

# 宏观经济形势和期货行业发展

—2021年三季度宏观策略分析

分析师：汪洋（F0306430，Z0002320）

二零二一年十月

# 目 录

1

**宏观经济形势与政策重点**

2

宏观展望与资产价格判断

3

金融与期货行业发展形势

# 政策（1）：防范化解重大金融风险

## 历次中央财经委员会主要内容

第一次	2018年4月2日	打好 <b>三大攻坚战</b> 的思路和举措，研究审定《中央财经委员会工作规则》
第二次	2018年7月13日	提高 <b>关键核心技术创新能力</b> 问题
第三次	2018年10月10日	提高我国自然灾害防治能力和川藏铁路规划建设问题
第四次	2019年4月22日	全面建成 <b>小康社会补短板问题</b> 和中央经济工作会议精神落实情况
第五次	2019年8月26日	推动 <b>区域经济布局</b> 问题、提升 <b>产业基础能力</b> 和 <b>产业链水平</b> 问题
第六次	2020年1月3日	黄河流域生态保护和高质量发展问题
第七次	2020年4月10日	涉及国家中长期经济社会发展战略若干重大问题
第八次	2020年9月9日	党的十九大以来中央财经委员会会议决策部署落实情况
第九次	2021年3月15日	促进 <b>平台经济</b> 健康发展和实现 <b>碳达峰、碳中和</b> 的基本思路和主要举措
第十次	2021年8月17日	扎实促进 <b>共同富裕</b> ，研究防范化解 <b>重大金融风险</b> 、 <b>做好金融稳定发展</b> 工作问题

### 第十次会议重点强调防范金融风险

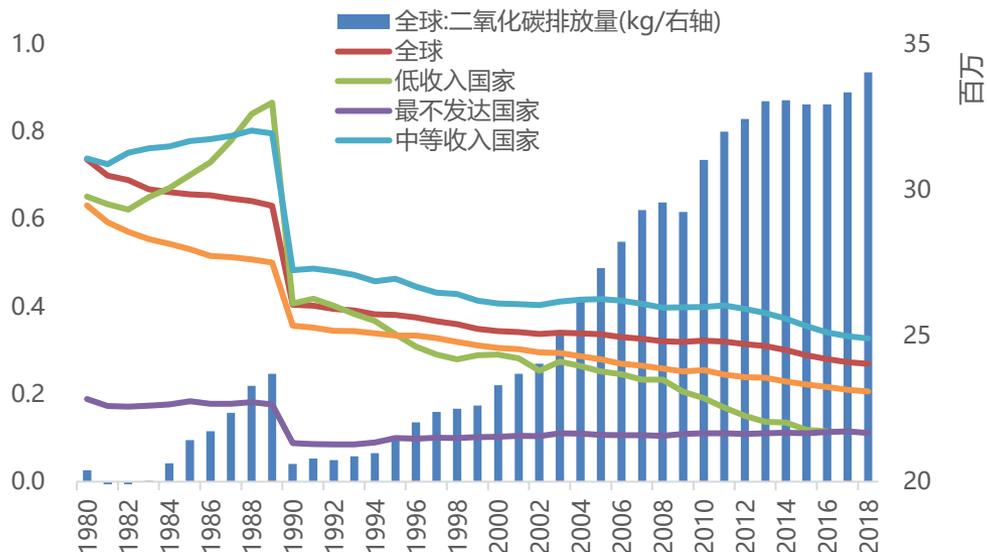
- 以经济高质量发展化解系统性金融风险；
- 本轮经济下行压力加大的政策源头是地产和政府债务管控导致投资需求弱；
- 前期货币维持宽松，导致防风险下进一步宽松空间不大

#### 与2018年防风险相对比：

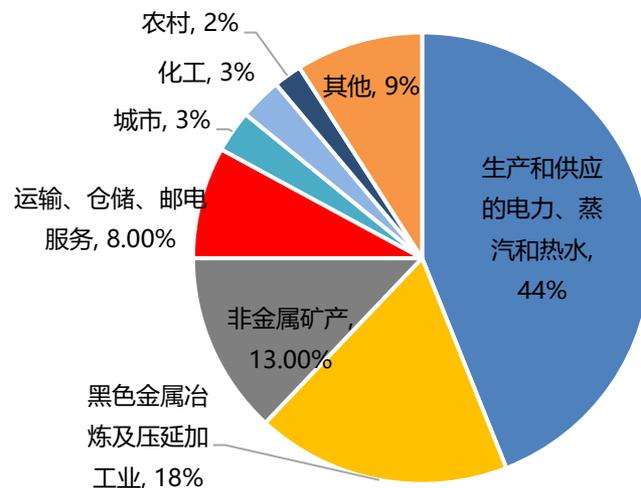
- 前期防范化解和处置风险集中在房地产和地方政府债务领域（恒大危机）；
- 防止其他领域的风险处置引发次生金融风险，杜绝地产链条向金融链条的传导；
- 坚持底线思维，处理好稳增长和防风险的关系；重点从处置风险转为维持经济金融稳定大局

# 政策（2）：市场化构建能源体系，政府参与配套

## 全球单位GDP排放二氧化碳（kg）



## 全国制造业行业碳排放量占比



资料来源：Wind，申万期货研究所

## 碳达峰碳中和的认识。

- 坚持政府和市场两手发力；
- 要构建清洁低碳安全高效的能源体系，控制化石能源总量，着力提高利用效能；
- 加快推进碳排放权交易，积极发展绿色金融；
- 完善绿色低碳政策和市场体系，完善能源“双控”制度，完善有利于绿色低碳发展的财税、价格、金融、土地、政府采购等政策。

# 政策（3）：共同富裕提升小康水平

## 共同富裕重点理念和规划：

总书记日前在《求是》发文，提到六大举措：**第一，提高发展的平衡性、协调性、包容性。第二，着力扩大中等收入群体规模。第三，促进基本公共服务均等化。第四，加强对高收入的规范和调节。第五，促进人民精神生活共同富裕。第六，促进农民农村共同富裕。**

## 海外经验

### ■ 北欧

1. 推动产业升级，高税收为依托，各国均实行高额税收和大幅度的累进收入税；
2. 建立高福利保障体系，为全体公民提供免费或低价的公共服务；

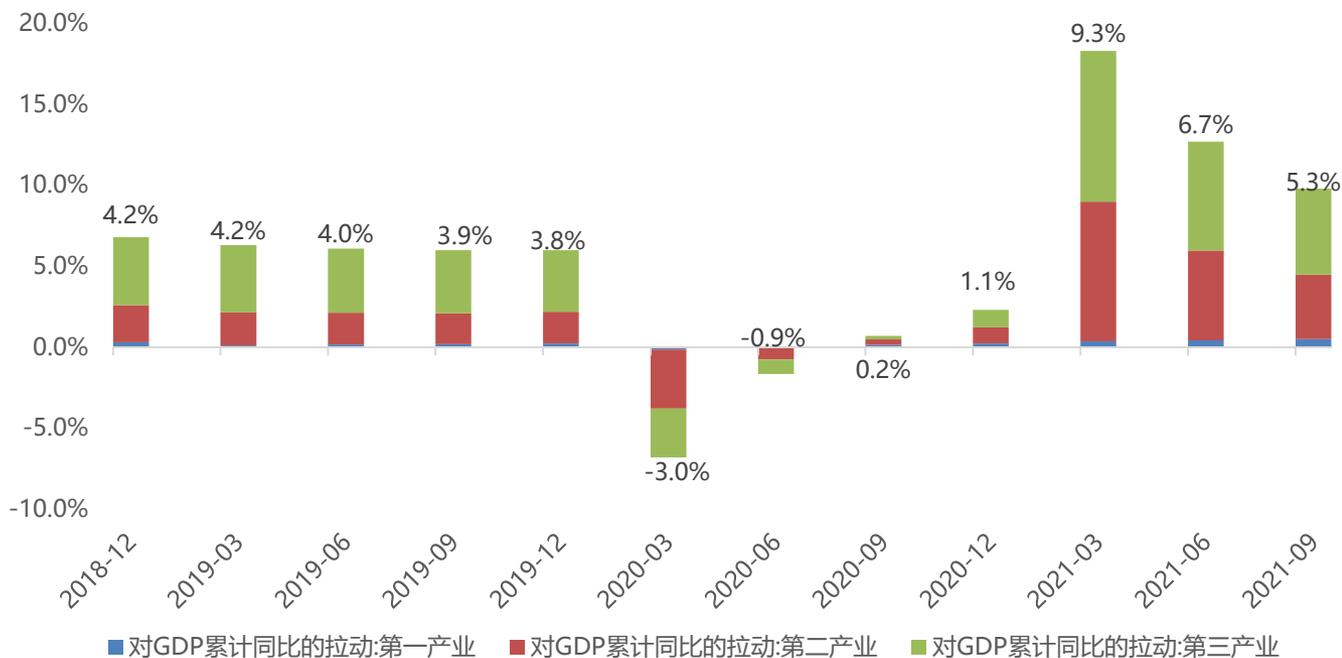
### ■ 德国

1. 产业发展方面注重在制造业这一强势产业中做精做尖。通过完善的三次分配机制来调节收入差距；
2. 推进保障均等政策落地，实行“二元制教育，还注重加大保障性住房供给，规范租赁市场

