

# 全球宏观：风急天高猿啸哀 渚清沙白鸟飞回

## ——2024 年全球宏观经济展望

稀有贵金属研究中心 作者：史家亮

### ➤ 摘要：

- 2024 年，地缘政治局势与美欧利率维持高位的冲击继续显现，美欧经济增长动力不足，经济增速持续下滑态势持续，下半年则随着地缘政治局势好转和政策逐步转向宽松等因素影响，出现触底复苏走势。美欧货币政策逐步转向宽松，或将于年中前后开始降息并在 2025 年延续降息安排，美联储下半年开启降息周期可能性大。
- 美元指数和美债收益率进入下行区间，预计将会进一步走弱，对大类资产形成利好影响。人民币则会进入升值阶段，预计将会持续走升，使得国内商品表现弱于国际商品表现表现。
- 在经济先弱后强、政策转向宽松、美元美债下行以及人民币升值等宏观经济预期下，美国债市表现会比较强，国内债市表现会偏弱，贵金属表现较强，风险类商品或呈现先弱后强走势。

## 目录

一、	欧洲经济或陷入衰退 美国经济偏下行 .....	3
二、	美联储本轮加息周期已结束 下半年将开启降息周期 .....	5
三、	美债收益率高位回落 整体偏下行 .....	10
四、	美元指数历史长期走势与 2024 年走势分析 .....	13
	(一) 美元指数长期走势分析 .....	13
	(二) 美元指数进入下行周期 .....	17
五、	BDI 历史长期走势与 2023 年走势分析 .....	18
六、	CRB 指数历史长期走势与 2023 年走势分析 .....	20
七、	非美货币或延续偏强走势 .....	23
	(一) 欧元/美元重心或将继续上移 .....	23
	(二) 英镑/美元重心将会继续上移 .....	25
	(三) 日本央行逐步退出负利率政策 美元/日元将会持续走低 .....	27
	(四) 经济政策支撑下 人民币将会延续升值走势 .....	28
八、	宏观预期下大类资产走势分析 .....	31

## 一、欧洲经济或陷入衰退 美国经济偏下行

GDP同比	2023E												
	IMF	世界银行	经合组织	花旗	高盛	摩根大通	德银	摩根斯坦利	巴克莱	美银美林	瑞银	富国银行	均值
全球	3	2.1	2.9	2.5		3	3		3.1	3	3.2	2.8	2.9
中国	5	5.6	5.2	5.3	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.3	5.2	5.2	5.2
美国	2.1	1.1	2.4	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3
欧元区	0.7	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5
日本	2	0.8	1.7	1.7	1.8	2	1.7	1.7	2	1.7	2	1.9	1.8

GDP同比	2024E												
	IMF	世界银行	经合组织	花旗	高盛	摩根大通	德银	摩根斯坦利	巴克莱	美银美林	瑞银	富国银行	均值
全球	2.9	2.4	2.7	1.9		2.6	2.7		2.6	2.8	2.6	2.4	2.6
中国	4.2	4.6	4.6	4.6	4.8	4.9	4.7	4.2	4.4	4.8	4.4	4.5	4.6
美国	1.5	0.8	1.3	1.1	2.2	1.6	0.6	1.9	1.3	1.4	1.2	0.8	1.3
欧元区	1.2	1.3	1.1	-0.2	0.8	0.4	0.2	0.5	0.3	0.5	0.6	0.5	0.6
日本	1	0.7	1	0.9	1.4	0.7	0.6	1	0.8	0.8	0.6	1.3	0.9

图 1 官方和非官方组织对主要经济体 2023 和 2024 年经济预期统计

数据来源：Wind、方正中期研究院

2022-2023 年，通胀高企增加生产生活成本，美欧货币政策持续收紧，在抑制通胀的同时对经济产生负面影响，叠加地缘政治、能源危机、内生经济增长动力不足等因素影响，全球经济持续下行。欧洲经济四季度至 2024 年初陷入衰退的可能性依然较大，2024 年二三季度或开始复苏；美国二三季度经济表现意外强劲，经济软着陆预期有所升温，但是高利率冲击下经济下行难免，2024 年或将会进一步下行，或呈现先弱后修复走势；欧洲经济或率先触底然后反弹。国内经济持续修复，复苏速度将会进一步加速。当然美欧经济 2024 年下半年的复苏速度和幅度，将会取决于地缘政治局势的发展，货币政策转向的程度。

2023 年四季度至 2024 年，地缘政治紧张局势仍未得到有效缓解，能源危机仍存在，美欧利率维持高位的冲击继续显现，美欧经济增长动力不足，经济增速持续下滑态势持续；2024 年或随着地缘政治局势好转和政策逐步转向宽松等因素影响，出现触底复苏走势。

