

宏观年报

中美周期背离 商品宽幅震荡

成文日期：2021年12月26日

目录

| | |
|---------------|----|
| 回顾综述篇..... | 2 |
| 分析展望篇..... | 4 |
| 一、经济周期..... | 4 |
| 二、宏观政策..... | 8 |
| 三、大宗商品..... | 14 |
| 资产配置篇..... | 35 |
| 一、大类资产配置..... | 35 |
| 二、风险因素..... | 35 |

港信期货研究团队组建于2021年8月20日，宏观视角看商品周期，深入产业挖市场机会，向产业学习，为产业服务，以为客户带来价值为己任。研究团队架构包括宏观组、黑色金属组、有色金属组、能源化工组、农产品组、单产业链组、大宗商品策略组等。

宏观组

李晓杰

从业资格号：F03086622

投资咨询从业证书号：Z0016513

Tel: 0532-82983770

Email: lixj@sd-gxqh.com

魏兆晴

从业资格号：F03090311

Tel: 0532-82985173

Email: weizq@sd-gxqh.com

丁慧中

从业资格号：F03091964

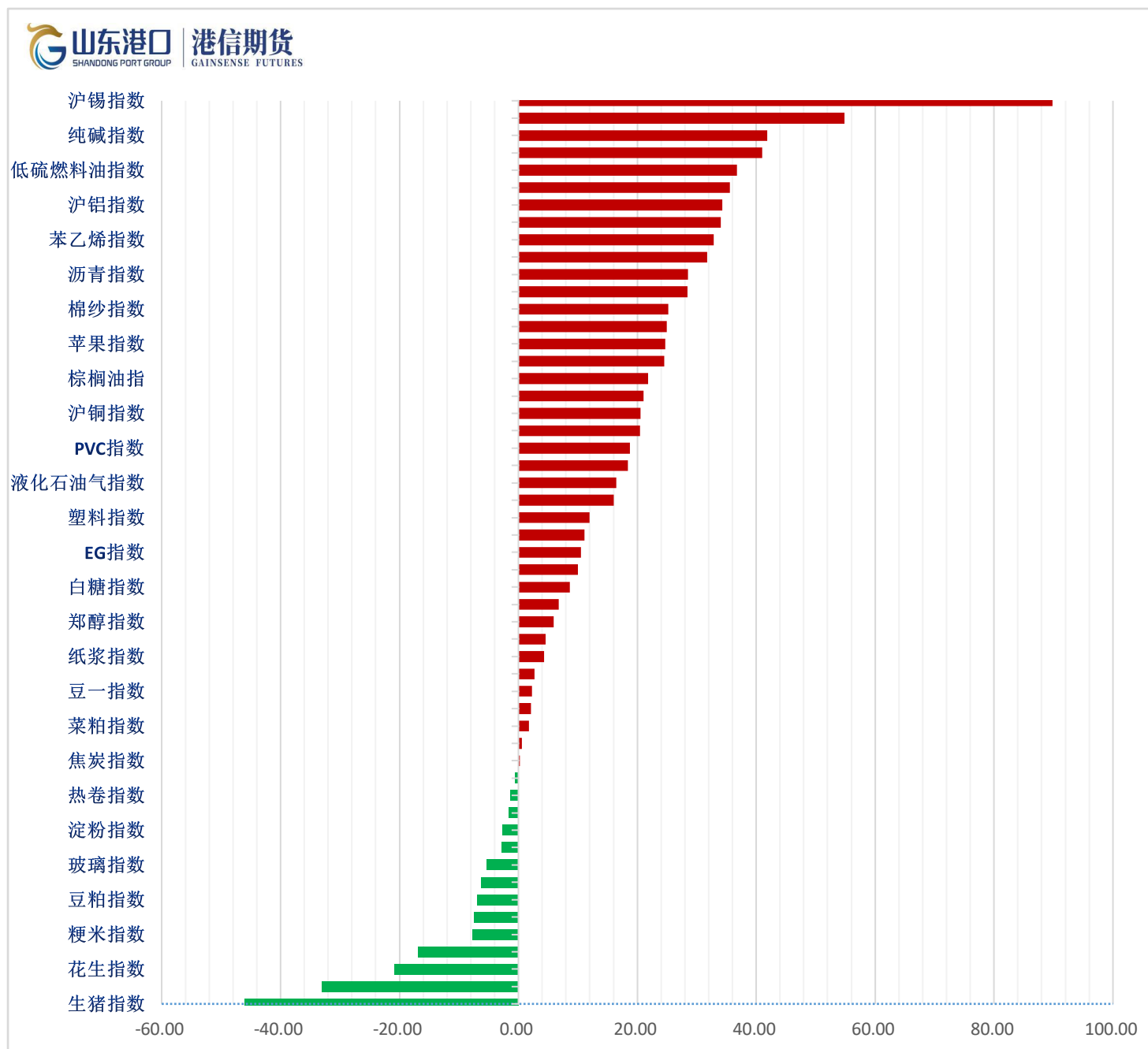
Tel: 0532-82983893

Email: dinghz@sd-gxqh.com

回顾综述篇

疫情第二年，全球超宽松货币政策推动经济复苏，在供应端冲击下，2021年大宗商品表现总体亮眼。全球上演能源危机，国内保供稳价政策有效，黑色、能源、电力相关品种年内大涨大跌，波动率维持相对高位。

图 1：品种年度涨跌幅



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

图 2：WIND 商品指数走势



数据来源：WIND，港信期货研究所

1-2 季度，欧美经济复苏，中国经济高位震荡，需求带动商品上涨；2 季度 5 月至三季度，全球经济高位回落，美联储缩减预期增强，大宗商品价格高位震荡；三季度末到 10 月，受供给冲击影响，大宗商品价格暴涨，10 月下旬随着国内保供稳价政策的推动，国内能源危机缓解，商品价格大幅回落，同时经济下行压力加大，稳增长政策陆续出台，商品价格震荡运行。

