

2023年度 中国期货市场年度报告

CHINA FUTURES MARKET ANNUAL REPORT

大宗商品市场解读之
宏观金融分册

2023年度中国期货市场年度报告

宏观金融分册

2023 恭贺新禧 HAPPY NEW YEAR

尊敬的投资者您好！

忆壬寅峥嵘岁月，展期货青春韶华。2022年地缘政治局势升级，供应链危机、能源危机与通胀飙升并存，欧美货币政策加速收紧与全球经济衰退担忧升温同行，风起云涌局势依旧，大宗商品市场大幅波动，百年未有之大变局仍在持续。2022年疫情反复对经济产生冲击，在党中央和国务院的带领下，中国经济逐步企稳，中国期货市场持续有效发挥了服务实体经济的职能，为实体经济“保供稳价”保驾护航和助力实体企业高质量发展。

千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金。期货市场参与者共同努力下，期货市场成交持仓规模仍排除万难维持近三年的高位。《期货和衍生品法》自2022年8月1日起施行，期货行业迎来了属于自己的“基本法”；截止12月底，我国期货期权新上市16个品种，累计上市110个期货期权品种，期货大家庭继续壮大；面向低碳新能源品种的广州期货交易所正式上市工业硅期货与期权品种，成为首个新能源金属类期货与期权品种；我国期货市场国际化稳步推进，商品期货期权国际化品种增至17个。

不忘服务三农初心，牢记乡村振兴使命。我国期货行业继续加大服务三农力度，截止2022年10月，“保险+期货”模式承保货值约548亿元，帮助近50家脱贫地区企业成为期货交割仓库，为脱贫地区实体机构或个人提供合作套保、点价、场外期权等风险管理服务方案200多个，涉及名义本金约40亿元，有效保障农民基本收入和服务农业产业链。有127家期货公司对接500多个脱贫县（乡、村），签署10299份结对帮扶协议，累计投入帮扶资金约15亿元，积极践行乡村振兴使命。

展望2023，将迎来落实“二十大”重要精神的开局年和新百年奋斗目标第二年。世界地缘冲突与全球经济衰退等诸多风险点犹存，我国期货期权市场服务国民经济功能将进一步凸显。坚决落实国务院保供稳价工作要求，引导供应链上下游稳定原材料供应和产销配套协作，期货期权市场立足价格发现和风险管理两大功能，以市场化手段助力实体企业应对风险，为稳产、保供、稳价贡献期货力量。

先天下之忧，普其身达实体。方正中期期货以“金融服务成就美好生活”为使命，以“成为广受客户信赖的金融衍生品综合服务商”为愿景，秉承“客户至上、专业稳健、开放协同、简单专注、勤奋坚持、追求卓越”的核心价值观，继续按照“一稳两破局”和打造好大中台等公司战略推动各项业务发展，继续坚持为投资者创造价值、为行业创造价值的经营理念，励精图治，更专注的发展期货业务，更用心的提升研发、IT和客户服务水平，提供更加丰富、及时、权威、贴近市场的产品与服务。

助民致富添砖瓦，为国攻坚献年华。癸卯兔年，方正中期期货党政班子将带领全体司干部员工，为市场提供一流的期货期权经纪、资产管理、交易咨询、股票期权经纪、风险管理和基金销售等业务服务，同时积极参与各期交所、中期协的“保险+期货”项目，服务中小微企业工作，积极承担期货公司社会责任。我司将继续践行金融机构服务实体经济和支持“三农”的各项工作，围绕服务实体经济需求，不断做好风险管理业务，实现期货市场服务国民经济和助力乡村振兴的根本宗旨。

饮水思源，投桃报李。我们深知，方正中期期货取得的每一点进步和成功，都离不开广大投资者的关注、信任、支持和参与。因为广大投资者的理解和信任，我们有更加强大的动力和更坚定的信心；因为广大投资者的关心和支持，我们持续、快速成长；更是因为广大投资者的参与与建议，我们以行动践行初心与使命，进一步改善服务、提升质量，在服务投资者的道路上不断奋进。

癸卯兔年已然开启，扬帆起航正当时。携手前行，不负韶华，不忘初心，拥抱未来，方正中期期货全体员工谨向广大投资者表示衷心的感谢和美好的祝福！恭祝您身体健康！阖家幸福！事业兴旺！万事如意！

方正中期期货有限公司 党总支书记、总裁
上海际丰投资有限责任公司 董事长



2023年1月

中国宏观经济：无惧逆风 砥砺前行

——2022 年中国经济回顾与 2023 年展望

方正中期期货研究院 李彦森

➤ 摘要

- 2022 年国内经济在需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，呈现先走弱后反弹态势。年初经济延续下行并在 3 月国内疫情加剧后加速探底，至二季度中期形成底部后步入反弹阶段。工业产出二、三季度波动较大，原因包括疫情导致供应链受损和天气异常造成电力短缺。稳供应链政策落地后，四季度疫情对供给端影响明显减弱。需求也受疫情冲击，其中消费需求低点位于二季度、四季度两次疫情时期，特别是服务消费受限直接影响底层居民收入。投资需求缓慢下行，主要是房地产投资拖累，基建投资稳增长作用贯穿全年。制造业投资受外需韧性推动，跟随中游行业维持稳定。但外需强势主要在上半年，下半年受到海外经济影响开始走弱。产出端上半年去库下半年重回加库周期，外生因素影响下的内生周期被严重打乱，经济复苏力度极弱，经济底右侧的趋势明显更缓、更长。国内通胀总体回落，主要是高基数和商品价格走弱下 PPI 回落导致。CPI 中枢在猪肉价格上涨带动下温和提升，能源、核心分项则限制 CPI 涨幅。货币、财政政策明显宽松，央行年内多次降息、降准以及定向宽松，政府退税并扩大支出。社会融资成本明显下降但信用宽松效果仍待显现。政府融资增量下降后，广义社融增速回落，表内贷款中的居民长贷跟随房屋销量回落是主要制约。2022 年无惧逆风，2023 年砥砺前行。虽然疫情对 2022 年经济造成明显冲击，但我们预计随着政策调整，2023 年经济受疫情影响程度将

明显减小，并继续复苏趋势，无需担忧系统性风险。基建持稳同时房地产修复、消费好转。通胀维持稳中缓慢上行趋势，绝对压力有限。政策宽松空间仍在，社融等宏观流动性指标修复，人民币汇率也会有所回升。但外需将成为主要风险，需要警惕海外经济衰退对国内的冲击。预计 2023 年 GDP 增速在 5% 左右。商品市场受到海外经济回落压力仍存不确定性，整体或维持弱势震荡，但黑色品种在房地产修复下的表现值得期待。

目 录

第一部分	经济修复趋势不变 外需风险上升	1
一、	疫情对产出端影响解除 需关注海外冲击	2
二、	基建是稳投资主要抓手 房地产有望修复	5
三、	疫情冲击或将减小 消费存在平稳回升空间	8
四、	出口冲高回落疲态已现 仍要警惕外需波动	11
五、	至年底企业利润接近底部 未来或有改善空间	14
第二部分	总体通胀持续回落 打开政策空间	16
一、	CPI 中枢缓慢抬升 但上升动力削弱	18
二、	PPI 持续下挫 明年或位于底部区间	20
第三部分	财政货币双宽松 经济受支持不减	23
一、	货币宽松步伐不变 信用增速修复缓慢	24
二、	赤字规模显著扩大后 广义财政将会好转	28
三、	杠杆率有所回升 未来关注居民部门	30
第四部分	人民币走弱已结束 疫情影响将继续下降	33
一、	人民币汇率大幅走弱 明年或迎来反转	34
二、	疫情仍在“长尾”阶段 但影响程度将减小	37
第五部分	“中国式现代化”加快经济转型提速	39
第六部分	2022 年期货大类走势回顾与 2023 年展望	41

第一部分 经济修复趋势不变 外需风险上升

年初以来国内经济呈现先走弱后反弹的态势。年初承接去年底的经济下行态势，并且在 3 月国内疫情加剧之后加速探底、底部也相应加深。至二季度中期年内经济低位形成，随后开始进入修复阶段。工业产出受到的影响集中在二季度和三季度，影响因素分别是疫情导致的供应链受损，以及天气异常造成的电力供给受限。但稳供应链政策出台后，四季度新的疫情对供给端造成的影响已经明显减弱。需求同样受到疫情冲击，尤其是消费需求低点分别在二季度和四季度，对应年内两次严重疫情。投资缓慢下行更多受到房地产投资走弱拖累。基建投资依然是贯穿全年的稳增长最主要方面。制造业投资跟随中游行业强势维持较好表现，背后则是外需韧性的体现。但外需强势主要在上半年，下半年开始随着海外经济风险上升，外需韧性已经明显下降。从经济周期角度看，上半年去库存之后下半年经济已经回到加库存周期中，然而疫情等外生因素影响下，内生周期受到严重扰乱且复苏力度极弱，触底趋势整体被拉长。我们认为，随着政策逐步放开，未来疫情对经济的影响程度仍将逐步减小，叠加当前以及未来宽松政策影响，2023 年国内经济将继续弱复苏趋势，基建持稳的同时房地产修复、消费好转，外需则将成为主要风险项。预计国内不会出现系统性风险，但需要警惕海外经济衰退对国内的冲击。叠加低基数影响，乐观情况下全年 GDP 增速可能在 5%左右。

2023 年中国期货市场年度报告

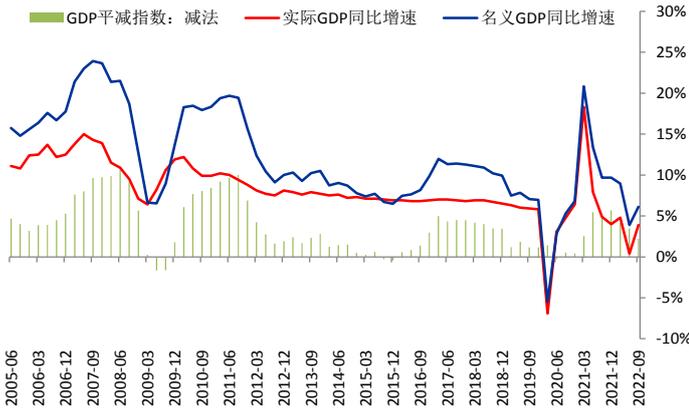


图 1 名义和实际 GDP 增速以及 GDP 平减指数
数据来源：Wind、方正中期研究院

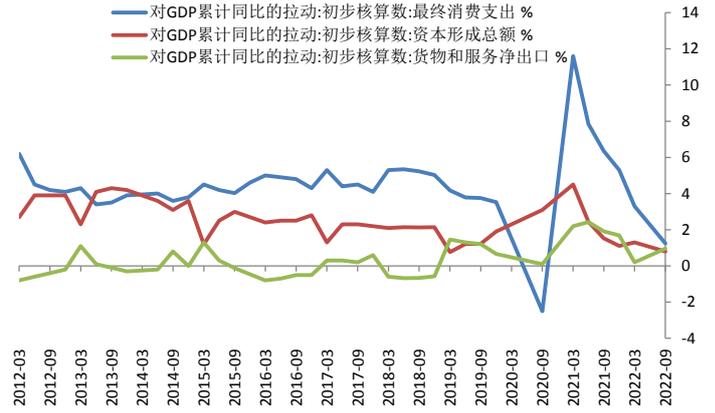


图 2 拉动 GDP 的“三驾马车”
数据来源：Wind、方正中期研究院

2023	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%	8.50%	5.50%	4.50%	5.82%
	4.50%	8.00%	5.00%	4.00%	5.32%
	4.00%	7.50%	4.50%	3.50%	4.82%
	3.50%	7.00%	4.00%	3.00%	4.32%
	3.00%	6.50%	3.50%	2.50%	3.82%

表 1 预计 2023 年 GDP 同比增长 5% 左右

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据名称	单位	2020	2021	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11
实际 GDP 累计同比	%	2.20	8.10	8.10	--	--	4.80	--	--	2.50	--	--	3.00	--	--
名义 GDP 累计同比	%	2.74	12.84	12.84	--	--	8.95	--	--	6.26	--	--	6.20	--	--
工业增加值累计同比	%	2.80	9.60	9.60	3.86	7.50	6.50	4.00	3.30	3.40	3.50	3.60	3.90	4.00	--
制造业 PMI	点	49.92	50.54	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40	49.60	50.20	49.00	49.40	50.10	49.20	48.00
出口金额:累计同比	%	3.62	29.85	29.62	24.00	16.20	15.60	12.30	13.10	13.90	14.50	13.50	12.50	11.10	--
进口金额:累计同比	%	-0.60	30.07	30.05	21.00	16.70	10.60	7.80	6.90	5.70	5.20	4.50	4.00	3.50	--
贸易差额:累计值	亿美元	5240	6759	6704	822	1098	1544	2038	2813	3776	4785	5577	6425	7277	--
固定资产投资:累计同比	%	2.90	4.90	4.90	--	12.20	9.30	6.80	6.20	6.10	5.70	5.80	5.90	5.80	--
房地产投资:累计同比	%	7.00	4.40	4.40	--	3.70	0.70	-2.70	-4.00	-5.40	-6.40	-7.40	-8.00	-8.80	--
基建投资:累计同比	%	3.41	0.21	0.21	--	8.61	10.48	8.26	8.16	9.25	9.58	10.37	11.20	11.39	--
制造业投资:累计同比	%	-2.20	13.50	13.50	--	20.90	15.60	12.20	10.60	10.40	9.90	10.00	10.10	9.70	--
名义社会消费:累计同比	%	-3.90	12.50	12.50	--	6.70	3.27	-0.20	-1.50	-0.70	-0.20	0.50	0.70	0.60	--
实际社会消费:累计同比	%	-5.23	10.70	10.70	--	4.90	1.30	-2.54	-4.00	-3.40	-3.01	-2.33	-2.14	-2.24	--
GDP 平减指数累计同比	%	0.53	4.38	4.38	--	--	3.96	--	--	3.66	--	--	3.11	--	--
CPI:累计同比	%	2.50	0.90	0.90	0.90	0.90	1.10	1.40	1.50	1.70	1.80	1.90	2.00	2.00	--
核心 CPI:累计同比	%	0.80	0.80	0.80	1.20	1.20	1.20	1.10	1.10	1.00	1.00	1.00	0.90	0.90	--
PPI:累计同比	%	-1.80	8.10	8.10	9.10	8.90	8.70	8.50	8.10	7.70	7.20	6.60	5.90	5.20	--
PPIRM:累计同比	%	-2.30	11.00	11.00	12.10	11.60	11.30	11.20	10.80	10.40	9.80	9.10	8.30	7.50	--
M2:存量同比	%	10.10	9.00	9.00	9.80	9.20	9.70	10.50	11.10	11.40	12.00	12.20	12.10	11.80	--
贷款余额存量同比	%	12.80	11.60	11.60	11.50	11.40	11.40	10.90	11.00	11.20	11.00	10.90	11.20	11.10	--
社融规模存量同比	%	13.30	10.30	10.30	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.80	10.70	10.50	10.60	10.30	--

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、 疫情对产出端影响解除 需关注海外冲击

年内产出端总体呈现先降后升的态势，尤其是二季度下行幅度较大，4 月工业增加值出现-2.9%的同比负增长，也是 2020 年一季度之后的首次负增长。制造业产出端回落背后反映两条逻辑线：一是疫情出现后，封控措施导致产能利用受限，直接带来工业

品产量和产值下降；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”。上述问题主要体现在二季度疫情期间，下半年以来的零星疫情对产出影响相对有限。二季度决策层也注意到这一问题，因此重点强调打通供应链“堵点”、逐步复工复产。除疫情之外，天气因素年内也对产出造成扰动，尤其是三季度受到高温、干旱天气影响，长江流域降水锐减，水电产量大幅下挫，对部分省市工业用电造成影响，导致工业产出增长受限。从行业角度看，由于疫情对长三角地区影响更大，因此制造业受到冲击更明显，但随后疫情问题解决后制造业产出快速恢复。中上游原材料行业增加值增速持续下降，部分受到价格影响。从名义角度看，产出增量时需修复的同时，产出价格水平持续回落，至四季度 PPI 甚至出现高基数之下的负增长，名义工业增加值出现持续下行趋势，对企业营收、利润的改善有不利影响。结合 PMI 来看，产出端在年内受疫情影响，出现被动加库存、主动去库存、被动去库存的快速切换，至四季度已经进入主动加库存的复苏期，但零星疫情仍有阶段性扰动。我们认为，中长期需求已经进入阶段性底部，主动加库存阶段能够持续至明年上半年，内需持续改善是主要动力。外需下半年已经出现走弱迹象，并且在四季度传导至产出端后，仍是产出所面临的风险因素。因此预计 2023 年经济上半年仍将延续弱复苏，下半年需要重点关注海外冲击程度，不排除再度回落的可能性。

