

世界经济下行压力加剧 通胀高企加速货币收紧步伐

摘要:

作者: 宏观经济组 李彦森 史家亮 陈臻

执业编号: F3050205 (从业) Z0013871 (投资咨询)

F3057750 (从业) Z0016243 (投资咨询)

F3084620 (从业)

联系方式: chenzhen1@foundersc.com

投资咨询业务资格: 京证监许可【2012】75号

成文时间: 2022年5月18日星期三

4月19日IMF在新一期发布的《全球经济展望报告》中再次下调了2022年世界经济增速预期,从1月报告中的4.4%预测值下调至3.6%,下降幅度达到0.8个百分点。而且,与1月报告中“下调2022年经济增速预期、上调2023年经济增速预期”不同,4月报告将2023年的经济增速预期也下调了0.2个百分点至3.6%。引起世界经济增速下行压力增强的原因有很多,其中主要包括俄乌冲突、制裁与反制裁、疫情重燃、通胀高企、货币政策收紧、债务危机、地缘政治、供应链危机、气候问题等因素。绝大多数问题是2021年延续下来的,部分得到了缓解,但是更多问题呈现加剧之势。

4月全球外汇市场波动剧烈。美元大幅升值,4月28日美元指数达到103.9169,超越2017年1月3日的前值103.8222,创近20年新高。4月美元兑欧元、英镑和日元升值幅度达到5.2%、4.8%、5.3%。由于中日两国是全球为数不多维持较为宽松货币政策的国家,所以日元和人民币贬值幅度相对较大。

今年一季度美国GDP环比下降,大幅低于预期,主要由于贸易持续逆差以及政府性投资出现下降。4月初美国10年期和2年期国债收益率出现倒挂,预示美国经济存在衰退的风险。美国通胀创近41年以来新高,能源和交通运输是拉动美国通胀最关键两大板块。为遏制高企通胀,美联储今年将维持强鹰的货币政策,5月大概率开启缩表,5-6月连续两次加息50BP。

展望未来,俄乌冲突有长期化趋势,对欧洲经济发展最为不利,加剧通胀和能源危机。全球经济面临滞胀风险,一方面通胀高企,短期内无法回归2-2.5%的合理区间;另一方面,经济下行压力加剧,IMF不断下调今明两年增速预期。新冠疫情近期对中国经济影响较大,但从全球范围来看,越来越多的国家已经解除疫情完全防控措施,经济活跃程度明显回升。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项

目 录

第一部分 世界经济下行压力加剧 主要汇率波动剧烈	1
一、IMF 下调全球经济增速	1
二、全球新冠疫情持续好转	3
三、全球主要汇率波动剧烈	6
第二部分 美国长短期国债收益率倒挂 一季度 GDP 环比萎缩	10
一、美国一季度实际 GDP 同比上升 环比回落	10
二、美国通胀续创近 41 年新高	11
三、美联储将加速货币收紧步伐	13
四、美国长短期国债收益率出现倒挂	14
第三部分 欧元区经济复苏稳定 对俄制裁同样抑制自身发展	15
一、欧元区经济复苏稳定	15
二、欧盟正式批复对俄第五轮制裁	16
三、欧洲通胀续创历史新高	19
四、欧洲两大央行加快货币收紧步伐	20
第四部分 日本投资信心不佳 日债看涨日元看跌	22
一、日本经济逐步复苏 但投资信心回落	22
二、日元看跌 日债持稳看涨	23
第五部分 新兴经济体发展新动向	25
一、俄罗斯实施反制措施 卢布大幅升值	25
二、印度央行维持量化宽松 经济保持高速增长	27
第六部分 全球宏观经济综合展望	29
一、俄乌冲突有持久化趋势	29
二、全球面临滞涨风险	29
三、疫情对全球经济影响将持续减弱	30

第一部分 世界经济下行压力加剧 主要汇率波动剧烈

一、IMF 下调全球经济增速

4月19日IMF在新一期发布的《全球经济展望报告》中再次下调了2022年世界经济增速预期，从1月报告中的4.4%预测值下调至3.6%，下降幅度达到0.8个百分点。而且，与1月报告中“下调2022年经济增速预期、上调2023年经济增速预期”不同，4月报告将2023年的经济增速预期也下调了0.2个百分点至3.6%。引起世界经济增速下行压力增强的原因有很多，其中主要包括俄乌冲突、制裁与反制裁、疫情重燃、通胀高企、货币政策收紧、债务危机、地缘政治、供应链危机、气候问题等因素。绝大多数问题是2021年延续下来的，部分得到了缓解，但是更多问题呈现加剧之势。根据摩根大通公布的指数可以看出，今年一季度全球综合PMI均值为52.4，仍处于扩张区间，但整体呈明显的下降态势。今年1月全球单日新增确诊病例达到历史峰值，PMI仅录得51.1；2月世界多国解除疫情完全防控措施，PMI反弹至53.4；但是随着俄乌爆发及冲突持续升级，3月PMI再度回落至52.7。

表1-1 2022年1月和4月IMF对于2022-2023年世界经济增速预判的对比

		全球	发达经济体	新兴市场和发展中经济体	美国	中国	欧元区
2022年	1月预期	4.4%	3.9%	4.8%	4.0%	4.8%	3.9%
	4月预期	3.6%	3.3%	3.8%	3.7%	4.4%	2.8%
2023年	1月预期	3.8%	2.6%	4.7%	2.6%	5.2%	2.5%
	4月预期	3.6%	2.4%	4.4%	2.3%	5.1%	2.3%

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

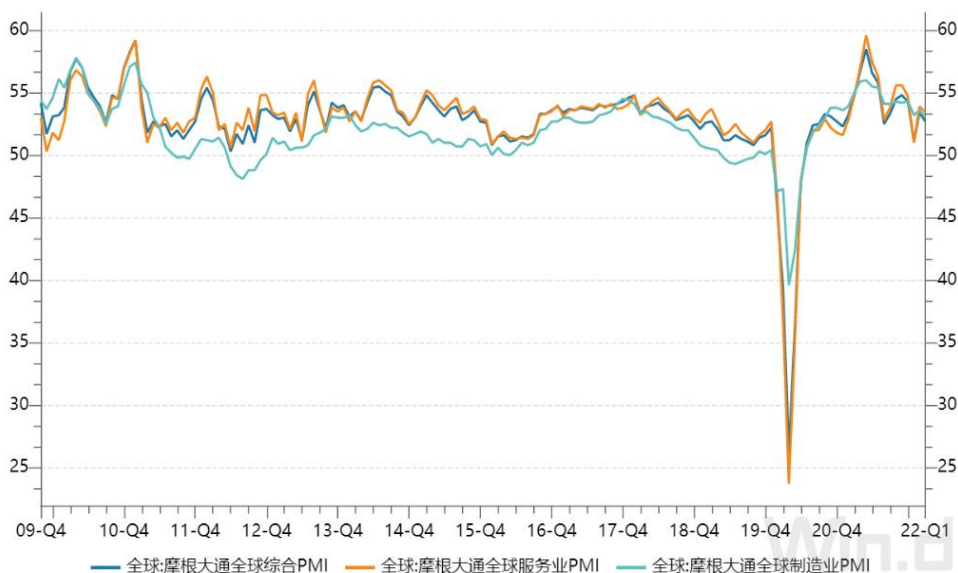
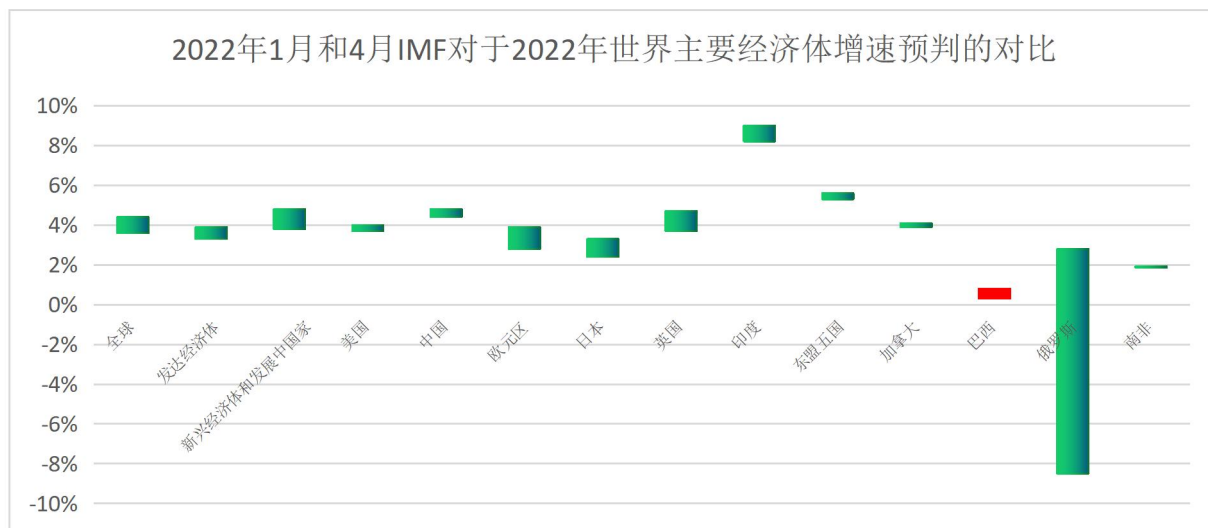


图 1-1 全球综合 PMI、服务业 PMI、制造业 PMI

数据来源：WIND、方正中期期货研究院整理



备注：绿色代表4月预测值高于1月，红色代表4月预测值低于1月。

图 1-2 2022 年 1 月和 4 月 IMF 对于 2022-2023 年世界经济增速预判的对比

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

相较今年发达经济体 0.6% 的预期回落，新兴经济体和发展中国家的下调幅度更大，达到 1%。主要是因为此次俄乌冲突爆发的直接参与国俄罗斯和乌克兰均属于新兴经济体和发展中国家，两国遭受冲突或制裁影响，经济都将出现负增长，拉低了整个发展经济体的增速。其中，俄罗斯今年 GDP 预计将萎缩 8.5%，乌克兰至少萎缩 35%。此外，俄乌冲突造成的粮食危机对于发展中国家的威胁更为直接，提升了多国的生活成本，减少了本就有限的外汇储备。

在发达经济体中，欧洲国家今年经济增速预期下调最为明显，欧元区和英国分别被 IMF 下调了 1.1 和 1 个百分点。任何制裁都是一把双刃剑，虽然欧盟和英国主动对俄罗斯实施多轮制裁，但对本国经济的伤害同样很大，欧洲对俄罗斯的能源依赖程度相当之高，油气缺失不仅影响欧洲民生更影响生产。此外，乌克兰大批难民涌入东欧地区，将给这些国家的社会稳定和保供带来巨大压力。虽然美国和俄罗斯的经济联系有限，但乌克兰局势也将削弱美国经济增速预期，IMF 将美国 2022 年的经济增速下调了 0.3 个百分点，同时通胀高企和财政赤字严重促使美联储加快加息和缩表进程，利空美国经济发展。

在新兴经济体和发展中国家中，虽然印度被 IMF 下调了 0.8 个百分点，但是印度的 GDP 增速绝对值依然达到 8.2%，是主要经济体中增速最快的。东盟五国的下调幅度仅为 0.3 个百分点，实际预期增速同样能达到 5.3%。随着疫情逐步稳定，凭借低廉的劳动力和土地成本，印度和东盟成功回收了此前流失海外的制造业订单，今年经济形势整体看好。中国经济增速被进一步下调至 4.4%，3-4 月国内疫情复燃，中国多地尤其上海遭受现长期静态管理，工厂停工、员工居家办公导致供应链断裂、出口受限，从而影响经济发展。巴西是唯一被上调 GDP 增速的

国家，该国主要以出口大豆、铁矿石等农业和矿业资源为主，俄乌冲突导致全球谷物和大宗商品价格飙升，有利于巴西扩大出口规模和提升出口价格，从而大幅增加财政收入。

IMF 还警示由于各国债务率大幅攀升，本轮全球加息周期相比 2013 年通缩将对新兴市场和发展中经济体的潜在威胁更为明显。中等收入新兴市场经济体的债务占 GDP 比率在 2021 达到 60%，高于 2013 年紧缩恐慌时的 40%，低收入新兴市场经济体的债务中值更高，几乎达到 2013 年时的两倍。在此背景下，随着加息导致借贷成本增加，新兴市场和发展中经济体的利息支出可能会大幅上升，给国家预算带来压力，使偿债变得越来越困难，约六成低收入发展中国家已经处于债务困境或高风险困境之中。

二、全球新冠疫情持续好转

1、全球新增确诊人数和死亡病例持续下降

4 月全球新冠新增确诊人数和死亡病例总体呈下降趋势。上半月确诊人数徘徊于 100 万左右，一度超过 130 万；下半月则每日均低于 100 万，4 月 24 日一度减少至 40 万以下。奥密克戎变异毒株导致的死亡率持续下降至 1.22%，4 月下降了 0.04 个百分点，相比 2020 年 4 月 7% 的历史峰值两年内下降了 5.78 百分点。

