

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：宏观策略组 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5月18日星期三

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

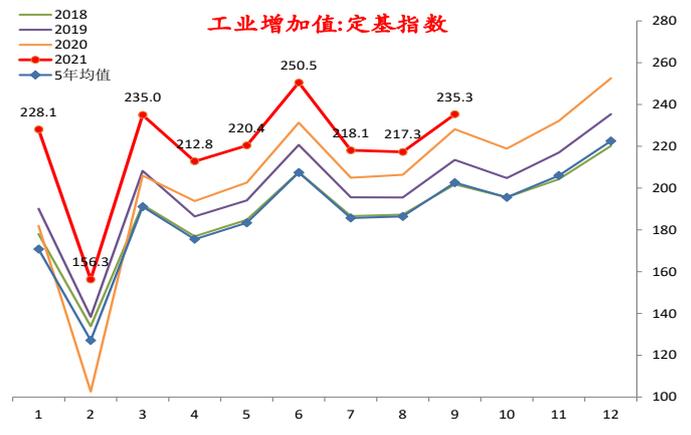


图 2 实际产出符合季节性
数据来源：Wind、方正中期研究院

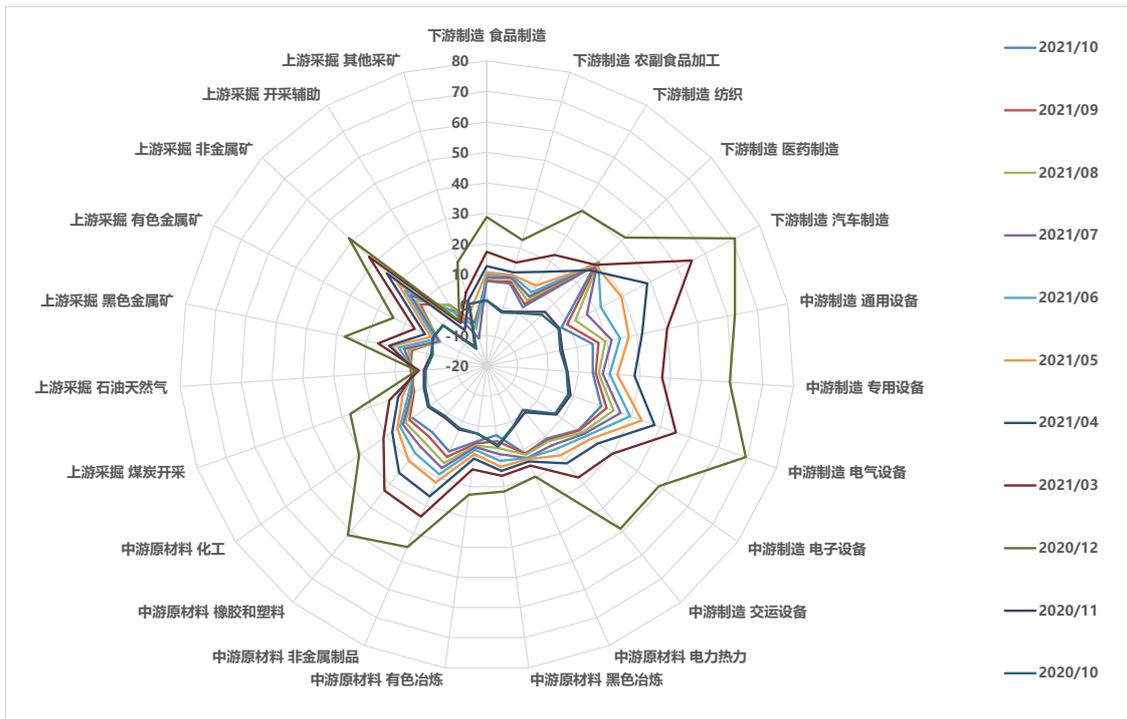


图 3 中游制造业强于原材料强于上游采掘
数据来源：Wind、方正中期研究院

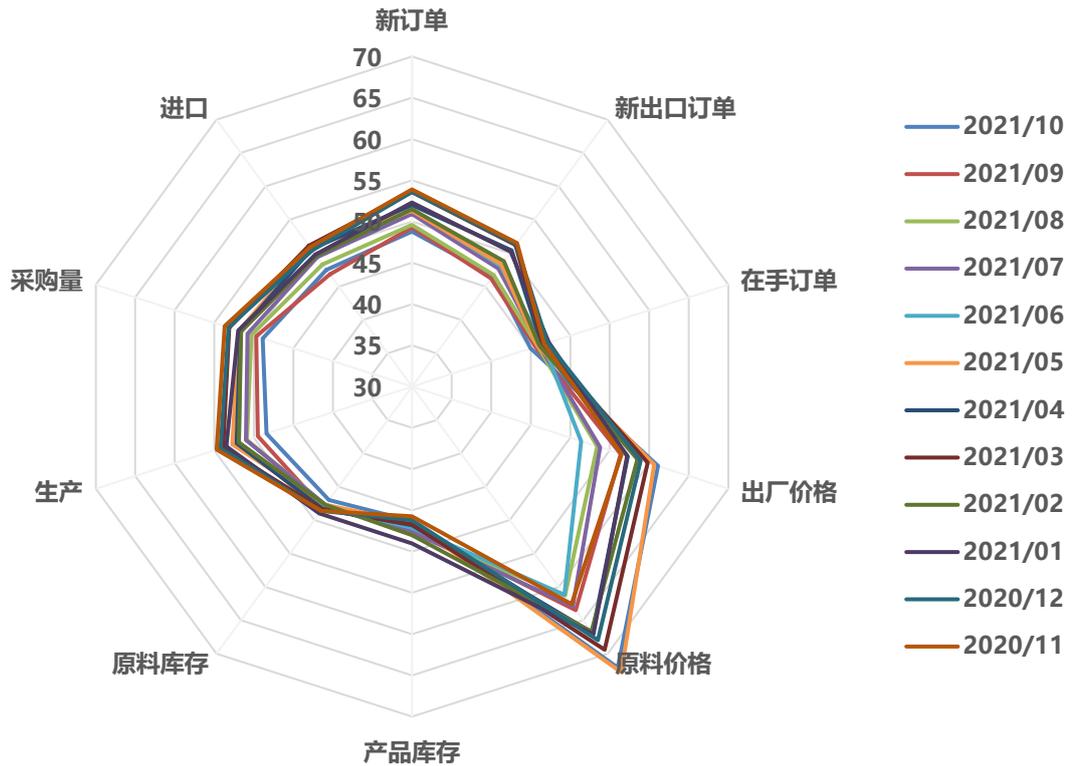


图 4 PMI 价格分项扩张明显
数据来源：Wind、方正中期研究院

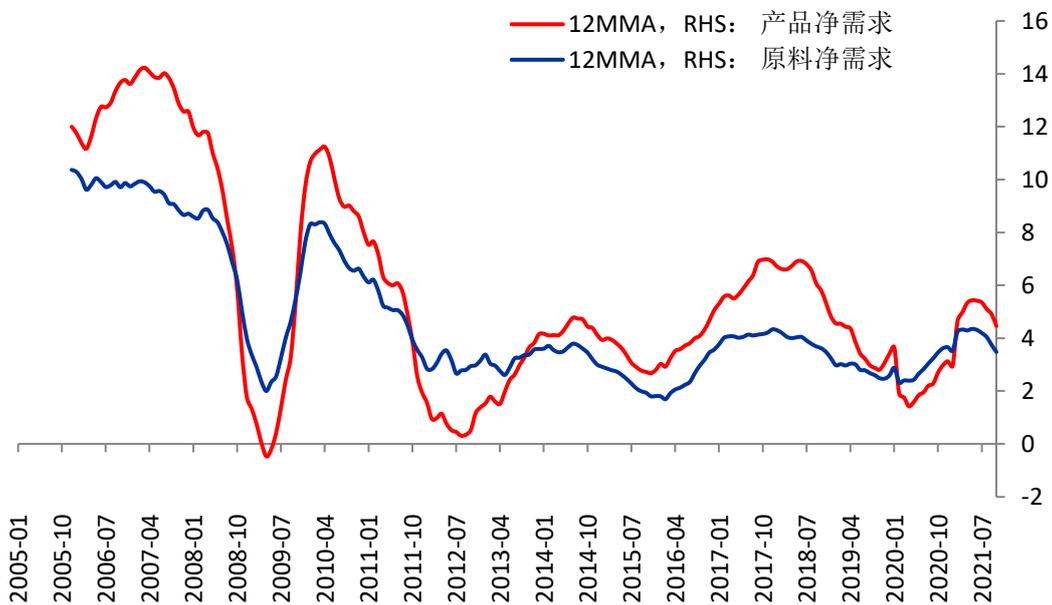


图 5 中长期需求阶段回落仍有上行空间
数据来源：Wind、方正中期研究院

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。

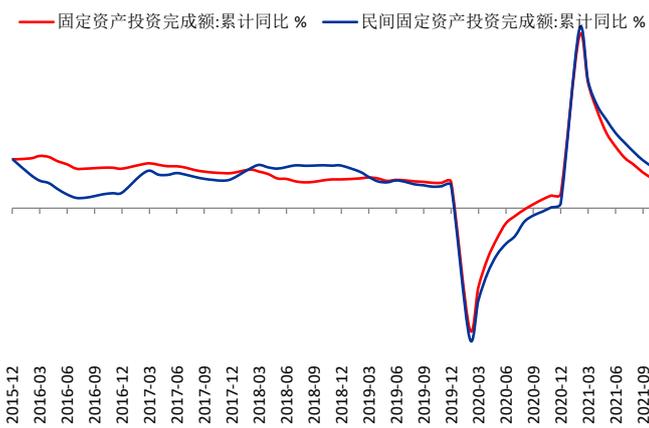


图 6 固定资产投资同比冲高回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

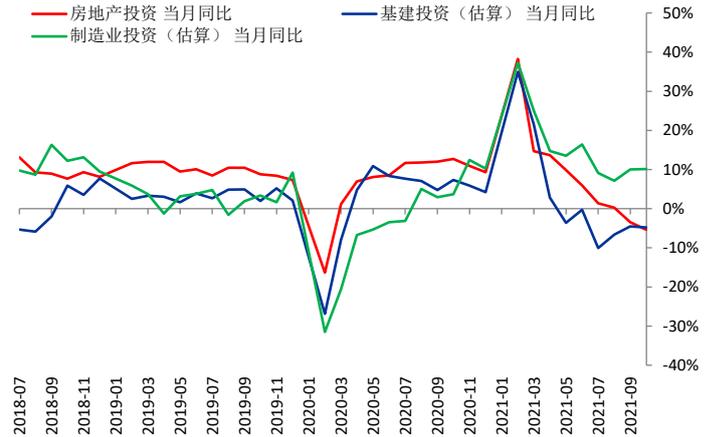


图 7 制造业稳定，基建触底回升，房地产走弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

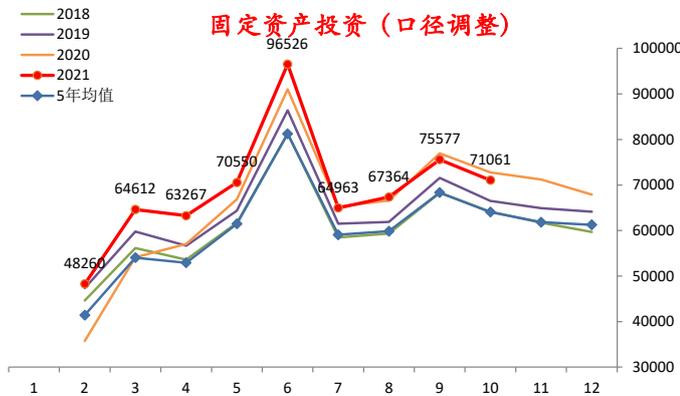


图 8 固定资产投资总体稳定
数据来源：Wind、方正中期研究院

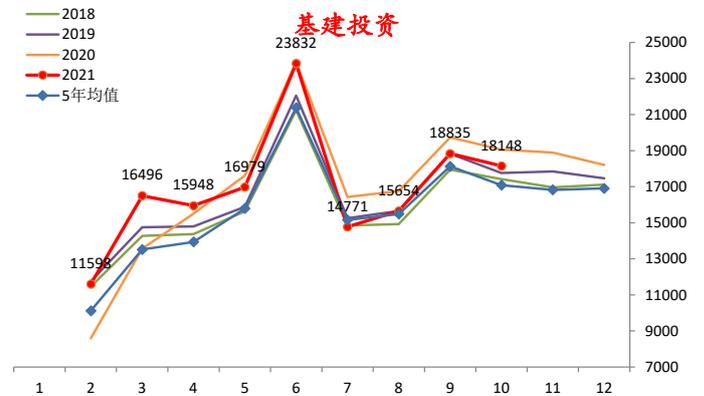


图 9 基建投资二三季度偏弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

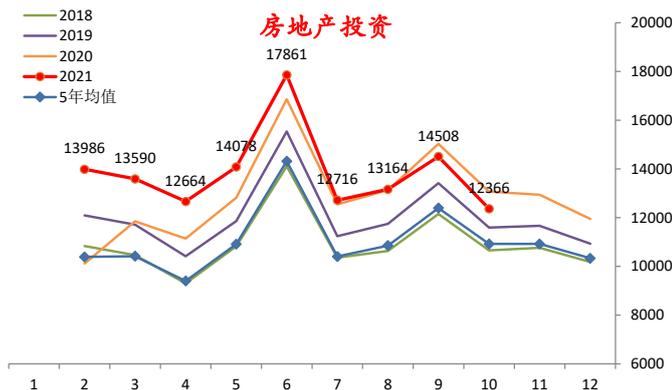


图 10 房地产投资三季度开始走弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

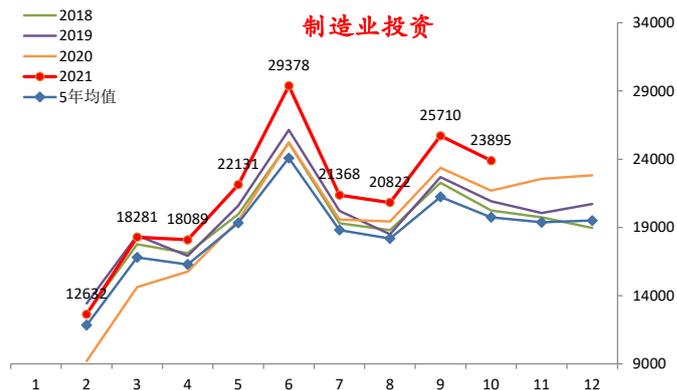


图 11 制造业投资韧性较强
数据来源：Wind、方正中期研究院

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。