分析展望篇

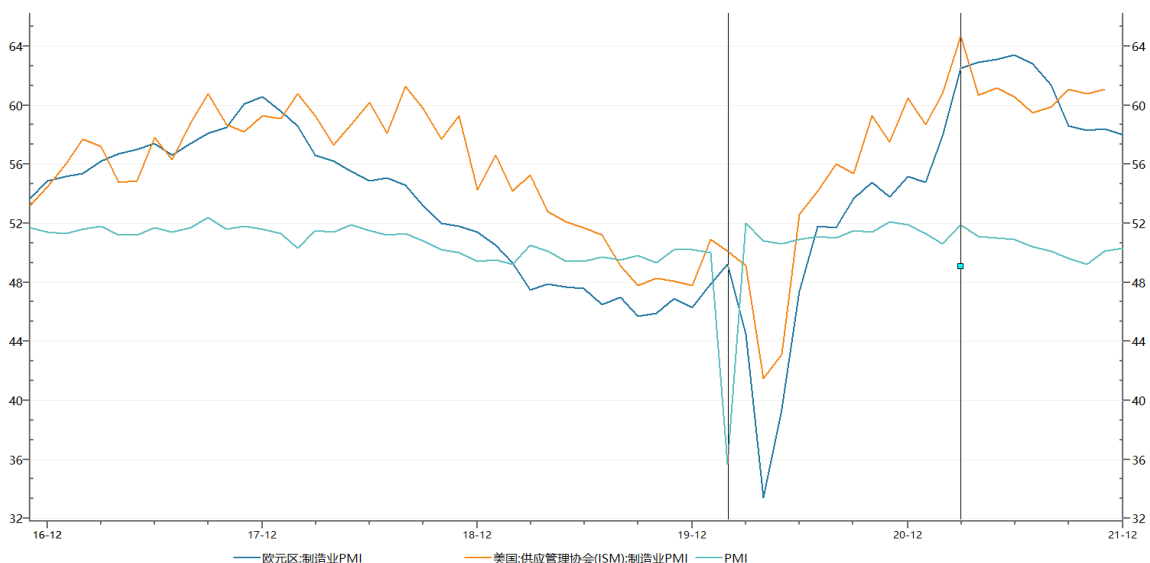
国际上，世纪疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定。2022 年我国经济面临着需求收缩、供给冲击和预期转弱的三重压力。为了让经济平稳运行，预计我国 2022 年将有一个相对宽松的货币政策环境，内外需再平衡与结构性调控或为主旋律。商品市场方面，2021 年运动式的能耗双控降负荷行径在 2022 年大概率不会重复发生，商品将在弱需求和政策托底的博弈中运行。

一、经济周期

（一）中美经济不同步

从 PMI 数据看，因为疫情控制情况的不同，中国、美国、欧元区经济复苏节奏不同，中国领先美国 2 个月左右，美国领先欧元区三个月左右。中国制造业 PMI 于 2020 年 11 月见顶，而后从高位震荡从 3 月后持续下滑 7 个月到 11 月短暂企稳；美国制造业 PMI 于今年 3 月见顶，而后持续高位震荡，欧元区 6 月后见顶，之后一路下行。总体而言，中国更早的恢复到疫情前水平，但是 2021 年中国整体经济偏弱，但是欧美总体处于复苏阶段。

图 3：中国、欧元区、美国 PMI 数据



数据来源：WIND，港信期货研究所

从通胀数据看，2021 年美欧等主要发达经济体消费者物价水平急剧攀升，11 月美国 CPI 同比高达 6.9%，创近四十年以来新高；欧元区 HICP 同比达 4.9%，创 1997 年有统计以来最高；英国 CPI 同比达 5.1%，创近十年以来新高，中国疫情控制较好，11 月 CPI 维持在 2.3%，虽然同比有所增长，但总体表现良好。

图 4：中国、欧元区、美国 CPI 数据



数据来源：WIND，港信期货研究所

但是 11 月，美国 PPI 同比达 9.6%，创 2010 年统计以来最高；10 月中国 PPI 同比曾高达 13.5%，创 1996 年统计以来最高。中国 PPI 与 CPI 剪刀差巨大，上游原料向下游传导并不流畅，中游加工型企业经营压力较大。从美林时钟角度看，美国处于滞涨期，中国相对处于衰退期。