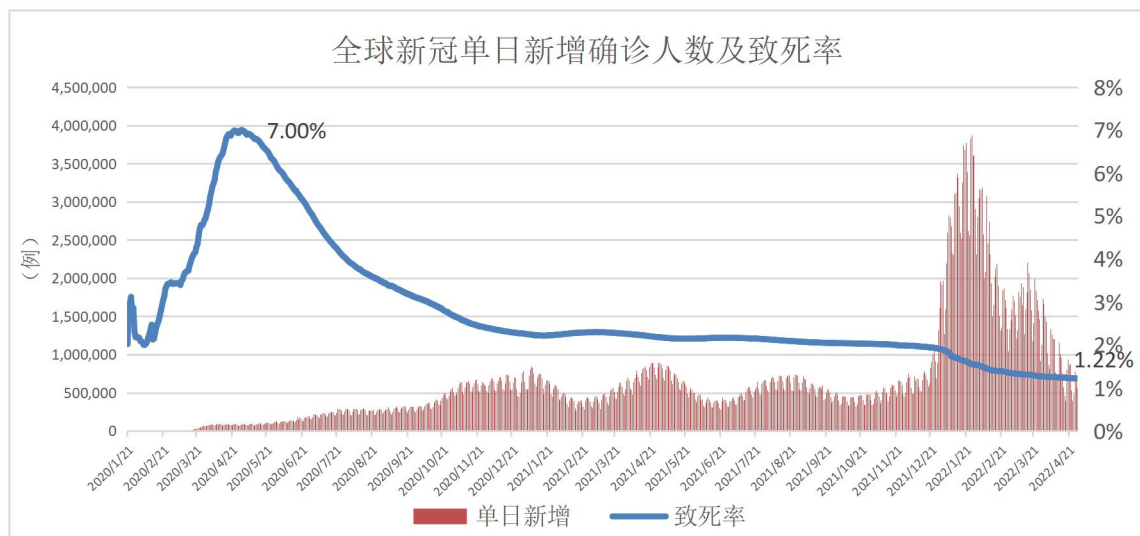


图 1-3 全球新冠单日新增确诊人数及致死率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

2、各国防疫形势

世卫组织将每周新增病例严重程度按比例划分成六档（以每 10 万人口计）：第一档超过 300 例，第二档 100.01-300 例，第三档 50.01-100 例，第四档 10.01-50 例，第五档 0.01-10 例，第六档无新增病例。在 4 月 27 日世卫组织公布的最新一期《新冠疫情周度报告》中，第一档国家包括澳大利亚、新西兰、西欧、韩国等国，第二档国家包括加拿大、日本、芬兰、东南亚、东欧诸国，第三档国家包括美国、俄罗斯、挪威等国。

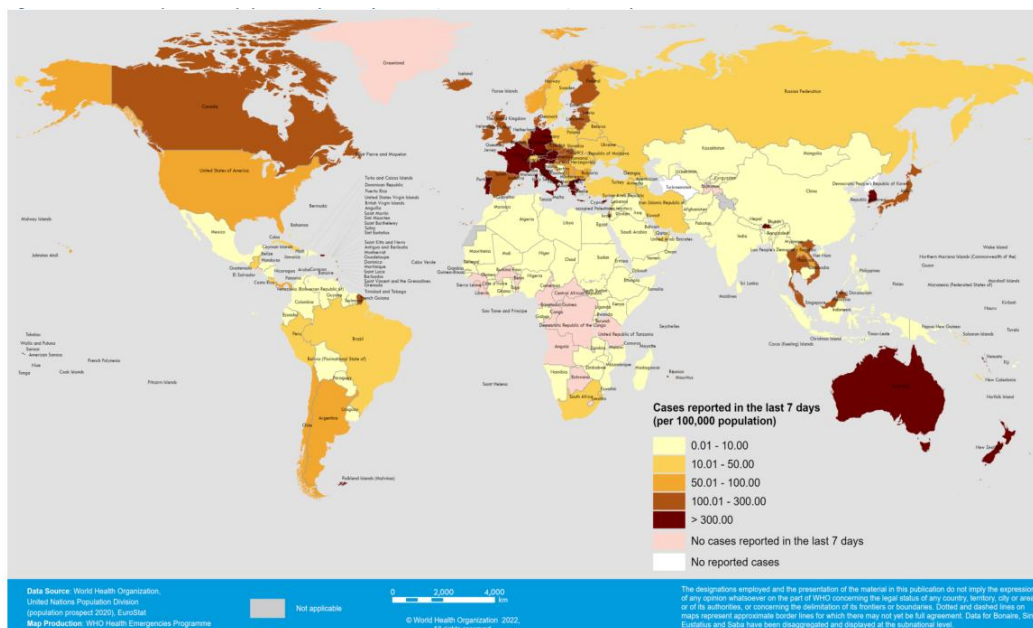


图 1-4 2022 年 4 月 18-24 日各国每十万人中感染新冠病例

数据来源：World Health Organization、方正中期期货研究院整理

世卫组织将每周新增死亡病例严重程度按比例划分成六档（以每 10 万人口计）：第一档超过 6 例，第二档 3.01-6 例，第三档 1.51-3 例，第四档 0.51-1.5 例，第五档 0.01-0.5 例，第六档无新增死亡病例。在 4 月 27 日世卫组织公布的最新一期《新冠疫情周度报告》中，没有国家处于第一档，第二档国家是意大利，第三档国家是韩国、挪威、新西兰和波罗的海三国。

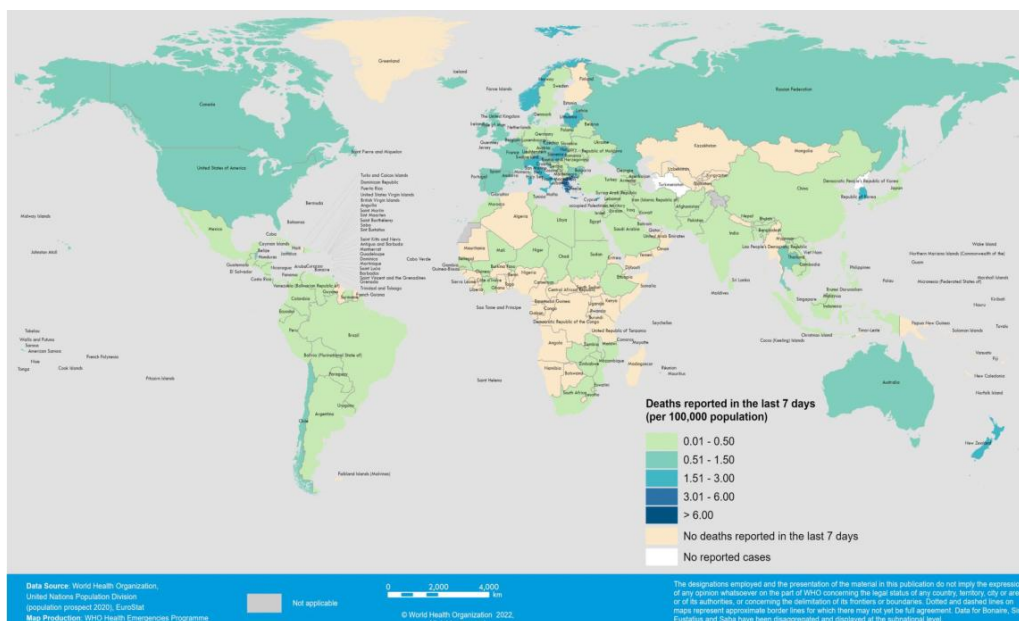


图 1-5 2022 年 4 月 18-24 日各国每十万人中新冠死亡人数

数据来源：World Health Organization、方正中期期货研究院整理

无论是发病率还是死亡率，中国均处于第五档，说明中国的防疫效果在全球位居前列，这与中国重视新冠疫情、疫苗接种率较高以及人口基数较大有着直接关系。朝鲜和土库曼斯坦是全球唯二的至今未出现新冠病例的国家。

3、新冠疫情的新趋势

今年迄今为止，全球疫情出现过两波高峰，分别是1月底和3月初。3月初的高峰主要由于西太平洋和欧洲地区反弹造成的。2月欧洲解除完全疫情防控措施以及俄乌冲突爆发导致东欧出现大规模难民潮，都是导致欧洲疫情在3月初大幅回升的重要原因。

奥密克戎变异毒株是引起全球新增病例最主要的感染源。3月25日至4月24日期间，全球新增257337例确诊人数，其中356684例源于奥密克戎变异毒株，占99.7%；德尔塔毒株引发的病例为47例，不足千万之一。

在很多国家，新冠病毒造成的住院病例和死亡病例正在不断下降，这与奥密克戎变异毒株总体呈现“传播快、毒性低”的特征相符。不过，部分国家近期疫情复燃严重，导致住院人数提升，加剧了当地医疗压力，个别国家的死亡病例甚至超过了历史峰值。

4、新冠疫苗接种情况

全球新冠疫苗接种量已经超过110亿剂，但是疫苗分配不均的问题依然凸显。相较西太平洋地区高达82%的接种率，非洲国家的接种率仅为13%，低收入国家中仅有11%的民众完成第一针接种。数据显示接种疫苗的民众对奥密克戎毒株有较强的抵御效果，即便感染患重病的风险也将远远低于未接种者。

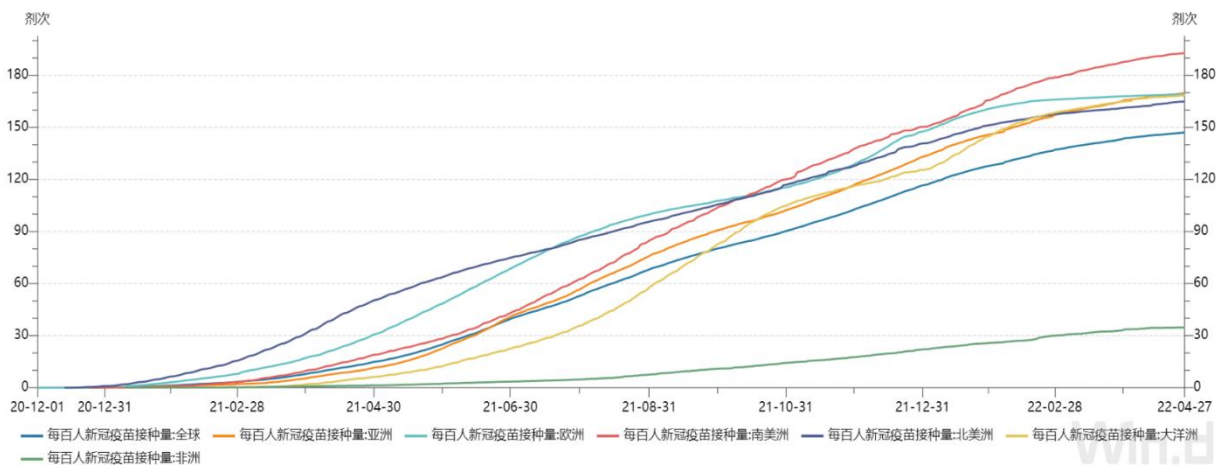


图 1-6 全球及七大洲新冠疫苗接种率

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

5、世卫组织的警示

受当下传播风险、健康风险以及防控不足带来的风险，全球公共健康风险依然非常之高。世卫组织并不赞同部分国家直接完全解除疫情防控措施，更倾向于根据疫情实际发展情况逐步

降低防疫等级。当前还有很多未知的风险尚未知晓，其中包括变异和混合毒株的危害性、疫苗的持久性、病毒对重症患者的后遗症、撤除防疫措施对于病毒传播、住院率和死亡率产生的影响。

总体来看，全球新冠住院人数和死亡病例都大幅下降，但不排除漏诊可能性，并未尚存在诸多未知风险，世卫组织强烈建议循序渐进地降低防疫等级。

三、全球主要汇率波动剧烈

1、美元指数创近 20 年新高

4 月美元持续大幅升值，4 月 28 日美元指数达到 103.9169，超越 2017 年 1 月 3 日的前值 103.8222，创近 20 年新高。随着美国公布的今年一季度 GDP 环比增速意外录得-1.4%，市场并不看好美国后期经济走势，美元指数冲高回落。



图 1-7 美元指数日柱状图

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度，通过计算美元和对选定的一揽子货币的综合的变化率，来衡量美元的强弱程度。美元指数对标的六大币种，分别为欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加元（9.1%）、瑞典克朗（4.2%）、瑞士法郎（3.6%）。4 月美元兑六大币种均有不同程度升值，尤其对前三大币种。

表 1-2 2022 年 4 月美元兑六大币种的升值幅度

	美元指数	美元兑欧元	美元兑日元	美元兑英镑	美元兑加元	美元兑瑞典克朗	美元兑瑞士法郎
2022-04-01	98.5709	0.9052	122.5350	0.7626	1.2521	9.3575	0.9256
2022-04-28	102.9669	1.0500	128.4350	1.2459	1.2808	9.5434	0.9587
升值幅度	5.2%	5.2%	4.8%	5.3%	2.4%	2.0%	3.6%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

