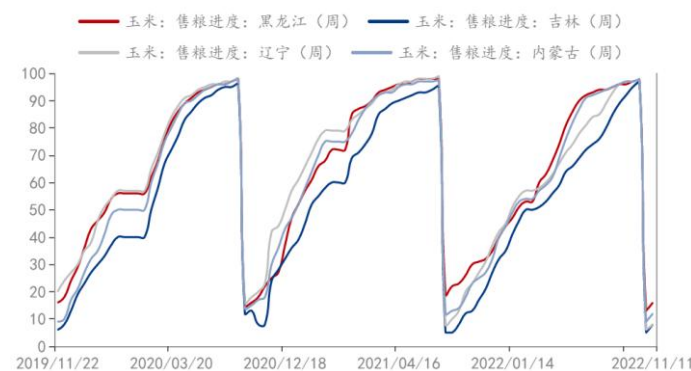
图2-15：中国玉米库存消费比（百万吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-16：黑吉辽内蒙收粮进度（百分比）

图2-17：冀鲁豫收粮进度（百分比）



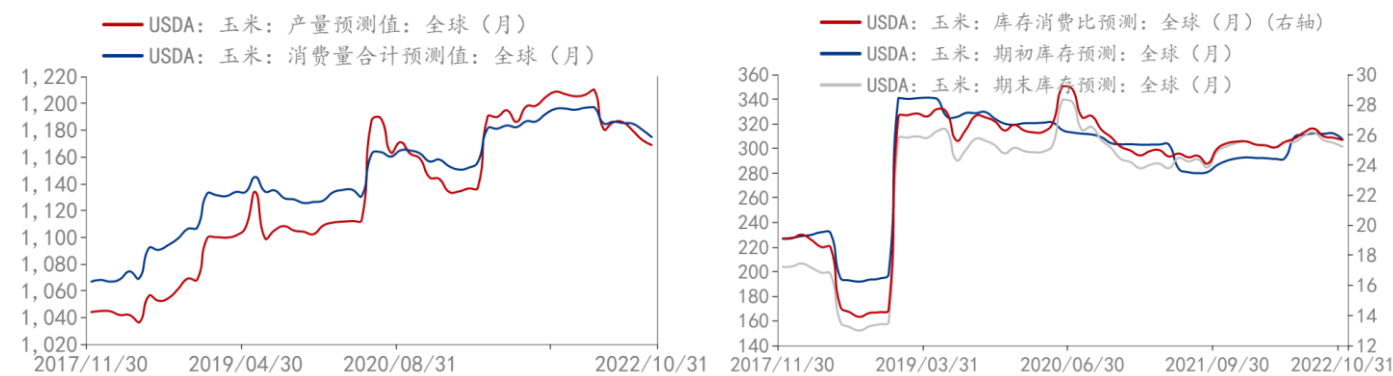
资料来源：钢联数据，中期研究院

截至 12 月 15 日，据 Mysteel 玉米团队统计，全国玉米主要产区农户售粮进度为 32%，较上期增加 3%，较去年同期增加 5%。从售粮进度来看，除了黑龙江和辽宁外，其他主产区整体售粮进度较去年略快。售粮进度短时间影响玉米供应量，不会改变整体供



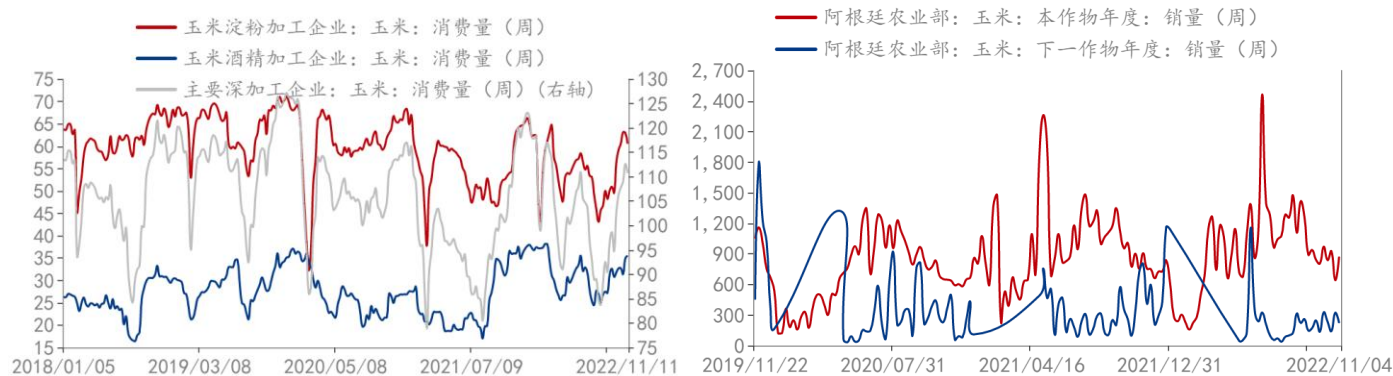
应量。

图2-18: 全球玉米产量、消费量预测值 (百万吨) 图2-19: 全球玉米库存消费比 (百万吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

图2-20: 企业消费量 (万吨) 图2-21: 阿根廷玉米销量 (千吨)

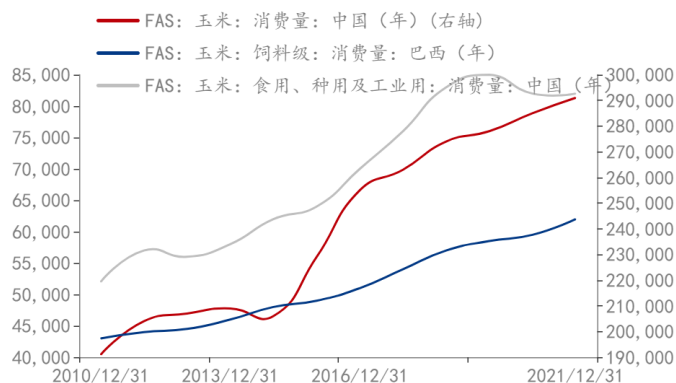


资料来源: 钢联数据, 中期研究院

玉米下游消费不振是拖累深加工的一个重要方面, 具体数据及分析玉米淀粉详细介绍, 再此就不展开赘述。



图2-22：玉米消费量（FAS） （千吨）

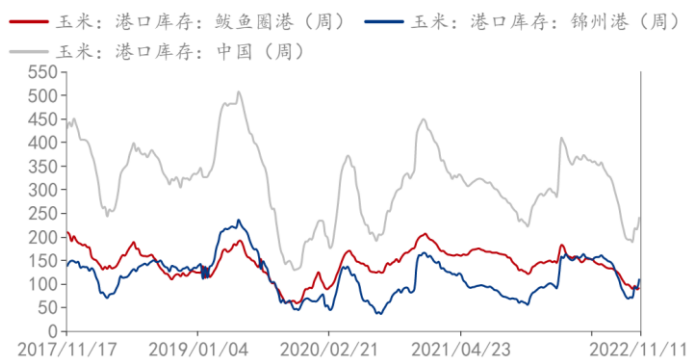


资料来源：钢联数据，中期研究院

玉米港口库存 2022 年呈现出先高后低运行态势。玉米深加工企业库存在 2022 年下半年持续下跌。由于高粱大麦进口量下降，国产玉米使用量上升，南港内外贸库存高于去年同期，随着国内增加自巴西的玉米进口，玉米内外贸库存有望维持高位。由于国产谷物替代品库存较低，饲料企业总体玉米库存都高于 2021 年。

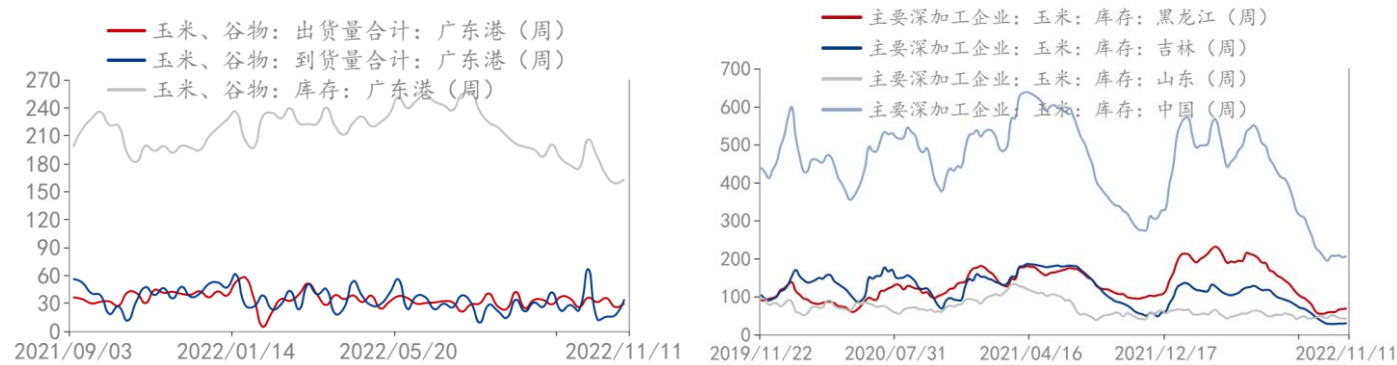
图2-24：玉米港口库存 （万吨）

图2-25：玉米广东港库存 （万吨）



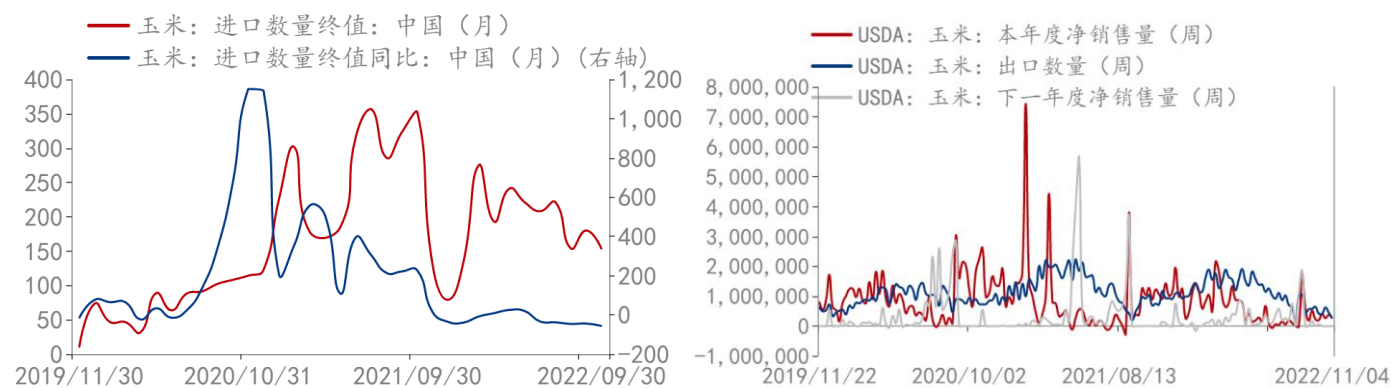
资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-26: 玉米、谷物广东港出货、到货、库存 (万吨) 图2-27: 玉米商业库存 (万吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

图2-28: 中国玉米进口 (万吨) 图2-29: 美国玉米出口 (公吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

图2-30: 阿根廷玉米出口 (公斤)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

目前全球主要玉米出口国销售偏慢, 关注未来美国、巴西、阿根廷玉米的出口情况。美国玉米出口中国较前两年同期有所下降。未来阿根廷玉米出口逐步进入季节性淡季。

巴西进口玉米 23 年上半年较难进入国内市场，关注 2023 年下半年巴西进口玉米进口情况。

2022 年 5 月份，中国海关总署与巴西农业部签署《巴西玉米输华植物检疫要求议定书》。5 月份中国签单采购 20-40 万吨巴西玉米，后续没有新订单跟进。11 月初，中国海关总署公示 136 家巴西企业获准向中国出口玉米，也包含了国际四大粮企。巴西第二季玉米，6 月附近开始收割，产量约占总产量的 76%，二季玉米产量较大，多数用于出口，出口期在 7-11 月。

## 2.3 种植成本利润

图2-31：美国玉米成本（美元/英亩）

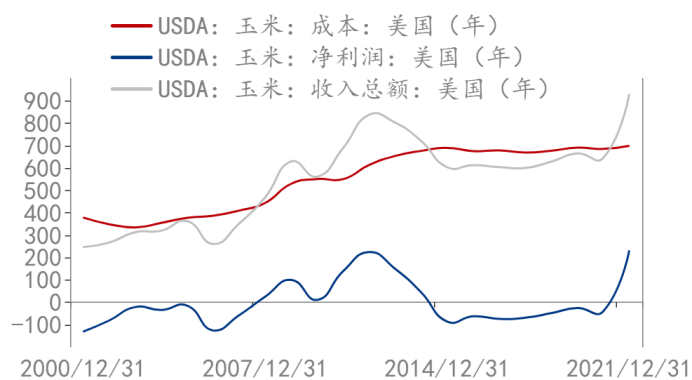
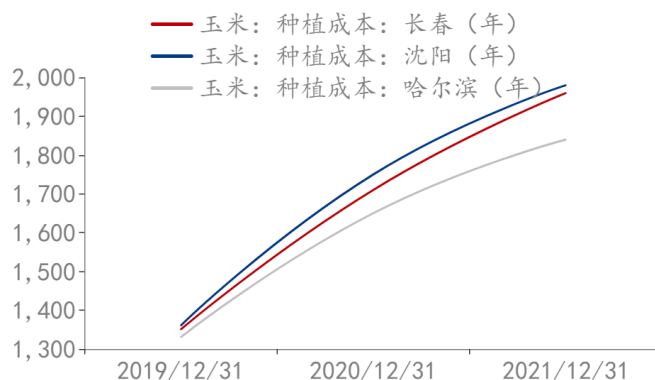
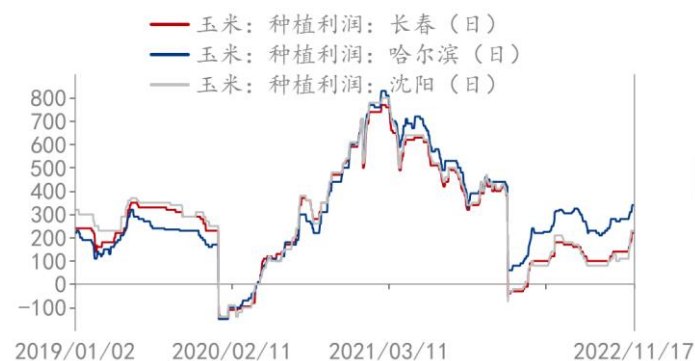


图2-32：玉米种植成本（元/吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-33：玉米种植利润（元/吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

美国玉米种植成本窄幅区间运行，21年之后种植玉米净利润快速飙升。中国东北地区玉米种植成本逐年稳定提高，22年3季度开始种植玉米利润有所回升，但相比21年1季度高点还有一定差距。

## 2.4 价差分析

图2-34：锦州港玉米基差 (元/吨)

图2-35：小麦玉米价差 (元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

玉米基差低位运行。小麦玉米价差维持在400元/吨一带窄幅整理。玉米01-05合约价差窄幅运行，跨期套利操作空间不大。淀粉玉米价差已从超预期的0一线到达150元/吨，短期价差继续向常态价差（260-350元/吨）回归。

图2-36：C2301, C2305价差 (元/吨)

图2-37：C2305, C2309价差 (元/吨)



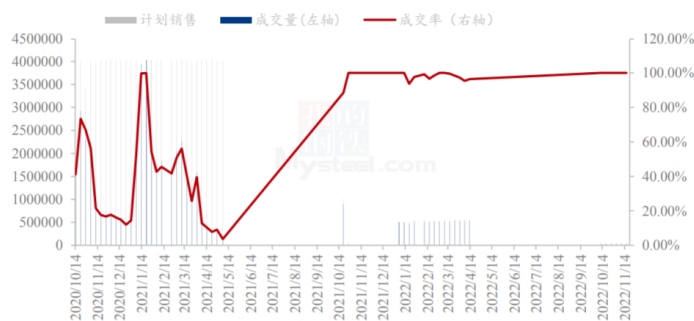
资料来源：ifind，中期研究院

## 2.5 小麦相关数据

图2-38：中国小麦产量 (万吨)



图2-39：2020-2022年临储小麦竞拍成交情况 (吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-40：中国小麦供需 (万吨)

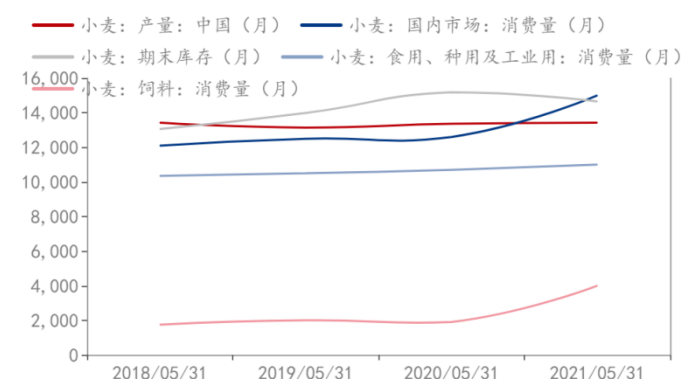
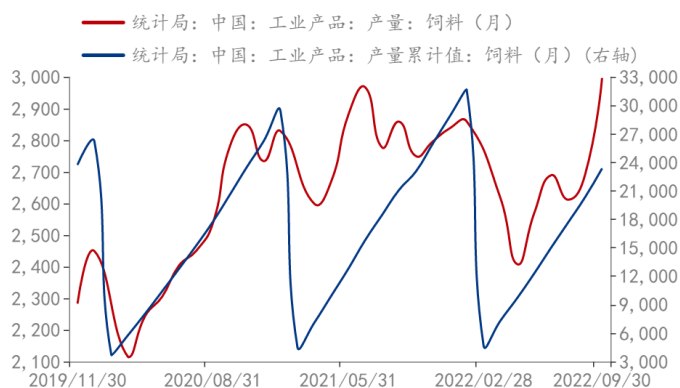


图2-41：饲料产量 (万吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年，全国谷物产量12664.9亿斤，比上年增加9.7亿斤，增长0.1%。其中，小麦产量2754.5亿斤，比上年增加15.6亿斤，增长0.6%。近三年我国小麦总产量呈现递增趋势。2022年小麦原粮价格走势相对坚挺，2022年下游养殖效益整体较好，麸皮替代产品价格的大幅上涨，使麸皮用量增加，饲料企业采购积极，麸皮价格强势运行。展望未来市场恢复跨区域流通，有助于麸皮回归合理定价。

玉米价格运行参考三个方面因素，玉米种植成本、小麦价格和进口玉米成本。玉米种植成本决定玉米价格的下限，小麦价格和进口玉米成本共同决定玉米价格的上限。供



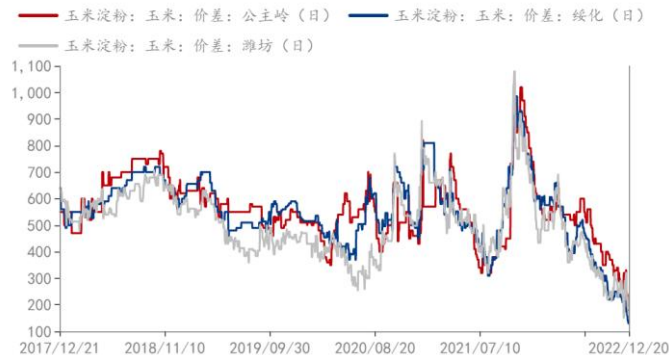
需动态变化的过程中，供给压力大主要考察下限的支撑作用，需求拉动作用大主要靠上限推进玉米价格运行。

### 三、玉米淀粉基本面分析

#### 3.1 价格

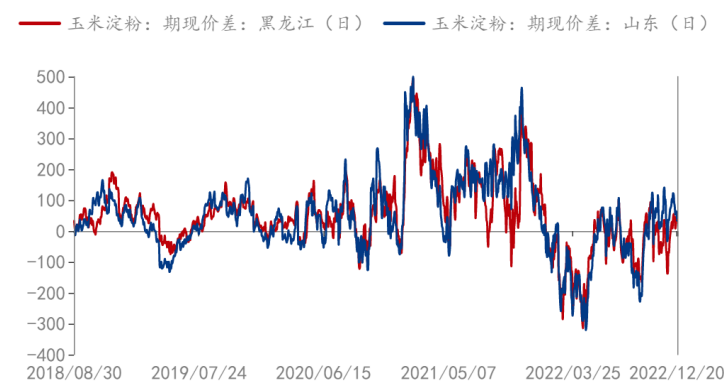
图3-1：玉米淀粉价格 (元/吨)

图3-2：玉米淀粉与玉米价差 (元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图3-3：玉米淀粉基差 (元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

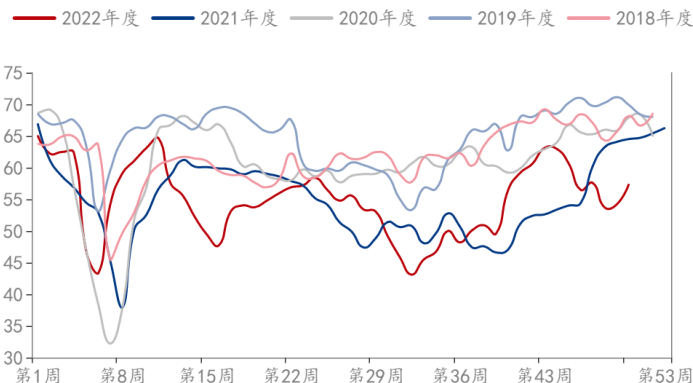
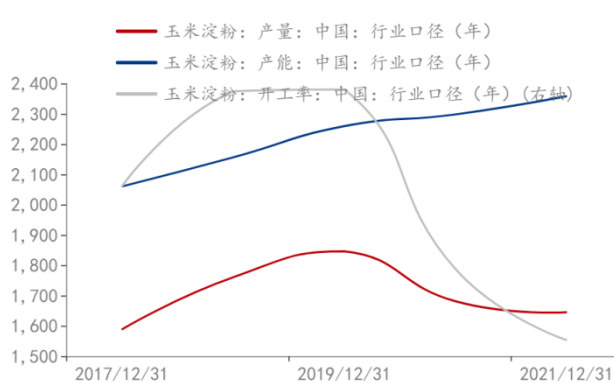
2022年玉米淀粉价格高开低走，一季度玉米淀粉价格较为强势，随后便震荡趋弱。国内散点疫情扰动，部分工厂开工、发货都有受到不同程度的影响，玉米淀粉散点供需错配存在。



### 3.2 供需分析

图3-4：玉米淀粉产能、产量、开工率（万吨，%）

图3-5：主要玉米淀粉企业加工量（万吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图3-6：主要企业玉米淀粉库存（万吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年主要企业玉米淀粉库存高开低走，一季度主要企业玉米淀粉处于年度高位，随后便震荡下跌。主要企业玉米淀粉库存受疫情影响玉米淀粉产量下降带动企业库存下行。

图3-7：主要玉米淀粉企业开工率 (%)

图3-8：生产企业调研数据-玉米淀粉库存 (吨)

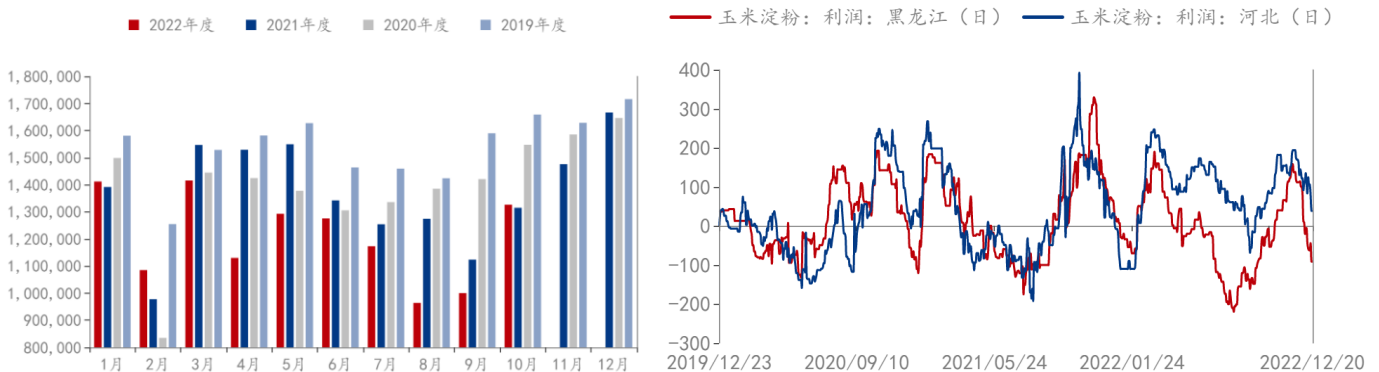


资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年玉米淀粉企业周度加工量整体处于近5年低位水平，二、三季度玉米淀粉企业产量低于同期5年低位水平。2022年玉米淀粉企业开工率全年较低位运行，二、三季度玉米淀粉企业开工率低于同期5年低位水平。受到企业、员工、原料、限产停产等因素影响，玉米淀粉2022年全年开工率都维持60.5%以内。

图3-9：玉米淀粉产量 (吨)

图3-10：玉米淀粉企业利润 (元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年玉米淀粉利润一季度、三季度玉米淀粉企业利润较好，其他时间利润较差。三季度是玉米淀粉企业利润的季节性旺季，2022年受下游消费乏力，旺季不旺特征显著。

图3-11：果葡糖浆开机率 (%)

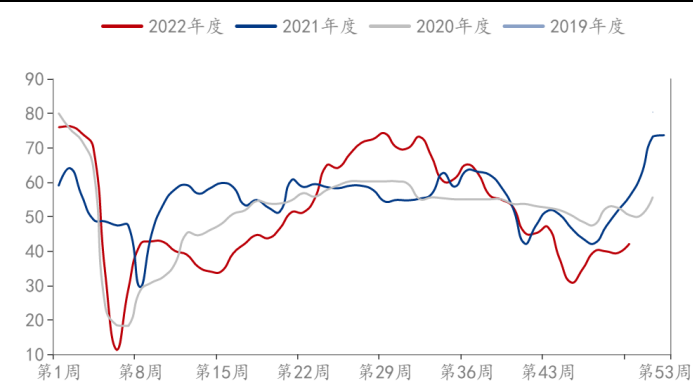
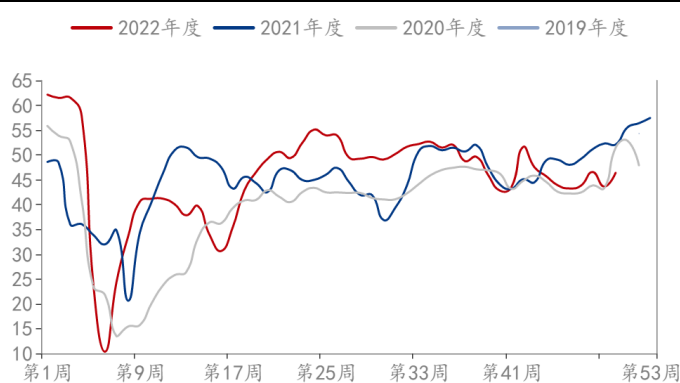


图3-12：麦芽糖浆开机率 (%)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图3-13：瓦楞纸开机率 (%)



图3-14：箱板纸开机率 (%)



资料来源：钢联数据，中期研究院

需求方面，淀粉糖整体开工率偏低，部分厂家资金压力开工不足，下游消费疲软，企业开工低位，部分企业限产停机。瓦楞纸、箱板纸开机率平淡，乏善可陈。

### 3.3 价差分析

图2-34：CS2301, CS2305价差 (元/吨)



图2-35：CS2305, CS2309价差 (元/吨)



资料来源：ifind，中期研究院

玉米淀粉 1-5 价差，5-9 价差，短阶段快速跌破 80 存在一定价差修复空间，向常态价差（110 元/吨）回归，若 2023 年出现跨期价差机会，可以参与跨期套利交易。