图 5：中国 CPI 与 PPI 剪刀差数



数据来源: WIND, 港信期货研究所

图 6: 美林时钟



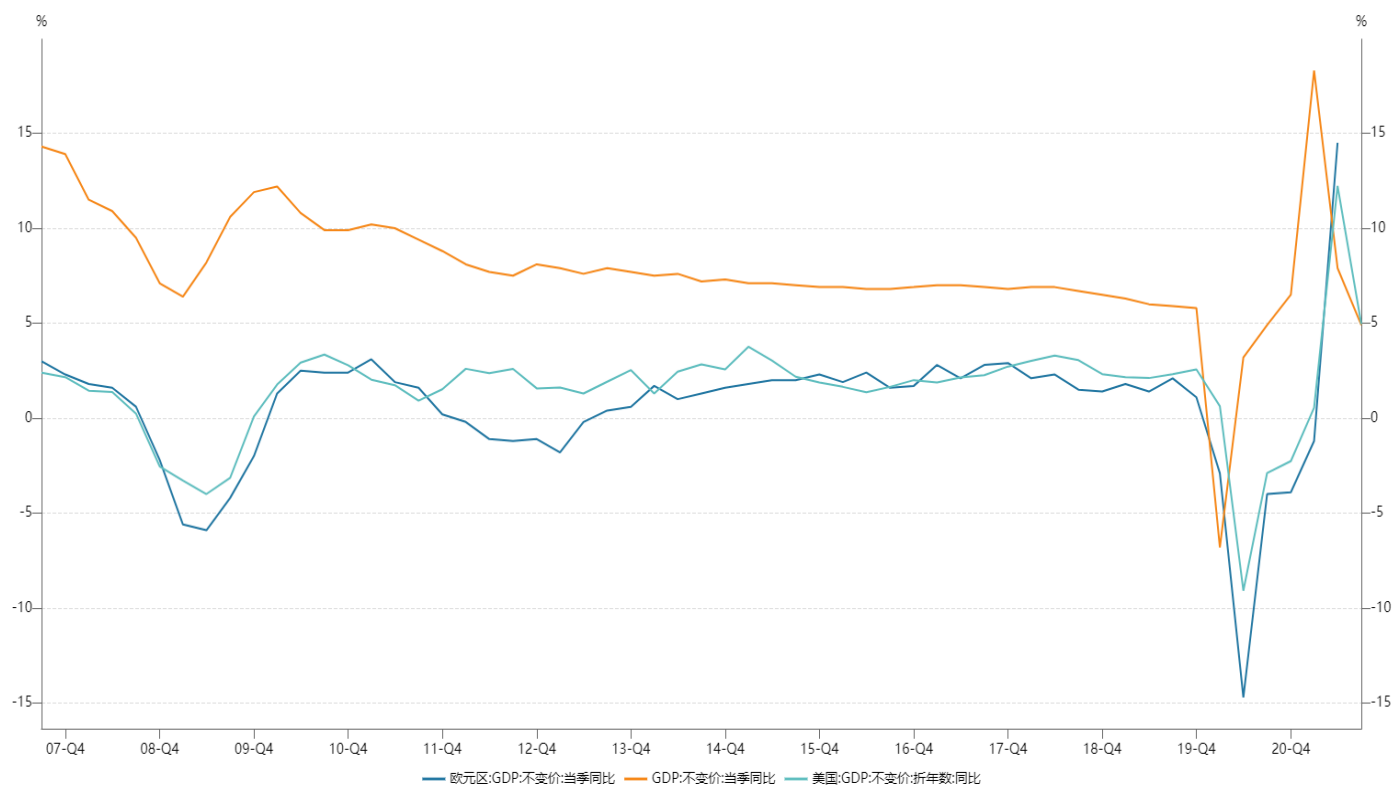
图表来源: 网络

(二) 经济数据展望

随着疫苗接种加速和口服特效药上市，疫情对全球经济的影响有望明显减弱，2022年全球将真正进入到“后疫情时代”：发达国家宽松政策将逐渐退出，全球通胀水平有望高位回落；中国经济在政策偏暖的托底作用下，仍将维持在合理增长水平；主要市场震荡之后回归平稳，大起大落的可能性不大。

2022年，全球人口老龄化、碳中和目标产生能源使用新约束、逆全球化思潮下产业链重组等长期因素将可能继续放慢世界经济恢复步伐。从短中期看，世界经济增长则面临四重压力：疫情反复将继续制约世界经济恢复；疫情冲击供应链、能源约束、局部货币量宽将共推全球通胀居高难下；“通胀暂时论”黯然退场，美联储货币政策收紧步伐加快，将成为2022年世界经济运行的重要扰动因素；单边主义、保护主义、民粹主义抬头导致国际经济环境更趋复杂。

图 7：中国、欧元区、美国 GDP 同比



数据来源：美联储，港信期货研究所

尽管存在上述压力，2022 年世界经济增速仍将进一步走向复苏。预计 2022 年全球经济增长率为 4.5%左右，预计美国核心通胀率在降至 2.7%，失业率降至 3.5%，经济增长预期 4%。预计中国全年 GDP 增速 5.5%左右，或将呈现前低后高的运行态势，其中第三产业将加快补齐缺口，增速或将达到 6.5%左右，第二产业将回落至 4.5%左右。推动经济增长的“三驾马车”方面，受房地产投资下滑影响，投资将有所回落，预计增速 4.4%左右，受疫情等因素影响，消费继续恢复但仍存在缺口，预计增速 6.8%左右，2022 年全球其他国家供应链危机或有缓和，中国出口增速将出现明显回落，预计同比增长 5.2%左右。疫情缓和预计将使得供需趋于再平衡状态，CPI 涨幅预计回升至 2.1%左右，PPI 涨幅将回落至 4.0%左右。

二、宏观政策

（一）货币政策

2021 年 11 月美联储议息会议正式宣布缩减 QE，12 月进一步加快缩减 QE 的步伐，标志着全球央行因为疫情导致的超宽松政策正式终结。英国央行 12 月议息会议决定加息 15bp 至 0.25%，成为 G7 国家中首个加息的央行，欧央行同日宣布于 2022 年一季度进一步放缓紧急抗疫购债计划（PEPP），并于 3 月底停止 PEPP 净资产购买，全球央行紧缩进程加快。2022 年，随着海外经济体需求刺激政策的退出，外需增长预期回落，海外市场对经济的支持将出现减弱。

1. 美联储

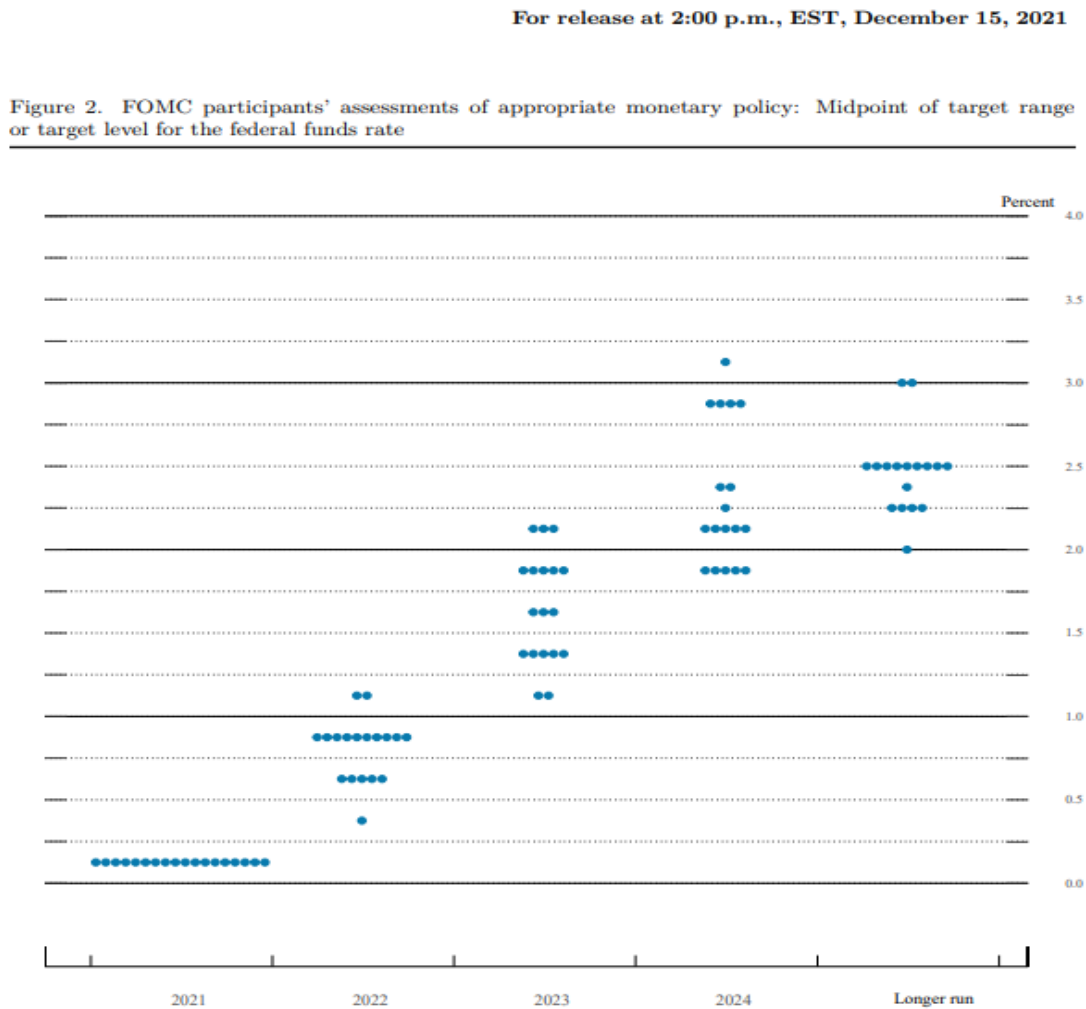
美联储大概率会在 6 月份以后加息，意味着货币政策的收紧。纵观历史，不难发现美股走牛主要得益于低利率环境。在低利率环境下，美股龙头公司加杠杆和发债回购股份对 EPS 和股价产生了重要推动作用。