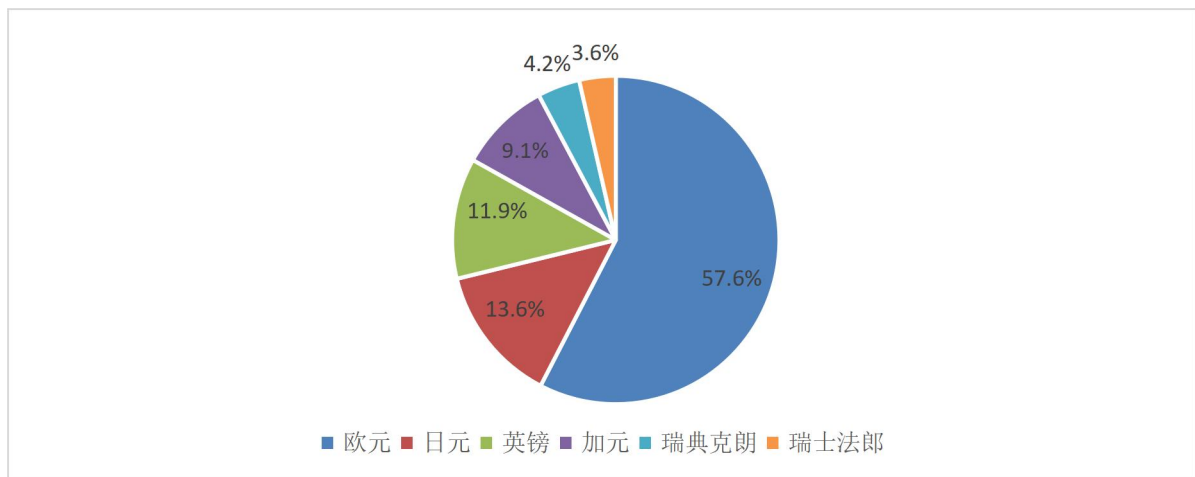


图 1-8 美元指数各币种比重

数据来源：百度、方正中期期货研究院整理

此轮美元升值可以归纳为六方面因素：**其一，美国受俄乌冲突相对较小。**美元指数中欧洲国家币种占比将近七成，而欧洲受此次俄乌冲突冲击影响最为直接，大量欧洲资本逃往美国，提升了对于美元及美债的需求。欧洲和日本对俄罗斯的能源依赖度很高，日欧对俄罗斯的多轮制裁不仅减少俄罗斯外汇收入也伤害了本国经济发展。并且，俄乌冲突有长期化趋势。美国和北约希望通过战争消耗甚至拖垮俄罗斯的意图十分明显，所以持续向乌克兰提供武器装备，泽连斯基甚至扬言 7 月对俄实施全面反攻。一旦俄乌冲突持久化对欧洲经济影响同样会长期化，导致更多的资本从欧洲流向美国避险。而且，即便冲突结束后，西方国家不可能理解解除对俄所有制裁。**其二，美国通胀水平最高。**3 月美国季调 CPI 同比增速录得 8.6%，创近 41 年以来新高。欧元区、英国、加拿大和日本的通胀水平分别录得 7.5%、7%、6.4%和 1.2%。美联储加息的迫切性无疑是最强烈的。**其三，美国失业率相对最低。**日本失业率最低，录得 2.6%；美国居次席，录得 3.6%；欧元区最高，达到 6.8%。所以，美联储更有底气加快货币收紧的步伐。**其四，美国经济前景相对较好。**IMF 在 4 月公布最新一期《世纪经济展望》中，预估 2022 年加拿大、美国、英国、欧元区和日本 GDP 增速分别为 3.9%、3.7%、3.7%、2.8%、2.4%。虽然美国一季度 GDP 同比下降了 1.4%，全年经济增速可能会进一步下调至 3.5%以下，但是相比欧元区和日本，美国的经济比较优势依然较为明显。**其五，美国消费需求依然旺盛。**虽然美国消费增速下降，但是零售消费绝对值依然创历史新高，并且 3 月消费者信心指数大幅度反弹。**其六，美联储货币政策最为鹰派。**美联储极有可能在未来两次议息会议中各加息 50BP，5 月开启缩表，3-5 个月内达到单月缩表上限 950 亿美元，全年有望加息 225-275BP。

表 1-3 美国及其他经济体的各项经济指标

	美国	欧元区	英国	日本	加拿大
--	----	-----	----	----	-----

2022 年经济增速预期	3.7%	2.8%	3.7%	2.4%	3.9%
2022 年 3 月制造业 PMI	57.1	56.5	55.2	54.1	58.9
2022 年 3 月服务业 PMI	58.3	55.6	62.6	49.4	---
2022 年 3 月 CPI 同比增速	8.6%	7.5%	7%	1.2%	6.4%
2022 年 3 月失业率	3.6%	6.8%	4.3%	2.6%	5.3%

数据来源：IMF、Wind、方正中期期货研究院整理

近期受一季度 GDP 增速负值影响，美元指数会出现阶段性回落。从今年长期情况来看，以上六大因素依然存在甚至部分因素还会加剧，从而支撑美元在未来八个月持续坚挺。美元指数走势与美联储目标利率有着较为密切的正向关系，3 月美联储刚刚启动首轮加息，未来八个月有可能至少再加息 200BP，所以美元指数依然有上涨动力。

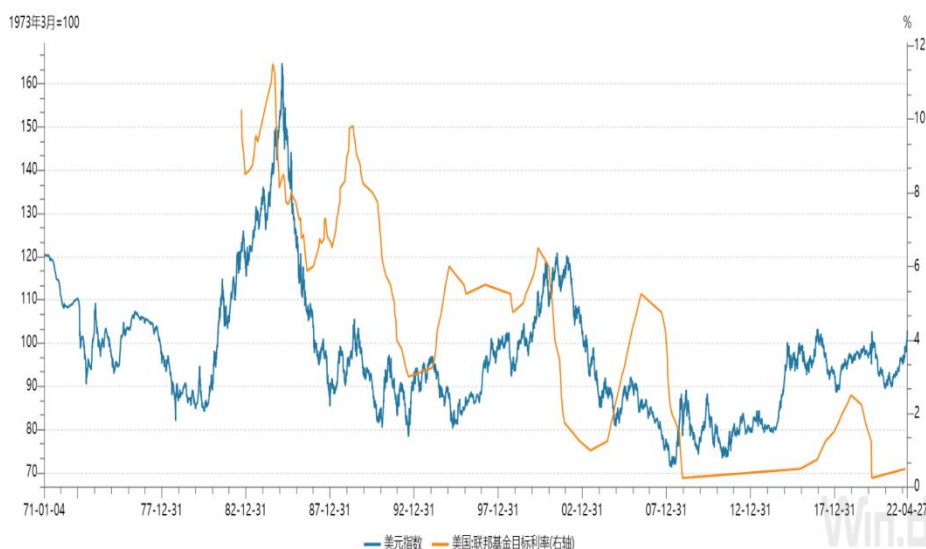


图 1-9 美元指数及美联储目标利率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

今年美元指数有望突破 110 点，但冲击前值 121.02 点的难度较大，除非再次出现重大黑天鹅事件。期间，倘若欧洲央行和英国央行宣布鹰派言论决策，或者美联储政策落地后等情况，美元指数会阶段性回调。

2、人民币中短期震荡承压 长期持稳

从 3 月 1 日至 4 月 28 日期间，美元兑人民币汇率进入升值通道，从 6.3034 升值至 6.6500，两个月内升值幅度达到 5.5%。受美国一季度 GDP 增速转负影响，4 月 29 日美元走出一根大阴线，但依然维持于 6.6243 的相对高位。中美 2 年和 5 年国债收益率于 4 月 1 日出现倒挂，市场更为看重的 10 年期国债收益率于 4 月 14 至 4 月 22 日期间出现倒挂。此轮人民币贬值和中国国债收益率倒挂主要受到两方面因素影响，一方面，美联储加快货币政策收紧预期，中国央

行下降存款准备金率 0.25 个百分点，后期存在降息的可能性；另一方面，中国疫情复燃，多地采取静态管理，利空经济发展。



图 1-10 美元兑人民币日柱状图

数据来源：新浪财经、方正中期期货研究院整理

表 1-4 中美国债收益率对比

日期	中国：国债收益率(数据来自中国债券信息网，单位%)					美国：国债收益率(数据来自美联储，单位%)				
	2年	5年	10年	30年	10年-2年	2年	5年	10年	30年	10年-2年
2022-04-28	-	2.63	2.85	3.32	-	2.63	2.86	2.85	2.92	-
2022-04-27	2.33	2.61	2.84	3.30	0.51	2.58	2.81	2.82	2.91	0.24
2022-04-26	2.31	2.59	2.83	3.30	0.51	2.54	2.79	2.77	2.86	0.23
2022-04-25	2.30	2.58	2.82	3.30	0.52	2.63	2.84	2.81	2.88	0.18
2022-04-24	2.33	2.60	2.83	3.30	0.51	-	-	-	-	-
2022-04-22	2.33	2.60	2.84	3.31	0.52	2.72	2.94	2.90	2.95	0.18
2022-04-21	2.31	2.58	2.83	3.31	0.51	2.68	2.96	2.90	2.94	0.22
2022-04-20	2.32	2.59	2.83	3.32	0.51	2.60	2.87	2.85	2.90	0.25
2022-04-19	2.29	2.56	2.82	3.33	0.53	2.61	2.91	2.93	3.01	0.32
2022-04-18	2.28	2.58	2.81	3.37	0.53	2.46	2.79	2.85	2.95	0.39
2022-04-15	2.24	2.52	2.76	3.34	0.52	-	-	-	-	-
2022-04-14	2.26	2.54	2.77	3.35	0.50	2.47	2.79	2.83	2.92	0.36
2022-04-13	2.28	2.55	2.76	3.34	0.48	2.37	2.66	2.70	2.81	0.33
2022-04-12	2.31	2.57	2.77	3.35	0.47	2.39	2.66	2.72	2.82	0.33
2022-04-11	2.29	2.55	2.77	3.35	0.47	2.50	2.79	2.79	2.84	0.29
2022-04-08	2.26	2.52	2.75	3.34	0.50	2.53	2.76	2.72	2.76	0.19
2022-04-07	2.24	2.51	2.74	3.34	0.50	2.47	2.70	2.66	2.69	0.19
2022-04-06	2.26	2.52	2.76	3.35	0.50	2.50	2.70	2.61	2.63	0.11
2022-04-05	-	-	-	-	-	2.51	2.69	2.54	2.57	0.03
2022-04-04	-	-	-	-	-	2.43	2.56	2.42	2.48	-0.01
2022-04-02	2.27	2.53	2.77	3.36	0.50	-	-	-	-	-
2022-04-01	2.27	2.55	2.77	3.36	0.50	2.44	2.56	2.38	2.44	-0.06

数据来源：东方财富网、方正中期期货研究院整理

从长期来看，人民币汇率将持稳反弹，主要有四方面的原因。其一，中国经济增速依然快于美国，一旦疫情控制之后中国出口将会强势触底反弹，中国将维持较大规模的贸易顺差。其二，经常账户和直接投资等国际收支基础性顺差仍会保持一定的规模，将发挥稳定跨境资金流动作用。其三，中国央行有充沛的外汇储备，可以起到稳定外汇汇率的作用。其四，美联储长期超发货币，严重损伤美元信誉。

第二部分 美国长短期国债收益率倒挂 一季度 GDP 环比萎缩

今年一季度美国 GDP 环比下降，大幅低于预期，主要由于贸易持续逆差以及政府性投资出现下降。4 月初美国 10 年期和 2 年期国债收益率出现倒挂，预示美国经济存在衰退的风险。美国通胀创近 41 年以来新高，能源和交通运输是拉动美国通胀最关键两大板块。为遏制高企通胀，美联储今年将维持强鹰的货币政策，5 月大概率开启缩表，5-6 月连续两次加息 50BP。

一、美国一季度实际 GDP 同比上升 环比回落

剔除价格因素，美国今年一季度实际 GDP 录得 4934 亿美元，同比增长 3.6%，环比下降 0.4%。此次环比增速出现负值略显意外，原本预期能实现 0.28% 的环比增速，为 2020 年三季度以来首次出现负值。

从分项来看，季调实际个人消费支出录得 3478 亿美元，同比和环比增速分别录得 4.7% 和 0.7%；季调国内私人投资总额录得 981 亿美元，同比和环比增速分别录得 10.8% 和 0.6%。两大分项表现尚可，对 GDP 环比拉动率分别为 0.46% 和 0.11%。今年一季度表现不理想的是“商品和服务进出口”和“政府消费支出和投资总额”。“商品和服务进出口”录得 -385 亿美元，贸易顺差同比扩大 25.7%，环比扩大 14.2%，对 GDP 环比拉动率为 -0.8%。不过从 2020 年三季度起，该项的负值就持续扩大，美国正在通过扩大进口来增加商品供给，从而控制通胀水平。“政府消费支出和投资总额”录得 834 亿美元，同比和环比分别下降 1.7% 和 0.7% 对 GDP 环比拉动率为 -0.12%。由此可见，美国正在逐步退出纾困计划，并且从去年 11 月美联储开始实施 Taper，美国政府消费和投资规模正在被缩减。