#### 四、观点总结及操作策略

预计 2023 年玉米期货价格运行区间为【2400，3100】，以区间震荡对待，关注玉米供给旺季价格表现，玉米供给偏少下进口、调控、需求等多方扰动。下游养殖企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，种粮大户、合作社等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

预计 2023 年玉米淀粉期货价格运行区间为【2400，3300】，以弱势区间震荡对待，可参考玉米期货波动。下游需求企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，玉米淀粉生产企业等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

需要关注的风险事件（包括但不限于）：全球经济衰退预期，中国、美国流动性超预期收紧，美元指数暴跌，原油期价重挫至新低点，资金风险偏好下降，资金对于农产品市场失去兴趣，中国农产品宏观调控超预期，等。

## 豆粕：供给稳步恢复 粕类震荡下跌

### 内容摘要：

预计 2023 年豆粕期货价格运行区间为【3300，4200】，以弱势震荡下跌对待，若上半年价格下跌幅度较大，下半年或存超跌反弹，总体反弹高度要远低于 2022 年高点。关注进口量阶段增加下供给冲击，下游需求变化，政策调控预期等。下游养殖企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

预计 2023 年菜粕期货价格运行区间为【2300，3600】，以弱势震荡下跌对待，若上半年价格下跌幅度较大，下半年或存超跌反弹，总体反弹高度要远低于 2022 年高点。可参考豆粕期货波动，菜粕走势要远弱于豆粕。下游养殖企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

需要关注的风险事件（包括但不限于）：全球经济衰退预期，中国、美国流动性超预期收紧，美元指数暴跌，原油期价重挫至新低点，资金风险偏好下降，资金对于农产品市场失去兴趣，中国农产品宏观调控超预期，等。

### 一、2022 年豆粕、菜粕市场回顾

2022 年豆粕期货主力合约期价区间运行【3000-4600】，1-3 月，8 月下旬至 12 月

上旬，是豆粕期价主要上涨周期，其他时间段豆粕期价窄幅区间整理。1-3月，南美干旱天气炒作，俄乌局势对助推美豆上涨，进口大豆延迟到港，油厂断豆停机使得开机率低位运行，豆粕期价从3000元/吨低位快速上涨至年度高点4400元/吨一带。4-7月，豆粕期价震荡整理。人民币贬值，进口大豆到港量回升，5月进口大豆拍卖利空，豆粕需求平淡，6月油厂豆粕胀库，都使得豆粕期价走势疲弱且沉闷。8-12月，国内散点疫情扰动，下游养殖需求好转，豆粕库存紧张，10-11月大豆到港量少，豆粕期货深度贴水现货。

2202年菜粕期货主力合约期价区间运行【2500-4500】，1-3月是菜粕期价主要上涨周期，4-7月是菜粕期价主要上涨周期，8-12月菜粕期价窄幅区间整理。菜粕上涨周期，也受到豆粕上涨的带动，也有菜粕供需偏紧的影响。菜粕期价弱势下跌，供需回归常态，定价合理回归。

图1-1：豆粕期货价格历史走势

图1-2：菜粕期货价格历史走势



资料来源：博易云，中期研究院



## 二、豆粕基本面分析

### 2.1 价格

图2-1：主要油厂豆粕成交价（元/吨）

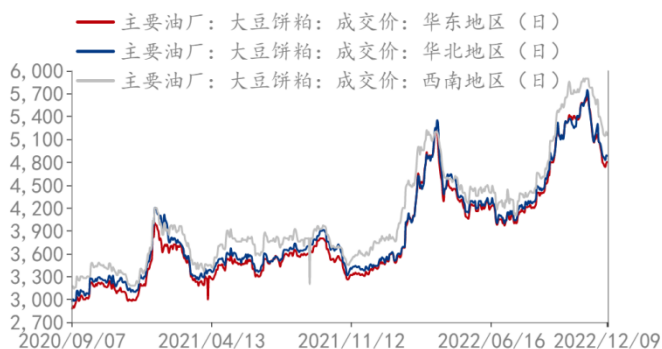
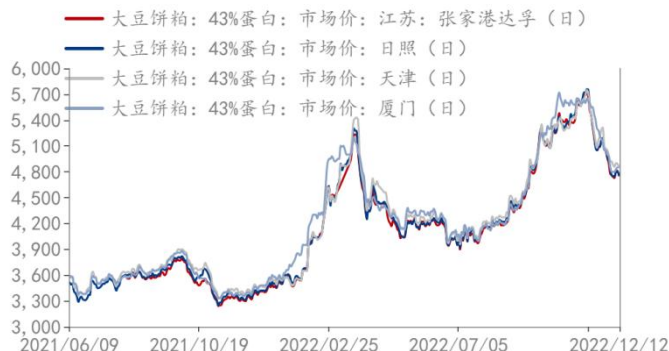


图2-2：贸易商销售豆粕主流价格（元/吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-3：豆粕地区价差（元/吨）

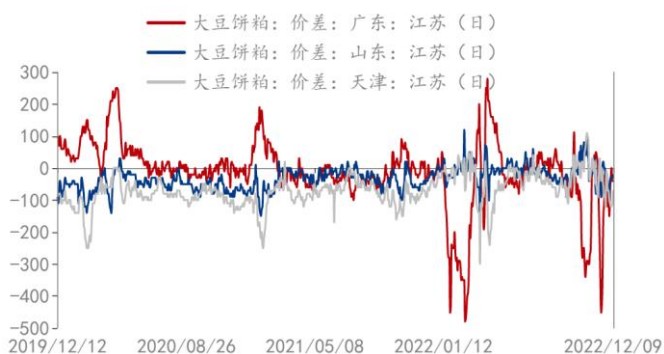


图2-4：豆粕期现基差（元/吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-3月，8月下旬至12月上旬，豆粕现货价格上涨，其他时间段豆粕现货价格窄幅区间整理。广东-江苏豆粕地区价差在2022年第一季度、第四季度，短期内巨幅波动，且创造近3年极值。豆粕期现基差在2022年第一季度、第四季度，短期内巨幅波动，且创造近3年极值。

图2-5：豆粕01合约基差 (元/吨)



图2-6：豆粕05合约基差 (元/吨)

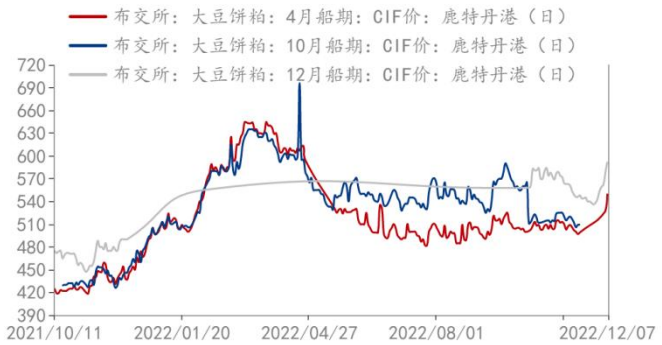


资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-7：豆粕09合约基差 (元/吨)



图2-8：欧洲豆粕价格-布交所 (美元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

豆粕 01、05、09 合约基差在 2022 年第四季度波动剧烈创近两年极值。

2022 年第 4 季度，在供应紧张影响下，现货基差维持坚挺态势，豆粕近月合约走势仍旧偏强运行。

图2-9：豆粕价格-USDA (美元/短吨)



图2-10：豆粕FOB价格-布交所 (美元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

国际豆粕价格在 2022 年也是呈现出上涨的态势，且 2022 年第一季度涨幅较大，奠定全年涨价的主基调。

进口大豆方面，2022 年 12 月巴西政局紧张，阿根廷大豆播种面临干旱，国际植物油价格走强，支撑国际大豆价格重心上移，加上国际海运费价格持续上涨，人民币对美元汇率中间价不断走低，进口大豆到港成本持续增加。

## 2.2 供需分析

图2-11：世界大豆供需平衡表（百万吨）

世界大豆供求平衡表（单位：百万吨）											
项目	14/15*	15/16*	16/17*	17/18*	18/19*	19/20*	20/210*	21/22*	22/23*		
--									11月	12月	变化
期初库存	61.65	77.9	80.41	94.8	98.6	115.24	94.73	100.03	94.67	95.59	0.92
产量	319.6	313.77	349.31	342.09	360.26	339.97	368.52	355.61	390.53	391.17	0.64
进口量	124.36	133.33	144.22	153.23	144.61	165.12	165.54	157.14	166.28	166.21	-0.07
总供给	505.61	525	573.94	590.12	603.47	620.33	628.79	612.78	651.48	652.97	1.49
压榨量	264.07	275.15	287.28	294.61	297.27	312.31	315.43	314.78	329.28	329.32	0.04
国内需总量	301.85	313.94	330.78	338.03	342.65	358.32	363.76	363.38	380.17	380.88	0.71
出口	126.22	132.56	147.5	153.08	148.3	165.17	164.99	153.82	169.14	169.38	0.24
总需求	428.07	446.5	478.28	491.11	490.95	523.49	528.75	517.2	549.31	550.26	0.95
结转库存	77.53	78.5	95.65	99.02	112.52	96.84	100.03	95.59	102.17	102.71	0.54
库存消费比	18.11%	17.58%	20.00%	20.16%	22.92%	18.50%	18.92%	18.48%	18.60%	18.67%	0.07%

资料来源：USDA，大商所，中期研究院

图2-12：中国大豆供需平衡表 (万吨)

中国大豆供需平衡表				
	2020/21	2021/22 (12月估计)	2022/23 (11月预测)	2022/23 (12月预测)
千公顷 (1000 hectares)				
播种面积	9882	8400	9933	9933
收获面积	9882	8400	9933	9933
公斤/公顷 (kg per hectare)				
单产	1983	1952	1961	1961
万吨 (10000 tons)				
产量	1960	1640	1948	1948
进口	9978	9160	9520	9520
消费	11326	10797	11287	11287
压榨消费	9500	9054	9477	9477
食用消费	1420	1355	1432	1432
种子用量	76	88	78	78
损耗及其它	330	300	300	300
出口	6	10	15	15
结余变化	606	-7	166	166

资料来源：农业农村部，中期研究院

美国农业部 12 月月度供需报告显示，预计 2022/23 年度全球油籽产量减少 120 万吨至 6.444 亿吨，葵花籽、油菜籽、棕榈仁和棉籽产量下降，仅部分被大豆产量上升所抵消。全球葵花籽产量减少，主要源于俄罗斯和乌克兰的收获预期降低。加拿大油菜籽产量下降 50 万吨至 1900 万吨。印度尼西亚 2021/22 年度棕榈仁和棕榈油产量下降，主要是因为出口限制和气候条件所致。印度尼西亚 2022/23 年度棕榈油产量减少 100 万吨至 4550 万吨。

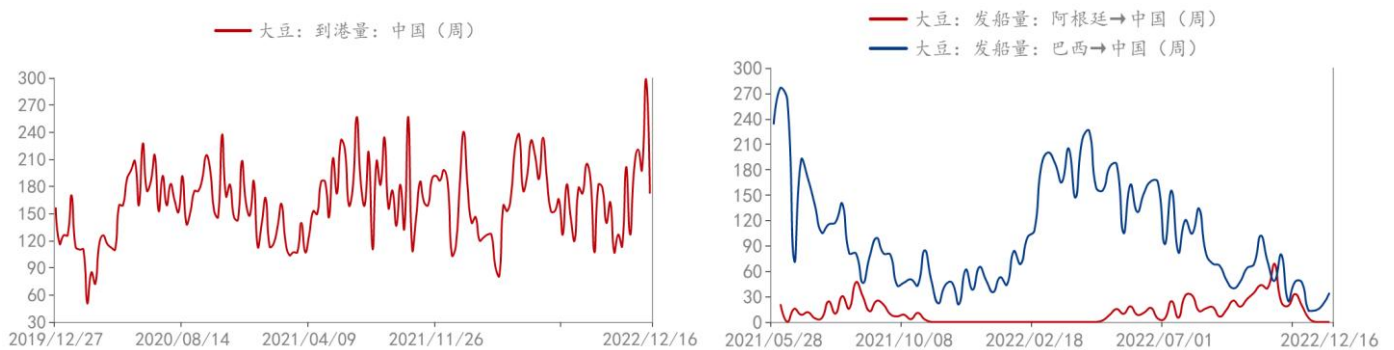
美国农业部 12 月月度供需报告显示，上修 2022/23 年全球大豆产量及消费预期，产需盈余量较前值有所收窄。由于印度和乌克兰产量增加，上修 2022/23 年全球大豆产量预期 64 万吨至 3.9 亿吨，较上年度增长约 10%。上修全球大豆消费预期 71 万吨至 3.81 亿吨，较上年度增长约 4.1%，预计 2022/23 年全球大豆产需盈余 1029 万吨，但盈余量较前值有所收窄；预计 2022/23 年全球大豆期末库存约 1 亿吨，对应 2022/23 年度期末库销比约 27%，较前值扩大大约 0.1 个百分点，较上年度增加约 0.7 个百分点，全球

大豆供需格局有所改善。后期建议关注天气对南美主产国的影响。

豆粕供需方面，近五年，大豆进口依赖度持续居于80%一线，进口大豆的到港情况影响豆粕局地供给，从而对豆粕定价产生影响，2022年多数时间的豆粕行情也是沿着进口大豆到港情况来展开的。大豆到港量数据、南美大豆发运量、美豆出口量，都可参考研报中对应图表，再此就不展开赘述。

图2-13：大豆到港量 (万吨)

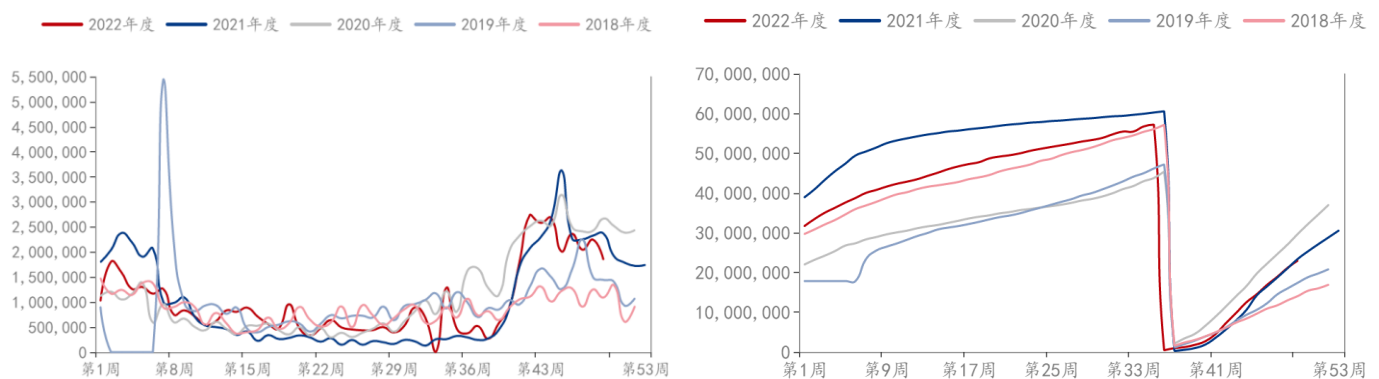
图2-14：南美大豆发运量 (万吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-15：美大豆出口数量 (公吨)

图2-16：美豆作物年度累计出口量 (公吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年3月末，10月末，港口大豆库存处于近5年低位，港口大豆低位运行引发特定时间特定区域豆粕供给紧张。2022年主要油厂大豆库存年度低点跟港口大豆库存低点基本一致。

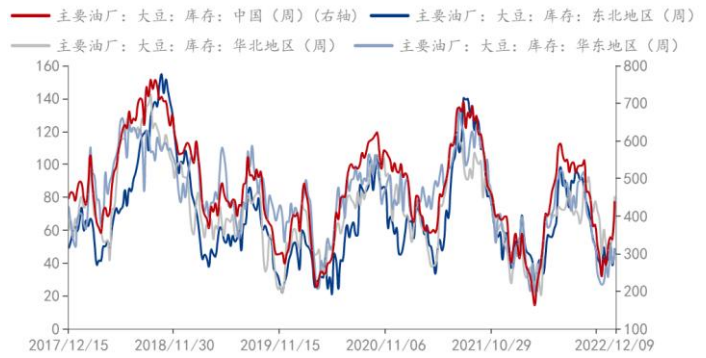
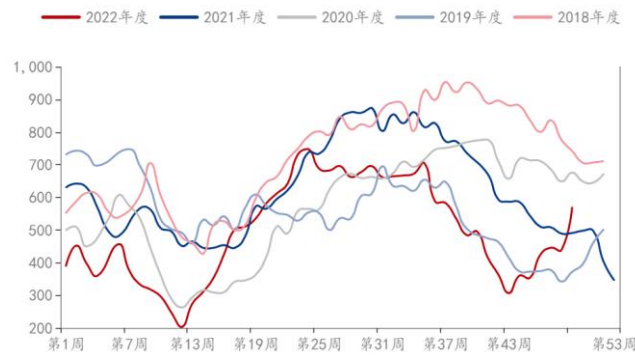
2022年豆粕的月度产量相比前2年同期，出现一定程度下降，在下游养殖利润转



好的条件下，豆粕涨价情况出现情况较多。2022年第四季度猪价虽有所回落，但仍处于高价区间，生猪养殖利润良好，在丰厚的利润下养殖规模稳定，下游刚需尚可。

图2-17: 大豆港口库存 (万吨)

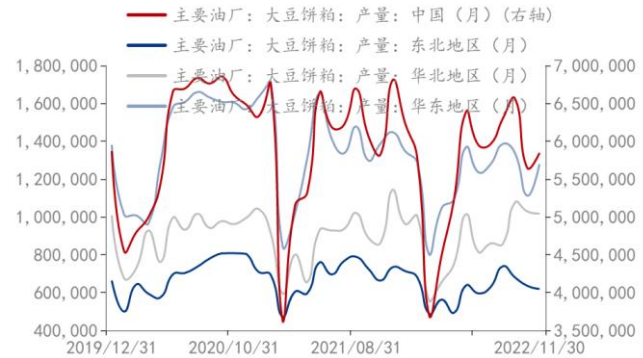
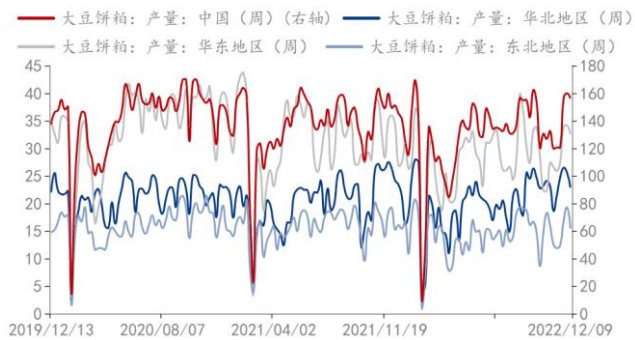
图2-18: 主要油厂大豆库存 (万吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

图2-19: 中国油厂豆粕产量 (周度) (万吨)

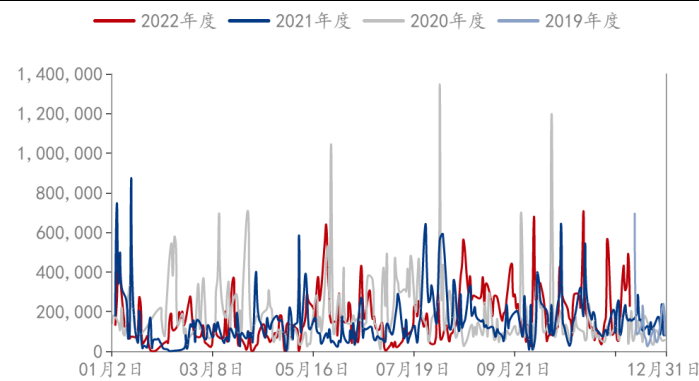
图2-20: 中国油厂豆粕产量 (月度) (吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

图2-21: 主要油厂豆粕成交量 (吨)

图2-22: 主要油厂豆粕提货量 (吨)

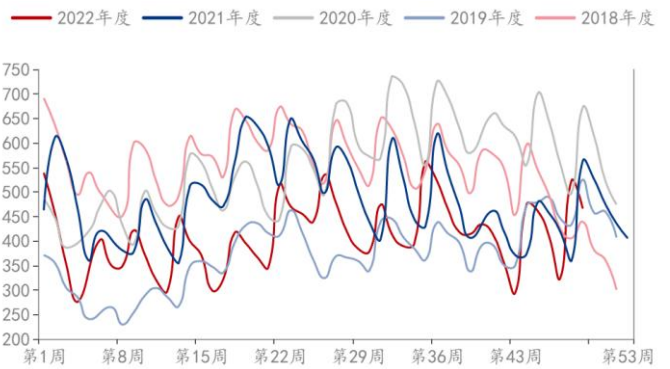
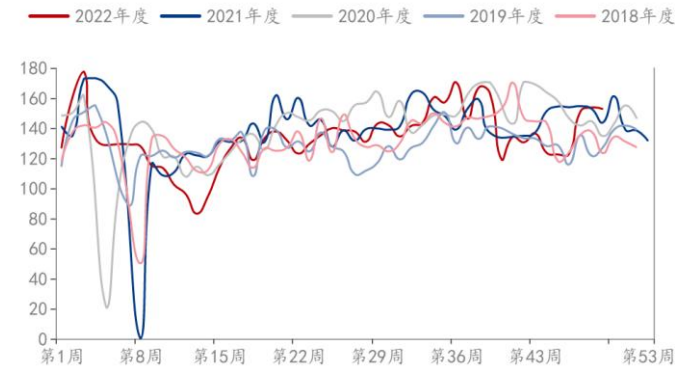


资料来源: 钢联数据, 中期研究院



图2-23：豆粕表观消费量 (万吨)

图2-24：主要油厂豆粕未执行合同量 (吨)

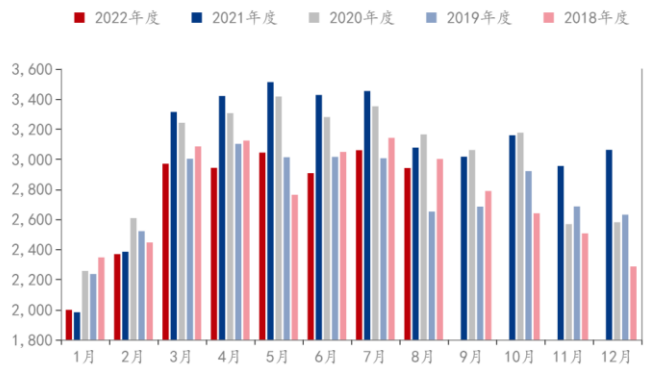
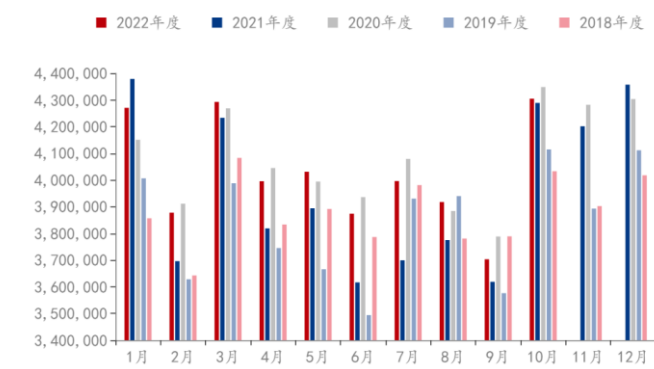


资料来源：钢联数据，中期研究院

10月进口大豆历史同期水平低位，延期到11月上旬，全国油厂开机不及预期，断豆停机现象较多，豆粕产出明显跟不上消费量，大豆库存和豆粕库存降至今年低位。11月下旬进口大豆紧张到港，油厂开机陆续回升，大豆压榨量逐步恢复正常水平。

图2-25：美国大豆饼粕产量-NOPA (短吨)

图2-26：巴西主要油厂豆粕产量-Abiove (千吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-27：中国油厂豆粕周度库存 (万吨)

图2-28：中国饲企豆粕物理库存天数 (天)



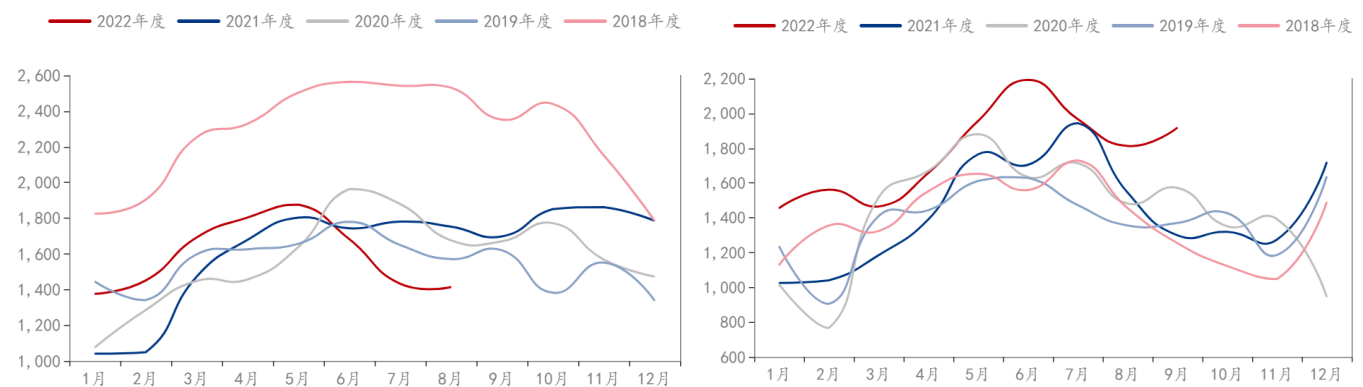
资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年油厂豆粕库存相比前3年同期也是略低，且较低位库存持续时间长。受10月密西西比河水位偏低影响，国内11月大豆到港有部分量可能延迟到12月，国内大豆供应恢复仍需时间。目前国内豆粕库存处于历史低位水平，在大豆到港后移预期下，油厂豆粕建库短期无望。

饲料企业库存进入2022年第4季度后，处于较低水平，且持续了一段时间。

图2-29：巴西豆粕库存-Abiove (千吨)

图2-30：巴西豆粕出口数量-Abiove (千吨)

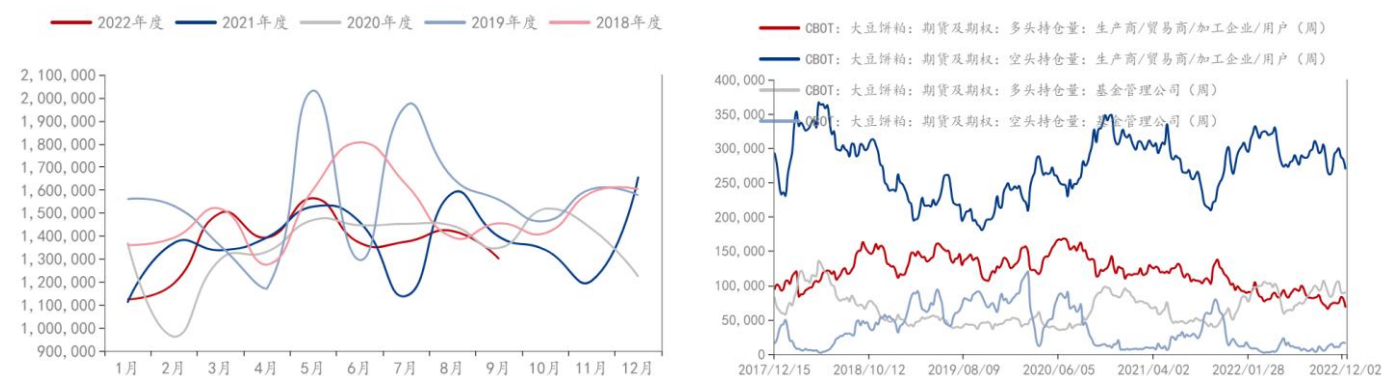


资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年下半年美国、巴西豆粕月度库存处于近5年低位水平。

图2-31：欧盟豆粕进口数量 (公吨)

