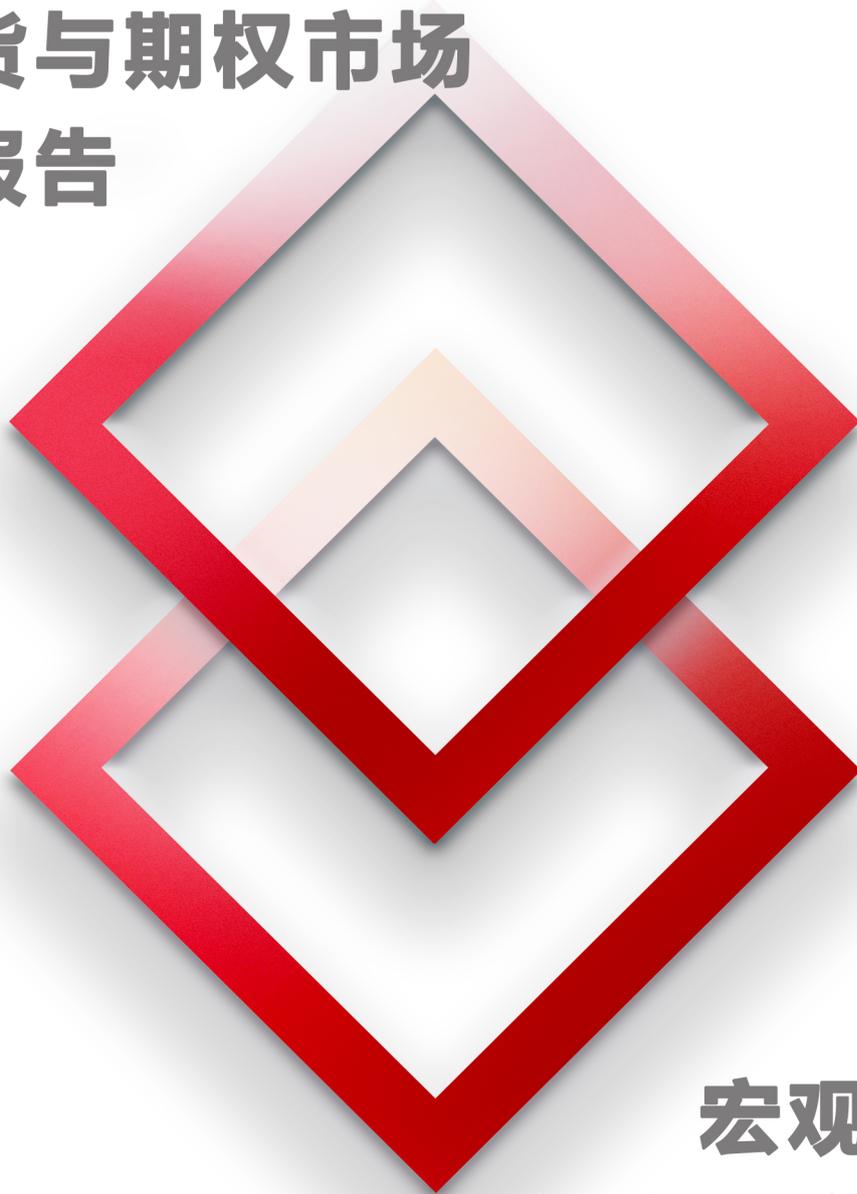


2022年度

中国期货与期权市场 半年度报告



**宏观经济与
金融衍生品市场解读**

方正中期期货研究院

公司简介

方正中期期货有限公司（简称“方正中期期货”）是由方正证券股份有限公司（简称“方正证券”）控股的大型综合类期货公司，目前在北京、上海、长沙、天津、包头、保定、邯郸、唐山、青岛、太原、西安、南昌、武汉、宁波、杭州、常州、南京、苏州、扬州、岳阳、株洲、郴州、常德、广州、深圳等地设有36家分支机构。同时，依托方正证券旗下营业网点，已逐步形成覆盖全国的业务网络。

方正中期期货是中国期货业协会理事单位（001号会员）、大连商品交易所理事单位、郑州商品交易所监事单位、北京期货商会副会长单位；上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所会员及中国金融期货交易所交易结算会员，上海国际能源交易中心会员。公司具有开展商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售业务资格；下设子公司——上海际丰投资管理有限责任公司（简称“际丰投资”）从事风险管理等相关业务。

作为中国期货行业最早成立的公司之一，方正中期期货以传统经纪业务为根基，在巩固市场优势地位的同时，持续推动业务转型升级，打造行业领先的综合金融服务平台。公司以经纪业务为资源平台，不断加快资产管理、风险管理等相关创新业务的发展步伐，行业排名、市场竞争力、总体盈利水平等均实现稳步提升。