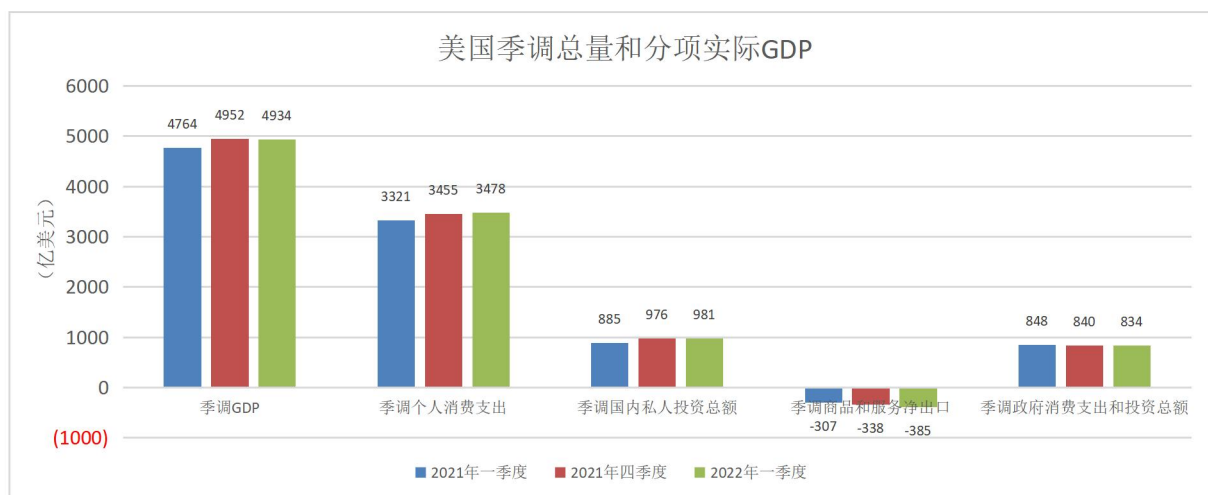


图 2-1 美国季调总量和分项实际 GDP

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美国一季度制造业和非制造业 PMI 均在 55-60 扩展区间之内，产业发展势头总体良好。不过，受货币政策收紧拖累，今年经济增长加速放缓是难以避免的现实，美国全年 GDP 将会低于 IMF 的 3.7% 预期值，有可能在 3.5% 左右。

二、美国通胀续创近 41 年新高

2022 年 3 月美国 CPI 季调同比增速录得 8.6%，大幅高于前值 7.9%，连续 7 个月上涨，续创近 41 年新高，前高还要追溯至 1981 年 12 月的 8.9%；季调核心 CPI 同比增速录得 6.4%，与前值相同。

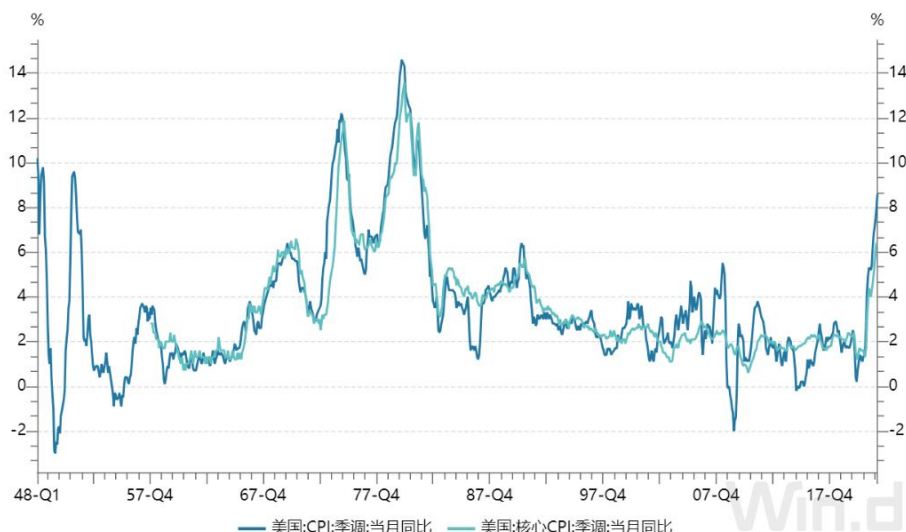


图 2-2 美国季调 CPI 同比增幅

数据来源：WIND、方正中期期货研究院整理

能源依然是拉动美国通胀最关键的因素。2022 年 3 月美国能源季调 CPI 同比和环比增幅分别录得 32.2%和 11%，均是所有分项中增速最快的。随着俄乌冲突持续爆发以及西方国家与俄罗斯之间制裁与反制裁，全球能源价格大幅攀升。3 月 OPEC 一揽子原油均价、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货均价、纽约天然气现货均价分别达到 113.5 美元/桶、314.3 美元/吨、4.47 美元/百万英热，同比增长 176%、231%、98%。从同比增速来看，**交通运输**是拉动美国通胀的第二大因素，3 月季调 CPI 同比增速录得 22.5%，季调环比增速录得 3.9%，均创 1948 年有记录以来新高。随着美国在 2 月解除完全疫情防控措施之后，民众出行增加，旅游产业得到进一步复苏，公共交通和机票 CPI 同比增长 14.9%和 23.6%。新机动车和二手车 CPI 同比增幅达到 21.5%和 35.3%，但是环比增长 0.2%和-3.8%，均低于前值，尤其二手车 CPI 连续两个月环比下降，主要是因为随着芯片供应逐步增加，新车产量回升，减少了对于二手车的需求。**食品饮料和服装**两大行业 CPI 季调同比增速分别录得 8.5%和 6.8%，一方面与美国放宽疫情限制有关，另一方面该两大行业都是美国对外进口的重要行业，美国 3 月进口物价指数同比录得 12.5%，创近 11 年新高，从而提升了商品在美销售价格。随着美国收紧货币政策并退出纾困计划，美国民众返回大城市主动寻找工作动力不断回升，从而提升了居住和办公用品的需求，当月住宅 CPI 季调同比增幅录得 6.4%，创近 40 年新高；个人计算机 CPI 季调同比增幅录得 7.6%，创近 5 个月新高。

虽然美国 3 月 CPI 季调环比增速录得 1.2%，创近 41 年新高，但是核心 CPI 季调环比增速录得 0.3%，连续两个月出现回落。由此可见剔除能源和食品两大行业，其他行业的物价增速正在放缓，尤其教育通讯和信息技术 3 月季调 CPI 环比增速均出现负值，服装和娱乐两大产业 CPI 低于前值，食品饮料 CPI 与前值相同。

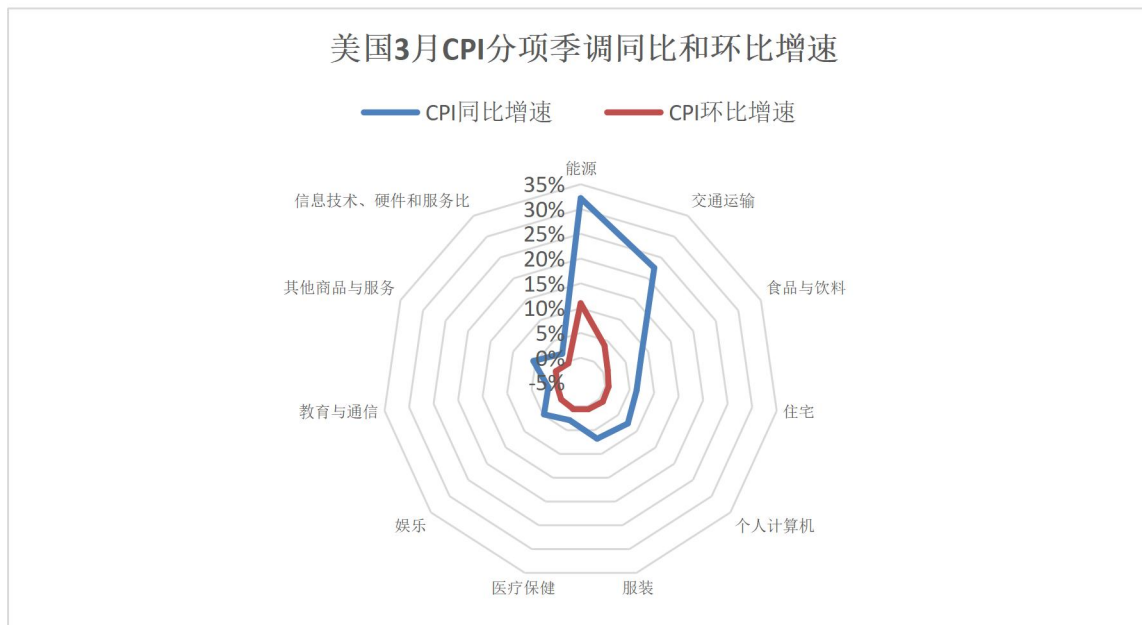


图 2-3 2022 年 3 月美国 CPI 分项季调同比和环比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从当前形势来判断，美国通胀拐点有可能出现在 5-6 月，但下半年的通胀水平依然将维持高位，有可能个别月份在震荡下行中出现反弹。从**能源**角度来看，这是拉动美国通胀第一要素，4 月能源 CPI 同比增速有可能低于前值，但依然将维持高位。得益于美国在未来半年每日放储 100 万桶原油以及 OPEC 增产，全球原油价格在 3 月下旬出现松动，4 月 OPEC 一揽子原油价格均值为 105.5 美元/桶，相比去年 4 月均值增长 66%，远低于 3 月 176% 的增速，环比今年 3 月均值下降 7%。4 月纽约天然气现货均价为 6.2 美元/百万英热，相比去年 4 月均值增长 189%，远高于 3 月 98% 的增速，环比今年 3 月均值上升 39%。从**快消品**来看，中国是美国第一大商品出口国家。上海从 3 月底开始分区隔离，整个 4 月长三角地区集疏运均不正常，发往美国的货柜有限。美国 3 月季调零售总额录得 5904 亿美元，同比增速近一年首次回落至个位数，不过随着美国放宽疫情防控措施，美国 4 月消费者信心指数在连续三个月之后出现反弹，尤其预期指数大幅提升 9.8 个点。美国 2 月季调零售商库存销售比录得 1.13，依然处于历史较低水平，后续需要补库。西方重要节日集中在四季度，美国下半年的消费需求要旺于上半年。在美国消费需求整体旺盛情况下，美国供需错配问题有可能要等待中国疫情控制之后才能得到缓解。从**住宅租金**来看，随着美国退出纾困计划，美国民众必须返回大城市寻找工作，这样就给租金上涨提供动能。从**货币政策**来看，美国极有可能在 5 月开启缩表，在 3-5 个月内达到缩减上限，

即 950 亿美元（600 亿美元国债+350 亿美元 MBS），利空大宗商品价格。从**生产价格**来看，美国 3 月 PPI:总需求同比和环比增速分别录得 11.2%和 1.4%，创历史新高。从**俄乌冲突**来看，美国有意将俄乌冲突持久化，从而消耗甚至拖垮俄罗斯，短期内粮食、能源和大宗商品供需错配难以缓解。

三、美联储将加速货币收紧步伐

4 月 6 日美联储公布 3 月议息会议纪要。**货币政策方面**，持续加息和缩表是完全合理的，应加速取消货币宽松政策，并迅速向中性甚至更紧缩转变，未来存在采取多轮单次议息会议加息 50BP 的可能性。**缩表方面**，最快将在 5 月开启，可能在三个月之后达到缩减上限，即 950 亿美元（600 亿美元国债+350 亿美元 MBS）。国债减持的主要方式是每月按照上限赎回息票，如息票本金不足上限将进一步赎回短期国债；MBS 本金的赎回量可能会低于每月上限，该上限主要应对高利率。至于缩减至何种规模则存在巨大的不确定性，需要根据货币市场状况和接近充足保证金的指标再做决定。**通胀方面**，高通胀涉及的产业已从商品延伸至服务，例如教育、服务和医疗保健。通胀路径存在多样性，包括俄乌冲突、中国近期的新冠疫情、美国港口拥堵及供应链劳动力不足等。**经济及劳动力市场**，当前失业率已经降至新冠疫情爆发后的最低点，辞职和职位空缺处于历史高位，名义工资增速创近几年新高。经济有进一步下行的压力，主要由于俄乌冲突、通胀以及供应链危机。**金融市场**，在俄乌冲突和联储货币政策的影响下，金融市场波动将更为剧烈，部分市场流动性趋紧。尽管借贷成本有所上升，但融资条件相比疫情前仍然较为宽松。

3 月议息会议纪要相比预期更显鹰派。加息方面，强调通胀形势的严峻性，表达多次采取加息 50BP 的可能性。缩表方面，本轮缩表的幅度和速度远超上轮。本轮单月缩减上限将达到 950 亿美元（600 亿美元国债+350 亿美元 MBS），相比上轮的 500 亿美元（300 亿美元国债+200 亿美元 MBS）扩大近一倍。上轮缩表是从 2017 年 10 月开始直至 2018 年 10 月才达到缩减上限，期间经历一年，但此轮很有可能在三个月后就达到上限。

整个 4 月美联储主席和议员均多次发表鹰派言论。美国时间 4 月 11 日，一直被誉为鸽派代表人物的芝加哥联储主席查尔斯·埃文斯发表鹰派言论“如果想在年底前达到中性利率，今年可能需要进行 9 次加息，而如果每次会议只加息 25BP，将无法实现这一目标，所以需要加快加息步伐。在 5 月美联储议息会议上，加息 50BP 显然值得考虑甚至很有可能。”美国时间 4 月 18 日圣路易斯联储主席布拉德提到 3.5%是所需的最低联邦基金利率，期间需要多次加息 50BP，并且不排除单次加息 75BP 的可能性。

从当前情况来判断，美联储既有可能在 5 月加息 50BP，并且开启缩表进程；6 月至少加息

50BP，是否会加息 75BP 主要取决于 5 月 CPI 同比增速是否续创近 40 多年以来新高；3-5 个月之后缩表就能达到 950 亿美元的缩减上限；全年加息幅度将达到 275BP 左右。



