



2021年12月20日

不畏浮云遮望眼

——2022年宏观经济展望

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

• 从业资格编号 F3070864

• 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com

内容提要

2021年宏观主要逻辑: 过去两年疫情是宏观最大的基本面,而出口的高景气度是支撑国内经济的核心,形成“经济稳增长压力较小的窗口期”。2021年宏观经济的主要关键词可以总结为“出口高景气度+地方隐性债务监管趋严+财政后置+地产调控升温+供给冲击”,其中出口的高景气度是今年宏观逻辑的主要前提,而后四者的叠加引发下半年内生动能走弱压力,内外动能分化加剧,同时供需矛盾也助推上游价格上行,经济“类滞胀”格局由此形成。疫后经济轨迹经历“复苏-过热-类滞胀”,当前供给端矛盾向需求不足转变,经济内生动力下降,2022年“胀”的压力缓解,但“滞”的风险逐渐加大,“类滞胀”转向“类衰退”。

2022年宏观经济动能切换: 疫情以来,出口和地产是拉动国内经济复苏的主要动力,但随着隐性债务监管和房地产调控的加码,建筑业的放缓形成2021年经济下行力量,下半年经济动能放缓,四季度下行压力加大。房地产进入周期性下行阶段,同时明年出口也将在“海外制造业库存高企”和“宽松政策退出”下面临外需回落带来的减速风险,地产和出口两大增长引擎的先后降速将成为经济增长两阶段放缓的压力。疫后的宏观经济动能也将发生切换,明年经济增长有赖于内生动力恢复,22年经济增长动能从“出口+地产”转向“基建+消费”。

经济增速前低后高: 经济增长压力凸显下政策空间重新打开,“六稳六保”回归视线,政策稳增长成为短期主要逻辑,经济下行压力决定跨周期调节力度,就业是现实约束。财政积极发力,今年财政进度偏慢下财政结余有望支撑明年实际支出规模扩张,货币着手“稳信贷”,“稳中偏松”仍是主要基调,金融政策也将边际调整,地产政策入动态博弈,视风险决定放松边际。扩内需成为关键,需求修复沿着“基建投资-制造业投资-消费”的顺序进行,经济在下半年有望企稳步入复苏通道,从“类衰退”向“小复苏”过渡,经济增长前低后高,信用由稳向宽逐渐过渡。

财政和基建是稳增长重心: 2021年“经济稳增长压力较小的窗口期”、叠加政府杠杆率下降目标,财政休养生息。2022年,地产和出口两大引擎下行压力明显,稳增长压力下财政积极发力,赤字率延续正常化回归,但结余资金支撑将实际赤字规模扩张,同时地方政府债务结构或有调整,一般债比例的提高将有助于打破项目收益要求制约。预计明年财政积极发力叠加节奏前置,基建投资发力可期。

请务必仔细阅读正文之后的声明



货币稳中偏松，信用由稳向宽：通胀掣肘减弱下政策重心向稳增长倾斜，货币政策稳中偏松，以我为主兼顾外部平衡。上半年地产和出口两大增长引擎减速加大经济下行压力，“类衰退”经济环境下货币易松难紧，下半年经济企稳动力逐步增强，叠加美联储加息窗口期，兼顾外部平衡下货币政策回归中性。当前实体融资需求偏弱叠加融资主体缺失，信用短期稳而不宽，中期“财政前置+地产信贷放松+基数回落”支撑信用由稳向宽逐渐过渡，宏观流动性有望企稳回升。

价格从分化到收敛：2021年通胀结构分化，供给矛盾推升工业品高通胀，PPI-CPI剪刀差创历史新高。2022年，供给端约束逐步缓解、需求端随经济下行继续回落，叠加全球流动性退潮及海外供应链修复指向供需缺口改善，基数抬升下PPI进入下行周期，预计PPI前三季度延续回落，四季度内需回升下有望企稳，全年中枢约3.5%左右。而猪周期见底、服务价格温和复苏下指向CPI温和抬升，明年CPI前低后高、全年中枢在2%左右，PPI-CPI剪刀差有望快速收敛。

资产价格：内生融资需求回落决定债市利率中枢下行，但货币政策空间制约、叠加直达实体等结构性政策工具下宽信用预期升温，利率下行空间打开仍需要基本面催化剂，中性情况下十年期国债利率低点或在2.8%左右，上半年债券调整就是机会，十年期国债利率3%以上仍是积极增配区间。股市由弱转强，成长板块受益于流动性与风险偏好的回升，但上半年盈利增速仍承压，信用易稳难宽，股市整体趋势不强，仍以结构性行情为主，更好的表现仍需要看到信用环境进一步实质性的改善，企业中长期融资占比偏低下周期股表现或将偏弱。

风险提示

疫情反复和变异毒株扩散不确定性，美联储快速收紧货币，房地产下行风险超预期，政策变化超预期

目录

一、 2021 年宏观主要逻辑	4
1. 出口高景气度是 2021 年宏观逻辑的主要前提.....	4
2. 经济轨迹从复苏→过热→类滞胀.....	5
3. 供给矛盾向需求不足切换，经济轨迹从“类滞胀”到“类衰退”	6
二、 2022 年宏观经济动能切换	7
1. 22 年经济增长动能从“出口+地产”转向“基建+消费”	7
2. 出口面临减速风险	8
3. 房地产是周期性下行风险	11
4. 消费仍处慢复苏路径，疫情是制约消费修复边际的长期变量.....	15
三、 财政和基建是稳增长重心	17
1. 稳增长压力下政策空间重新打开，财政积极成为政策重心.....	17
2. 明年财政积极发力叠加节奏前置，基建投资发力可期.....	18
四、 货币稳中偏松，信用由稳向宽	20
1. 2021 年货币环境整体稳中偏松	20
2. 2022 年货币政策易松难紧，兼顾内外平衡	21
3. 信用短期仍受融资主体约束，宏观流动性逐渐改善.....	23
五、 价格从分化到收敛	26
1. 2021 年通胀结构分化，供给矛盾推升工业品高通胀.....	26
2. 2022 年 PPI 进入下行周期，CPI 温和抬升	28
六、 资产价格	30
七、 风险提示	34
重要声明	35

一、2021 年宏观主要逻辑

1. 出口高景气度是 2021 年宏观逻辑的主要前提

过去两年，疫情是宏观最大的基本面，而出口的高景气度是支撑国内经济的核心，形成“经济稳增长压力较小的窗口期”。2021 年宏观经济的主要关键词可以总结为“出口高景气度+地方隐性债务监管趋严+财政后置+地产调控升温+供给冲击”，其中出口的高景气度是今年宏观逻辑的主要前提，而后四者的叠加引发下半年内生动能走弱压力，内外动能分化加剧，同时供需矛盾也助推上游价格上行，经济“类滞胀”格局由此形成。

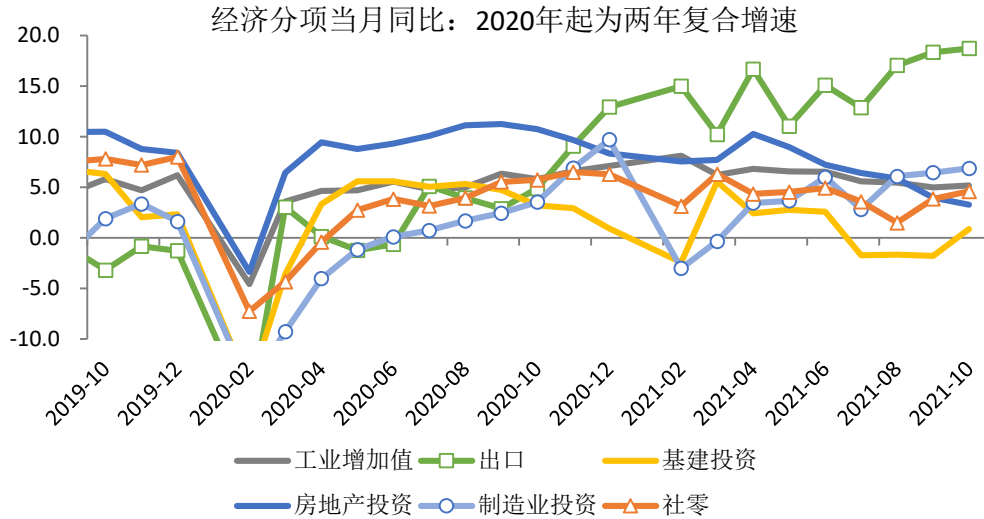
一方面，出口的高景气度形成“经济稳增长压力较小的窗口期”，就业压力可控，为金融严监管提供了有力条件，地方政府隐性债务监管趋严，并形成了财政后置的节奏，房地产调控也持续升温；另一方面，外需偏强对国内经济也形成了工业强、服务业弱的结构，GDP 单位能耗超标为“能耗双控”埋下伏笔，加剧供给端冲击。“地方隐性债务监管趋严+财政后置+地产调控升温+供给冲击”引发内生动能走弱压力，同时财政后置节奏也带来狭义流动性的超预期宽松、叠加供给收缩的影响，助推上游工业品价格涨势，需求回落叠加价格高企，经济呈现“类滞胀”特征。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-01	20-12
工业增加值	当月同比% (两年平均)	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5	6.6	6.8	6.2	8.1		7.1
固定资产投资		3.2	2.6	4.3	2.3	5.7	4.7	5.7	4.0	1.7		6.7
基建		0.9	-1.8	-1.7	-1.7	2.6	2.8	2.4	5.6	-2.4		0.9
房地产		3.3	4.0	5.9	6.4	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6		8.3
制造业		6.9	6.4	6.1	2.8	6.0	3.7	3.4	-0.3	-3.0		9.7
社消零售		4.6	3.8	1.5	3.6	4.9	4.5	4.3	6.3	3.1		6.3
出口金额		18.7	18.4	17.0	12.9	15.1	11.1	16.7	10.2	23.0	10.1	13.0
进口金额		12.4	15.5	14.4	12.8	18.8	12.5	10.8	17.0	12.9	5.9	12.0
CPI		当月同比%	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	0.9	0.4	-0.2	-0.3
PPI	当月同比%	13.5	10.7	9.5	9.0	8.8	9.0	6.8	4.4	1.7	0.3	-0.4
M1	%	2.8	3.7	4.2	4.9	5.5	6.1	6.2	7.1	7.4	14.7	8.6
M2	%	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6	8.3	8.1	9.4	10.1	9.4	10.1
社融	存量同比%	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00	11.00	11.70	12.30	13.30	13.00	13.30
失业率	城镇调查	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.5	5.4	5.2

资料来源：Wind，优财研究院

图 2：内外动能持续分化（%）



资料来源：Wind，优财研究院

2. 经济轨迹从复苏→过热→类滞胀

由于受到基数效应的扰动，今年经济数据同比增速变动剧烈，宏观经济指标失去可比性，因此我们以 PMI 和 PPI 环比两个环比指标来刻画经济动能和价格的变化，避免基数效应和季节性的扰动，也可以更好地反映边际变化。

从经济轨迹图走向来看，疫后经济经历了以下几个阶段：

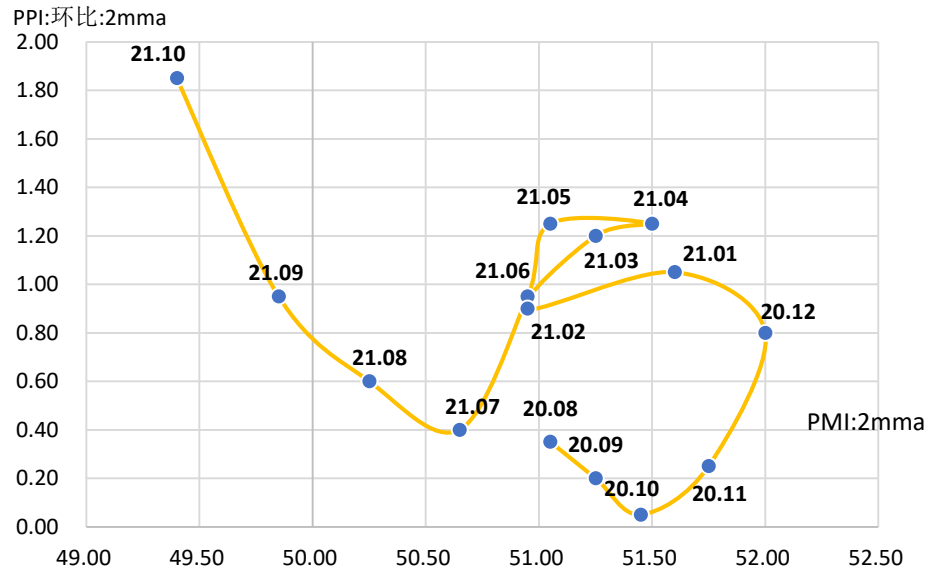
① 去年 5 月份以来经济持续复苏路径，经济增长动能逐步加快，价格温和增长。

② 随着出口和地产拉动的加快，2020 年四季度经济动能继续走高，价格加快回升，经济呈现“复苏”向“过热”的转变。2021 年年初疫情反复、春节停工对经济形成短期波动，而后随着经济活动常态化恢复，经济动能重新改善，同时海外供给冲击加快价格上涨节奏。