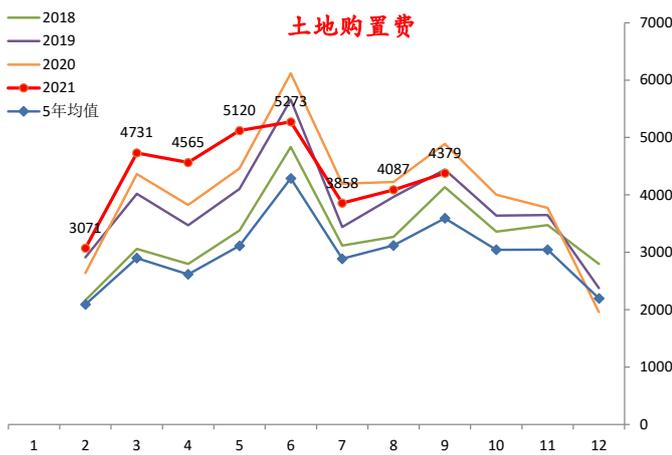


图 12 土地购置费5月开始走弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

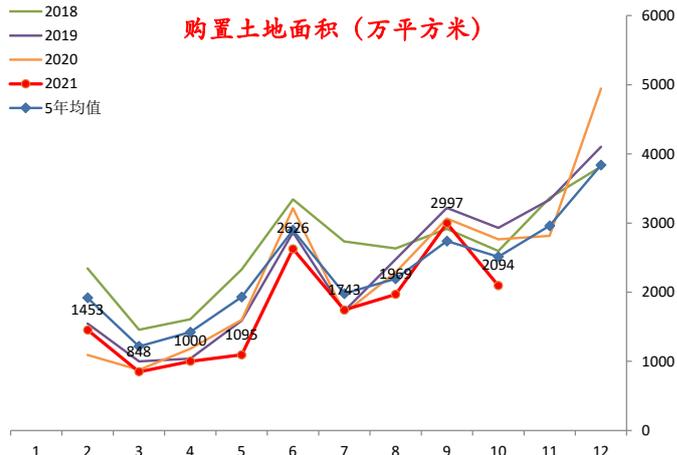


图 13 土地购置面积偏低
数据来源：Wind、方正中期研究院

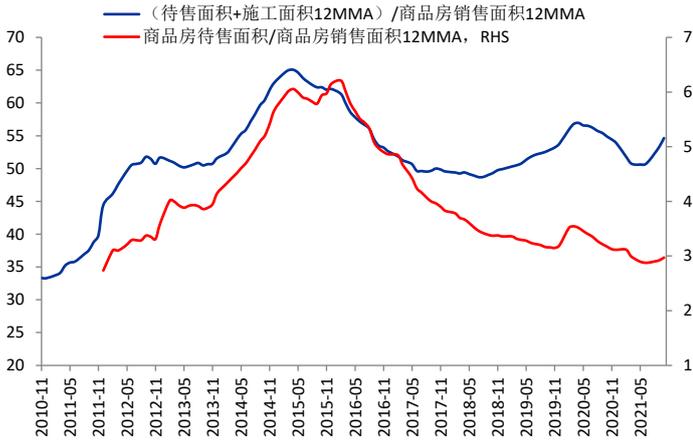


图 14 库销比反应出被动加库存
数据来源：Wind、方正中期研究院

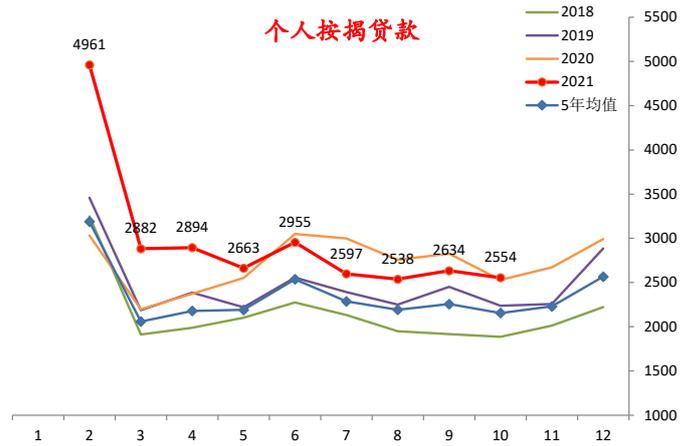


图 15 房贷资金来源下半年回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

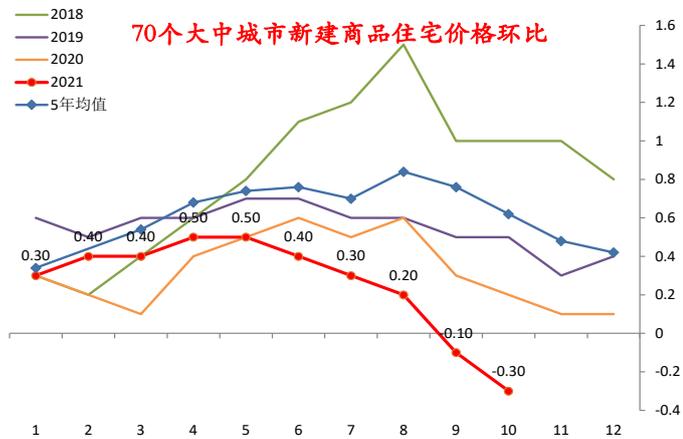


图 16 70城房价9月开始回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

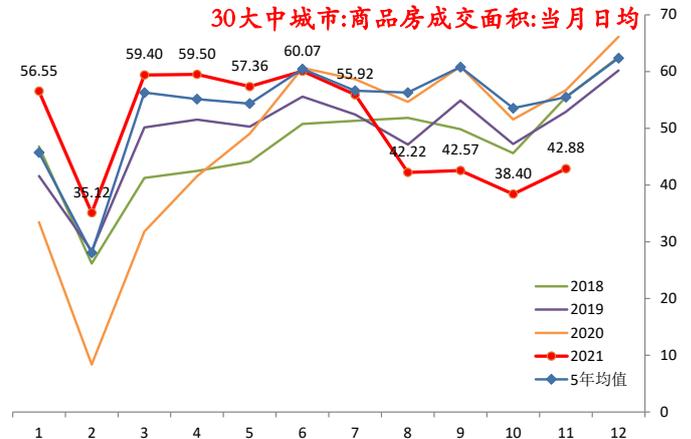


图 17 房屋销售前景仍不乐观
数据来源：Wind、方正中期研究院

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。

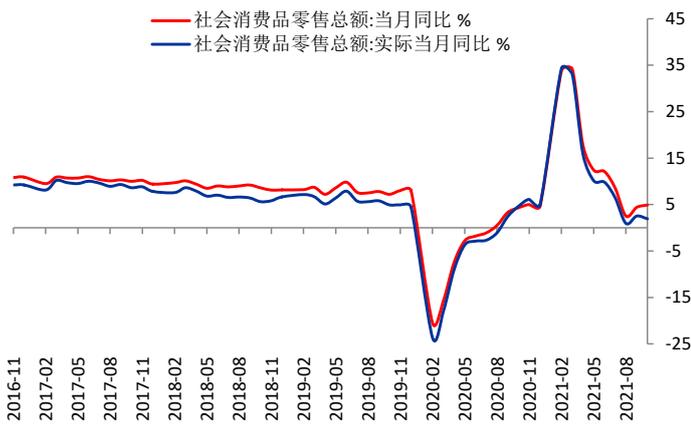


图 18 社消增速四季度趋稳
数据来源：Wind、方正中期研究院

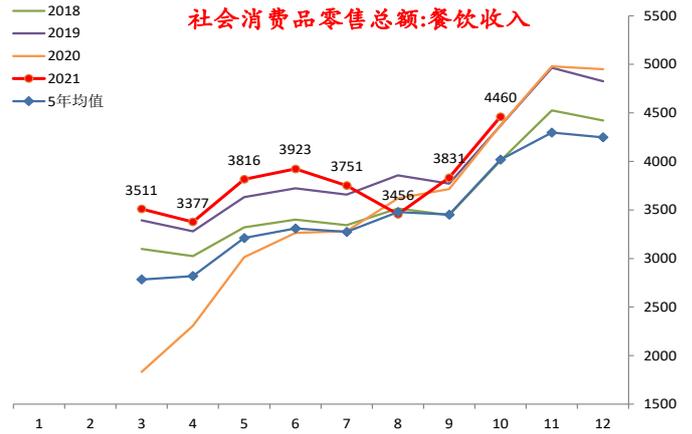


图 19 餐饮等服务消费恢复至疫情前水平
数据来源：Wind、方正中期研究院

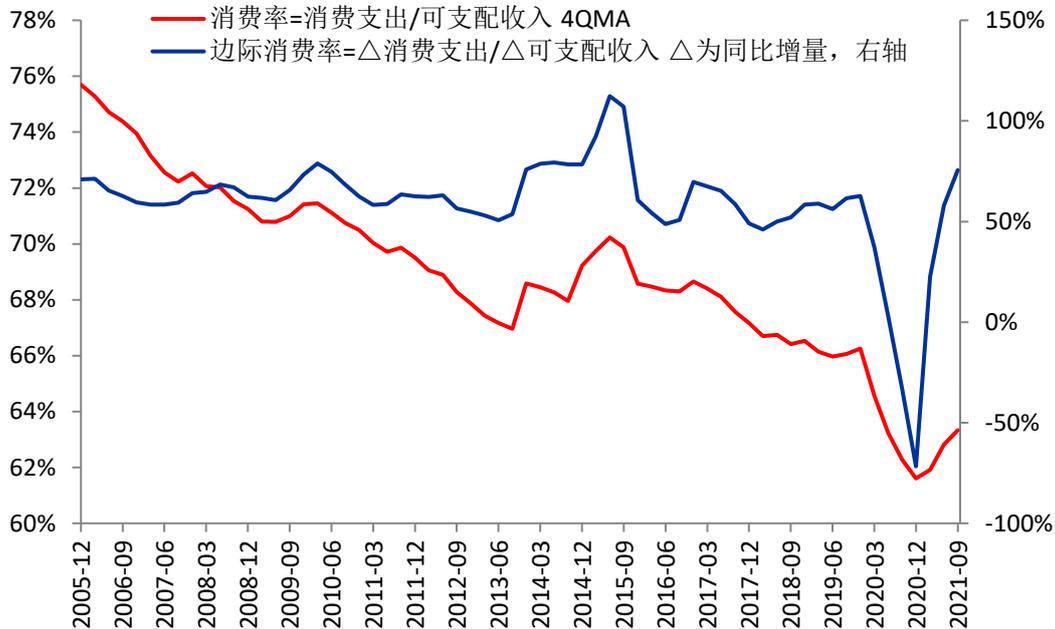


图 20 居民消费倾向未完全恢复
数据来源：Wind、方正中期研究院

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。

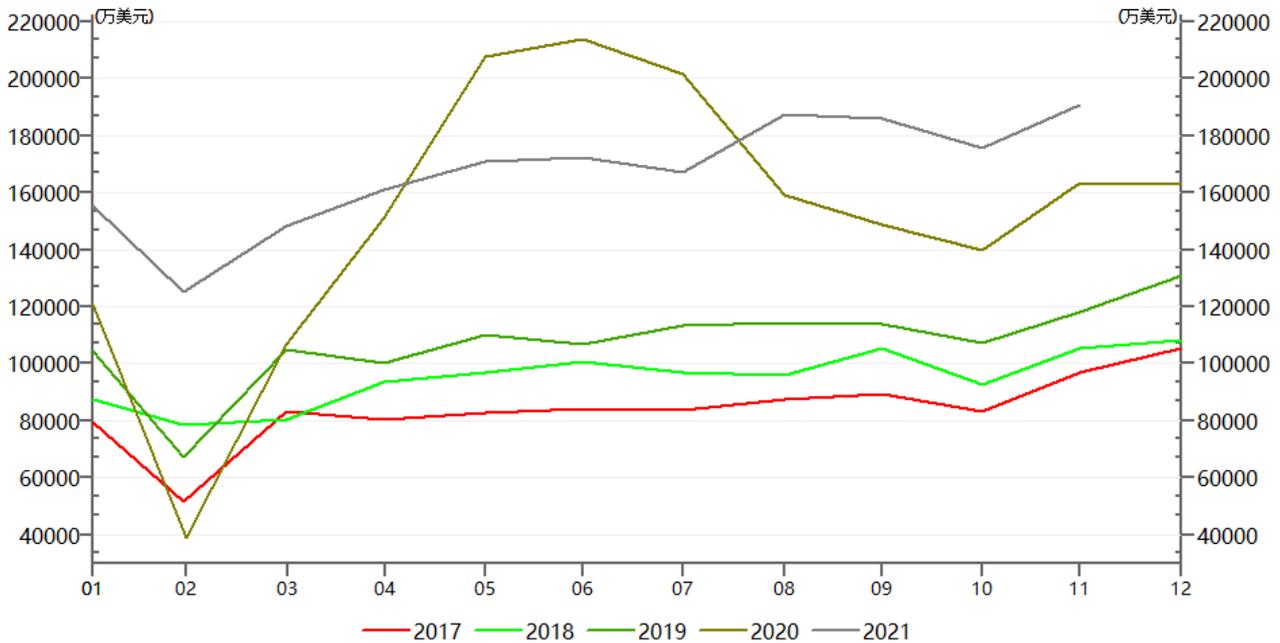


图 21 医疗物资出口仅次于疫情最严重时期
数据来源：Wind、方正中期研究院

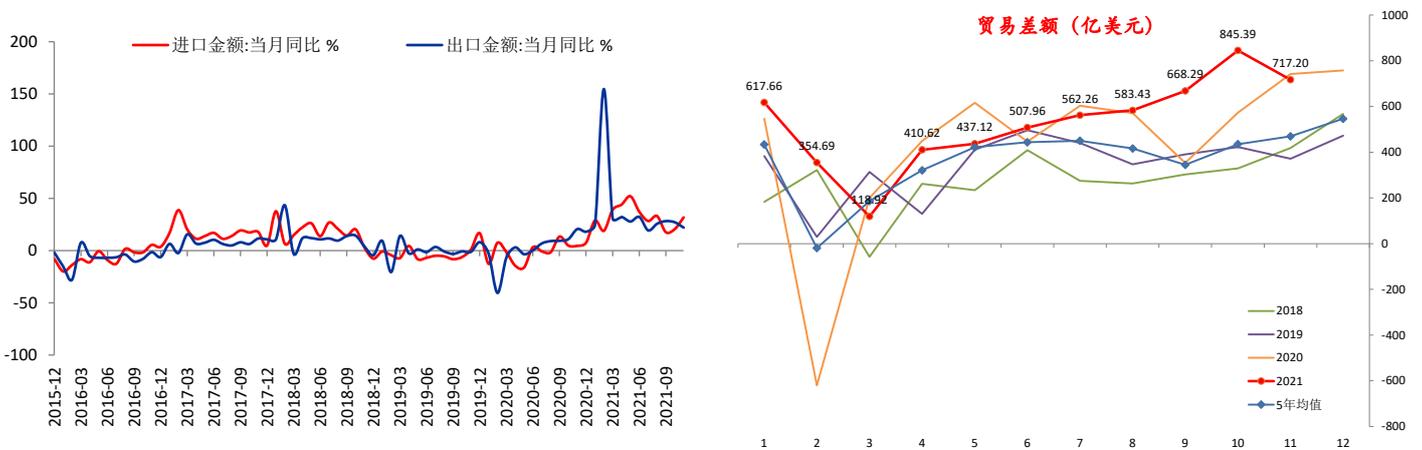
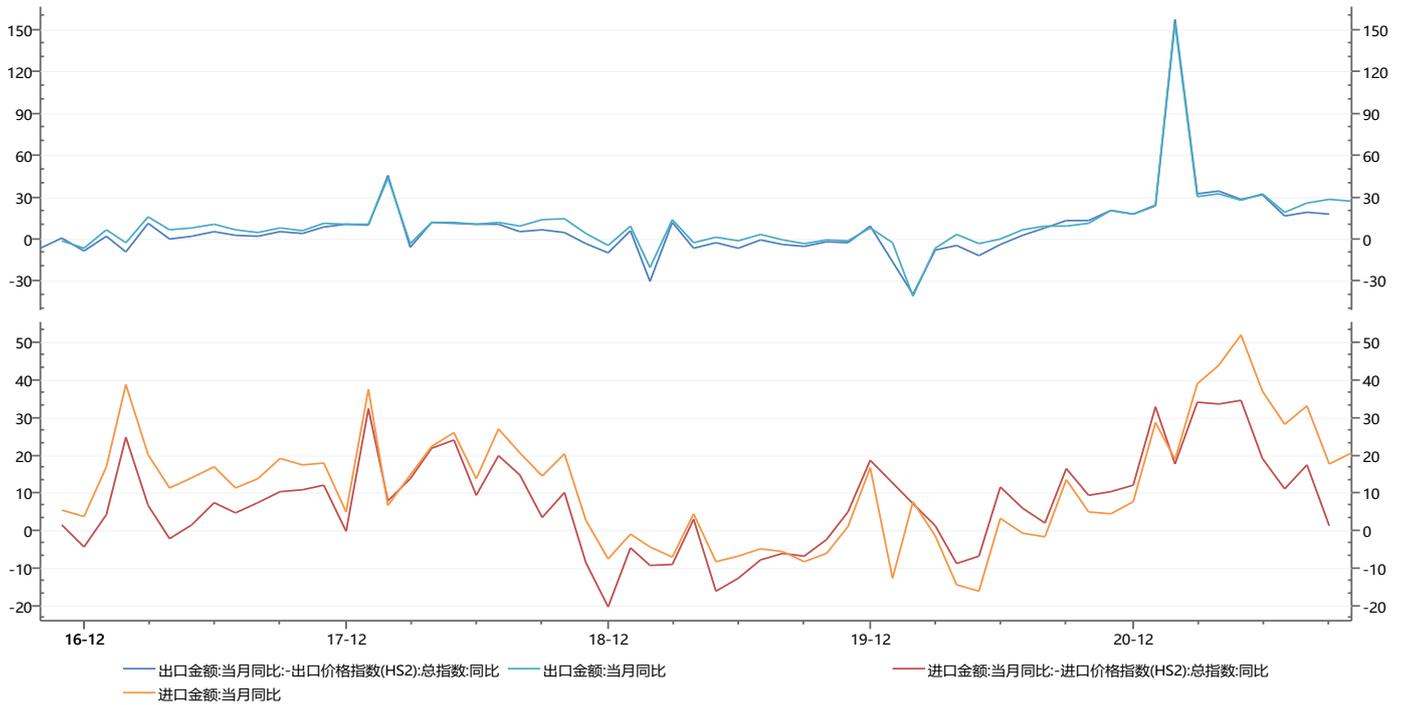


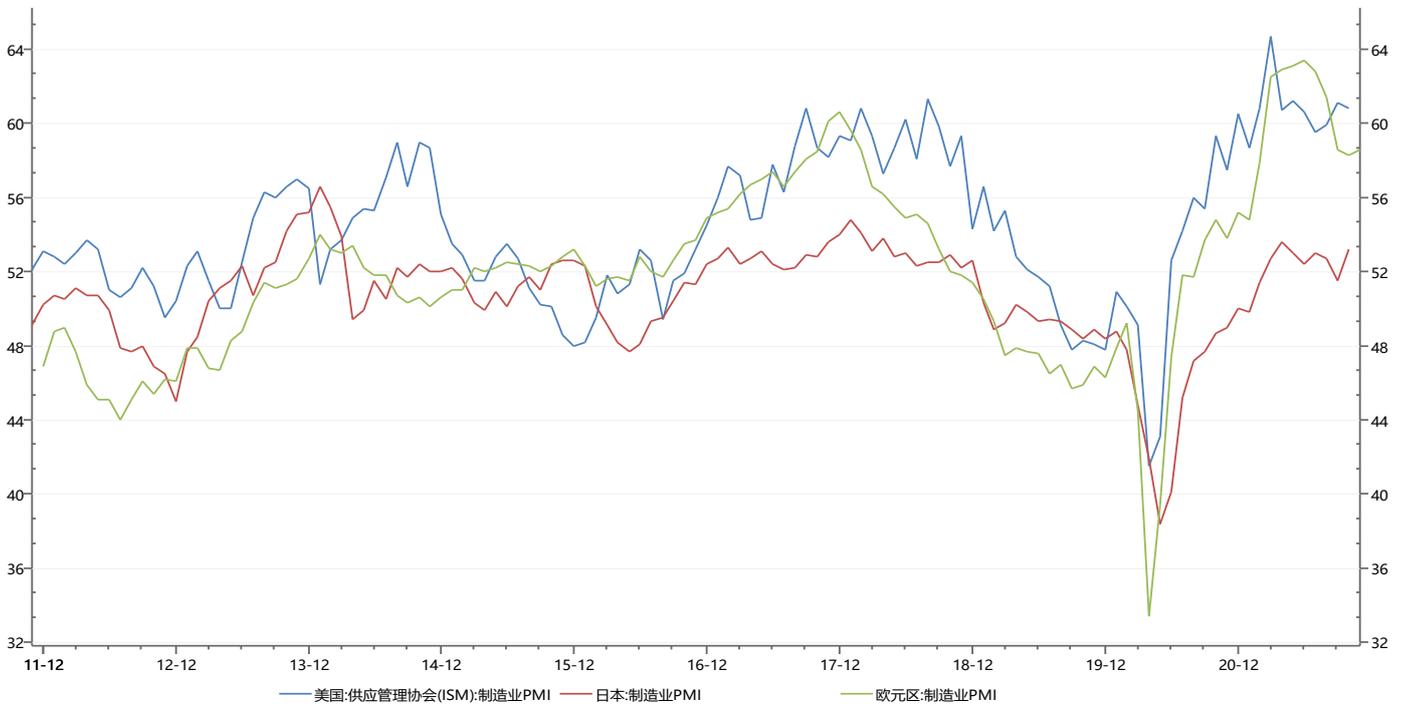
图 22 出口增速上半年冲高下半年回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