图 2-4 联邦基金期货隐含的美联储利率及加息次数

数据来源: Bloomberg、方正中期期货研究院整理

由于美联储强硬程度超过预期，4 月美国金融市场波动剧烈。美元指数、美国国债收益率以及市场恐慌性指数 (VIX) 均呈现较大幅度增长。三大股指道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克综合指数则出现较大幅度回落。

表 3-1 2022 年 4 月美国金融市场波动情况

	美元指数	美国 10 年期 国债收益率	标普 500	道琼斯工业 平均指数	纳斯达克 综合指数	VIX
2022-04-01	98.5709	2.3900	4545.86	34818.27	14261.50	19.63
2022-04-28	103.6704	2.8500	4287.50	33916.39	12871.53	29.99
月度涨跌幅	5.2%	19.2%	-5.7%	-2.6%	-9.7%	52.8%

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

四、美国长短期国债收益率出现倒挂

3 月 18 日美国 5 年期和 10 年期国债收益率持平，3 月 19 日起开始出现倒挂，并且倒挂差值从 3 月 21 日的 1BP 逐步上升至 4 月 1 日的 12BP，其他长短期年份的国债收益率的差值也在逐步收窄。市场最为关注的美国 2-10 年期国债收益率差值在 4 月 1 日倒挂 5BP，这是 2019 年 8 月底之后首次出现，4 月 4 日继续倒挂 1BP。

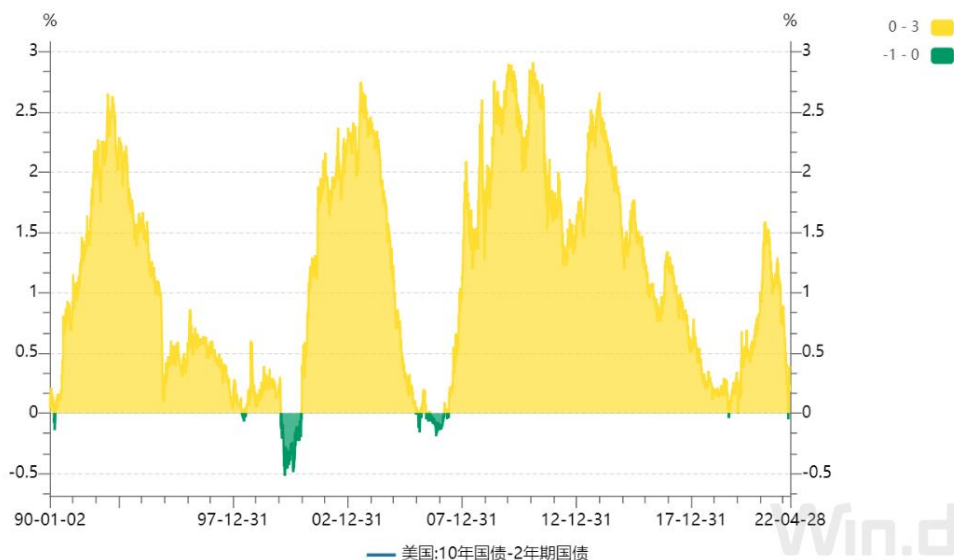


图 2-5 美国 10 年期国债-2 年期国债收益率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美国长短期国债收益率倒挂一直是经济衰退的重要预警信号。一般而言，远期国债收益率由于存在未来不确定性的风险溢价会高于近期收益率。倘若市场并不看好未来经济发展，购买远期国债是一种较为稳妥的保值方式，促使投资者更倾向于买入远期国债，导致远期国债市场价格上升，收益率下降。最近 45 年共发生过 6 次 2-10 年美债收益率倒挂，平均 22 个月之后都发生了经济衰退。根据以往经验一般都是在美联储加息 5-7 次之后，美国国债收益率才会出现长短期倒挂，这次仅仅首轮加息且只加息 25BP 就出现倒挂说明美国经济前景的确不容乐观。今年一季度美国实际 GDP 环比下降 1.4%，就是经济衰退的前兆。今年美联储还有 6 次议息会议，每次都将加息，并且将多次在单轮加息 50BP 以上，美国经济将经历更为严峻的考验，不排除后期美国长短期国债收益率再度出现倒挂的可能性。

第三部分 欧元区经济复苏稳定 对俄制裁同样抑制自身发展

今年一季度欧元区经济进一步稳步复苏，同比增长 5%，环比增长 0.2%，相比 2019 年同期增长 0.8%，连续两个月高于疫情前同期水平，欧元区经济已经走失疫情阴霾。受俄乌冲突影响，4 月欧盟对俄罗斯实施第五轮制裁，首次触及能源领域，进一步推高欧洲通胀水平，迫使欧洲央行和英国央行采取更为鹰派的货币政策。

一、欧元区经济复苏稳定

剔除价格因素，今年一季度欧元区季调 GDP 录得 2.7 万亿欧元，同比增长 5%，创近三个月以来新高；环比增长 0.2%，创近四个月以来新低。去年一季度欧洲疫情严重，长期处于封

控之中，基数相对较低，今年 2 月欧洲诸国解除疫情完全防控措施，经济活跃度相比去年同期大幅回升。不过，今年 2 月下旬俄乌冲突爆发，并且持续至今，期间俄欧之间进行多轮制裁与反制裁，抑制了欧元区的复苏步伐，所以今年一季度环比增速持续放缓。

从 2020 年四季度起，欧元区经济就逐步向疫情前恢复。2020 年四季度欧元区实际 GDP 已恢复至 2019 年同期的 95.7%，直至 2021 年四季度终于超越了 2019 年同期 0.2 个百分点，标志着欧元区在历经两年之后经济终于恢复至疫情前水平。2022 年一季度与 2019 年同期相比增长了 0.8%，欧元区经济在持续恢复中。按照这样的发展趋势，欧元区 2022 全年实际 GDP 将超越 2019 年。

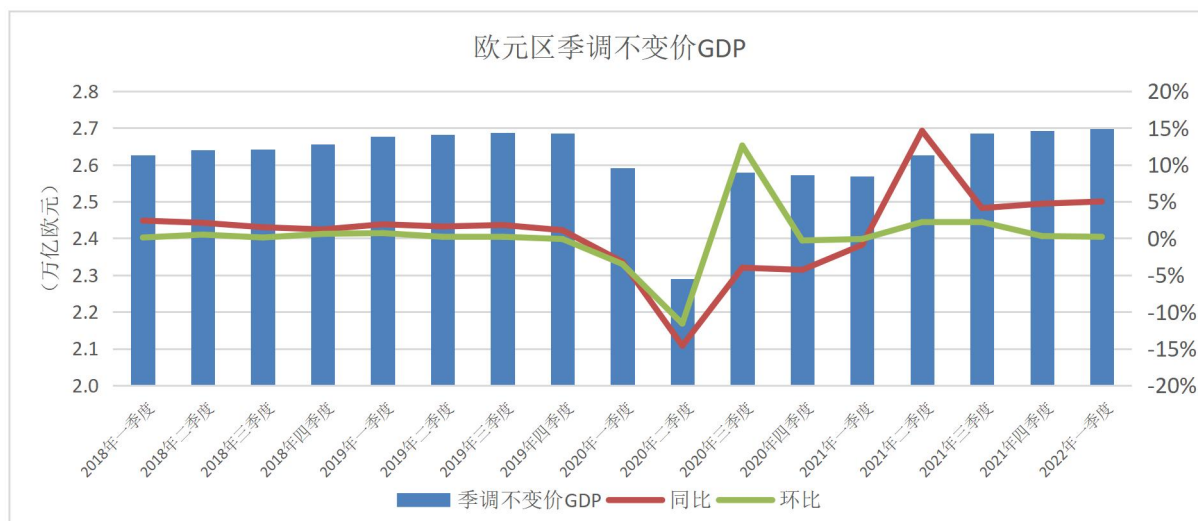


图 3-1 欧元区季调不变价 GDP

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 3-1 疫情前后欧元区各季度 GDP 对比

	2020 年/2019 年	2021 年/2019 年	2022 年/2019 年
一季度	96.8%	96.0%	100.8%
二季度	85.4%	97.9%	
三季度	96.0%	99.9%	
四季度	95.7%	100.2%	

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、欧盟正式批复对俄第五轮制裁

自俄乌爆发冲突以来，欧盟已对俄罗斯实施了四轮制裁，涉及金融、贸易、能源、航空、科技、体育、文化、个人等诸多领域。4 月 5 日欧盟委员会主席冯德莱恩表示欧委会已提出一项针对俄罗斯的新一轮制裁措施提案，该提案于 4 月 6 日交由欧盟 27 国讨论，4 月 8 日欧盟正式宣布对俄罗斯实施第五轮制裁。以下将介绍第五轮制裁措施提案的主要内容以及对俄欧双方的影响。

其一，今年 8 月起禁止从俄罗斯进口煤炭及其他固体化石燃料。自俄乌冲突爆发以来，欧盟已对俄罗斯实施了四轮制裁，这是首次触及能源领域。这样的制裁措施其实对双方的损失都非常巨大，俄欧双方的煤炭依存度非常高。对于俄罗斯而言，每年 1/3 的煤炭出口至欧盟，贸易额达到 40 亿欧元，制裁措施将严重损伤俄罗斯本就不充裕的外汇收入和外汇储备。对于欧盟而言，每年的煤炭进口量中 45% 来源于俄罗斯，甚至高于 40% 的俄罗斯天然气占欧盟进口比重。所以，制裁消息曝光的 4 月 5 日 ICE 鹿特丹煤炭期货连续合约上冲至 295 美元/吨，单日涨幅达到 12.6%，次日一度突破 300 美元/吨，业界普遍认为欧盟未来用煤的成本将大幅提升。欧盟敢对俄煤实施禁运主要是因为相比天然气，煤炭的进口替代性相对更强。2020 年世界煤炭储备量约为 1 万亿吨，其中美国、俄罗斯和澳大利亚占据前三，分占 23%、15%、14%，并未出现一家独大的情况。而从出口情况来看，印尼和澳大利亚是全球两大煤炭出口国，今年前四个月两国的煤炭海运发货量分别达到 1.08 和 1 亿吨，远高于俄罗斯的 4776 万吨；美国、哥伦比亚和南非的煤炭发运量则达到 3063、1835 和 1604 万吨。所以，欧盟可以用印尼煤、澳煤、美煤或者其他国家来替代俄煤，况且澳煤在 2020 年四季度被中国商务部禁运之后，急需寻找新的大型买家，欧盟正好是非常重要的潜在客户。一个愿买，一个愿卖，给予了欧盟禁运俄煤的充足底气。

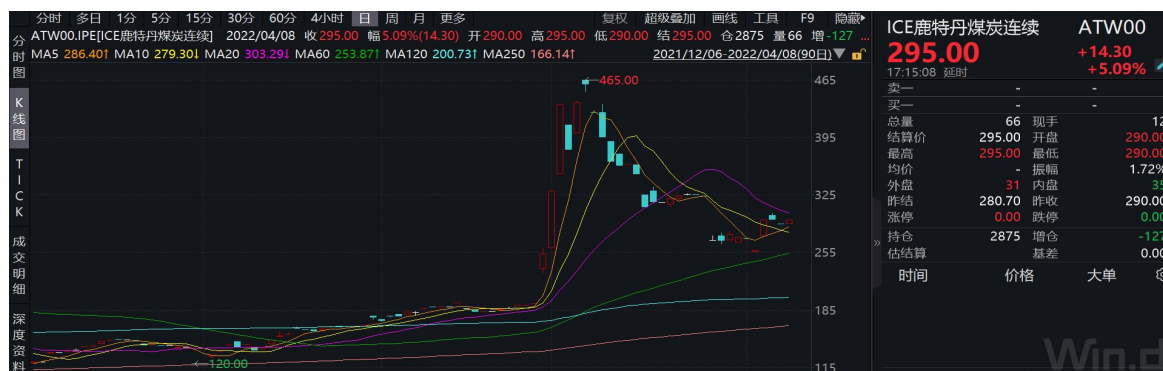


图 3-2 ICE 鹿特丹煤炭连续合约日 K 线图

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

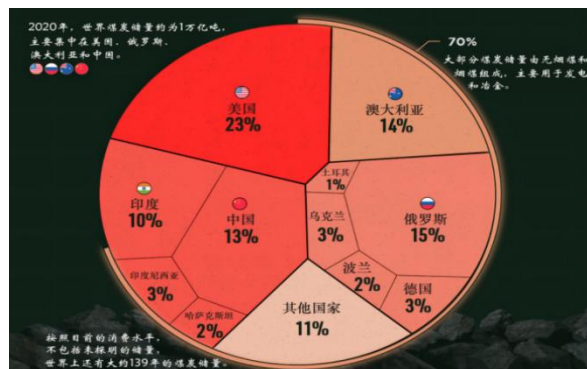


图 3-3 2020 年全球煤炭储量及各国占比

数据来源：矿业情报局、方正中期期货研究院整理

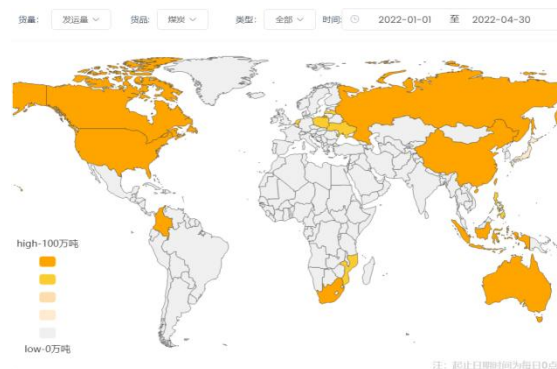


图 3-4 2022 年 1-4 月全球各国煤炭海运发货量

数据来源：上海钢联、方正中期期货研究院整理

其二，全面禁止四家俄罗斯主要银行进行交易并冻结资产，其中包括该国第二大银行——俄罗斯联邦外贸银行（VTB Bank）。这四家银行占俄银行业市场总份额的 23%，所以会进一步影响俄罗斯对外贸易的结算，从而持续打击俄罗斯进出口贸易。不过，俄第一大银行俄罗斯联邦储蓄银行和第三大银行俄罗斯天然气工业银行未在制裁名单内，主要因为俄国内大多数与能源相关的付款均由上述两家银行办理，这样欧盟可以继续用欧元购买俄罗斯天然气及其他重要资源。相比被剔除 SWIFT 体系这样的金融核弹，新一轮对银行制裁属于叠加效应。但是，俄罗斯同样也可以对欧盟采取“卢布结算天然气”以及“人民币结算原油”政策作为反制措施。倘若欧盟 8 月正式对俄煤炭禁运之后，俄罗斯再全方位启动卢布和人民币结算令，那么欧盟的能源危机将会被彻底引爆。

