方正中期期货
FOUNDER CIFCO FUTURES



宏观金融
分册

2021 年度
中国期货市场年度报告

——大宗商品市场解读之——

新年致辞

尊敬的投资者您好！

2020 年中国期货市场在疫情期间运行平稳，有效地发挥了避险功能，有力支持了实体企业复工复产，全年期货市场资金量、成交量和持仓量均创历史新高，全年共上市 12 个新品种，累计上市 90 个期货期权品种。从助力扶贫工作来看，运用期货工具服务“三农，采用“保险+期货”模式保障农民基本收入和服务农业产业链，140 多家公司对接全国 380 多个扶贫点，积极践行金融扶贫的重要工作。

2021 年将是我国开启“十四五”计划和向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年的开局之年。2021 年我国期货市场风险管理作用将进一步凸显，不断扩大服务实体经济的空间，将形成期货与现货、场内与场外、线上与线下的互联互通，进一步促进衍生品市场的发展。2021 年我国期货行业将以习近平新时代中国特色社会主义思想和党的十九届五中全会精神为指引，积极贯彻党中央、国务院关于经济金融工作的决策部署，从国家战略高度建设好期货期权市场和增强国际定价影响力，实现服务于国民经济和实体企业的根本宗旨，努力在服务经济高质量发展和国家重大战略方面发挥更大的作用。

作为推动期货市场发展的重要力量和期货行业头部公司，方正中期期货“以金融服务成就美好生活”作为企业发展的使命，以“成为广受客户信赖的金融衍生品综合服务商”作为企业发展的愿景，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，更为专注地发展期货业务，更为用心地提高研发、IT 和客户服务水平，为广大投资者提供更丰富、更及时、更加贴近市场的产品与服务。

2021 年方正中期期货经营班子将带领全体员工积极开展期货期权经纪、资产管理、股票期权经纪、投资咨询、风险管理和基金销售等各项业务，并积极参与各家交易所、期货业协会的“保险+期货”扶贫项目，积极承担企业社会责任，继入选 2018 国务院扶贫办“企业扶贫 50 佳案例”和荣膺人民日报社评选的“2019 年度中国精准扶贫企业”后将继续践行金融机构服务实体经济和落实精准扶贫支持“三农”的各项工作，围绕服务实体经济需求，不断做好“保险+期货”、仓单服务、基差贸易、场外衍生品和做市商等风险管理业务，实现期货市场服务国民经济的根本宗旨。2021 年方正中期期货将与广大投资者同舟共济，我们将锐意改革、团结协作、不断创新，力争公司各项业务再创辉煌！

饮水思源，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。因为广大投资者的每一次参与、每一个建议，我们会更加努力，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。

在 2021 年来临之际，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 总裁
上海际丰投资有限责任公司 董事长

2021 年 1 月

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；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。

近年荣誉

2020 年

- 证券时报-券商中国 2020 中国优秀期货公司君鼎奖
- 证券时报-券商中国 2020 中国杰出 IT 服务期货公司君鼎奖
- 人民日报-国际金融报 2020 先锋期货公司
- 证券时报-期货日报 中国期货公司最佳掌舵人 许丹良
- 证券时报-期货日报 最佳宏观策略分析师
- 证券时报-期货日报 最佳金融期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳农副产品期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳工业品期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳金融量化策略工程师
- 证券时报-期货日报 最佳期权分析师

2019 年

- 中国金融期货交易所 优秀会员白金奖
- 郑州商品交易所 优秀会员
- 郑州商品交易所 品种服务优秀会员（玻璃）
- 郑州商品交易所 品种服务优秀会员（动力煤）
- 郑州商品交易所 品种服务优秀营业部（玻璃）邯郸营业部
- 郑州商品交易所 品种服务优秀营业部（动力煤）上海世纪大道营业部
- 大连商品交易所 优秀会员金奖
- 大连商品交易所 优秀产业服务奖
- 大连商品交易所 优秀机构服务奖
- 大连商品交易所 优秀农产品服务奖
- 大连商品交易所 优秀化工产品服务奖
- 大连商品交易所 优秀黑色产品服务奖
- 大连商品交易所 优秀期权市场服务奖
- 大连商品交易所 优秀国际市场服务奖
- 大连商品交易所 优秀技术支持奖
- 上海期货交易所 优秀会员金奖
- 上海期货交易所 钢材产业服务奖
- 上海期货交易所 铜产业服务阿奖
- 上海期货交易所 铅锌产业服务奖
- 上海期货交易所 镍产业服务奖
- 上海期货交易所 黄金产业服务奖
- 上海期货交易所 白银产业服务奖
- 上海期货交易所 能化产业服务奖
- 上海国际能源交易中心 优秀会员奖
- 私募排排网 最值得信赖金融机构资管奖
- 第十三届全国期货实盘交易大赛 优秀交易指导奖
- 东方财富风云榜-最佳期货公司
- 第十七届中国财经风云榜 杰出掌门人
- 第十七届中国财经风云榜 期货业扶贫奖
- 第十七届中国财经风云榜 期货业品牌奖
- 证券时报-券商中国 2019 中国杰出 IT 服务期货公司君鼎奖
- 证券时报-期货日报 中国最佳期货公司
- 证券时报-期货日报 中国期货公司金牌管理团队
- 证券时报-期货日报 中国期货公司最佳掌舵人 许丹良
- 证券时报-期货日报 中国金牌期货研究所 方正中期期货研究院
- 证券时报-期货日报 最佳精准扶贫突出贡献奖
- 证券时报-期货日报 最佳资产管理领航奖
- 证券时报-期货日报 最佳期货 IT 系统建设奖
- 证券时报-期货日报 最佳中国期货经营分支机构奖 方正中期期货上海期货大厦营业部
- 证券时报-期货日报 最受欢迎期货经营机构公众号
- 证券时报-期货日报 最佳宏观策略分析师
- 证券时报-期货日报 最佳金融期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳农副产品期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳工业品期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳期权分析师
- 人民日报-国际金融报 中国精准扶贫企业

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 需 谨 慎

中国宏观经济：节物风光不相待 桑田碧海须臾改

——2020 年市场回顾与 2021 年展望

方正中期期货研究院 李彦森

➢ 摘要：

❍ 2020 年整体宏观经济逻辑是分两个阶段围绕新冠疫情的影响而展开的。上半年是遭受疫情打击，并且从谷底回升，一季度 GDP 甚至出现 6.8%的历史罕见的负增长。下半年主要行业和经济指标基本恢复正常，经济重新回到内生增长逻辑中。产出端和库存周期年内迅速经历主动加库存、被动加库存、主动去库存、被动去库存四个阶段，四季度基本归回正常。需求端中，房地产投资恢复较快，基建投资快速恢复之后弱于预期，制造业投资虽然恢复较晚，但有更强的持续性。消费需求中的服务消费仍将带动总社消回升。出口将在进一步增长之后趋于稳定或回落。政策宽松尤其是货币政策，对经济托底作用明显。我们认为，四季度经济正从投资时钟的复苏期转向繁荣期，经济繁荣将至少维持到明年上半年。年中前后是潜在的拐点时期，下半年经济承压风险将会上升。特别的是，明年全年以及各季度 GDP，由于低基数

的影响，同比增速预计将会出现显著跳升，尤其是一、二季度。实体经济的总体通胀水平呈现先降后升走势，表现为 GDP 平减指数先下跌后修复。明年上半年 CPI 可能出现小幅反弹，核心 CPI 出现修复，PPI 增速也在上半年冲高，年中前后开始至下半年增速维持高位附近，年内无通胀上行失控风险。

- 政策方面，货币政策年内经历了从一季度极度宽松到三季度后边际收紧的转变。政策目标从托底经济、配合政府融资，正转向控制金融系统风险。实体经济在疫情期间确实获得了大量的、低成本的流动性，这也是货币政策显效，帮助企业部门渡过难关的具体表现。居民部门购房需求则是信用扩张的另一个支点。我们认为，在经济超预期回落的可能性较小的情况下，央行已无必要继续宽松，除非外生风险带来新一轮经济承压下行，否则明年调降 MLF 利率甚至基准利率的可能性基本为 0。信用扩张在今年年底到明年年初达到顶点后，步伐将会放慢甚至逐步出现收缩。广义社融增速预计最晚在明年二季度达到顶部，下半年开始需要警惕实体经济面临的流动性风险。央行针对实体经济刺激政策的转向，也更可能出现在下半年。
- 综合来看，我们对明年全年 GDP 预期为 9.5%左右。基于对当前库存周期位于主动补库存阶段，投资时钟周期位于繁荣阶段，并且上述情况可能持续到明年二季度的判断，认为明年上半年工业品价格仍有上行空间，涨势持续至年中后迎来拐点。下半年随着周期转向被动加库存和减速阶段，经济承压风险上升，工业金属价格冲高回落的风险也会加大。农产品重点关注猪周期，猪肉价格-生猪存栏-饲料消耗-农产品价格的宏观逻辑上看，猪肉价格触底回升之前农产品价格大概率维持高位。

目录

第一部分 疫情基本结束后 关注经济内生动力 4

一、产出经历大幅波动后已恢复正常 5

二、基建偏弱、地产受抑 关注制造业投资 7

三、消费品复苏之后 服务仍有回升空间 9

四、疫情反推出口 外贸还需关注制度安排 11

五、库存周期继续向上 利润仍有修复空间 12

第二部分 猪周期进入下半场 PPI 强于 CPI 节奏不改 14

一、猪周期影响巨大 CPI 高位回落 15

二、PPI 底部已确立 预计反弹走势将维持 17

第三部分 货币政策转向 关注信用收缩节奏 19

一、疫情期间宽松不再 信用收缩隐忧初现 20

二、财政政策的宽松将持续至 2021 年 23

三、企业杠杆先升后稳 居民杠杆持续上升 25

第四部分 汇率波动加大 外部挑战不断 27

一、人民币大幅波动 关注汇率拐点 27

二、风险迅速切换 经济仍面临多重挑战 29

第五部分 2021 年宏观经济对主要期货品种影响的展望 30

第一部分 疫情基本结束后 关注经济内生动力

2020 年整体宏观经济逻辑是分两个阶段围绕新冠疫情的影响而展开的。上半年是遭受疫情打击，并且从谷底回升，一季度 GDP 甚至出现 6.8%的历史罕见的负增长。下半年是主要行业和经济指标基本恢复正常，经济重新回到内生增长逻辑中。产出端和库存周期年内迅速经历主动加库存、被动加库存、主动去库存、被动去库存四个阶段，四季度基本归回正常。需求端中，房地产投资恢复较快，基建投资快速恢复之后弱于预期，制造业投资虽然恢复较晚，但有更强的持续性。消费需求中的服务消费仍将带动总社消回升。出口将在进一步增长之后趋于稳定或回落。政策宽松尤其是货币政策，对经济托底作用明显。我们认为，四季度经济正从投资时钟的复苏期转向繁荣期，经济繁荣将至少维持到明年上半年。年中前后是拐点时期，下半年经济承压风险将会上升。特别的是，明年全年以及各季度 GDP，由于低基数的影响，同比增速预计将会出现显著跳升，中性预期位于 9.5%左右。

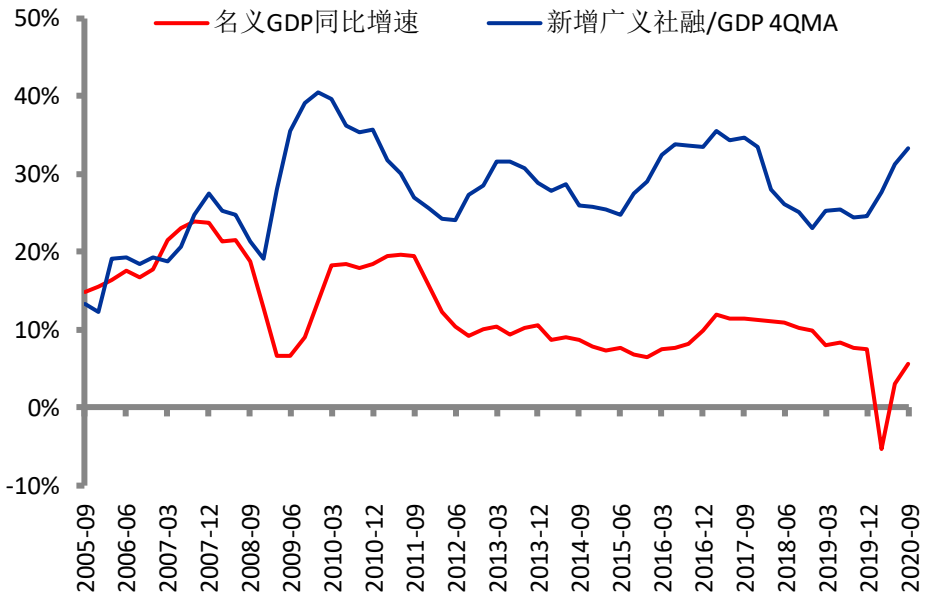


图 1-1 宽松政策稳经济在广义社融和 GDP 增速方面的体现

资料来源：Wind、方正中期研究院

	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比增速	20.00%	9.00%	8.00%	6.00%	10.09%
	20.00%	**8.00%**	**7.00%**	**6.00%**	**9.58%**
	18.00%	9.00%	8.00%	6.00%	9.69%
	16.00%	8.00%	7.00%	6.00%	8.77%
	14.00%	8.00%	7.00%	6.00%	8.37%

图 1-1 部分情境下的 2021 年 GDP 预测，中性预期 9.5%左右

资料来源：Wind、方正中期研究院

一、产出经历大幅波动后已恢复正常

疫情对产出端的打击主要集中在上半年，尤其是 2、3 月，1 月由于春节错位考前，同比增速也受到影响。4 月开始无论是从季节性角度，还是从同比增速上看，产出端的工业增加值都出现明显修复。行业上看，黑色、有色行业无论上游开采还是中游冶炼，都有明显恢复。上游能源包括煤炭和石油开采表现不佳。中游原材料行业中化工和塑料相对弱势。中游加工组装行业中，通用设备、专用设备、电气设备、电子设备、表现都较好，交运设备受到基建不及预期影响而回落。下游行业中表现较好的是医药制造和汽车行业。农副食品加工和纺织业产出偏弱。可以明显观察到，中游加工组装行业整体强于上游行业，也强于大部分中游原材料行业，显示出制造业周期的迅速轮换。结合观察 PMI 我们可以看到，去年四季度转向主动加库存之后，2 月开始受疫情影响，库存周期迅速转向被动加库存阶段，二季度转向主动去库存，年中开始回到被动去库存中，三季度后期重回主动加库存。外生因素导致库存周期切换迅速，这也是今年经济波动加大的内生因素。我们认为，目前国内经济产出端已经恢复到疫情前水平，内生周期轮动对经济影响已经超过外生因素而占主导地位。随着工业品价格回升、需求持续好转、生产继续加速，主动加库存的周期阶段不变，产出的好转仍能维持一段时间。预计明年二季度开始，经济有转向被动加库存的风险。更长周期来看，需求位于新一轮上行周期开始阶段，对经济中长期走势不必过于悲观。此外，明年一季度尤其是 2 月工业产出同比增速可能受到基数低的影响而明显抬升。

