

中国宏观经济：政策转向后的供需再平衡

——2021 年中国经济回顾与 2022 年展望

作者：宏观金融组 李彦森

执业编号：F3050205(从业) 20013871(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 年中国宏观经济整体呈现先强后弱的态势。一季度产出端继续主动加库存周期之中，二季度后期开始显示出周期转向的迹象，三季度开始出现更明显的被动加库存，四季度主动去库存特征显现。从需求上看，由于财政后置影响，基建投资三季度后期才开始发力。房地产下半年开始成为主要拖累，房地产行业销售-资金回笼-开工、施工逻辑链条断裂，直接制约房地产投资增长。外需是年内超预期的主要方面，海外产能恢复缓慢、主要经济体刺激政策、医疗物资出口、供应链问题均是利好出口的因素。消费需求相对平稳，商品消费回归至正常水平。服务消费在部分时间段仍受疫情影响。同时防疫政策限制、居民消费习惯改变，使消费结构和潜在增长下降。此外，低基数直接推升年内数据同比增速。年内总体通胀水平持续上升，主要是 PPI 拉升，尤其上半年和四季度涨幅明显。CPI 相对平稳，受到猪肉价格回落的压制。货币政策呈现转向态势，上半年中性观望，下半年则转向偏宽松。上半年政府债务增量偏低，二季度之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，均导致广义社融维持收缩态势。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。结合商品市场来看，2022 年上半年大宗商品价格或仍维持震荡，甚至出现阶段性回落，海外定价商品如石油等尤其需要警惕风险。国内黑色品种在房地产投资影响下也有潜在压力。金属价格下半年或跟随国内经济企稳回升而反弹。农产品中主要是猪肉价格在猪周期影响下，下半年再次进入上行轨道可能性大。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

| | | |
|------|----------------------------------|----|
| 第一部分 | 2022 年经济或前低后高 | 3 |
| 一、 | 产出冲高回落 明年上半年完成探底 | 3 |
| 二、 | 地产投资风险暴露 关注基建对冲效果 | 5 |
| 三、 | 消费改善步伐回稳 疫情仍有阶段影响 | 8 |
| 四、 | 利好影响减弱后 出口增速将会回落 | 9 |
| 五、 | 涨价带动利润逻辑将转变 | 12 |
| 第二部分 | CPI、PPI 方向转换 通胀逻辑改变 | 13 |
| 一、 | CPI 将持续回升 关注猪价触底节奏 | 15 |
| 二、 | PPI 高位已过 或将持续回落 | 17 |
| 第三部分 | 货币政策继续宽松 信用增速或将回升 | 19 |
| 一、 | 货币政策继续偏宽松 信用触底回升 | 19 |
| 二、 | 财政影响基建节奏 逆周期对冲将加强 | 24 |
| 三、 | 杠杆率趋势暂扭转 政府仍可能加杠杆 | 26 |
| 第四部分 | 汇率面临压力 外生风险或加剧 | 29 |
| 一、 | 人民币冲高震荡 升值趋势难延续 | 29 |
| 二、 | 疫情仍处“长尾”阶段 关注政治博弈 | 31 |
| 第五部分 | 2021 年主要期货大类走势回顾与 2022 年展望 | 33 |

第一部分 2022 年经济或前低后高

2021 年中国宏观经济整体呈现先强后弱的态势。年初跟随 2020 年疫情以来经济上行的步伐，整体表现依然强势，直到二季度主要经济指标多数仍在改善之中。一季度产出端仍在主动加库存周期之中，产出端继续加速，主要工业品产量持续上升，尤其是中上游原材料行业，中下游制造业在外需的带动下也表现优异。从一季度到二季度，产出端的主要拉动力从原材料切换到制造业，库存周期维持主动加库存阶段，但二季度后期开始显示出周期转向的迹象。三季度开始出现更明显的被动加库存，产出增量开始回落但是价格持续上升，并且下游行业利润更多的跟随商品原材料价格上涨而向上游集中。同时企业利润增量从价格、产量同步拉动转向价格拉动为主。至四季度这一现象非常明显，并叠加有价格冲高回落的影响，主动去库存迹象显现。从需求上看，基建投资上半年表现相对较弱，主要由于财政后置和政府债增量偏低，令基建资金受限。三季度后期开始这一情况明显缓解，预计 2022 年初基建将继续改善。房地长下半年开始成为需求端主要拖累项，年初开始的信用收缩至二季度已经反映出购房需求和流动性受限，并制约销售增速，到三季度中上游开工、施工等增速断崖式下滑，直接制约房地产投资增长。预计该风险持续至 2022 年初，并且增加了政策节奏放宽的可能性，但我们预计“房住不炒”大方向不会改变。外需是年内超预期的主要方面，海外产能恢复缓慢、主要经济体刺激政策、医疗物资出口、供应链问题均是利好出口的因素。而上述因素持续至 2022 年的可能性不大，未来出口仍有承压风险。消费需求相对平稳，商品消费回归至正常水平。服务消费在部分时间段仍受疫情影响。且防疫政策限制、居民消费习惯改变，使消费结构和潜在增长水平下降。此外，低基数直接推升今年以来几乎全部经济数据的同比增速，造成数据“失真”。我们认为，2022 年国内经济整体将呈现前低后高态势，制造业库存周期、房地产投资风险是上半年潜在的压力，基建投资将继续对冲经济下行，预计不会出现系统性风险，全年 GDP 增速可能在 5.5% 左右。

| | Q1 当季 | Q2 当季 | Q3 当季 | Q4 当季 | 全年累计 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 实际 GDP 同比 增速 | 5.00% | 5.50% | 6.00% | 6.50% | 5.79% |
| | 5.00% | 5.00% | 6.00% | 6.50% | 5.66% |
| | 5.00% | 5.00% | 6.00% | 6.00% | 5.53% |
| | 4.50% | 5.00% | 6.00% | 6.00% | 5.41% |
| | 4.50% | 5.00% | 5.50% | 6.00% | 5.29% |

表 1 不同情境下 2022 年 GDP 预测

数据来源：Wind、方正中期研究院

一、产出冲高回落 明年上半年完成探底

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。截至 10 月两年工业增加值累计增长 6.25%，略高于 2019 年 10 月 5.6%。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。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。后期基建需求企稳、房地产支持政策、信用周期扩张等均是经济企稳的有力因素。综合来看，我们预计 2022 年 GDP 增速为 5.5% 左右。