**海外经验表明：**实现“共同富裕”的核心在于以创新驱动产业升级来实现经济高质量发展、通过三次分配调节机制缩小收入差距、以高税收和全面的保障体系为依托实现公共服务均等化。

# 经济：工业限产限电，三季度经济超预期回落

## 第三产业拖累最为明显

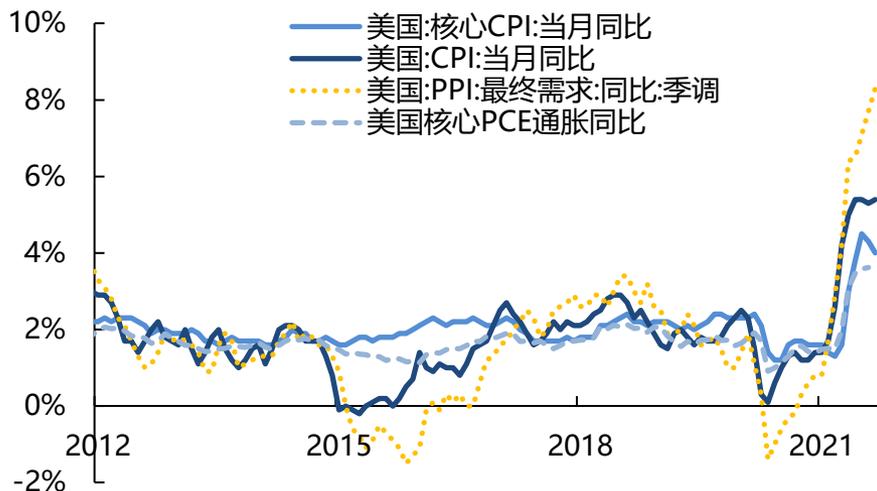


资料来源：Wind，申万期货研究所

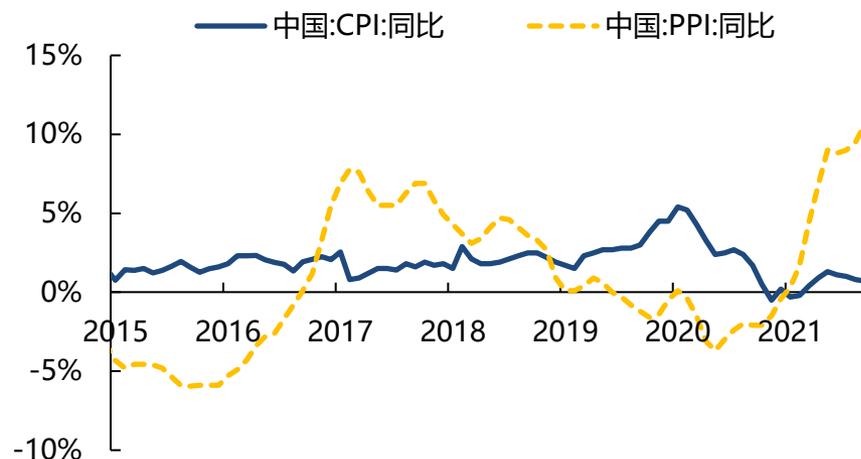
- 下游第三产业贡献度持续回落，2021年三季度仅为5.3%。第二产业其次，主要受库存周期以及国际大宗商品推升工业品价格影响，企业盈利空间收缩明显。

# (1) 通胀周期：中国CPI和PPI分化

## 美国通胀指标 (%)



## 中国CPI和PPI (%)

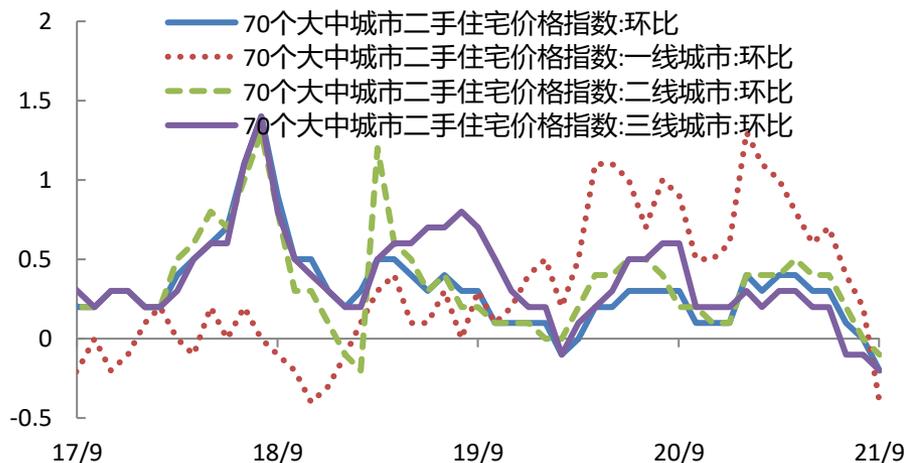


资料来源：Wind，申万期货研究所

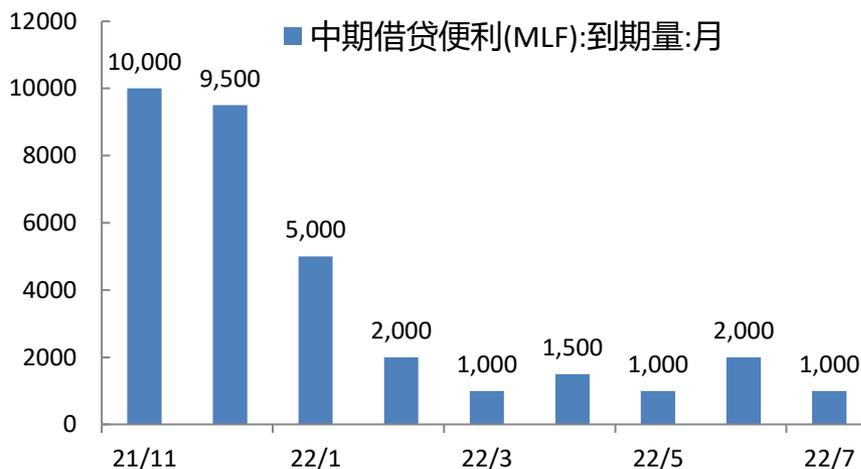
- 中国：“能耗双降”、“碳中和”、安全生产、节能环保以及煤炭供应的短缺，叠加全球原油价格的上行、全球产能向中国集中，**供给侧冲击推动了上游周期品价格超预期的上行**，也导致PPI同比在三季度持续超预期上行。
- 美国：9月CPI同比增长5.4%，连续16个月上涨，连续第5个月同比增长超过5%，**或比美联储预计的维持更长时间**。
- 四季度，在政策干预下，供给增加，但需求依然难以提振。国内释放各类调控信号，**国内定价商品年内上行空间已经有限**。**PPI年底至明年会趋于回落，CPI在上游压力下或有所上行但整体位于合理区间**。

## (2) 信贷周期：地产政策纠正，下行逐步筑底

### 70大中城市二手住宅价格指数 (%)



### 后续MLF到期情况 (亿元)

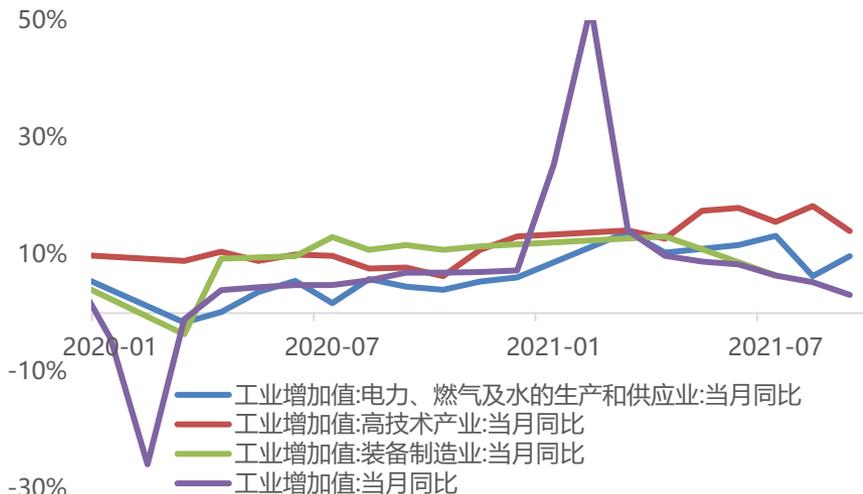


资料来源：Wind，申万期货研究所

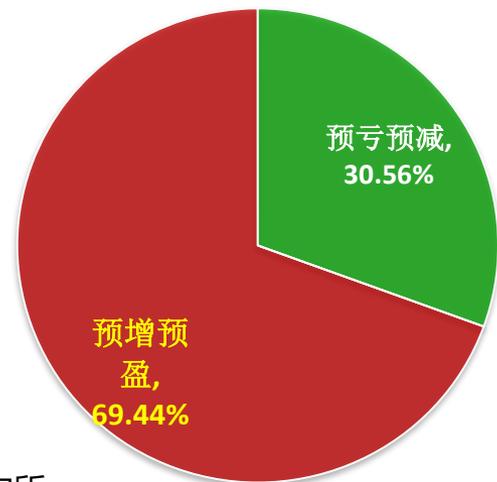
- **住建部表示住房矛盾从总量短缺转为结构性供给不足，信贷周期依然下行。** 2020年底以来，房地产贷款集中度管理和房地产企业融资的“三道红线”政策出台，各地相继上调房贷利率，且二手房采取“三价就低”原则，发放贷款周期拉长，二手房住宅价格指数环比走低。
- **近期地产政策开始纠正。** 央行示“维护住房消费者合法权益”，部分金融机构对试点房企“三线四档”融资管理规则存在误读。此外，虽然全国房贷利率仍呈现上升态势，但是在局部地区，银行和市场博弈的反转信号在出现。
- 人民银行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，表示要加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性。此外，11月-12月还有2.45万亿MLF到期，**市场预计仍有降准置换MLF的可能。**

