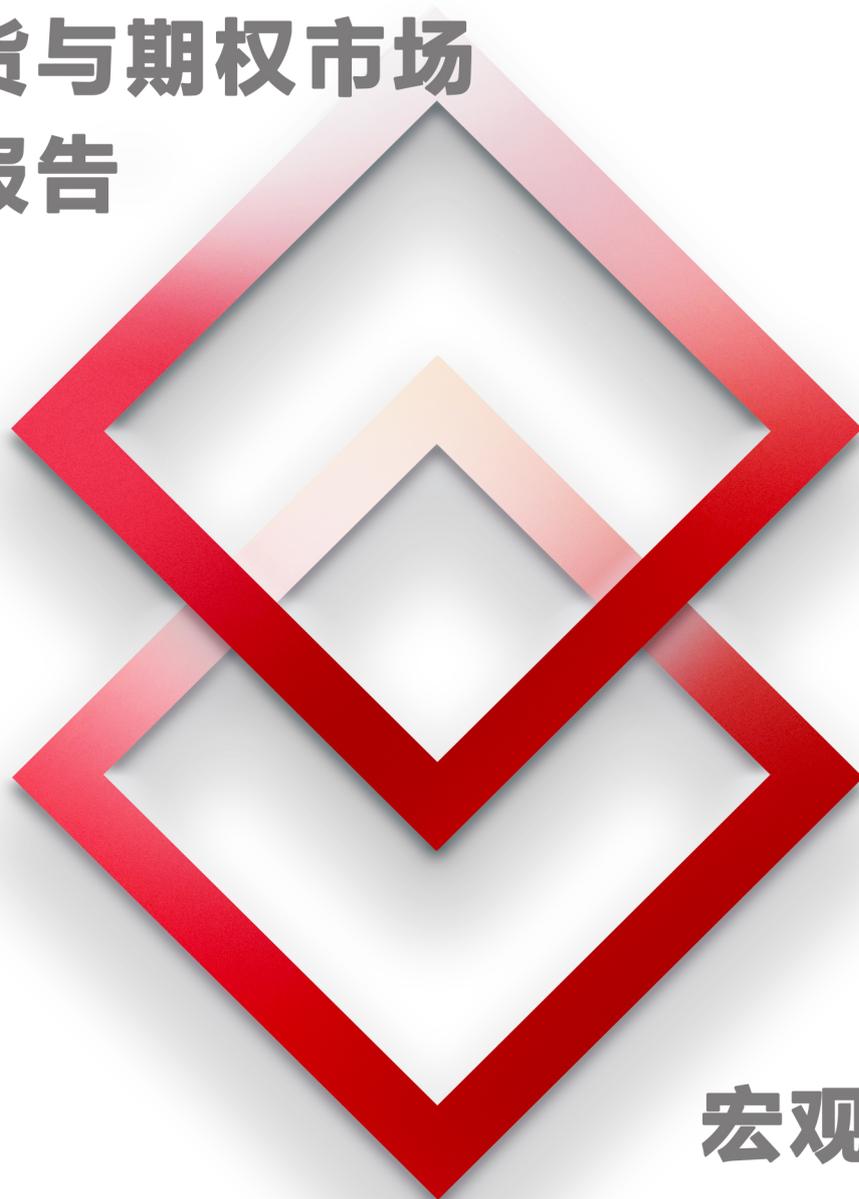


2022年度

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

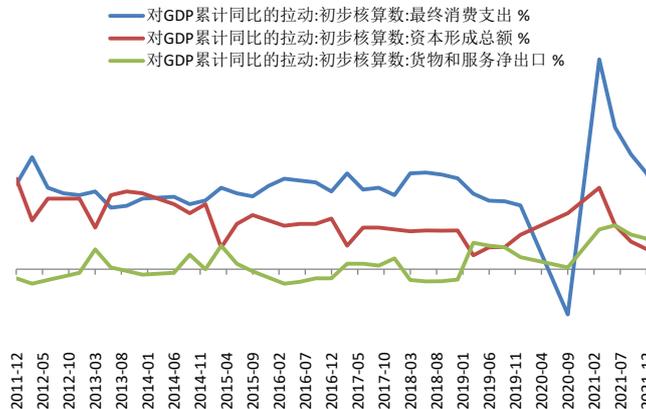


图 2 拉动 GDP 的“三驾马车”

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	7.90	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。

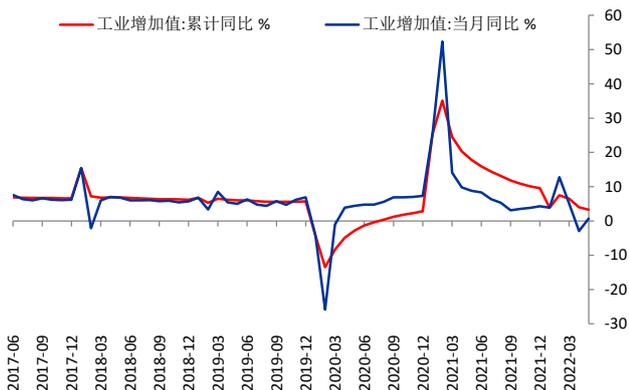


图 3 工业增加值罕见负增长

数据来源：Wind、方正中期研究院

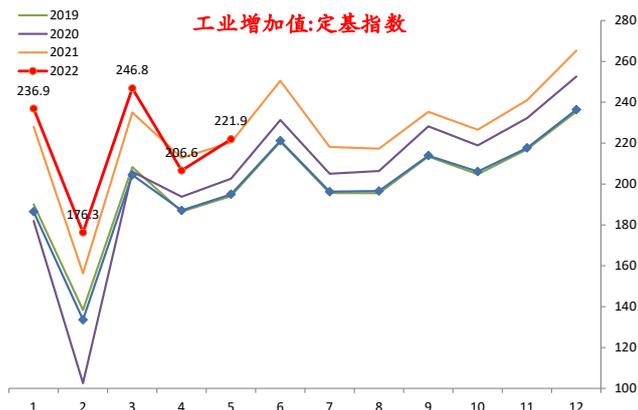


图 4 产出端二季度偏弱

数据来源：Wind、方正中期研究院

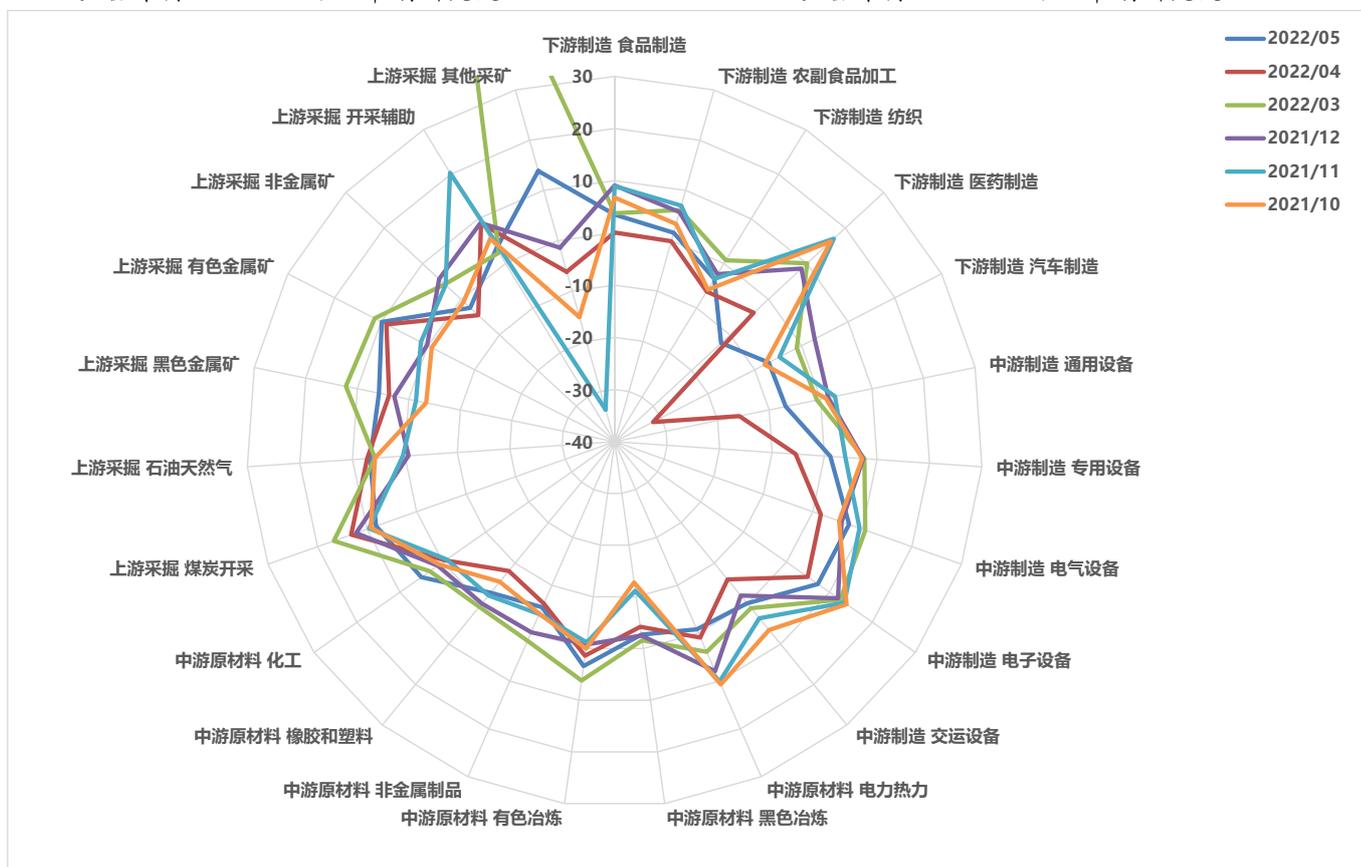


图 5 疫情对中游制造业影响更明显

数据来源：Wind、方正中期研究院

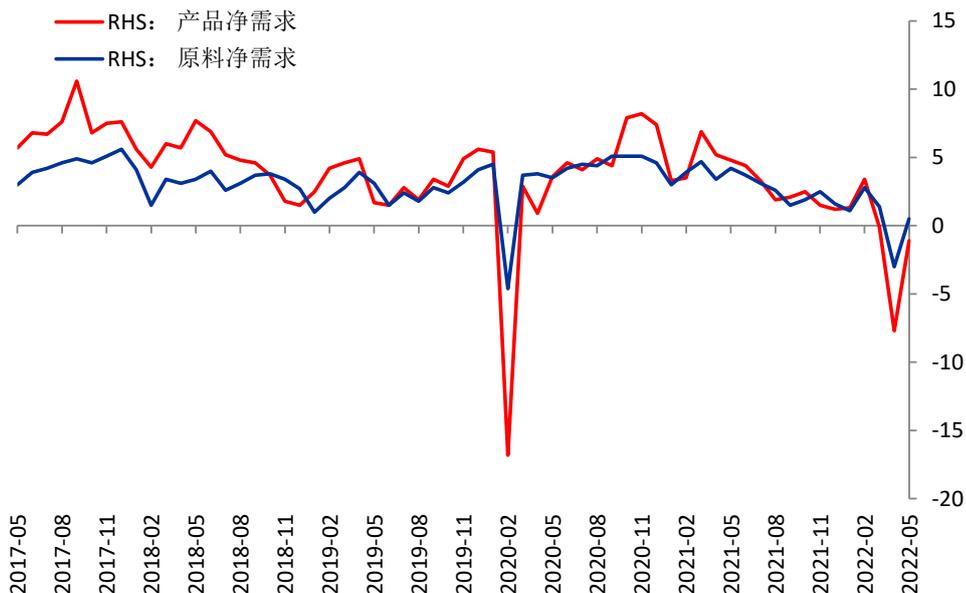


图 6 年初已经隐现“需求底”但疫情后跌穿

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、基建是稳投资主力 未来关注房地产

投资需求一季度基本维持高位，但 3 月开始受疫情而回落。其中房地产投资下行最明显，累计同比增速连续两个月负增长。除疫情影响外，房地产投资本身也处于下行周期中。基建投资表现稳定，是总投资的主要支持，截至 5 月累计同比增速明显高于 5% 的市场预期。这主要归功于疫情期间稳经济政策，以及政策对资金端的支持，尤其是地方专项债额度提前下达并加速资金投放。制造业投资相对稳定，即使疫情期回落幅度也有限。外需维持韧性是拉动制造业的主要因素。下半年情况看，8 月底地方专项债资金投放完毕后，基建投资或从此前加速增长转向维持稳定，能否继续加速取决于是否提前下达明年地方债额度。外需承压回落可能对制造业产生潜在负面冲击，但国内经济周期回升以及货币政策带来的长期融资成本下降，将对冲上述风险，预计制造业投资总体稳定。

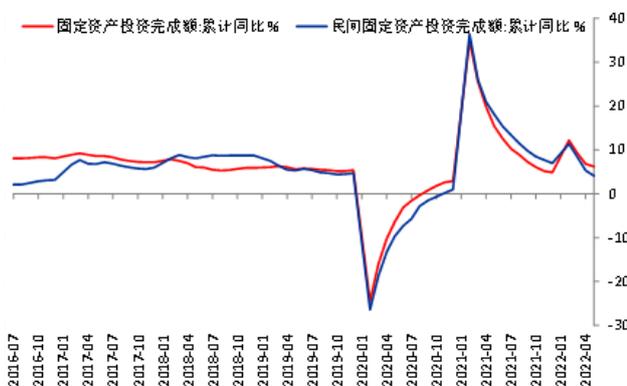


图 7 城镇投资、民间投资同比增速回落

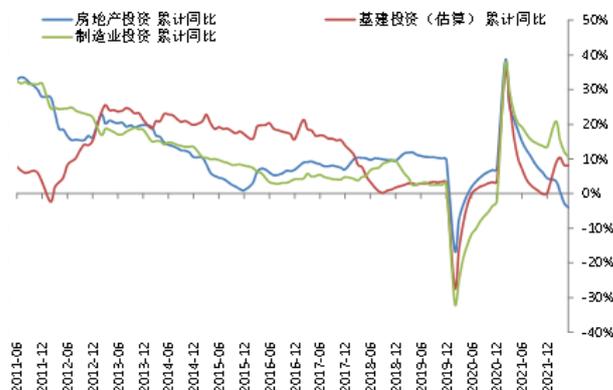


图 8 房地产投资表现最弱

数据来源：Wind、方正中期研究院

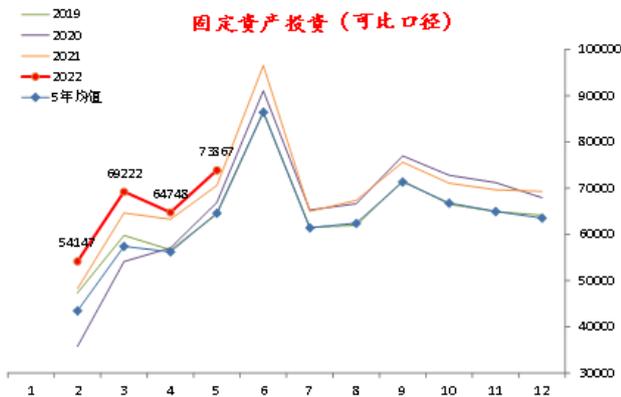


图 9 疫情后固定资产投资稍弱

数据来源：Wind、方正中期研究院

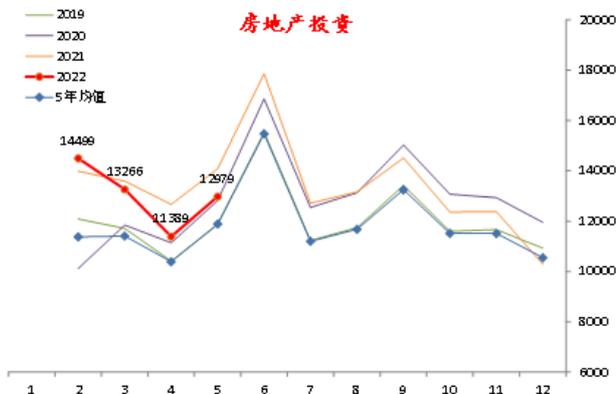


图 11 二季度房地产投资明显偏低

数据来源：Wind、方正中期研究院

具体在房地产方面，疫情已经导致新屋开工、房屋施工、房屋竣工、房屋待售、房屋销售面积全面负增长。其中新屋开工面积 4 月甚至负增长 44% 几乎腰斩。5 月开始复工复产后，上述指标改善幅度有限，距离疫情前正常水平仍有明显差距。而房地产企业购置土地面积仍在低位，将限制未来开工、施工和投资增量。从资金角度看，房地产开发投资资金来源处于低位，其中国内贷款、定金及预收款、个人按揭贷款三项 3 月开始大幅下滑，二季度均处于低位。显然销售不佳是短期内限制房地产企业流动性回笼和追加投资的主要因素。建安投资受到资金和停工双重影响下降。政策方面仍延续去年四季度以来的“政策底”，明显处于宽松中：上半年主要城市放开限购、调低商贷利率、调降首付比例，央行降低准备金率、降低 MLF 利率，LPR 以及房贷利率下限也调降。在一系列政策加持下，我们仍预计疫情结束后房地产销售将会回升，且下半年销售可能持续修复。房地产销售的恢复，对房企缓和资金紧张、稳定房地产投资能带来实质利好，能够帮助行业回到销售-资金回笼-开工、施工-投资的良性轨道。但需要注意的是，6 月主要仍是此前受疫情影响较大的一线城市房屋销售修复，仍为“后疫情时期”的逻辑。三线城市改善尚不明显，后期运行节奏仍需要重点观察三线城市情况。预计二季度是房地产销售底，三季度销售持续修复，四季度投