③ 年中以来，经济动能边际继续放缓，成本压力和供给端冲击影响显现，供需

双弱背景下价格持续在高位区间，叠加“能耗双控”、“缺煤限电”冲击，上游工业品加速上涨，经济呈现“类滞胀”特征。

图 3：经济轨迹从复苏→过热→类滞胀（%）

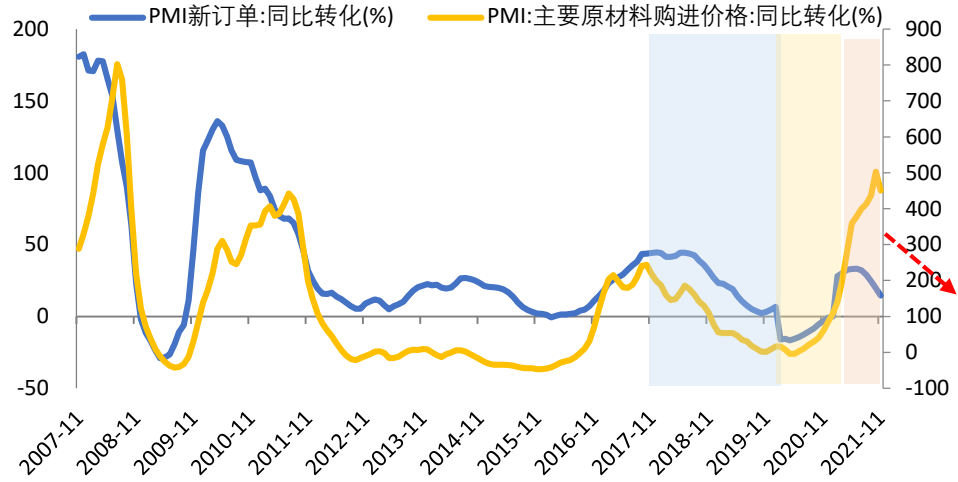


资料来源：Wind，优财研究院

3. 供给矛盾向需求不足切换，经济轨迹从“类滞胀”到“类衰退”

2022 年增长放缓，供给端矛盾向需求不足转变，经济内生动力下降，“胀”的压力缓解，但“滞”的风险逐渐加大，“类滞胀”转向“类衰退”。随着四季度保供稳价政策发力，叠加明年国内能耗双控约束下降，供需缺口矛盾有望进一步缓解，上游工业品价格顶部逐渐形成，国内通胀压力相对可控；但需求不足逐渐成为经济主要矛盾，房地产链风险仍在发酵，“滞”的风险逐渐加大，周期性风险加剧下内生动能进一步回落，需求端压力尚未见底，经济从“类滞胀”向“类衰退”逐渐演绎。

图 4: 供给矛盾向需求不足切换, 经济轨迹从“类滞胀”到“类衰退” (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

二、2022 年宏观经济动能切换

1. 22 年经济增长动能从“出口+地产”转向“基建+消费”

地产和出口两大增长引擎的先后降速将成为经济增长两阶段放缓的压力。疫情以来, 出口和地产是拉动国内经济复苏的主要动力, 但随着隐性债务监管和房地产调控的加码, 建筑业的放缓形成 2021 年经济下行力量, 下半年经济动能放缓, 四季度下行压力加大。房地产已逐步进入周期性下行阶段, 同时明年出口也将在“海外制造业库存高企”和“宽松政策退出”下面临外需回落带来的减速风险, 地产和出口两大增长引擎的先后降速将成为经济增长两阶段放缓的压力。疫后的宏观经济动能也将发生切换, 明年经济增长有赖于内生动力恢复。

今年外需持续高位支撑国内经济增长, 稳增长压力较小的窗口期, 金融严监管成为政策的主要方向, “防风险”是主要目标。在此背景下, 地方政府隐性债务监管

趋严，叠加专项债穿透式监管以及财政支出节奏偏慢，基建投资增速年内维持低位；而年中以来地产调控的持续加码也打破上半年的地产韧性，周期性风险加剧，内需下行压力加大下经济动能放缓。2022年，经济进一步下行的风险来自于“海外制造业库存高企”以及“宽松政策退出”带来的出口减速压力，叠加房地产下行压力尚未逆转，经济增长压力凸显。

经济增长压力凸显下，政策空间也重新打开，“六稳六保”回归视线，政策稳增长成为短期主要逻辑。经济下行压力决定跨周期调节力度，就业是现实约束，财政积极发力，今年财政进度偏慢下财政结余有望支撑明年实际支出规模扩张，货币着手“稳信贷”，“稳中偏松”仍是主要基调，金融政策也将边际调整，地产政策入动态博弈，视风险决定放松边际。扩内需成为关键，需求修复沿着“基建投资-制造业投资-消费”的顺序进行，经济在下半年有望企稳步入复苏通道，信用由稳向宽逐渐过渡。

跨周期和逆周期调控政策结合下，政策稳增长发力，明年经济增长大概率前低后高，经济有望从“类衰退”向“小复苏”过渡，下半年有望逐步见底企稳。但政策仍将在短期经济下行压力和长期改革方向之间动态平衡，高质量发展和共同富裕的目标下，传统“大开大合”的稳增长模式或难再现，经济增长大概率适度托底。若改革定力较强，则不能低估经济增速放缓的风险。

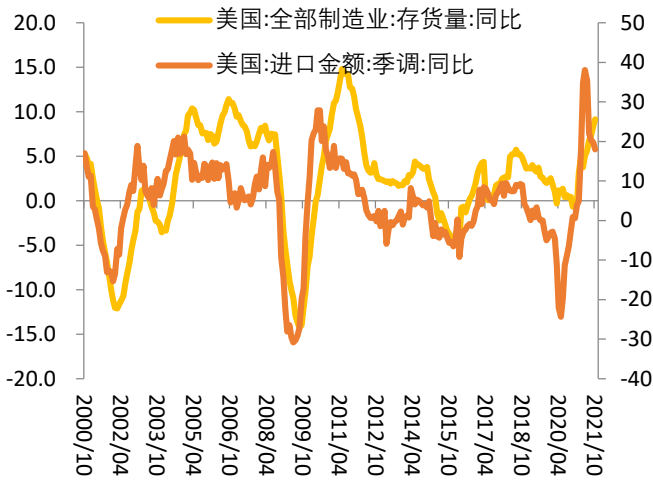
2. 出口面临减速风险

2022年，海外制造业库存位置偏高叠加宽松政策的退出，外部需求面临回落风险，国内出口存在减速风险，出口景气度或将筑顶。从驱动因素来看，出口周期性放缓的主要驱动来自于海外制造业去库存，而财政退坡、价格贡献下降、全球供应链恢复等是助推因素。

一方面，海外制造业库存位置偏高叠加宽松政策的退出，外部需求面临回落风

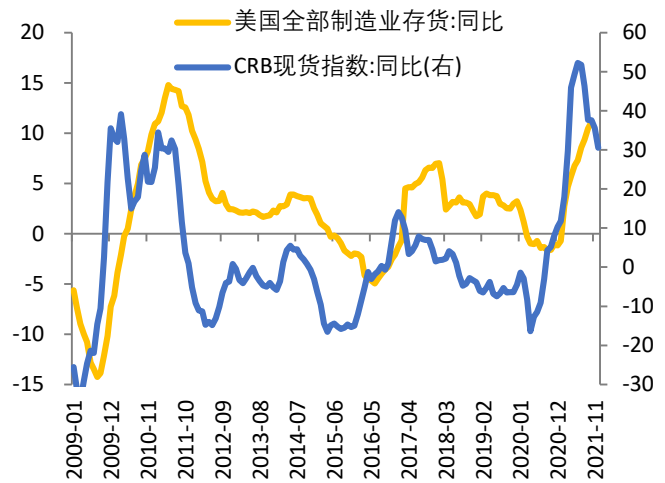
险。由于美国进口周期与国内出口周期存在一定同步性，且美国制造业库存又对进口形成主要拉动作用，因此中国出口外需受美国库存周期影响较大。本轮美国制造业库存自 2020 年 10 月触底后上行，补库需求拉动进口增速明显回升，目前制造业库存增速仍处上行阶段，仍未确认顶部，而按照经验规律略领先于库存周期的 CRB 同比增速已于年中率先触顶，预计库存大概率也将逐渐高位回落。库存周期进入下行阶段对中国出口形成周期性放缓压力。

图 5：制造业去库带来美国进口减速风险（%）



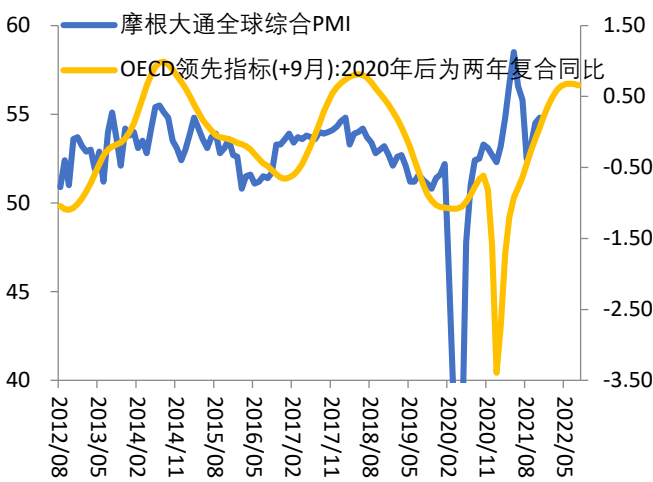
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：CRB 同比领先库存周期见顶（%）



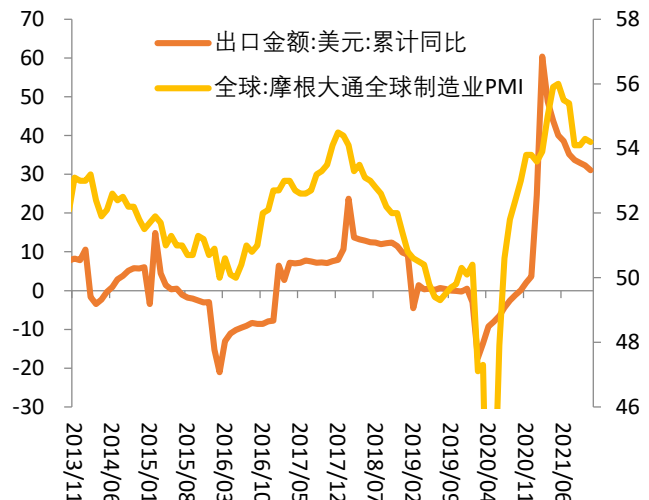
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：OECD 领先指标带动全球 PMI 见顶回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：外需回落带来出口增速下行压力（%）

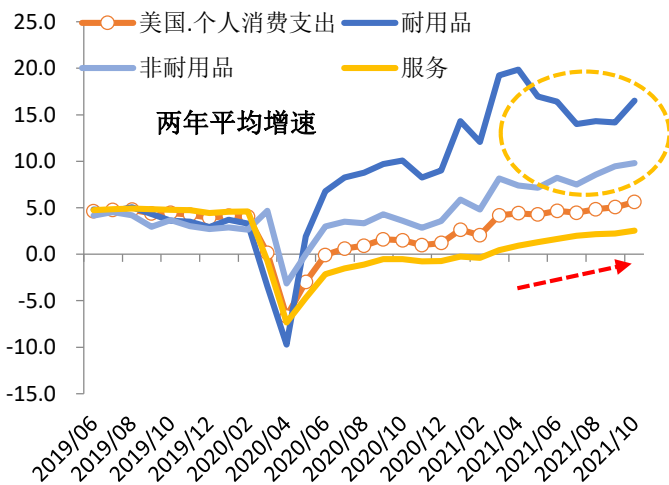


资料来源：Wind，优财研究院

另一方面，疫情影响进一步收敛叠加财政补贴支撑减弱，美国商品消费向服务消费切换进一步加快，也加剧国内商品出口风险。今年美国商品消费向服务消费切换慢于预期，耐用品和非耐用品消费增速仍持续高于趋势水平，但疫情担忧仍在叠加线下办公恢复滞后下服务消费仍处在缓慢修复阶段并低于趋势水平。当前耐用品消费下滑仍偏慢，非耐用品保持韧性，而疫情暴露风险较高及线下办公相关的服务消费支出修复最为缓慢。