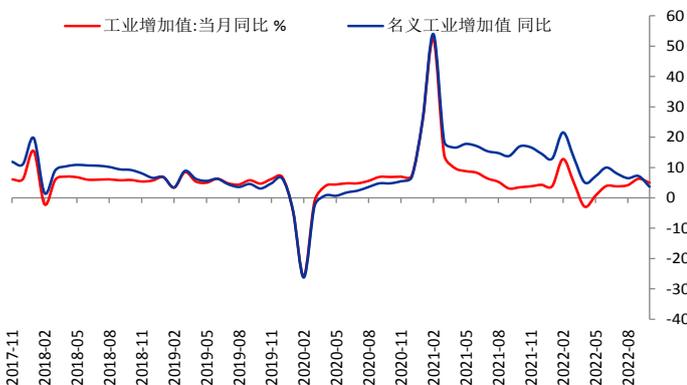


图 3 实际产出强于名义产出
数据来源：Wind、方正中期研究院



图 4 产销率反映疫情影响
数据来源：Wind、方正中期研究院

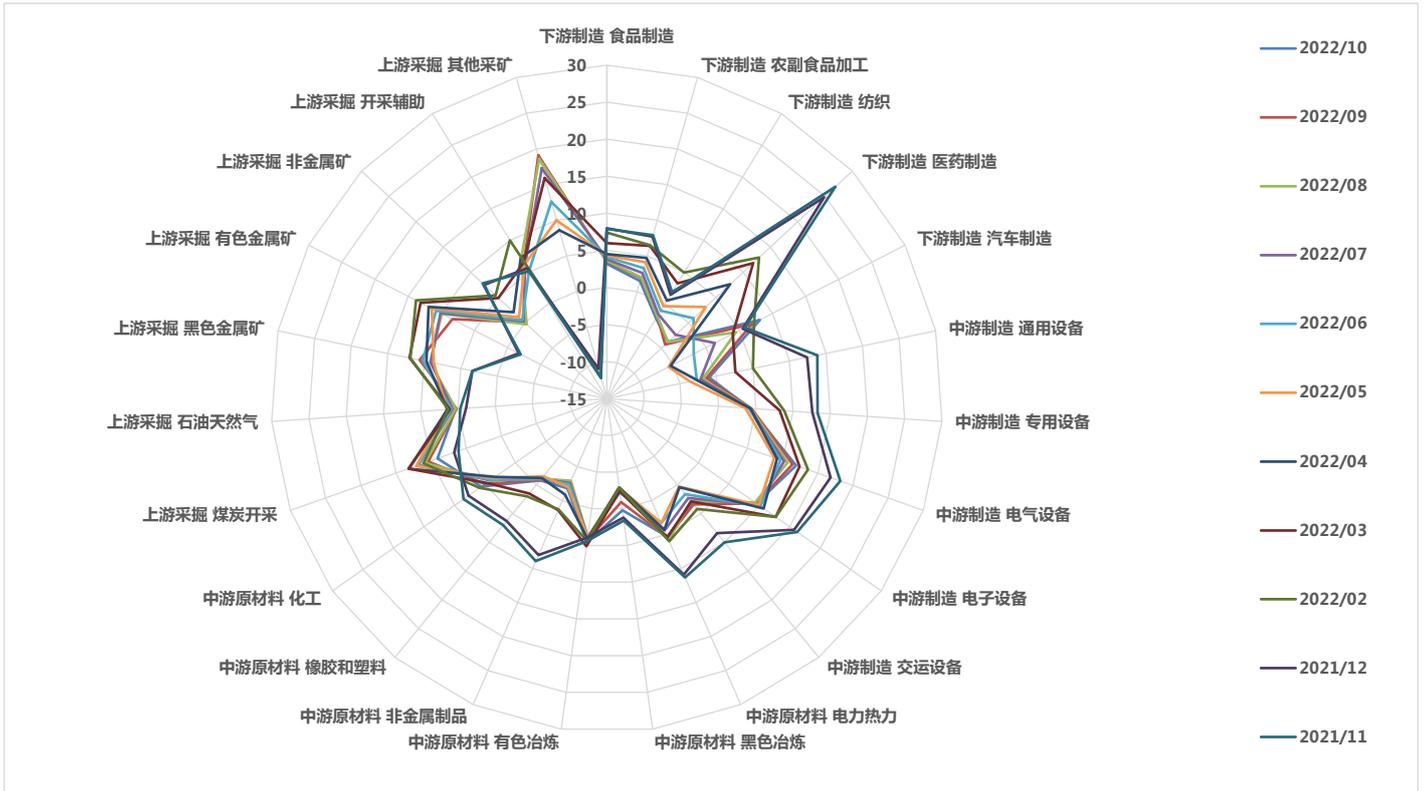


图 5 中游制造业持续增长并强于原材料行业
数据来源：Wind、方正中期研究院

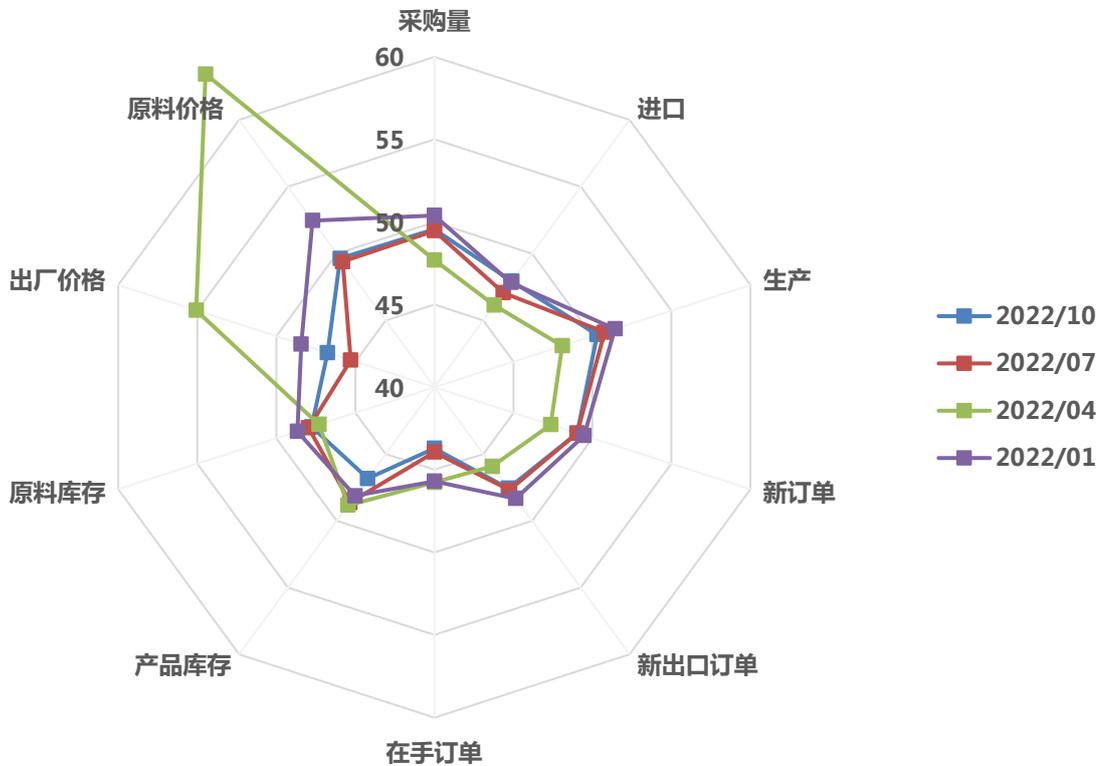


图 6 PMI 反映下半年价格回落同时供需修复
数据来源：Wind、方正中期研究院

2023 年中国期货市场年度报告

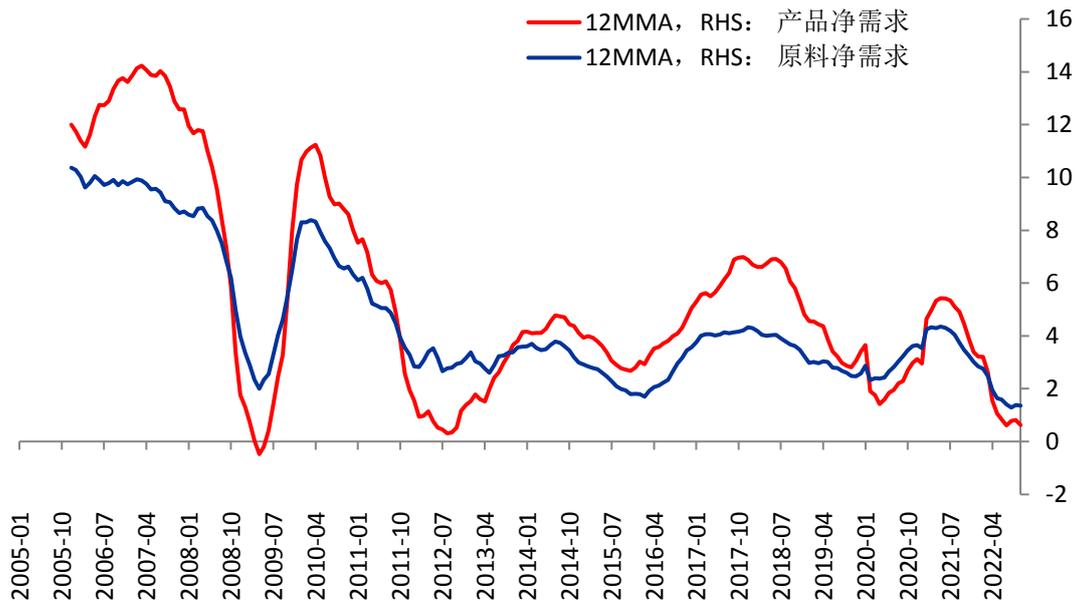


图 7 中长期需求已进入阶段性底部

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 基建是稳投资主要抓手 房地产有望修复

年内投资需求总体呈现增速逐步放慢的态势，尤其是二季度疫情期间，增速回落较为明显。从分项上看，基建投资仍是支持总体投资需求的主要因素。年内国内经济受到疫情反复影响，稳经济尤其是稳需求的必要性上升，基建作为投资中的重要一环，受到明显重视。从逻辑上看，稳基建仍从资金和项目两方面进行，尤其是资金端对基建支持较大。两会确认的地方专项债总量没有明显增长，但节奏上有明显的财政前置，即要求地方债在 6 月底前发行完毕、8 月底前投放完毕。三季度以来又增加 6000 亿元政策性开发性金融债，以及 5000 亿元地方债存量额度转换成的增量。因此年内基建投资增速保持稳健增长，单月增速持续加快同时，截至 10 月累计增速升至 11% 以上。制造业投资上半年跟随海外需求韧性维持一定增长，随后在央行货币宽松、社会融资成本下降情况下，继续维持较高增长，是支持总投资的另一个重要方面。而房地产投资则成为年内拖累总投资的关键弱项。我们预计 2023 年基建投资将从加速增长转为平稳，一是经济弱复苏之下进一步大规模刺激基建发力的必要性下降，二是明年财政预计以平滑为主，

不会再出现明确的财政前置或后置。此外，制造业投资在海外需求持续回落，并且已经影响到产出端的情况下进一步增长的东西或将削弱。而房地产投资在完成筑底后修复的可能性上升。

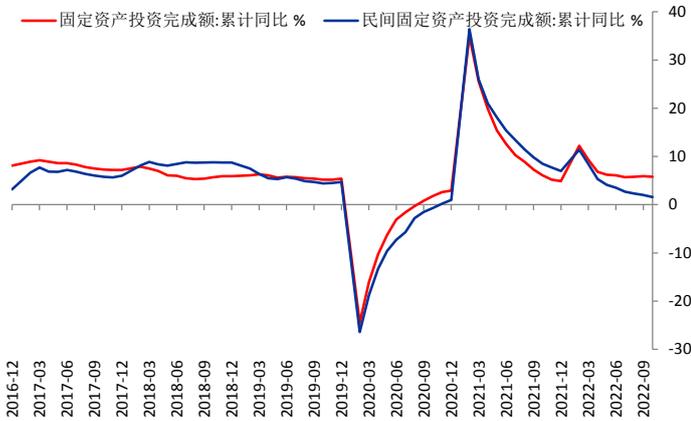


图 8 固定资产投资同比持续减速
数据来源：Wind、方正中期研究院

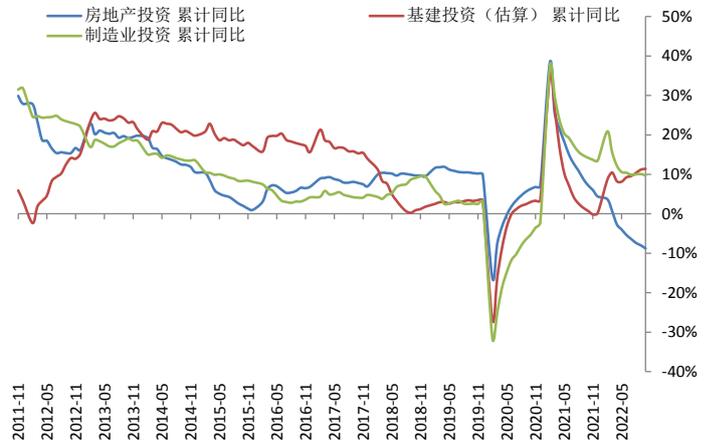


图 9 基建支持、制造业稳定、房地产拖累
数据来源：Wind、方正中期研究院

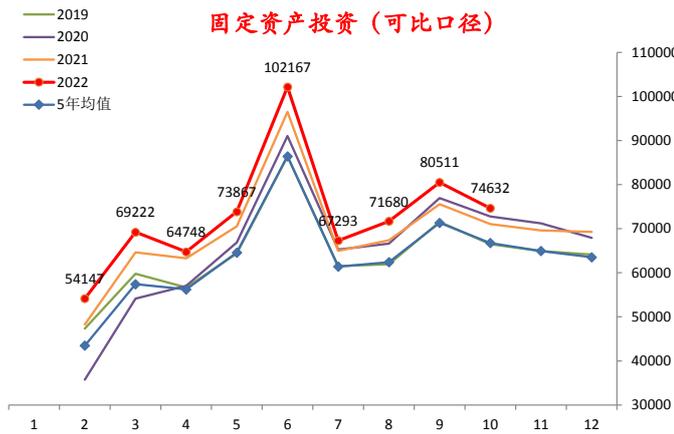


图 10 固定资产投资总体稳定
数据来源：Wind、方正中期研究院

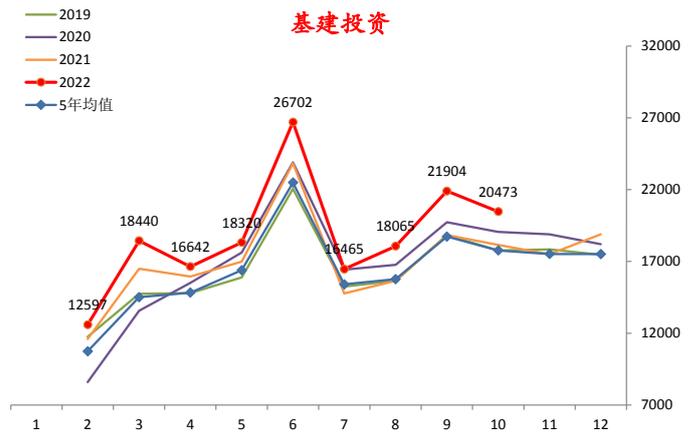


图 11 基建投资二三季度明显超季节性
数据来源：Wind、方正中期研究院

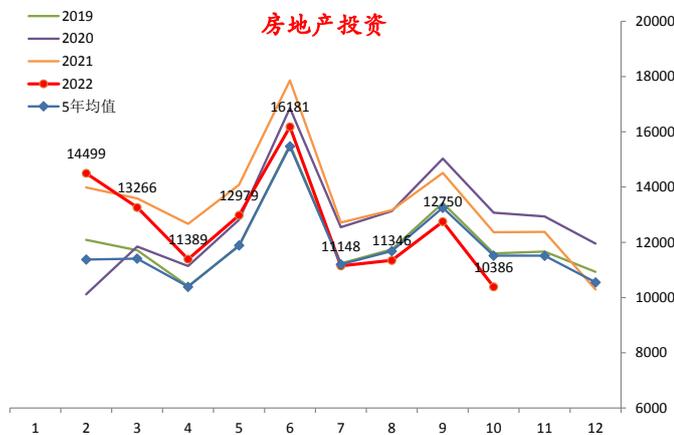


图 12 房地产投资年内持续走弱

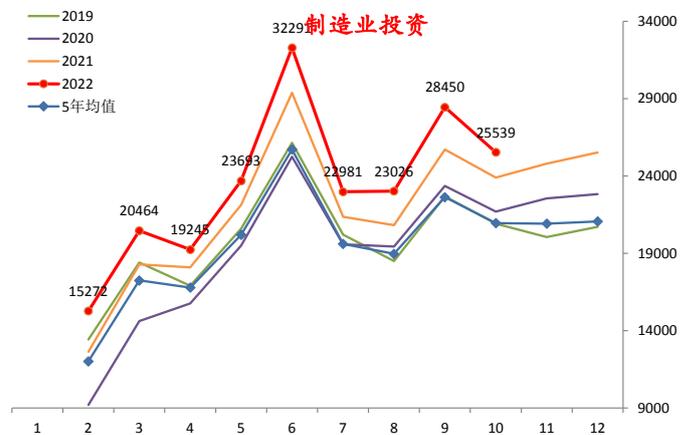


图 13 制造业投资维持韧性

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

具体在房地产投资方面，年内新屋开工、房屋施工、房屋竣工、房屋待售、房屋销售面积等指标全面回落，尤其是上游开工、施工降幅明显，开工面积同比一度降至下跌45%以上。总体上看，人口增速下降、城市化速度放慢等长期因素导致房地产行业趋势仍然偏向下，数年以前的高速增长中长期内都难以再现。政策角度看，2021 年末以来的房地产政策底方向延续，整体政策明显处于宽松中。全面和地方政策不断出台，包括放开限购、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、降低 LPR 以及房贷利率下限、降低公积金利率等。但二季度疫情仍对房地产市场产生巨大影响，导致很多房企出现施工放慢、竣工拖延甚至交付期房违约的情况，并引起监管部门重视，采取多项保交楼的纾困措施。下游竣工和销售因此出现好转迹象。但由于居民部门购房信心依然没有明显改观，销售恢复速度缓慢，行业流动性依然极为紧张，房企债券违约事件不断出现。因此监管政策也有改变，11 月提出的“房地产 16 条”政策，在稳定居民购房的基础之上，对房企融资监管标准有所调整。情况表明，政策出现从保交楼、保项目转向保市场、保主体的转变，为房企提供跟多的融资渠道，缓和资金紧张问题的同时，也有利于上游开工、施工端改善和房地产投资的触底反弹。我们仍认为房地产市场已经位于阶段性底部附近，明年开始地产投资将有更明确的修复，对投资和总需求的拖累程度也将明显减小。

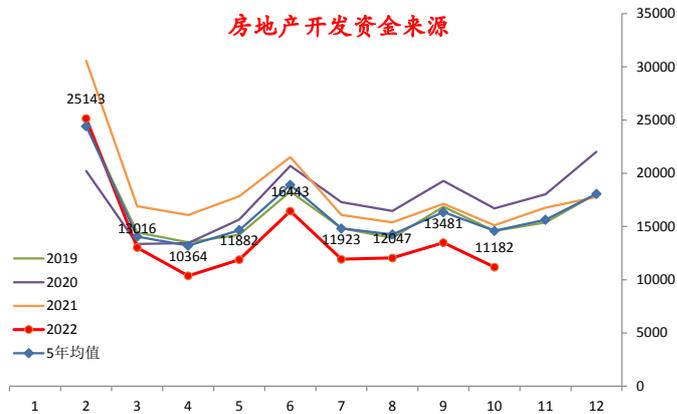
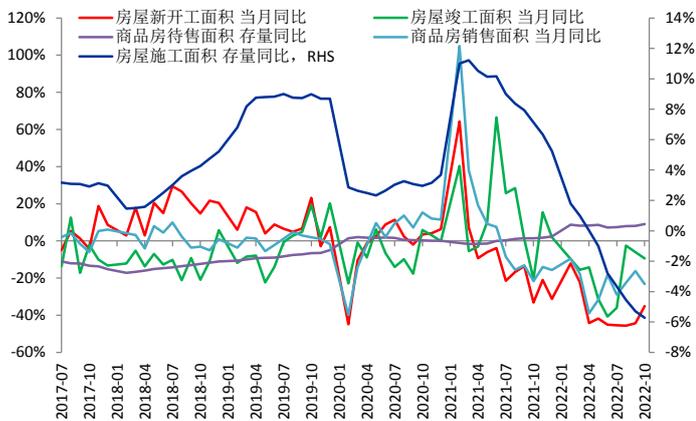


图 14 房地产主要指标全线回落

数据来源：Wind、方正中期研究院

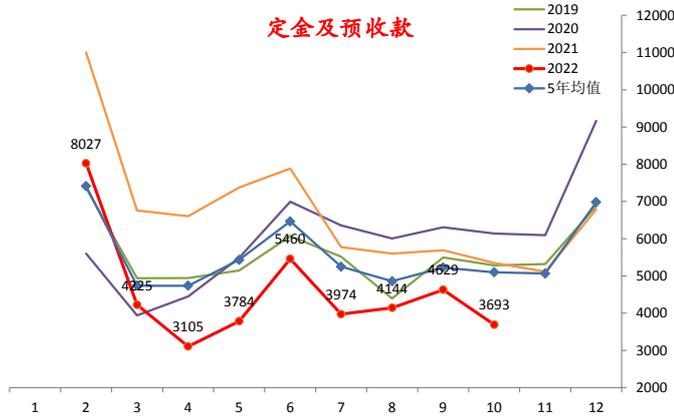


图 16 销售不振是资金来源的重要拖累

数据来源：Wind、方正中期研究院

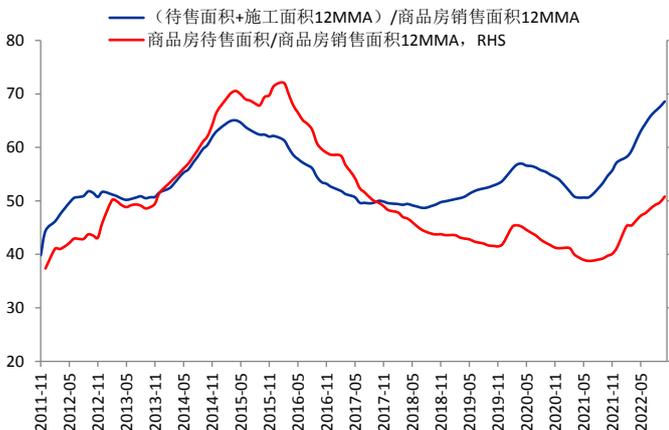


图 18 库销比仍显示被动加库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 15 房地产资金处于低位

数据来源：Wind、方正中期研究院

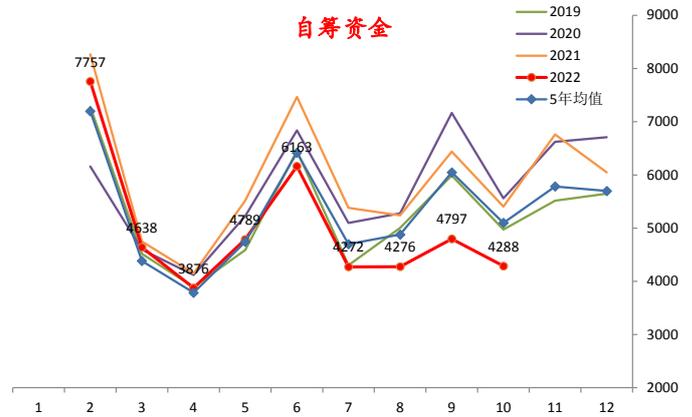


图 17 二季度后融资渠道进一步收窄

数据来源：Wind、方正中期研究院

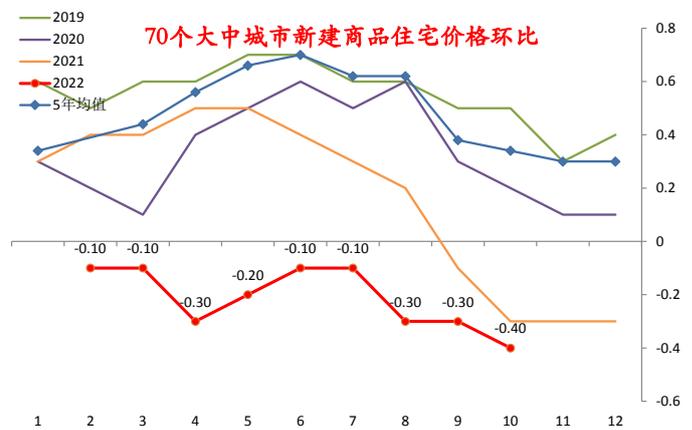


图 19 70 城房价持续负增长

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 疫情冲击或将减小 消费存在平稳回升空间

年内消费出现一定波动，主要受到多次阶段性疫情影响。年初消费基本稳定，仅在春节前后出现季节性波动。从影响逻辑上看，疫情对消费的冲击主要有五个方面。一是对服务业冲击较明显，统计局口径下较为典型的服务业——餐饮收入，在 4 月 5 月和 10 月均出现明显偏低的表现，非实物商品网上零售在陕数十起走弱也受此影响。二是由于外出就餐等服务消费可能产生更多超额消费（如在外就餐往往超量点餐），因此服务消费受限间接导致食品等商品消费量下降。三是疫情对居民生活半径以及生活方式、

社交频率产生影响，间接影响消费。如交通运输、旅游、衣着、化妆品等消费下降。四是包括房地产、汽车等在内的耐用品消费也受到疫情冲击，其中房屋销售影响还扩散到加剧、家电、建材等相关消费品增长方面。五是二季度疫情严重时期交通运输管理较为严格，通过物流途径影响到终端消费，如 4 月网上商品零售额明显走弱。阶段疫情缓和后决策层也推出多项消费刺激政策，尤其是对汽车购置税的减免，带来一部分汽车消费增量。截至四季度该政策对汽车消费依然有一定正面影响。此外，随着 11 月决策层调整疫情防控措施，提出 20 条新政策，消费端尤其是服务消费受到的影响预计将明显低于前期。我们预计在四季度消费短暂回落后，能够重新恢复至平稳增长。尤其是服务消费在政策不断调整的背景下，受到总体影响和阶段影响程度都将少于今年。而伴随经济弱修复、失业和居民收入改善，2023 年全年消费表现或强于今年，年内趋势则是平稳增长。长期来看，人口增速放慢、居民高杠杆影响下，消费总量回升至平稳后明显加速动能受限，消费习惯改变、消费升级进程仍是决定未来消费端结构性增长的主要因素。