数据来源：Wind、方正中期研究院

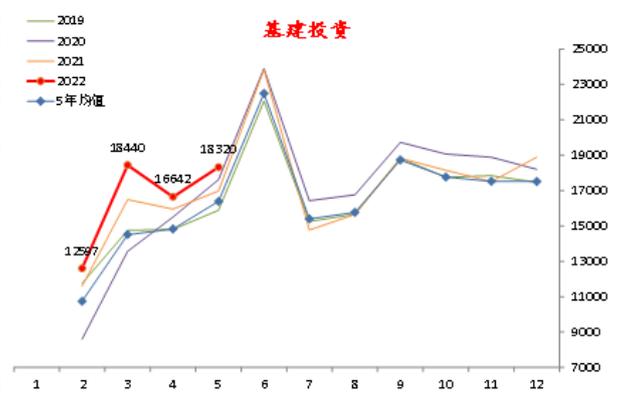


图 10 基建投资二季度回落

数据来源：Wind、方正中期研究院

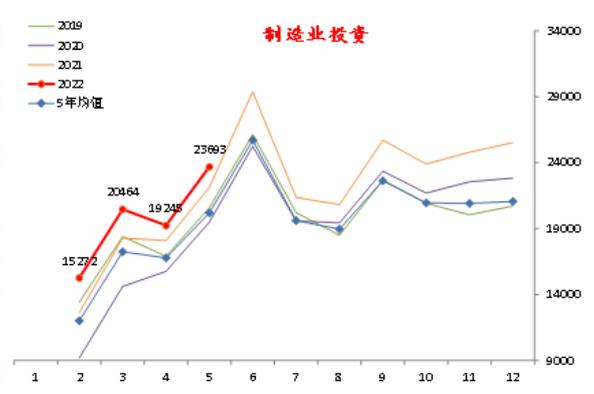


图 12 制造业投资基本稳定

数据来源：Wind、方正中期研究院

资金出现回升。长期来看，人口增长显著放慢，“房住不炒”政策难改，行业仍处于逐步下行的通道之中，对经济的贡献将继续下降。

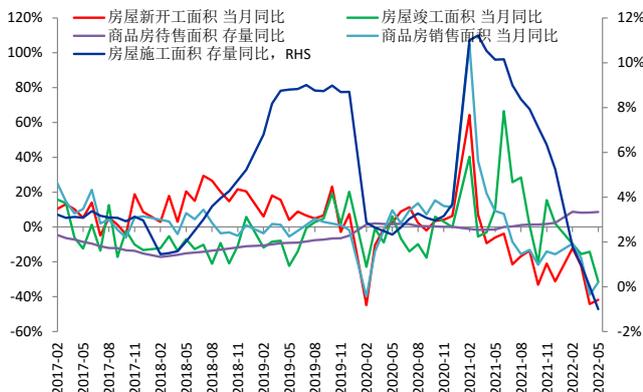


图 7 房地产五大指标全线回落

数据来源：Wind、方正中期研究院

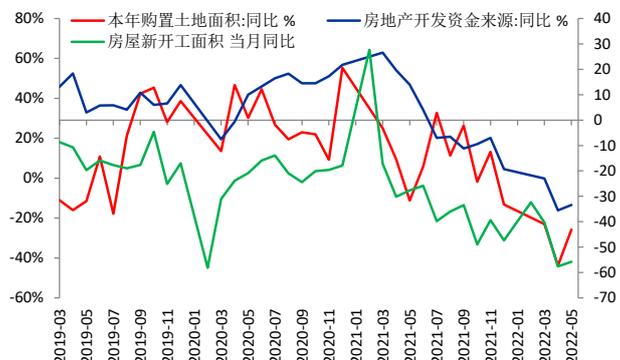


图 8 房地产投资领先指标均走弱

数据来源：Wind、方正中期研究院

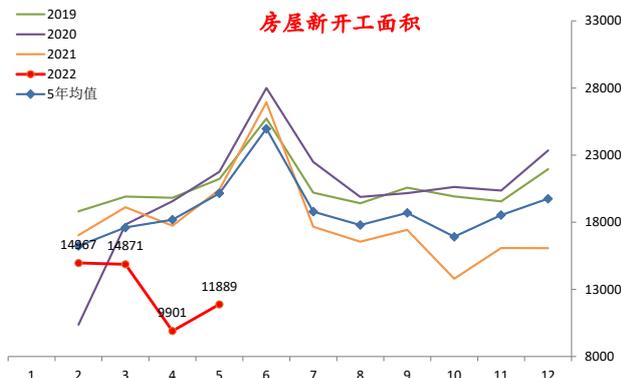


图 9 新屋开工反弹有限

数据来源：Wind、方正中期研究院

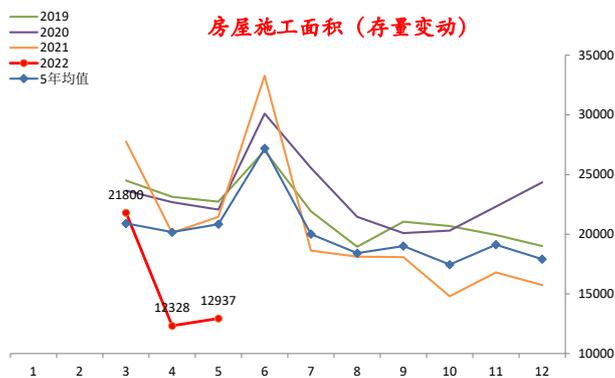


图 10 房屋施工仍位于谷底附近

数据来源：Wind、方正中期研究院

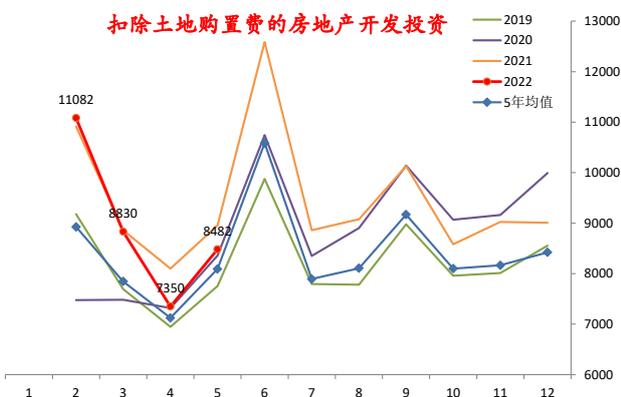


图 11 开工、施工拖累建安投资

数据来源：Wind、方正中期研究院

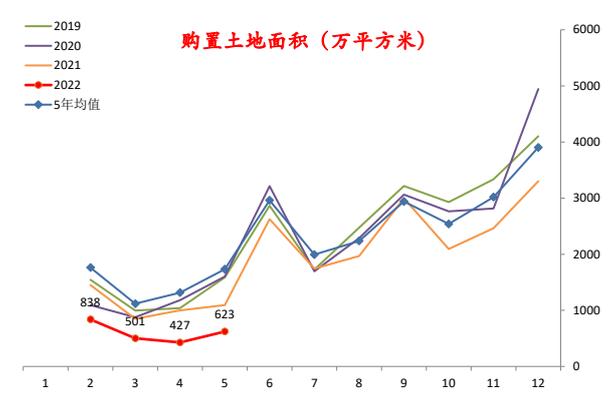


图 12 土地购置面积处于低位

数据来源：Wind、方正中期研究院

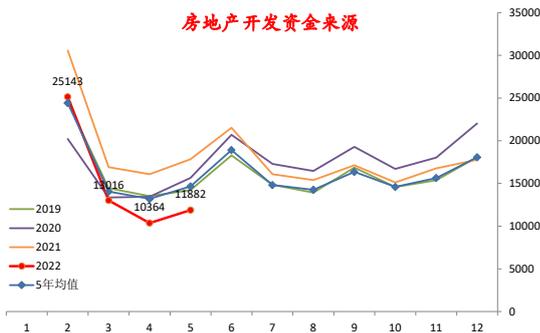


图 13 房地产开发资金来源

数据来源：Wind、方正中期研究院

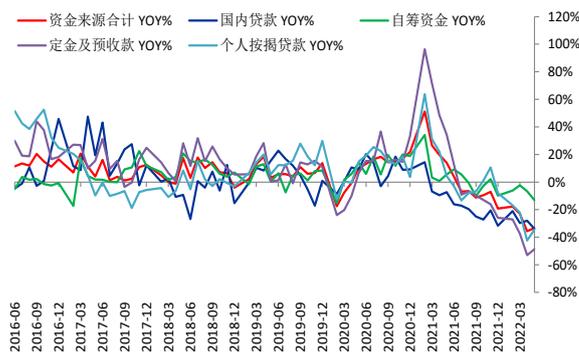


图 14 预收款、按揭贷款疫情后加速回落

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、疫情打击消费 服务业恢复时间更长

年初开始消费基本稳定，仅受到春节因素影响而出现季节性波动。3月开始疫情对消费的负面影响逐步显现。尤其是4月疫情严重时期，上海等地封控措施对耐用消费品和服务消费的限制作用明显。同时供应链阻塞也令部分生鲜商品消费受到短期冲击。5月开始防控措施放松，耐用品、服务消费等从谷底回升，但也呈现两个特点：一是物流恢复后线上消费表现明显超过前期（也包含“6·18”消费活动预热影响）；二是防疫封控措施5月尚未完全放开，服务消费、房地产相关耐用品消费与正常水平仍有极大差距。主要城市6月1日开始均全面放开封控措施（允许餐厅堂食等），预计能够推升消费尤其是服务消费短期加速回升。但此轮疫情影响广、程度深，消费复苏需要更长时间（尤其是服务消费），且对消费结构也将带来更深影响。我们预期下半年消费总体恢复的同时，耐用品消费可能有较强表现。主要逻辑有以下几点。一是疫情期间堆积的耐用品消费，实现存量需求的持续释放。二是各项消费政策刺激，尤其是汽车消费刺激措施带来部分增量需求。三是居民购房需求恢复和回升后，将带动家具、家电、建材等“互补品”消费需求。此外，服务消费无法回补此前缺失量，且疫情后就业、收入形势严峻，不利于服务消费修复的斜率。事实上，一季度边际消费率仍在上升，且消费支出预期已经下行。长期来看，人口增速放慢、居民部门高杠杆影响下，消费回升至常态后进一步加速动能并不强，消费习惯改变、消费升级进程仍是决定未来消费结构性增长的主要因素。

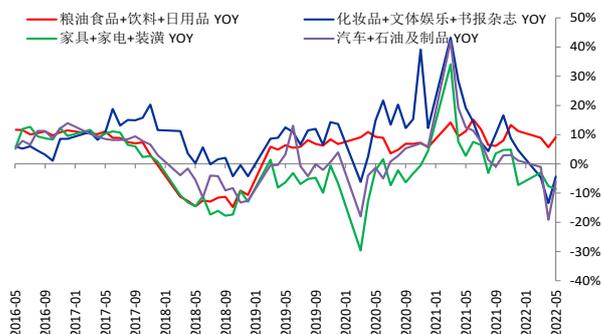
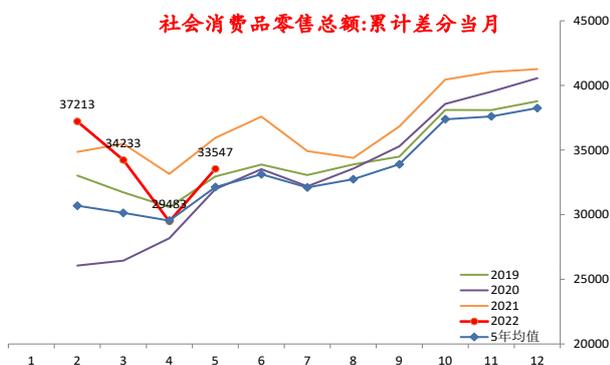


图 15 社消 4 月受疫情打击严重

数据来源：Wind、方正中期研究院

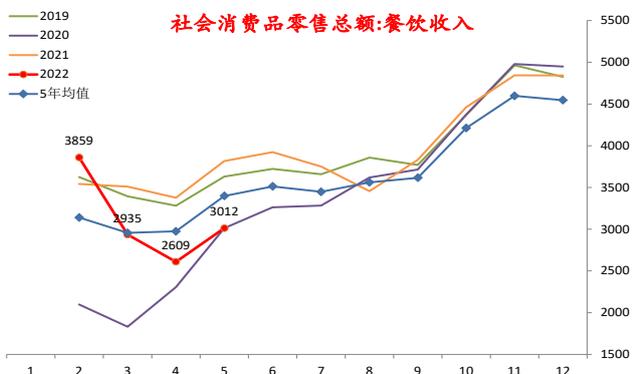


图 16 必需品稳定, 汽车、房屋、改善消费下降

数据来源：Wind、方正中期研究院

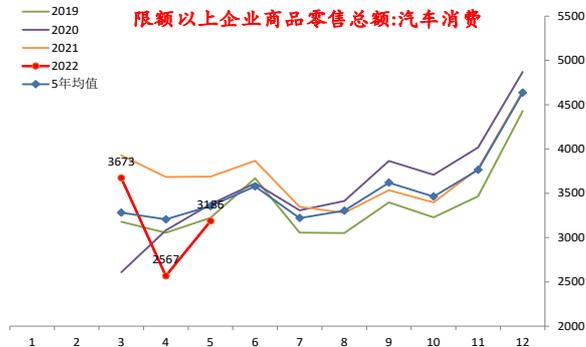


图 17 餐饮服务回落后反弹斜率低

数据来源：Wind、方正中期研究院

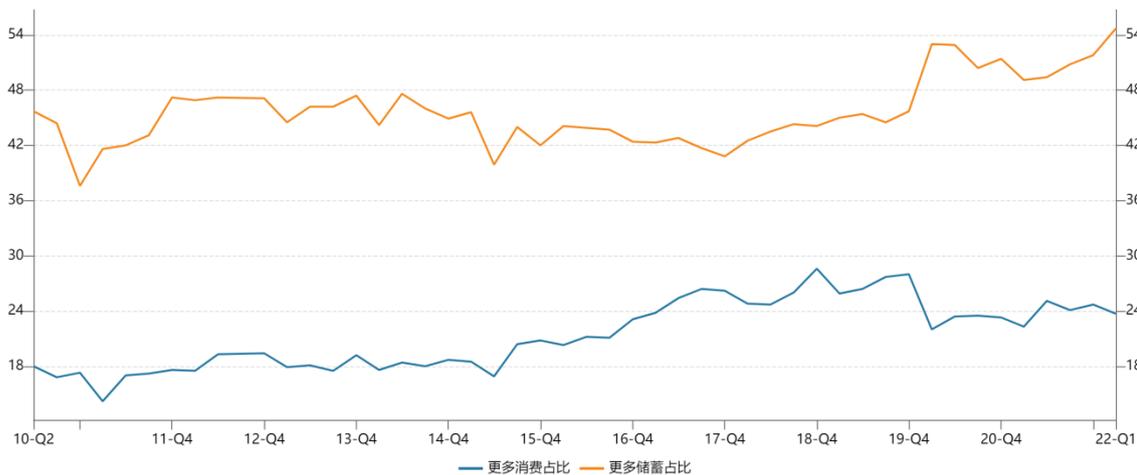


图 18 汽车消费回落后迅速反弹

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 19 一季度居民消费小幅下降

数据来源：Wind、方正中期研究院

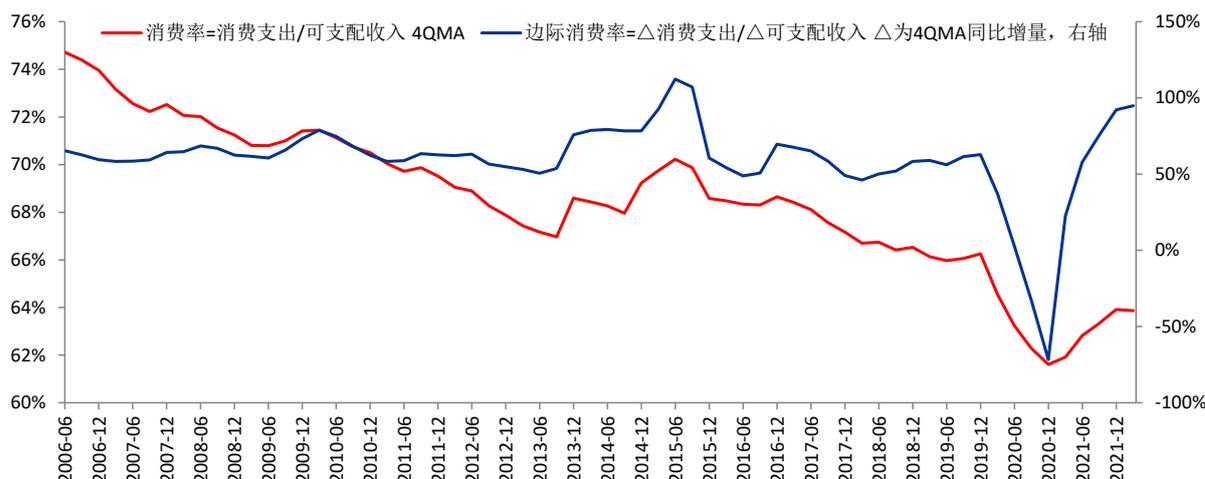


图 20 一季度边际消费率仍有上升

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、多因素推动出口 下半年或转为承压

上半年外贸整体呈现强势，其中出口明显强于进口，推动贸易顺差刷新历史高位。外需整体表现出较强韧性，仅疫情期间受供应链问题影响短期回落。其中制造业由于停工停产受到影响更大，疫情缓和后复工复产，制造业出口（来进料加工等项）迅速恢复。除疫情造成波动外，影响因素还包括以下几点。一是去年底以来海外疫情逐步缓和，海外经济体尤其是美国复工复产，制造业加快开工，补库存周期下中间品需求显著上升，带动工业品出口。二是去年开始海外经济体新一轮宽松政策，尤其是美国给居民“发钱”，叠加美联储 QE 等宽松的货币政策，居民储蓄水平处于高位。经济修复后就业和收入也明显走升，共同带动居民支出和终端需求上升，而拉动国内消费品出口。三是大宗商品价格持续上涨，以及下游商品受此传导价格也逐步上升，名义出口金额维持高位和进一步走升。人民币汇率从持续升值转向贬值，对出口的压力减小，逐步转为利好影响。下半年来看，美联储加速紧缩、海外经济滞胀转向衰退风险上升情况下，外需韧性不宜高估。二季度疫情完全结束，产出、物流情况完全恢复后，出口进一步上行动能将被削弱。事实上，今年以来出口同比增速已经呈现下滑趋势，预计下半年该趋势维持不变，甚至可能出现负增长。外需对经济影响逐步正面转向中性，极端情况下不排除拖累经济。此外，二季度美国为治理通胀，考虑削减中美贸易冲突时对华加征的关税，是出口的潜在利好，但不会改变外需减缓下出口走弱的趋势，且能否执行仍存不确定性。