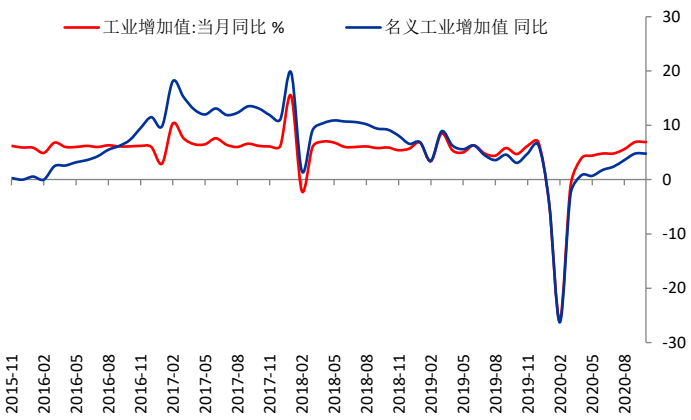


图 1-2　工业增加值波动极大

资料来源：Wind、方正中期研究院

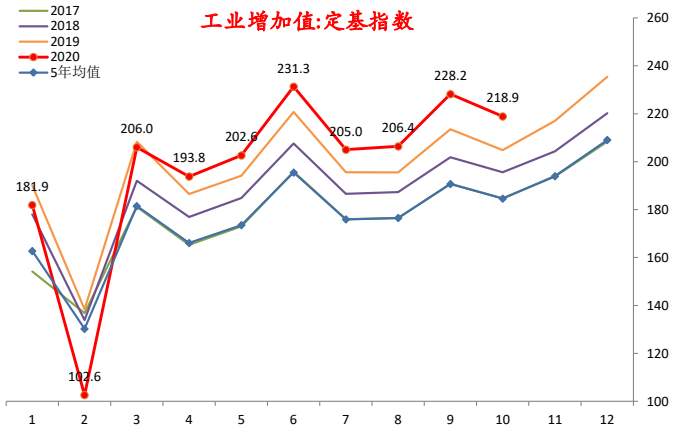


图 1-3　产出主要是一季度受到拖累

资料来源：Wind、方正中期研究院

官方累计同比	下游行业					中游行业											上游行业						
						加工组装					原材料												
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采辅助活动	其他采矿业
2020/11	1.4	-1.9	0.2	4.6	6.3	4.4	6.0	8.1	7.2	-1.4	1.6	6.3	2.4	2.3	1.3	2.9	1.2	-0.1	-2.1	-0.1	-0.5	-13.5	1.1
2020/10	1.3	-2.5	-0.5	3.5	5.6	3.7	5.4	7.0	6.9	-1.9	1.2	5.9	2.2	1.7	0.6	2.3	0.9	-0.3	-1.7	-0.1	-0.8	-13.3	1.0
2020/09	0.8	-3.4	-1.7	3.0	4.4	2.6	5.1	5.6	7.2	-2.1	1.0	5.3	1.9	0.8	-0.7	1.5	0.4	-0.7	-1.6	-0.4	-1.4	-12.9	-0.7
2020/08	0.0	-4.2	-2.8	2.3	2.8	1.2	4.6	4.1	7.0	-2.9	0.5	4.8	1.7	-0.4	-2.0	0.7	0.1	-1.3	-1.6	-0.6	-2.2	-13.2	-0.7
2020/07	-0.1	-4.4	-3.7	2.1	1.1	-0.3	4.1	2.5	6.7	-3.3	-0.3	4.2	1.3	-1.3	-3.0	-0.1	-0.3	-1.8	-1.9	-0.8	-3.1	-11.0	2.9
2020/06	-0.5	-4.9	-4.5	1.8	-3.1	-2.3	2.9	-0.3	5.7	-3.8	-0.7	3.4	1.0	-2.2	-4.3	-1.0	0.4	-2.1	-2.3	-1.4	-3.8	-9.2	-2.8
2020/05	-1.0	-5.5	-6.7	0.9	-7.9	-4.9	1.0	-2.8	3.7	-4.8	-2.3	2.8	0.5	-4.1	-6.2	-2.1	0.5	-4.0	-3.1	-1.7	-5.7	-8.6	-7.6
2020/04	-3.3	-7.0	-10.6	0.0	-15.0	-9.0	-4.2	-5.8	1.8	-7.3	-3.9	1.7	-0.6	-7.6	-9.4	-3.9	0.6	0.1	-5.2	-3.1	-9.3	-6.8	-7.8
2020/03	-7.9	-11.1	-16.8	-2.3	-26.0	-17.2	-13.5	-12.9	-2.8	-13.7	-5.4	0.5	-3.8	-13.7	-16.2	-6.8	-0.6	1.3	-7.6	-6.1	-16.9	-4.7	-8.9
2020/02	-18.2	-16.0	-27.2	-12.3	-31.8	-28.2	-24.4	-24.7	-13.8	-28.2	-7.3	-2.0	-8.5	-21.1	-25.2	-12.3	-8.2	2.1	-16.2	-13.1	-25.5	-3.1	-18.3
2019/12	5.3	1.9	1.3	6.6	1.8	4.3	6.9	10.7	9.3	7.4	6.5	9.9	9.2	8.9	4.8	4.7	5.5	3.7	7.1	3.0	0.2	21.7	3.8
2019/11	5.4	2.1	1.4	6.8	0.7	4.1	7.0	10.4	8.9	9.0	6.4	9.9	9.6	8.9	4.9	4.4	5.1	3.6	7.8	3.3	-0.6	25.2	2.7
2019/10	5.4	2.4	1.2	7.0	-0.2	3.9	6.9	10.1	8.8	9.8	6.4	9.7	9.9	9.0	4.8	4.0	4.8	2.6	7.2	3.2	-0.8	27.5	-8.1
2019/09	5.6	3.0	1.5	6.9	-0.8	3.9	7.1	10.0	8.9	10.5	6.3	10.1	9.9	9.6	4.9	4.1	4.7	2.9	7.0	3.3	-0.5	28.8	-8.6
2019/08	5.7	3.6	1.6	6.9	-1.0	3.9	7.1	9.8	8.5	11.1	6.4	10.2	10.2	9.9	4.7	4.3	3.7	2.7	6.9	3.0	-0.3	30.5	-8.5
2019/07	5.8	4.1	1.8	6.7	-1.8	4.5	7.7	9.7	9.1	11.4	6.6	10.2	10.5	10.2	4.8	4.6	3.6	2.7	7.0	2.9	0.1	31.9	-5.8
2019/06	5.5	4.7	1.9	6.6	-1.4	5.1	8.3	10.0	9.6	10.6	6.6	10.3	10.4	10.4	4.7	4.8	2.8	2.3	7.3	3.3	0.4	33.4	-3.9
2019/05	5.2	5.1	1.9	6.7	-1.0	5.7	9.0	9.7	9.4	9.5	6.8	9.5	9.7	10.7	4.7	4.6	0.9	2.1	7.4	3.6	0.7	37.0	-0.8
2019/04	5.5	5.4	2.2	7.2	-0.3	6.7	10.1	10.0	9.0	9.7	7.1	8.9	9.7	11.0	4.7	5.0	0.4	2.0	6.9	3.9	0.8	38.0	1.7
2019/03	5.4	6.1	3.7	6.4	0.2	8.4	12.6	11.0	7.8	10.9	6.5	7.9	10.1	11.5	6.4	5.5	0.4	1.6	5.7	5.6	0.6	33.9	6.4
2019/02	6.0	6.3	0.2	5.9	-5.3	4.4	10.0	8.0	6.0	7.9	6.1	7.5	9.3	8.8	2.2	4.3	-2.0	-0.4	5.4	8.0	2.2	28.0	9.4

图 1-4 工业增加值分项数据

资料来源：Wind、方正中期研究院

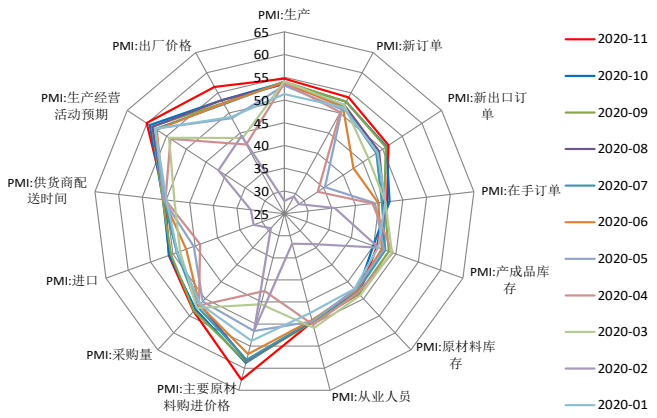


图 1-5　二季度开始 PMI 分项多回扩张

资料来源：Wind、方正中期研究院

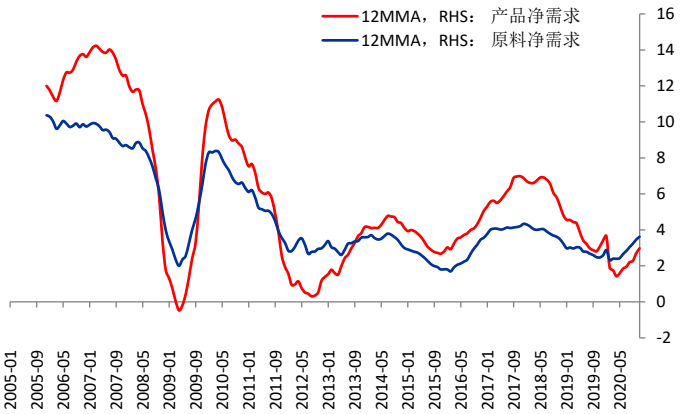


图 1-6　中长期需求仍在上行阶段

资料来源：Wind、方正中期研究院

二、基建偏弱、地产受抑 关注制造业投资

投资需求仍是稳定总需求的最重要一环。在受到疫情影响之后，房地产投资仍是恢复最为迅速的投资分项，基建投资回升之后步伐放慢，总体表现弱于预期。而下半年随着库存周期进入主动加库存阶段，制造业投资的回升幅度也更加明显。边际上看，当月新增基建投资和制造业投资下半年开始有一定增加。从累计增速角度看，四季度开始基建投资已经恢复至 2019 年水平，房地产投资再下一台阶，制造业投资仍为负值有待进一步修复。我们认为，在明年整体财政、货币刺激不如今年的情况下，基建投资将维持稳定，大幅加速的可能性较低。房地产投资受到政策抑制，可能将会承压甚至回落。制造业投资对总投资的贡献仍将上升。此外，明年一季度在基数作用的影响下，预计投资同比增速将出现显著上升。

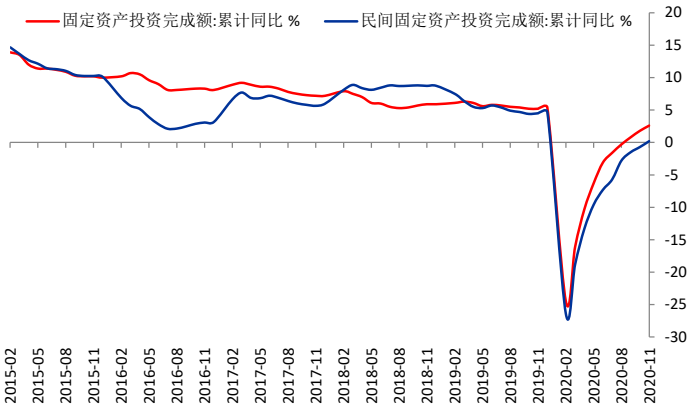


图 1-7　城镇投资、民间投资均出现断崖下滑
资料来源：Wind、方正中期研究院

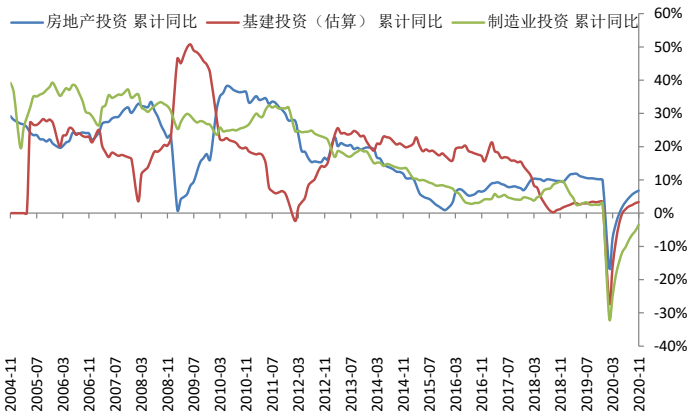
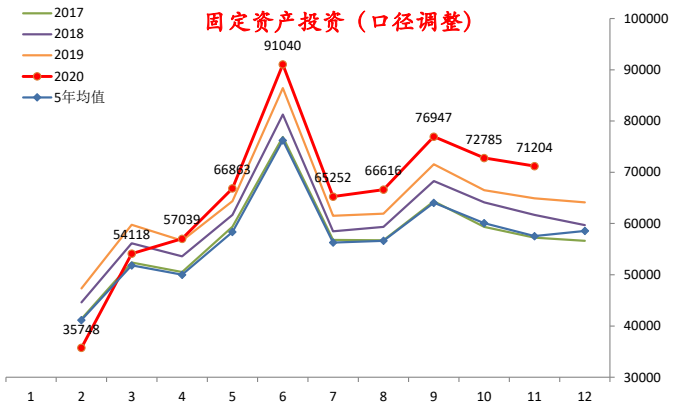


图 1-8　投资：房地产增速最快，基建恢复至 2019 年
资料来源：Wind、方正中期研究院



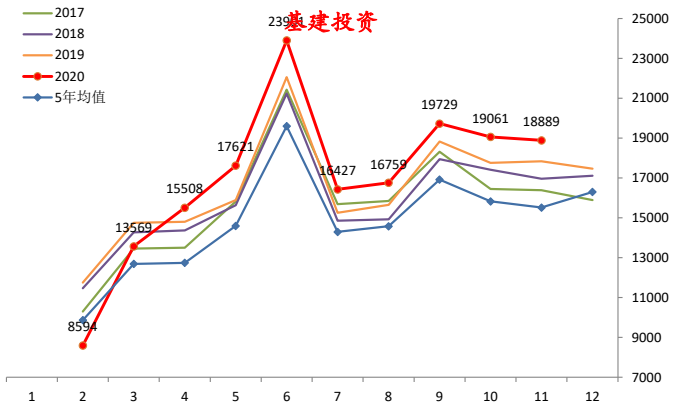


图 1-9　固定资产投资一季度最弱
资料来源：Wind、方正中期研究院

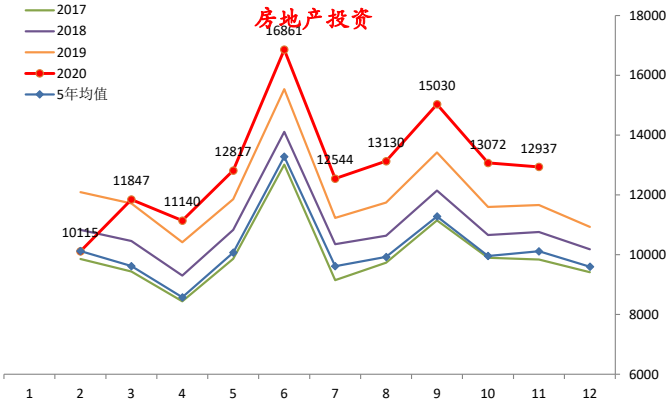


图 1-10　基建投资二季度表现加好
资料来源：Wind、方正中期研究院

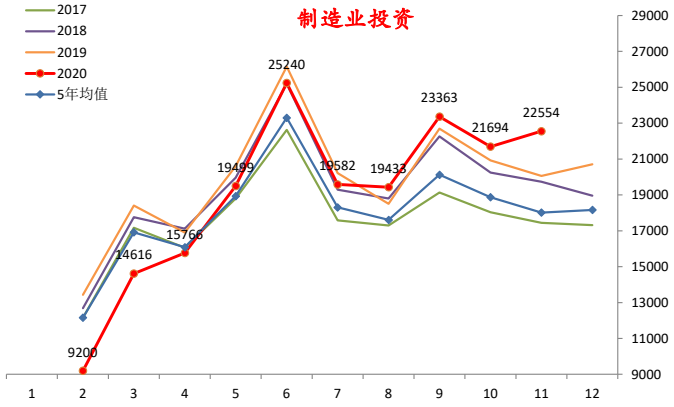


图 1-11　房地产投资 3 月首先企稳
资料来源：Wind、方正中期研究院

图 1-12　制造业投资恢复较慢
资料来源：Wind、方正中期研究院

房地产投资方面，受到疫情影响，春节后后的房地产销售几乎处于停滞状态，同时开工、施工也受到停工停产政策的影响而出现明显走弱。但二季度开始上游开工、下游销售均有明显回升。央行宽松的政策也为房地产行业带来流动性救急，国内贷款增量超季节性，在资金来源中占比也迅速上升。但从三季度开始，央行的货币政策逐步转向，监管层也开始注意到房地产风险，对房地产行业政策开始收紧，“房住不炒”政策重新回到视野中。先后有“三条红线”、“房地产行业是最大灰犀牛”等政策或言论。至四季度，房地产行业已经出现预期谨慎，资金偏紧等情况。我们认为，当前情况下房地产企业为加速资金周转，加快开工建设和竣工等行为可以维持投资增速暂时不出现断崖式下跌，但偏紧的行业状况也令房地产投资继续加速的可能性极小，广义库存上升周期或已结束。在政策方向不变的状况下，预计明年房地产投资对经济的贡献将会让位于基建和制造业，整体来看不排除房地产投资平稳回落的可能性。