美联储将基准利率维持在 0%-0.25%不变，符合市场预期。从明年 1 月起，将每月

资产购买规模由减少 150 亿美元增加到减少 300 亿美元，即每月减少购买 200 亿美元的美国国债和 100 亿美元的机构住房抵押贷款支持证券(MBS)。将贴现利率维持在 0.25% 不变。将超额准备金利率（IOER）维持在 0.15% 不变。美联储致力于使用所有工具来支持美国经济，并已准备好在经济前景发生变化时调整缩债步伐。

点阵图显示，10 位成员预计三次加息将使利率的目标区间在年底前达到 0.75%-1.0%。2023 年将再加息三次，至 1.5%-1.75%，然后在 2024 年再加息两次，至 2.0%-2.25%。

图 8：美联储官员投票 “点阵图”



数据来源：美联储，港信期货研究所

2. 中国人民银行

2022 年，中国人民银行主要体现为三个“稳”：

一是货币信贷总量稳定增长。保持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。预计 M2 增速将稳定在 8.5% 左右，社会融资存量增速保持在 10% 左右。

二是金融结构稳步优化。预计人民银行将精准施策，引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持，支持高质量发展。

三是综合融资成本稳中有降。今年企业贷款平均利率已经在 5% 以下，为统计以来新低。下一步人民银行将完善市场化利率形成和传导机制，发挥贷款市场报价利率改革效能，推动企业综合融资成本稳中有降。

我们需要关注 2022 年逆周期政策力度超预期的可能性。从货币政策来看，下调公开市场操作利率的必要性正在上升。其一，2021 年 12 月 1 年期 LPR 下调，但与房贷更加相关的 5 年期 LPR 没有下调。LPR 与 MLF 直接挂钩，如果降低 MLF 利率，各期限 LPR 均可随之下调。其二，2022 年出口将维持一定的韧性，境内美元流动性可能继续处在较为充裕的水平，使人民币汇率延续高估。如果顺应内需转弱的态势，下调公开市场操作利率，人民币汇率的弹性将增强。

图 9：人民币汇率走势



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

（二）财政政策

2021 年 11 月刘鹤副总理在人民日报的撰文《必须实现高质量发展》中明确指出：“高质量发展是宏观经济稳定性增强的发展。经济增长往往呈现周期性波动，但大起大落会破坏生产要素和社会财富。从各国经济增长史看，一些高速增长的经济体，经济大起之后出现大落，往往一蹶不振。在世界面临百年未有之大变局、全球经济充满不确定性的条件下，宏观稳定成为稀缺的资源。”可见，实现高质量发展也需要 GDP 增速的稳定。这一点在“二十大”即将召开之际尤为重要。

从财政政策来看，2021 年全年基建投资可能小幅负增长，为 2022 年预留了充足的弹药。由于基数较低，假设 2021 年至 2022 年基建投资的两年平均增速恢复到此前 3%左右的水平，2022 年基建投资增速就需要超过 6%。

维稳在重点应该是在投资方面，尤其会体现在房地产投资的维稳方面。至于基建

投资和制造业投资，肯定会大力推进，但通过政府主导来拉动投资，其效果不会太强，因为“需求收缩，预期转弱”，而房地产投资则靠民间资本主导，房地产对中国经济的直接和间接增量贡献接近 30%。稳房地产投资，需要让“预期转稳”甚至“预期转强”，降准降息、扩张财政，刺激内需，都是必不可少的。总体来看，今年我国的政策环境应该趋于宽松，对资本市场有利。

积极财政政策的重心有望提前至 2022 年上半年，预算赤字率可能在 3.2% 左右。政府强调要保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基建投资。2021 年底前财政部已向各地提前下达了 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元。政策层面会对专项债形成实物工作量的推进有明确的进度把控，节奏适度靠前，地方政府专项债发行节奏将会前置。信贷投放力度将加大，项目审批适度放松。优质项目将逐步增加，“两新一重”、高端制造和“共同富裕”相关概念投资成为重要支撑。政策强调更加注重有效投资，相较于传统基建投资，新基建、民生投资和高端制造投资能够带来更大的效用。