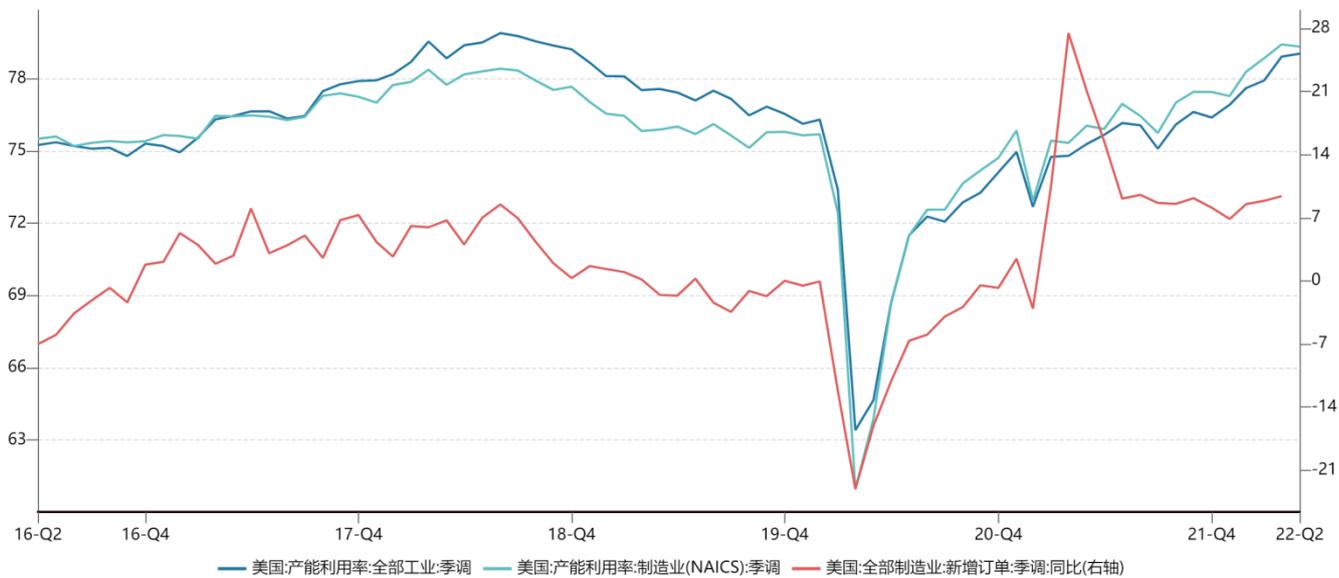


图 21 美国加库存周期带动出口

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 22 名义出口明显大于实际出口

数据来源：Wind、方正中期研究院

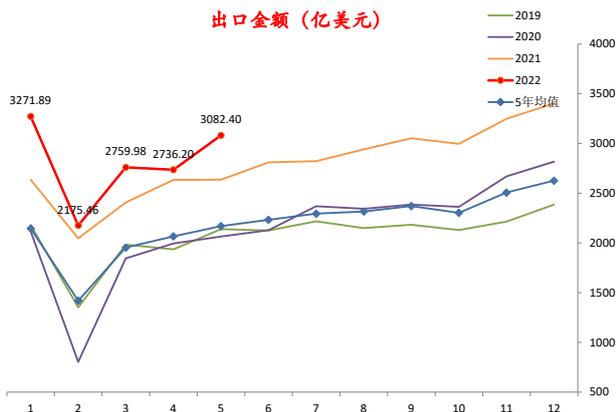


图 23 除疫情期间外出口金额持续走升

数据来源：Wind、方正中期研究院

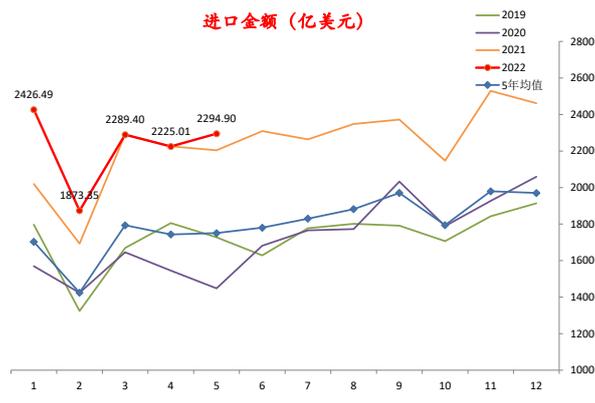


图 24 进口金额先对稳定

数据来源：Wind、方正中期研究院

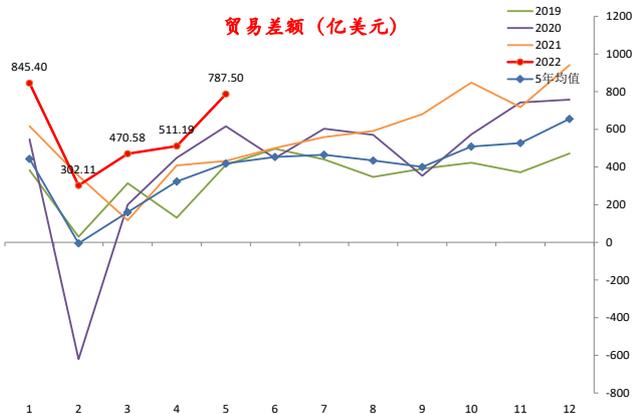


图 25 贸易差额明显上升

数据来源：Wind、方正中期研究院

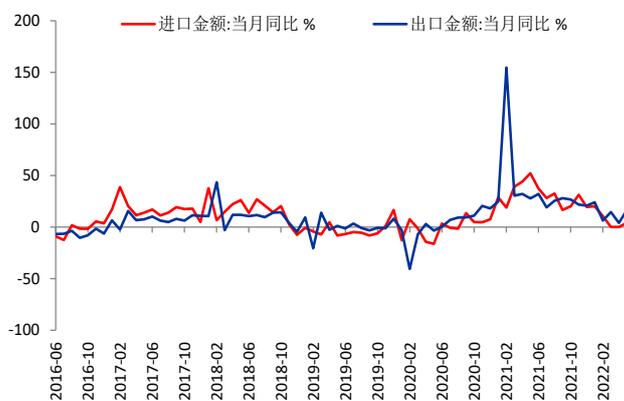


图 26 进出口增速已经出现回落

数据来源：Wind、方正中期研究院

五、疫情结束后利润有望持续修复

年初以来企业利润总体维持去年末开始的季节性回落，尤其二季度疫情出现后后，企业利润水平更明显超季节性下行。影响因素看，产出端价格水平年初以来持续走弱，是导致企业尤其是上游企业收入表现的主要因素。实际产出则更多受疫情冲击出现短期回落，对收入和利润造成阶段性影响。企业利润率水平在疫情期间回落反弹，但较疫情前水平仍偏低。此外产成品库存弱于季节性，企业仍以去库存为主。行业角度看，主要是制造业受疫情影响，利润回落更明显。采矿业利润仍维持在绝对高位，且受疫情影响有限。公用事业利润水平接近5年均值，表现也基本稳定。我们认为，国内尤其是上海疫情最严重阶段已过，6月1日完全复工复产后，企业营收和利润将继续改善。大宗商品价格明显回落，有助于企业尤其是中游制造业降低成本。制造业利润回升趋势能够维持，但下半年需要关注外需风险。内需中主要关注房地产投资回升节奏。当前经济周期与资产轮动仍处于衰退期向复苏期转换阶段，企业利润增速已接近底部。关注一系列宽松政策的效果，预计社会融资成本维持低位，有利于企业利润率改善。大宗商品价格波动仍是影响上游行业利润主因。中、下游制造业利润有望继续修复。



图 27 利润增速持续回落

数据来源：Wind、方正中期研究院

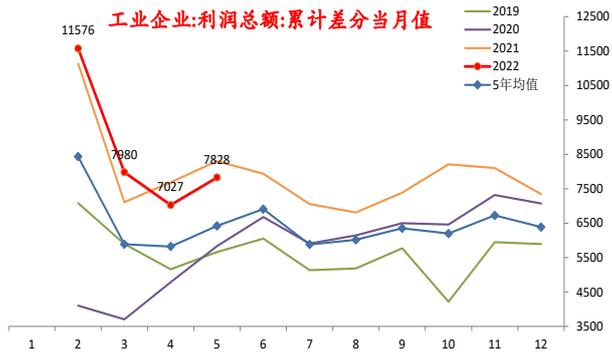


图 28 二季度企业利润显著下降

数据来源：Wind、方正中期研究院

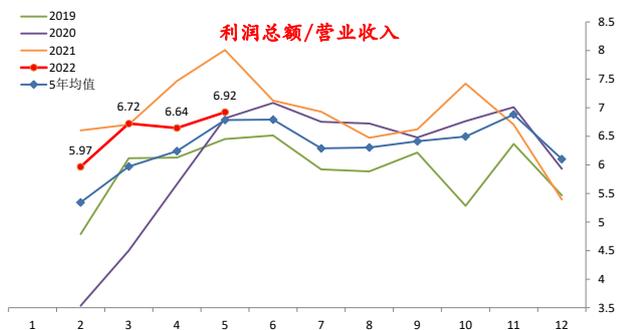


图 29 利润率受疫情影响回落

数据来源：Wind、方正中期研究院

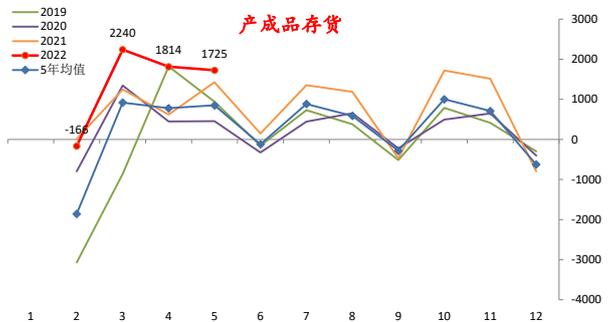


图 30 产成品库存二季度略弱于季节性

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 31 制造业利润受影响明显

数据来源：Wind、方正中期研究院

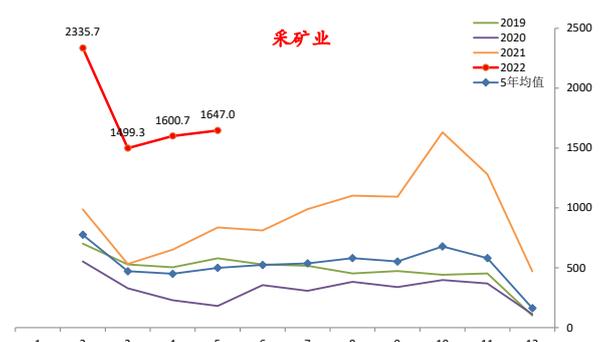


图 32 采矿业利润维持高位

数据来源：Wind、方正中期研究院

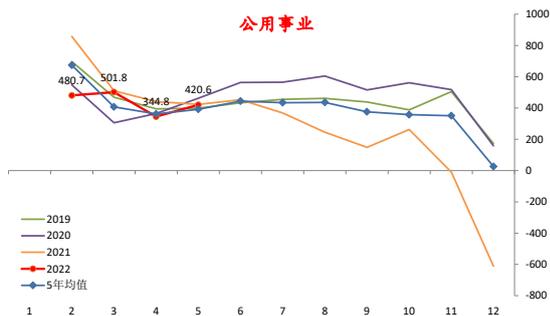


图 33 公用事业利润相对稳定

数据来源: Wind、方正中期研究院

第二部分 CPI、PPI 一升一降趋势或维持不变

上半年 CPI 和 PPI 依然分化严重: PPI 持续回落同时 CPI 小幅上升, 通胀水平整体持稳或略有回落。CPI 和 PPI 剪刀差继续收窄。CPI 主要影响因素仍是食品和能源, 核心 CPI 反而走弱。背后显然反映出两条线索: 一是国内疫情短期扰动食品价格, 二是俄乌冲突带来国际油价、粮价上涨对国内市场产生影响。而国内经济和通胀周期性波动的影响, 尤其是猪周期影响暂时退居次要。而 PPI 与 CPI 逻辑不同, 几乎没有受到国内疫情影响, 主要运行逻辑依然在海外, 包括原油、金属价格在内的大宗商品价格波动, 仍是影响 PPI 的主要因素。预计猪周期带动下, 下半年 CPI 继续上升并突破 3% 可能性大, 且油价变动成为关键, 通胀失控的风险不高。PPI 则在基数和新涨价因素共同影响下继续回落, 尤其是三季度末至四季度初。从流动性角度看, 直到四季度总体通胀都将持稳。CPI 与 PPI 剪刀差负值继续收窄, 通胀仍是从上游到下游、从产出到消费转换的大趋势。货币宽松的施展空间下降, 但不至于完全关闭。

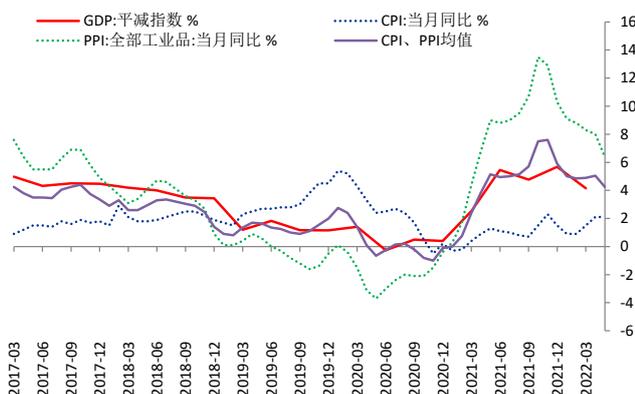


图 34 GDP 平减指数稳中略降

数据来源: Wind、方正中期研究院

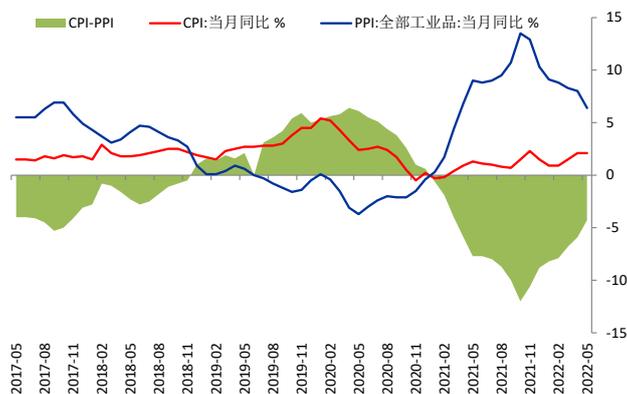


图 35 CPI、PPI 剪刀差负值收窄

数据来源: Wind、方正中期研究院

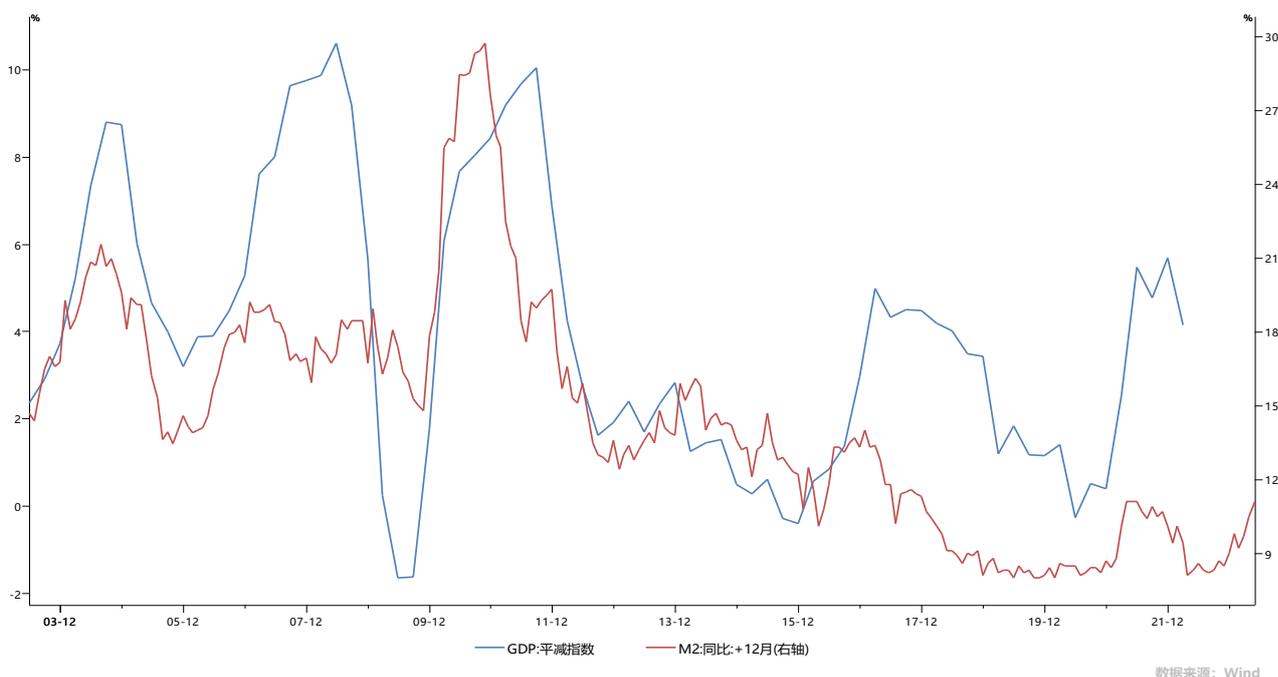


图 36 货币政策对通胀的冲击已经结束

数据来源：Wind、方正中期研究院

一、内外因推升 CPI 下半年逻辑或有变化

上半年 CPI 总体呈现上升趋势，直接影响仍是食品和能源，核心 CPI 反而走弱。食品中猪肉价格一季度阶段性探底，二季度涨幅扩大，符合猪周期触底回升进入上行阶段的逻辑。与往年不同的是，一向稳健的粮食和食用油价格，上半年涨幅明显扩大。而鲜菜、鲜果价格在上海等地区疫情期间上涨，疫情缓和后逐步恢复正常，甚至超预期回落。这显示出居民囤货需求，以及疫情导致交运受阻的影响。非食品方面，主要仍是国际能源价格带动国内燃料价格上行。而在核心 CPI 方面，服务价格明显弱于去年同期，核心商品价格则继续跟随 PPI 脚步回落。上半年消费通胀变动的背后显然反映出两条线索：一是国内疫情短期扰动食品价格，二是俄乌冲突带来国际油价、粮价上涨对国内市场产生影响。而国内经济和通胀周期性波动的影响，尤其是猪周期影响暂时退居次要。