### (3) 企业周期：上下游分化，价格艰难传导

#### 工业企业分行额增加值 (%)



#### A股2021年三季报预报统计

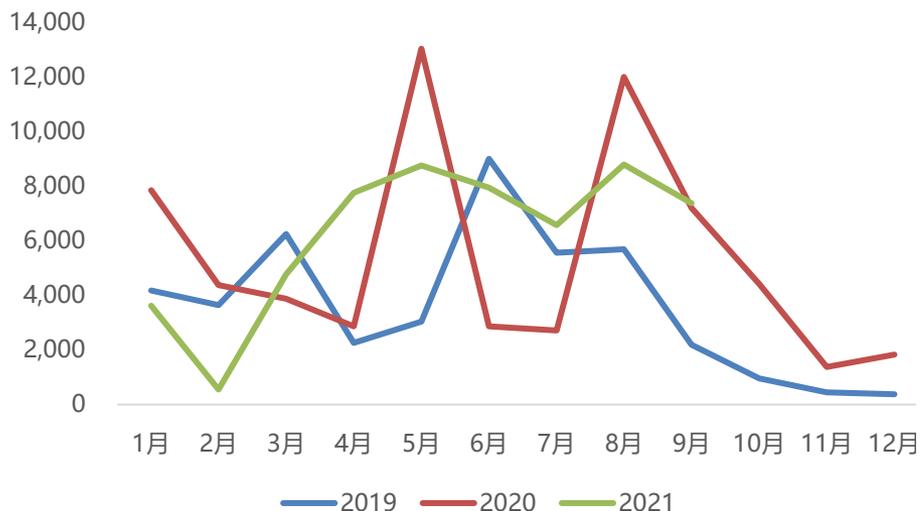


资料来源：Wind，申万期货研究所

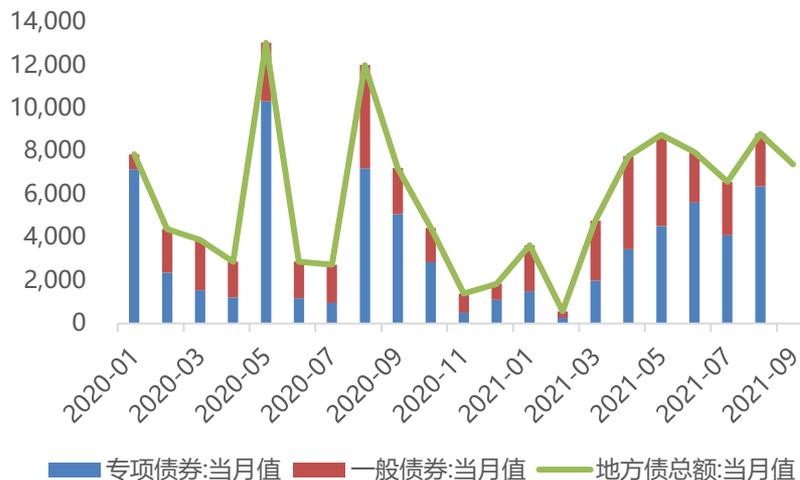
- 工业经济延续恢复态势，主要指标总体平稳。前三季度规模以上工业增加值同比增长11.8%；41个工业大类行业中39个保持增长，21个增速超过两位数。
- 上游：从历史数据来看，上游采选业涨价之后，价格会较迅速的传导到中游加工业，两者的价格弹性都较大；
- 中游：制造业中，行业收入增速以及利润增速，和行业PPI以及毛利率相关性不大，主要跟随行业工业增加值变动，量才是业绩的核心决定因素；
- 下游：纺织服装的PPI与衣着CPI的走势也并非完全一致，这与下游需求相关，四季度盈利受需求弹性影响较大。

## (4) 逆周期：政府调节逆周期

### 政府债融资反弹不及预期 (亿元)



### 专项债实物工作量年底体现 (亿元)



资料来源：Wind，申万期货研究所

- **投资增速距疫情前5.5%的增速差距扩大，制造业>地产>基建拉动的不均衡格局明显。** 1-9月份，固定资产投资同比增长7.3%；比2019年1-9月份增长8.5%，两年平均增长4%。
- **政府稳定杠杆和地方债务风险目标未变，政策着力点仍在专精特新。** 金融在支持新动能、新产业、新业态方面取得了较大的进展，金融资源向国家的“专精特新”企业倾斜，专、精、特、新企业贷款势头增长良好。
- **政策提质增效，投资拉动效力预计延后。** 9月以来恒大等房企流动性危机加剧，房住不炒下年内房地产预计难以上行。基建投资两年平均同比仍为1.5%，当月同比降幅较上月有所收窄。考虑到基建投资周期较长，虽然地方债放量，但控债务风险下项目质量审查超预期严格，基建增速回升不及预期。

# 小结：滞涨延续，衰退期期待政策托底

	通胀周期	信贷周期	企业周期	政府调节周期
当前位置	逐步见顶	逐步见底	整体上行，内部分化	下行
下期拐点	2022回落	2023向上	2025见顶	2022见底
整体判断	<p>通胀周期：海外输入性通胀难以持续，国内调控力度加大，PPI处于见顶区间，预计12月整体通胀见顶。<b>综合来看：猪肉价格明年恢复，供给缺口收缩下全球通胀得以缓解。</b></p> <p>地产：地产调控趋严，“三道红线”维持但央行开始纠偏，9月房地产销售持续下行。<b>综合来看：四季度货币宽松预期下整体信贷预计明年放松。</b></p> <p>企业周期：上下游依旧分化，下游需求最先复苏，盈利弹性较大。<b>综合来看：中小企业和专精特新仍是政策照顾对象。</b></p> <p>政府调节周期：稳杠杆力度未变，基建投资转化偏慢。明年初形成实物工作量。<b>综合来看：整体经济处于筑底区间，政策空间依然充足。</b></p>			