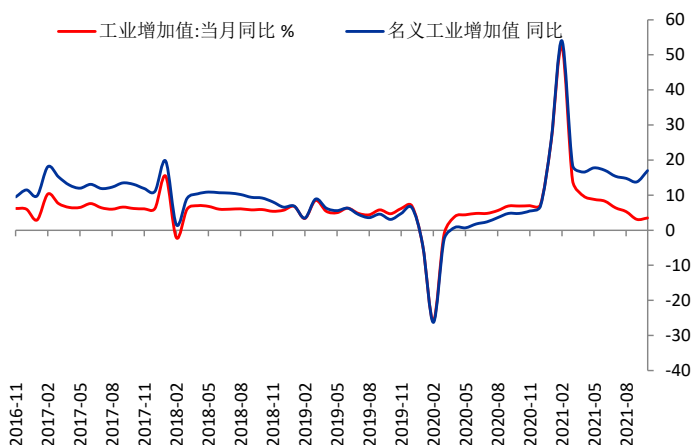


图 1 价格逐渐成为名义增加值拉动主因

数据来源: Wind、方正中期研究院

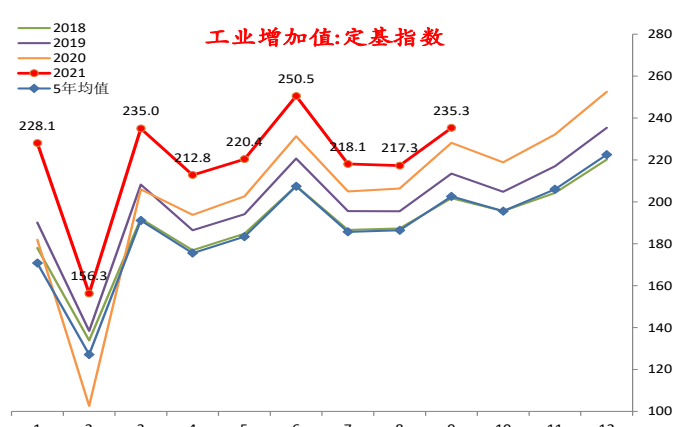


图 2 实际产出符合季节性

数据来源: Wind、方正中期研究院

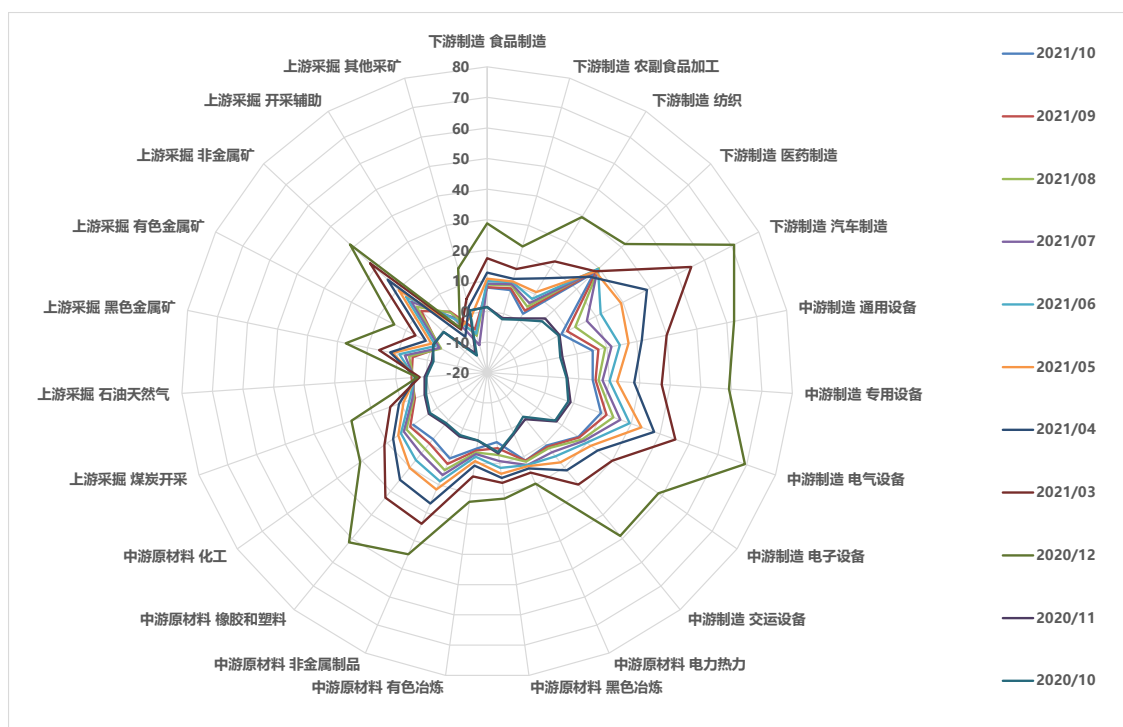


图 3 中游制造业强于原材料强于上游采掘

数据来源: Wind、方正中期研究院

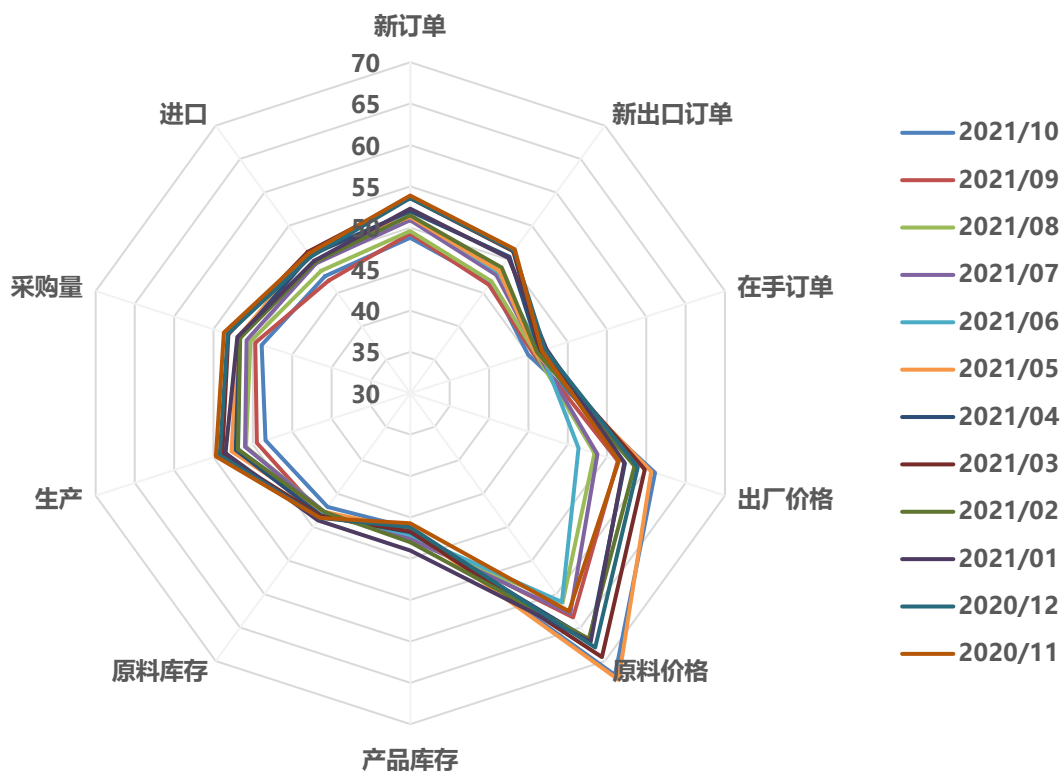


图 4 PMI 价格分项扩张明显
数据来源: Wind、方正中期研究院

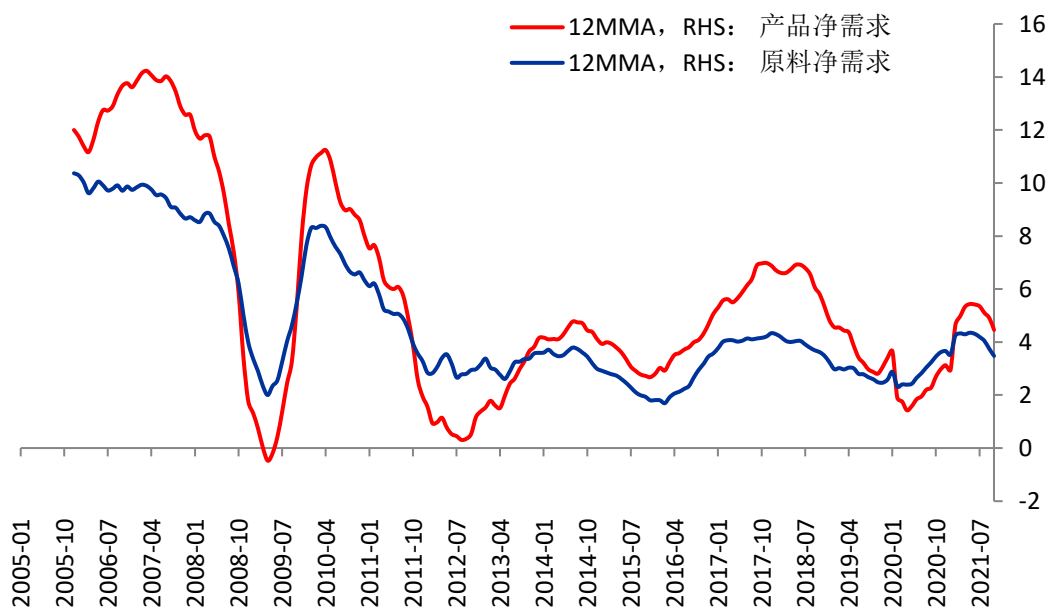


图 5 中长期需求阶段回落后仍有上行空间
数据来源：Wind、方正中期研究院

二、地产投资风险暴露 关注基建对冲效果

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。

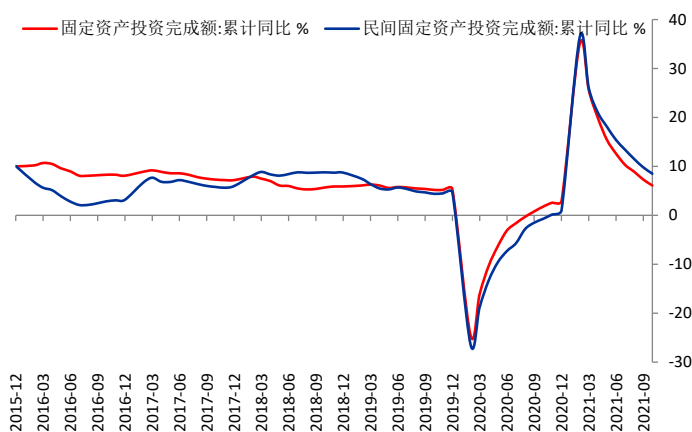


图 6 固定资产投资同比冲高回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

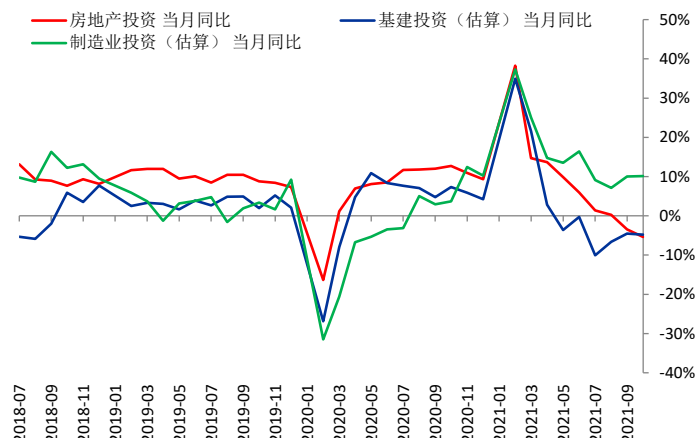


图 7 制造业稳定，基建触底回升，房地产走弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

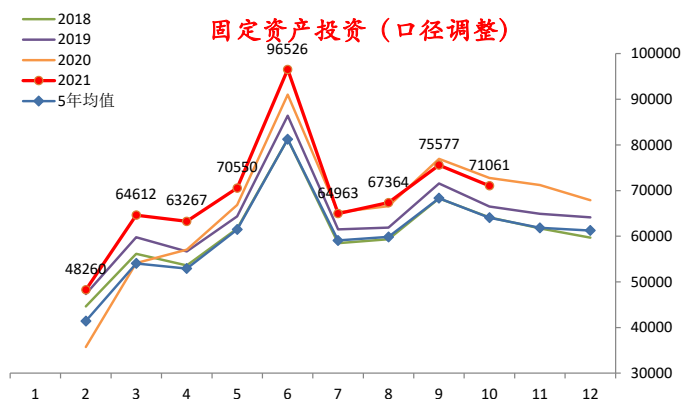


图 8 固定资产投资总体稳定
数据来源：Wind、方正中期研究院

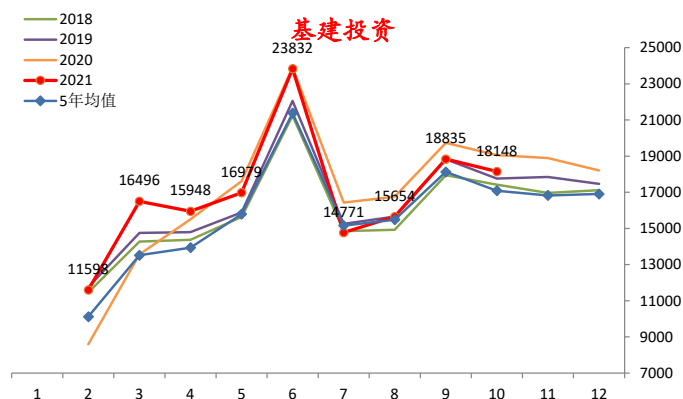


图 9 基建投资二三季度偏弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

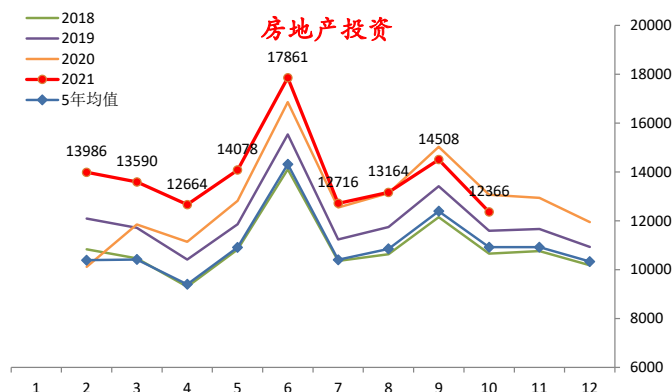


图 10 房地产投资三季度开始走弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

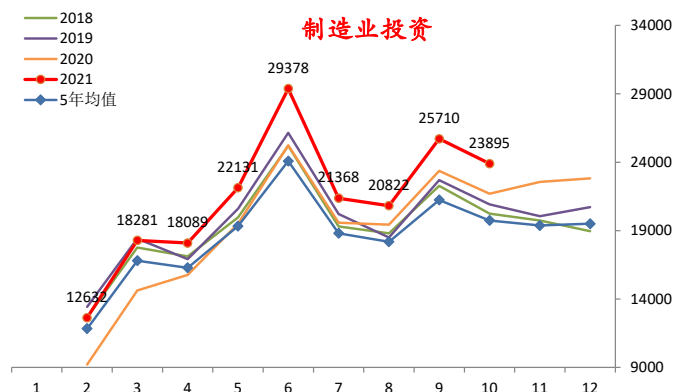


图 11 制造业投资韧性较强
数据来源：Wind、方正中期研究院

具体在房地产投资影响因素方面。下半年开始，新屋开工、房屋施工、房屋竣工、房屋销售面积同比增速全面大幅回落，新屋开工甚至出现-33%的负增长。同时待售房屋面积增速上升，有一定的被动加库存迹象。边际上看，下半年以来上述指标表现多不及季节性水平。逻辑上看，2020年底以来的“三道红线”，以及银行贷款“两道红线”，均制约房地产企业资金回笼。而贯穿全年的信用收缩又显示居民购房需求受到限制，房屋销售回款受阻。截至三季度，房地产行业销售-资金回笼-开工、施工逻辑链条已经断裂，多个行业龙头房企爆发信用危机。迫使地方政府和一些中央部委开始出台稳定房地产市场的政策。我们认为，四季度已经是房地产市场政策底，2022年房地产行业政策不会继续加码。行业整体风险目前可控，但房屋销售景气度不高的情况下，行业资金链仍将偏紧，加快资金回笼、完成在建房屋而非趁机扩张，仍是房企的首要考虑。因此房地产投资速度在年初惯性下滑之后可能放慢下行步伐，但趋势难以扭转，极低的土地购置表明至少明年上半年开工难以恢复，房地产投资对经济的影响偏负面。信用扩张对销售的影响，可能也要到下半年才会显现。长期来看，预计“房住不炒”的政策不会改变，整个行业仍处于逐步下行的通道之中，对经济的贡献将持续回落。

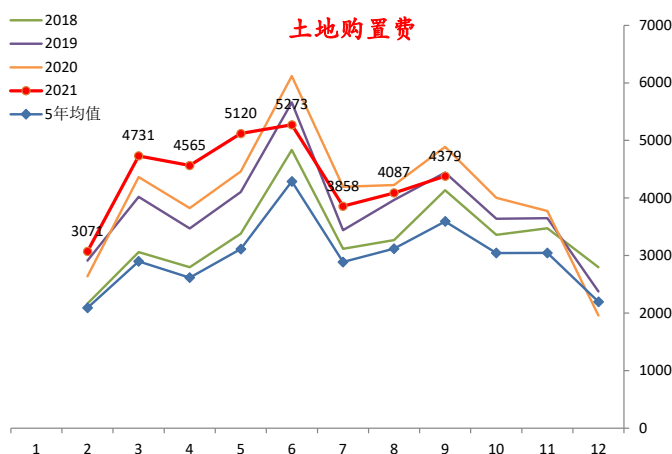


图 12 土地购置费5月开始走弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

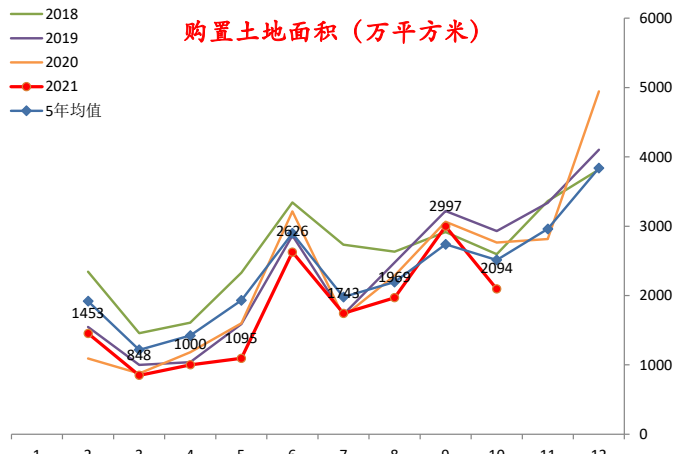


图 13 土地购置面积偏低
数据来源：Wind、方正中期研究院

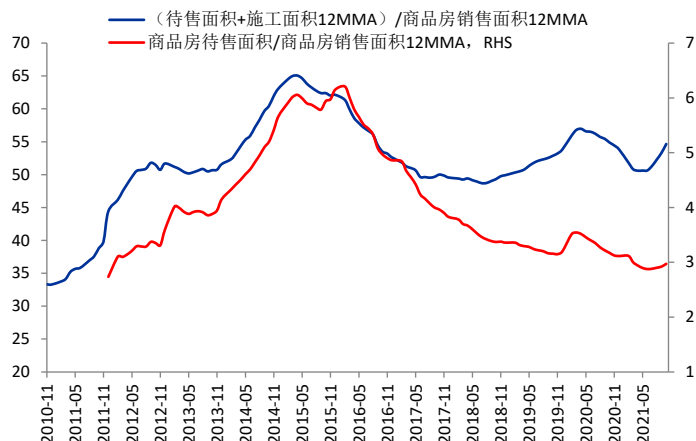


图 14 库销比反应出被动加库存
数据来源：Wind、方正中期研究院

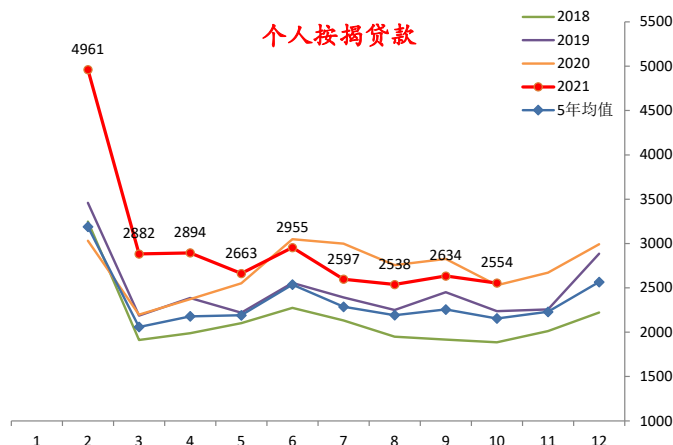


图 15 房贷资金来源下半年回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

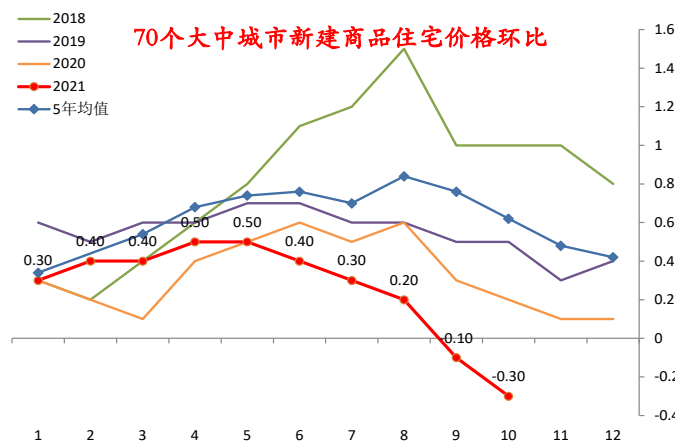


图 16 70城房价9月开始回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

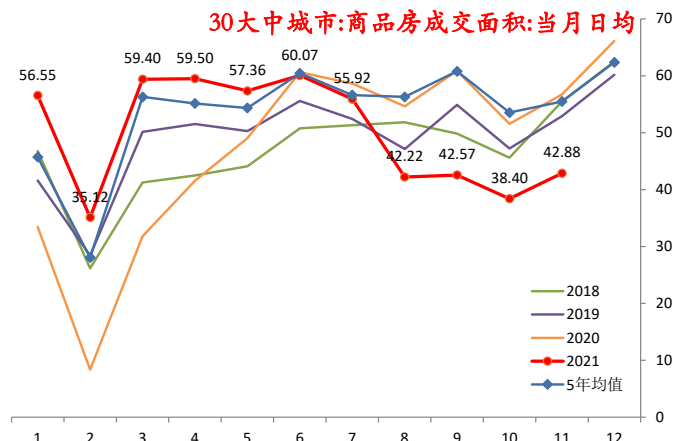


图 17 房屋销售前景仍不乐观
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、消费改善步伐回稳 疫情仍有阶段影响

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。总体上看，社消仍未恢复至疫情前水平：截至10月，两年实际社消累计增速为2.29%，低于2019年10月的6.25%。但从边际上看，今年开始社消基本回升至均衡水平。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。而且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。长期来看，人口增速放慢、居民部门高杠杆等制约下，消费倾向回升至常态后，继续上行动力不强，消费升级和转型的进程仍是决定未来消费增长的主要因素。

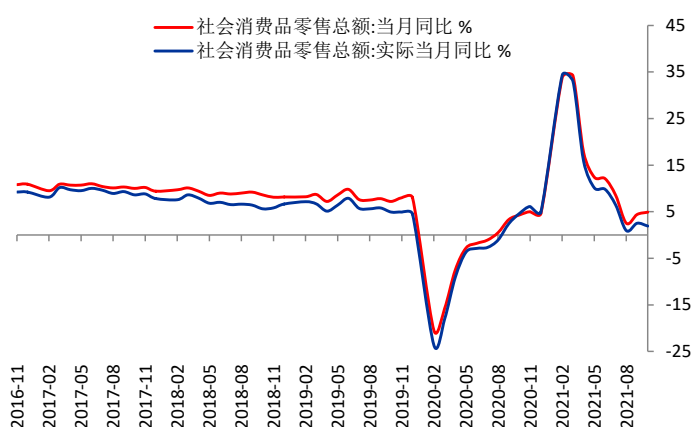


图 18 社消增速四季度趋稳
数据来源：Wind、方正中期研究院

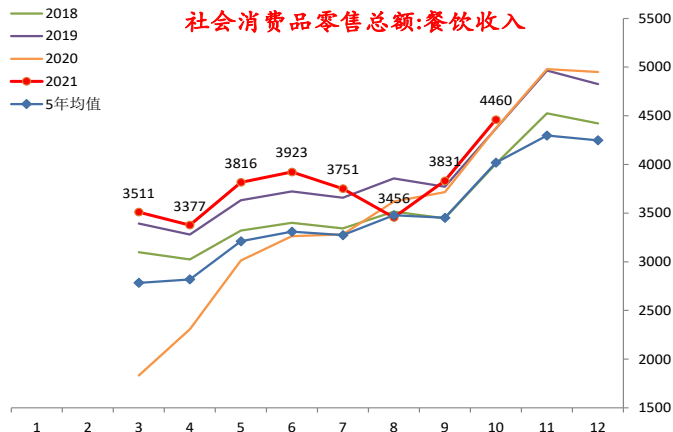


图 19 餐饮等服务消费恢复至疫情前水平
数据来源：Wind、方正中期研究院

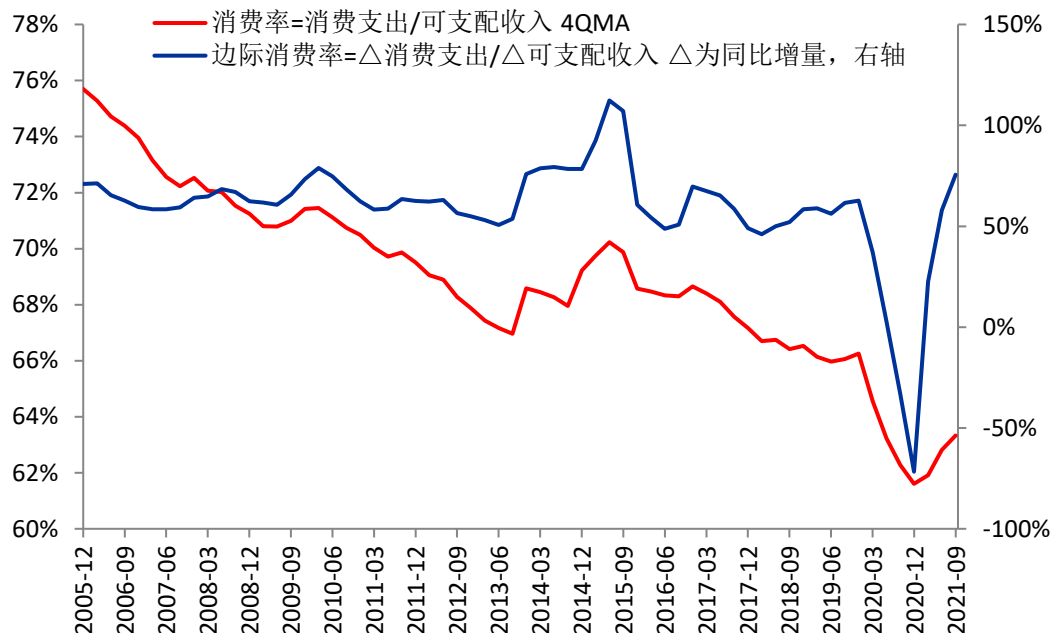


图 20 居民消费倾向未完全恢复
数据来源：Wind、方正中期研究院

四、利好影响减弱后 出口增速将会回落

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。从影响因素上看，全球暴发新冠疫情后，海外经济体情况反复、受影响更久，短期内迅速去产能之后，全球供应端迅速向国内集中。海外经济体巨大的需求和严重缺乏的供给，直接导致出口大幅上升，尤其在医疗等行业表现更明显。此外，大宗商品价格上涨传导至出口链条中，导致名义出口金额上升更明显，而实际出口增速明显低于名义值。部分国家如美国供应链出现瓶颈，导致货物流通受阻，大量在途商品占用库存，增加下游需求旺盛的“假象”。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，其逻辑主要有四。一是海外经济体疫情风险和

经济状况逐步好转后，比较优势下产能重新转出则是一个漫长过程，因此全球依赖中国供给端的情况是长期现象，并将贯穿 2022 年，这一托底因素支持明年出口不会断崖式回落。二是全球经济增长今年三季度开始已经进入瓶颈期，外需对出口拉动转向温和。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。三是目前全球上游商品价格上涨已告一段落，未来可能集中在能源品而非金属，对国内工业制成品出口价格的成本支撑下降。价格因素推升名义出口金额不可持续。四是供应链逐步打通后，在途商品的库存占用比例下降，不利于新增出口订单。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。