我们预计，今年下半年 CPI 核心逻辑将有所变化：海外影响弱化，同时国内主导力量上升。首先在海外影响方面，俄乌冲突导致的粮价上涨后，在国内现行机制下涨幅难以进一步加速。海外主要影响还是在能源，国际油价进一步攀升（或维持高位），不利于国内能源价格稳定，并会逐步向各方面传导。国内经济周期主导力量将体现在两方面：一是伴随生猪产能（能繁母猪存栏）和库存（生猪存栏）数量触顶回落和持续下降，猪肉价格涨幅扩大概率上升，对总体 CPI 尤其食品将产生明显影响；二是国内经济进入疫情后复苏期，核心服务包括房租在内价格上升概率增加。总体上看，下半年 CPI 进一步上行并突破 3% 的可能

性高，“猪油共振”的风险上升，在猪价趋势明确情形下，油价变动成为关键，通胀失控的风险不高。货币政策环境正在改变，未来宽松政策的施展空间下降，但不至于完全关闭。

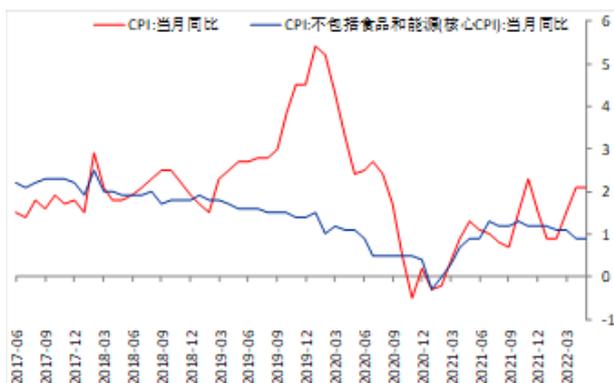


图 37 CPI 上升但核心 CPI 下降

数据来源：Wind、方正中期研究院

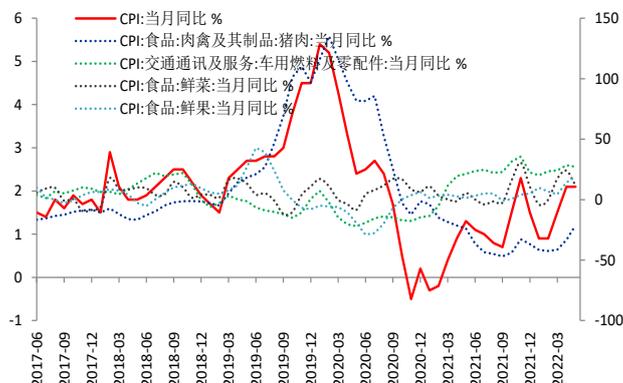


图 38 食品、能源均拉动 CPI

数据来源：Wind、方正中期研究院

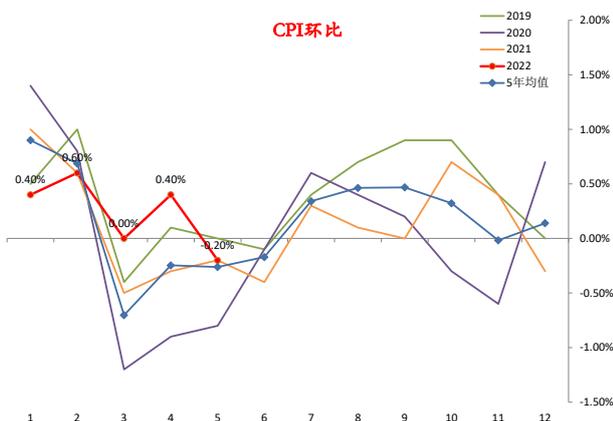


图 39 5 月 CPI 环比明显放慢并弱于季节性

数据来源：Wind、方正中期研究院

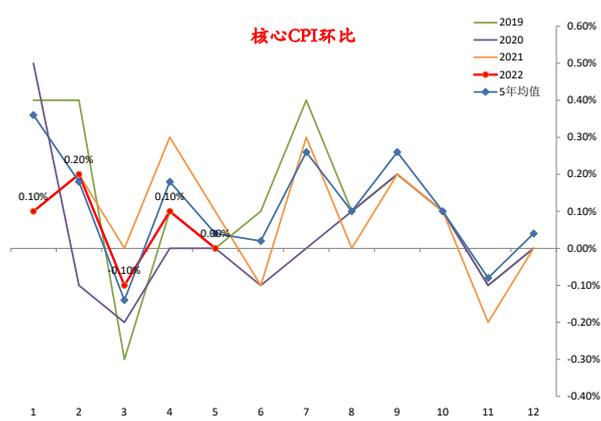
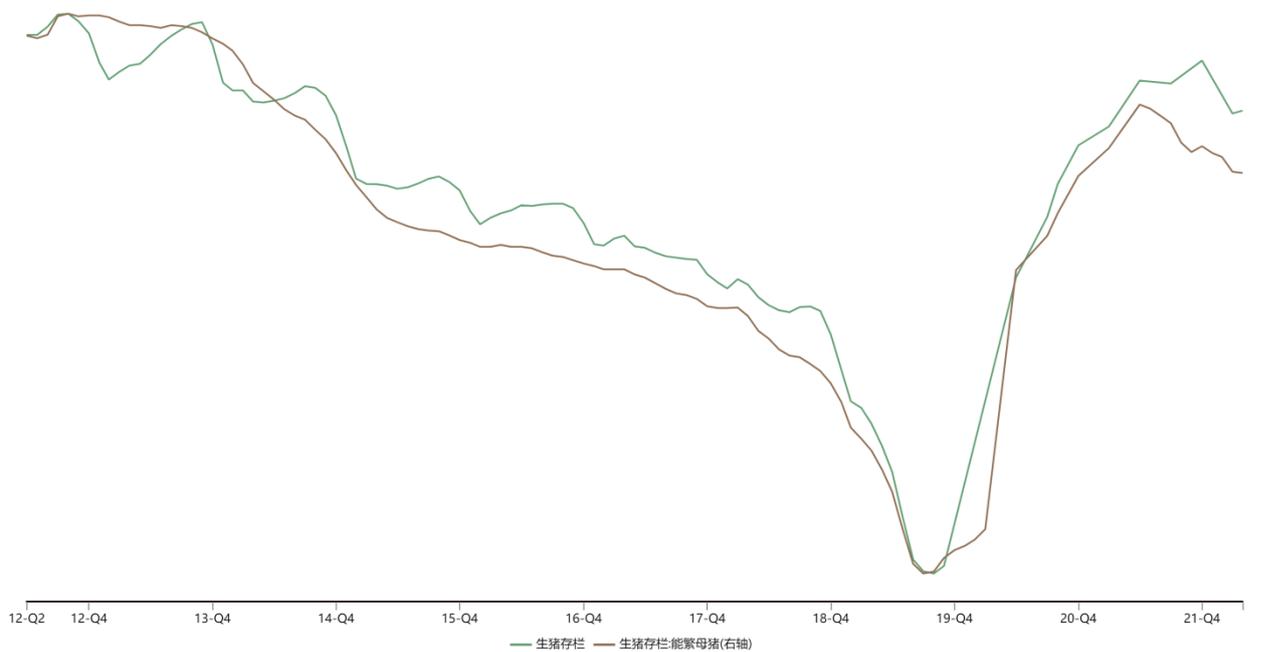


图 40 核心 CPI 环比增速持续偏低

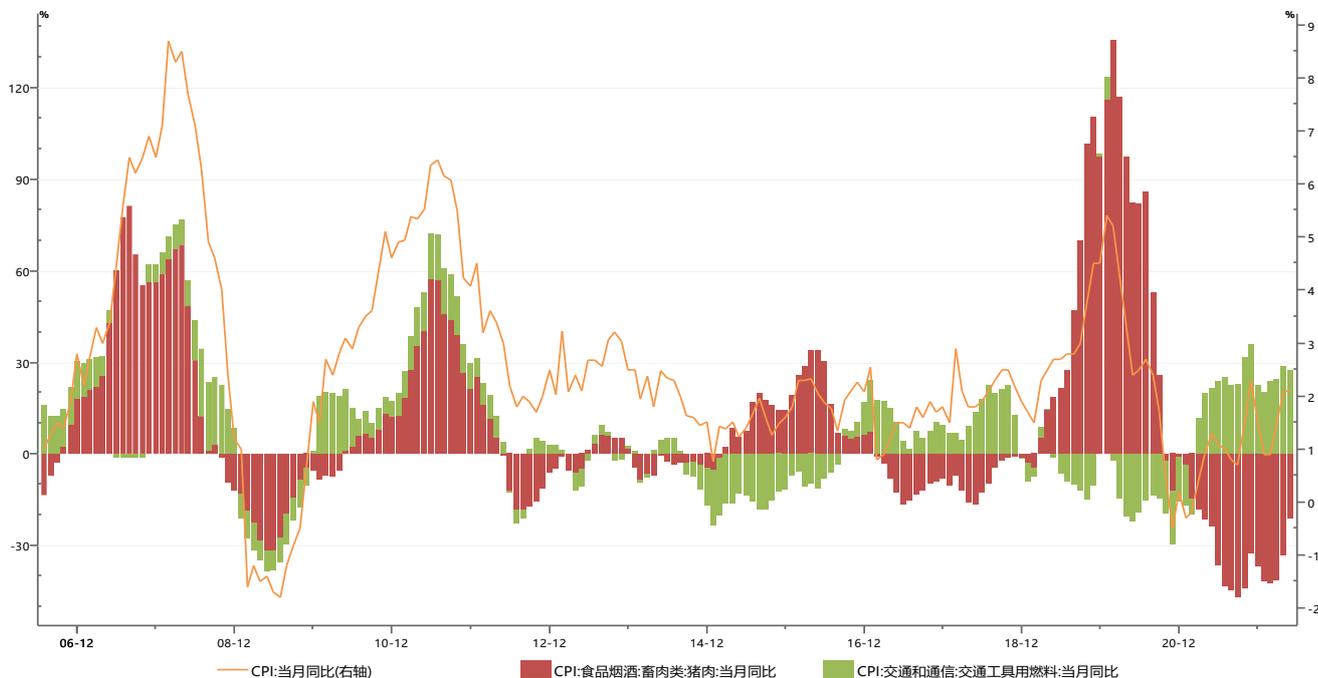
数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind

图 41 生猪存栏和能繁母猪存栏数量回落

数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind

图 42 猪价、油价共振风险略有上升

数据来源: Wind、方正中期研究院

二、PPI 下行趋势不变 至年底或走向平稳

上半年总体 PPI 仍维持下降趋势，同比基数高是主要影响因素，且新涨价幅度也确实再放慢。后者影响集中在 3 月前后，对应俄乌冲突导致商品价格上涨，尤其是能源价格加速上涨阶段。分项中主要仍是生产资料价格同比增速放缓，生活资料价格则跟随消费价格上涨。生产资料中采掘和原材料行业同样是 3 月环比涨幅最大，加工工业则显示出更强的高基数作用尤其是二季度。从二季度中后期开始，大宗商品价格上行放缓带动 PPI 新涨价因素下降，主要分项环比增速明显回落。此外，PPI 与 PPIRM 缺口持续收窄，表明价格继续向下游传导，有助于下游企业收入、利润和资产负债表修复。显然与 CPI 逻辑不同，国内疫情冲击产出端但几乎没有影响 PPI。PPI 运行逻辑依然在海外，包括原油、金属价格在内的大宗商品价格波动，仍是影响 PPI 的主要因素。

我们仍预计，下半年总体 PPI 将继续下行趋势，而节奏可能稍有变化。从基数角度看，6 月和 7 月基数回落后，PPI 同比降幅可能暂时收窄。8 月至 10 月基数显著抬升，PPI 将再度加速下行，至四季度中后期开始持稳。新涨价因素方面，国内经济修复，尤其是基建和房地产复苏，对大宗商品中黑色和有色金属带动作用较强。海外经济体承压程度扩大，则利空能源价格。因此 PPI 环比可能维持平稳。总体运行节奏仍在于大宗商品尤其是国际油价的波动。此外，PPI 对货币政策的限制依然有限。

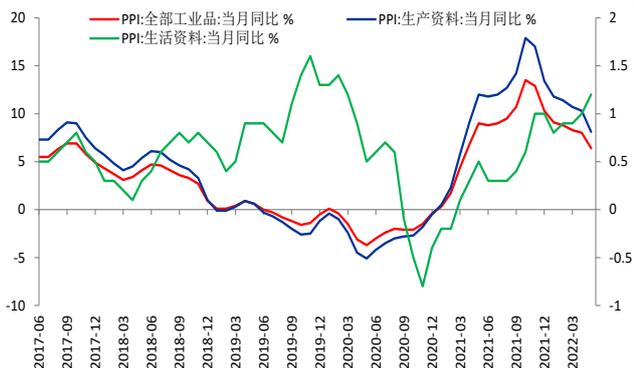


图 43 总体 PPI 主要受生产资料带动

数据来源：Wind、方正中期研究院

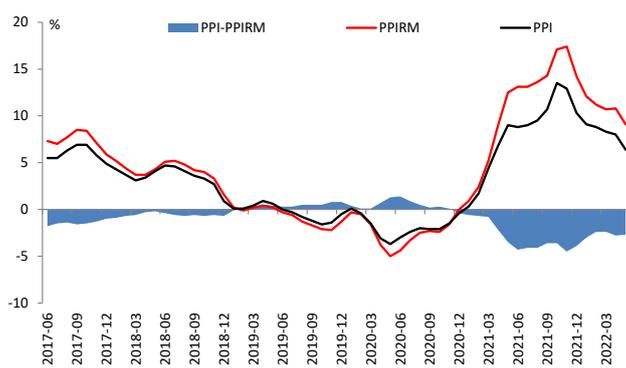


图 44 PPI 与 PPIRM 剪刀差收窄

数据来源：Wind、方正中期研究院

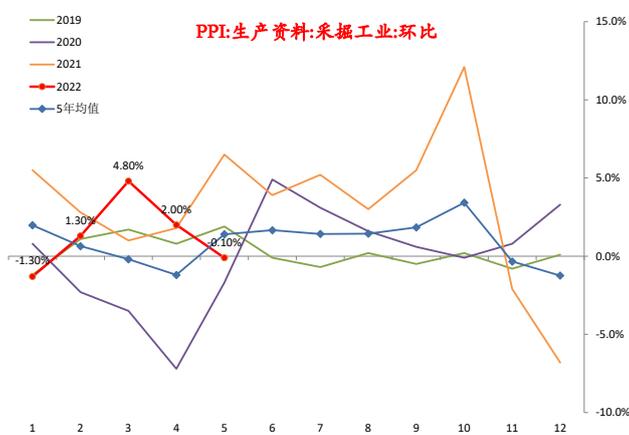
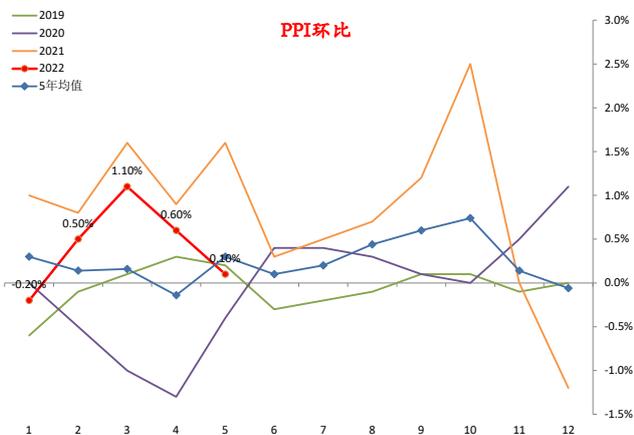