GDP预测 (同比)	世界主要投行经济预测 (20231212)																			
	花旗集团					高盛					摩根大通					德银				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球经济预测	-2.8	6.3	3.5	2.5	1.9						-2.8	6.3	3.5	3	2.6	-2.8	6.3	3.5	3	2.7
中国经济预测	2.2	8.4	3	5.3	4.6	2.2	8.4	3	5.3	4.8	2.2	8.4	3	5.2	4.9	2.2	8.4	3	5.2	4.7
美国经济预测	-2.2	5.8	1.9	2.5	1.1	-2.2	5.8	1.9	2.5	1.6	-2.2	5.8	1.9	2.5	1.6	-2.2	5.8	1.9	2.4	0.6
欧元区经济预测	-6.1	5.9	3.4	0.4	-0.2	-6.1	5.9	3.4	0.5	0.8	-6.1	5.9	3.4	0.5	0.4	-6.1	5.9	3.4	0.4	0.2
日本经济预测	-4.2	2.7	1	1.7	0.9	-4.2	2.7	1	1.8	1.4	-4.2	2.7	1	2	0.7	-4.2	2.7	1	1.7	0.6

GDP预测 (同比)	巴克莱					美银美林					瑞银集团					瑞士信贷				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球经济预测	-2.8	6.3	3.5	3.1	2.6	-2.8	6.3	3.5	3	2.8	-2.8	6.3	3.5	3.2	2.6	-2.8	6.3	3.5	2.8	2.4
中国经济预测	2.2	8.4	3	5.1	4.4	2.2	8.4	3	5.3	4.8	2.2	8.4	3	5.2	4.4					
美国经济预测	-2.2	5.8	1.9	2.5	1.3	-2.2	5.8	1.9	2.4	1.4	-2.2	5.8	1.9	2.4	1.2					
欧元区经济预测	-6.1	5.9	3.4	0.5	0.3	-6.1	5.9	3.4	0.5	0.5	-6.1	5.9	3.4	0.5	0.6					
日本经济预测	-4.2	2.7	1	2	0.8	-4.2	2.7	1	1.7	0.8	-4.2	2.7	1	2	0.6					

图 2 非官方组织对主要经济体经济预期统计

数据来源：Wind、方正中期研究院

下面从世界三大经济组织以及全球主要投行角度分析各国家经济走势：

全球方面，地缘政治局势恶化、能源危机影响仍存以及全球主要央行政策偏紧对全球经济的滞后影响仍存，叠加制造业危机和内生经济增长动力不足影响，2023 年，全球经济增速或将会降至 2.6-2.8% 区间；2024 年，全球经济将会进一步下降至 2.3-2.5% 区间。

美国方面，2023 年，美联储货币政策加速收紧的滞后影响逐步显现，全球经济景气程度下降拖累美国外需，美国 10 月就业数据已经走弱，制造业和服务业 PMI、供需数据均走弱，美国经济虽然软着陆预期较强，但是经济下行难免，美国经济 2023 年四季度至 2024 年上半年经济将会进一步走弱，2024 年下半年或随着降息政策的推进、地缘政治局势的缓和以及全球经济景气度的回升而有所反弹，但是美国大选存在的不确定性对经济的影响依然存在。GDP 走势方面，预计 2023 年 GDP 或处于 2-2.2% 区间，2024 年将会进一步下行，不排除跌至 1% 的可能。

欧元区方面，地缘政治局势升级以及能源危机的持续，对欧洲经济的影响依然存在，欧洲制造业 PMI 和服务业 PMI 持续走弱；与此同时，欧洲央行大幅加息抑制通胀的同时拖累经济，叠加欧洲经济增长内生动力不足和全球经济不景气拖累外需等因素影响，2023 年欧洲经济持续走弱。2023 年二季度和三季度，GDP 同比接近零增长，四季度至 2024 年上半年陷入衰退的可能性较大，下半年随着地缘政治局势的缓解、能源危机的消退以及政策转向宽松等因素影响开始复苏。预计欧元区 2023 年经济增速或降至 0.4-0.6%，2024 年或小幅上涨至 0.6-0.8% 区间。

中国方面，2023 年经济总体呈现修复趋势，其中一季度高斜率修复、二季度增长回落、下半年开始经济回归稳定，产量回稳、价格反弹。货币政策年内持续宽松，央行两次降息、两次降准，资产负债表扩张。财政政策则集中在下半年发力。对于 2024 年，国内经济总体仍将延续弱复苏为主的趋势，呈现“波浪式发展、曲折式前进”的特点。消费和基建是重要支撑，外需存在反弹空间，房地产风险仍需警惕。供