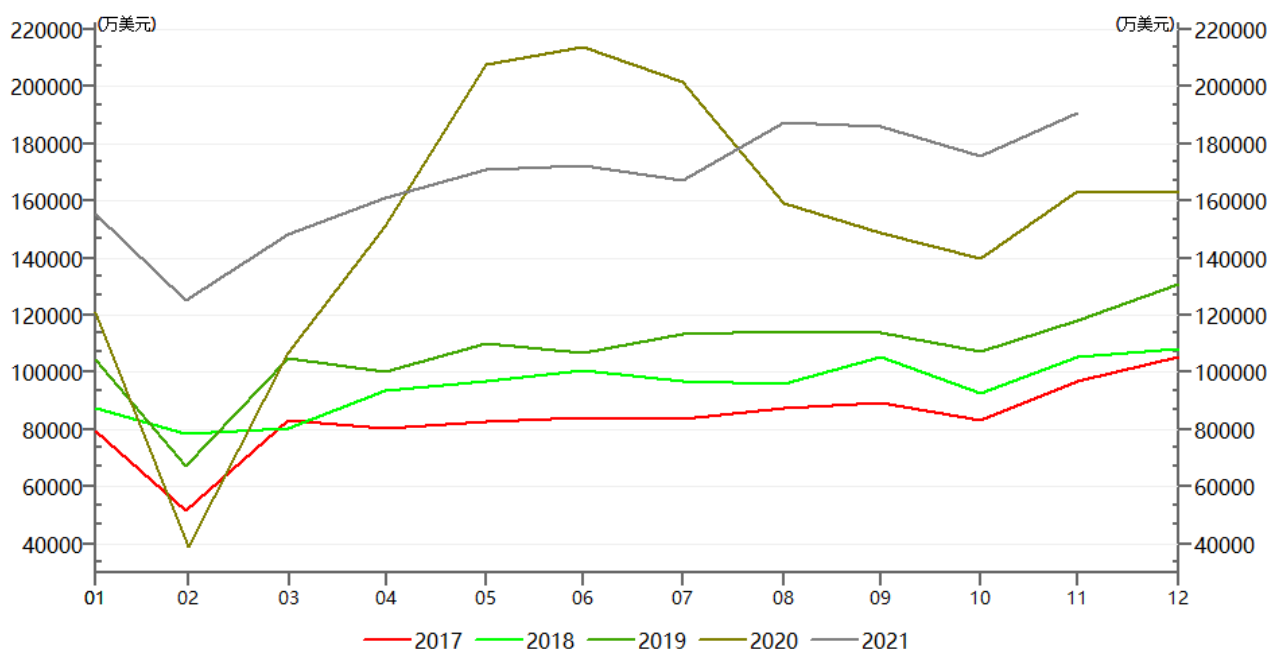


图 21 医疗物资出口仅次于疫情最严重时期
数据来源：Wind、方正中期研究院

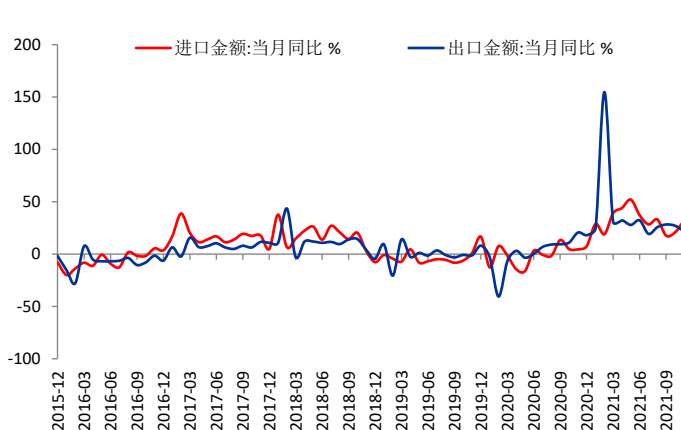


图 22 出口增速上半年冲高下半年回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

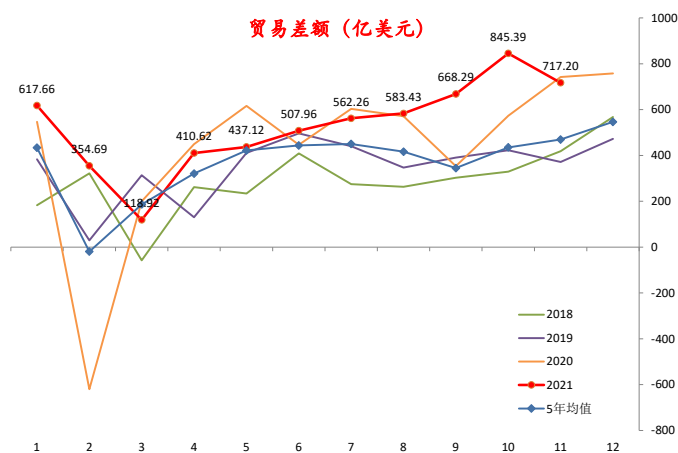
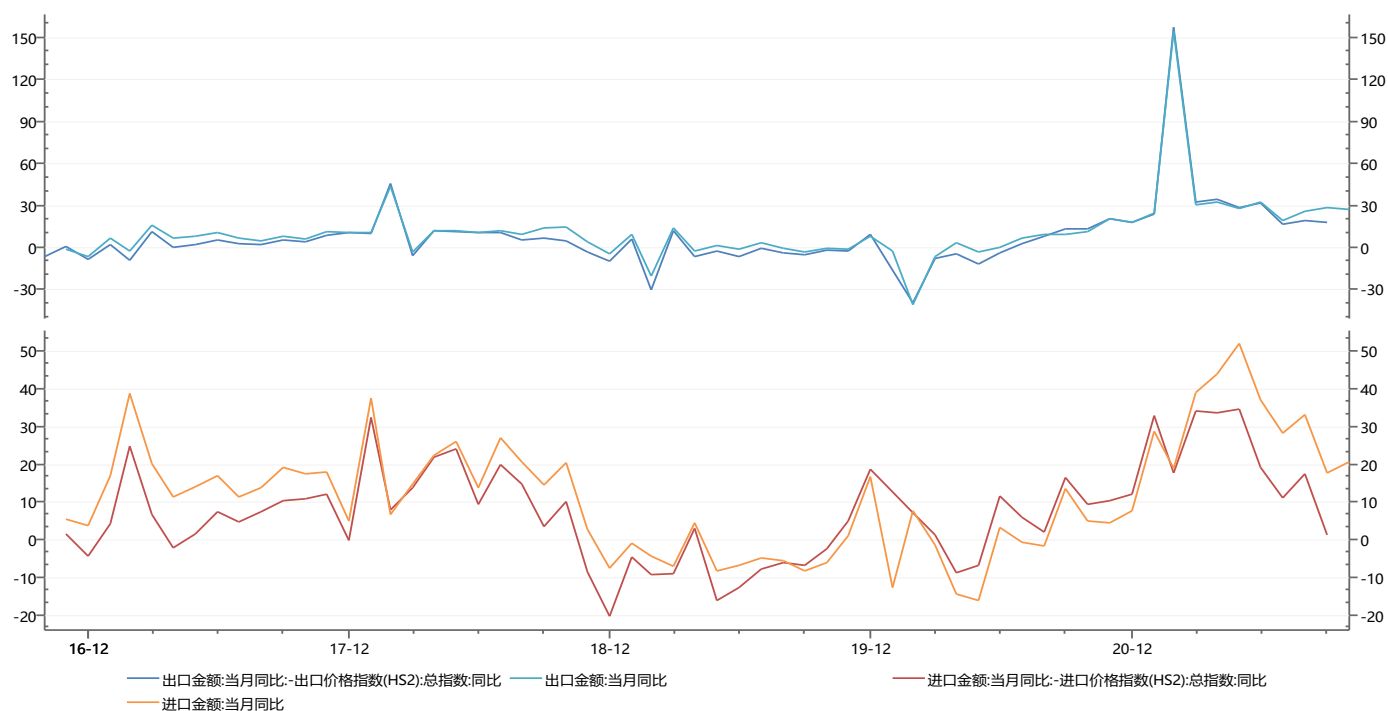


图 23 贸易差额持续上升
数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind

图 24 名义进出口增速远大于实际
数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind

图 25 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

五、涨价带动利润逻辑将转变

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。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,PIRM-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。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。

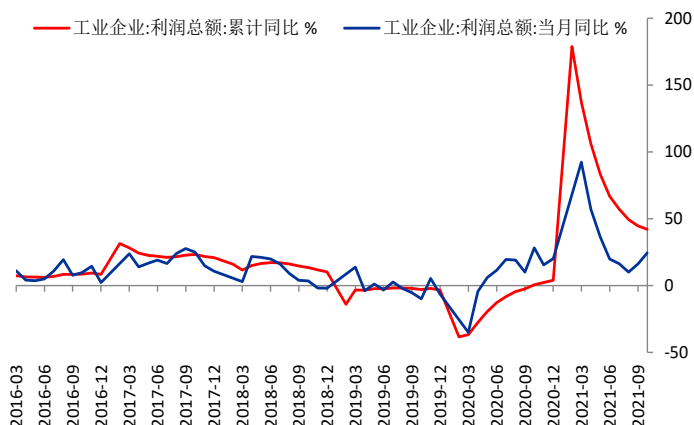


图 26 基数作用导致行业利润跳升
数据来源: Wind、方正中期研究院

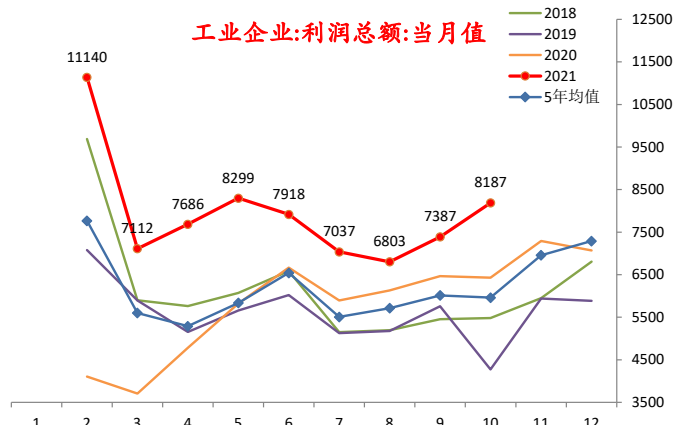


图 27 工业企业利润 6 月开始回落
数据来源: Wind、方正中期研究院

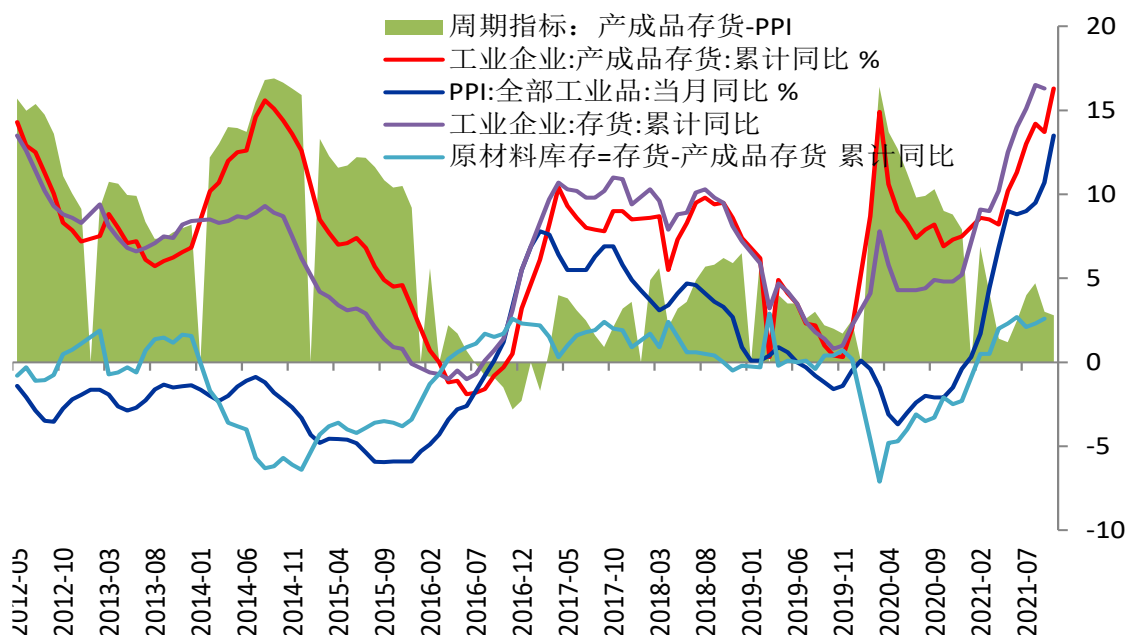


图 28 企业库存周期即将从被动加转向主动去

数据来源: Wind、方正中期研究院

第二部分 CPI、PPI 方向转换 通胀逻辑改变

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。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。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。

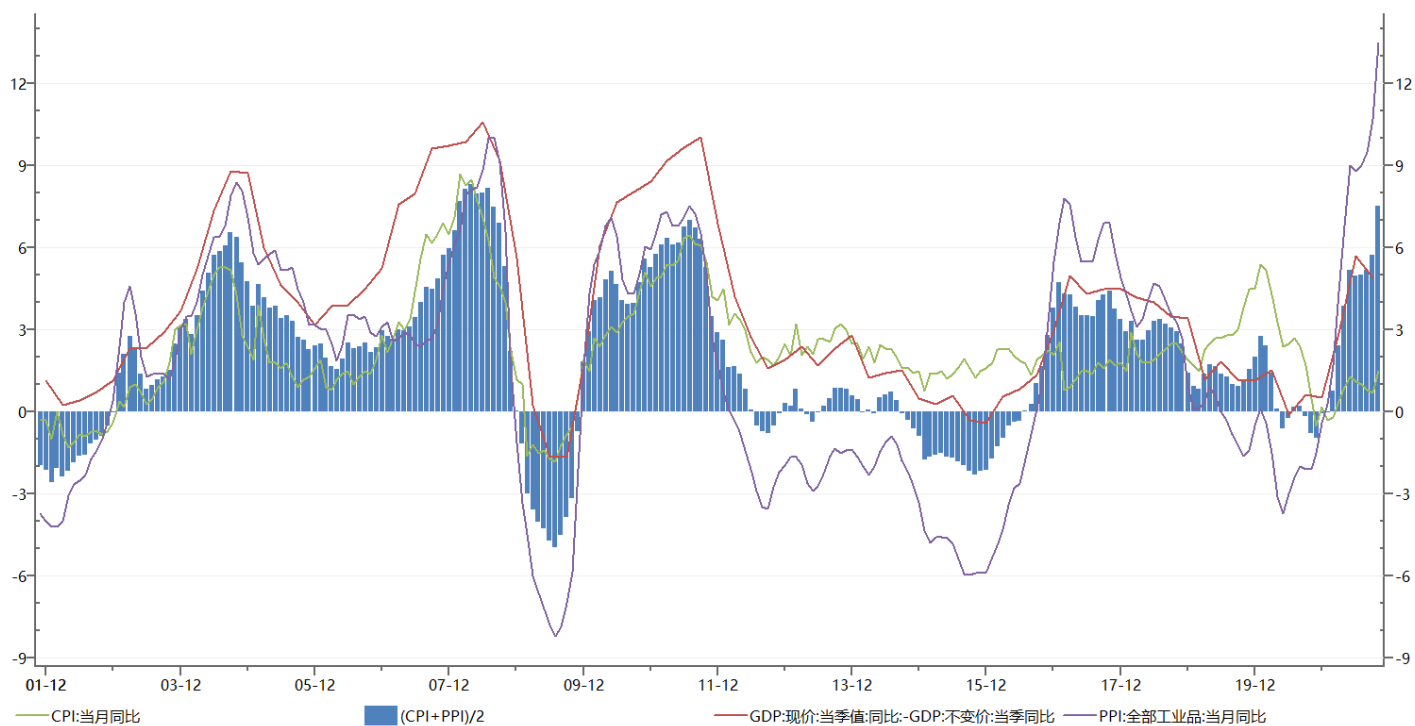


图 29 CPI、PPI 与 GDP 平减指数全面上升

数据来源: Wind、方正中期研究院

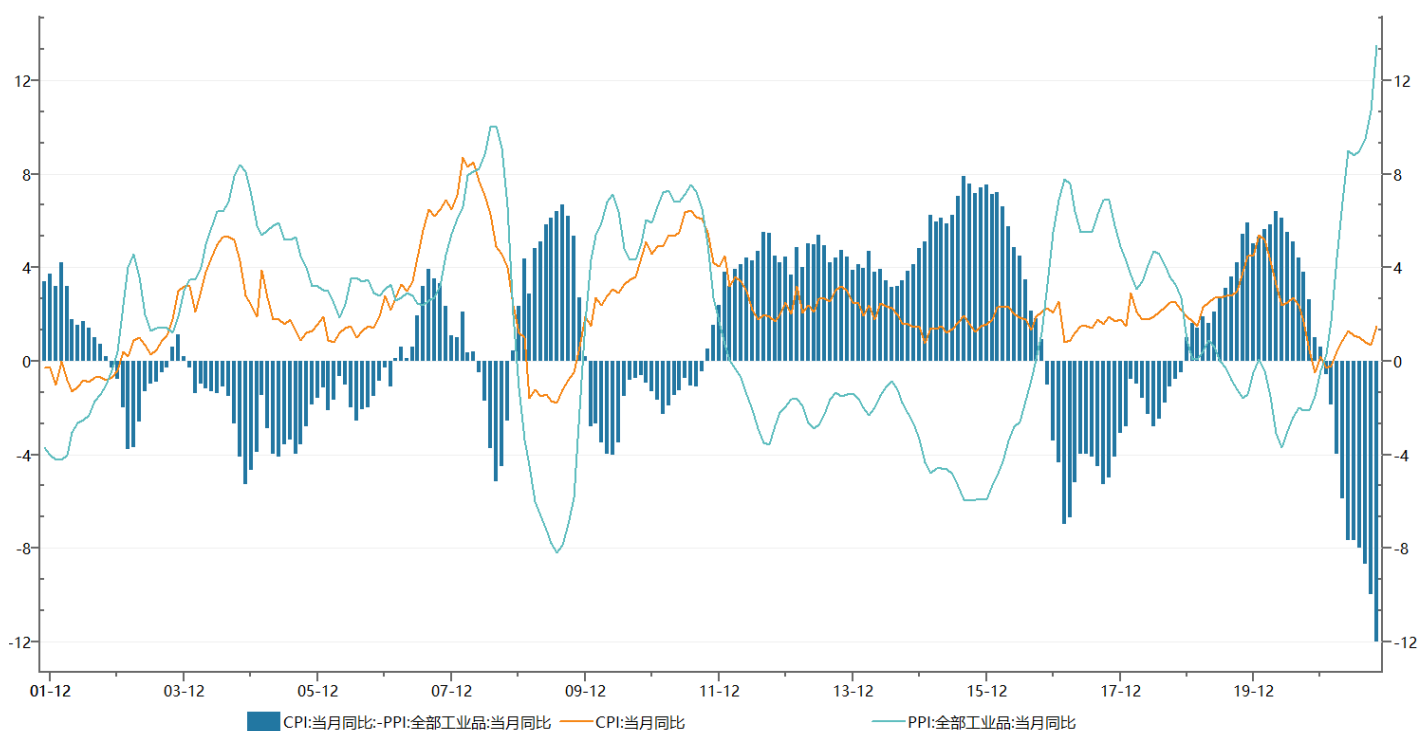


图 30 CPI、PPI 剪刀差快速回落

数据来源: Wind、方正中期研究院

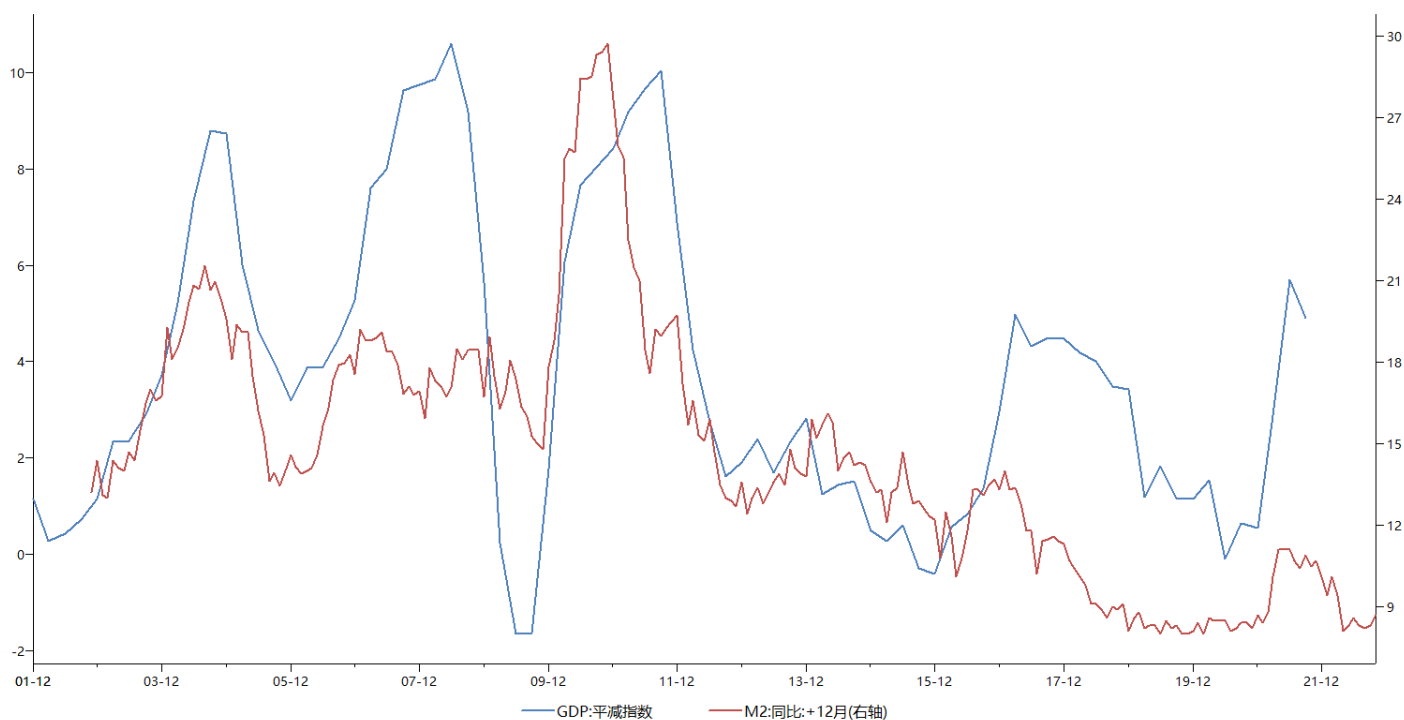


图 31 货币政策对通胀的冲击已经结束

数据来源：Wind、方正中期研究院

一、CPI 将持续回升 关注猪价触底节奏

今年 CPI 总体呈现回升走势，从年初小幅负增长持续上升至年底 1.5% 以上。大项中食品和非食品影响两极分化——非食品价格同比持续走升，环比持续超过季节性水平；但食品价格负增长幅度不断扩大，环比也多弱于季节性。食品走弱仍受到 2021 年下半年来猪肉价格回落的拖累。夏季和冬季部分时间极端天气带来蔬菜价格季节性波动异常（如 5 月、8 月、10 月等），也产生阶段性扰动。非食品主要受到工业品，尤其能源价格上涨影响较大。上游大宗商品价格上涨拉动 PPI 并间接影响 CPI 核心消费品。服务价格和房租价格上涨则影响核心 CPI，与上半年经济复苏、收入改善有关。但下半年开始核心 CPI 上行开始放缓，对总体 CPI 影响下降。此外，二季度和四季度低基数也推升 CPI 同比表现。

