

股指期货：小步慢跑 波澜不惊

——2021 年股指期货市场回顾与 2022 年展望

作者：金融衍生品组 李彦森

执业编号：F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式：010-68518392/ liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2022年4月28日星期四

摘要：

2021 年内股指期货现货基本呈现大幅震荡走势，且指数运行过程中有一个明显特点，即基本面不断承压走弱，经济数据总能带来明显利空影响。每次稳经济的宽松政策出台，则支持短期指数反弹。同时还伴随有疫情、政治风险、原材料价格通胀等问题。因此市场主线焦点缺失情况下，多空双方凭借各自消息面利多、利空因素相互博弈，出现阶段性上冲或下挫，最终总体力量均衡，没有形成持续、明显的上涨或下跌走势。我们认为，政策底的影响仍集中在中短期，基本面出现持续好转并引领市场预期改变之前，股指期货现货持续大幅上涨的可能性较低，总体或继续“小步慢跑”，甚至不排除深度调整的可能。从技术角度分析，长期趋势看上证指数仍位于三角形整理中，中期技术指标则指向震荡。因此市场维持均衡的状况下，仍需要更多的把握中短期交易机会，尤其是明年上半年。明年全年来看底部将继续抬升，且下半年上涨概率和涨幅可能更高，上半年可低位适当增加长线仓位。具体操作中，基于未来中期走势仍为震荡上行的判断，我们认为单边策略可维持高抛低吸，博取灵活交易的收益，同时增加长线持仓比例。现货层面消费股可重点关注，科技股仍作为长期持有对象。周期股继续波段思路、回避短线操作。现货总仓位暂维持在 40%至 60%左右，预计上半年将视情况加仓。期货操作中，短期继续关注 IC，中长期则关注 IF 和 IH。期现套利中关注远端尤其隔季合约，博取基差收益。卖出套保仍应采用主力合约。预计 IH/IC 下行趋势将转向，暂时维持观望，明年可能将有有做多该比价的机会。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

第一部分	股指现货和期货市场回顾	3
一、	股票市场总体均衡 结构差异鲜明	3
二、	期指远端继续贴水 跨品种套利或转向	8
第二部分	基本面分析	15
一、	经济压力上升但不必悲观	15
二、	市场面临的政策、信用环境改善	23
三、	疫情影响有限 政治博弈需关注	25
四、	资金反应市场观望态度渐浓	26
五、	中证 500 指数股指承压	28
第三部分	技术分析和未来展望	29
一、	长期看沪指仍在大三角型整理中	29
二、	上证 50、沪深 300 和中证 500 指数分析与操作建议	31

第一部分 股指现货和期货市场回顾

2021 年内股指基本呈现大幅震荡走势¹，且指数运行过程中有一个明显的特点，即基本面不断承压走弱，经济数据总能带来利空影响。而每次稳经济的宽松政策出台，则支持短期指数反弹。同时还伴随有疫情、政治风险、原材料价格通胀等问题。因此市场主线焦点缺失情况下，多空双方凭借各自消息面利多、利空因素相互博弈，最终总体力量均衡，没有形成明显的上涨或下跌走势。从行业角度看，年内上游采掘、中游原材料和制造业表现较好，下游消费、服务、金融偏弱，沪深 300、上证 50 弱于中证 500，但这一趋势已发生变化，2022 年上证 50、沪深 300 表现可能强于中证 500。全球来看，年内经济复苏是推动股市上涨的主要因素。预计 2022 年全球股市仍维持强势。美股部分时间有调整风险，但全年总体仍将上涨，对内盘仍有利好。大类资产轮动情况暗示下半年股市相对更强。从期货市场角度看，年内市场对 IC 交易热情有所下降，套保需求或正在上升。结合市场逻辑转向情况看，明年主要品种可能仍在 IF 和 IH。但从绝对金额上看，IC 仍为期指第一大品种。升贴水情况符合季节性规律，年内 IF 和 IH 基差表现相对更强，预计延续到明年上半年。套利方面，预计 2022 年远端深度贴水不变，反套机会依然存在。且明年股指面临波动放大的可能，短期也可以关注正套机会。跨期套利机会相对有限。跨品种套利方面可跟随市场逻辑转变，关注做多 IH/IC 比价，即多 IH 空 IC 的机会。

一、股票市场总体均衡 结构差异鲜明

2021 年内股指基本呈现大幅震荡走势，且指数运行过程中有一个明显的特点，即基本面不断承压走弱，经济数据总能带来利空影响。而每次稳经济的宽松政策出台，则支持短期指数反弹。同时还伴随有疫情、政治风险、原材料价格通胀等问题。因此市场主线焦点缺失情况下，多空双方凭借各自消息面利多、利空因素相互博弈，最终总体力量均衡，没有形成明显的上涨或下跌走势。从行业角度看，年内上游采掘、中游原材料和制造业表现较好，下游消费、服务、金融偏弱，沪深 300、上证 50 弱于中证 500，但这一趋势已发生变化，2022 年上证 50、沪深 300 表现可能强于中证 500。全球来看，年内经济复苏是推动股市上涨的主要因素。预计 2022 年全球股市仍维持强势。美股部分时间有调整风险，但全年总体仍将上涨，对内盘仍有利好。大类资产轮动情况暗示下半年股市相对更强。

（一）市场总体宽幅震荡、多空均衡

2021 年内股指基本呈现大幅震荡走势。从现货市场角度看，以上证指数为例分析，基本位于 3350 点和 3731 点区间之内，整体较 2020 年上一个台阶。年初承接 2020 年四季度上行走势，伴随经济基本面不断改善的步伐而上涨，虽然部分时间段流动性偏紧，但影响时间短。春节前后受到外盘大涨带动而冲高回落，并创年内最高点和 6 年最高位。春节后海外市场在美债收益率上升压制下出现调整，并带动内盘明显回落。同时从 2 月开始部分经济数据走弱加剧市场担忧。3 月中美两国接触无结果，市场避险情绪升温，这压制了反弹的步伐，直到 3 月经济数据公布后指数暂时企稳。4 月开始经济数据没有更多超预期，反而开始出现分化，经济基本面已不之前稳固，市场观望情绪加重，指数呈现横向震荡走势。虽然 5 月有资金推动的短期上涨，

¹ 年度统计数据截止至 2021 年 12 月 10 日，如无特别说明，下同。

但之后在偏弱的经济数据影响下再度回落。7月央行降准没有带来上行。而国内对教育行业整治、新一轮疫情出现以及外资大幅流出，共同导致股指大幅下挫，并创出年内最低点。随后市场对宽松的预期不断增强，虽然经济基本面未扭转，但指数8月和9月出现一轮明显反弹。并且从结构上看，上游原材料尤其煤炭等能源品行业股票价格，跟随期货大幅上涨。随后调控政策指向上游煤炭价格，强力压制之下最终商品市场出现整体回落，叠加经济继续走弱，以及房地产行业风险不断暴露，指数在10月和11月调整明显。最终11月房地产行业政策有所松动，市场判定政策底已经到来，随后叠加央行再次降准和采取其他手段释放流动性，股指开始回升。总体上看，今年指数运行过程中有一个明显的特点，即基本面不断承压走弱，经济数据总能带来利空影响。而每次稳经济的宽松政策出台，则支持短期指数反弹。同时还伴随有疫情、政治风险、原材料价格通胀等问题。因此市场主线焦点缺失情况下，多空双方凭借各自消息面利多、利空因素相互博弈，最终总体力量均衡，没有形成明显的上涨或下跌走势。



图 1 2021 年以来上证综指走势和影响因素

数据来源：文华财经、方正中期研究院

(二) 主要行业和指数分界鲜明

分行业来看，年内 28 个申万一级行业多数实现上涨。涨幅较大的是电气设备、有色金属、化工、采掘、钢铁等行业，涨幅分别为 56.54%、49.17%、37.07%、37.91%、34.39%。跌幅较大的行业是家用电器、非银金融、休闲服务、房地产、传媒等，分别下跌 20.09%、17.11%、13.91%、12.90%、9.28%。行业变动情况显示出清晰的逻辑：中上游原材料、采掘等周期行业表现极好，中下游消费行业表现较弱。和年内经济周期先升后降的情况一致。但从时间上看，下半年开始这一趋势已经扭转。周期股冲高回落，尤其是上游煤炭、钢铁，以及中游的房地产等行业还分别带有供给侧、房地产行业压力等影响。而海外对中国工业中间品需求不

减，令电气设备维持较强增长。但 2022 年来看，中间品、工业设备需要警惕回落风险，下游消费品行业表现将会强于中上游行业。宽松政策下金融行业也有一定空间。补短板 and 长期经济转型则有利于半导体等电子行业。

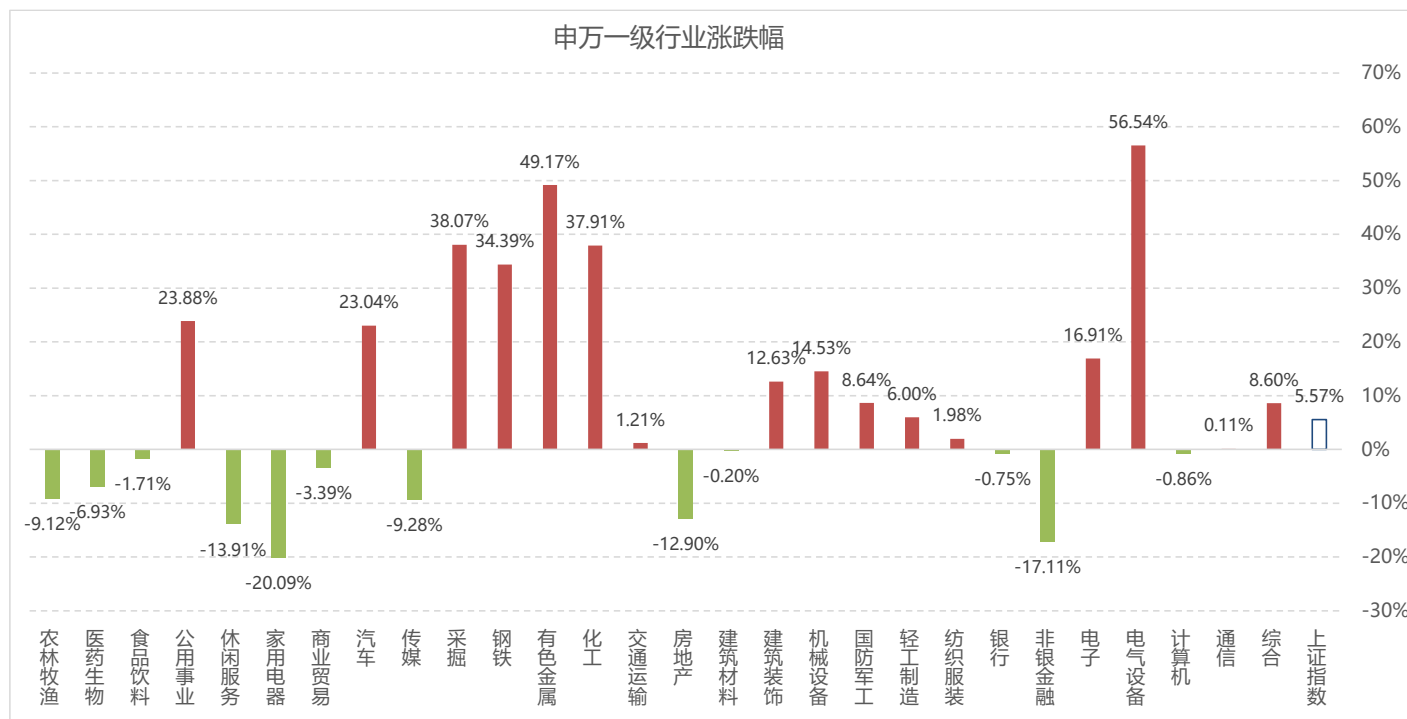


图 2 申万一级行业涨跌幅
数据来源：Wind、方正中期研究院

在中上游原材料、采掘业等周期股，以及中游装备制造相关行业支持之下，中证 500 指数表现非常强势。上证 50 指数和沪深 300 指数则受到金融、大型消费股等拖累。截至 12 月 10 日，深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数分别下跌 3%、下跌 7.88%、上涨 14.7%。但这一相对变动趋势在下半年已经转弱，并且四季度开始出现反转。预计 2022 年三大指数从强到弱将是上证 50、沪深 300、中证 500，这也是 IH/IC 跨品种套利的逻辑基础之一。

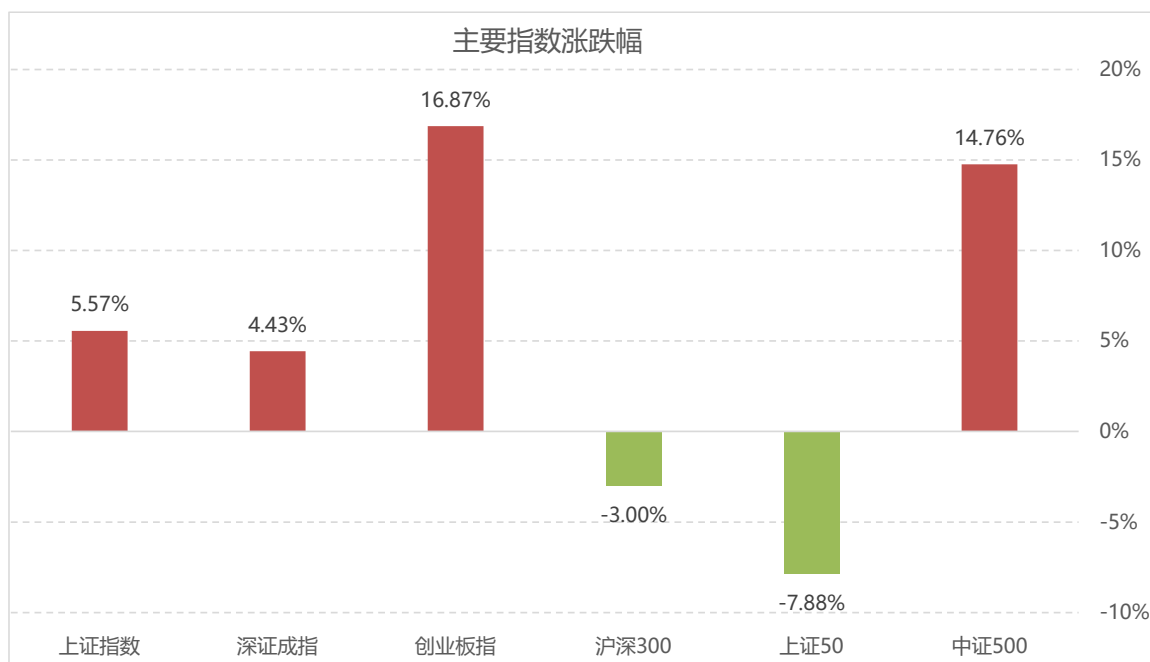


图 3 主要指数涨跌幅
数据来源：Wind、方正中期研究院

（三）外围市场和大类资产利多股市

整体上看，今年全球股票市场大部分呈现上涨走势，年内全球经济总体复苏的趋势是股票上涨的主要动力。亚太地区市场涨跌互现格局明显，跌幅较大的是香港、新西兰等，分别下跌 11.88%、1.85%。MSCI 亚太地区指数下跌 2.93%。日本、韩国、新加坡、印度、台湾地区股市则分别上涨 5.62%、4.76%、10.26%、23.11%、21%。中国上证指数上涨 5.57% 处于中等水平。美洲股市涨幅相对较大，美国、加拿大、墨西哥、阿根廷分别上涨 25.45%、19.83%、16.22%、66.79%，但巴西市场回落 9.46%。欧洲市场涨幅较为均衡，尤其是西欧方面，德国、法国、意大利、西班牙、荷兰、英国分别上涨 13.88%、25.94%、21%、3.55%、26.16%。其他欧洲国家市场也全面上涨。中东和北非国家中，沙特、阿联酋分别上涨 25.89%、29.47%，涨幅相对明显，与大宗商品尤其是油价反弹有关。我们认为，全年来看疫情进一步缓和，经济复苏加速（尤其是上半年）是推动股市上涨的主要基本面因素。2022 年全球股市仍将维持相对强势，美股二季度有调整风险，但全年可能继续总体上行，对内盘有利好影响。