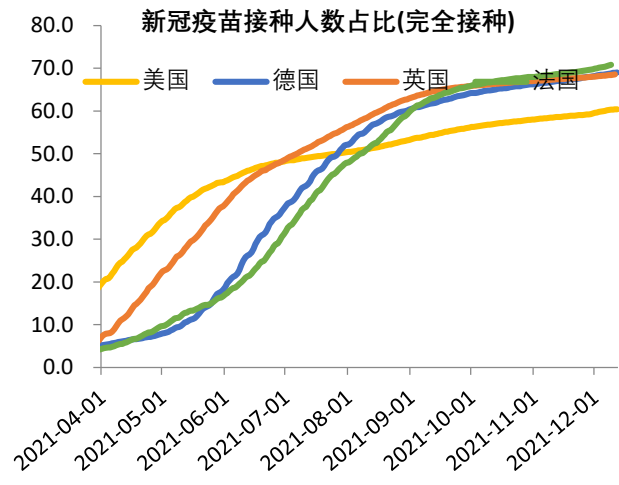
往后看，美国财政补贴退坡下居民收入效应减弱，财政补贴支撑减弱下商品消费支出或加速回落，而伴随疫苗接种率的走高以及部分发达经济体“与疫情共存”的理念，全球开放脚步临近，疫情影响或进一步收敛，疫情担忧缓解叠加线下办公恢复，服务消费或有望突破修复瓶颈。

图 9：美国商品消费仍显著高于服务消费（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：美欧疫苗接种进度向全民免疫靠近（%）



资料来源：Wind，优财研究院

除此之外，海外生产修复下全球供应链的恢复也使得出口替代效应弱化，而大宗商品价格和 PPI 同比周期的下行也拖累价格贡献下降。当前新出口订单 PMI 已连续多月处于荣枯线下方，但疫情影响下港口拥堵和运输瓶颈状况使得新订单到出口的时滞拉长，且东南亚疫情收敛仍然偏慢，出口短期仍存一定韧性，预计 2022 年出口增速前高后低、逐季回落，整年增速或回落至个位数，整体呈现周期性放缓。

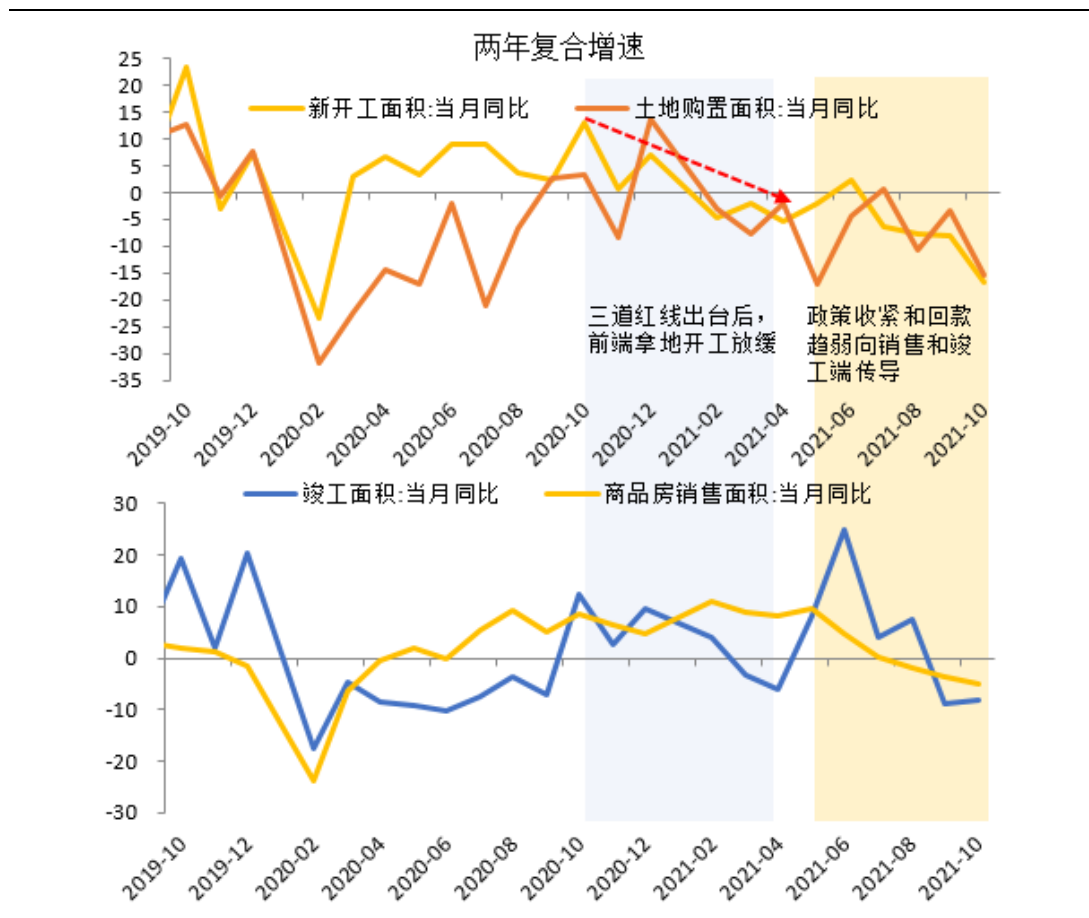
3. 房地产是周期性下行风险

3.1 本轮地产调控下房地产投资面临两阶段下行压力

① 去年8月以来“三道红线”政策出台后，房企外源融资渠道受到冲击，资金约束下地产前端拿地开工率先回落，房企重心集中在后端销售和竣工，保竣工保交房是主要目标。而销售端的持续向好也为房企提供了重要的资金来源，销售回款的强劲也为地产韧性提供了条件，在此阶段，建安投资偏强是房地产投资主要支撑。

② 而今年年中以来，房贷集中度管理导致房贷额度不足，叠加销售端金融条件继续收紧，居民融资条件弱化，房企销售回款快速下滑，进一步恶化房企资金来源，对整个房地产链条形成了巨大的冲击，前端拿地开工进一步下行，土地流拍率大幅走高，甚至逐渐向竣工端压力传导，建安投资随之回落。

图 11：本轮地产调控下房地产投资面临两阶段下行压力（%）



资料来源：Wind，优财研究院

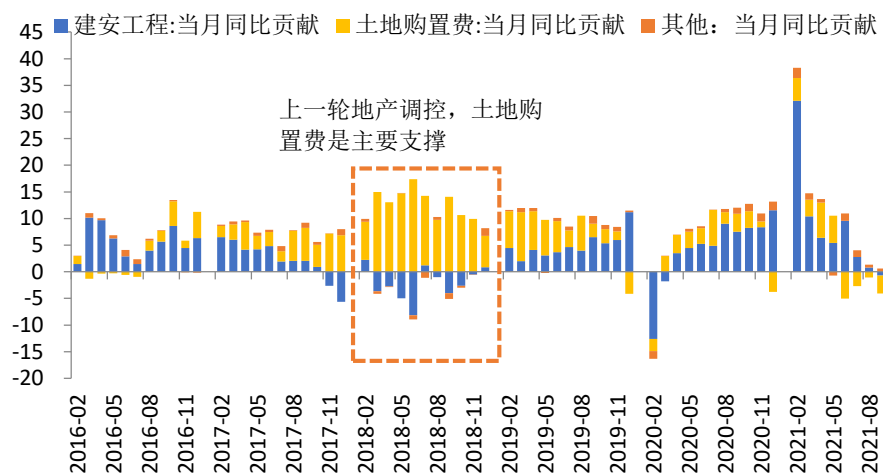
3.2 2022 年地产投资下行压力或大于 2018 年，面临负增长的风险

本轮房地产调控较以往全面性更强、融资收紧力度更甚、定力更足，以往调控政策都集中在需求侧管理，而此次“三道红线”和“房贷集中度管理”直接约束房企和金融机构的行为，限制房企有息债务增速以及金融机构房地产开发和按揭贷款额度，叠加对房地产信托管控和居民经营贷和消费贷的违规查处，从各个主体方面形成协力调控。

2018 年，地产调控下资金链紧张拖累建安投资增速转负，但大地产商在高周转模式下加速拿地，趁机扩大市场份额，土地购置费成为房地产投资扩张的主要支撑。但本轮地产融资政策全面收紧和集中供地约束开发商拿地意愿和能力，土地购置费和建安投资同步转负，2022 年地产投资面临负增长的风险。

当前地产投资下行是周期性风险，房企补库意愿不足制约后续投资。从地产投资周期来看，2017 到 2019 年房企大规模拿地，而从 19 年底开始，竣工交付压力下房企加速施工，建安投资逐渐走高支撑房地产投资扩张，但房企资金压力下拿地放缓，叠加房地产市场预期偏弱下，补库存意愿和能力不足，待开发面积明显下降制约后续投资。

图 12：本轮地产投资下行压力或大于 2018 年（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3.3 “政策底”已现，但“投资底”仍有距离

金融风险触发地产政策边际调整，稳增长目标下“政策底”已现，但“房住不炒”中长期目标下政策定力较强，叠加市场预期偏弱，房企补库存意愿和能力不足制约后续投资，“政策底”到“投资底”仍有距离。

当前个别房企信用风险暴露，房企债融资困难进一步加大，形成负反馈，加剧经济下行压力和金融风险，稳增长压力下地产政策触发边际调整。但政策定力依然较强，9月房地产金融座谈会后房地产融资政策呈现边际放松，但更多地仍是体现政策“防风险”诉求，避免出现地产链条系统性信用风险，重心强调“保竣工保交付”、“保障合理购房需求”，10月全国人大授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，“房住不炒”定调不改，“共同富裕”百年目标下房地产去金融化仍是长期政策目标。

未来房地产投资能否回暖关键还要看销售何时企稳，融资条件影响房企规模扩张速度，但销售回款是决定房企生存能力及补库存意愿的关键。一方面，销售影响房企现金流和开发能力，另一方面，销售预期也影响房企补库动力。作为房地产投资的最前端，拿地是房企未来开工补库存的关键，而当前销售预期走弱、房企融资条件仍然偏弱，房企补库存意愿和能力都不足，“政策底”到“投资底”仍需要较长时间。

图 13：销售是影响房地产投资的核心因素（%）

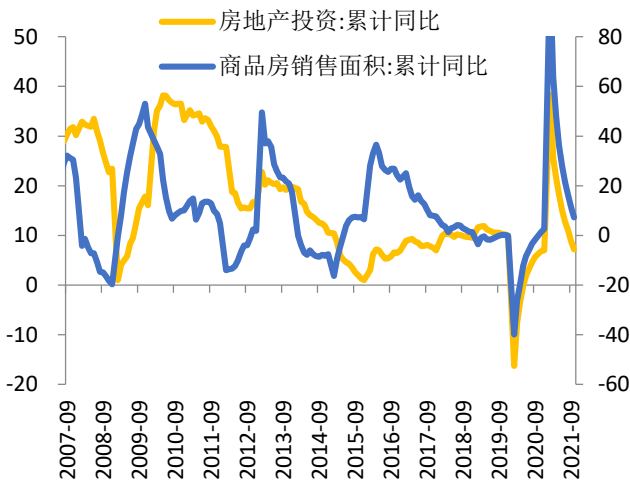
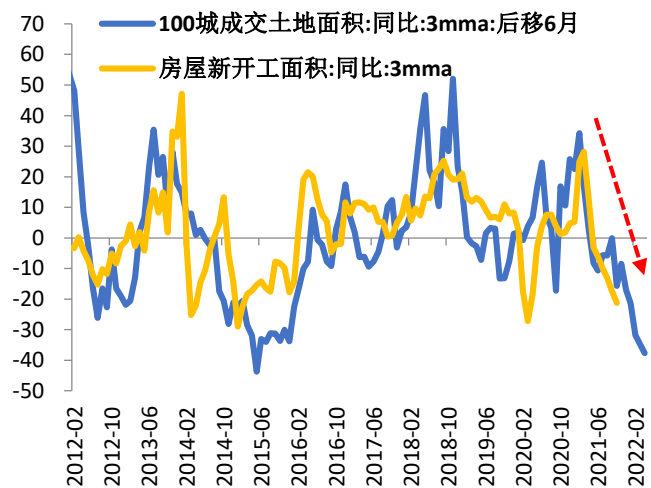