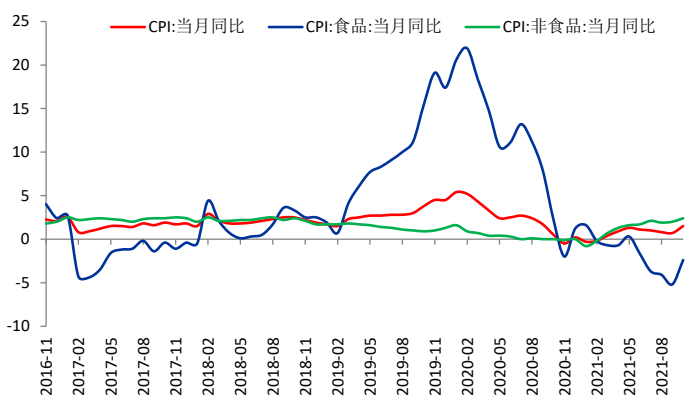


图 32 CPI 食品和非食品两极分化

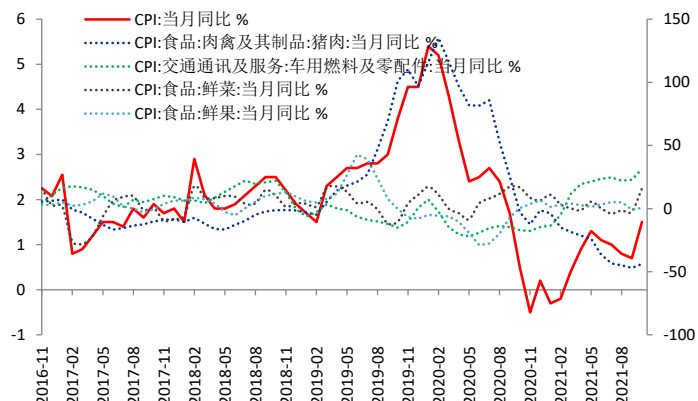


图 33 猪肉价格回落严重拖累 CPI

数据来源：Wind、方正中期研究院

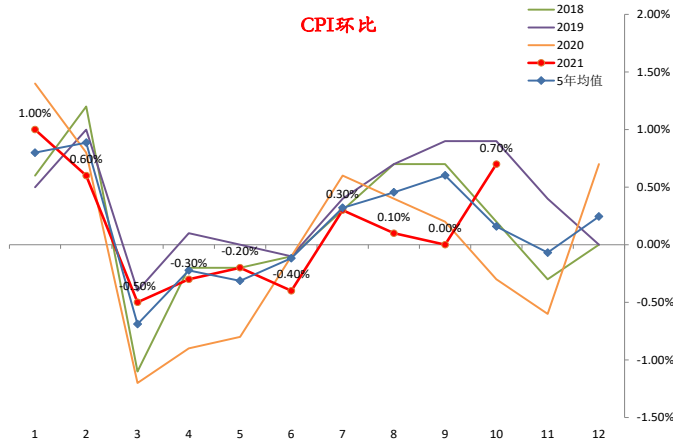


图 34 CPI 基数 Q2、Q4 明显偏低

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

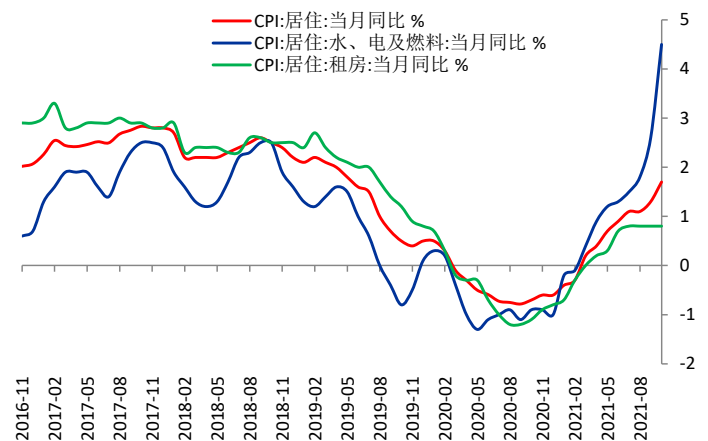


图 35 燃料、房租拉动明显

数据来源：Wind、方正中期研究院

我们认为，2022 年 CPI 整体逻辑较 2021 年将发生明显转变。一是持续下跌的猪肉价格将触底反弹，预计底部在明年二季度，下半年开始对 CPI 产生更明显拉动。二是国际油价继续上升对国内的影响放大，尤其上半年时间。三是今年上半年对 CPI 有更多影响的核心 CPI 上升动能减弱。四是预计 PPI 增速将会回落，上游涨价对核心消费拉动减弱。猪价和油价共振影响 CPI 的风险上升，但节奏上并不同步，因此整体 CPI 上升幅度或仍有限。乐观情况下，我们预计明年上半年油价中枢位于 75 美元附近，油价对单月 CPI 环比产生的直接拉动几乎可以忽略。从猪周期来看，生猪和母猪存栏已经见顶，明年二季度猪肉价格或确立底部，下半年开始上涨，平均每月产生 0.08% 左右拉力。结合季节性判断，预计 2022 年 CPI 同比增速整体呈现持续上升的趋势，四季度是年内高位，增速可能超过 3%，年内中枢位于 2% 左右。主要风险在于上半年的油价和下半年的猪肉价格。货币政策全年不会受到明显影响，而相对来看上半年较下半年更容易宽松。

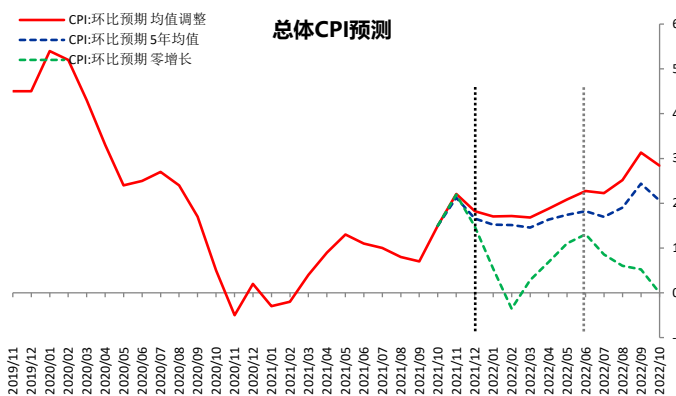


图 36 预计总体 CPI 持续小幅上升

数据来源：Wind、方正中期研究院

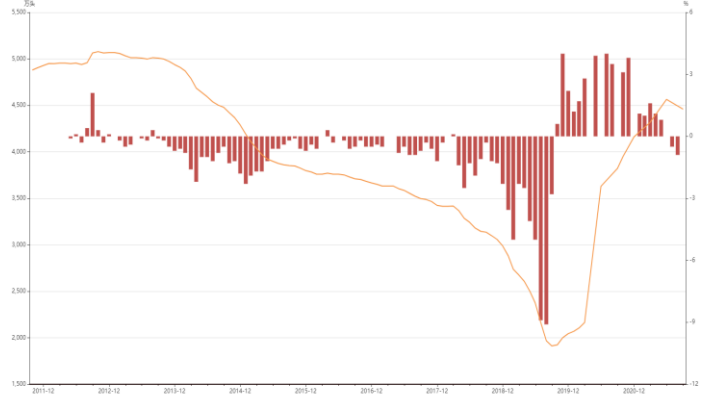
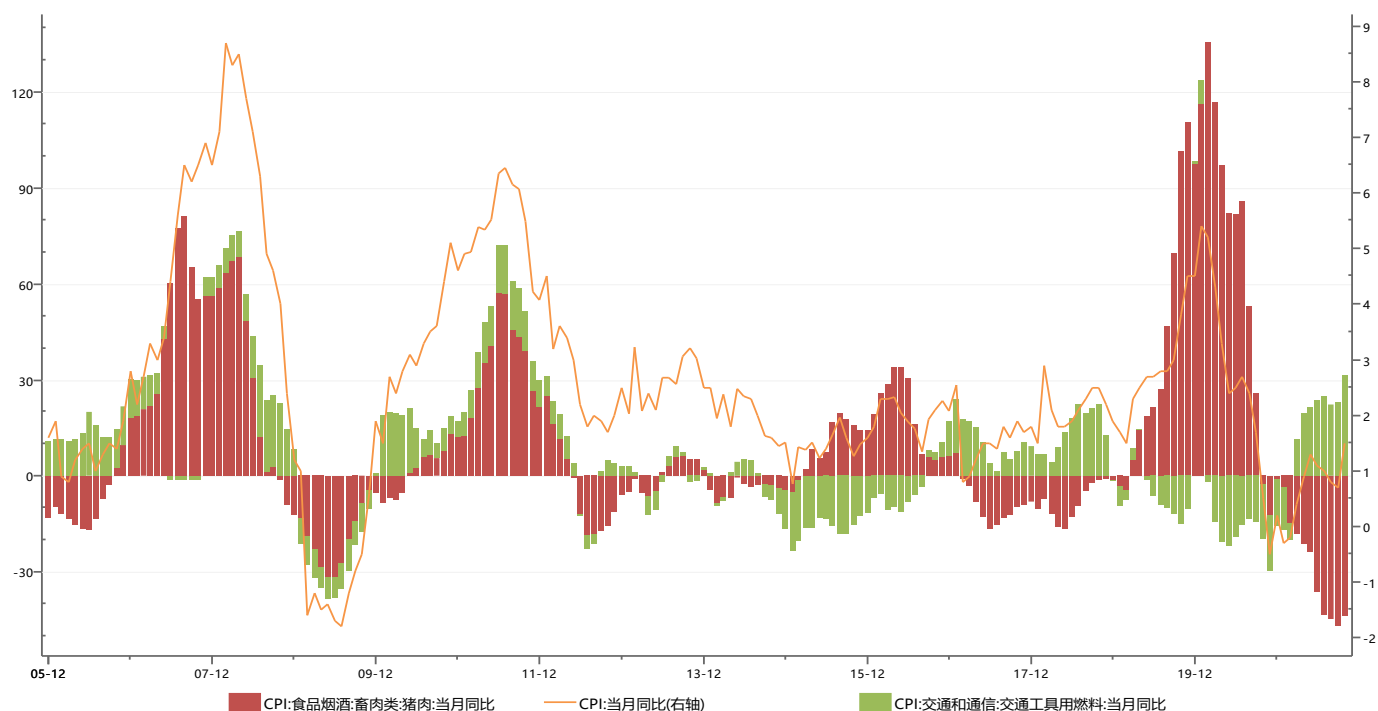


图 37 三季度母猪存栏已经见顶

数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind

图 38 警惕猪价回升叠加油价上冲
数据来源: Wind、方正中期研究院

二、PPI 高位已过 或将持续回落

跟随 2020 年疫情结束后价格开始的反弹，今年 PPI 继续大幅上升。从走势上看，上半年和三季度后期到四季度初期 PPI 加速上涨，受到新涨价因素和低基数因素的共同影响，6 月、7 月和 8 月涨幅波动相对有限。年内 PPI 月均环比位于 1% 以上，远高于历史均值 0.1% 左右水平。生产资料涨幅更显著，生活资料影响有限。大宗商品价格上涨是 PPI 走升主要动力。黑色、有色等工业金属价格拉动上半年 PPI，下半年 PPI 则受到煤炭等能源商品影响更大，这也和经济周期中先金属、后能源的涨价逻辑一致。上半年经济强势是推动 PPI 上涨的核心逻辑，下半年以来更多受到外需、能源商品供给等结构性问题影响，并且导致涨幅明显超预期。价格回升对企业利润和资产负债表修复有帮助，且至四季度已超过产量影响。而 PPIRM 涨幅明显高于 PPI 涨幅，显示中下游制造业受到原材料价格上涨带动而被迫涨价，也令行业利润集中在上游。

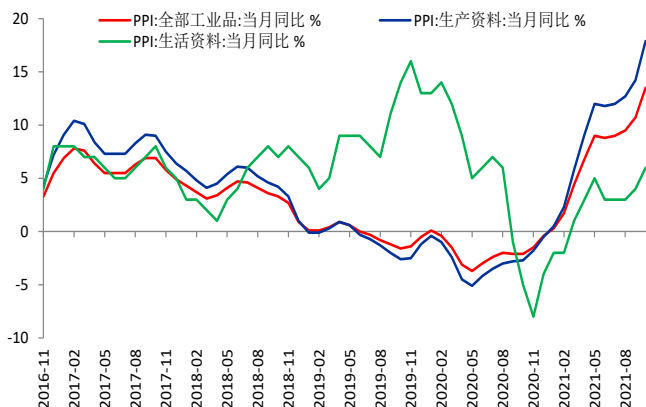


图 39 年内 PPI 两阶段大涨
数据来源：Wind、方正中期研究院

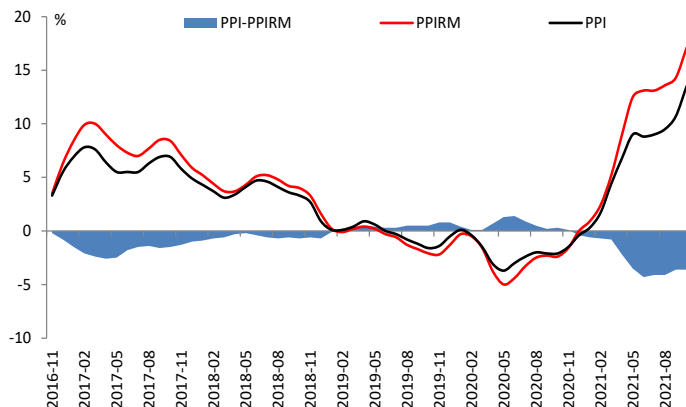


图 40 PPI 与 PPIRM 剪刀差扩大
数据来源：Wind、方正中期研究院

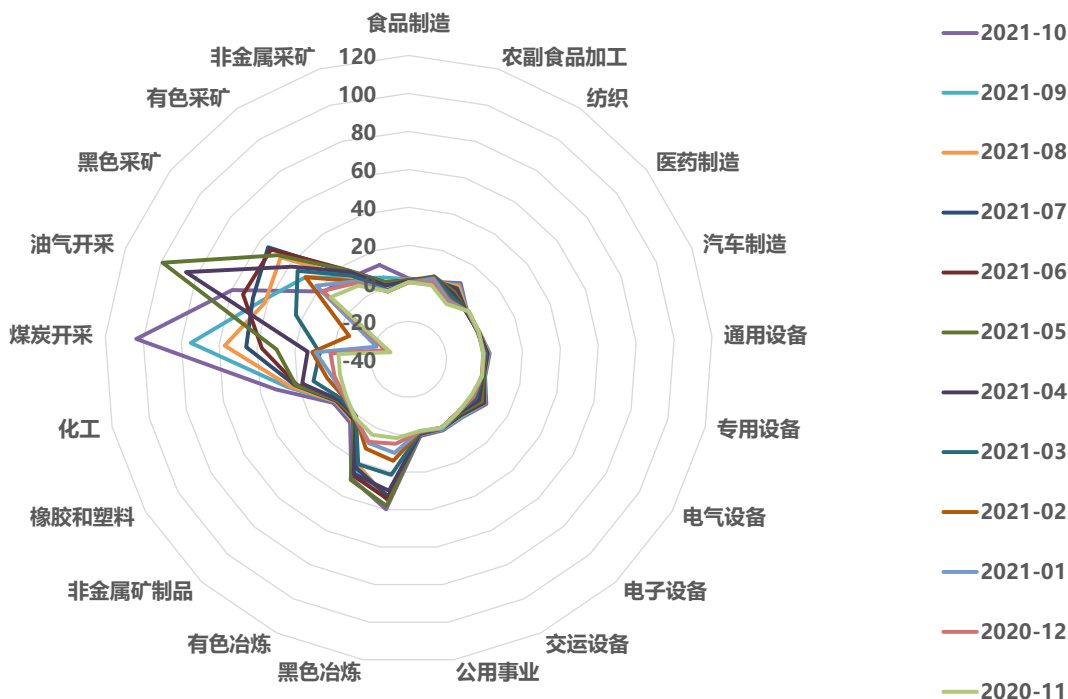


图 41 中上游行业 PPI 涨幅较大
数据来源：Wind、方正中期研究院

我们认为，国内经济持续承压下行，大宗商品在今年四季度冲高回落，已经预示着 PPI 见顶，预计明年 PPI 整体将呈现持续回落趋势。海外能源由于受到海外经济周期慢于国内的影响，至明年上半年可能继续维持高位，带来少量新涨价因素，其他方面暂时看不到商品价格全面大涨可能。此外疫情期间美联储宽松货币政策释放的流动性，已被商品市场初步吸收。随着美联储退出 QE，宽松政策影响将下降。美元指数反弹也是大宗商品面临的阶段性压力。预计 PPI 环比涨幅将略高于 5 年均值水平，表现明显弱于今年，同比增速中枢位于 6% 左右。另外需要注意的是，房地产政策底之后，市场情绪回暖和加速施工带动需求，可能阶段性影响黑色金属以及 PPI 节奏，但对 PPI 下行趋势影响不大。