给将继续跟随总需求回升，加库存周期进一步明确。长周期看 2022 年下半年以来的底部右侧趋势不变，基准预期下的 2024 年 GDP 实际同比增速合意区间为 4.5%至 5.0%，叠加再通胀因素名义增长将高于此增速。货币继续宽松，央行可能降息 10BP、降准 25BP 或更多。财政赤字和地方专项债目标大概率调升。而最终如何地产和地方债风险将是市场关注的焦点。

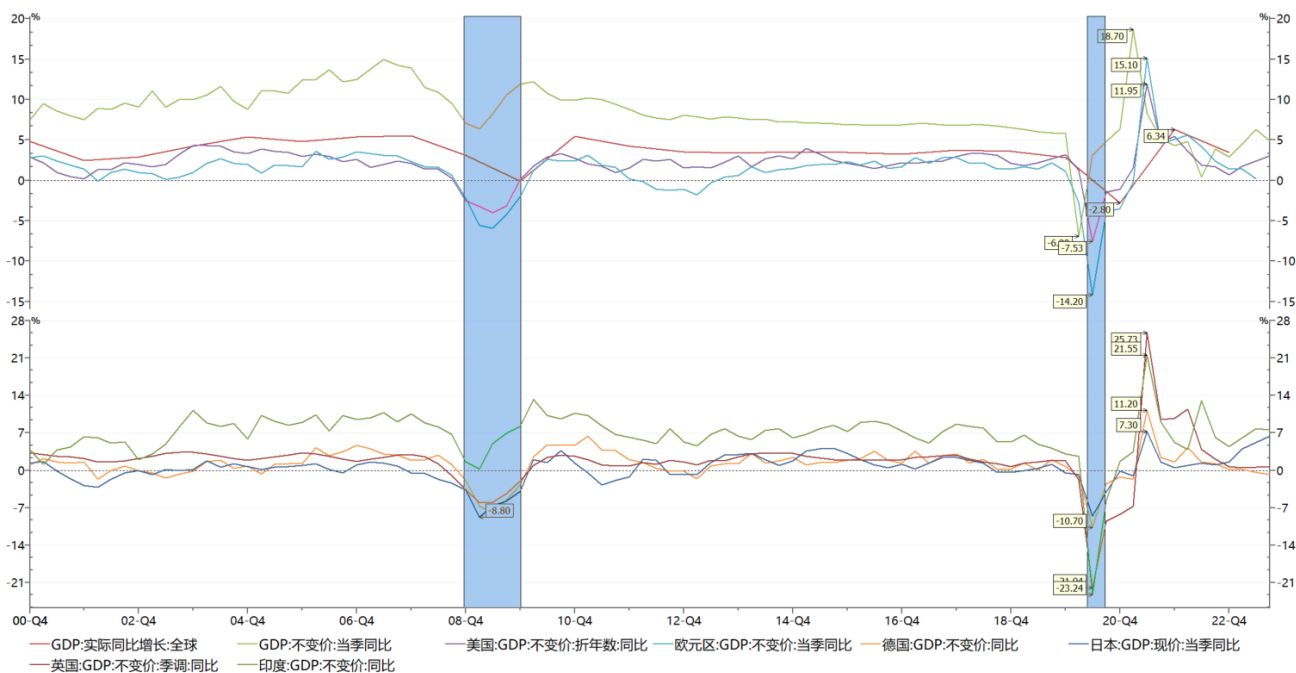


图3 全球主要经济体经济增速走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

## 二、美联储本轮加息周期已结束 下半年将开启降息周期

疫情冲击下经济陷入短期衰退，并且出现流动性危机，欧美央行迅速实施超宽松的货币政策，避免流动性危机发展为金融危机，更是降低经济危机的程度。随着疫情控制和经济复苏均取得进展，2020-2021年宽松政策带来的流动性泛滥和通胀高企等问题迫切需要解决，故美联储在2021年11月议息会议宣布缩减购债，正式进入政策紧缩阶段。2022年3月正式进入加息周期，5月加息50BP，6月、7月、9月和11月则各大幅加息75BP；12月放缓加息步伐，加息50BP；2023年2月、3月和5月各加息