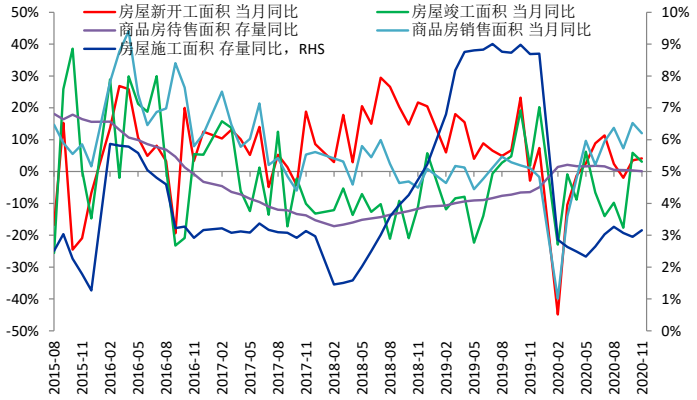


图 1-13　房地产行业五大指标
资料来源：Wind、方正中期研究院

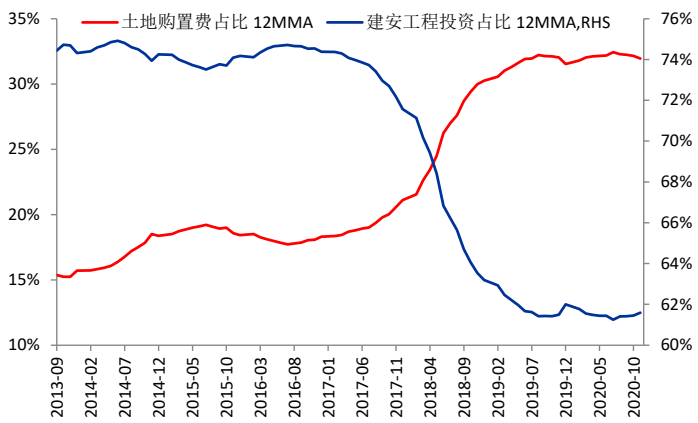


图 1-14　土地购置费占比一改此前上行态势
资料来源：Wind、方正中期研究院

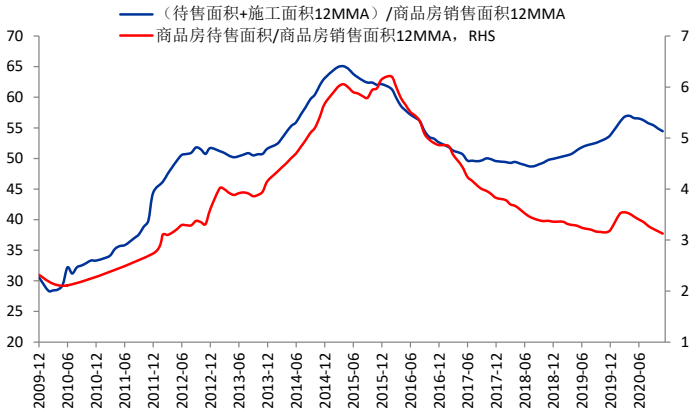


图 1-15　库销比上行或已结束
资料来源：Wind、方正中期研究院

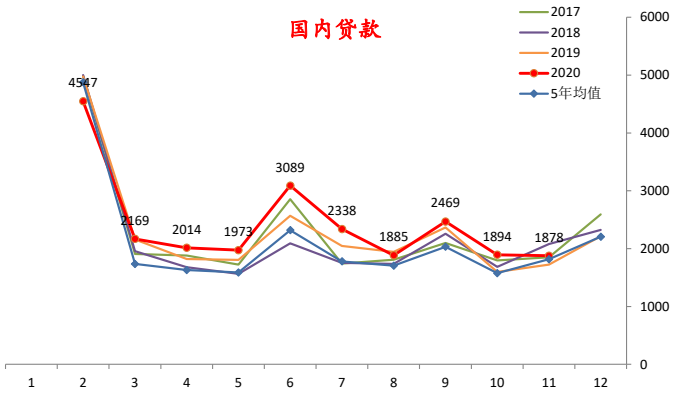


图 1-16　二季度房地产企业“回血”明显
资料来源：Wind、方正中期研究院

三、消费品复苏之后 服务仍有回升空间

今年消费受到疫情的打击主要分两个阶段。第一阶段是疫情出现、政府采取严格监管措施之后到 5 月，其特点为商品和服务消费均受到严重打击，但商品消费逐步恢复。其中耐用品消费基本不受影响。受影响较大的汽车、家电、建材等大宗耐用品消费，至二季度已经恢复至正常水平附近。第二阶段是三季度开始，随着严格防疫措施逐步解禁，如放开餐馆、电影院、旅游景点和其他娱乐场所限制，交通、住宿等行业也受到带动，服务消费开始加速恢复。名义社消和实际社消分别于 8 月和 9 月恢复同比正增长，到 10 月实际社消同比增长 4.6%已经超过去年年底水平。伴随服务消费增速回升的

还有线上消费等业态出现更显著的增长。我们认为，目前商品消费已经恢复至正常水平附近，并且明年仍将保持在当前水平，进一步改善的空间下降。但服务消费仍有较大的回升空间，从餐饮消费的增速距离 2019 年底仍有较大差距这一点可以看出。服务消费的增加将直接改善低收入阶层的收入水平，有助于消费型成更健康的内生循环。从长期来看，人口增速放慢、居民部门高杠杆等制约下，消费增速尤其是服务消费，在回升至疫情前水平后，能否长期持续上行仍不确定，消费升级和转型的进程仍是决定未来消费增长的主要因素。此外，我们测算到的前三季度消费率和边际消费率均明显下降，边际消费率甚至低于 0，这表明疫情对消费信心打击巨大，居民压缩消费增加储蓄以应对风险。且可能存在居民收入回升后，新增收入反而用来偿债或储蓄，仍无法进入消费环节的情况。

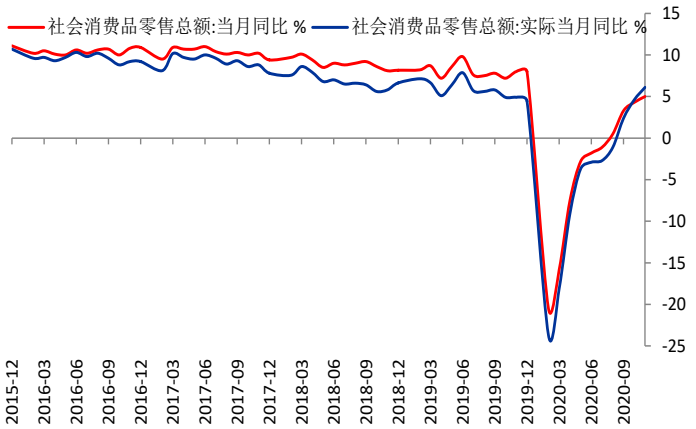


图 1-17　实际社消已经恢复至 2019 年底水平

资料来源：Wind、方正中期研究院

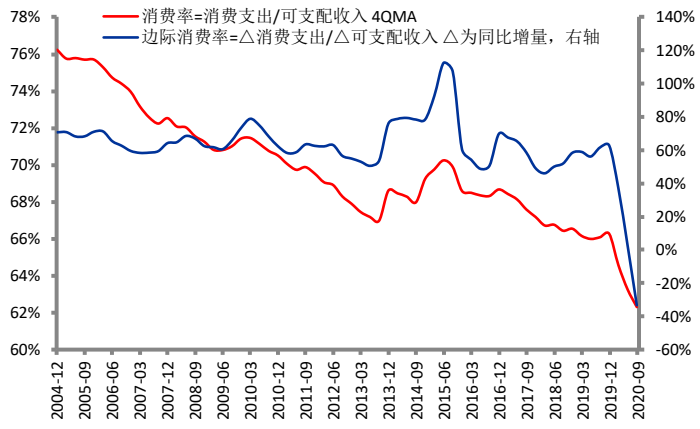


图 1-18　消费率和边际消费率显著下降

资料来源：Wind、方正中期研究院

官方累计同比	必需品消费			改善性消费			地产系消费			汽车系消费		餐饮消费	商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品		
2020-11	10.10	13.70	7.40	9.50	9.10	2.90	-7.90	-5.50	-4.80	-2.80	-15.60	-0.60	5.80
2020-10	10.40	12.80	7.40	5.90	6.80	1.60	-8.70	-7.00	-6.20	-4.50	-16.10	0.80	4.80
2020-09	10.60	12.30	6.80	4.50	6.80	1.20	-9.90	-8.00	-7.50	-6.30	-16.70	-2.90	4.10
2020-08	11.00	10.90	6.30	3.20	6.70	0.30	-11.40	-9.00	-8.70	-8.80	-17.30	-7.00	1.50
2020-07	12.00	10.50	5.50	1.00	6.30	-1.50	-12.50	-10.80	-9.70	-11.60	-17.80	-11.00	0.20
2020-06	12.90	10.50	5.20	-0.20	6.10	-3.20	-14.10	-12.20	-11.00	-15.20	-18.40	-15.20	-0.20
2020-05	13.40	8.50	2.50	-4.90	2.40	-9.00	-17.50	-18.40	-14.30	-17.00	-19.60	-18.90	-0.80
2020-04	13.80	6.30	-1.20	-9.40	-0.90	-14.30	-23.10	-24.50	-18.90	-22.60	-21.10	-31.10	-4.60
2020-03	12.60	4.10	-4.20	-13.20	-5.10	-15.30	-29.30	-29.90	-23.90	-30.30	-23.50	-46.80	-12.00
2020-02	9.70	3.10	-6.60	-14.10	-4.00	-32.70	-33.50	-30.00	-30.50	-37.00	-26.20	-43.10	-17.60
2019-12	10.20	10.40	13.90	12.60	8.00	11.10	5.10	5.60	2.80	-0.80	1.20	9.10	7.90
2019-11	10.20	10.10	13.90	12.70	6.60	10.40	5.50	5.90	3.00	-1.10	1.00	9.70	7.80
2019-10	10.40	9.80	13.40	12.10	4.70	10.90	5.40	5.40	3.40	-1.00	1.00	9.00	7.00
2019-09	10.60	9.80	13.60	12.80	4.00	11.50	5.90	5.90	3.60	-0.70	1.70	9.40	7.60
2019-08	10.60	9.90	13.80	12.70	2.60	12.60	5.80	5.90	3.50	-0.50	2.00	9.70	7.20
2019-07	10.30	9.90	13.90	12.70	1.30	13.00	5.80	6.20	3.10	0.60	2.50	9.40	7.40
2019-06	10.40	9.90	14.10	13.20	0.10	14.40	5.70	6.70	3.60	1.20	3.10	9.50	9.90
2019-05	10.50	10.10	14.50	11.30	-1.60	19.60	5.10	6.40	4.20	-2.00	3.10	9.40	8.50
2019-04	10.30	9.40	15.30	10.00	-3.30	22.00	4.80	6.60	5.80	-3.10	3.10	8.50	7.00
2019-03	10.60	9.30	16.10	10.90	-3.20	21.10	5.00	7.80	8.10	-3.40	4.10	9.50	8.60
2019-02	10.10	8.00	15.90	8.90	-4.40	33.90	0.70	3.30	6.60	-2.80	2.50	9.70	8.00

图 1-19　必需品受影响小，餐饮消费仍有恢复空间

资料来源：Wind、方正中期研究院

四、疫情反推出口 外贸还需关注制度安排

今年整体外贸情况表现较好。首先，年初中美签订阶段贸易协议，影响中国出口的最大风险明显下降。政策落地后企业信心改善，以及确定性增强是进出口修复的重要背景。其次，受到疫情影响，中国对外出口的医疗物资数量和金额猛增，一定程度上推升二季度和三季度出口金额。再次，在海外疫情开始加剧之后，部分欧洲或美国制造业行业停工，导致相应产业链受到限制，全球企业不得不自中国开展替代性商品进口，来维持生产和运营。最后，电子产业链在 5G 换代、中国国产替代等因素下，汽车、机械在购车、房地产、基建等旺盛需求因素下，都呈现明显的进口增加的趋势。此外，大宗商品价格的大幅下挫，令中国进口原材料价格所需要的金额显著下降，但进口量并没有出现回落。总体上看，年内进出口双双走强、出口相较于进口更强的态势，存在太多的特殊因素，外贸尤其是出口增速持续增强的态势难以维持。叠加目前不断升值的人民币汇率来看，预计 2021 年出口增速先上升、后稳定，尤其预期欧美国家新一轮疫情缓和，以及明年下半年开始基数抬升后，出口增速将有承压风险，对 GDP 的贡献也将会相应下降。但在全球经济复苏以及全球贸易修复的背景之下，大幅回落的可能性较低。更长周期来看，美国政府换届后，逆全球化的趋势或暂告一段落，全球海外贸易重新

活跃的乐观预期上升，而是否出现仍取决于主要国家对全球贸易的制度性安排。中国主导的 RCEP 对活跃贸易有较大帮助。

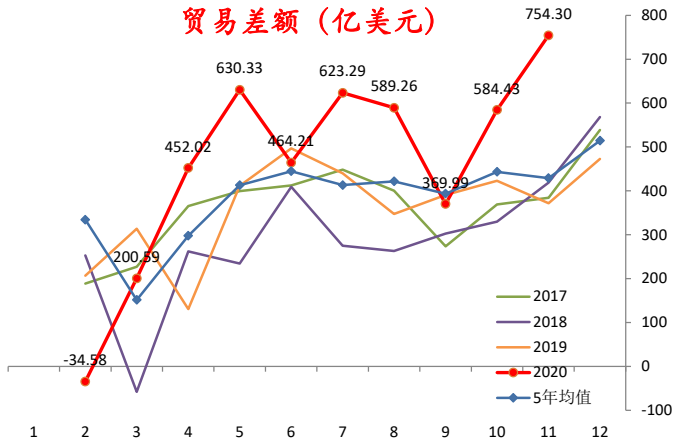


图 1-20　贸易差额持续在高位
资料来源：Wind、方正中期研究院

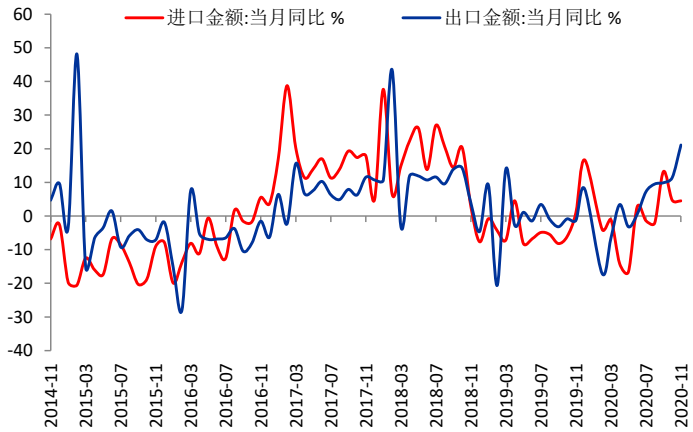


图 1-21　疫情后进出口增速持续修复
资料来源：Wind、方正中期研究院

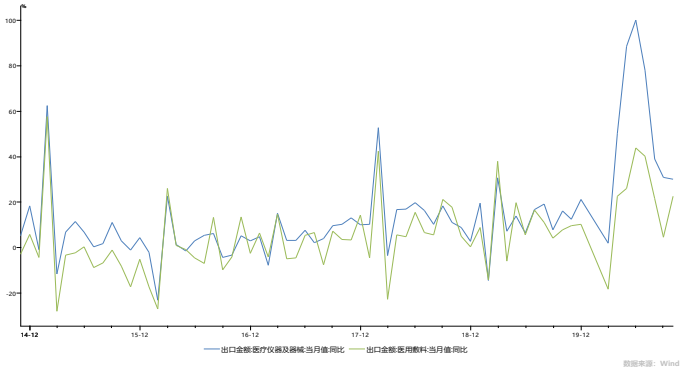


图 1-22　二季度医疗物资出口猛增
资料来源：Wind、方正中期研究院

五、库存周期继续向上 利润仍有修复空间

工业企业利润增速同样呈现 V 型走势，3 月是年内工业企业利润增速的最低点，二季度开始增速明显回升，至 10 月已经回升至 2017 年最高位的上方。行业上看，上游行业中表现较好的是黑色金属和有色金属采选行业，前者基本保持正增长，后者疫情期间负增长之后持续回升，三季度末期恢复至正增长区间。煤炭和石油等能化产品开采表现较弱。这一情况和疫情带来的停工导致对能源需求下降