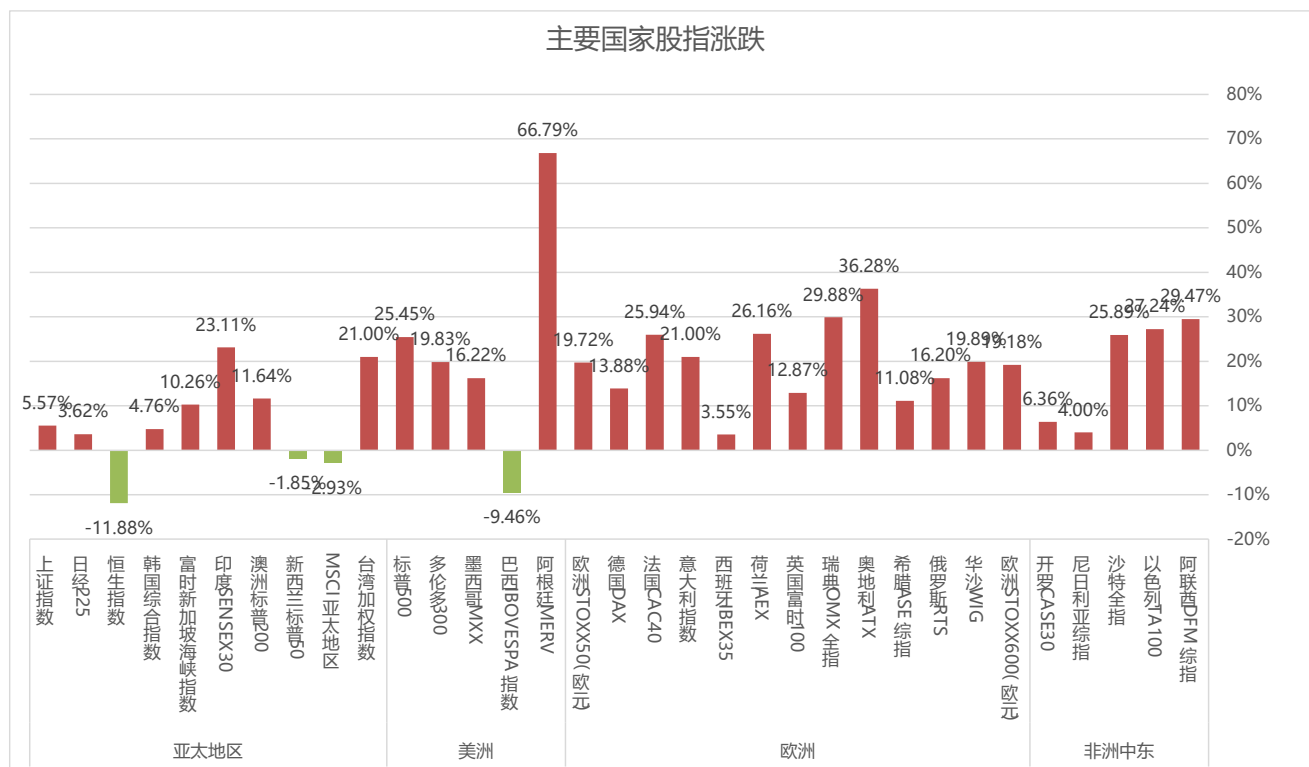


图 4 主要国家股指涨跌幅
数据来源: Wind、方正中期研究院

其他相关资产方面。伴随美股上涨的是 VIX 指数大幅回落, 维持疫情以来持续下降的趋势, 侧面反应外生风险对市场影响不断减小。人民币则继续震荡走升, 美元指数同时有所反弹。同时国内债券收益率下行、国债价格上涨, 显示中性偏宽松的货币政策存在流动性利好。预计明年美元维持强势、人民币可能走弱, 前期利好影响结束。而债市转向后, 经济周期对股市利好上升。

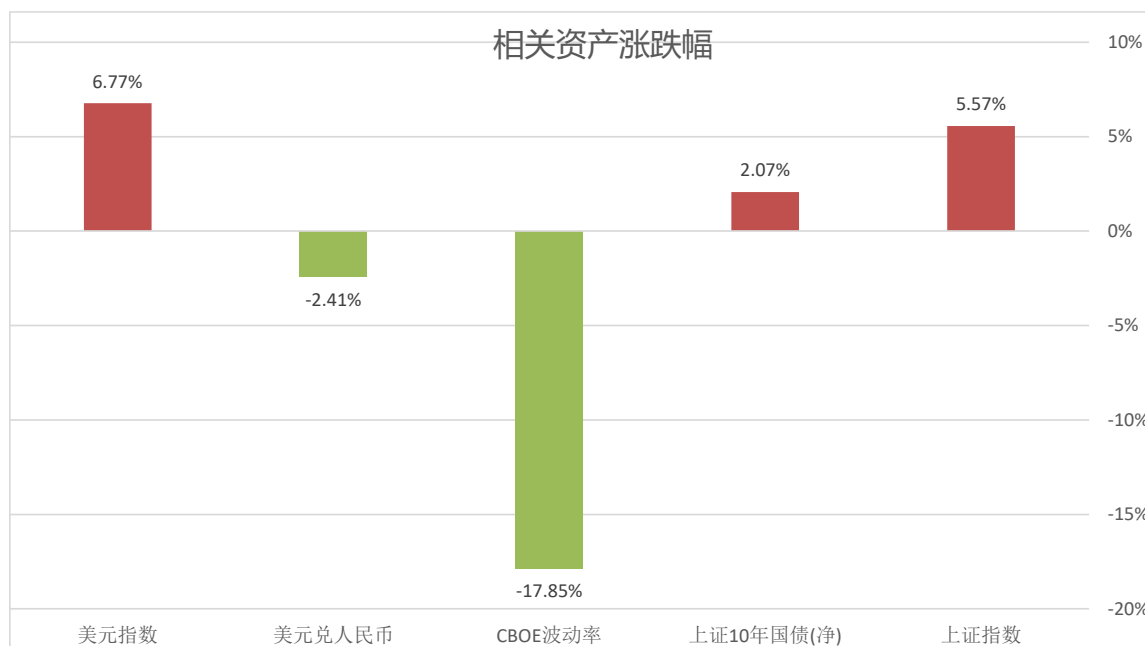


图 5 其他主要大类资产涨跌幅
数据来源：Wind、方正中期研究院

二、期指远端继续贴水 跨品种套利或转向

年内市场对 IC 交易热情有所下降，套保需求或正在上升。结合市场逻辑转向情况看，明年主要品种可能仍在 IF 和 IH。但从绝对金额上看，IC 或仍为期指第一大品种。升贴水情况符合季节性规律，年内 IF 和 IH 基差表现相对更强，预计延续到明年上半年。套利方面，预计 2022 年远端深度贴水不变，反套机会依然存在。且明年股指面临波动放大的可能，短期也可以关注正套机会。跨期套利机会相对有限。跨品种套利方面可跟随市场逻辑转变，关注做多 IH/IC 比价，即多 IH 空 IC 的机会。

（一）IC 交投活跃度下降

年内股指期货总体成交差异较大，截至 12 月的情况显示，IH 和 IF 日均成交量有所上升，尤其是前者上升较为明显，但 IC 合约日均成交反而出出现回落。但期末持仓量 IC 上升较明显，IH 小幅上升，IF 则有所回落。因此 IC 成交持仓比下降，IF 和 IH 成交持仓比上升。期现货成交额来看，三大合约均有所下降，其中 IC 合约下降幅度最大，从 98%左右降至 58%左右。期现市值比来看，IH 和 IC 有一定上升，IF 则出现回落。总体上看，市场对 IC 交易热情有所下降，套保需求或正在上升。结合市场逻辑转向情况看，明年主要品种可能仍在 IF 和 IH。但从绝对金额上看，IC 或仍为期指第一大品种。

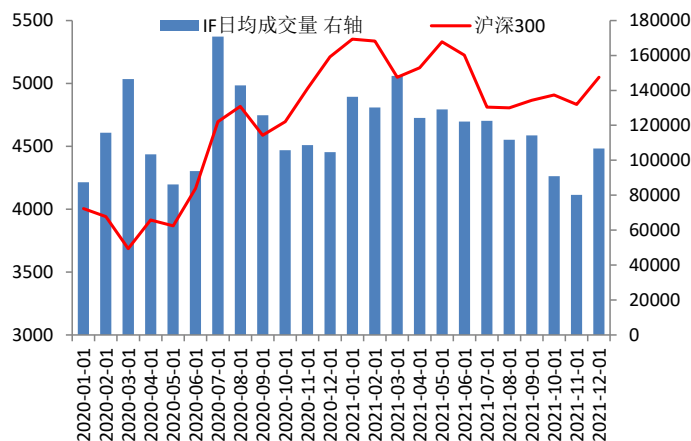


图 6 沪深 300 指数和 IF 合约成交量
数据来源：Wind、方正中期研究院

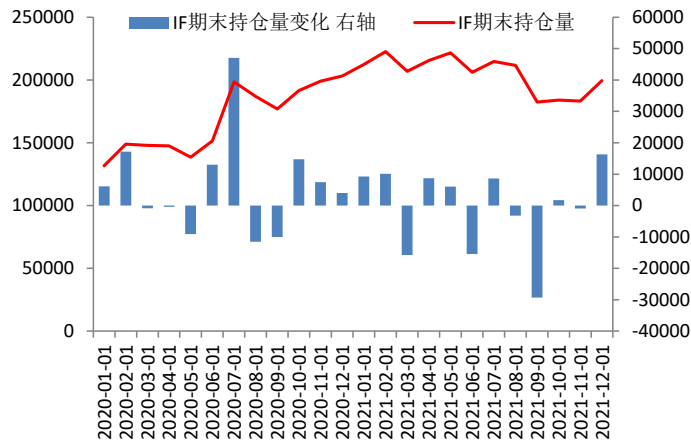


图 7 IF 合约持仓量及其变动
数据来源：Wind、方正中期研究院

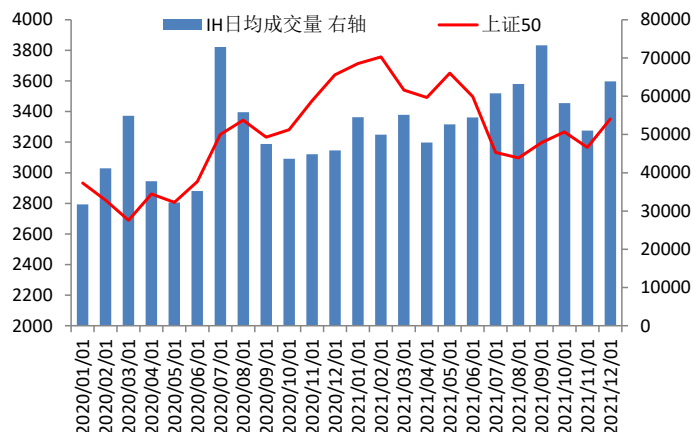


图 8 上证 50 指数和 IH 合约成交量

数据来源：Wind、方正中期研究院

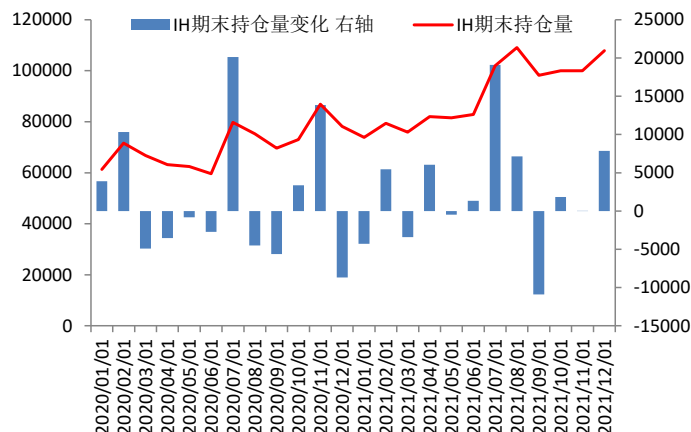


图 9 IH 合约持仓量及其变动

数据来源：Wind、方正中期研究院

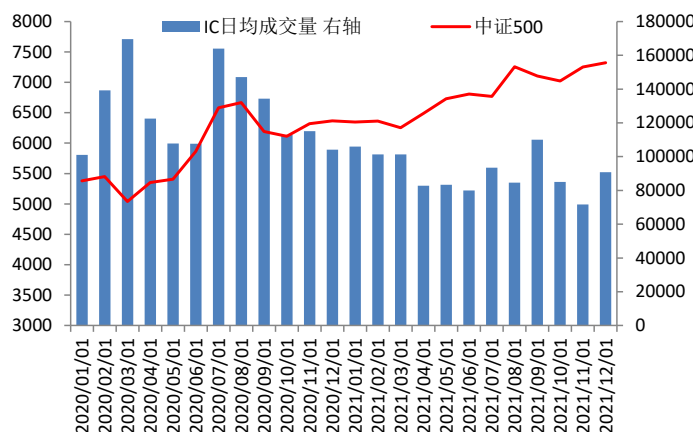


图 10 中证 500 指数和 IC 合约成交量

数据来源：Wind、方正中期研究院

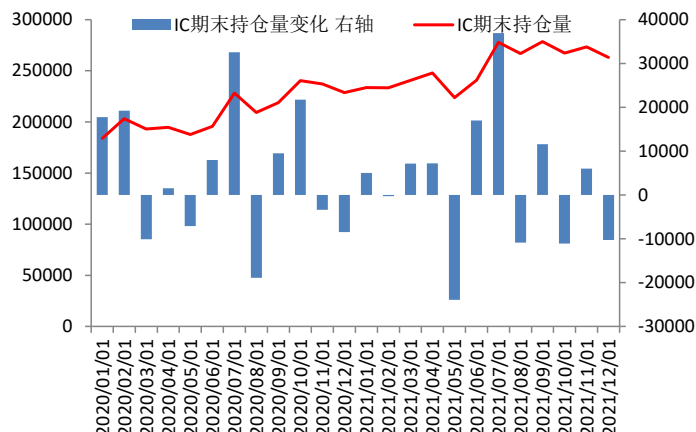


图 11 IC 合约持仓量及其变动

数据来源：Wind、方正中期研究院

		日均成交量 (手)	期末持仓量 (手)	成交量/持仓量 (%)	名义成交额 (亿元)	名义持仓额 (亿元)	成交额：期货/现货 (%)	期货持仓额/现货市值 (%)
IF	2021-12	106751	199421	53.53%	14374	3024	42.72%	0.6054%
	2020-12	104634	203224	51.49%	37753	3183	59.62%	0.6416%
IH	2021-12	63876	107875	59.21%	5691	1089	61.42%	0.5500%
	2020-12	45852	78189	58.64%	11594	854	68.46%	0.4116%
IC	2021-12	90833	263171	34.51%	11778	3792	58.15%	2.8003%
	2020-12	104057	228652	45.51%	31250	2862	94.68%	2.5503%

图 12 三大股指合约成交、持仓与 2019 年末比较

数据来源：Wind、方正中期研究院

（二）远端高基差开始分化

基差或升贴水是期货最为重要的特征之一。对于股指期货而言，升贴水除了反应无风险收益率、市场整体盈利能力之外，部分层面上也反应了市场对于后市的预期，即所谓的价值基差。理论上，由于资金成本的

存在，到期日越远的合约价格越高，到期日越近的合约价格相对较低。2015 年之后股指期货处在长时间的大额贴水状态运行，尤其是 IC 合约，IH 合约则在 2017 年和 2019 年曾短暂转为升水。2020 年初和年底前后，IF 和 IH 也有一段时间升水。甚至 2021 年四季度部分时间 IC 近月出现升水。这既有市场预期变动的因素，又有限制股指期货交易流动性匮乏的溢价，以及缺乏现货做空机制的因素，同时还受到持有现货具有较高打新收益的影响。此外，年初和年末基差较低、年中前后基差较高的季节性规律依然存在。