25BP；6 月短暂停止加息后，于 7 月议息会议再度加息 25BP；9 月、11 月和 12 月议息会议均暂停加息。

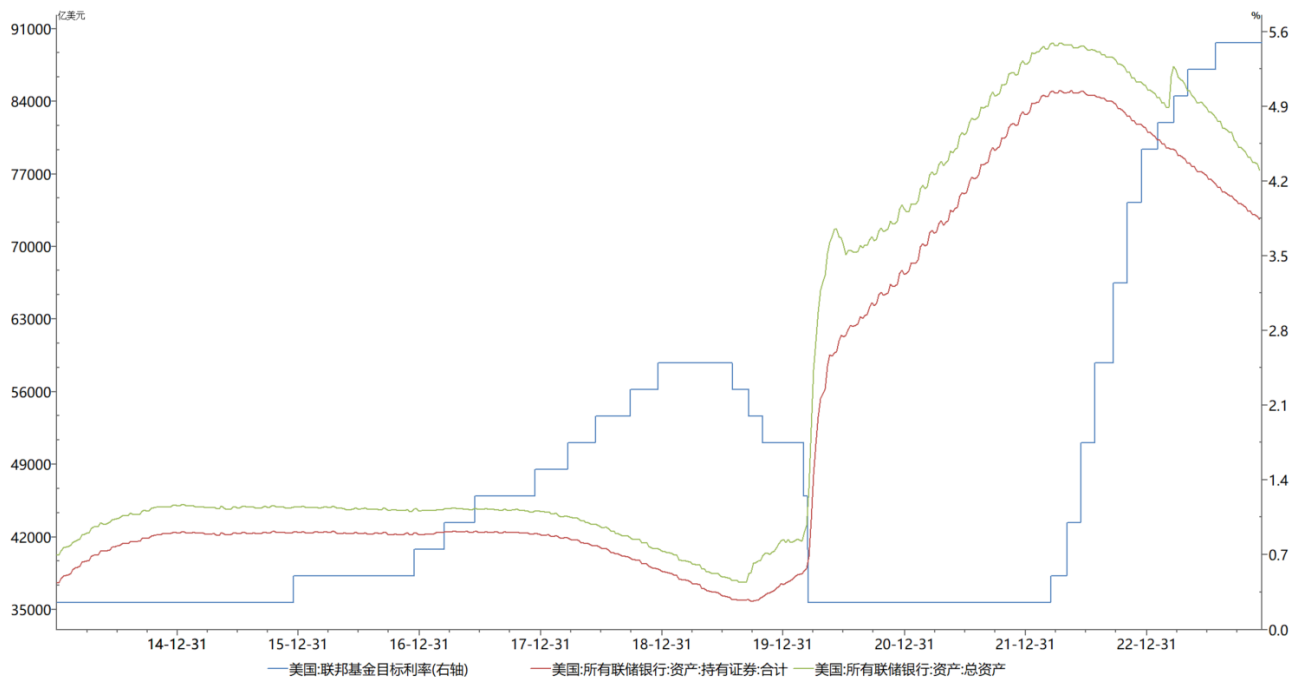


图 4 美联储货币政策调整走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 5 美联储本来政策收紧总结

数据来源：Wind、方正中期研究院

美联储经过 2022 年连续大幅加息后，2023 年虽减缓加息步伐但是仍继续加息，经济数据表现强劲使得美联储加息基调依然偏鹰。但是，美国银行业危机和债务上限问题的出现，使得美联储 2023 年货币政策调整预期出现“过山车式”趋势转变，伦敦金现盘中一度刷新历史新高至 2081.82 美元/盎司。

2022 年底，美联储逐步放缓加息步伐，2023 年 1 月美联储维持鸽派加息基调，美元指数和美债收益率表现弱势，贵金属呈现震荡偏上行走势，伦敦金现一度涨至 1950 美元/盎司关口。2023 年 2 月至 3 月上旬，美国 1 月经济数据表现强劲，美联储加息预期再度转鹰，美元指数和美债收益率大幅反弹，贵金属高位回落，伦敦金现一度跌至 1800 美元/盎司关口。

2023 年 3 月中旬至 4 月底，硅谷银行破产事件引发市场恐慌，美欧银行业危机持续蔓延，美联储加息的幅度、加息终点预期大幅调整，当时从仍有加息 100BP 的预期调整为共加息 25BP 的预期（3 月加息 25BP 后将会停止加息）、年底无降息预期调整为降息 2-3 次预期；避险需求和美联储政策大幅度转鸽预期利好，伦敦金现一度涨至 2050 美元/盎司附近。随后美欧银行业危机得到抑制，美联储货币政策调整的鸽派预期有所减弱，伦敦金现跌至 2000 美元/盎司下方。

2023 年 5 月初至 5 月中旬，第一共和银行破产，美国银行业危机进一步蔓延，美国债务上限谈判陷入僵局，债务违约风险不断加大，美联储政策利率调整预期再度偏鸽派转变，5 月初加息 25BP 后将停止加息，年内将会出现 3-4 次的降息预期。避险需求叠加美联储货币政策再度转向鸽派预期影响，伦敦金现盘中刷新历史新高至 2081.82 美元/盎司高位。

5 月下旬至 6 月，美国白宫和共和党最后达成协议的预期较强，美国银行业危机暂时没有再度蔓延，美国就业市场表现强劲、通胀仍维持在高位，宏观经济数据表现略强于预期，叠加美联储官员讲话偏鹰派影响，美联储加息预期不断转向鹰派，美联储仍将会加息。贵金属承压持续回落，伦敦金现跌至 1950 美元/盎司下方，伦敦银现跌破 23 美元/盎司关口。