图 45 高基数、低新涨价因素共同拉低 PPI 同比

数据来源：Wind、方正中期研究院

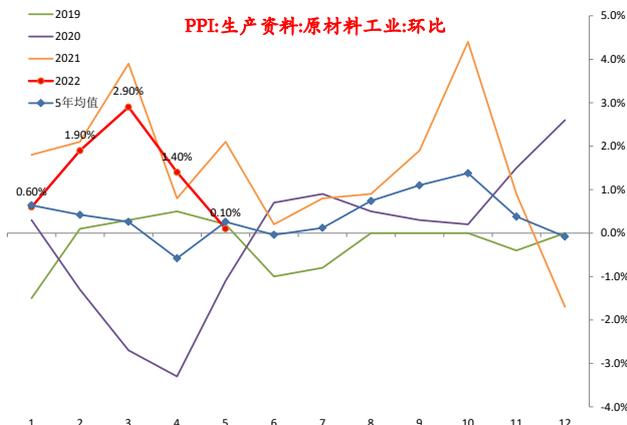


图 46 采掘业 PPI 环比 3 月冲高

数据来源：Wind、方正中期研究院

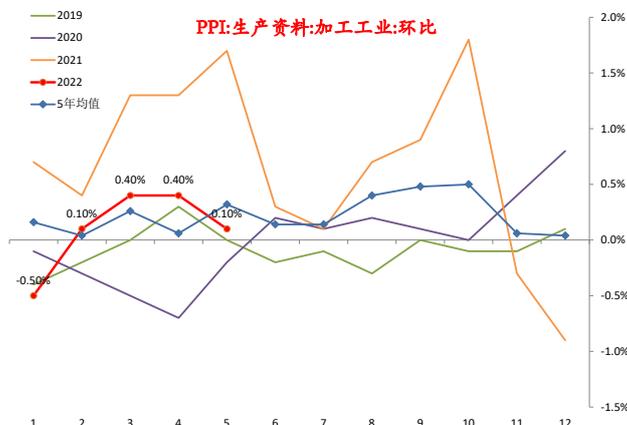


图 47 原材料 PPI 冲高同时基数偏高

数据来源：Wind、方正中期研究院

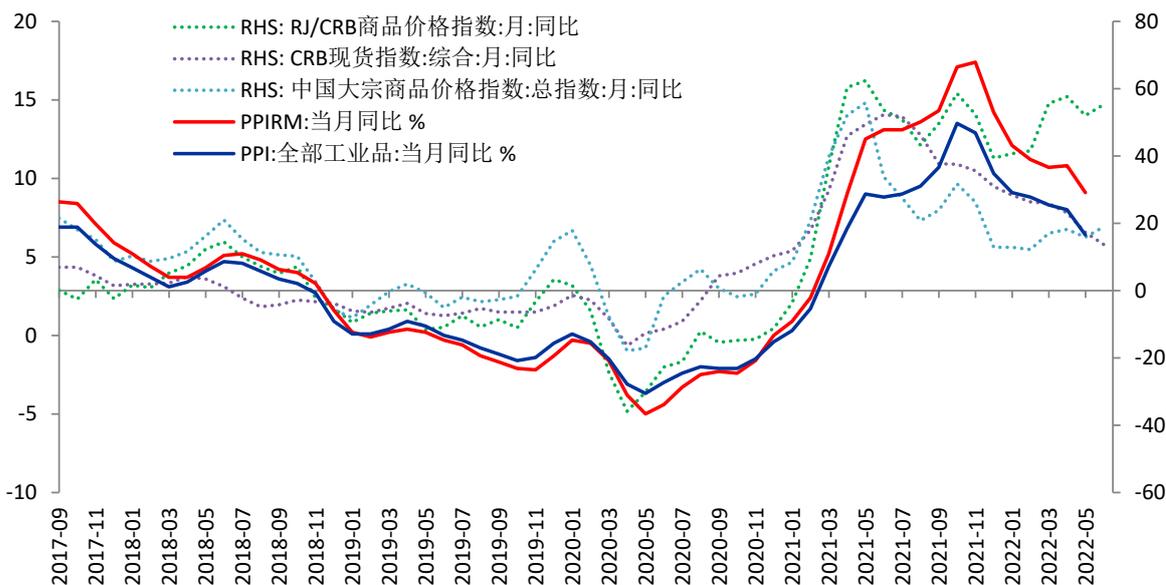


图 48 狭义制造业 PPI 波动较小且基数更高

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 49 大宗商品涨价对 PPI 带动作用显著

数据来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 疫情影响下货币、财政政策双宽松

政策端来看，上半年明显是货币、财政双宽松环境。货币端通过调降基准利率、存款准备金率、LPR 等，明确宽松信号，并通过金融系统向实体经济让利，引导实体经济融资成本下降。且房贷支持政策强化，有利于居民部门杠杆率回升。财政宽松措施主要是高达 2.64 万亿元的退税。另外车辆购置税以及政府性基金收入下降，分别反应疫情对汽车消费和土地购置的负面影响。在国内经济修复缓慢、海外风险逐步

放大、通胀上升幅度有限等因素下，下半年货币政策或仍维持宽松方向，关注流动性约束下是否有降准操作，结构性工具仍是主力。预计封控措施解除、经济恢复、企业信心增强后，社融将继续回升。宽松政策则引导融资成本进一步下降，帮助企业和居民杠杆率和资产负债表修复。社融关注点仍是居民长贷修复节奏。财政政策关注收入和债务两方面。税收是否跟随经济上升、土地出让金是否跟随房地产修复回升，决定下半年整体财力。债务方面则是是否有特别国债和提前下达明年地方债额度。预计后者可能性大。这也决定基建投资从加速增长转向维持稳定后进一步上行的空间。在政策刺激经济修复的同时，宏观杠杆率或继续上升。

一、货币宽松对冲经济下行 年内无需担忧收紧

货币政策看，上半年整体保持明显宽松。继去年 12 月降准和调降 LPR 后，央行 1 月宣布调降 MLF 利率和逆回购利率，也是 2020 年疫情后首次调降基准利率。1 月 20 日 LPR 也跟随 MLF 下调，1 年期和 5 年期分别下调 10BP 和 5BP，幅度比 12 月进一步扩大。春节后货币政策进入观望期，宽松政策减少，仅通过少量逆回购稳定金融市场流动性。二季度开始疫情影响范围扩大、影响程度加深，稳经济需要再度上升。4 月 14 日国常会暗示降准后，央行宣布全面降准 0.25%，并对部分中小银行额外定向降准 0.25%。随后在 5 月 20 日，5 年期 LPR 超预期下调 15BP。同时央行宣布下调房贷利率下限至 LPR 减点 20BP，为地方房贷政策宽松打开空间。通过基准利率、存款准备金率、LPR 等，决策层释放出明确的宽松信号，并通过金融系统向实体经济让利，引导实体经济融资成本下降，帮助实体经济渡过难关。尤其是房贷支持政策明显强化，有利于居民部门杠杆率回升。预计在连续宽松后，短期再度进入观望期。但在国内经济修复缓慢、海外风险逐步放大、通胀上升幅度有限等因素下，下半年货币政策仍维持宽松方向，难以迅速收紧。且如果经济再度弱于预期，不排除新一轮全面宽松政策。

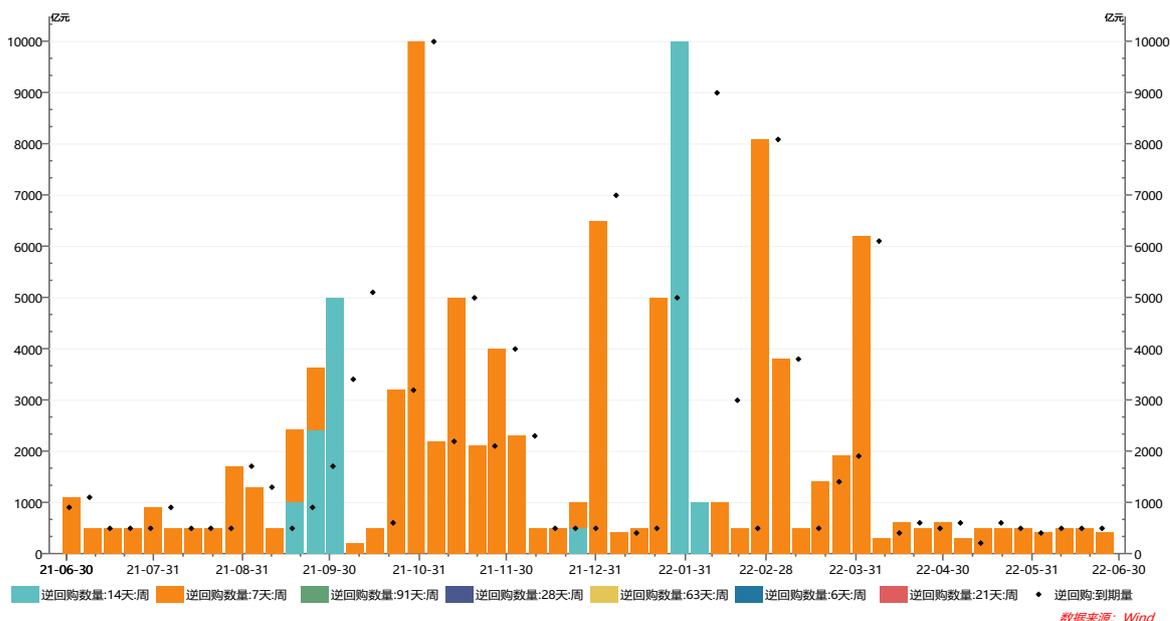
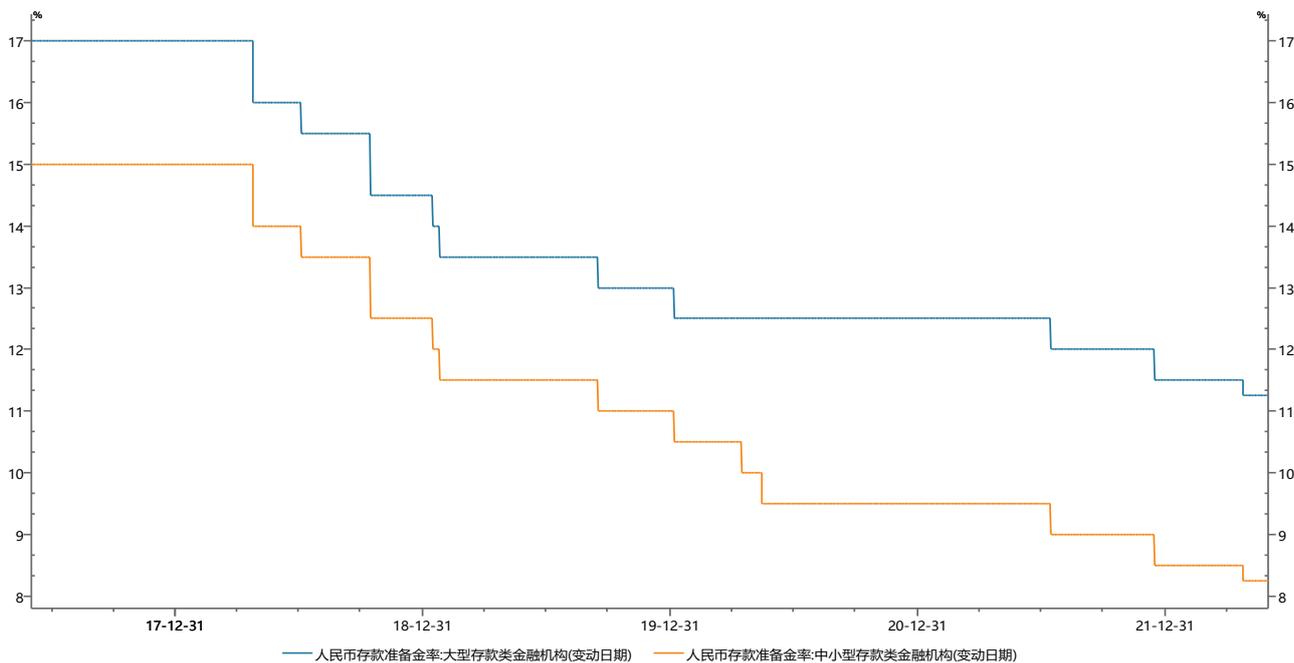


图 50 央行公开市场操作减少

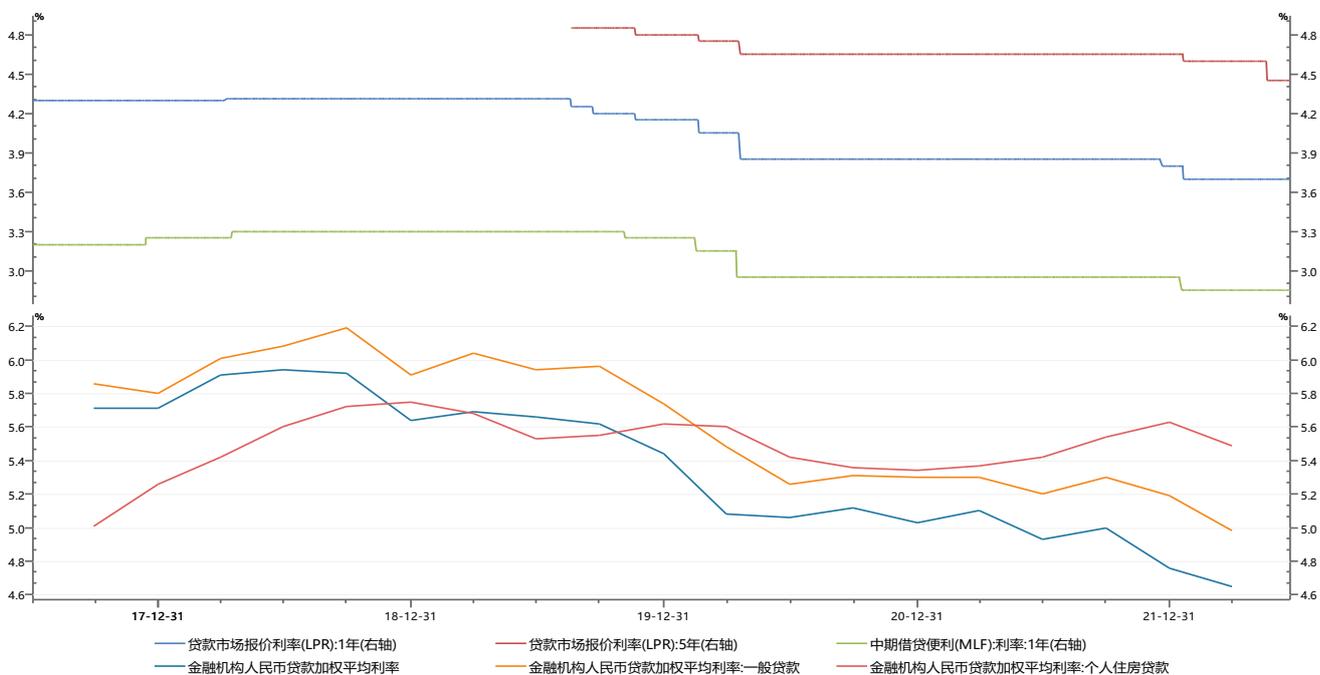
数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind

图 51 存款准备金率再次调降

数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind

图 52 调降 MLF 利率，引导 LPR 和社融成本下降

数据来源：Wind、方正中期研究院

从实体经济融资来看，疫情期间尤其 4 月社融降幅较大。其中表内贷款走弱明显，居民、企业、短期、中长期贷款均显著弱于季节性，表明疫情对居民消费、购房和企业经营、投资流动性造成严重打击。虽然 5 月数据回升，但居民长贷仍在谷底附近。由于防疫政策尚未完全解除，虽消费和企业经营流动性好转，但居民购房需求反弹不明显。表内融资偏弱的同时，政府融资表现较好。在 6 月前完成年内融资计划的安排下，政府融资维持高位，是稳社融的重要因素。显然目前广义社融更依赖政府融资，表内、表外融资尚未恢复至疫情前水平。但去年 12 月疫情确定的信用底不变，信用修复只是时间和节奏问题。短期来看，信用投放不畅带来两个结果：一是大量流动性淤积在金融系统内部，表现为金融系统杠杆率被动抬升；二是实体经济融资需求未得到有效满足。后者包括主观和客观两方面原因：主观方面即疫情打击企业经营预期，谨慎态度下企业减少负债收缩资产负债表；客观原因为疫情导致贷款摩擦成本上升（如封控政策导致无法完成交易、无法前往银行等），更多体现在居民购房等环节。对于以上问题，我们预计后期伴随封控措施解除，以及经济逐步恢复后企业信心修复，将会逐步缓解（事实上 6 月高频数据已显示明显的修复迹象）。且宽松政策引导融资成本下降，有助于企业和居民杠杆率和资产负债表修复。后期关注重点仍是居民长贷修复节奏。