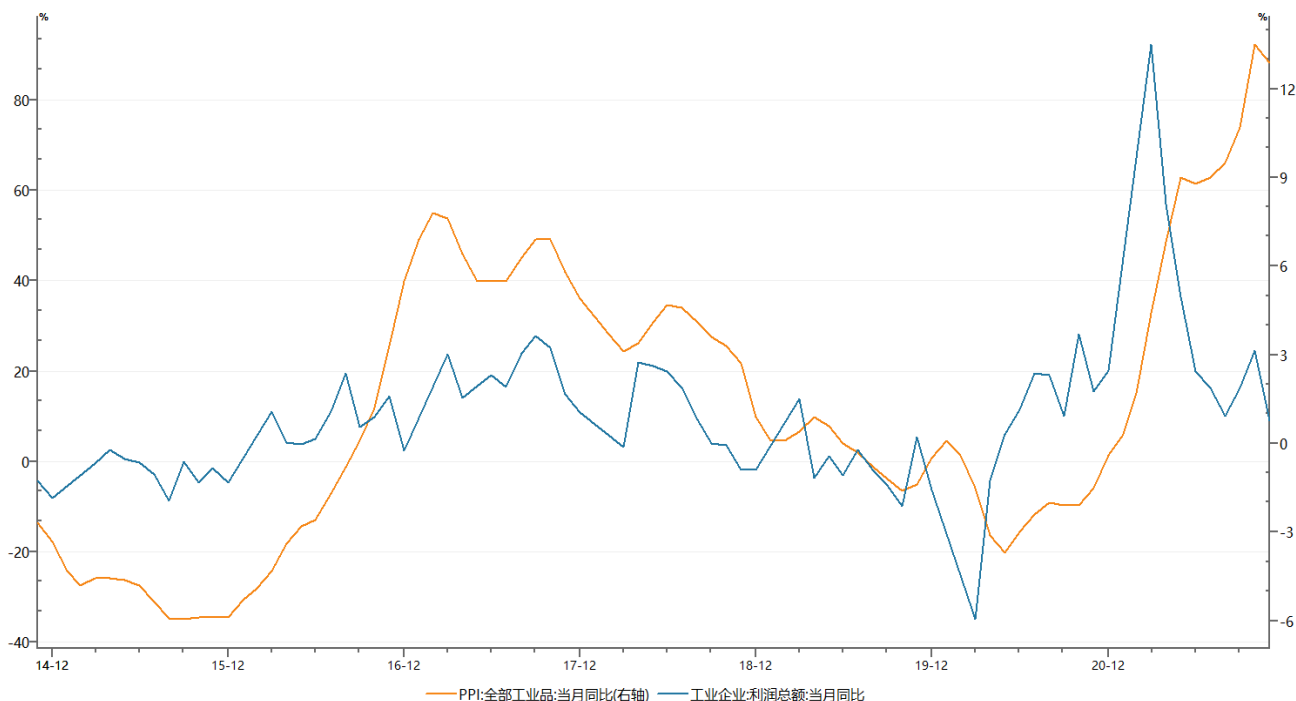
作为有效投资的重要组成部分，制造业投资也将继续保持较快增长，其动力来自于：经济复苏，外需继续改善；随着 RCEP 的正式启动和中国强劲的生产供应能力，出口仍将保持较强韧性；价格向中下游传导，使得中下游企业经营状况改善，企业经营和盈利状况好转；政策推动制造业贷款支持力度进一步加大。2021 年前 11 个月制造业中长期贷款同比大幅增加，这一趋势有望在 2022 年延续；政策引导下高新技术制造业的引领作用加强。但疫情反复以及双碳减排影响上游企业生产积极性等不利因素，亦会对制造业投资的修复空间产生一定程度抑制效应。2022 年，在能耗双控进一步改善、高新技术产业的快速推进以及出口韧性犹存的共同推动下，工业生产将继续保持温和增长的态势，预计工业增加值同比增长 6.5%。

综合来看，2022 年固定资产投资仍会成为经济平稳运行的“压舱石”，其中基建投资和制造业投资将会成为投资的主要推动力。预计 2022 年固定资产投资增长 6.5%，其中基建投资增长 8%，制造业投资增长 8%，房地产投资增长 4.5%。

2022 年，房地产政策可能向“稳预期”、“稳增长”的要求靠拢，倾向于更好满足购房者的合理住房需求。从住房金融环节开始，对资质优良的房企提供合理的流动性支持，包括开发贷、债券、租赁住房信贷等融资方式边际改善。坚持“因城施策”，对预售制度采取差异化调控姿态。土地市场将“供地两集中”原则下，或增加重点二线城市土地供应，适度调降土拍门槛，重新激发土地市场活跃度。具体来看市场可能呈现五方面的变化：商品房销售放缓；土地市场呈现量跌价升的态势；新开工或将触底反弹；房地产投资增速将进一步放缓；房价可能呈现先抑后扬的态势。预计 2022 年房地产开发投资同比增长 4.5%。

受同比基数的影响，2022 年 GDP 同比可能上半年低、下半年高，因此，决定全年 GDP 增速目标能否完成的关键在上半年。相应地，上半年逆周期政策的力度也会更大。如果到 2022 年下半年，确认 GDP 增速能够实现全年目标，逆周期政策可能着手有序退出。然而，企业的盈利周期与 PPI 大致同步。从同比基数和库存周期来看，PPI 同比的低点大概率出现在 2022 年下半年。因此，2022 年量与价的错位可能使政策发力的节奏与企业盈利周期有所错位，但这也限制了逆周期政策退出的节奏。如果 2022 年下半年企业盈利周期依然向下，即使全年 GDP 增速目标已经大概率可以达成，政策也可能选择“不急转弯”。

图 10: PPI 与工业企业利润总额



数据来源: WIND, 港信期货研究所

三、大宗商品

2021 年全球商品整体走强, 标普大宗商品指数全年涨幅 37%。2021 年布伦特原油/NYMEX 天然气/LME 铜/LME 铝年涨幅分别为 50%/48%/26%/42%。尽管油价在全球经济继续走向重启的背景下仍有冲高的可能性, 但从 2020 年开始的商品牛市带来的供应侧调整效果将逐步显现, 而总体需求可能并不强劲。除了部分有结构性因素支持的商品外, 主要商品可能在 2022 缺乏趋势性机会, 表现将比 2021 年逊色。

(一) 能源化工

1. 原油: 高位震荡, 或先涨后跌

供应方面, EIA 预计 2022 年全球原油产量 1.0093 亿桶/天, 较 2021 年增加 534 万桶/天, 增速为 5.6%。需求方面, 据 IEA 预测, 2022 年全球原油需求约为 9950 万桶/天, 需求增量为 330 万桶/天; EIA 预计 2022 年原油需求 1.0046 亿桶/天, 需求增量为 356 万桶/天。2022 年供需恢复结构性不平衡的情况依然影响原油市场, 基于疫情影

响会慢慢减少，需求仍然在恢复过程中的背景，预计明年上半年原油市场还有缺口，但是下半年预计供应将逐步攀升并超过需求，届时供应将保持同比较高的增长水平，需求同比增长将由于高基数和高油价而下滑，油价将会承压。2022 年整体前紧后松，价格前高后低，预计布油运行区间在布油运行区间 60-95 美元/桶，沪油运行区间 360-560 元/桶。

图 11：原油周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

2. 沥青：相对抗跌

供应方面，前期在炼厂利润持续低位的情况下，预计沥青产量维持低位，下半年

随着需求释放，炼厂利润转好或驱动沥青产量增加；原料方面，随着前期稀释沥青库存的消耗，原料短缺问题或逐渐凸显，限制沥青产量释放空间，2022 年产量预计同比增幅有限。需求方面，基建作为逆周期调节工具或继续托底经济，随着 2022 年地方政府专项债加快形成实物工作量，沥青需求环比有改善预期。沥青估值相对低位，做多沥青裂解安全边际较高。