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。

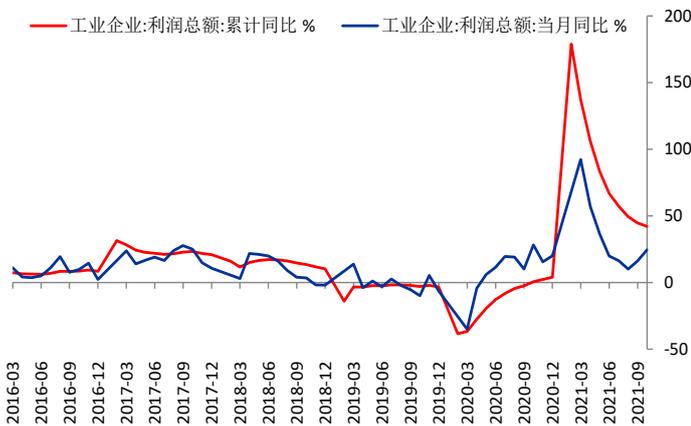


图 26 基数作用导致行业利润跳升
数据来源：Wind、方正中期研究院

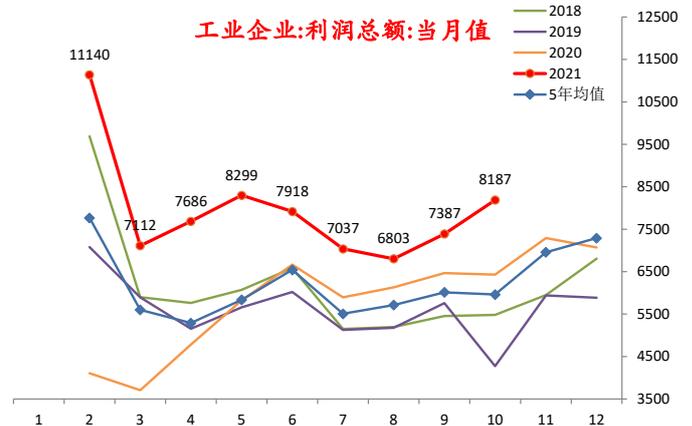


图 27 工业企业利润 6 月开始回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

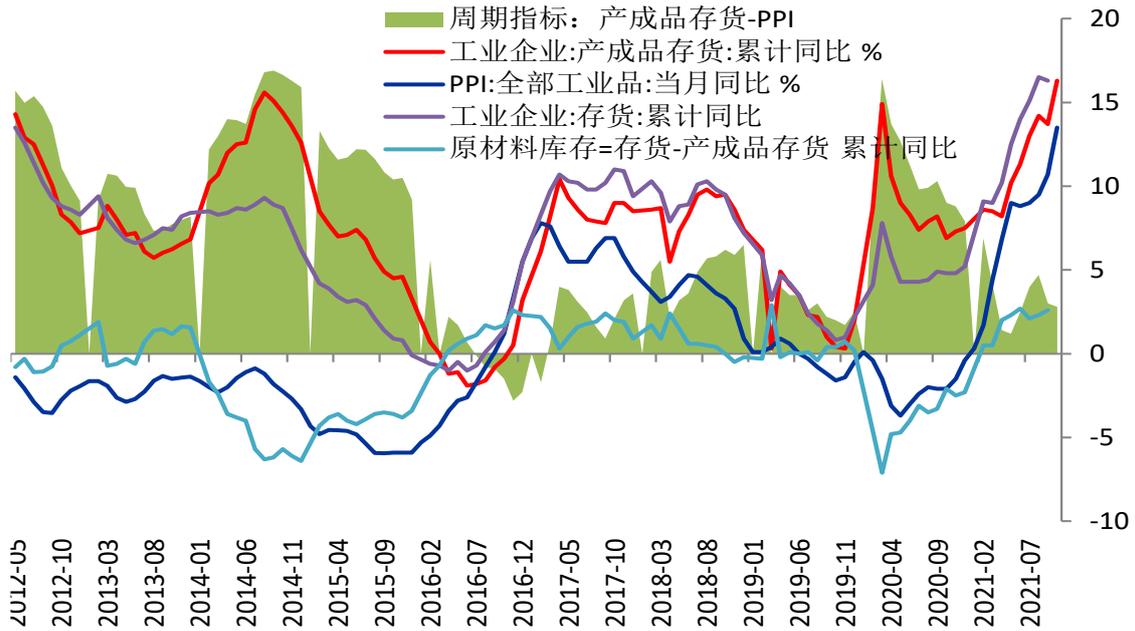


图 28 企业库存周期即将从被动加转向主动去
数据来源: Wind、方正中期研究院

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。

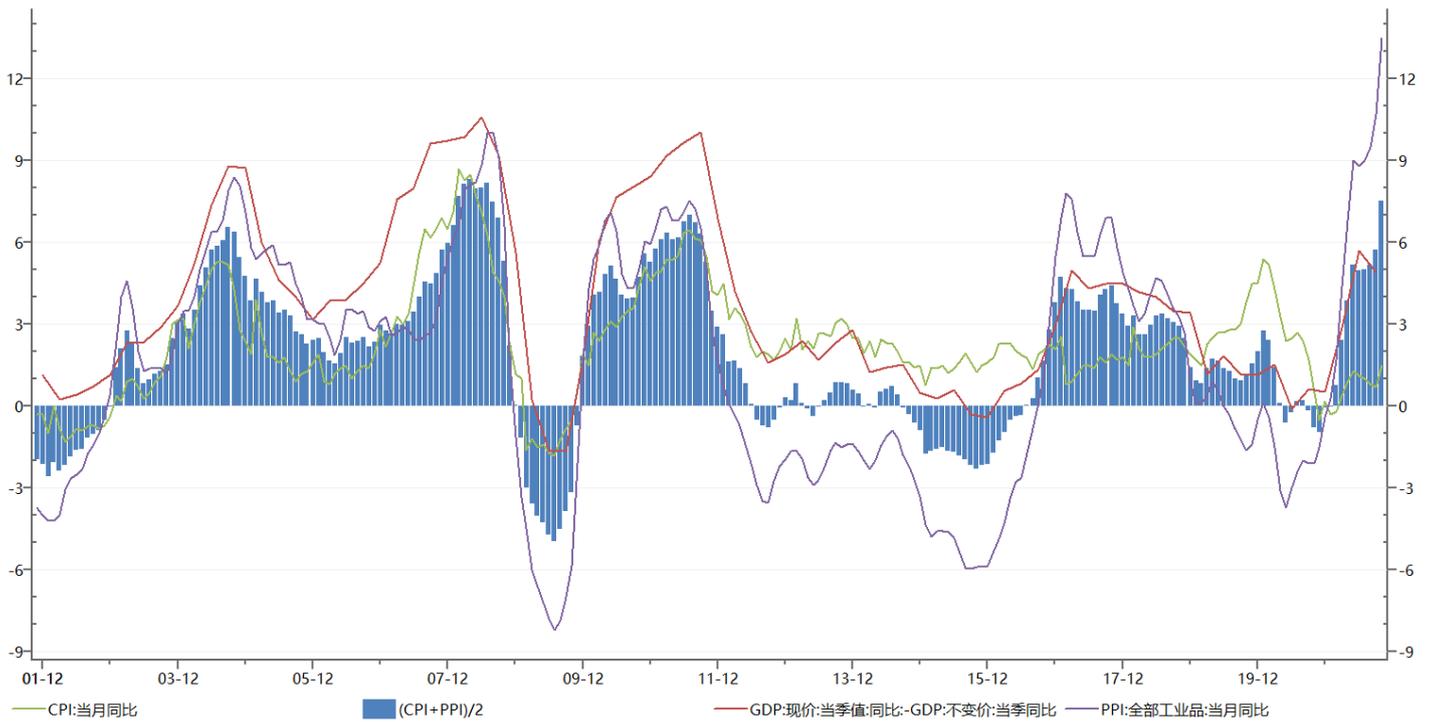


图 29 CPI、PPI 与 GDP 平减指数全面上升

数据来源：Wind、方正中期研究院

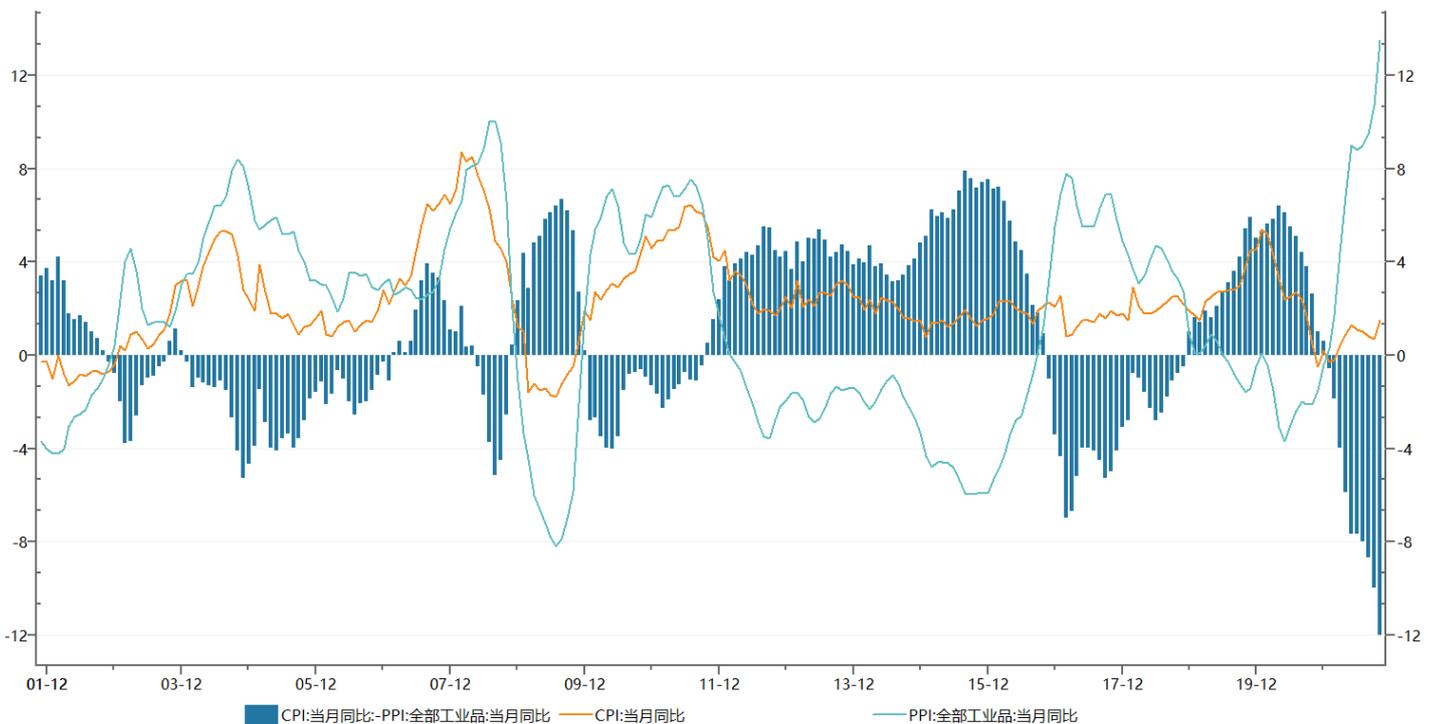


图 30 CPI、PPI 剪刀差快速回落

数据来源：Wind、方正中期研究院

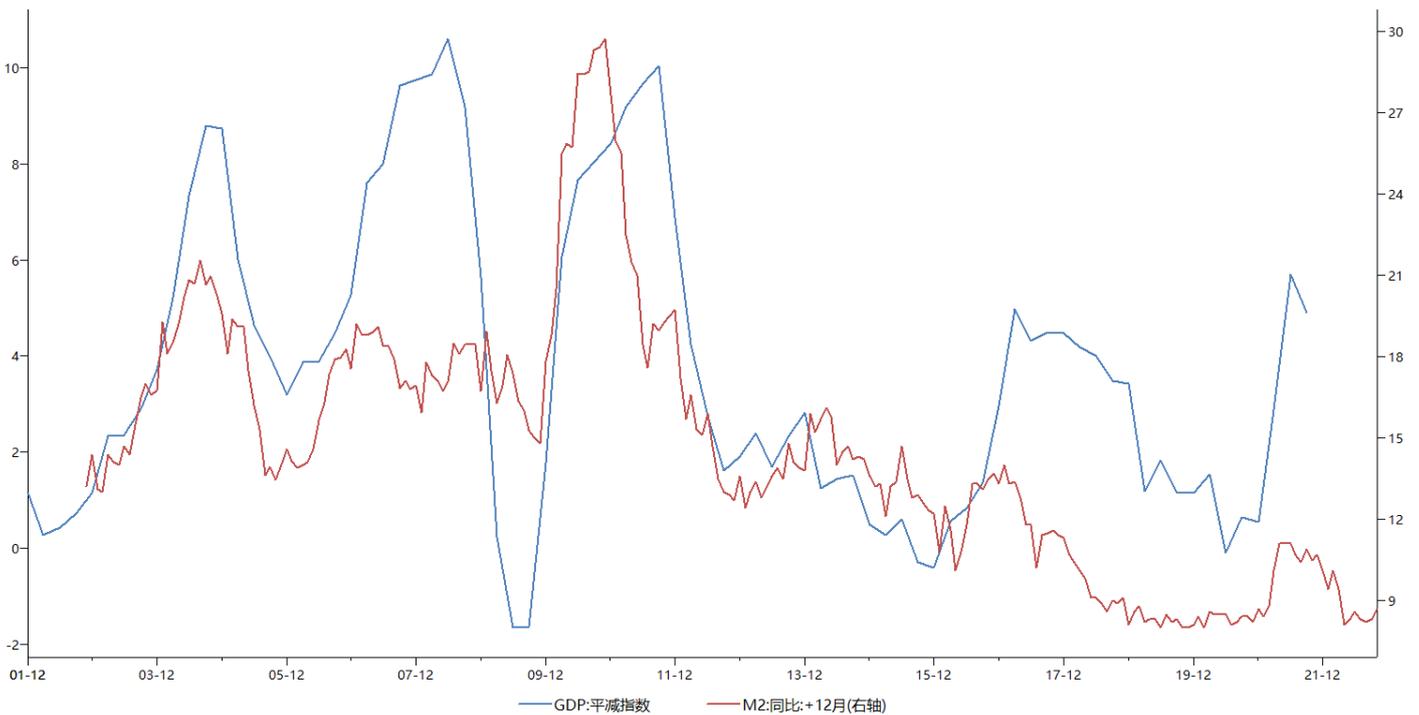


图 31 货币政策对通胀的冲击已经结束
数据来源：Wind、方正中期研究院

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。