2021年荣誉

- | | |
|---------------------------|----------------------------|
| 中国金融期货交易所 优秀会员金奖 | 郑州商品交易所 期权市场服务奖 |
| 上海能源国际交易中心 优秀会员奖 | 郑州商品交易所 优秀会员 |
| 上海期货交易所 能化产业服务奖 | 第十九届中国财经风云榜 2021年度社会责任金融机构 |
| 上海期货交易所 有色产业服务奖 | 国际金融报 年度绿色金融先锋企业 |
| 上海期货交易所 钢材产业服务奖 | 期货日报-证券时报 最佳期权分析师 |
| 上海期货交易所 优秀会员金奖 | 期货日报-证券时报 最佳金融量化策略工程师 |
| 大连商品交易所 优秀乡村振兴奖 | 期货日报-证券时报 最佳农副产品期货分析师 |
| 大连商品交易所 优秀国际市场服务奖 | 期货日报-证券时报 最佳工业品期货分析师 |
| 大连商品交易所 优秀期权市场服务奖 | 期货日报-证券时报 最佳金融期货分析师 |
| 大连商品交易所 优秀钢铁原燃料产业服务奖 | 期货日报-证券时报 最佳宏观策略分析师 |
| 大连商品交易所 优秀能化产业服务奖 | 期货日报-证券时报 最佳中国期货经营分支机构 上海 |
| 大连商品交易所 优秀技术服务奖 | 自贸试验区分公司 |
| 大连商品交易所 优秀会员金奖 | 期货日报-证券时报 最受欢迎的期货经营机构自媒体 |
| 郑州商品交易所 优秀风险管理公司（际丰投资子公司） | 期货日报-证券时报 最佳精准扶贫及爱心公益奖 |
| 郑州商品交易所 建材产业服务奖（邯郸营业部） | 期货日报-证券时报 最佳金融科技进步奖 |
| 郑州商品交易所 农业产业服务奖（北京分公司） | 期货日报-证券时报 最佳商品期货产业服务奖 |
| 郑州商品交易所 建材产业服务奖 | 期货日报-证券时报 中国金牌期货研究所 |
| 郑州商品交易所 农业产业服务奖 | 期货日报-证券时报 中国期货公司年度最佳掌舵人 |
| 郑州商品交易所 人才培育奖 | 期货日报-证券时报 中国期货公司金牌管理团队 |
| | 期货日报-证券时报 中国最佳期货公司 |

重要事项

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期期货研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期期货研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，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。本报告版权归方正中期期货有限公司所有。

期市有风险 投资须谨慎

中国宏观经济：疫情冲击结束 经济浴火重生

——2022 年上半年回顾与下半年展望

方正中期期货研究院 李彦森 Z0013871

➤ 摘要：

○ 今年上半年经济整体走弱，核心影响逻辑是 3 月底开始的疫情，这也导致一季度 GDP 增速降至 4.8%。疫情影响下供需两面同时走弱，尤其长三角地区严格封控措施之下，制造业受到显著冲击。国内供应链受阻严重，是本轮疫情的明显特点。从节奏上看，年初经济维持稳定，3 月初步下探，4 月进入底部，5 月开始修复，6 月正加速回升。二季度已形成年内经济增速的谷底，预计下半年将会继续上行。疫情对需求的打击更多集中在消费和房地产方面，未来仍需要关注两点，一是房地产投资投资能否在四季度回升，二是耐用消费品尤其是汽车回补前期缺量的幅度。另外外需风险也不容忽视。消费通胀上升、产出通胀回落趋势不变，货币政策暂不受此影响。政策核心是稳定疫情影响下的经济：货币政策包括降准、降息、降 LPR 从流动性层面支持居民、企业、政府，总量政策进入观望期，核心从稳经济转向稳流动性，结构性工具仍是主力。财政政策通过退税直接支持实体经济，并加快地方债发行、资金使用稳基建投资。我们认为，疫情对虽然导致经济底部更深，但年内先降后升的趋势不变，下半年将回到加库存周期中。全年 5.5% 的 GDP 增速目标完成难度较大，我们预计乐观情况下 GDP 增速可能在 5% 左右。