美联储 6 月议息会议如期按兵不动，但美联储提高了经济预期和通胀预期，美联储点阵图暗示美联储年内仍将加息 2 次/50BP，鲍威尔继续淡化年内降息预期，整体基调偏鹰。美联储 7 月如期加息 25 个基点，将联邦基金利率的目标区间上调至 5.25% 到 5.50%，累计加息幅度达 525 个基点；美联储主席鲍威尔表示，未来加息仍将取决于数据，任何政策决定都将采取逐次会议逐次分析的方式。

2023 年 9 月和 11 月两次议息会议，美联储均维持利率不变，强调经济强劲且通胀仍维持高位，美联储暂停加息并非意味着停止加息，后续仍有加息可能。虽然会议声明和鲍威尔讲话偏鹰，但是基本符合市场预期，并且美联储本轮加息周期大概率已经结束，故对市场影响有限。

2023 年 12 月议息会议意外偏鸽释放降息信号。美联储下调 2024 年经济预期，下调近三年通胀预期，强调利率已经达到峰值，2024 年降息次数将会达到 3 次及以上，降息选项已经摆在美联储官员面前，未来不排除经济衰退可能，那降息幅度会更大。





对美联储而言, 当前仍然面临抗通胀、防风险和稳经济的权衡问题。当前美国政策利率位于 5.25%-5.5% 的近二十年高位, 对经济的负面冲击依然存在; 美联储 12 月议息会议和鲍威尔讲话释放鸽派降息信号, 美国经济数据已经开始走弱, 就业市场出现疲弱迹象, 且连续加息影响仍未完全显现, 美债集中到期

的再融资风险，故美联储转向宽松预期继续升温；美联储将会视 2024 年一季度视经济下行程度、通胀和就业走势释放明确的降息信号，我们认为美联储降息或在 2024 年下半年开启。

美联储加息节奏预期在 2023 年 1-12 月出现过过山车式转变，迅速从政策收紧转为政策宽松再度转向鹰派预期到暂停加息甚至逐步转向宽松，对贵金属形成直接影响。美联储本轮加息周期基本结束，2024 年上半年将会逐步转向宽松，对贵金属而言则会形成利好影响，故贵金属短线调整行情均是低位建仓机会。美联储货币宽松逻辑将是未来一段时间的主逻辑，此背景下叠加避险需求、配置需求以及储备需求，贵金属中长期仍有上涨空间。

### 三、美债收益率高位回落 整体偏下行

自 2021 年 1 月 6 日美联储 12 月会议纪要释放讨论缩减购债规模的信号后，随着美联储货币政策收紧预期和节奏不断加强，美国经济数据表现强劲暗示经济软着陆预期不断升温，十年期美债收益率开启上涨趋势，2023 年 10 月最高涨至 5.024 的近十五年高位。2023 年 11 月议息会议如期鹰派按兵不动，11 月以来的美国宏观经济数据和就业数据开始走弱，美债收益率高位回落，美联储货币政策转向宽松预期逐步升温，截止 12 月中旬跌至 4 % 下方。2023 年，十年期美债收益率整体在 3.253-5.024% 区间呈现冲高回落走势，涨幅收窄至 2% 附近。

一般来说，国债收益率受到本国实际经济增速、货币政策、通胀预期、国债市场供需平衡状态和其他避险和资产配置需求等因素的影响，而不同类型的经济体以及不同的时期，不同因素的影响逻辑和程度均不同。对于美债而言，影响美债的其他因素主要是避险和资产配置等因素的影响，其走势取决于美国实际经济增长情况、美联储货币政策、通胀预期和以“美国财政、全球配置以及避险需求”等因素主导的供求结构。

基于“名义利率=实际利率+通胀”的核心逻辑，对美债收益率进行分析。一般而言，十年期美债收益率代表名义利率、十年期通胀指数国债（TIPS）代表实际利率，十年期美债收益率与 TIPS 收益率差值

反映通胀或通胀预期。通过对十年期美债收益率与 TIPS 差值与美国通胀（CPI 同比）和布伦特原油价格（一般认为原油价格变动与通胀预期变动密切相关，走势相似度高）走势进行对比分析发现，美债收益率与 TIPS 差值与布伦特原油价格的相关度显著高于与美国通胀的相关度，故名义利率和实际利率的差值为通胀预期更为准确。故名义利率与实际利率之间的关系则调整为“名义利率=实际利率+通胀预期”，而通胀预期的变动与原油价格变动显著性强。故影响十年期美债收益率变动的核心因素则是通胀预期和实际利率。