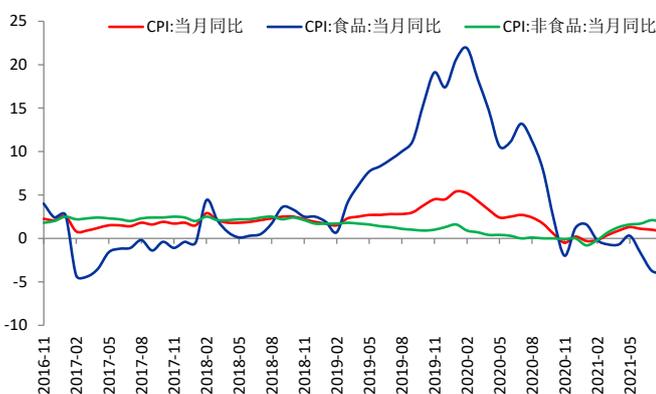


图 32 CPI 食品和非食品两极分化

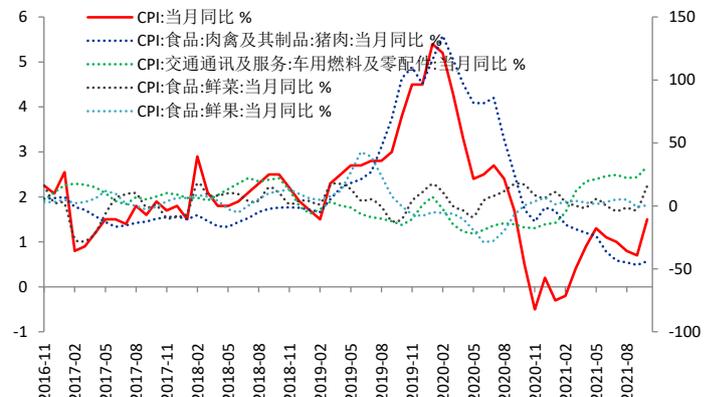


图 33 猪肉价格回落严重拖累 CPI

数据来源：Wind、方正中期研究院

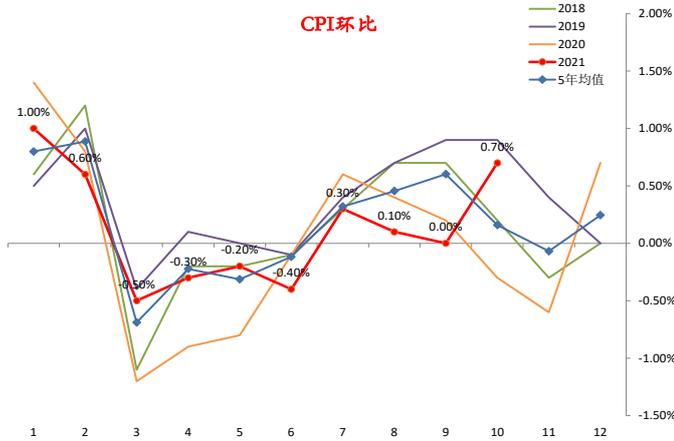


图 34 CPI 基数 Q2、Q4 明显偏低
数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

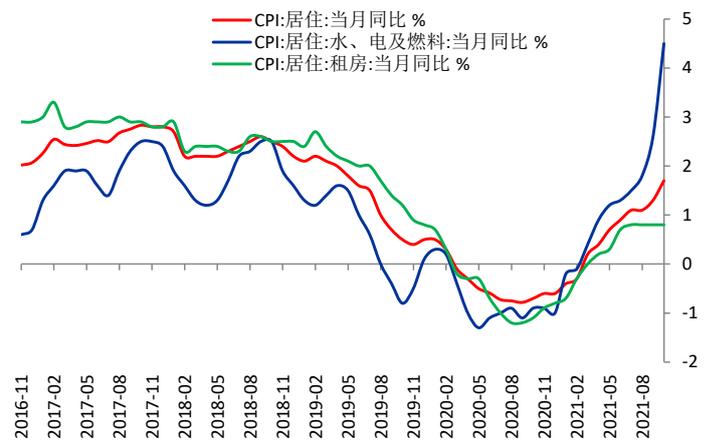


图 35 燃料、房租拉动明显
数据来源：Wind、方正中期研究院

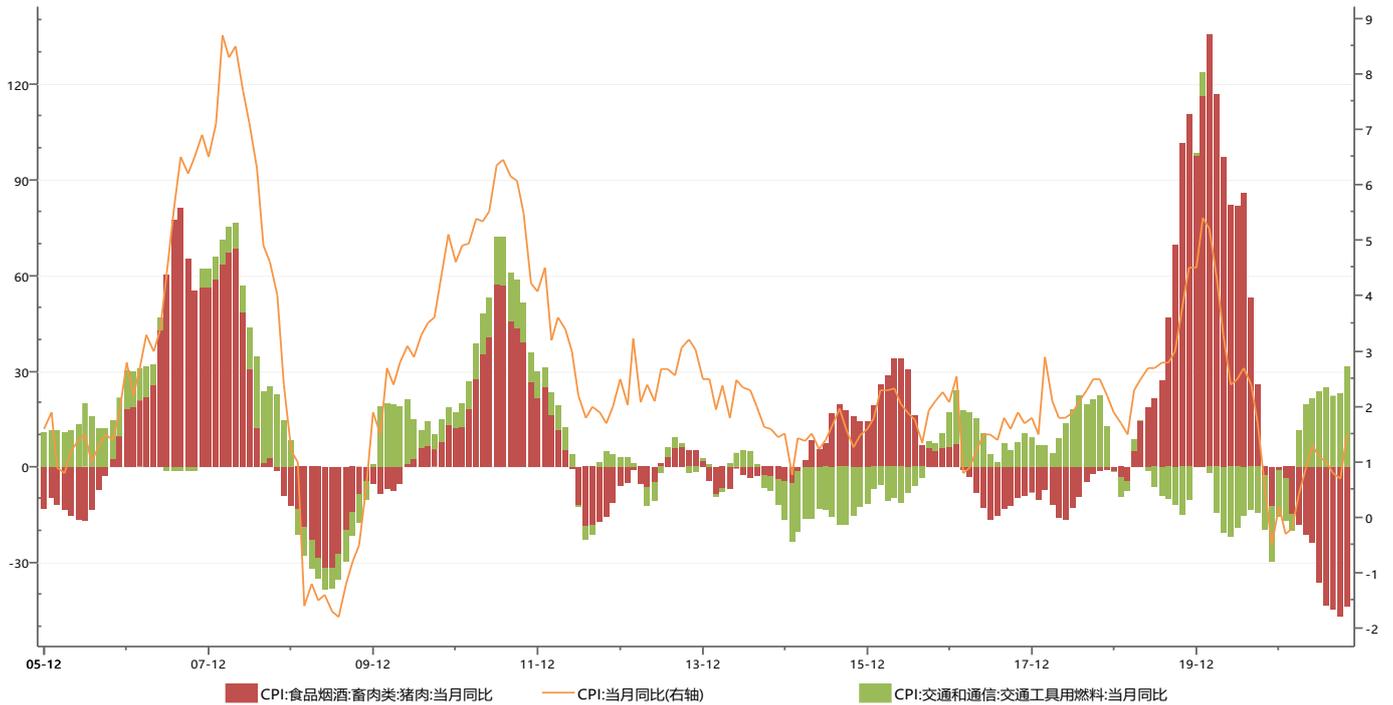
我们认为，2022 年 CPI 整体逻辑较 2021 年将发生明显转变。一是持续下跌的猪肉价格将触底反弹，预计底部在明年二季度，下半年开始对 CPI 产生更明显拉动。二是国际油价继续上升对国内的影响放大，尤其上半年时间。三是今年上半年对 CPI 有更多影响的核心 CPI 上升动能减弱。四是预计 PPI 增速将会回落，上游涨价对核心消费拉动减弱。猪价和油价共振影响 CPI 的风险上升，但节奏上并不同步，因此整体 CPI 上升幅度或仍有限。乐观情况下，我们预计明年上半年油价中枢位于 75 美元附近，油价对单月 CPI 环比产生的直接拉动几乎可以忽略。从猪周期来看，生猪和母猪存栏已经见顶，明年二季度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。