其三，禁止俄罗斯和俄企经营的船舶进入欧盟港口，同时禁止俄罗斯和白俄罗斯货车进入欧盟成员国公路。其实早在俄乌冲突爆发之后，欧盟就宣布向对俄罗斯关闭领空，属于交通运输板块的航空领域；同时，鹿特丹、汉堡、安特卫普等欧盟重要港口先后宣布禁止或限制俄籍船舶挂靠，但这是某一国或者某一港务局的自发行为，第五轮制裁首次上升至欧盟的法律高度。俄籍油轮、LNG 船、LPG 船、集装箱船、干散货船的载重吨占全球比重分别为 7.4%、3.5%、0.9%、0.6%、0.3%，所以，一旦制裁通过对油轮和 LNG 运输市场产生重大影响，将大幅抬升往返欧洲原油和 LNG 的海运成本。

表 3-2 各类型俄籍船舶在全球船队的运力占比

油轮	LNG 船	LPG 船	集装箱船	干散货船
7.4%	3.5%	0.9%	0.6%	0.3%

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

其四，在关键领域进一步对俄实施出口禁令，主要包括量子计算机、先进半导体、机械和航空煤油等。这对俄欧双方都将带来一定损失，欧盟将损失每年 100 亿欧元的收入，俄罗斯将失去重要的高技术设备的引进，制约俄罗斯的制造业升级。不过，双方可以寻找新的买家和卖家来部分填补原先的市场空白。

其五，进一步禁止进口来自俄罗斯的相关具体产品，包括木材、水泥、海鲜、酒类等。一旦制裁措施通过，俄罗斯每年将失去 55 亿欧元的收入，同样也会引起欧盟相关产品的短缺，加剧通胀水平。不过，此类快消品更容易找到替代的买家和卖家，所以影响相对有限。

其六，减少相互政府间投资，包括禁止俄罗斯公司参与欧盟政府采购，以及撤销所有欧盟及成员国对俄公共机构的财政支持。这将限制俄欧双方政府层面的投资，在对方经济中的影响力都会降低。

其七，制裁个人，将俄罗斯总统普京的两位成年女儿以及另外 200 多俄籍人士列入黑名单。

除上述制裁方案外，欧盟正在制定第六轮制裁措施，其中包括限制或禁止从俄罗斯进口石油等和天然气等。由于德国和奥地利等国强烈反对禁止从俄罗斯进口天然气，因此对俄天然气进口禁令并未出现在第五轮制裁措施中，但是不排除出现在第六轮或者今后制裁措施清单的可能性。

自俄乌爆发冲突以来，欧盟 4 月前已对俄罗斯实施了四轮制裁，第五轮制裁首次触及能源、海运、陆运、快消品等方面，可见欧盟主动与俄罗斯经济和能源脱钩的主观意愿日益明显。但是，所有制裁都是一把双刃剑，在刺伤对方的同时也伤害了自己。第五轮制裁将大幅削减俄罗斯的对外贸易和外汇储备，同时也将加剧欧盟的通胀水平并丧失能源自主权。

三、欧洲通胀续创历史新高

2022 年 3 月欧元区 HICP 同比增速录得 7.5%，环比增速录得 2.5%，均创该指数 1997 年 1 月公布以来新高；同月，英国 CPI 同比增速录得 7%，创近 30 年新高，前高还要追溯至 1992 年 1 月的 7%；环比增速录得 1.1%，创近 24 年新高。



图 3-5 欧元区和英国 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

与美国相同，能源和交通运输是拉动欧洲通胀最关键的两大板块。**能源板块**，欧元区 CPI 同比增速达到 44.38%，创该分项历史新高；英国的电力、天然气和其他燃料 CPI 同比增速录得 24.8%，固定燃料 CPI 同比增速录得 11.3%，均创该分项指数公布以来历史新高。2 月 24 日俄罗斯对乌克兰采取特别军事行动，随即引发全球能源价格暴涨，3 月美国宣布对俄实施能源禁令以及欧盟对俄罗斯的多轮制裁与反制裁导致能源供需错配并加剧市场恐慌情绪，当月布伦特原油均价为 112.46 美元/桶，同比增长 71%；欧洲 ARA 港动力煤均价达到 216.7 美元/吨，同比增长 217%；IPE 英国天然气期货连续结算均价达到 311.84 便士/色姆，同比增长 601%。**交运板块**，欧元区和英国 CPI 的同比增幅分别达到 14.6%和 13.4%。根据 Drewry 公布的集运价

格指数显示，今年3月上海→欧洲集装箱运输均价达到\$12033/FEU，同比涨幅达到53%。随着欧洲1月下旬开始逐步放开疫情完全管控限制，民众出行增加，甚至出现报复性出游倾向，欧元区铁路、公路和航空客运CPI同比增长-0.1%、3.2%、4.4%，英国在此三项的CPI同比增幅达到2.9%、3%和0.5%。由于芯片短缺，汽车产量不足，叠加出行增加，欧元区和英国汽车购买CPI同比增幅达到6.2%和14.6%。

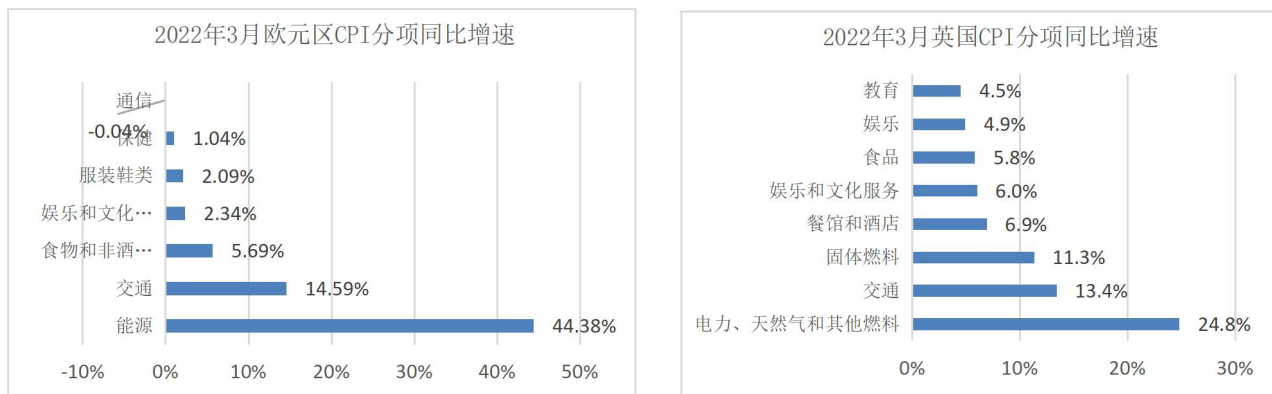


图 3-6 欧元区和英国 CPI 分项同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从PPI角度来看，英国3月工业品输出价格指数同比录得11.84%，创近13年新高；2月欧元区录得31.4%，创历史新高。



图 3-7 欧元区和英国 PPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

随着俄乌两国在乌东进入决战阶段，欧盟扬言将对俄罗斯实施第六轮制裁，将涉及石油和天然气领域，俄罗斯同样威胁将采用“卢布结算天然气、人民币结算石油”的反制措施。欧洲能源危机将愈演愈烈，欧洲能源价格将长期维持高位，这样的情况也促使欧洲央行和英国央行采取更为鹰派的货币政策。

四、欧洲两大央行加快货币收紧步伐

随着通胀高企以及失业率不断下降，欧洲两大央行的货币收紧步伐正在加速。相对而言，英国央行的货币政策将比欧洲央行更显鹰派。

欧洲央行方面，4月7日欧洲央行公布3月货币政策会议纪要，货币政策立场仍然非常宽松。许多成员表示当前的高通胀水平及货币政策收紧呼声将促使货币政策正常化。从长期来看，俄乌冲突可能会导致通货膨胀或通货紧缩，预计2023年通胀将保持在目标水平以上。部分委员认为资产购买计划现在已经达到了既定目标，可在夏季结束资产购买计划，为三季度加息铺平道路。4月14日欧洲央行宣布维持三大关键利率不变，同时稳步减少资产购买计划（APP）下的净债券购买量，并在三季度终止购债。此后，欧洲央行将考虑提高利率。4月20日欧洲央行管委卡扎克斯表示“由于存在重大的通胀风险，欧洲央行需要进一步收紧货币政策，最快可能在7月份加息，目前看加息25BP似乎是合适的”。这也是欧洲央行高级官员首次给出明确的加息时点。4月22日欧洲央行行长拉加德表示“欧洲央行或在三季度初结束其购债计划，并在年底前加息”。这将成为该央行十多年来的首次加息。

英国央行方面，已在此前三次议息会议连续三次加息。4月22日英国央行行长贝利表示对食品价格正在发生的情况感到担忧。由于能源市场的缘故，英国通胀将进一步上升；2022年通胀的强度也将取决于能源问题。

根据隔夜指数掉期显示的隐含利率可以看出，欧元区有望在今年加息三次，首次加息出现在7月或9月议息会议；英国央行在未来八个月还将加息8次，每次议息会议都会加息，其中有两次将加息50BP。由于英国央行的货币政策比欧洲央行更为鹰派，未来八个月英镑对欧元整体依然将呈震荡上行态势，但是期间欧洲央行采取加息或加速Taper后英镑对欧元会短期贬值。

地区: 欧元区 »			工具: 隔夜指数掉期 »		
目标利率	-0.5000		定价日期	04/29/2022	
有效利率	-0.5830		当前隐含隔夜利率	-0.580	
会议	#加息/降息	%加息/降息	隐含利率 Δ	隐含利率	假定利率变动
06/09/2022	+0.317	+31.7%	+0.032	-0.548	0.100
07/21/2022	+2.314	+199.7%	+0.231	-0.349	0.100
09/08/2022	+4.450	+213.7%	+0.445	-0.135	0.100
10/27/2022	+7.176	+272.5%	+0.718	0.138	0.100
12/15/2022	+8.766	+159.1%	+0.877	0.297	0.100

地区: 英国 »			工具: 隔夜指数掉期 »		
目标利率	0.750		定价日期	04/29/2022	
有效利率	0.68960		当前隐含隔夜利率	0.735	
会议	#加息/降息	%加息/降息	隐含利率 Δ	隐含利率	假定利率变动
05/05/2022	+1.027	+102.7%	+0.257	0.991	0.250
06/16/2022	+2.305	+127.9%	+0.576	1.311	0.250
08/04/2022	+3.706	+140.1%	+0.927	1.661	0.250
09/15/2022	+4.609	+90.3%	+1.152	1.887	0.250
11/03/2022	+5.561	+95.2%	+1.390	2.125	0.250
12/15/2022	+6.031	+47.0%	+1.508	2.242	0.250
02/02/2023	+6.487	+45.6%	+1.622	2.356	0.250
03/23/2023	+6.757	+27.1%	+1.689	2.424	0.250

图 3-8 隔夜指数掉期隐含的欧洲央行和英国央行的加息幅度与概率

数据来源: Bloomberg、方正中期期货研究院整理

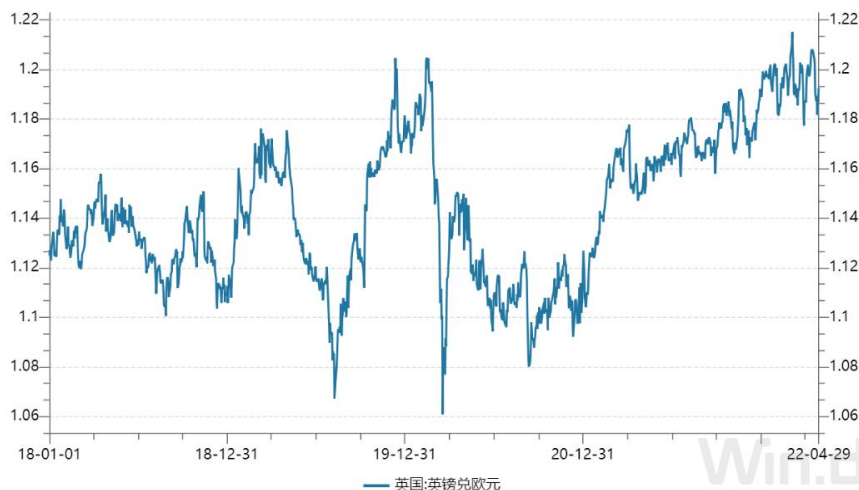


图 3-9 英镑对欧元走势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第四部分 日本投资信心不佳 日债看涨日元看跌