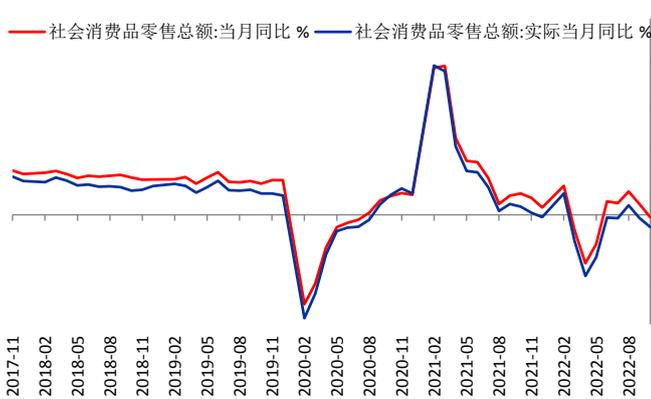


图 20 社消增速低位在 Q2
数据来源：Wind、方正中期研究院

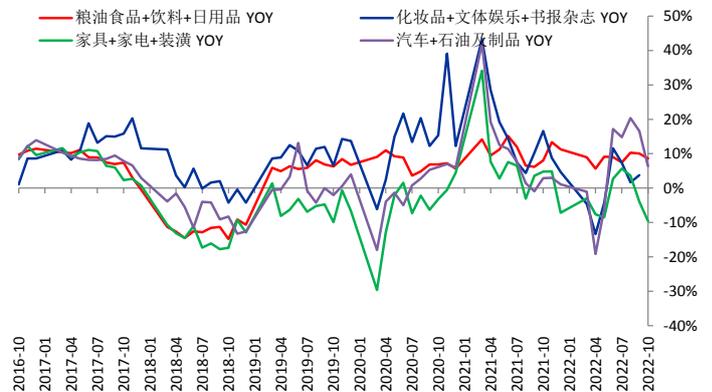


图 21 社消增速低位在 Q2
数据来源：Wind、方正中期研究院

2023年中国期货市场年度报告

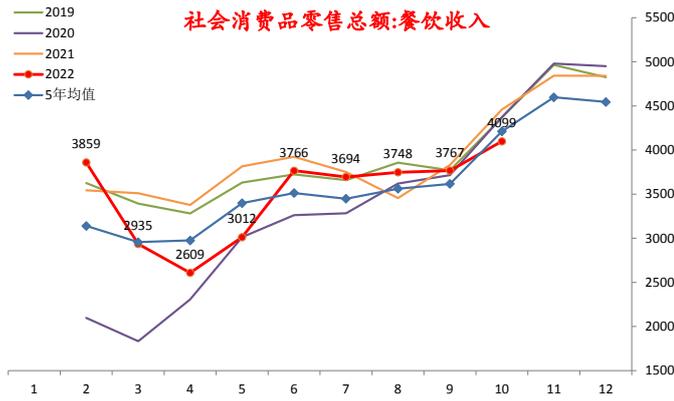


图 22 餐饮服务 Q2 和 Q4 走弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

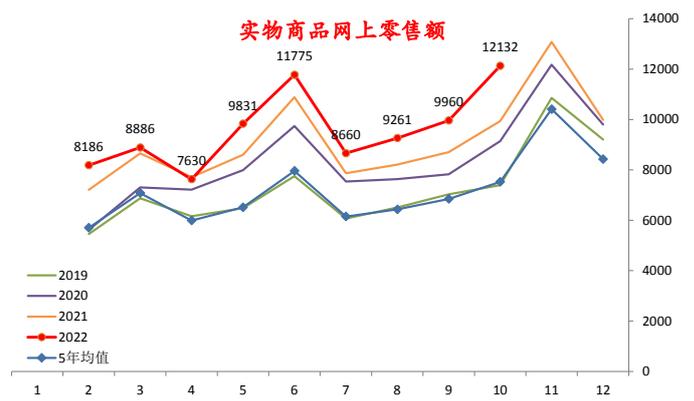


图 23 网上商品销售 Q2 受疫情影响
数据来源：Wind、方正中期研究院

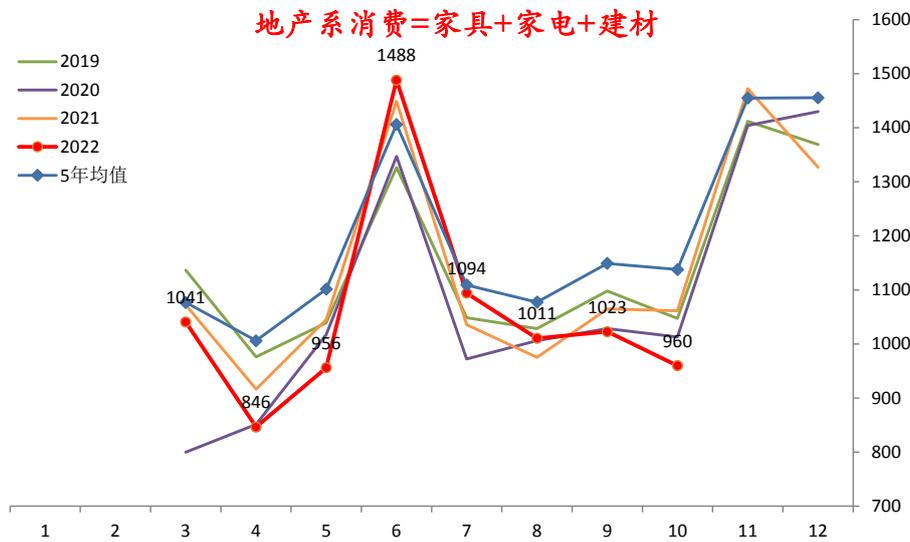


图 24 地产相关消费受拖累严重
数据来源：Wind、方正中期研究院

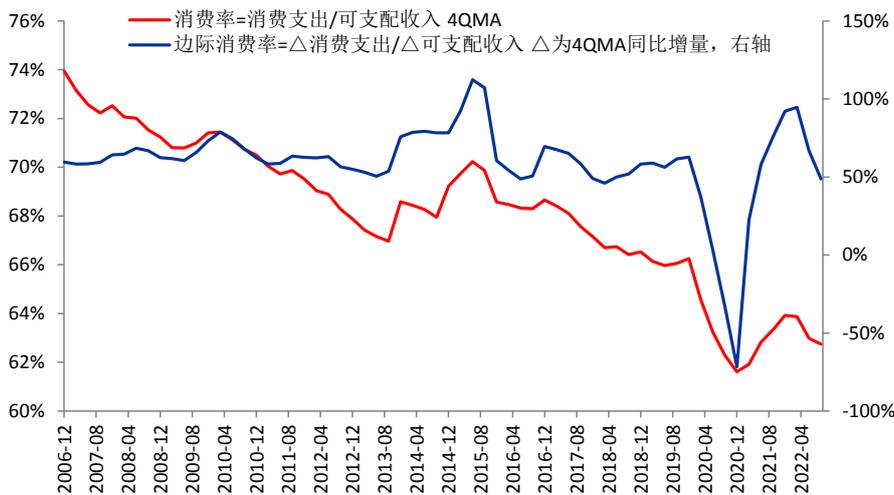


图 25 二季度升至高位后，消费率和边际消费率持续下降
数据来源：Wind、方正中期研究院

四、 出口冲高回落疲态已现 仍要警惕外需波动

2022 年外贸整体出现较大波动，尤其是出口在上半明显走升，但在年中出口金额刷新历史高位后，下半年开始逐步走弱。进口金额表现相对稳定，多数时间为季节性波动。贸易差额先升后降，显示外需对经济的拉动在年中也达到高点。总体上看，近两年以来的进出口尤其是出口增速下行趋势不变。年内进出口表现还显示出几个特点。一是二季度的疫情和防疫措施虽然对国内产出端影响较大，但海外经济体未受到此影响冲击，因此外需调整幅度相对有限，疫情更多通过港口运行效率等因素产生影响。做为上半年实际“低点”的 4 月数据，表现明显好于同期其他经济数据。二是进口表现相对平稳，波动明显小于出口，显示疫情影响下采取的一系列稳经济政策对需求，尤其是基建等投资需求有明显支持。当然，国内经济受疫情冲击之下以及随后复苏偏弱，也反映需求疲弱的现实情况，限制进口的上升幅度。三是大宗商品价格波动对进口产生一定影响，尤其是在一季度。二季度和下半年大宗商品价格回落是名义进口增速下行的重要影响，实际进口增速下半年跟随国内经济弱复苏已有触底回升迹象。四是从汇率角度看，美元加息下主要外向经济体货币普遍贬值，抵消人民币走弱对出口的利好，因此上半年出口回升其实受汇率走弱支持有限。五是海外经济体尤其是发达国家在持续加息后经济开始显示出更多疲态，对外需的负面冲击下半年开始显现。展望 2023 年，我们预计出口增速继续回落、月度出口金额偏弱风险仍较大，不排除同比负增长持续扩大可能。全球经济走向衰退的迹象显著，海外总体需求走弱仍是出口面临的主要风险。而全球总需求疲弱之下单看出口份额意义不大，何况人民币汇率可能将会企稳反弹，不利于中国出口份额增长。产业角度看，中国对欧洲产出替代的同时，也应注意对欧出口同样受拖累。此外，长期存在的贸易冲突和产业转移，对出口的负面影响不减。出口总量攀升受阻情况下，更需要关注汽车、装备制造、半导体等高端制造业对海外市场份额的替代。出口弱于进