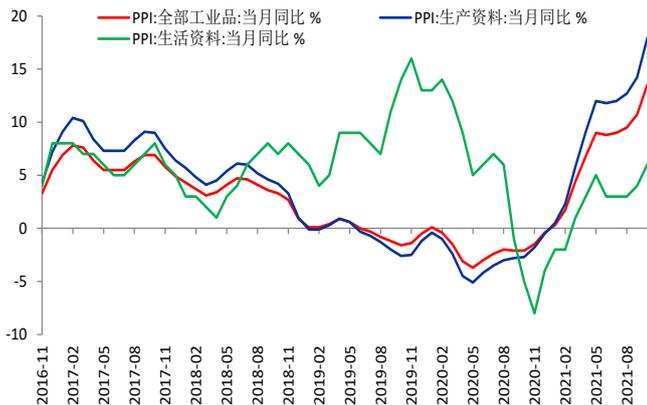


图 39 年内 PPI 两阶段大涨
数据来源: Wind、方正中期研究院

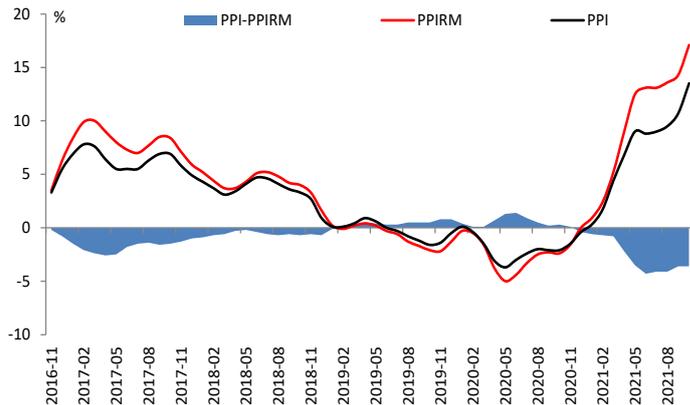


图 40 PPI 与 PPIRM 剪刀差扩大
数据来源: Wind、方正中期研究院

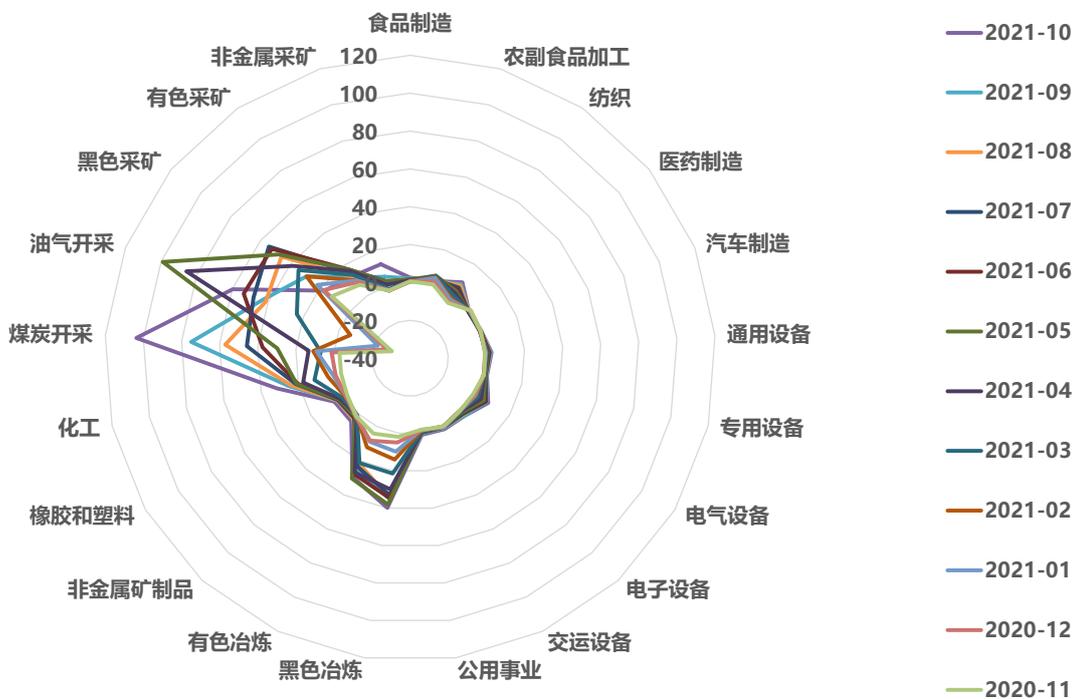


图 41 中上游行业 PPI 涨幅较大
数据来源: Wind、方正中期研究院

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。

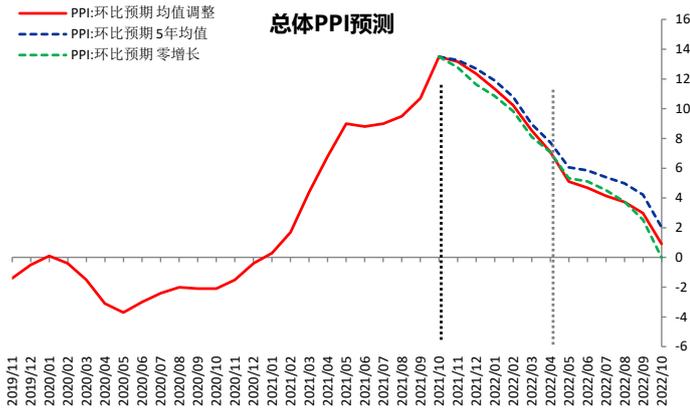


图 42 预计 PPI 增速持续回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

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。央行对货币政策的態度上半年从“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。

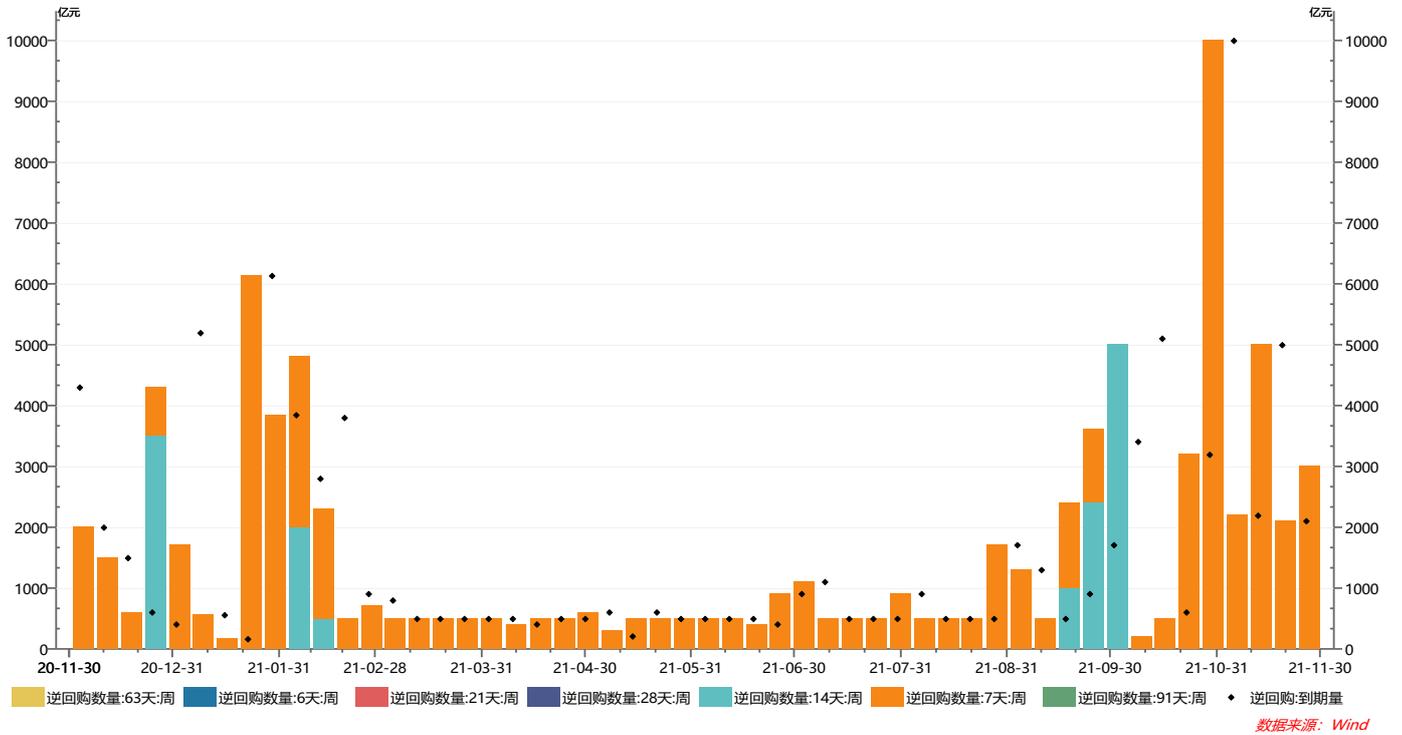
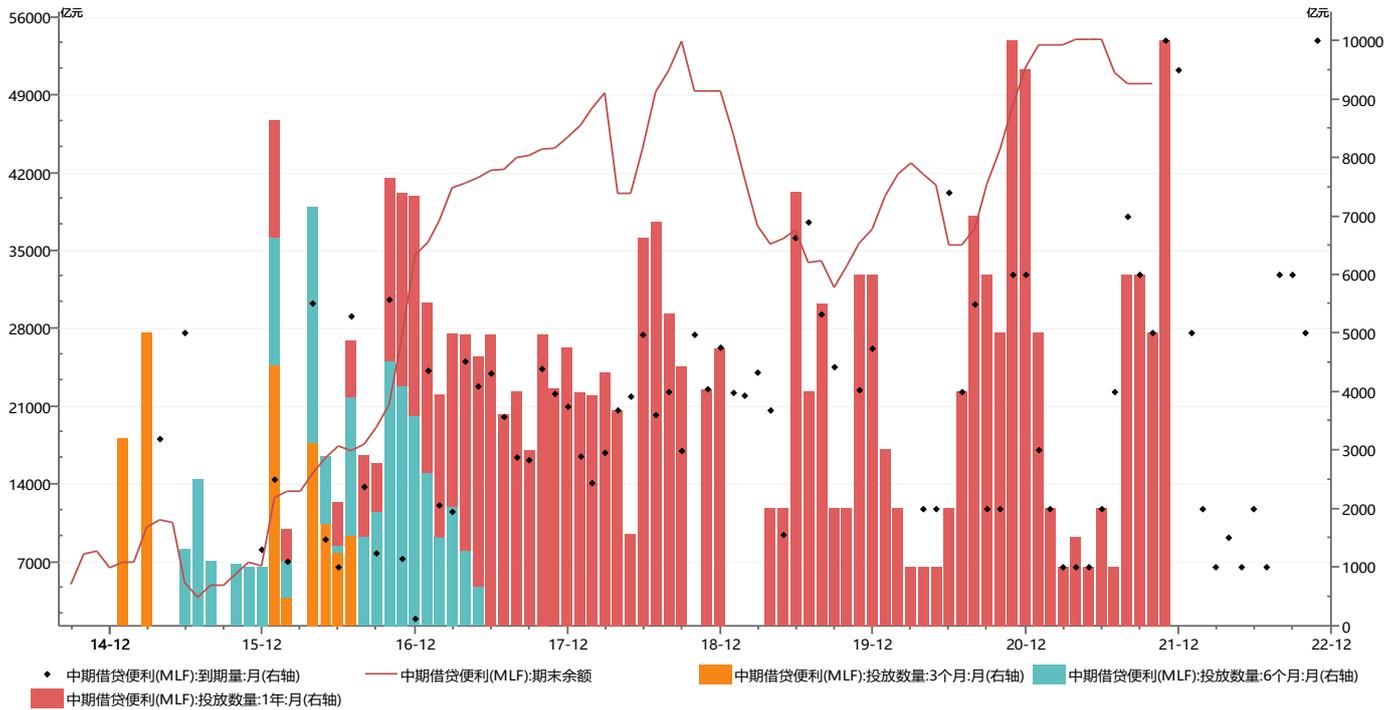
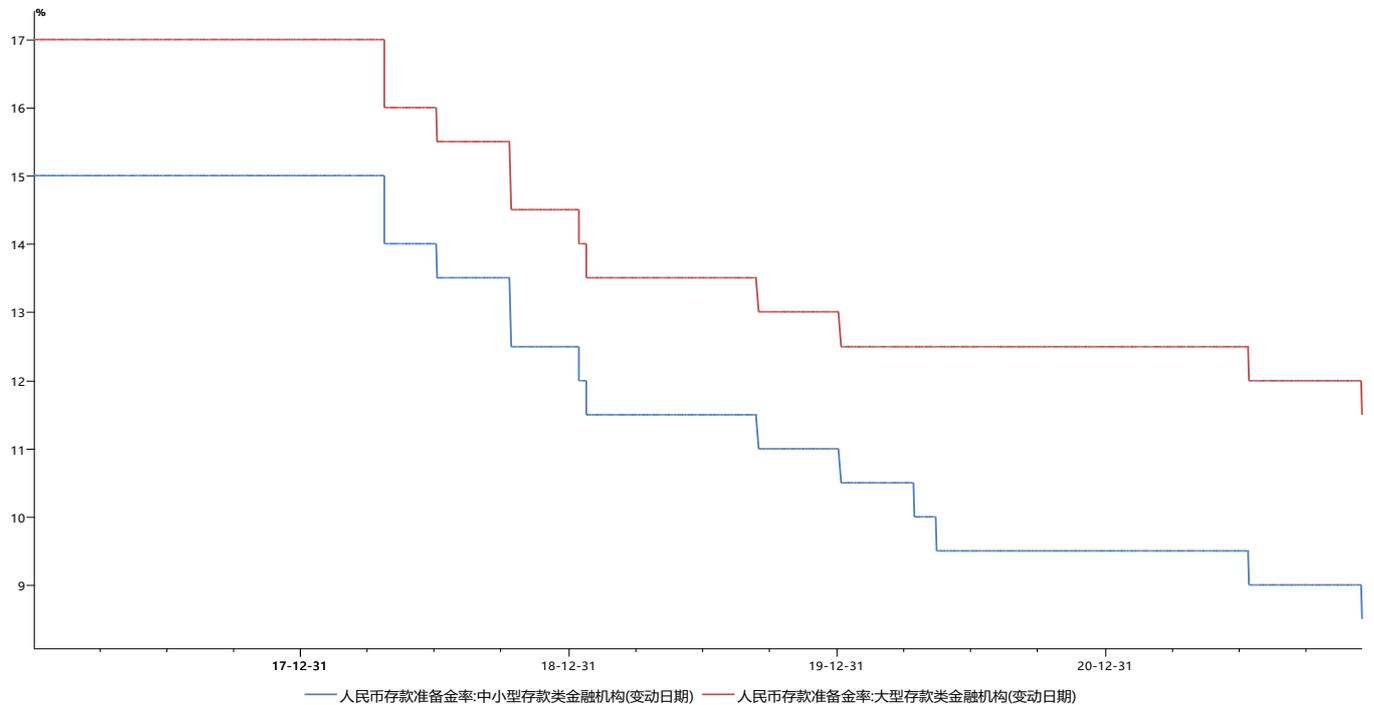