随着 3 月 21 日日本解除疫情完全管控措施，4 月日本服务业 PMI 再度恢复至荣枯线以上。由于俄乌冲突以及日本被俄罗斯列入“不友好国家和地区”名单，日本各界并不看好未来投资，投资预期信心出现负值。日本金融资产波动剧烈，4 月日元持续贬值，日债持续升值，连破阶段性高点。根据当前情况判断，日元后市继续看跌，日债后市持稳看涨。

一、日本经济逐步复苏 但投资信心回落

日本 4 月综合 PMI 录得 50.9，高于前值 50.3，连续两个月恢复至荣枯线以上。其中，制造业 PMI 录得 53.4，连续两个月上升，从 2021 年 2 月以来始终高于荣枯线；服务业 PMI 录得 50.5，连续三个月低于荣枯线之后终于恢复至荣枯线以上。从 3 月 21 日起，日本所有餐饮店都恢复正常营业，对于大型聚会的人数限制一并取消，日本民众的消费热情大幅回升。随着产业不断扩张，日本 3 月季调失业率录得 2.6%，连续两个月回落，创 2020 年 5 月以来新低。日本政府对就业市场控制得较好，疫情期间季调失业率最高也只达到 3.1%。

日本外贸复苏良好。3 月日本季调出口额录得 7.57 万亿日元，同比上升 14.67%，环比上升 17.67%；季调进口额录得 8.47 万亿日元，同比上升 31.24%，环比上升 12.8%。日本是资源匮乏型国家，需要进口大量能源，全球能源价格受俄乌冲突影响飙涨。单就石油一项，3 月日本进口额达到 8651 亿日元，同比上升 70%。值得一提的是，虽然日本 3 月贸易逆差缩小至 8999 亿美元，但是依然维持较高水平，从去年 4 月起持续处于贸易逆差之中。

4 月 8 日，日本政府宣布未来将禁止从俄罗斯进口煤炭。不过，日本对于俄罗斯的煤炭具有一定的依赖性，俄罗斯对日本出口的动力煤和炼焦煤量占日本进口总量比重分别达到 13%和

8%。日本被俄罗斯列为“不友好国家和地区”名单之中，存在被强制使用卢布结算天然气的风险。受宏观层面影响，日本各界对投资信心不足，4月Sentix投资信心指数录得-2.1，2020年10月以来首次转负。其中，现状指数录得7.8，近1年首次跌至个位数；预期指数录得-11.5，创2020年4月以来新低。

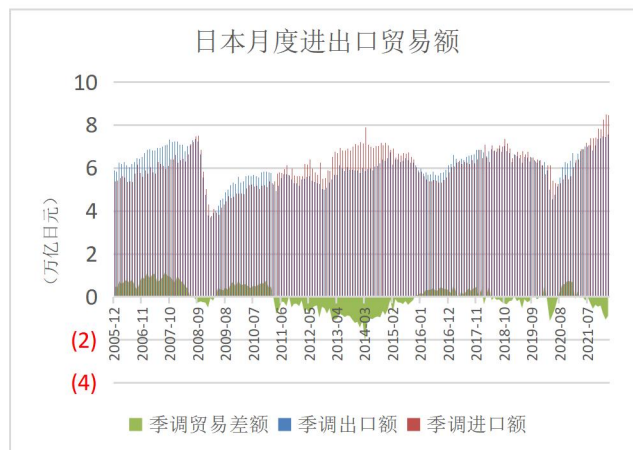


图 4-1 日本月度进出口贸易额

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

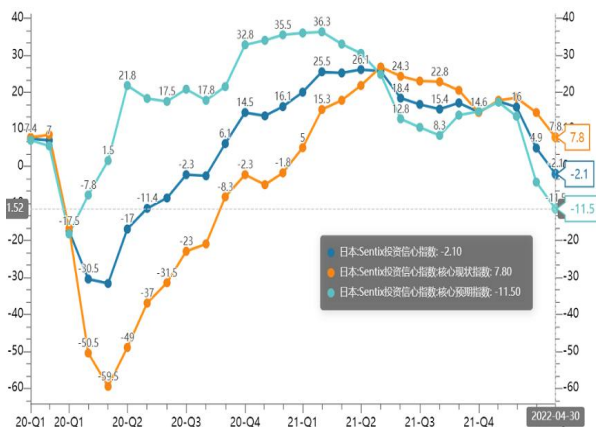


图 4-2 日本 Sentix 投资信心指数

数据来源：上海钢联、方正中期期货研究院整理

二、日元看跌 日债持稳看涨

1、日元看跌

日本央行是主要发达经济体中唯一坚持量化宽松政策的国家，4月28日在金融政策会议上日本央行再次重申了不会调整现有的货币政策宽松力度。与此同时，美联储受通胀高企压力影响，货币收紧步伐不断加快，从而导致日元兑美元不断贬值。4月13日美元兑日元达到125.67，一举突破2015年6月5日前高125.58，4月28日进一步升值至130.85，创近20年新高。

今年美元兑日元将处于升值通道，有望在年中突破前高134.25，全年摸高140高点，主要两个方面原因：其一，美国通胀情况比日本严重得多。3月美国和日本的CPI同比增速分别录得8.6%和1.2%，将近7倍的差距。美联储加息和缩表的迫切性远胜于日本央行。其二，美国经济预期比日本更强。美国和日本今年的经济增速预期大约在3.5%和2.4%，美国制造业和服务业PMI均处于56-60的较强扩张区间，日本徘徊于荣枯线上下。

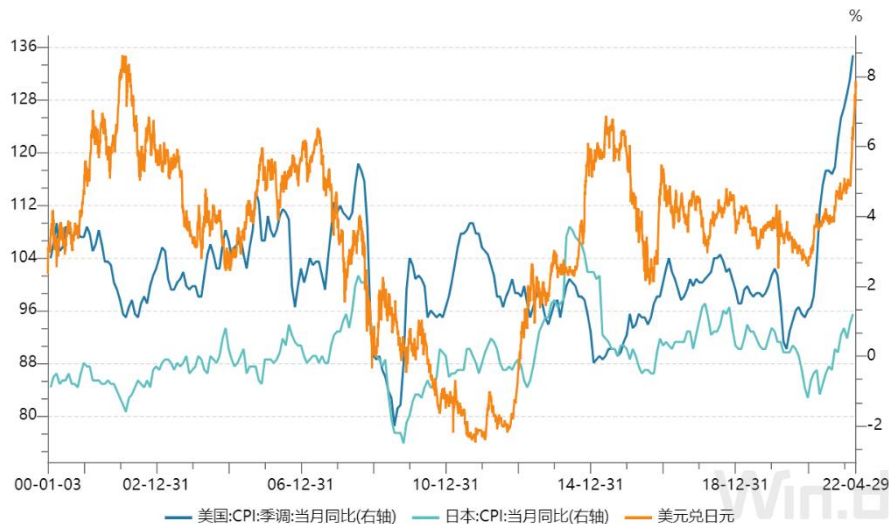


图 4-3 美元兑日元汇率、美国和日本 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

2、日债持稳看涨

从 2021 年 12 月下旬开始，日本 10 年期国债收益率一直保持着攀升的状态。2 月 10 日收盘，10 年期日债收益率报 0.215%，连续多日刷新 2016 年初以来的最高纪录。2 月 10 日，日本央行随即宣布将在 2 月 14 日开始以 0.25% 的固定利率无限量收购 10 年期债券，这是日央行自 2018 年 7 月以来首次执行此类操作。2 月 24 日俄乌冲突爆发，日本国债作为避险资产得到市场青睐。并且，日本通胀水平持续攀升，3 月 CPI 同比增速录得 1.2%，创 2018 年 11 月以来新高。虽然日本央行一再表示今年加息的可能性不大，但是市场还会对日本央行调整货币政策产生遐想。4 月 22 日 10 年期日本国债收益率上冲至 2.5%，4 月 26 日更是达到 2.51%，超越了日本央行 2.5% 的收购利率，4 月 27 日再度回落至 2.5%。

由于日本央行制定了 2.5% 的收购标准，日本 10 年期国债收益率将在 2.5% 徘徊一阵。但是从中长期来看，美联储的鹰派政策和言论将促使美国国债收益率持续攀升。4 月下旬美国和日本 10 年期国债收益率差值已经达到 2.6% 的相对高值，未来有进一步上升趋势。日本央行为了避免国际资本大量抽离日本市场，将不得已放弃或者提升原本 2.5% 的收购标准。此外，日本央行维持量化宽松政策，将导致日本通胀持续攀升，也会加深日本央行提前收紧货币政策的市场预期。

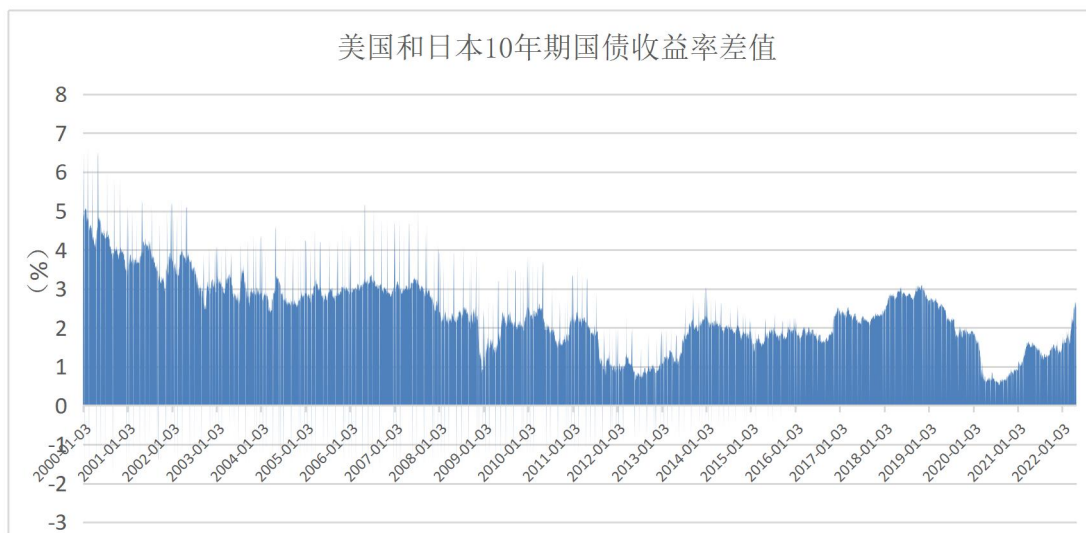


图 4-4 美国和日本 10 年期国债收益率差值
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第五部分 新兴经济体发展新动向

俄乌冲突爆发之后，全球能源、粮食、金属等价格大幅攀升，叠加新冠疫情、通胀高企、供应链危机、债务危机等各种问题，新兴经济体发展遇到诸多挑战。尤其俄乌冲突的当事国俄罗斯更遭遇到了西方国家的多轮制裁，经济发展遭受前所未有的困境。

一、俄罗斯实施反制措施 卢布大幅升值

1、普京签署俄企在外退市法令 保障俄企海外权益

俄罗斯总统普京于 4 月 16 日签署俄公司从外国股市退市的法令。根据该法令要求，在外国交易的俄罗斯公司和银行将必须通过退市程序，并将收据兑换为股票。在外国股市上终止流通存托凭证的一切相关决定均由公司负责人作出，无需董事会或股东大会批准。收据持有人可以将它们换成在俄罗斯股票市场上交易的股票。存托凭证兑换后会继续支付股息，并保留被授予的投票权。法律还规定终止俄罗斯公司和银行在国外的股票存托凭证流通，以便将其重新定位到俄罗斯国内的股票市场。受此利好影响，俄罗斯 RTS 股指从 4 月 19 日持续上扬，4 月 29 日的收盘价达到 1081.52 点，相比俄乌冲突爆发当日的 610.33 点近七年阶段性谷值反弹了 77.2%。



图 5-1 俄罗斯 RTS 日 K 线图

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

自俄乌冲突以来，西方对于俄罗斯发动了全面金融战，普京此举是为了保障俄罗斯企业在海外的权益。截至 4 月，以美国为首的西方国家已经对俄采取 9655 项制裁措施，导致不少优质的俄概股股票跌至“地板价”，出现同一家公司的股票“国内一块钱，国外一分钱”的现象。俄罗斯的海外资本市场价格严重贬值，造成海外融资来源受阻，国外投资者能以极低的价格获取俄企股权。“俄概股退市令”是俄罗斯对西方国家反制裁打出的一记重拳，让俄罗斯公司重新回归俄罗斯国内股票市场，回归实际价值，以防美西方在海外“割韭菜”。