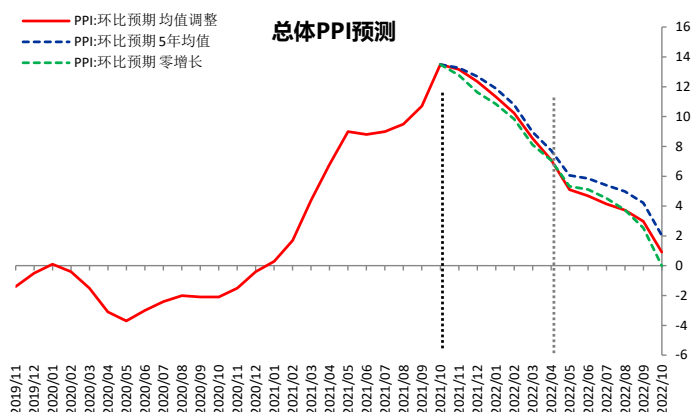


图 42 预计 PPI 增速持续回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

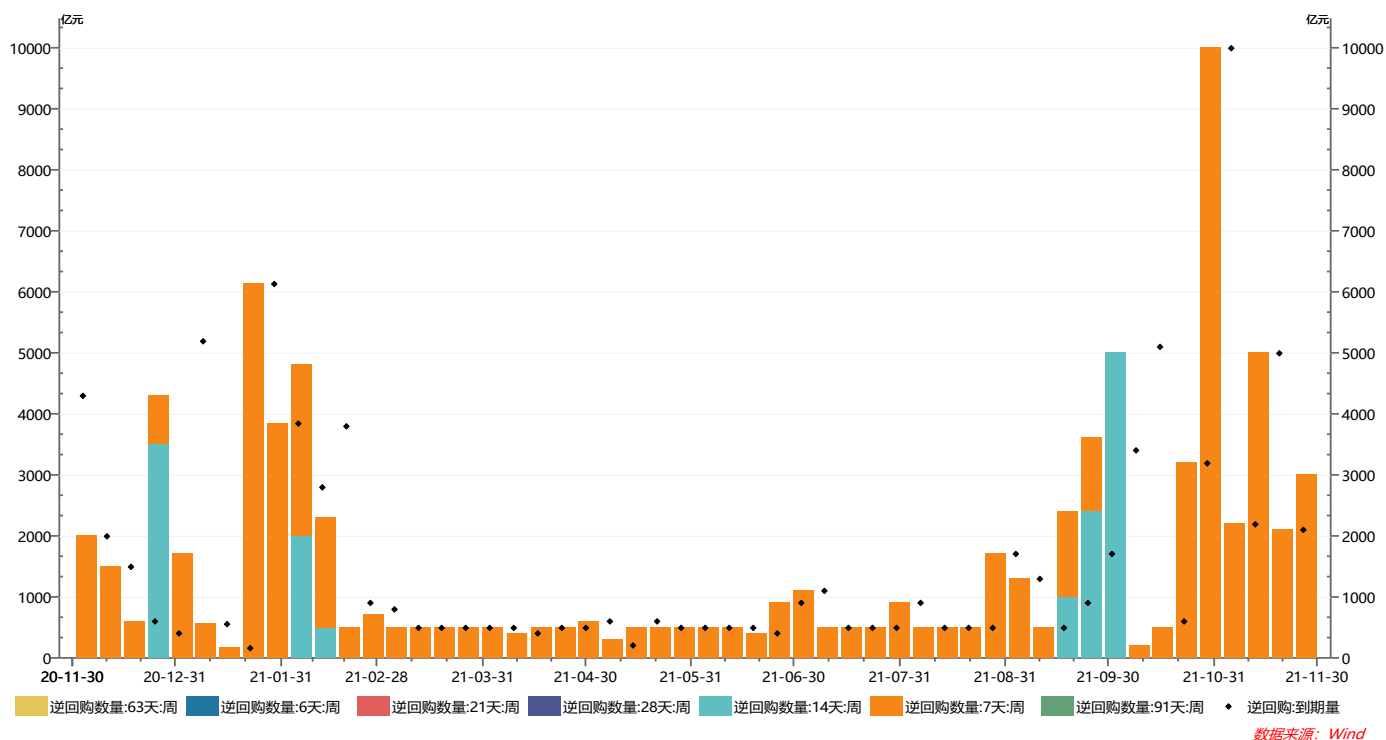
第三部分 货币政策继续宽松 信用增速或将回升

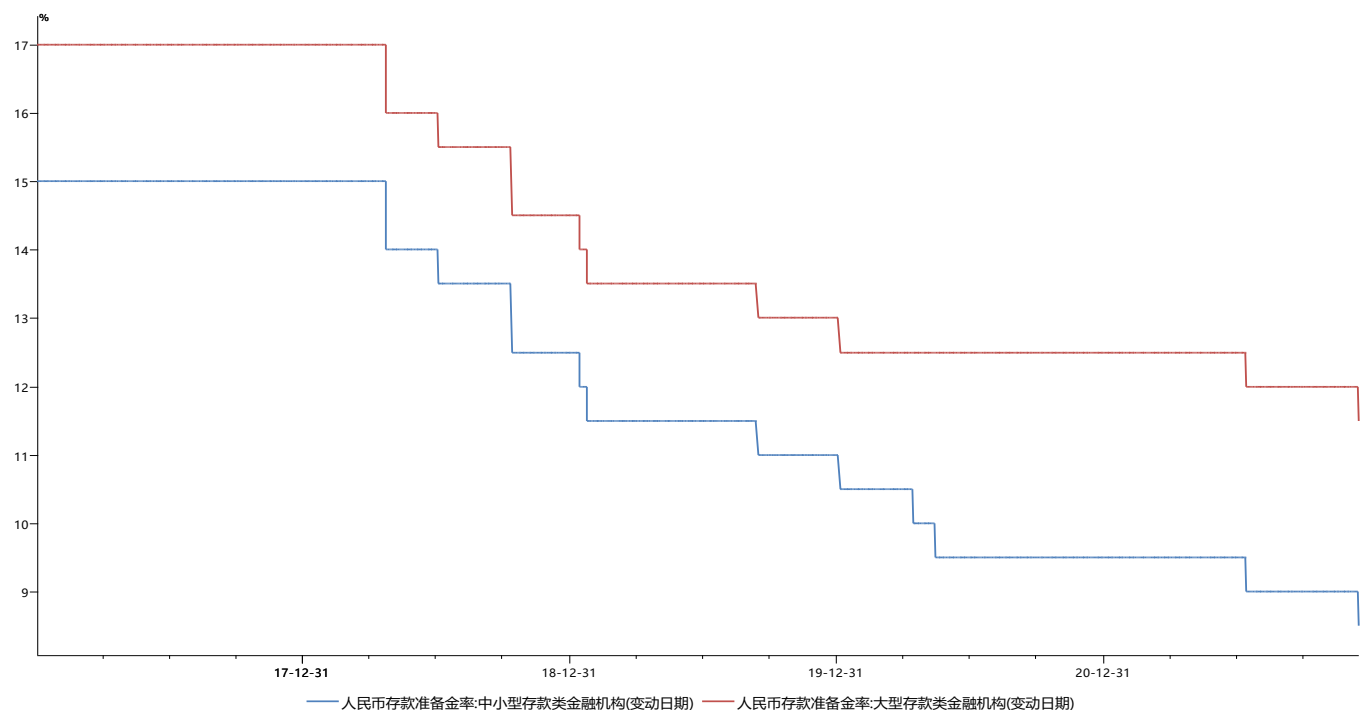
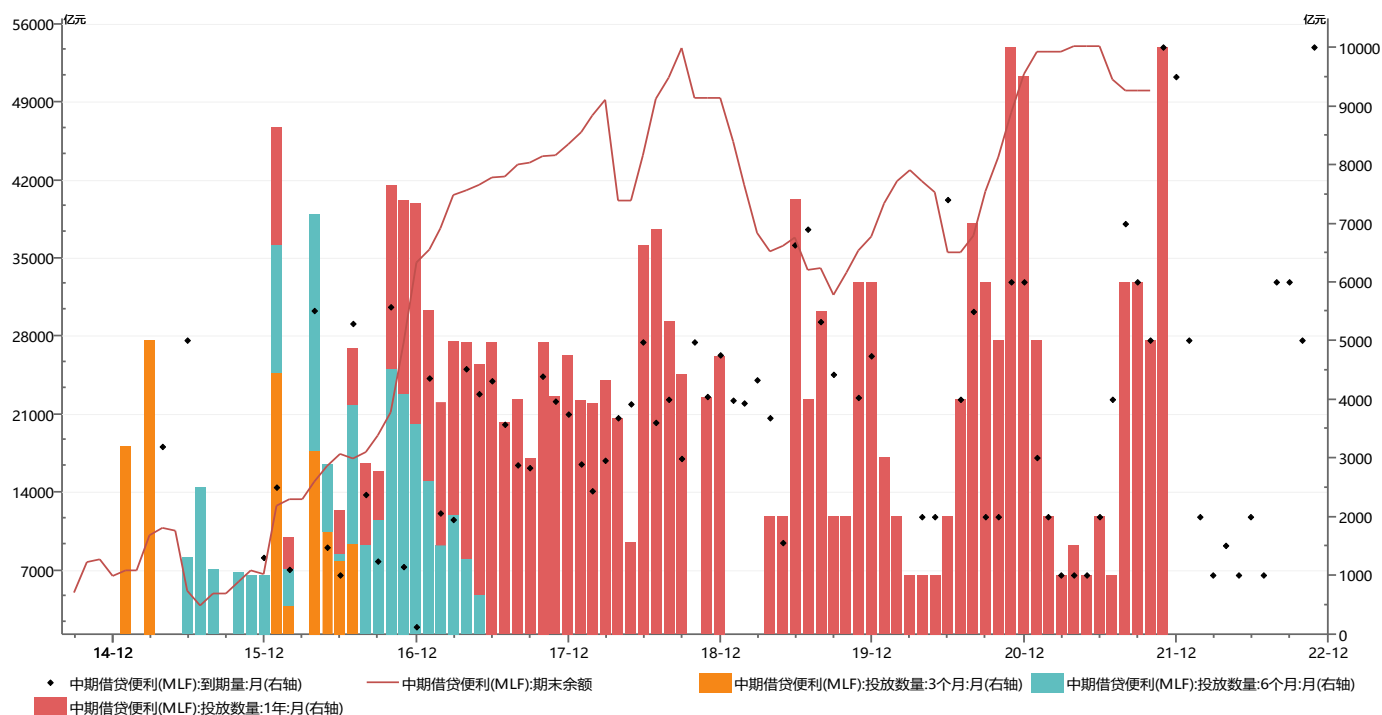
年内货币政策整体呈现转向态势，上半年中性观望甚至局部偏紧，下半年则转向中性偏宽松。广义社融年内持续收缩，上半年政府债务增量偏低，二季度后居民中长期贷款和企业中长期贷款双双走弱，持续低于季节性水平。我们认为，中性偏宽松的货币政策仍将贯穿 2022 年全年，稳货币、宽信用的方向不变，全年来看不排除再次降准。如果经济承压仍超预期，也存在调降 MLF 利率可能性。上半年政府债增量、经济压力仍高、通胀压力回落共同影响下，宽松的可能性更高。下半年即使经济触底回升，其节奏也不足以支持货币政策退出，至多从宽松转向中性，难以迅速收紧。同时，房地产市场仍是主要风险，如果地产回落再超预期，甚至引发系统性风险，双降的概率将上升。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。

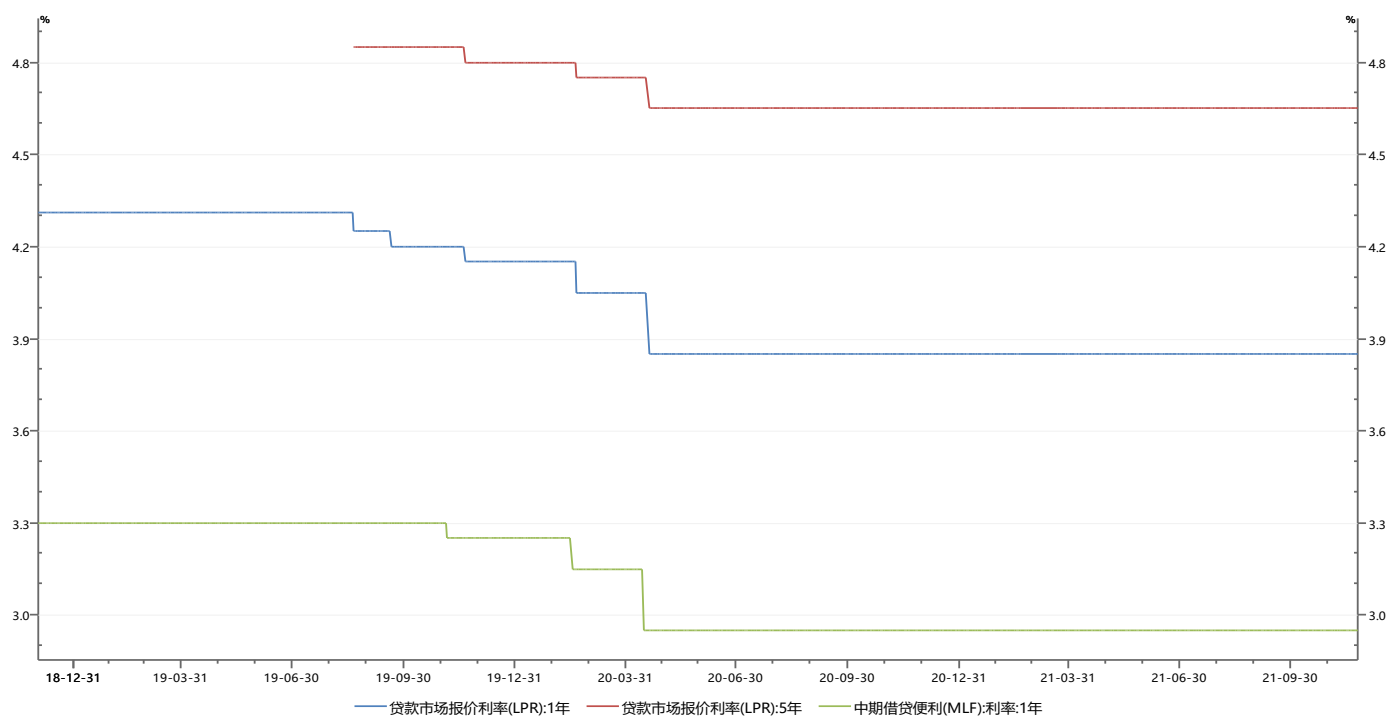
一、货币政策继续偏宽松 信用触底回升

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。从短端流动性投放来看，1 月末、9 月末均有明显投放，应对季节性资金波动。3 月至 8 月操作较少，基本维持每日 100 亿元投放，因经济处于相对强势之中，央行观望态度浓厚，且政府债务增量带来的对冲需求有限。10 月下旬开始投放明显上升，主要应对短期大量发行政府债带来的资金波动。从长端流动性看，年内 MLF 以等额续作为主，仅 7 月降准后缩量续作，对流动性以长换短。7 月降准略超市场预期，是央行对经济压力和政府债券增长的回应。利率端来看，主要是 4 月中旬和 5 月中下旬国库现金定存利率连续 3 次上调合计 15BP，逆回购利率、MLF 利率和 LPR 等关键利率均维持不变。央行对货币政策的态度上半年从“不转急弯”中退出，也是其转向中性的表现。但下半年国内经济压力增大，以及房地产风险加速暴露之后，央行态度转向偏宽松，尤其是三季度货币政策报告对经济预期更谨慎，去掉了“流动性闸门”的表述。此外，央行还宣布通过类似再贷款或定向 MLF 的“碳减排支持工具”投放流动性。并且在 12 月再度超预期宣布降准 50BP。总体上看，下半年开始央行已经有稳信用甚至扩信用的意图，有利于信用周期筑底。企业融资成本下降后小幅反弹，房贷融资成本持续上升，结构性政策效果显现但仍需巩固。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，调降 MLF

利率也是可选项。尤其上半年政府债务增量、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，而非迅速收紧。利率系统性上行风险主要在下半年。同时，房地产市场仍需关注，如果地产回落再超预期，甚至引发系统性风险，双降的概率将会上升。







数据来源: Wind

图 46 MLF 利率和 LPR 维持不变
数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind

图 47 房贷成本持续回升，企业融资成本三季度反弹
数据来源: Wind、方正中期研究院

广义社融年内维持收缩态势，尤其是二季度后居民和企业中长贷双双走弱，持续低于季节性。广义社融反映的信用收缩主要受三点因素影响：一是央行货币政策开始从宽松转向观望，二是经济承压幅度上升抑制信用扩张，三是上半年和7月政府融资偏低。信用收缩趋势下，房贷成本上升和流动性下降，直接导致房地产企业回款受阻，这也导致下半年房地产公司集中爆发信用风险。M2上半年跟随广义社融回落，下半年相对稳定。相对稳定的储备货币增速，对降准后货币乘数有支持作用。更广的范围看，调整社融增速超过M2，货币信贷增速差负值持续减小，虚拟经济流动性缓和，并助力长端利率下行。至今年四季度，央行实施多项宽信用举措，政府融资也有回升，广义社融增速下行趋势结束，预计明年初信用收紧结束并确立反弹。货币政策宽信用、政府债务增量是支持信用扩张的两个主要因素。目前表内贷款仍无明显回升趋势，但央行窗口指导商业银行加强对房地产项目合理贷款，表内加速下行的风险减小。后期表内贷款回升的幅度和节奏，将是决定明年信用扩张高度关键。此外，信用收缩见底，有利于缓解实体经济偏紧的流动性，助力明年下半年经济回升。