图 43 年内短端资金投放波动较大
数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind

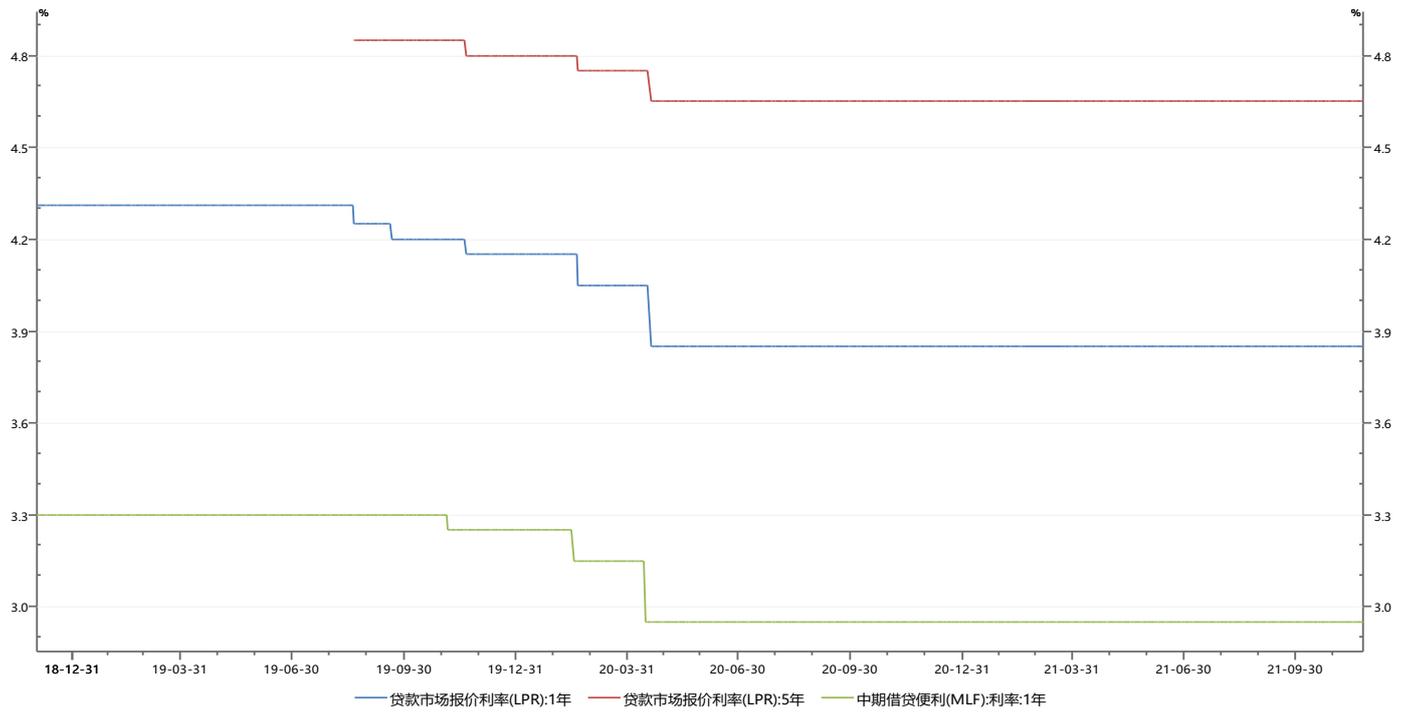
图 44 MLF 投放以等量对冲为主
数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind

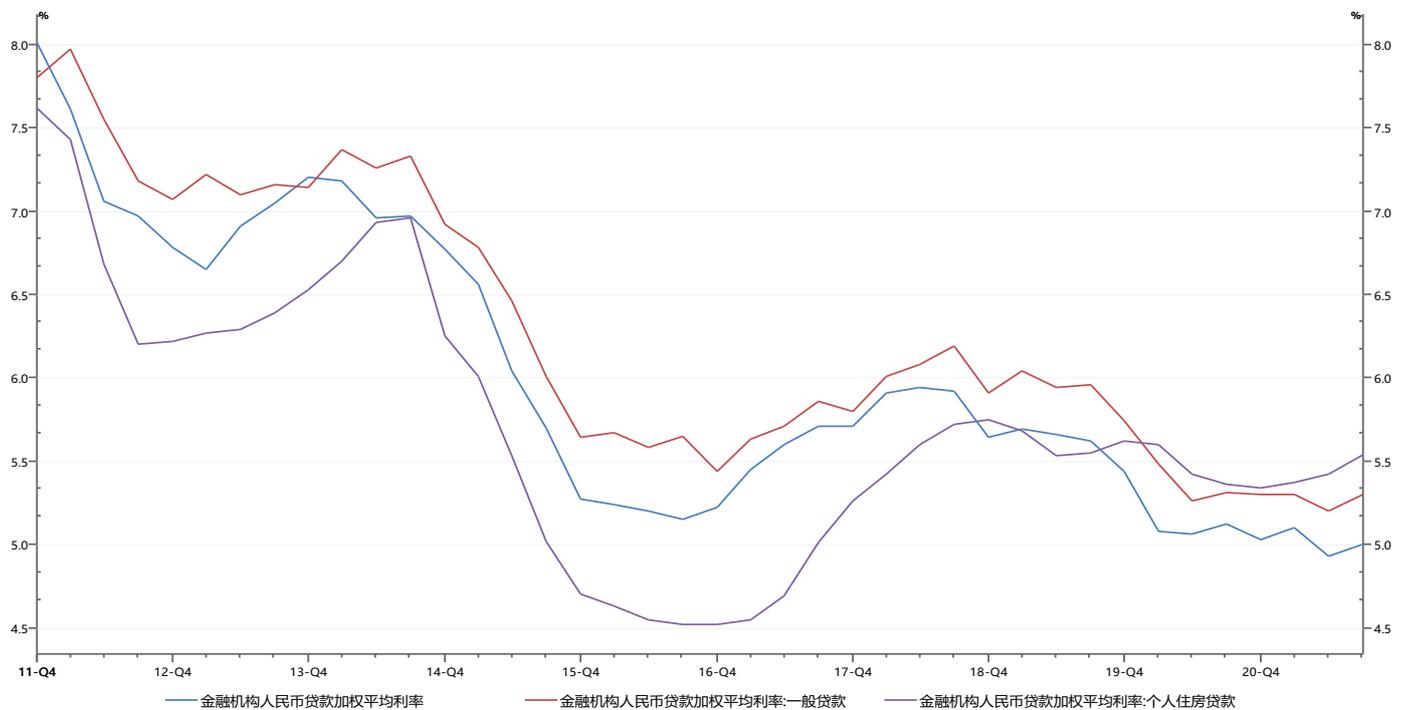
图 45 下半年两次降准增加长端流动性

数据来源: Wind、方正中期研究院



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。

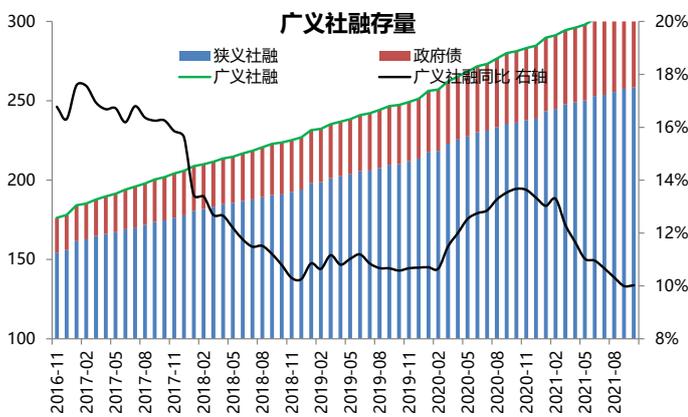


图 48 广义社融放慢下行
数据来源：Wind、方正中期研究院

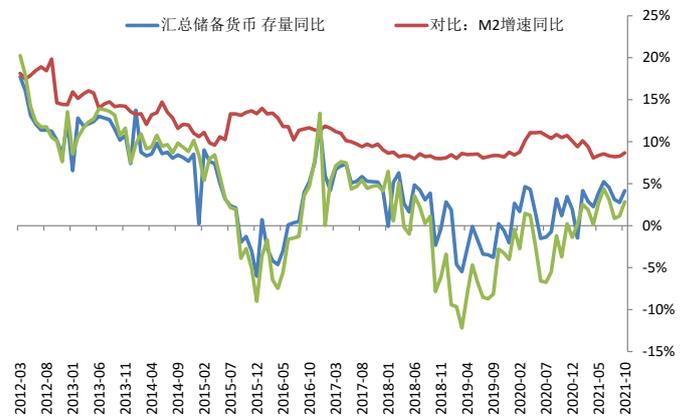


图 49 储备货币增速基本稳定
数据来源：Wind、方正中期研究院

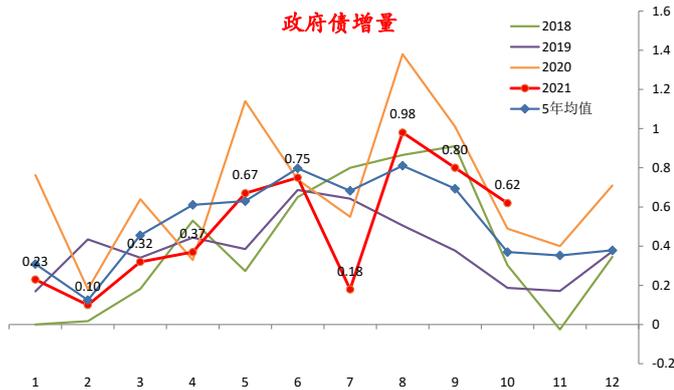


图 50 央行口径政府债增量上半年偏低
数据来源：Wind、方正中期研究院

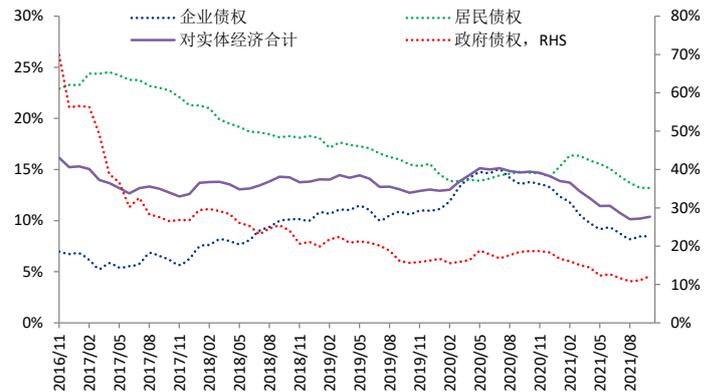


图 51 对实体经济扩表三季度触底
数据来源：Wind、方正中期研究院

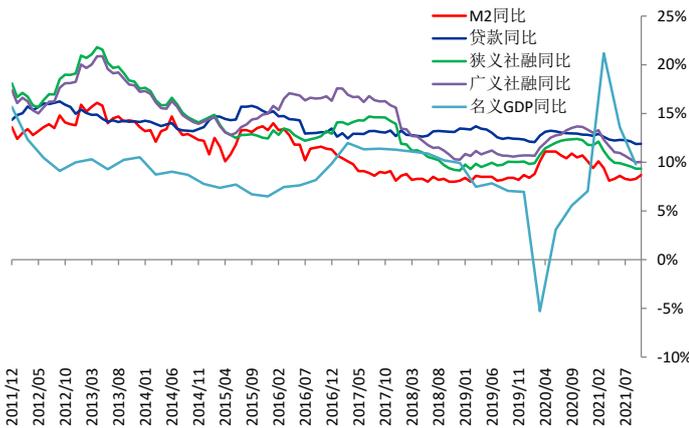


图 52 M2、贷款和社融增速均下降
数据来源：Wind、方正中期研究院

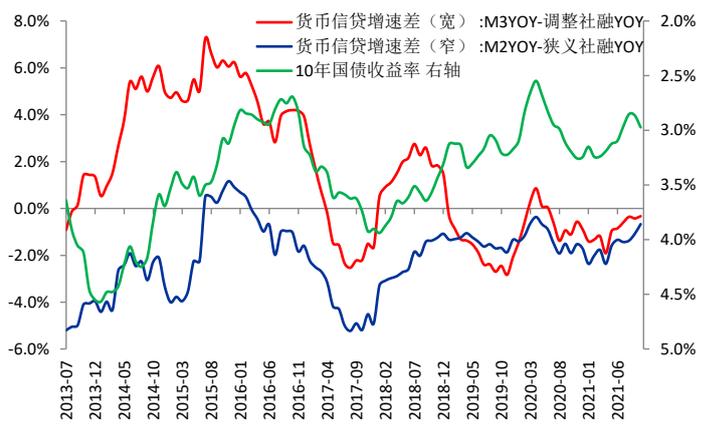


图 53 货币信贷增速差支持无风险利率下行
数据来源：Wind、方正中期研究院

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。

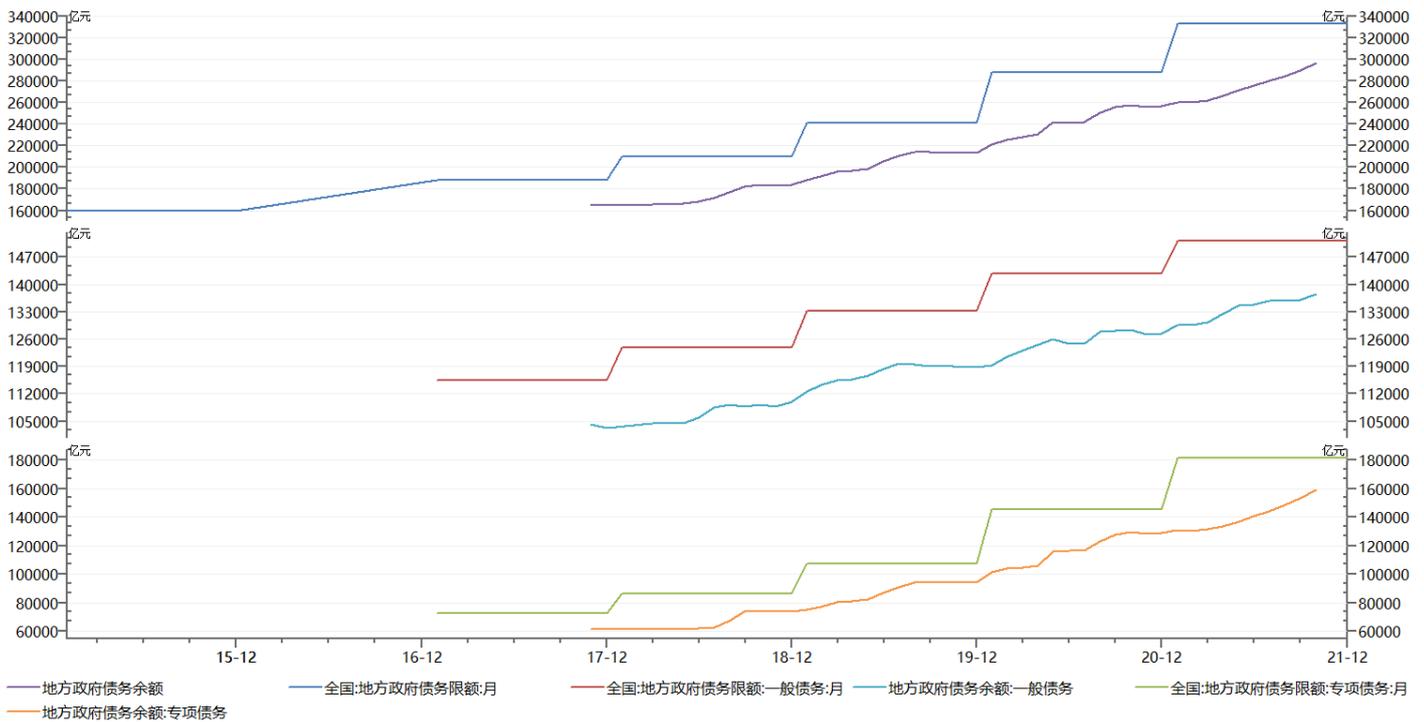


图 54 债务距离理论上限仍有较大空间

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%
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	
		12%		9.78%		10.69%			
财 政 政 策	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
	降费	约2000亿元	预计6434亿元	3000多亿元					
地 产	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
	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
基 建	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	-	-	-	-
	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