图2-32：CBOT豆粕企业持仓 (手)



资料来源：钢联数据，中期研究院

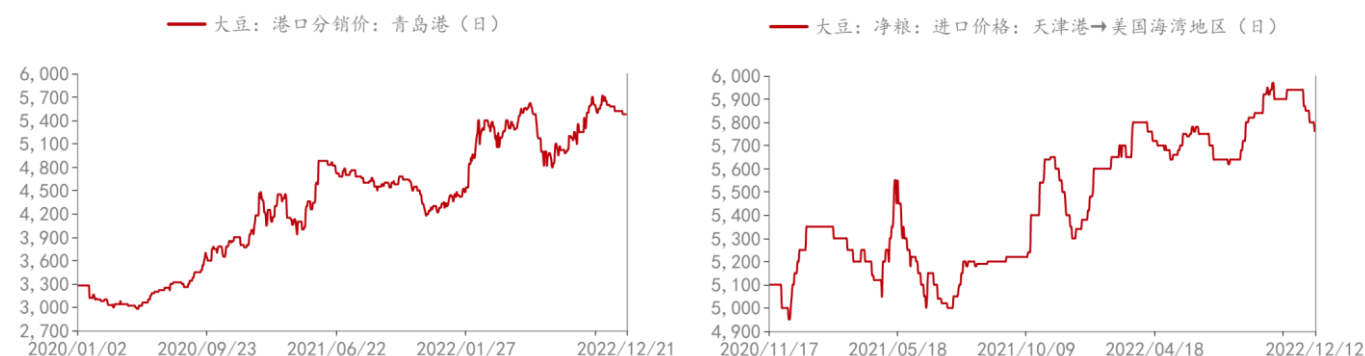
2022年欧盟豆粕进口量整体处于低位运行。CBOT豆粕持仓方面，生产型企业空

头持仓量全年窄幅波动，企业风险管理、卖出套期保值意愿明显。

## 2.3 生产成本利润

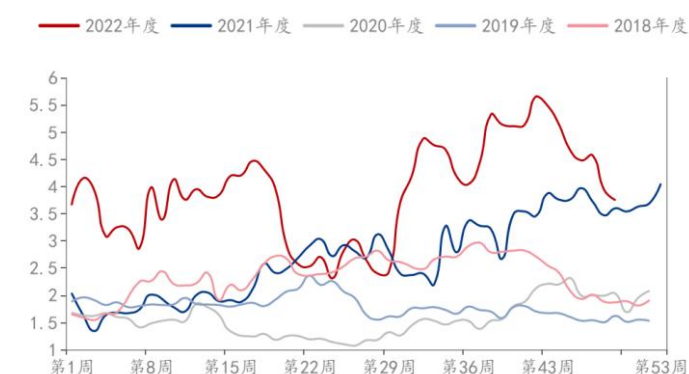
图2-33：进口大豆港口分销价-青岛港（元/吨）

图2-34：大豆到港价（元/吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-35：美国大豆压榨利润（美元/蒲式耳）



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年进口大豆价格逐月上涨，全年以涨价为主基调。从汇率角度来看，美元指数维持强势，人民币汇率近期再度大幅贬值，对于国内粕类而言，2022年四季度进口大豆成本端较为坚挺。

美国大豆压榨利润10月进入历史同期高位水平，11月开始压榨量逐步减少，而豆油库存升至四个月高位。展望未来美豆超高压榨利润回归常态概率较大。

## 2.4 价差分析

图2-36：豆菜粕价差-华东 (元/吨)

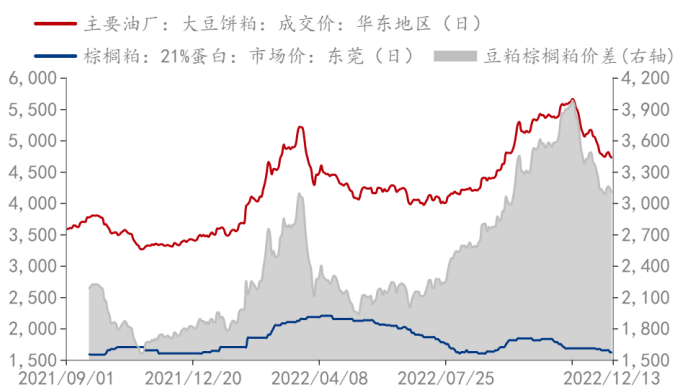


图2-37：豆粕花生粕价差 (元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-38：豆粕棕榈粕价差 (元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

豆菜粕价差，在2022年3月，第4季度快速剧烈变动，为跨品种套利者提供一定交易机会，也有剧烈波动的风险。从性价比方面考虑，在前期豆菜价差扩大至2000元/吨附近时，下游饲料企业减少豆粕用量，增加菜粕用量，因此抑制豆菜价差继续扩大，后续豆粕现货仍有下跌空间，因此广西豆菜粕价差以缩窄思路对待。

豆粕花生粕价差，在2022年3月，第4季度快速剧烈变动。豆粕的涨跌幅度要远大于花生粕，花生粕大体走势跟随豆粕波动。

豆粕棕榈粕价差走势跟随豆粕现货波动，棕榈粕价格较低且波动幅度较小。

图2-39：M2301, M2305价差 (元/吨)



图2-40：M2305, M2309价差 (元/吨)



资料来源：ifind，中期研究院

豆粕 01-05 合约价差自 2022 年 7 月至今逐步扩大，在第 4 季度还有进一步扩大，临近 M2301 合约交割月，但豆粕 01-05 合约价差依旧处于极值一带，短期回归均值难度仍大。豆粕 05-09 合约价差自 2022 年 9 月至今窄幅运行，暂无套利机会。

## 2.5 下游相关

图2-41：中国饲料产量 (万吨, 百分比)



图2-42：中国饲料价格指数 (上年=100)

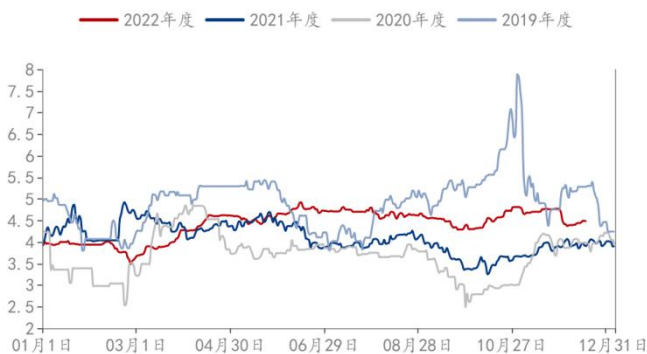


资料来源：钢联数据，中期研究院



图2-43：商品猪出栏均价-河南（元/公斤）

图2-44：白羽肉鸡毛鸡成交价（元/斤）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-45：鸡蛋价格（元/斤）



资料来源：钢联数据，中期研究院

饲料方面，2022年1-10月，全国工业饲料产量累计共24252万吨，同比去年减少107万吨，减幅0.4%。2022年饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比不断优化提升；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比不断优化下降。从饲料价格指数上来看，未来饲料价格仍存恢复上涨动能，建议相关企业做好相应的应对工作。

2022年第4季度，饲料原料端如豆粕因进口大豆将逐步到港，进口大豆价格重心有所下调，与此同时冬季腌腊灌肠等活动逐步启动，猪肉价格下降对猪肉需求有增加预期，将提振全国饲料产量。

2022年下半年猪价稳步上涨，生猪养殖利润走好，惜售压栏有利于饲料需求恢复增长，一定程度利好饲料消费。白羽肉鸡价格2022年全年波动较小，鸡蛋价格2022年全



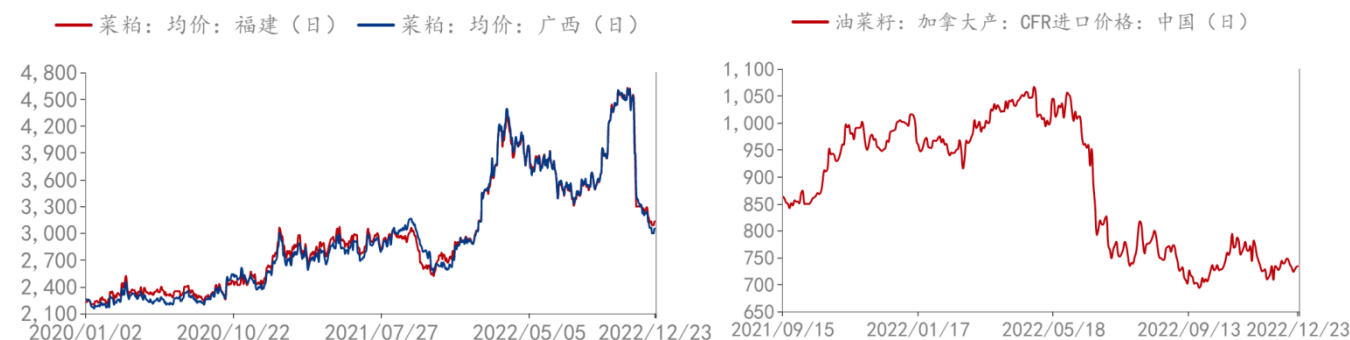
年以上涨为主，拉动禽类饲料价格。

### 三、菜粕基本面分析

#### 3.1 价格

图3-1：菜粕均价（元/吨）

图3-2：油菜籽CNF价格（美元/吨）



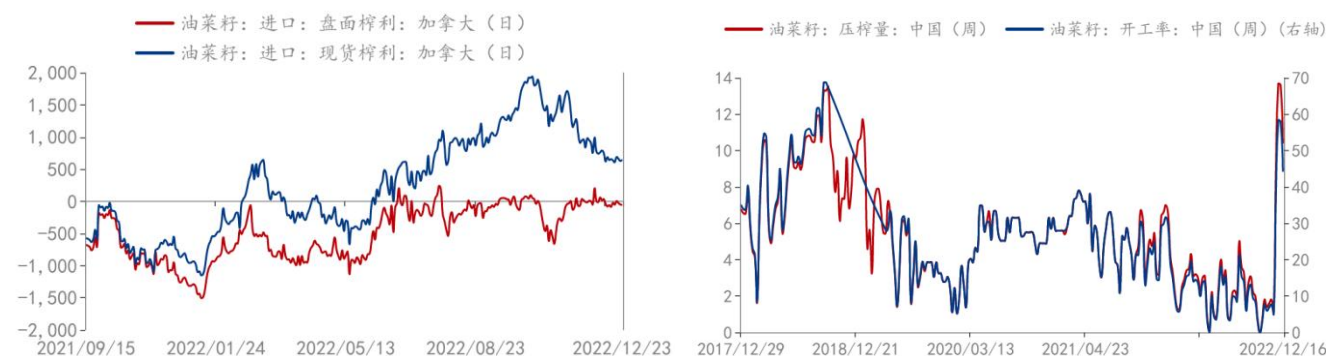
资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-3月，7月下旬至10月下旬，菜粕现货价格上涨。2022年4-7月，菜粕价格下跌幅度可控且持续之间较长。2022年11月至12月菜粕现货价格快速下跌，12月下存跌至2022年元旦低点一线。2022年6月至今，油菜籽CNF价格持续位于700-750美元/吨一线弱势运行。

#### 3.2 供需分析

图3-3：进口菜籽压榨利润（元/吨）

图3-4：油菜籽压榨量，开工率（万吨，%）

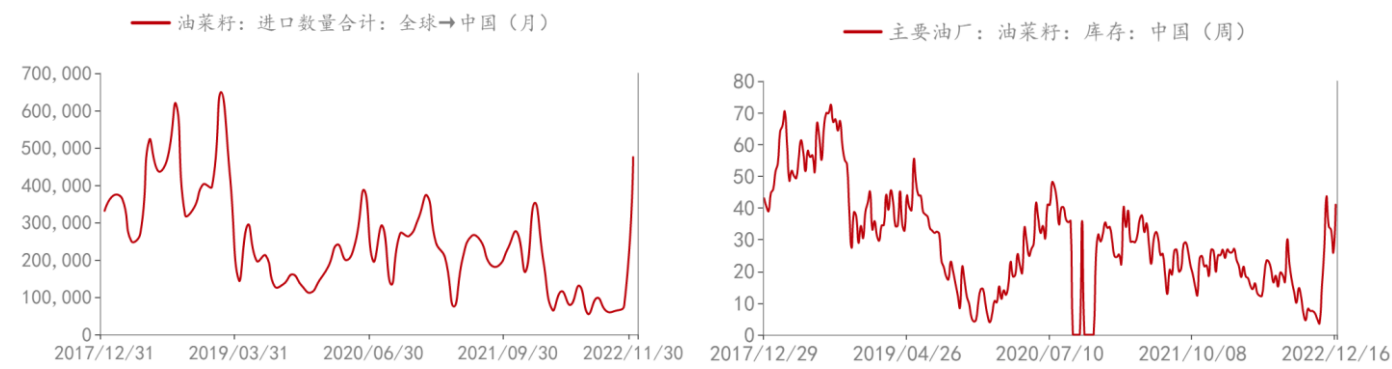


资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-3月，5-10月，进口菜籽现货榨利持续走好。2022年10-12月底，压榨利润有所走差。进口菜籽盘面榨利，持续都是亏损，2022年表现都比较差。

图3-5：油菜籽进口量 (吨)

图3-6：主要油厂油菜籽库存 (万吨)



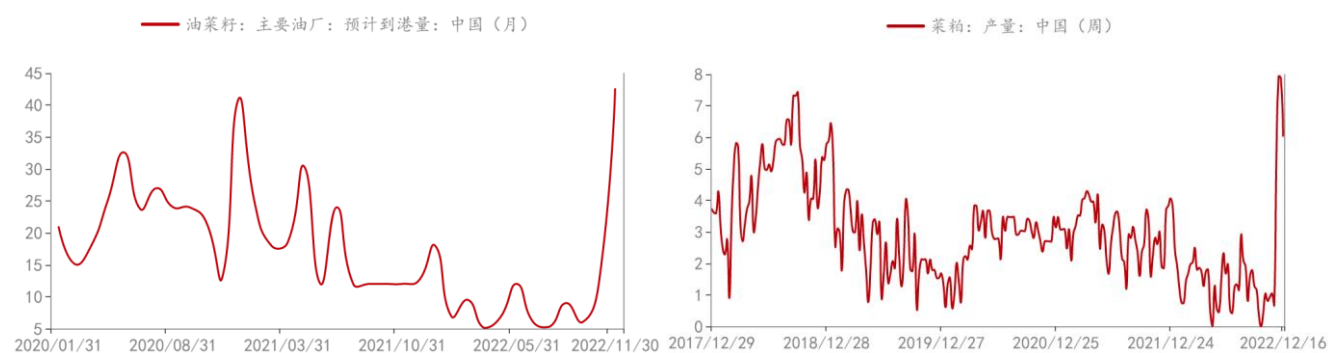
资料来源：钢联数据，中期研究院

加拿大是全球第一大菜籽出口国，由于旧作加拿大菜籽大幅减产30%以上，旧作全球菜籽供应紧张，加拿大也是国内进口菜籽主要来源国，旧作加拿大菜籽进口利润持续较差，导致2022年1-10月，进口菜籽量持续低位运行。

2022年11月我国油菜籽进口数量创年内新高，达到47.66万吨。2022/2023年度新作菜籽大幅增产，加拿大增产超40%，新作菜籽供应充足。从11月开始，国内已经有新作菜籽陆续到港。

图3-7：油菜籽预计到港量 (万吨)

图3-8：菜粕产量 (万吨)

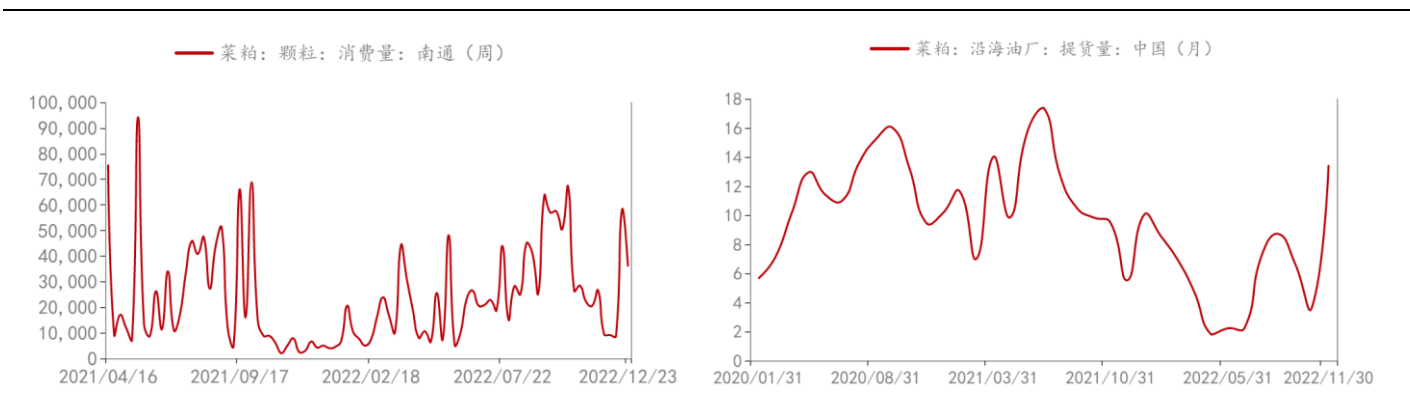


资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年10月开始，油菜籽预计到港量就，摆脱2022年1-9月低位运行格局，10月达到12万吨，11月达到42.6万吨。2022年12月至2023年第1季度，国内油菜籽供应紧张问题将得到明显缓解。

图3-9：菜粕消费量-南通 (吨)

图3-10：沿海油厂菜粕提货量 (万吨)

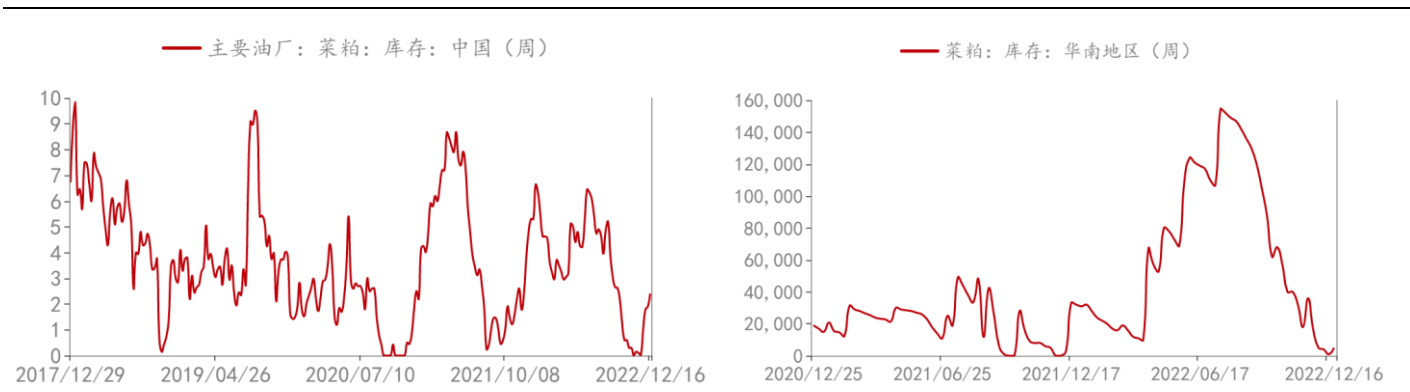


资料来源：钢联数据，中期研究院

国内油菜籽从2022年10月以后供给稳步恢复，沿海油厂菜粕提货量也有所提升，摆脱2022年前3季度低位运行走势。

图3-11：主要油厂菜粕库存 (吨)

图3-12：菜粕库存-华南地区 (吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-10月进口菜籽低位运行，主要油厂菜粕库存相比往年同期要低。华南地区菜粕库存2022年下半年去库存良好。关注2023年开工率、进口菜籽数量的情况。

## 四、观点总结及操作策略

预计 2023 年豆粕期货价格运行区间为【3300，4200】，以弱势震荡下跌对待，若上半年价格下跌幅度较大，下半年或存超跌反弹，总体反弹高度要远低于 2022 年高点。关注进口量阶段增加下供给冲击，下游需求变化，政策调控预期等。下游养殖企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

预计 2023 年菜粕期货价格运行区间为【2300，3600】，以弱势震荡下跌对待，若上半年价格下跌幅度较大，下半年或存超跌反弹，总体反弹高度要远低于 2022 年高点。可参考豆粕期货波动，菜粕走势要远弱于豆粕。下游养殖企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

需要关注的风险事件（包括但不限于）：全球经济衰退预期，中国、美国流动性超预期收紧，美元指数暴跌，原油期价重挫至新低点，资金风险偏好下降，资金对于农产品市场失去兴趣，中国农产品宏观调控超预期，等。

## 油脂：供需回归常态 油脂弱势下跌

### 内容摘要：

预计 2023 年豆油期货价格运行区间为【7000，9000】，预计 2023 年棕榈油期货价格运行区间为【6000，8500】，预计 2023 年菜油期货价格运行区间为【8000，10000】，以弱势下跌对待，不排除豆油、棕榈油、菜油期价特定时间段还会创近 2-3 年阶段低点。

关注进口量阶段增加下供给冲击，需求对价格的指引，政策调控预期等。下游企业或贸易商等在期价下跌至阶段低点时可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在期价脉冲上涨时可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

需要关注的风险事件（包括但不限于）：全球经济衰退预期，中国、美国流动性超预期收紧，美元指数暴跌，原油期价重挫至新低点，资金风险偏好下降，资金对于农产品市场失去兴趣，中国农产品宏观调控超预期，等。

### 一、2022 年豆油、棕榈油、菜油市场回顾

2022 年豆油期货主力合约期价区间运行【8000-12500】，2022 年上半年豆油价格震荡上涨，先有南美大豆预期由增变减，导致市场供需不平衡；第 1 季度俄乌冲突，国际原油价格上涨，带动油脂价格上涨；全球对生物柴油需求量的不断增加，提振油脂价格。第 3 季度，欧央行首次加息，美联储超预期加息，持续收紧流动性，外盘油脂期货弱势下跌，拖累豆油期货。第 4 季度以来，美联储加息的节奏的变化，随着最新结果显示，2023 年美联储加息利率上限将会更高，施压大宗商品价格，豆油期现价格再次下跌。



2022年棕榈油期货主力合约期价区间运行【6500-13000】，2022年1-5月棕榈油期价以上涨为主，2022年6-12月棕榈油期价以下跌为主。2022年元旦后到3月中旬，东南亚棕榈油处于减产周期，马棕油持续刷新高点。印尼限制棕榈油出口政策加剧市场供应缩减情况。叠加俄乌局势紧张，国际油价再刷新高，全球棕油价格重心不断上移。6月初至12月底，市场多空快速转换。马来西亚进入增产季，印尼库存面临胀库压力，加速棕榈油出口，接连调整棕榈油出口政策，美联储激进加息打压大宗商品价格。国内远月买船增多，市场供应有增加预期。宏观利空与产业供给宽松共振之下，棕榈油价格以跌为主。

2022年菜油期货主力合约期价区间运行【9500-15000】，2022年1-5月菜油期价以上涨为主，2022年6-12月棕榈油期价以下跌为主。2022年上半年，2021/2022年度加拿大菜籽减产，导致全球油菜籽供应偏紧，国内外菜籽价格不断攀升，国内油厂菜籽买船不积极，叠加洗船等因素影响，沿海油厂菜籽频繁出现断籽停机现象。上半年俄乌局势背景下，全球燃料和能源价格处于高位，叠加气候干旱和疫情的冲击，2022年6月8日菜油价格震荡偏强后创下近一年新高。2022年下半年在宏观利空，全球菜籽供给偏紧格局改善，进口菜籽到港量稳步改善，菜油库存整体处于高位，市场供应有增加预期。宏观利空与产业供给宽松共振之下，菜油价格以跌为主。

图1-1：豆油期货价格历史走势

图1-2：棕榈油期货价格历史走势





资料来源：博易云，中期研究院

图1-3：菜油期货价格历史走势



资料来源：博易云，中期研究院

## 二、豆油基本面

### 2.1 价格

图2-1：主流豆油成交价（元/吨）

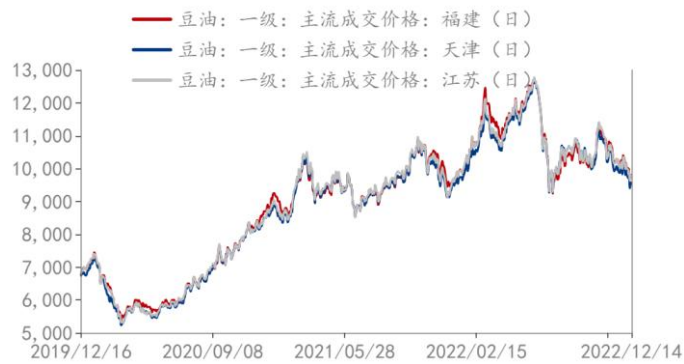
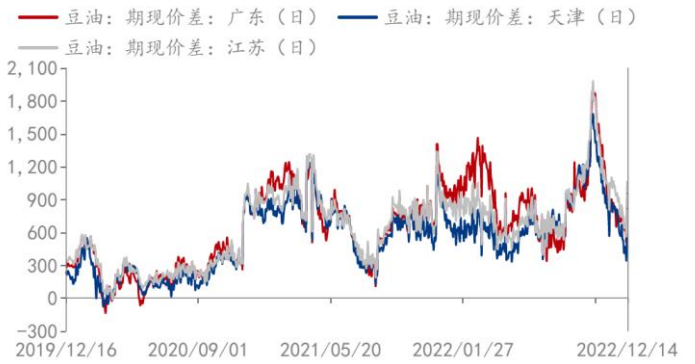


图2-2：豆油期现价差（元/吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-6月初，豆油现货价格上涨，其他时间段豆油现货价格下跌为主。2022年8-12月初，豆油期现价差巨幅波动，创近3年高点。

## 2.2 供需分析

2022/2023 年度，USDA 预估全球油料作物产量回升明显，达到 6.45 亿吨，比上年增加 4100 万吨，而需求从 6.07 亿吨增加至 6.32 亿吨。全球油料产量回升，全球油料库存消费比预期升高。

分品种来看，从 USDA 最新预估来看，全球七大主要油料产量四增两减一持平，其中增加最大贡献来自大豆，2022/2023 年度全球大豆产量为 3.9053 亿吨，同比增加 3494 万吨。其次全球菜籽产量 2022/2023 年度明显修复，创历史新高 8482 万吨，同比增加 1096 万吨。棉籽、棕榈油仁同比增加 710 万吨、520 万吨，椰籽未有增减。减少最大的油料是葵花籽，2022/2023 年度产量为 5130 万吨，比上年同期减少 602 万吨。