口意味着贸易顺差也将回落，净出口对经济影响转向中性乃至负面，也意味着保内需的压力增大，或倒逼决策层采取更多对内宽松的稳经济举措。

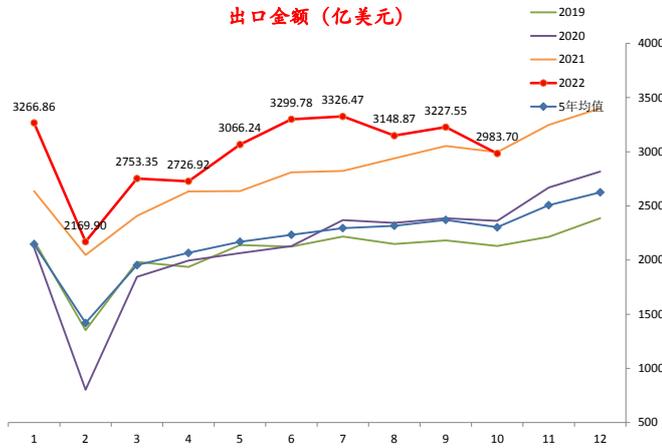


图 26 年中前后为出口高位
数据来源：Wind、方正中期研究院

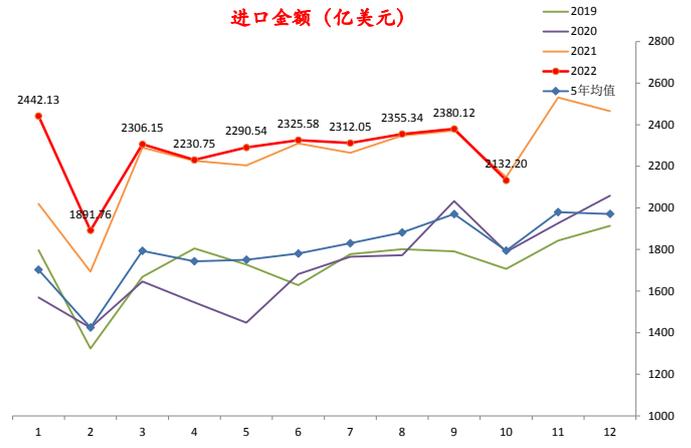


图 27 进口金额相对平稳
数据来源：Wind、方正中期研究院

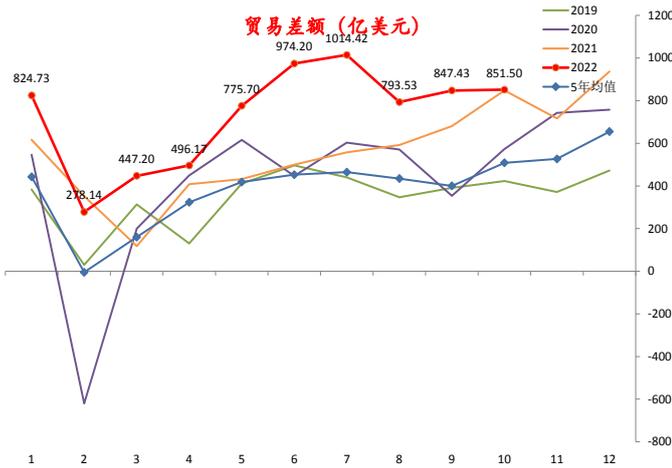


图 28 贸易差额上升后回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

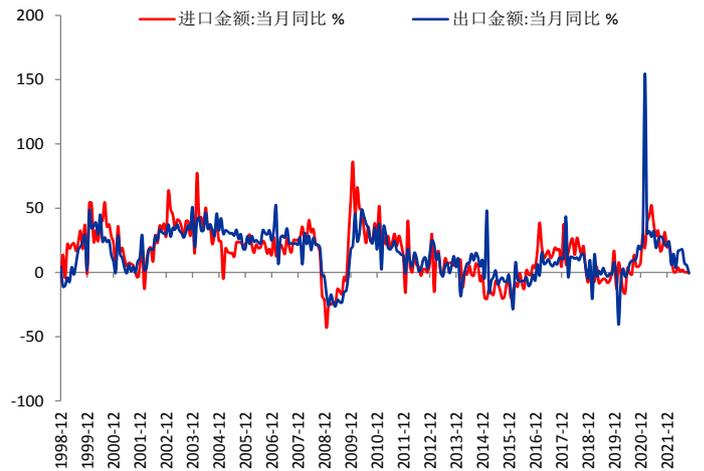


图 29 进出口增速年内持续回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

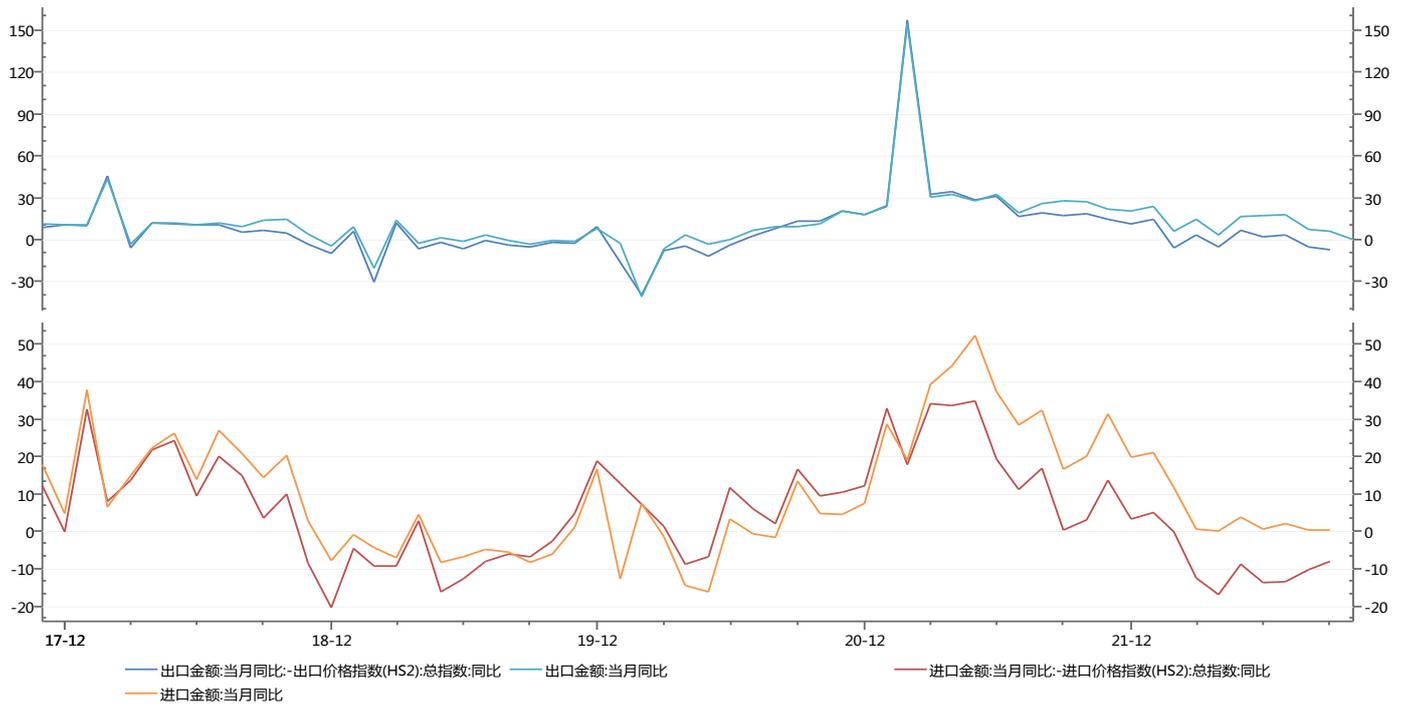


图 30 下半年实际进口强于实际出口
数据来源: Wind、方正中期研究院

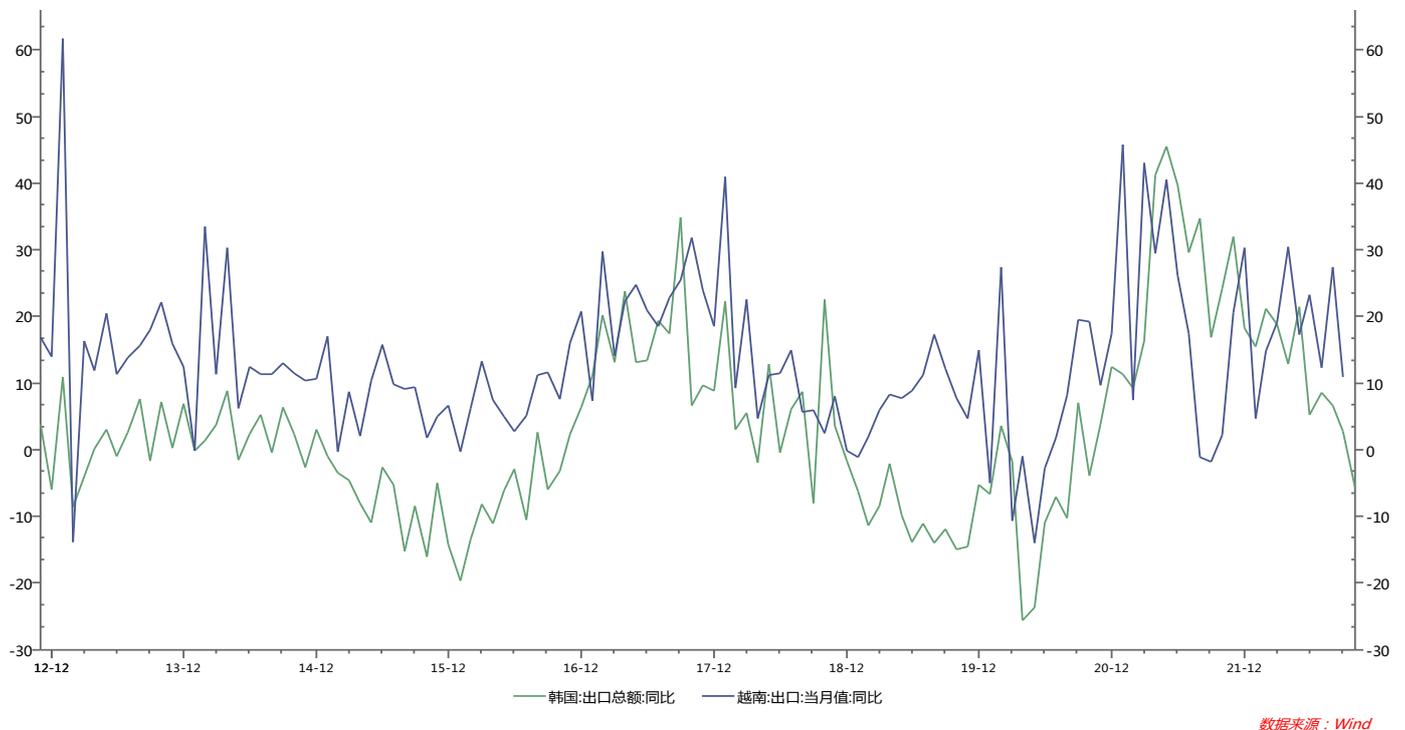


图 31 越南、韩国等外向型经济体出口也显著走弱
数据来源: Wind、方正中期研究院

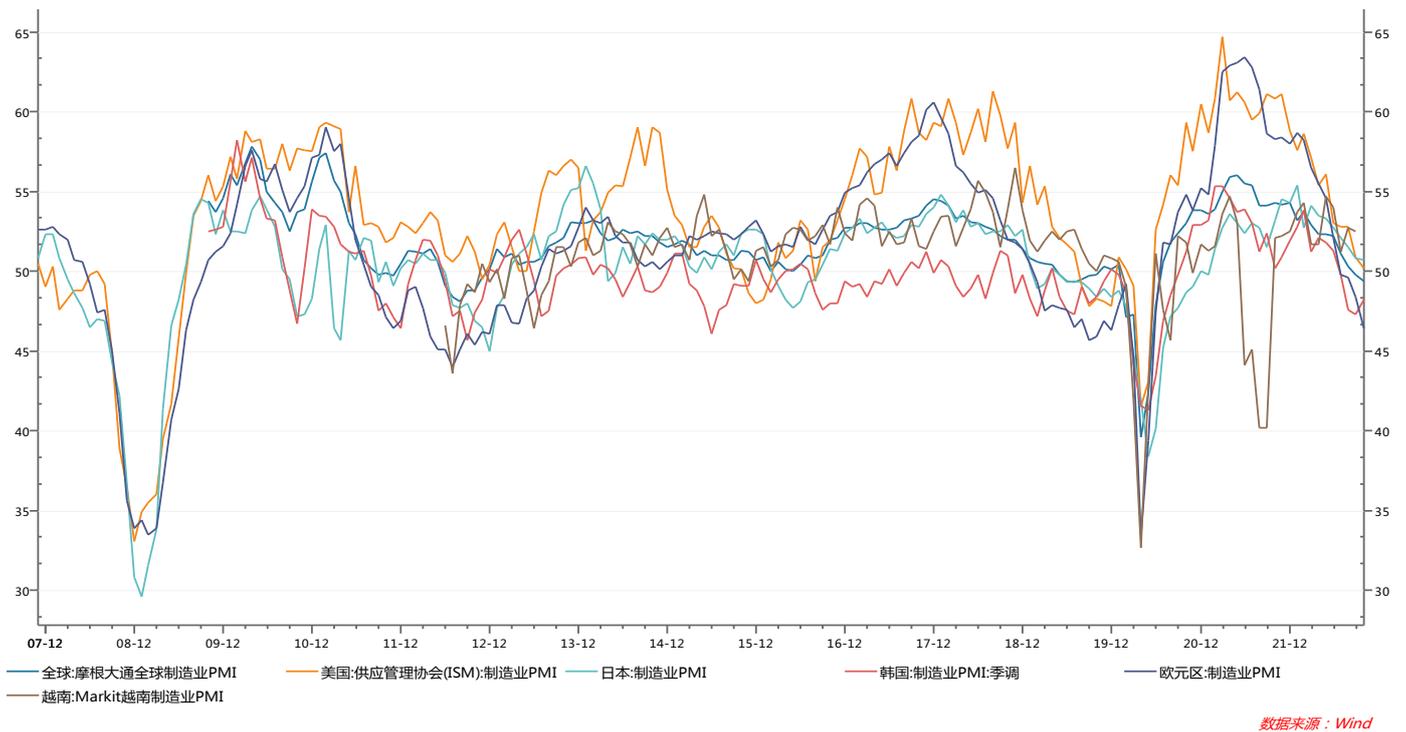


图 32 主要出口国家年内经济全面走弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

五、 至年底企业利润接近底部 未来或有改善空间

年初以来企业利润增速呈现持续下行趋势，7 月出现累计同比负增长之后，程度持续扩大。边际上看，年内企业利润两个低点分别位于二季度疫情期间尤其是 4 月，以及 7 月和 8 月产出受到天气导致的限电以及大宗商品价格因素影响较大的时间段。直接影响因素方面，名义产出的回落是导致企业营收和利润水平下降的主要原因。其中产出端增量持续保持稳定并小幅加速的趋势，带来影响不大。更多影响来自于产出价格年内冲高回落，尤其二季度环比下行趋势加速。PPI 至 10 月甚至已出现同比负增长，给工业企业利润名义值带来压力，特别对上游原材料类行业产生更多影响，但上游行业绝对利润水平仍较高。此外，利润率低位出现三季度，对企业利润也带来阶段性的负面冲击。我们认为，大宗商品价格持稳之下，价格对收入和利润水平的影响正在持续减弱，利润主导因素正从价格转向产量，中游行业利润将成为焦点。国内经济弱复苏之下，产出端

仍能维持增长，对企业利润是潜在支持。需求端核心增长点在于内需，尤其是基建韧性持续时间和房地产回升节奏，外需带来的压力需要警惕。此外，国内宽松的政策环境和持续下降的融资成本有助于企业节约财务费用，然而疫情带来的冲击可能造成管理费用波动。因此预计工业企业利润总额正在接近底部，未来存在改善空间，但从目前情况看改善步伐不会太快。

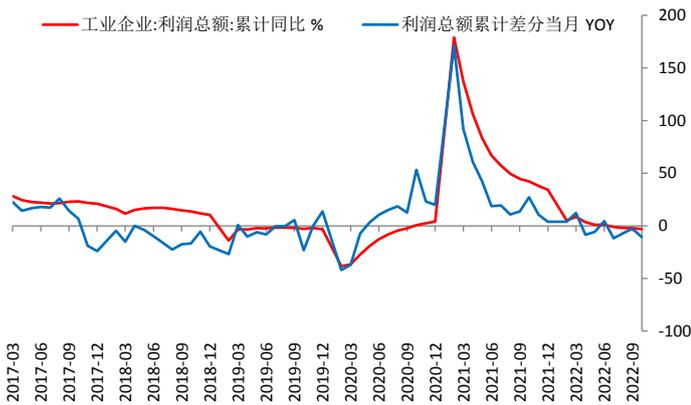


图 33 利润增速持续回落至负增长
数据来源：Wind、方正中期研究院

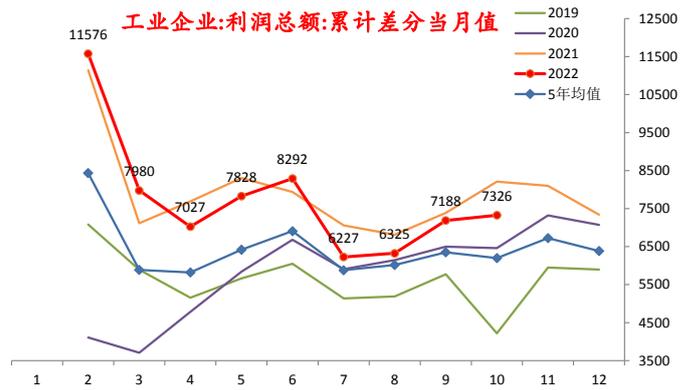


图 34 三季度是利润总额低点
数据来源：Wind、方正中期研究院

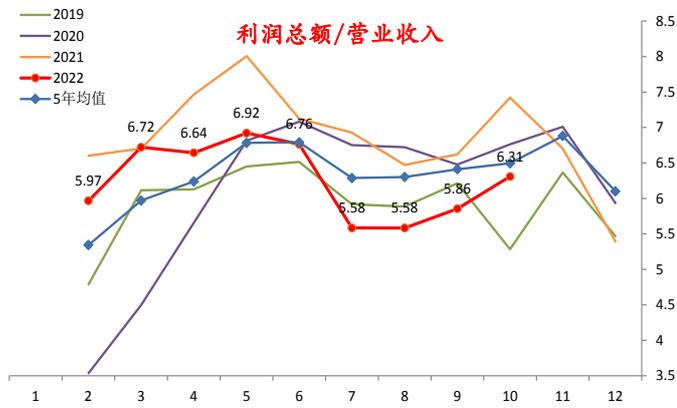


图 35 利润率低点位于三季度
数据来源：Wind、方正中期研究院

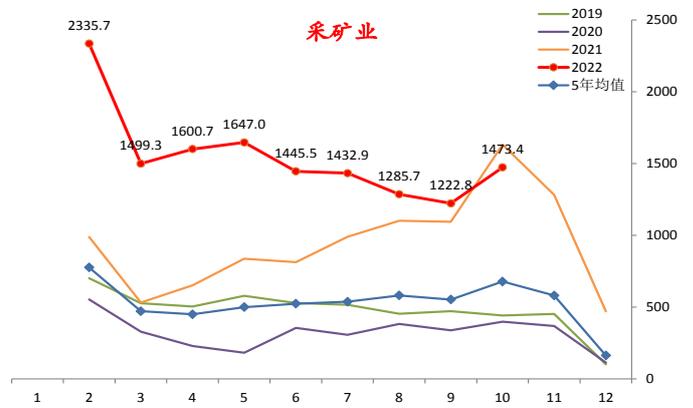


图 36 上游行业利润边际回落但绝对水平高
数据来源：Wind、方正中期研究院



图 37 中下游行业利润增量不明显

数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 总体通胀持续回落 打开政策空间

2022 年初以来，国内总体通胀呈现明显的回落趋势，GDP 平减指数从一季度的 4.15% 持续下降，至三季度降至 2.21%。同时 CPI 和 PPI 剪刀差继续收窄，至 8 月已经转正，表明价格波动持续从上游向下游传导。上述通胀表现主要受到 PPI 大幅下行影响，CPI 中枢虽不断提升但表现温和，对总体通胀影响有限。CPI 走升主要受到二季度之后猪肉价格周期性上涨带动，非食品包括能源价格、房租和服务等核心分项，均对 CPI 上行有抑制作用，同时果蔬食品也有阶段性影响。CPI 除反映猪周期之外，更多显示出天气、疫情等外生因素影响。PPI 逻辑有所不同，主要是高基数叠加国际大宗商品价格大幅回落导致的新跌价因素，尤其是二季度开始。背后是美联储加息和全球经济衰退风险增强的问题。结合猪周期、疫情、美联储货币政策、全球经济等因素看，2023 年 CPI 和 PPI 或均呈现两边高、中间低的特点。其中 CPI 受到“猪油共振”影响有限，PPI 则可能持续在“通缩”边缘徘徊。主要不确定性在海外经济风险，以及国内疫情管控方面。此外，前期宽松政策对通胀带动将有所增强，但通胀绝对压力有限。宽松政策不会受到掣肘，甚至有加大宽松应对通缩的必要。

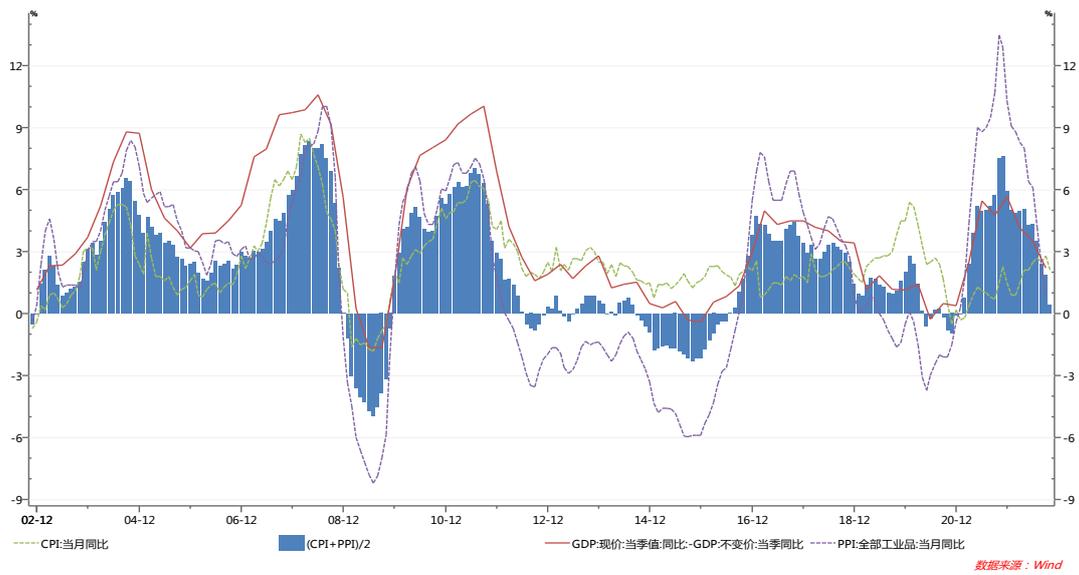


图 38 CPI、PPI 与 GDP 平减指数全面上升

数据来源：Wind、方正中期研究院

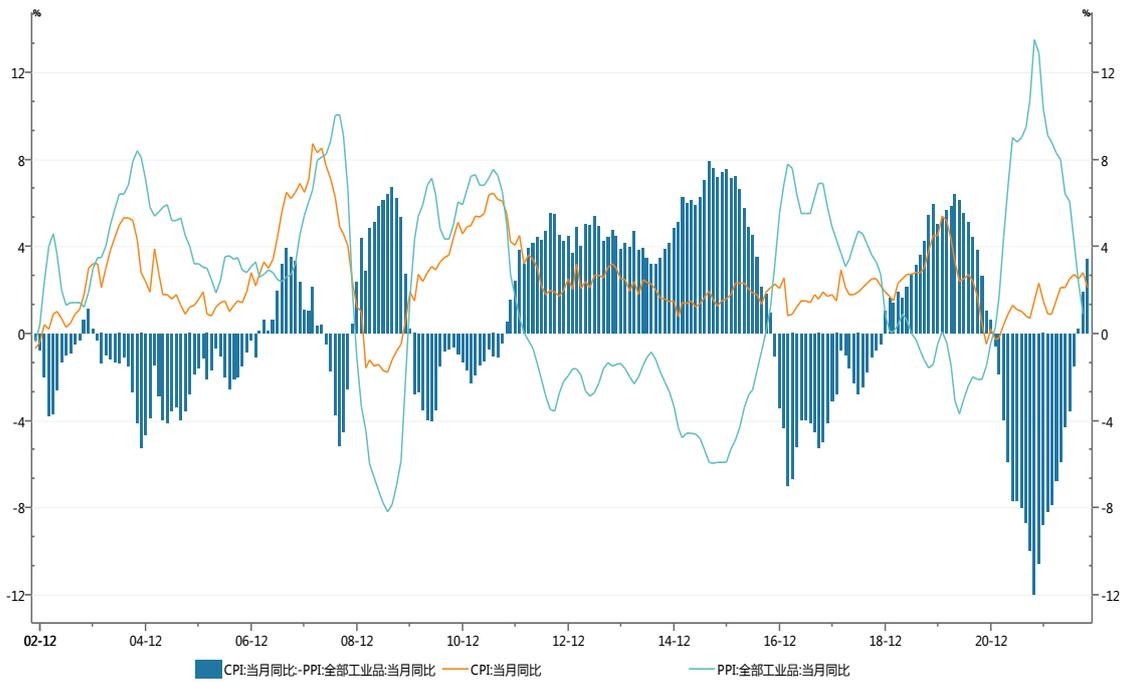


图 39 CPI、PPI 剪刀差转正

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind

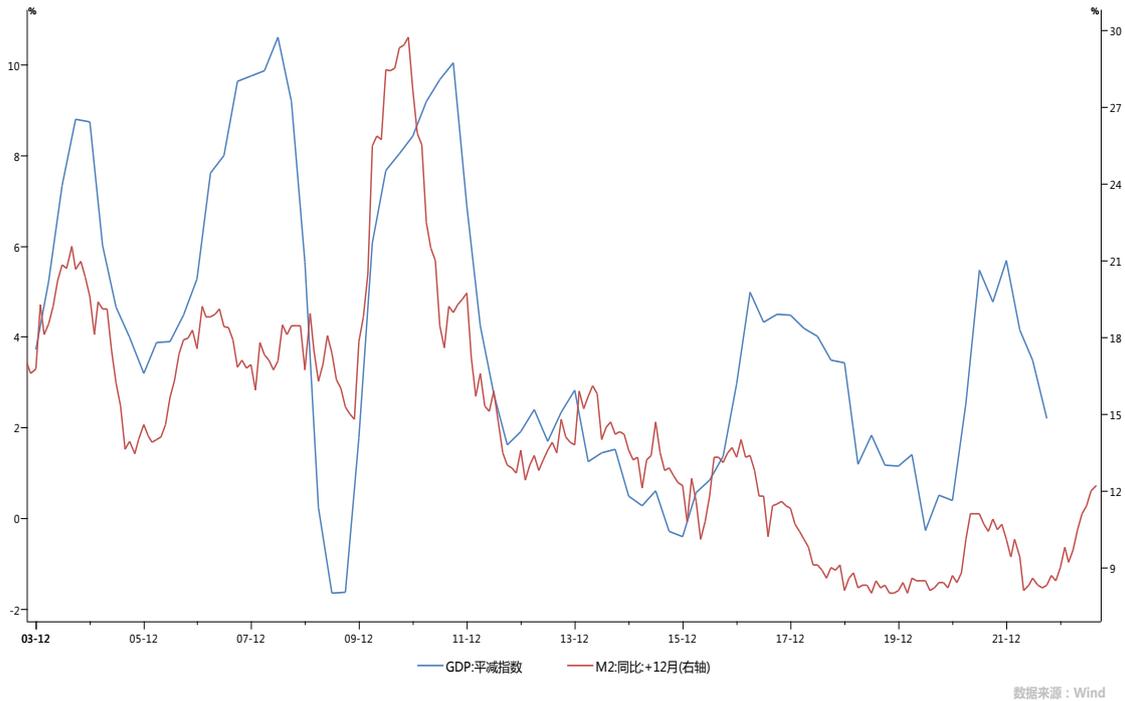


图 40 货币政策对通胀影响尚未完全体现
数据来源：Wind、方正中期研究院

一、CPI 中枢缓慢抬升 但上升动力削弱

年内 CPI 总体呈现底部抬升、中枢上移态势。主要影响因素有四个方面。一是猪肉价格受到猪周期影响，一季度完成探底之后涨幅持续扩大，对食品以及总体 CPI 产生明显带动。二是鲜菜、鲜果价格受到年内数次异常天气影响，出现反季节性波动，对 CPI 造成明显短期扰动，如 5 月和 10 月。三是国际能源价格持续走弱，通过家用燃料和交通工具燃料价格，给 CPI 带来显著拖累作用。四是反复出现的阶段性疫情，对包括房租在内的服务分项产生明显负面影响，尤其是 4 月、9 月表现显著。显然，年内猪肉价格等权重分项受到周期性因素影响持续上行，决定了消费通胀总体回升的趋势。疫情、天气、商品价格等外生因素抵消部分影响同时，令通胀走升幅度不及预期。其中疫情因素也是令核心 CPI 持续走弱的关键原因。

我们认为，未来总体 CPI 变动趋势需要继续关注猪肉和能源价格的逻辑不变，同时核心 CPI 影响将可能上升。三季度生猪产能、库存短期触底回升，从猪周期角度看，猪肉价格明年上半年或有阶段性顶部。而在疫情形势不变情况下，核心服务相关分项反弹空间受限，将抵消 PPI 涨价向下游传导后对核心商品的带动，令核心 CPI 也面临复苏动力不足问题。结合今年形成的环比基数来看，预计 CPI 在年底至明年初冲高后将会持续回落，直到三季度才可能出现反弹趋势。结合对国际油价弱势运行的判断，“猪油共振”风险有限，货币政策仍不受约束。