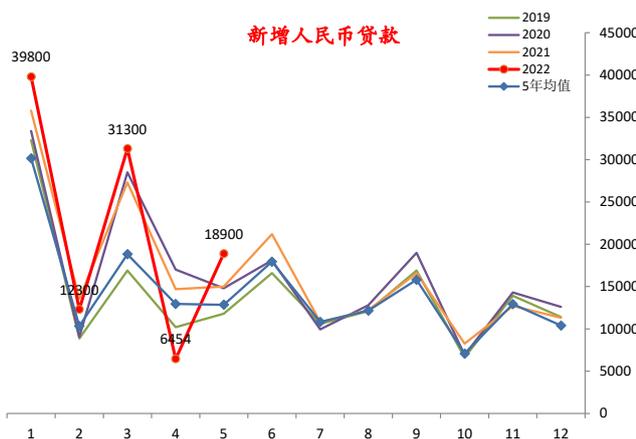


图 53 疫情期间表内贷款增量骤降

数据来源: Wind、方正中期研究院

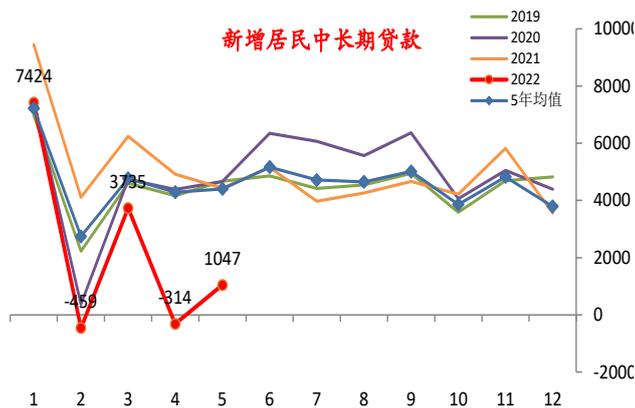


图 54 居民贷款降幅大、修复小

数据来源: Wind、方正中期研究院

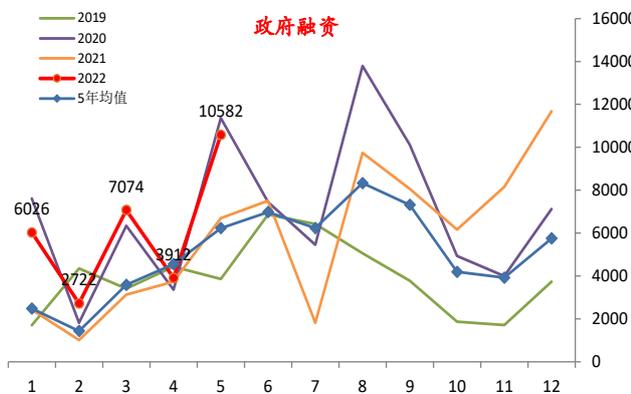


图 55 政府融资维持在 2020 年高位附近

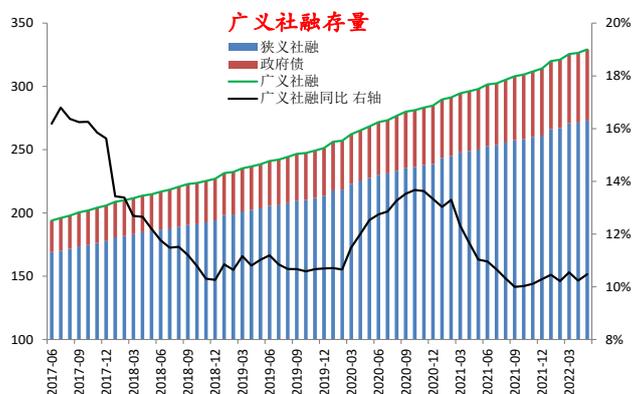


图 56 广义社融缓慢回升

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

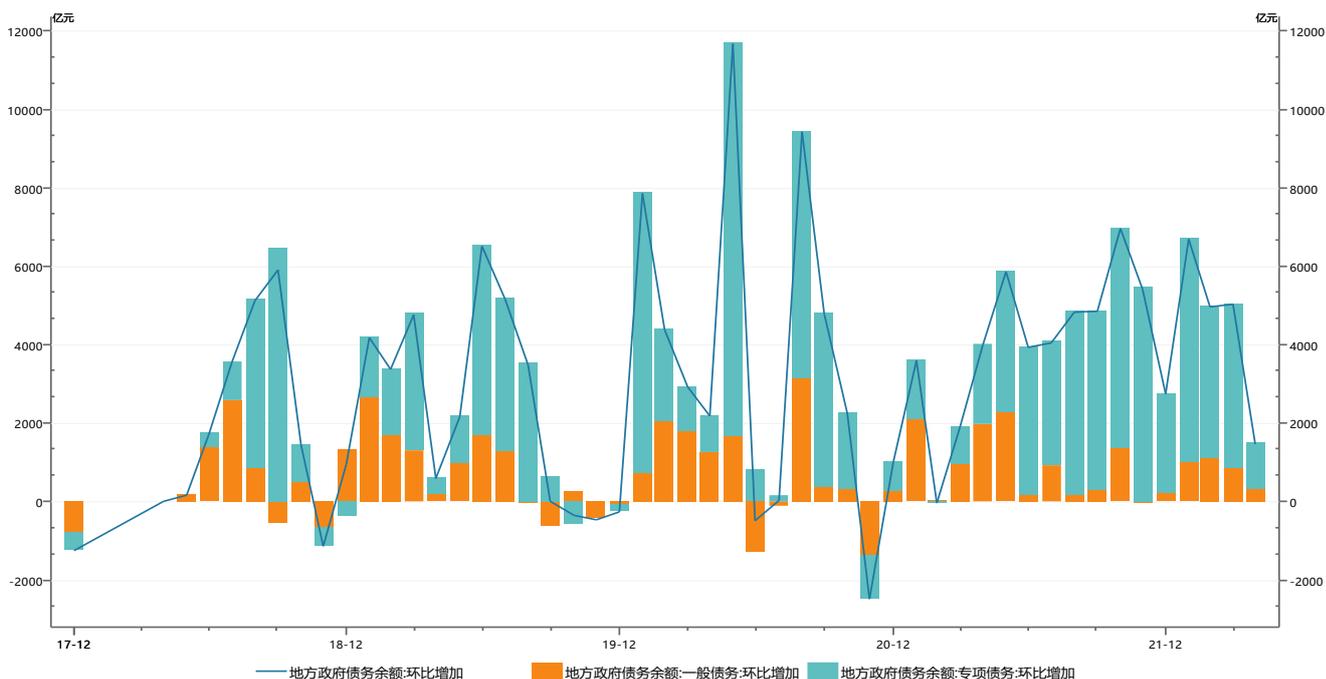
二、财政前置叠加退税 关注地方债下达情况

与货币政策同步的是宽松的财政政策。二季度疫情前《政府工作报告》中，就已提出宽财政举措，包括地方专项债 3.65 万亿元，跨年度调节下中央本级财政调入一般预算 1.267 万亿元，中央预算内投资 6400 亿元等。在增支同时，“减收”措施也有强化，主要是对增值税留抵实行退税，预计全年累计退税 2.5 万亿元。但其提出的 5.5% 的 GDP 增速目标，经济受疫情影响程度看，有较大的实现难度。疫情爆发之后，5 月 23 日国常会增加 1400 亿元退税，并提出的 6 项 33 条稳增长举措，涵盖促进就业保民生、专项债稳基建、稳产业链和供应链、促销费和投资、保证能源安全等。其提出 6 月 30 日前完成专项债发放，8 月 30 日前资金使用到位，短期稳经济意图显著，也遵循年初以来“财政前置”大方向。从实际效果看，4 月和 5 月全国公共财政赤字明显上升，其中财政收入尤其是增值税收入减少幅度较大，反映出退税政策的落实。另外，车辆购置税也明显下降，受到疫情期间汽车销售回落影响。政府性基金收入则跟随土地出让金下行，背后是房地产开发商对市场预期走弱的问题。我们认为，下半年财政政策焦点主要在收入和债务两方面。财政收入关注税收跟随经济上升、土地出让金跟随房地产修复回升，二者变动决定政府财力恢复情况。债务增量方面，一是是否再次发行特别国债，二是是否提前下达明年地方债额度。预计前者可能性相对较小，但是后者仍值得期待。地方专项债发行有助于稳定基建投资需求，同时向实体经济投放流动性，帮助经济从底部回升。预计下半年基建投资将从此前的加速增长转向维持稳定，能否进一步上行需等待提前下达地方债额度后确认。

方正中期期货 FOUNDER CIFCO FUTURES	2018年		2019年		2020年		2021年		2022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	实际值	预期目标	
主要预期目标	国内生产总值	6.5%	6.6%	6.0%-6.5%	6.1%	六稳、六保	2.3%	6%以上	8.1%	5.5%左右
	CPI涨幅	3%左右	2.1%	3%左右	2.9%	3.5%左右	2.5%	3%左右	0.9%	3%左右
	城镇新增就业	1100万人以上	1361万人	1100万人以上	1352万人	900万以上	1186万人	1100万以上	1269万人	1100万以上
	贫困人口、居民收入	-	-	减少1000万以上	减少1109万	全部脱贫	全部脱贫	收入稳步增长	可支配收入增长8.1%	居民收入增长与经济增长基本同步
	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	5.20%	5.5%左右	5.10%	5.5%以内
	城镇登记失业率	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%以上	下降3.1%	下降3%以上	下降2.6%	继续下降	-	降低3%左右	-	“十四五”内统筹考核
	宏观杠杆率	基本稳定	-	基本稳定	-	-	上升	基本稳定	下降	基本稳定
	财政赤字率	2.60%	2.60%	2.80%	2.80%	3.60%	3.70%	3.2%左右	下降	2.8%左右
	财政赤字	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	3.76万亿元	-	-	-
对地方一般性转移支付规模	10.90%	10.90%	10.90%	10.90%	-	-	增长7.8%	-	增长18%，近9.8万亿	
	广义货币M2同比	合理增长	8.10%	与名义GDP增速相匹配	8.70%	10.10%	与名义GDP增速相匹配	9.00%	与名义GDP增速相匹配	
	社融余额同比	合理增长	10.26%	与名义GDP增速相匹配	10.69%	增速要明显高于去年	13.30%	配	10.30%	
	地方专项债券	1.35万亿元	1.32万亿元	2.15万亿元	2.15万亿元	3.75万亿元	3.6万亿元	3.65万亿元	3.58万亿元	3.65万亿元
减税降费	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	超过2.6万亿	小微企业纳税人增值税起征点升至15万	超过1万亿元	退税减税2.5万亿元	
	3000多亿元	-	-	-	-	-	-	-	-	
地产	棚户区、老旧小区住房改造	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	新开工改造城镇老旧小区5.6万个	再开工改造一批城镇老旧小区
	进城落户	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5376亿元	5376亿元	安排5776亿元	5776亿元	6000亿元	6100亿元	-	6400亿元	

表 3 《政府工作报告》提出的目标

数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind

图 57 地方政府债务净增量

数据来源: Wind、方正中期研究院

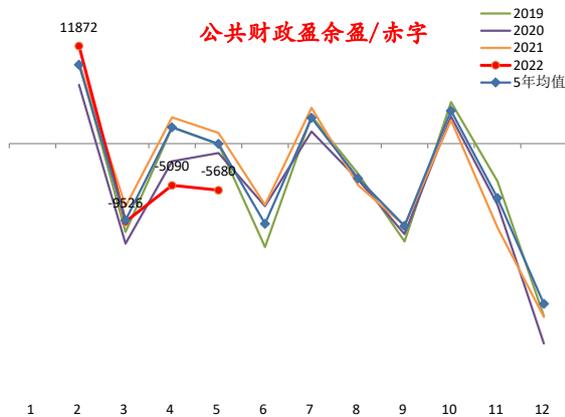


图 58 财政赤字二季度显著增长

数据来源: Wind、方正中期研究院

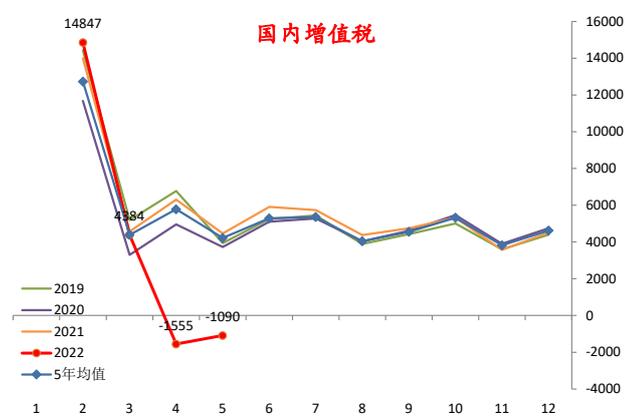


图 59 退税带来的税收下降

数据来源: Wind、方正中期研究院

三、宏观杠杆率上升 结构差异仍将存在

长周期来看，企业部门近年杠杆率持续位于 150%至 160%附近，加杠杆速度已经显著放慢。居民部门从 2021 年开始杠杆率持续位于略高于 60%位置。政府部门杠杆率上升仍是加杠杆主力。金融部门则呈现去杠杆趋势。今年以来情况显示，宏观杠杆率总体上升。产出角度看，名义 GDP 增速下降，其中实际 GDP

增速、总体通胀均下行，名义产出对一季度杠杆率负向影响有所减小。债务增量看，企业部门一季度债务增量贡献明显上升。但政府和居民部门债务增量贡献下降。金融部门债务增量贡献明显上升。这表明居民部门在疫情前加杠杆动力已经下降。二季度疫情开始出现后，产出、需求明显受到影响，实际产出预计显著下降。CPI 上升的同时 PPI 继续下行，总体通胀基本稳定。企业和居民债务增量遭严重打击，政府债务增量相对平稳。流动性积压在金融系统内部导致金融系统负债增量上升。因此二季度居民和企业杠杆率或有小幅下降，政府和金融杠杆率可能上升。下半年来看，随着疫情结束后经济复苏，以及实体经济流动性增长，宏观杠杆率将回到上行轨道中，但结构差异仍将存在。其中企业和居民加杠杆还受到政策支持，政府部门需关注地方债务增量变化节奏，金融部门可能重新回到去杠杆过程中。