图 14：拿地是房企未来开工补库存的关键（%）



资料来源：Wind，优财研究院

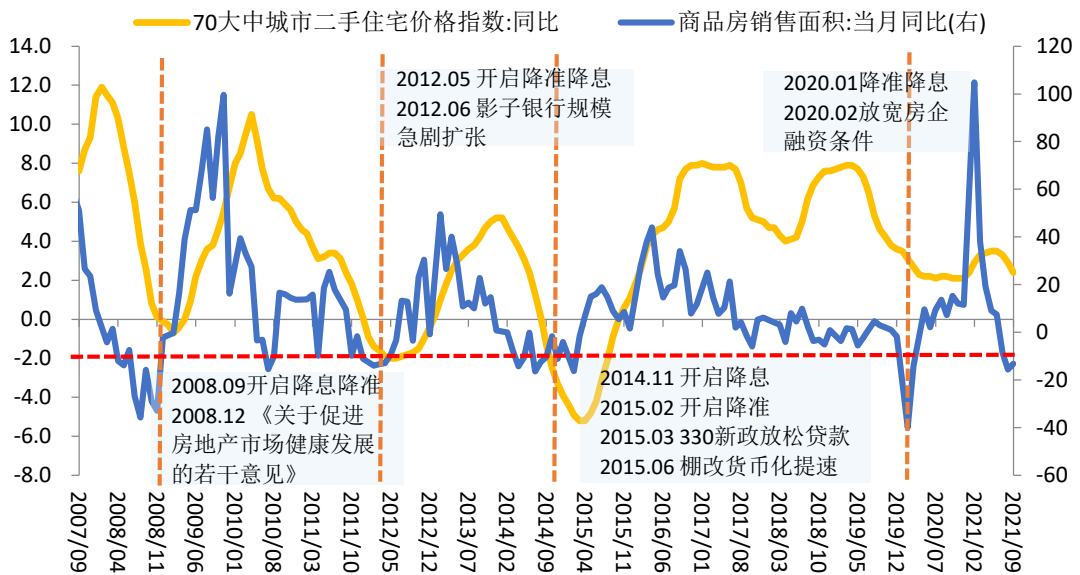
资料来源：Wind，优财研究院

3.4 政策调控和地产下行压力动态博弈，投资明年三季度见底

地产下行压力和政策调控开始动态博弈，政策推出由小及大，稳增长压力决定政策放松边际，明年一季度末房价同比或现负增长，可能触发政策进一步放松压力，政策定力受考验。往后看，政策仍有放松空间，有待触及保民生和防风险的底线，9月70城房价环比首月负增长，明年一季度末房价同比或现负增长。以往房价同比转负往往对应房地产政策的转松和商品房销售的回暖，2007年以来，每当房价增速回落至0%附近、商品房销售增速降至-10%附近时，通常都会伴随房地产政策不同程度的松动，届时政策定力或受考验，“保竣工保交付”目标下后端竣工表现仍将好于前端拿地和新开工。

预计商品房销售明年上半年延续今年四季度同比降幅较大的格局，而随着政策边际调整和基数走低，明年下半年销售有望有所改善。房地产投资则有望明年三季度见底、四季度改善，2022年同比增速转负。

图 15：房价和商品房销售增速降至低位时通常伴随政策相应松动（%）



资料来源：Wind，优财研究院

4. 消费仍处慢复苏路径，疫情是制约消费修复边际的长期变量

消费是疫后经济恢复中的慢变量，一方面疫情防控常态化背景下，居民社交距离和生活半径都面临疫情带来的长期变化，消费复苏存在一定的约束，疫情反复也使得必选消费、可选消费、社交经济等板块分化显著；另一方面，人均可支配收入的下降和居民预防性储蓄倾向的走高下消费支出的意愿和能力也受到压制。

其中，社交经济相关的餐饮、服装和石油制品、汽车、以及地产后周期相关的家具家电是主要拖累，分别受到社交经济消费、供给端缺芯制约、以及房地产竣工节奏的影响。

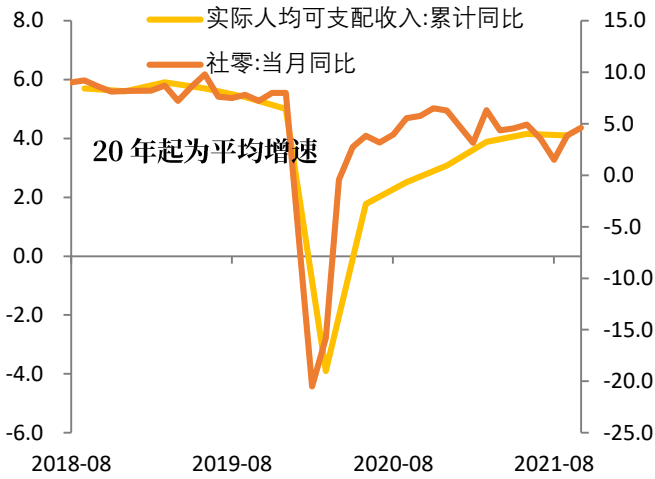
当前消费仍处于慢复苏路径中，疫后人均可支配收入增速仍显著低于疫情前水平，同时储蓄倾向走高+消费意愿回落下消费仍难回到疫情前水平，疫情的反复也阶段性打断消费复苏的趋势。冬季疫情+房地产下行冲击+收入压力下，短期消费修复阻力仍存，中长期仍有待疫情影响收敛下社交经济的正常化、经济预期改善下居民储蓄释放、以及芯片供应改善等因素的提振。

图 16：社交经济、汽车、地产后周期消费偏弱（%）

	必选消费					可选消费(除地产后周期)				地产后周期				社交经济		
	粮油食品	饮料	烟酒	日用品	中西药品	化妆品	金银珠宝	文化办公用品	通讯器材	家用电器和音像器材	家具	建筑及装潢材料	汽车	石油及制品	服装鞋帽针纺织品	在外餐饮
2021-10	9.3	12.8	14.7	7.5	8.2	12.6	14.6	11.6	20.7	6.0	1.8	8.0	-0.4	7.3	4.2	1.4
2021-09	8.5	15.9	16.8	5.5	9.1	8.7	16.5	17.3	8.2	3.0	1.4	6.7	-1.0	1.7	1.5	0.1
2021-08	6.8	12.3	8.6	5.4	8.2	9.1	11.3	14.8	3.2	-0.5	1.1	5.0	1.7	-1.7	-1.0	-5.8
2021-07	9.1	15.6	9.9	10.0	6.9	6.0	10.8	7.4	5.6	2.9	3.3	4.3	5.0	2.8	2.4	0.9
2021-06	13.0	24.1	15.7	15.4	9.1	16.9	8.4	16.7	17.3	9.3	5.7	10.3	-2.1	3.0	6.2	1.0
2021-05	11.0	17.8	13.0	15.1	7.3	13.7	12.4	7.4	10.1	3.7	7.7	10.7	4.9	1.7	5.7	1.3
2021-04	12.2	17.5	16.3	12.7	8.3	10.4	14.2	6.6	13.2	-1.5	7.3	11.0	7.7	0.8	3.4	0.4
2021-03	13.6	19.0	15.6	14.5	9.7	12.2	13.2	13.9	14.7	-1.2	5.1	11.3	10.4	1.3	5.0	1.0
2021-02	10.3	18.8	10.1	12.1	8.2	9.9	8.2	12.2	18.2	0.1	2.7	3.1	5.8	-5.2	1.0	-2.0
2020-12	8.9	15.5	16.6	10.9	10.1	10.4	7.6	-1.5	14.7	6.9	1.1	6.6	4.1	0.0	2.8	4.7
2020-11	8.3	17.2	9.8	12.7	8.8	24.3	11.1	7.8	26.9	7.4	2.1	3.3	4.8	-5.4	4.6	4.4
2020-10	8.9	13.1	9.6	11.8	7.9	12.1	5.6	3.9	15.3	1.7	1.5	3.4	4.1	-7.8	5.5	4.8
2020-09	9.1	15.3	10.7	11.3	8.1	13.5	2.8	5.8	1.7	2.4	2.8	2.3	4.3	-6.3	5.9	3.1
2020-08	8.3	11.6	7.7	12.2	6.9	15.9	3.6	14.5	13.8	4.2	0.6	1.4	1.4	-8.1	4.7	1.0
2020-07	8.4	10.2	7.9	9.9	8.4	9.3	2.8	7.3	6.0	0.4	1.1	-1.1	4.6	-7.7	0.2	-1.3
2020-06	10.1	14.0	10.7	14.6	10.0	21.5	0.2	7.3	12.2	8.7	3.3	1.6	3.7	-5.1	2.5	-3.6
2020-05	11.4	14.7	8.5	14.3	9.2	14.8	0.3	2.5	9.0	5.0	4.5	0.4	2.8	-5.8	1.7	-5.8
2020-04	13.7	11.3	5.2	10.4	10.0	5.1	-6.1	5.0	7.0	-2.8	-0.7	-3.1	-1.1	-7.3	-10.2	-31.1

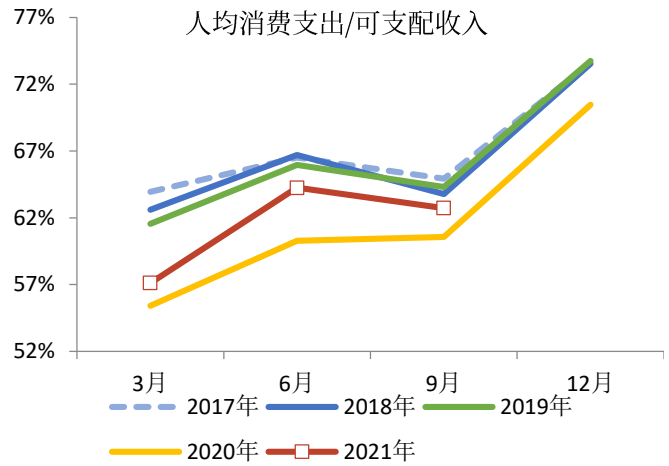
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 可支配收入增速明显低于疫情前 (%)



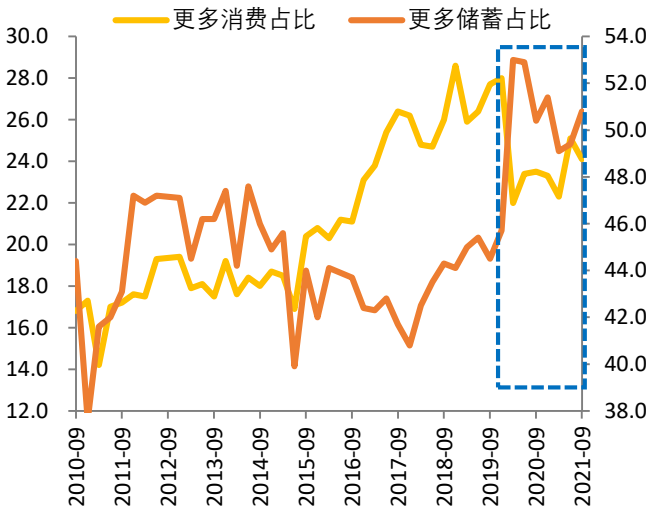
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 消费支出意愿偏弱 (%)



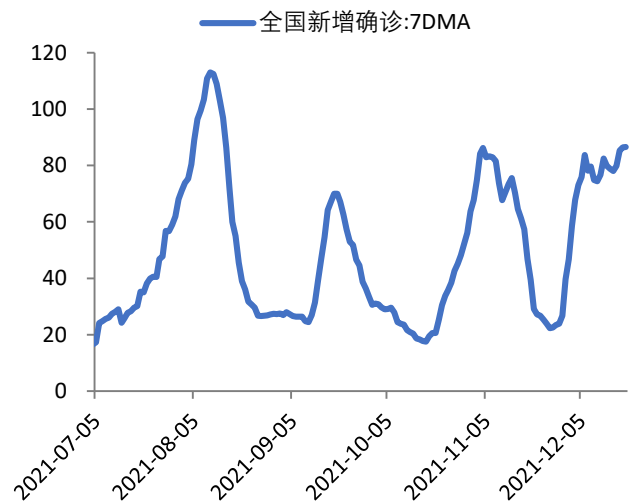
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 储蓄率意愿居高不下制约消费意愿 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 冬季疫情防控压力较大 (例)



资料来源: Wind, 优财研究院

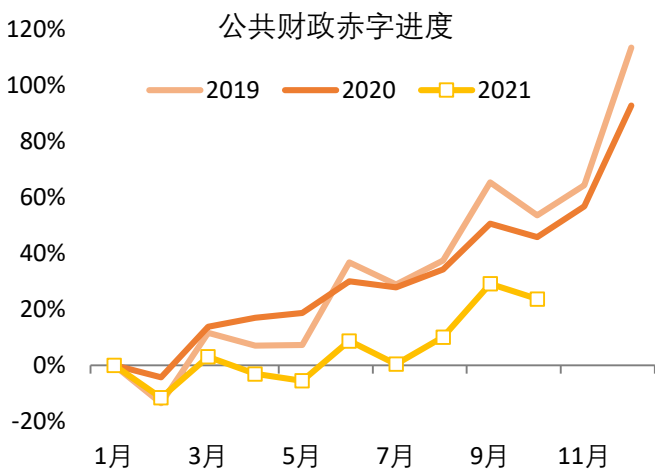
三、财政和基建是稳增长重心

1. 稳增长压力下政策空间重新打开，财政积极成为政策重心

2021 年“经济稳增长压力较小的窗口期”，叠加政府杠杆率下降目标，财政休养生息。一方面，今年出口增速维持高位，外需支撑下经济增速压力不大，上半年地产韧性也偏强，财政发力诉求不强；另一方面，疫后财政纪律重塑，债务防风险定位下地方政府隐性债务监管是重点，严控杠杆率要求下需要适当控制地方政府融资增量，叠加专项债项目审批趋严，政府债发行难以放量，财政支出和专项债发行使用进度明显偏慢，基建投资支撑偏弱。