图 12：沥青周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

3. PTA：价格或前高后低，跟随成本端波动

供应方面，2022 年国内 PTA 装置投产 1110 万吨，预估有效产能增量 272 万吨，增

速 4% 偏上，较 2021 年大幅下降。需求方面，下游聚酯投产相对平稳，每年基本在 400-500 万吨水平，预估 2022 年聚酯产量增幅约 6.9%；但非聚酯需求增长较快（随着 PBAT 不断扩能，对 PTA 需求增加明显），且 2022 年净出口维持偏高水平。2022 年 PTA 整体供需偏宽松，但累库压力可能不大（预估累库 83 万吨）。一季度季节性累库，二季度大概率进入去库通道；三季度可能因新产能释放或逐步累库；四季度库存压力取决于新装置投产进度。预计 PTA 加工费运行区间在 350-700 元/吨附近，整体较 2021 年适度修复；PTA 绝对价格重心跟随成本端波动，可能会因上下游投产错配或装置检修带来阶段性行情。

图 13：沥青周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

4. 聚烯烃：价格重心或下移

供应方面，聚烯烃产能投放周期延续，预估 2022 年国内 PE 产能将达到 2850 万吨，同比增加 18.1%，PP 产能将达到 4068 万吨，同比增加 12.41%，考虑各项因素，PE、PP 进口量有望大幅增加，测算 2022 年国内 PE、PP 总供应量分别为 4350 万吨和 4185 万吨，同比增速分别为 15%和 9.7%，更长周期看，PE 产能投放周期接近结束，PP 仍有大量以 PDH 工艺为代表的产能投放。需求方面，疫情过后居民端收入增速乏力，偏消费升级的聚烯烃需求增量可能有限，限塑令政策逐步落地执行亦对聚烯烃需求有拖累，2022 年塑料制品出口订单有缩减预期，稳内需的财政刺激政策有望出台，整体对需求有拖底但难有明显增量，产业累库或不可避免，全年价格重心或下移。

图 14：PP 周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

5. 甲醇：宽幅震荡

供应方面，2022 年目前已知计划增产产能约 420.5 万吨，其中煤制约 201 万吨，焦炉气法 148.5 万吨。按 80%整体开工推测 2022 年甲醇产量将达到 8100 万吨附近，同比 2021 年增 4.29%。从计划投产节奏来看，新投产相对集中在上半年。需求方面，预计 2022 年下游消费或可达到 8900 万吨。具体来看醋酸相对保持较好开工水平，主要在于下游 EVA、PTA 等产能扩张，由于 2022 年仍是 PTA、EVA 投产周期，预计醋酸方面景气度或得已延续。另一主要增长点在于甲醛，因我国 BDO 后续计划投产量大，且大部分是炔醛法原料为甲醛，2022 年计划投产甲醛装置合计约 120 万吨，对应甲醇需求 55 万吨附近。2022 年 MTO/P 装置计划投产装置有天津渤化一期 60 万吨、新疆广汇恒友 20 万吨，折算甲醇需求增量在 250 万吨左右。

图 15：甲醇周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

（二）有色金属

1. 铜：整体价格或偏弱震荡

预计全年铜价偏弱震荡，主力运行区间在 60000-72000 元/吨，LME3 月运行区间在 8200-9900 美元/吨。供应增速：供应增速+3%；需求增速：需求增速+2.4%；2021-2023 年矿山进入高产期，叠加智利罢工风险解除，矿山供应有望加速增长，预计海外矿山新增 100 万吨产能。2010 年前后的家电下乡等政策将带动国内废铜进入高产期。下游电力消费无明显亮点，但需要关注清洁能源给电网带来新增量，但由于基数较小，预计带来的新增需求在时间上趋缓，整体价格或偏弱震荡。

图 16：铜周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

2. 锌

供应持平；需求方面，需求增速-1%；库存小幅增长；2021 年加工费整体低位，冶炼厂几无利润，随着 2022 年矿山的缓慢增长，预计加工费缓慢回升，对价格仍是一个支撑。需求上房地产开工大幅走低将逐渐传导至竣工。预计全年锌价宽幅震荡，预计沪锌主力的运行区间在 20000-27000 元/吨，LME3 月锌运行区间在 2860-3900 美元/吨。

图 17：锌周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

3. 铝

受能耗双控及限电影响，2021 年电解铝大幅减产，截至 11 月，国内运行产能约 3760 万吨，较上年末减少约 220 万吨。2022 年需要关注能耗双控政策影响的持续性，12 月中央政治局会议并未重提双碳政策，工业稳增长将成为 2022 年的重要工作，预计电解铝产量同比持平或小幅增长。需求上仍以传统行业为主，房地产开工大幅走低将

逐渐传导至竣工，汽车芯片供应有放松趋势，将带动汽车产量小幅回升。同时成本上，氧化铝供应过剩，煤炭价格受调控，价格从下向上传导。预计全年铝价区间运行，沪铝主力运行区间在 16000-22000 元/吨，LME3 月铝运行区间在 2200-3100 美元/吨。

图 18：铝周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

4. 镍

供需结构性矛盾仍存，价格重心上移。沪镍 130000-170000 元/吨，伦镍 16000-26000 美元/吨。2022 年国内无电解镍大型新增产能，且今年冶炼厂开工率本已经居于高位，预计 2022 年电解镍产量与今年基本持平。鉴于镍铁冶炼高耗能和印尼进口镍铁冲击，预计 2022 年镍生铁产量 39 万金属吨，同比下降 9.3%；进口量 70 万镍吨，同比增加 17.6%。新能源汽车产销高速增长，对硫酸镍需求旺盛，预计 2022 年硫酸镍

产量 43 万金属吨，同比增加 43.2%。完全依赖中间品供应难以满足全部需求，仍需镍豆自溶作为补充。预计 2022 年 300 系不锈钢粗钢产量 1727 万吨，同比增加 5%。在政策利好推动下，预计 2022 年中国新能源汽车销量 500 万辆，同比增加 52%。

图 19：镍周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

（三）黑色板块

1. 钢材

宏观方面，今年国外松国内紧；产业方面：今年因减碳政策影响，全年供应收缩较大，基数低；需求处于相对高位。展望 2022 年：产量微降，出口下降，因基数低，

供应同比降幅有所收窄；而需求端，地产稳中有降，基建增速上升，制造业需求下降，预计整体降幅有所扩大，全年价格重心将有所下移。

图 20：螺纹钢周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

2. 铁矿

2021 年铁矿供应高位，因中国下半年减产，需求上半年高下半年低，下半年库存累幅明显。展望 2022 年，全年需求下降 1%，供应持平。但考虑到四季度是铁矿供需最宽松时期，需求跟随钢厂复产，环比有所改善预期，但全年依然维持供需偏松格局。