# 目 录

1

宏观经济形势与政策重点

2

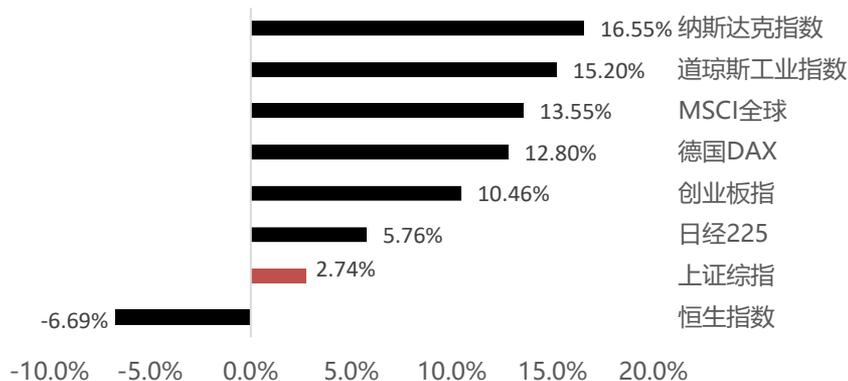
宏观展望与资产价格判断

3

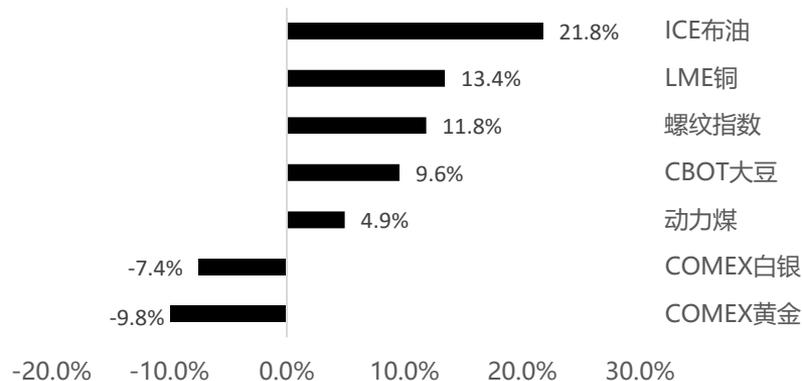
金融与期货行业发展形势

# 资产回顾：商品轮番上涨

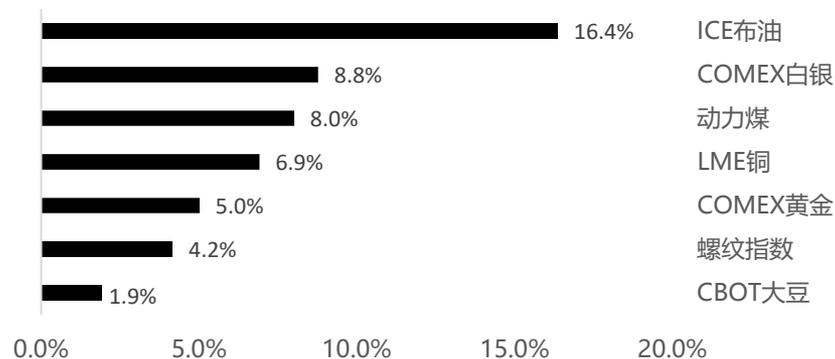
## 2021年以来主要股票指数表现



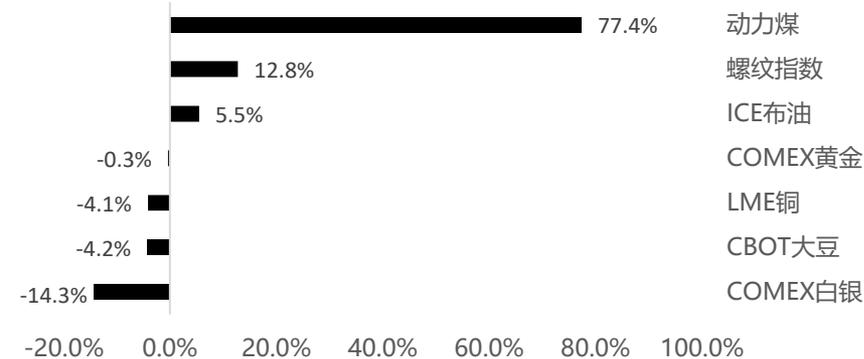
## 2021年一季度主要商品表现



## 2021年二季度主要商品表现

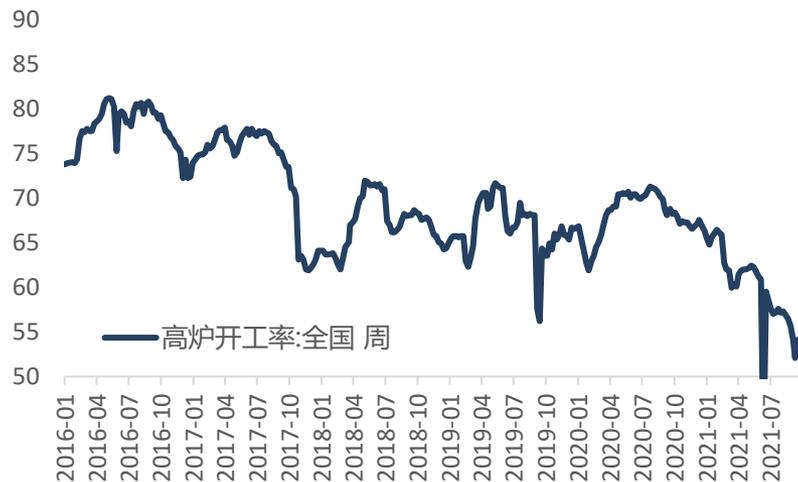


## 2021年三季度主要商品表现

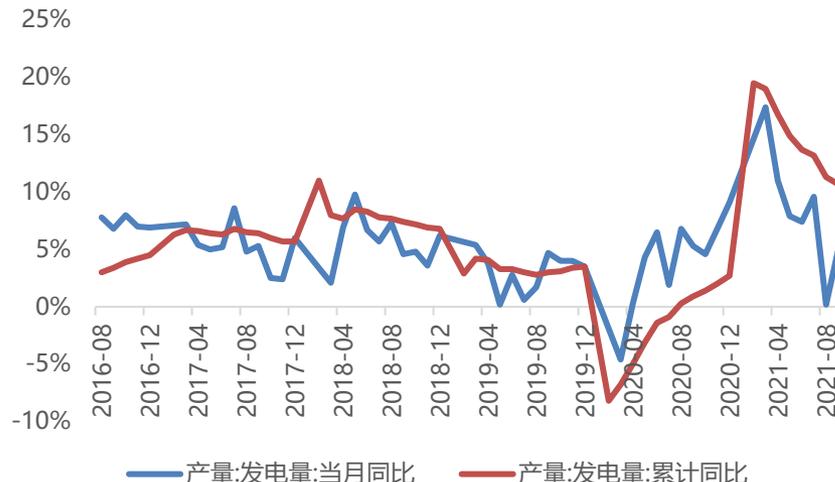


# 核心1能源问题：国内供需缺口收窄，但未扭转

## 限产限电导致高炉持续回落 (%)



## 发电量开始回升 (%)



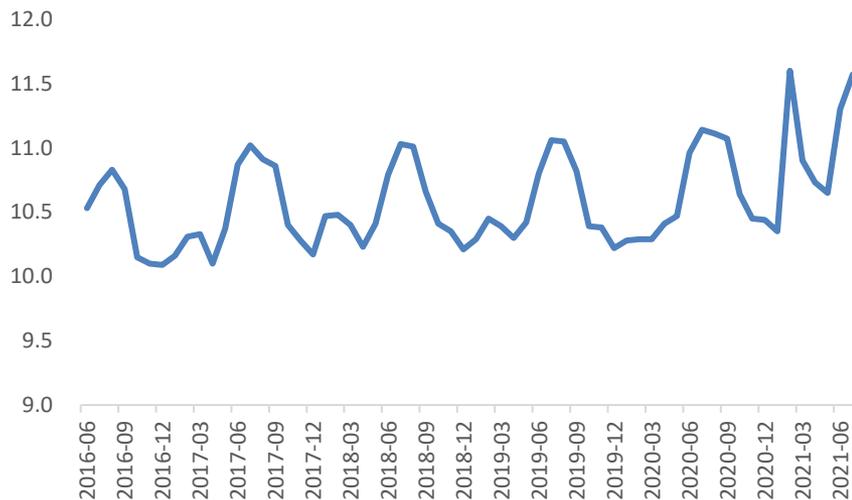
资料来源：Wind，申万期货研究所

**2021年8月下旬以来国际能源价格上涨，电力和煤炭供应收缩部分地区拉闸限电，近期仍未明显好转。**

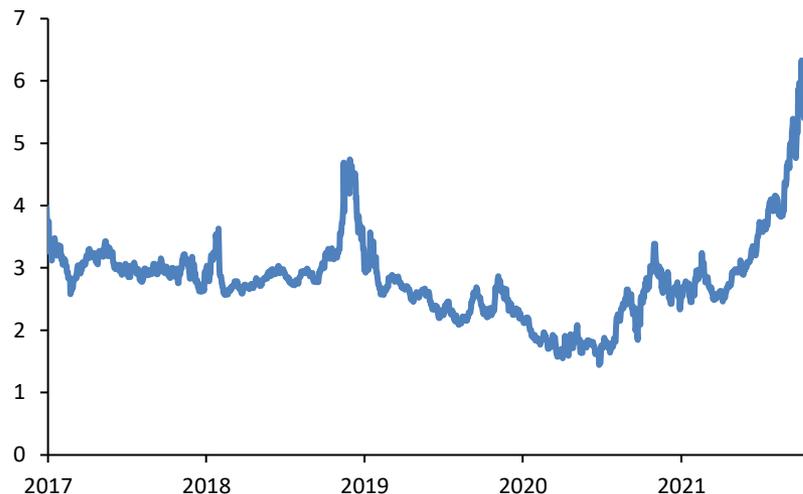
- 国务院常务会议出台能源生产供应部署保障，安排出台一系列改革和保供稳价措施。随着相关措施的逐步落地见效，煤炭、电力供应偏紧的状况将会得到缓解，对经济运行的制约也会降低。
- 四季度传统居民用电量较大，叠加今年拉尼娜预计较为明显，煤炭供应缺口任然较大，近期长期协议签订有助于电厂保障发电供应，但从能耗双控的角度来看，前三季度降幅不及预期可能导致年底仍有约束，北京冬奥会期间北方多地面临更加趋严的低碳压力。

# 核心1能源问题：冷冬，拉尼娜强于去年

## 美国电力零售价格（美分/千瓦时）



## 天然气价格持续攀升（美元/百万英热）



资料来源：Wind，申万期货研究所

## 2021年四季度拉尼娜明确

- 拉尼娜会不断加强，将在2021年底前达到强度峰值，并且认为它将在整个冬季保持一定强度，直到春季来临后才会减弱。另外，目前已有部分超级计算机模式预测中指出，在2021年末，Nino3.4海区的水温还可能进一步下降，甚至可能下降到比2020年末-2021年初的拉尼娜更冷的水平。
- 受极端高压、大面积干旱等极端天气侵袭，欧洲大力发展的风力与水力发电量在年内骤降，此外，天然气价格上涨造成的发电成本上升，以及经济复苏带来用电量需求进一步加大，欧洲主要地区电力价格较去年翻了一倍有余。

# 核心2中美关系：缓和，取消关税，技术严管

## 中美关系近期出现缓和窗口

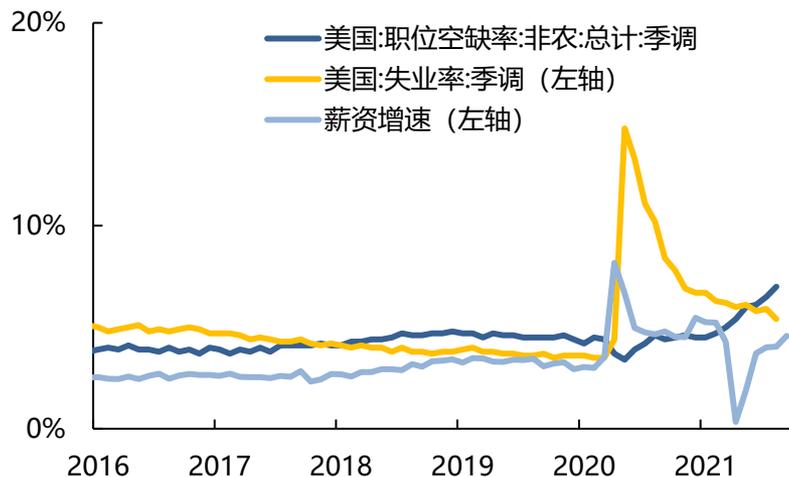
- 9月21日，经过斡旋，华为长公主孟晚舟顺利回国，中美关系出现破冰曙光。
  - 今年以来，习近平主席和拜登总统两次通话，达成重要共识，为两国关系发展指明了方向。
  - 国庆期间，杨洁篪主任同美国总统国家安全事务助理沙利文在瑞士苏黎世举行会晤，就双方关心的问题开展了深入的交流。外交部指出中美双方就年底两国元首视频会晤进行了讨论，双方为营造良好氛围创造积极条件。
  - 10月9日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美贸易代表戴琪举行视频通话。双方进行了务实、坦诚、建设性的交流，讨论了三个方面的问题：
    - 一是中美经贸关系对两国和世界都非常重要，应该加强双边经贸往来与合作。
    - 二是双方就中美经贸协议的实施情况交换了意见。
    - 三是双方表达了各自的核心关切，同意通过协商解决彼此合理关切。
- 10月4日，美国贸易代表戴琦就对华贸易政策发表了首次公开演讲，表态将重启关税取消程序。美国贸易代表办公室说，从10月12日到12月1日，它将就一系列产品的关税排除问题听取公众意见，这些产品包括工业零部件、恒温器、医疗用品、自行车和纺织品。

