

二〇二二年

国际国内经济形势分析

二〇二三年一月二十八日

目 录

一、国际经济形势	8
(一) 国际主要经济体经济形势	8
1、美国	8
2、欧元区	13
3、日本	16
4、俄罗斯	21
5、印度	26
6、越南	27
(二) 国际大宗商品价格趋势	31
1、黄金	31
2、石油	34
3、人民币汇率	39
二、国内经济形势	44
(一) 国内主要经济指标	44
1、国内生产总值(GDP)	44
2、居民消费价格指数(CPI)	46
3、生产者物价指数(PPI)	46
4、固定资产投资	47
5、财政收入	48

6、对外贸易进出口	49
7、狭义货币、广义货币(M1、M2)	50
8、工业增加值	51
(二)国内大宗商品价格趋势	51
1、钢铁	52
2、铜	57
3、焦炭	60
4、水泥	64
5、铝	66
6、房价	71
三、国际国内热点	75

国际国内经济形势分析报告

总 论

2022 年对于全球经济而言是不平凡的一年：俄乌冲突爆发，天然气等能源价格大幅飙升，全球通胀水平随之水涨船高。为抗击不断走高的通胀，以美联储为代表的主要发达经济体央行纷纷开启加息模式，流动性持续收紧。而发达经济体央行同步收紧货币政策的行动也让全球经济承受着显著的下行压力。2023 年已经到来，全球经济迎来了一个新的起点。但气候变化、逆全球化、地缘政治风险、供应链瓶颈，也成为全球经济前行过程中需要直面的困难与挑战。不过在大变局以及多重危机下，全球的通胀似乎被有效遏制，全球经济滞胀风险进一步缓解，国际旅游业持续复苏都为全球经济软着陆提供强有力的支撑。虽然 2023 年 1 月份的数据没有完全公布，我们预计 1 月份的经济数据仍将保持在 2022 年数据基础上，随着中央 2023 年“稳经济”路线图正式敲定，1 月份的数据定有亮眼表现。

美国四季度 GDP 增速超预期，总值为 25.5 万亿美元，按年率计算增长 2.9%，通胀在持续放缓，美元持续加息，成功压缩 CPI，并未过多损害美国的经济增长；劳动力市场依然强劲，失业率持续回落，创五年新低；消费市场活跃带动美国经济复苏。2023 年尽管利率上升，但美国劳动力市场依

然强劲，消费者需求强劲。预计美国 GDP 将在 2023 年至少增长 1%。

欧元区第三季度 GDP 环比初值 0.2%，预估为 0.1%，前值为 0.8%。欧元区 12 月 CPI 年率初值录得 9.2%，为 2022 年 8 月以来新低。欧元区经济前景堪忧，俄乌冲突的爆发导致全球能源价格大幅上涨，对俄罗斯天然气高度依赖的欧洲也经历了一场形势严峻的能源危机。行至 2023 年，欧元区面临的能源价格上行压力依然较大。但欧元区的经济衰退应当会相对轻微，预计 2023 年年中左右可能开始复苏。

2022 年日本经济发展差强人意。2022 年日本名称 GDP 为 560 万亿日元；12 月物价上涨 4% 创 41 年新高，较上年同期上涨 4.0%；由于日元大幅下滑、能源和原材料价格上涨推升进口成本，抵消了新冠疫情影响减弱带来的出口增长，2022 年日本贸易逆差高涨，创下逾 40 年来最高纪录；2023 年日本经济增长前景存忧。2023 财年日本经济增速预计为 1.7%，通胀不断攀升让复苏乏力的日本经济进一步承压。

俄罗斯 2022 年国内生产总值下降 2.5%。在俄乌冲突和西方制裁的背景下，俄罗斯的建筑业、农业等俄经济重要支柱性行业顶住巨大外部压力实现了增长。西方的反俄行动促使国际能源特别是天然气价格大幅上涨，但能源收入相比之前开始锐减，也给俄汽车工业造成沉重打击。2023 年如果来自油气领域的联邦财政收入继续减少，俄 2023 年预算赤字

可能超过国内生产总值的 4.5%。受此影响，俄政府不仅用于民生领域的开支将削减，而且将直接影响在乌“特别军事行动”。

印度从新冠疫情引发的低迷中复苏，并有望在未来进一步改善。印度在 2022-23 年上半年(4 月至 9 月)的增长率为 9.7%。但地缘政治紧张局势、美元走强和通胀上升带来的下行风险将继续存在。增长趋势的积极轨迹和基本面的改善将有助于抵消全球逆风的影响，这些逆风预计将在 2023 年对印度的出口产生影响。政府和储备银行在新的一年里面临的挑战将是遏制通货膨胀，遏制卢比对美元的贬值，促进私人投资和增长，以确保印度仍然是世界上增长最快的主要经济体之一。

2022 年越南经济创奇迹。GDP 增长 8%、低通胀、进出口繁荣、稳定的政治和外交。在国际贸易中的经济地位得到巩固和确认；越南国内消费强劲有力，内需增速达到外需的 2 倍；国际资本对越南的直接投资为 5 年来最高。2023 年强劲的出口和零售仍是越南经济增长的主要驱动力。越南在 2023 年或将以 6.3% 的增速成为东盟地区增长最快的经济体。

2022 年，我国 GDP 为 1210207 亿元，比上年增长 3.0%；2022 年 12 月份，CPI(全国居民消费价格)同比上涨 1.8%；2022 年 12 月份，PPI(全国工业生产者出厂价格)同比下降 0.7%，环比下降 0.5%；2022 年 1-12 月，全国固定资产投

资 572138 亿元，比上年增长 5.1%；2022 年 1-10 月，全国一般公共预算收入 173397 亿元，扣除留抵退税因素后增长 5.1%，按自然口径计算下降 4.5%；2022 年 1-12 月，我国货物贸易进出口总值 420678 亿元，比上年增长 7.7%；2022 年 12 月末，广义货币 (M2) 余额 266.43 万亿元，同比增长 11.8%；12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 1.3%。

2022 年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行风险加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续演化，发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。面对风高浪急的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民迎难而上、沉着应对，统筹国内国际两个大局，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，加大宏观调控力度，有效应对超预期因素冲击，宏观经济大盘总体稳定，高质量发展取得新的成效，民生保障持续加强，经济社会大局保持稳定。

2023 年全球性的通胀将回落，大宗商品价格在上半年将大幅下跌，这有助于我国降低成本；全球性的加息大概率在二季度将停下脚步，人民币汇率将因压力缓解而转入稳定阶段；2023 年 1 月 8 日我国重新对外开放，中国的经济有机会得以修复并趋于增长。同时我们也要看到企业和个人债务在

疫情特殊政策退出后将走入危险阶段，债务官司与破产将进入疫后高发期；海外经济的增长放缓或衰退，将严重冲击出口订单；欧美供应链重构，不仅会加速资本和制造业的外流，还会影响我们的产业升级；俄乌冲突像定时炸弹一样，冲击我们的能源渠道、出口市场、中亚与东欧投资等挑战，未来，经济环境和国际形势会更加错综复杂。不过我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面依然不变，只要笃定信心、稳中求进，就一定能实现我们的既定目标。

大宗商品的价格变化情况。2022年**金价**总体呈现冲高回落走势，一季度受避险情绪推高，二、三季度受货币紧缩政策影响而回调下跌，四季度有所反弹。展望2023年，美联储加息会令市场对经济衰退风险的担忧逐步累积，加之市场倾向在政策实际转向前，降息预期转而会主导市场情绪，黄金有望在2023年开启新一轮上涨行情；**原油**价格维持中高区间。价格的波动围绕地缘冲突、国内疫情、OPEC+与拜登政府间的博弈、海外宏观衰退等主线展开。展望2023年，全球原油市场将迎来供需双弱格局。鉴于2023年下半年国内需求或有显著改善，且下半年海外经济衰退压力有望放缓，2023年油价或将呈现前低后高的走势；2022年**人民币**汇率走势跌宕起伏。受到新冠疫情、中国经济基本面下滑、美联储的货币政策转向以及俄罗斯和乌克兰之间的军事冲突都使中国及全球资产价格剧烈波动。展望2023年，我国

国内的经济预期已有所改善，内需有望回暖。因此，稳定外贸局势是 2023 年稳定人民币汇率的关键；2022 年**钢铁**行业经受了预期转弱、供给冲击和需求收缩的“三重压力”，整体维持一种亏损但不减产的状态。展望 2023 年，基本面的压力加大，规避波动风险的操作或成为主流，钢价或处于震荡偏弱运行态势；2022 年**铜价**先扬后抑，价格中枢整体下移。整体呈现供需双弱的局面。预计 2023 年，铜价重心小幅回升，但由于全球通胀回落经济增速放缓，强势美元仍将对铜价形成压制，也没有大幅上行基础；2022 年全年**焦炭**行业处于低利润，上半年受钢厂复产以及下游钢材利润上涨影响，价格拉涨。下半年因成材需求下降、钢厂持续亏损，焦炭市场价格震荡下行。预计 2023 年焦炭产能保持继续增长的局面，由于自身的供需趋向宽松，价格重心必将下移；2022 年**水泥**下游需求延续弱势，产量大降，从价格来看，虽然在上半年和下半年各有小幅回升，但整体呈现下行态势。2023 年年初，多地处于冬休状态，水泥市场进入季节性淡季，预计水泥产量仍将下降，同时叠加供需双弱，预计水泥产量难有乐观表现；2022 年**沪铝**整体处于宽幅震荡。上半年受到全球欧洲能源危机以及地缘政治的影响，铝价一度飙升。之后在美联储强势加息以及国内疫情等利空影响下，铝价开启下行周期。展望 2023 年，铝供给端将会继续复产以及新投产进程，只是一季度枯水期预计西南地区产能还将受限。另外，

上游原料端预计也将继续承压，氧化铝价格还将维持低位运行；2022年**房地产**行业整体表现低迷，为了稳定楼市，2022年从中央到地方都频繁释放积极信号，房地产市场预期持续改善。2023年开年首场信贷工作会释放积极信号。房地产将在金融信贷方面的到支持。房地产融资渠道有望维持宽松态势，房企要抓住窗口期，努力优化债务结构，推动经营业绩回暖。

国际国内热点方面。一是美国禽流感致鸡蛋价格大涨。近日，在禽流感疫情影响下，美国市场上的鸡蛋价格大幅上涨。这让普通消费者倍感压力，也让餐馆、烘焙店等需要大量使用鸡蛋的商家叫苦不迭。美国2022年12月的鸡蛋价格比11月平均增长11%，去年一年鸡蛋的价格增长了近60%。二是2022年全球电动汽车市场份额首次增至10%，高于2021年的8.3%。2022年全球电动汽车销量总计约780万辆，同比增长68%。而2022年全球新车总销量8060万辆，同比下降约1%。2022年全年纯电动汽车占欧洲汽车总销量的11%，中国为19%。三是起草《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，促进房地产市场平稳运行。行动方案聚焦专注主业、合规经营、资质良好，具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面共21项工作。

一、国际经济形势

2022 年美国通胀在持续放缓，劳动力市场依然强劲，消费市场活跃带动美国经济复苏；欧元区经济前景堪忧，对俄罗斯天然气高度依赖的欧洲也经历了一场形势严峻的能源危机；2022 年日本物价上涨，日元大幅下滑，贸易逆差高涨，经济发展差强人意；西方制裁使俄罗斯能源收入相比之前开始锐减，同时给汽车工业造成沉重打击；印度从新冠疫情引发的低迷中复苏，并有望在未来进一步改善，但地缘政治紧张局势、美元走强和通胀上升带来的下行风险将继续存在；2022 年越南经济创奇迹。经济增长、低通胀、进出口繁荣、政治和外交稳定。

（一）国际主要经济体经济形势

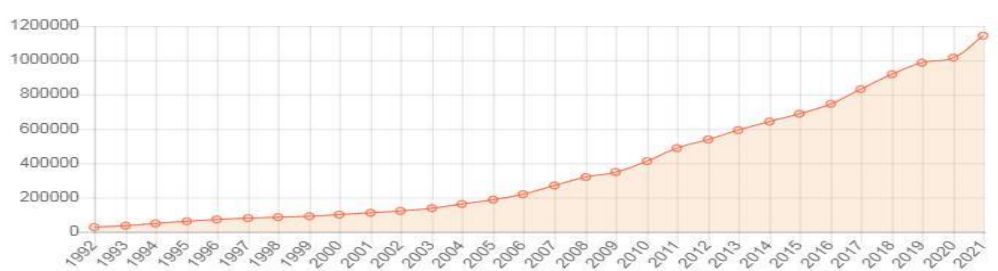
1、美国经济发展形势

美国四季度 GDP 增速超预期，通胀在持续放缓，美元持续加息，成功压缩 CPI，并未过多损害美国的经济增长；劳动力市场依然强劲，失业率持续回落，创五年新低；消费市场活跃带动美国经济复苏。2023 年美国尽管利率上升，但美国劳动力市场依然强劲，消费者需求强劲。同时美国 1 月份消费者信心指数高于均值，意味着 2023 年美国的消费依然会获得不俗的增长，成为美国经济在加息过程中软着陆的有力支撑。预计美国 GDP 将在 2023 年至少增长 1%。