图 21：铁矿周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

3. 双焦

焦炭产能继续增长，产量取决于环保，关注粗钢压减变化情况；焦煤方面，蒙煤是关键，关注蒙古铁路修建情况，中长期看环保要求下主焦煤需求无忧。从库存角度来看，无论是钢厂焦炭的库存，还是焦煤下游的库存仍处于下行趋势。钢厂限产能否放松以及旺季需求的强度决定了未来补库的需求，短期钢厂限产放松一定程度带来焦炭的反弹，但是需求淡季以及冬奥会仍有影响，补库带来的趋势性上涨或在旺季带来的时候更为顺畅。

在碳中和的背景下，焦化行业作为高污染、高耗能企业，在政策和环保压力下，焦炭产能将会持续受限，从今年年底到明年，冬奥会、两会、以及二十大召开前后环保限产都有可能造成较大的供给扰动，因此可关注环保节点限产带来的波段行情。

钢厂利润和焦化厂利润在长周期的角度上看具有明显的此消彼长关系，且钢厂利润往往领先于焦化利润，从阶段性高点来看钢厂利润高点领先于焦化厂利润 30 天-45 天不等。后市来看，鉴于钢厂利润依旧增长较快，未来利润将向焦化厂进行转移，关注钢焦利润变化的套利机会。

图 22：焦炭周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

（四）单产业链品种

1. 纸浆

标准品纸浆基本上 99%依赖于进口，而国外漂针浆的产能供应并没有太大新增。所以全球的漂针浆供应 2022 年基本持平，而一旦因为疫情停工、工人罢工、物流供应链问题，供应端有较大的故事可以演绎。需求端上，生活用纸国内产能过剩，产量逐年增加，2022 年增长 3%；文化用纸需求下滑，或达到-5%；包装纸里白卡纸新增产能较

大，产量增加 8%-10%，综合下来，总需求仍有增加。因此在供应持平甚至收缩的情况下，纸浆仍有较多机会做多。

图 23：纸浆周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

2. 橡胶

2022 年全球供应增速放缓，根据对新种植面积、重新种植面积的测算，2022 年天胶开割面积增速下降，相比 2021 年新增开割面积减少了 12 万公顷。2020 年是新增开割面积增速的拐点，至 2022 年已经连续缩减 3 年，预估 2022 年供应增速在 5% 以内。预计 2022 年需求市场继续保持外强内弱格局，2022 经济复苏将带动轮胎整体需求增长，国内汽车市场将同比转好，新能源汽车继续爆发式增长，替换市场 2022 年稳定增长。

图 24：橡胶周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

3. 白糖

国内价格与外盘走势挂钩明显，很大程度上内盘将围绕外盘进行波动。2022 年度将大概率区间内震荡，参考区间 5600-6200 元/吨。

21/22 榨季整体来看，供给端继续得到改善，但是受限于宏观以及疫情形势多变，价格波动加大，趋势性流畅行情较难走出，不过下行空间有限，国际方面需要持续关注天气以及宏观方面消息。国内方面，对于 21/22 榨季食糖产量、进口量的不同的预估，对国内食糖供需平衡表进行表需预测。产量方面，目前中国糖业协会对 21/22 榨季的产糖量的预计为 1022 万吨，进口方面，21/22 榨季，正规渠道进口量可能相比今年略少，在外盘稍微坚挺的情况下，给予 450 万吨的预估，消费由于疫情缓解，恢复

至 1520 万吨。整体供需情况较去年以及前年变好。不过，这些预测是基于产量和进口在小幅范围内变动的考，其中产量的变动不大，明年的主要变动因素是进口，进口量的多少将很大程度决定 20/21 榨季最终的供需紧张或者宽松。

图 25：白糖周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

4. 棉花

国际方面，2021/22 年度，库存消费比下调 4.27%至 68.99%。总体来讲 21/22 年度棉花价格有所支撑。但今年由于国际棉价大幅拉涨，下一年度全球种植面积将大概率上升，当前新冠疫情卷土重来，棉花消费复苏前景并不明朗，整体供需趋于边际宽松。国内方面，今年新花上市期间轧花厂抢收籽棉变相推高新棉成本，新花成本在 22000 元/吨以上固化，上游高原料成本向下游传导出现不畅，国内棉花消费、需求市场的疲

软仍在继续，为棉价上涨埋下巨大隐患。

图 26：棉花周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

（五）农产品板块

1. 粕类

2021/22 年度全球大豆产量将达到历年最高位的 3.84 亿吨，较上年度增加 1778 万吨，增幅 4.86%，美国大豆丰产和巴西大豆预计增产奠定全球大豆供应增加的格局，在天气不出现灾害情况下，全球大豆总体供需格局有望走向宽松。2022 年中国养殖行业有去产能的需求，生猪、肉禽饲料需求不容乐观，豆粕蛋白需求较难保持正增长水平。在美豆价格高位的刺激下，2022 年美豆种植面积有望继续增加，而展望明年下半年的天气，拉尼娜结束后天气回归正常可能性大，美豆增产的可能性也很大，美豆库

存有望继续增加，美豆价格有望向 1000 美分/蒲式耳一带回归。预计 2022 年豆粕呈现宽幅震荡、重心下移的走势，豆粕现货价格有望回到 3000 元/吨，豆粕基差将保持弱势。根据天气情况，豆粕存在阶段性的做多机会。但从长期来看，豆粕供应宽松格局将形成，豆粕仍可以择机逢高抛空。

图 27：豆粕周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

2. 油脂

2021/2022 年度全球植物油产量预估为 2.149 亿吨，增产 852 万吨，增幅 4.13%，新年度全球植物油产量大幅增加。全球植物油产量增幅大于往年年均 3% 以上的增幅。2021/2022 年度全球植物油 2.115 亿吨，消费增加 541 万吨，消费增加 2.63%，生物柴油消费难以减少。

2022 年一季度拉尼娜天气对南美大豆单产的影响值得关注，1、2 月份棕榈油仍处于减产季，我国油脂库存仍处于低位，油脂价格仍不易大幅下跌。二季度是油脂的消费淡季。棕榈油开始向增产季过渡，油脂价格有季节性回落压力。三、四季度油脂市场处于采购和消费旺季，美豆种植和天气是未来市场关注的焦点，油脂价格大幅震荡的可能性大。