四季度中美关系有阶段性缓和的契机，各自经济压力下中美有促进关系缓和的动机，同时明年拜登将面临中期选举，在那之前有对特朗普政策纠偏的述求。而在今年在今年美国政府公布的明年财政预算中，已经大幅调低了关税收入（目前关税收入大部分来自中国）。因此我们可能看到G20峰会上领导人的会晤，并推动明年年初前取消当前关税。届时将边际性地提振市场风险偏好。

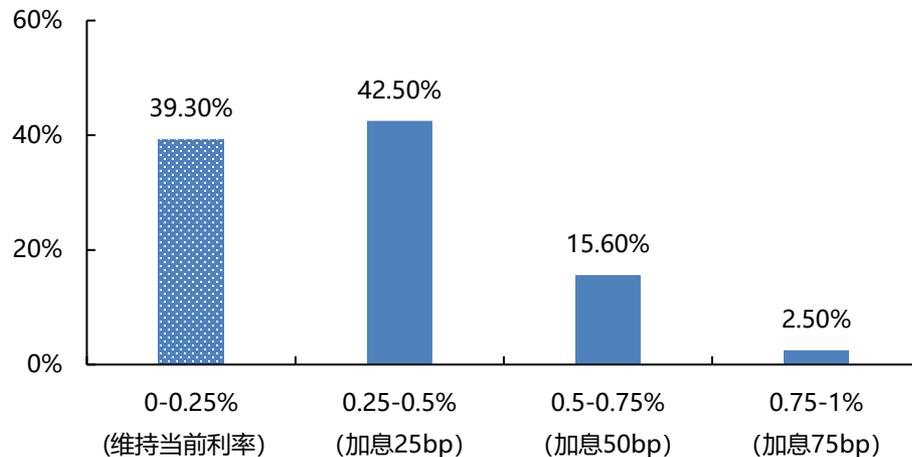


# 核心3美联储：通胀维持高位，明年9月加息预期

## 美国劳动力市场数据 (%)



## 市场预期22年9月美联储的加息概率 (%)

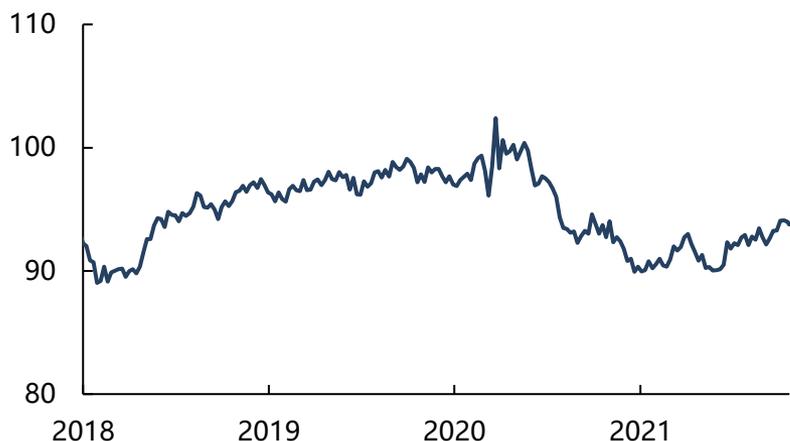


资料来源：Wind，申万期货研究所

- 非农就业数据表现一般，但失业率却进一步走低至4.8%，说明在9月失业补助已经停止发放后，劳动人口并未重新返回就业市场。体现为劳动参与率走低（前值61.7%，现值61.6%），职位空缺率持续走高，**在用工人员紧缺的背景下，薪资增速也维持高位。**
- 薪资增长叠加大宗商品持续走高、材料短缺、疫情导致的供应链问题以及房租持续攀升等因素，**鲍威尔承认通胀压力保持在高位的时间比美联储官员预期的要长。**
- 在美联储承认对通胀存在误判后，市场一方面进一步确认了11月美联储将正式宣布Taper的预期，另一方面提前了对美联储加息的判断，**由美联储联邦利率期货隐含的加息概率显示，对于明年9月利率会议开始加息的预期概率已达50%以上。**

# 资产观点（1）：美元整体走强，人民币难持续升值

## 美元指数



## 人民币指数和美元兑人民币



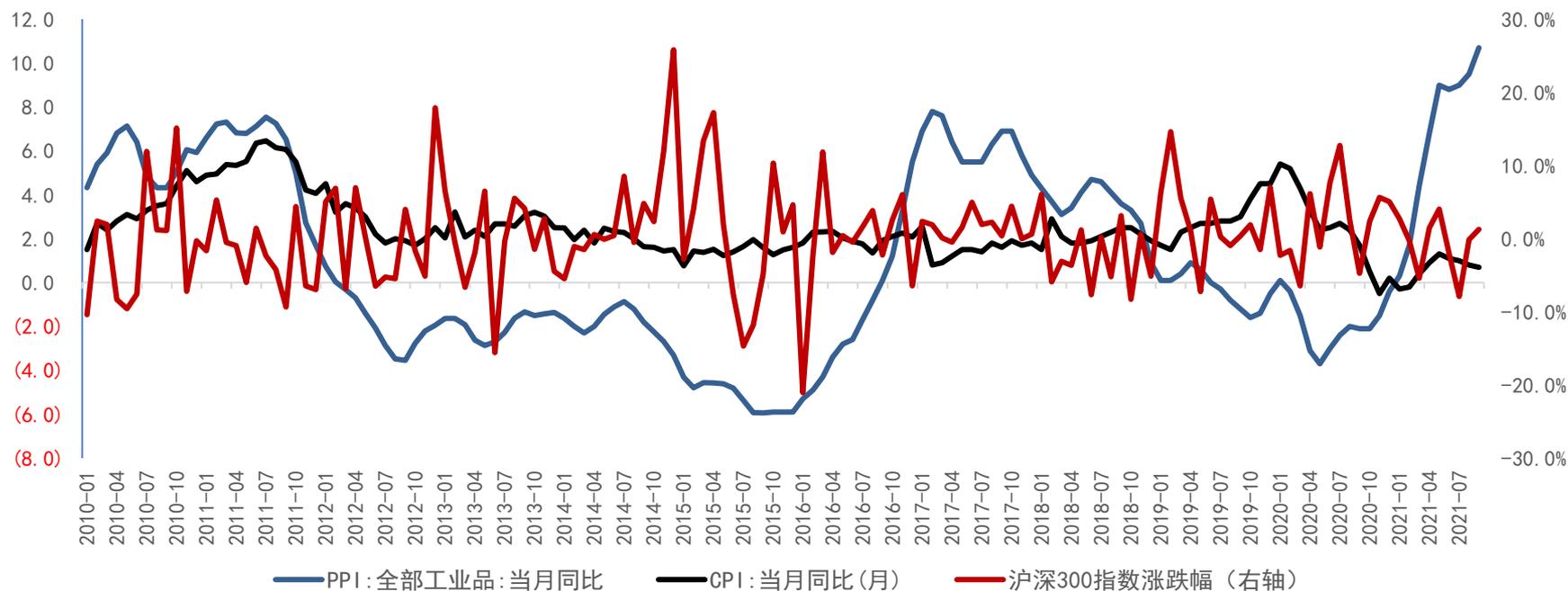
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 美联储货币政策边际收紧，美元整体呈现震荡走强的走势。但本轮“美元周期”中美元却整体表现偏弱，近期出现了持续的回落，一方面源于短期内对于美联储货币政策定价较为充分，另一方面由于美元多头交易较为拥挤下的技术性回落。但总体而言，美联储货币正常化、美国经济相对强劲以及欧日央行的超鸽派姿态的背景下，美元仍然以震荡走强为主。
- 强美元周期下，近日人民币却升破6.40关口，一是近期美元的持续性回落，二是海外需求旺盛下中国出口超预期。但是随着美元重新走强以及可能的中国货币政策边际宽松，人民币缺乏持续走强的基础。

## 资产观点（2）：通胀无牛市，权益呈结构行情

- 预计四季度股指整体中性偏上行，通胀持续走高，终端需求走弱，整体上限制股指上涨空间，预计仍以结构性行情为主。
- 随着白马蓝筹股估值逐渐回归到合理区间，市场资金会重新开始关注消费类板块。虽然现阶段周期行情还不会完全转换为消费行情，但风格会比今年上半年更平衡一些。当前我国正在调整产业结构，个别行业受到政策影响股价波动加大，也会造成股指波动加大。