有明显关联。中游行业方面，原材料行业中橡胶和塑料行业表现最佳，有色金属冶炼回落之后逐步恢复。化工行业表现类似，但节奏更弱。黑色金属冶炼行业持续负增长。加工组装行业普遍表现较好，通用设备、专用设备和电子制造业表现最佳，电气制造和交运设备也表现较好。下游行业中，食品和农副食品加工受 CPI 影响表现较佳。纺织和汽车制造在疫情期间回落明显，但随后逐步修复，医药制造业表现也类似。总体上看，年内行业利润呈现出明显的与疫情影响有关的特点：受影响大的行业恢复较慢。此外在黑色产业链方面，还有一直以来的利润向上游集中的表现，矿产采选利润明显强于冶炼。同时，加工组装行业利润变动从二季度开始修复，更接近 PMI 等数据体现出的二季度开始重回加库存周期的特点。我们认为，疫情影响下利润迅速完成一整个周期变动，四季度基本恢复至正常周期运行。随着产出提升、价格上行，企业利润仍有进一步改善空间，预计明年上半年利润继续恢复，但下半年开始利润受产出拖累影响增加。

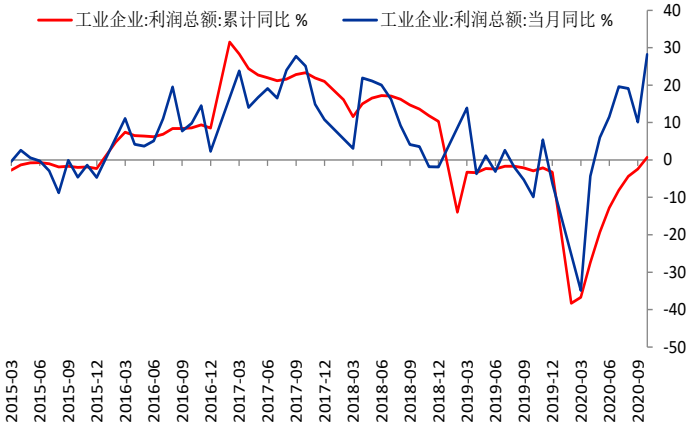


图 1-23　企业利润快速回落后回升
资料来源：Wind、方正中期研究院

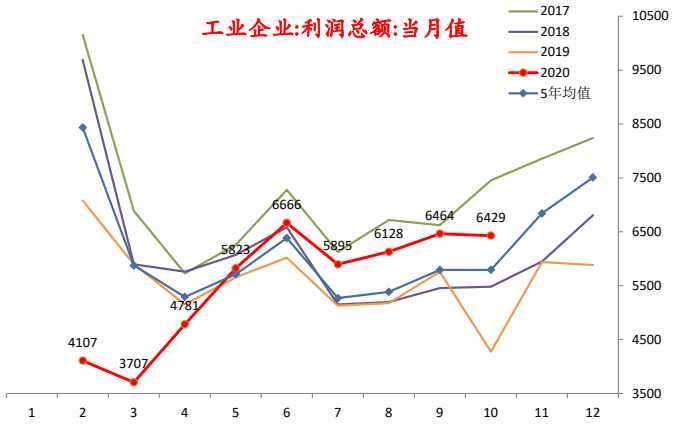


图 1-24　工业企业利润下半年基本恢复
资料来源：Wind、方正中期研究院

官方累计同比	下游行业					中游行业											上游行业						
						加工组装					原材料												
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采专业及辅助性活动	其他采矿业
2020/10	10.0	14.6	7.6	8.7	6.6	12.0	22.9	3.5	12.6	1.5	5.7	-12.9	5.0	0.9	23.8	2.8	-27.7	-68.5		9.3	-1.5	-140.1	14.3
2020/09	11.9	16.7	4.8	8.2	3.0	10.7	22.3	2.9	15.5	0.8	2.1	-18.7	2.1	-1.3	20.6	-17.7	-30.1	-70.2	44.5	5.9	-1.8	-130.1	57.1
2020/08	10.8	17.7	1.6	7.4	1.5	7.6	22.9	-1.3	26.1	-3.6	0.6	-23.1	-5.6	-3.8	19.5	-22.0	-30.0	-70.2	31.3	-1.7	-1.9	-122.4	66.7
2020/07	8.5	20.1	-3.0	5.0	-5.9	3.2	24.1	-4.0	28.7	-1.6	-3.6	-32.0	-12.7	-6.2	15.4	-27.6	-32.8	-72.1	24.3	-8.2	-3.8	-134.6	16.7
2020/06	4.0	14.8	-5.6	2.1	-20.7	-1.1	20.7	-6.4	27.2	-4.8	-9.5	-40.3	-29.4	-8.7	14.0	-32.2	-31.2	-72.6	24.2	-13.5	-5.6	-47.1	-50.0
2020/05	-2.5	19.0	-10.3	-0.5	-33.5	-6.5	16.6	-11.6	34.7	-6.5	-19.5	-57.2	-43.7	-12.0	3.6	-38.6	-31.2	-75.8	20.9	-15.3	2.0	-156.8	
2020/04	-13.0	20.0	-19.8	-7.4	-52.1	-17.6	-3.1	-22.9	15.0	-11.7	-27.0	-60.4	-40.3	-19.7	-11.9	-48.0	-27.0	-56.4	40.3	-31.8	-2.9		-50.0
2020/03	-27.4	11.2	-38.8	-15.7	-80.2	-39.9	-34.7	-47.0	-12.0	-33.2	-30.7	-55.7	-30.2	-34.0	-30.9	-56.5	-29.9	-20.1	-47.8	-33.9	-17.2		-100.0
2020/02	-33.5	2.2	-59.3	-10.9	-79.6	-62.3	-55.1	-68.2	-87.0	-75.3	-19.4	-34.4	28.3	-37.0	-52.9	-66.4	-45.6	23.7	-86.2	-33.4	-31.3		-100.0
2019/12	9.1	3.9	-10.9	5.9	-15.9	3.7	12.9	10.8	3.1	11.9	19.0	-37.6	1.2	7.5	12.0	-25.6	-2.4	1.8	396.5	-28.8	6.1		60.0
2019/11	11.1	8.3	-7.0	10.0	-13.9	4.4	13.6	13.3	4.1	8.7	20.6	-42.3	8.7	10.7	13.7	-23.3	-1.7	-0.4	170.7	-23.0	14.0	80.4	75.0
2019/10	8.7	5.1	-6.4	10.6	-14.7	2.8	12.0	15.0	6.0	13.1	16.2	-44.2	5.4	10.9	13.9	-25.3	-2.1	3.4	189.5	-23.0	19.8	154.9	75.0
2019/09	11.5	3.5	-4.3	10.0	-16.6	3.0	12.9	13.5	3.6	22.7	13.7	-41.8	8.1	11.8	12.9	-13.0	-3.2	7.9	178.0	-23.6	18.5	129.5	75.0
2019/08	12.5	2.5	-3.4	9.5	-19.0	4.3	13.3	15.8	-2.7	27.6	12.4	-31.3	9.7	11.1	11.7	-13.1	-4.3	7.3	180.8	-23.7	16.4	69.0	50.0
2019/07	14.6	0.9	0.1	9.3	-23.2	5.1	14.3	15.6	-6.3	26.5	12.2	-25.1	6.0	10.8	10.4	-11.6	-3.8	12.9	232.1	-25.3	20.7	27.8	16.7
2019/06	13.5	-2.0	-0.1	9.4	-24.9	5.5	16.6	13.0	-7.9	33.2	11.5	-21.8	3.1	11.9	9.8	-13.8	-7.1	17.8	327.3	-24.5	25.6	73.8	-28.6
2019/05	17.3	-3.7	3.2	10.9	-27.2	7.4	17.7	15.9	-13.0	42.9	13.7	-22.4	2.6	12.9	11.5	-13.6	-9.4	24.0	229.0	-26.3	16.0	221.1	-33.3
2019/04	17.7	-4.9	3.7	9.7	-25.9	7.3	17.9	14.5	-15.3	67.6	12.3	-28.1	-6.6	12.6	8.0	-16.0	-16.5	19.7	185.2	-19.5	15.9	476.2	-20.0
2019/03	18.9	-4.7	3.6	7.6	-25.0	18.4	32.8	21.2	-7.0	63.6	11.4	-44.5	-12.6	13.6	11.1	-17.8	-18.0	10.3	164.6	-14.9	18.4		-25.0
2019/02	11.2	-5.5	-11.3	4.2	-42.0	0.8	14.0	10.9	-21.6	83.7	4.2	-59.0	-34.5	3.1	-6.7	-27.2	-23.2	-5.7	130.4	-26.0	11.6		

图 1-25　主要行业利润同比增速

资料来源：Wind、方正中期研究院

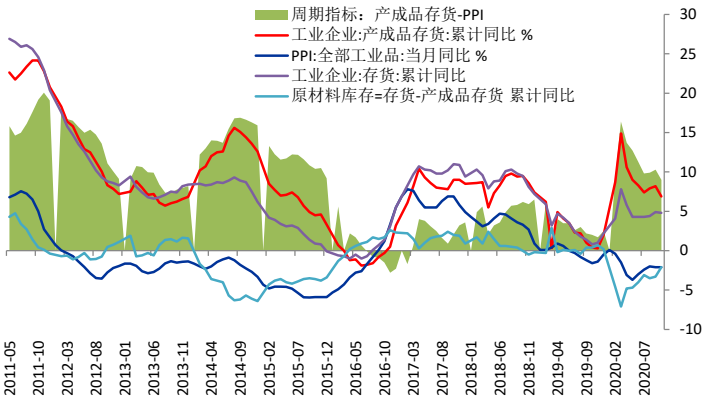


图 1-27 库存周期从主动加、被动加到主动去完成迅速切换

资料来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 猪周期进入下半场 PPI 强于 CPI 节奏不改

猪肉价格是影响今年 CPI 的最主要因素，猪周期处于下行阶段，拖累年内 CPI 从年初的高位持续下行。PPI 则受到疫情之后国际商品价格波动的影响。实体经济的总体通胀水平呈现先降后升走势，表现为 GDP 平减指数先下跌后修复。同时，CPI 和 PPI 的剪刀差从二季度开始下降，PPI 和产出改善同时也有利于企业利润修复。我们认为，明年上半年 CPI 可能出现小幅反弹，但全年总趋势将继续平稳回落，核心 CPI 则可能出现一定修复。相对猪周期来说，主要风险因素仍在与国际油价的稳定性。PPI 增速将在明年上半年继续冲高，直到年中前后，下半年增速维持高位附近。从货币流动性角度看，今

年疫情期间大幅宽松的货币政策，叠加低基数的影响，将对明年二季度总体通胀产生一定拉动，且更多表现在生产端。这也符合库存周期处于主动加库存，投资时钟位于繁荣期的判断。但通胀上行至失控的风险几乎不存在。

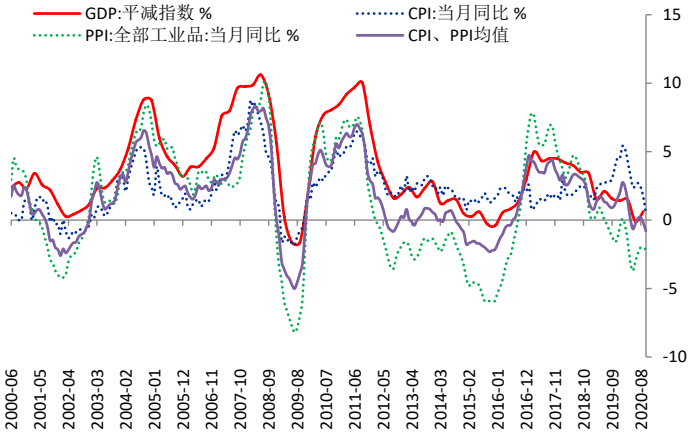


图 2-1 CPI、PPI 与 GDP 平减指数趋势均下降
资料来源：Wind、方正中期研究院

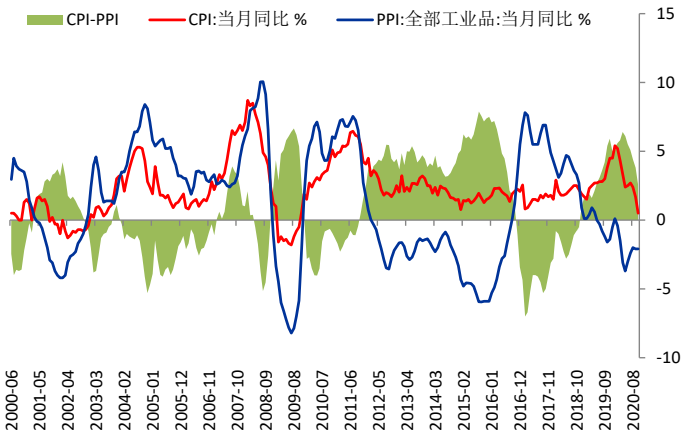


图 2-2 CPI、PPI 剪刀差二季度开始回落
资料来源：Wind、方正中期研究院

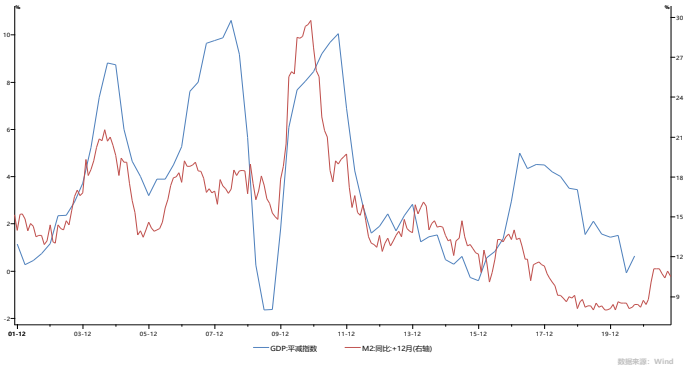


图 2-3 货币政策对通胀的拉动可能将在 2021 年体现
资料来源：Wind、方正中期研究院

一、猪周期影响巨大 CPI 高位回落

今年 CPI 呈现明显的下行趋势。年初 CPI 即运行至 5.4%的高位，随后呈现持续回落的态势。除了鲜果、鲜菜等分项在部分月份带来明显的季节性影响之外，主要还是受到猪周期的拖累。由于生猪库存在去年三季度见底之后持续上升，猪肉价格也出现见顶迹象，同比增速年内持续走低，成为拖累 CPI 食品分项以及总体 CPI 回落的最主要因素。而上游大宗商品价格尤其是能源价格回落，导致国内

汽油、柴油等能源价格明显走弱，也是拉低 CPI 的重要因素。年内发生的疫情对于 CPI 影响非常有限。但我们同时观察到，疫情之后核心 CPI 明显回落，主要是两个逻辑。一是疫情导致服务业受损严重，服务价格普遍回落，拖累核心 CPI。二是限制人员流动，旅游等服务业受损，导致房租价格显著走低，也是疫情期间拖累核心 CPI 的重要因素。