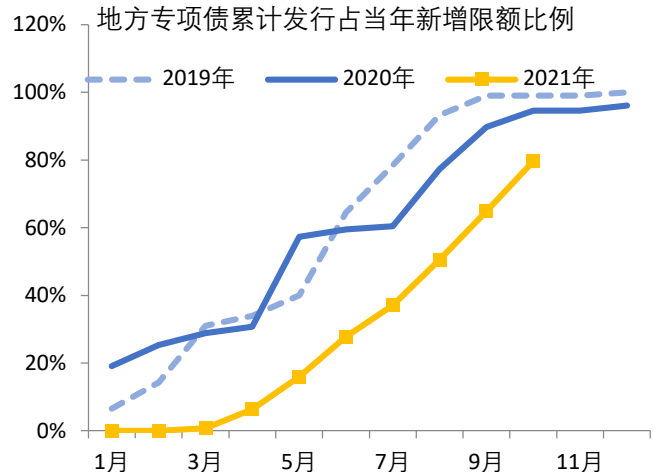
2022 年，地产和出口两大引擎下行压力明显，稳增长压力下财政有发力要求，财政后置转为前置。今年下半年以来，地产和出口两大增长引擎的先后降速将成为经济增长两阶段放缓的压力，而疫情的存在仍制约消费修复的边际，财政政策有发力必要，7 月底政治局会议已率先提出“积极的财政政策要提升政策效能，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，强调跨周期调节与两年政策衔接。今年底明年初财政节奏有望加快，四季度专项债发行加快为明年初投资蓄力，明年上半年稳增长压力较大下财政大概率从今年的后置节奏转为前置。

图 21：2021 年财政赤字进度偏慢 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 22：专项债发行明显后置 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

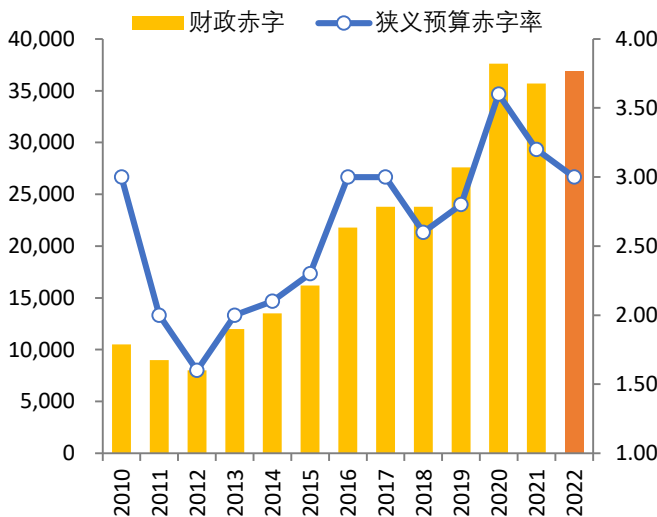
2. 明年财政积极发力叠加节奏前置，基建投资发力可期

我们认为财政积极可能体现在以下两个方面：

① 赤字率延续正常化回归，结余资金支撑实际赤字规模扩张

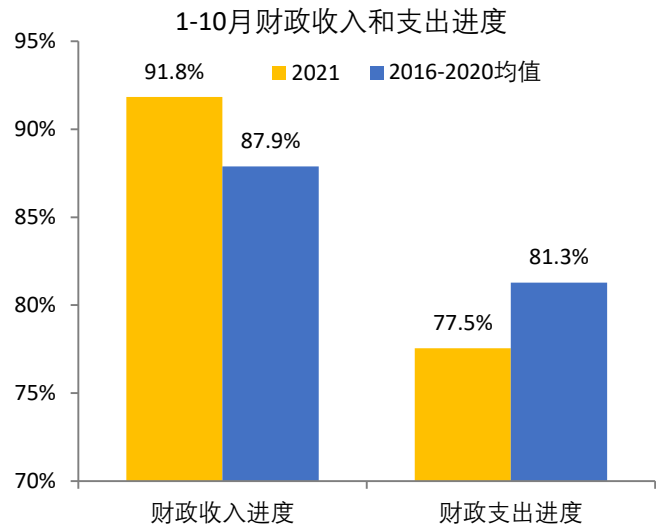
2020 年财政政策积极发力应对疫情，赤字率首次突破 3% 的国际警戒线至 3.6%，2021 年财政重回平衡框架，赤字率下调至 3.2%，预计明年赤字率将进一步正常化回归，大概率回归 3%。但今年财政后置的节奏下财政支出偏慢将形成明显财政结余，1-10 月财政收入进度较往年加快 4 个百分点，而支出进度则慢 3.7 个百分点，财政存款累计增幅明显高于往年，预计今年实际赤字规模或较年初预算减少约 1 万亿左右，而财政结余资金将支撑明年实际赤字规模的扩张。

图 23：赤字率延续正常化回归（%，亿元）



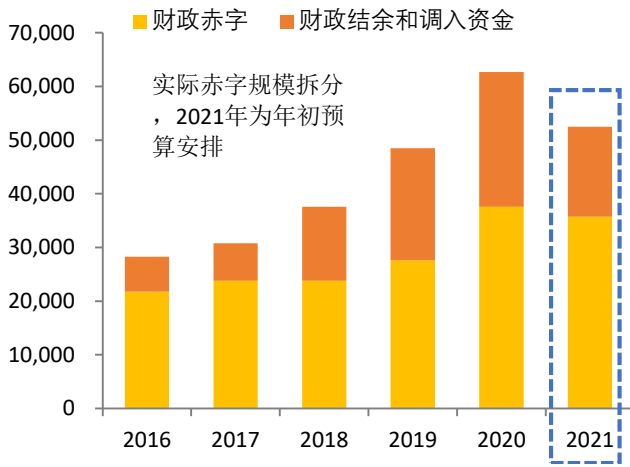
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：财政支出进度明显慢于收入进度（%）



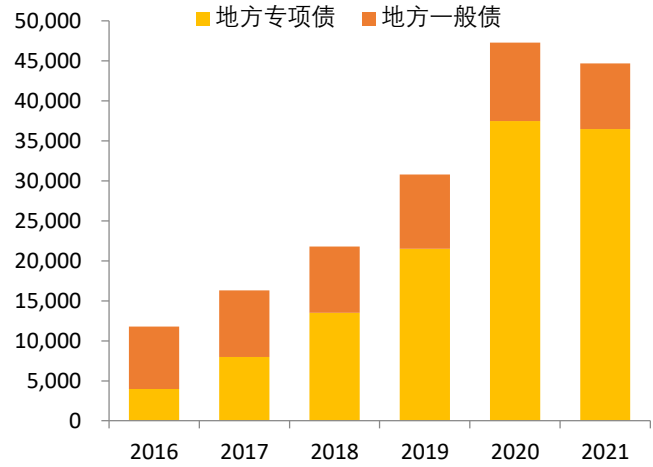
资料来源：Wind，优财研究院

图 25: 财政结余和调入资金有望支撑实际支出(亿)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 新增地方一般债和专项债规模 (亿元)



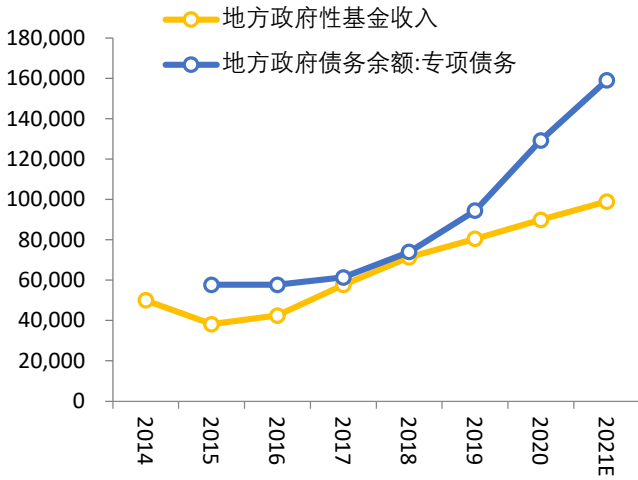
资料来源: Wind, 优财研究院

② 地方政府债务结构或有调整，一般债比例的提高有助于打破项目收益要求制约

近年来专项债规模快速扩张。由于地方专项债不计入狭义赤字规模，其可以在突破赤字率约束下作为广义财政资金支撑政府投资，因此近年来地方政府专项债规模快速扩张，2020年和2021年专项债额度均超3.5万亿。

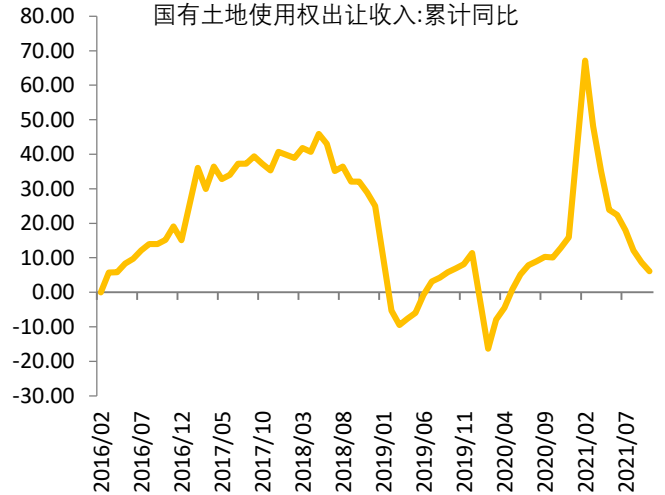
但项目收益约束及土地出让收入走弱下，专项债规模进一步扩容的约束逐渐加大。预计明年地方政府一般债比例或将有所提升，地方政府债务结构调整有利于政府纯公益性项目投资，打破例如城市更新等低收益项目的融资困局。一方面，与一般地方债不同，专项债的还本付息来源主要来自项目收益，而缺乏符合收益要求的项目成为今年制约专项债发行和资金使用效率的主要拖累；另一方面，除了项目收益，政府性基金收入也是偿还专项债的主要劣后补偿部分，近年来随着专项债发行额度的快速提升，地方政府专项债务余额也相应增长，但房地产下行风险及土地出让收入走弱制约政府性基金收入，还款压力的加大也制约了未来专项债增长的空间。

图 27：地方专项债务余额与收入裂口扩大（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 28：土地出让收入增速走弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

预计明年财政积极发力叠加节奏前置，基建投资发力可期。明年地产和出口下行压力较大，叠加换届之年，稳增长诉求下要做好跨周期和逆周期政策设计，基建投资成为重要的托底力量。财政结转资金有望带动实际赤字规模扩张，同时地方一般债比例的提高也将更好地带动政府投资，城市更新、绿色基建、保障房建设或是基建投资重心领域，在今天的低基数效应下 2022 年基建投资增速或达 5%以上。

四、货币稳中偏松，信用由稳向宽

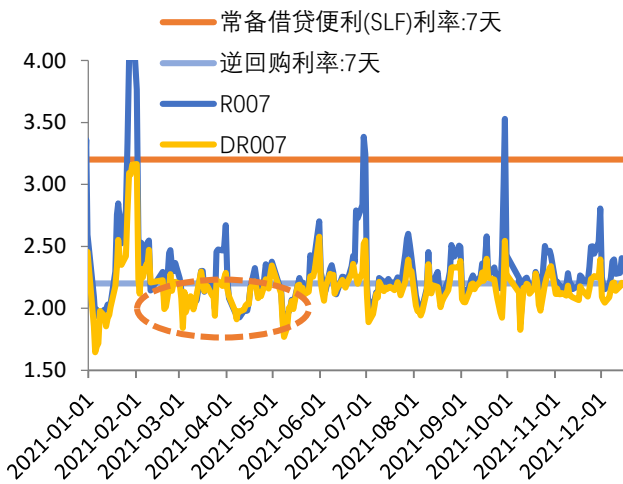
1. 2021 年货币环境整体稳中偏松

2021 年，货币环境整体稳中偏松，上半年狭义流动性和宏观流动性背离，下半年“类滞胀”环境制约货币空间，“控价保量”成为央行操作思路。

① 今年上半年，“货币稳偏松+财政后置+局部信用收缩”，广义和狭义流动性背离，以社融为代表的实体流动性持续收缩，而财政后置及央行防范债务风险，狭义流动性超预期宽松。