从时间序列方面来看，豆油市场呈现出近强远弱态势。

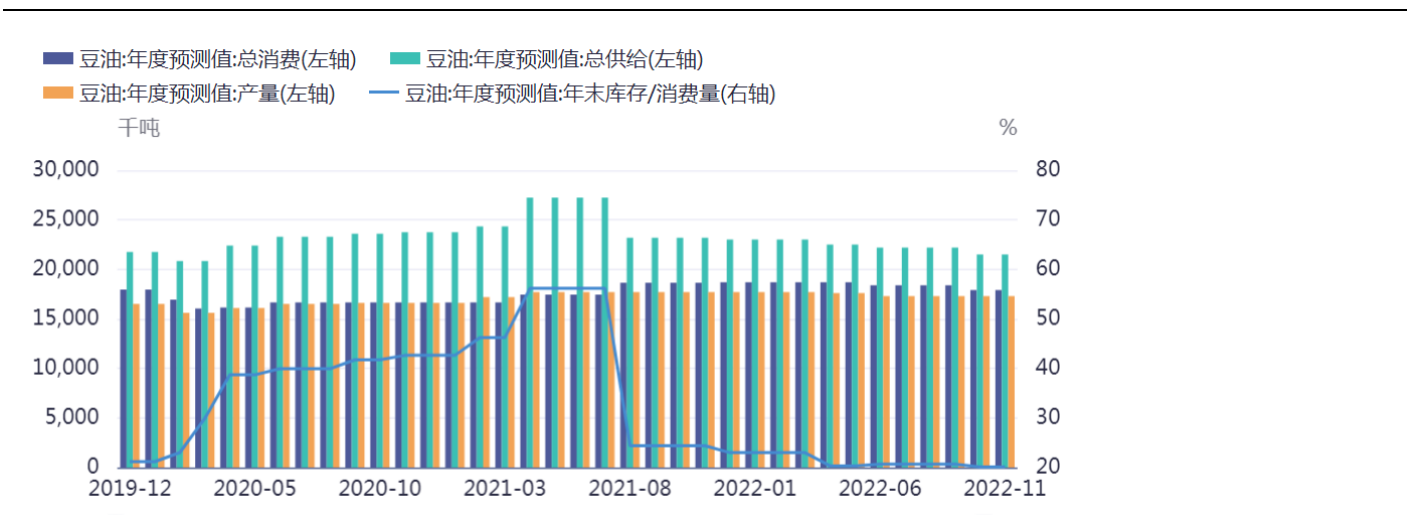
图2-3：中国食用植物油供需平衡表 (万吨)

中国食用植物油供需平衡表				
	2020/21	2021/22 (12月估计)	2022/23 (11月预测)	2022/23 (12月预测)
万吨 (10000 tons)				
生产	2864	2755	2921	2921
其中：豆油	1714	1594	1675	1675
菜籽油	572	573	653	653
花生油	337	342	338	338
进口	1074	578	843	843
其中：棕榈油	502	303	450	450
菜籽油	237	97	150	150
豆油	123	29	120	120
国内消费	3635	3584	3634	3634
城镇消费	2783	2945	2948	2948
农村消费	612	459	459	459
出口	27	15	27	27
结余变化	276	-266	103	103

资料来源：农业农村部，中期研究院

2021/2022 年度中国豆油供需双弱，除了 2022 年第 1 季度可炒作点丰富，随后因年度内豆油价格攀升至十年来高点，且各地餐饮业恢复有限，消费量出现十年来首次缩减。2022 年第 3 季度开始，国内不定期拍卖进口大豆补充油厂库存，国内豆油现货基差走弱。2022 年第 4 季度至 2023 年第 1 季度，大豆到港增加豆油供给，豆油库存已进入累库周期。供应的改善预期以及，疫情扰动使得未来下游消费依旧不乐观。随着大豆到港量增加，近几周油厂压榨量有望保持在 200 万吨左右，豆油产出稳定增长，后期豆油供应将呈现宽松趋势。

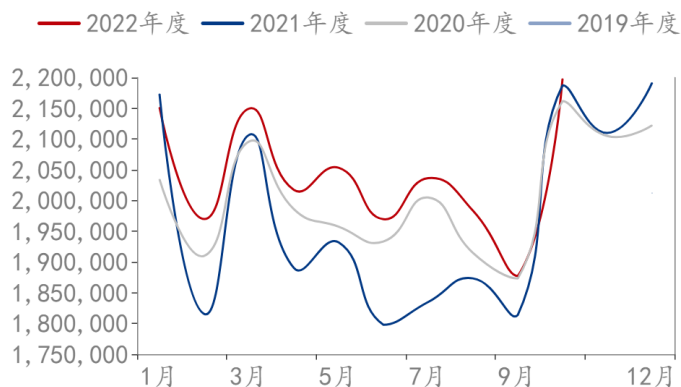
图2-4：中国豆油库存消费比 (%)



资料来源：汇易网，iFind，中期研究院

图2-5：美国豆油产量-NOPA (千磅)

图2-6：全球豆油库存消费比预测 (%)

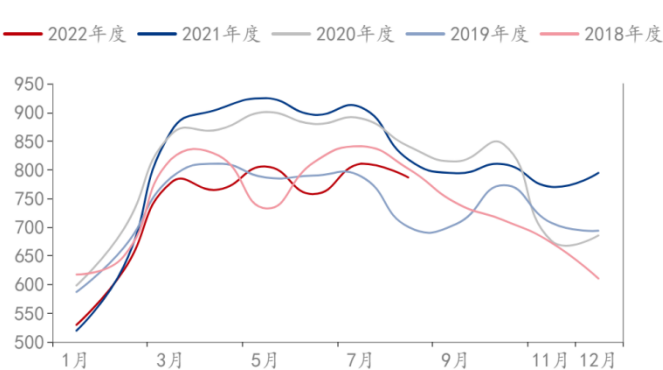
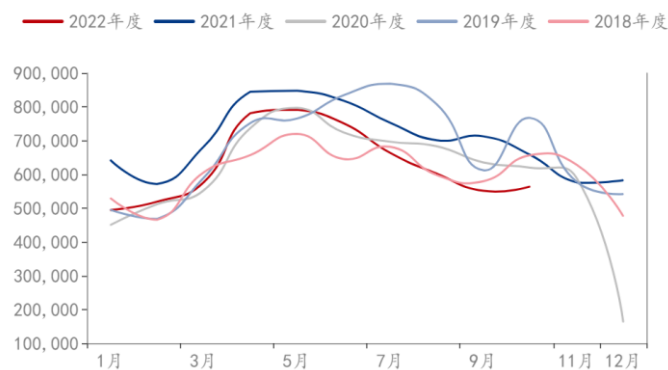


资料来源：钢联数据，中期研究院

美豆油方面，2021/2022 与 2022/2023 年度美豆油库存出现持续下降，一度将至 0.84 百万吨。美国豆油库存连续两年的快速下降，令美豆油的库存消费比同样出现快速下降。

图2-7：阿根廷豆油产量 (吨)

图2-8：巴西主要油厂豆油产量-Abiove (千吨)

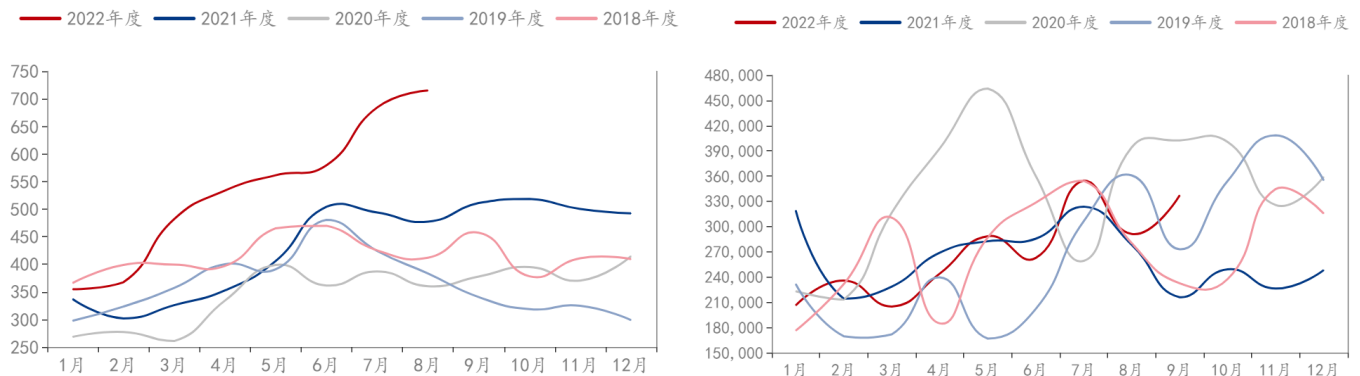


资料来源：钢联数据，中期研究院

阿根廷豆油方面，2019/2020 和 2020/2021 年度阿根廷大豆减产，2019/2020 年度大豆产量仅为 48.8 百万吨，2020/2021 年大豆产量更是降至 46.5 百万吨。阿根廷大豆产量的减少也就限制了其豆油产量，阿根廷大豆出口量近几年一直波动较大。

图2-9：巴西豆油库存-Abiove (千吨)

图2-10：阿根廷豆油工业库存 (吨)

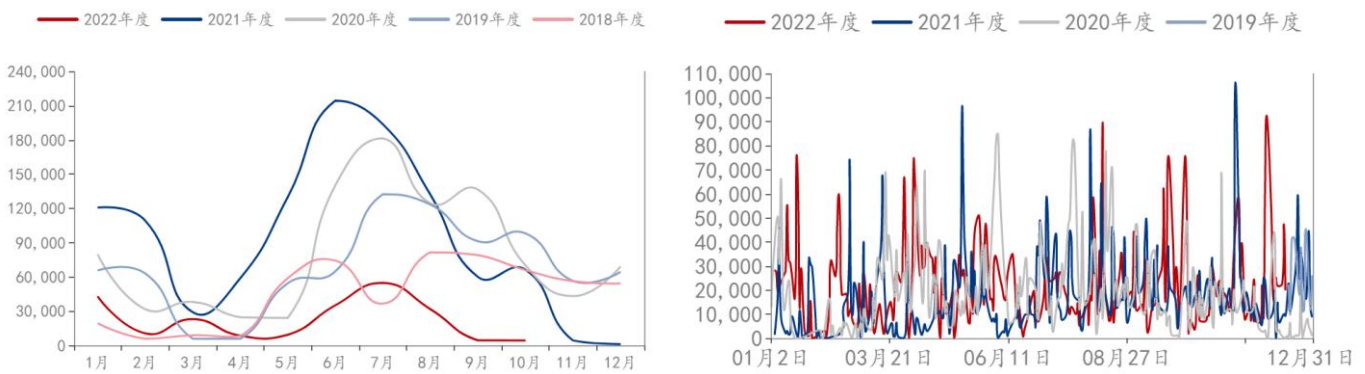


资料来源：钢联数据，中期研究院

巴西豆油方面，近年来巴西豆油产量不断震荡上升，且屡创新高。以最近的2022/2023年度巴西豆油产量数据来看，达到9.92百万吨。出口量的旺盛需求及其生柴政策的变动拉动巴西豆油需求量上升。目前市场普遍预期巴西新作大豆产量将再创纪录，因此巴西豆油产量与出口量也将出现回升态势，库消比预期回升。

图2-11：豆油进口数量合计 (吨)

图2-12：中国豆油成交量 (吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

受2023年春节较往年同期偏早，且散点疫情扰动，豆油旺季不旺，2022年第4季度豆油成交量持续低位运行。2022年第4季度，港口进口大豆库存恢复至往年常态水平，油厂大豆不足现象改善，未来豆油供给恢复至往年常态水平。2022年第4季度至2023年第1季度豆油将进入累库周期。据Mysteel农产品统计，2022年第51周(12.17-



12.23)国内主要地区的油厂大豆到港共计 28.5 船, (本次船重按 6.5 万吨计)约 185.25 万吨大豆。全国重点地区豆油商业库存约 75.302 万吨,较上周增加 0.962 万吨,涨幅 1.29%。12 月下旬豆油商业库存或将继续回升,但仍维持在历年同期最低水平。

图2-13: 中国主要油厂豆油库存 (万吨)

图2-14: 中国大豆港口库存 (万吨)



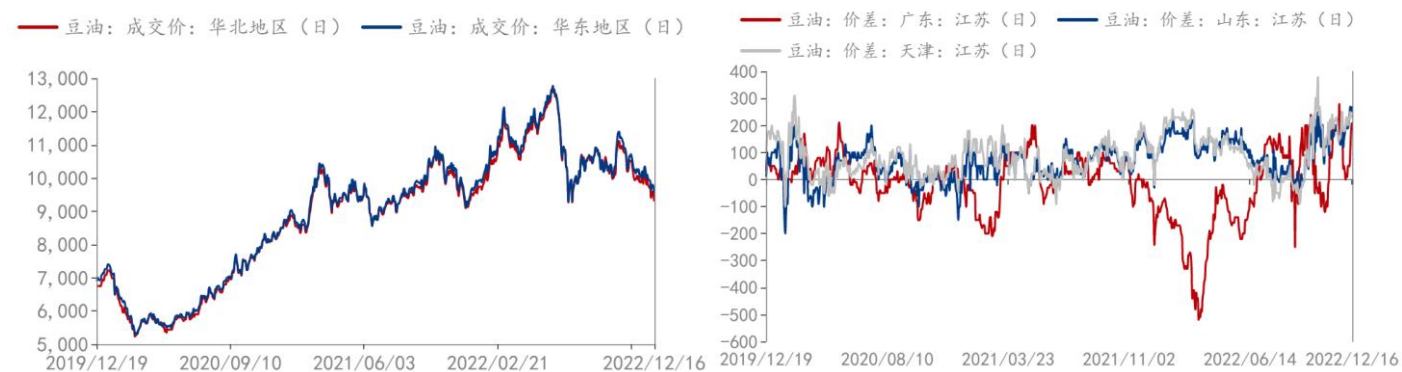
资料来源: 钢联数据, 中期研究院

大豆的逐步到港,油厂开机率逐步提高,大豆压榨逐步增量,豆油产量增加,供应方面逐步宽松,关注豆油需求对于价格的指引。

## 2.3 价差分析

图2-15: 豆油成交价 (元/吨)

图2-16: 豆油地区价差 (元/吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院



图2-17：油粕比价-张家港（元/吨）

图2-18：豆棕现货价差（元/吨）



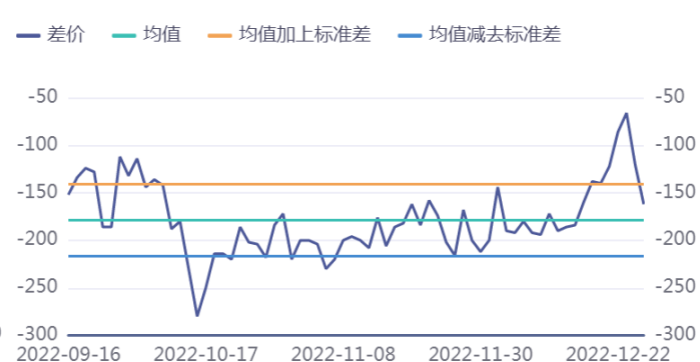
资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年4-6月，油粕比价上涨，其他时间段油粕比价以下跌为主。2023年油粕比价或存回归常态需求，油粕比价存扩大预期。

2022年1-4月，豆棕价差由-100变为-4000，且创造近4年负极值。2022年6-10月，豆棕价差由-4000变为3000，且创造近4年正极值。2022年全年，豆棕价差变动之大远超近5年均值。

图2-19：Y2301, Y2305价差（元/吨）

图2-20：Y2305, Y2309价差（元/吨）



资料来源：ifind，中期研究院

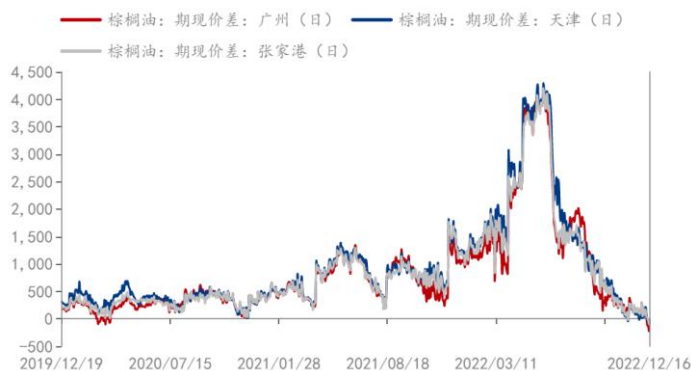
2022年9月中旬至10月中旬，豆油01-05合约价差急速变动，其余时间都在均值加减标准差范围内波动，特定时间存在跨期价差缩小交易机会。豆油05-09合约价差目前暂无出现急速变动或超预期价差，需要耐心等待套利机会出现。

### 三、棕榈油基本面

#### 2.1 价格

图3-1：棕榈油成交价格（元/吨）

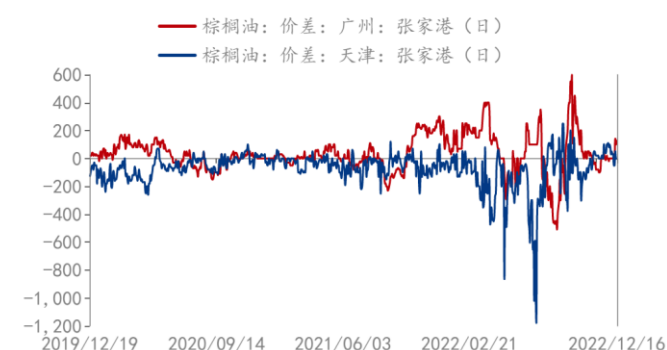
图3-2：棕榈油期现价差（元/吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图3-3：棕榈油地区价差（元/吨）

图3-4：国际棕榈油价格（美元/吨）

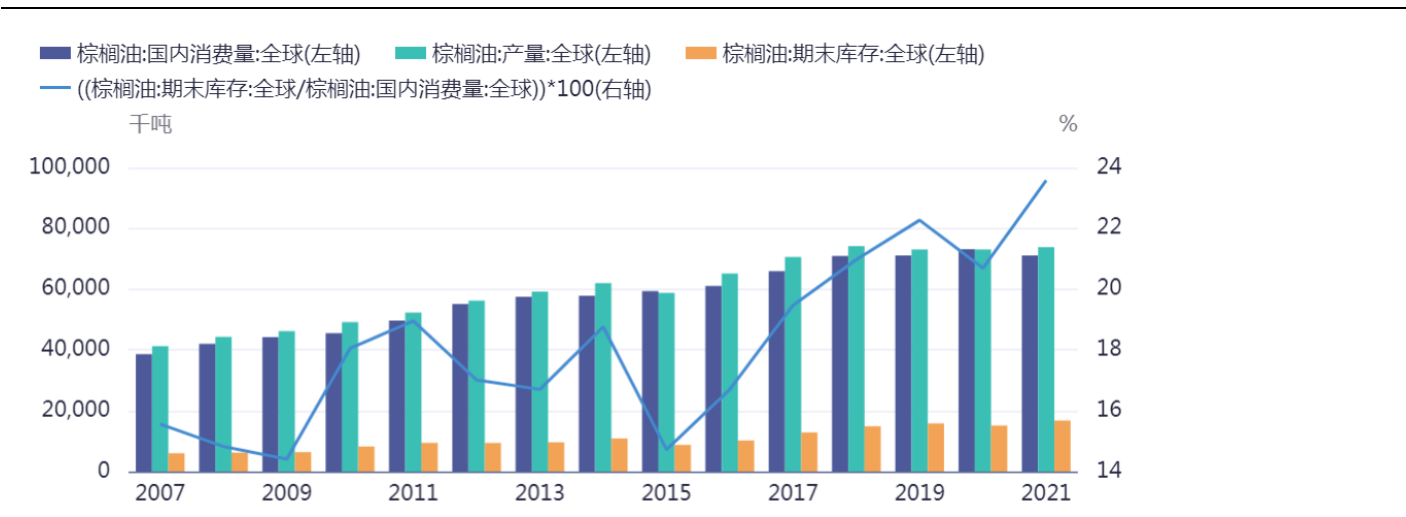


资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-6月初，棕榈油现货价格上涨，其他时间段棕榈油现货价格下跌为主。2022年1-6月初，棕榈油期现价差大幅上涨，创近3年高点。2022年6-12月，棕榈油期现价差巨幅下跌，又回到2022年1月低点。

## 2.2 供需分析

图3-5：世界棕榈油库存消费比 (%)

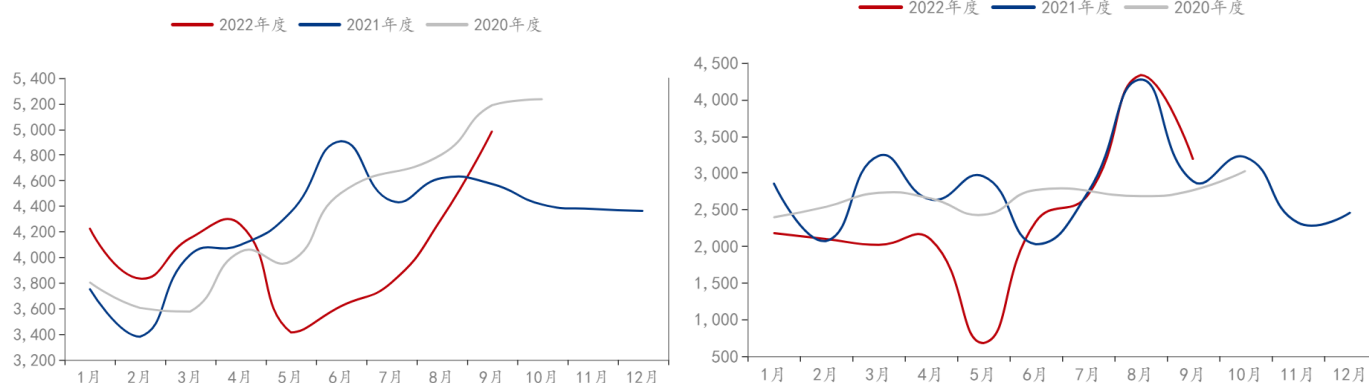


资料来源：USDA，iFind，中期研究院

美国农业部预计，2022/2023 年度全球棕榈油产量从 7592 万吨增至 7821 万吨，增长 3.02%；全球棕榈油消费量为 7674 万吨；全球棕榈油期末库存为 1695 万吨，期末库存消费比为 13.3%。马来西亚产量相对稳定，马来西亚劳工问题解决后，马棕榈油单月产量将逐步回到正常水平。

全球棕榈油产量的主要增长点在于印尼。印尼多变的各类政策，使得 2022 年国际棕榈油价格剧烈波动。随着印尼出口政策落地，产地发运节奏恢复，主产国棕榈油出口回归常态。持续需要关注的是新一年度消费端变动情况，全球及主要经济体宏观形势，以及国际原油价格、能源价格变动的止盈。棕榈油方面，2022/2023 年度随着极端气候影响转弱，棕榈油主产区产量恢复并积极出口，棕榈油价格也将承压。

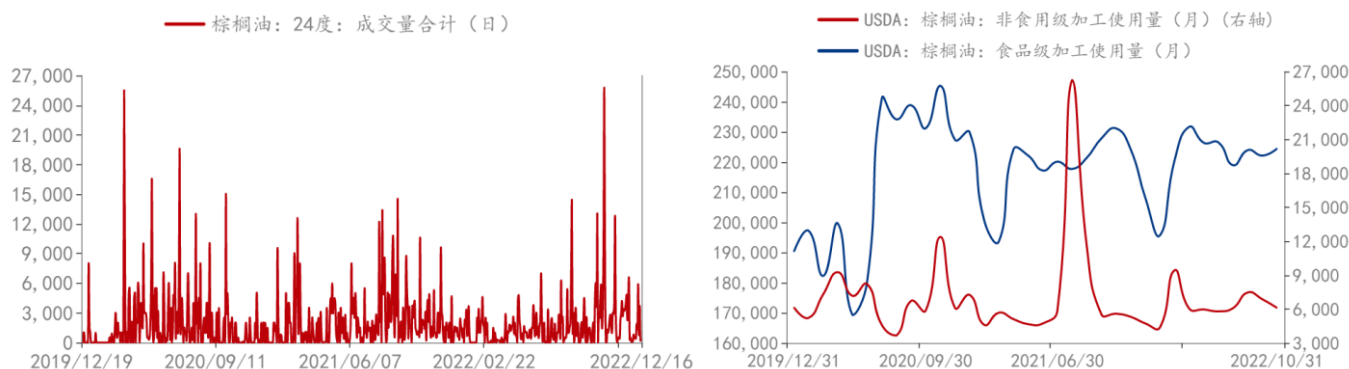
图3-6：棕榈油产量-印尼棕榈油协会（千吨） 图3-7：棕榈油出口数量-印尼棕榈油协会（千吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图3-8：棕榈油成交量（吨）

图3-9：棕榈油使用量（千磅）



资料来源：钢联数据，中期研究院

棕榈油消费平淡，往年的节日备货今年也未见起色，2022年第4季度棕榈油快速累库。11月船期到港延迟，12月到港压力依旧较大。北方受制于气温下降且库存较高，需求疲态仍存，华东与华南出货明显不佳。

餐饮业油脂消费清淡。2022年底油脂需求复苏难言可观，预计2023年春节前节备货旺季不旺概率大。

图3-10：棕榈油商业库存 (万吨)

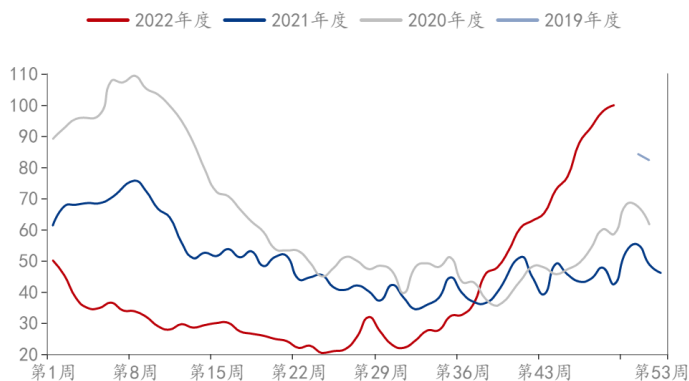
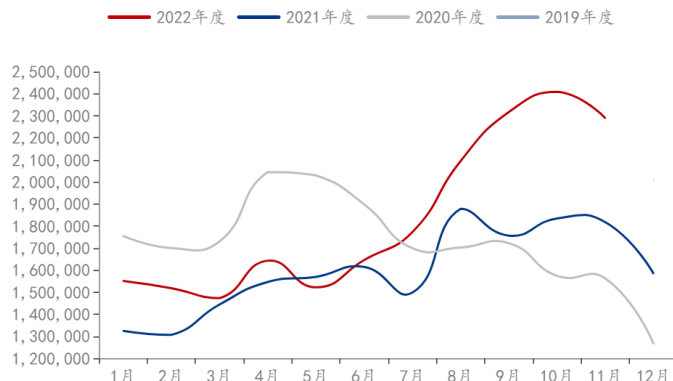


图3-11：马来西亚棕榈油库存 (吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图3-12：棕榈液油，棕榈油硬脂进口 (吨)

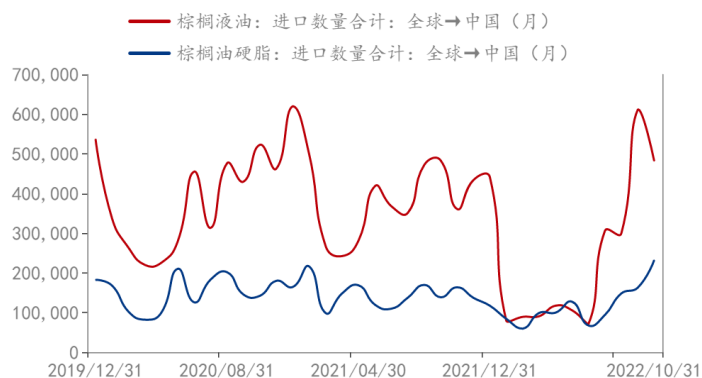
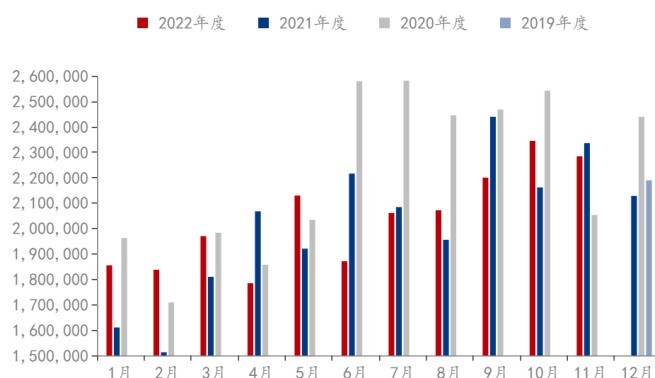


