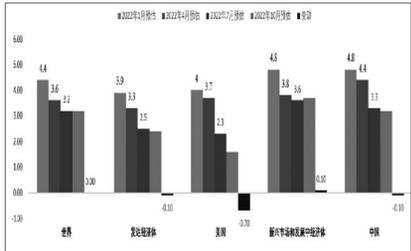


2022:康波萧条开启,历史再次轮回

时来天地皆同力,运去英雄不自由。
复盘本轮大宗商品牛市行情,可谓是近40年来之最,仅仅用当前的宏观因素或者是从基本面的角度上去理解,总是难以说清道明。同时,新冠以来的经济和生活,发生了许多在疫情前难以想象的变化。而这种变化,也是我们难以完全描述和确切解释的。但是,我们发现,从可观测的数据上来看,当下的很多经济指标的表现竟然与50年前的1973年颇为相似。而1973年恰恰是50年前新一轮康波萧条的开启。因此我们尝试从更加长期的视角思考周期的力量。

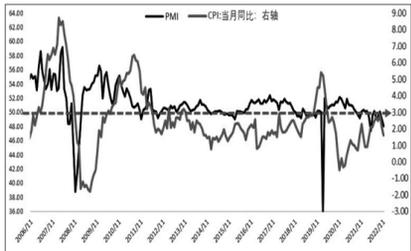
如果说,我们正在经历新一轮康波的萧条,历史再次轮回,很多难以理解的问题也就豁然开朗了。2023年,我们将在康波萧条中遭遇经济衰退。

2022年全球经济呈现出典型的低增长、高通胀的滞胀特征,并在疫情、通胀、加息和冲突的四重奏中,徘徊在滞胀和衰退之间。后疫情时代,各国的防疫措施不断松懈,各项刺激政策也陆续退潮;俄乌冲突的爆发加剧了全球通胀,更是给欧洲经济带来了能源、财政和经济等一系列难题,新兴经济体则面临着融资环境收紧、美元回流、粮价飞涨等多重打击,不少国家出现人道主义危机。IMF等国际权威机构不断下调2022年全球经济和世界贸易增速,通胀拐点虽现,但仍居于高位,依旧是主导发达经济体宏观决策的主要宏观因子。



图为IMF进一步下调全球经济增速预估(单位:%)

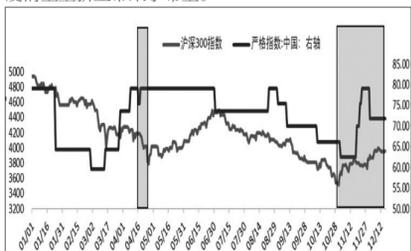
发达国家为了应对通胀,相继开启加息缩表,力度和速度都是历史空前。2022年以来,美联储累计加息7次,共计425bp,联邦基金目标利率上限从0.25%飙升到了4.5%,并尚未结束本轮加息。同时,伴随着加息,世界主要央行的资产负债表的扩张也先后结束,开启了明显的缩表,全球流动性大幅收缩。此外,据不完全统计,为了应对美联储的加息,全球2022年以来已经有近百个国家选择加息,特别是欧元区的重启加息进程,令全球金融条件紧缩异常,加剧货币流动性的紧张。



图为中国经济景气与通胀

中国经济在三重压力之下艰难尝试复苏。外有中美经济周期错位,发达经济体加息收缩流动性以及俄乌冲击,内部更是在复苏的关键时期。

面对外部环境的风高浪急,政府着力稳定经济大盘,积极出台落实各项纾困政策,护住市场主体,统筹扩张财政政策,顶住压力尽力宽松货币,畅通产业链堵点,并促进经济和企业的转型,重点靠投资托底经济增速,充裕市场流动性,保供稳价降低中下游成本。同时,党的二十大胜利召开,为今后中长期的发展奠定了基础。此外,2022年年底防疫战略的重大转向,虽然短期会对经济产生一定的冲击,但也为中国彻底走出疫情影响重塑新生带来了希望。



图为沪深300指数与严格指数走势

金融资产价格是经济的映射,世界经济寒冬,金融条件快速收紧,资本市场风声鹤唳。2022年,美联储连续加息支撑美元攀升,风险资产遭到抛售,全球主要股指普遍收跌,非美货币除俄罗斯卢布外全线收跌,资本市场波动剧烈,VIX指数年涨超30%。大宗商品则受到美联储加息节奏的主导,年中见顶回落,下半年宽幅振荡,内外盘走势分化,能源价格走出独立行情。国内市场,2022年中国股市受对经济的悲观预期影响全线收跌,上证指数全年下跌12.97%。美联储大幅加息推升无风险收益率,打压权益资产,风格上看创业板跌幅更大,上证50下跌17.9%,中证500和中证1000分别下跌17.48%和18.61%,均略小于沪深300的跌幅19.96%。同时,结合市盈率PE(TTM)和风险溢价ERP来看,上证50目前来看具有较高的吸引力。国内商品走势基本同步于全球大宗商品,但下半年宽幅振荡中有所分化,国内商品呈现出更加明显的强预期弱现实状态,尤其是地产相关链条的黑色板块。