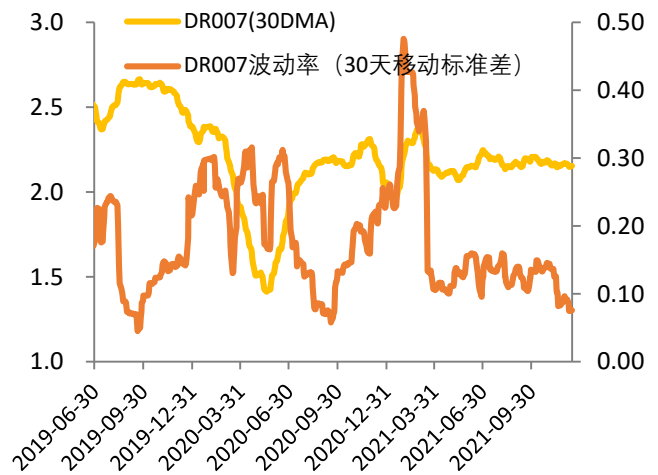
② 年中降准后，货币政策“以稳为主”基调不改，类滞胀环境制约货币政策空间，市场利率围绕政策利率波动，资金波动降低。下半年政府债发行加快下资金面不松反收敛，叠加“缺煤限电”和“能耗双控”供给冲击下，上游工业品快速涨价推升通胀预期，市场货币收紧担忧一度升温。但货币政策面对供给问题难有着力点，PPI 和 CPI 分化加剧，经济下行压力决定货币政策难以收紧，货币政策在“类滞胀”环境下陷入两难境地，保供是政策重心。在此阶段，“控价保量”是货币政策的操作思路，每逢月末季末央行均加大公开市场逆回购对冲力度，DR007 持续围绕政策利率附近波动，同时在量上也保持流动性合理充裕，今年前三个季度 DR007 均值分别为 2.21%，2.16%和 2.16%，年内资金呈现低波动状态。

图 29：DR007 围绕政策利率波动 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 30：资金呈现低波动状态 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

2. 2022 年货币政策易松难紧，兼顾内外平衡

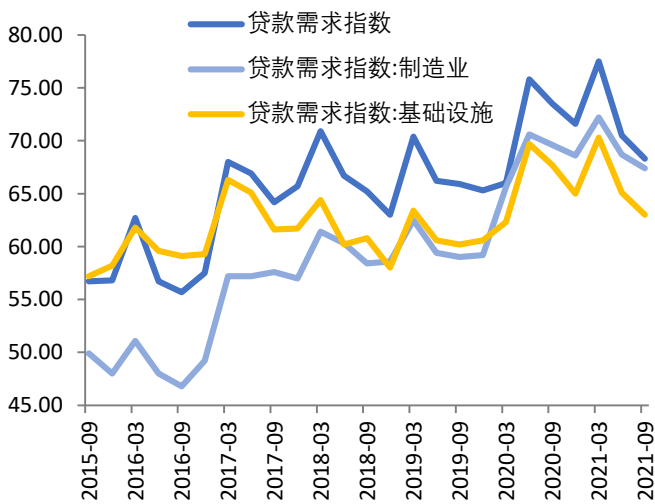
2022 年，保供政策见效下供给端约束逐步缓解，全球供应链修复下海外定价的

大宗商品涨价压力减弱，通胀掣肘减弱，经济矛盾转向需求不足，社融结构反映内生性融资需求下行，政策重心向稳增长倾斜，货币政策环境仍需要保持稳中偏松格局。上半年地产和出口两大增长引擎减速加大经济下行压力，“类衰退”经济环境下货币易松难紧，下半年经济企稳动力逐步增强，叠加美联储加息窗口期，兼顾外部平衡下货币政策回归中性。

结构性政策或仍是货币政策工具主角，碳减排支持工具的创设、叠加再贷款再贴现等定向工具的加码有望绕开宽货币环节实现信用扩张，在“精准滴灌”的同时避免市场形成过强的宽松预期。同时公开市场操作继续平抑资金短期波动，OMO、MLF削峰填谷、“控价保量”，关键时刻降准降息工具仍是救急选项，降准更多地是流动性补缺工具。

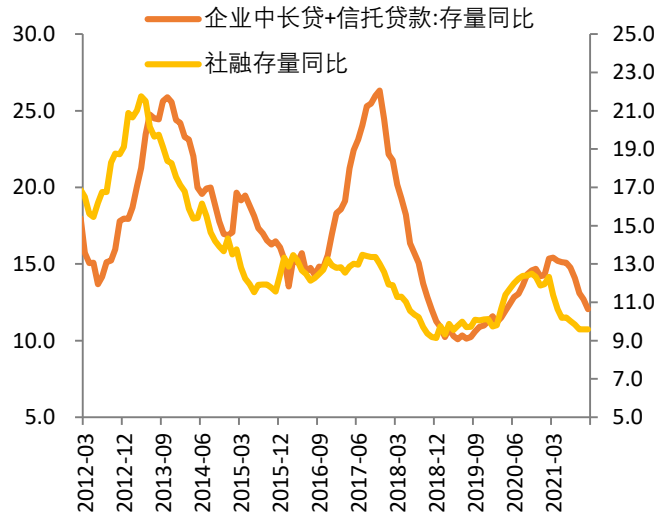
货币着手“稳信贷”，金融政策边际调整。近期地产融资政策边际调整，积压在途按揭贷款发放加快，对地产融资政策执行中的一刀切行为进行纠偏，信贷额度有望增加，有助于稳信用，但“政策底”到“市场底”仍有距离，融资需求仍受居民购房意愿不足制约。

图 31：贷款需求指数回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 32：实体融资需求仍在走弱（%）

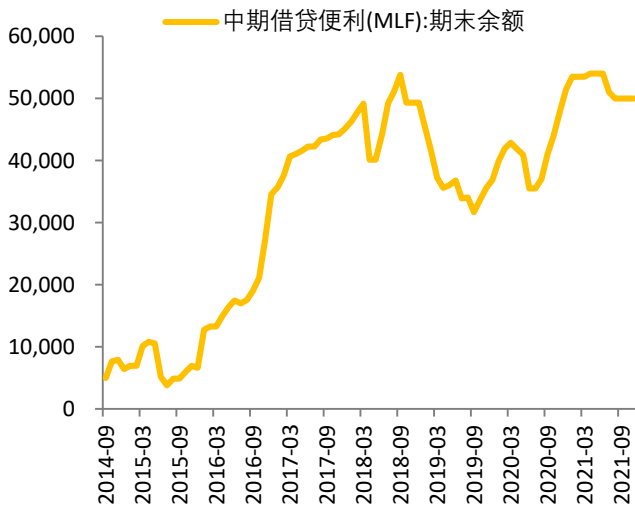


资料来源：Wind，优财研究院

置换式全面降准落地后降息概率提高，但仍有待经济下行压力进一步加大的触发剂。当前房地产下行压力尚未逆转，经济下行压力仍在加大，需求不足逐渐成为经济主要矛盾，且存单利率持续明显低于 MLF 利率，政策工具效力面临挑战，降息概率提升。但内部通胀压力及外部美联储 QE 缩减依然是货币政策制约，价格型货币政策工具宽松信号过强，仍有待经济下行压力进一步加大的触发剂。

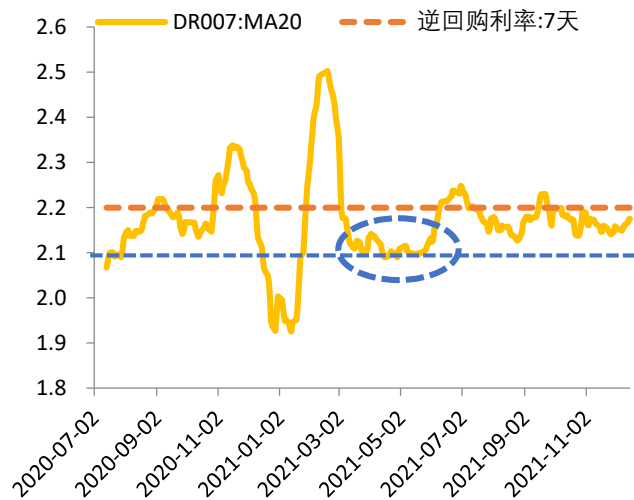
市场利率有望围绕政策利率窄幅波动，上半年中枢略低。预计明年市场利率仍将继续围绕政策利率波动，银行间流动性整体合理充裕，资金利率中枢整体或略低于政策利率，DR007 上半年中枢 2.1%、下半年 2.2%。同时在央行对资金面调控愈发精准的背景下，明年资金面预计维持低波动状态。

图 33: MLF 高余额下置换式降准有其必要性(亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 明年上半年资金中枢有望微降(%)



资料来源: Wind, 优财研究院

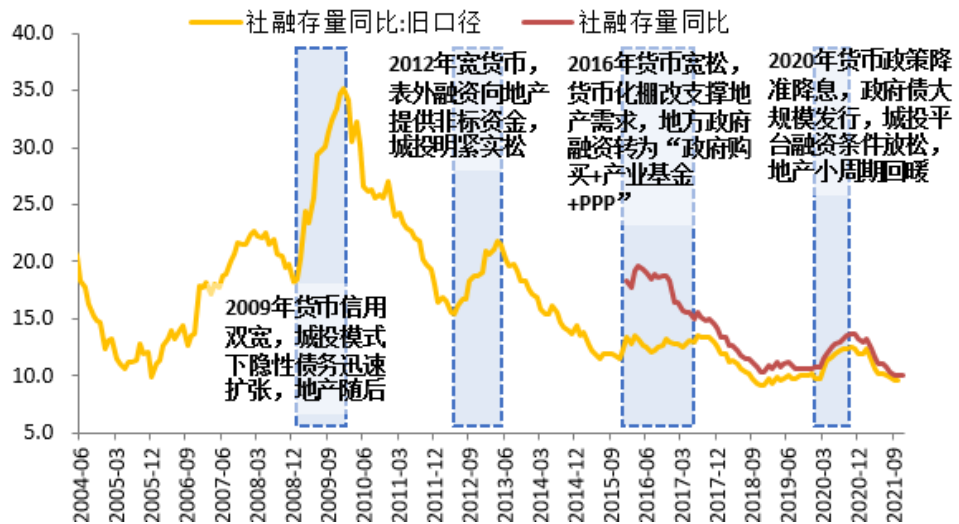
3. 信用扩张短期仍受融资主体约束，宏观流动性逐渐改善

2021 年，社融存量增速持续下行，而 GDP 基数效应下增速位于高位，宏观杠杆率稳中有降，年内信用收缩驱动因素从货币政策收敛转向内生融资需求收缩。“高基数+严监管+弱需求”叠加，今年年内信用收缩偏快，社融增速单边下行，上半年金

融政策收敛是主要驱动，下半年经济下行压力是主导，企业中长贷增速转为下行，内生融资需求收缩驱动社融增速继续回落。

“基数回落+政策结构性宽信用”助力社融进入筑底阶段，房地产融资政策边际调整推升市场宽信用预期，但“房住不炒”中长期定调不改下“政策底”到“市场底”仍需较长时间，融资主体缺失的堵点下短期信用稳而不宽。四季度以来，信用企稳的积极因素增多，“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”支撑下11月社融已初现小幅回升迹象，当前社融大概率进入筑底阶段。但宽信用并非一蹴而就，当前货币政策和融资渠道整体畅通，不过融资主体约束仍在，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用。

图 35：信用扩张过程中城投地产两大主要引擎都发挥了重要作用（%）



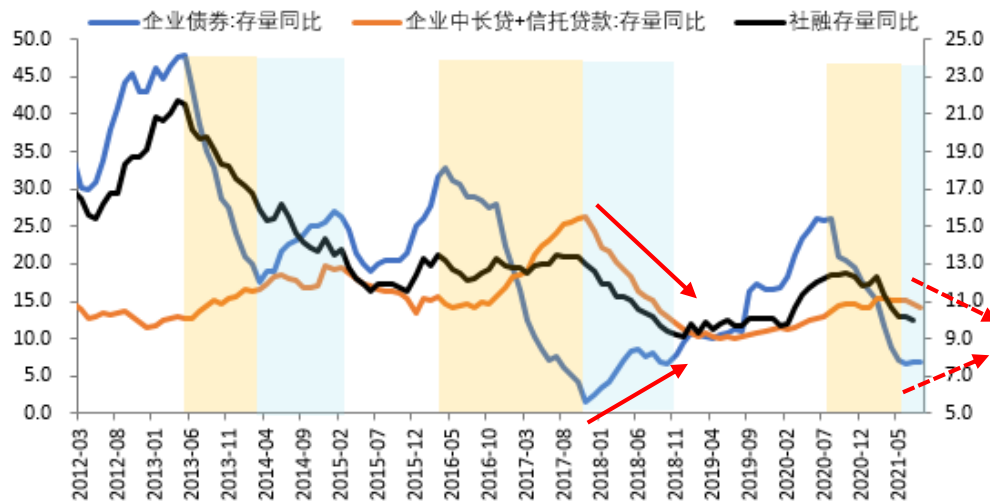
资料来源：Wind，优财研究院

尽管近期房地产融资政策边际调整，但更多的仍体现为“防风险”的诉求，次生风险加大下严监管适度纠偏，房地产去金融化仍是长期政策目标，房地产调控全面放松的可能性不大。“房住不炒”定调不变叠加地方政府隐形债务严监管下，融资主体缺失仍是本轮宽信用的主要堵点，且当前核心问题在于房地产预期走弱、需求下降叠加去化放缓，银行风险偏好仍低，实体融资需求尚处走弱阶段，社融低位企稳后反弹空间有限。