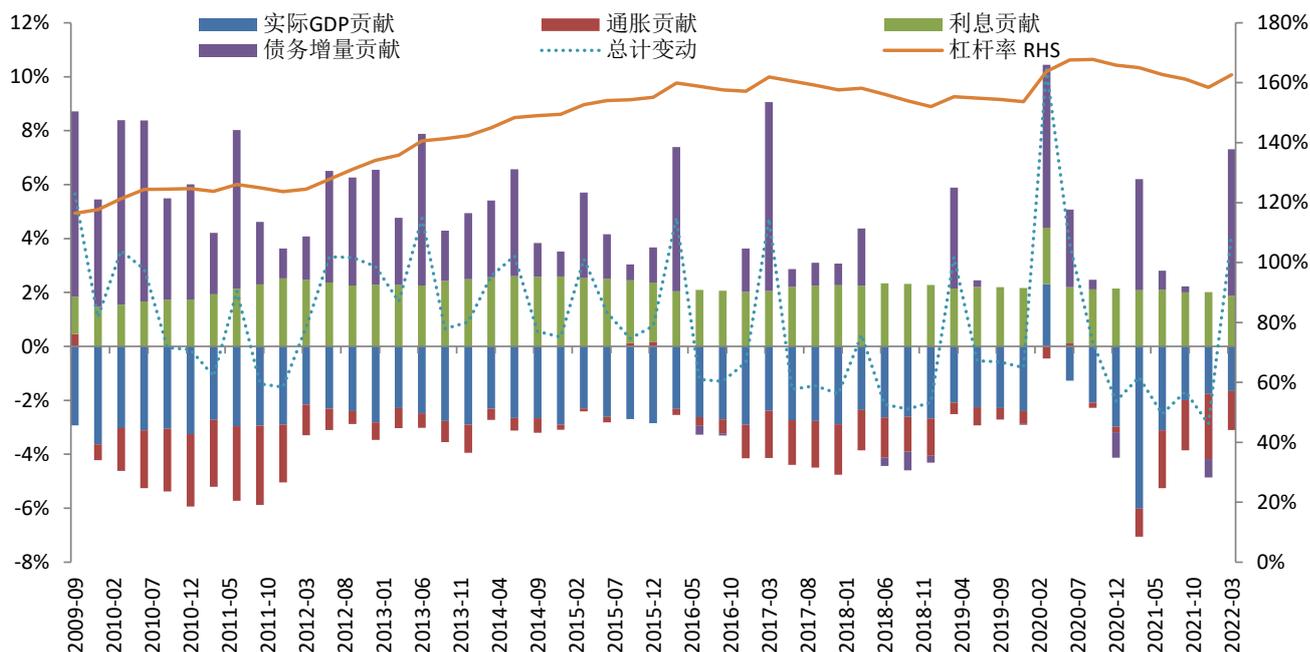


图 60 企业部门杠杆率水平—季度上升

数据来源：Wind、方正中期研究院

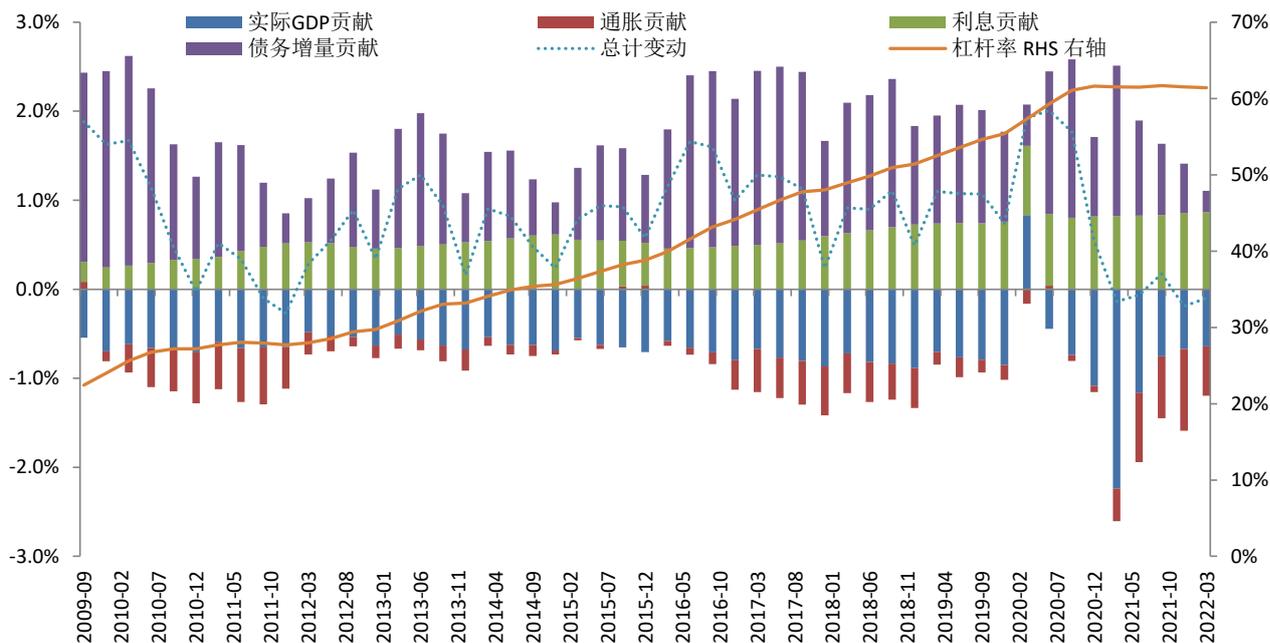


图 61 居民部门杠杆率基本稳定

数据来源：Wind、方正中期研究院

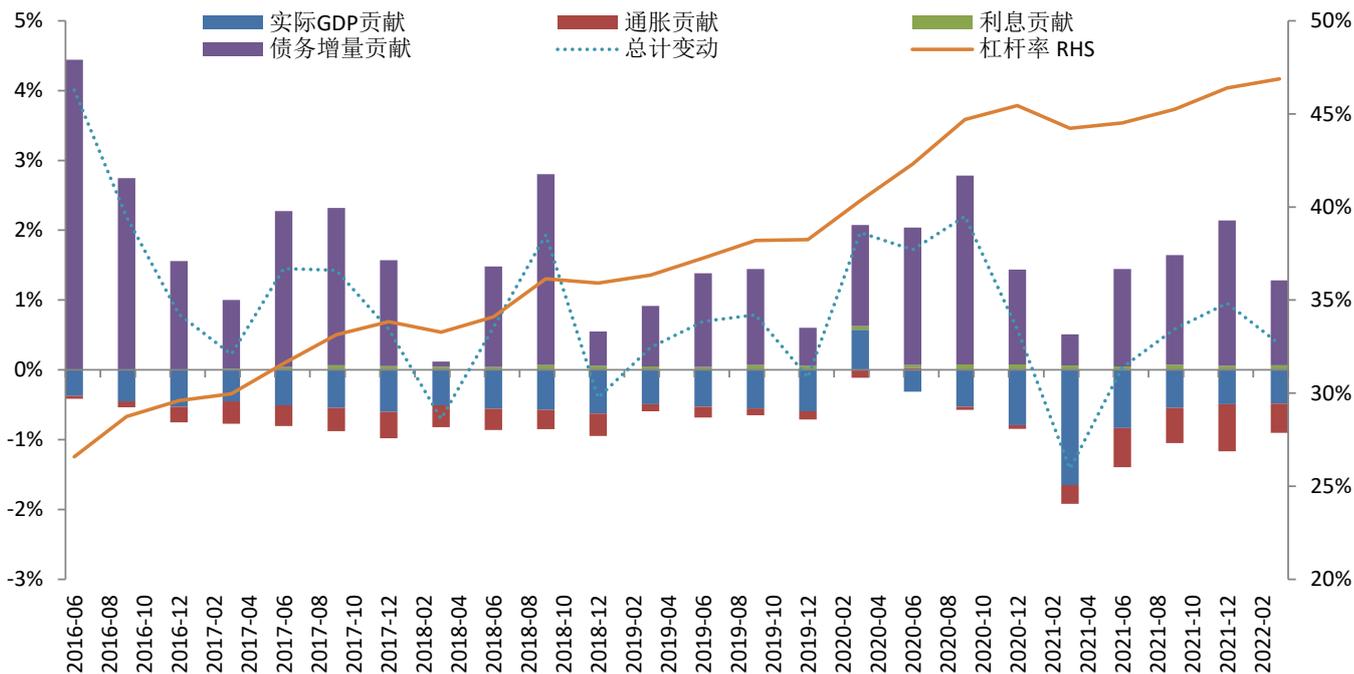


图 62 政府部门持续加杠杆

数据来源：Wind、方正中期研究院

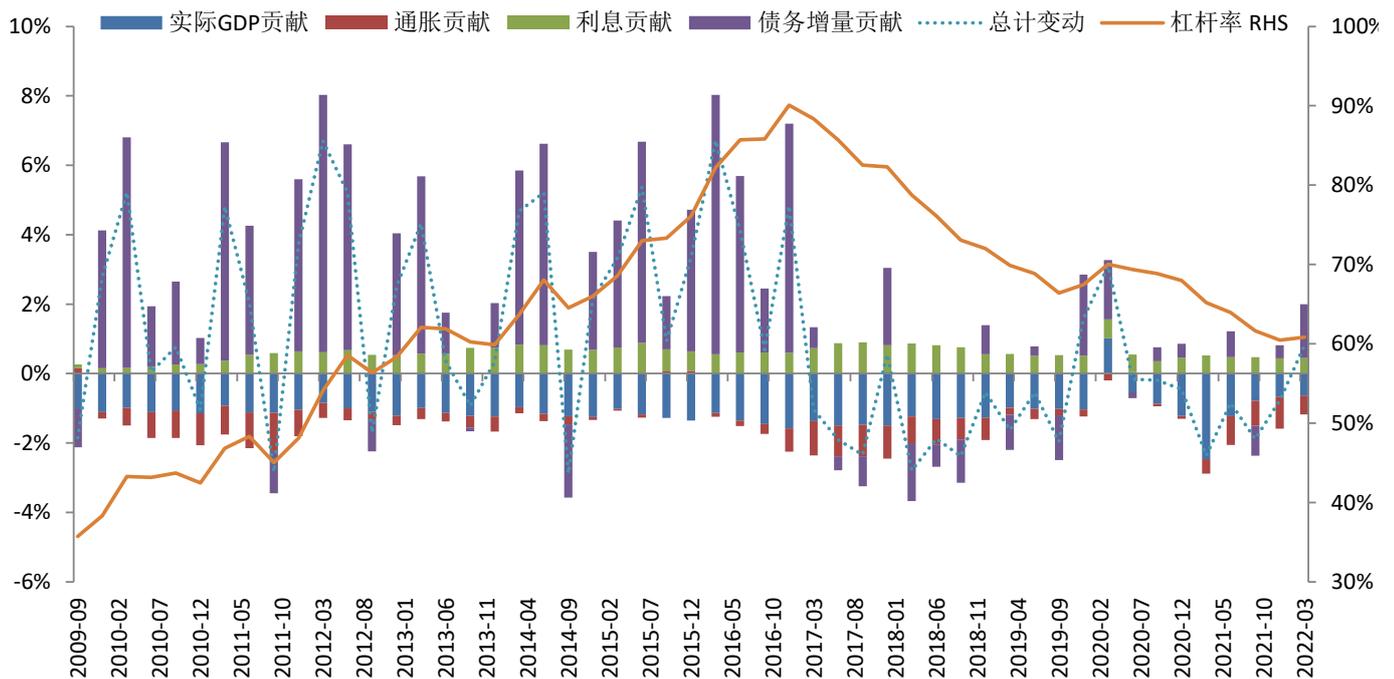


图 63 金融部门杠杆暂时稳定

数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 汇率或维持弱势 疫情影响最大阶段已过

年初以来人民币汇率走弱主要可归因于美元加息导致中美利差下降、美元指数快速上涨压力、中美基本边际差异、疫情对市场信心造成短期冲击等，贸易顺差位于高位则是对汇率稳定的唯一支持。下半年情况看，海外经济体增长放缓，外需韧性下降带来贸易顺差回落的风险上升，美元紧缩周期下的中美利差或继续倒挂并维持低位，均不利于人民币走强。但在阶段性释放贬值压力之后，再度大幅走弱的可能性低，预计人民币汇率或维持低位震荡小幅走弱的态势。上半年最主要的外生风险是国内疫情，对经济影响最大时期在 4 月。5 月经济数据已开始修复，6 月开始高频数据显示经济加速修复。我们预计下半年产出端将继续回补前期缺失量，需求修复短期依靠政策刺激，趋势上则能随产出回升。虽然此轮疫情影响程度仅次于 2020 年初，但疫情对经济整体影响仍集中在中短期，只是加深二季度经济探底的位置，不影响年中经济探明底部，下半年强于上半年的整体节奏。

一、人民币高位回落 弱势方向难改

上半年美元兑人民币汇率呈现高位震荡后回落走势，主要汇率指数也出现冲高回落。从 CFETS 篮子角度看，人民币相对日元、欧元、韩元、土耳其里拉、英镑等升值，对指数产生向上拉动。而相对卢布、美元、港元、墨西哥元、沙特第纳尔等下跌，给指数带来拖累。节奏上看，年初开始人民币相对美元维持去年四季度以来震荡走升态势，3 月中旬则转入下行通道。4 月 19 日开始加速回落，至 5 月 13 日刷新调整以来低点。短期大幅下挫也令央行采取提高外汇存款准备金率等对冲操作。外汇流动性上看，上半年贸易

顺差仍位于高位，但外汇占款增量回落，显示央行可能有稳定市场行动。银行代客结售汇净值、涉外收付款、外币存贷款增量等外汇流动性指标均回落，反应汇率走弱也受到实体资金同步推动。基本面来看，人民币对美元走弱与中美经济预期差变动并不同步，但总体方向接近。从利差角度看，中美利差显著收窄，无论长端还是短端利差全面下降甚至出现倒挂，是导致汇率走弱的重要因素。总体来看，年初以来人民币汇率走弱主要可归因于美元加息导致中美利差下降、美元指数快速上涨压力、中美基本面边际差异、疫情对市场信心造成短期冲击等，贸易顺差位于高位则是对汇率稳定的唯一支持。下半年情况看，海外经济体增长放缓，外需韧性下降带来贸易顺差回落的风险上升，美元紧缩周期下的中美利差或继续倒挂并维持低位，均不利于人民币走强。但在阶段性释放贬值压力之后，再度大幅走弱的可能性低，预计人民币汇率或维持低位震荡小幅走弱的态势。

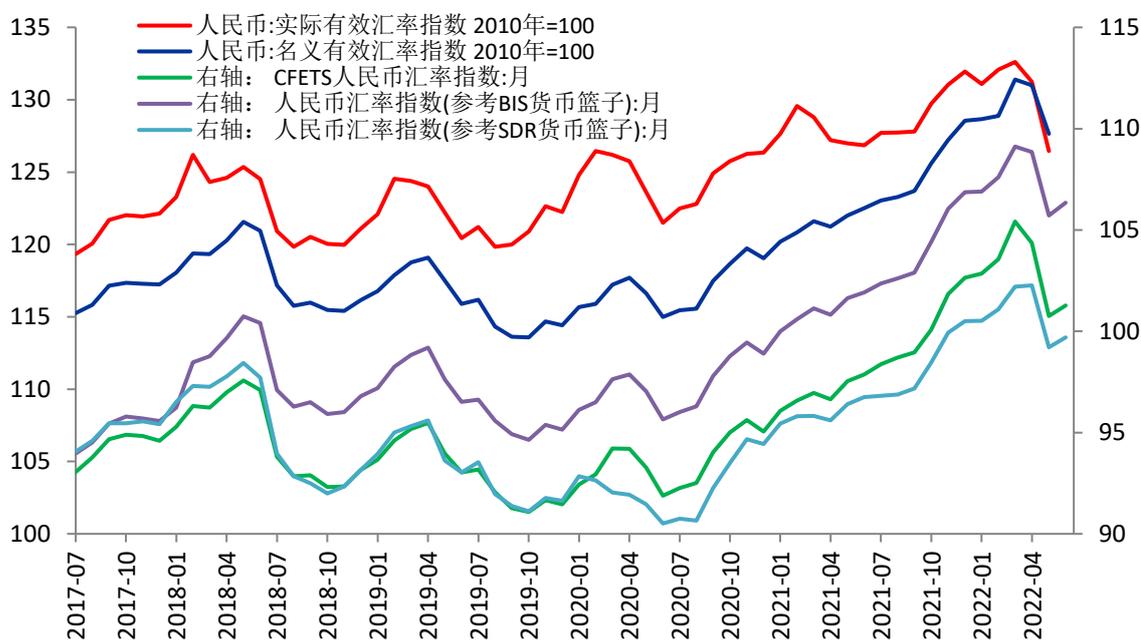


图 64 人民币有效汇率指数冲高回落

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

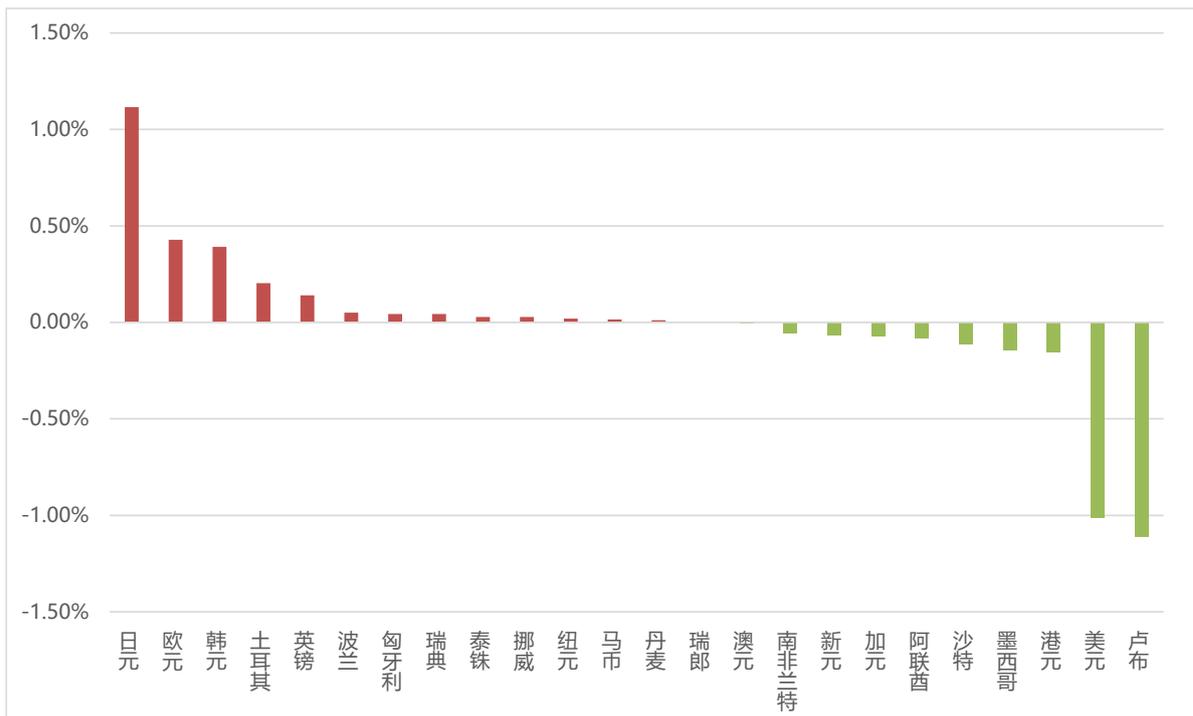
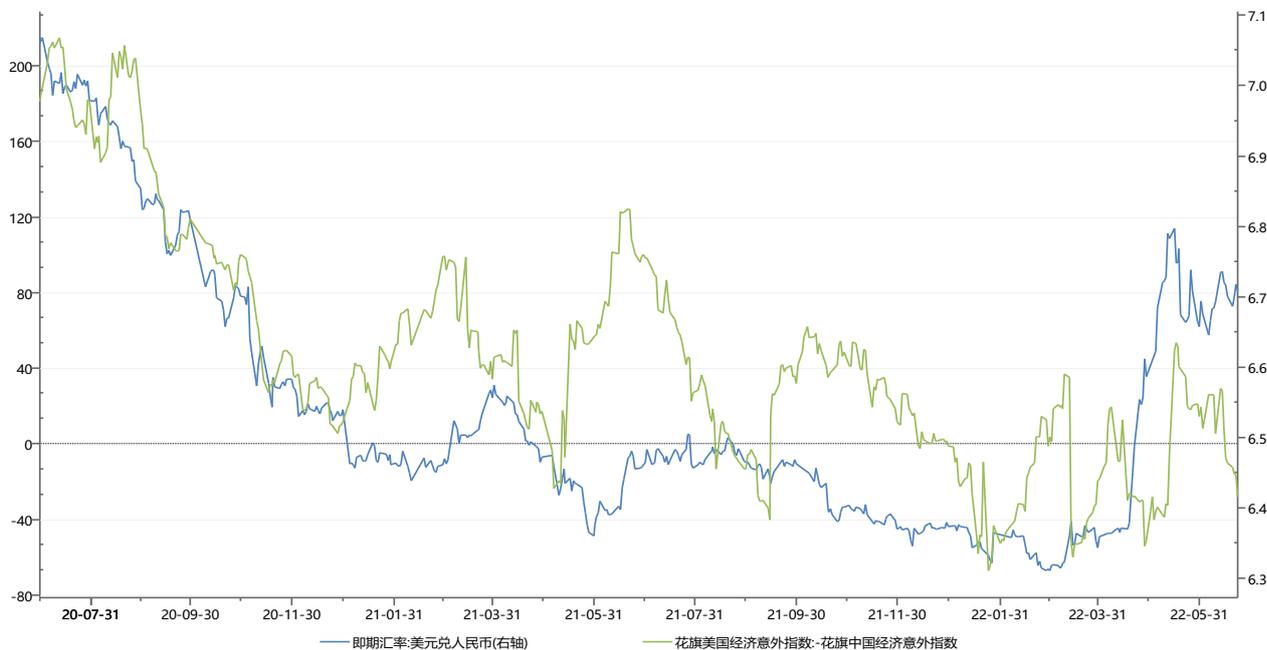