今年股指期货三大品种情况出现一定差异，IC 各期限合约多数时间均处于贴水状态，尤其是远端贴水深度较深。近端部分时间段小幅升水。IF 表现居中，近月合约部分时间出现升水的同时，次月合约也有升水出现，尤其是四季度。IH 表现最佳，远端合约部分时间出现升水。从趋势上看，主要是三季度末期升贴水修复相对明显。而截止到 12 月中旬，各品种近端合约频繁出现升水现状，但收到套利盘影响，升水幅度无法进一步扩大。影响因素上看，市场情绪改善，利率下行步伐暂停等因素，均有利于升水扩大或贴水收窄。而年内升贴水走势也基本符合季节性规律。预计明年股指上半年维持震荡的情况下，IF 和 IH 升贴水继续修复至 0 附近，IC 可能仍有贴水存在。下半年则存在进一步改善的可能性，尤其是 IC。

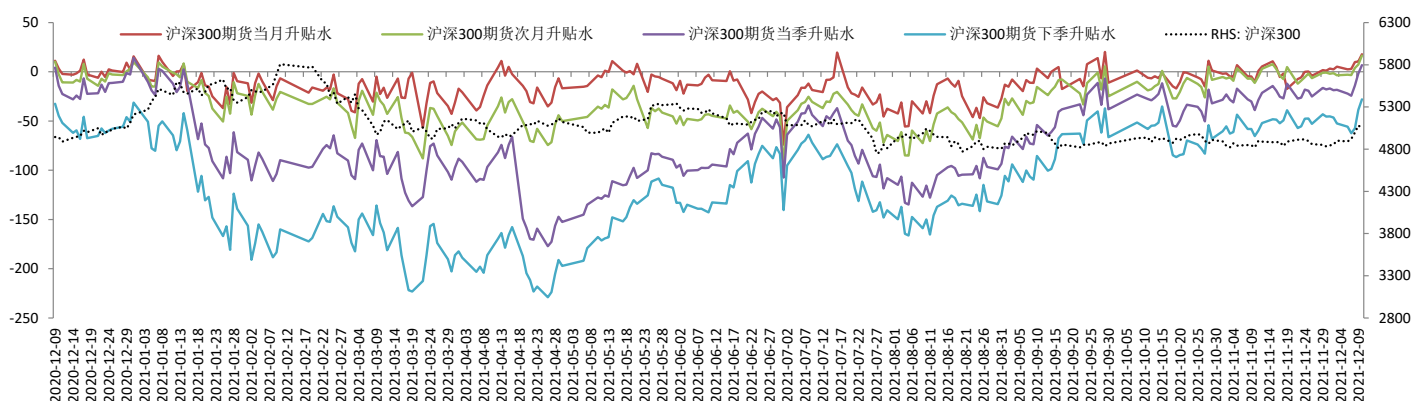


图 13 沪深 300 指数和期货合约升贴水

数据来源：Wind、方正中期研究院

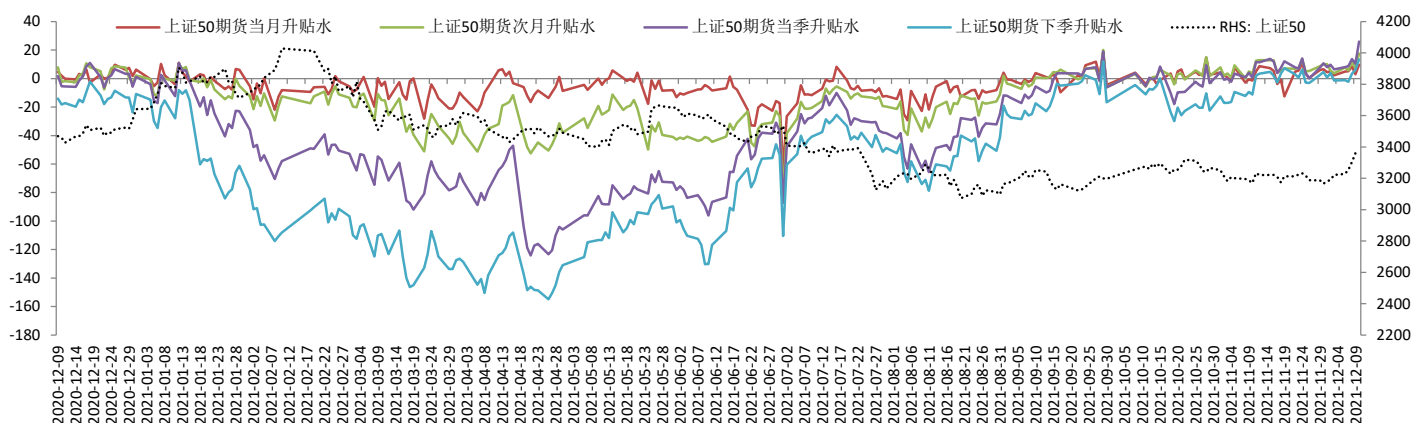


图 14 上证 50 指数和期货合约升贴水

数据来源：Wind、方正中期研究院

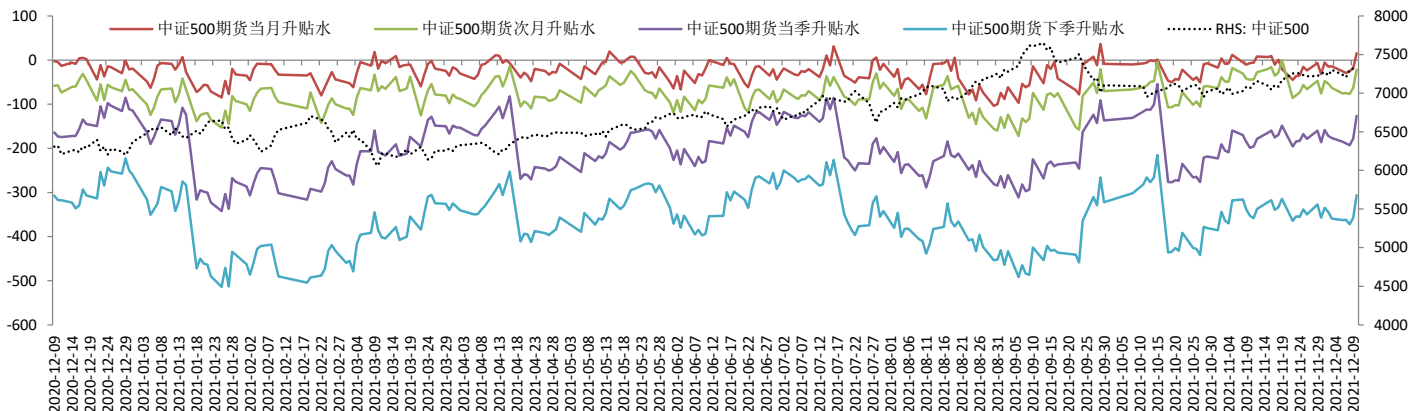


图 15 中证 500 指数和期货合约升贴水

数据来源：Wind、方正中期研究院

（三）远端贴水不变 跨品种套利转变

由于股指现货缺乏做空机制，大额的贴水套利机会往往难以实现。而部分时间段下股指期货的升水幅度又极为有限，没有超出无套利区间，所以期现套利在国内股指期货市场大多数情况下无法实现，在融券或能够做空 ETF 的情况下才能够实现。整体情况看，上半年大部分时间段期货期货仍处于贴水之中，尤其是股指在 6、7、8 月调整过程中贴水幅度较深。远端在此期间，反套机会更大。事实上，全年反套均有一定空间，只是融券做空 ETF 难易的问题。如 IC 隔季合约年化贴水率长期维持在 10% 左右。从近月角度看，四季度股指期现货大幅上涨，带来部分时间段的现货升水，尤其是 12 月 IF 和 IH 甚至 IC 合约出现多次正套空间，年化收益率超过 20%，但机会稍纵即逝较难把握。我们预计，2022 年远端深度贴水不变，反套机会依然存在。且明年股指面临波动放大的可能，短期也可以关注正套机会。

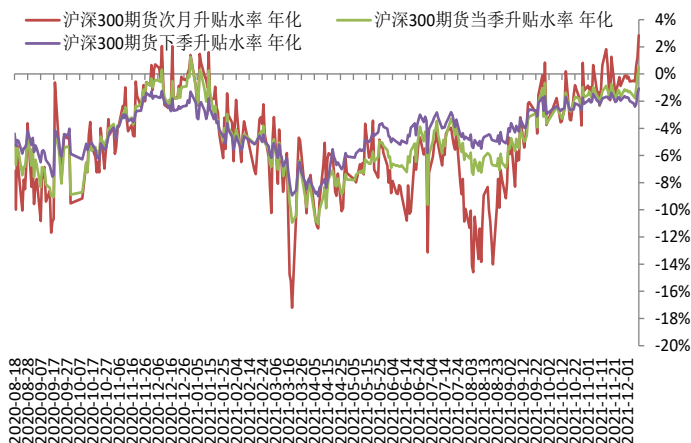


图 16 IF 合约年化升贴水率

数据来源：Wind、方正中期研究院

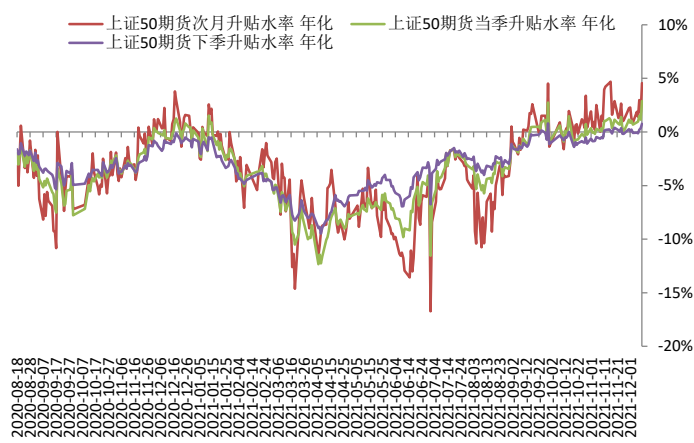
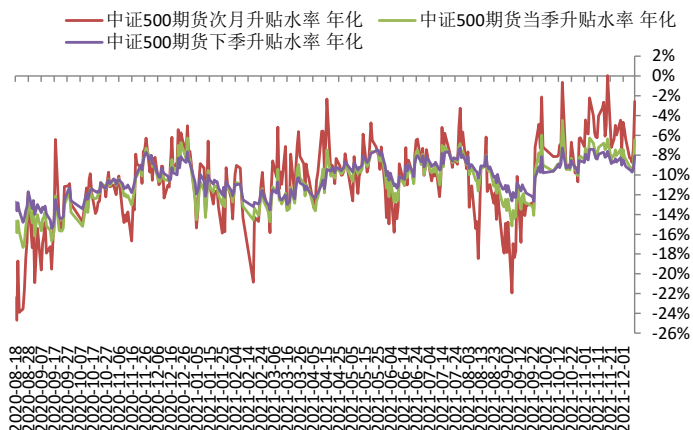
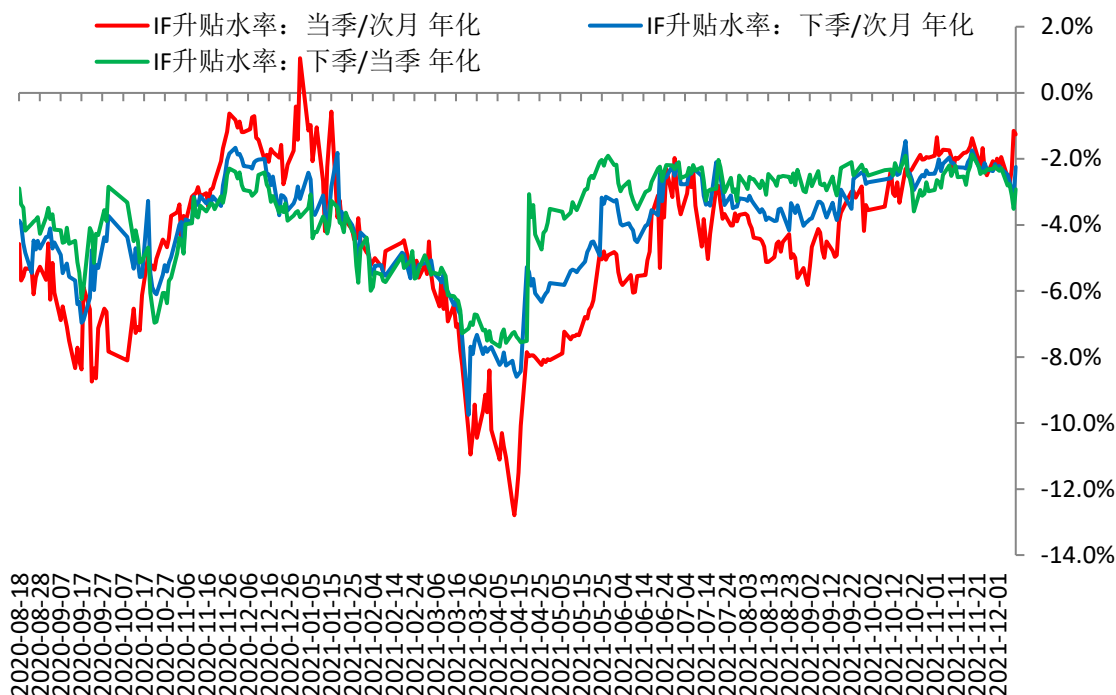


图 17 IH 合约年化升贴水率

数据来源：Wind、方正中期研究院



跨期套利方面。股指远期期限结构表现与期现价差类似，基本上一季度和三季度呈现明显回落走势，其他时间段出现回升。一季度下行主要受到无风险收益率上升影响，二季度经济走弱后，市场对利润预期回落，带来远期上行。总体上看，IF、IH 和 IC 远期价差缓慢修复，可选择多远期空近期，但机会非常有限。