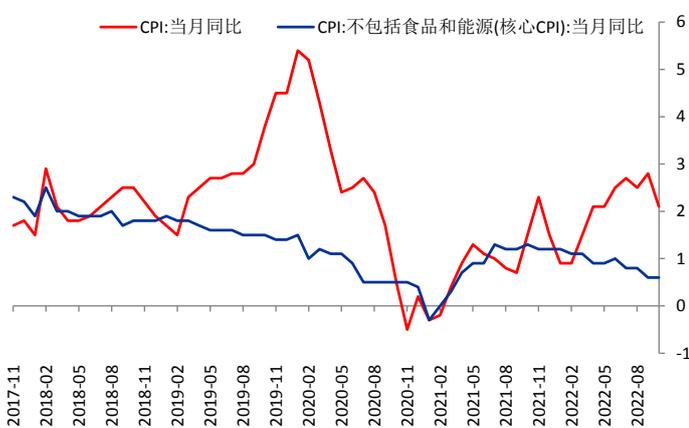


图 41 CPI 上升但核心 CPI 持续走弱
数据来源：Wind、方正中期研究院

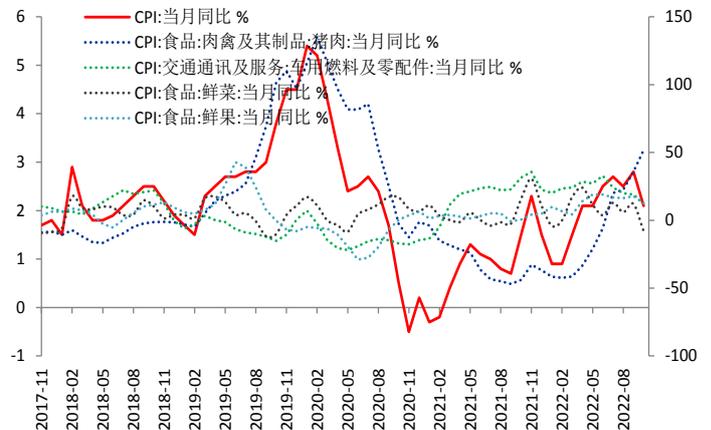


图 42 猪肉价格带动食品和总体 CPI
数据来源：Wind、方正中期研究院

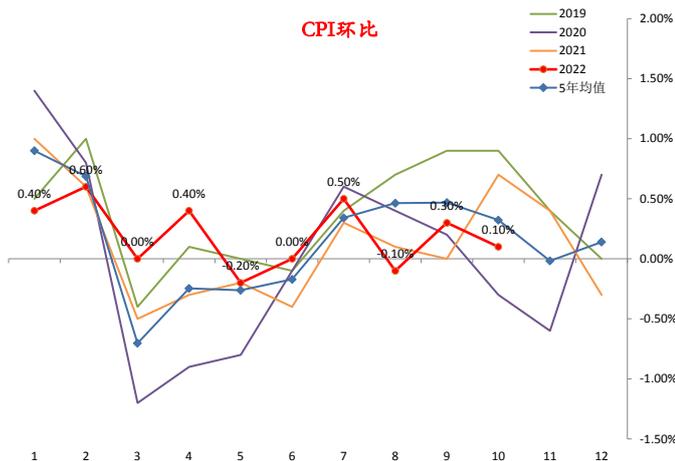


图 43 CPI 基数主要是 3 月和二季度偏低
数据来源：Wind、方正中期研究院

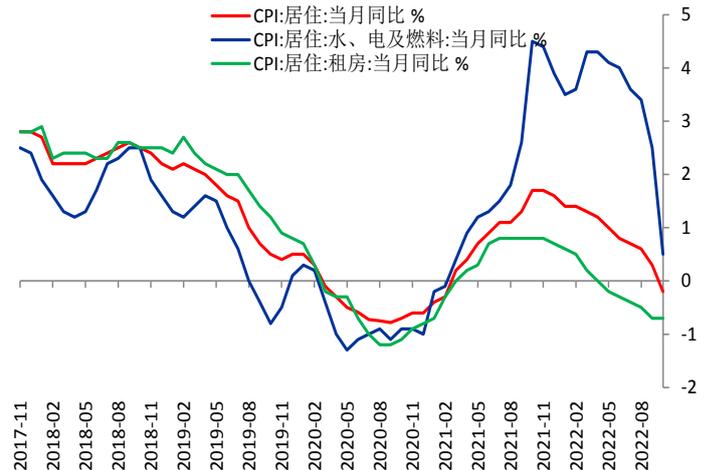


图 44 燃料、房租拖累明显
数据来源：Wind、方正中期研究院

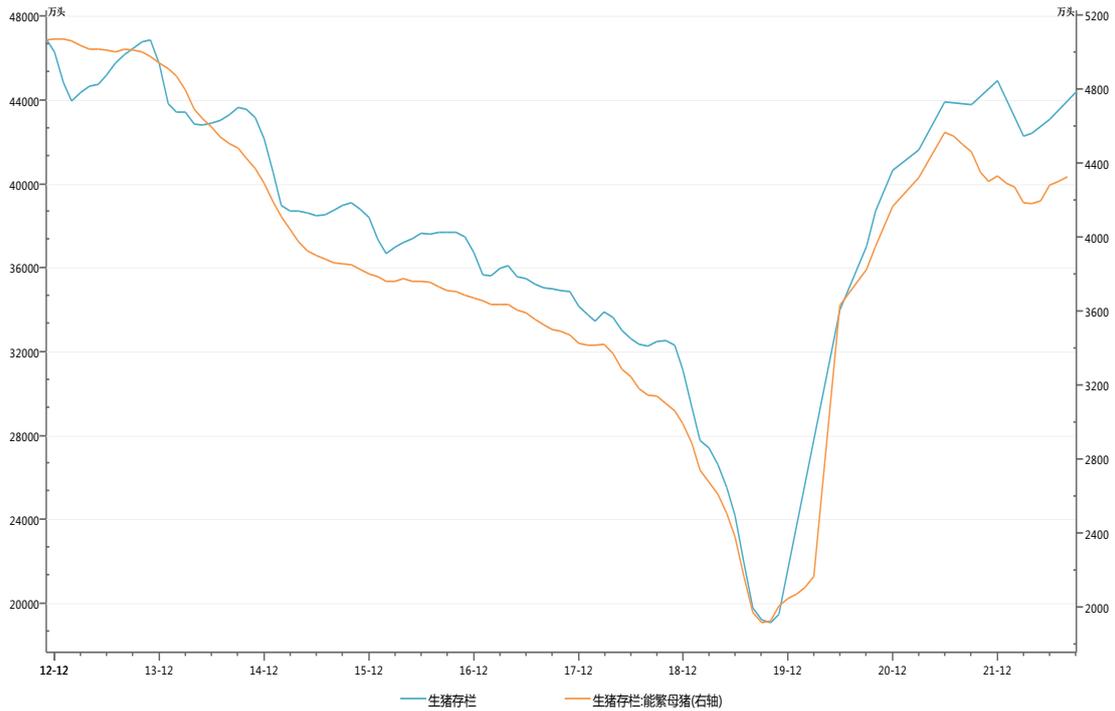


图 45 猪肉产能和库存缓慢回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

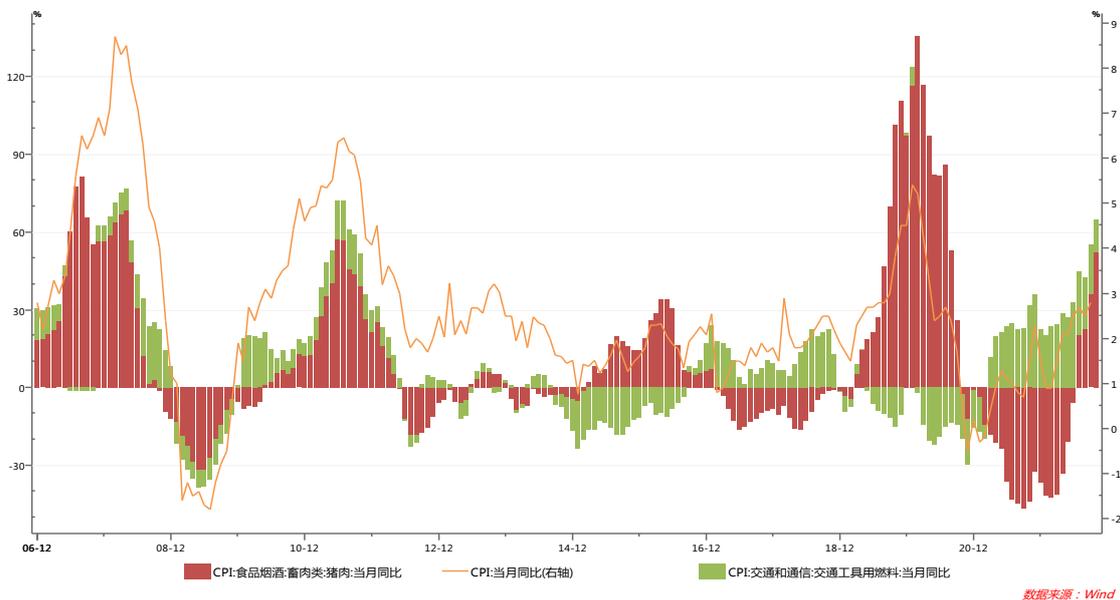


图 46 猪价、油价共振风险上升有限
数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 PPI 持续下挫 明年或位于底部区间

2022 年 PPI 同比增呈现持续下行趋势。上半年同比基数偏高是重要影响因素。新涨价因素主要是在 3 月前后，国际大宗商品价格受到俄乌地缘政治冲突影响上涨拉动时，表现出更强的拉动。二季度后期开始新涨价因素明显放慢，尤其是三季度受到大宗商品价格回落影响，PPI 出现环比大幅走弱。同时高基数作用不断增强，最终 PPI 在 10 月出现 22 个月来首次负增长。大宗商品价格主要通过生产资料对 PPI 产生影响，且伴随价格传导，采掘、原材料、加工工业 PPI 年内均出现走弱。生活资料则表现出完全不同逻辑，出现明显上升，接近 CPI 趋势。此外，伴随着价格自上而下传导，PPI 与 PPIRM 缺口持续收窄，价格继续自上而下传导有助于下游企业收入、利润和资产负债表修复。但对工业企业总体而言，价格趋势不利于名义产出稳定，至年底前后已显示出“技术性通缩”迹象。

大宗商品价格回落背后，显然是美联储紧缩持续加速的影响。此外二季度中国经济受疫情影响，以及下半年来海外经济衰退预期增强，也是商品价格下跌的诱因。我们预计，海外经济衰退风险较大的情况下，2023 年大宗商品价格仍是偏弱走势为主。但美联储紧缩步伐放慢对商品价格和 PPI 新涨价因素有阶段性支持。结合今年环比基数来看，PPI 四季度探底后进一步大幅下跌动力不强，随后将反弹至明年初，二季度再度回落，三季度开始持续回升，全年面临“通缩”风险。结构上看，内需修复对黑色、有色等行业 PPI 有更多支持。不确定性主要在海外经济衰退对商品价格拖累程度，不排除 PPI 深度超预期可能性。

2023 年中国期货市场年度报告

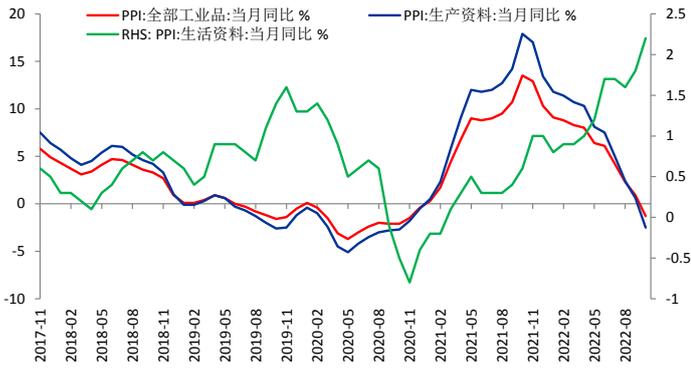


图 47 生产资料拉动 PPI 持续回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

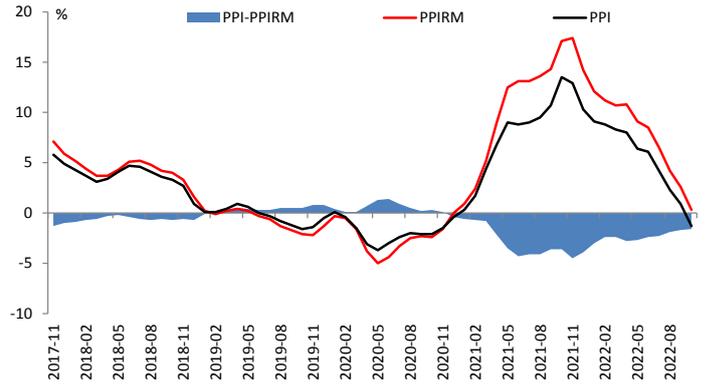


图 48 PPI 与 PPIRM 剪刀差缩小
数据来源：Wind、方正中期研究院

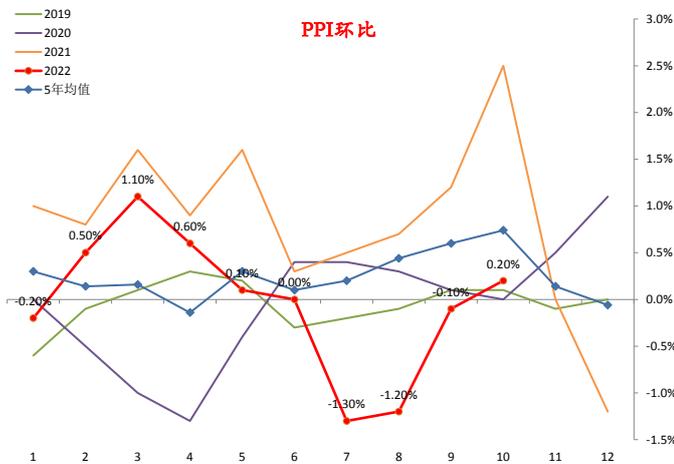


图 49 高基数主要在上半年和 9、10 月
数据来源：Wind、方正中期研究院

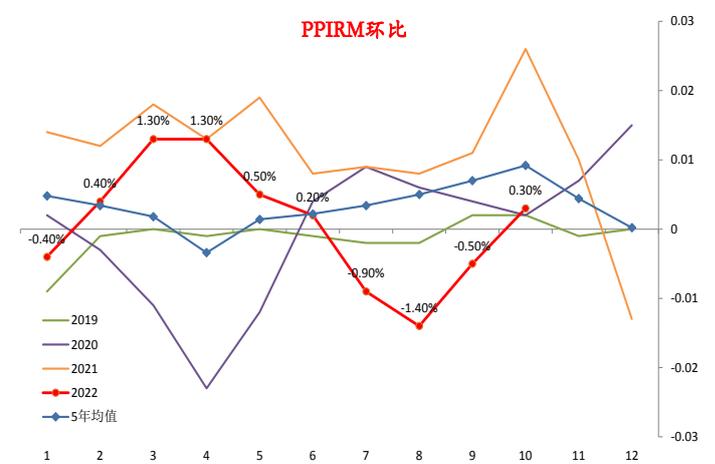


图 50 PPIRM 表现与 PPI 类似
数据来源：Wind、方正中期研究院

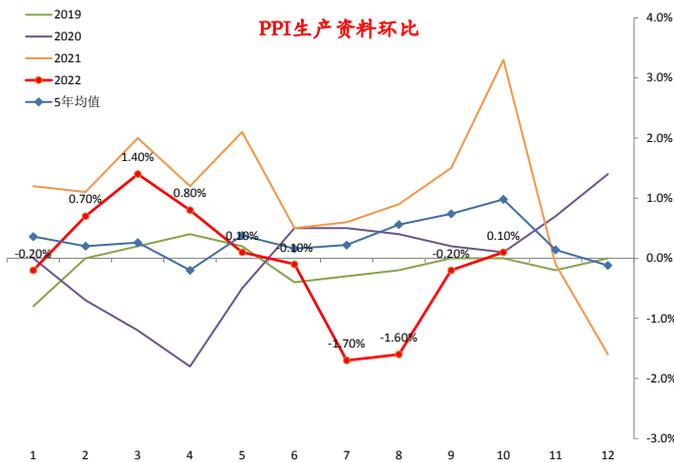


图 51 生产资料是 PPI 主要影响
数据来源：Wind、方正中期研究院

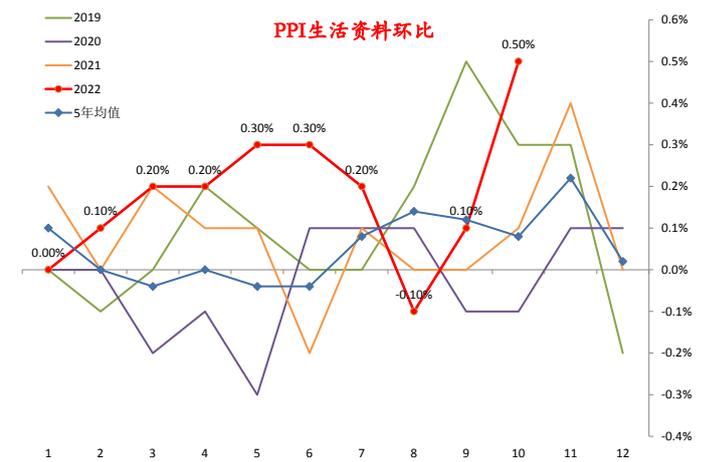


图 52 生活资料与 PPI 节奏差异较大
数据来源：Wind、方正中期研究院

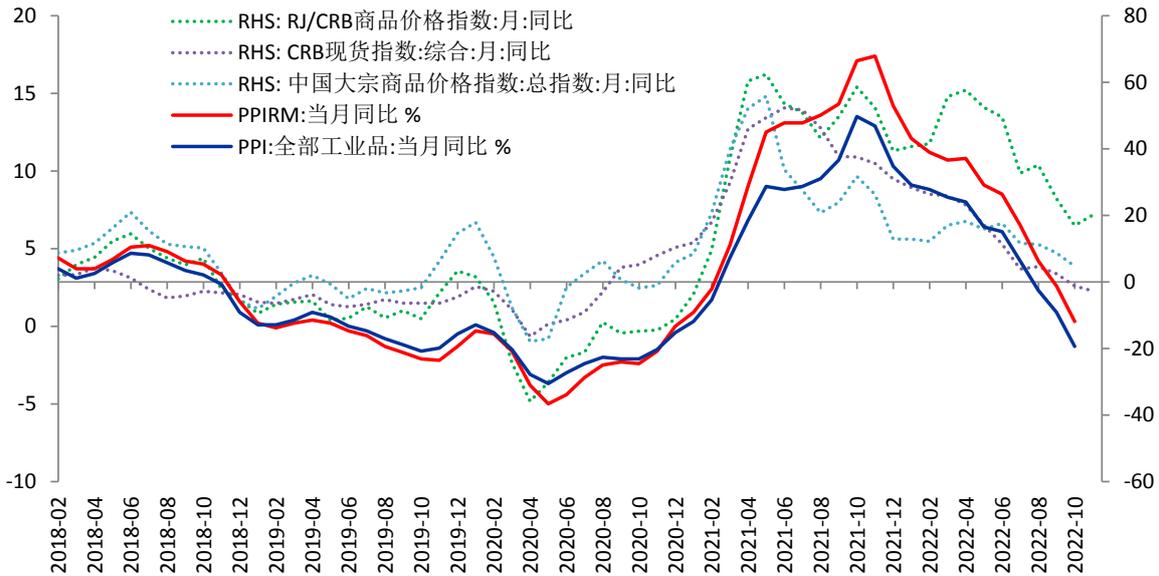


图 53 大宗商品价格回落对 PPI 有明显拖累

数据来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 财政货币双宽松 经济受支持不减

政策端来看，年内呈现财政、货币政策双宽松环境。货币政策以我为主逻辑不变，未受海外货币紧缩影响。国内通胀稳中回落、疫情下经济走弱下，通过调降基准利率、存款准备金率、LPR 等释放明确稳经济信号，刺激金融向实体让利，引导实体经济融资成本下降，帮助实体经济修复资产负债表，尤其是房地产方面操作力度近年少有。广义社融下半年步伐放慢，除政府融资回落外仍受居民部门拖累。财政宽松包括增值税留抵退税、减免车辆购置税等减税措施，以及财政前置、追加专项债、增加向基建倾斜等增支措施。国有资本运营利润上缴力度增加无法完全对冲广义财政压力。我们预计，经济弱复苏、通胀无失控风险下，2023 年货币政策则仍将偏宽松，尤其上半年降息、降准等全面宽松政策依然可期。下半年宽松程度是否进一步扩大，需关注政策约束条件变动，包括经济边际修复和通胀表现。在疫情影响减弱、房地产阶段性触底、国内经济弱复苏之下广义财政压力将减小，增加融资必要性主要在于结转资金增量，但总体支出以及对

基建的支持能够保证，财政节奏也更加平稳。资产负债表修复的焦点在居民部门，增量杠杆或部分从政府转移至居民，购房信心改善将是主要影响。

一、 货币宽松步伐不变 信用增速修复缓慢

货币政策年内维持宽松态势。年内央行分别在 1 月和 8 月两次调降 MLF 利率。4 月和 11 月两次调降准备金率。基准利率和准备金率下调，令金融机构节约融资成本，腾挪出向实体经济让利的空间，LPR 持续跟随走低，1 月、8 月 1 年期和 5 年期 LPR 均有下调，降准后的 5 月 5 年期 LPR 还有单独下调。年内 1 年期和 5 年期 LPR 累计降 15BP 和 35BP。从 2020 年疫情初期开始算，MLF、1 年期 LPR、5 年期 LPR 均已经累计下调 50BP，调降幅度较大。融资成本不断下降并传导至实体经济，截至 9 月金融机构人民币贷款加权平均利率从 2021 年底的 5.03% 下降 69BP 至 4.34%，其中一般贷款和个人住房贷款分别下降 54BP 和 129BP。购房融资成本降幅可谓巨大。此外，央行还下调房贷利率下限至 LPR 减点 20BP，10 月七年来首次调降住房公积金贷款利率 15BP。总体上看，年内货币政策以我为主逻辑不变，未受海外货币紧缩影响。国内通胀稳中回落、疫情下经济走弱是货币宽松的主要背景。通过金融向实体让利，货币宽松引导实体经济融资成本下降，帮助实体经济修复资产负债表。尤其是针对年内房地产市场持续走弱并拖累经济的现状，央行采取近年少有的全面降低购房融资成本的操作。我们预计，2023 年货币政策总体仍将维持偏宽松方向，经济弱复苏、通胀失控风险暂不存在，是其背后的基本逻辑，尤其上半年降息、降准等全面宽松政策依然可期。下半年宽松程度是否进一步扩大，需关注政策约束条件变动，包括经济边际修复和通胀表现（今年三季度货币政策报告已开始强调警惕通胀反弹压力），居民杠杆是否企稳也是重要方面。