在经济发展速度方面，美国四季度 GDP 增速超预期，2022

年第四季度美国实际国内生产总值（GDP）总值为 25.5 万亿美元，按年率计算增长 2.9%，高于市场普遍预期，但较前一季度有所放缓。预计 2022 年全年美国经济增长 2.1%，较 2021 年增长 5.9% 明显下滑。在全年高通胀和美联储激进加息的背景下，美国 GDP 去年上半年一、二季度连续负增长（分别为 -1.6%、-0.6%），在第三季度恢复了正增长，增速达 3.2%。根据路透社对经济学家的一项调查，在本次报告发布前，市场普遍预期四季度 GDP 增长数值可能为 2.6%，而占美国经济总量约 70% 的个人消费增速也将高于上一季度。四季度 GDP 增速显然高于市场预期，主要归功于消费者和政府支出的增加。四季度 GDP 增长反映了私人库存投资，消费者支出，联邦政府、州政府和地方政府的支出以及非住宅类固定资产投资的增长。

图一：美国 GDP 走势图（年度）



在消费者价格指数方面，美国 12 月 CPI 同比上涨 6.5%，近一年来首次降至 7% 以下。环比下降 0.1%，预估为下降 0.1%，前值为上涨 0.1%。这意味着美国 CPI 同比涨幅连续第六个月出现回落——它符合市场此前一致预期。这也是自 2021 年 11 月（彼时美国 CPI 当月同比录得 6.8%）以来，近一年多

时间美国 CPI 同比值首次降至 7%以下——2022 年 6 月美国 CPI 同比涨幅曾达到 9.1%，刷新 1981 年 11 月以来最大值。CPI 不仅通胀水平和利率水平高度挂钩，这是美联储下次议息会议前公布的最后一份 CPI 指标报告；另外一个原因在于，此前公布的薪资数据超预期降温，有关美联储提前结束本轮加息周期的可能性大大提高。

在就业方面，12 月新增非农就业人数再超预期。12 月新增非农就业人数 22.3 万人，高于预期的增加 20.3 万人，低于 11 月新增的 25.6 万人；疫情前就业人数缺口于 7 月补齐后持续缓慢修复。失业率下降，劳动参与率转为上升。12 月失业率为 3.5%，低于预期值 3.6%和前值 3.7%；就业意愿有所恢复，劳动参与率逆转前三个月的下行趋势，上升至 62.3%，高于预期值的 62.2%和前值的 62.1%。小时工资同比环比增速均回落。12 月平均小时工资同比增速 4.6%，低于预期值 5%和前值 4.8%；平均小时工资环比 0.3%，低于预期的 0.4%和前值 0.4%，劳动力需求边际缓和。

雇佣人数与职位空缺均回落，多数服务业职位空缺仍处往年高位。11 月雇佣人数与职位空缺均小幅回落，职位空缺-雇佣缺口略有扩大。分行业来看，零售、商业服务业职位空缺上升，交运仓储、教育健康业职位空缺下滑；无论是低技术低收入的休闲酒店业，还是高技术高收入的信息与金融等服务行业，职位空缺均持续处于 10 年来的高位。

服务业供需错配严重，零售与制造放缓。休闲和酒店业劳动力供需错配仍然严重。在政府财政刺激下，休闲酒店业等低薪服务业就业意愿恢复较慢，供给改善乏力企业招工难，因此形成劳动力短缺的格局，推动工资上涨；12月交运仓储行业供需错配情况有所缓和，平均时薪回落。休闲与酒店业就业恢复速度远不及2021。分行业来看，12月教育健康、休闲与酒店业和建筑业就业人数显著增加，分别较11月新增就业7.8万人、6.7万人和2.8万人；信息技术、商业服务行业就业下降。服务业供需错配的核心——休闲酒店业的就业增速较2021年大幅冷却，2022年全年月均增加7.9万就业，不及2021年19.6万人的一半，该行业总就业人数较疫前仍有5.5%的缺口（即93.2万人）。

联储加息影响和生产活动密切相关的行业就业，零售与制造业就业放缓。2022年下半年以来交运仓储、零售、批发与制造业新增就业整体放缓。尽管零售和交运仓储业12月新增就业人数转负为正，但环比增速较低，分别为0.06%和0.07%；批发业与制造业环比增速分别为0.20%和0.06%就业人数增加带动失业率下降。就业人数环比增加，带动12月失业率下降。尽管劳动参与率有所上升，对就业率有所拖累，但12月就业人数由15853万人增加至15924人，带动就业率整体上升，失业率下降。

12月整体劳动参与率回升，但青壮年、低学历劳动参与

率仍在下降。分年龄来看，12月25-34岁人群劳动参与率显著下滑，由83.2%下降至82.8%；16-19岁劳动参与率由36.1%下降至34.9%；其他年龄段劳动参与率回升。分教育水平来看，高中毕业和本科肄业的劳动参与率均有所下降。低技能人群回到工作岗位的意愿仍低，服务业劳动供给或将继续影响通胀的服务分项黏性。

市场方面：加息预期降温，股债双涨。就业市场有所松动，股债双涨，美元走软。尽管12月失业率下降，但平均时薪显著回落，劳动参与率回升，劳动力市场显现缓和的信号，市场对此反应乐观：美股三大股指高开，截至6日收盘标普500、纳指、道指分别收涨2.28%、2.56%和2.13%；10年期美债收益率跌破3.6%；美元指数暴跌近200bp，截至1月7日跌破104。

汇率方面，对于人民币等各国货币而言，在现有国际金融秩序下，美联储利率政策的变动也将产生显著影响。2022年12月，在美联储加息50基点后，美国的基准利率（联邦基金目标利率）已经升至4.25%-4.5%高位区间。在供给冲击带来的通胀压力面前，激进加息相当于一味给经济“下猛药”，它固然可以对通胀率产生影响，但与此同时，高利率给市场带来的下行压力，对全球的汇率市场产生不小影响。

2023年美国或许可以避免经济衰退。预测美国GDP将在2023年至少增长1%。尽管利率上升，但美国劳动力市

场依然强劲，消费者需求强劲。这是因为美国的经济“拥有更多元化的增长来源”。美国 1 月份消费者信心指数为 64.6，明显高于一个月前的 59.7，也高于该指数的平均预测值 60.5 点。美联储的加息步伐已经进入尾期，美元利率已经达到近几年的最高峰 4.5%。但美国人的消费信心不仅没有继续回落，反而因加息进入尾期而增强，这意味着 2023 年美国的消费依然会获得不俗的增长，成为美国经济在加息过程中软着陆的强力支撑。从 12 月份美国 CPI 加息以来环比首次下降开始，美国的投资者的信心也得以显著修复，美元指数已经从 11 月份的 113 左右一路下跌到 1 月 16 日的 102.2 左右。

2、欧元区经济发展形势

欧元区经济前景堪忧。2022 年，俄乌冲突的爆发导致全球能源价格大幅上涨，对俄罗斯天然气高度依赖的欧洲也经历了一场形势严峻的能源危机。行至 2023 年，尽管近来欧洲的暖冬天气在一定程度上缓解了欧洲能源供应困境，天然气价格有所下降，但从目前的情况看，欧元区面临的能源价格上行压力依然较大，欧元区通胀压力也将持续。

在经济发展速度方面，2022 年欧洲经济增长大幅放缓。2022 年一季度欧元区实际 GDP 环比增长 0.2%。与 2021 年三、四季度 GDP 分别环比增长 2.2%和 0.3%相比，今年一季度经济扩张步伐有所放缓，2022 年第二季度欧元区经济同比增

长 3.9%，欧元区第三季度 GDP 环比初值 0.2%，预估为 0.1%，前值为 0.8%。

图二：欧元区 GDP 走势图（年度）



通货膨胀方面，2023 年伊始，预计欧洲央行仍将继续维持强势的加息态度。在欧洲央行“鹰”派货币政策的冲击下，欧元区经济将在 2023 年继续面临更加持久的挑战，经济前景堪忧。经济合作与发展组织（OECD）在 2022 年年 11 月作出的预测显示，预计 2023 年欧元区经济增速为 0.5%。而欧洲央行近期则将 2023 年欧元区经济增长预期下调至 0.3%。

自去年年初俄乌冲突爆发以来，欧元区经济态势急转直下。接踵而至的能源危机以及通胀攀升压力打乱了欧元区经济的复苏脚步。尽管近期欧元区通胀水平出现小幅下降，但依然处于两位数的高位。2022 年 10 月，欧元区调和消费者物价指数(HICP)同比上涨 10.6%，到 11 月小幅下滑至 10.1%。而去年 11 月 HICP 环比更是下滑 0.1%，是一年来的首次放缓。不过，能源价格的上涨依旧是推动欧元区 11 月通胀水平上涨的主要因素。

天然气供应的严重受阻使欧盟经济前景进一步恶化，消费者和企业信心遭受重创。通胀水平屡创新高，拉低了消费者的实际收入水平，推高企业生产成本，抑制私人消费和企业投资。高通胀使欧洲企业和居民真实收入不断被侵蚀，进一步抑制欧洲市场消费和投资需求，阻碍经济复苏。另外，能源危机拖累经济表现，欧洲工业生产遭遇困局。能源价格上涨不断侵蚀欧洲工业生产利润甚至直接导致生产停摆。欧盟为应对能源短缺提出“欧洲天然气需求缩减计划”，将进一步强化欧洲工业部门面临的能源约束。

制造业方面，欧元区制造业已陷入萎缩状态，生产经营活动显著受损。欧元区去年12月制造业采购经理人指数（PMI）终值为47.8，与初值47.8保持一致。而法国去年12月制造业PMI终值为49.2，小幅高于初值48.9。德国去年12月制造业PMI终值为47.1，相较于初值47.4小幅下降。欧元区、法国以及德国的制造业PMI均处于50荣枯线之下，处于萎缩状态。尽管当前欧元区的供应链状况以及商业信心在一定程度上有所改善，但能源供应危机下的高通胀以及俄乌冲突下欧盟通过了第九轮对俄罗斯的制裁方案，将继续给欧元区经济前景带来不确定性和风险。

货币政策方面，欧洲央行的货币政策决策者们在抗击通胀以及推动经济复苏之间，选择了前者。欧洲央行将在2023年继续其加息之路，这也就意味着欧元区的利率水平将进一

步攀升。利率水平的上升将给欧元区经济带来更大的下行压力。

利率方面，2022年12月，欧洲央行在货币政策会议上宣布加息50个基点。这一加息幅度相较于此前的75个基点有所下降。但与此同时，欧洲央行强调了将继续大幅收紧货币政策的决心。与此同时，欧洲央行宣布将在2023年3月开始缩表。欧洲央行紧缩周期刚刚过半，需要长期坚持以遏制高通胀。美联储比欧洲央行更接近结束加息。欧洲央行必须准备好承受压力，在必要时进一步提高利率以降低通胀，包括以超出市场预期的幅度加息。由于当前实际利率仍然很低，目前过度加息的风险很小。

在未来两三个月时间里，通胀率将在目前水平附近徘徊。而加息50个基点可能会成为近期新常态，预计一段时间内将以这种速度提高利率。当前通胀放缓的程度还不够，欧洲央行不能在未来几次会议上放慢加息步伐，必须进一步加息，利率上升幅度可能超过市场预期。而欧元区的经济衰退应当会相对轻微，2023年年中左右可能开始复苏。

3、日本经济发展形势

2022年日本经济发展差强人意。2022年日本名称GDP与第四位德国基本持平，有被反超的可能；12月物价大幅上涨创41年新高；由于日元大幅下滑、能源和原材料价格上涨推升进口成本，抵消了新冠疫情影响减弱带来的出口增

长，2022 年日本贸易逆差高涨，创下逾 40 年来最高纪录；日本央行维持超宽松货币政策，随着日本通胀压力持续上升，日本央行未来仍将面临是否推动货币政策正常化的难题。2023 年日本经济增长前景存忧。2023 财年日本经济增长速预计为 1.7%，低于此前预期的 1.9%；通胀不断攀升让复苏乏力的日本经济进一步承压。

在经济发展速度方面，预计 2022 年日本名称 GDP 为 560 万亿日元（4.3 万亿美元），与第四位德国基本持平。2022 年一季度，日本名义 GDP 以美元计价为 10862 亿元，同比暴跌 10.8%，第二季度日本实际国内生产总值（GDP）环比增长 0.5%，按年率计算增幅为 2.2%。日本政府在内阁会议上敲定了 2022 年度经济预期，预计剔除物价变化因素的实际国内生产总值（GDP）增长率为 3.2%，名义 GDP 为 3.6%，GDP 实际估计达 556.8 万亿日元。第三季度日本实际国内生产总值（GDP）环比下降 0.3%，按年率计算降幅为 1.2%。

图三：日本 GDP 走势图（年度）



在消费品价格指数方面，12 月物价上涨 4% 创 41 年新高。2022 年 12 月日本全国消费者物价指数（2020 年为 100，生鲜食品除外）为 104.1，较上年同期上涨 4.0%。这是受第

二次石油危机影响的 1981 年 12 月以来最大同比涨幅，创 41 年新高。这是该指数连续 16 个月上升。2022 年平均全国消费者物价指数为 102.1，较上年上涨 2.3%。若除去消费税增税影响，涨幅为 1991 年以来的 31 年新高，超过了日本央行制定的较上年上涨 2% 的目标。鉴于以俄乌冲突为背景的资源价格高涨及日元贬值引发进口原材料高涨，食品及能源涨价持续，给家庭经济造成压力。

从具体品类来看，电费、燃气费分别上升 21.3% 和 33.3%，汽油费也上升了 1.6%。除生鲜食品外的食品价格上升 7.4%。受饲料价格骤升及禽流感影响的蛋类与乳制品价格上升 9.0%。预计 2023 年 2 月食品将迎来新一轮涨价潮，部分电力公司将上调电费，铁路票价也将调整。