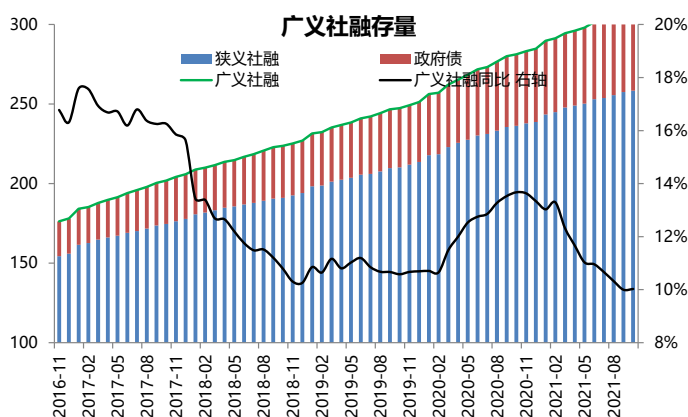


图 48 广义社融放慢下行
数据来源：Wind、方正中期研究院

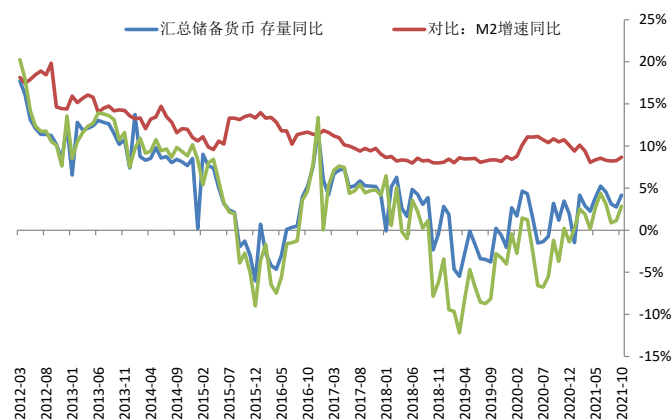


图 49 储备货币增速基本稳定
数据来源：Wind、方正中期研究院

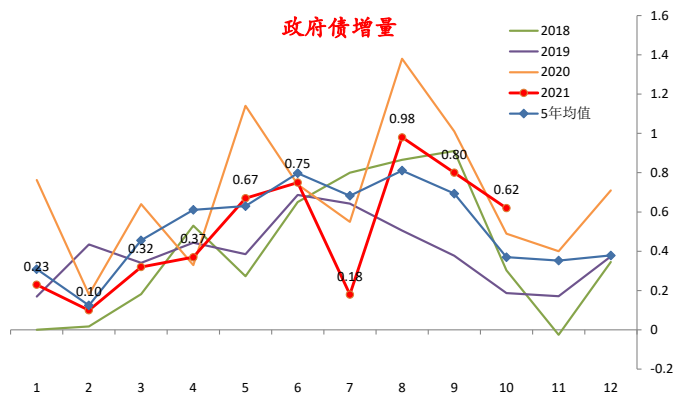


图 50 央行口径政府债增量上半年偏低
数据来源：Wind、方正中期研究院

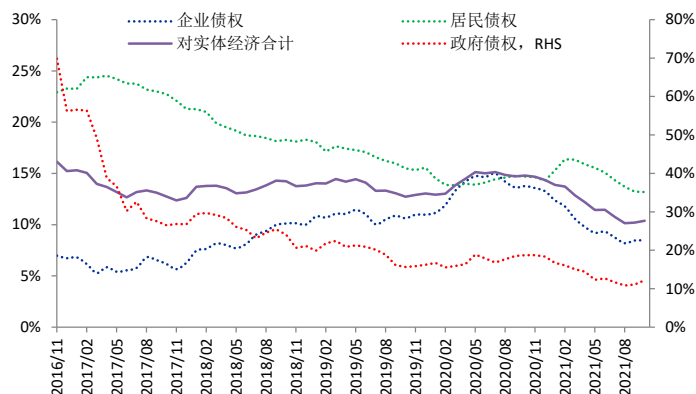


图 51 对实体经济扩表三季度触底
数据来源：Wind、方正中期研究院

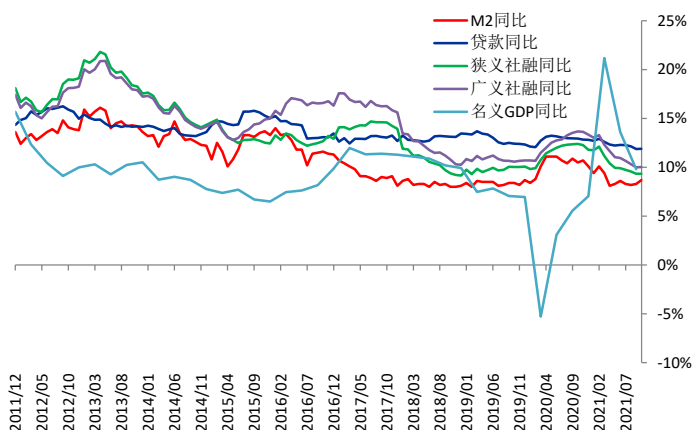


图 52 M2、贷款和社融增速均下降
数据来源：Wind、方正中期研究院

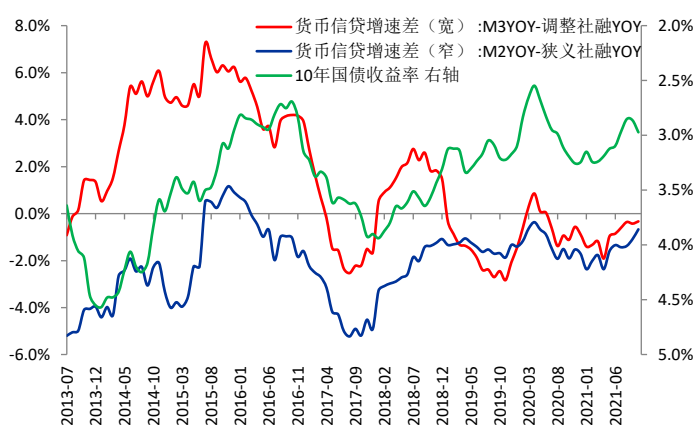


图 53 货币信贷增速差支持无风险利率下行
数据来源：Wind、方正中期研究院

二、财政影响基建节奏 逆周期对冲将加强

今年财政政策相对 2020 年疫情期间的表现明显偏弱。从全年整体情况看，截至 10 月全国公共财政收入累计同比增长 14.5%，其中中央和地方财政收入累计分别增长 15%和 14.1%。支出则累计同比增长 2.4%，中央和地方财政支出分别累计增长 0.8%和 2.7%。财政赤字累计 1.85 万亿元，远低于去年同期水平。从逻辑上看，今年经济整体相对 2020 年“顺风”，没有必要进一步增加财政赤字。3 月两会的《政府工作报告》确定财政目标，提出财政赤字率为 3.2%左右，较 2020 年 3.6%明显下降。实际上在 2020 年，结合财政收支、抗疫特别国债等情况看，实际广义赤字率可能超过 6%，因此今年财政政策相较于 2020 年出现明显的“收缩”。地方专项债 3.65 万亿元相较于去年 3.75 万亿的目标也有下调。年内财政投放节奏看，最大特点便是所谓“财政后置”，即政策在下半年集中发力，尤其是今年 9 月、10 月财政发力显著，包括地方专项债在内的政府债务增量有明显提升。二季度以来基建投资面临的资金问题得到缓解。主观上看也有下半年经济走弱，需要加大对冲力度的考虑。我们认为，2022 年财政政策以稳定偏宽松为主，一方面对冲经济周期下行压力，另一方面经济脱离疫情影响后，无必要开展大规模刺激。因此预计财政赤字规模可能稳中小幅调升。从已有消息来看，财政投放节奏将呈现“财政前置”的特点——上半年加大支出，与今年情况相反。同时我们预计 2022 年整体基建投资增速在财政刺激和低基数作用下，将有所回升，尤其上半年财政前置效果下边际修复更明显。但有一点需要注意，目前房地产行业风险向上游传导，土地购置已经回落，后期可能影响到地方政府基金收入。

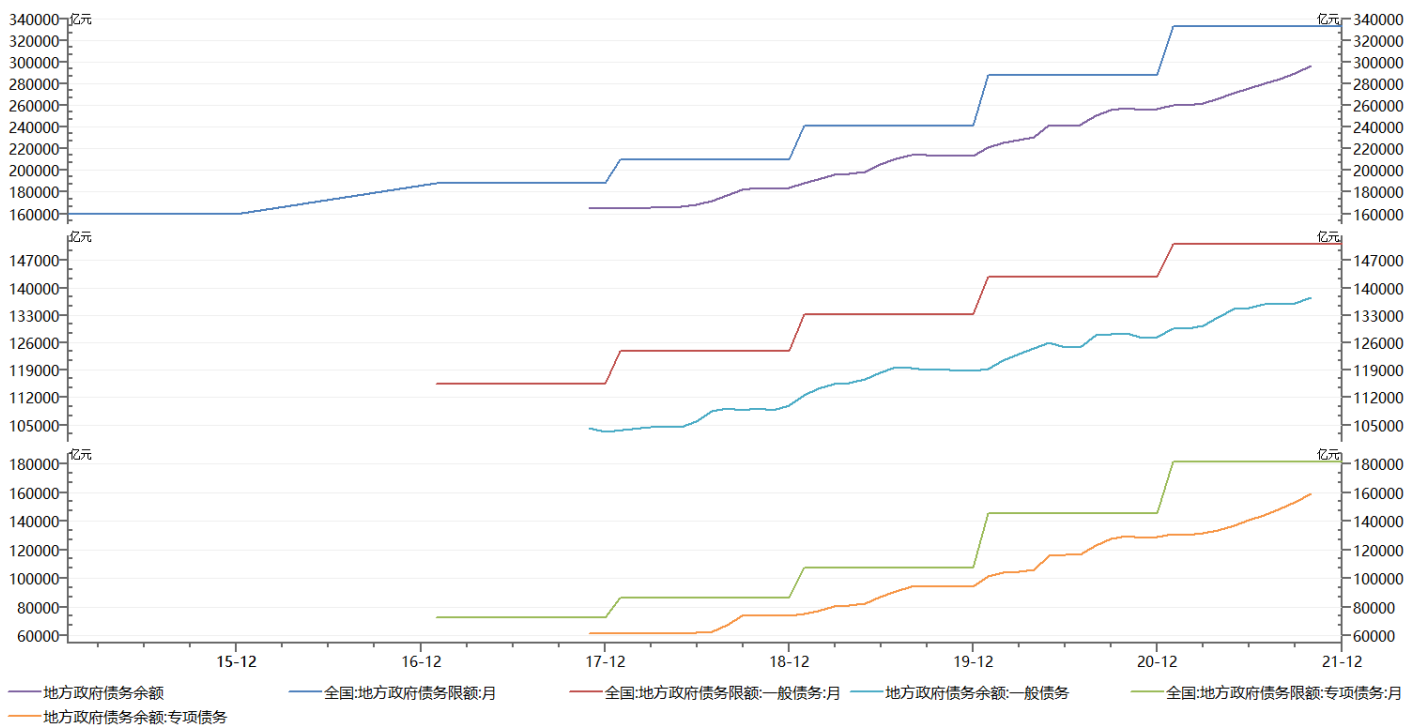


图 54 债务距离理论上限仍有较大空间

数据来源：Wind、方正中期研究院

| 方正中期期货 FOUNDER CIFCO FUTURES | | 2017年 | | 2018年 | | 2019年 | | 2020年 | 2021年 |
|---------------------------------|--------------|----------|----------|----------|-----------|-------------|-----------|------------------|-------------------|
| | | 预期目标 | 实际值 | 预期目标 | 实际值 | 预期目标 | 实际值 | 预期目标 | 预期目标 |
| 主要预期目标 | 国内生产总值 | 6.5% | 6.9% | 6.5% | 6.6% | 6.0%-6.5% | 6.1% | 六稳、六保 | 6%以上 |
| | CPI涨幅 | 3%左右 | 1.6% | 3%左右 | 2.1% | 3%左右 | 2.9% | 3.5%左右 | 3%左右 |
| | 城镇新增就业 | 1100万人以上 | 1351万人 | 1100万人以上 | 1361万人 | 1100万人以上 | 1352万人 | 900万以上 | 1100万以上 |
| | 农村贫困人口 | - | - | - | - | 减少1000万以上 | 减少1109万 | 全部脱贫 | - |
| | 城镇调查失业率 | - | - | 5.5%以内 | 4.8%-5.1% | 5.5%左右 | 5.3%以下 | 6%左右 | 5.5%左右 |
| | 城镇登记失业率 | 4.5%以内 | 3.90% | 4.5%以内 | 3.80% | 4.5%以内 | 3.62% | 5.50% | - |
| | 单位国内生产总值能耗 | 下降3.4%以上 | 下降3.7% | 下降3%以上 | 下降3.1% | 下降3%以上 | 下降2.6% | 继续下降 | 降低3%左右 |
| | 宏观杠杆率 | - | - | 基本稳定 | - | 基本稳定 | - | - | 基本稳定 |
| | 财政赤字率 | 3% | 3%以内 | 2.60% | 2.60% | 2.80% | 2.80% | 3.60% | 3.2%左右 |
| | 财政赤字 | 2.38万亿元 | 2.38万亿元 | 2.38万亿元 | 2.38万亿元 | 2.76万亿元 | 2.76万亿元 | 3.76万亿元 | - |
| | 对地方一般性转移支付规模 | 9.50% | 10.10% | 10.90% | 10.90% | 10.90% | 10.90% | - | 7.80% |
| 财 策 政 | 广义货币M2同比 | 12%左右 | 8.20% | 合理增长 | 8.10% | 与名义GDP增速相匹配 | 8.70% | 增速要明显高于去年 | 与名义GDP增速相匹配 |
| | 社融余额同比 | - | 12% | - | 9.78% | - | 10.69% | - | - |
| | 地方专项债券 | 8000亿元 | 8000亿元 | 1.35万亿元 | 1.35万亿元 | 2.15万亿元 | 2.15万亿元 | 3.75万亿 | 3.65万亿 |
| | 减税 | 3500亿元左右 | 超过3800亿元 | 8000多亿元 | 合计1.3万亿元 | 合计2万亿元 | 合计2.36万亿元 | 新增减税降费约5000亿元 | 小规模纳税人增值税起征点升至15万 |
| 地 产 | 降费 | 约2000亿元 | 预计6434亿元 | 3000多亿元 | - | - | - | - | - |
| | 棚户区、老旧小区住房改造 | 完成600万套 | 609万套 | 完成580万套 | 626万套 | - | - | 新开工改造城镇老旧小区3.9万个 | 新开工改造城镇老旧小区5.3万个 |
| 基 建 | 进城落户 | 1300万人以上 | 1330万人 | 1300万人 | 1390万人 | - | - | - | 常住人口城镇化率65%以上 |
| | 中央预算内投资 | 安排5076亿元 | 5076亿元 | 安排5376亿元 | 5376亿元 | 安排5776亿元 | 5776亿元 | 6000亿元 | 6100亿元 |
| | 铁路建设投资 | 8000亿元 | 8010.4亿元 | 7320亿元 | 8028亿元 | 8000亿元 | 8029亿元 | 增加资本金1000亿 | - |
| | 公路水运投资 | 1.8万亿元 | 22707亿元 | 1.8万亿元 | 22973.7亿元 | 1.8万亿元 | 23451亿元 | - | - |
| | 水利在建投资 | - | - | 1万亿 | 10141亿元 | - | - | - | - |
| 基 建 | 新建改建农村公路 | 20万公里 | 28.5万公里 | 20万公里 | 31.8万公里 | 20万公里 | 29万公里 | - | - |

表 2 《政府工作报告》调升就业目标，调降赤字目标

数据来源：Wind、方正中期研究院

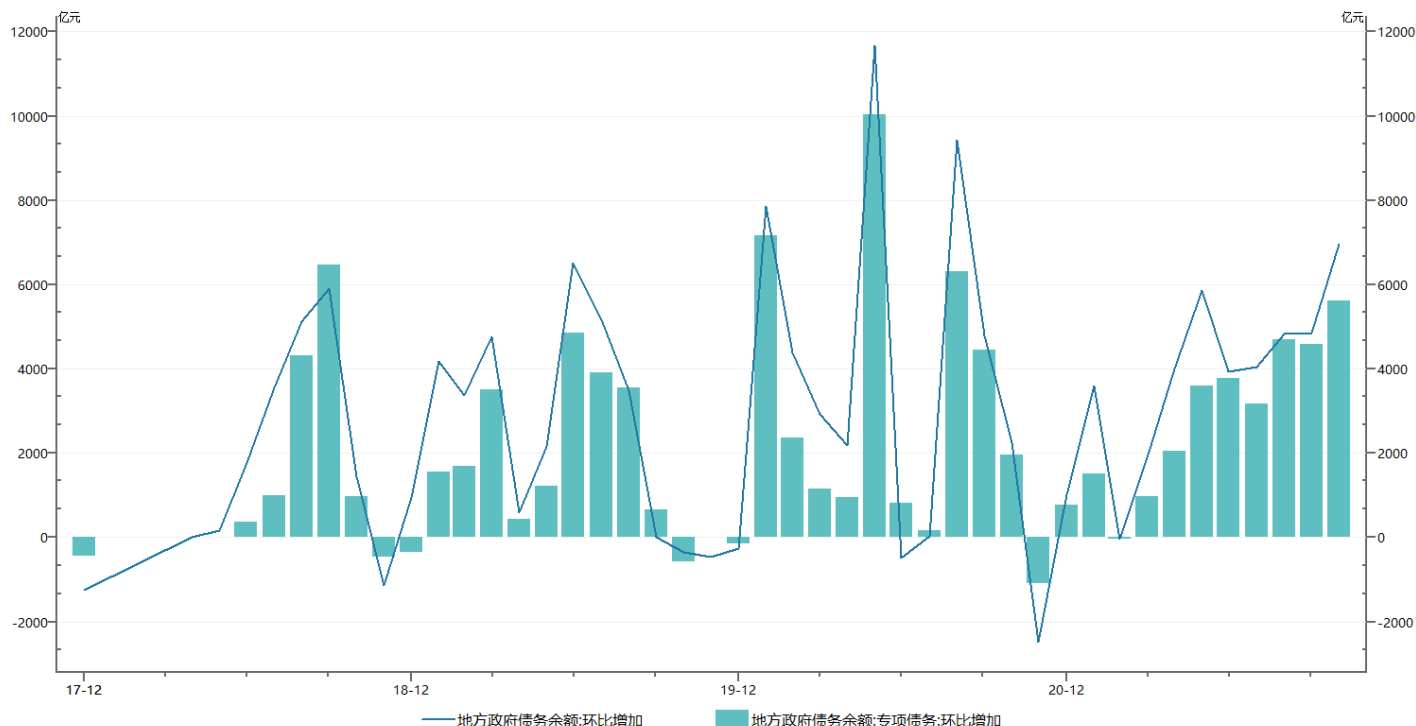


图 55 地方政府债务增量情况
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、杠杆率趋势暂扭转 政府仍可能加杠杆

从长周期看，居民部门和企业部门债务存量仍在高位，但年内居民部门杠杆率上行放慢，企业杠杆率则短期去化势。从分母来看，名义 GDP 年内大幅上升，尤其是实际产出增量一季度明显增加。随后通胀因素影响逐步上升。上述两项因素是拉低各部门杠杆率的主要分项。从分子上看，年内表内贷款利率稳定，居民部门利息支出随房贷利率一至三季度先降后增，企业部门利息支出则持续下行。财务支出下降也是企业利润率上升的重要因素。政府部门利息支出在二、三季度随着无风险利率回升而有所反弹。各部门债务增量相对稳定，企业和居民债务增量贡献持续下降。年内尤其二季度以来房屋销售情况变差，居民住房按揭贷款增量偏低，是居民债务增量放慢的主因。企业债务增量回落，主要是房地产企业贷款受阻影响。金融系统债务负增长、杠杆率下行趋势不变。政府为对冲经济下行，大量发行政府债务，直接提升了债务增量，尤其是年内财政后置导致下半年发债更多，导致三季度债务增量和杠杆率明显上升。我们认为，2022 年杠杆率变动趋势可能维持当前情况。受到购房需求影响，居民杠杆率仍将缓慢上行甚至出现 0 增长。政府杠杆率随着稳增长与财政前置，至少在年初还有上升空间。企业部门杠杆率随着经济周期转变，下半年或将有所反弹。整体杠杆率可能将结束下行趋势，而出现回升。