过去10年中国CPI和PPI增速VS沪深300涨跌幅（%）



# 资产观点（3）：预期切换混沌，利率上行为主

## 通胀升温

全球能源价格上涨，通胀预期明显升温，美债收益率回升。国内PPI创新高，猪价由跌转涨，CPI面临上行压力，限制货币政策空间。

## 社融企稳

8月份以来，政府债券发行进度明显加快，央行信贷支持政策陆续出台，指导主要银行房贷政策纠偏，房企融资有望改善，带动社融增速逐步企稳。

## 利差收窄

当前同业存单利差和收益率差处于低位，再度压缩空间有限，且中美利差处于低位，限制下行空间。

央行继续维护银行体系流动性合理充裕，资金面保持宽松，年期前2.45万亿MLF到期下，市场降准置换MLF预期仍在。

资金面  
宽松

前三季度经济数据不及预期，四季度仍面临疫情扰动，消费复苏缓慢，外需可能面临高位回落，经济仍面临下行压力。

经济下行

偏空

**随着政策效果逐步显现，经济增速或好于市场预期，四季度国债收益率上行概率将大于下行概率，债券配置以高等级短久期加杠杆为主。**

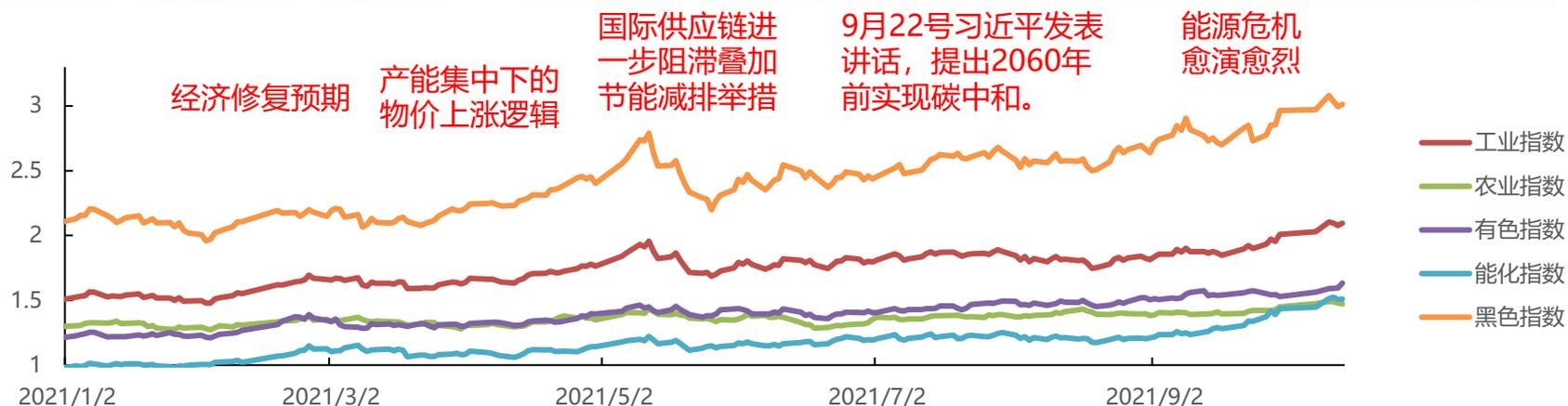
# 资产观点（4）：大宗商品四季度高位运行



当前大宗商品的牛市主要受以下逻辑驱动：

- 1、**经济复苏**。需求增加、供需缺口收敛下国际定价大宗商品价格高位震荡；
- 2、**流动性泛滥**。各国采取货币财政双宽松的积极政策，造成市场流动性的泛滥；
- 3、**能源危机**。国正努力转向可再生能源，但异常的天气状况以及全球化的供应链使得天然气、煤炭、原油等能源价格纷纷走高。
- 4、**产能集中至中国**。一方面疫情导致东南亚产能受限，全球产能需求集中至中国，另一方面碳减排政策对产能形成压制，国内定价的高能耗品类、煤炭及其下游的化工品也受到波及。

# 资产观点（5）：经济回落，大宗商品逐步见顶



资料来源：Wind，申万期货研究所

## 下一阶段，商品或面临驱动力的转换：

- **1、海外货币收紧。** 通胀压力或加速海外国家货币政策收紧的速度，财政支持的力度将减弱。美联储四季度大概率开启QE缩减，并且明年有被迫加息的可能。
- **2、经济需求见顶。** 疫情影响以及财政支持撤出的影响下，海外经济或出现筑顶迹象。
- **3、国内政策管控加强。** 发改委10月宣布，研究依法对煤炭价格实行干预措施，随后相关品种进入跌停潮。后期国家或加强政策管控，进一步打压商品投机情绪。

除了需求的增长，本轮商品极大程度上受到供给弹性受限的支撑。对于中上游行业而言，在遭遇疫情及碳减排政策对产能的压制之外，欧美电价飙升引发的部分相关企业减产、停产，使其产能弹性被进一步压缩。中上游行业产能受限下、价格的长时间高企，意味着本轮全球通胀将高烧难退。但相关驱动因素的转换或使得商品四季度逐步进入筑顶阶段。

# 目 录

1

宏观经济形势与政策重点

2

宏观展望与资产价格判断

3

金融与期货行业发展形势

# 1、金融行业发展趋势：注册制与对外开放

- 10月20日，证监会主席易会满在“2021金融街论坛年会”上发表主题演讲时表示，注册制改革是完善要素资源市场化配置机制的重大改革，也是发展直接融资特别是股权融资的关键举措，要为在全市场推行注册制积极创造条件。
- 9月1日，方星海在2021中国（郑州）国际期货论坛上表示继续扩大特定开放品种范围，拓宽开放模式，更多采用保税交割和现金交割模式，便利国际投资者参与。更加注重制度规则与国际市场的深层次对接，深入推进期货市场制度型开放，同时要强化与境外监管机构的跨境监管与执法合作。

## 坚定试点注册制

试点注册制改革达到了预期目标，支持科技创新的示范效应初步显现，市场运行总体保持平稳。

## 全市场推行注册制

必须立足国情市情不能简单搞“拿来主义”；必须深刻认识资本的双重性，严把入口关；必须发挥合力，创造市场良好生态；必须刀刃向内，全面提升监管能力。

## 扩大特定品种开放

加强与境外监管的合作，落实好期现货市场联动监管。

## 积极推进碳期货研发工作

期货市场要主动服务国家“双碳”目标，推动全国碳排放权交易市场的建设和发展。



十三届全国人大常委会第三十一次会议将“期货法”草案名称修改为“期货和衍生品”草案。在本次审议的期货和衍生品法草案中，增加期货交易和衍生品交易的定义。



要抓住当前时机，加大对下游企业、中小企业的服务力度，鼓励国企、央企、上市公司等更多产业企业参与，实现期货市场运行质量和产业客户风险管理效果共同提升。



成为服务乡村振兴战略的重要力量。

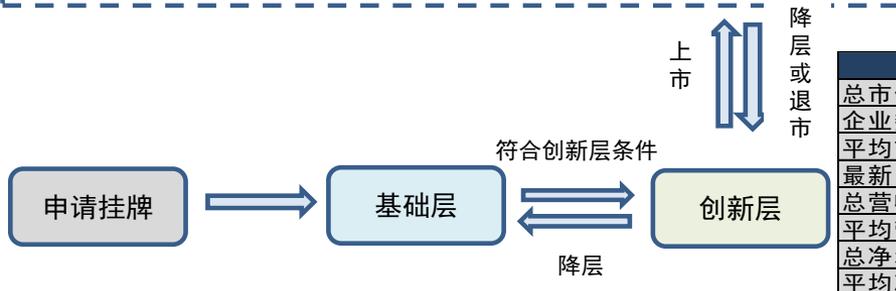
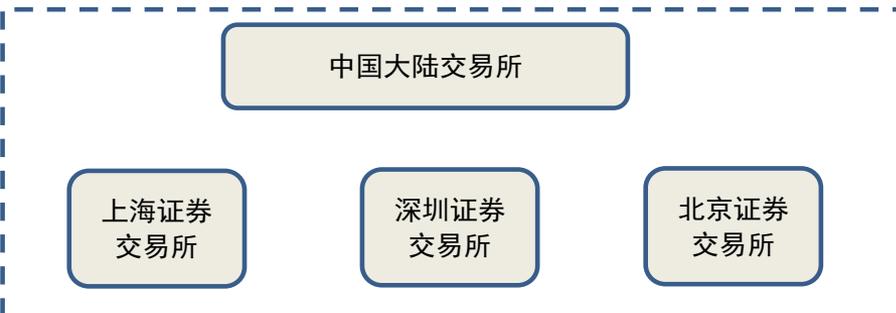
# 北交所加速多层次资本市场改革

- 2021年9月2日，中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会在北京举行，国家主席习近平发表致辞时指出，将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。
- 北交所是新三板“精选层”的升级，新三板由“基础层、创新层、精选层”结构变为“基础层、创新层、北交所”结构。2020年7月，新三板精选层正式开始交易，新三板并入北交所后，新三板的精选层公司直接在北交所上市。

项目	精选层	创新层	基础层	合计
公司家数	66	1250	5988	7304
总股本（亿股）	108.44	1295.63	3450.2	4854.27
流通股本（亿股）	50.56	766.46	2149.36	2966.38
成交股票只数	66	358	318	742
成交金额（万元）	83870.99	21964.25	6751.44	112586.68
成交数量（万股）	5101.86	3187.63	4404.75	12694.24

\*\*\*成交数据为2021年9月2日当日数据

\*\*\*公司数量和股本为截至2021年9月2日数据



不同板块对比	上证主板	深圳主板	创业板	科创板	精选层
总市值（亿元）	511,666	248,948	126,853	54,511	1,979
企业数量	1639	1471	1015	332	66
平均市值（亿元）	312	169	125	164	30
最新日均成交额（亿元）	4.21	3.65	2.88	1.64	0.13
总营收（亿元）	386,385	126,466	20,927	4,980	441
平均营收（亿元）	235.74	85.97	20.62	15.00	6.68
总净利润（亿元）	33,591	8,491	1,381	593	49
平均净利润（亿元）	20.49	5.77	1.36	1.78	0.75