外贸方面，由于日元大幅下滑、能源和原材料价格上涨推升进口成本，抵消了新冠疫情影响减弱带来的出口增长，2022 年日本贸易逆差达到 19.97 万亿日元，创下逾 40 年来最高纪录。2022 年，日本进口额较上年大幅增长 39.2%，达到 118.16 万亿日元；出口额增长 18.2%，达到 98.19 万亿日元。日本 2022 年贸易赤字为 19.97 万亿日元，这是自 1979 年有可比数据以来的最大贸易逆差。日本进口额增长主要是由于原油、煤炭、液化天然气等资源价格高涨，出口额增长则主要是受到汽车和钢铁出货量增加的影响。尽管进出口数据均创下历史新高，但出口增幅远不及进口增幅。

2022年12月贸易逆差达1.45万亿日元，连续17个月呈现逆差。其中，进口额同比增长20.6%，为10.24万亿日元；出口额同比增长11.5%，为8.79万亿日元。创纪录的贸易逆差凸显资源匮乏的日本经济的脆弱性，该国不得不依靠进口来满足国内需求。日元大幅贬值削减了国家财富，加剧了日本的经济问题。

2022年以来，美国等西方经济体为应对通胀压力不断加息，而日本央行受困于国内需求疲软、经济复苏乏力，一直坚持超宽松货币政策。在此背景下，日元汇率大幅下滑，成为去年全球表现最差的主要货币之一。2022年，日元对美元汇率一度下跌超过30%，日元汇率大跌对日本经济产生广泛影响。疲软的贸易数据打破了日本政策制定者以出口为主导的经济复苏的希望，给政府施加了更大的压力，可能迫使政府说服日本企业加快工资上涨，以帮助提振国内需求。

由于全球经济可能进一步放缓，出口疲软可能导致日本贸易在一段时间内保持赤字。不过，日本12月贸易逆差五个月来首次降至2万亿日元以下，这表明日元疲软和大宗商品价格高企的影响已经开始缓解，随着日本进口额增长速度放缓，这一因素可能会减少整体贸易对经济的拖累。

货币政策方面，日本央行维持超宽松货币政策，股汇债震荡加剧。日本央行在2023年首次货币政策会议后公布利率决议，决定维持超宽松货币政策不变，也未进一步调整收

收益率曲线控制政策。这一消息发布后，日元大幅走低，债券收益率继续下跌，股市大幅上扬。随着日本通胀压力持续上升，日本央行未来仍将面临是否推动货币政策正常化的难题。

金融市场波动加剧。日本央行决定将基准利率维持在-0.1%的历史低点，继续实施量化宽松政策，并将10年期国债收益率目标维持在零附近，收益率曲线控制区间维持在-0.5%至0.5%之间。将继续大规模回购国债，将交易型开放式指数基金年度购买上限维持在12万亿日元，并将在必要时灵活调整购买规模。日本央行将维持当前超宽松货币政策，以促进工资增长，并稳定和可持续地实现通胀目标。

尽管此次利率决议符合多数机构预期，但导致日元汇率和债券收益率大幅下行。在日本央行宣布利率决议后，美元兑日元汇率一度涨至1美元兑131.4日元水平，涨幅高达2.5%，创2020年3月以来最大单日涨幅；10年期国债收益率下跌15个基点至0.36%，为12月下旬以来最低水平，回到日本央行设定的0.5%的上限之内。不过，由于日元对美元汇率下跌，利好出口类股票，日本股市大幅上扬。截至18日收盘时，日经股指上涨652.44点，收于26791.12点；东证股指上涨32.04点，收于1934.93点。东京证券交易所33个行业板块当天几乎全面上涨。日本央行宣布上调长期利率上限后，日本债券市场上被视为长期利率指标的新发10年

期国债收益率一度飙升至 0.46%，创下 2015 年 7 月以来新高。

经济增长前景存忧。2023 财年日本经济增速预计为 1.7%，低于此前预期的 1.9%；2024 财年日本经济增速为 1.1%，低于此前预期的 1.5%。除能源外日本核心通胀预期为 1.8%，此前预估为 1.6%。，通胀预期正在上升，物价可能持续上涨。尽管受到大宗商品价格高企等因素的影响，但随着经济活动的恢复取得进展，日本经济已经有所回升。不过，海外经济放缓可能会给日本经济增长带来下行压力。

通胀不断攀升让复苏乏力的日本经济进一步承压。由于能源进口依赖度较高，大宗商品价格上涨增加了日本的进口成本。由于国际能源价格高企，日本企业物价指数连续 21 个月同比上涨，2022 年 11 月同比上升 9.3%至 118.5，再创有统计以来的新高。

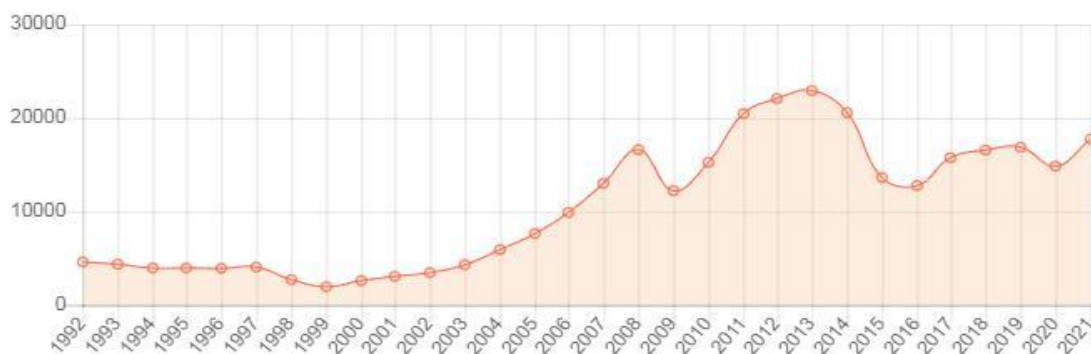
4、俄罗斯经济发展形势

在俄乌冲突和西方制裁的背景下，俄罗斯的建筑业、农业、工业、国防工业等俄经济重要支柱性行业在 2022 年不仅没有下降，反而顶住巨大外部压力实现了增长。尽管西方的反俄行动促使国际能源特别是天然气价格大幅上涨，让俄天然气生产商和出口商获得了丰厚利润，联邦预算收入增长，但能源收入相比之前锐减。

在经济发展速度方面，俄罗斯 2022 年国内生产总值下降 2.5%。2022 年 1 月至 11 月的国内生产总值数据下降 2.1%。

2022 年一季度，俄罗斯 GDP 同比增速为 3.5%，为一年半以来新低。进入二季度，俄罗斯 GDP 同比增速由正转为-4.1%，进而导致上半年俄罗斯 GDP 整体同比萎缩 0.4%。第三季度俄罗斯的 GDP 同比下降了 4%，比第二季度下降了 4.1%。这个下降幅度大大超过了之前俄经济部预估的 3.5%。与二季度保持了相同的衰退速度。在关闭了俄罗斯企业的国外市场并切断高科技进口渠道之后，经济制裁对俄罗斯各行各业的影响越来越大。三季度俄国批发贸易额同比下降了 22.6%。在西方品牌退出后，俄罗斯发生了历史上最严重的汽车市场崩溃，导致零售营业额下降了 9.6%。俄罗斯的建筑业、农业、工业、国防工业等俄经济重要支柱性行业在 2022 年不仅没有下降，反而顶住巨大外部压力实现了增长。以建筑业为例，俄 2022 年完成建设住房面积达 1.015 亿平方米，创造了历史最好水平；全年维护和保养公路 2.7 万多公里，新建和改建 1600 多公里。对于提升民众生活质量、商业和国家发展来说，住房以及交通基础设施建设无疑至关重要。

图四：俄罗斯 GDP 走势图（年度）



能源方面，尽管遭遇美西方制裁，但是俄 2022 年石油产量增长 2%，达 5.35 亿吨。美西方的反俄行动促使国际能源特别是天然气价格大幅上涨，让俄天然气生产商和出口商获得了丰厚利润。2022 年，联邦预算收入增长 10%，达 27.8 万亿卢布（约合 2.71 万亿人民币）。与此同时，由于俄乌冲突导致军费支出增加，2022 年全年联邦预算支出同比增长 25%，超过 31 万亿卢布，也出现了 3.3 万亿卢布赤字，占国内生产总值的 2.3%。此外，俄 2022 年居民就业增加，失业率降至历史最低水平。

能源收入开始锐减。以石油、天然气为主的能源领域形势，直接影响着俄经济发展。2022 年，以石油、天然气为主的燃料能源产业几乎占到俄国内生产总值的 1/4、社会投资的 1/3、出口收入的 1/2 以及政府预算收入的 40%。在俄出口总额中，燃料能源的比重高达 49.2%，其中石油原油、石油制品、煤炭、天然气分别占出口总额的 25.4%、15.9%、4.96%、2.94%。自 2022 年 10 月起，俄罗斯油气生产、收入呈现下降趋势。10 月，俄油气产量同比下降 3.4%，其中天然气（不包括伴生石油气和液化天然气）产量同比下降 20.3%。10 月至 12 月，俄来自油气领域的财政预算收入急剧下降，12 月的油气出口收入创造了 2021 年 2 月以来的最低水平。

造成俄能源收入锐减的原因在于量价齐跌。其一，俄面

向欧洲的石油市场大幅萎缩。俄石油出口量去年三季度下降到日均 495 万桶，比二季度减少了 3.9%，11 月的出口量则大幅度减少到 422 万桶，同比、环比分别减少了 12%和 14%。由于欧洲天然气“去俄化”，俄 2022 年天然气产量下降了 11.8%，只是由于国际天然气价格上涨才弥补了俄罗斯天然气企业收入。

其二，俄乌拉尔牌原油价格急降，过去 3 个多月与 2022 年峰值相比大幅下跌。2022 年 12 月 5 日，欧盟对俄罗斯海运石油出口实施的限价令措施正式生效，七国集团与澳大利亚一同开始实施对俄海运出口原油每桶 60 美元的限价。当月，乌拉尔牌石油的平均价格从 11 月的 66.5 美元跌至平均每桶 50.5 美元。与此同步，俄货币卢布兑主要货币大跌，从 11 月 30 日的 1 美元兑换 61 卢布下跌至 72 卢布，贬值幅度达 18%。在很大程度上外界担心美西方国家对俄原油的制裁以及 G7 设定的价格“上限”，将打击俄罗斯未来石油的出口收入。

除能源收入减少外，美国、欧洲、日本、韩国资本撤出也对俄经济产生负面影响。俄乌冲突爆发后，对俄“不友好国家”从新生儿用品到建筑设备的大量品牌退出俄罗斯，包括宜家、可口可乐、麦当劳等。梅赛德斯-奔驰、福特、雷诺等西方著名汽车品牌也基本退出俄市场，给俄汽车工业造成沉重打击。

与美西方博弈，普京在 2023 年开年之际召开经济问题会议，意在促使全俄上下一方面认识到国家面临的严峻经济形势，另一方面则规划全年经济发展，适应“不依赖西方”的生存方式。针对俄石油产品的欧盟禁运、七国集团及澳大利亚的最高限价将落地生效，无疑将给俄罗斯油气收入带来额外风险。如果来自油气领域的联邦财政收入继续减少，俄 2023 年预算赤字可能超过国内生产总值的 4.5%。受此影响，俄政府不仅用于民生领域的开支将削减，而且将直接影响在乌“特别军事行动”。

普京去年 12 月 27 日签署有关法令，宣布俄从 2023 年 2 月 1 日起针对美西方原油限价的反制措施开始生效。根据该项规定，如供销合同中以直接或间接方式使用价格上限机制，则禁止向外国法人和自然人供应俄罗斯石油和石油产品。与此同时，总统保留对石油和石油产品供应做出“特别决定”的权力。

2023 年俄罗斯在努力抓住能源出口数量、价格这个深度影响俄经济“牛鼻子”，同时要做到促使俄 2023 年一季度通货膨胀率下降到 5%，二季度下降到 4%。其次，为维持俄经济发展趋势，需要采取措施支持汽车、木材加工、农业、旅游等重点行业发展。最后，解决就业率和居民实际收入增长等民生问题。

5、印度经济发展形势

印度经济 2022 年从新冠疫情引发的低迷中复苏，并有望在未来进一步改善，但地缘政治紧张局势、美元走强和通胀上升带来的下行风险将继续存在。增长趋势的积极轨迹和基本面的改善将有助于该国抵消全球逆风的影响，这些逆风预计将在未来对该国的出口产生影响。

在经济发展速度方面，2022 年第一季度完成的名义 GDP 为 59.97 亿卢比，与去年同期相比，剔除商品与服务价格上涨因素后，实际提升了 4.1%。2022 年二季度印度 GDP 为 36.85 万亿卢比，同比增长 13.5%，2022 年第三季度实际 GDP 增长 4.1%，第四季度增长 4%政府和储备银行在新的一年里面临的挑战将是遏制通货膨胀，遏制卢比对美元的贬值，促进私人投资和增长，以确保印度仍然是世界上增长最快的主要经济体之一。

图五：印度 GDP 走势图（年度）



通货膨胀方面，经济面临的最大问题是持续的高通货膨胀，在一年中大部分时间都高于储备银行的舒适水平。事实上，印度储备银行必须向中央政府提交一份报告，说明为什

么未能遏制通货膨胀。对政策制定者来说，卢比兑美元贬值也仍然是一个挑战，使进口产品更加昂贵，进而影响该国的经常账户赤字。未来几个月，卢比将继续承压。

出口方面，由于主要西方市场的衰退和俄罗斯-乌克兰战争引发的地缘政治危机，2023 年的情况可能也不乐观。在 2022 年的后几个月，由于全球经济动荡，科技行业出现了大量裁员，不过随着电信和服务导向型行业预计将加速招聘，新的一年可能会有各种各样的机会迎接求职者。