宏观:全球面临衰退,美加息步入尾声

展望未来,2023年全球经济依旧不容乐观,将在疫情、通胀、加息和冲突的谢幕中,从滞胀不断走向衰退与萧条。在周期视角下,从各项经济指标与资产走势特征上来看,本轮衰退与1973年颇为相似,全球经济正在经历新一轮康波的萧条,并在萧条中遭遇经济衰退。



全球经济在康波萧条中遭遇衰退

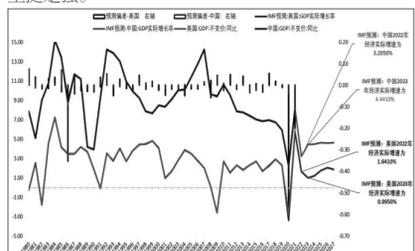
2023年宏观与商品展望

冠通期货

在周期视角下,从各项经济指标与资产走势特征上来看,本轮衰退与1973年颇为相似,全球经济正在经历新一轮康波的萧条,并在萧条中遭遇经济衰退。快速的加息和持续的高利率是造成经济衰退的导火索,疫情的“信念疤痕”效应和俄乌冲突是造成本轮经济衰退的重要外部冲击。根据美林时钟,当前,通胀和产出缺口均有见顶回落的迹象,美联储加息也步入尾声,经济衰退期的资产配置上优选债券,大宗商品价格承压。

衰退。快速的加息和持续的高利率是造成经济衰退的导火索,疫情的“信念疤痕”效应和俄乌冲突是造成本轮经济衰退的重要外部冲击。根据美林时钟,当前,通胀和产出缺口均有见顶回落的迹象,美联储加息也步入尾声,经济衰退期的资产配置上优选债券,大宗商品价格承压。

虽然全球经济在走向衰退,即便面临诸多困难,但2023年对中国是意义非凡的一年,中国经济有望率先复苏。随着防疫的放松和优化,更多稳增长政策端的发力,消费有望修复企稳,投资更多落地发力,中国经济有望向潜在经济增速水平回归,彰显中国经济的韧性,继续领跑世界经济。我们认为,今年中国经济增长有望重回潜在增速水平5%左右,通胀依旧不是问题,CPI从猪油对冲转向猪肉共振,PPI在中美库存周期同步下行中负重承压,CPI与PPI剪刀差振荡往复;防疫的优化为消费重回拉动经济的基础性地位铺平道路,出口则面临着海外发达经济体的衰退所导致的外需趋冷的压制而转负,投资方面依旧是稳增长的关键,地产有望触底反弹,基建依旧要扛起大旗,制造业保持稳健。货币环境延续宽松,但货币供应增速可能适当放缓,与社融增速相匹配,更多财政政策值得期待。信用周期有启动迹象,带动地产有望在下半年给市场以惊喜。美元高位回落,美联储加息临近尾声,人民币有望坚挺走强。

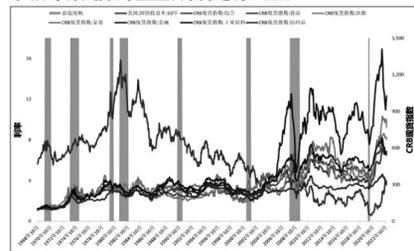


图为全球经济增速对比(IMF预测%)

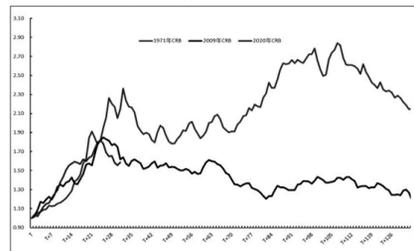
商品:先抑后扬,做空优选铁矿石和豆粕

2023年的大宗商品,无论从宏观抑或是周期的视角来看,均有望走出先抑后扬的态势,下行压力不断集

聚。宏观上看,2023年全球经济从滞胀走向衰退,造成本轮商品牛市的“元凶”——疫情、货币宽松、能源和冲突都在日益瓦解,2022年中商品拐点已现,服务商品价格的高企强化了通胀的韧性,美联储本轮加息周期时间可能更长,继而施压商品价格,加息尾声的上半年下行压力尤大。在周期视角下,本轮大宗商品的走势特征,与历史上康波萧条和衰退期的走势特征颇为相似,如果历史会重演,则酝酿着更进一步的下行。更加值得警惕的是,经历了2022年美联储连续7次的加息,如今的金融条件比历史相似时期更为紧张,当前的商品价格也还未能完全反映经济衰退的潜忧,而美债所隐含的通胀预期指标已经走得更远了。从期限结构和基差水平上看,当下主要大宗商品价格处在一个相对均衡的位置,从CRB3板块指数见顶后回落的幅度上来看,未来对于仍处相对高位的油脂、家畜和食品下行压力更大,而金属、工业原料和纺织品总体回落到了相对有支撑的位置,特别是纺织品。