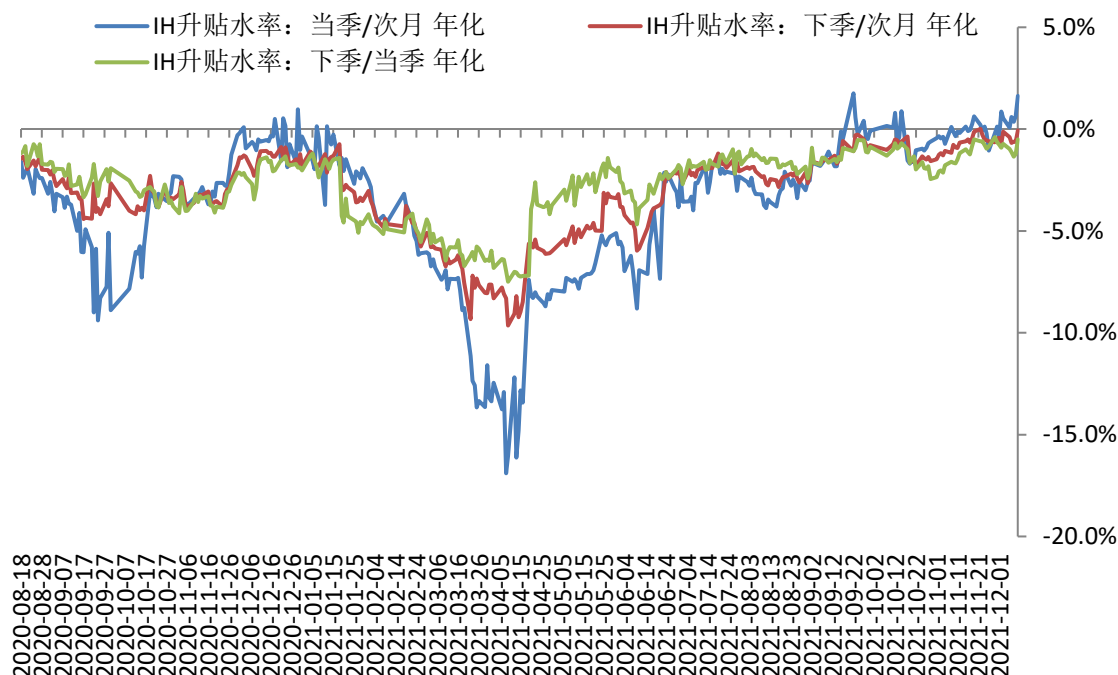


图 20 IH 合约跨期价差

数据来源：Wind、方正中期研究院

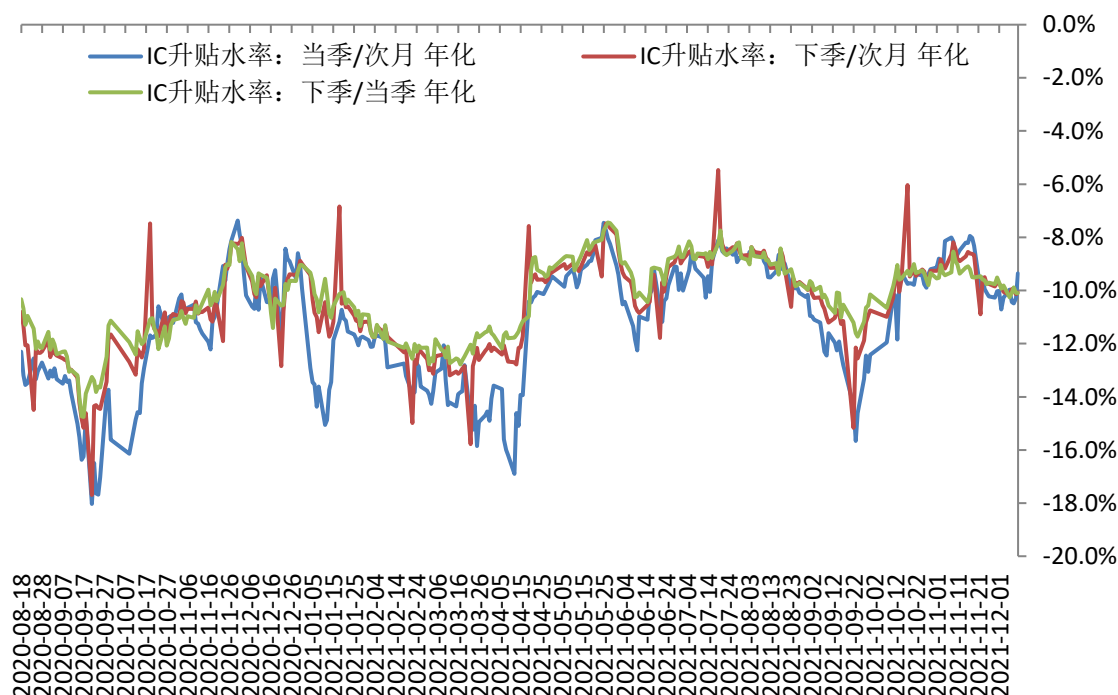


图 21 IC 合约跨期价差

数据来源：Wind、方正中期研究院

跨品种套利方面，2020 年下半年开始的周期股和价值股逻辑推升了 IH/IC 价差，并且该上行趋势持续直至今年一季度。随后市场风格转为成长股与周期股并重，上述趋势减弱并推动该价差回落，也隐含市场对经济周期变动的预期。但从 9 月开始这一趋势有所松动，周期股逻辑弱化后，IH/IC 价差下行趋势开始扭转。四季度基本维持横向运行。后期预计伴随市场逻辑继续转向，价值股和成长股趋势强化，IH/IC 下行难以维

系，并且可能出现一轮上升。因此预计 2022 年可积极尝试做多该比价，即做多 IH、做空 IC。

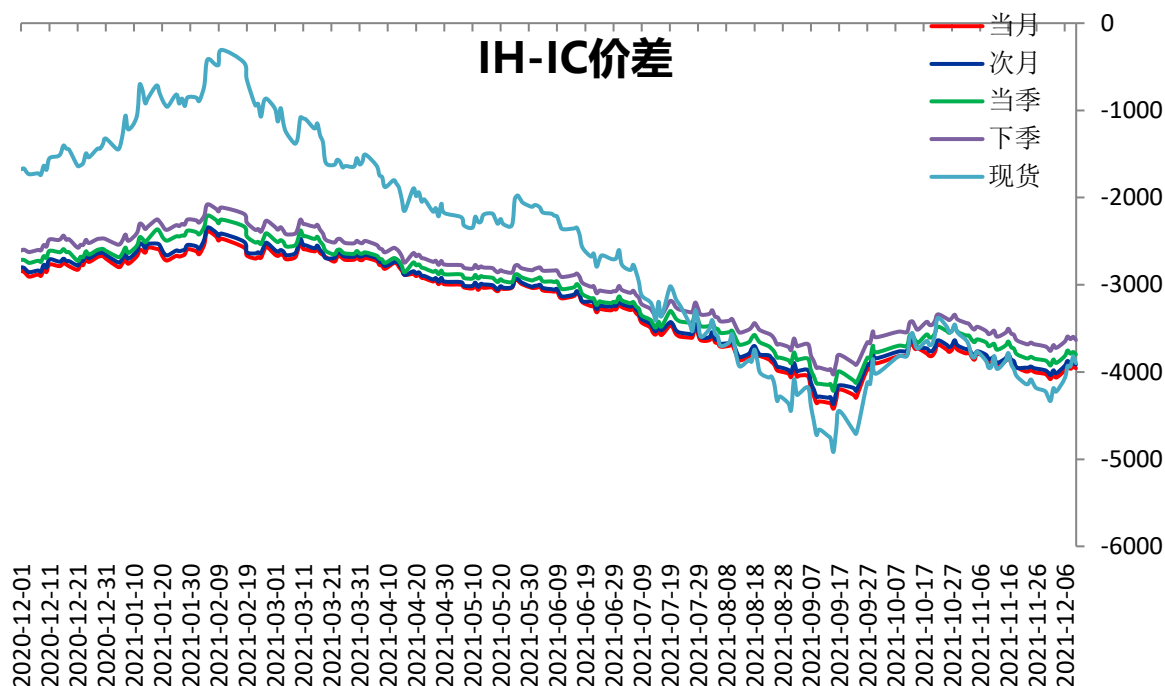


图 22 IH-IC 价差变动
数据来源：Wind、方正中期研究院

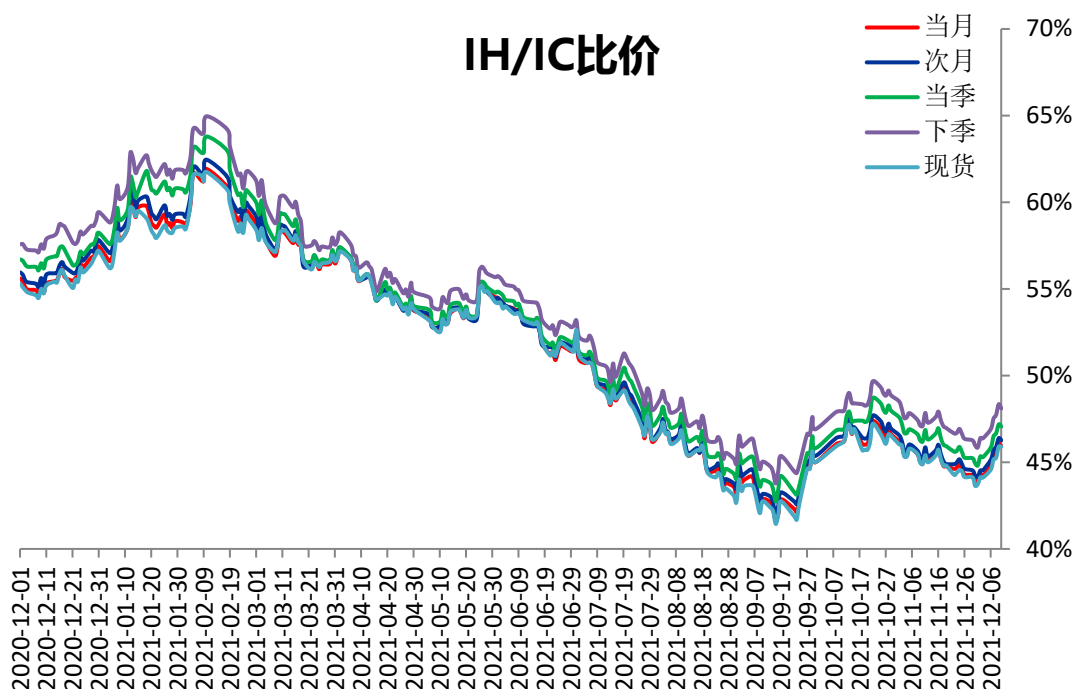


图 23 IH/IC 比价变动
数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 基本面分析

2021 年股指冲高震荡的走势，基本对应了一季度经济基本面超预期的表现，以及从二季度开始承压的现实情况。基本面的几个主要特点——消费保持稳定、外需持续超预期、制造业偏强、基建投资先弱后强，房地产投资后期回落，总体力量相对均衡，因此股指没有突破宽幅震荡区间。我们认为 2022 年内生经济周期将在二季度完成探底，之后开始回升，下半年表现强于上半年，全年 GDP 增速可能在 5.5% 附近。主要风险仍在于房地产和外需方面。基建投资将是对冲经济下行的主要抓手。消费能够维持平稳增长，消费刺激政策值得关注。通胀整体下行，PPI 回落同时 CPI 将持续小幅加速。货币政策维持中性偏宽松，财政政策前置而总体稳定。外生风险中主要是政治博弈，疫情预计难以对经济产生系统性影响。股指期现货市场总体可能跟随基本面呈现先震荡、后上行的局面。上半年多空均衡为主，如果经济再弱于预期，不排除出现新一轮调整。但受到货币政策和财政政策宽松等利好因素影响，调整幅度难以突破震荡区间下沿。下半年基本面好转后，指数上行可能性增加，可能突破震荡区间上沿。全年来看，尤其是下游消费行业表现可能更佳，受到价格因素带动。市场风格转换更有利于 300 和 50 表现。此外，非经济因素带来的风险需要持续警惕，市场波动幅度仍难以减小。市场表现方面，短端资金利率基本稳定，融资成本较去年变动不大。下半年资金入场和杠杆交易持续减少，市场观望情绪加重。市场整体估值水平回落，尤其是中证 500 指数估值持续走低。

一、经济压力上升但不必悲观

2021 年股指基本面有几个明显的特点——消费保持稳定、外需持续超预期、制造业偏强、基建投资先弱后强、房地产投资后期回落，总体力量相对均衡，因此股指没有突破宽幅震荡区间。我们认为 2022 年内生经济周期将在二季度完成探底，之后开始回升，下半年表现强于上半年，全年 GDP 增速可能在 5.5% 附近。主要风险仍在于房地产和外需方面。基建投资将是对冲经济下行的主要抓手。消费能够维持平稳增长，消费刺激政策值得关注。通胀整体下行，PPI 回落同时 CPI 将持续小幅加速。股指期现货市场总体可能跟随基本面呈现先震荡、后上行的局面。上半年多空均衡为主，如果经济再弱于预期，不排除出现新一轮调整。下半年基本面好转后，指数上行可能性增加，可能突破震荡区间上沿。全年来看，尤其是下游消费行业表现可能更佳，受到价格因素带动。

（一）产出偏弱是基本面承压的重要表现

年内产出端呈现冲高回落的态势，一季度表现相对强势，二季度呈现冲高回落态势，之后开始持续走弱。工业增加值同比增速的上涨，尤其是一季度的暴涨，主要受到 2020 年疫情期间经济增长低基数的影响。名义工业增加值从年初的产量支持，逐渐过渡到价格支持，尤其是三、四季度几乎完全依赖价格支持。分行业来看实际产量，中下游加工组装相关行业表现最佳，上游采掘行业表现相对一般。这对应了出口需求偏强的拉动，以及基建、地产在上半年和下半年各自偏弱的需求表现。此外，部分下游制造业如汽车等，同时受到芯片缺乏等供给因素影响。制造业 PMI 年内也是先强后弱的表现，年初继续显示去年以来的主动加库存，但从二季度开始逐步转向被动加库存，9 月开始出现主动去库存迹象。原材料净需求和产成品净需求的走弱，反映出库存周期正在转向。四季度大宗商品价格已经开始回落，且房地产风险上升，外需仍有不确定性，新冠病毒的新型变种等因素，均对需求和价格有一定打压。四季度完成库存周期转向主动去之后，经济尤其是产出端仍有下行风险。结合经济基本面很容易看到，股指一季度冲高后震荡，是严格跟随经济形势运行

的。并且中游制造业较好的表现也从量上支撑产业利润，维持股指震荡区间的下沿。根据历史经验判断，最后这一探底将贯穿 2022 年一季度，乐观估计将在二季度左右结束。除经济周期自身因素外，两碳政策、冬奥会环保政策等也可能打击产出。而从长周期来看，经济仍在上升阶段，对当前弱势不必过于悲观，预计 2022 年下半年开始经济回升周期能够持续到 2023 年中左右。基于对经济基本面的认识，我们认为市场整体将在明年上半年继续维持宽幅震荡走势，下半年（乐观情况下二季度）可能开始一轮上行，并持续上涨至 2023 年中期。



图 24 工业增加值增速持续回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

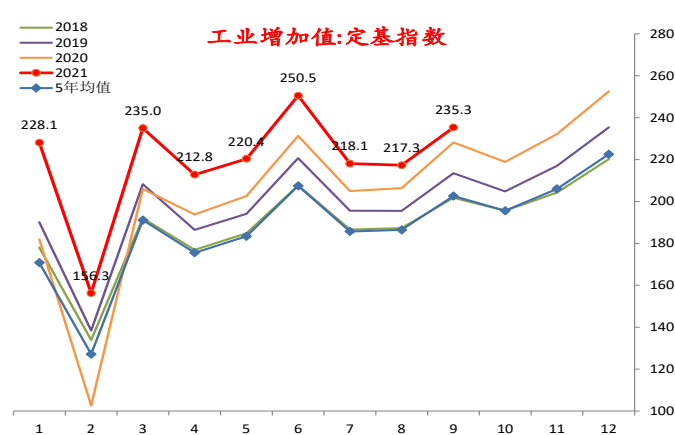


图 25 实际产出表现平稳
数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

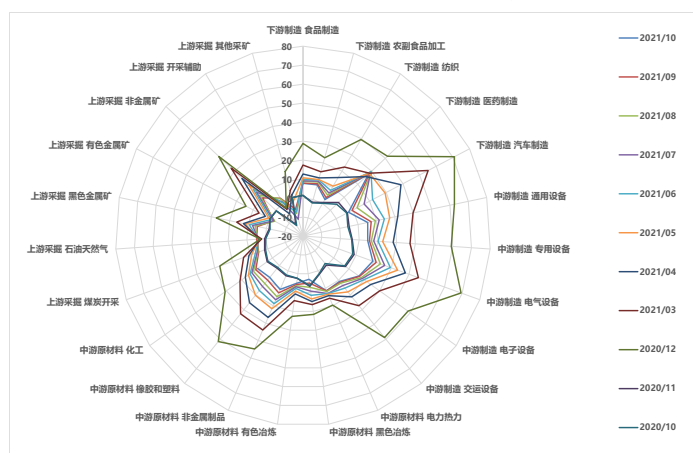


图 26 中游行业表现强势
数据来源：Wind、方正中期研究院

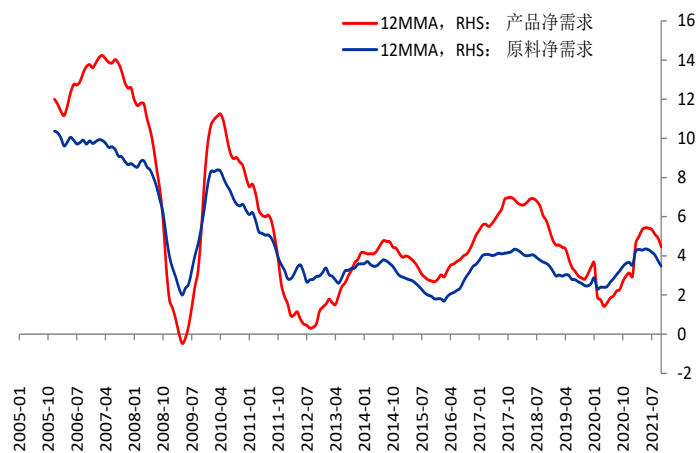


图 27 中长期需求上行放缓但未终结
数据来源：Wind、方正中期研究院

（二）扩基建、稳地产对冲外需潜在压力

年初投资需求增速大幅飙升后，3 月开始呈现持续下降趋势，同样受到 2020 年基数波动较大的影响。分项中，基建投资表现持续偏弱，直到三季度后期开始逐步企稳。这一情况与今年财政政策后置，影响基建资金到位有关。下半年随着地方专项债发行加速，资金问题缓解，基建开始发力，同时逆周期调控也令决策