利率方面，印度正受益于名义 GDP 快速增长和收入增长。这些动态有助于稳定关键的债务指标，包括债务与 GDP 的比率，政府的利息负担，尽管仍处于较高水平。虽然这股顺风将在 24 财年减弱，但我们仍预计印度明年将实现稳健增长。印度还面临一些与预期中的全球经济放缓、利率和通货膨胀有关的风险，特别是在收紧货币政策继续在整个系统中发挥作用的情况下。印度储备银行提前加息，以遏制通胀，以及美联储反复加息引发的卢比贬值，从而使贷款更加昂贵。然而，疫情后被压抑的需求激增，帮助印度房地产市场（该国最大的雇主之一）克服了今年利率上升的风险，但这一梦想之旅可能在 2023 年面临全球逆风的阻碍。

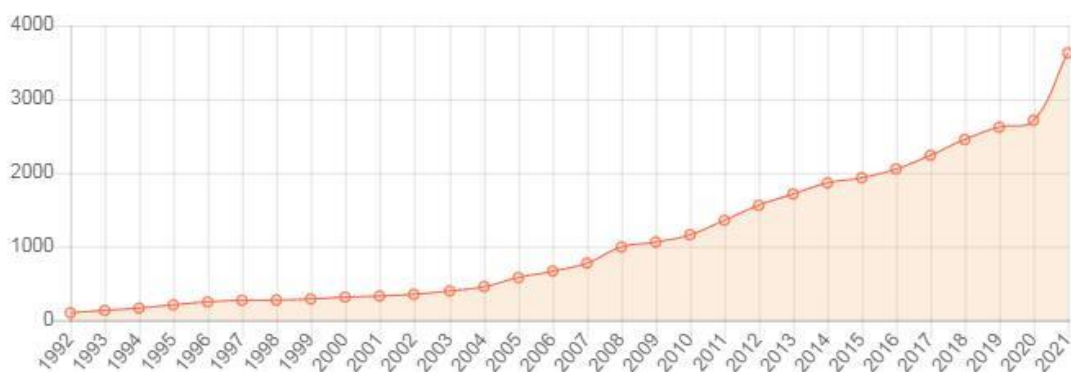
6、越南经济发展形势

2022 年越南经济创奇迹。GDP 增长 8%、低通胀、进出口繁荣、稳定的政治和外交。在国际贸易中的经济地位得到巩

固和确认；国内消费强劲有力，内需增速达到外需的 2 倍；国际资本对越南的直接投资为 5 年来最高。2023 年强劲的出口和零售仍是越南经济增长的主要驱动力。

在经济增长方面，2022 年越南 GDP 增长 8.02%，在亚洲主要经济体中表现最好。越南经济开放度大，生产原料、燃料严重依赖进口，本土资源有限，作为新兴国家市场竞争力也有限。世界的一点小变化，都会对越南的经济社会产生巨大影响。在俄乌地缘冲突导致的能源和大宗商品价格飞涨、全球面临近 40 年来最高通胀、全球大多数经济体加息抗通胀导致低增长的背景下，越南的经济增速达到了 8.02%，不仅超过了其年度发展计划，还创造了近十年来的发展奇迹，在亚洲国家中独领风骚。

越南 GDP 走势图（年度）



国际贸易方面，越南如今是纺织品、服装、鞋类和主要国际品牌电子产品的主要生产国之一。2022 年，虽然全球总需求下降，供应链断裂，出口生产商在进料和消费市场面临困难。在很多人担心全球经济放缓将对越南出口需求产生较

大的不利影响时，越南的商品出口成交额仍比 2021 年大幅增长，越南货在国际市场的占比持续扩大。2022 年越南商品进出口额超过 7300 亿美元，其中 36 个项目出口额超过 10 亿美元。海产品出口额首次突破 100 亿美元，越南成为世界第三大海产品出口国。贸易顺差 112 亿美元，处于历史高位，有助于缓解越南盾的汇率压力。2022 年全年货物进出口总额达 7325 亿美元，同比增长 9.5%。其中出口增长 10.6%，达 3718.5 亿美元；进口增长了 8.4%，约 3606.5 亿美元。

经济国际化方面，商品出口的快速增长是过去几年和未来几年越南经济增长的引擎。外资企业在推动越南经济国际化方面起到了显著作用。越南的出口商品分类中，有 8 个商品组的成交额占到整个出口总额的 70.1%。其中以外国企业为主的电话和组件、计算机电子产品和组件，占到越南总出口额的 30.8%。这反映了越南在电子消费品制造业中在国际市场的地位持续增强。根据世界贸易组织（WTO）排名，越南连续跻身全球进出口额最大的 30 个国家和地区之列。尤其是在过去几年东盟国家排名没有上升的情况下，越南的排名在 2022 年越南进出口总额突破 7000 亿美元的情况下有了显著增长。

内需方面，在外需对越南商品快速增长的同时，越南的内需增长比外需增长更快，内需和外需的增长实现了合理的平衡发展。2022 年，越南社会消费品和服务零售总额增长

19.8%，接近 10.6%的商品出口增长幅度的两倍。2022 年越南社会消费品和服务零售总额预计为 5679.9 万亿越盾，比上年增长 19.8%。若剔除价格因素，则增长 15.6%。其中 2022 年 12 月，越南的消费品和服务零售总额估计为 515.8 万亿越南盾，环比增长 3.7%，比去年同期增长 17.1%。第四季度的消费品和服务零售总额预计为 1514.6 万亿越盾，环比增长 4.8%，同比增长 17.1%。12 月份和四季度的消费品与服务增幅与全年平均增幅比较接近，说明越南的国内需求全年波动不大，增长比较稳定。分类看，第四季度越南的商品零售额同比增长 11.1%；住宿和餐饮服务同比增长 46.3%；旅游业同比增长 231.5%；其他服务业同比增长 41.2%。过去一段时间，商品市场相对平稳，服装和家居用品的需求在换季时有所增加。粮食和基本食品供应充足，能够满足消费需求，物价波动不大。

国际资本对越投资方面，在国际贸易和国际投资下滑的背景下，对越南的外国直接投资（FDI）是经济发展的亮点。截至 2022 年 12 月 20 日，越南 2022 年实际使用外资 224 亿美元，比 2021 年增长 13.5%，这是近 5 年来越南最高的外商直接投资额。越南注册的外国直接投资总额（包括新注册资本、调整后注册资本和实缴资本、从外国投资者购买股份）近 277.2 亿美元，略高于实际利用的 FDI 金额。

外国投资者在越南的 21 个行业中投资了 19 个行业。加

工制造业首当其冲，总投资超过 168 亿美元，占注册资本总额的 60.6%。房地产业务位居第二，总投资超过 44.5 亿美元，占注册资本总额的 16.1%。其次是电力生产和配电行业；科技活动注册资本分别超过 22.6 亿美元和近 12.9 亿美元。越南的招商引资重点转向高新技术产业和领域，这些投资推动了越南制造质量提升，项目技术现代化，帮助越南创造极具竞争力的产品，同时满足绿色和可持续发展的目标，使越南经济更加深入地参与全球供应网络。

2023 年越南的出口和销售强劲的零售依然是经济增长的主要驱动力，不过在贸易继续增长的同时，全球对越南出口产品的需求正在放缓。虽然越南的国内消费增长势头不错，但出口市场的下滑对越南的经济还是会构成一定的影响。尽管如此预计越南 2023 年将以 6.3% 的增速成为东盟地区增长最快的经济体。

（二）国际大宗商品价格趋势

1、黄金

图六：十年黄金价格走势



图六：五年黄金价格走势



图七：2021年12月--2022年12月黄金价格走势



图八：2022年12月国际黄金价格走势



2022年国际现货金价总体呈现冲高回落走势，一季度受避险情绪推高，二、三季度受货币紧缩政策影响而回调下跌，四季度有所反弹。2022年初随着俄乌冲突的爆发，在避险情绪和通胀预期的双重因素推动下，国际现货金价在3月8日涨至年内高点2070美元/盎司，接近2020年8月创下的历史高点2075美元/盎司。而美联储为了抑制不断走高的通胀

数据，从3月开始逐步加息，在紧缩预期之下，金价也开启了新一轮下跌回调，于9月28日最低下探至1614美元/盎司。国内金价受到汇率对冲和境内外价差走势的影响，总体波动小于境外。

2001年后黄金价格的起飞。2001年美国结束了长达10年以“新经济”为特征的持续增长，美元开始对主要货币贬值，金价重整升势。直到2005年上半年黄金增长非常强劲，较上年同期按吨数计算上升了21%，以美元计算上升了29%。就价值而言，从2004年6月到2005年6月的12个月里，黄金饰品的需求达到了380亿美元，是有史以来需求最高的12个月。2008年受全球金融危机的影响，很多原先买入黄金以求避险的机构不得不大量抛售黄金来获得流动资金，黄金价格八九月份出现暴跌。金价在2016年上半年表现大放异彩，涨逾25%，下半年受美国大选尘埃落定、美联储加息落地等影响，出现大幅重挫，回吐2016年大半涨幅。2017年金价大幅振荡。全球货币政策正常化步伐加大，金价面临下行压2017年末金价有所回调。2020年国际金价震荡上行。新冠疫情暴发后，国际金融市场出现流动性风险，黄金价格先抑后扬。2022年地缘政治助推金价，俄乌战争爆发，国际黄金强劲。

2022年12月美联储加息幅度放缓，流动性边际改善，叠加美元指数已进入震荡略偏弱阶段、实际利率高点或已经

出现，该行认为制约金价的因素可能均已现拐点。此外，美国技术性衰退信号出现，滞胀或衰退情境下金价涨幅居前。由于能源等商品价格、还有美国住房类价格逐步从高位回落，预计2023年二季度就能看到美国通胀数据较2022年有所回调。不过预计美联储仍将在一段时间内维持高利率政策，那么由此可能导致实际利率走高，对黄金走势形成压制。预计美联储加息会令市场对经济衰退风险的担忧逐步累积，加之市场倾向在政策实际转向前，对潜在的降息进行提前定价，降息预期转而会主导市场情绪，黄金有望在2023年下半年开启新一轮上涨行情。

2、石油

图九：二十年石油价格指数走势图



图十：十年石油价格指数走势图



图十一：五年石油价格指数走势图



图十二：2021年12月--2022年12月石油价格走势



图十三：2022年12月份石油价格走势



2022年以来，国际原油市场的交易围绕地缘冲突、国内疫情、OPEC+与拜登政府间的博弈、海外宏观衰退等主线展开，油价维持中高位区间。

1-2月份，外盘原油在供应弹性不足、需求稳步回升和低库存的格局下呈现震荡偏强走势，期间俄乌冲突和伊核谈判进展是主导油价波动的主要因素，随着2月14日俄乌事

件升级为军事冲突，油价也迎来了脉冲式上涨行情，3月7日布油一度涨至139.13美元/桶的历史高位；之后3-5月，油价冲高回落后呈现高位震荡走势，主要是俄乌冲突、欧盟对俄石油制裁、国内疫情、成品油需求强劲、宏观经济衰退等多空因素综合影响的结果；6-9月份，宏观衰退逻辑占据主导，高通胀下海外央行纷纷加息以抑制通胀，海外经济下滑拖累石油需求，且俄罗斯减量预期未有兑现、OPEC+维持增产政策不变的情况下，原油供需结构相对宽松，油价在此阶段开启下跌行情；10月份，油价在OPEC+减产200万桶/天的政策提振下止跌反弹，但11月份以来宏观经济压力和国内疫情扩散再度打压需求，且对俄价格上限的制裁影响较小，油价再度转跌。国内原油期货的价格走势与外盘大致相同，但8-10月两者走势出现了明显背离，主要因6月份时国际油价较高致使INE期货注册的仓单数量较少，叠加当时中国经济表现好于外盘，且美联储高强度加息使得人民币兑美元贬值，综合因素影响下内盘原油的表现在8-10月要好于外盘；11月份以来在仓单数量增加、人民币升值和国内需求走弱的情况下，内外盘走势才逐渐回归。

2016年--2021年，影响油价的主要因素为OPEC+减产、地缘政治、新冠疫情以及全球经济状况等。几个重要事件包括：2016年，随着原油价格的不断下降，OPEC内部经济较差的国家陷入了财政危机，而以沙特为代表的OPEC和以俄

罗斯为代表的产油国意识到将非常规油气挤出。于是，OPEC 与俄罗斯妥协，开始采取限产保价的策略支撑油价，原油的价格自 2016 年初开始见底。2017 年，委内瑞拉经济动荡、伊朗核制裁、以及美国页岩油增产受到管输能力的限制导致国际原油供需趋紧。2018 年，由于沙特改变态度增产，俄罗斯及美国同样增加产量，伊朗制裁不及预期等因素，原油市场从供给不足转向供给过剩，油价暴跌。2019 年，沙特和科威特两个油田开始试生产，进一步抵消 OPEC 减产的努力，全球公共卫生事件或对全球经济反弹形成阻碍，进一步限制原油需求，虽然各国近期出台的刺激措施也缓解了市场的担忧情绪。2020 年，国际油价开始于 60 美元/桶水平，随后遇上百年一遇的新冠肺炎令市场需求大减。直到 12 月 OPEC+ 决定减缓 2021 年增产速度，才引领油价回升至 50 美元/桶水平。2021 年各原油均价较 2020 年大幅反弹。国际原油价格整体呈现震荡上行价格，供需两端的利好成为油价上涨的主要支撑因素。6 月之后，随着北半球进入夏季需求旺季，加之欧美防疫封锁的解除，全球能源需求的恢复速度进一步加快。

美国库存仍处于低水位上，出口需求的强劲使得总需求仍有韧性。截至 10 月末，美国石油战略储备周度下降 193 万桶至 3.99792 亿桶，为 1984 年 5 月 18 日以来最低。美国汽油库存比去年同期低 3.6%；比过去五年同期低 6%；馏份