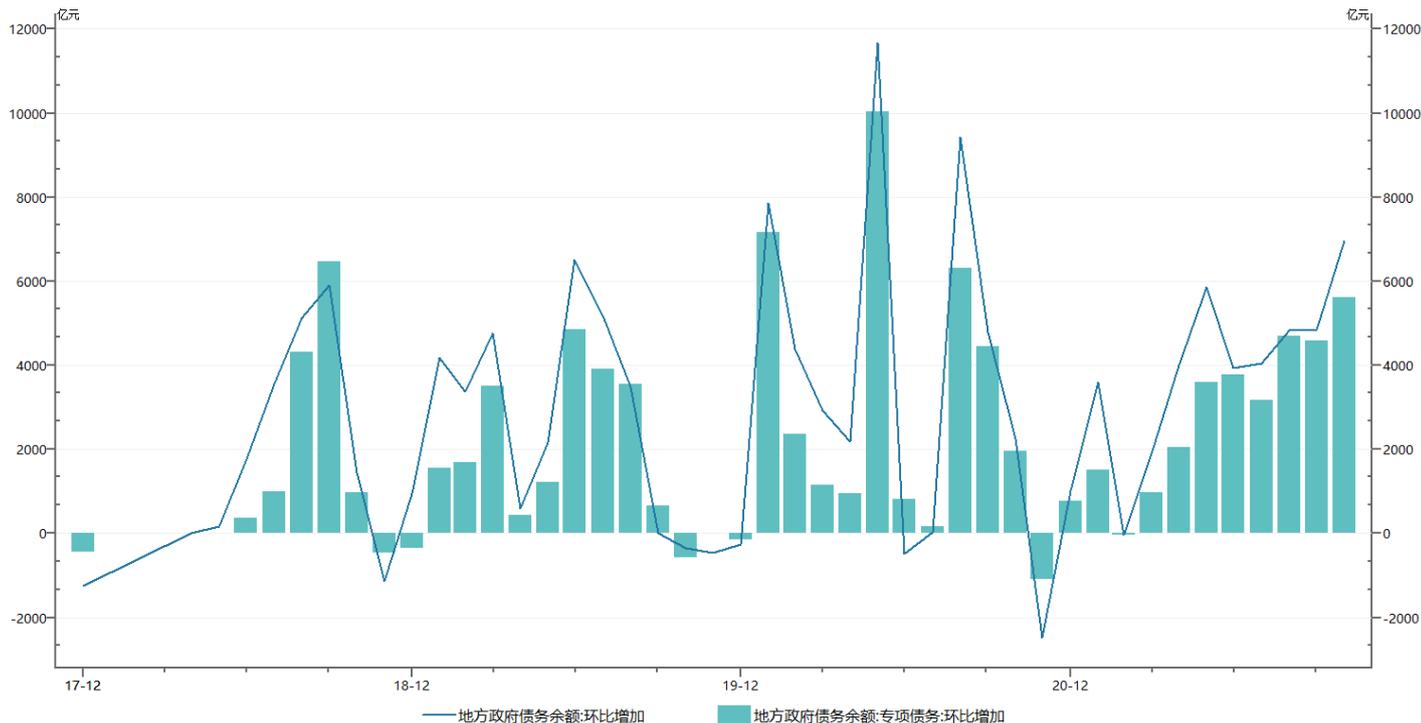


图 55 地方政府债务增量情况
数据来源: Wind、方正中期研究院

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。

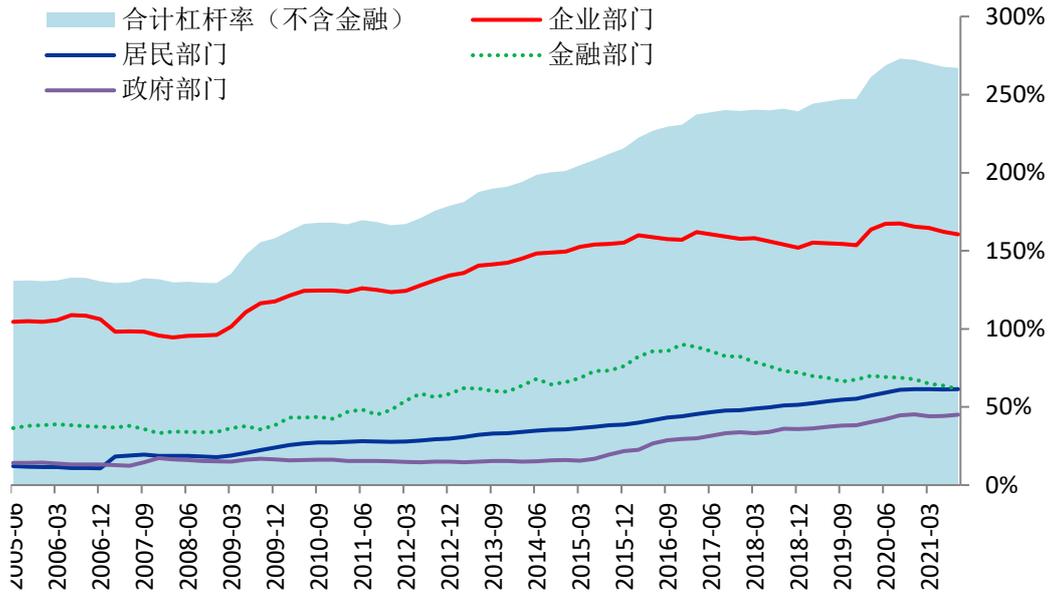


图 56 各部门杠杆率变动情况
数据来源：Wind、方正中期研究院

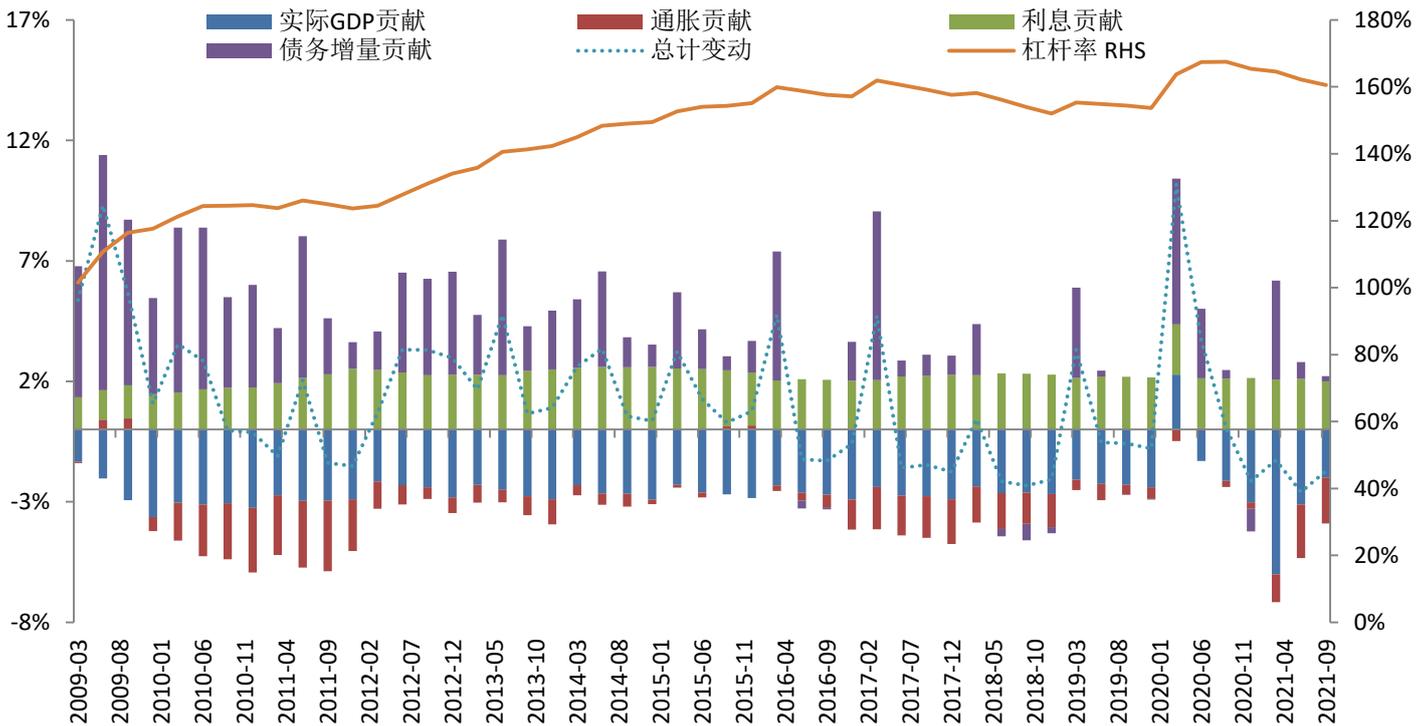


图 57 企业部门总杠杆率水平持续下降
数据来源：Wind、方正中期研究院

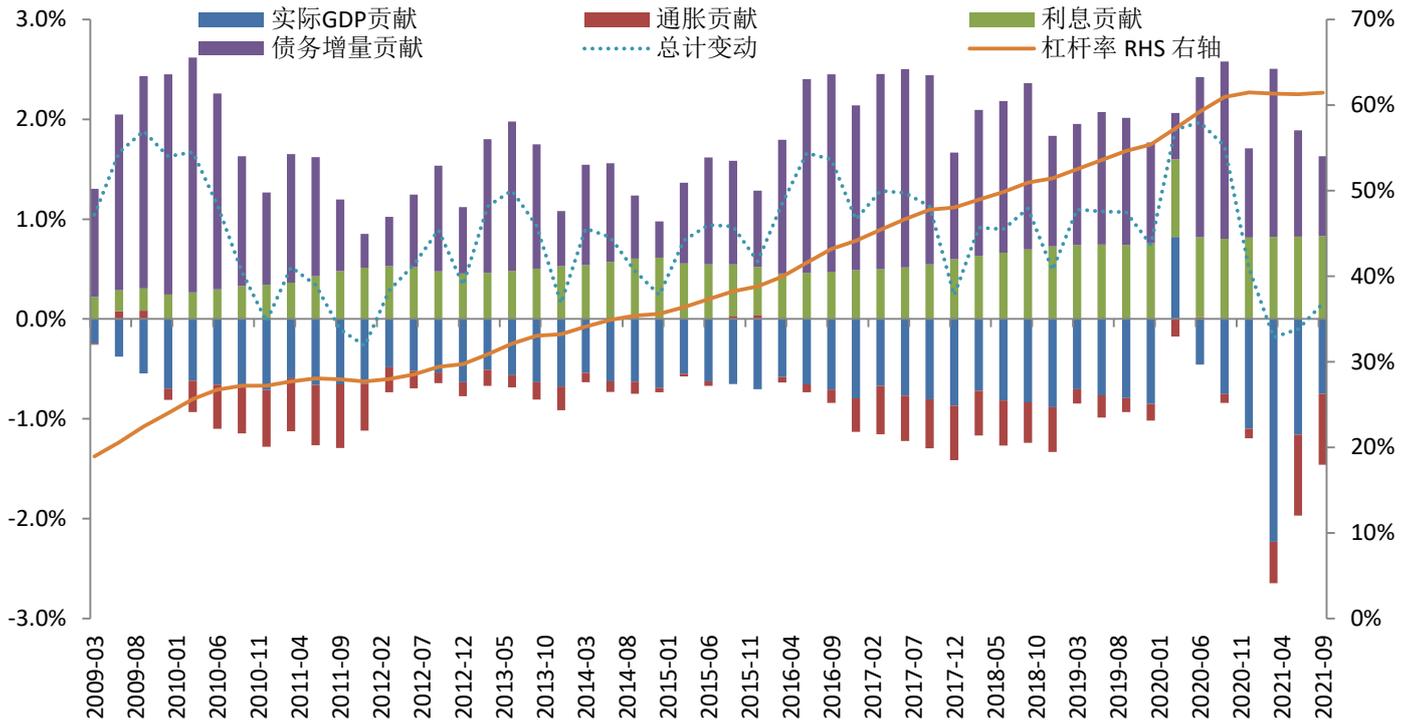


图 58 居民部门杠杆率基本持稳

数据来源：Wind、方正中期研究院

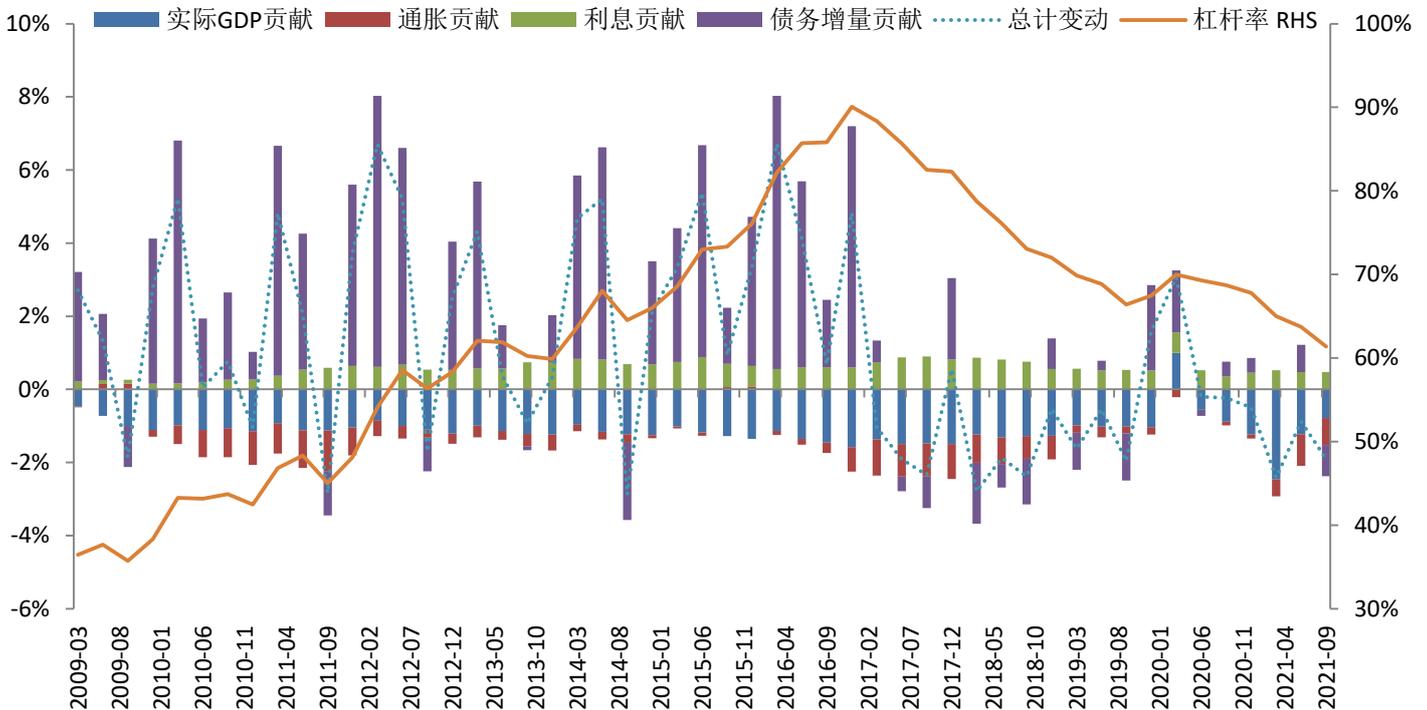


图 59 金融部门杠杆率继续回落

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。

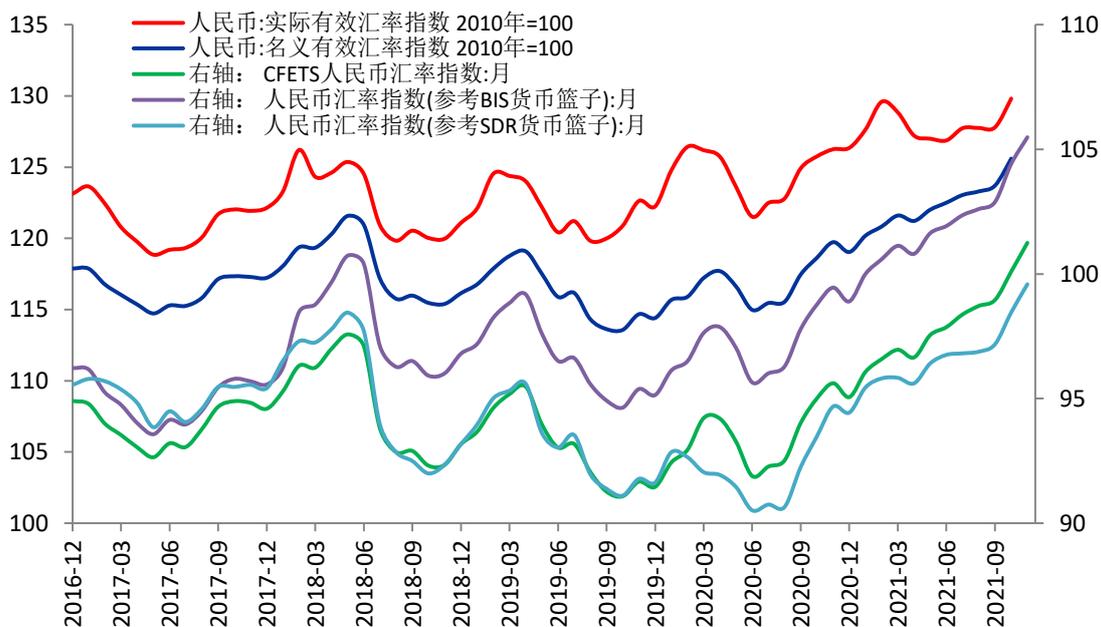
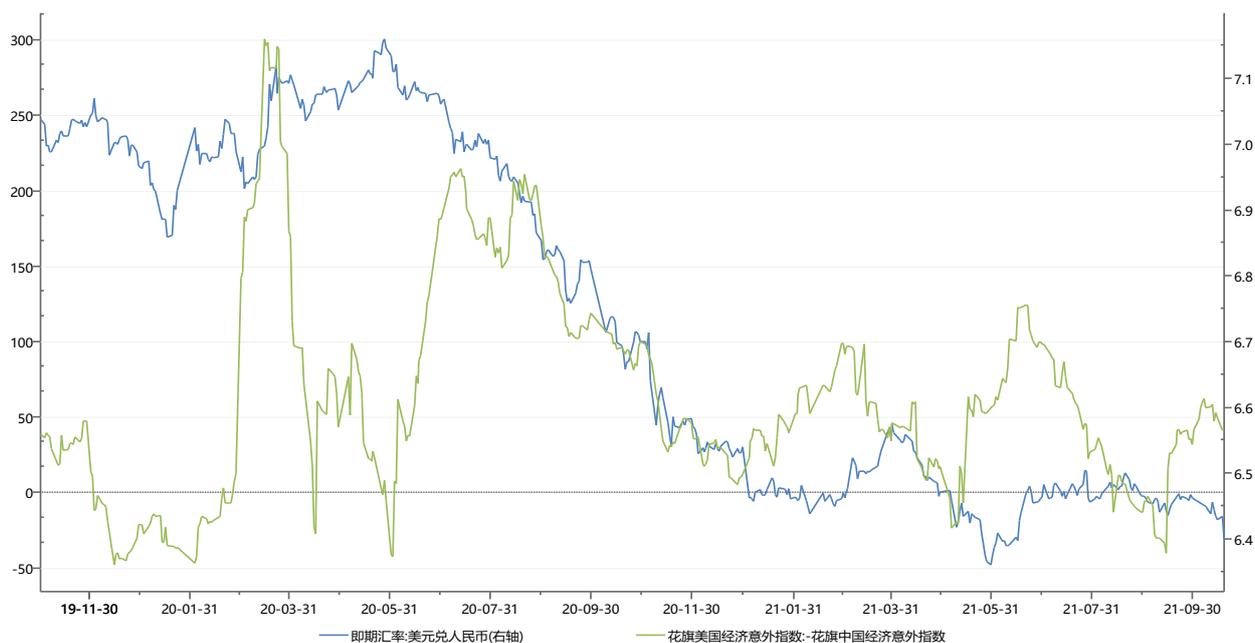