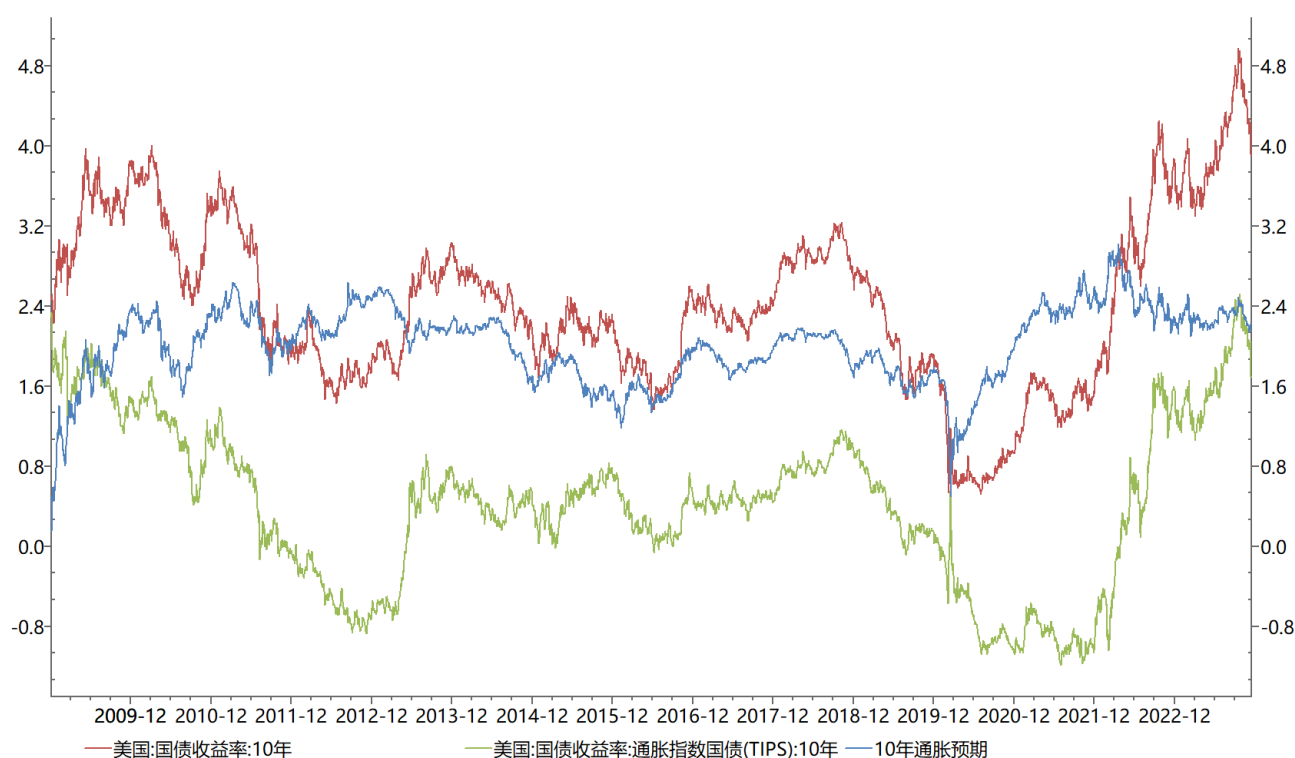


图 7 美债收益率走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

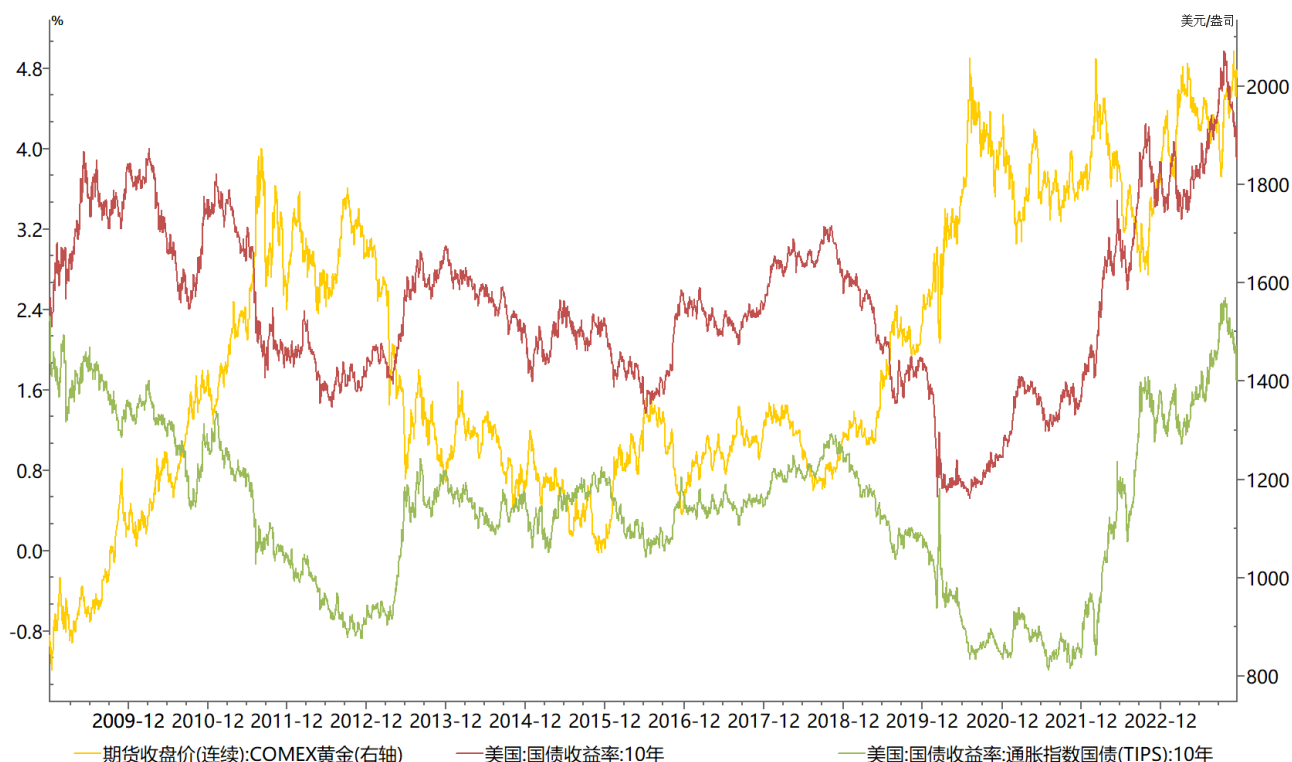


图 8 美债收益率与黄金走势相关性分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

美债收益率在美联储货币政策收紧周期接近尾声与美国经济偏下行等因素影响下，自高位回落，预计在 2024 年将会进一步下行。2024 年，美国宏观经济数据表现进一步走弱，美国就业市场走弱，经济下行趋势依旧，不排除短期陷入经济停滞状态；经济下行环境下，美联储或将于年中开始进入降息周期，政策转向宽松对美债收益率而言形成偏利空影响；地缘政治局势有所缓和，避险情绪有所缓解，对美债收益率而言有偏空影响；当然，美债市场供过于求的状态难以扭转，部分经济体抛售美债趋势将会延续，支撑美债收益率，故美债收益率下行的空间相对有限。当然，政策利率维持高位，美国财政部每年的利息支出或达到 0.9 万亿以上，利息支付总额占 GDP 的比重超过 3.2%，是 2001 年以来的最高水平，美国政府亦不会希望美债收益率涨幅过高。综合考虑以上影响因素，十年期美债收益率在 2023 年剩余时间至 2024 年整体震荡偏弱运行可能性大，2024 年十年期美债收益率或将在 3%-5% 主区间偏弱运行。