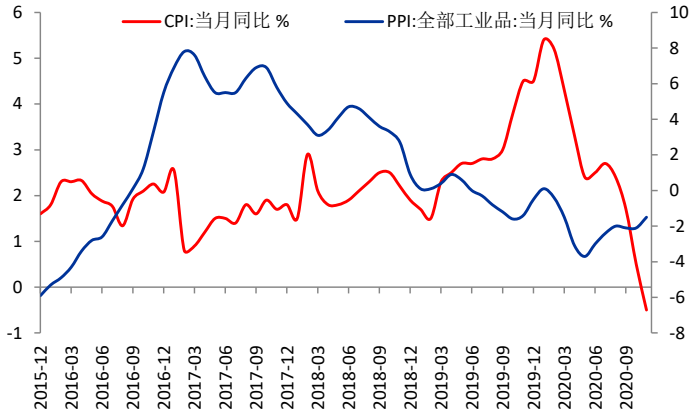


图 2-4　CPI 与核心 CPI 变动趋势
资料来源：Wind、方正中期研究院

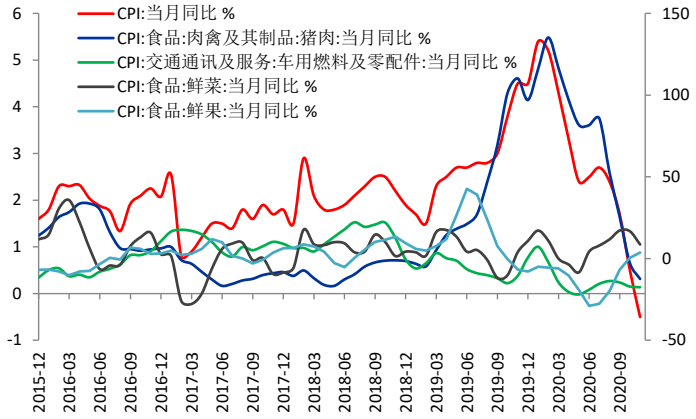


图 2-5　CPI 食品中高权重、高波动分项变动趋势
资料来源：Wind、方正中期研究院

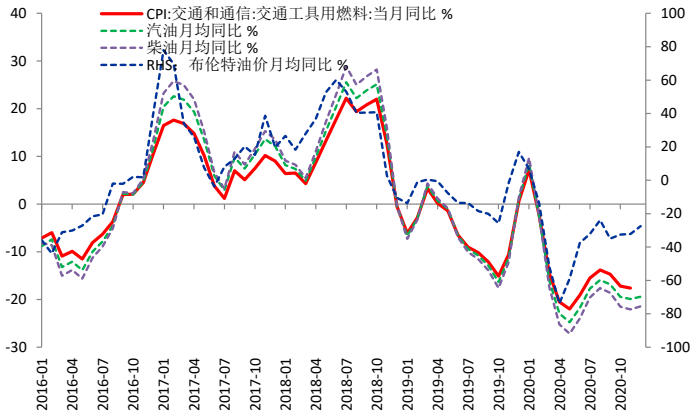


图 2-6　汽柴油价格下降令 CPI 中能源相关分项回落
资料来源：Wind、方正中期研究院

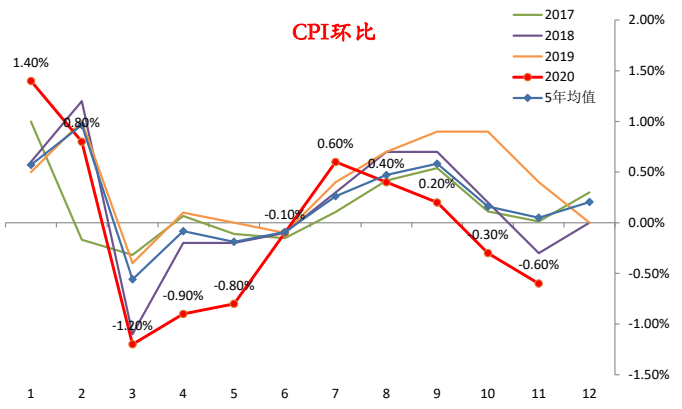


图 2-7　明年一季度末至二季度 CPI 基数偏低
资料来源：Wind、方正中期研究院

我们认为，2020 年四季度至 2021 年一季度，整体 CPI 将处于探底回升阶段。春节错位和较高的基数将令明年一季度 CPI 仍处于低位，极端情况不排除在 0 下方。随后 3 月和二季度基数明显回落，有利于 CPI 同比企稳回升。从猪周期角度看，历史上每轮猪周期中，猪肉价格增速的回落通常持续 2 年左右。本轮猪周期价格顶部在今年年初，因此预计明年整体猪肉价格仍处于下行通道之中，这将抑

制明显 CPI 的回升。房租承压滞涨的局面今年下半年已经开始改善，预计明年将会持续改善。另外，如果按照国际油价维持 50 美元附近位置的中性预期来看，明年能源价格对 CPI 的带动主要在上半年，且幅度也非常有限。我们预计，明年上半年 CPI 可能出现小幅反弹，年中开始重回平稳，而核心 CPI 可能出现一定修复。相对猪周期来说，主要风险因素仍在与国际油价的稳定性。

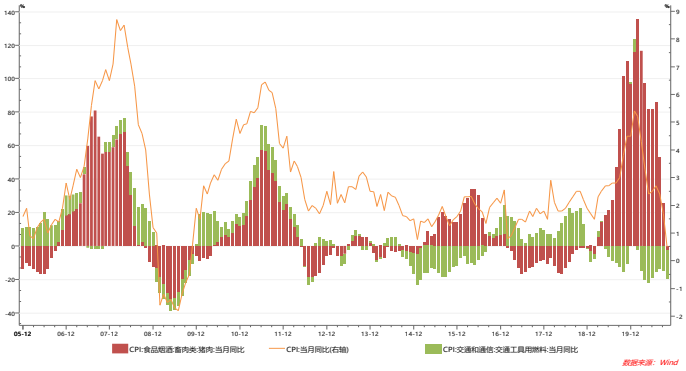


图 26　油价保持低位，猪肉价格拉动 CPI 回落
资料来源：Wind、方正中期研究院

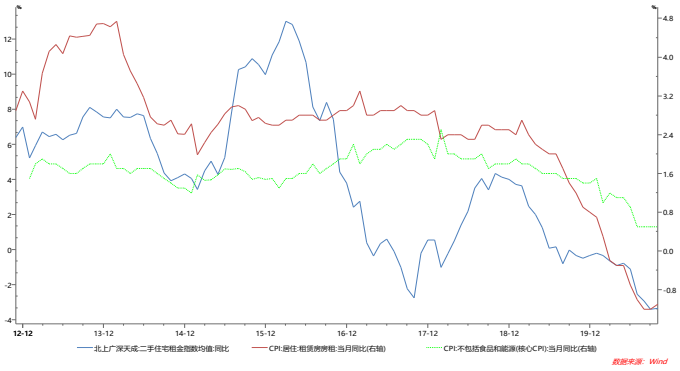


图 27　房租拖累核心 CPI 增速
资料来源：Wind、方正中期研究院

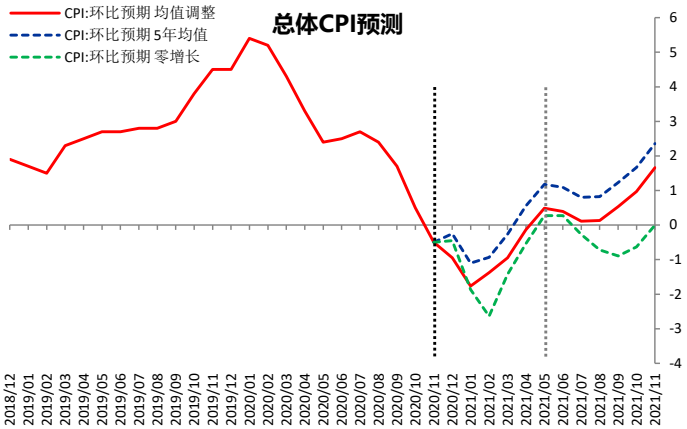


图 28　对明年 CPI 同比趋势的预期
资料来源：Wind、方正中期研究院

二、PPI 底部已确立 预计反弹走势将维持

PPI 年内呈现先下跌后反弹的走势。受到新冠肺炎疫情影响，5 月 PPI 同比为全年低点，环比表现也在 4 月明显弱于季节性且刷新历史最低。从逻辑上看，除了国内经济暂停的因素以外，海外经济受影响，大宗商品价格回落明显，尤其是油价大幅下探，甚至部分市场油价出现负数，都是影响 PPI 回

落的主要因素。在此之后，一方面是由于国内复工复产，大宗商品需求逐步恢复正常；另一方面是海外经济体尤其是部分商品出口国，二季度开始受到疫情影响，商品供给受限。在国内外疫情不同步导致的供需矛盾逐步加剧的情况下，二季度开始大宗商品价格飙升，年中开始 PPI 持续回升，至三季度虽然增速没有回到疫情前水平，但运行逻辑已经转回经济基本面。行业上看，上游黑色和有色金属行业、中游有色冶炼表现较好，能化等偏弱。PPI-PPIRM 剪刀差呈现先升后降态势。

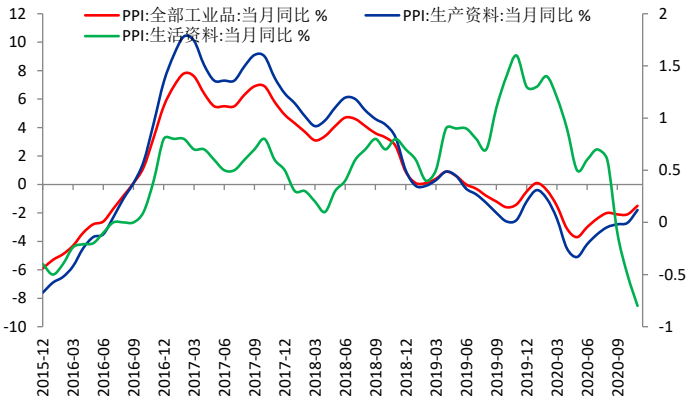


图 29　PPI 年内先下降后修复
资料来源：Wind、方正中期研究院

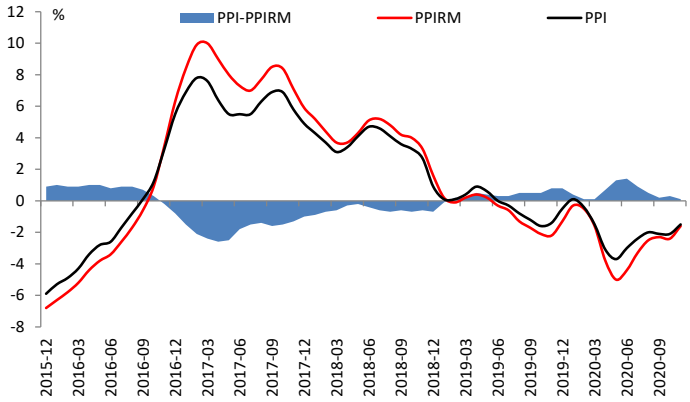


图 30　PPI 与 PPIRM 剪刀差先升后降
资料来源：Wind、方正中期研究院

官方PPI同比	下游行业					中游行业											上游行业				
						加工组装					原材料										
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业
2020-11	0.60	0.80	-4.70	0.50	-0.40	-0.70	-0.40	-2.00	-1.90	-0.10	-1.80	2.00	4.10	1.60	-1.90	-3.00	-2.90	-29.80	12.50	6.90	-2.50
2020-10	0.20	1.90	-5.40	0.50	-0.30	-0.70	-0.40	-2.30	-1.70	0.00	-1.90	0.30	2.90	1.00	-2.50	-6.00	-5.50	-30.40	10.70	5.60	-2.40
2020-09	0.30	3.90	-6.00	0.40	-0.30	-0.80	-0.20	-2.50	-1.90	0.30	-2.00	0.00	2.90	1.10	-2.50	-6.90	-7.50	-26.20	9.40	6.20	-2.30
2020-08	0.40	5.50	-5.80	0.50	-0.30	-0.60	-0.10	-2.40	-0.60	0.40	-2.20	-2.50	3.40	0.60	-2.40	-7.60	-8.00	-25.20	3.60	7.10	-2.50
2020-07	0.50	6.40	-6.00	0.50	-0.40	-0.40	0.00	-3.00	-0.80	0.40	-2.30	-4.60	0.70	0.80	-2.30	-7.50	-7.40	-27.80	-0.50	5.20	-2.50
2020-06	0.50	5.40	-5.60	0.60	-0.40	-0.30	0.00	-3.30	-1.00	0.60	-2.60	-5.10	-2.20	1.70	-2.10	-7.90	-9.30	-39.10	1.30	3.20	-2.00
2020-05	0.40	5.10	-5.40	0.60	-0.60	-0.10	0.10	-3.60	-0.90	0.90	-2.70	-8.00	-4.40	1.80	-2.30	-9.20	-8.80	-57.60	2.20	2.60	-2.00
2020-04	0.60	6.20	-4.50	0.90	-0.60	-0.10	0.40	-3.80	-1.00	0.90	-2.30	-7.30	-6.00	1.60	-2.10	-8.30	-5.40	-51.40	4.30	2.10	-1.50
2020-03	1.00	6.70	-3.20	1.00	-0.50	0.20	0.50	-2.70	-1.50	0.80	-1.60	-3.90	-3.50	2.00	-1.40	-5.30	-3.60	-21.70	6.60	2.10	0.00
2020-02	0.80	7.40	-3.00	0.90	-0.50	0.30	0.20	-2.30	-2.00	0.90	-1.10	-0.90	0.80	2.10	-1.00	-4.30	-4.00	-0.40	7.00	4.10	0.50
2020-01	1.10	7.20	-3.00	0.80	-0.70	0.40	0.30	-2.40	-2.50	0.40	-0.80	0.70	2.40	1.70	-1.20	-4.30	-4.10	17.50	8.90	3.70	0.20
2019-12	1.00	7.00	-2.90	0.90	-0.80	0.40	0.20	-2.40	-2.60	0.70	-0.70	-0.70	1.10	1.90	-1.30	-5.40	-3.60	5.80	8.80	2.80	0.10
2019-11	1.00	7.50	-3.00	0.80	-0.70	0.30	0.00	-2.50	-2.60	0.70	-0.80	-5.30	0.50	2.60	-1.50	-6.40	-2.80	-11.20	8.30	3.20	0.40
2019-10	1.20	5.90	-3.00	0.70	-0.70	0.60	0.30	-2.20	-2.00	0.30	-0.60	-6.10	0.20	3.70	-1.50	-6.20	-1.00	-17.90	12.50	4.80	1.00
2019-09	1.10	4.00	-2.40	1.10	-0.80	0.80	0.50	-2.00	-1.70	0.40	-1.00	-5.80	1.00	5.00	-1.10	-5.50	0.20	-13.40	15.70	5.70	1.30
2019-08	1.10	2.80	-1.60	1.30	-0.80	0.80	0.50	-2.20	-2.10	0.50	-1.10	-3.10	0.20	5.30	-1.00	-4.60	0.90	-9.10	21.70	3.70	1.70
2019-07	1.20	1.70	-0.40	1.90	-0.70	0.80	0.70	-2.00	-1.00	0.50	-0.90	-0.40	-0.30	5.90	-0.50	-4.00	1.20	-8.30	23.70	1.90	2.10
2019-06	1.60	1.80	0.10	2.10	-0.90	0.80	0.80	-2.20	0.20	0.30	-0.40	-0.50	-2.10	5.90	-0.40	-3.80	3.40	-1.80	18.50	0.80	2.50
2019-05	1.70	1.60	0.90	2.40	-0.70	0.90	0.60	-2.20	0.10	-0.10	-0.40	1.90	-1.00	5.80	-0.10	-2.50	3.80	6.70	14.20	0.40	3.10
2019-04	1.60	1.30	1.10	2.30	-0.50	1.00	0.50	-1.80	0.30	-0.10	-0.80	2.40	-0.40	5.30	0.10	-1.90	1.90	10.10	10.60	-1.60	3.70
2019-03	1.20	0.90	1.20	2.10	-0.60	0.90	0.40	-1.80	0.20	-0.10	-1.20	-1.50	-1.10	5.00	-0.20	-2.50	1.40	9.70	5.80	-2.40	3.60
2019-02	1.30	0.60	1.40	2.30	-0.70	1.00	0.50	-2.00	0.10	0.00	-1.30	-2.00	-2.50	5.20	0.00	-2.50	1.90	-0.60	5.50	-2.50	3.50
2019-01	1.50	0.60	1.60	2.50	-0.20	0.90	0.60	-1.80	0.40	0.20	-1.40	-2.90	-3.50	5.70	0.30	-2.00	3.20	-5.00	3.70	-2.50	3.70

图 31　主要行业 PPI 变动情况
资料来源：Wind、方正中期研究院

我们认为，国内经济复苏的步伐不变，主动加库存和投资时钟的繁荣期之下，PPI 将进一步修复，叠加低基数的情况，在原油等商品价格不受非经济因素影响的中性假设下，预计明年上半年 PPI

增速将会继续冲高直到年中前后，三季度小幅回落，随后四季度反弹。二季度转正后，下半年总体维持高位附近。生产者价格的持续改善，以及产出的回升，都有利于企业利润水平回升。此外，需要注意房地产投资等风险释放过程中，黑色产业链受到的拖累，PPI 内部分化或将加剧。