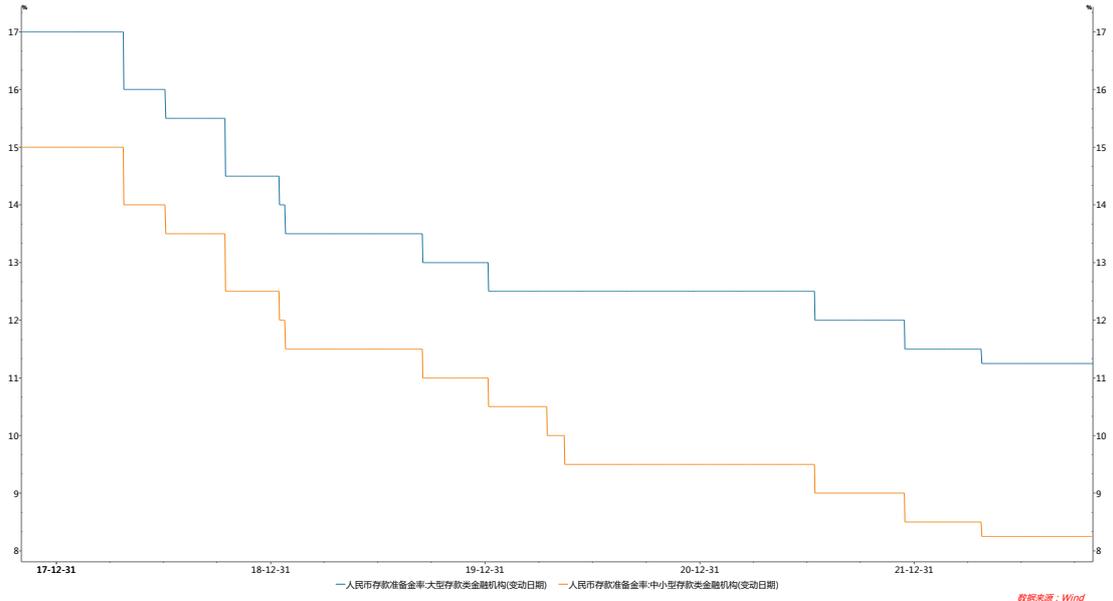


图 54 年内存款准备金率调降
数据来源: Wind、方正中期研究院

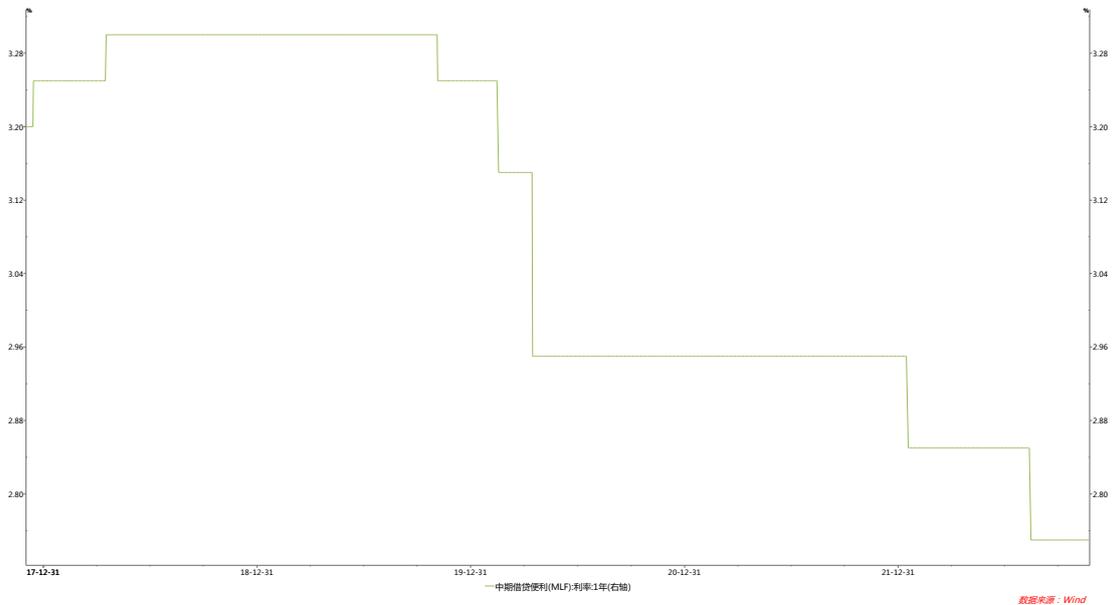


图 55 年内两次调降 MLF 利率
数据来源: Wind、方正中期研究院

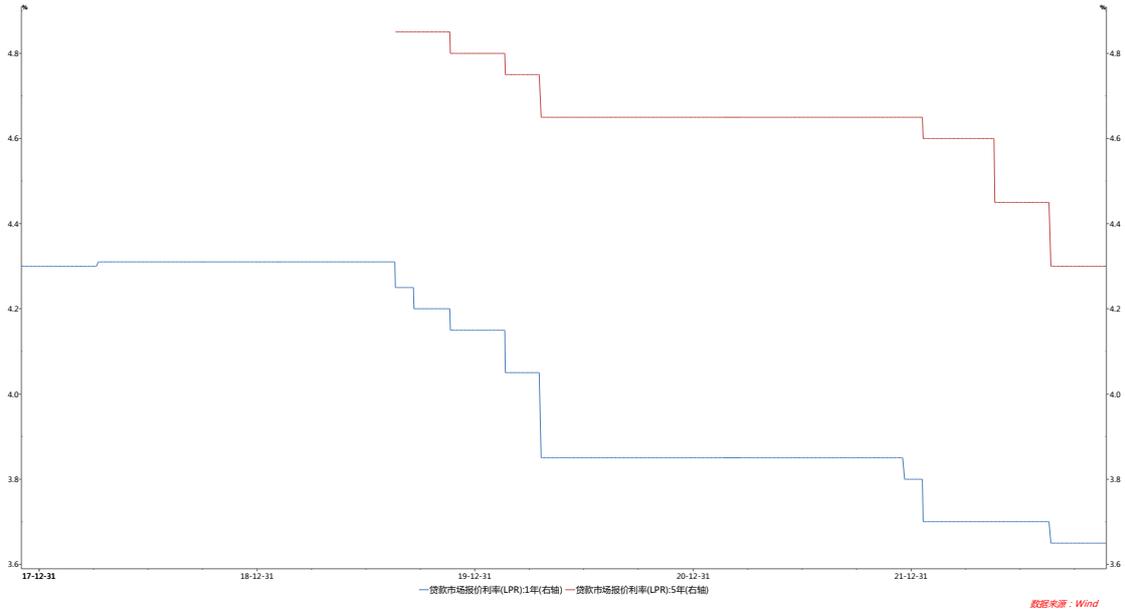


图 56 LPR 利率年内多次下降
数据来源：Wind、方正中期研究院

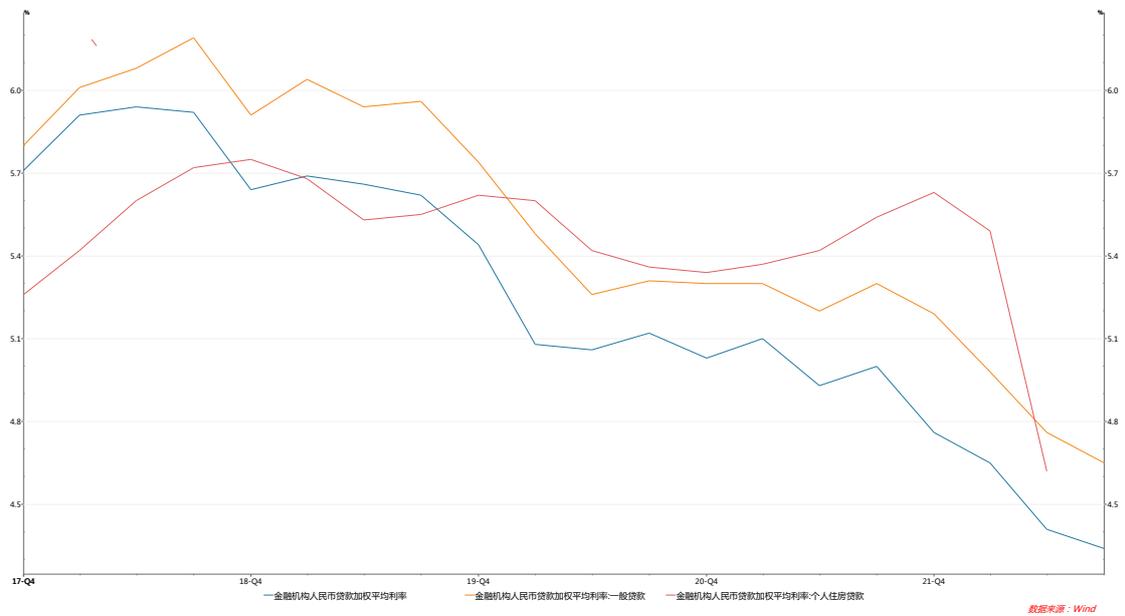


图 57 社会融资成本持续回落，尤其是住房贷款
数据来源：Wind、方正中期研究院

从实体经济角度看，二季度疫情对宏观流动性造成明显冲击，4 月表内贷款和社融均处于低位。居民贷款在疫情影响下持续走弱，尤其居民中长贷下半年持续弱运行、全年同比负增长，侧面反映居民购房活动显著减弱。居民短贷走弱背后则是收入受损、消费不振，下半年更为明显。企业贷款表现强势，其中企业中长贷明显增长，与制造业投资等指标一致。政府融资波动幅度巨大，财政前置令 6 月央行口径下融资额超过 1.6 万

亿元。广义社融增速回升趋势不变，但步伐明显放慢。年内社融还呈现出几个特点。一是由于疫情，线下取得融资受限、融资主体信用受损、宏观经济受打击，实体经济资金供需错配明显。二是政策干预加大导致社融及主要分项波动幅度显著增加，呈现季初偏低、季末偏高状况。三是各部门融资需求差异巨大，房地产周期性下行且幅度持续超预期令居民融资下降，政府和企业融资上升对冲不足，商业银行扩表也有类似情况。四是政府融资规模巨大或有一定“挤出效应”，制约其他部门融资，而政府融资下半年降低后，开始限制社融表现。总体上看，货币政策仍是降低社会融资成本、促进信用扩张、稳定宏观流动性为目标，但经济走弱、资金需求降低令信用扩张速度受限。剩余流动性进入虚拟经济也是债市受到支持的重要因素。我们认为，伴随经济修复、社会融资成本下降，2023 年广义社融增速仍将维持上行趋势，但步伐可能继续偏慢，居民购房以及背后的中长期贷款修复节奏仍是关注重点。

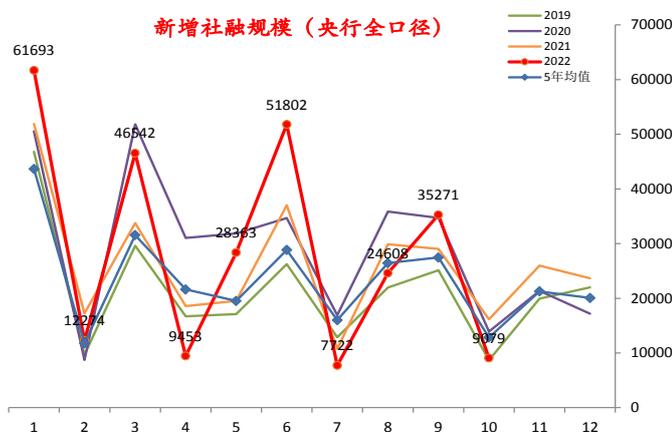


图 58 年内社融波动幅度加大
数据来源：Wind、方正中期研究院

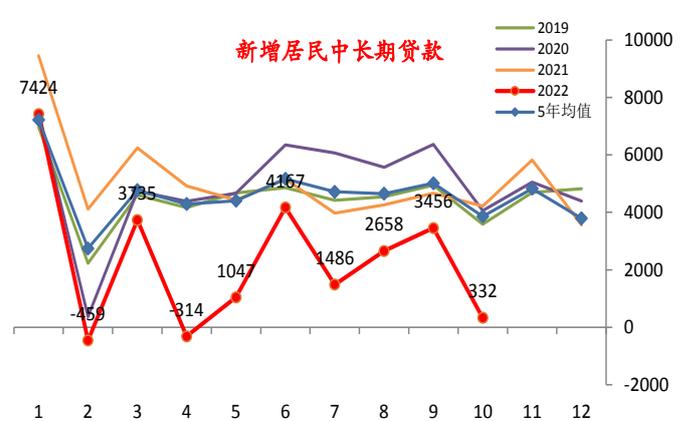


图 59 居民中长期贷款明显偏低
数据来源：Wind、方正中期研究院

2023 年中国期货市场年度报告

广义社融存量

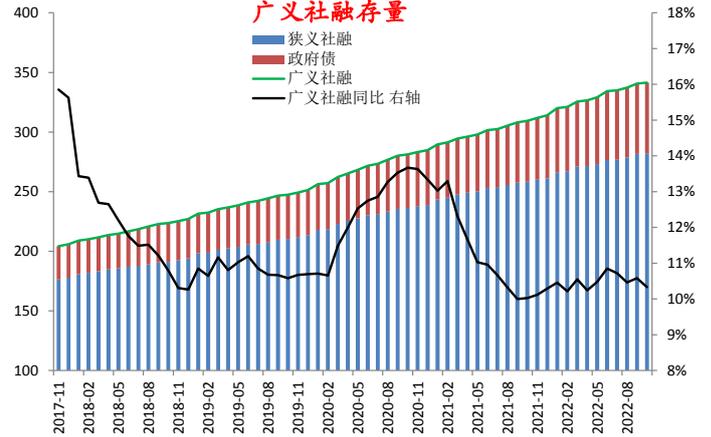


图 61 广义社融回升步伐缓慢

数据来源：Wind、方正中期研究院

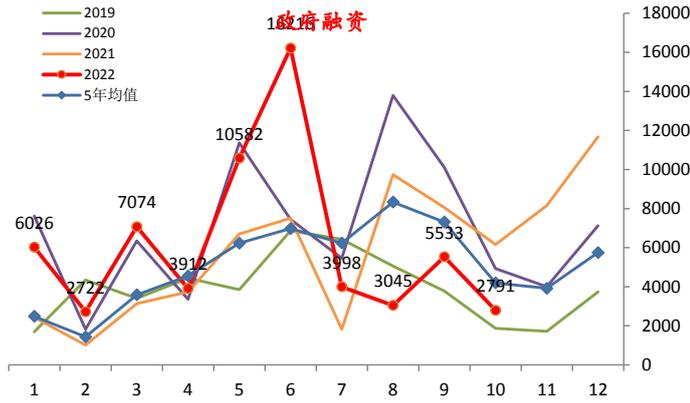


图 60 6月政府融资明显增加

数据来源：Wind、方正中期研究院

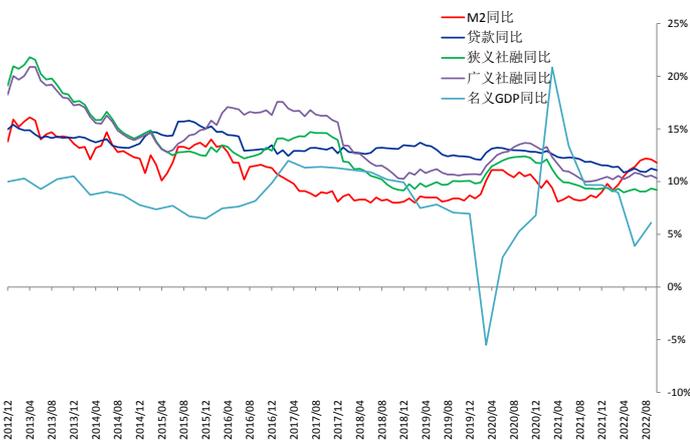


图 62 M2 增速先升后降

数据来源：Wind、方正中期研究院

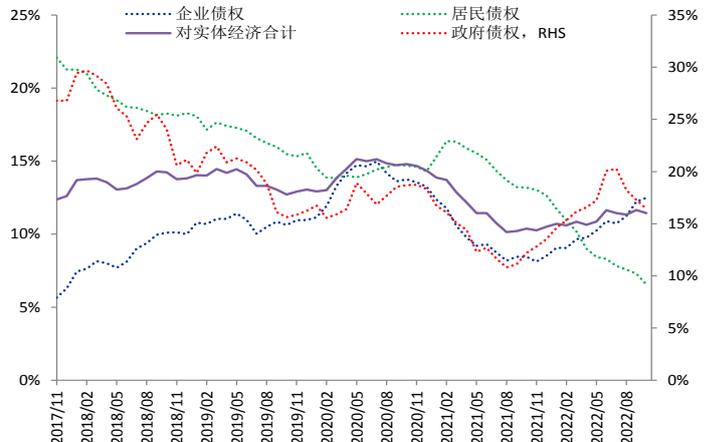


图 63 对居民扩表增速持续下降

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、赤字规模显著扩大后 广义财政将会好转

年内财政政策基本维持稳定增长。一季度的《政府工作报告》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，总体和 2021 年基本保持一致。但二季度疫情出现之后，财政政策开始出现更明显的财政前置措施，5 月 23 日国常会提出的 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，并要求 6 月底前完成全年计划地方专项债发行，并且在 8 月底前形成资金投放。这一点影响从央行口径的政府融资规模可以看出。三季度开始地方专项债对基建

2023年中国期货市场年度报告

方正中期期货 FOUNDER CFCO 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%		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
	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	5.5%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
	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	-	下降
	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%	增速要明显高于去年	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		10.26%		10.69%		13.30%		10.30%		
财政政策	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	8000多亿元	-	-	-	新增减税降费约5000 亿元	超过2.6万亿	小规模纳税人增值税 起征点升至15万	超过1万亿元	退税减税2.5万亿元
	降费	3000多亿元	合计1.3万亿元	合计2万亿元	合计2.36万亿元	-	-	-	-	-
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

支持作用逐步下降，但政策追加 6000 亿元政策性开发性金融债，以及 5000 亿元地方债存量额度转换成的增量。因此年内基建投资受到来自资金端的持续支持。疫情出现后，财政举债增支的同时开始执行大规模减税计划，增加 1400 亿元增值税退税。这也是上半年财政收入明显回落的重要原因。而下半年则追加了减免汽车购置税的刺激消费政策。随着财政刺激措施的逐步落地，虽然疫情的反复带来阶段性扰动，但下半年开始经济出现持续复苏迹象。而在广义财政方面，房地产市场的明显回落，对土地出让金收入带来明显打击，也是地方财政告急的重要原因。此外，广义财政压力部分被央行上缴利润 1 万亿元所弥补。我们认为，目前经济弱复苏的情况下，2023 年财政政策或维持更加平稳的节奏，即难以再出现明显的财政前置。对基建的支持也以平稳为主，继续增加投入的可能性下降。但另一方面，总体财政支出规模不会明显下降，财政总量对稳经济的作用可以保证。但预算执行低于预期下结转资金有限，可能上调赤字和赤字率。从广义财政角度看，明年房地产上游大概率出现弱修复，土地出让金收入将有所恢复。经济修复后的税收收入和地产修复后的土地出让金收入，将是广义财政收入转向积极的两个方面，并且也是明年财政政策储备的主要保证。

表 3 《政府工作报告》提出，地方专项债与 2021 年相同，赤字率下降

数据来源：Wind、方正中期研究院

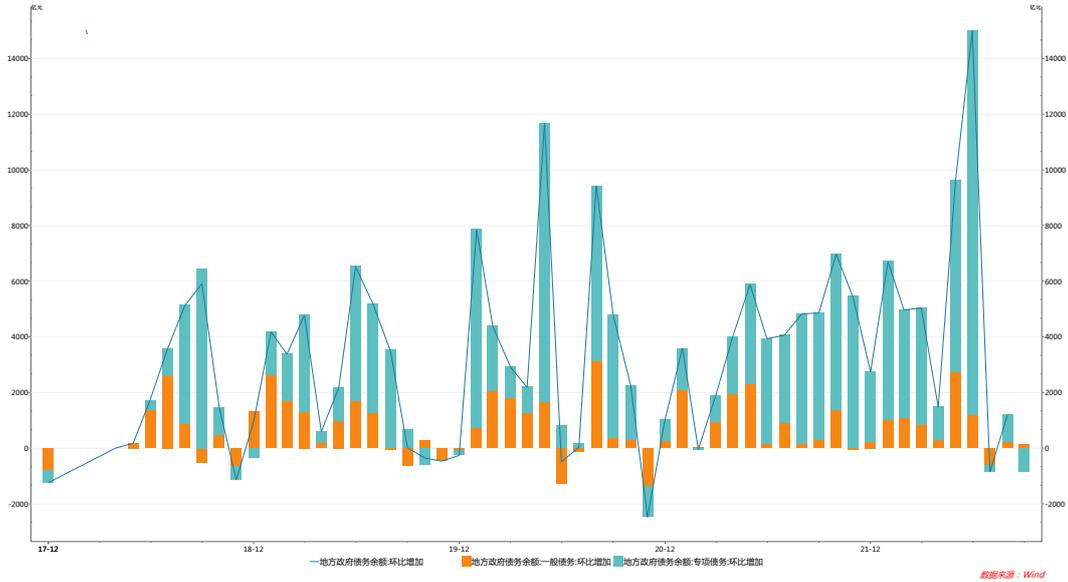


图 64 地方政府债务增量主要在 5 月和 6 月

数据来源：Wind、方正中期研究院

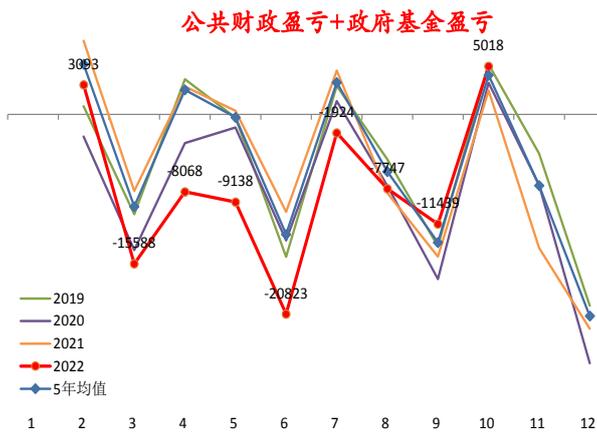


图 65 广义赤字二季度显著增加
数据来源：Wind、方正中期研究院

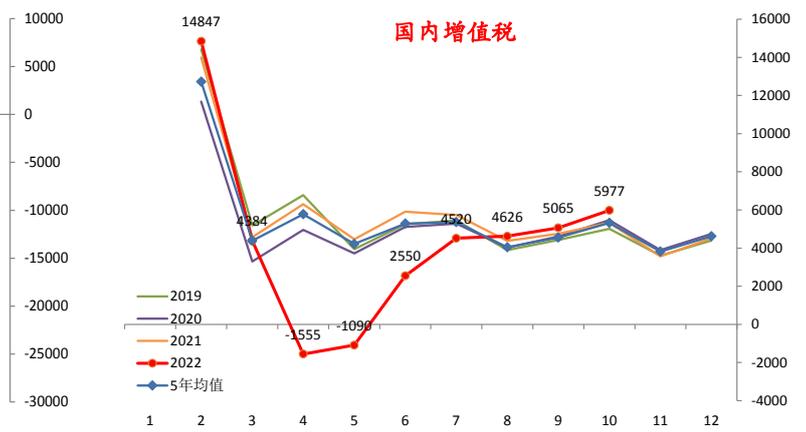


图 66 退税导致二季度增值税收入下降
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 杠杆率有所回升 未来关注居民部门