层有更强的主观行动力。房地产投资则呈现持续走弱的态势，尤其是二季度开始加速下行。这也是目前三大投资中的主要拖累项。制造业表现出韧性，得益于今年以来外需持续维持较高速度的增长，直接拉动中上游投资需求。我们认为，2022 年基建投资仍将是稳经济的重要抓手。当前经济处于承压下行期中，决策层有较强的动力以基建投资对冲下行风险。同时明年财政表现极将与今年相反，财政前置令上半年基建投资资金端无忧。房地产投资风险依然较大，即使目前已经出台一些支持政策，但下行趋势短期难以改变，甚至不排除明年房地产投资回落超预期，导致货币政策全面放开可能性。而制造业投资在外需即将冲顶回落的情况下，上行空间正在封闭，增速仍将维持稳定或小幅回落。中游制造业面临的需求风险以及相关装备制造行业股价回落风险仍较大，但和基建关系密切的大型专用设备制造业可能相对较好。相对来说这更有利于 300 指数的表现。

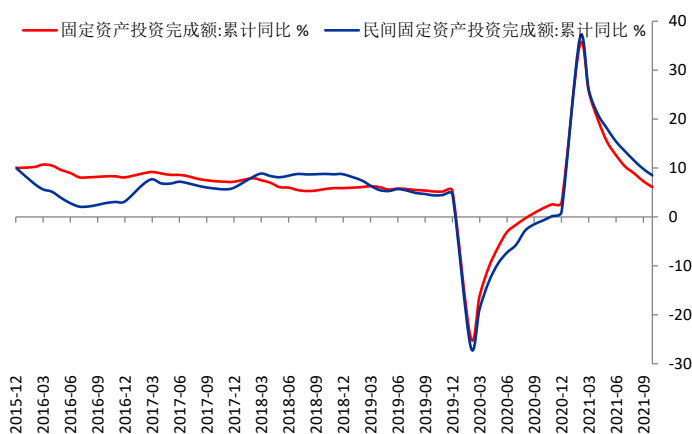


图 28 城镇投资、民间投资同比冲高回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

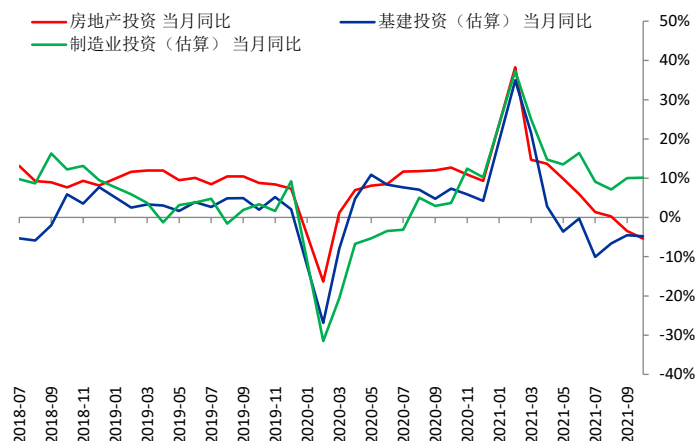


图 29 制造业最佳，基建中等，房地产最差
数据来源：Wind、方正中期研究院

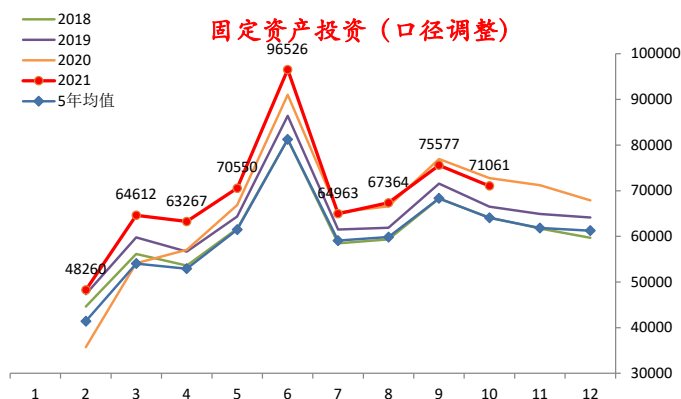


图 30 固定资产投资基本稳定
数据来源：Wind、方正中期研究院

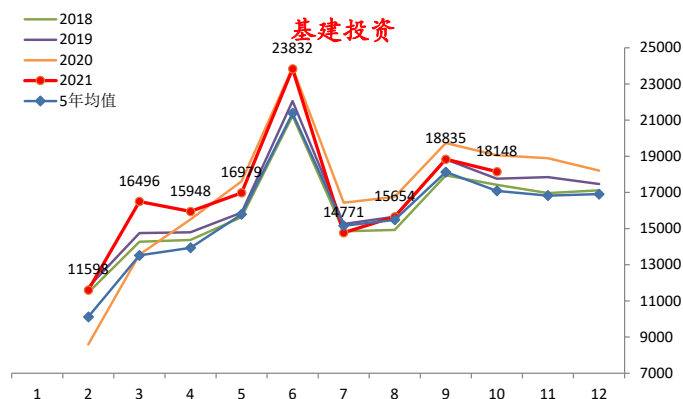


图 31 基建投资二季度开始偏弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

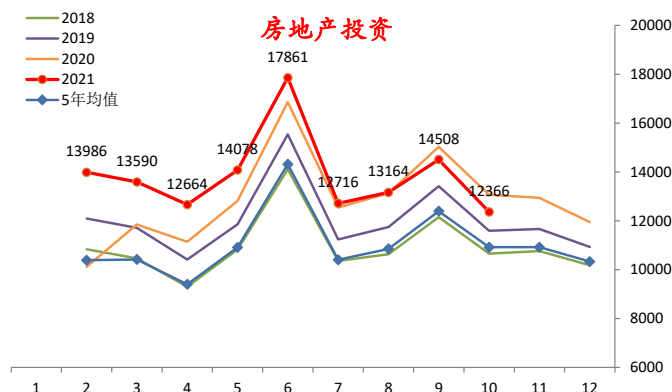


图 32 房地产投资下半年走低
数据来源: Wind、方正中期研究院

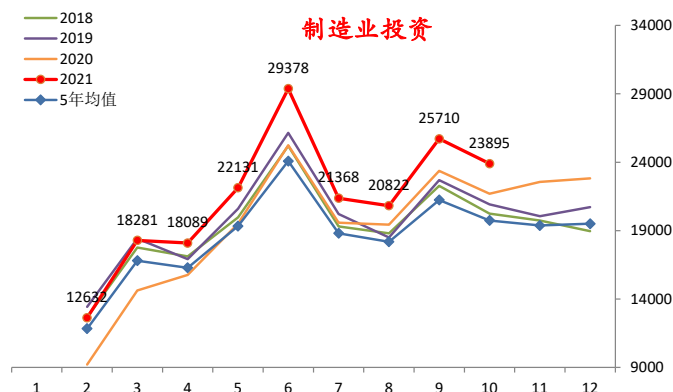


图 33 制造业仍有韧性
数据来源: Wind、方正中期研究院

年初以来防疫政策逐步放松，餐馆、电影院、旅游景点和其他娱乐场所已无人员限制。交通、住宿等也逐步恢复。消费增速基本跟随 2020 年底开始的回升态势，尤其是服务消费修复比较明显，并带动年初 50 和 300 指数中的大型消费股走势上行。但疫情反复的情况下，社消总体仍未恢复至疫情前水平。但从边际上看，今年开始社消基本回升至均衡增长。虽然三季度受到疫情和极端天气影响，8 月消费数据偏低。随后从 9 月开始数据再度恢复常态。结构上看，必需品消费依然较高的同时，改善型消费继续增长。地产系消费仍在持续下行中，与房地产销售情况的回落一致。汽车等耐用品消费相对稳定，其更多受到产出端而非需求影响。影响长期消费增长逻辑出现几点变动。一是疫情后居民消费倾向明显下降、储蓄倾向明显上升，这是制约消费增长的主要因素。二是防疫政策导致居民消费习惯改变，如影院观影、堂食餐饮需求转向线上观影、外卖点餐需求，造成服务消费结构的变动。而旅游、长途交通需求一定程度上出现不可逆回落。三是耐用品消费跟随收入下降和购房下降而走弱。我们认为，2022 年整体消费仍将维持平稳。经济回落带来的收入增速下降，与疫情之后恢复的影响相抵消，边际消费倾向维持当前水平。而结合中央经济工作会议来看，是否有消费刺激政策仍有较高不确定性。但增量对消费贡献偏低的同时，消费价格上涨仍能带来一定支撑，并且对明年下游消费品企业利润将有提振。这也是支持消费股、上证 50、沪深 300 等指数成分中大型消费股走强的重要因素。

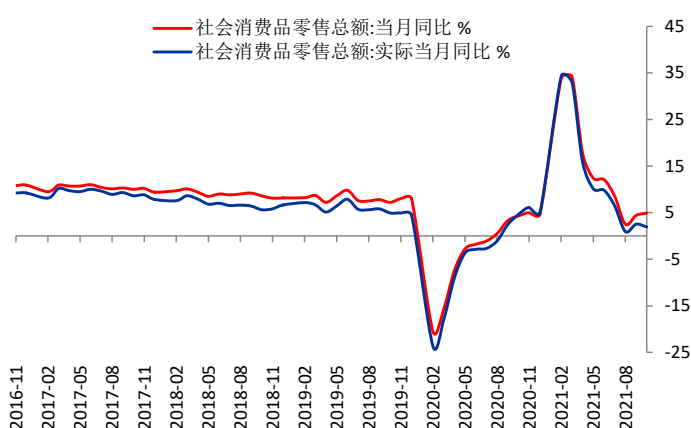


图 34 社消恢复至疫情前水平附近
数据来源: Wind、方正中期研究院

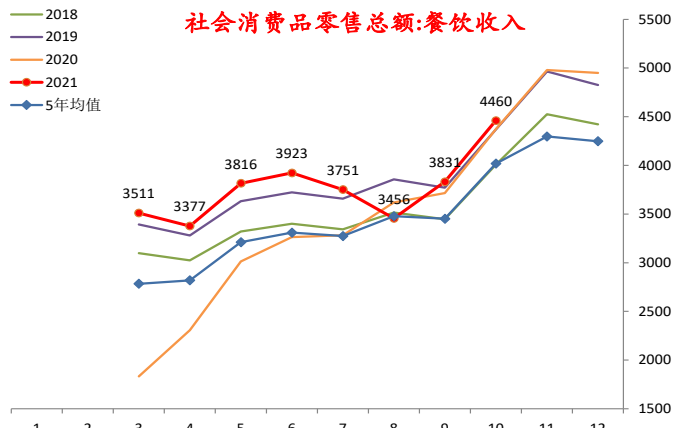


图 35 除 8 月外社消增速平稳
数据来源: Wind、方正中期研究院

今年外贸总体表现非常强势。一季度和二季度分别是进口金额和出口金额增速最快时期。下半年开始海

外经济上行遇阻，但经济回落不明显，其支持依然存在。同时下半年较高的基数也抑制了出口增速，小幅回落符合预期。出口持续大于进口，持续提振贸易顺差。我们认为，2022 年外贸尤其是出口继续加速上涨的可能性较小，可能出现一定的回落，全球经济增长、外需拉动转向温和、价格因素下降均是影响因素。尤其终端消费品方面，美国等财政刺激结束后，居民部门终端需求增长受阻。地产降温也令耐用品消费难有更多想象空间。因此，预计明年出口增速下降至 10%以内，且不排除部分基数高的月份出现负增长，或出现环比弱于季节性。不确定性主要在于海外经济体承压的幅度，以及中美贸易关税是否变动。我们基准预期仍是中美双方不会增加关税，但调降关税的可能性也不大，双方贸易制度安排将维持现状。在此情况下，可贸易部门和行业表现将难有起色，需要警惕该情况对 500 指数的利空作用。