油库存比去年同期低 16%，比过去五年同期低 19%。低库存水平支撑下，油价难有大幅度的下挫。

展望 2023 年，全球原油市场将迎来供需双弱格局。供应方面，OPEC+维持减产立场主动对冲需求缩量，俄罗斯受制裁影响供应有减量风险，美国受资本支出限制产量增长依然缓慢，因此 2023 年全球原油供应增长预计较为克制；需求方面，国内疫情政策的放开提振 2023 年需求预期，但受 2023 年欧美经济体的衰退预期拖累，2023 年全球石油需求增速预计也将放缓，未来海外发达经济体的衰退程度、国内疫情的恢复节奏都将对明年的石油需求带来很大影响，当前对 2023 年海外经济体的展望仍维持轻度衰退的观点。

整体而言，2023 年全球原油市场在供需双弱格局下或仍维持高油价的运行中枢，2023 年全球石油供需或将出现约 30 万桶/天的缺口，在供应相对确定的情况下，未来油价运行节奏或紧跟需求端的变化，包括欧美经济体的衰退情况和国内疫情的恢复情况等，鉴于 2023 年下半年国内需求或有显著改善，且下半年海外经济衰退压力有望放缓，预计 2023 年油价呈现前低后高的走势。

3、人民币汇率

图十四：二十年美元兑人民币走势图



图十五：十年美元兑人民币走势图



图十六：五年美元兑人民币走势图



图十七：2021年12月--2022年12月美元兑人民币走势图



图十八：2022年12月份美元对人民币走势图



2022年，人民币汇率走势跌宕起伏。由一系列国内外宏观因素主导。从国内角度来看，疫情以及防疫政策的转变直接作用于市场对于经济基本面的预期，经济好则汇率强。因此2022年疫情及政策预期是主导人民币汇率走势的主要因素。从国外角度来看，美联储激进加息以及俄乌冲突是两项重大的海外风险事件。美联储加息削弱美国经济增长预期，俄乌冲突直接冲击欧洲经济。海外需求走弱叠加我国年内严

格的防疫政策导致我国 2022 年出口增速由正转负，对人民币汇率形成拖累。

2016 年--2022 年，人民币兑美元汇率一直在 6.24-7.31 上下波动。2016 年人民币兑美元汇率中间价从 1 月初开始延续下跌趋势，全年震荡下行，其中在 5 月、10 月和 11 月跌幅均超过 1%。2017 年，人民币对美元的升值幅度接近 7%。在全球经贸繁荣的大背景下，会在一定程度上增加对美元的结算需求，因此美元的相对稳定，以及人民币利用广泛的贸易优势，增加在国际货币结算体系中的应用。2018 年，人民币汇率小幅走弱，但贬值预期弱化。近期市场几乎看不到人民币走弱的空间，因此即使是美元指数被动走强，交易力量仍然推着人民币走升。2019 年，因国际投资者卖出中国股票和债券资产，或造成短期的国际资本外流，增加外汇市场需求，对人民币汇率产生压力，造成人民币汇率在年内波动频繁。2020 年，新冠疫情冲击市场，令全球经济大幅受挫。人民币走势一波三折：年初国内疫情对经济产生较大影响，人民币大幅贬值，随后国内疫情稳住，逐步实现经济回暖，人民币持续升值。2021 年美国 PMI 亦有所回落，美国基本面偏弱也压制了美元指数。中国人民银行 MLF 和逆回购利率，也抑制人民币了进一步升值。

从国内来看，2022 年疫情以及防疫政策的变化是影响中国经济基本面以及汇率的最主要因素。国内的疫情调控政策可以大致分为四个阶段：首先是 2022 年 3 月下旬至 5 月底

期间，全国多个城市暴发奥密克戎疫情，其中上海单日新增感染人数不断上升，导致上海不得不采取全域静态管理措施。在此期间，人民币对美元汇率自 2022 年 4 月 19 日起开始连续贬值，美元对人民币汇率由 6.38 上升 6.77，一个月内人民币对美元贬值 6.1%。其次是 2022 年 6 月至 7 月，当时上海解除全域静态管理，此前 3-5 月所积压的需求和生产潜力在短期内被快速释放。在此期间，人民币汇率出现一定幅度的回升，人民币名义有效汇率指数 99.13 回升 102.95，升幅达到 3.9%。第三阶段是 2022 年 8 月至 11 月，除奥密克戎疫情再度肆虐之外，全国多个城市商品房楼盘出现无法按时交付的风险事件，叠加中国出口增速放缓，市场对于中国经济基本面的悲观预期带动包括汇率在内的资产价格剧烈调整。最后一个阶段是 2022 年 12 月以后，国务院联防联控机制对优化疫情防控措施做出新的部署，各地开始逐渐放宽疫情防控，多地对于进入公共场所不再要求查验场所码，健康码、通行码等此前常态化防疫手段逐步退出历史舞台。在 2022 年 12 月以后，可以看到无论是人民币对美元汇率还是人民币指数走势均有所企稳，在 12 月 1 日至 12 月 31 日期间，美元对人民币汇率由 7.08 下降至 6.95。

从海外来看，2022 年美联储激进的货币政策紧缩以及俄乌之间的军事冲突是影响全球资产定价的两项重大风险事件。从美联储货币政策来看，2022 年美联储累计加息 425bp，并开启缩表进程，创下自上世纪 80 年代以来最为激进的加

息周期。从美联储会后的预测数据来看，2022年美国GDP增速预期在3月会议时为2.8%，而到了12月会议时已降至0.5%；美联储预期美国劳动力市场将依然稳健，虽然失业率预期由3.5%上升至3.7%，但这一水平仍处于历史低位；美国通胀预期由3月会议的4.3%上升至5.6%，依然远高于美联储2%的政策目标，这意味着在2023年美联储将延续此前的紧缩货币政策，但在美国经济增速预期下滑的背景下，美联储的加息力度可能有所减弱，加息频率有所放缓。

展望2023年，我国国内的经济预期已有所改善，国常会已出台一系列房地产救市政策、消费刺激政策以及基建投资政策，在解除疫情防控这最后一个制约因素之后，2023年我国内需有望回暖。然而，2023年海外经济体的增长前景仍存在较大不确定性，最大的风险事件依然是在美联储加息背景下的美国经济走势。回顾2008年后的全球经济，全球经济增长已高度协同，若美国陷入经济衰退，将对全球经济产生不利影响，并进一步影响我国外贸条件。从我国经济历史数据来看，外贸依然是拉动我国经济增长的重要引擎之一，自2009年之后，我国几乎没有外贸走弱但经济走强的年份，因此应警惕2023年全球经济下滑对我国经济以及汇率波动所带来的溢出效应，稳定外贸局势是2023年稳定人民币汇率的关键。

二、国内经济形势

2022年国民经济顶住压力持续发展，运行总体稳定。经济增长快于多数主要经济体。2022年二季度前期，受一些超预期因素冲击，国民经济一度出现下滑，党中央、国务院及时出台稳经济一揽子政策，力促经济顶住压力企稳回升。就业物价总体稳定，人民生活持续改善，高质量发展取得新成效，经济社会大局和谐稳定。

（一）国内主要经济指标

2022年，我国GDP为1210207亿元，比上年增长3.0%；2022年12月份，CPI（全国居民消费价格）同比上涨1.8%；2022年12月份，PPI（全国工业生产者出厂价格）同比下降0.7%，环比下降0.5%；2022年1-12月，全国固定资产投资572138亿元，比上年增长5.1%；2022年1-10月，全国一般公共预算收入173397亿元，扣除留抵退税因素后增长5.1%，按自然口径计算下降4.5%；2022年1-12月，我国货物贸易进出口总值420678亿元，比上年增长7.7%；2022年12月末，广义货币（M2）余额266.43万亿元，同比增长11.8%；12月份，规模以上工业增加值同比实际增长1.3%。

1、国内生产总值（GDP）

2022年，我国GDP为1210207亿元，突破120万亿大关，按不变价格计算，比上年增长3.0%。按年平均汇率折算，我国GDP总量约为18.0万亿美元，稳居世界第二。分产业看，

第一产业增加值 88345 亿元，增长 4.1%，拉动经济增长 0.3 个百分点；第二产业增加值 483164 亿元，增长 3.8%，拉动经济增长 1.4 个百分点；第三产业增加值 638698 亿元，增长 2.3%，拉动经济增长 1.3 个百分点。三次产业增加值占 GDP 的比重分别为 7.3%、39.9%和 52.8%。与上年相比，第一、二产业比重分别提高 0.1、0.6 个百分点，第三产业比重下降 0.7 个百分点。四季度，我国 GDP 为 335508 亿元，按不变价格计算，比上年同期增长 2.9%，较三季度有所回落。其中，第一产业增加值 33497 亿元，增长 4.0%，拉动经济增长 0.4 个百分点；第二产业增加值 132601 亿元，增长 3.4%，拉动经济增长 1.3 个百分点；第三产业增加值 169411 亿元，增长 2.3%，拉动经济增长 1.2 个百分点。从环比看，经调整季节因素后，四季度 GDP 环比增长 0.0%。

受国内各地迎来疫情高峰、海外需求持续收缩和高基数效应等不利因素的影响，需求和供给两端复苏进程放缓，四季度经济增速回落，未来在低基数效应、防疫政策优化和稳经济政策持续加码的助力下，2023 年经济有望继续企稳修复，全年达到 5.5%左右的增长速度。

图十九：中国 GDP 同比增幅走势图

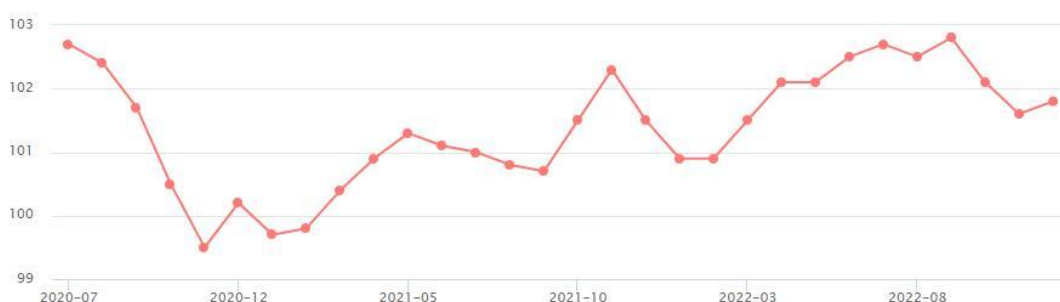


2、全国居民消费价格（CPI）

2022年12月份，全国居民消费价格同比上涨1.8%。其中，城市上涨1.8%，农村上涨1.8%；食品价格上涨4.8%，非食品价格上涨1.1%；消费品价格上涨2.6%，服务价格上涨0.6%。12月份，全国居民消费价格环比持平。其中，城市持平，农村下降0.2%；食品价格上涨0.5%，非食品价格下降0.2%；消费品价格下降0.1%，服务价格上涨0.1%。2022年全年，全国居民消费价格比上年上涨2.0%。

食品价格反弹是此次CPI回升的主要原因，具体表现为受季节性因素影响鲜菜价格环比上涨较多，另外猪肉供给持续增加，前期压栏肥猪陆续出栏造成猪价持续下跌。此外，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.7%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，显示需求复苏仍温和，总体价格平稳增长。

图二十：中国CPI同比增幅走势图



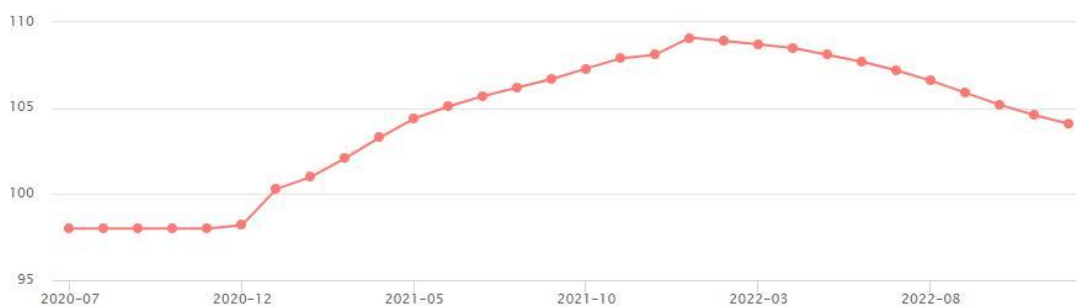
3、PPI

2022年12月份，全国工业生产者出厂价格同比下降0.7%，环比下降0.5%；工业生产者购进价格同比上涨0.3%，

环比下降 0.4%。2022 年全年，工业生产者出厂价格比上年上涨 4.1%，工业生产者购进价格上涨 6.1%。

12 月份，受国际大宗商品价格波动传导和国内需求偏弱等多种因素影响，工业品价格走势整体下行，工业品价格环比持续低迷，同比下行幅度持续收窄，具体而言：受工业上游原材料、能源品等价格震荡回落影响，高基数效应下生产资料价格同比仍低；受上游工业传导及中下游工业需求回温影响，生活资料价格同比表现平稳增长。

图二十一：中国 PPI 同比增幅走势图



4、固定资产投资

2022 年 1—12 月份，全国固定资产投资（不含农户）572138 亿元，比上年增长 5.1%。其中，民间固定资产投资 310145 亿元，比上年增长 0.9%。从环比看，12 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.49%。

基建投资明显提速及制造业投资较快增长是投资保持平稳增长的主要原因，而房地产开发投资仍然走弱较大程度上压低了投资增速。央行降准促进综合融资成本稳中有降，政府强调要推动制造业高端化、智能化、绿色化发展等都支