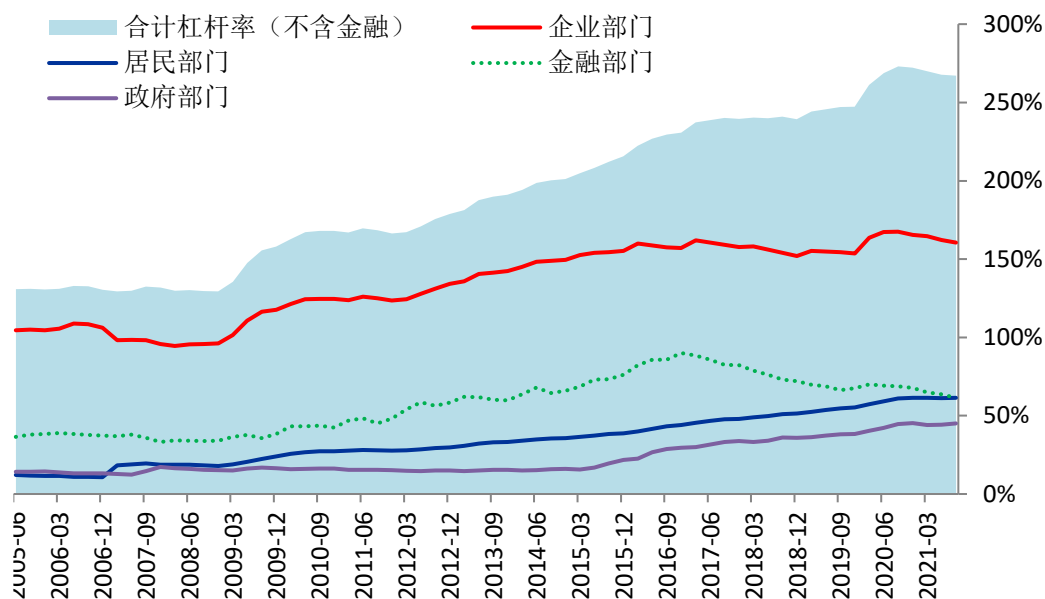


图 56 各部门杠杆率变动情况
数据来源：Wind、方正中期研究院

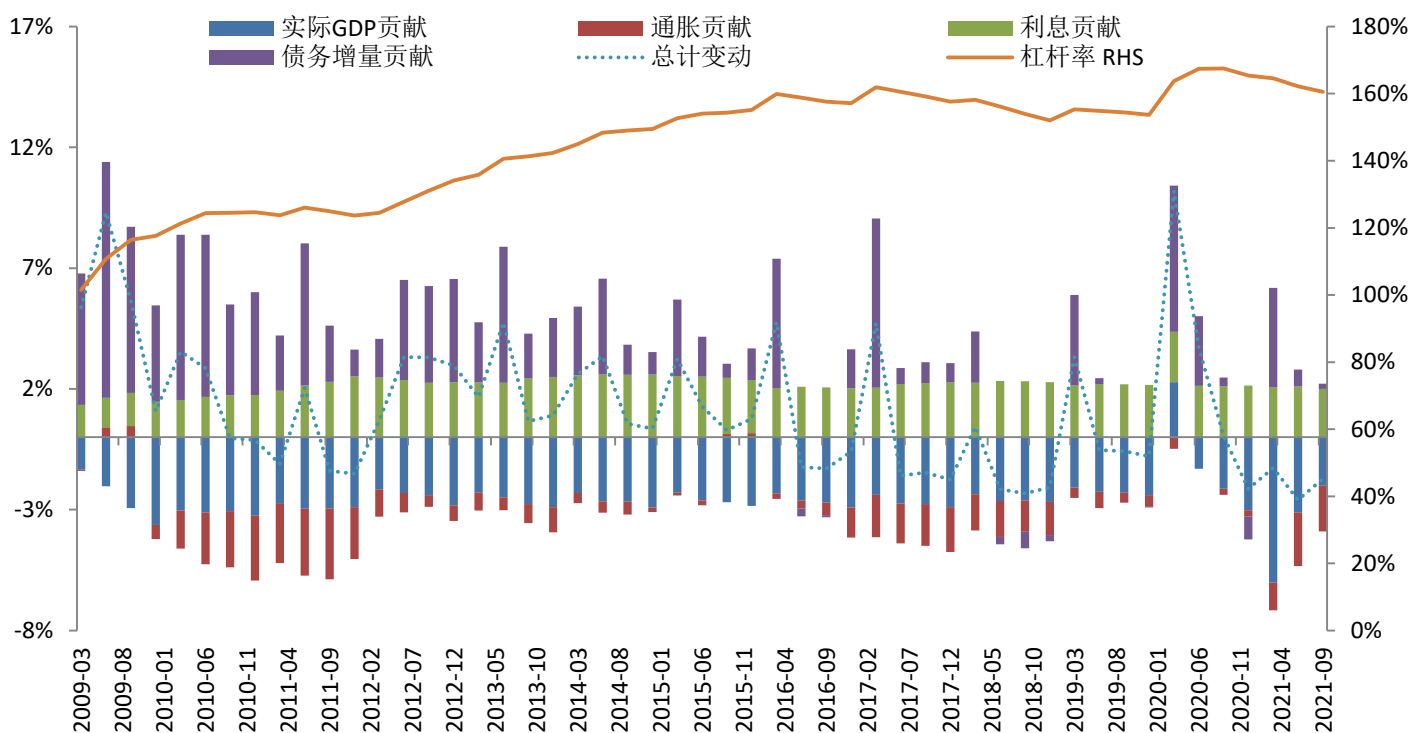


图 57 企业部门总杠杆率水平持续下降
数据来源：Wind、方正中期研究院

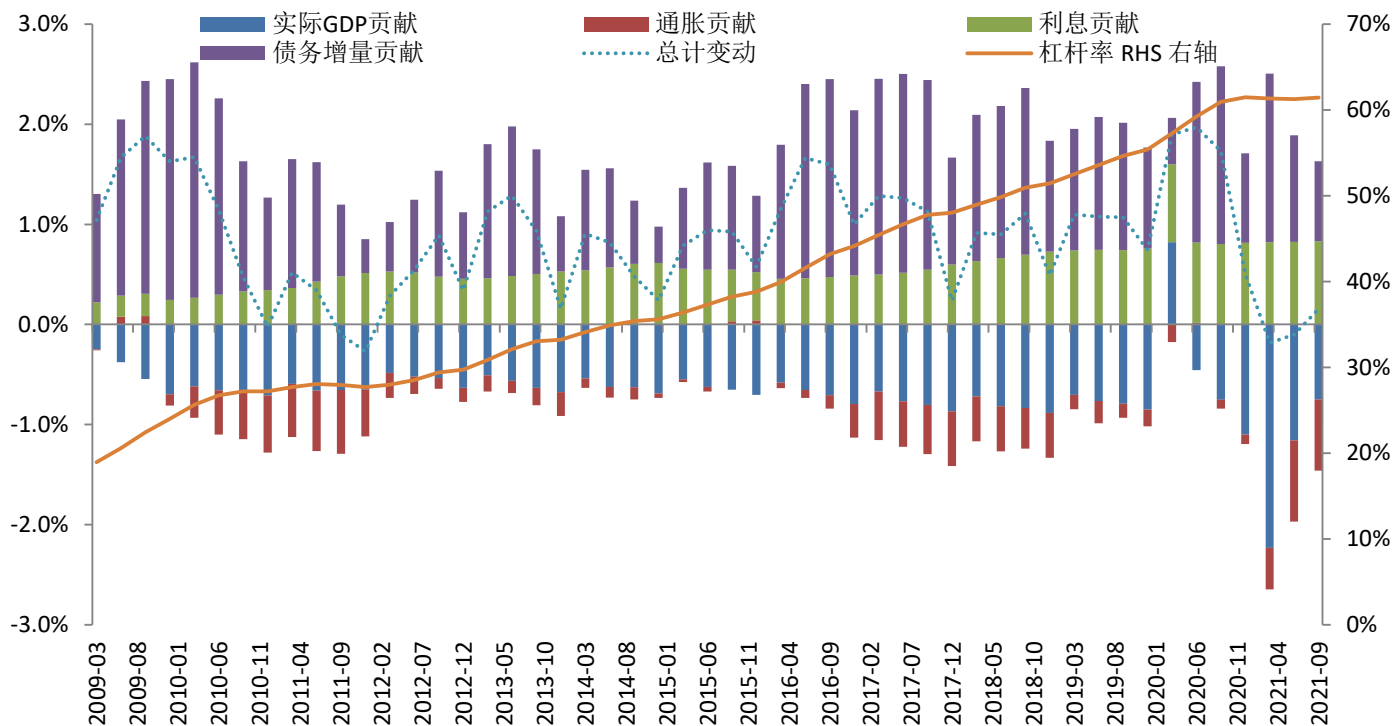


图 58 居民部门杠杆率基本持稳
数据来源：Wind、方正中期研究院

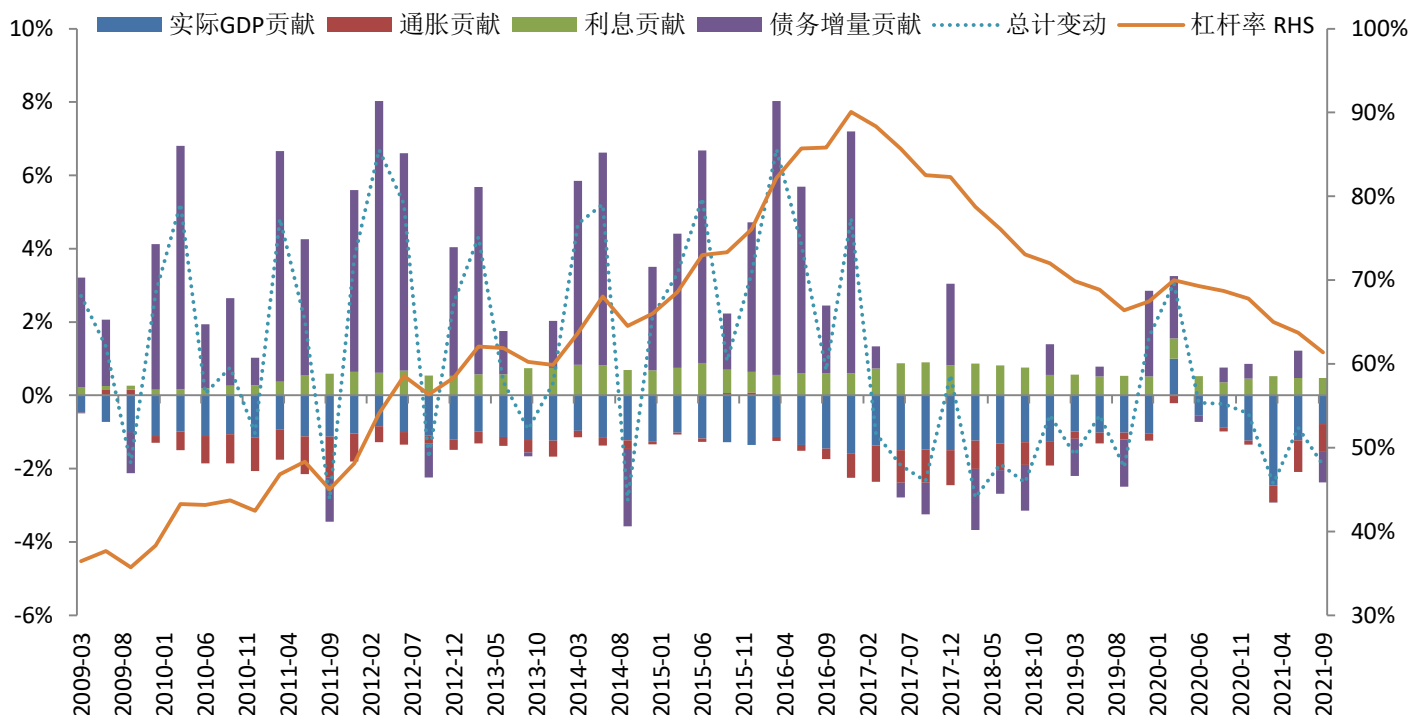


图 59 金融部门杠杆率继续回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 汇率面临压力 外生风险或加剧

处于高位的贸易顺差是支持今年人民币汇率高位震荡的主要因素，中美长端利差下降和美元指数走升则抑制人民币继续大涨，因此年内人民币呈现高位震荡走势。我们认为 2022 年人民币汇率或将走弱，外需、顺差支持的减弱，美联储持续收紧货币政策，国内货币政策易松难紧，均不利于人民币汇率继续升值，美元兑人民币汇率区间位于 6.25 至 6.7 区间。从外生风险上看，疫情影响仍有限，尤其国内暂不存在系统性风险，其影响仍限定于部分行业和地区。时间上在 2 月冬奥会前后需要关注。地缘政治风险不容忽视，尤其美国中期选举、德国政府换届后，中国面临情况将更加复杂。

一、人民币冲高震荡 升值趋势难延续

今年人民币走势较去年下半年大幅升值有明显不同，整体呈现震荡小幅上涨的局面。人民币主要汇率指数表现相对强势，欧元、日元、韩元、澳元、土耳其里拉、泰铢相对人民币下跌较多，并推动人民币汇率指数升值。从美元兑人民币汇率角度看，一、二季度均有大幅波动，出现冲高回落，下半年开始窄幅震荡上行，总体波幅明显减小，年内高点位于 6.35 附近。从年内情况看，人民币汇率上涨有以下几点因素。一是今年外需表现强势，出口增速和贸易顺差持续超预期，大量经常账户流入带来的换汇需求，是支撑汇率走升的主因，也是前期外贸强势的正面结果之一。二是受到美联储货币政策转向影响，虽然短端利差变动不大，但中美长端利差持续下降，抑制人民币汇率上行步伐。三是美元指数年内整体上行，一定程度上制约人民币汇率走升幅度。此外，欧美受疫情反复影响，负面情绪的冲击有利于人民币维持强势。但今年中美经济预期差对汇率影响下降。我们认为，上述影响人民币的主要因素将出现一定改变，尤其是最主要的外需、外贸、净出口、贸易顺差带来的支持，明年将随海外经济冲高回落而走弱，成为人民币转向弱势的主要拖累。此外，美联储明年持续收紧政策方向不变，而国内货币政策易松难紧，政策差异也不利于人民币汇率继续升值。我们预计，2022 年人民币汇率整体可能出现走弱，美元兑人民币汇率区间位于 6.25 至 6.7 左右。

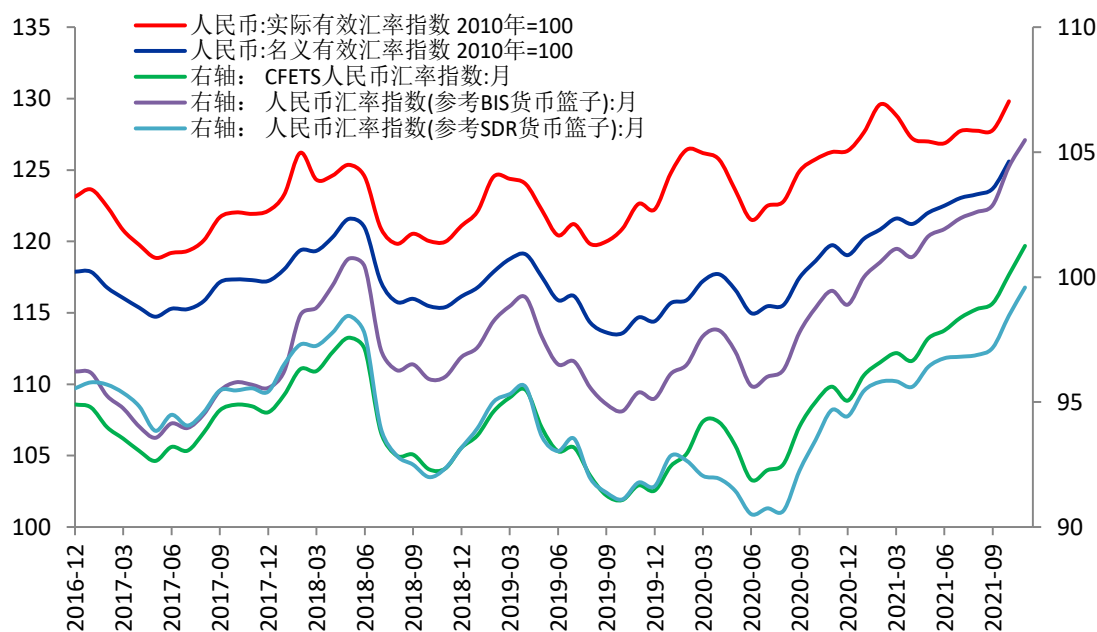
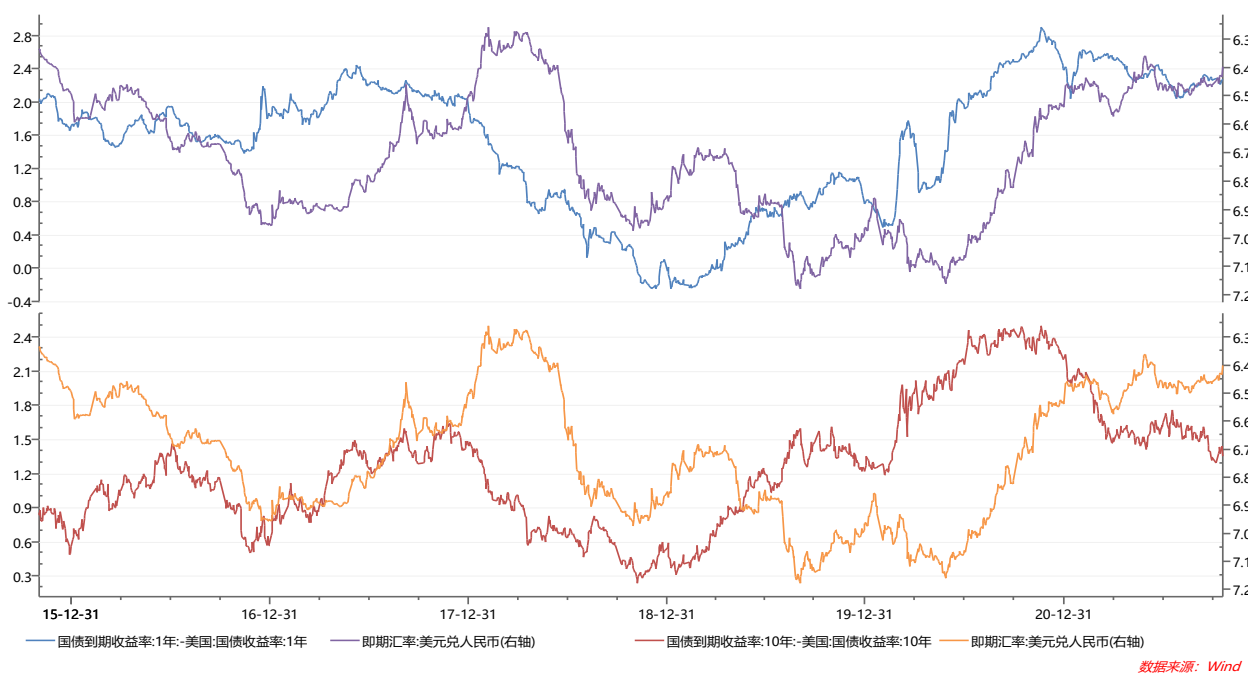
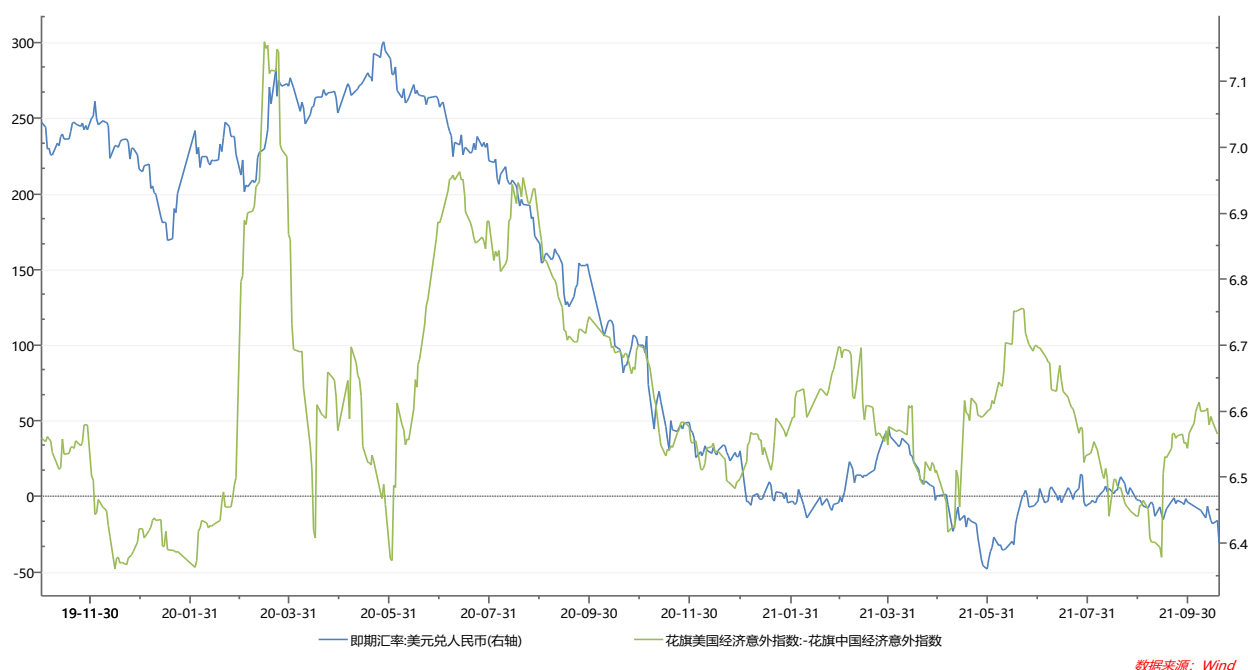