图 65 日元、卢布分别是拉动、拖累人民币指数的最主要因素

数据来源：Wind、方正中期期货研究院



数据来源：Wind

图 66 中美宏观经济预期差与汇率波动不同步

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

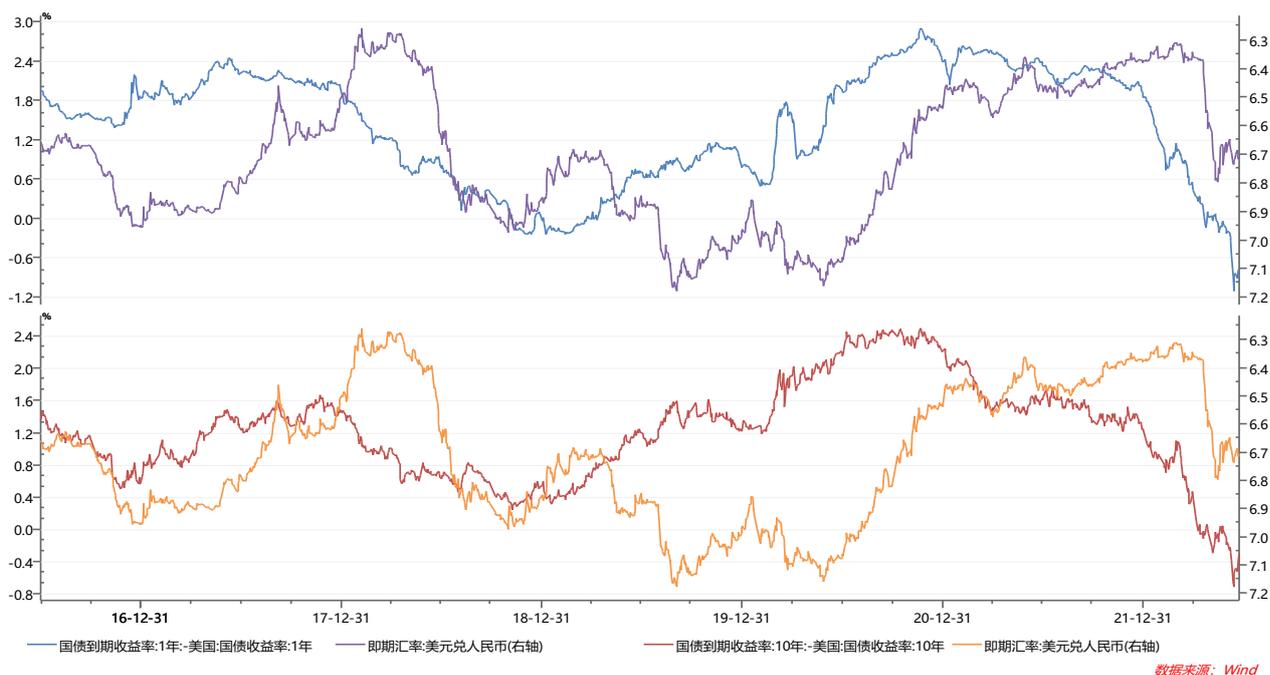


图 67 中美利差引领汇率走弱

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

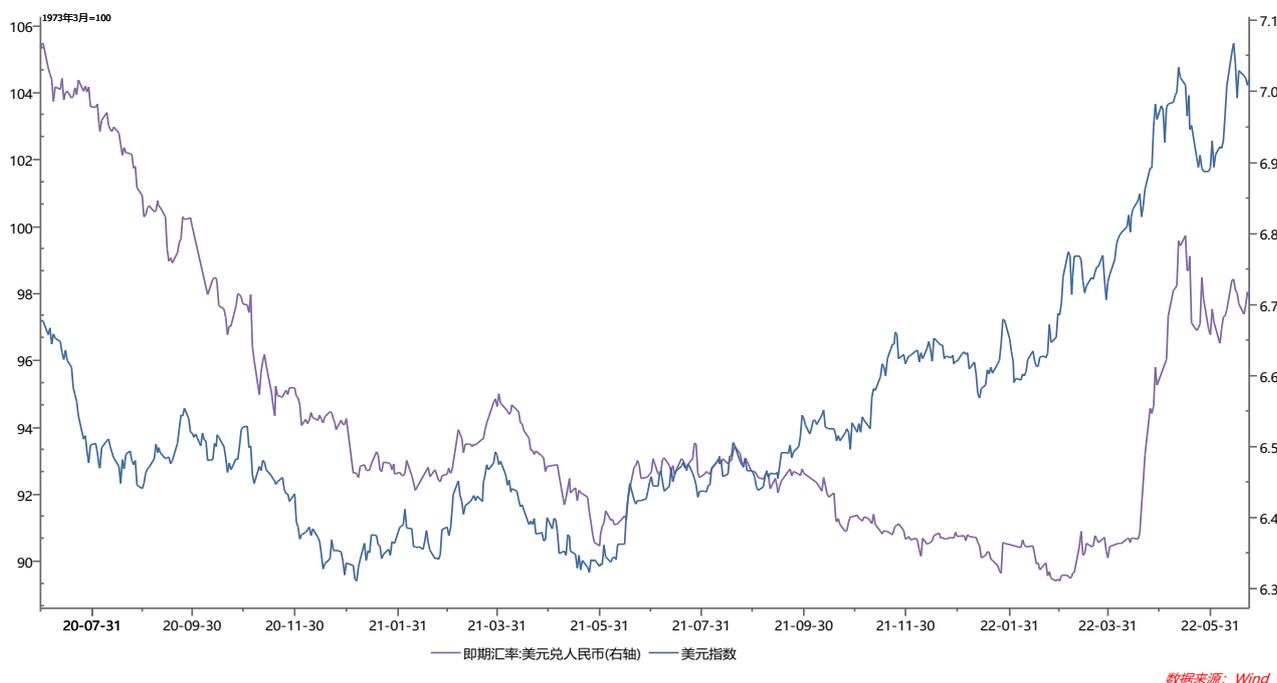


图 68 人民币汇率受到美元指数压制

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、疫情是主要风险 但影响最大时期已过

上半年最主要的外生风险是国内疫情。从春节之后开始，疫情影响范围逐步扩大，吉林、上海、北京先后受到影响。尤其是上海受到影响最严重，并导致 2020 年初以来最严格的防疫封控措施。从时间点上，3 月下旬开始，上海、吉林等地疫情开始明显增长。尤其是上海市，3 月底至 4 月初逐步采取封闭管理措施，且由于新增病例人数居高不下，封闭措施时间一再延长直至 6 月初。从全国角度看，4 月下旬开始北京疫情也逐步加剧，并导致如居家办公、餐厅停止堂食等举措出台。疫情对供应链造成影响有两条主要逻辑：一是交通运输受到影响，包括国内公路、铁路运输，以及港口进出口受到影响；二是整个 4 月上海均处于封闭管理之中，产出和需求受到显著冲击。4 月疫情和封控措施冲击经济之后，决策层果断加大稳经济措施，并且强调恢复供应链通畅。5 月开始疫情影响逐步下降，上海地区开始有序复工、复产、复市。吉林疫情和防疫措施也持续到 5 月，之后逐步解除封控。至 6 月上海、北京已经全面恢复正常生产生活秩序，疫情影响彻底结束。此轮疫情对经济影响最大时期仍在 4 月，5 月经济数据已经开始修复，6 月开始高频数据显示经济进一步加速修复。我们预计下半年产出端将继续回补前期缺失量，需求修复短期依靠政策刺激，趋势上则能随产出回升。虽然此轮疫情影响程度仅次于 2020 年初，但疫情对经济整体影响仍集中在中短期，只是加深二季度经济探底的位置，不影响年中经济探明底部，下半年强于上半年的整体节奏。

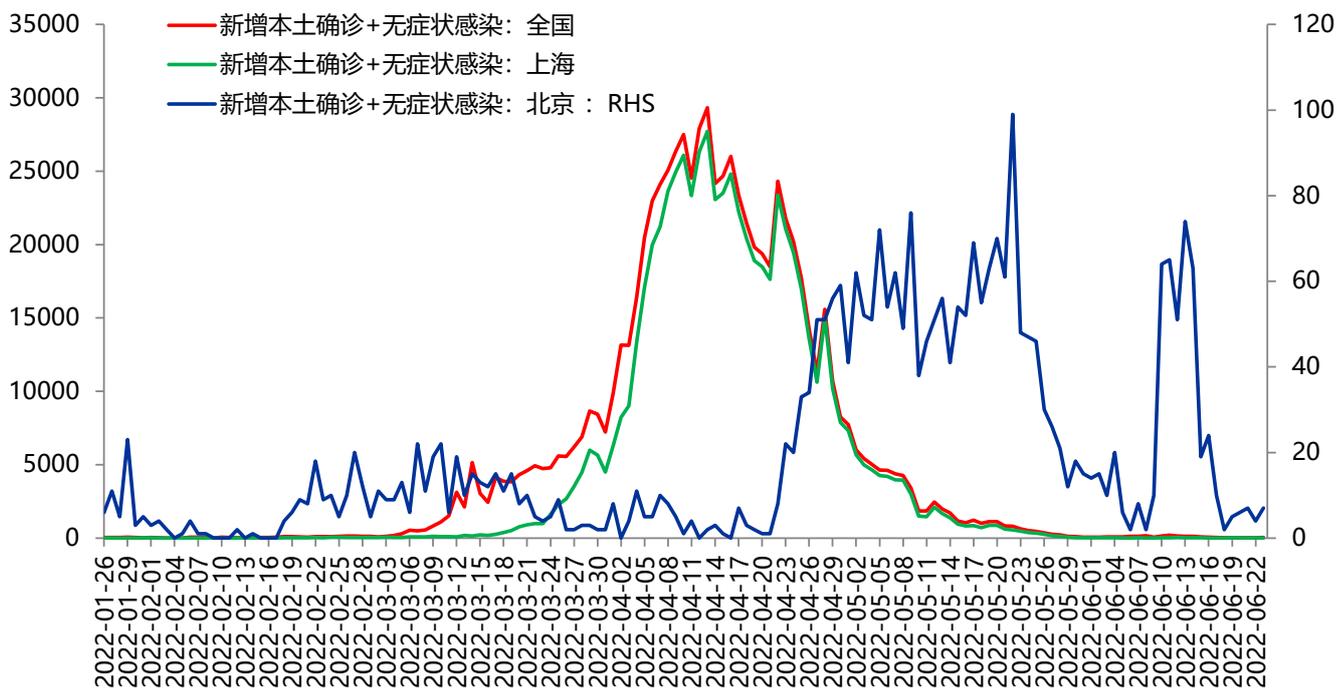


图 69 疫情影响主要在 4 月和 5 月

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

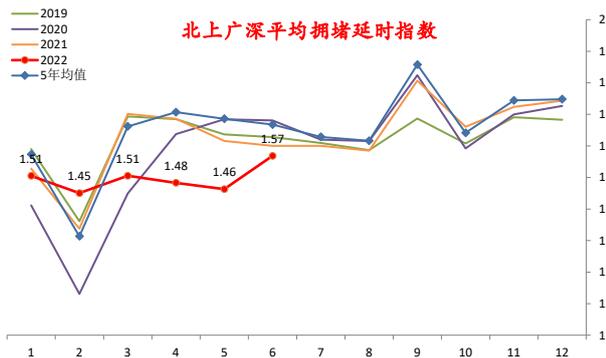


图 70 私人交通 6 月加速回升

数据来源: Wind、方正中期研究院

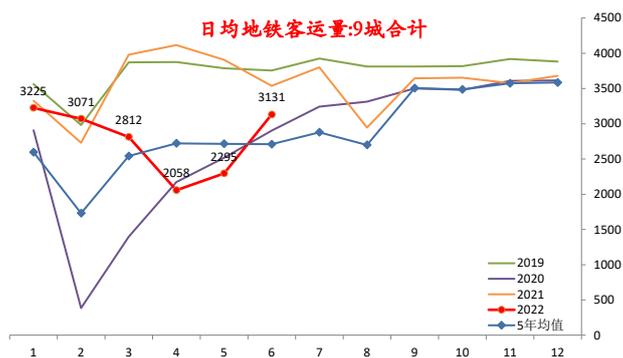


图 71 公共交通 6 月明显恢复

数据来源: Wind、方正中期研究院

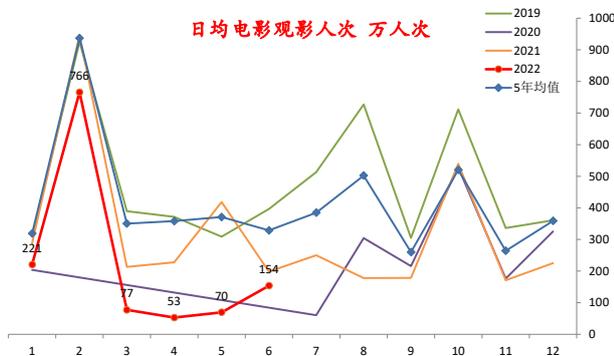


图 72 影院票房 6 月回升

数据来源: Wind、方正中期研究院

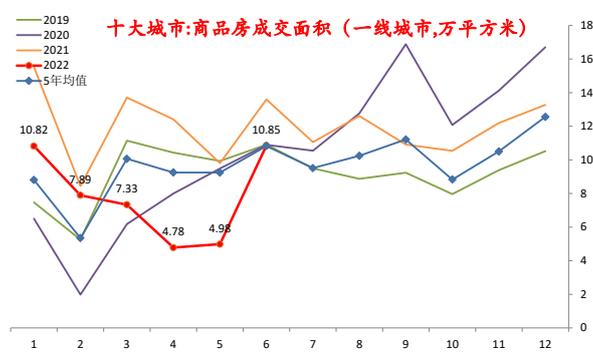


图 73 一线城市房屋销售大幅回升

数据来源: Wind、方正中期研究院

第五部分 下半年主要期货大类和品种展望

上半年影响商品市场的主要宏观因素有三点。一是俄乌冲突等地缘政治因素,其造成上半年原油和能化品种、一季度部分有色品种大幅上涨。这也是造成一向稳健的农产品价格上半年大幅波动。二是中国经济周期性下行,以及二季度国内遭遇新一轮疫情。主要利空有色、黑色等工业金属品种。影响事件跟随国内疫情波动,主要集中在3月底至4月。三是美联储加速紧缩,以及美国经济衰退预期增强,导致大宗商品价格在6月出现大幅下挫。与此前情况不同的是,这一轮下挫中一直稳健的原油等能化品种也明显调整,反映了商品价格对全球经济衰退风险的警惕。我们认为,下半年商品市场走势将于上半年有所不同。核心逻辑包括以下几点。一是国内经济从疫情中的低点复苏,对需求端拉动持续增强,是影响大宗商品市场的核心。其中国内房地产投资修复和市场预期转向值得关注,对黑色、建材品种利好概率上升。该因素对有色品种也有利好影响,但有色-制造业-出口受到外需回落风险压制,表现可能相对弱。二是海外经济仍以紧缩为主,放慢紧缩速度的原因可能是经济衰退加快,二者均更不利于原油、能化品种。对有色金属

也存在小幅利空影响。三是国内农产品的主要逻辑仍在猪周期方面。生猪产能、产量回落带来的上涨仍是大概率事件，因此猪肉价格仍有上涨趋势。饲料相关商品可能继续承压。综合来看，宏观因素产生的利多效果，农产品中生猪 > 饲料，工业品中黑色 > 有色 > 能化。主要基本面风险仍在美联储加息节奏变化，海外经济衰退方面。外生风险关注地缘政治和石油供应情况。

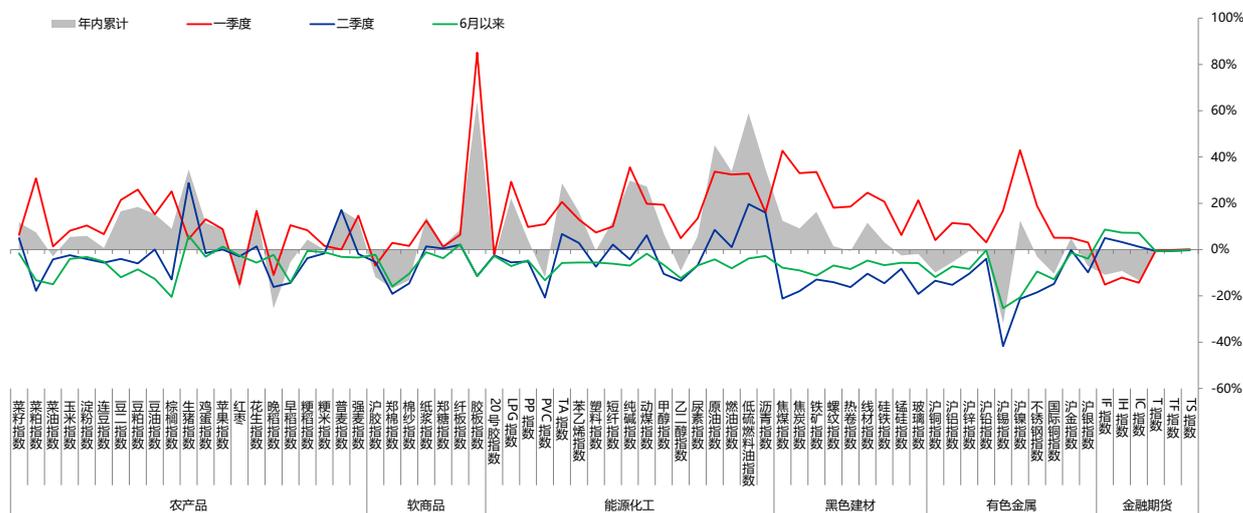


图 74 上半年国内期货品种表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

团队介绍

姓名	从业资格号	投资咨询资格号
王骏	F0243443	Z0002612
牛秋乐	F0268914	Z0002616
夏聪聪	F3012139	Z0012870
隋晓影	F0284756	Z0010956
杨莉娜	F0230456	Z0002618
彭博	F0305572	Z0011662
张向军	F0209303	Z0002619
李彦森	F3050205	Z0013871
胡彬	F0289497	Z0011019
魏朝明	F3077171	Z0015738
俞杨烽	F3063024	Z0015361
王亮亮	F03096306	Z0017427
田欣沅	F03096960	Z0017505
侯芝芳	F3042058	Z0014216
汤冰华	F3038544	Z0015153
梁海宽	F3064313	Z0015305
冯世佃	F3049858	Z0015710
史家亮	F3057750	Z0016243
卜咪咪	F3049510	Z0015614
郝潇潇	F3064982	Z0016670
尹心	F03088994	Z0016663
封晓芬	F03098955	Z0017725
尚丽娜	F3059661	—
成雪飞	F3079516	—
马振	F3082953	—
王一博	F3083334	—
陈臻	F3084620	—
宋从志	F03095512	—

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	010-85881295
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	010-85881228
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
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
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	陕西省西安市高新区太白南路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
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