撑了制造业尤其是高技术制造业投资维持高增长。

图二十二：中国固定资产投资月度增幅走势图



5、财政收入

1-10月累计，全国一般公共预算收入173397亿元，扣除留抵退税因素后增长5.1%，按自然口径计算下降4.5%。其中，中央一般公共预算收入80005亿元，扣除留抵退税因素后增长4.8%，按自然口径计算下降5.5%；地方一般公共预算本级收入93392亿元，扣除留抵退税因素后增长5.4%，按自然口径计算下降3.6%。全国税收收入142579亿元，扣除留抵退税因素后增长2.4%，按自然口径计算下降8.9%；非税收入30818亿元，比上年同期增长23.2%。

整体来看，公共财政收入正呈现边际向好态势。1-10月全国一般公共预算收入在扣除留抵退税因素后，同比增速较1-9月提升1个百分点，主要在于税收收入的加速回暖以及非税收入保持较高同比增速。

图二十三：中国财政收入趋势图

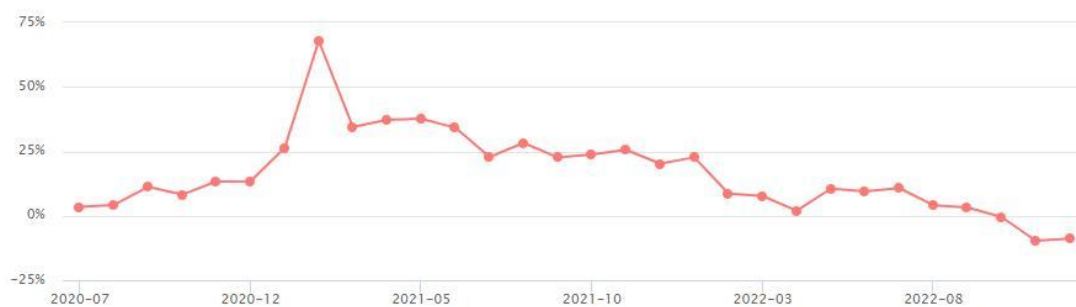


6、对外贸易进出口

2022 年全年货物进出口总额 420678 亿元，比上年增长 7.7%。其中，出口 239654 亿元，增长 10.5%；进口 181024 亿元，增长 4.3%。进出口相抵，贸易顺差 58630 亿元。一般贸易进出口增长 11.5%，占进出口总额的比重为 63.7%，比上年提高 2.2 个百分点。民营企业进出口增长 12.9%，占进出口总额的比重为 50.9%，比上年提高 2.3 个百分点。机电产品进出口增长 2.5%，占进出口总额的比重为 49.1%。12 月份，货物进出口总额 37713 亿元，同比增长 0.6%。其中，出口 21607 亿元，下降 0.5%；进口 16106 亿元，增长 2.2%。

2022 年 12 月，中国出口总额 3060.8 亿美元，同比下降 9.9%，较上期下降 1.2 个百分点，出口增速延续下降趋势，高于市场预期。这主要是因为 12 月份全球经济下行压力增加，发达经济体货币政策持续收紧，海外需求整体走弱，对中国出口产生不利影响。

图二十四：中国进出口总值同比增幅走势图

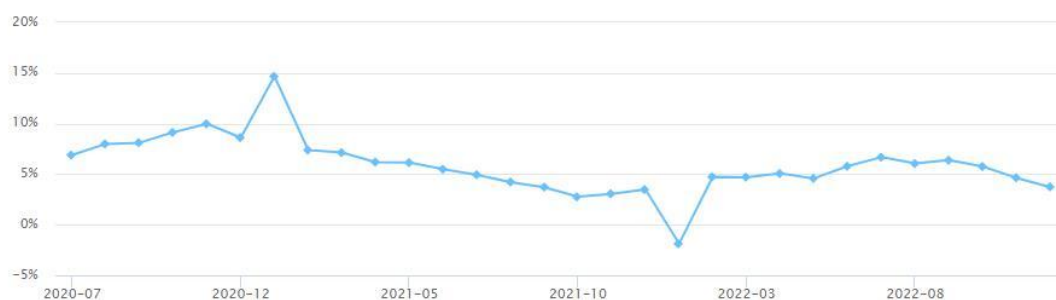


7、M1、M2

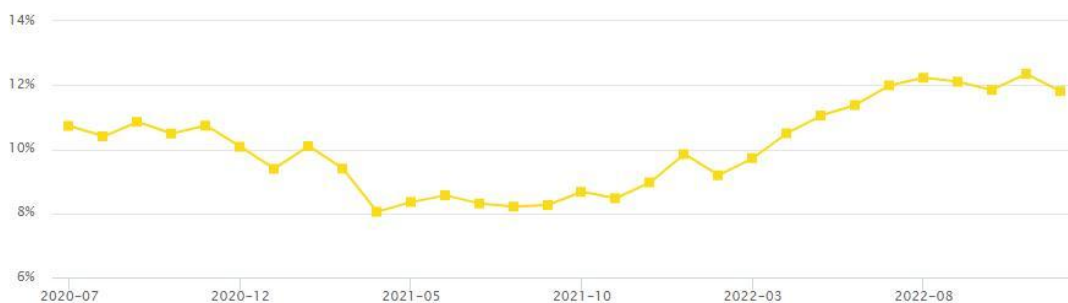
12月末，广义货币(M2)余额266.43万亿元，同比增长11.8%，增速比上月末低0.6个百分点，比上年同期高2.8个百分点；狭义货币(M1)余额67.17万亿元，同比增长3.7%，增速比上月末低0.9个百分点，比上年同期高0.2个百分点。

12月末M2同比增速继续高位运行，可见今年以来国内货币政策环境长期保持适度宽松，面对疫情的持续扰动，金融政策助企纾困、维持经济增长持续发挥着重要的作用。具体而言主要是12月理财赎回压力缓解，理财转化成存款的规模在稳步减少，以及去年同期基数走高，使得推升M2同比增速大幅上涨的动力减弱。

图二十五：中国M1同比增幅走势图



图二十六：中国 M2 同比增幅走势图



8、工业增加值

12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 1.3%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，12 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.06%。2022 年，规模以上工业增加值比上年增长 3.6%。

国内疫情冲击仍持续，工业生产超预期回落。疫情短期冲击影响仍显著，弱市场需求下全国规模以上工业增加值同比较上月继续回落，但从结构看仍存向好点，工业新动能继续发挥引领作用，预计随着疫情冲击影响逐渐被市场消化，工业经济有望较快恢复。

图二十七：中国工业增加值同比增幅走势图



（二）国内大宗商品价格趋势

2022 年国内主要商品价格走势大多呈现震荡回落的走

势。钢铁行业经受了预期转弱、供给冲击和需求收缩的“三重压力”，整体维持一种亏损但不减产的状态；2022年铜价先扬后抑，价格中枢整体下移。整体呈现供需双弱的局面；2022年全年焦炭行业处于低利润，上半年受钢厂复产以及下游钢材利润上涨影响，价格拉涨；下半年因成材需求下降、钢厂持续亏损，焦炭市场价格震荡下行；2022年水泥下游需求延续弱势，产量大降，从价格来看，虽然在上半年和下半年各有小幅回升，但整体呈现下行态势；2022年沪铝整体处于宽幅震荡。上半年受到全球欧洲能源危机以及地缘政治的影响，铝价一度飙升。之后在美联储强势加息以及国内疫情等利空影响下，铝价开启下行周期；2022年房地产行业整体表现低迷，为了稳定楼市，2022年从中央到地方都频繁释放积极信号，房地产市场预期持续改善。

1、钢铁

2022年，钢铁行业整体维持一种亏损但不减产的状态。钢铁市场全年经受了预期转弱、供给冲击和需求收缩的“三重压力”和俄乌冲突、美国意外持续大幅度加息、疫情纠缠不清的“三大冲击”。钢铁行业运行态势，呈现了这么几个特点：一是宏观情绪引发钢价上下求索；二是政策调控增强钢铁需求韧性；三是目标调控左右供给高低难调；四是要素禀赋决定企业利润分化。12月整体价格呈现整体震荡上涨，全国受到宏观利好消息震荡上涨，随着全国疫情封控放开，市

场经济得到强刺激后盘面大幅反弹，整体市场走势反弹明显。

12月钢厂螺纹钢钢厂利润继续亏损严重，线材亏损空间扩大，今年以来，炼钢成本一直处于高位，原料价格涨幅明显，远高于钢价涨幅，钢厂利润一再被压缩，导致目前大部分钢厂持续处于亏损状态，钢厂生产积极性大大降低，2023年1月停产全国停产检修力度加大。钢价高位，市场商家冬储意愿动作较少，需求端依旧没有有效支撑，市场提前休市，成交下滑明显。钢厂原料库存偏低，目前钢厂原料补库不理想，临近春节假期，钢厂或有补库的潜在需求。目前来看强预期、弱现实的格局暂未发生变化，综合来看，预计1月份钢价或将高位调整，钢厂亏损延续。

12月成交量整体呈现下降趋势，12月疫情放开，市场人员感染居多，多分批实行居家办公，加之下游需求表现不佳，整体成交下降，但钢价却呈现震荡偏强状态，主要还是受宏观消息利好刺激，临近年末，全国钢厂，商家冬储政策陆续公布，现供应端压力不大，商家挺价意愿偏强，但元旦过后，市场商家将陆续放假，综合来看，预计1月成交量继续走弱为主。

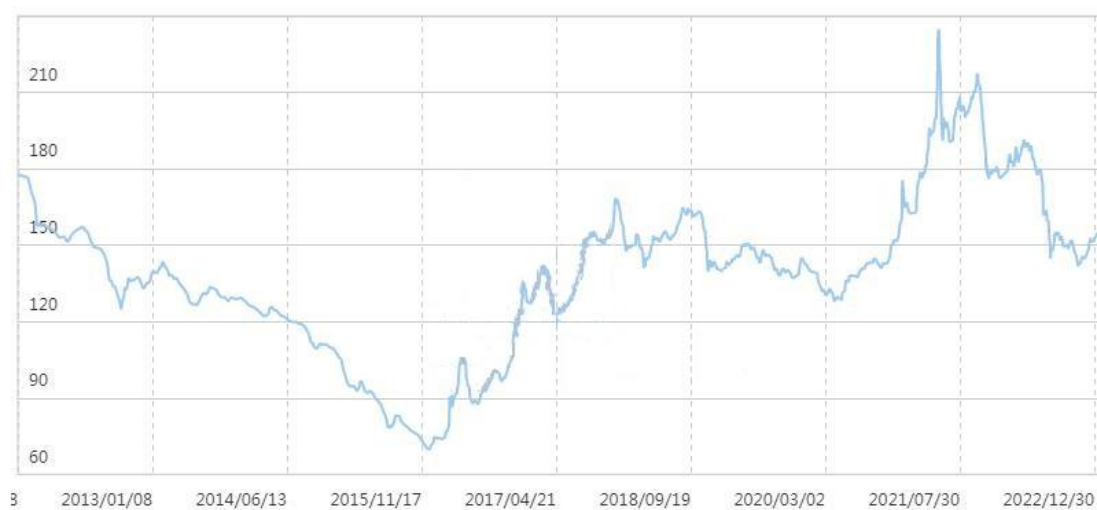
12月份钢材现货市场价格整体呈现波段性上涨，自11月21日起焦炭连续四轮提涨落地，原料成本端不断走强，对现货价格支撑强劲，且长流程钢厂企业处于亏损状态，钢

厂推涨为主；同时疫情防控政策优化，强预期占据上升，市场对后市信心有所提升，谨慎乐观，现货价格不断攀升。2023年1月来看，需求方面，需求愈发冷清，北方工地多数已经停工，工人返乡，终端和商家已经陆续放假，实际需求寥寥，市场成交集中在部分刚需以及投机需求，另外，冬储政策陆续出台，商家操作上比较谨慎，主动冬储意愿不强；钢厂方面，目前亏损状态下，主导钢厂价格坚挺，贸易商成本偏高，且部分地区市场资源紧俏，价格底部存在支撑；整体来看，随着春节临近，钢厂生产以及市场操作有进一步放缓趋势，预计短期价格维持高位震荡，2023年1月钢厂指导价格稳中有涨。

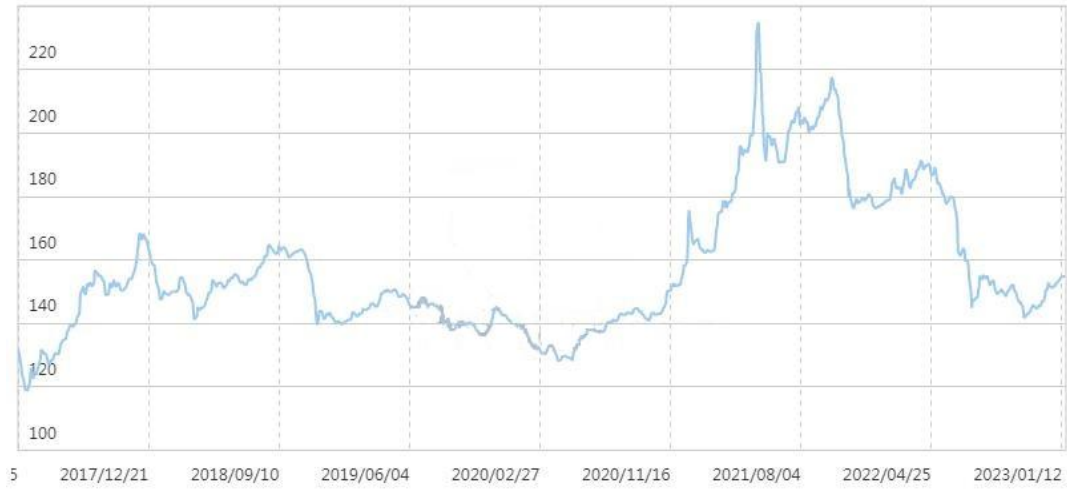
12月整体价格呈现整体震荡上涨，12月全国受到宏观利好消息震荡上涨，随着全国疫情封控放开，市场经济得到强刺激后盘面大幅反弹，整体市场走势反弹明显，但随着元旦春节临近实际成交有限，短期来看，随着年关将至，项目施工进入尾声，需求进一步转弱，但同时，钢厂面临冬季检修，其供应也将下降，供需维持双弱的格局。好在目前现货高成本、低库存，这对价格也有较强支撑。叠加春节效应，2023年1月份钢材需求进一步收缩，库存加快累积，淡季是制约钢价上涨的主因。不过，春节后强预期、高成本以及整体库存压力不大，也支撑着钢价。2023年1月钢价或继续震荡运行。