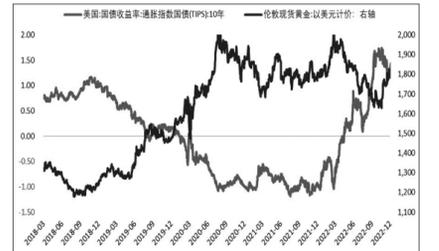
图为大宗商品、美债与衰退时期



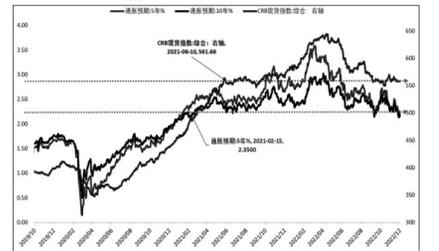
图为三轮大宗商品牛市行情走势

2023年上半年,做空优选的标的是铁矿石和豆粕,全年值得超配的则是黄金。全球经济滑向衰退,中

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



图为黄金价格与实际利率走势呈现较强的负相关性
最后,从风险管理的角度上来说,2023年商品下行风险积聚,尤其是上半年春节前后(国内疫情的二次冲击,美联储加息预期的再次强化),甚至某些情境下会出现快速下跌,企业需要提前做好风险管理。



图为美国国债隐含通胀预期与CRB现货综合走势

尿素:高利润不再,跟随成本端波动

关于尿素品种,我们认为高利润不再,尿素跟随成本端引导。

回顾2022年,尿素价格涨跌背后固然有其需求季节性以及成本等因素影响,但主导尿素价格超涨超跌,并非供需出现了极端变化,更多是受到了能源危机以及全球经济衰退等因素影响,导致价格波动幅度扩大。

2023年,能源通胀缓解、全球经济逐渐见底,影响价格超涨超跌的因素逐渐弱化,尿素价格走势回归基本面,有别于经济逐渐见底企稳,尿素价格走势大概率先扬后抑,并且留给价格上行的空间已经不多。

为何如此解读?主要判断还是基于需求季节性特点,农业需求是尿素的最主要需求,种植季节性决定了尿素需求的前高后低;更重要的是,2022年化肥商业储备管理要求较往年有所变化,需求前置一定程度上在2022年四季度价格上已经有所体现,而商储结束要求在30日内积极向社会销售,这也削弱旺季提振强度。

下半年工业需求预期随着经济形势好转,地产需求企稳后,或在下半年有一定的复苏,加上出口政策大概率在2023年放松,下半年需求复苏可能导致尿素价格略有反复,但传统农需淡季,整体需求提振力度有限。

结合供应端来看,2023年产能加速释放,整体供应将延续高位;特别是化肥行业保供与减量增效同时进行,行业结构性调整压力加剧,尿素行业很难出现2022年上半年的高利润模式,尿素价格或处于成本线下方运行,成本端对于中期价格引导更为重要。

关于原材料市场,2022年在能源危机干扰下,煤炭价格在二季度上行,但供需格局逐渐宽松,煤炭价格已经初显颓势,下半年高温干旱打断了煤炭价格的回归之路。2023年,在稳增长政策下,电力需求预计继续攀升,不过清洁能源发展迅速,煤电需求增速要显著弱于电力产量增速,特别是拉尼娜气象条件结束后,“水鬼”年南方降水值得期待,水电增加可能带来煤电需求旺季“不一样的花火”。

高供应、高库存以及清洁能源加速发展下,煤炭价格将逐渐向合理价格区间靠拢,尿素中期估值水平还面临下移。

铁矿石:供需趋于宽松,价格中枢下移

关于铁矿石,2023年供需格局趋于宽松,价格中枢下移。

供给端,2022年铁矿石供给前低后高。2023年,外矿方面,主流矿产能持续释放供给给中有所增,印度调低铁矿石出口关税,预计发运会出现较为明显的回升,俄乌冲突影响仍在,暂不考虑增量。内矿方面,“基石计划”背景下,加之疫情扰动降低,预期国产矿产量会出现较大回升。整体上,我们认为2023年铁矿石供给端压力较大。

需求端,2022年国内生铁产量下滑幅度较小。2022年1-10月,除中国外全球高炉生铁产量同比下滑8.5%。2023年,国内预计基建将继续托底钢材需求。房地产行业政策底明显,但新开工将继续拖累用钢需求。考虑到2023年废钢供给有望恢复,废钢比将出现修复,我们认为对于铁矿石替代作用将加强。此外,地缘政治问题仍存,全球经济衰退压力较大,外需预计延续回落。整体上,2023年铁矿石国内外需求均存在较大的回落风险。

综合来看,2023年铁矿石供需格局趋于宽松,全年价格重心或出现下移。上半年国内实际需求难有好转,欧美或仍处于加息周期,加之地缘政治扰动,外需或延续回落,因此上半年铁矿石价格承压震荡下行;下半年国内需求或因地产实质性修复出现好转,且海外加息进程逐渐结束,预期铁矿石价格重心重新回升。需要注意的是,在钢厂低库存背景下,政策预期将继续对矿价带来较大扰动。