图3-13：马来西亚棕榈油出口数量合计 (吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

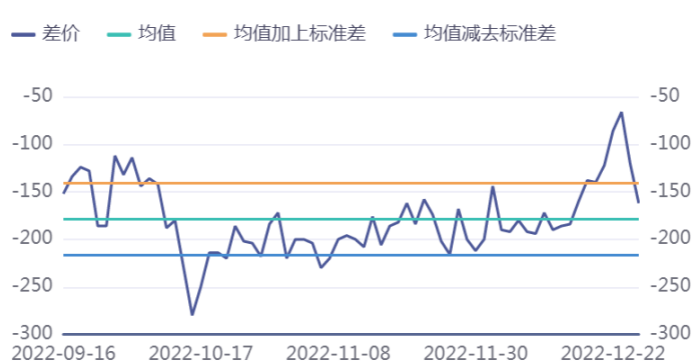
近期到港仍在增量，而国内多地疫情反复，加上冬季消费量季节性下滑，国内高供应低需求下棕榈油下行压力仍存。

## 2.3 价差分析

图3-14: P2301, P2305价差 (元/吨)



图3-15: P2305, P2309价差 (元/吨)



资料来源: ifind, 中期研究院

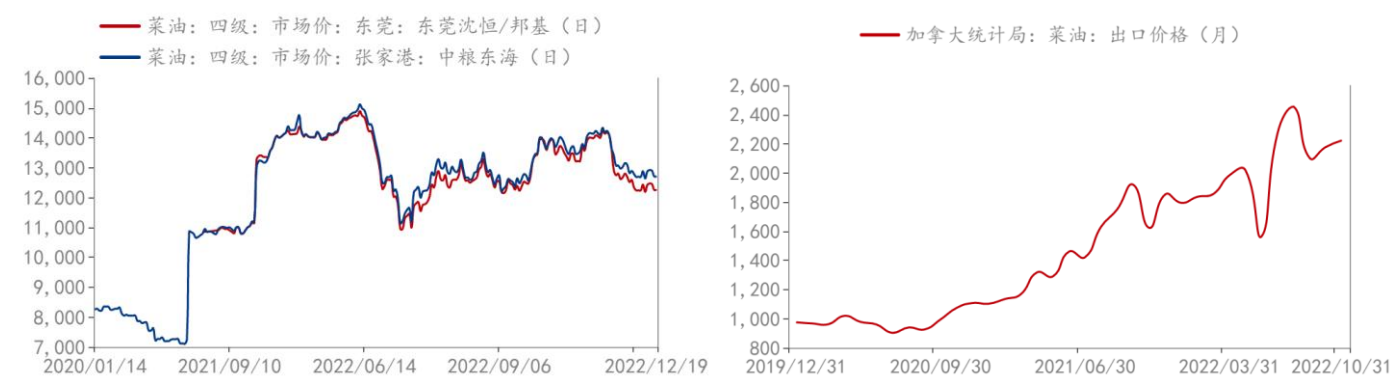
2022年9月中旬至10月中旬,豆油01-05合约价差急速变动,其余时间都在均值加减标准差范围内波动,特定时间存在跨期价差缩小交易机会。豆油05-09合约价差目前暂无出现急速变动或超预期价差,需要耐心等待套利机会出现。

## 四、菜籽油基本面

### 4.1 价格

图4-1: 四级菜油市场价 (元/吨)

图4-2: 菜油出口价格-加拿大统计局 (加拿大元/公吨)

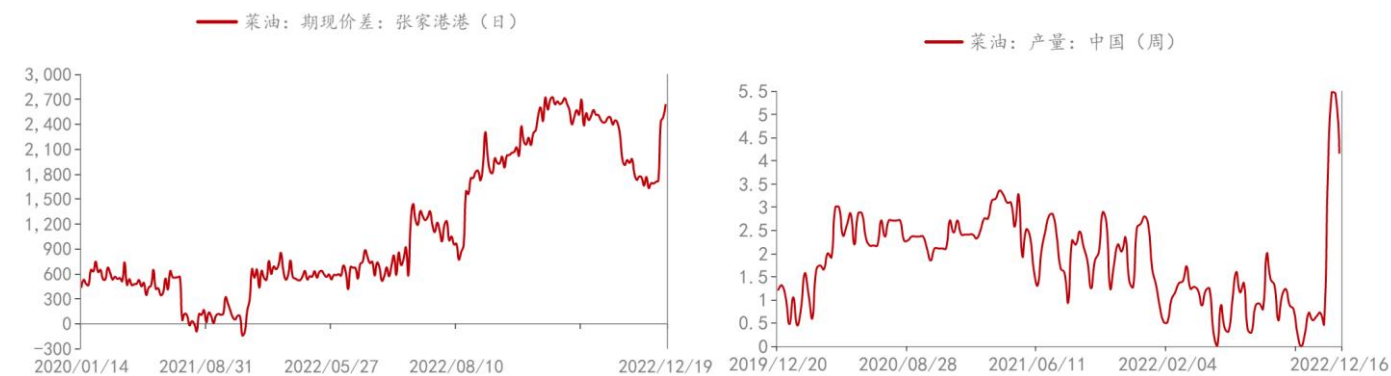


资料来源: 钢联数据, 中期研究院



图4-3：四级菜油市场价（元/吨）

图4-4：菜油产量（周度）（万吨）

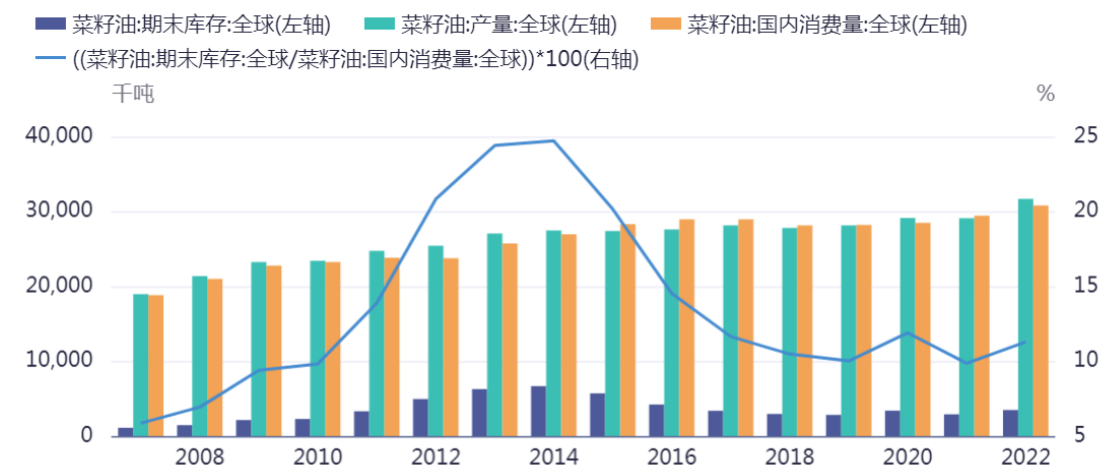


资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-6月初，菜油现货价格上涨，其他时间段菜油现货价格下跌为主。2022年8-12月初，菜油期现价差波动大，创近2年高点。

## 4.2 供需分析

图4-5：世界菜籽油库存消费比（%）



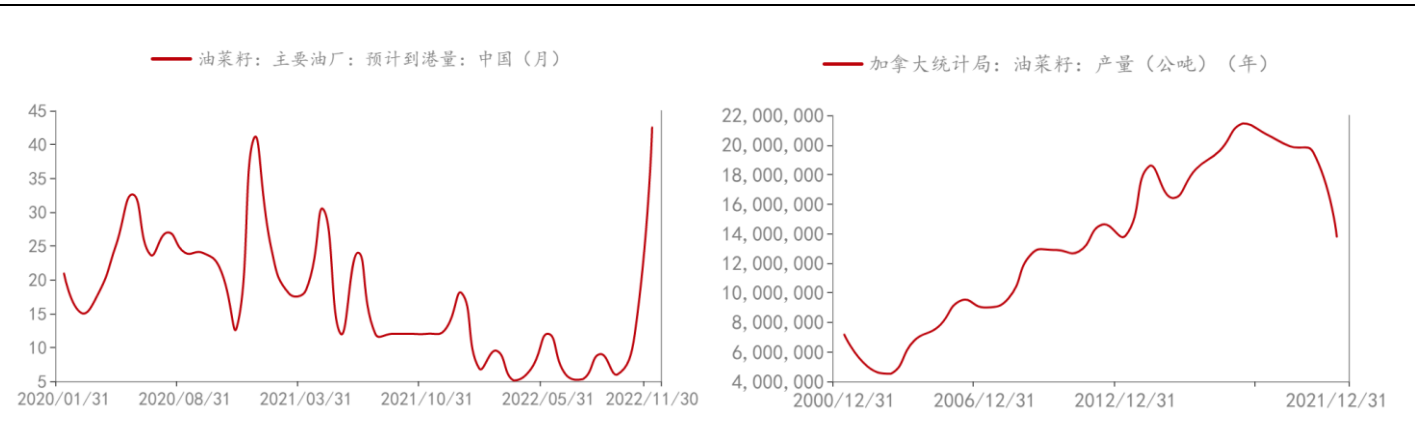
资料来源：USDA，iFind，中期研究院

美国农业部12月USDA供需报告，全球油菜籽产量预计为8434万吨，环比上月下调47.5万吨，但同比去年增产1038万吨，涨幅14.05%。全球菜籽以及菜油的贸易量也依旧呈现回升态势，2022/2023年度全球菜籽、菜油的出口量同比上年分别增长29.5%、20.8%。全球菜籽以及国内进口菜籽供应端均处于宽松态势，国产菜籽价格受到冲击有

限。展望 2022/2023 年度加拿大菜籽产量预估增长，将抑制中国菜油市场价格，2023 年菜籽油价格波动区间预期下移。

图4-6：油菜籽预计到港量 (万吨)

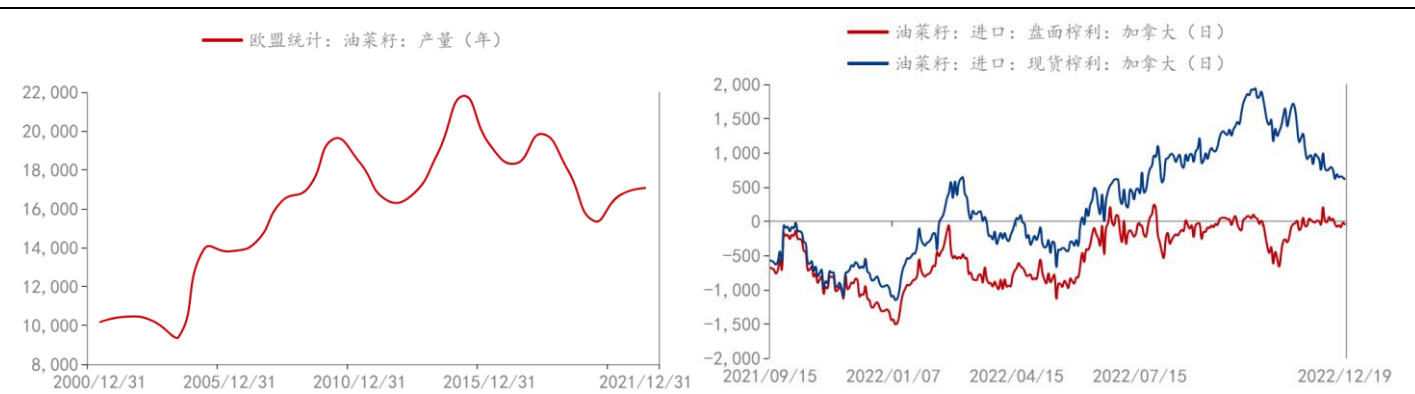
图4-7：加拿大油菜籽产量 (公吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图4-8：欧盟油菜籽产量 (千公吨)

图4-9：进口菜籽压榨利润 (元/吨)



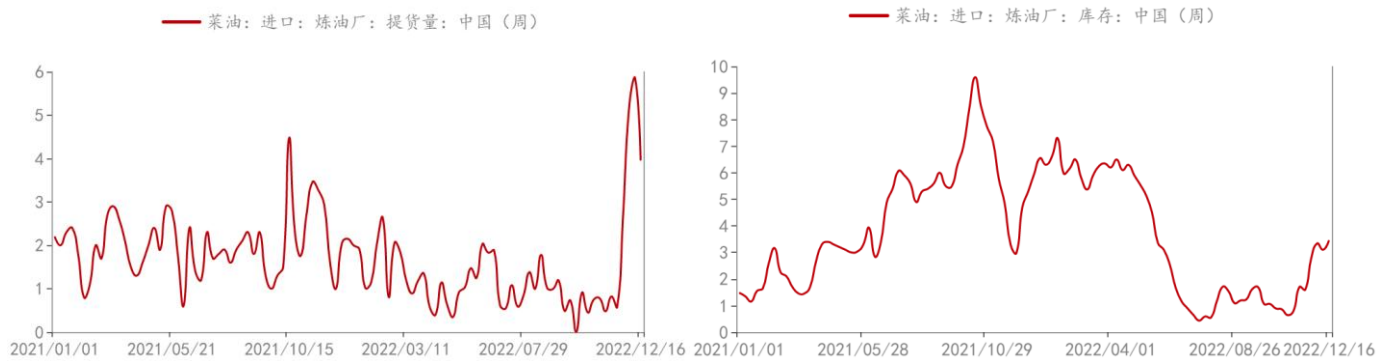
资料来源：钢联数据，中期研究院

2022 年第 4 季度至 2023 年第 1 季度，国内进口菜籽已陆续到港，国内油厂开机率上升明显。未来到港量也将稳步回升。2022 年 12 月进口菜籽压榨量增加明显，产油量、产粕量随之增加，全国菜油库存保持增量。

2022 年全年进口油菜籽现货榨利持续较差。国内买船不积极，压榨进口菜籽的油厂陆续进入断籽停机状态，菜系价格长期维持坚挺状态。

图4-10: 沿海油厂菜油提货量 (万吨)

图4-11: 沿海油厂菜油库存 (万吨)



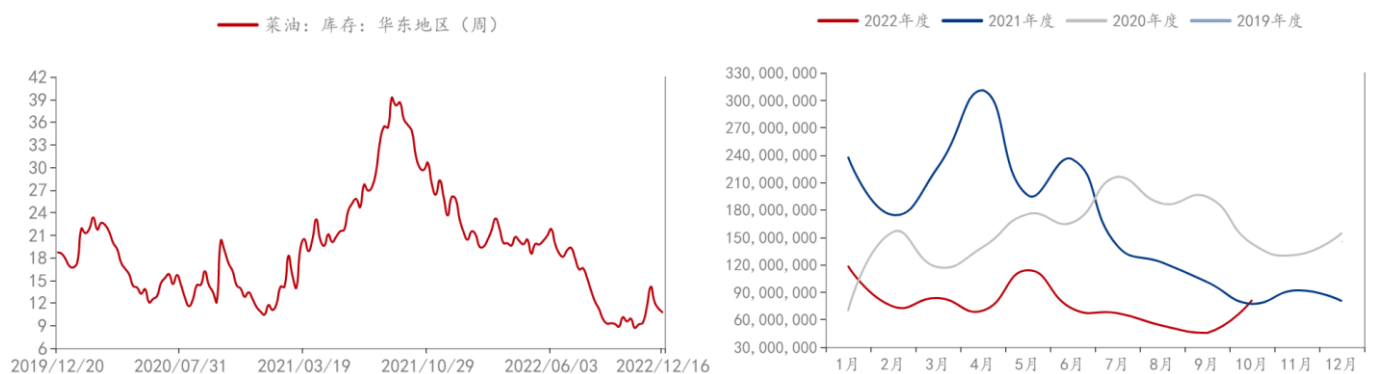
资料来源: 钢联数据, 中期研究院

2023年第1季度, 进口菜籽供应量预期增加, 菜油供给预期增加。从国内买船情况来看, 据Mysteel调研的19价样本企业显示, 2022年12月沿海地区进口菜籽到港船数11条, 菜籽数量约65万吨。2023年一季度进口加籽买船预计在11-12条船, 预计80万吨左右。随着进口菜籽买船增量以及陆续到港, 国内进口菜籽供应量处于稳步增加态势, 油厂压榨量也已得到恢复, 预计后期将继续延续往年同期水平。

2023年上半年, 菜油也存在累库的趋势。

图4-12: 企业商业库存 (万吨)

图4-13: 初榨低芥子酸菜籽油进口数量合计 (千克)



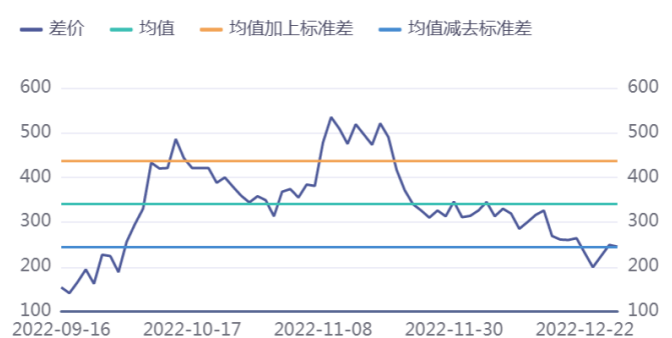
资料来源: 钢联数据, 中期研究院

加籽大量到港, 产油量随之增加, 同时进口菜油到港量增量明显, 下游提货略有增加, 全国菜油库存11月呈现累库态势。菜油后市需重点关注2022年第4季度压榨、菜油还储及相关油脂走势。

### 4.3 价差分析

图4-14：01301, 01305价差 (元/吨)

图4-15：01305, 01309价差 (元/吨)



资料来源：ifind，中期研究院

2022年11月至12月，菜油01-05合约价差急速变动，其余时间都在均值加减标准差范围内波动，特定时间存在跨期价差缩小交易机会。菜油05-09合约价差目前暂无出现急速变动或超预期价差，需要耐心等待套利机会出现。

## 五、观点总结及操作策略

预计2023年豆油期货价格运行区间为【7000，9000】，预计2023年棕榈油期货价格运行区间为【6000，8500】，预计2023年菜油期货价格运行区间为【8000，10000】，以弱势下跌对待，不排除豆油、棕榈油、菜油期价特定时间段还会创近2-3年阶段低点。

关注进口量阶段增加下供给冲击，需求对价格的指引，政策调控预期等。下游企业或贸易商等在期价下跌至阶段低点时可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在期价脉冲上涨时可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

需要关注的风险事件（包括但不限于）：全球经济衰退预期，中国、美国流动性超

预期收紧，美元指数暴跌，原油期价重挫至新低点，资金风险偏好下降，资金对于农产品市场失去兴趣，中国农产品宏观调控超预期，等。

## 生猪：日出日落三百六，周而复始从头来

### 内容摘要：

2022 属于熊牛转换的年份，结束了第四轮由非洲猪瘟引起的超级猪周期，开启了新一轮的上行周期。生猪现货价格走势大体分三段，1 月到 4 月初属于下行周期的收尾期；4 月中旬到 10 月下旬属于产能去化兑现期；10 月底至年底属于旺季不旺期。相应的期货走势大体也分为三段，1 月到 4 月中旬，这一阶段市场交易预期为主，期货挤升水；4 月中旬到 10 月中下旬，这一阶段期现出现共振，上涨；10 月中下旬至今，期货开始交易旺季不及预期。

基本面方面看，2021 年的生猪产能去化在年内得到兑现，周期出现反转，价格增长迅速幅度较大，在利润刺激下，产能加快恢复，并在 5 月能繁母猪环比转正，压栏和二次育肥增加出栏均重。需求方面消费不及预期，尤其是第四季度由于疫情和天气等因素影响，腌腊灌肠行情大打折扣。

对于 2023 年，供给预计逐步增加，需求有望恢复但还是有不确定性，进口冻品和出栏均重预计下降，整体来看猪价可能呈现稳中偏弱节奏，但预计直线大跌行情难出现。期货大涨大跌的趋势性大行情未必会出现，操作上尽量少做估值多关注预期差带来的机会，重点关注 03 和 05 合约带来的被错杀之后的反弹机会；07、09、11 中远期合约重点关注几条成本线，套保可逢高建仓。



## 一、2022 年生猪期现市场回顾

### （一）现货市场——熊牛转换，一波三折

2022 属于熊牛转换的年份，结束了第四轮由非洲猪瘟引起的超级猪周期，开启了新一轮的上行周期。2022 年大体可以分为三段：

第一段，1 月到 4 月初——下行周期的收尾期：2011 整体属于猪价下行周期，在第四季度由于产能去化过度和需求旺季叠加，导致年末出现了一波不小的反弹，但随着腌腊行情结束需求转为平淡，产能释放，市场重新变成供大于需的格局，进入 2022 年猪价惯性下跌，猪价最低跌破 12 元/公斤，出现了下行猪周期的二次探底。同时，随着年后俄乌冲突导致全球粮食危机，饲料企业出现多轮补涨，猪价低迷同时成本抬升，养殖端亏损加剧，促使产能去化程度加深。在 3 月底猪粮比连续跌破 5:1 之后，收储政策频繁发力，给市场以信心。

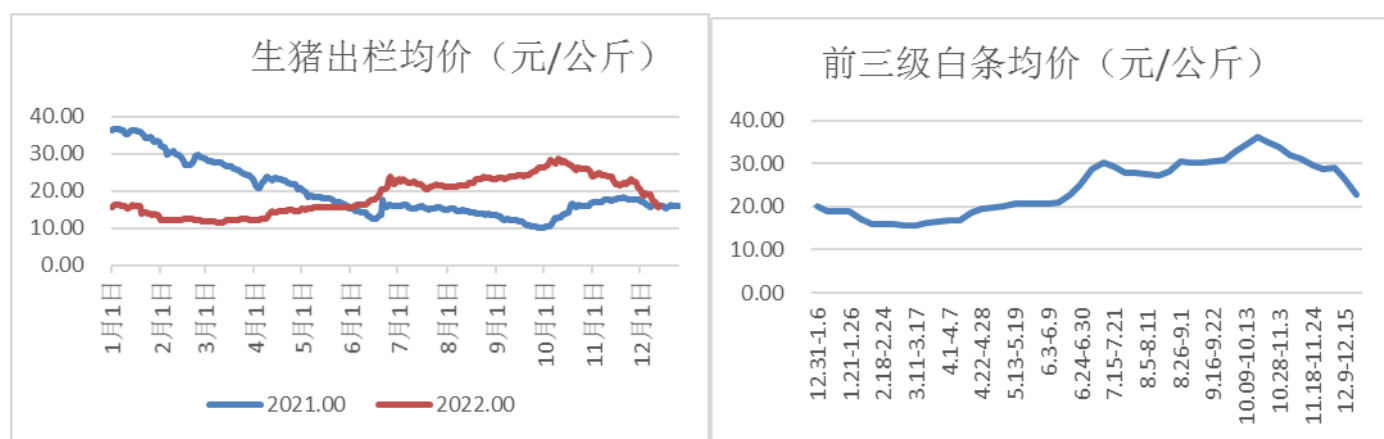
第二段，4 月中旬到 10 月下旬——产能去化兑现期：在进入 4 月之后，随着养殖端前期抛售导致阶段性供给缺口，叠加生猪调运政策、疫情封控备货、收储等因素，生猪价格在理论产能尚未到达最低时提前出现了反转。此阶段虽然由于多方数据对于产能去化程度描述不统一，造成市场对周期是否反转抱有怀疑态度，但随着前期产能去化的兑现，猪价节节攀升，市场逐渐对于周期已经反转形成了统一意见，在生猪价格涨过 20 元/公斤之后，市场情绪得到极大的鼓舞，二次育肥跑步进场，价格上涨涨幅一浪高过一浪，这期间由于价格快速拉升引起了项管部门的重视，频频约谈头部企业，并开始了抛储。进入 7 月之后，高温对消费出现了一定抑制，加上政策持续加码，猪价出现一段时间的调整，但整体依旧坚挺保持在 21 元/公斤以上。之后随着天气逐渐转凉，中秋国庆节日的提振，产能过度去化导致供给缺口的影响再次成为市场的主要矛盾，猪价在整

理之后继续向上发力。在十一长假之后，随着后期降温预期加大，肥标价差扩大，市场对大猪的需求增加，压栏和二次育肥进一步增多，价格出现了爆发式增长，最高超过 28 元/公斤，但这一波涨价更多是由于二次育肥等截留了标猪，放大了供给实际的缺少程度。

第三段，10 月底至今——旺季不旺期：由于市场普遍看好第四季度消费，随着产能的释放，加上前期压栏和二次育肥的生猪增加猪肉的供应，市场猪肉供给出现较大的增长。但由于疫情导致多地封控，本该逐步开始的腌腊灌肠等无法正常开启，而消费端对于猪肉高价抵触情绪较强，导致猪肉价格高价跌落。而随着冬至春节逐渐临近，需求依旧没有好转，对第四季度的强预期逐渐转化为弱现实，养殖端出现恐慌性抛售，猪价加速下跌，截止截稿时，生猪价格已经跌破 16 元/公斤。

图 1-1：生猪出栏均价（单位：元/公斤）

图 1-2：前三等级白条均价（单位：元/公斤）



资料来源：涌益咨询，中期研究院

## （二）期货市场——以周期为方向，以事件驱动做调整

2022 年作为生猪期货上市的第二个年头，相比于去年期货的跌宕起伏波动频繁，今年的生猪期货则表现得更加成熟和理性。整体走势与现货有一定相似，但波动较现货小，

整体已经表现了期货的价格发现功能。主要大方向以猪周期为趋势，以事件驱动为调整，近月合约跟随现货价格波动，远月合约则在现货基础上通过对季节周期性的调整波动，相对稳定性较近月合约更强。和现货相似，今年的生猪期货走势也可以分为三段：

第一段，1月到4月中旬，这一阶段市场交易预期为主，一方面现货持续低迷，近月合约的强预期被弱现实打败，开始向现货价格回归挤出升水；另一方面，养殖端亏损加深促使产能去化加速，对于远期的上涨预期增加，远月合约出现了较大的升水。这一阶段生猪期货整体呈现 contango 结构。

第二段，4月中旬到10月中下旬，这一阶段期现出现共振，4月中下旬现货开始转头向上，由于数据得模糊性，期初市场对于产能去化导致供给大减的说法态度各异，期货虽然跟涨但整体表现谨慎。但随着猪价的持续上涨，供给的短缺逐步得到验证，生猪期货的上涨趋势得到了确定，这一阶段现货带动期货波动。在进入夏季之后现货出现了一段时间的调整，这时期货也出现了一定回调，一方面评估政策对于价格的作用效果，另一方面疫情带给需求不确定性也打击了市场信心。在7月猪价又开始暴涨之后，期货继续跟随现货大涨，这一阶段期货结构逐渐趋于平坦，只在季节性强弱方面有所表现。期货上涨一直持续到10月中旬。

第三段，10月中下旬至今，十一之后现货开始了新一轮的暴涨，但由于此时二次育肥和压栏等行为放大了供给的短缺，加上疫情严重给需求带来更多不确定性，期货在现货仍在上涨的时候开始下跌。之后现货开始出现滑坡，期货也持续下跌。该阶段期货合约结构逐渐转变为 backward 结构，近月合约还是以现货为锚波动，而远月开始交易大猪的集中出栏对市场的冲击和产能的恢复。在大雪节气之后，由于腌腊行情仍然没有什