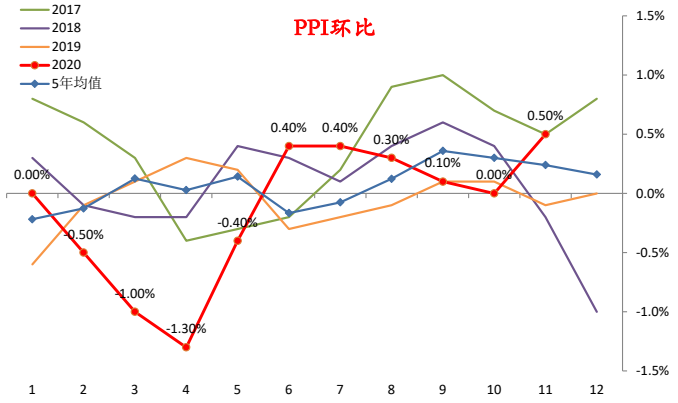


图 32　上半年低基数将推升 PPI 同比
资料来源：Wind、方正中期研究院

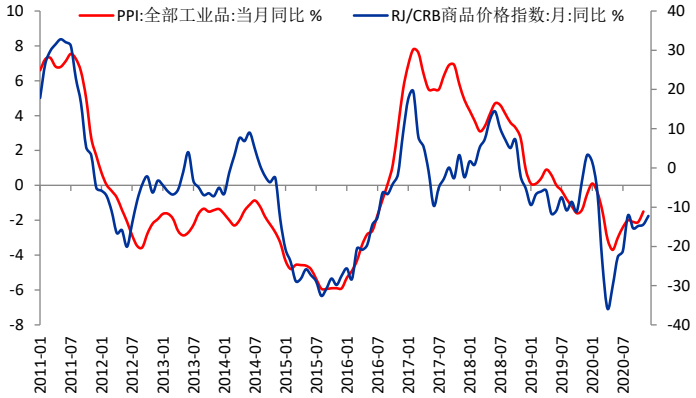


图 33　PPI 与大宗商品价格走势
资料来源：Wind、方正中期研究院

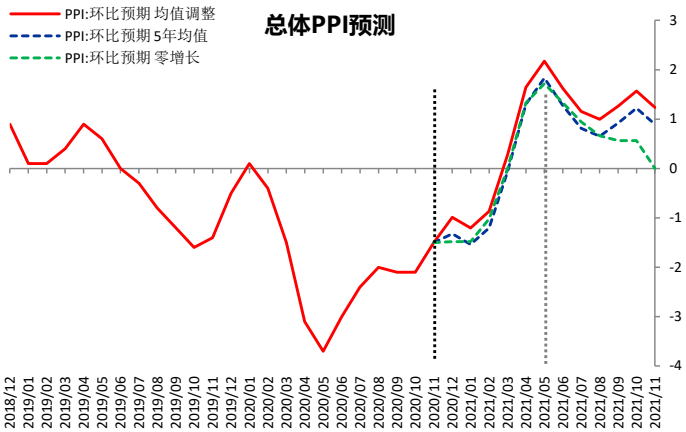


图 34　对明年 PPI 同比趋势的预期
资料来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 货币政策转向 关注信用收缩节奏

政策方面，货币政策年内经历了从一季度极度宽松到三季度后边际收紧的转变。政策目标从托底经济、配合政府融资，正转向控制金融系统风险。实体经济在疫情期间确实获得了大量的、低成本的流动性，这也是货币政策显效，帮助企业部门渡过难关的具体表现。居民部门购房需求则是信用扩张

的另一个支点。我们认为，在经济超预期回落的可能性较小的情况下，央行已无必要继续宽松，除非外生风险带来新一轮经济承压下行，否则明年调降 MLF 利率甚至基准利率的可能性基本为 0。信用扩张在今年年底到明年年初达到顶点后，步伐将会放慢甚至逐步出现收缩。广义社融增速预计最晚在明年二季度达到顶部，下半年开始需要警惕实体经济面临的流动性风险。央行针对实体经济刺激政策的转向，也更可能出现在下半年。宽松的财政政策暂时也没有进一步扩张的必要，明年可继续关注两会上扩张财政赤字的幅度。预计明年居民杠杆率上行速度将放慢，企业重回去小幅杠杆中。

一、疫情期间宽松不再 信用收缩隐忧初现

货币政策在年内经历了明显的转变。从去年年底开始，央行持续保持偏宽松的货币政策，新年第一天即宣布全面降准，1 月逆回购操作中，就已经降低 7 天和 14 天操作利率 5bp。之后由于突如其来的新冠疫情对经济产生明显扰动，货币政策持续加速宽松的步伐，尤其是在疫情严重的阶段。2 月 17 日央行调降 MLF 利率 10bp 至 3.15%，之后公布的 2 月 LPR 利率也相应调降，1 年期和 5 年期分别下降 10bp 和 5bp。3 月底降低 7 天逆回购利率 20BP。4 月 3 日央行宣布对中小银行定向降准 1%，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次执行，等同于释放资金 4000 亿元。4 月 15 日央行投放 1000 亿元 MLF 的同时，再度降低利率 20BP，随后在 4 月 20 日，1 年期和 5 年期 LPR 分别下降 20BP 和 10BP。央行还在 4 月 24 日减额续作 TMLF。之后在 6 月 17 日，央行调降了 14 天逆回购利率 20BP。并在 7 月 1 日降低再贷款、再贴现利率。此外，央行还通过向中小银行提供定向流动性等手段，间接帮助实体经济获得流动性，如提供 4000 亿元的类似再贷款的“直达实体经济的新兴货币政策工具”等。但从下半年开始，货币政策的步伐逐步减慢，主要是通过逆回购和 MLF 等方式投放流动性，配合政府债券发行的节奏，此前宽松的货币政策逐步转向中性。随后从四季度开始，央行政策进一步收紧。同时开始出现信用收缩等情况，尤其是央行关注流动性流向，对房地产等行业政策四季度开始明显收紧。我们认为，疫情期间宽松的货币政策，确实已经令实体经济获得了低成本的流动性，对托底经济是卓有成效的，

宽松的货币政策已经对经济企稳复苏起到明显支持作用。并且从目前情况看，央行已经没有必要一进步宽松，除非外生风险带来新一轮经济承压下行，否则明年调降 MLF 利率甚至基准利率的可能性基本为 0。但是央行、银保监会等监管层仍关注金融风险，四季度开始信用风险逐步暴露的情况明年仍可能持续，因此预计明年流动性投放不会减少。货币政策目标从保实体经济转向控金融系统风险。下半年如信用收紧过度或经济开始承压，可关注央行紧缩的步伐是否放慢。

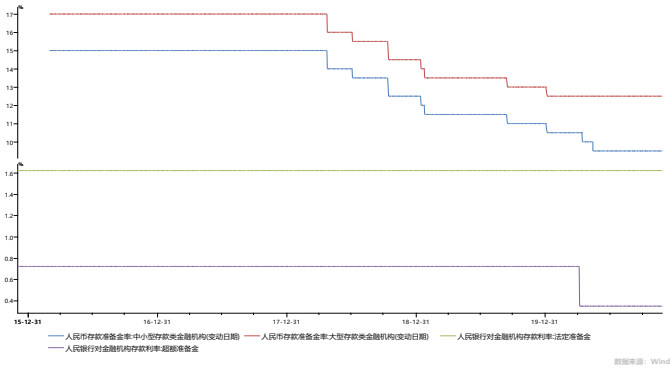


图 3-1 全面降准一次、定向降准两次、降 IOER 一次
资料来源：Wind、方正中期研究院

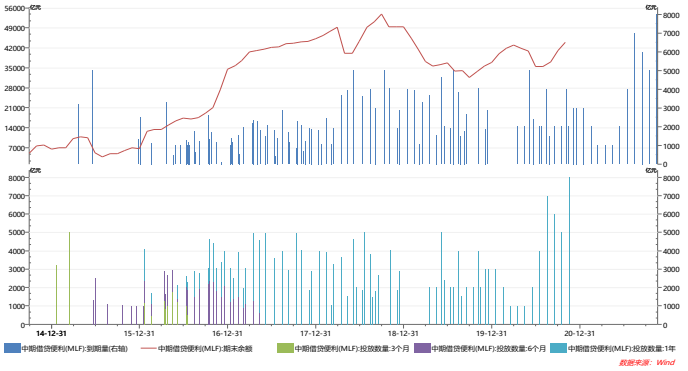


图 3-2 流动性投放配合政府债务发行为主
资料来源：Wind、方正中期研究院

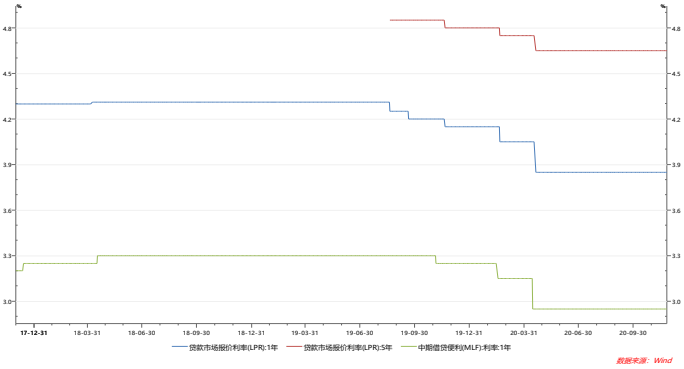


图 3-3 年内两次降息（MLF 和 LPR）
资料来源：Wind、方正中期研究院

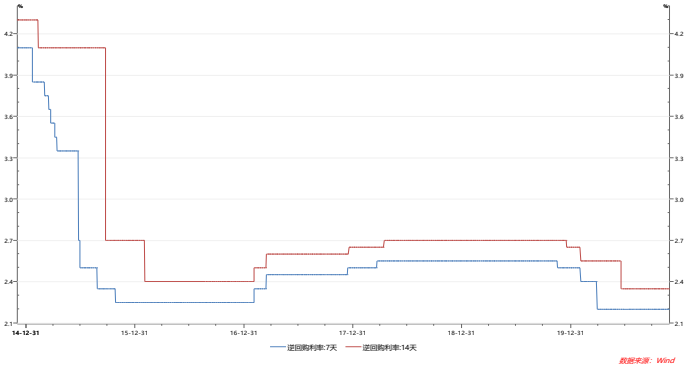


图 3-4 两度调降短端政策利率
资料来源：Wind、方正中期研究院

实体经济融资情况年内波动较大。从金融系统角度看，年内对实体经济有明显扩表，节奏上主要是二季度增量明显。分项上看，对政府债权增速小幅上升，对居民和企业债权增速明显加快。从实体经济角度看，一季度和二季度受到疫情影响，企业收入受显著打击，不得不依赖金融体系“输血”来

维持生存。3 月至 6 月期间，表内新增贷款显著超过季节性和 5 年均值水平。但疫情影响结束之后，企业中长期贷款并未明显回落，显示出企业部门对长期经济的信心或乐观程度上升，这一点与制造业投资的企稳回升表现一致。居民部门在购房热情不减的状况下，至三季度居民中长期贷款均表现强势。在上述因素影响下，社融上半年持续维持高位。下半年开始，政府融资重回高位，进一步推升社融，令社融在 8 月和 9 月均在 3.5 万亿天量附近，远超季节性和 5 年均值水平。除流动性以外，实体经济获得资金的成本也明显下降，一季度开始人民币贷款加权平均利率就出现明显下降。但上述情况持续到四季度开始出现明显不同。一方面由于央行政策从下半年开始逐步转向紧货币，信用扩张的原动力下降。另一方面定向的行政措施，如对房地产行业和居民购房贷款增量限制，令信用扩张的速度下行。10 月金融数据已经显示出明显的颓势。我们认为，信用扩张在今年年底到明年年初达到顶点后，步伐将会放慢甚至逐步出现收缩。这其中还包含两个外生因素，一是居民部门中长期贷款在购房需求受抑制后收缩，二是企业部门违约等导致的信用收缩。广义社融增速预计最晚在明年二季度达到顶部，下半年开始需要警惕实体经济面临的流动性风险，并关注央行对经济的呵护程度。

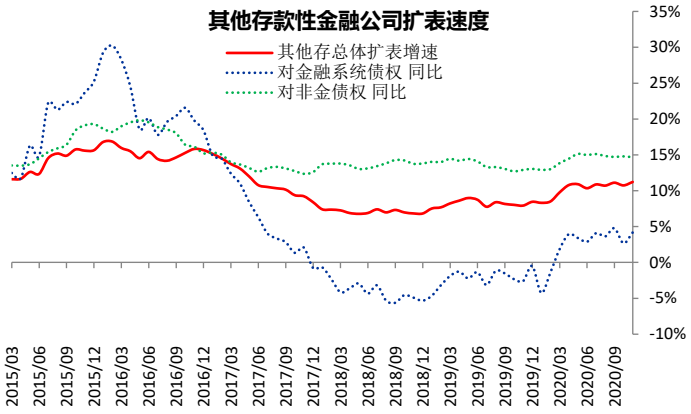


图 3-5 金融系统加速扩表

资料来源：Wind、方正中期研究院

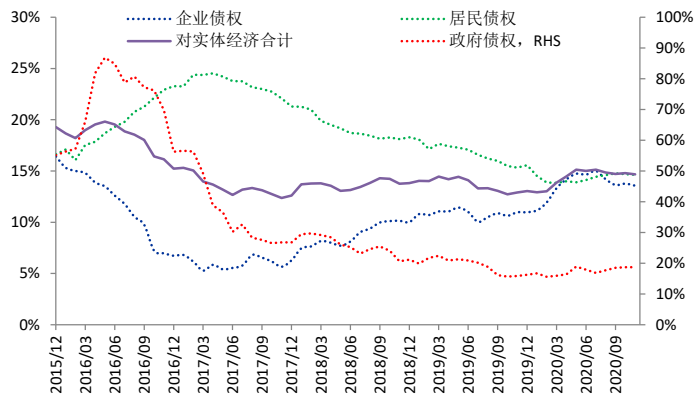


图 3-6 对实体经济扩表明显（RHS：政府债权）

资料来源：Wind、方正中期研究院

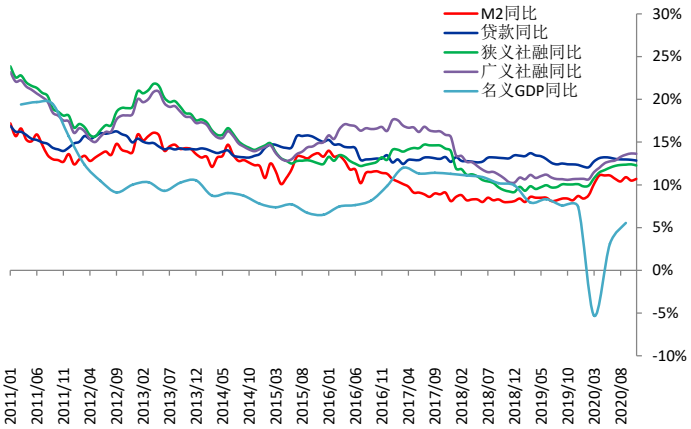


图 3-7 M2、贷款和社融均明显加速

资料来源：Wind、方正中期研究院

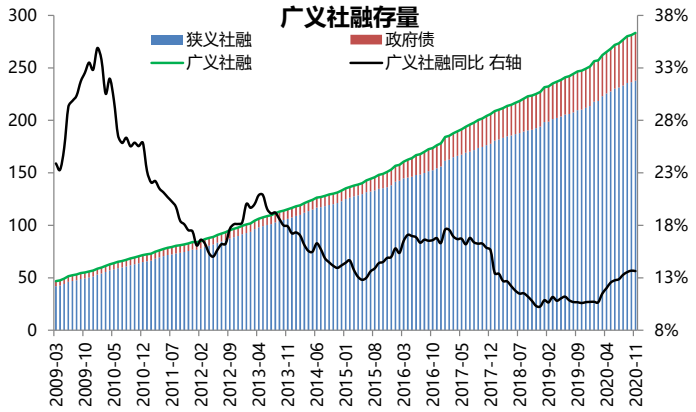


图 3-8 广义社融增速斜率逐步放缓

资料来源：Wind、方正中期研究院



图 3-9 实体经济融资利率显著下降后持稳

资料来源：Wind、方正中期研究院

二、财政政策的宽松将持续至 2021 年

疫情令今年的财政状况受到明显冲击。截至今年 10 月，公共财政收入和支出累计下降 5.5%和 0.6%。其中中央财政收入和支出累计下降 8.7%和 1.8%，地方财政收入和支出累计下降 2.4%和 0.4%；财政赤字达到 3.64 万亿元。但财政宽松、托底经济是非常必要的，财政政策明显宽松的信号从两会开始逐步释放。《政府工作报告》指出，今年财政赤字从去年 2.76 万亿元增加 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率从去年的 2.8%提升至 3.6%，另外发行 1 万亿元特别国债。另外，地方政府专项债从去年的 2.15 万亿元提升 1.6 万亿元至 3.75 万亿元。中央对地方的特别转移支付将发挥重大作用。综合来