图 28：豆油周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

3. 生猪

产能端来看，自 21 年 6 月开始出现的能繁母猪存栏去化将会在明年 5 月份左右开始有所体现，但由于淘汰产能以落后产能为主，且规模企业新增产能在四季度仍在陆续落地，因此预计供应下滑幅度相对有限。但同样需要看到，随着出栏量逐渐增加，

春节后出栏体重有望再度下滑，对年后猪价略有支撑，但需警惕下半年市场预估需求上移，再度出现压栏，进而压制下半年猪价。冻品端预计 2022 年将继续下滑，但需关注屠宰企业做库存的动力。从目前产能恢复的节奏来看，预计 2022 年整体猪价并不乐观，全年价格区间预估将在 10-18 元/公斤。节奏上，年内高点或将出现在 2022 年底，次高点在年初，2 季度预计将成为年度价格低点。策略上可继续跟踪做空 03、及 05 单边的交易机会。

图 29：生猪周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

4. 玉米

从国内玉米供需平衡表上来看，新年度国内产销依旧存在缺口，尽管东北丰产使得产销缺口缩小 1000 万吨左右，但仍有 4000-5000 万吨等待填补。2021 年通过大量的小麦替代和进口替代，缺口基本得到补充，但进入到 2022 年，一方面小麦价格高企，临储小麦库存下滑，给予价格较强支撑，另一方面，全球谷物平衡表表现紧张，全球粮价上涨，一定程度上支撑国内玉米价格。但经历 2021 年囤粮的贸易商，多数亏损严重，当下建库心态谨慎。而小麦的大量投放，也一定程度上体现国家政策调控的力度和决心，新年度国内尚有 1 亿吨左右的超期稻谷，或将通过拍卖填补市场缺口，不利于资金推高玉米价格。而从需求端来看，新年度淀粉及生猪面临更加严峻的利润环境，预计需求增量不佳，中下游对行情推动有限。

图 30：玉米周线



数据来源：彭博博易云，港信期货研究所

资产配置篇

一、大类资产配置

股票：春季行情值得期待，二季度后不确定性增大。岁末年初宏观面趋松，资金面合理充裕，消息面偏多，情绪面转暖、估值相对偏低，市场微观结构健康，量化模型提示处于安全区间，市场有望启动一轮春季行情，其中券商是行情“胜负手”；二季度以后，随着美国中期选举临近，美股估值偏高叠加联储加息预期，加之 A 股连续三年上涨后本身存在内生性调整压力，市场不确定性加大。

债券：预计全年难有趋势性牛或熊市，利率或将呈现窄幅波动态势，运行区间 2.7% 至 3.1%。对配置型资金而言，3.0% 以上机会大于风险。

商品：供求两端趋于均衡，商品指数重心下移。2022 年，市场供求将趋于均衡，驱动大宗商品上涨的动力有所削弱。目前主要商品指数顶部已经形成，技术上面临较大调整压力，预计全年将震荡回落、重心下移，需要注意规避相关风险。

黄金：通胀或超预期，金价短期调整后有望震荡上行。短期看，美元指数走强和市场对联储转鹰的预期，或对金价形成压制；中长期而言，金价表现取决于美联储转鹰程度与美国经济基本面表现，我们认为美联储货币紧缩程度或落后于通胀上行幅度，黄金在中长期将上行，具备较好配置价值。

汇率：上半年出口回落汇率承压，下半年重回双向波动。2022 年上半年，由于出口大概率回落且中美货币政策分化，人民币具有贬值压力；下半年，美联储加息概率上升，但中国经济基本面有望回暖，人民币汇率或重回双向震荡格局。

二、风险因素

1. 美国中期选举

2022 年拜登将面对中期选举，这将给美国经济和资本市场带来不确定性。目前拜

登的民意支持率较低。回顾历史，2016 年底-2018 年，特朗普时期“一党独大”“减税再通胀”行情的终结源于 2018 年 10 月其中期选举丢掉众议院，市场预期其无法实施新的减税计划；1932-35 年，罗斯福“一党独大”下废除金本位+大基建牛市的终结源于其在 1935 年 10 月因激进改革而促使国会形成其反对力量占多数的“保守派同盟”，其后续所有经济计划无法通过。

目前民主党维持一党独大的局面，若一旦拜登在其 2022 年中期选举丢掉参、众两院中一个或两个，引发市场对其无法实施新的财政计划的预期，则美股将面临调整的压力。故我们还需要紧密观察美国民意今年的变化趋势。

2. 全球疫情大流行

海外疫情将如何演变依旧是市场主题，目前来看，疫情又在欧美肆虐，从德尔塔（Delta）到奥密克戎（Omicron），甚至有些外媒都出现了所谓的新冠新超级变种“德尔克戎”（Delmicron）的新闻。如果疫情在 2022 年仍然得不到好转，则全球供应链的问题难以解决，PPI 和 CPI 会继续上行，真的可能出现滞胀局面。疫情以来，中国和美国制造业都提升了库存，尤其是原材料的库存，这一方面可能受原材料涨价以及未来需求上升的预期影响，另一方面也可能有降低供应链不确定性的考量，从而助推物价上涨。这对于 2022 年全球经济将是严峻考验。

3. 地缘政治动荡

欧亚地缘政治方面，乌克兰问题使得 2021 年俄罗斯与美国、欧盟之间的紧张关系一再升级。俄罗斯在其与乌克兰的边境线上大量集结军队，华盛顿方面警告俄罗斯不要“入侵”乌克兰。美国和欧盟正在考虑，如果俄罗斯“入侵”乌克兰，将对俄罗斯采取制裁手段，包括中止北溪天然气管道二线项目。如果美国和欧洲中止北溪天然气管道二线项目，可能会引发全球能源危机，导致石油价格突破每桶 100 美元。能源价

格飙升可能迫使全球央行行长们加速收紧货币政策。

中美博弈持续升温。美国贸易代表戴琪前段时间说要与中国重新挂钩，但这不是为了改善中美关系而重新挂钩。只是美国现在还脱不了钩，美国很多生产、生活物资不能自给自足，但是芯片已经（跟中国）脱钩了，低端的芯片都在马来西亚投资设厂生产了，全球化形势并未根本改善。

伊朗的新政策方面。伊朗是地缘政治风险的另一个不确定因素。新总统选择了一条不同于其继任者的道路，因此伊朗正在建设核能力。伊朗也是石油市场的潜在主要参与者——如果与世界大国的谈判取得任何成果，对油价的影响也可能影响到其他金融市场。

4、其他灰犀牛、黑天鹅等事件

免责条款：

本报告仅供山东港信期货有限公司（简称“港信期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为港信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。