么起色，意味着今年腌腊行情基本上结束了，期货合约更是出现大幅跳跌，近月合约修复基差向现货回归。

图 1-3：生猪 2201 合约走势（单位：元/吨） 图 1-4：生猪期货合约走势（单位：元/吨）



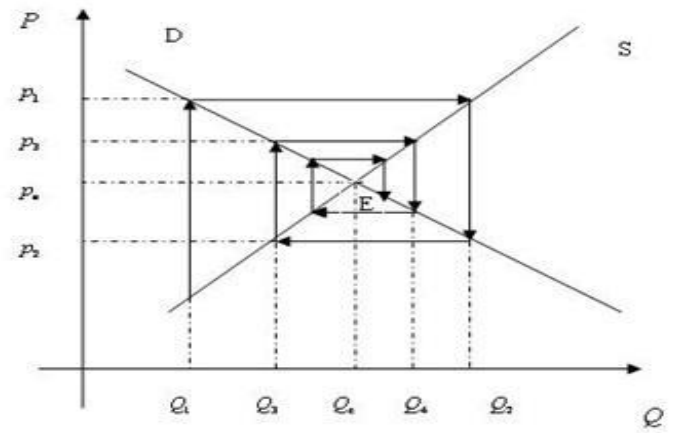
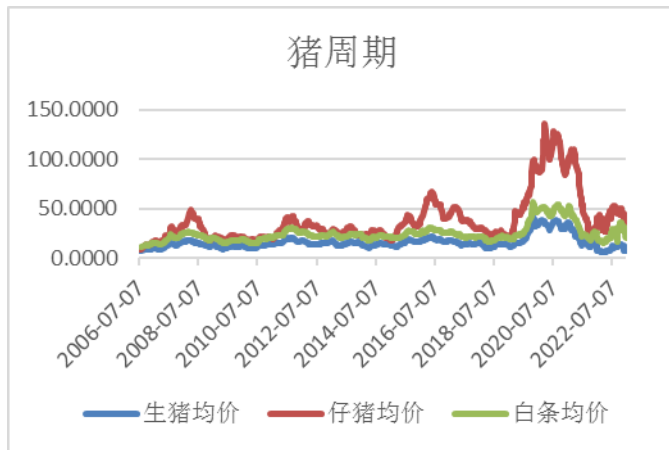
资料来源：同花顺、博易云、中期研究院

## 二、生猪行业情况

### （一）猪周期——旧瓶装新酒，相似不相同

自 2006 年以来，我国经历过四轮完整的猪周期，2022 年开始了第五轮猪周期。往届猪周期通常每一轮经历四年左右，每一轮周期得开始都有明显的驱动事件，如 2006 年蓝耳病爆发，2010 年口蹄疫和仔猪腹泻疫情，2014 年三重去产能和环保政策，2018 年非洲猪瘟爆发，但本轮猪周期的开启并没有出现外力因素，而是由于行业内养殖端出现严重的亏损而造成资金紧张甚至资金链断裂，从而去产能甚至退出产业。由于上一轮超级猪周期的后期产能去化程度过高，散户大量退出，本轮猪周期开始上行涨幅也较以往要大

图 2-1：猪周期划分（单位：元/公斤） 图 2-2：收敛蛛网模型示意图



资料来源:同花顺、中期研究院

## (二) 鸡苗补栏——养殖利润尚可，补栏情绪好转

2022 年春节后传统消费淡季猪价再次回落出现二次触底到 12 元/公斤附近，但没有跌破前期低。4 月中下旬开始，随着前期出栏节奏的提前和去产能的兑现，生猪价格开始触底回升，上涨速度和幅度都较可观，直到 10 月中旬，全国生猪均价最高达到 28.3 元/公斤，该价格高度仅次于非瘟时期猪价，属于历届猪周期中较高水平。

虽然同属于猪周期，但本轮猪周期较前几轮有较大的区别，首先本轮猪周期的开启没有明显的外力驱动因素，仅仅是行业内部盈亏导致产能变动从而使得价格出现变化，产能去化不彻底、行业没有坚实的上涨支撑因素等，因此这也是在周期开启初期市场上反对观点较多的原因。其次本轮猪周期对比历届猪周期还有复产时间偏早、上行周期短等特点，由于在上一轮超级猪周期中，产业结构发生了较大的改变，集团场规模场占比增长较大，儿集团场规模场的特点决定其在产能去化过程中不会像散户一样去化彻底，而复产时候速度叫快，因此本轮猪周期到目前为止，复产速度较以往都要快，而猪价上涨持续时间较以往要短。最后根据本轮猪周期的种种表现，我们认为今后的猪周期将逐渐在没有外力干扰的情况下不会再出现以往周期大起大落的走势，根本原因在于随着行



业结构的优化和调整，集团场在产能方面保持相对稳定的优势显现，使得市场上供给的生猪也会和需求形成一个动态的平衡，而且生猪期货的上市也给了现货端一个很好的参考，使得之前发散的蛛网模型可以逐步收敛。

### （三）产业变动——产业结构继续优化，行业利润出现转移

今年4月猪价触底回升开启新一轮上涨，比理论预期有所提前，而涨幅和速度则超乎预期，主要由于前期价格低谷期，在去产能量变的同时，降低出栏均重也在同时进行，这样造成实际供给到市场的猪肉要比理论的少，加上样本点数据存在一些盲区，导致许多去化的产能被忽略，因此猪价涨幅和速度超乎人们预期。还有一个原因是成本较非瘟前也有所提升。最后在猪价快速上涨得到共识之下，看涨情绪得到加强，上涨更加迅速。

而在今年猪价的上涨过程中，产业也相应发生了一些变动。首先产业结构继续优化，上市公司占比增加，截止11月底上市公司占比25%，较去年同期相比增加1.38个百分点，较非瘟前占比翻了近6倍。而50头以下小散户占比继续下降，截止11月底占比16%，较去年同期相比增降低4.96个百分点，较非瘟前占比减少一半多。随着生猪价格的回升，养殖端由亏转盈，一些前期进行了大量扩张的集团场，虽然未完全回本，但经营现金流已经有了相当的改善，促进上市猪企加快更新产能的步伐，部分之前暂停的养殖项目也都开始进行复工。根据主要上市公司公告，第三季度，前十家上市猪企能繁母猪存栏达到588.7万头，约占全国的13.7%，较二季度增加4.37%。生猪出栏方面，1-3季度生猪出栏量环比减少，但上半年同比仍有一定的增加，其中大的养殖集团出栏占比总体呈现明显上升趋势，以18家连续公布经营数据的上市公司的数据来看，截止2022年三季度18家公司出栏量占全国出栏比例上升至18.03%。小散户的决策更多是看行情决定，在行情好的时候进场，不好的时候退出，今年出栏情况看，全国一季度出栏量明

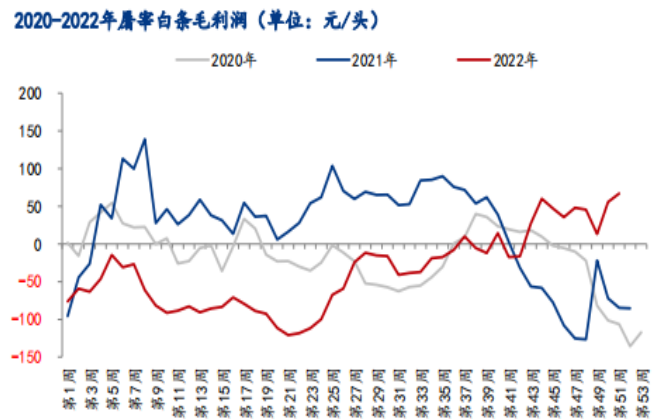


显增加，而散户占比也增加，说明散户在出栏节奏方面更倾向于旺季多淡季少，不是连续出栏。

除了产业结构发生改变，产业链的利润分配也发生了一定变化。2021年由于猪价整体处于下滑趋势，养殖端承受了巨大的损失，而屠宰端则盈利颇丰。而在2022年前期，生猪出栏量居于高位，屠宰场收猪情况尚可，在去产能兑现后屠宰场猪源减少，宰量下降，为了维持下游客户，只能高价收猪。从屠宰毛利来看，上半年尽管出栏生猪较多，但由于终端需求不佳，屠宰环节在利润分配上并无多大优势地位。下半年生猪供应减少，屠宰毛利进一步压缩，屠宰企业开工率先是被动减少，虽然在7月毛猪价格出现了一定回落，屠企趁机缩量压价使得毛利有所回暖，但之后随着猪价再次起飞屠企毛利再次下滑。总体来看，目前我国屠宰产能过剩较大，屠宰环节在利润分配中处于不利地位。

图 2-3：不同出栏规模存栏占比 （单位：百分比）

图 2-4：屠企盈利情况 （单位：元/头）



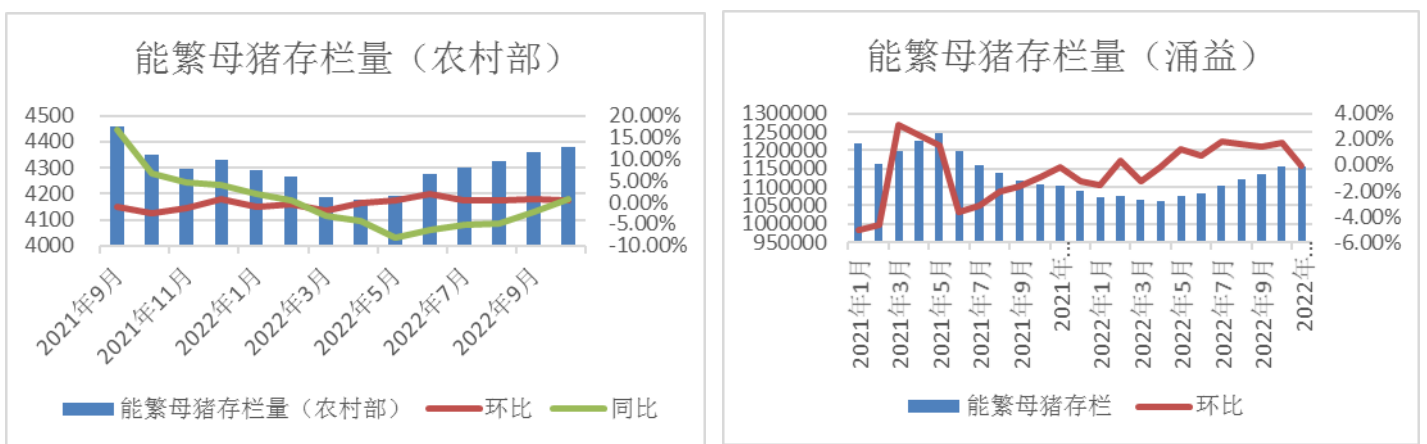
资料来源：涌益咨询、我的农产品网、中期研究院

### 三、生猪基本面

#### （一）能繁母猪存栏——去产能效果兑现，生产效率提升

根据生猪生长周期，能繁母猪存栏量决定 10 个月后生猪出栏量。统计局数据显示，截至 2022 年三季度末，我国能繁母猪存栏 4362 万头，相当于正常保有量 4,100 万头的 106.4%。2021 年 5-6 月产能见顶回落，对应着今年 3-4 月猪价触底回升；而去年由于猪价持续下行，在第三季度价格跌入谷底导致产能大幅去化，对应今年 7-8 月价格猛涨；产能的去化进程随着猪价回升逐渐结束，并于今年 5 月开始环比转正，按照周期推算，从明年 3 月之后价格预计回落。

图3-1:能繁母猪存栏量（农村部）（单位：万头） 图3-2：能繁母猪存栏量（涌益）（单位：头）



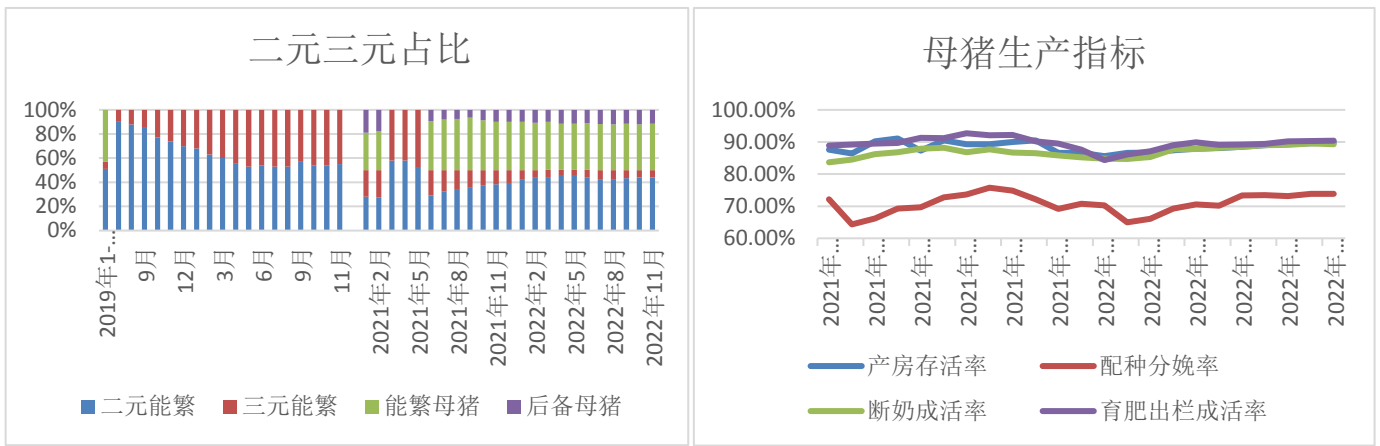
资料来源:农业农村部、涌益、中期研究院

出栏量除了受到能繁母猪数量影响，也受到存栏结构和生产效率的影响。涌益咨询数据显示，截至 11 月底，全国样本企业二元母猪存栏占比为 88%，三元占比为 12%，去年同期二元母猪存栏占比为 77%，三元占比为 23%，按照生产效率换算，一头二元母猪产出约等于 1.5 头三元母猪的产出，那么今年 11 月能繁母猪生产潜力同比增长约为 4.8%，实际的能繁母猪存栏较数据显示增速更快。根据涌益咨询的调研数据显示，从去

年9月到今年3月由于猪价低迷养殖户降低生产计划，配种率都维持下降趋势；去年8月到今年2月的分娩率下降，3月开始回升；去年9月到今年1月的仔猪成活率都处于下降趋势，之后回升。按照生猪生长周期计算，配种率影响今年7月到明年2月出栏量，分娩率影响今年2月-8月出栏量，仔猪成活率影响今年3月到7月的出栏量，综合来看，生产效率低谷期基本上已经过去，随着后面盈利情况转好，生产效率增加。

图3-3：二元三元母猪占比（单位：百分比）

图3-4：母猪生产指标（单位：百分比）



资料来源：涌益咨询、中期研究院

能繁母猪数量作为一个中长期指标直接影响远月供给量，但由于数据的模糊性和时间间隔较长有可能出现分歧，单看数据还是不够的，还要结合调研情况综合分析。根据调研情况反馈，今年虽然猪价较好，但在能繁母猪的补栏上态度还是较为谨慎，集团多自留为主，散户更多是淘汰了再补进去，整体处于补淘平衡的状态。而在明年产能恢复兑现的前提下，养殖端对于母猪补栏的积极性可能会更低。而对于二元三元能繁母猪结构来看，去年在行情低谷期养殖端优先淘汰三元母猪和生产性能不好的二元母猪，当前的能繁母猪存栏结构已经恢复到历史较优水平，母猪猪源较充足的情况下，三元代替二元的情况预计不会大量出现。综上，预计明年能繁母猪存栏情况和生产效率还会维持相对稳定略增的状态。

表3-1：二元三元母猪生产指标对比

指标	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
乳猪成活率 (断奶前)	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
最高胎龄	8胎	3胎
当下平均胎龄	7.5	1.5
PSY	21	14
非瘟成活率	87%	87%

资料来源:涌益咨询、中期研究院

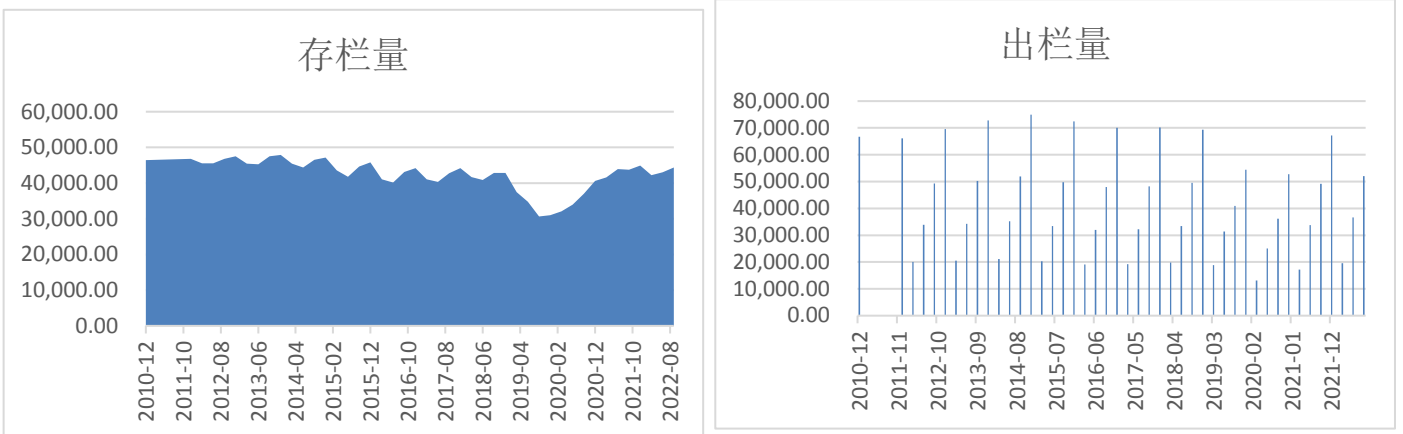
## （二）出栏、存栏——整体出栏减少，压栏二育增加

根据统计局数据显示，2022年一到三季度生猪出栏量环比减少，但一到二季度同比是增加的，第三季度同比下降0.05%。出栏量除了受到能繁母猪数量变化的影响，压栏和二次育肥也会改变出栏节奏，在今年猪价突破20元/公斤之后，养殖端对后市看好情绪高涨，压栏和二次育肥大量出现，减少了短期的出栏量，增加未来可出栏量。由于今年九十月份二次育肥集中赌后两个月行情，对11月和13月出栏造成较大压力，而由于消费不及预期，猪价大幅下跌，按照目前情况看，养殖端大概率会把一二月的出栏量提前，因此预计四季度出栏量大增。按照产能情况推断，结合季节性规律，明年二三月出栏量预计会回落，而在4月之后，随着消费转好，而且能繁对应可出栏量增加，预计

出栏量呈现上升趋势。

图 3-5：生猪存栏量 (单位：万头)

图 3-6：生猪出栏量 (单位：万头)

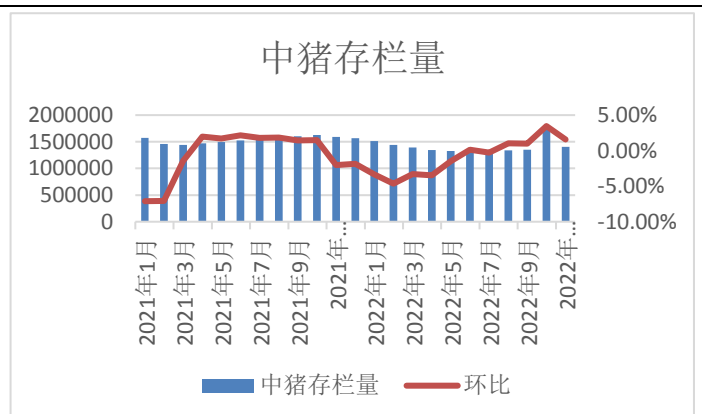
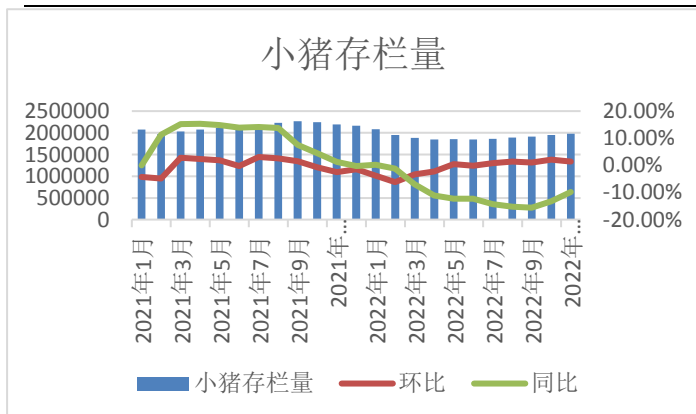


资料来源：涌益咨询、中期研究院

存栏方面，今年存栏的大中小猪数量都有所增长，小猪对应 5-6 个月后生猪出栏，中猪对应 3-4 个月后生猪出栏。据涌益咨询数据显示，自 7 月起，样本点小猪存栏量环比持续增加，截至 11 月底，样本点小猪存栏 1977246 头，月度环比增加 1.39%，同比下降 9.79%。样本点中猪存栏量自 8 月起环比持续增加，截至 11 月底，样本点中猪存栏 1402070 头，环比增加 1.57%，同比下降 12.05%。能繁母猪数量在今年 5 月开始触底反弹，之后几个月处于连续增长状态，产能决定产量，预计生猪存栏结构中的小中猪都会继续增长，预计在 2023 年产能兑现。

图 3-7：小猪存栏量 (单位：头)

图 3-8：中猪存栏量 (单位：头)



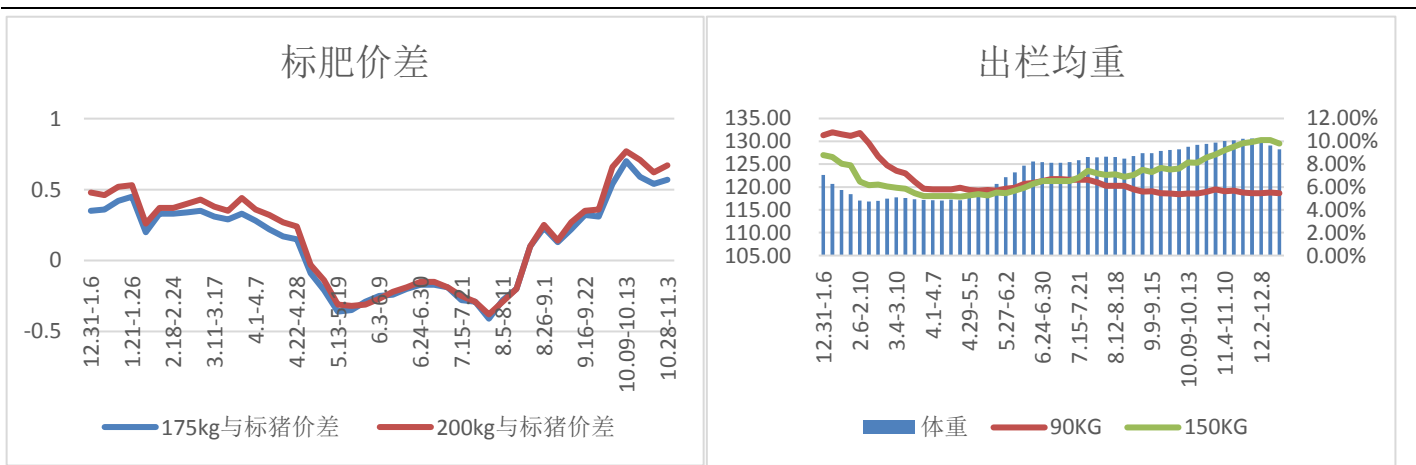
资料来源:涌益咨询、中期研究院

### (三) 出栏体重——年内压栏二育增多，出栏均重整体上升

2022 在春节之后猪价持续低迷，产业对后市悲观，调整出栏节奏提前出栏，体重迅速下降，最低时出栏均重不到 117 公斤，产能过度去化，屠宰量提前透支。在 4 月份猪价触底回升之后，随着行业利润扭亏为盈，生猪出栏均重也开始增长，尤其 7、8 月体重反季节性增加，表明市场缺猪得到了普遍共识，产业开始压栏惜售和二次育肥，在 11 月底出栏均重一度突破 130 公斤，较 4 月低点增长超 11%。在 10 月中下旬生猪价格开始掉头向下，但是出栏均重依旧增长，产业依旧有正的盈利，每头猪增重一公斤就会多一公斤收益，短期内出栏均难有太大下降，终端猪肉供给压力仍不小。预计在春节后进入传统消费淡季，而出栏量逐步增加，养殖利润收缩，出栏均重预计下降，2023 年出栏均重情况应整体较今年小，节奏上跟随季节性调整体重大小。

图 3-9: 标肥价差 (单位: 元/斤)

图 3-10: 生猪出栏均重 (单位: 公斤)



资料来源:涌益咨询、中期研究院



#### （四）进口及冻品——进口持续下降，冻品容量降低

2022年由于我国生猪存栏量已经恢复，因此进口量不高，海关总署数据显示月度进口量基本在13-15万吨左右波动，处于历史偏低水平。11月份我国猪肉进口量18万吨，环比增长12.5%，同比下降11.1%。1-11月猪肉进口156万吨，同比下降56.0%。2023年预计随着国内产能的进一步恢复，进口需求难有明显增量，猪肉进口压力偏低，全年预计进口量和今年相近，在180吨左右。

表 3-2：1-11 月弄畜产品进口情况

2022年1-11月主要农畜产品进口情况															
商品名称	单位	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	11月同比%	1至11月累计	累计同比%
肉类(包括杂碎)	万吨	57	51	59	59	59	60	64	66	65	63	67	-1.6	670	-23.2
牛肉及牛杂碎	万吨	15	16	21	20	22	23	27	28	25	26	25	38	249	15.5
牛肉	万吨	15	16	20	19	22	23	27	27	25	25	25	39	245	15.1
猪肉及猪杂碎	万吨	24	21	23	23	22	22	21	23	25	24	28	-11.3	256	-46
猪肉	万吨	15	13	14	14	13	12	12	14	15	16	18	-11.1	156	-56
羊肉	吨	38102	27086	36110	31989	31522	24304	28136	26636	29405	25200	30697	15	329127	-13.6
禽肉	吨	53992	46887	51939	56823	53447	54402	54081	46259	42582	37869	37680	-41.7	535960	-16.4
乳品	万吨	48	26	27	26	27	24	25	26	25	23	26	-15.9	302	-17.9
奶粉	万吨	30	12	10	10	10	8	9	9	8	7	8	-30.2	121	-16.9
粮食	万吨	1570	932	1200	1360	1591	1326	1230	1115	1152	759	1084	-16.6	13317	-11.8
薯类	吨	-	-	25	25	28	156	76	48	-	24	-	-	382	1265
谷物及谷物粉	万吨	668	413	540	520	592	480	422	376	373	319	316	-22.9	5019	-17.4
小麦	万吨	151	68	87	70	67	52	78	53	57	124	101	35.4	888	0.6
大麦	万吨	69	48	55	80	80	44	4	25	36	34	53	-65.2	528	-53.9
玉米	万吨	275	193	241	221	208	221	154	180	153	55	74	-5.8	1975	-26.9
稻谷及大米	万吨	58	55	52	60	66	66	50	48	49	40	33	-33	578	31.8
高粱	万吨	113	46	100	82	167	93	132	67	92	61	50	-5.7	1004	15.2
豆类	万吨	901	518	660	841	999	846	808	739	778	440	767	-13.6	8297	-8
大豆	万吨	885	509	635	808	967	825	788	717	772	414	735	-14.2	8053	-8.1