我们认为当前社融已处于磨底状态,企稳的积极因素增多,融资条件边际好转,对货币环境敏感的债券融资增速触底回升,但实体融资需求仍然偏弱,在融资主体缺失下,信用易稳难宽,根据领先性线性外推,从三季度票据和企业债券融资率先触底到社融存量增速进入典型扩张期大约还需 3-4 个季度左右,也即意味着信用转为真正的扩张可能至少需要等到明年二季度。

宏观流动性有望企稳回升,一方面,稳信贷政策发力,“基数回落+政策结构性宽信用”下信用底部企稳初步见效,另一方面,PPI 年底有望进入下行周期,社融-PPI 大概率也将企稳回升,广义流动性有望有所改善。

图 36: 债券融资增速触底回升,但实体融资需求仍然偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 居民贷款受商品房销售走弱制约 (% , 万平方)

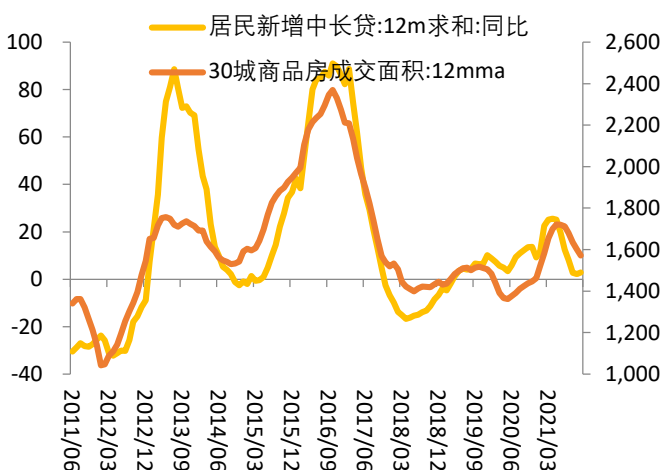


图 38: 宏观流动性有望触底回升 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

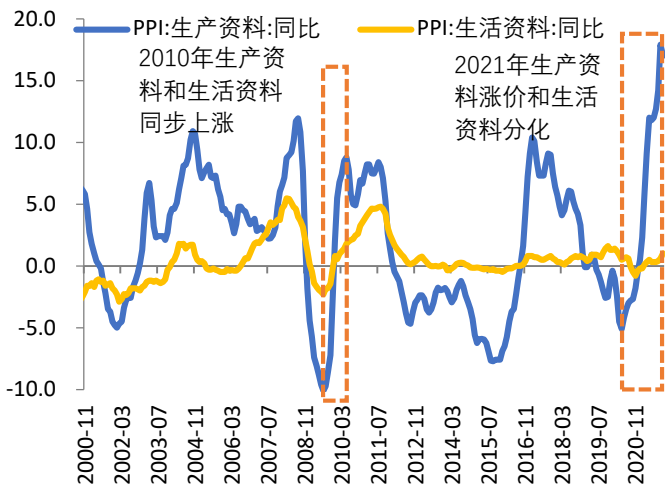
资料来源：Wind，优财研究院

五、价格从分化到收敛

1. 2021 年通胀结构分化，供给矛盾推升工业品高通胀

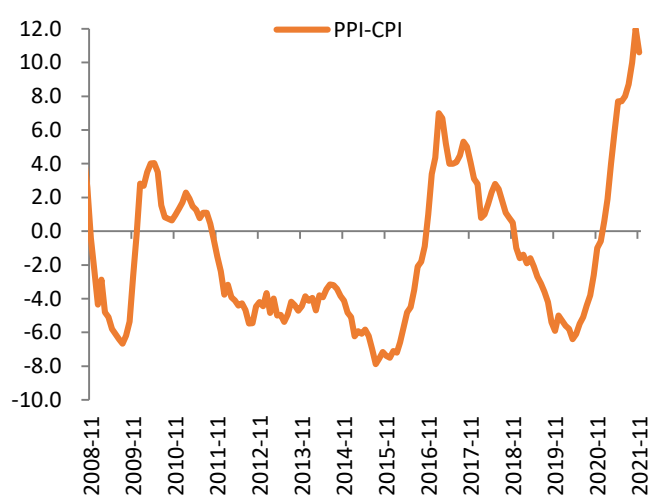
今年通胀结构性分化，PPI-CPI 剪刀差创历史新高，工业品通胀的高企成为市场的一大关注重点，全球宏观流动性宽松、海外供求错位以及国内低碳转型带来的供给冲击是主导因素，生产资料是主要涨价贡献。而猪周期下行叠加服务业修复缓慢下，生活资料未发生明显涨价，国内需求不足导致上游涨价向下游传导不畅，食品价格和核心 CPI 均维持低位。

图 39：2021 年生产资料涨价和生活资料分化 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 40：PPI-CPI 剪刀差创历史新高 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

上游生产资料从去年底至今已先后经历了两轮较快的上涨，其驱动因素分别为海外供求错位和国内低碳转型带来的供给冲击。尽管年中以来需求端已率先放缓，全球流动性和 PMI 也分别于 3 月和 6 月见顶回落，PPI 在 6 月出现第一个短期顶部，

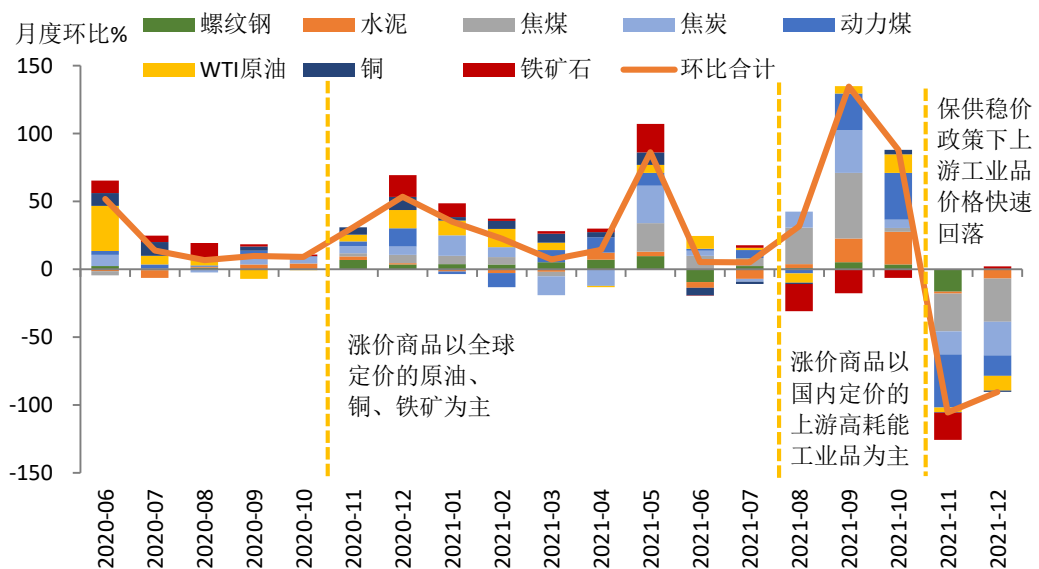
但供需双弱的格局拉长商品涨价过程，8月下旬以来，国内“缺煤限电”及“能耗双控”的供给端冲击推升PPI进一步走高。

① 2020.11-2021.5月，海外供求错位是主要驱动，涨价商品以全球定价的原油、铜、铁矿为主，对国内PPI的推升主要体现为输入性涨价。全球疫后恢复不均衡是主因，以发达国家为代表的消费国经济修复快于以发展中国家为代表的生产国和资源国，叠加美国大规模财政刺激及流动性宽松推升需求，海外供求错位引发工业品价格持续上行。

② 2021.6-8月，全球流动性退潮下工业品价格进入震荡期，全球M2于今年2、3月份见顶，商品价格大致滞后M2增速3个月左右。

③ 2021.8-9月，国内缺煤缺电和能耗双控成为价格第二波上冲的主导因素，主要涨价商品是以煤炭、化工、铝、水泥等为代表的上游高耗能工业品，为国内定价品上涨为主，供给约束冲击下PPI创出历史新高。一方面，电厂煤炭库存历史低位叠加海外疫情反弹影响动力煤进口，缺煤限电成为现实；另一方面，今年经济增长结构向工业领域倾斜下耗能过快导致能耗双控压力较大，8月17日发改委印发《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》对9省区亮红灯，督导部分地区重视落实双控任务加剧供给冲击。

图 41：上游生产资料从去年底至今已先后经历了两轮较快的上涨（%）



资料来源：Wind，优财研究院

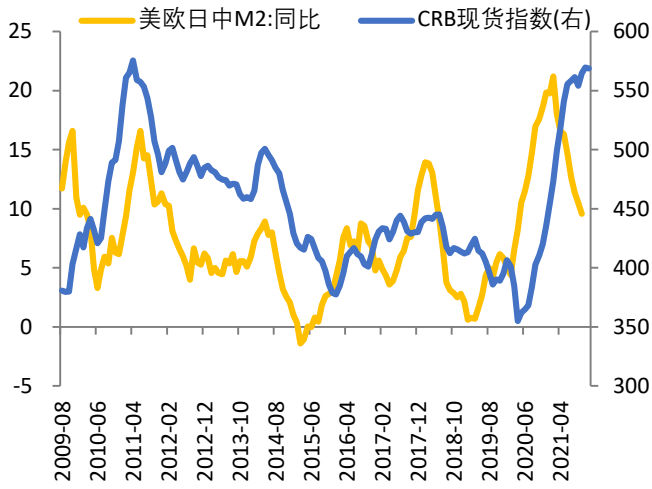
2. 2022 年 PPI 进入下行周期，CPI 温和抬升

展望明年，供给端约束逐步缓解、需求端随经济下行继续回落，叠加全球流动性退潮及海外供应链修复指向供需缺口改善，基数抬升下 PPI 逐渐进入下行周期，预计 PPI 前三季度延续回落，四季度内需回升下 PPI 有望企稳，全年中枢约 3.5% 左右。而猪周期见底、服务价格温和复苏下指向 CPI 温和抬升，明年 CPI 前低后高、全年中枢在 2% 左右，PPI-CPI 剪刀差有望快速收敛。

四季度以来，政策快速纠偏，随着保供稳价政策组合拳出台下，上游工业品价格快速回落，煤价腰斩式下跌，供给端约束逐步缓解。同时需求端在经济下行压力下进一步回落，叠加全球流动性退潮及海外供应链修复，供需缺口的改善下预计 PPI 逐渐进入下行周期，11 月 PPI 已初现回落迹象，叠加基数回升，预计 PPI 前三季度延续回落，四季度内需回升下 PPI 有望企稳，全年中枢约 3.5% 左右。

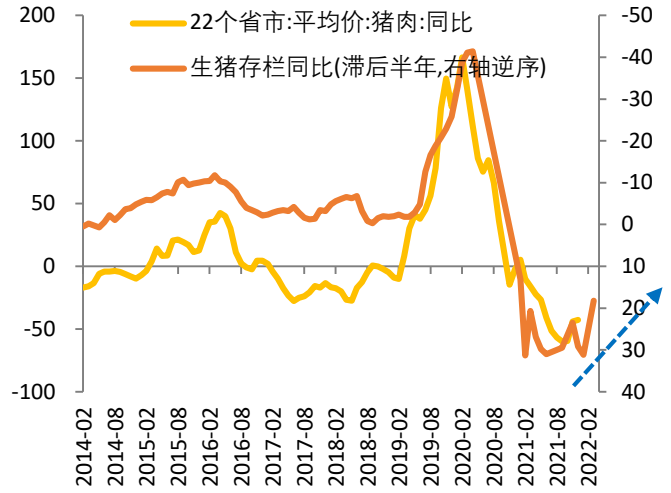
2022 年，预计 CPI 内部结构有所切换，食品价格增速有望见底回升，非食品价格涨价压力在 PPI 增速高位回落的带动下也将有所缓解。随着生猪存栏增速的回落，猪肉价格同比降幅也将逐渐收窄，叠加今年食品低基数效应，CPI 食品同比有望见底回升。全球社经恢复下油价仍存在一定上行动力，服务价格或延续温和修复，疫情影响是关键，经济下行压力下需求不强决定通胀压力不大。预计明年 CPI 前低后高、温和抬升，全年中枢在 2% 左右，油价超预期上涨或是明年通胀的潜在风险。

图 42: 商品价格滞后 M2 回落 (%)