图 60 人民币汇率指数震荡上行
数据来源：Wind、方正中期研究院



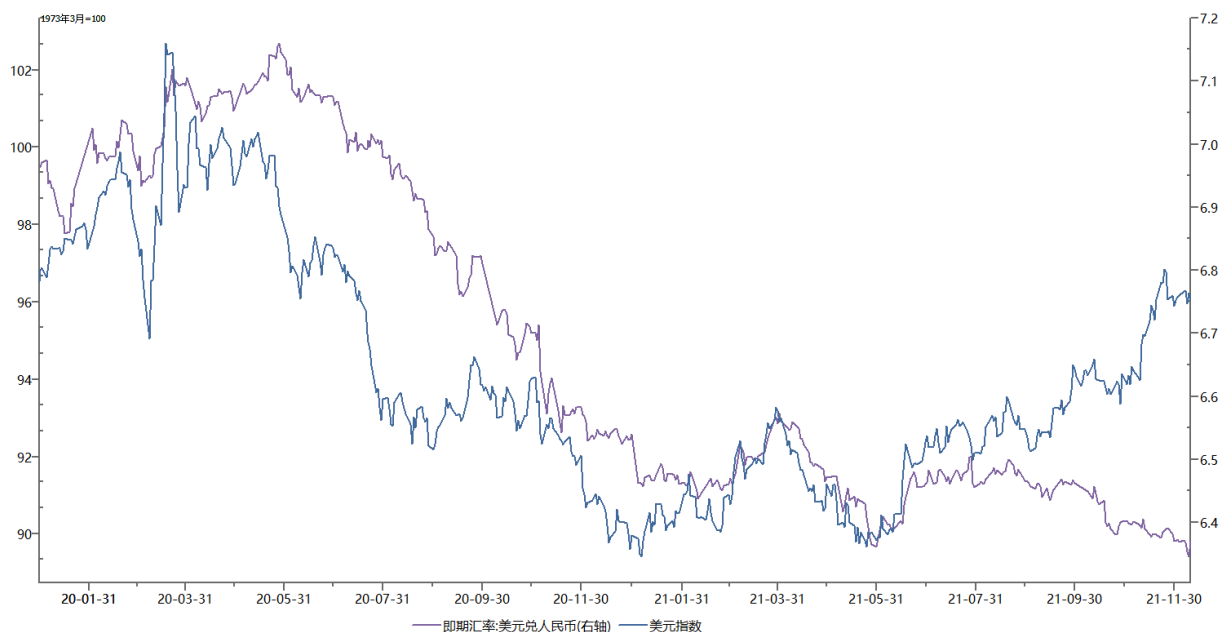


图 63 美元指数反弹，人民币维持强势
数据来源：Wind、方正中期研究院

二、疫情仍处“长尾”阶段 关注政治博弈

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。病毒只会有限传入国内，但 2 月开始的冬奥会前后需要关注。目前政策是对冬奥会入境外国人士采取全闭环管理，如果有来华人士被检测到感染，仍可能带来短期影响。

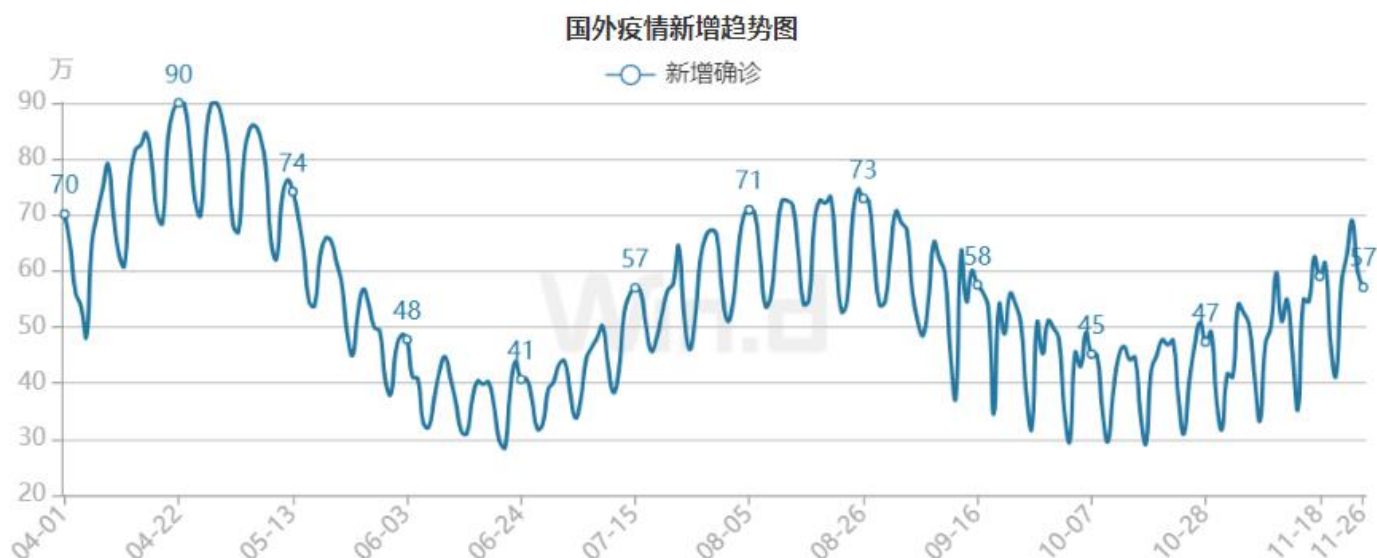


图 64 海外新增新冠疫情病例情况
数据来源：Wind、方正中期研究院

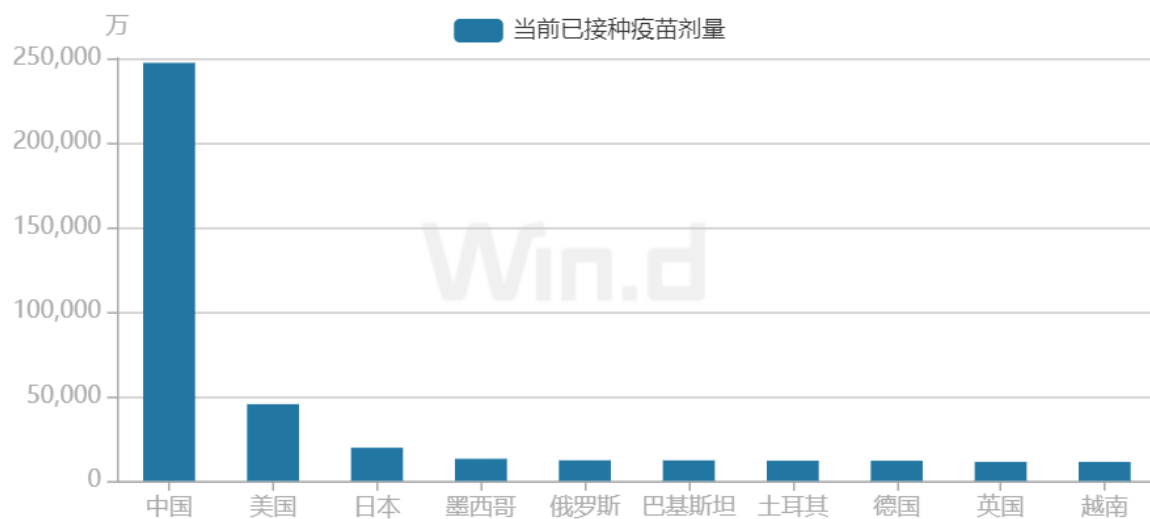


图 65 主要国家疫苗注射情况
数据来源：Wind、方正中期研究院

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 中国面临的地缘政治形势只会更加不利。

第五部分 2021 年主要期货大类走势回顾与 2022 年展望

今年整体来看，伴随经济触顶回落的，是大宗商品价格整体冲高走弱，尤其工业品跟随经济更紧密、更明显。在主动加库存周期下，上半年工业金属整体价格冲高，大部分工业金属一、二季度均显著上涨，尤其有色中的铜、铝和黑色中的螺纹、热卷。另外上半年房地产中上游包括施工和竣工端表现稳定，带动玻璃等建材上涨。5 月是大部分工业品的高点，之后国内经济逐步进入被动加库存阶段，商品上涨逻辑转向，工业金属尤其是有色品种开始转向震荡走势。黑色品种在房地产风险暴露之下，下半年开始出现更明显调整，大部分黑色建材品种大幅下挫。但经济周期转向以及海外经济落后国内仍处于相对强势位置，令能化品种维持上涨。外需带动国内出口和制造业，叠加供给方面因素，煤炭价格三、四季度涨幅剧烈。主要化工品也跟随上游石油、煤炭价格上涨。直到煤炭涨价、电力缺口令决策层开始大力治理，10 月煤炭价格冲高回落。之后海外疫情发酵，国际油价也出现下跌。农产品表现相对平稳，多数品种呈现小幅上涨走势，和经济周期密切相关的品种更强。生猪是唯一大幅下挫的品种，因自身供需周期影响。从宏观角度看，我们认为美联储等央行疫情期间的天量货币政策后，大宗商品价格已经完全脱离多年低位，在明年不会爆发全球性金融危机的情况下，主要商品价格不会暴跌至前期低位。从 2022 年年内情况看，预计经济将呈现前低后高走势，商品价格整体或也有类似表现。但能化价格一季度仍有冲高可能，二季度开始回落，并抑制国内外通胀回升幅度，其他下游化工品情况类似。国内经济走向主动去库存，对金属有利空影响，预计上半年工业金属震荡偏弱，下半年跟随经济企稳回升概率上升。房地产风险不会完全结束，对黑色品种的压力仍在。农产品方面主要是猪价可能在二季度完成探底，下半年出现回升，并成为国内 CPI 的主要带动力。

| 所属板块 | 名称 | 全年涨幅 | 四季度涨幅 | 三季度涨幅 | 二季度涨幅 | 一季度涨幅 |
|------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 农产品 | 生猪指数 | -40.31% | 9.04% | -26.27% | -28.26% | 5.51% |
| | 豆粕指数 | -10.90% | -8.59% | -1.84% | 3.47% | -4.11% |
| | 玉米指数 | -1.42% | 5.30% | -3.20% | 0.16% | -4.77% |
| | 淀粉指数 | 2.98% | 3.26% | 0.28% | -4.46% | 2.24% |
| | 菜粕指数 | -6.36% | -3.00% | -3.45% | 2.33% | -2.60% |
| | 连豆指数 | 5.27% | 2.79% | 6.24% | -2.31% | -0.97% |
| | 豆油指数 | 8.37% | -6.29% | 12.82% | 2.45% | 1.89% |
| | 菜油指数 | 24.99% | 6.18% | 15.73% | -0.19% | 2.55% |
| | 棕榈指数 | 23.09% | -1.69% | 24.38% | 1.85% | 0.35% |
| | 强麦指数 | 11.72% | 4.18% | 1.60% | 0.36% | 4.92% |
| | 郑棉指数 | 32.60% | -1.71% | 23.71% | 8.76% | -1.62% |
| | 棉纱指数 | 25.82% | -0.83% | 15.13% | 7.09% | 2.41% |
| | 沪胶指数 | 5.76% | 5.06% | 9.48% | -6.71% | -0.23% |
| | 鸡蛋指数 | 3.41% | 2.40% | -10.50% | 5.49% | 7.26% |
| | 郑糖指数 | 11.71% | 2.30% | 2.56% | 7.22% | 0.93% |
| | 苹果指数 | 22.42% | 27.38% | 6.02% | 10.17% | -15.85% |
| | 红枣 | 64.30% | 3.05% | 85.16% | -12.03% | -2.14% |
| 金属 | 沪金指数 | -7.33% | 2.11% | -1.11% | 2.60% | -9.81% |
| | 沪银指数 | -16.53% | 3.23% | -13.95% | 6.12% | -10.01% |
| | 沪铜指数 | 18.70% | 2.26% | -0.82% | 4.28% | 13.65% |
| | 沪铝指数 | 22.22% | -15.98% | 19.94% | 9.68% | 11.30% |
| | 沪锌指数 | 10.95% | 2.30% | 1.83% | 2.01% | 4.24% |
| | 沪铅指数 | 4.09% | 6.79% | -10.63% | 4.35% | 5.09% |
| | 沪镍指数 | 19.15% | 7.50% | -0.38% | 14.27% | -2.38% |
| | 沪锡指数 | 86.68% | 4.60% | 25.89% | 22.87% | 14.98% |
| 黑色建材 | 铁矿指数 | -39.21% | -14.35% | -34.06% | 9.20% | -0.63% |
| | 螺纹指数 | -1.16% | -25.72% | 10.44% | 5.08% | 11.84% |
| | 热卷指数 | 0.38% | -21.90% | 4.92% | 2.10% | 16.54% |
| | 焦煤指数 | 22.52% | -37.92% | 70.48% | 15.82% | 2.87% |
| | 焦炭指数 | -2.38% | -22.14% | 35.65% | 11.49% | -17.90% |
| | 锰硅指数 | 21.69% | -34.15% | 66.03% | 11.88% | 0.51% |
| | 硅铁指数 | 30.39% | -49.04% | 102.27% | 24.04% | 1.82% |
| | 玻璃指数 | 3.66% | -17.50% | -20.37% | 34.09% | 12.09% |
| 能源化工 | 原油指数 | 41.92% | -7.20% | 5.15% | 14.02% | 29.70% |
| | 燃油指数 | 20.32% | -14.44% | 11.93% | 10.27% | 16.76% |
| | 沥青指数 | 11.82% | -14.31% | -4.97% | 23.22% | 12.94% |
| | 塑料指数 | 7.50% | -14.98% | 20.94% | -3.53% | 9.60% |
| | PP指数 | -0.92% | -20.84% | 18.58% | -1.84% | 7.20% |
| | PVC指数 | 15.96% | -29.72% | 39.60% | 1.83% | 18.99% |
| | TA指数 | 17.22% | -12.21% | -0.10% | 14.45% | 16.18% |
| | 苯乙烯指数 | 20.63% | -18.45% | 2.97% | 6.69% | 31.41% |
| | 短纤指数 | 3.13% | -11.90% | 3.01% | 3.44% | 8.72% |
| | LPG指数 | 12.13% | -31.51% | 30.86% | 23.37% | 2.00% |
| | 动煤指数 | 11.84% | -43.53% | 74.89% | 9.06% | 4.93% |
| | 甲醇指数 | 6.88% | -30.54% | 44.89% | 9.02% | -1.76% |
| | 乙二醇指数 | 11.56% | -24.55% | 30.64% | 0.91% | 11.16% |
| | 尿素指数 | 24.42% | -21.41% | 26.20% | 21.30% | 4.82% |
| | 纸浆指数 | 2.05% | -4.72% | -6.45% | -5.82% | 13.98% |
| 金融期货 | IF指数 | -7.13% | -0.24% | -6.60% | 4.05% | -4.69% |
| | IH指数 | -12.23% | -0.55% | -8.09% | -0.50% | -4.23% |
| | IC指数 | 13.59% | 2.25% | 4.39% | 9.09% | -2.28% |
| | T指数 | 2.00% | 0.35% | 1.43% | 1.00% | -0.48% |
| | TF指数 | 1.20% | 0.14% | 0.96% | 0.54% | -0.21% |
| | TS指数 | 0.35% | 0.02% | 0.37% | 0.23% | -0.21% |

表 3 2021 年国内期货品种表现（四季度数据截至 11 月 30 日）

数据来源：Wind、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口东南角环球中心 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。