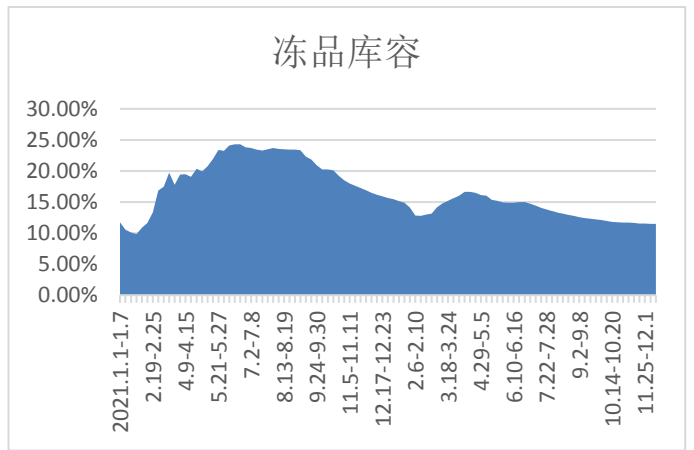
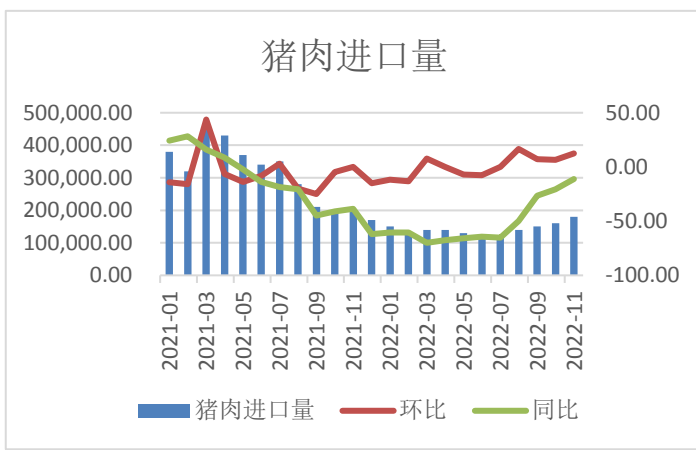
资料来源:海关总署、中期研究院

冻品库容方面，由于今年生猪价格上涨速度过快，进口猪肉量不多，冻品建库成本增加，导致冻品入库量不大，冻品库容持续下降。2022年二季度以来，生猪价格的快速上涨抬高了冻品建库的成本，目前冻品库容率整体偏低，且逐渐下降。2023年预计进口

量依旧不大，猪价如不跌破 14 元/公斤难有很大的冻品入库意愿，冻品库容量不会有太大增长。

图 3-11：进口猪肉量（单位：吨）

图 3-12：冻品库容（单位：吨百分比）



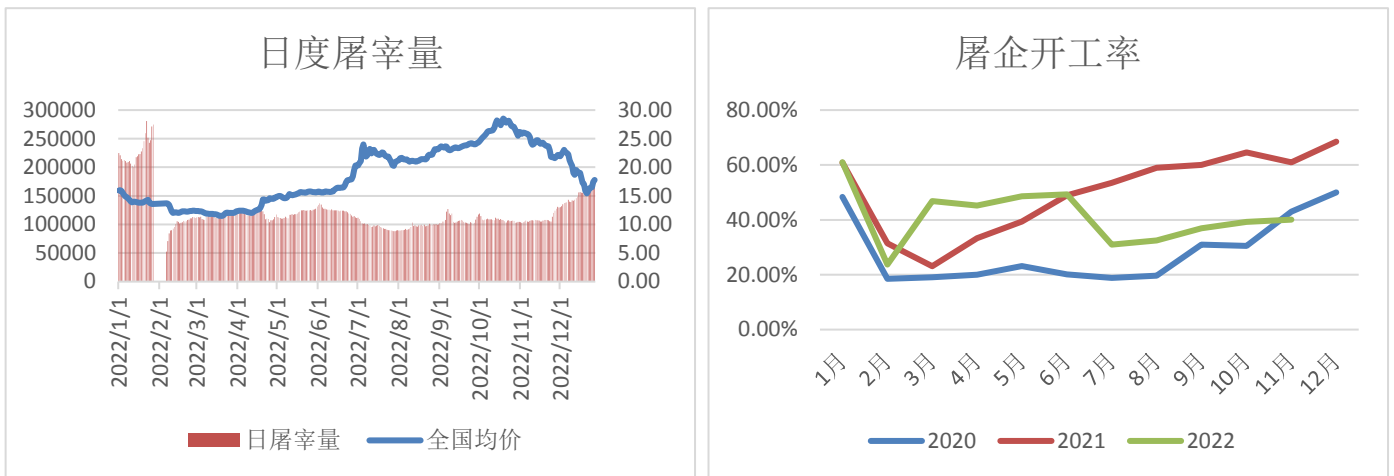
资料来源：同花顺、涌益咨询、中期研究院

## （五）屠宰量——供应、疫情等多重影响，宰量整体降低

屠宰量属于双面指标，即可以反映供给也可以反映需求，在淡季看供应，旺季时看需求。今年第一季度屠宰量整体增长，主要由于产业调整出栏节奏集中出栏，4 月屠量开始下降，支撑价格上涨。由于去年集团场在八九月集中产能去化，对应今年六七月产量缺口，因此在 6 月宰量开始大幅下滑，对应价格增长迅猛。8 月开始的大量压栏和二次育肥截流部分供应的标猪，导致宰量继续偏低，同时屠宰均重增加，对应实际供应增长，此时由于养殖端挺价猪价依旧不减。10 月中下旬，由于疫情、温度、消费能力等多因素的影响，万众期待的需求旺季并未如期而至，加上供应的释放，市场上供给出现挤压，宰量在需求不振作用下偏低，带动价格向下。

现阶段在需求低迷影响下，高价抑制消费屠企利润差导致收猪积极性不高造成宰量低，自下游而上的负反馈导致屠宰量难有大的提升。2023 年疫情影响逐渐消退，经济有望恢复，需求有所回暖，而产能逐渐释放，预计屠企屠宰量有所提升。

图3-9：日度屠宰量和均价（单位：头，元/千克） 图3-10：屠企开工率（单位：百分比）



资料来源：涌益咨询、中期研究院

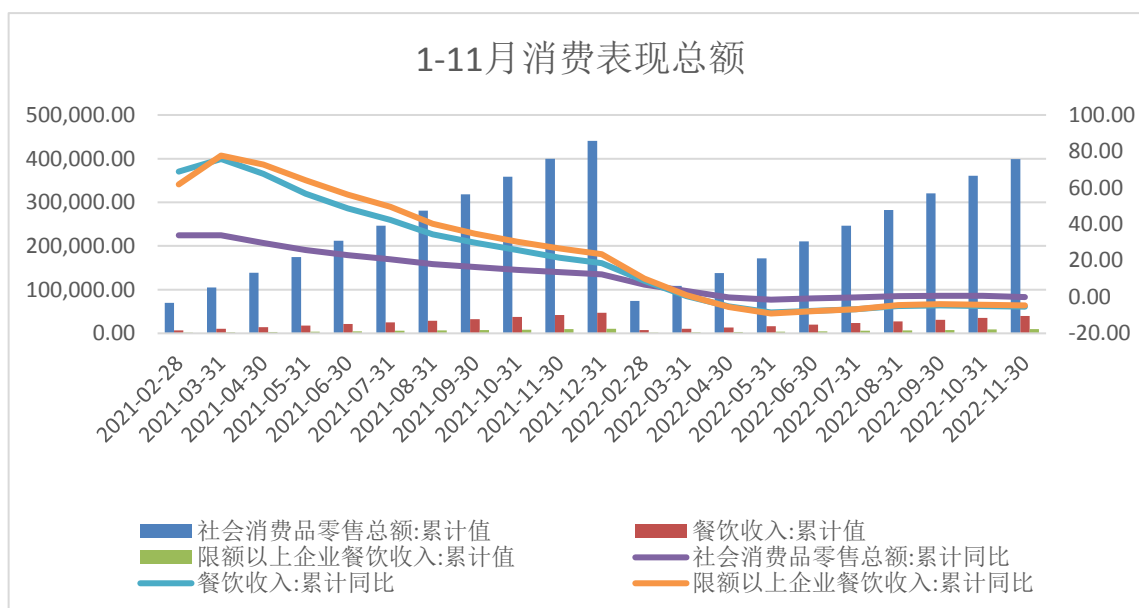
## （六）需求——经济和疫情影响消费，旺季需求不佳

生猪消费具有明显季节性特征，其中中秋国庆行情和冬季腌腊行情属于旺季，而春节后和国庆后阶段属于淡季，夏季高温属于供需两弱。而今年由于猪价高、疫情影响集中消费、经济承压等因素影响，全年消费情况都不乐观。特别是第四季度的腌腊行情，受到疫情封控和天气偏暖不适宜腌腊等影响，腌腊行情迟迟无法开始，虽然12月疫情开始全面放开，但受制于经济压力和健康风险，今年腌腊行情基本判定铩羽而归，没有出现消费旺季。

根据统计局数据显示，截至11月全国社会消费品零售项下餐饮收入累计值为399190.2亿元，较上年同期下降0.1%，其中11月单月较上年同期下降5.9%；10月餐饮收入4435.3亿元，当月同比下降8.4%，其中限额以上单位餐饮收入为889.00亿元，当月同比下降7.5%；1-11月，累计餐饮收入39783.7亿元，累计同比下降5.4%，其中限额以上单位1-11月累计餐饮收入为9745亿元，累计同比下降4.6%。社会经济整体

下行，在猪价高位之下，消费端消费意愿不高，通过监测毛白价差可看出，肉价涨幅远低于猪价涨幅，说明终端对于高价抵触较强。

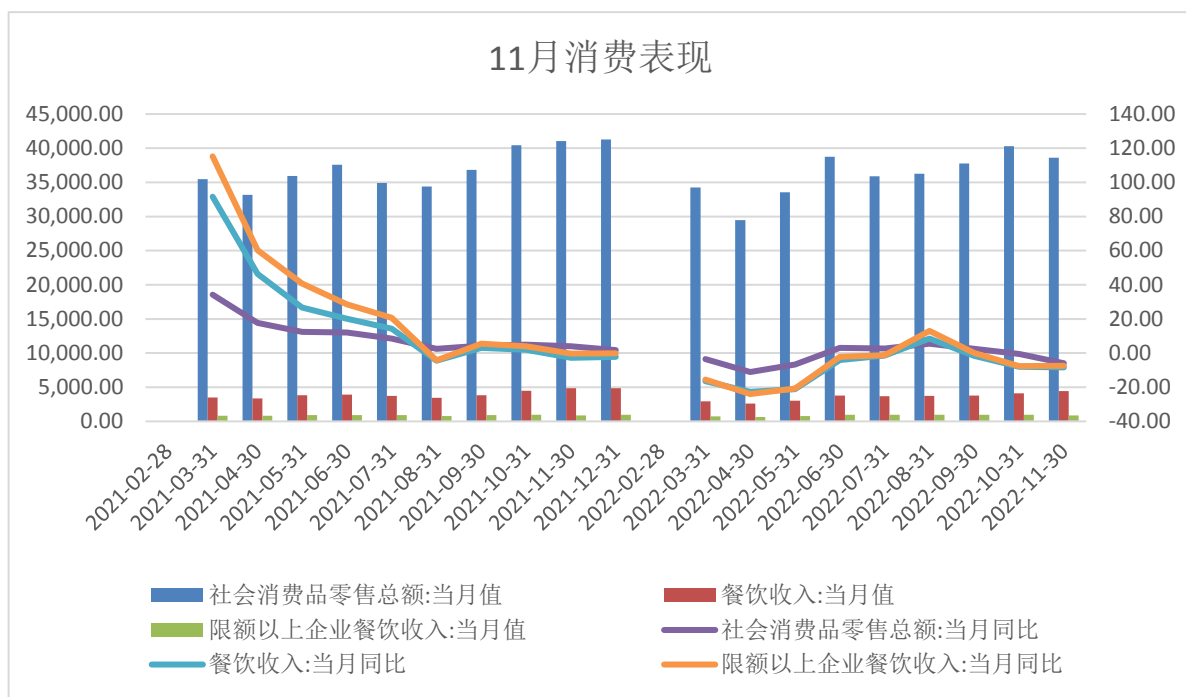
图3-11：1-11月消费表现总额 （单位：亿元，百分比）



资料来源:统计局、中期研究院

对于2023年，随着疫情防控逐渐放开，发展经济继续成为社会主基调，对于消费回暖预期较强，但考虑到病毒传染性仍较强，症状虽不致命但也会在一段时间内影响正常工作生活，人们对于防疫仍不会过度放松，餐饮行业的恢复仍需要一段时间。而在全球经济下行压力之下，我国的消费能力恢复仍需一段时间。预计猪肉消费仍面临较大压力，但季节性旺季预计会有明显消费提振。

图3-12: 11月消费表现 (单位: 亿元, 百分比)



资料来源:统计局、中期研究院

### (七) 成本和利润——饲料成本增加，头均利润较好

2022年的成本整体得到提升，支撑猪价上行，自繁自养平均成本线升至17-18元/公斤，较去年底成本增加约12%；外购仔猪成本约为18-19元/公斤，较去年底成本增加约20%。养殖成本属于一把双刃剑，一方面养殖成本提升会挤压利润空间，但同时也会给猪价带来成本支撑。从长期来看，产业产能变动主要看养殖利润，以成本为临界，当跌破成本养殖利润为负时，行业将进行产能去化，亏损持续越久产能去化程度越大。

2022年第一季度，猪价处于低迷状态，养殖端均亏损，自繁自养头均亏损最多超400元，外购育肥最多也接近200元每头，生猪产能持续去化。4月猪价开始上涨，亏损情况得到改善，5月开始逐渐扭亏为盈，经测算二季度自繁自养养殖头均盈利50元，

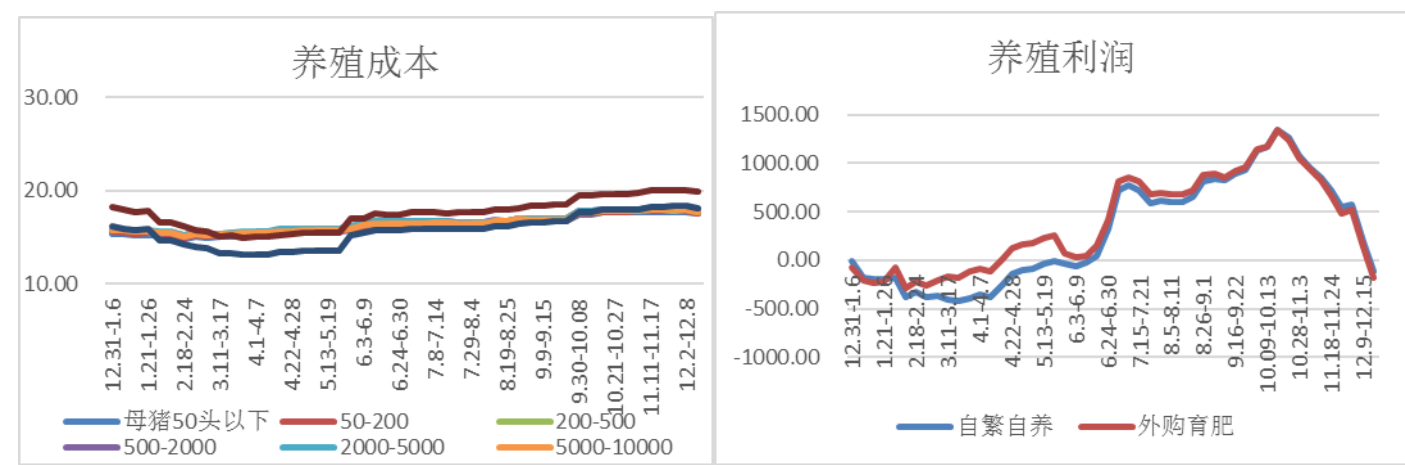


三季度头均利润已经超 900 元，随着行业盈利丰厚，产能也开始扩张。虽然近期在猪价持续下跌，但头均利润仍然为正，短期内暂无明显的去产能驱动。

综上，虽然今年养殖成本抬升，但鉴于头均利润丰厚，养殖端对后世仍较为看好，短期难以见到大量去产能现象。

图3-13：养殖成本（单位：元/公斤）

图3-14：养殖利润（单位：元/头）



资料来源：涌益咨询、中期研究院

## （八）政策——政策调控频繁，影响价格走向

今年政策对猪价的调控较为频繁，上半年多次收储支撑猪价，据统计发改委从 3 月开始到 6 月一共放储 12 次，总计划收储 398000 吨，实际成交 99860 吨。而在 6 月之后，由于猪价上涨点燃了看涨情绪，市场上出现了盲目压栏、哄抬物价等非理性行为，引起发改委等相关部门高度关注，发改委为保供稳价引导养殖端合理安排出栏，多次约谈相关头部企业并公开发表看法，同时进行抛储等措施引导市场。虽然抛储的绝对量并不大，但是纵观历次抛储，一段时间内连续多次的抛储行为能够阶段性缓和供需矛盾，对过快上涨的猪价形成高位压制效果。截至目前，今年已进行了七次中央储备冻猪肉投放，随着猪价快速下滑，目前猪粮比已经跌出 9:1 的三级预警红线。



由十四五规划所提出的“健全生猪产业平稳有序发展长效机制，防止生产大起大落”来看，作为一个事关民生的大品种，维持猪价稳定运行依旧是重中之重，因此除了基本面本身的变化，政策影响也是要考虑的关键因素之一。

图3-3：2022收储情况汇总

时间	收储前猪粮比	计划量	成交量	成交均价	收储前猪价	收储一周后猪价
2022/3/3	4.33	19400	19400	19135	12.36	12.36
2022/3/4	4.33	20600	20600	20223	12.12	12.12
2022/3/10	4.21	38000	22000	21870	12.36	11.82
2022/4/2	4.2	11800	11800	19464	13.39	12.29
2022/4/3	4.22	28200	8460	21000	13.9	12.24
2022/4/14	4.35	40000	2700	21800	14.5	14.23
2022/4/22	4.48	40000	0	---	14.22	14.81
2022/4/29	4.86	40000	1800	22910	14.81	14.66
2022/5/13	5.24	40000	4500	24090	15.32	15.74
2022/5/20	5.4	40000	300	24380	15.74	15.88
2022/5/26	5.48	5000	5000	23720	15.86	15.91
2022/5/27	5.48	35000	2400	24710	15.84	15.89
2022/6/2	5.51	40000	900	24950	15.89	15.9

资料来源：公开资料整理、中期研究院

#### 四、总结和策略：大涨大跌难实现，关注市场价格偏离机会

2022年作为新一轮猪周期的开启之年，行业出现了许多新的变化，新周期也表现出许多和以往周期不同的特征。从生猪基本面上看，在狂热压栏和二次育肥热情退却之后，

生猪出栏供应逐渐趋于稳定，由能繁母猪和仔猪出生数推断 2023 年生猪出栏量趋于稳中有增长态势；需求方面，2023 年虽然有疫情防控逐渐放开预期，但是在疫情不稳定性和消费能力下滑的压力下，需求虽有好转预期但难有太大的突破。整体来看，供给虽有增加，但是由于本轮周期上行阶段养殖端都较谨慎，产能增长速度和幅度平缓，供应不会出现激增，而需求预计较今年有一定好转，整体供需预计呈现一种动态的相对平衡状态。

12 月-春节：在当前疫情影响下，多地企业、餐饮、商业等场所处于关停状态，预计春节前难有改善，预计猪价会处于持续下滑状态。前期压栏和二次育肥的大猪需要在春节前全部投放到市场上，供给的挤压使得价格雪上加霜。价格不排除会跌破 2022 年低点 12 元。屠宰端在价格持续跌破 14 元/公斤之后有可能会做一些冻品，但量不会很大。

春节后-3 月：养殖端预计会在把出栏计划提前至春节前，加上多对应的的产能还处于去化阶段，因此预计供应方面不会有太大压力。但同时，春节后处于需求淡季，预计价格偏弱整理。价格预计在成本线附近波动。

3 月-中秋前后：根据产能推断，3 月之后生猪供给将出现增长，但增量有限，加上随着天气转暖疫情有所好转，需求有望回暖，预计中秋之前生猪价格不会出现大幅下跌，在节假日期间由于餐饮堂食的恢复，会有一定节假日提振。

中秋之后-11 月：下半年随着生猪出栏供应的增加，中秋之后又逢传统淡季，价格预计会出现一段时间低谷，但预计不会出现的是价格大底。

11 月-春节前：由于 2022 年腌腊灌肠没有正常开启，2023 年不排除会出现报复性消费，大猪需求增加，2023 年腌腊行情有可能会把价格推向一个新的高度。

期货方面，考虑到 2023 年供需有望出现偏稳平衡，大涨大跌的趋势性大行情未必会出现，期货也许不会出现一个方向的大行情，更多以震荡为主，操作上尽量少做估值多关注预期差带来的机会，随时调整交易节奏，做好风控。

近期生猪盘面整体悲观，重点关注 03 和 05 合约带来的被错杀之后的反弹机会；07、09、11 中远期合约重点关注几条成本线，套保可逢高建仓。2023 年价格预计在高点在 22000，低点 15000，合约季节性特征明显，震荡行情多于大趋势。

风险因素：疫病、消费恢复情况、政策变动。

# 鸡蛋：不见昨夜雨湿处，聊以新颜待今朝

## 内容摘要：

2022 年鸡蛋现货全年价格偏高，价格驱动因素由以往的供需为主，转变成疫情和成本影响为主，上半年价格整体弱于下半年。鸡蛋期货大体分为四个阶段，第一季度下上涨主要交易对于存栏恢复的过度预期和现货的强需求，第二阶段下跌主要交易旺季不旺预期，第三阶段上涨主要交易季节旺季和替代效应，第四阶段下跌主要交易消费低迷。

基本面方面，由于饲料原料成本增加，养殖成本抬升较多，支撑蛋价。蛋鸡存栏上半年增加下半年减少，但整体来看存栏量处于较低水平。补栏情况前期不佳后期有所改善，淘汰量偏低日龄偏大，整体补淘处于平衡偏减少状态。需求方面，整体消费环境不好拖累需求，但疫情囤货对于蛋价扰动较多，消费仍表现一定的季节性，但疫情还是改变了一些时间段的需求节奏。

2023 年预计新增开产增加，但消费方面的不确定性也较高，动物蛋白的替代作用降低。饲料原料价格有望下降，养殖成本有所减少。期货操作方面以波段交易为主，把握季节性机会。

## 一、鸡蛋期现市场回顾

### （一）现货市场——疫情、成本支撑价格高位运转

2022 年的鸡蛋市场用一句话总结：价格高位，成本抬升，疫情影响。回顾全年，鸡

蛋仍旧表现出较强的季节性变动，同时由于存栏低、成本高、疫情扰动等因素支撑价格高位运转，价格达到近些年同期高位。具体看来，蛋价分为以下几个阶段：

第一段，1月-3月初，这一阶段位于春节前后，由于疫情形势仍然较紧张，多地呼吁就地过年，春节消费受到影响表现不佳，节后消费继续疲软，蛋价走跌，价格出现年内低点，产区最低价到达3.5元/斤成本价附近。

第二段，3月-5月，上海、北京等地受到疫情影响，多地封城、居家，囤货需求增加，使得这一阶段价格回暖。加上俄乌冲突加剧，全球粮食危机，饲料原料成本抬升，支撑价格走高，产区最高到达5.5元/斤。

第三段，5月中下旬-6月，随着几大城市陆续解封恢复正常，市民被动的囤货需求减少，而同时餐饮业恢复情况不容乐观，需求表现不佳，蛋价开始下跌，低点跌破4元/斤。

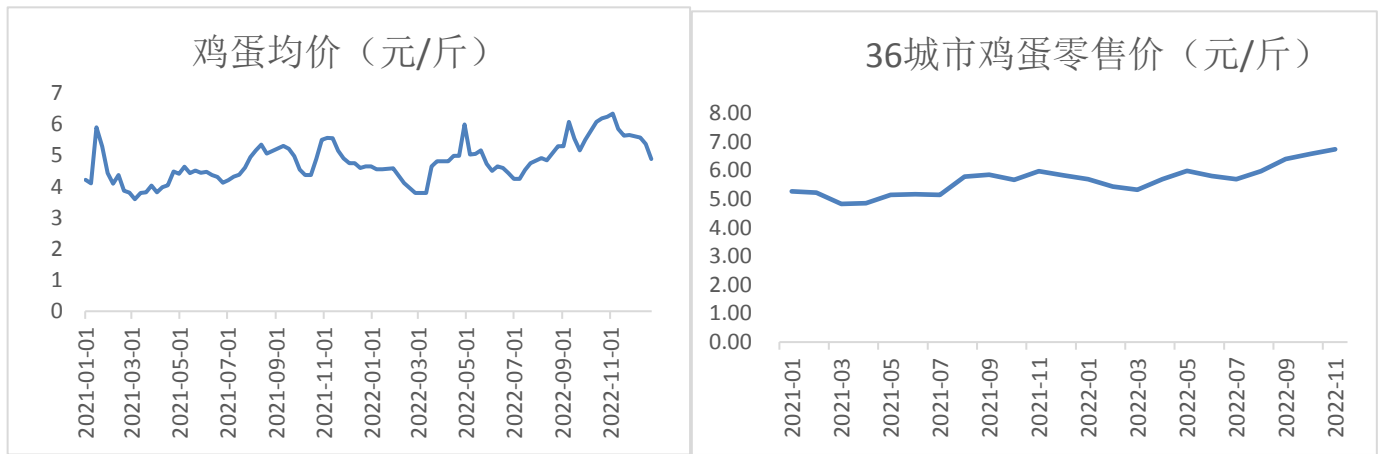
第四段，7月-9月初，随着在产蛋鸡存栏量的下降供给发生减少，而需求端受到中秋国庆等节日的提振，蛋价开启季节性上涨，在成本的支撑下，蛋价达到近年新高，产区最高价到达5.8元/斤。

第五段，9月中旬-11月中旬，节日备货之后，蛋价在经过短暂回调后继续上涨，由于猪肉等其他动物蛋白高位运行，受替代消费增长效应影响鸡蛋需求增加，蛋价保持强势，产区价格一度突破6元/斤。

第六段：11月中旬至今，由于蛋价高位，而在产蛋鸡缩减，临近年底行情预期向好，养殖端采取延淘手段增加供给，需求端暂无大量备货，鸡蛋承压回调，目前产区均价在5元附近徘徊。

图 1-1：鸡蛋现货均价（单位：元/斤）

图 1-2：鸡蛋期货走势（单位：元/斤）



资料来源：同花顺，中期研究院

## (二) 期货市场——交易逻辑清晰

相比现货的波动，期货走势每一阶段走势都围绕一个逻辑，趋势更加顺畅。

第一段，1月-5月，这一阶段主要交易对于存栏恢复的过度预期和现货的强需求。由于去年盘面过度交易在产蛋鸡存栏的扩张，导致期货贴水现货过多，在囤货需求和成本支撑影响下，期现同步上涨。

第二段，6月-8月中旬，随着多地疫情逐渐解封，主力合约换到09合约，盘面开始交易旺季不旺，这一阶段期现走势出现背离，09合约由最高点4976跌到最低点3957，落差逾千点。其他非主力合约也跟随下跌。

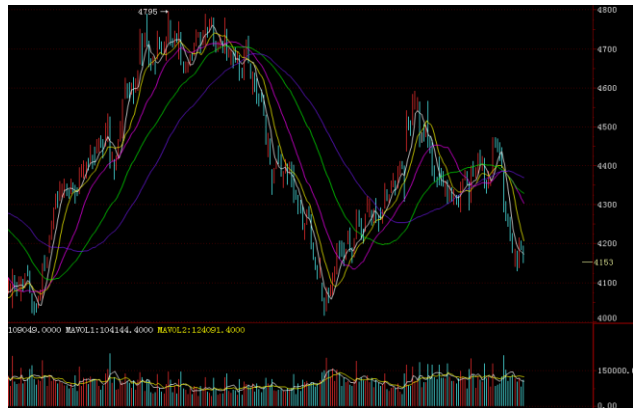
第三段，8月中旬-10月中旬，猪肉等蛋白价格走高，鸡蛋价格再次高涨，盘面预期转好，尤其是近月的几个合约都走出年内最大涨幅。