年内实体经济杠杆率有所增长，至三季度上升至 276.52%，主要是一、二季度杠杆率上升速度较快。企业部门较年初增长 6.8%，且绝对杠杆率仍为三部门最高，是宏观杠杆率上升的主要贡献。政府部门杠杆率较年初上升 2.47%，是推升杠杆率的次要因素。居民部门杠杆率仅微升 0.25%，是制约杠杆率的主要因素。此外，金融部门年内杠

杆率上升约 1.16%，变动幅度也较小。影响因素方面看，分母中名义产出受到实际 GDP 和通胀双双走弱影响，名义 GDP 增速下降，并对各部门杠杆率增长均带来一定支持作用，尤其是二季度体现较明显。分子显然受到年内各部门债务增量影响体现出明显差异，对居民、政府、企业部门加杠杆的作用依次增强，节奏上看也与政府二季度、企业上半年融资增长相一致。债务付息贡献跟随社会融资成本的降低而持续下降，尤其在居民和企业部门体现更明显。我们认为，2023 年财政总体平稳的情况下，政府杠杆率也将转为平稳上升，难以出现今年二季度的短期大幅走高。企业部门杠杆率维持当前上升速度，但融资成本下降后利息贡献有所回落。实体经济总杠杆率将维持上升趋势，结构上看增量部分从政府转向居民和企业，且不确定性也主要在居民部门。融资成本和购房条件已经明显变动后，居民购房信心改善将是其杠杆增速的主要影响。

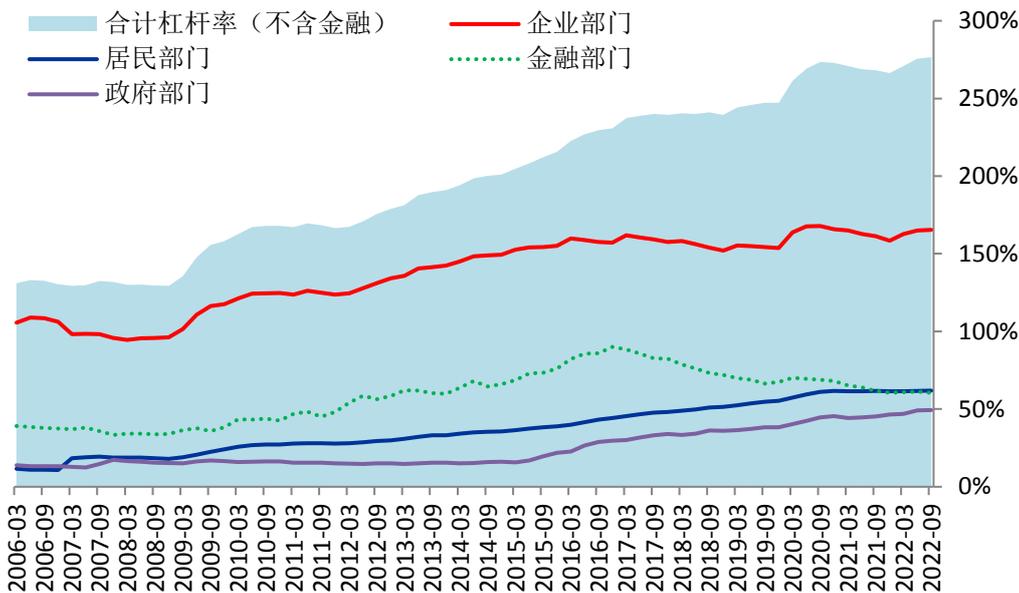


图 67 总体杠杆率有所增长
数据来源：Wind、方正中期研究院

2023年中国期货市场年度报告

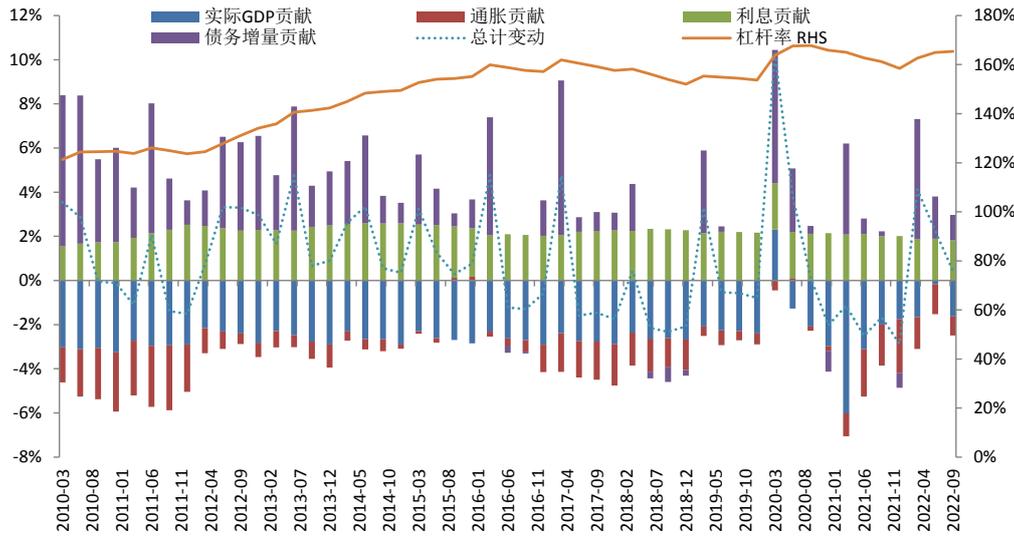


图 68 企业部门杠杆率明显回升

数据来源：Wind、方正中期研究院

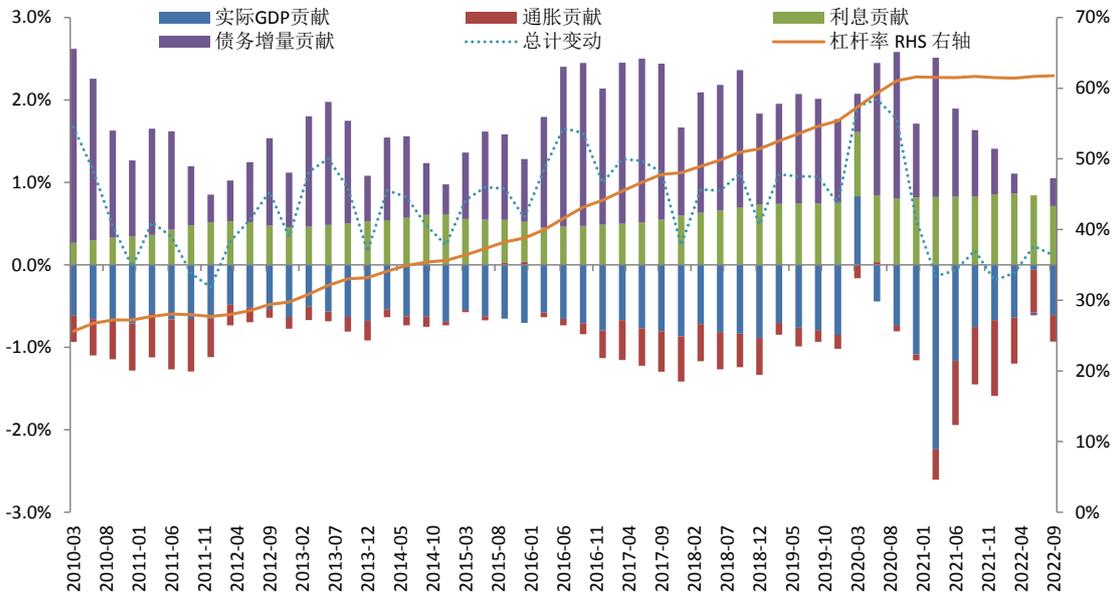


图 69 居民部门杠杆率几乎不变，上半年债务增量贡献持续下降

数据来源：Wind、方正中期研究院

2023 年中国期货市场年度报告

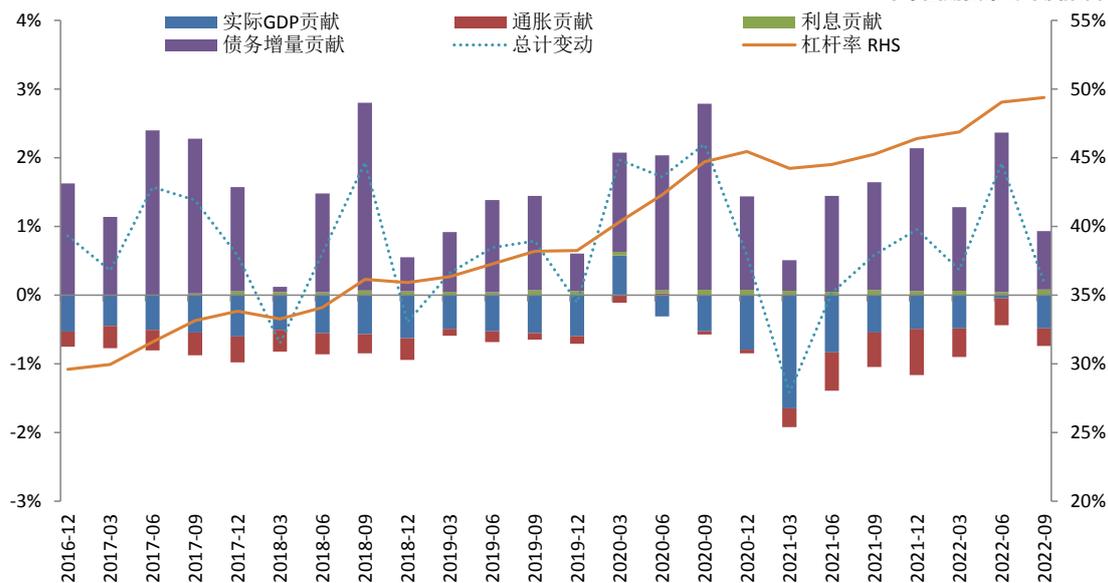


图 70 二季度政府部门加速加杠杆

数据来源：Wind、方正中期研究院

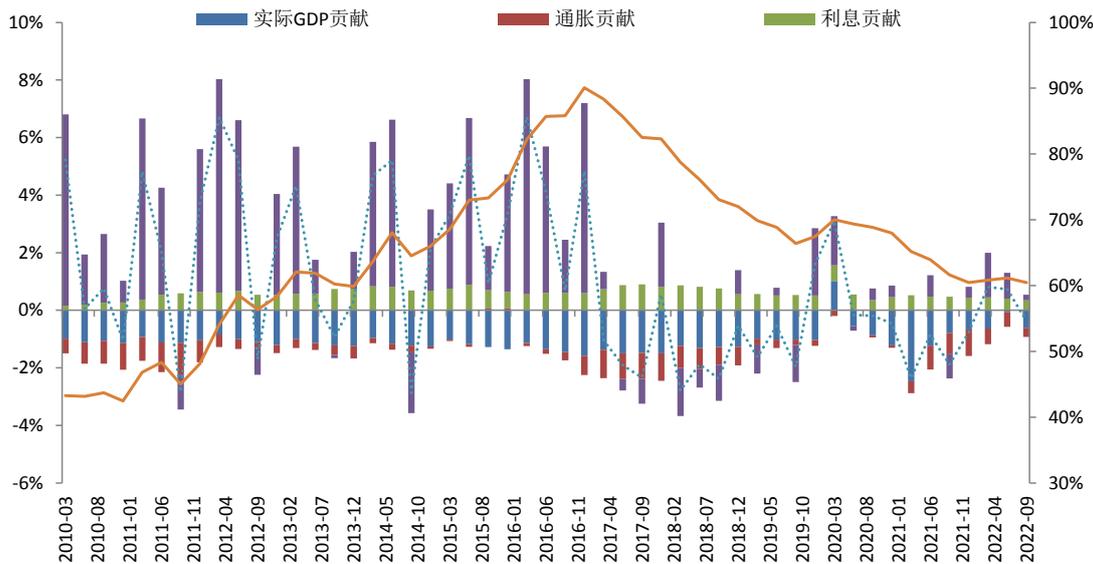


图 71 金融部门杠杆维持下降趋势

数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 人民币走弱已结束 疫情影响将继续下降

年初以来人民币汇率高位回落，相对美元大幅走弱，主要人民币汇率指数也明显下行。经济基本面影响有限，贸易顺差扩大反而支持汇率，国内外货币政策差异扩大导致中美利差倒挂是令人民币走弱的主因，中美基本面差异、疫情则造成短期冲击。我们预

计 2023 年美联储加息步伐放慢，中美利差将再度走扩，美元指数冲也将高回落，人民币汇率或出现先弱后强，整体反弹态势。但需关注贸易顺差下降的不利影响。疫情对年内经济影响较大，尤其是四季度疫情将在 2023 年初结束，但在防疫政策调整后，完全清零的可能性较小，国内将逐步进入与病毒共存的阶段，经济受到影响也将持续减小。一季度后期、两会前后是下一个政策调整的窗口时期，可更关注防疫政策是否进一步放宽，并为经济注入新的活力。

一、 人民币汇率大幅走弱 明年或迎来反转

年内汇率呈现高位回落走势。人民币相对美元大幅走弱，接近 10 月底降至年内最低点 7.37 左右，主要人民币汇率指数也明显下行。从 CFETS 篮子角度看，人民币相对日元、土耳其里拉、匈牙利佛林、瑞典克朗、英镑升值明显，但比美元、卢布、欧元、港元、墨西哥元等货币显著走弱。节奏上看，一季度跟随 2021 年末的惯性继续上冲，3 月升至年内高位后开始持续走弱，其中 4 月下旬至 5 月上旬、8 月下半月和 9 月跌幅较大，也令央行在 4 月和 9 月两次宣布调降外汇准备金率合计 3%。10 月出现年内低点之后，转为阶段低位的宽幅震荡。外汇流动性角度看，贸易顺差上半年持续增长，7 月达到高位后下半年略有回落。银行代客结售汇净值、涉外收付款净值等变动不明显。但外币存款和贷款、央行外汇占款等指标跟随人民币走弱出现下降，反应汇率下行同时受到实体资金推动。排除币值因素的外汇储备或也出现回落。从利差角度看，中美利差明显下降，截至四季度长端和短端利差已经全面倒挂，这是导致汇率走弱的主要直接因素。但从基本面上看，人民币相对美元走弱受到中美经济预期差影响不大，仅在 9 月汇率走弱的过程中有阶段性影响。情况表明，经济基本面影响有限，贸易顺差的扩大对汇率反而有支持作用。而国内外货币政策差异扩大——中国央行降息、美联储持续加息导

致的中美利差收窄乃至倒挂，是影响人民币汇率走弱的最主要因素。此外，中美基本面边际差异、疫情对市场信心造成短期冲击等也产生阶段性影响。我们预计 2023 年影响汇率的上述因素将发生变动，主要是美联储加息步伐放慢，以及可能出现的停止加息或降息行动，将导致中美利差再度走扩和美元指数冲高回落。因此人民币汇率或出现先弱后强，整体反弹的态势。但需要关注外需回落后，贸易顺差下降造成的不利影响。