看，广义赤字水平将上升多达 3.6 万亿元。但是在疫情影响之下，财政政策更多偏向稳定医疗和民生环节，对基建等方面的支持弱于预期。

直接面向基建的方面，增加铁路建设投资资本金 1000 亿元，中央预算内投资从去年 5776 亿元小幅增加至 6000 亿元，“两新一重”目标也首次提到。新基建成为总基建投资的重要方面，旧基建则仍是拉动投资的主力。虽然特别国债中的主要部分将面向基建投资，但实际年内基建投资水平并没有显著提高。我们认为，明年整体财政政策仍有一定空间，但是对经济的刺激可能将减弱。此外，今年《政府工作报告》也是有史以来首次未设置 GDP 增速目标，从一定程度上为政府松绑，腾挪出更多精力关注就业等民生问题。而“六稳”、“六保”这 12 项基本底线仍是政策制定的依据。从根本上说，经济受到冲击已经结束，内生增长因素开始起效，未来政府将会以更加精准定向的扶持措施，来支持需要帮助的企业和地方政府。

		2017年		2018年		2019年		2020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
主要预期目标	国内生产总值	6.5%	6.9%	6.5%	6.6%	6.0%-6.5%	6.1%	六稳、六保
	CPI涨幅	3%左右	1.6%	3%左右	2.1%	3%左右	2.9%	3.5%左右
	城镇新增就业	1100万人以上	1351万人	1100万人以上	1361万人	1100万人以上	1352万人	900万以上
	农村贫困人口	-	-	-	-	减少1000万以上	减少1109万	全部脱贫
	城镇调查失业率	-	-	5.5%以内	4.8%-5.1%	5.5%左右	5.3%以下	6%左右
	城镇登记失业率	4.5%以内	3.90%	4.5%以内	3.80%	4.5%以内	3.62%	5.50%
	单位国内生产总值能耗	下降3.4%以上	下降3.7%	下降3%以上	下降3.1%	下降3%以上	下降2.6%	单位国内生产总值能耗继续下降
	宏观杠杆率	-	-	基本稳定	-	基本稳定	-	-
	财政赤字率	3%	3%以内	2.60%	2.60%	2.80%	2.80%	3.60%
	财政赤字	2.38万亿元	2.38万亿元	2.38万亿元	2.38万亿元	2.76万亿元	2.76万亿元	3.76万亿元
	对地方一般性转移支付规模	9.50%	10.10%	10.90%	10.90%	10.90%	10.90%	-
	广义货币M2同比	12%左右	8.20%	合理增长	8.10%	与名义GDP增速相匹配	8.70%	增速要明显高于去年
	社融余额同比		12%		9.78%		10.69%	
财政政策	地方专项债券	8000亿元	8000亿元	1.35万亿元	1.35万亿元	2.15万亿元	2.15万亿元	3.75万亿
	减税	3500亿元左右	超过3800亿元	8000多亿元	合计1.3万亿元	合计2万亿元	合计2.36万亿元	新增减税降费约5000亿元
	降费	约2000亿元	预计6434亿元	3000多亿元				
地产	棚户区住房改造	完成600万套	609万套	完成580万套	626万套	-	-	新开工改造城镇老旧小区3.9万个
	进城落户	1300万人以上	1330万人	1300万人	1390万人	-		-
基建	铁路建设投资	8000亿元	8010.4亿元	7320亿元	8028亿元	8000亿元	8029亿元	增加资本金1000亿
	公路水运投资	1.8万亿元	22707亿元	1.8万亿元	22973.7亿元	1.8万亿元	23451亿元	-
	水利在建投资	-	-	1万亿	10141亿元	-		-
	新建改建农村公路	20万公里	28.5万公里	20万公里	31.8万公里	20万公里	29万公里	-
	中央预算内投资	安排5076亿元	5076亿元	安排5376亿元	5376亿元	安排5776亿元	5776亿元	6000亿元

图 3-10 《政府工作报告》调降主要经济目标，不再设置 GDP 目标

资料来源：Wind、方正中期研究院

关键词		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
增长	稳增长	6	8	4	4	3	8	1
	内需	5	2	3	5	0	1	3
	投资	25	28	24	20	27	20	12
	消费	17	22	18	19	18	17	15
	外贸	1	3	5	4	2	4	3
就业	就业	9	23	25	31	22	30	39
	失业	3	4	2	2	4	6	9
三大攻坚战	防风险	0	0	1	3	2	4	0
	污染、生态	22	22	23	30	29	30	10
	脱贫、扶贫	7	4	14	15	21	19	22
改革开放	改革	77	86	79	85	102	109	28
	开放	18	21	20	15	25	25	10
发展质量	高质量	2	1	1	2	6	8	3
	新动能	0	1	5	5	5	3	2
	创新	27	38	64	41	59	46	9

图 3-11 《政府工作报告》对就业的关注度明显提升

资料来源：Wind、方正中期研究院

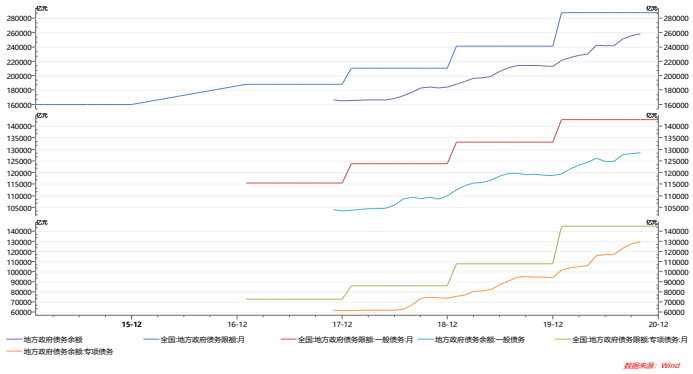


图 3-12 地方债务距离上限仍有较大空间

资料来源：Wind、方正中期研究院

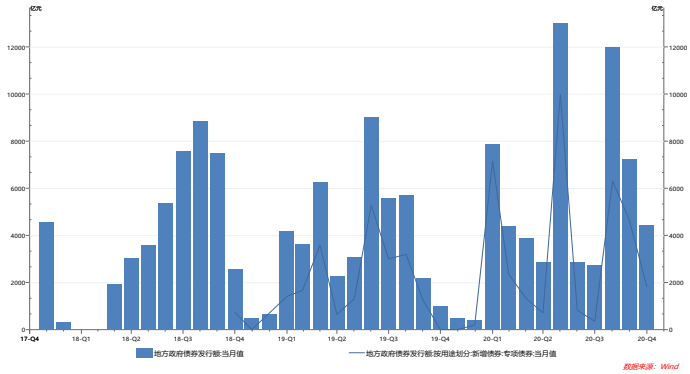


图 3-13 地方政府债务增量情况

资料来源：Wind、方正中期研究院

三、企业杠杆先升后稳 居民杠杆持续上升

从长周期看，居民和企业部门债务存量相对偏高。由于受到疫情的显著影响，年内企业部门收入受到重大打击，尤其是一、二季度疫情最明显时刻。为维持生存企业部门大量借贷流动性，导致杠杆率显著上升，一季度企业部门杠杆率升幅达到 10.16%。截止到第三季度，我们通过测算得到，企业、居民、金融部门杠杆率分别上升至 166.75%、60.69%、68.42%，较去年四季度分别上升 13.89%、5.58%、2.62%至 152.99%、55.14%、67.18%。其中居民杠杆率仍呈现明显的上行趋势，和疫情之后房屋销售火爆的情况相互印证。央行则多次表态，认同企业加杠杆的行为，并且认为中长期企业去杠杆的方向保持不变。我们认为，今年宏观杠杆率尤其是企业部门杠杆率的回升只是短期现象，2021 年总

体杠杆率仍将持稳。明年企业将重新回到去杠杆的道路上，手段则可能更多以减记债务等暴力方式去杠杆，如今年四季度信用债市场情况。居民杠杆或仍将上升，但在央行限制新增放贷等影响下，增幅将会减小。此外，金融机构在央行偏紧的政策下，二、三季度其杠杆率已经开始出现小幅回落，预计明年将会继续下行。

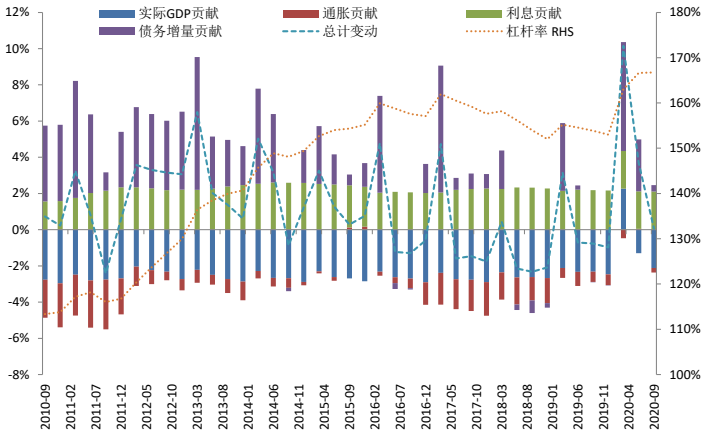


图 3-14 企业部门总杠杆率水平显著上升
资料来源：Wind、方正中期研究院

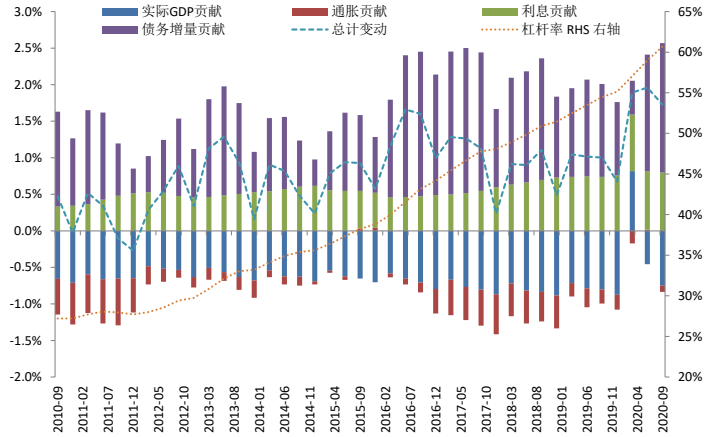


图 3-15 居民部门杠杆率加速上升
资料来源：Wind、方正中期研究院

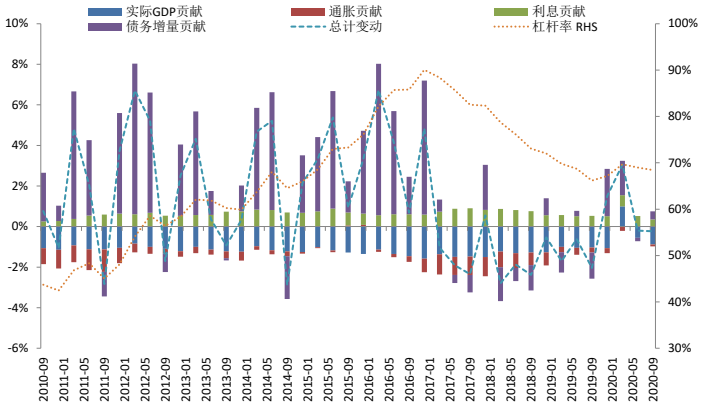


图 3-16 金融部门杠杆率去年四季度开始触底回升
资料来源：Wind、方正中期研究院

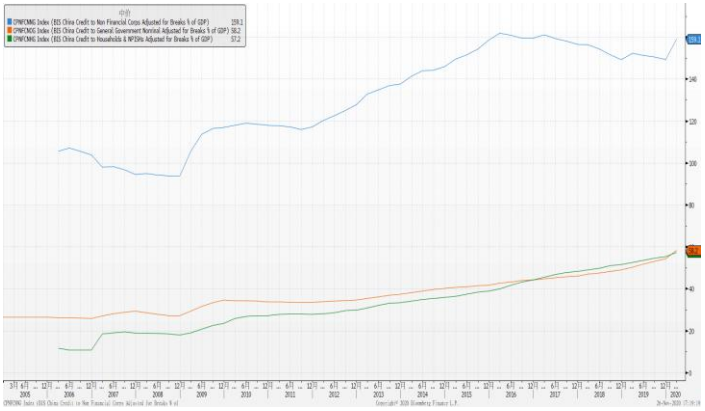


图 3-17 BIS 的中国各部门杠杆率（截至 2020 年 3 月）
资料来源：Bloomberg、方正中期研究院

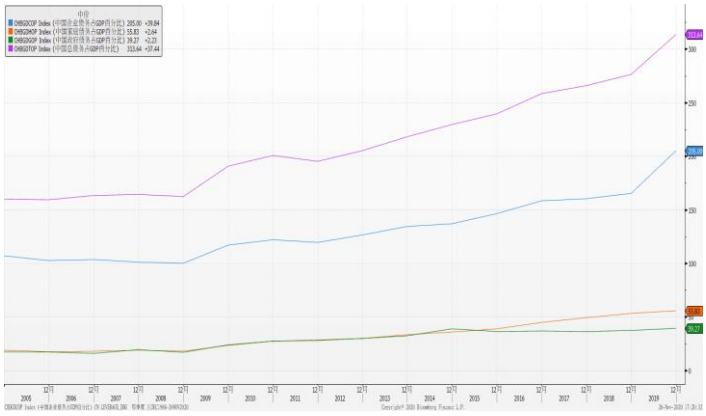


图 3-18 彭博的中国各部门杠杆率（截至 2019 年 12 月）
资料来源：Bloomberg、方正中期研究院

第四部分 汇率波动加大 外部挑战不断

今年人民币汇率走势的两个阶段，分别受到疫情和基本面的显著影响。经济差预期、政策转向差、商品贸易差、服务贸易差是导致下半年汇率超预期走强的主要因素。预计 2021 年上半年人民币汇率将继续升值，但步伐可能调整，年中前后将迎来拐点。长期来看，人民币汇率指数仍将继续位于宽幅震荡之中。除一直以来的地缘政治风险外，新冠疫情是今年突发的外生风险，预计明年该因素影响显著下降，主要风险因素重回地缘政治方面。

一、人民币大幅波动 关注汇率拐点

今年人民币汇率呈现触底回升走势，总体可以分为两个阶段。第一阶段是美元兑人民币从年初的 6.96 附近持续走弱至 5 月，最低跌至 7.20 附近。随后开始的第二阶段是明显反弹走势，至 12 月初已经升值到 6.58 左右。同时，主要人民币汇率指数也呈现类似走势，从年初开始走弱，直到 6 月开始重新走升。年初的走弱前期主要是国内疫情影响，导致市场信心受到打击。之后部分时间也有美元流动性匮乏等因素。年中开始汇率明显反弹，主要受到五方面影响。一是国内经济企稳回升、海外经济受到疫情打击，经济基本面差异显现。二是国内货币政策相对海外更早转向，因此中外尤其是中美利差回升拉动汇率。三是出口相较于进口持续偏强，贸易顺差明显走高，对汇率形成支撑。四是受海外疫

情影响，出国旅游、求学等服务进口项外汇需求明显下降。五是美元指数年中开始明显回落，对人民币汇率形成一定支撑。我们认为，上述影响人民币汇率的主要因素目前依然存在，在国内和海外主要经济体经济基本面，以及主要央行货币政策转向前，人民币汇率升值的态势仍将维持，2020 年年中前后可能是拐点。后期汇率升值方向不变，但节奏可能受到影响。尤其是美国新政府上任后，其政策将对美元指数形成明显影响。美元指数的反弹可能将在部分时间段对人民币汇率形成压力，令汇率上行节奏放缓。另外，随着人民币加速升值，资本项下的流出从三季度开始缓和。长期来看，近年来人民币汇率指数持续位于宽幅震荡之中，预计未来该趋势也将延续，但区间重心可能将不再下移，整体趋势更加稳定，且汇率变动对净出口的长期影响有限。