目录

第一部分 疫情加深底部 下半年经济将持续修复	3
一、疫情扰动结束 产出已越过低谷	4
二、基建是稳投资主力 未来关注房地产	6
三、疫情打击消费 服务业恢复时间更长	9
四、多因素推动出口 下半年或转为承压	11
五、疫情结束后利润有望持续修复	13
第二部分 CPI、PPI 一升一降趋势或维持不变	15
一、内外因推升 CPI 下半年逻辑或有变化	16
二、PPI 下行趋势不变 至年底或走向平稳	19
第三部分 疫情影响下货币、财政政策双宽松	20
一、货币宽松对冲经济下行 年内无需担忧收紧	21
二、财政前置叠加退税 关注地方债下达情况	24
三、宏观杠杆率上升 结构差异仍将存在	25
第四部分 汇率或维持弱势 疫情影响最大阶段已过	28
一、人民币高位回落 弱势方向难改	28
二、疫情是主要风险 但影响最大时期已过	32
第五部分 下半年主要期货大类和品种展望	33

第一部分 疫情加深底部 下半年经济将持续修复

年初以来经济整体走弱，在去年末开始的下行趋势基础上，3月底开始的疫情加深经济底，一季度GDP增速降至4.8%，二季度增速继续下降。疫情导致供需双双走弱，实际产出罕见负增长，同时产出端通胀回落，共同拖累名义产出下行。其中制造业受影响更明显，原材料则相对稳健，5月开始逐步复工复产后，制造业恢复也相应更快。疫情之下产量、价格同时压制企业利润。需求方面，消费受冲击最明显，尤其服务消费和耐用品消费。疫情后耐用品消费已明显反弹至正常水平附近，但服务消费仍回升缓慢，有待进一步修复。地方债加速发发行和投放下，基建仍为稳投资主要抓手，且支持作用能维持到三季度，后期增速关注是提前下达明年地方债额度情况。制造业投资维持稳定，也是海外需求强劲的结果。但随着美国货币政策收紧、经济衰退风险上升，外需韧性或难维持，需要警惕外需承压回落。我们认为，疫情对虽然导致经济底部更深，但年内先降后升趋势不变，下半年将回到加库存周期中。全年5.5%的GDP增速目标完成难度较大，我们预计乐观情况下GDP增速可能在5%左右。



图 1 名义和实际 GDP 增速以及 GDP 平减指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

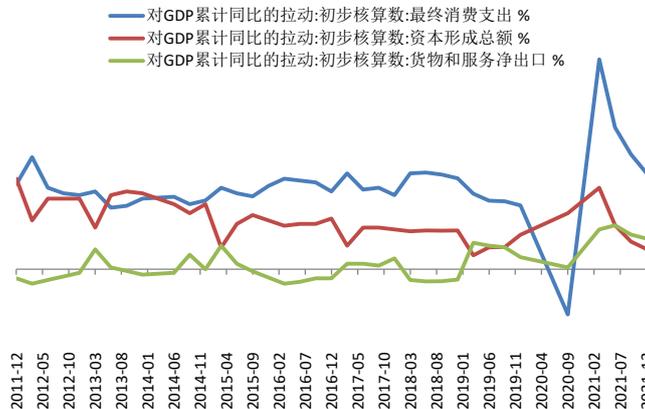


图 2 拉动 GDP 的“三驾马车”

数据来源：Wind、方正中期研究院

2022	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比 增速	4.80%	4.50%	5.50%	6.00%	5.24%
		4.50%	5.00%	5.50%	4.97%
		4.00%	5.00%	6.00%	4.99%
		4.00%	4.50%	5.50%	4.72%
		3.50%	4.00%	5.00%	4.34%