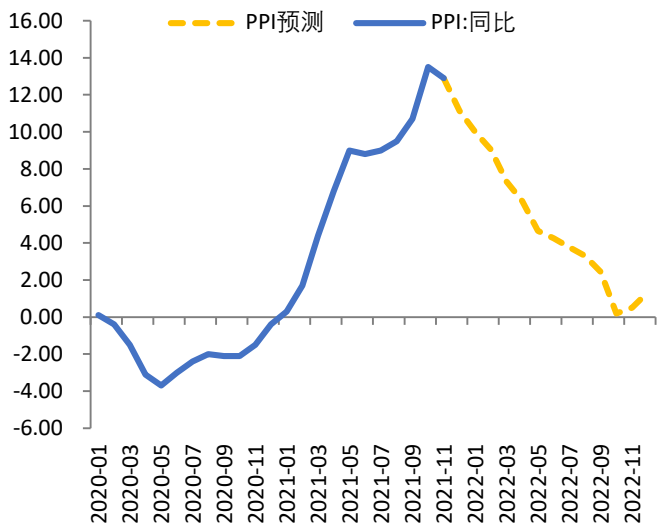
资料来源: Wind, 优财研究院

图 43: 生猪存栏增速回落带动猪价回升 (%)



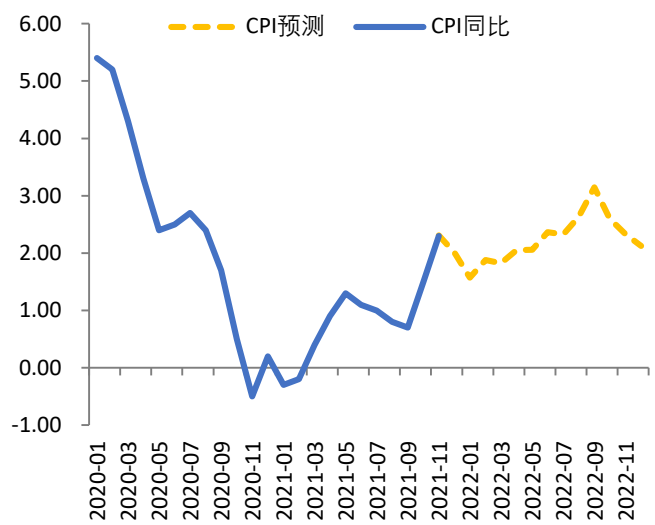
资料来源: Wind, 优财研究院

图 44: PPI 进入下行周期, 四季度有望企稳 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 45: CPI 温和抬升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

六、资产价格

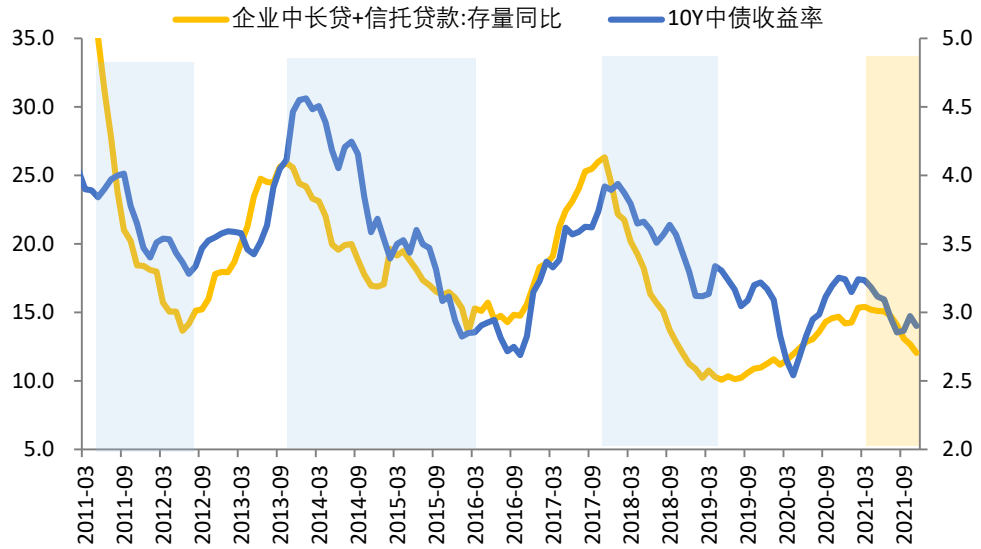
展望明年宏观环境，上半年经济下行压力加大下政策稳增长发力，跨周期和逆周期调控结合，经济有望从“类衰退”向“小复苏”过渡，经济增长大概率前低后高，下半年有望逐步见底企稳。但政策仍将在短期经济下行压力和长期改革方向之间动态平衡，高质量发展和共同富裕的目标下，传统“大开大合”的稳增长模式或难再现，经济增长大概率适度托底。

内生融资需求回落决定债市利率中枢下行，但空间打开需要基本面催化剂

从经济基本面来看，经济下行压力决定债市环境依然顺风，利率中枢回落，十年期国债高点仍难明显超过 3%。2022 年上半年信用逐渐企稳动力增强，但内生融资需求仍处回落阶段，利率走势通常中枢下行，债市无熊市。同时货币政策上半年稳中偏松也对债市形成支撑，下半年美联储加息窗口下掣肘加大，货币回归中性，中美利差收窄但仍处舒适区间对中债影响不大，十年期国债利率 3%以上仍是积极增配区间。

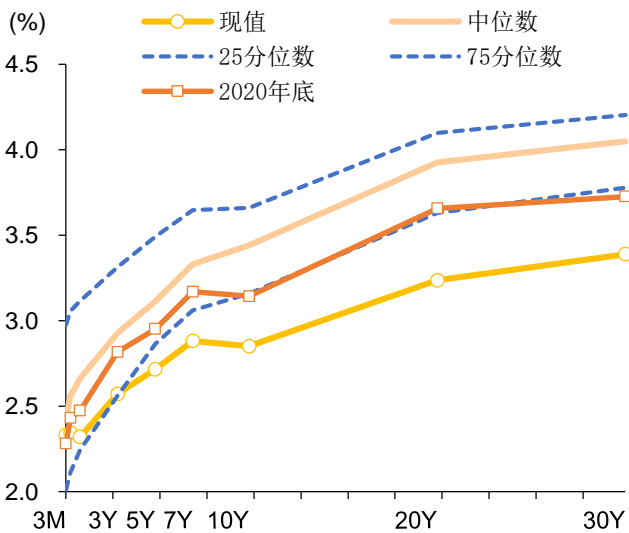
但货币政策空间制约、叠加直达实体等结构性政策工具下宽信用预期升温，利率下行空间有限，中性情况下十年期国债利率低点或在 2.8%左右，上半年债券调整就是机会。不同于传统的宽货币先行的需求侧管理政策，此次稳增长定调“以稳为主”，重心侧重财政和基建，经济适度托底。对债市来说，避免了经济较快企稳的风险，但也制约了货币政策的大幅宽松空间，利率下行空间受到约束，叠加直达实体等结构性政策工具下宽信用预期升温，债市扰动增加。中性情况下十年期国债利率低点或在 2.8%左右，利率往下突破需要更强的触发因素，若经济下行压力触发降息选项，则长端收益率或有望触及 2.65%。

图 46: 内生融资需求回落阶段, 债券无熊市 (%)



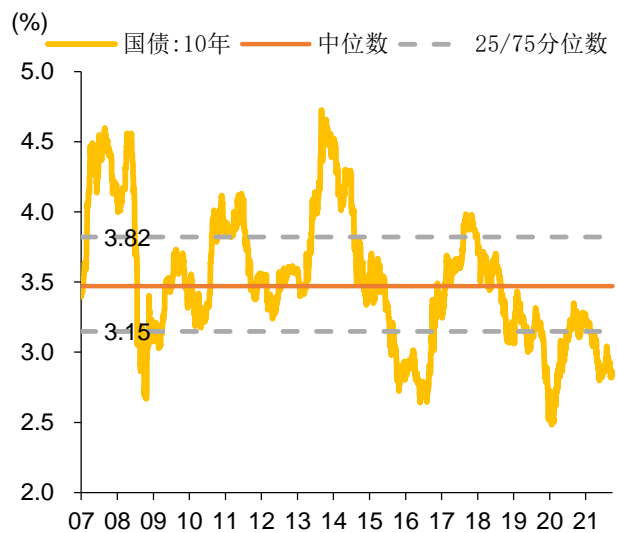
资料来源: Wind, 优财研究院

图 47: 收益率曲线处于历史低位 (%)



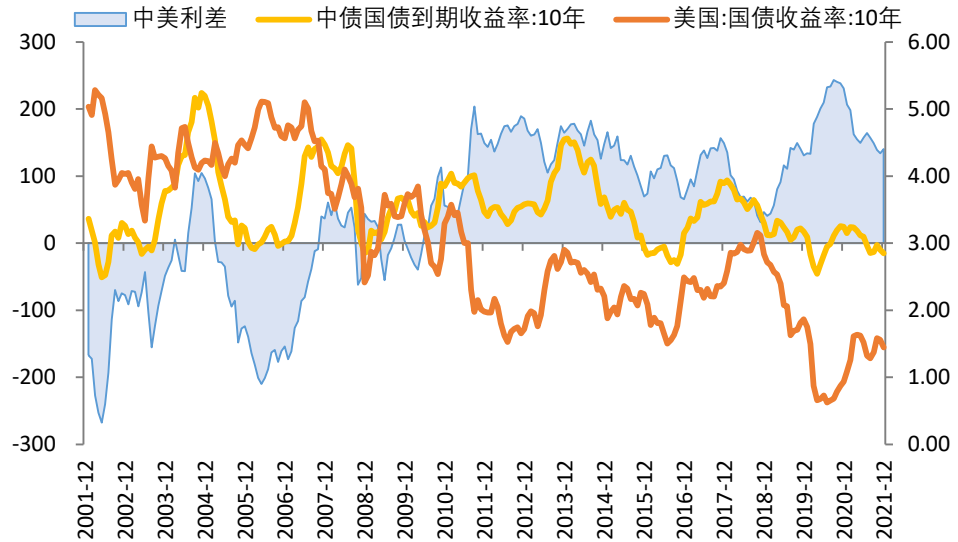
资料来源: Wind, 优财研究院

图 48: 国债收益率处于历史低位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 49：中美利差收窄但仍处舒适区间（%）



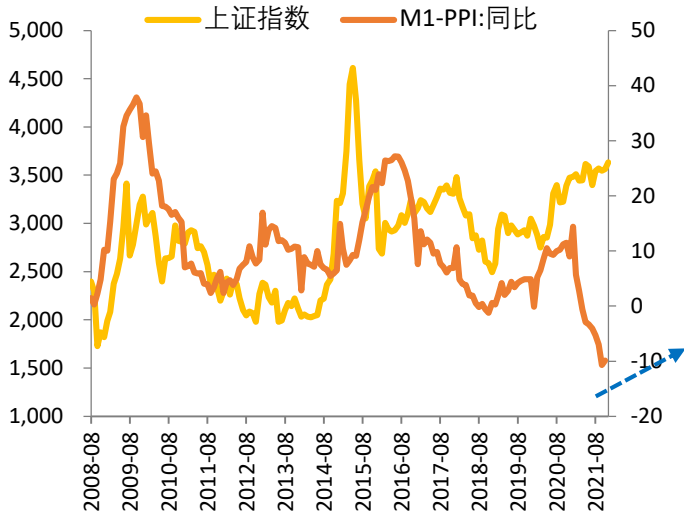
资料来源：Wind，优财研究院

股市由弱转强，成长板块受益于流动性与风险偏好的回升

随着稳增长初步确认后，当前政策底已现，但经济底未至，经济周期从“衰退前期”切换至“衰退后期”，市场利率中枢微降、宏观流动性有所改善，股票市场估值压力有望减轻，并形成初步的盈利修复预期，在此阶段成长板块或更受益于流动性与风险偏好的回升。

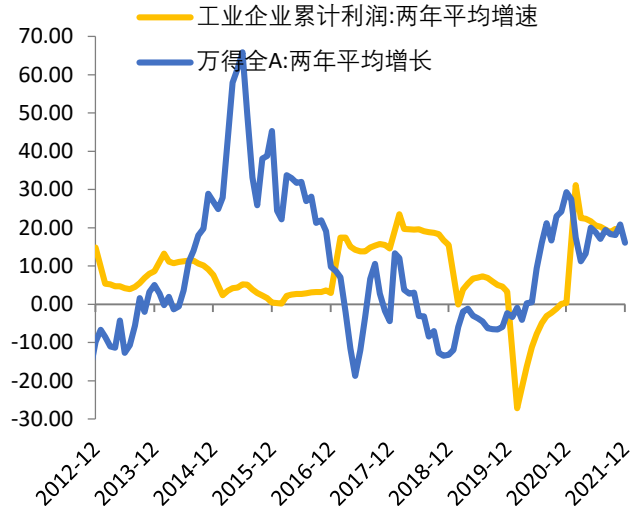
但经济下行压力下上半年盈利增速仍将继续承压，信用易稳难宽，股市整体趋势不强，仍以结构性行情为主，更好的表现仍需要看到信用环境进一步实质性的改善。而企业中长期融资占比偏低下周期股表现或将偏弱。

图 50: 宏观流动性改善支撑股指 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 51: 当前股指和盈利水平匹配 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 52: 股债性价比整体处于中性水平 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

七、风险提示

疫情反复和变异毒株扩散不确定性，美联储快速收紧货币，房地产下行风险超预期，政策变化超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>