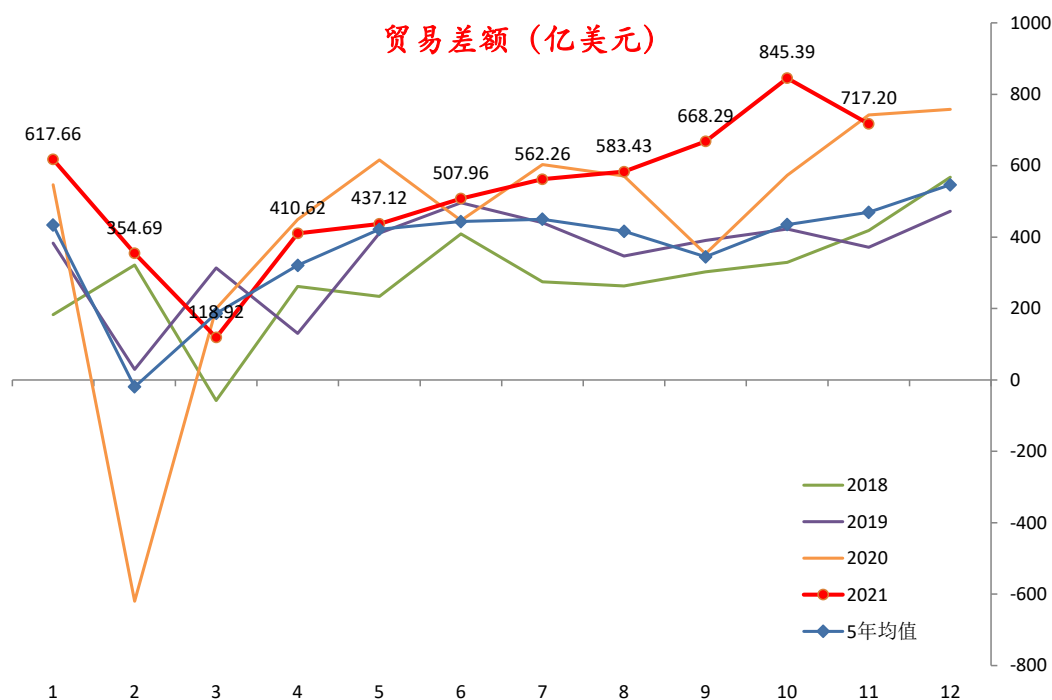


图 36 贸易顺差持续走高
数据来源：Wind、方正中期研究院

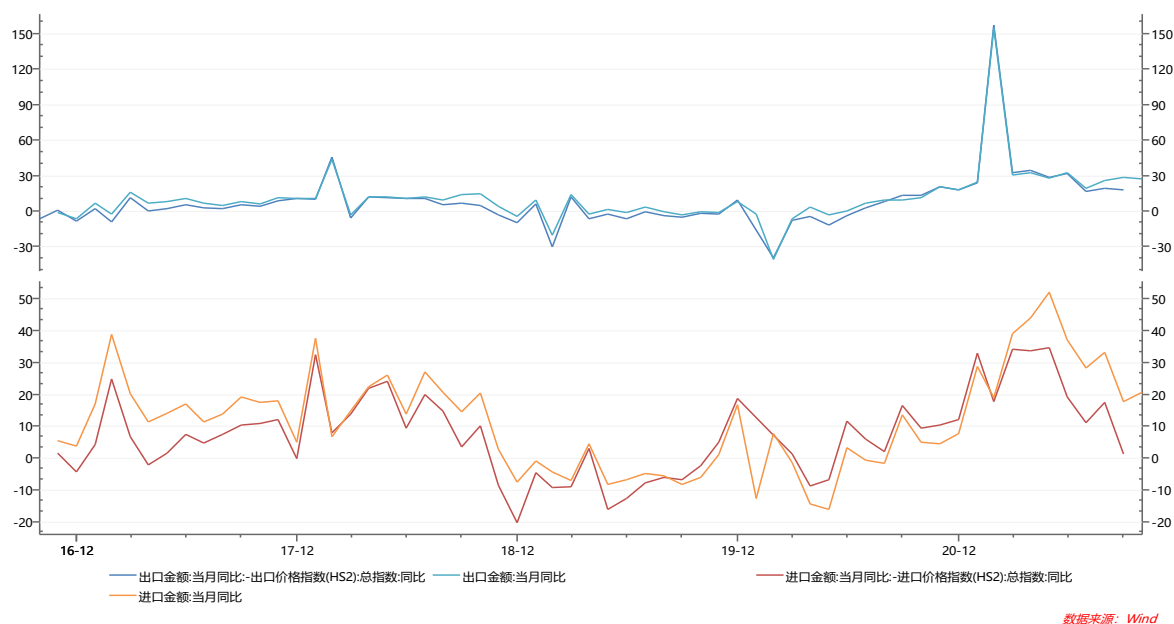


图 37 名义进出口增速远大于实际
数据来源: Wind、方正中期研究院

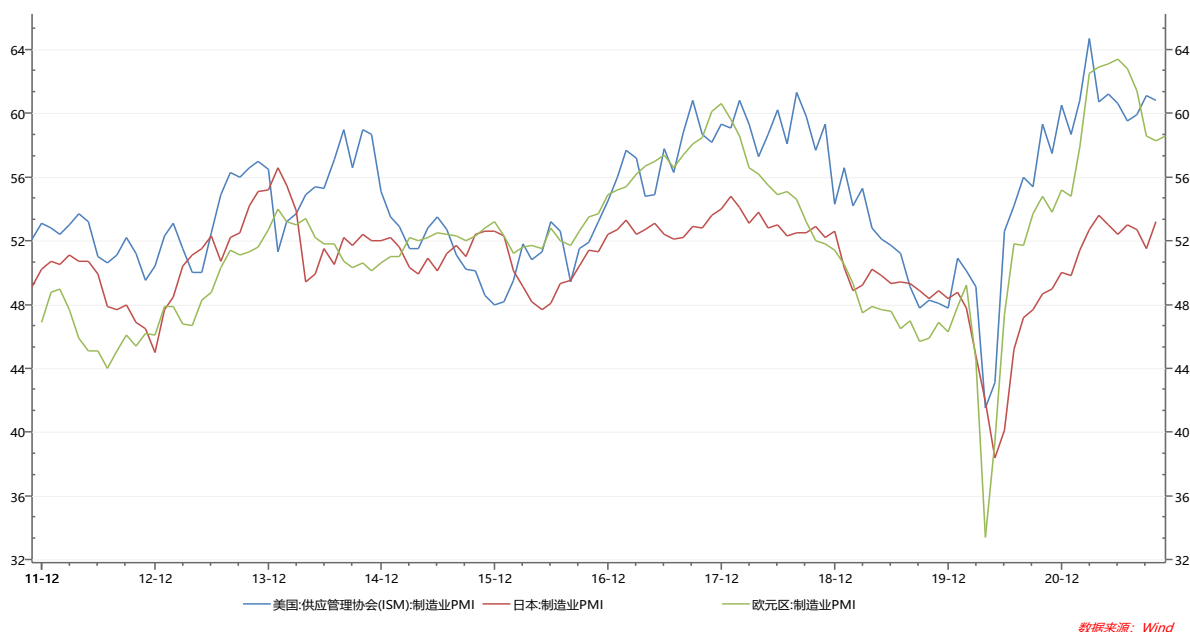


图 38 主要发达国家经济进入瓶颈期
数据来源: Wind、方正中期研究院

(三) CPI、PPI 方向改变 行业逻辑转换

年内总体通胀水平持续上升，GDP 平减指数二季度最高升至 5.7%附近。PPI 大幅上行是拉升通胀的主

要因素，尤其是上半年和四季度工业金属和煤炭价格大幅上涨时间段。CPI 相对平稳，猪肉价格继续回落压制 CPI 上涨的空间，同时压制农业行业表现。宏观上看疫情之后国内经济持续复苏，是提振通胀尤其是 PPI 的主要动力；海外央行放水导致流动性泛滥，是支持大宗商品价格上涨的外在因素。前者随着半年经济转向结束，后者影响则逐步被上涨的价格吸收，持续性不强。上述变动也是年内周期股的主要支撑，带来中盘周期股和 500 指数的上行。但四季度商品价格和上游利润见顶后，这一逻辑已经松动。我们认为，目前国内通胀已经位于高位，且 2022 年总体将呈现平稳回落走势。但结构上看，受到猪周期影响，猪肉价格明年触底回升，将带动 CPI 持续走升。PPI 则伴随商品价格平稳而放慢步伐。CPI 和 PPI 剪刀差将回归，带动通胀的主要逻辑从 PPI 转向 CPI。货币政策可能仍不会受通胀扰动，相对来看通胀情况更有利于上半年政策宽松。未来风险主要在于国际油价触顶回落的节奏，以及猪肉价格反弹的高度。预计 2022 年行业分化从强周期、弱消费转向弱周期、强消费，消费价格持续上升将支持大型消费股的上涨。低通胀环境对货币政策约束下降，利好金融、消费等，继续支持行业逻辑转向，对 50 和 300 利好更多。

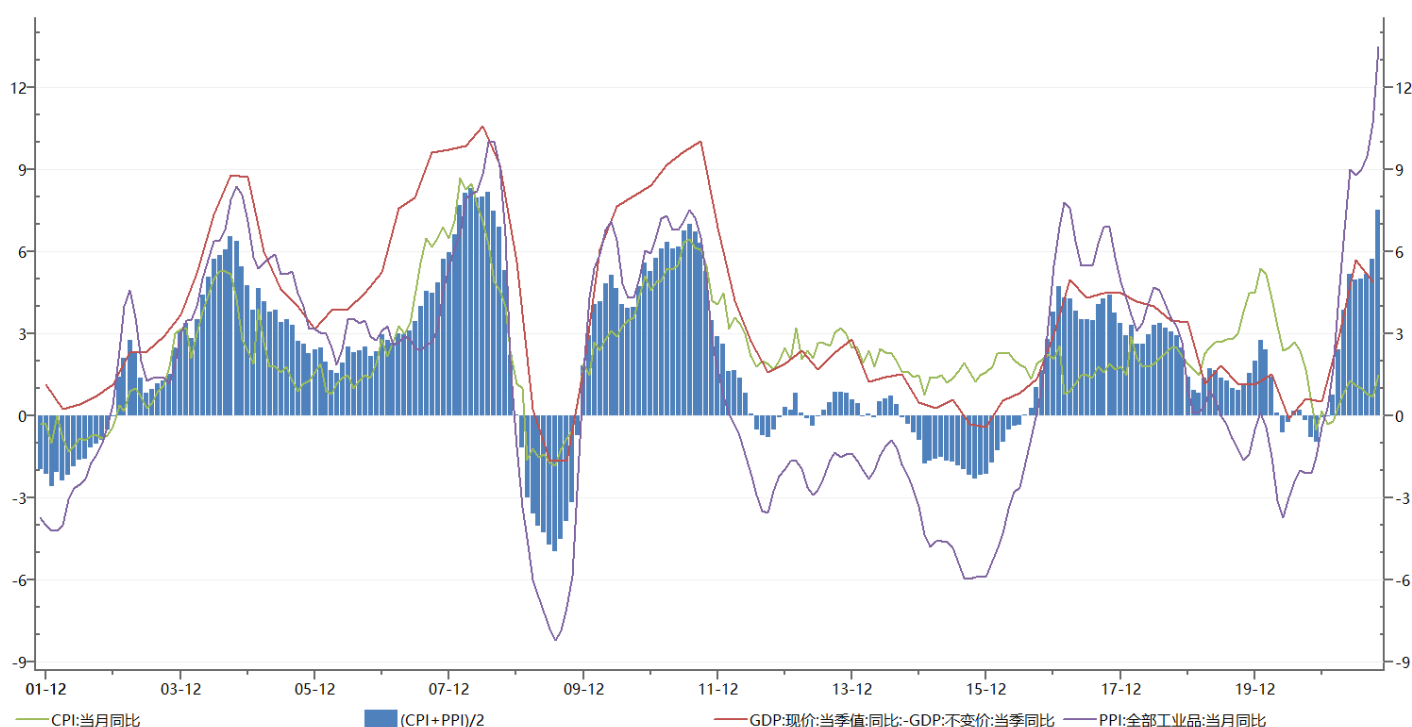


图 39 CPI、PPI 与 GDP 平减指数全面上升

数据来源：Wind、方正中期研究院

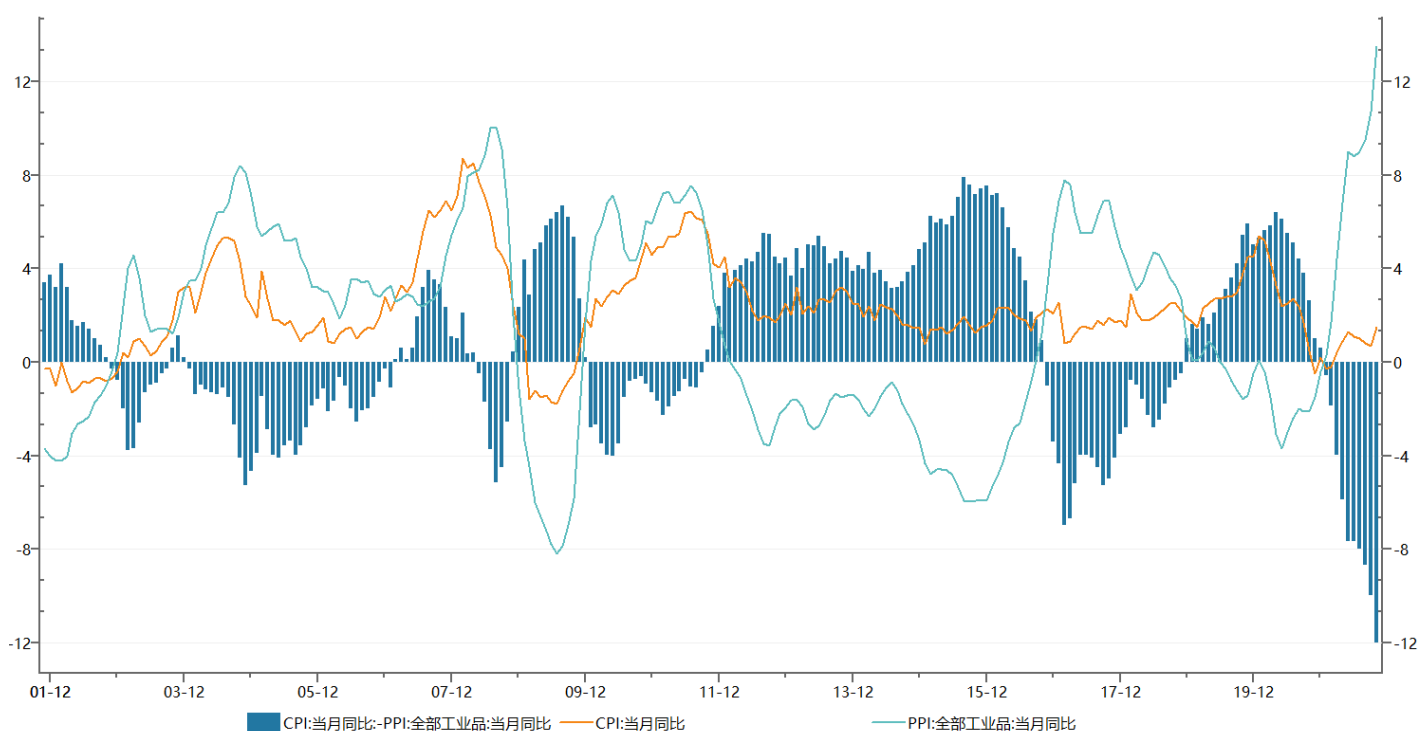


图 40 CPI、PPI 剪刀差快速回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

（四）高利润行业将跟随价格趋势转换

受之前年份基数偏低的影响，2021 年以来工业企业利润增速大幅加快，利润同比增速于 3 月达到高点，之后持续回落至 8 月，随后有所反弹。累计增速则呈现冲高后持续下降趋势。边际上看，三季度增速明显回落，四季度则再出现超季节性反弹。年内的利润回升呈现出几个特点。上半年利润整体回升，伴随产出端较强势的表现，同时大宗商品价格上涨，并于 5 月达到高位，利润率在此阶段也明显上升。之后利润率基本维持稳定，变动不是很大。但库存周期转向，经济承压逐步加重，下半年开始产出增量放缓，成为拖累利润的主要因素。同时大宗商品价格高位震荡，9 月和 10 月在出现明显冲高，尤其上游能源如煤炭等商品价格涨幅巨大。价格-利润的传导因素，以及随后的市场预期调整，是推升煤炭等行业涨幅的重要因素。从行业上看，金属和能源价格是上半年和下半年主要上涨的品种，并相应带动中游制造业、中游原材料行业和上游采掘业。产业链利润迅速向上游集中，狭义制造业利润受到原料价格侵蚀，PPIRM-PPI 价差的持续扩大，也反映出这一问题。但外需仍支持制造业产量，因此中游利润维持稳定，间接支持 500 指数表现。截至四季度工业企业利润已经进入平稳期，且价格是支持利润的最主要因素。在价格大幅下挫，产出增量依然偏低，经济整体承压情况下，预计 2022 年工业企业利润增速难有明显加快。如果商品价格持续下跌，甚至不排除利润进一步回落。同时预计库存周期将走向主动去库存。库存周期转向、利润增速下降，和价格走弱的逻辑一致，将直接影响此前高利润行业股价。