\*\*\*营收和净利润为2020年数据。

\*\*\*市值和成交额截至9月5日。

## 2、金融行业转型：证券投顾业务对期货行业的借鉴

- 截至10月，已经有59家机构获得基金投顾资格试点的备案函，包括24家公募基金，29家证券公司，3家银行，3家第三方独立销售机构。国内头部券商财富管理转型的侧重点虽有所不同，但主要围绕**投资顾问服务团队的建设与品牌打造、金融产品的丰富与优选配置、金融科技的赋能与全面支撑**等三个方面展开。
- **基金投顾业务的开展将有助于推动券商财富管理转型，提升财富管理AUM规模和综合费率，丰富利润来源。**2021年中报数据显示，近30家券商投顾业务净收入较2020年同期增长。投顾业务净收入方面，招商证券规模合计达4.75亿元，排名行业首位；中金公司实现净收入3.18亿元，位列第二。另外，国泰君安、华泰证券上半年该项收入均超过1亿元，较上年同期增速分别高达412.6%、393.98%。
- 中国仅6%的基民购买基金前接受专业投顾指导，而美国约50%的比例。2020年底SEC注册投资顾问所管理的监管资产规模（RAUM）已达97万亿美元，发展趋势及空间均利于券商。

目前多数券商已经在金融科技赋能、业务协同等方面做了全方位的举措。

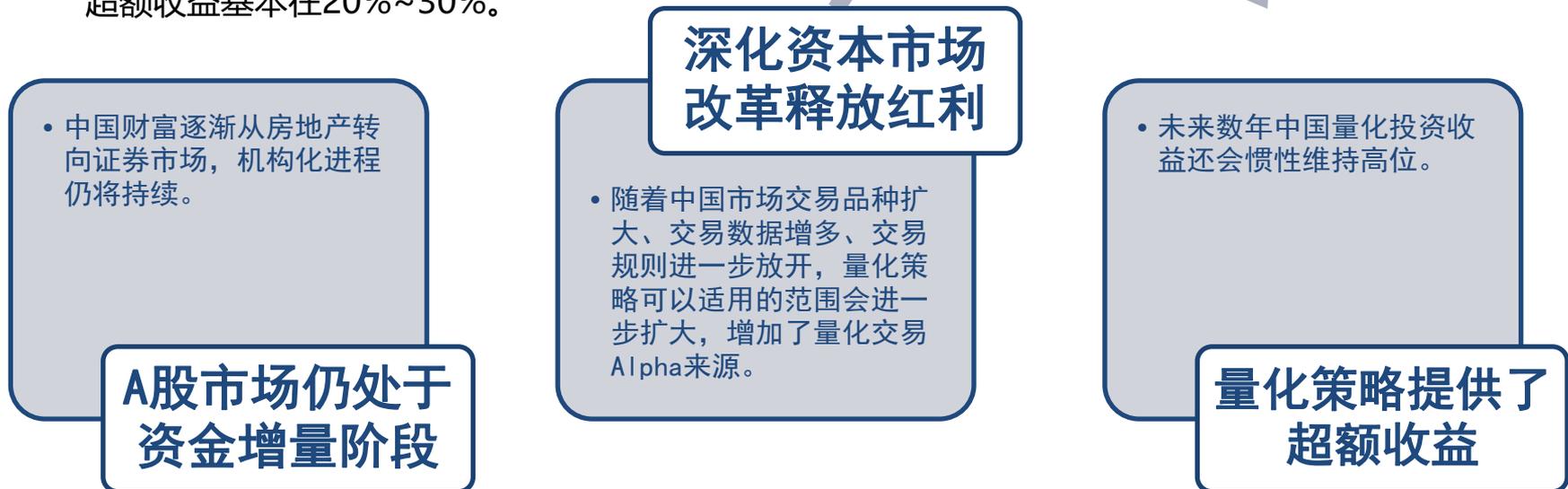
国金证券：通过完善规范的投资顾问服务制度建设、灵活便捷的线上化服务工具、丰富全面的投资顾问产品以及先进智能的投顾人员管控平台等措施

平安证券：从专业培养、服务体系、科技赋能等方面提升投顾团队整体能力及素质

联储证券：组织进行基金筛选、基金组合搭建、基金营销及服务的专项培训，提高投顾人员的专业度等。

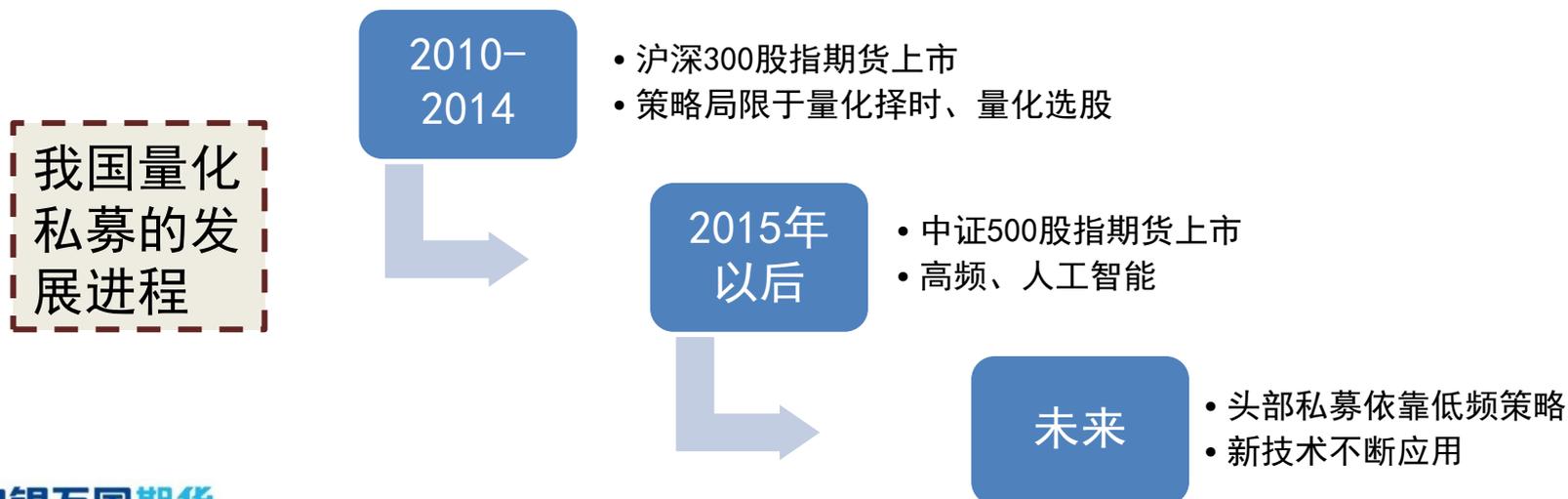
### 3、市场参与者变化：A股20%成交来自于量化交易

- 自7月21日以来，两市已连续35个交易日成交额破万亿，9月1日更是创出了1.7万亿的年内新高。
- **量化交易成交额占比提升的原因**：1) 量化类产品规模不断增加，目前中基协统计的量化类基金规模突破一万亿，按每天20%换手率计算，量化机构的日成交额在2000亿左右；2) 北向成交额中有很大比例属于量化交易，交易占比甚至高达五成，按最近成交情况计算，大约在500~700亿元；3) 相对于过去抱团行情，结构性机会轮动和扩散相对更有利于量化策略的表现。
- **海外量化策略成交占比达到40%**。从成交占比看，美国市场量化策略的成交占比达到40%，广义量化的占比更是接近80%。对比海外市场，中国量化机构才刚刚起步，仍有很大发展空间。在交易者结构中，如果量化的占比较低的话，容易获得超额收益。中国目前量化的交易额占比大概在20%~30%，而美国已经接近70%。所以，过去五年美国量化私募的年化超额收益大概在5%~6%，但中国一线量化私募的超额收益基本在20%~30%。



# 期货市场量化交易现状

- 量化策略高换手的特点，将为期货市场和股票市场注入更多的流动性，使得期货市场价格发现的功能发挥得更充分、股票市场资本服务实体经济的作用更突出。
- 2019年伴随职业年金陆续入市，二级市场迎来了一股重要的长期资金。为了兼顾获取收益和控制风险，多家年金基金投管人逐步开始在组合中利用股指期货对冲股票市场的波动风险。2020年底人力资源和社会保障部官网印发的《关于调整年金基金投资范围的通知》中，首次将国债期货纳入年金基金投资范围。



### 3、期货行业：各项业务快速发展

中国期货业协会：1—9月全国期货市场累计成交量约为**55.89亿手**，累计成交额约为**437.77万亿元**，同比分别增长**31.02%**和**44.57%**。

截至8月末，全国150家期货公司客户权益为**11666.36亿元**，环比增长**4%**。



截至2021年9月，**超过900家上市公司参与套期保值**，机构化趋势加快。生猪期货上市后，1800余家产业企业参与生猪期货交易，生猪养殖前20家龙头企业超过半数成为生猪期货交割仓库。

1—8月，全国150家期货公司实现营业收入**308.05亿元**，同比增长**47.85%**；实现**净利润85.65亿元**，同比增长**63.02%**，经营情况持续向好。

资料来源：中期协，申万期货研究所

# (1) 金融市场政策开放进一步引入海外投资者

## 走出去

9月24日，北京、上海、香港三地连线举行债券通“南向通”启动仪式，“南向通”正式开通。债券“南向通”的推出，标志着陆港债券市场资金南来北往、互联互通的完整闭环构建完成。