俄罗斯最有影响力的大公司均在此法令规定范畴内，包括俄罗斯天然气工业股份公司、俄罗斯国际航空公司、俄罗斯联邦储蓄银行、卢克石油、诺里尔斯克镍业等公司。根据专业投资者协会（API）的统计，该法案将影响 27 家俄罗斯公司的证券持有人，这些公司总投资价值约 5 万亿美元。

“俄概股退市令”对于俄罗斯国内投资者影响相对有限，无非是让他们将投资从国外转移到国内，而对于外国投资人而言，他们用美元或者欧元购买的存托凭证将变成卢布资产。如果西方国家继续在金融领域施压俄罗斯，那么最终受害者也包括西方投资者。

此项法令对于俄企也存在较大的负面影响，一方面俄企将无法再吸纳庞大的海外投资，只能以有为有限的国内投资为主，资本曾面将捉襟见肘；另一方面，待冲突结束之后，俄企再想在海外市场上市，俄概股的评级将会下降，国外投资者也会担心政治风险而不愿再投资俄概股。

2、俄罗斯采用卢布结算天然气

俄罗斯总统普京 3 月 31 日签署与“不友好国家和地区”以卢布进行天然气贸易结算的总统令，新规于 4 月 1 日正式生效，不过考虑到各方面因素，并未在当日立即执行。此前 G7 成员国一致反对俄罗斯这样的决定，认为这是违约行为，因为双方合同中规定首先采取欧元结算，

其次是美元。但是，俄罗斯认为是西方国家违约在先，美国及其盟友单方面冻结俄罗斯的美元和欧元海外账户，造成俄罗斯的外汇储备受到严重威胁，此时只能采用卢布本币结算才能保障俄罗斯的国家利益。

梵蒂冈是欧洲第一个采取卢布结算天然气的国家，已向俄罗斯支付价值 1000 万欧元的卢布，此后匈牙利、斯洛伐克、奥地利以及 10 家企业也同意了卢布结算，并在俄罗斯银行开设了卢布账户。不过，更多的欧洲国家依然持反对态度，尤其波罗的海三国直接宣布不再进口俄罗斯天然气。4 月 27 日俄罗斯天然气工业股份公司宣布从当天起暂停向波兰和保加利亚供应天然气，两国成为俄方“卢布结算令”发布后首批被“停气”的欧洲国家。随后，法德表态略有所软化，其他欧盟国家在结算问题上也各执一词。不止天然气，俄罗斯国家杜马主席维亚切斯拉夫·沃洛金此前表示针对“不友好国家和地区”以卢布结算的商品范围有可能进一步扩大至原油、谷物、金属、化肥、煤炭和木材。

得益于卢布结算令，卢布从 3 月 11 日开始持续升值，并且 4 月下半月进入新一轮升值通道。4 月 29 日美元兑卢布达到 71.0237，相比 3 月 11 日 120.3785 的阶段峰值贬值 41.8%，并且低于 2 月 23 日冲突爆发前一日的 80.4149，创近 5 个半月以来新高。欧洲对俄罗斯的能源依赖度十分高，欧盟 45%煤炭、40%天然气以及 25%石油是从俄罗斯进口，短期之内欧洲难以寻找替代国，被迫采用卢布结算方式，所以卢布有进一步升值动力。但是，欧洲对俄能源脱钩决心和趋势日益明显，尤其受制裁后俄罗斯经济遭遇重大影响，难以支撑卢布长期强势。所以，未来的卢布将总体呈现出先强后弱的走势。

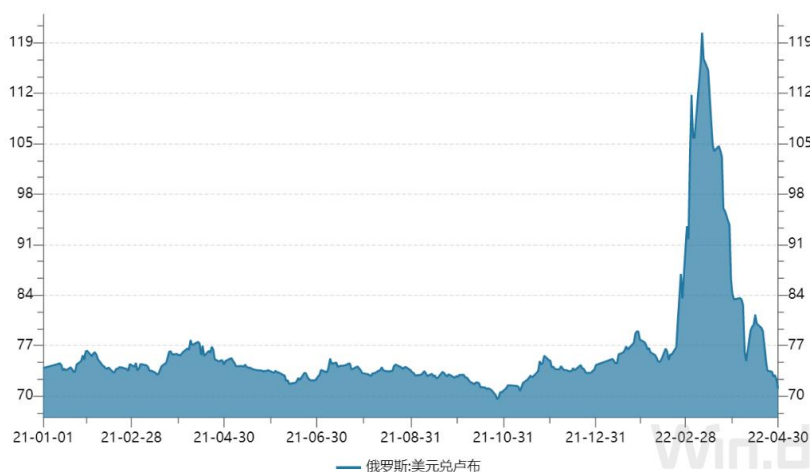


图 5-2 美元兑卢布

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、印度央行维持量化宽松 经济保持高速增长

4 月 8 日印度央行宣布继续坚持现有的量化宽松政策，维持当前 4%的基准利率不变，维持 4%的回购利率和 3.35%的逆回购利率不变。为应对疫情冲击经济，印度央行 2020 年 5 月将回

购利率下调至 4%，并延续至今。印度央行行长达斯表示，随着新冠疫苗接种计划推进和财政货币政策支持，印度经济持续恢复。为继续支持经济增长，央行决定维持作为基准利率的回购利率水平不变。与日本相同，印度是全球主要经济中为数不多保持现有货币政策的经济体。

印度当前经济基本面整体向好但存隐忧。从经济增速来看，印度央行和 IMF 均下调了印度今年的经济增速，分别从 7.8% 下调至 7.2% 以及从 9% 下调至 8.2%。虽然经济增速预期出现一定程度的回落，但是在各主要经济体中，印度的经济增速的绝对值依然是最高的，将近是中国的两倍。从景气程度来看，印度 3 月制造业和服务业 PMI 分别录得 54 和 53.6，均属于扩张区，连续 8-9 个月高于荣枯线，两大产业发展势头良好。从外贸情况来看，3 月印度进出口额分别达到 607.4 和 422.2 亿美元，同比增速录得 24.21% 和 19.76%，增速在最近一年偏低，这与 2020 年基数较低以及 2021 年基数大幅回升有关。当月印度贸易逆差达到 185 亿美元，虽有收窄，但依然维持高企且印度长期处于贸易逆差状态。从通胀情况来看，印度 3 月 CPI 同比增速录得 6.95%，连续 6 个月上升，创近 17 个月以来新高；CPI 环比增速录得 0.96%，连续两个月上升，创近 5 个月以来新高。俄乌冲突爆发以来，引起大宗商品价格飙升，导致印度在 2021 年 12 月和 2022 年 1 月一度环比下降的 CPI 再度回升。

随着通胀不断高企，经济处于高速增长之中，印度各界对于货币转向的呼声越来越高，预计印度央行有可能会在下半年加息 25BP。

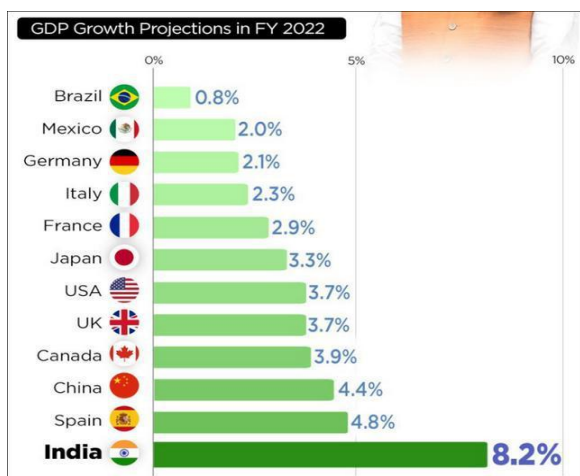


图 5-3 IMF 对于 2022 年各大经济体 GDP 增速预判
数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

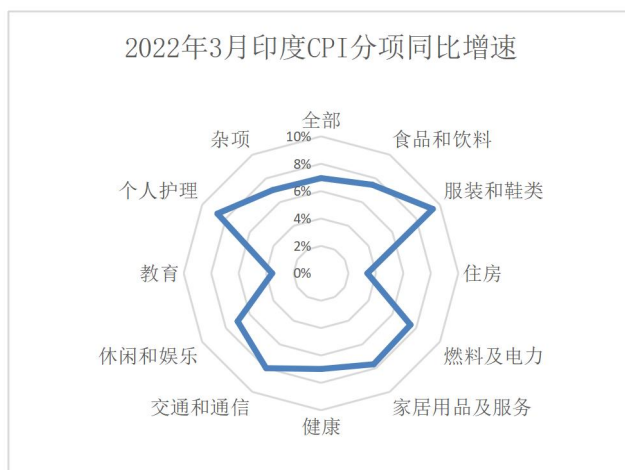


图 5-4 2022 年 3 月印度 CPI 分项同比增速
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第六部分 全球宏观经济综合展望

一、俄乌冲突有持久化趋势

从 2 月 24 日俄罗斯对乌克兰采取特别军事行动以来，俄乌冲突已经持续两个多月之久。原本俄罗斯只希望开展一场有限度的军事行动，达到既定目标即可，毕竟在后疫情时代俄罗斯的国力、财力和军力无法支撑一场持久战。不过当前冲突陷入僵局，俄乌两军在顿巴斯地区呈决战之势，短期内难见分晓。以美国为首的北约国家希望通过俄乌冲突来削弱和拖垮俄罗斯的意图日益明显，不断升级支援乌克兰武器性能，尤其美国国会近期或能批复对乌 300 亿美元的特别援助预算，其中包括 200 多亿美元武器弹药等军事援助、85 亿美元直接经济援助和 30 亿美元人道主义援助。乌克兰总统泽连斯基宣称乌克兰每月需要 70 亿美元才能维持国家战时正常运作，这就意味着 300 亿美元的援助至少可以让乌克兰继续作战 4 个月之久。有了北约的强力支持，泽连斯基叫嚣将在 7 月对俄采取全面反攻。

俄乌冲突长期化对欧洲经济最为不利，大批资本会持续逃离欧洲，并且欧洲对俄罗斯的能源依赖度很高，随着冲突持久化，欧盟会加码对俄制裁，第六轮制裁将有可能涉及天然气和石油，欧洲能源危机和通胀危机将愈演愈烈，同样也会加剧全球性的能源和通胀危机。此外，乌克兰是欧洲粮仓，黑海地区是全球第二大粮食出口地区，持续的冲突导致乌克兰缺乏足够人力、物力、器具播种，当下已值玉米、葵花籽、大麦和春小麦的种植期，将严重影响今年乌克兰粮食产量，引发全球粮食危机以及粮食涨价潮，进而引起严重的人道主义危机。

二、全球面临滞涨风险

全球通胀高企和经济下行压力不断加剧。美国、欧元区、英国、加拿大的 3 月 CPI 同比增速录得 8.6%、7.5%、7%、6.4%，创造了近 30-40 年新高。其他发达国家和新兴经济体的通胀水平同样高企，部分发展中国家的通胀率长期达到两位数。虽然有迹象表明欧美国家的通胀拐点有望出现在今年年中，但是在大宗商品价格高企、供应链效率低下、地缘局势紧张的情况下，通胀依然会处于较高水平，根本无法在短期内回归 2-2.5% 的温和安全的通胀区间。通胀高企促使各大经济体加速货币收紧的步伐，这又将削弱经济发展的动能。IMF 在最新一期的《世界经济展望》中将 2022 年全球经济增速从 4.4% 下调至 3.6%，将 2023 年从 3.8% 下调至 3.6%。美国在 4 月初出现 10 年期和 2 两年期国债收益率倒挂，一季度 GDP 更是出现环比下滑的情况，这些都是经济衰退的标志。以往都要待美联储加息 6-7 次，长短期收益率才会出现倒挂，而本轮仅加息 25BP 就倒挂，说明美国经济潜力令人堪忧。随着美联储加息，全球资本将会流向美国，造成其他国家尤其是新兴经济体的发展资本不足，拉升借贷成本，经济下行压力增大，债务违约风险加剧。

三、疫情对全球经济影响将持续减弱

4 月中国尤其上海疫情复燃严重，多地处于静态管理中，对于全球的供应链和生产线造成一定影响。不过，当前全球感染的新冠病例中超过 99% 病源是奥密克戎变异毒株，该变异毒株呈现出“传播性较强、毒性较低”的特征，在疫苗接种率不断提升的情况下，新冠病毒的致死率持续下降，甚至低于很多国家的正常死亡率，所以很多国家已将其视作“大号流感”。并且，全球每日确诊人数也在持续下降，从今年 1 月底的近 400 万回落至 4 月底的 60 万左右。

从全球范围来看，除了少数国家依然采取严格的防控措施之外，大多数国家已经解除疫情完全防控限制，各国经济活跃度明显提升。从服务业来看，旅游、餐饮、交通运输等行业的消费大幅回暖，多国的服务业 PMI 持续反弹。从制造业来看，东南亚和印度的订单大幅增加，尤其越南在 3 月的出口贸易额达到 340.6 亿美元，创历史新高的同时超越了中国深圳，同比和环比增速达到 14.8% 和 45.5%。未来会有更多的国家解除限行措施或者降低防疫等级，新冠疫情对于全球的经济影响力正在不断降低。但是，由于各国防疫等级以及疫苗接种进度差异较大，新冠疫情将来还是会对于个别国家在部分时期产生一定影响。

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881273
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	010-85881224
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区长安道1109、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号苏州湾大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花梓年喜年中心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号陆丰小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号融公寓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	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
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
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨江路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限 责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

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。