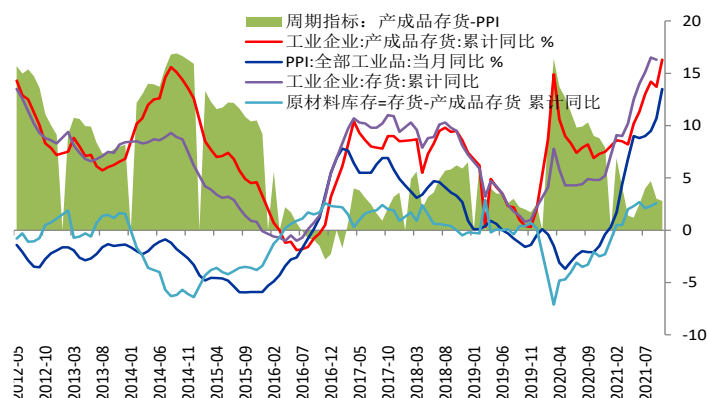


图 41 库存周期即将转向
数据来源：Wind、方正中期研究院

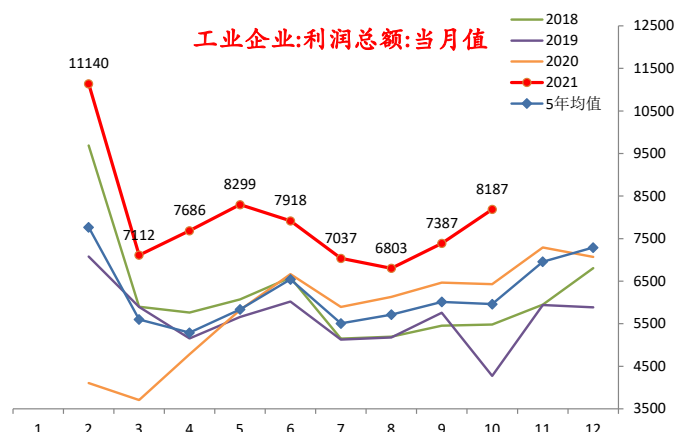
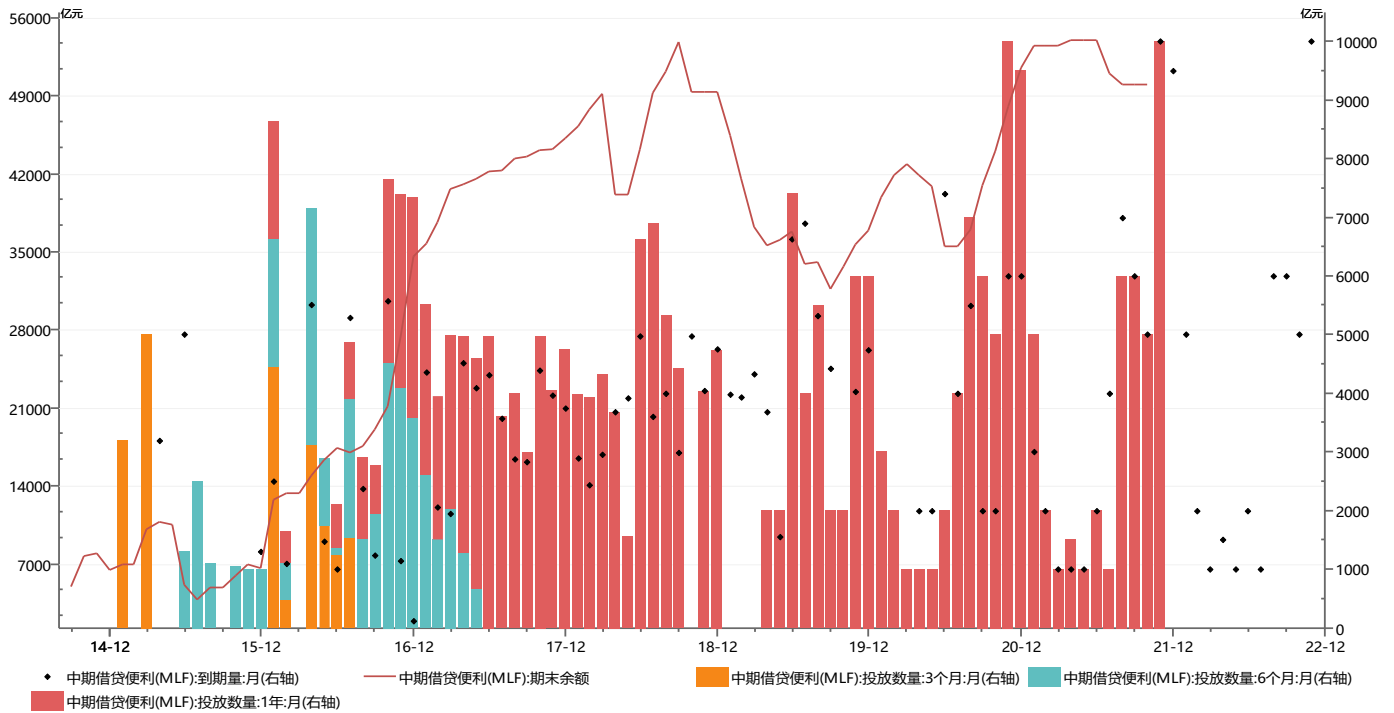


图 42 上半年利润相对更好
数据来源：Wind、方正中期研究院

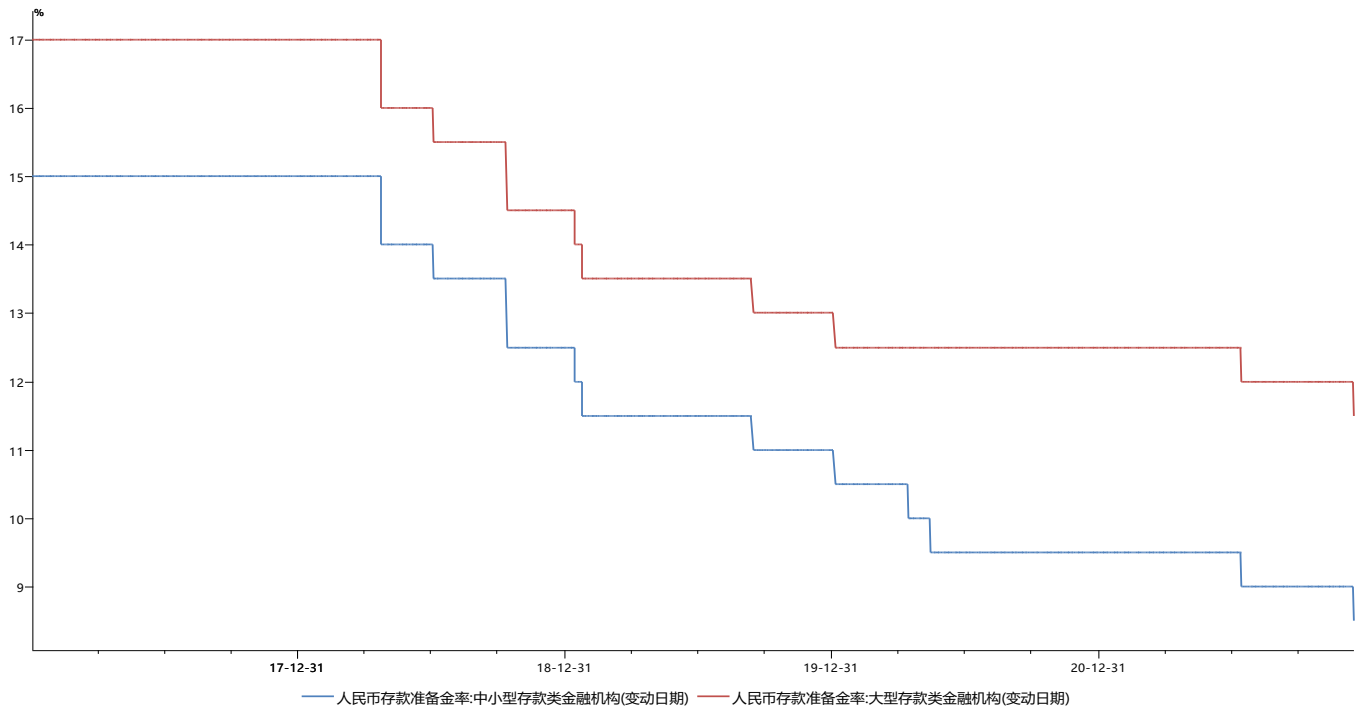
二、市场面临的政策、信用环境改善

年内货币政策整体呈现转向态势，上半年中性观望甚至局部偏紧，下半年则转向中性偏宽松。广义社融年内持续收缩，上半年政府债务增量偏低，二季度后居民中长期贷款和企业中长期贷款双双走弱，持续低于季节性水平。我们认为，中性偏宽松的货币政策仍将贯穿 2022 年全年，稳货币、宽信用的方向不变，全年来看不排除再次降准。如果经济承压仍超预期，也存在调降 MLF 利率可能性。上半年政府债增量、经济压力仍高、通胀压力回落共同影响下，宽松的可能性更高。下半年即使经济触底回升，其节奏也不足以支持货币政策退出，至多从宽松转向中性，难以迅速收紧。同时，房地产市场仍是主要风险，如果地产回落再超预期，甚至引发系统性风险，双降的概率将上升。利率系统性上行风险主要在下半年。而在多个宽信用举措，叠加政府融资回升的带动下，广义社融增速下行趋势已结束，预计明年初开始进入反弹阶段。货币政策宽信用和政府债务增量，是初期支持信用扩张的主要因素。后期表内贷款回升的幅度和节奏，是决定明年信用扩张高度的关键。此外，信用收缩见底，有利于缓解实体经济流动性偏紧的问题，助力 2022 二季度经济触底回升。财政政策 2022 年将呈现前置状况，赤字规模维持目前水平或小幅升高。总体上看，货币政策对市场友好程度持续上升。四季度进一步宽松之后信用增速已经有见底态势。股指期货现货市场将持续受到宏观政策偏宽松的利好影响。



数据来源：Wind

图 43 中长期流动性投放情况
数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind

图 44 下半年两次降准利好股市
数据来源：Wind、方正中期研究院

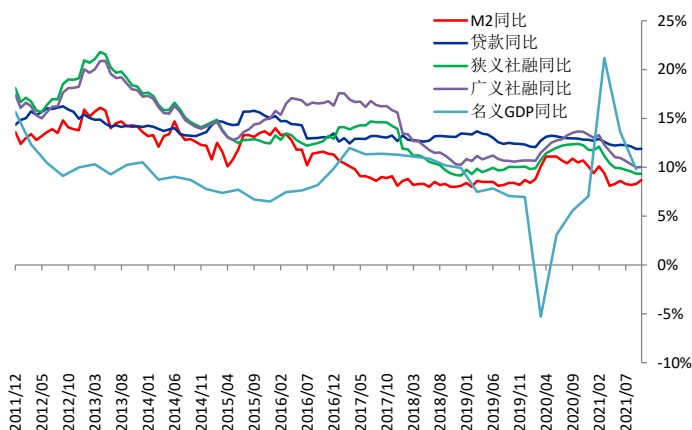


图 45 M2 增速企稳回升
数据来源：Wind、方正中期研究院

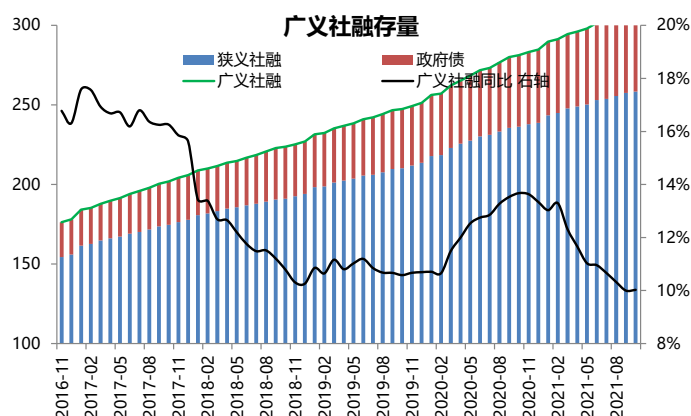


图 46 信用增速有见底态势
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、疫情影响有限 政治博弈需关注

2021 年国内疫情基本稳定，对经济影响非常有限。从实际情况看，疫情对经济的影响呈现出两个特点，一是局部地区零星爆发疫情，并带来严格的防疫措施，对部分区域经济造成严重影响，尤其是服务业等劳动力密集型行业，如线下零售和餐饮受冲击较大。二是输入性疫情的风险依然不断。首先海外新型变种病毒如 delta 变种传入国内造成局部感染，并导致全面防疫措施升级，如接种第三针疫苗等。而四季度新发现的 omicron 变种，也造成金融市场的短期大幅波动，尤其是能源类大宗商品价格下跌幅度较大，直接抑制通胀回升的步伐。但无论如何，我国和海外发达国家疫苗注射进度持续加速，无论主动注射疫苗还是被动感染，主要发达国家已经接近群体免疫。我国截至 11 月底已经累计注射 24.6 亿剂疫苗，乐观估计也已经接近群体免疫，且当前入境中国需要隔离观察 14 至 28 天，因此海外病毒并没有大规模传入，仅有变种病毒带来的局部影响仍需警惕。我们的基准预期是 2022 年全球新冠疫情影响仍在“长尾”阶段，新增病例数量呈现波动下行趋势，变种病毒可能有阶段性、局部性影响，但不会带来系统性风险。对市场的冲击仅限于短期、情绪面影响，并且可能受到海外市场拖累。中长期持续性、系统性影响的风险较小。



图 47 海外新增病例横向波动
数据来源：Wind、方正中期研究院

地缘政治方面，中美之间政治博弈仍是主旋律。虽然美国新一届政府上台后，中美尝试接触，但最终未达成任何成果。且美国持续不断加大在并不存在的人权问题等方面诬陷中国，不利于中美关系改善。同时，多个西方国家跟随美国脚步攻击中国，并遭到中国强力反击，如对澳大利亚农产品和煤炭行业的反制，对经济带来负面影响。11月中美领导人线上会议之后，美国变本加厉打压中国，频繁以官方身份接触台独分子，造成台海地区不稳定。我们认为，2022年地缘政治的核心焦点仍在中美博弈方面，双方关注点仍为台海地区，贸易对抗退居二线。且明年美欧面临两个不确定性。一是美国将于11月举行中期选举，为争取有利的选举结果，拜登政府对中国采取更强硬态度以迎合舆论和选民的可能性较高。二是欧盟主要国家——德国2022年将正式完成政府换届。从历史上看默克尔政府对华态度相对友好，而市场普遍认为下一届德国政府对华态度将会消极，可能绑架欧盟对中国采取更多对抗措施。从这两个角度看，2022年中国面临的地缘政治形势只会更加不利。从时间点上看，年底至明年一季度德国新政府展现的外交姿态，以及四季度美国中期选举情况将间接影响国内期指表现。

四、资金反应市场观望态度渐浓

宏观资金面上看，银行间融资成本年内从波动走向平稳。主要是年初开始，融资成本迅速回落，4月出现年内短端资金利率低位，之后基本位于2%至2.5%之间窄幅波动。截至12月10日，银行间7天质押式回购加权利率月均值约为2.26%，上交所7天质押式回购加权利率月均值约为2.4%。稳定的资金利率对市场波动影响有限，主要是季末效应前后略有利空。全年来看与2020年相比变动不大。长端利率在下行之后维持震荡，对估值影响主要集中在2月至7月。场内资金流动上看，Wind数据显示沪深300指数、上证50指数、中证500指数主要是在三季度后期或四季度出现一定流入或流出幅度明显减小。从场外新入市资金来看，截至12月10日陆股通北上资金合计净买入4126.2亿元，远超去年同期水平。偏股型基金合计成立20979亿份，也超过去年同期。其中一季度和三季度市场震荡上行的过程中，资金流入更为明显。新开A股账户数量增加，但年内出现增量持续下降态势。场内杠杆方面看，融资余额持续上升，但融券余额8月开始

持续下行。结合现货市场股票成交量大幅上行的情况看，融资融券交易占市场总成交比例下半年来持续回落。截至12月10日，两融交易占市场成交比例从年初的10.39%下降至6.67%。这一定程度上反映出市场持续震荡之下，看涨或看跌情绪均有回落，观望态度明显上升。