表 1 2022 年 GDP 预测，乐观情况下 5%左右

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据名称	单位	2020	2021	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06
实际GDP累计同比	%	2.20	8.10	--	--	9.80	--	--	8.10	--	--	4.80	--	--	--
名义GDP累计同比	%	2.74	12.84	--	--	14.14	--	--	12.84	--	--	8.95	--	--	--
工业增加值累计同比	%	2.80	9.60	14.40	13.10	11.80	10.90	10.10	9.60	3.86	7.50	6.50	4.00	3.30	--
制造业PMI	点	49.92	50.54	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40	49.60	--
出口金额:累计同比	%	3.62	29.86	35.07	33.63	32.88	32.18	30.96	29.86	24.10	16.30	15.80	12.50	13.50	--
进口金额:累计同比	%	-0.60	30.05	35.45	35.04	32.53	31.19	31.21	30.05	20.40	16.10	10.00	7.20	6.60	--
贸易差额:累计值	亿美元	5240	6764	2986	3578	4259	5107	5825	6764	841	1138	1606	2117	2905	--
固定资产投资:累计同比	%	2.90	4.90	10.30	8.90	7.30	6.10	5.20	4.90	--	12.20	9.30	6.80	6.20	--
房地产投资:累计同比	%	7.00	4.40	12.70	10.90	8.80	7.20	6.00	4.40	--	3.70	0.70	-2.70	-4.00	--
基建投资:累计同比	%	3.41	0.21	4.19	2.58	1.52	0.72	-0.17	0.21	--	8.61	10.48	8.26	8.16	--
制造业投资:累计同比	%	-2.20	13.50	17.30	15.70	14.80	14.20	13.70	13.50	--	20.90	15.60	12.20	10.60	--
名义社会消费:累计同比	%	-3.90	12.50	20.70	18.10	16.40	14.90	13.70	12.50	--	6.70	3.27	-0.20	-1.50	--
实际社会消费:累计同比	%	-5.23	10.70	19.39	16.70	15.02	13.31	11.91	10.70	--	4.90	1.30	-2.54	-4.00	--
GDP平减指数累计同比	%	0.53	4.38	--	--	3.95	--	--	4.38	--	--	3.96	--	--	--
CPI:累计同比	%	2.50	0.90	0.60	0.60	0.60	0.70	0.90	0.90	0.90	0.90	1.10	1.40	1.50	--
核心CPI:累计同比	%	0.80	0.80	0.50	0.60	0.70	0.80	0.80	0.80	1.20	1.20	1.20	1.10	1.10	--
PPI:累计同比	%	-1.80	8.10	5.70	6.20	6.70	7.30	7.80	8.10	9.10	8.90	8.70	8.50	8.10	--
PPIRM:累计同比	%	-2.30	11.00	7.90	8.60	9.30	10.10	10.70	11.00	12.10	11.60	11.30	11.20	10.80	--
M2:存量同比	%	10.10	9.00	8.30	8.20	8.30	8.70	8.50	9.00	9.80	9.20	9.70	10.50	11.10	--
贷款余额存量同比	%	12.80	11.60	12.30	12.10	11.90	11.90	11.70	11.60	11.50	11.40	11.40	10.90	11.00	--
社融规模存量同比	%	13.30	10.30	10.70	10.30	10.00	10.00	10.10	10.30	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	--

表 2 近一年主要宏观经济数据变动情况

数据来源: Wind、方正中期研究院

一、疫情扰动结束 产出已越过低谷

上半年产出端受到疫情影响也出现明显下滑,尤其是工业增加值在4月甚至出现-2.9%的同比负增长。产出端回落背后反映两条逻辑线:一是疫情来临后,封控措施限工限产直接导致产出增量下降;二是上下游产业、交通运输等受限,导致供应链运行受阻,令部分企业“被动限产”。5月开始决策层不断出台政策打通供应链“堵点”,要求逐步复工复产。工业增加值也相应有所回升。而6月开始疫情影响结束,完全复工复产后,制造业增速将进一步上升。从行业来看,疫情期间受影响更明显的是中游狭义制造业,这显然与此轮疫情主要影响长三角地区有关。之前对中上游行业影响较明显的环保政策以及“缺芯”等问题影响下降。中上游采掘以及原材料行业表现相对好,对应公用事业行业的必需品属性和基建投资对原材料的拉动。从PMI以及经济周期角度看,3月和4月是制造业PMI明显回落的时期。5月则出现大幅上升,但绝对水平仍位于50荣枯线下,反应环比增速仍为负。疫情之前库存周期位于主动去库存阶段,疫情后数据受扰动明显。3月开始出现供需全面回落,但需求回落更快的状况,显示出疫情后短期被动加库存。至5月供需恢复阶段仍为产出强于需求。我们认为,疫情期间仍应视作主动去库存阶段,并且存在疫情“坑底”恰好掩盖产出端周期性触底。因此预计疫情后短期产出强于需求,但需求端复苏将拉动周期转向被动去库存,并于下半年进入加库存周期。二季度触底、下半年复苏的经济节奏不变,只是疫情导致底部的位置更深。