展望 2023 年，钢铁市场迎来一些变化，一是防疫和房地产政策进行了优化；二是不同经济体经济周期在滞胀、衰退和复苏中切换；三是库存周期从主动去库到被动去库。这种背景下的商品价格，毫无疑问，重心有进一步下行的压力，期间虽有阶段性的反弹，但反弹高度还是会受到制约。中国钢铁市场或将只有当困难充分地显现，风险尽可能地释放，经济不能更差了，价格不能再继续跌了，钢厂不能再亏下去了，钢铁市场，尤其是价格，才能也必将赢来真正的反弹；同时还可能呈现“有底无高”的表现。2023 年 1 月钢铁市场，月初钢厂仍会通过涨价转嫁成本压力，但强预期的故事在基本面的对照下必将褪去一些成色，而基本面的压力显现和加大，从居安思危的角度看，规避波动风险的操作或成为主流，钢价或处于震荡偏弱运行态势。

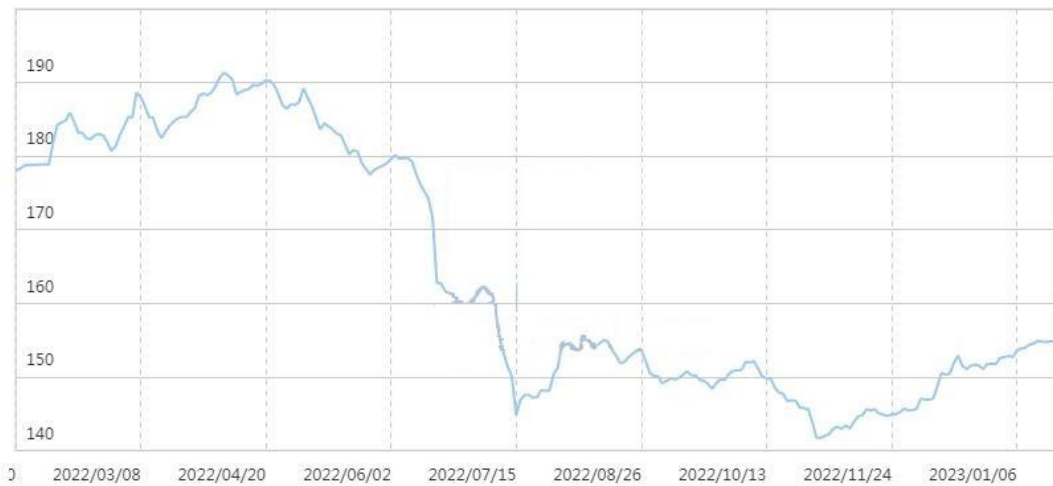
图二十八：十年钢铁价格综合指数走势图



图二十九：五年钢铁价格综合指数走势图



图三十：2021年12月--2022年12月
钢铁价格综合指数走势



图三十一：2022年12月份钢铁价格综合指数走势图



2、铜

2022年铜价先扬后抑，价格中枢整体下移。一季度铜价震荡上行，二季度大幅回落，三四季度铜价探底回升供应端，铜精矿供应整体宽松，在新扩建规模较大带动下新增产能不断释放现货矿加工费不断上行，但是受到南美铜矿山老化品位下滑、罢工等扰动产量增幅不及预期。冶炼端今年受到部分炼厂资金紧张而停产、炼厂集中检修、高温限电、冷料紧张等干扰。另外新扩建项目投放进度不及预期，预计2023年中国精铜产量再创历史新高。随着利废企业对于财税政策适应，废品回收更加顺畅废铜产量或有所回升但增量有限，进口废铜延续增长。

消费上来看，2022年全球央行加息经济增速放缓压制对铜需求，中国尽管受到疫情防控政策的冲击但是基建和新能源汽车、光伏发电等领域带来的铜需求仍显示出了韧劲。2023年受房地产市场拖累，家电和地产板块需求疲弱，但新能源领域将维持高增长支撑用铜需求。

受国内疫情防控全面放开利好影响，12月铜价运行重心上移，回顾来看，12月初各地逐渐放开管控，疫情进入常态化，下半旬进入第一轮感染峰值，放开的利好预期持续消化，而疫情落地影响下游消费淡季更淡，铜价呈现高位反复的走势。

美联储加息落地，50基点符合市场预期，本轮利率上限

有所上调，不过因趋势放缓影响，美元本月延续下行，但跌势同样放缓，对铜价影响减弱。技术面看，铜价平稳震荡，国内春节，炒作行情或有抬头。库存方面未有明显增加，接近12月底华东地区疫情的快速增加，影响下游备货意愿异常清单，推迟了部分年前补货的时间，年前升水保持偏弱格局。目前国内正值春节，市场整体仍将步入淡季，叠加疫情冲击，终端实际需求疲弱，铜价基本面驱动不强。但短期来看，国内宏观环境相对有利，地产相关扶持政策陆续出台，重新放开提振后期需求复苏预期，加之铜低库存难以在短期内改观，依然对铜价格有所支撑，预计短期铜价都将维持震荡格局。

12月沪铜盘面震荡，月初随着国内疫情管控进一步放宽，各地逐渐恢复正常经营，贸易商搬货积极性提升，贸易流畅度增加，市场货源逐渐回升，下游铜企受利润空间影响，基本维持刚需生产，铜厂原料采购挺价意愿提升，市场交投氛围相对活跃。中旬，行情回落，贸易商加快出货，逢高出货，落袋为安。同时，近期下游利废企业采购情绪疲弱，多刚需采购，为年底结算做准备。12月底疫情爆发，部分贸易商出于安全考虑或身体不适，减少贸易频次，对市场货源供应也是有一定的影响。

2023年，原料端逐渐宽松全球铜矿产量增速约为5.3%，随着海外经济衰退需求回落国内消费景气度仍高，精炼铜需

求维持小幅上涨。全球通胀回落经济增速放缓，强势美元仍将对铜价形成压制。海外需求放缓国内需求边际改善逐步企稳，供应逐步趋松整体或将出现小幅过剩 15 万吨，低库存支撑或仍将延续，预计铜价重心小幅回升，但也没有大幅上行基础。

图三十二：二十年铜价指数走势图



图三十三：十年铜价指数走势图



图三十四：2021年12月--2022年12月份铜价指数走势图



图三十五：2022 年 12 月份铜价指数走势图



3、焦炭

2022 年全年焦炭行业处于低利润，甚至多数处于亏损状态。焦炭价格走势呈现冲高回落，上半年受钢厂复产以及下游钢材利润上涨影响，焦炭需求增加，价格拉涨；下半年焦炭在紧平衡状态下，因成材需求下降、钢厂持续亏损，焦炭市场价格震荡下行。从整体上来看焦炭价格依旧高于 2021 年同期，但高价格并不等于高利润。

首先焦炭的盈利由价格和成本两部分组成，2022 年原料炼焦炭供应较为紧张，全年处于去库存状态，价格较为坚挺，配煤成本居高不下。2022 年焦企平均吨焦成本 2983 元/吨，同比增加 24.39%，成本增幅明显。所以，即使在上半年焦炭价格大幅上涨的阶段，也没能带动焦企利润的明显增加，低利润的现实长期存在，微利下的焦企增产积极性有限，而一旦焦企陷入亏损，很快就会有减产动作，当亏损达到边际减产地步，其主动减产行为会更为明显。自 2021 年以来，焦煤整体供需呈现偏紧状态，一直到 2022 年中旬以前，焦煤都面临国内供应不足，进口焦煤补充有限，而下游需求表现

又相对强势的压力，所以煤价也是呈大幅上涨趋势，相应的成本也出现明显增幅。往年焦企吨焦入炉煤成本基本围绕1700元/吨上下波动，市场在没有出现明显供需矛盾前，可以通过改变生产节奏调节供需关系，达到成本回归合理水平，而近两年焦煤走出了独立行情，成本相对高位。

2022年焦炭盈利情况，一季度末二季度初相对较好，在这个时间段焦企焦炭平均售价以及炼焦煤成本为全年最高，但煤炭涨幅略滞后于焦炭；同时煤价涨幅呈现区域化差异，焦炭价格调价相对频繁的主要集中于主产地山西，其余如山东、河南、安徽等地煤价相对稳定，成本涨幅不及焦炭涨幅；其他时期因焦炭价格涨跌幅与焦煤成本涨跌幅不匹配，多数情况下焦煤的上涨都先于和高于焦炭，降价则滞后于焦炭，且幅度有时也低于焦炭，因此多数时间焦企处于亏损状态。由于成本端价格增速高于焦炭价格增速，焦炭主业盈利下滑，二季度焦化毛利（焦炭销售收入-炼焦煤采购金额）仅0.69亿元，略有盈利。三季度实现焦炭销量85.62万吨，焦炭平均售价为2282.96元/吨。成本方面，第三季度炼焦煤单位采购成本为1917.93元/吨，环比下降14.93%。由于价格端下降幅度高于成本端，焦炭主业盈利下滑，第三季度焦化毛利（焦炭销售收入-炼焦煤采购金额）为-1.94亿元，陷入亏损。

当一个品种处于过剩状态时，它的议价权在产业链上就

处于偏低位置。从利润角度考虑，对于产能过剩的品种，只要品种利润足够，那么产量会立马上上去，意味着产量也会很快过剩，产量过剩就注定不会有高的价格，所以焦炭在产能过剩的时间里，未来大概率焦化厂利润都会维持低位运行，甚至长期亏损状态。

对于 2023 年的焦炭价格目前的预测是全年震荡下行。2023 年焦炭维持供需双降格局，受粗钢消费下降影响，下游需求降幅会远远大于上游供应降幅，导致整体供应趋向宽松。进出口方面，由于海外焦化产能投产以及海外需求下降，焦炭出口会收缩，同时进口焦炭可能会增加。预计 2023 年焦炭产能保持继续增长的局面，由于自身的供需趋向宽松，价格重心必将下移。

焦炭价格重心下移并不一定意味着利润重心也要下移，2022 年焦企亏损的一个重要问题在于成本与焦价的变化趋势并不匹配，焦煤自身供需优于焦炭，自身具有较强的价格抗跌性。但对于 2023 年焦煤国内供应小幅增加，在不考虑澳煤进口问题下，预计 2023 年蒙煤能够补充 1000 万吨左右的供应增量，而需求端焦炭消费减量将促使焦企被动减产，焦煤供应将比 2022 年更加宽松，且焦煤在目前的产业链利润里面远高于焦钢企业，所以相应的价格下降空间也将高于焦炭，同时时间上也将和焦炭调价时间一致，2022 年先于焦炭涨价和后于焦炭降价的局面很难再现。

因此，对于 2023 年焦企平均盈利的判断是继续低利润运行，阶段性亏损现状保持不变。未来成本控制是焦企生产的关键，租赁性焦企会有产能退出压力，不过多数自营焦企虽然跟 2022 年一样面临较大的亏损压力，但相对于 2022 年 -304 元/吨的平均亏损下限将会有所提高，即 2023 年会亏损，但亏损幅度会相对收窄。

图三十六：十年焦炭价格走势



图三十七：2021 年 12 月--2022 年 12 月焦炭价格走势



图三十八：2022年12月份焦炭价格走势图



4、水泥

2022年水泥下游需求延续弱势，产量大降！随着房地产行业态势的下行，水泥需求也受到明显的影响。产量方面，2022年1-12月水泥产量为211795万吨，同比下降10.8%，其中12月单月水泥产量为16844万吨，同比大降12.3%，环比下降12.1%，12月水泥产量超预期下降，为2009年以来产量最低一年。进入12月份后，全国多地感染人数达到高峰，工地施工受到较大影响，需求大幅走弱。具体来看地产投资持续弱势，疫情影响下基建投资有所放缓，二者对水泥需求造成较大压制。整体来看，12月需求超预期走弱，加之多地处于冬季错峰，水泥产量出现大降。

另外，多数地区今年水泥需求跌幅超过15%，部分地区甚至达到30%。受需求下滑影响，水泥行业产能过剩问题进一步突出，市场竞争压力不断加大。在2022年初，由于对需求下滑缺少足够的预期，加之市场持续低迷，包括珠三角、长三角在内的国内部分热门市场甚至爆发价格战。