第四段，10月中旬至今，随着猪价的下跌，消费低迷，期现再次震荡下行。主力01合约由于今年春节早，节后交割合约性质导致空头继续发力。

图 1-3：鸡蛋连续合约走势（单位：元/500 公斤）

图 1-4：鸡蛋期货走势（单位：元/500 公斤）





资料来源:同花顺、博易云、中期研究院

## 二、基本面分析

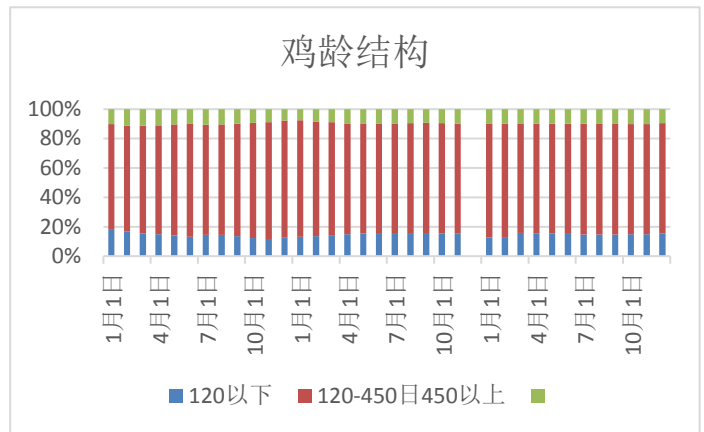
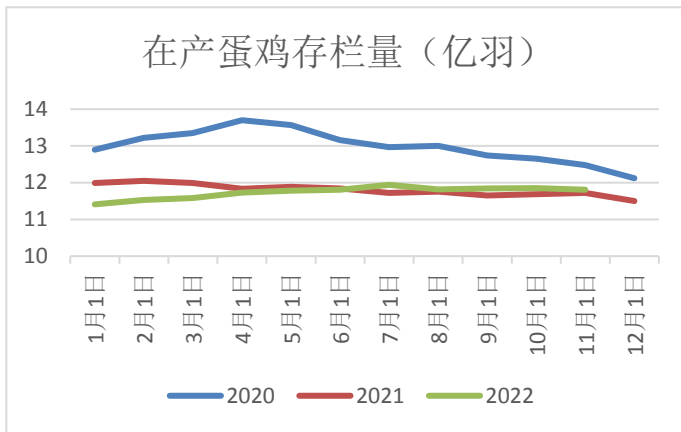
### (一) 在产蛋鸡存栏——存栏整体偏低，对价格影响减弱

在产蛋鸡存栏直接决定当前鸡蛋供应量，通常情况存栏量和鸡蛋价格水平呈反向关系。2022年蛋鸡存栏上半年增加下半年减少，但整体来看存栏量处于较低水平。根据卓创数据显示，我国1月-7月，在产蛋鸡存栏量呈低位缓慢增长趋势，7月峰值达到1.94亿只，略高于去年同期。在8月存栏量出现下降，9月-10月存栏量有小幅增加，但整体仍低于上半年存栏量。截至11月底，我国在产蛋鸡存栏11.81亿只，环比下降0.34%，同比下降5.37%。

今年鸡蛋行情的一大特点是，价格更多受到疫情消费和成本影响，存栏方面的影响不大明显。近两年产业都是蛋价偏高但利润一般，这就会导致养殖端没有明显的扩张或者收缩驱动，因此整体补栏情况难有很大的变化。2023年若是产业利润情况没有很大改变，预计存栏量还不会有很大变动。

图 2-1：在产蛋鸡存栏量（单位：亿羽）

图 2-2：鸡龄结构（单位：百分比）



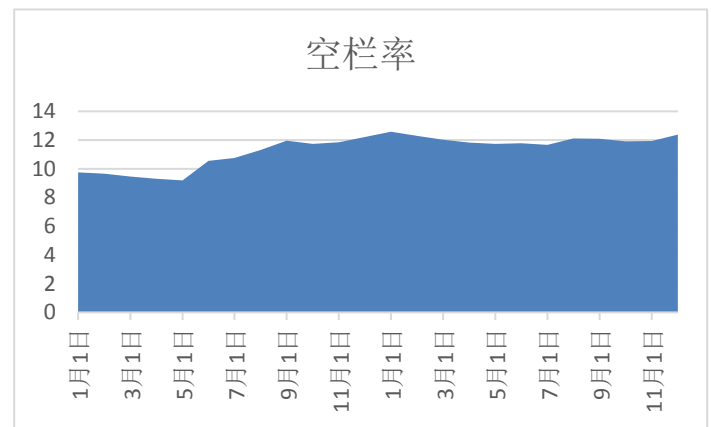
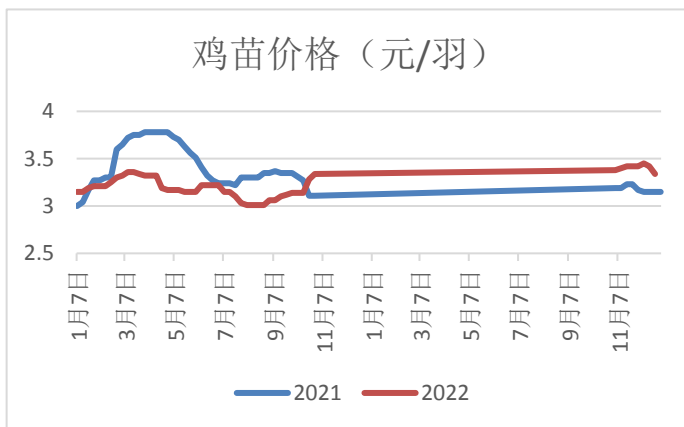
资料来源:卓创资讯、中期研究院

## (二) 鸡苗补栏——养殖利润尚可，补栏情绪好转

根据蛋鸡的生长规律，当前补栏的鸡苗直接影响 5 个月之后在产蛋鸡的存栏量。2022 年补栏情况整体不佳，根据卓创数据显示，1-11 月样本点累积补栏量共 8.5 亿羽，同比下降 3.41%，其中前三季度受到高饲料成本影响，补栏量整体偏低，第四季度随着蛋价上涨盈利情况改善，补栏积极性增加。

图 2-3: 蛋鸡苗均价 (单位: 元/羽)

图 2-4: 空栏率 (单位: 百分比)

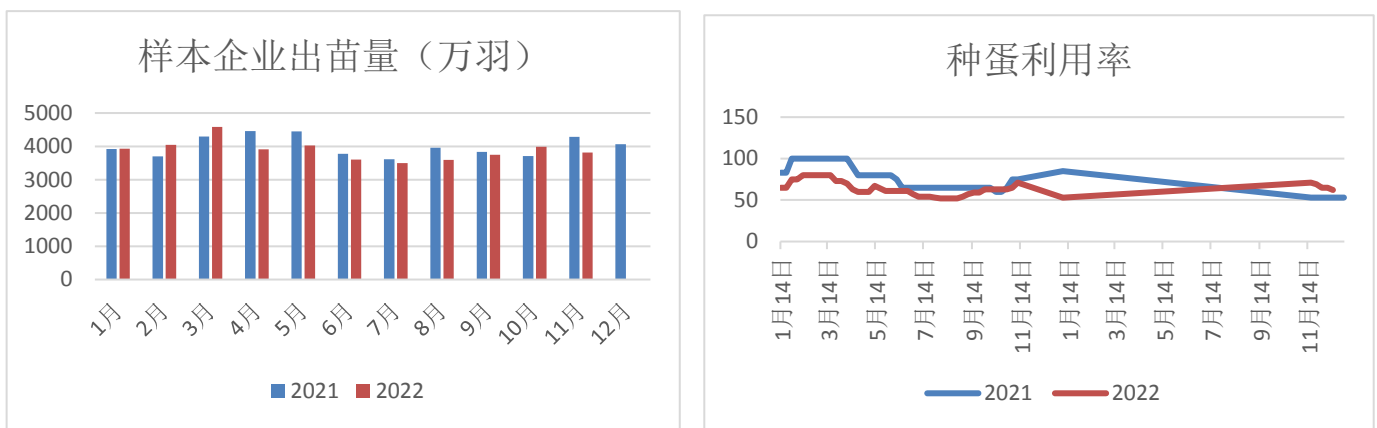


资料来源:卓创资讯、中期研究院

鸡苗价格方面，上半年鸡苗价格震荡下行，第三季度出现环比增长，但同比仍旧偏低，第四季度鸡苗价格同环比都出现明显增长。从鸡苗价格中可以看出，上半年补栏积极性不佳，下半年补栏情况转好。

根据补栏情况推算，在 2023 年一季度在产蛋鸡存栏会出现缓慢增加，后续是否新增开产需要看养殖利润情况。在今年存栏量下降和养殖利润尚可条件下，预计 2023 年春补要是会比较积极，那么可能会造成 2023 年下半年的供应压力。

图 2-5：样本企业蛋鸡苗量（单位：羽） 图 2-6：种蛋利用率（单位：百分比）



资料来源:卓创咨讯、中期研究院

### （三）淘汰鸡——老鸡淘汰量偏低，淘汰日龄偏大

在产蛋鸡存栏量变动主要受两个因素影响，新增开产和老鸡淘汰。正常情况下，蛋鸡会在 480-520 天淘汰，如果行情较好可能会选择延淘。2022 由于利润尚可，但是新上鸡成本偏高，养殖户多采取延淘手段增加供应量，整体老鸡淘汰量偏低，淘鸡日龄偏高。当前四季度新增开产量小于淘汰量，在产存栏有下降趋势，养殖端有继续延淘补充鸡蛋供给量。但目前这一批待淘老鸡日龄偏大，需要在春节前淘汰，总体看春节前产能仍有下降空间。

结合补栏情况来看，2023 年第一季度新开产增加，可淘老鸡在春节后所剩不多，预

计一季度在产蛋鸡存栏量呈现上涨趋势。第二季度的新开产蛋鸡对应当前阶段补栏量，理论上在产蛋鸡存栏还会继续增加。下半年补栏淘汰情况主要看上半年的利润情况，若利润还是较好，预计下半年存栏量难降。

图 2-7：老鸡淘汰日龄（单位：日）

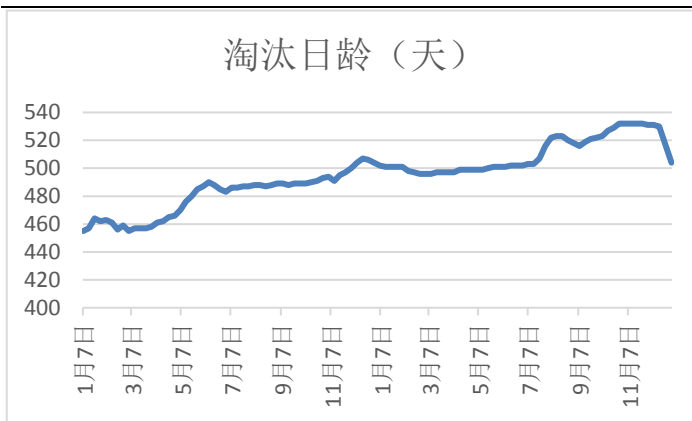
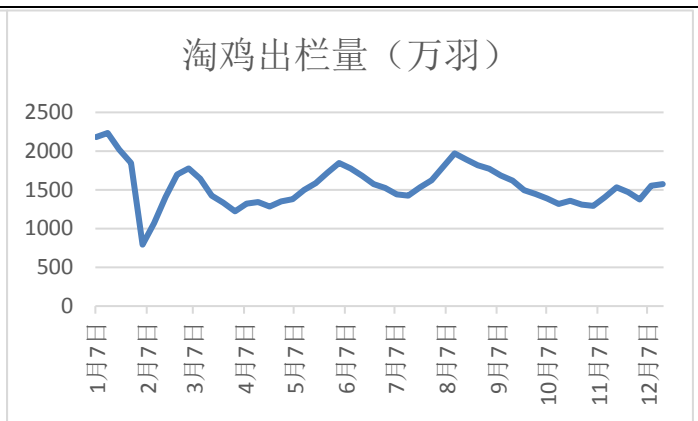


图 2-8：淘鸡出栏量（单位：万只）



资料来源:卓创咨讯、中期研究院

#### （四）需求端——经济下行消费不佳，疫情囤货扰动增多

2022 年的蛋价受到需求影响较大，作为一个无论是家庭消费、集体消费还有工业消费都刚性较强的食品而言，在今年疫情经常反复，封控囤货对于鸡蛋的需求影响远超以往，囤货会增加短期内的需求，但也会透支后期的一些需求。

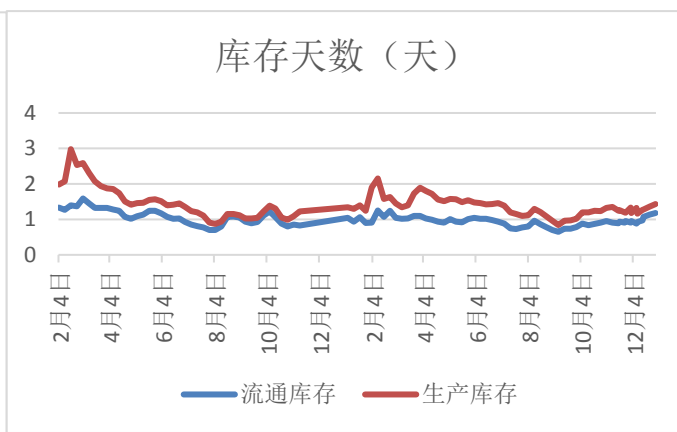
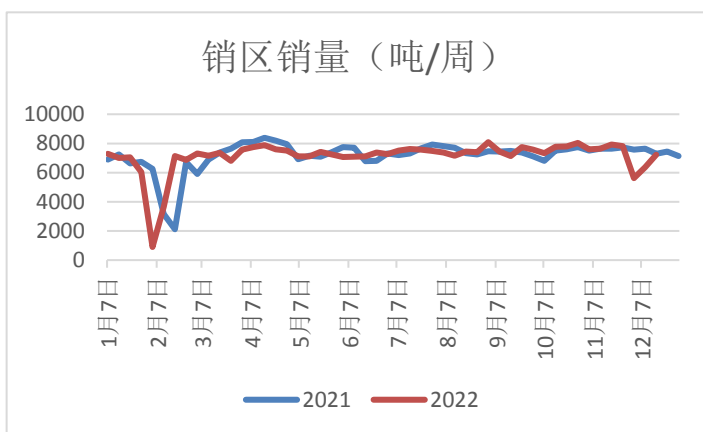
而今年受到疫情影响，今年整体的消费环境不太好，集中餐饮消费依旧欠佳，根据统计局数据显示，截至 11 月全国社会消费品零售项下餐饮收入累计值为 399190.2 亿元，较上年同期下降 0.1%，其中 11 月单月较上年同期下降 5.9%；10 月餐饮收入 4435.3 亿元，当月同比下降 8.4%，其中限额以上单位餐饮收入为 889.00 亿元，当月同比下降 7.5%；1-11 月，累计餐饮收入 39783.7 亿元，累计同比下降 5.4%，其中限额以上单位 1-11 月累计餐饮收入为 9745 亿元，累计同比下降 4.6%。家庭消费由于疫情囤货等原因

占比增加,也对蛋价影响程度加大,但这种囤货更多属于被动性消费,经济下行压力大,收入若是无法恢复,那么长期来看需求依旧不容乐观。

目前各地防疫政策正在优化,虽然冬季天气寒冷容易传播疫情,但是随着天气转暖和病毒进化毒性降低,预计明年生活生产将会逐渐恢复,鸡蛋作为一个既是生活必需品也是工业食品生产的必需品,需求刚性较强,预计在疫情扰动逐渐减少之后需求将会恢复正常节奏。

图 2-9: 销区鸡蛋周销量 (单位: 吨/周)

图 2-10: 库存天数 (单位: 天)



资料来源:卓创资讯、中期研究院

## (五) 季节性——季节性需求仍有, 但囤货打乱节奏

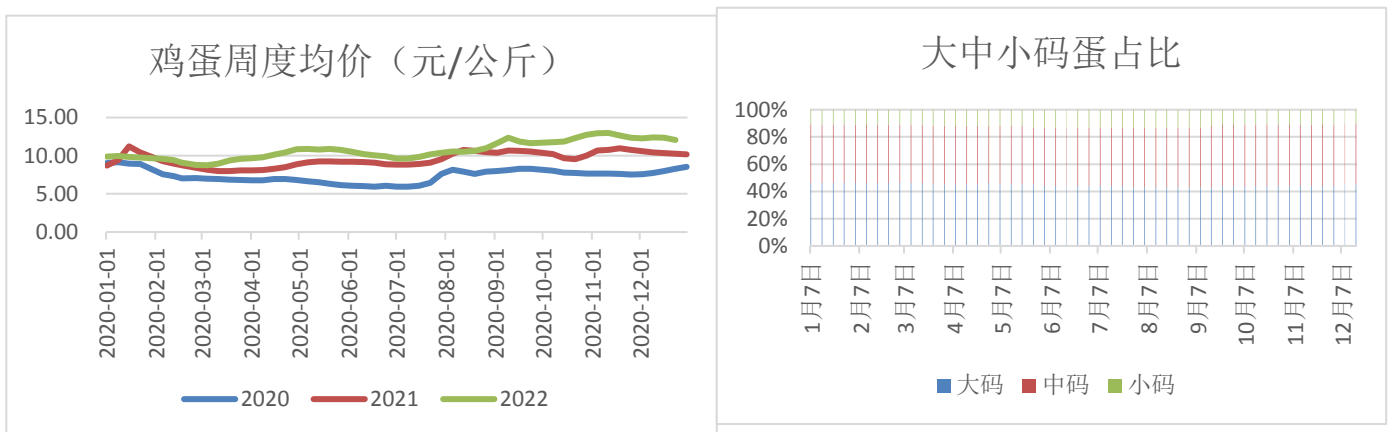
鸡蛋属于一个季节性表现非常明显的品种,通常春节过后蛋价进入淡季;在五一小长假附近会出现年内第一波小高峰;6、7、8月夏季属于供需两弱;8月底-9月属于年内高峰,学生开学,双节备货带动消费;十一小长假过后蛋价出现回调;到了年底春节备货,蛋价又会来一波大行情。

2022 年蛋价整体也表现出了季节性特征，但同时受到疫情和成本扰动也出现了一些偏离：在年后受俄乌冲突导致的成本抬升影响蛋价出现反季节上涨，而在 5-6 月份由于几大城市解封造成需求断档价格出现了较大跌幅，而年底受到猪价下行和疫情双重影响价格承压，不涨反降。

按照季节性特征，预计 2023 春节过后还会出现蛋价下行行情，随着疫情影响逐渐不再是主旋律，季节性特征还会恢复正常，五一、中秋、春节行情还是会有明显增长。

图2-11：鸡蛋周度均价（单位：元/公斤）

图2-12：大中小码蛋占比（单位：百分比）



资料来源:同花顺、卓创咨讯、中期研究院

## （六）养殖利润——饲料成本抬升，盈利情况尚可

在行业存栏量偏低情况下，成本对价格的支撑较强。2022 年成本在价格上涨中扮演了重要的角色，而且在淡季也拖住了价格不会过度下跌。受到饲料原料豆粕玉米价格高涨的影响，2022 年成本一直较高，截至 12 月 14 日，蛋鸡配合饲料平均 3.80 元/公斤，较去年同期增长 11.80%；蛋鸡养殖综合成本 4.2-4.5 元，较去年同期增长。

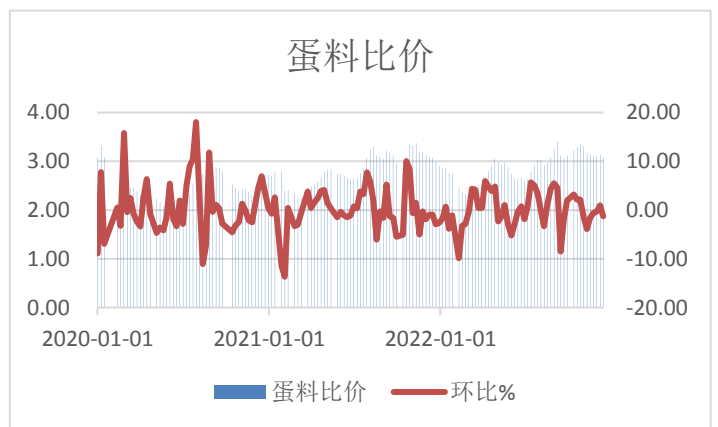
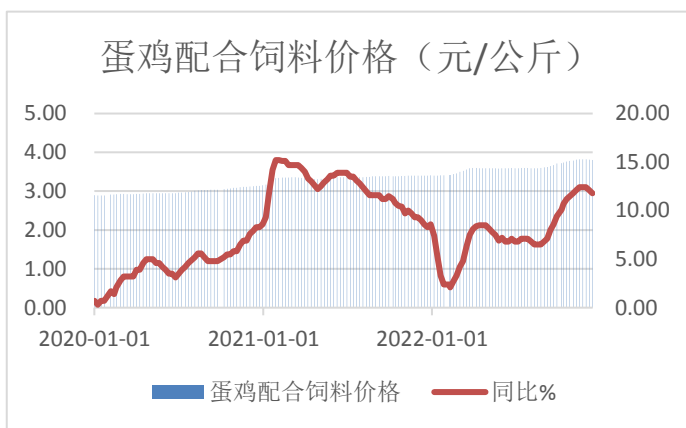


虽然今年蛋价较好，但由于成本也高，养殖端并非持续盈利的，2022年第一季度基本处于亏损状态，随着4月蛋价涨幅超过成本涨幅利润开始转正，截至12月15日当周，鸡蛋盈利平均1.29元/斤，较去年同期增长0.13元/斤，较年初低点增长1.44元/斤。

综合来看，明年饲料成本有望出现下降，成本对蛋价的影响程度会减弱；随着产能的增长，2023年利润预计会出现一定收缩。

图2-13：蛋鸡配合饲料价格（单位：元/公斤）

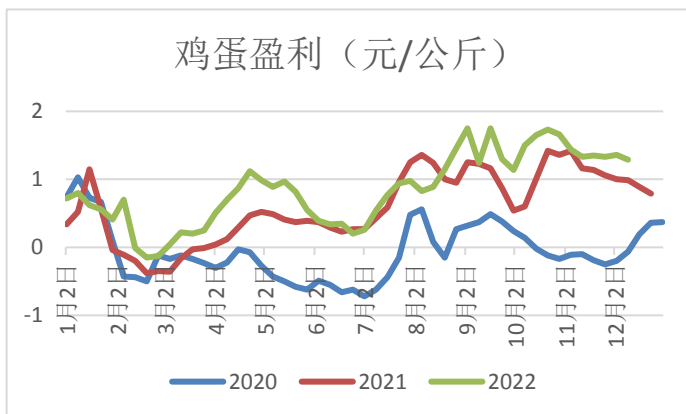
图2-14：蛋料比



资料来源：同花顺、中期研究院

图2-15：鸡蛋盈利（单位：元/公斤）

图2-16：蛋鸡养殖预期盈利（单位：元/只）



资料来源：卓创咨讯、同花顺、中期研究院

## （七）替代品——动物蛋白高价，替代效应增强

作为居民日常的蛋白消费，鸡蛋和猪肉、鸡肉等产品有替代关系。2022年4月以来猪价开启了上行周期，其他动物蛋白也居高不下，鸡蛋虽然也有上涨，但相对其他肉类涨幅仍然属于经济实惠的，因此替代作用下对鸡蛋消费的拉动较明显。同时，2022年的蔬菜价格也由于疫情等原因价格较高，也带动了鸡蛋的消费。

2023年随着生猪和肉鸡产能的恢复，动物蛋白价格有望向下走，对于鸡蛋的替代消费预计减弱。

图2-17：肉类价格变化（单位：元/公斤）

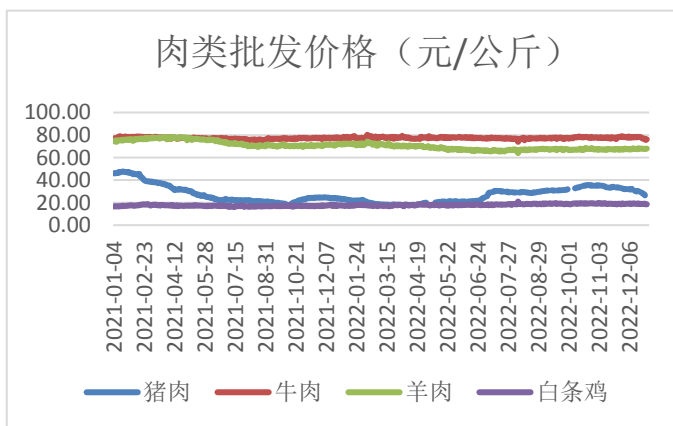
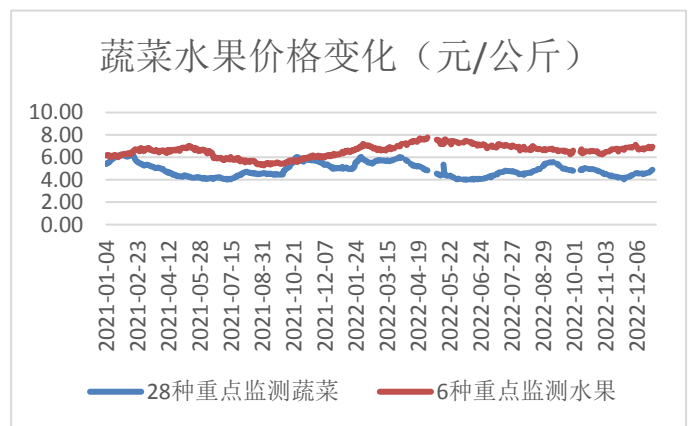


图2-18：果蔬类价格变化（单位：元/公斤）



资料来源：同花顺、中期研究院

## 三、总结与策略——供需关系重回重心，操作波段交易为主

2022年的鸡蛋全年维持较高价位，并在多个时间段达到历年同期高点。供给方面，补栏情况有所增长，存栏情况有所下降，整体存栏补栏维持平稳，供给端对蛋价影响减弱。需求方面，消费低迷导致节日提振效果不明显，但疫情封控囤货的需求对蛋价的影响较显著。整体而言，2022年行情的主要驱动是疫情导致的备货需求和成本的抬升。

2023 年预计新增开产增加，在产存栏量在二季度开始会呈现增加态势。但消费方面的不确定性也较高，加上替代品动物蛋白价格下跌，鸡蛋消费没有很大的提振因素。但是随着疫情的放开，鸡蛋的节日需求效应还是会较明显。成本方面，考虑到大豆玉米的播种情况，预计明年蛋鸡养殖成本将降低。整体而言，预计 2023 年价格讲较今年有所下滑。

期货操作方面，考虑供需方面的相对平稳，明年预计鸡蛋暂无趋势性大行情的机会，交易还是以波段交易为主，把握季节性机会。

风险因素：消费恢复、禽类疫情

## 分析师承诺

本人（或研究团队）以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人（或研究团队）的研究观点。本人（或研究团队）严格遵守《中国国际期货股份有限公司廉洁从业规定》不存在利用期货交易咨询从事或变相从事期货委托理财活动，本人（或研究团队）不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

客户不应视本报告为作出交易决策的唯一因素。本报告中所指的观点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）向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

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交易建议。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交易决定或就本报告要求任何解释前向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

## 联系我们

### 境内分支机构

总部：北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层

分支机构：北京 上海 广州 深圳 大连 郑州 沈阳 青岛 济南 武汉 武昌 苏州  
南京 宁波 杭州 佛山 清远 江门 汕头 厦门 南昌 成都 昆明 新疆乌鲁木齐 南宁

客服热线 95162  
官方网站 www.cifco.net

### 风险子公司

#### 中期国际风险管理有限公司

北京市朝阳区建国门外光华路 14 号 1 幢 1008A 号

客服热线 010-65807861

### 境外子公司

#### 中国国际期货(香港)有限公司 | 中国中期证券有限公司

香港铜锣湾告士打道 255-257 号信和广场 29 楼 2903 室

客服热线 (852)25739868  
4001 200 939  
官方网站 hk.cifco.net



全国  
客服热线 95162  
官方网站 WWW.CIFCO.NET