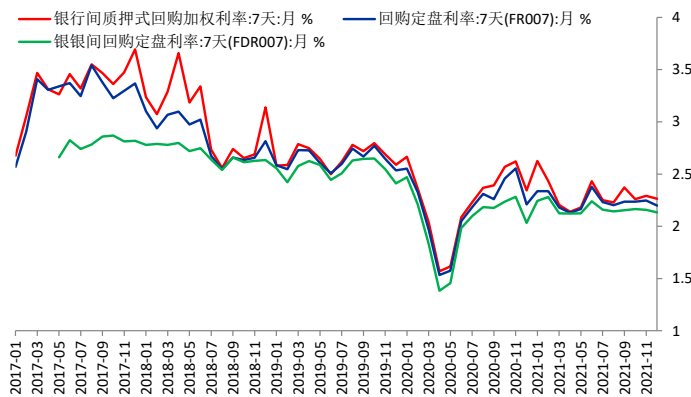


图 48 银行间资金市场情况
数据来源：Wind、方正中期研究院

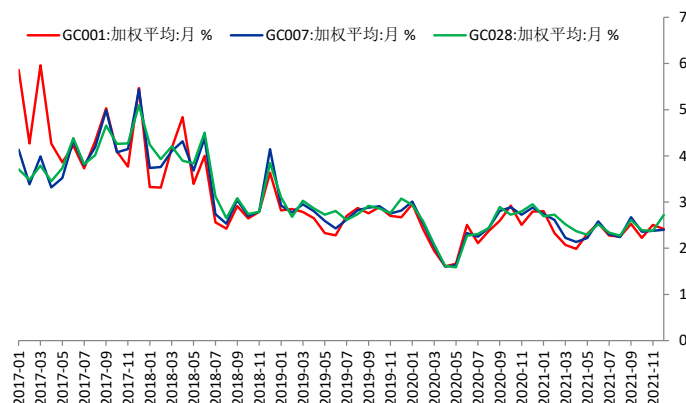


图 49 交易所资金市场情况
数据来源：Wind、方正中期研究院

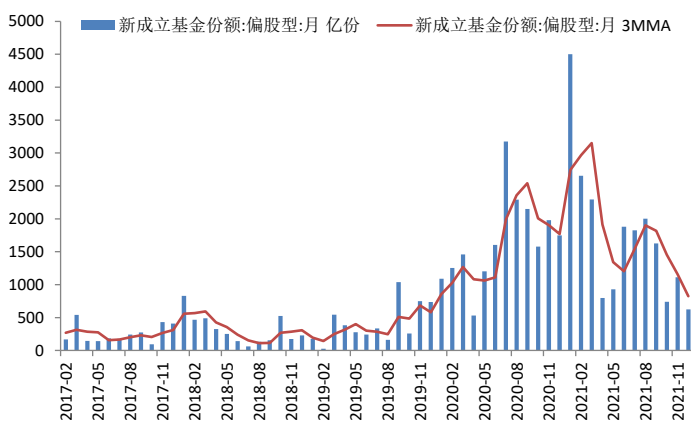


图 50 公募基金成立情况
数据来源：Wind、方正中期研究院

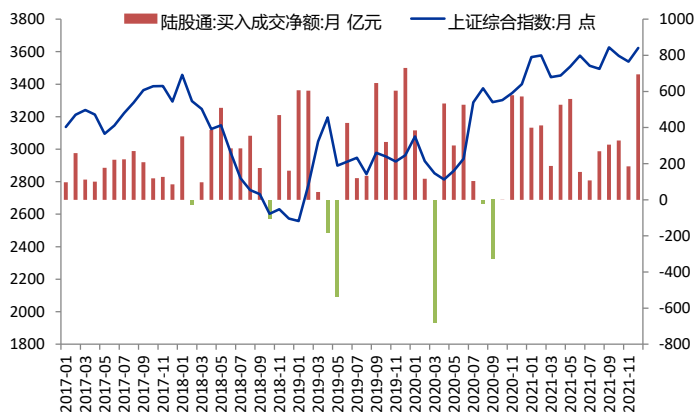


图 51 陆股通资金流入
数据来源：Wind、方正中期研究院

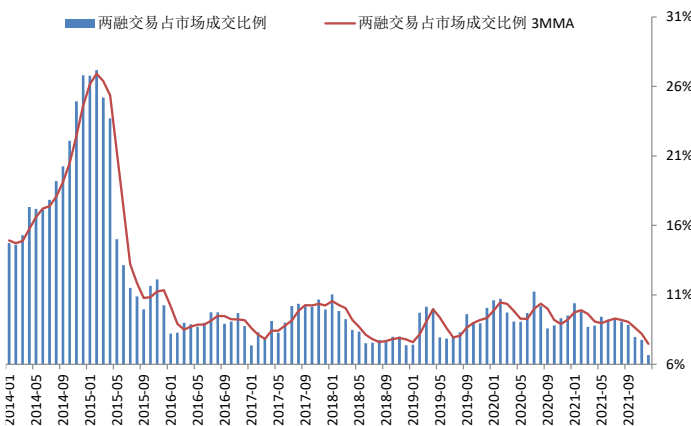


图 52 两融与市场成交之比
数据来源：Wind、方正中期研究院

五、 中证 500 指数股指承压

从估值水平看，年内市场整体估值高于之前水平，无风险利率年初回落有一定利好。但主要指数估值变动差异较大，沪深 300 指数和上证 50 指数股指持续回落后，四季度开始有所反弹，但中证 500 指数估值持续下行，刷新近三年最低位置。截至 12 月 10 日，上证 50、沪深 300、中证 500 指数滚动市盈率分别为 11.2881 倍、13.5188 倍、20.8432 倍。中证 500 指数仍在多年低位附近。横向申万一级行业中，食品饮料、汽车、电气设备等维持相对高位，医药生物、家用电器、交通运输、传媒、纺织服装等出现明显调整，采掘、钢铁、房地产、建筑材料等保持低位。这也体现出随着经济周期转向，市场风格开始转变，食品饮料、医药生物等自带“防御”属性的行业，更受到市场青睐。传统中上游周期行业仍然偏弱。预计明年消费、金融等估值仍有提升空间，对沪深 300 指数和上证 50 指数相对利好。中盘周期股不利于中证 500 指数表现。

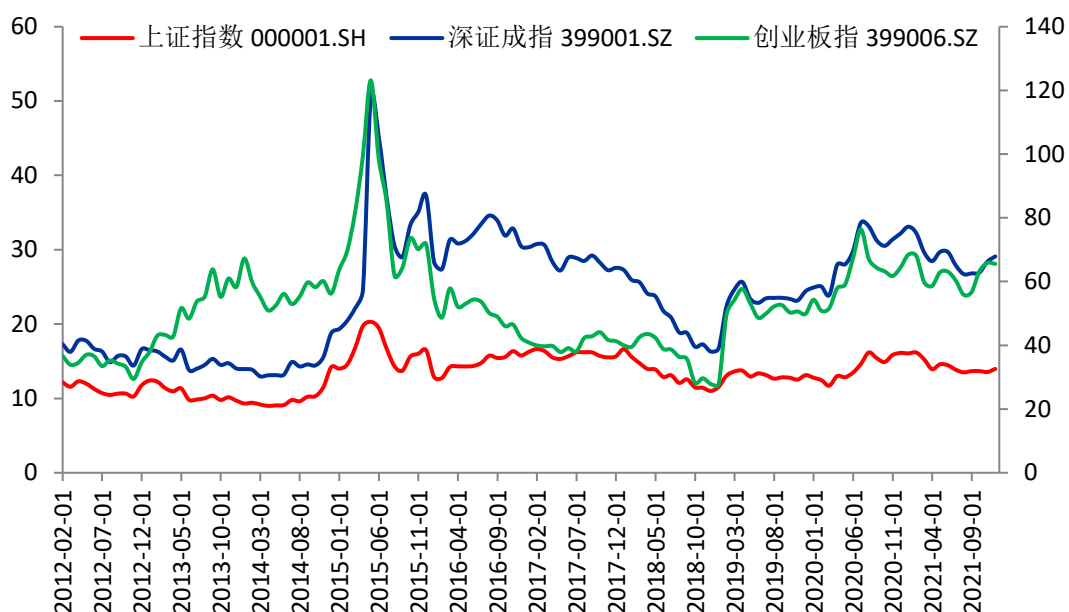


图 53 主要市场指数滚动市盈率（绿线：右轴）

数据来源：Wind、方正中期研究院

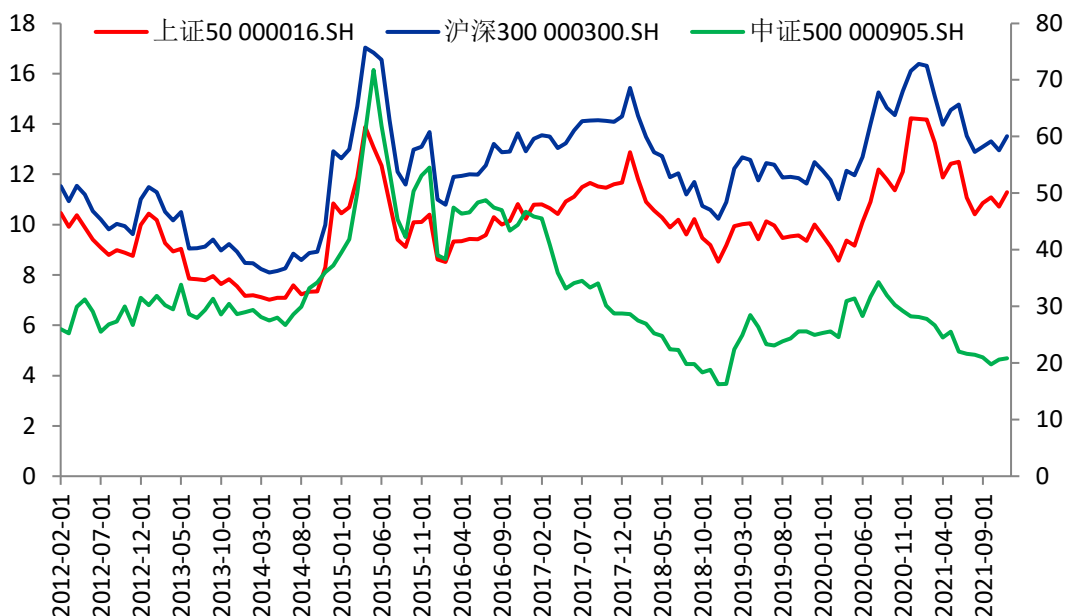


图 54 三大股指期货合约标的的现货指数滚动市盈率（绿线：右轴）

数据来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 技术分析和未来展望

我们认为，基本面出现持续好转并引领市场预期改变之前，股指期现货持续大幅上涨的可能性较低。从技术角度分析，长期趋势上证指数仍位于三角形整理中，中期及技术指标也指向震荡。市场均衡状况下，仍需要更多把握中短期交易机会，尤其是明年上半年。明年全年来看底部将继续抬升，且下半年上涨概率和涨幅可能更高，上半年可低位适当增加长线仓位。具体操作中，基于未来中期走势仍为震荡上行的判断，我们认为单边策略可维持高抛低吸，博取灵活交易的收益，同时增加长线持仓比例。现货层面消费股可重点关注，科技股仍作为长期持有对象。周期股继续波段思路、回避短线操作。现货总仓位暂维持在 40%至 60%左右，预计上半年将视情况加仓。期货操作中，短期继续关注 IC，中长期则关注 IF 和 IH。期现套利中关注远端尤其隔季合约，博取基差收益。卖出套保仍应采用主力合约。预计 IH/IC 下行趋势将转向，暂时维持观望，明年可能将有所做多该比价的机会。

一、长期看沪指仍在大三角型整理中

我们以上证综指来代表市场总体涨跌的水平。目前该指数位于 2008 年之后开始出现的大三角形整理之中。压力线由 2007 年 10 月的 6124 点和 2015 年 6 月的 5178.19 点连成；支撑线由 2015 年 6 月的 998 点和 2013 年 6 月的 1849 点连成。在 2019 年初前后，沪指触及该支撑线的 2440 点位置附近之后即出现明显反弹，2020 年 3 月指数接近该位置也则再度确认支撑，符合技术分析的逻辑。目前大三角形整理所指示的长线压力下降至 4300 点附近，但指数迅速上行至该位置的可能性极低，震荡上行的走势更符合逻辑。同样逻辑下，极端情况指数回踩的支撑线上移 2800 点附近。因此长线来看，暂认为仍是大三角型下的上行趋势，2800 点和 4300 点附近分别是长线支撑和压力。

以月线级别的技术图形来观察中期形态，可以明显看到，上证指数维持低斜率的震荡上行走势，底部不断抬升，对应长期上行的逻辑。截至 12 月中旬，月 K 线不断刷新收盘高位，但是上行过程出现明显缩量；MACD 中 DIF 和 DEA 指标仍相互拧绞，没有明显的红柱或绿柱出现，趋势并不明朗；KDJ 在中高位金叉后向上发散，显示指数仍偏强势；BOLL 线开口放大不明显，但均线通道运行趋势均向上；DMI 指标中 PDI 开始抬头，MDI 保持不变，但 ADX 下穿 ADXR，显示多头力量偏强但持续性差。从技术指标角度看，市场仍无明显趋势，多空力量相对均衡。我们认为，缓慢震荡上涨的走势将延续到 2022 年，不排除年初出现一波冲高回落，但全年来看指数重心将会进一步上移。中期来看主要支撑上移至 3350 点附近，压力位于 3731 点前高，中期宽幅震荡走势有待突破，关注指数挑战压力情况。



图 55 上证指数位于 2008 年之后的大三角形整理中
数据来源：文华财经、方正中期研究院



图 56 沪指年内呈现宽幅震荡、底部抬升走势

数据来源：文华财经、方正中期研究院

二、 上证 50、沪深 300 和中证 500 指数分析与操作建议

股指期货作为现货市场的映射，其主要指数的长期趋势可以参考现货指数，如上证综指的长期走势。中期来看，沪深 300 指数年内走出多个震荡整理，整体没有明显趋势，中期压力位主要在前高 5930 点、5378 点等位置，支撑则位于 4663 点、4639 点位置，并且底部正在抬升。上证 50 指数相对更弱，下半年震荡区间更低，中期压力主要位于前高 4110 点和 3709 点，支撑则位于 3044 点附近。中证 500 指数年内保持强势状态，尤其是二季度来呈现单边上行趋势，且在 9 月有一波加速冲高，中期压力仅存在当时高位 7688 点附近，此外 8000 点左右是 6 年高位也是密集压力区，支撑则位于 6033 点附近。技术角度看中证 500 指数仍可能维持强势，但需要基本面配合。

沪深 300 指数和上证 50 指数高抛低吸波段操作的同时，可增加中长期单边看多持仓，中证 500 指数则暂时以做多为主。对于金融机构的严格套保需求，操作中依然建议采用主力即近月合约，其流动性有利于降低市场冲击成本。对于非严格套保，可在上述支撑、压力位处增加空头、多头合约。同时在做多时适当增加隔季合约持有比例，博取远端价差收益。

具体操作中，基于未来中期走势仍为震荡上行的判断，我们认为单边策略可维持高抛低吸，博取灵活交易的收益，同时增加长线持仓比例。现货层面消费股可重点关注，科技股仍作为长期持有对象。周期股继续波段思路、回避短线操作。现货总仓位暂维持在 40%至 60%左右，预计上半年将视情况加仓。期货操作中，短期继续关注 IC，中长期则关注 IF 和 IH。期现套利中关注远端尤其隔季合约，博取基差收益。卖出套保仍

应采用主力合约。预计 IH/IC 下行趋势将转向，暂时维持观望，明年可能将有有做多该比价的机会。



图 57 沪深 300 指数走势
数据来源：文华财经、方正中期研究院



图 58 上证 50 指数走势

数据来源：文华财经、方正中期研究院



图 59 中证 500 指数走势

数据来源：文华财经、方正中期研究院

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881273
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881224
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510 室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路 360 号新上海国际大厦 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸广场 32 楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心 18 层 1807 室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路 3-15 号耀中广场 B 座 35 层 07-09 室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦 B 座 12 层 8-9 号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号津塔写字楼 2908 室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B8 座 1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉东南角环球中心 T6 塔楼 13 层 1305 房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路 195 号上实中心 T6 号楼 10 层 1002 室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路 555 号 1105、1106 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 1107 室	021-58861093

上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路 429 号 1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号银亿外滩大厦 1706 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路 359 号福鑫大厦 1803、1804 室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路 299 号吴中大厦 9 层 902B、903 室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道 1177 号绿地国际博览城 4 号楼 1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场(王府井 A 座 11 楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号新大新大厦 5 层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 21 楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料,方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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,报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价,投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关,方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失,敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布,如引用、转载、刊发,须注明出处为方正中期期货有限公司。