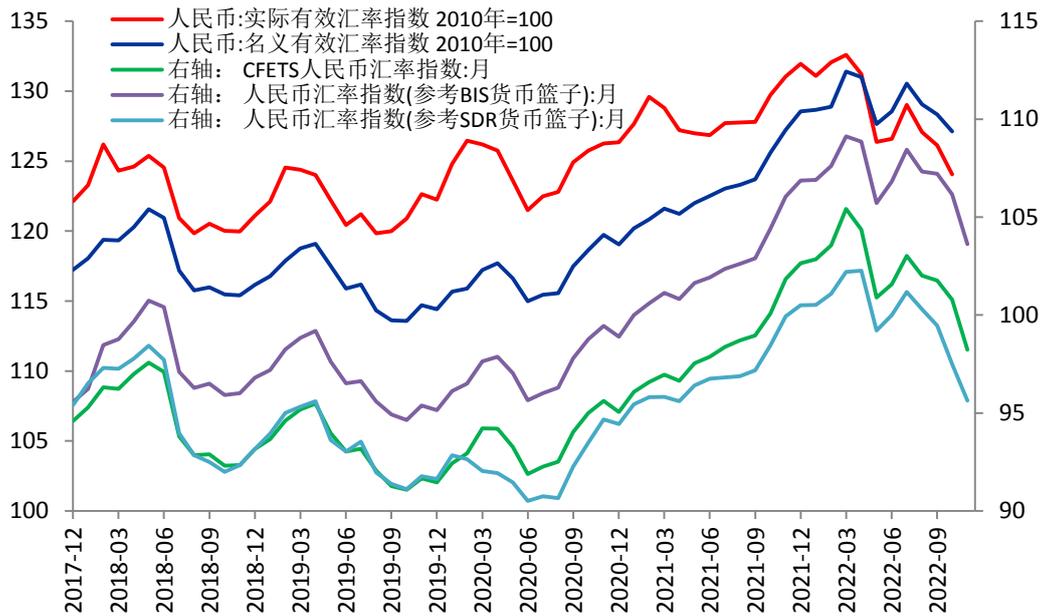


图 72 人民币汇率指数高位回落
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

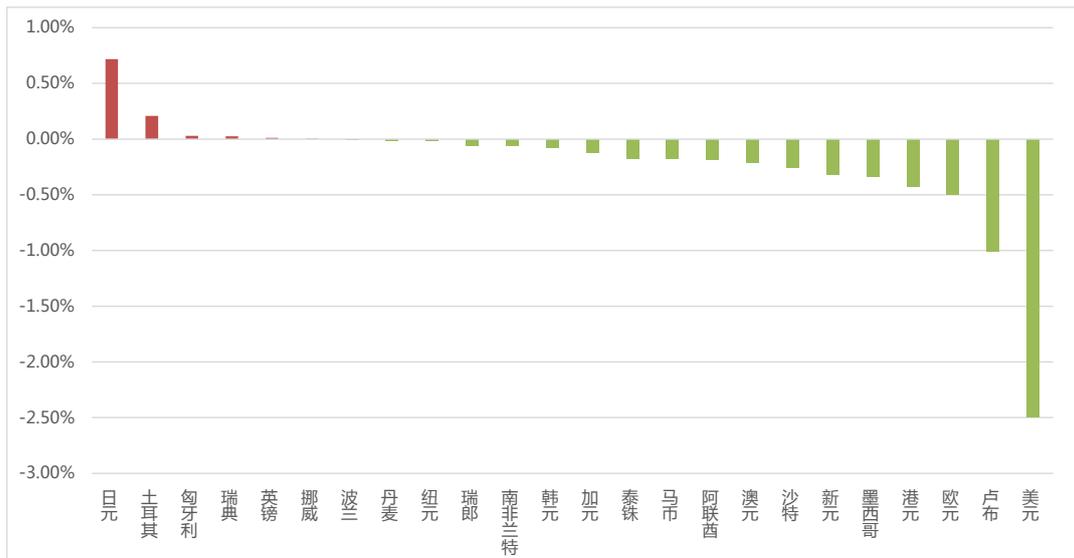


图 73 日元、美元分别是拉动、拖累人民币的主要因素
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

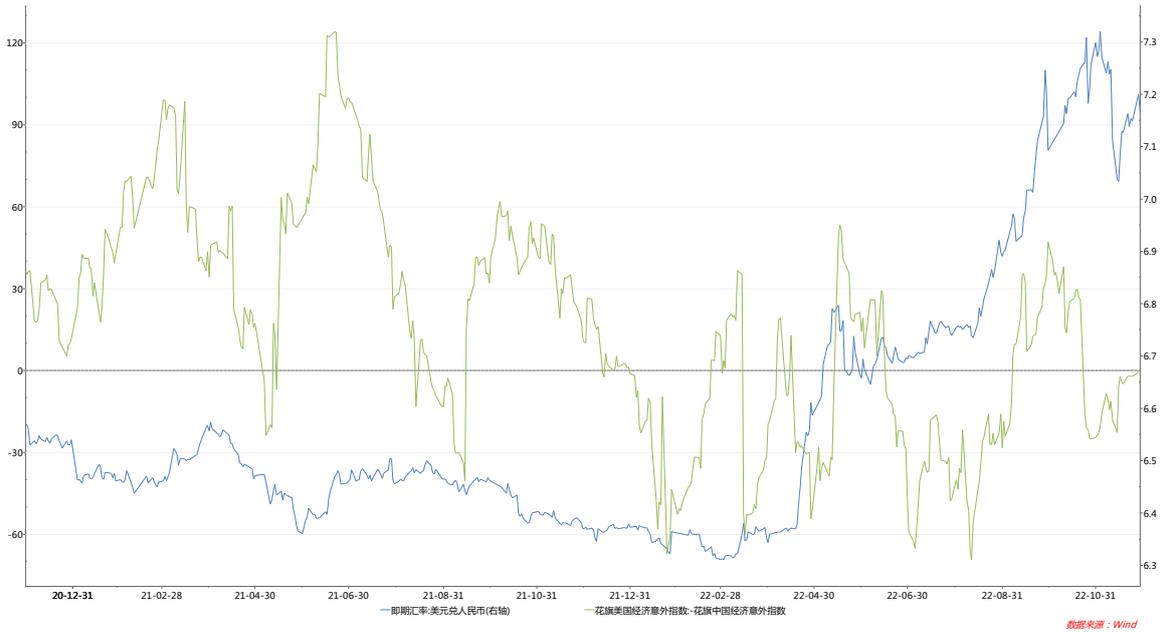


图 74 中美经济预期差仅 9 月等部分时间有影响
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

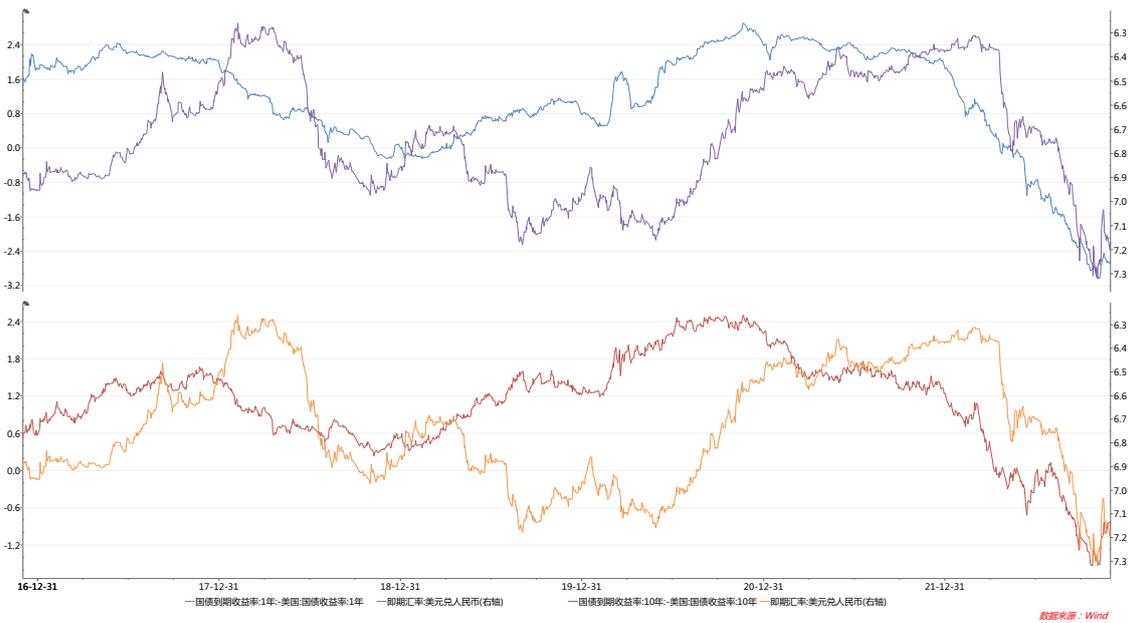


图 75 中美利差是引领汇率走弱主因
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

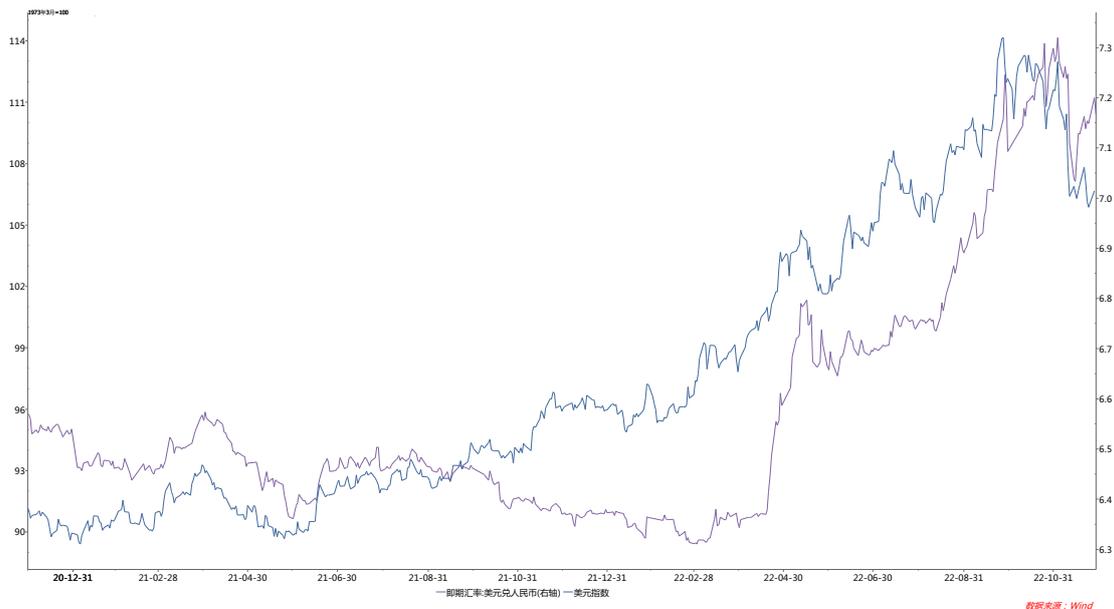


图 76 人民币受到美元升值压制
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、 疫情仍在“长尾”阶段 但影响程度将减小

今年国内面临的外生风险主要在疫情和天气两方面。年内天气异常的影响主要是在三季度，通过降水减少、电力短缺的逻辑链条，对长江流域中上游高耗能产业供给端产生负面作用，但通过加强北煤南运、全国电力调配等措施减除部分损害后，经济因此面临的系统性问题相对有限。而疫情仍是给经济带来更大击的原因，影响时间主要在二季度和四季度，尤其二季度对全国经济造成系统性冲击。区域上看，吉林、上海、北京等地二季度受到疫情扰动更大，特别是上海处于全城静默管理之下，对长三角地区制造业、全国供应链均产生巨大的负面影响。同时在从严管理的防疫政策下，居民活动范围缩小、堂食受限，严重依赖线下场景的服务业，尤其餐饮、旅游、交通、娱乐、房地产等行业明显萎缩，直到 6 月随着疫情好转、严格防控措施解除才有好转。三季度经济有所恢复后，四季度新一轮疫情再次袭来。与之前不同，四季度疫情呈现全国各地病例全面上升的态势。而针对疫情出现传播迅速、多数无症状、重症和死亡较少的特点，防疫措施及时调整。事实上在最近三年来多次疫情冲击下，居民、企业财务状况已经严重恶化，要

求适当放松防疫管理的呼声提高。11 月出台防疫政策“20 条”减少对确诊人员隔离时间以及其他管控措施。之后开始增加对老年、儿童等重点人群疫苗注射保护。虽然全国层面看四季度疫情严重程度超过二季度，但在防疫政策调整、稳定供应链等举措继续发挥作用之下，经济受到影响程度小于二季度。我们预计，四季度疫情将在 2023 年初结束，但在防疫政策调整后完全清零可能性较小，国内将逐步进入与病毒共存的阶段，经济受到影响也将持续减小。一季度后期、两会前后是下一个政策调整的窗口时期，可关注防疫政策是否进一步放宽，并为经济注入新的活力。

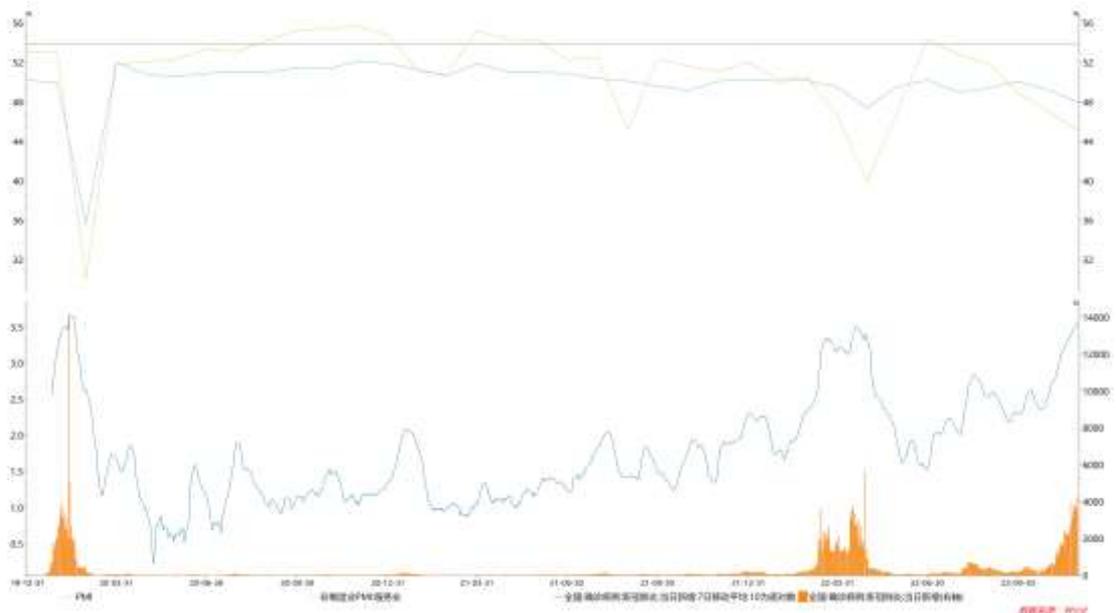


图 77 二季度和四季度疫情对经济造成明显影响

数据来源：Wind、方正中期研究院

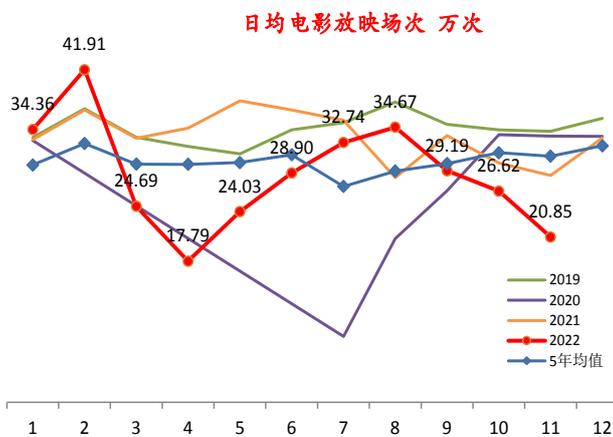


图 78 电影放映明显偏低

数据来源：Wind、方正中期研究院

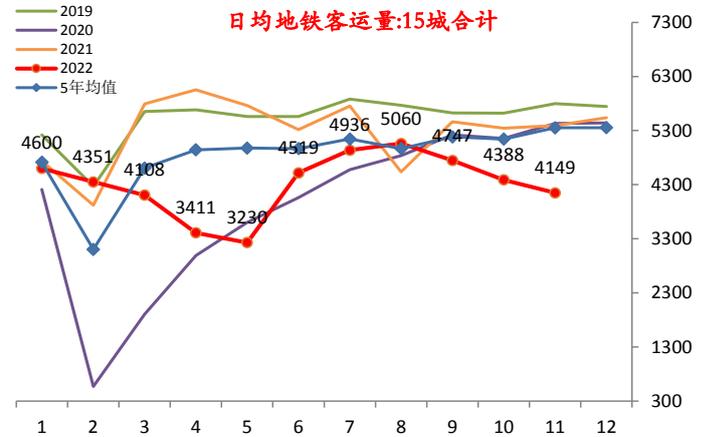


图 79 疫情对城市交通产生影响

数据来源：Wind、方正中期研究院

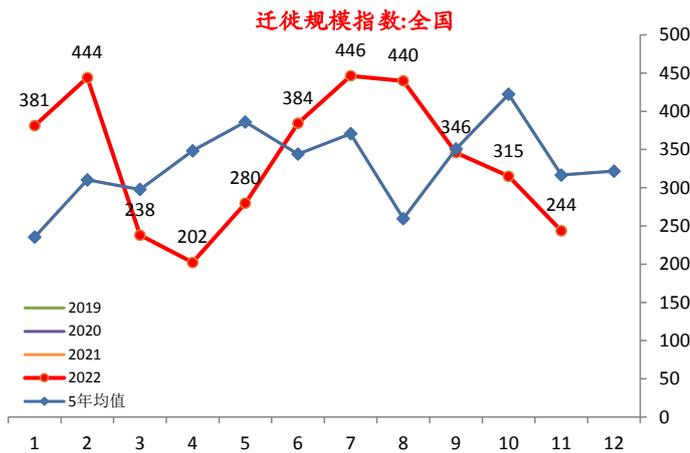


图 80 城际人口流动受阻
数据来源：Wind、方正中期研究院

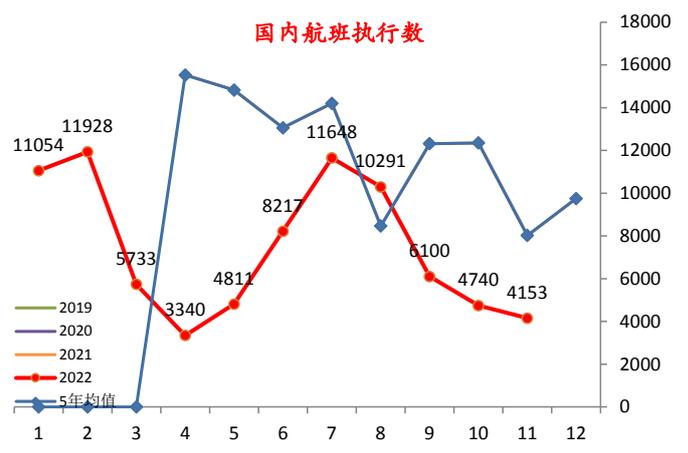


图 81 客运航空受影响明显
数据来源：Wind、方正中期研究院

第五部分 “中国式现代化” 加快经济转型提速

2022 年 10 月 16 日，中国共产党第二十次全国代表大会开幕。此次会议是在全党全国各族人民迈上全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的关键时刻召开的一次十分重要的大会。习总书记代表第十九届中央委员会向大会作报告，提出了一系列重要论述，对过去五年的工作和新时代十年取得的历史性成就、发生的历史性变革进行了最集中的提炼、最生动的总结，令人振奋。报告科学谋划了未来五年乃至更长时期党和国家事业发展的目标任务和大政方针，事关中国特色社会主义前途命运，事关中华民族伟大复兴，是开启新征程的纲领性文献，是饱含鲜明宣示的前进引领、奋斗召唤。

报告指出，要“加快构建新发展格局，着力推动高质量发展”，从最高角度为对未来发展指明方向。二十大要求的高质量发展包括四个方面。一是构建高水平社会主义市场经济体制。二是建设现代化产业体系。三是全面推进乡村振兴。四是促进区域协调发展。五是推进高水平对外开放。具体来看，二十大对国内经济也提出几点要求。

从总量上看，经济发展不能“失速”。“发展才是硬道理”，要保证经济持续平稳运行，就要扩大内需、坚持对外开放，加快构建以内循环为主、国际国内双循环的经济发展新格局，增强经济需求端的内生动力。在当前逆全球化的政治背景叠加全球经济周期性下行的经济背景影响之下，总需求尤其是外需不足的风险 2023 年将会明显上升，坚定实施扩大内需战略，有极强的必要性。而内需包括消费需求和投资需求两方面，消费需求体现了新时代下人民群众对物质文化和美好生活的需要，也有疫情之后消费需求改善的体现。投资需求除短期支持经济以外，长期看也孕育着未来经济发展潜力。因此从消费和投资两方面扩大内需，构建国内经济大循环，是改善人民生活和增强发展后劲的共同要求。此外，在逆全球化、外需走弱等风险因素下，提升国际循环质量和水平的要求，高于单纯提升出口金额的要求。中国经济已经从过去的从事低要素成本加工生产，转向利用全球高端要素资源，服务好国内消费市场和产业升级的新模式。

从结构上看，供给侧结构性改革将会继续发力。如上文所述，无论海外还是国内需求，在新时代已经不同以往。因此需要推动产业结构升级，在发展中实现经济的高质量转型，以适应需求结构变化，对内满足人民生产、生活需求，对外保持较强的国际竞争力。经过多年的基数积累以及充分的市场竞争，我国新能源汽车、发电等行业已经取得突破性进展，但在半导体、基础材料等方面仍有待突破关键技术瓶颈和完成商业应用。扩大内需和供给侧结构性改革相互促进、相辅相成，一方面扩大内需能更好发挥消费、投资对供给侧结构性改革的指引、对市场主体信心的提振。另一方面供给侧结构性改革，又有助于供给端更好匹配需求结构的变化、优化要素配置、扩大有效供给。更好满足人民日益增长的美好生活需要，推动我国经济实现从高速增长向高质量发展的历史性飞跃。

因此，我们认为，2023 年中国经济仍将呈现总量持稳、结构优化的特点。2022 年 12 月中央政治局会议也要求“推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合

理增长”，也表明二十大的精神正在形成政策并落地。即使 2023 年国内经济增速并未明显回升，但随着“中国式现代化”的加快，经济转型将再提速。这也将为我国金融市场注入更多的活力和信心，带来更大的市场机会。

第六部分 2022 年期货大类走势回顾与 2023 年展望

2022 年内大宗商品市场整体呈现高位回落态势。商品尤其是工业品价格一季度表现相对好，维持在去年底高位附近震荡，部分品种还有冲高。二季度开始主要品种明显调整。三季度跌至年内低位后，开始底部震荡并且有小幅反弹走势。影响大宗商品市场的宏观因素主要有三点：一是俄乌冲突等地缘政治因素，尤其对能源化工、部分有色金属和农产品影响较大，令相关品种在一、二季度大幅上涨。二是中国经济表现偏弱，二季度有色金属多出现调整、黑色金属品种全面走弱，主要受到此因素影响。其背后是国内疫情反复出现，以及天气影响供给层面的逻辑。三是美联储持续加速紧缩，这一负面冲击是大宗商品市场所面临的贯穿全年的主要利空。四季度美联储紧缩政策放慢后，商品市场面临这一短期压力下降，是市场企稳的重要支持。

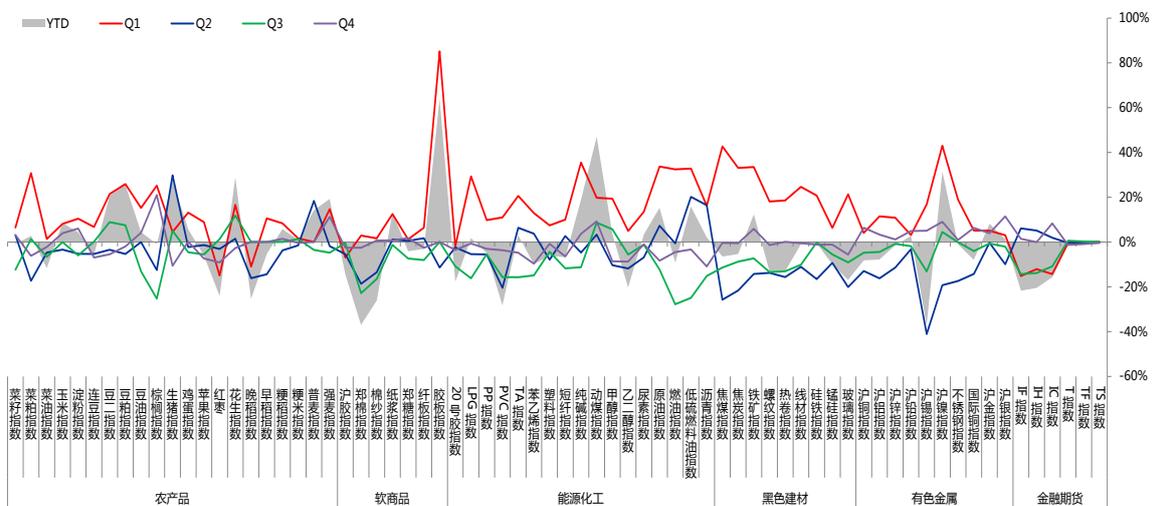


图 82 截至 12 月国内期货主要品种表现
数据来源：Wind、方正中期研究院

大宗商品价格的大幅调整，对国内经济也带来两方面效果，一是造成中上游行业去通胀甚至通缩，PPI 至四季度开始出现负增长尤其是能源行业名义产值、营业收入、利润增长受限。二是去通胀或通缩环境下国内货币政策腾挪空间打开，这也是年内多次降息降准等货币宽松政策的重要背景。

我们认为，未来大宗商品价格趋势依然较弱，或仍将低位震荡为主，且不排除出现新低点，尤其工业品受面临全球经济衰退这一基本面压力。但时间节奏以及不同行业、不同品种之间表现差异可能扩大。我们预计，2023 年上半年美联储货币政策将从缓慢紧缩逐步转向暂停紧缩甚至宽松，尤其二季度可能是政策预期变化的主要时期，届时大宗商品价格将受到阶段支持。同时国内经济的持续复苏有助于内需为主的商品需求的改善，尤其是黑色金属、有色金属以及能化下游品种。

此外，在主要农产品方面，2022 年猪周期已经出现转向，猪肉价格短期至 2023 年初或继续小幅上升，但产能、库存回落步伐放慢，限制了价格上行幅度，因此总体或呈现上涨后震荡的走势，对国内 CPI 的拉动仍有限。综合来看，多重宏观因素叠加下市场整体偏弱，但黑色强于有色强于能源的潜在逻辑基础不变。重点仍需关注美联储货币政策节奏、全球经济衰退风险以及国内需求、出口表现。

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号苏州湾华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号证大立方大厦604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	湖北省武汉市桥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
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
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9068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8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8座12层9-9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号正理国际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号融和公寓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
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区洪湖路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	上海市浦东新区德山路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。



方正中期期货有限公司
FOUNDER CIFCO FUTURES CO.,LTD

总部办公地址/Address : 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 100026
22/F Taikang Financial Tower,Building 1,38# East 3rd Ring North Road,Chaoyang District
Beijing,P.R.China 100026
办公电话/Tel : +86 10 85881188