进入下半年旺季以后，虽然各地水泥企业不断发布涨价

通知，但是实际落实情况不佳。水泥企业表示，市场需求严重下滑是关键。2022年水泥需求下滑幅度超过20%。

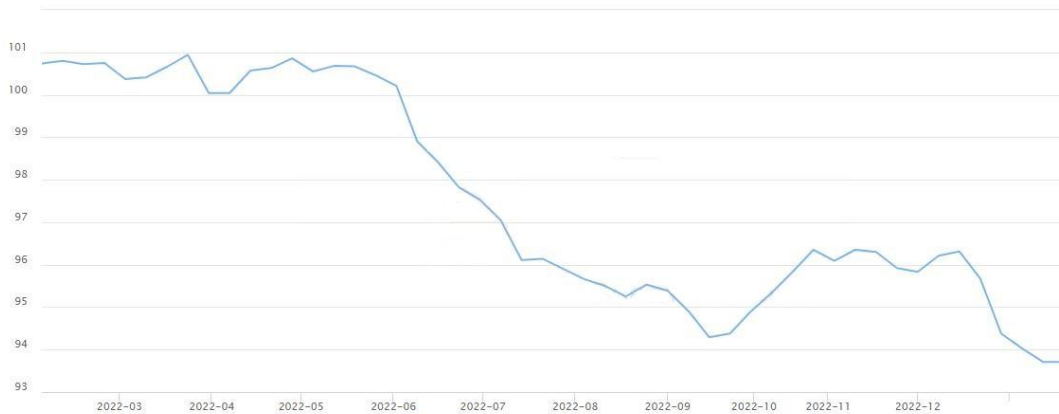
全年水泥价格来看，虽然在上半年和下半年各有小幅回升，但整体呈现下行态势。截止到12月中旬，全国水泥价格指数CEMPI下跌43.32点，全国行情整体呈现“旺季不旺，淡季更淡”态势。由于价格下行，加之能源成本上涨，水泥企业盈利能力大幅度降低。由于需求下滑，市场行情低迷，加之能源成本居高不下，2022年水泥行业利润总额将跌至700-800亿元，较2021年的1694亿，同比下跌超过50%。

12月社会融资规模新增13058亿元，同比少增10522亿元，社融存量同比增速9.6%，较11月回落0.4个百分点，12月社融数据弱于市场预期，但信贷数据改善明显。具体来看，政府债券融资少增、企业债券融资降温是社融数据低于预期的拖累因素，人民币贷款、非标融资强于同期。从信贷端看，整体继续走好，其中企业端连续两个月同比多增增加，居民端少增幅度开始减少，市场主体信心逐步回升。人民币贷款新增14000亿元，同比多增2700亿元，企事业单位用于资本开支的中长期贷款同比多增6017亿元，反映经济基本面回升预期下企业信心大幅修复。尽管12月金融数据整体低于市场预期，但信贷端积极信号持续释放，经济复苏乐观预期较强，“弱现实”和“强预期”差有望持续收敛。

2023年年初，多地处于冬休状态，水泥市场进入季节性

淡季，预计水泥产量仍将下降。需求端看，今年过年较早，工人提前返乡，多地工程施工结束，春节效应下预计下游需求仍将维持弱势；供给端看，多地企业仍在冬季错峰，磨机运转率偏低。供需双弱下，预计水泥产量难有乐观表现。

图三十九：水泥价格走势



5、铝

2022 年沪铝整体处于宽幅震荡。上半年大起大落，下半年平淡无奇。2022 年上半年受到全球流动性泛滥、欧洲能源危机以及地缘政治的多重影响，铝价一度飙升并接近 2021 年的高点 25000 元附近。之后在美联储强势加息以及国内疫情等利空影响下，铝价开启了长达四个多月的下行周期。2022 年下半年由于基本面供需双弱的格局，铝价缺乏强势驱动力，开始跟随宏观、突发事件等因素开始了宽幅震荡的行情并且持续到了年底。

12 月国内铝价呈现震荡趋势。月初沪铝受中国疫情管控放开，经济增长预期加强的提振下，盘面震荡偏好，月初保持 3 连涨的态势，且涨至月内高位 19375，但在强预期，弱

现实情况下，沪铝涨势难延续，且市场对美联储加息预期仍存不确定性，因此盘面高位回落，待中旬时期，美联储加息结果落地，如预期加息 50 个基点，但鹰派言论下，也对沪铝走势形成一定压制，且随着中国近期放宽疫情限制后，新冠感染病例飙升，市场担忧金属需求受到影响，沪铝弱勢持续，下旬时期盘面一度跌至月内低位 18375，月底时期，中国承诺出台经济刺激措施市场期待金属需求前景改善，伦铝止跌，大幅冲高，再次突破 1.9 万压力位，但中国感染病例增加令人担忧，沪铝涨势未能持续，月底时期再度转弱。

现货市场，传统消费淡季，加上疫情影响，12 月华东电解铝市场成交冷清，贸易商操作频繁度亦降低；下游企业订单减少，尤其是铝型材企业，大多中小型企业多表示元旦节后基本就要放假；整体看，12 月华东电解铝市场成交量下滑明显。预计随着春节假期来临，企业放假增加，1 月大多时间市场将呈现有价无市的局面。

华东地区：海外宏观环境仍不稳定，市场对美联储加息脚步仍存疑；国内疫情防控优化放宽，全国多地迎来疫情爆发高峰期，企业停工停产增多，尤其是中下旬，受累订单和运输等各种原因，12 月电解铝价格整体表现冲高回落，华东现货铝价格一度涨至 1.95 万附近，截止月底，价格在 18660-18700 元/吨之间，环比 11 月底下跌 290 元/吨，现货贴水 30。华南地区：市场现货交投有明显提升，月内现货价

格涨跌起伏，下游多在中旬以及月末低价阶段进行集中备货，部分企业已备好年后库存；而持货商近期也停止恐慌抛货行为，多进行平稳出货；市场整体供需相对仍稍显偏弱，因此华南地区库存实际减量也有限，后续来说预计近期市场成交或降至新低，不过年后仍有望迎来开工潮。

12 月废铝价格受累于需求疲弱，整体表现下跌行情，幅度在 100-300 元不等，个别地区及品种价格表现平稳，暂未出现明显的品种差异；12 月份废铝市场受疫情影响较为严重，防控优化政策放开，感染人数急剧增加，市场人员不足导致运输受阻、生产亦受到影响；由于散户多提前离市，一些中小型废铝货场亦因身体、行情等原因提前放假，市场废铝资源再次减少；下游再生铝厂家订单亦下滑明显，尤其是铝型材企业，受房地产行业低迷影响较大，企业采购多压价为主。另外，从节后开工来看，今年因疫情和需求影响，企业放假时间拉长，部分企业放假超过 30 天，开工集中在初六-初八及元宵节前后。

12 月份铝价弱勢运行为主，主要原因在于淡季弱需求抑制价格。节假日临近加上疫情影响，下游铝加工开工下滑明显，预计后续至少一个月淡季氛围都将延续，消费持续走弱，价格压力不小。不过目前来看，尚有低库存及供应扰动，给予铝价一定支撑。当前国内铝锭社库依旧维持低位，且去库仍在持续，库存拐点未现之前，若非宏观出现超预期重大利

空，预计铝价下方仍有支撑。

展望 2023 年，铝供给端将会继续复产以及新投产进程，只是一季度枯水期预计西南地区产能还将受限。另外，上游原料端预计也将继续承压，氧化铝价格还将维持低位运行。而煤炭价格在长协保供的主旋律下也将价格可控。而较为不确定性的因素在于明年的气候问题，是否会影响西南地区的水电供应需多加关注。

图四十：二十年沪铝价格走势



图四十一：十年沪铝价格走势



图四十二：五年沪铝价格走势图



图四十三：2021年12月--2022年12月沪铝价格走势图



图四十四：2022年12月份沪铝价格走势图



6、房价

表一：2022年12月份全国一线城市平均房价表

排名	城市名称	平均房价	环比上月
1	上海	72587 元/m ²	4.17%
2	深圳	68201 元/m ²	2.12%↓
3	北京	65026 元/m ²	7.2%↓
4	厦门	54902 元/m ²	4.47%
5	广州	47061 元/m ²	6.04%↓
6	三亚	43210 元/m ²	6.03%
7	杭州	42956 元/m ²	4.8%
8	陵水	34730 元/m ²	6.11%
9	南京	34460 元/m ²	1.32%
10	东莞	28067 元/m ²	1.82%

2022年房地产行业经历了商品房销售规模大幅下降、楼市“断供风波”涌现、房企债务危机频现等难题。为了稳定楼市，2022年从中央到地方都频繁释放积极信号，从支持需求端到支持企业端，政策力度不断加大，房地产市场预期持续改善。

回顾 2022 全年房地产市场表现，整体可以用“低迷”来形容。国家统计局数据显示，1-11 月份商品房销售面积 121250 万平方米，同比下降 23.3%；商品房销售额 118648 亿元，下降 26.6%，楼市基本面整体仍较为虚弱。而从各月份表现来看，除 6 月交易量较高外，即使是 9、10 月这样的旺季，楼市成交情况也不佳。

楼市表现如此，土地市场也难独善其身。2022 年，整体土地成交规模显著下降，多数城市供地计划完成率偏低。从目前已完成集中供地城市的成交金额来看，22 城累计揽金 1.77 万亿元，相较于 2021 全年的 2.66 万亿元下降超 3 成，少成交了近 9000 亿元。同时，值得注意的是，由于土地市场的低迷表现，2021 年开始的“两集中”供地模式，2022 年也迎来了灵活调整，多个城市不再严格执行全年三次集中供地。上海、杭州、无锡、苏州、南京、武汉、长沙等城陆续开展了第四批、第五批集中供地，而此前部分自发跟进“集中供地”的城市也已逐步恢复常态化供地。

2022 年楼市整体下行，房企销售也难言乐观。2022 年前 11 个月，百强房企销售操盘金额为 57894.7 亿元，同比下降 42.6%。与此同时，房企销售目标完成情况也不甚理想。1-11 月份 16 家房企销售目标完成率均值仅达到七成，与 2021 年同期超过八成的销售目标完成率均值相比，有较大差距。销售整体处于触底阶段，房企的债务压力也不断增大。

2022 年以来，包括融创、绿地、正荣地产、禹洲集团、阳光城、佳兆业、花样年、华夏幸福、泰禾集团、旭辉、龙光等至少 40 家房企发生债务违约。尽管目前房地产“三支箭”正在加速落地，但政策总体更多偏向未有债务违约、经营安全性较好的优质房企，涉及到的出险房企仍占少数。所以对于大部分房企来说，流动性压力依然不减。由此可见，未来房企流动性压力依然面临着巨大挑战。

2023 年 1 月 10 日，人民银行、银保监会联合召开的主要银行信贷工作座谈会明确提出，保持房地产融资平稳有序。要推动房地产业向新发展模式平稳过渡，实施改善优质房企资产负债表计划，引导优质房企资产负债表回归安全区间。对于开年首场信贷工作会而言，会议表述较多的依然是房地产，足以体现高层对于房地产行业的重视程度。这也意味着，房地产将是 2023 年金融信贷投放的重中之重。

实施改善优质房企资产负债表计划。会议明确，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。要有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划，聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。改善优质头部房企资产负债表被

多次提及，体现出了稳地产的决心。其中，政策所惠及的主体是“优质头部房企”，意味着政策是有选择性的，保护稳健经营的企业，淘汰无序扩张的企业，促进形成良性的房地产市场。

房企要跳出传统融资的视角去理解资产负债表。这也要求各类企业主动改善经营状况，积极争取政策支持。2023年依然是积极化解风险的一年，要防范房企内部出现较多暴雷或系统性风险，所以要对优质房企积极进行监测和支持。和金融市场一样，此次房地产领域也提及了“系统重要性”概念，这也说明全国销售业绩 TOP100 的很多企业，或将纳入到此类重要性房企的名单之中。

保持房企融资渠道稳定，满足行业合理融资需求。会议提出，要落实好 16 条金融支持房地产市场平稳健康发展的政策措施，用好民营企业债券融资支持工具，保持房企信贷、债券等融资渠道稳定，满足行业合理融资需求。实际上，银行间债券市场对民营房企的支持，有力扭转了市场投资者风险偏好过度收缩的行为，保障了房企在银行间市场融资渠道的畅通。

随着多个融资渠道的修复，2022 年末融资规模也出现了回暖迹象。2022 年 12 月 100 家典型房企的非银融资总量为 1018 亿元，环比增加 84.7%，同比增加 33.4%，这也是 2022 年首次单月融资规模突破千亿元。从整个大环境来看，2023

年房地产融资渠道有望维持宽松态势，房企要抓住窗口期，努力优化债务结构，推动经营业绩回暖。

三、国际国内热点

（一）美国禽流感致鸡蛋价格大涨。近日，在禽流感疫情影响下，美国市场上的鸡蛋价格大幅上涨。这让普通消费者倍感压力，也让餐馆、烘焙店等需要大量使用鸡蛋的商家叫苦不迭。美国 2022 年 12 月的鸡蛋价格比 11 月平均增长 11%，去年一年鸡蛋的价格增长了近 60%。过去一年，美国为控制禽流感扑杀了约 5800 万只禽鸟，其中超过 4300 万只鸡蛋鸡。

（二）2022 年全球电动汽车市场份额首次增至 10%，高于 2021 年的 8.3%。2022 年全球电动汽车销量总计约 780 万辆，同比增长 68%。而 2022 年全球新车总销量 8060 万辆，同比下降约 1%。全球电动汽车销售的主要市场是欧洲和中国。在这两个市场中，制造商将重点放在电动汽车销售上，并在优化和改进现有车辆的同时推出了大量新车型。2022 全年纯电动汽车占欧洲汽车总销量的 11%，中国为 19%。

（三）起草《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，促进房地产市场平稳运行。房地产业的良性循环对经济健康发展意义重大。针对房地产市场出现的一些调整，人民银行会同有关部门按照党中央、国务院部署从供需两端发力，促进房地产市场平稳运行。随着相关政策效果逐步显现，近一

段时间房地产行业尤其是优质房企的融资环境明显改善。行动方案聚焦专注主业、合规经营、资质良好，具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面共 21 项工作任务。