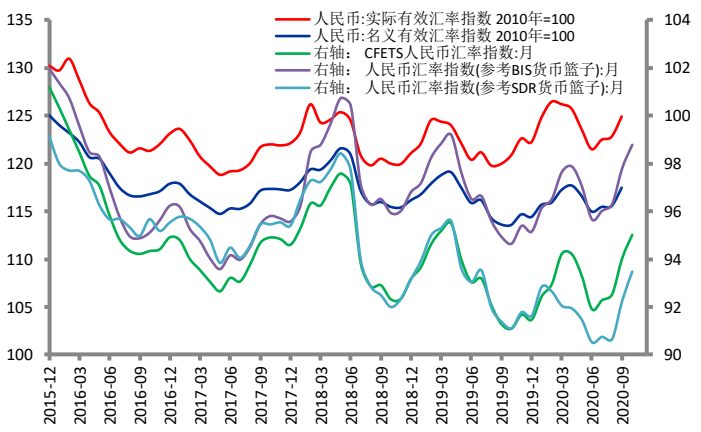


图 4-1 长期看汇率指数呈现宽幅波动趋势

资料来源：Wind、方正中期研究院

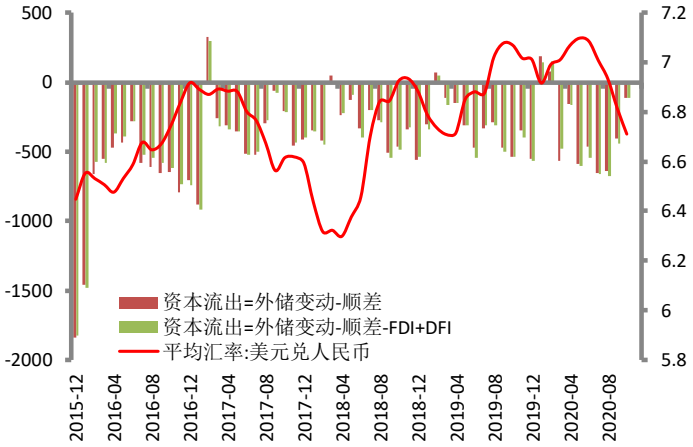


图 4-2 三季度开始资本项下流出缓和

资料来源：Wind、方正中期研究院



图 4-3 8 月开始中美经济预期差支持人民币

资料来源：Wind、方正中期研究院

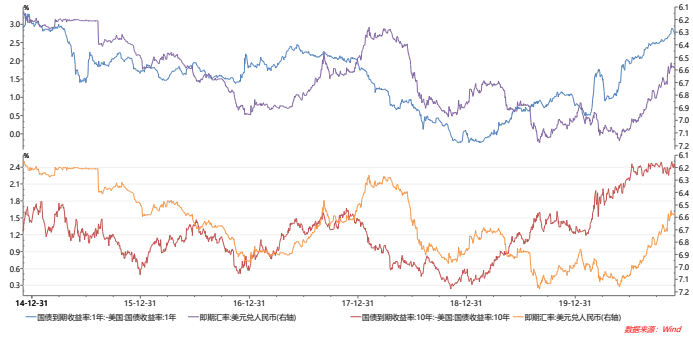


图 4-4 中美利差走升拉动汇率走强

资料来源：Wind、方正中期研究院

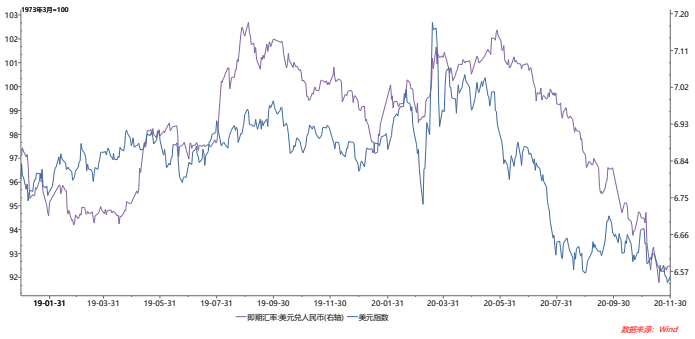


图 4-5　美元指数走弱反推人民币升值

资料来源：Wind、方正中期研究院

二、风险迅速切换 经济仍面临多重挑战

2020 年初以来影响国内经济的最主要风险是外新冠疫情。从疫情对经济的冲击上看，由于受到严格防疫措施的影响，大部分行业在疫情最严重阶段均停工停产，这使得 2 月国内经济受到的拖累最为严重。3 月开始随着复工复产的推进，经济开始逐步改善。随后虽然有部分地区零星爆出现疫情，但不再对全国经济产生系统性影响。二季度整体位于缓慢修复的道路之上，三季度开始则加速修复。随着四季度库存周期转向主动加库存，投资时钟转向繁荣期，国内经济受到疫情的冲击已经基本结束。虽然不排除后期国内部分地区再度出现零星疫情，但我们认为在政府有效的防疫措施和疫情控制经验之下，后期疫情不会出现大范围爆发。即使部分地区零星出现疫情，大范围或全国性的停工停产难以出现，国内经济不会再受到防疫措施扰动。

国内疫情风险虽然结束，但海外风险仍需注意。海外疫情从四季度开始有重新扩散的趋势，尤其是美国政府目前仍无采取全国性的严格防疫措施，疫情持续扩散将会拖累海外经济，对国内产生负面影响。但如我们上文所说，部分与欧美竞争性比较强的行业反而会受益，而互补性较强的行业则可能受损。总体上看国内尤其是贸易方面仍继续受益，然该收益反而会因为海外疫情消退走向终结。后期影响疫情的两大因素——疫苗和防控措施，仍将继续左右海外经济复苏的步伐。

此外，在地缘政治方面。之前中国经济面临的主要风险——中美贸易争端在 2020 年初暂时落下帷幕，1 月 15 日中美正式签署第一阶段经贸协议，双方的对抗程度明显下降。但随后在新冠疫情扩散时期，美国政府反而加强对中国指责，不断向中国“泼脏水”。中美双边关系并没有因为贸易协议签署而有所缓和。随后美国向台湾地区出售武器，向亚太地区增派军队，都使亚太地区地缘政治状况恶化。同时，美国及其盟友在中东地区暗杀伊朗官员和科学家挑衅伊朗，增加了中东地区的不稳定性。未来中东地区形势如果恶化，可能通过油价等途径影响中国经济。其他地缘政治变动如亚美尼亚和阿塞拜疆之间冲突，对中国经济几乎没有影响。随着美国政府换届，预计拜登政府的举措不像特朗普政府激进，但中美关系难以彻底扭转，美国仍经济需通过“暗地使坏”等更隐蔽方式限制中国发展，尤其是美国对中国科技产品限制措施仍需关注。

第五部分 2021 年宏观经济对主要期货品种影响的展望

受到疫情影响，2020 年主要大宗商品价格均出现明显的 V 型走势，尤其是工业品。受到全球大部分国家严格施行停工停产防疫政策的影响，黑色金属、有色金属和能化产品一季度跌幅尤其较大，其中 3 月行情还伴随有美元流动性缺失的问题。贵金属尤其是黄金表现则相反，除 3 月中旬前后受流动性影响而明显回落外，其他时间持续上涨，这一上行过程还伴随美联储、欧央行等，全球主要国家货币当局大幅宽松政策的推动。二季度开始，中国经济率先结束停工，但海外国家尤其是大部分大宗商品出口国家刚开始受到疫情影响，防疫政策仍未解除，国内需求复苏叠加海外供给严重不足，推动二季度商品价格尤其是金属价格极速反弹。三季度开始全球商品供需逐步恢复正常，价格上涨的步伐放慢。但四季度疫情再度恶化，尤其是南半球进入冬季，市场对商品出口国的担忧上升，叠加中国经济上升步伐加快，导致工业金属价格出现新一轮加速上涨。而农产品方面受到疫情影响不大，年内蝗灾等逻辑引发市场担忧之后被证伪，主要焦点依然位于猪周期方面。年内随着生猪存栏的恢复，饲料类农产品需求依然较大，因此上行趋势持续。我们基于对当前库存周期位于主动补库存阶段，投资时

钟周期位于繁荣阶段，并且上述情况可能持续到明年二季度的判断，明年工业品价格仍有上行空间，节奏上看预计涨势能够维持到年中。下半年随着周期转向被动加库存和减速阶段，经济承压风险上升，工业金属价格冲高回落的风险也会加大。农产品重点关注猪周期，猪肉价格-生猪存栏-饲料消耗-农产品价格的宏观逻辑上看，猪肉价格触底回升之前农产品价格大概率维持上行。

2020年国内期货品种涨跌幅统计（20201201）			
名称	3月23日月至11月30日涨跌幅	2020春节后1-11月涨跌幅	2020年1-11月涨跌幅
连豆指数	31.05%	38.89%	46.63%
玉米指数	32.97%	38.58%	39.59%
铁矿指数	47.75%	37.04%	36.52%
淀粉指数	32.06%	32.70%	31.94%
焦炭指数	40.38%	33.01%	29.26%
菜油指数	40.89%	25.12%	22.73%
玻璃指数	39.86%	22.91%	22.48%
焦煤指数	15.94%	17.13%	21.64%
IF指数	41.95%	24.09%	20.37%
沪锌指数	46.88%	18.43%	19.75%
IC指数	27.24%	17.20%	18.75%
沪胶指数	58.74%	25.76%	17.61%
沪铜指数	54.69%	20.03%	17.21%
动煤指数	24.92%	18.13%	16.36%
沪铝指数	43.79%	16.47%	16.17%
豆粕指数	10.38%	20.55%	15.42%
热卷指数	28.83%	17.22%	13.97%
PP指数	35.15%	17.77%	13.87%
IH指数	37.83%	18.37%	12.59%
PVC指数	26.66%	13.60%	12.17%
菜粕指数	5.99%	15.72%	11.39%
豆油指数	36.95%	16.74%	10.53%
沪锡指数	39.61%	8.84%	10.14%
沪镍指数	32.65%	15.44%	8.95%
强麦指数	0.98%	0.54%	8.19%
塑料指数	25.09%	10.19%	7.93%
沪金指数	9.68%	6.36%	7.69%
螺纹指数	15.44%	10.31%	7.36%
沪银指数	50.06%	9.81%	6.23%
纸浆指数	8.27%	5.90%	5.38%
硅铁指数	13.95%	5.07%	4.92%
郑棉指数	35.43%	8.36%	4.42%
鸡蛋指数	11.86%	6.80%	4.37%
甲醇指数	28.15%	1.42%	4.16%
沪铅指数	17.58%	4.71%	3.31%
尿素指数	10.05%	4.00%	3.23%
棕榈指数	41.62%	7.14%	2.45%
苯乙烯指数	51.53%	1.93%	2.02%
TS指数	-1.06%	-0.42%	-0.18%
TF指数	-2.27%	-1.06%	-0.29%
锰硅指数	1.78%	-0.99%	-0.46%
T指数	-3.61%	-1.92%	-0.47%
棉纱指数	18.23%	-2.27%	-5.27%
郑糖指数	-6.64%	-8.93%	-8.28%
燃油指数	28.46%	-14.45%	-10.17%
红枣指数	-4.89%	-8.68%	-10.89%
苹果指数	0.53%	-7.48%	-11.14%
乙二醇指数	9.61%	-16.97%	-15.71%
沥青指数	30.77%	-17.21%	-20.71%
TA指数	0.77%	-27.11%	-29.53%
原油指数	16.68%	-34.42%	-39.21%

图 5-1　国内期货品种表现（2019 年 12 月 31 日-2020 年 12 月 1 日）

资料来源：Wind、方正中期研究院

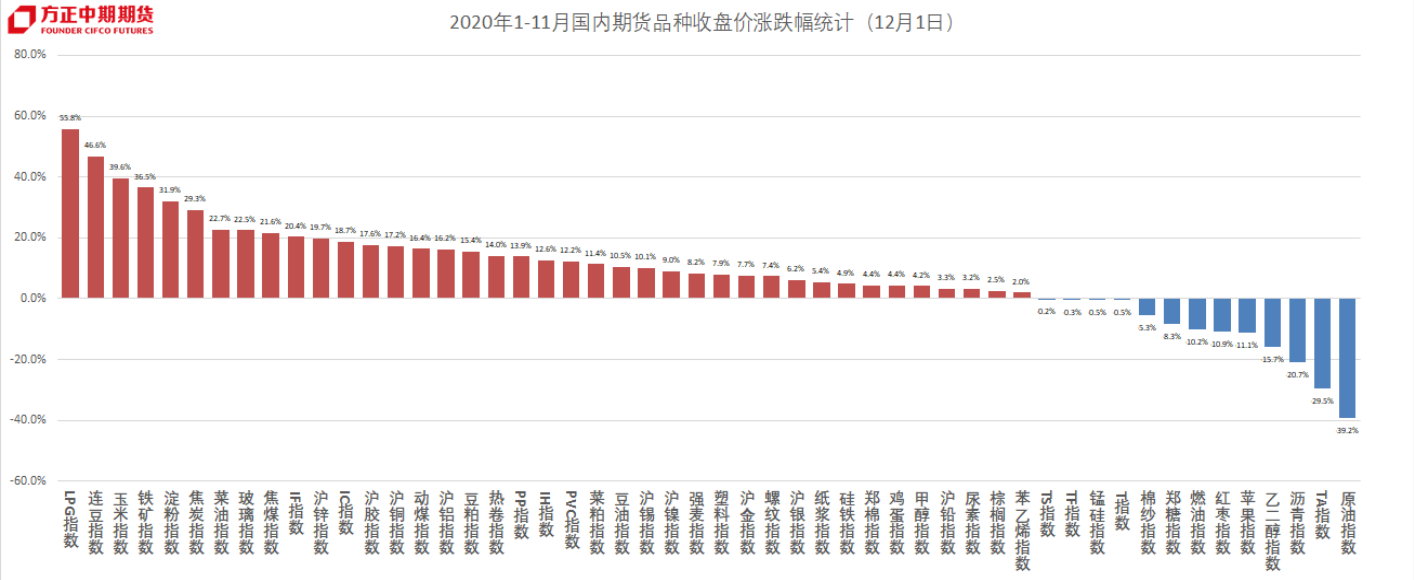


图 5-2　国内主要期货品种指数涨跌幅（2019 年 12 月 31 日-2020 年 12 月 1 日）

资料来源：Wind、方正中期研究院

团队介绍

姓名	从业资格号	投资咨询号
王骏	F0243443	Z0002612
牛秋乐	F0268914	Z0002616
彭博	F0305572	Z0011662
隋晓影	F0284756	Z0010956
杨莉娜	F0230456	Z0002618
张向军	F0209303	Z0002619
胡彬	F0289497	Z0011019
夏聪聪	F3012139	Z0012870
刘崇娜	F3038931	Z0014864
李彦森	F3050205	Z0013871
侯芝芳	F3042058	Z0014216
汤冰华	F3038544	Z0015153
朱瑶	F3055993	Z0014088
卜咪咪	F3049510	Z0015614
冯世佃	F3049858	Z0015710
黄岩	F3049127	Z0015615
梁海宽	F3064313	Z0015305
车红婷	F3065836	Z0014771
魏朝明	F3077171	Z0015738
史家亮	F3057750	—
翟启迪	F3063024	—
尚丽娜	F3059661	—
郝潇潇	F3064982	—
成雪飞	F3079516	—

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
业务总部一组	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	010-85881111
直属事业一部	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 号楼 4 层 408 室	010-68578987
河北分公司	唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 360 号 2307 室	021-50588107/021-50588179
湖南第一分公司	长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦 26 层 2618、2619、2620、2621、2622、2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、2306 房	0731-84118337
北京朝阳营业部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881205
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路 9 号 1 号楼 12 层 8-9 号	010-62681567
北京石景山营业部	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号 2608、2609	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津经济技术开发区第一大街 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-B81107	0472-5210710
保定营业部	保定市朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
邯郸营业部	邯郸市丛台区中华大街 89 号大连友谊时代广场 B 座 1105 室	0310-3053688
青岛营业部	青岛市市南区香港中路 61 号阳光大厦 21 楼 EH 单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 909 室、906 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
上海南泉北路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南泉北路 429 号 1703 室	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8 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
常州营业部	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201
南京营业部	南京市栖霞区紫东路 1 号 E2 栋 444 室	025-58061185

南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路 359 号 1803、1804 室	025-58065958
苏州营业部	苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
苏州东吴北路营业部	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红谷中大道 1619 号国际金融中心 A 座 307 室	0791-83881026
武汉营业部	武汉市硚口区沿河大道与武胜路交汇处武汉硚口区长江食品厂 C 地块旧城改造商业、办公楼栋/单元 18 层 7 号	027-87267756
岳阳营业部	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 32/1124、1125（1 栋 1110、1111）	0731-28102713
郴州营业部	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	长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	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（19 层 1902 号）	0736-7318188
深圳营业部	深圳市福田区梅林街道梅都社区中康路 128 号卓越梅林中心广场（北区）2 号楼 806	0755-82521068
广州营业部	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任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