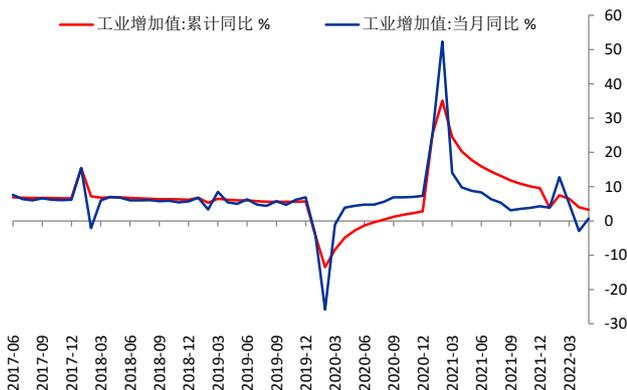


图 3 工业增加值罕见负增长

数据来源：Wind、方正中期研究院

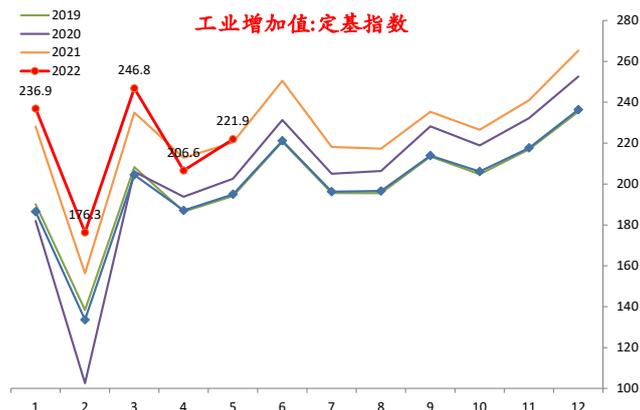
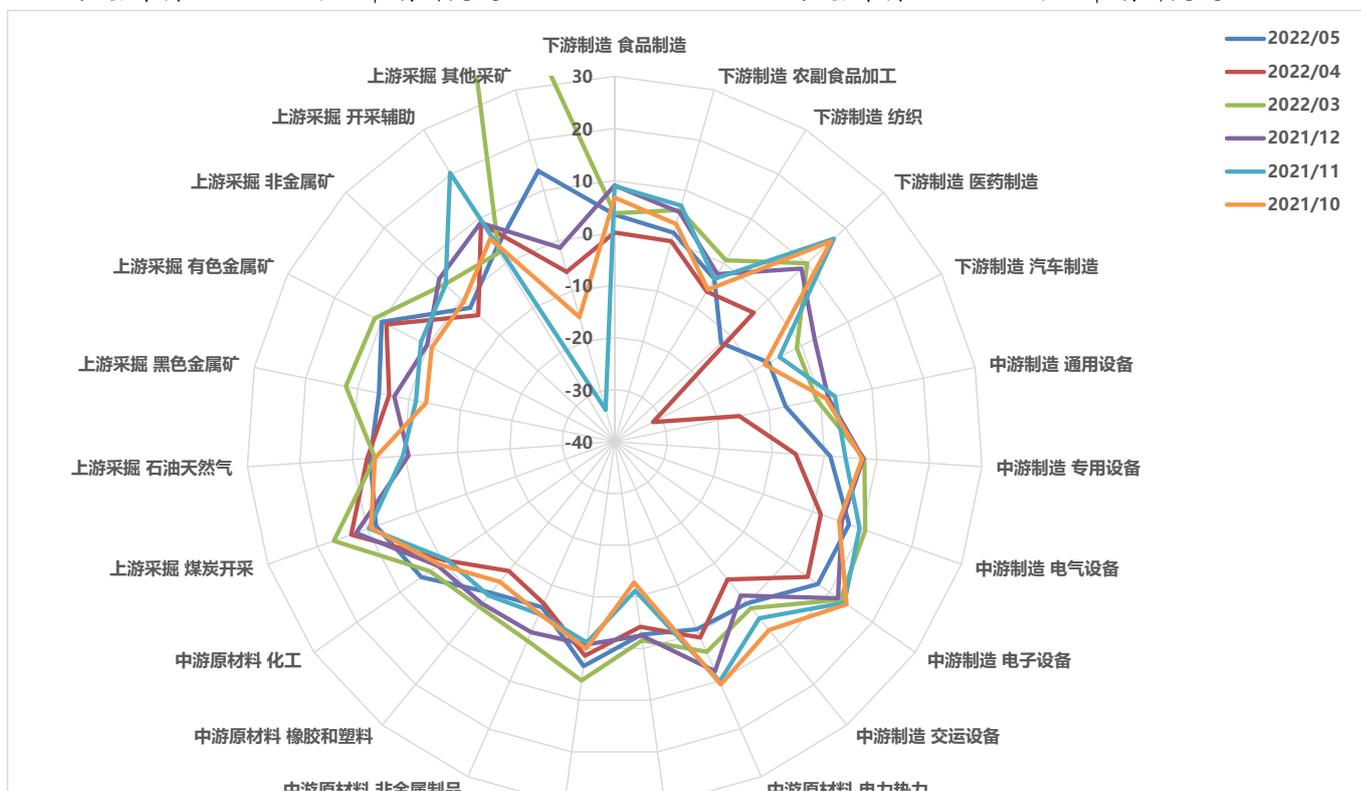


图 4 产出端二季度偏弱

数据来源：Wind、方正中期研究院



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44096