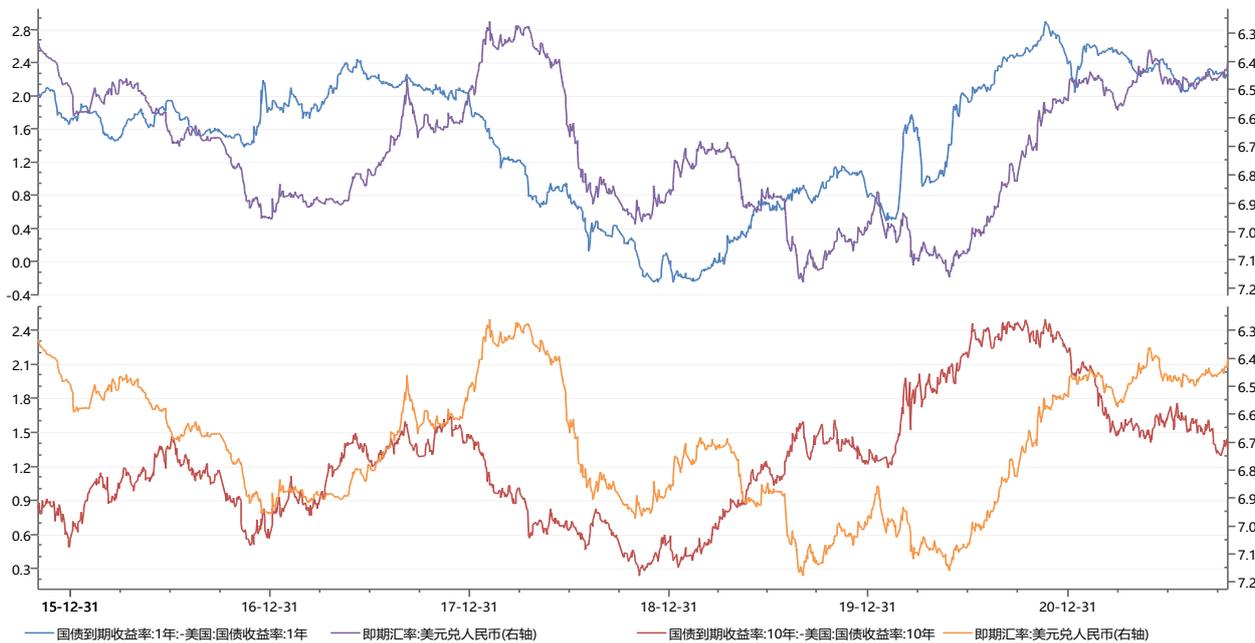


图 60 人民币汇率指数震荡上行
数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind

图 61 相对经济预期差, 汇率波动幅度减小
数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind

图 62 年内中美利差和汇率相关性并不高
数据来源: Wind、方正中期研究院

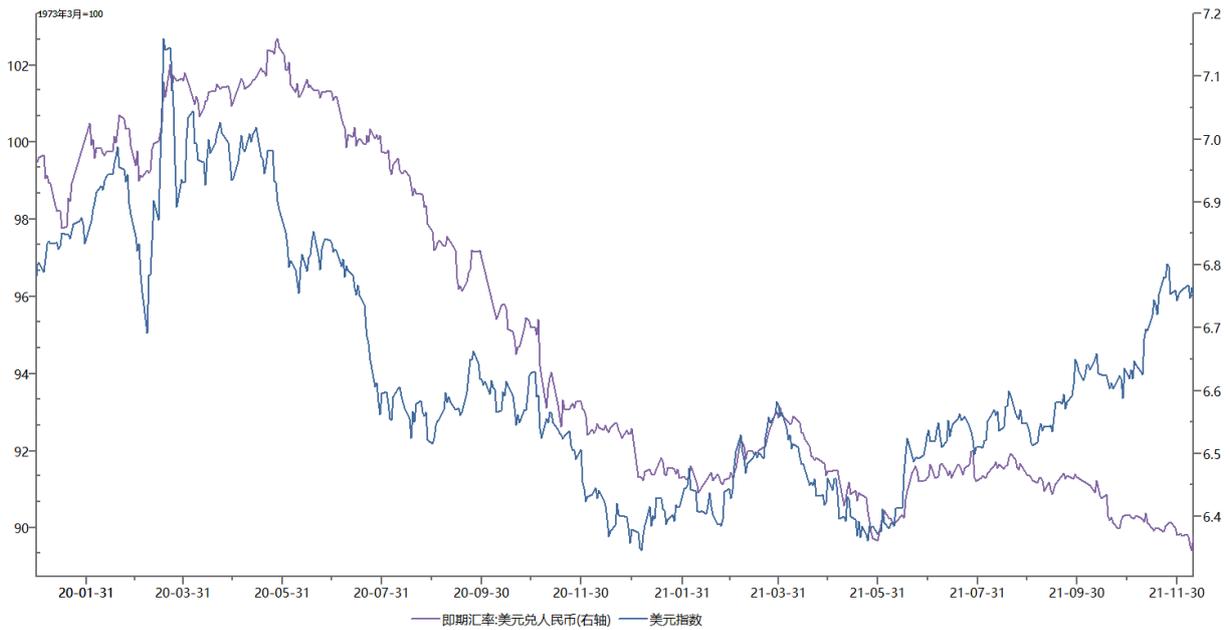


图 63 美元指数反弹，人民币维持强势
数据来源：Wind、方正中期研究院

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，但如果有来华人士被检测到感染，仍可能带来短期影响。

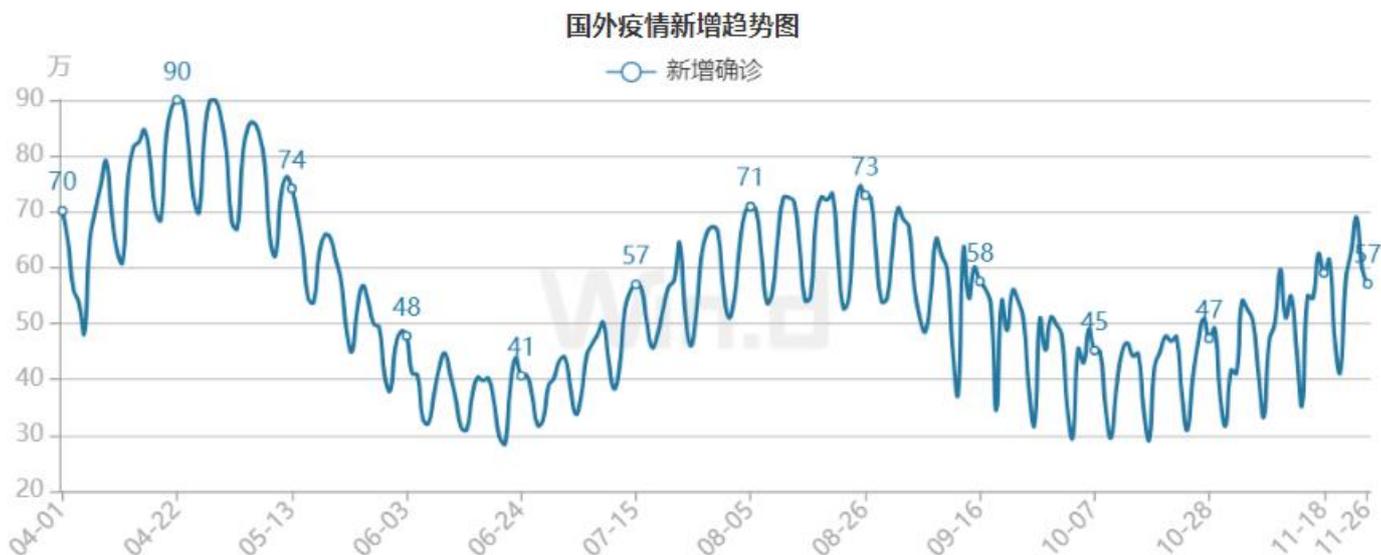


图 64 海外新增新冠疫情病例情况
数据来源: Wind、方正中期研究院



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二段 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。