10月18日，MSCI中国A50互联互通指数期货合约正式上线交易。



## 引进来

证监会公布合格境外机构投资者（QFII）可参与金融衍生品交易品种，新增开放商品期货、商品期权、股指期权三类品种，参与股指期权的交易目的限于套期保值交易，自2021年11月1日施行。

一系列开放举措的落地，表明了中国金融市场对外开放的坚定决心，境外机构投资者参与中国市场的意愿与积极性进一步提高。

我国期货市场国际化稳步推进，商品期货期权国际化品种已达9个。未来，国债期货也有望被纳入境外机构投资者（QFII）可参与金融衍生品交易品种。

## (2) 金融机构大举参与股指期货

- 自2010年中国金融期货交易所推出第一个金融期货品种——沪深300股指期货以来，经历11年的发展，金融期货已经成为券商自营、资管、公募、私募、信托、QFII/RQFII、保险资金、养老金等专业机构投资者进行套期保值与风险管理的重要工具，在居民财富管理中起到不可或缺的作用。
- 目前股指期货、国债期货等金融期货已经成为公募基金、养老保险、券商自营等机构风险管理、仓位/现金管理的重要工具。数据显示，截至目前，金融期货市场开立客户数为52万左右（以开户号为统计口径）。
- 相比海外金融衍生品市场的成熟与量化交易的盛行，在国内的公募基金、银行理财子、券商资管、保险等财富管理机构中，在运用金融衍生品中仍有种种不便，亟待制度进一步的“松绑”。

投资品种有待丰富，对中证1000股指期货呼声较高。

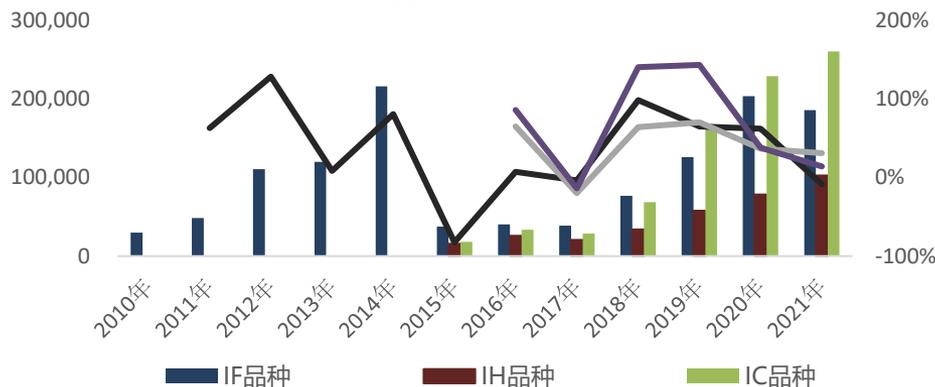
公募基金中对股指期货等金融期货净值占比有限制，对交易有限制。

年金机构不能做多头套保，只能做空套保。

区分投机账户与套保账户。

股指期货持仓	持仓量(多头)	持仓量(空头)
IF	1958	-15282
IH	238	-1357
IC	2911	-3102
合计	5107	-19741

三大品种持仓量变化



备注：2021年持仓数据为截至10月21日数据

资料来源：申万期货研究所

# (3) 期货公司动态

## 头部期货公司谋求上市

今年7月1日，永安期货向上交所主板递交了上市申请。9月9日，永安期货IPO成功过会。这意味着继南华期货（603093.SH）、瑞达期货（002961.SZ）之后，A股市场即将迎来第三家期货上市公司。

浙商期货启动混改研究工作，或通过股改实现控股股东变更，目前，浙商期货隶属浙江省交通投资集团由浙商证券全资控股。浙商期货进行股改最终目的是寻求上市。而按照现行规定，当前浙商期货作为浙商证券子公司无法分拆上市。

## 有实力的期货公司意图打造更全面的金融平台

瑞达期货参与了网信证券破产重整投资人的公开招募和遴选，并于2021年9月16日初步完成了报名事宜，但本次遴选分为两轮，公司能否通过遴选存在不确定性。

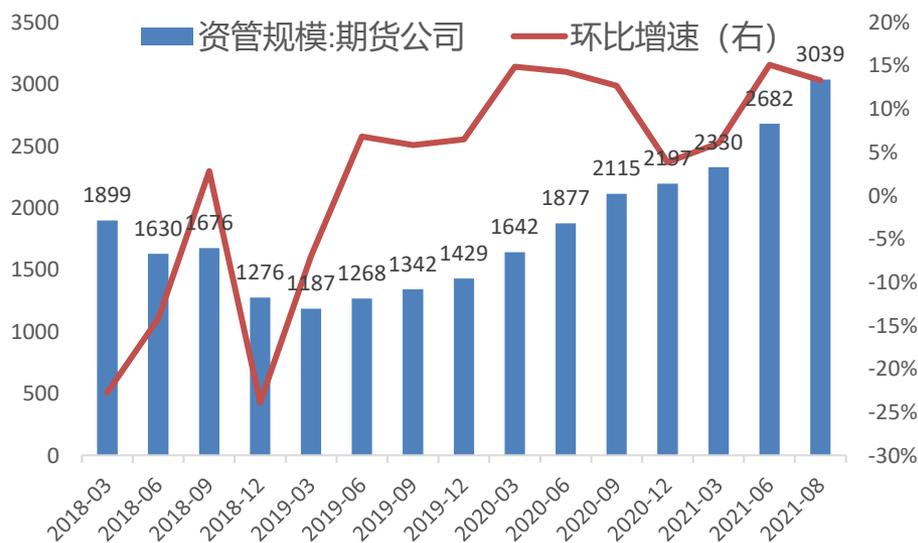
此前瑞达期货已经核准设立瑞达基金管理有限公司，参与网信证券破产重整能够有效整合证券公司与期货公司的业务资源，发挥协同效应，满足不同类别客户多元化的需求，为客户提供全方位的风险管理和财富管理等综合金融服务。也体现出部分有较强实力的期货公司开始构建大金融公司的服务构架。



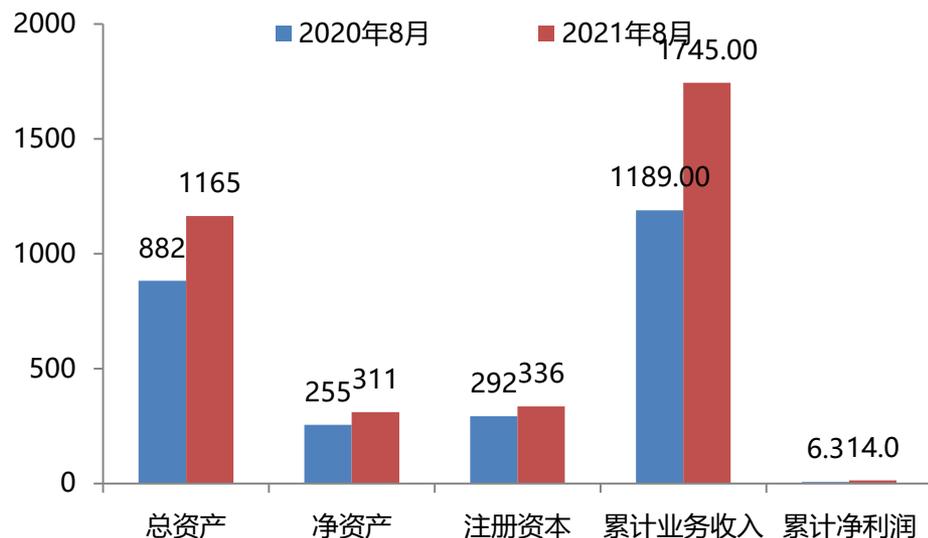
# 资管规模创新高，风险子公司利润大增

- **期货资管规模创历史新高。**自2019年6月份以来，期货公司资管规模逐季回升，最新8月份资产管理规模已经达到3039亿元，创历史新高。主要是因为期货公司资管业务可投资的品种不断增多，投资范围持续扩大，业务模式更加丰富。
- **风险管理子公司收入和利润大幅增加。**今年前1-8月风险管理公司累计收入达到1745亿元，同比增加47%，累计净利润14.03亿元，同比增122%，分项看基差贸易、场外衍生品业务和做市业务均显著增加。风险管理子公司资本实力也显著增加，总资产、净资产和注册资本分别达到1165亿元、311亿元、和336亿元。

### 期货资管规模走势 (亿元, %)



### 截止8月份风险管理公司财务情况 (亿元)



资料来源：中期协，申万期货研究所

# 思考：科技型经纪商替代传统经纪商？

## 老虎证券模式

老虎证券模式（小米集团及美国一流的互联网券商盈透证券是其主要股东，坚信科技型券商终将替代传统券商），2021年上半年，该公司新增入金客户数达27万，比其2020年底之前（老虎证券APP于2015年8月上线）的入金客户总和还要多；今年第二季度新增入金客户15.3万，为去年同期4.5倍，创历史单季最高增量，其中超六成来自海外。

### 传统经纪商

1. 投行思维，强调投入产出比，很难做到对一些创新业务的持续投入，机会偏少。
2. 关注头部高净值客户，重点主推爆款、核心热点产品。

### 科技型经纪商

1. 免费思维，早期不看重盈利，看重规模效应和未来的可能性，机会偏多。
2. 服务海量普通用户，通过互联网线上聚集用户，收取佣金变现，极大降低了获客成本。

申银万国期货有限公司·感谢您的观看

SHENYIN & WANGUO FUTURES

深化协同、夯实基础、创新转型、争先进位