图 9 十年期美债收益率走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

## 四、美元指数历史长期走势与 2024 年走势分析

### (一) 美元指数长期走势分析

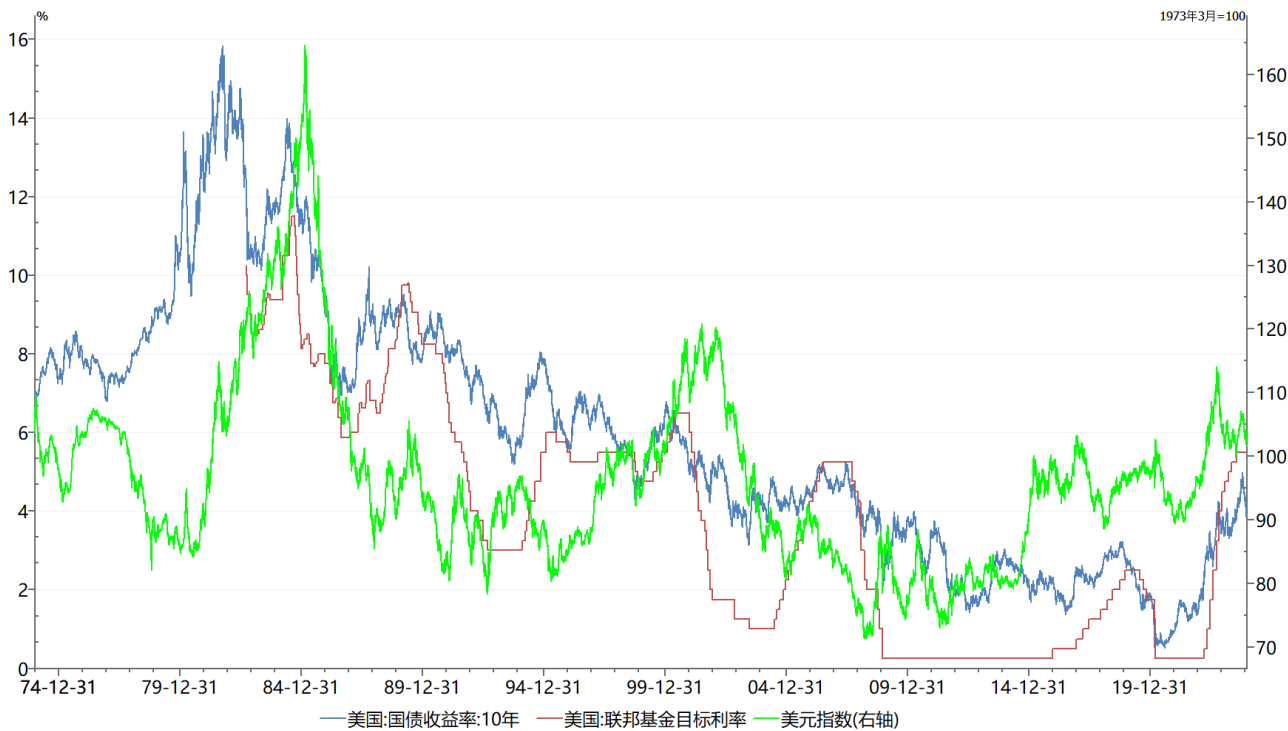


图 10 美元指数长期走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

根据美元指数的长期走势，可以将其分为十个阶段。

第一阶段：1976-1980 年，美国实行的较为宽松的货币制度使该阶段为贬值周期。1971 年尼克松政府宣布放弃“金本位制”，实行黄金和美元比价自由浮动，美元开始泛滥；1973 年爆发石油危机；1974-1975 年发生仅次于 30 年代的经济危机。此阶段也是美国与其他主要发达国家经济体，告别布雷顿森林体系束缚后，在货币供应量方面，开始进入急速增长的第一个历史周期。

第二阶段：1981-1985 年，以 1979 年起点美联邦基金开始大幅提高基准利率，该货币政策执行两年后，于 1981 年居然达到惊人的、前所未有的 16%。也正是于此为基础，美元才得以终结了持续大约十年的弱势状态，近而进入了美元强势周期。1980 年 10 月美元指数重拾升势，并在随后的几年表现出历史最强的走势；1981 年 12 月美联储主席保罗·沃克尔将联邦基金利率升至 20%；1982 年 12 月联邦基金利率降至 8.5%后在 8 和 10 之间徘徊，但美元指数继续走强；1985 年 2 月美元指数见历史最高点 164.72 点。根据美国的数据，美国对华贸易于此年从顺差变为逆差，过去的美元大牛市是因为中国刚开始改革，急需从美国进口各种设备和从世界进口原材料，而当时的中国还没有外汇储备，便造成对美元的强劲需求，加上沃克尔一直保持谨慎的货币投放造成。

第三阶段：1986-1995 年，经历了上一轮美元持续升值周期后，美国经常帐方面与政府财政方面的双赤字再次成为了美国强迫日元与欧系货币升值的借口。1985 年 9 月签署的著名的五国集团《广场协议》，协议中要求其他主要经济体货币汇率相对美元要进一步有序升值。1985 年 9 月五国集团签署《广场协议》，美联储还通过“公开市场操作”多次的直接干预与操纵外汇市场。其在大量抛售美元的同时，主要针对日元与马克开始大量的买入。直接形成美元相对日元与马克的大幅贬值。1986 年美元名义和实际汇率比 1985 年大幅度贬值 17.5%与 17.3%。这也就标志着美元重新进入了一个贬值波动



周期。直至 1995 年，美元名义利率比 1985 年贬值了 36%，实际汇率的贬值幅度更是达到了惊人的 43%。

第四阶段：1996-2002 年，美国经济强劲复苏，资金有回流美国的需求，美元重收升势 1997-1998 年弱势美元政策向强势美元政策的过度中导致大量国际资金回流至美国本土市场，参与股市、房市与其他资产投机。克林顿政府所致力于改善财政赤字的经济政策取得了明显的效果。并与 1998-2000 年实现连续三年的财政盈余。同时此阶段也是美国信息科技革命阶段，这吸引了大量的资金流入美国，这也是支撑着此轮美元强势周期的主要条件。时间到了 2002 年后，美元的名义汇率与实际汇率比 1995 年大幅升值达 28%与 31.5%。

第五阶段：2003-2007 年，进入 21 世纪美国发生科技股泡沫破裂以及震惊全球的 9.11 事件，美国政府日益扩大的财政赤字和贸易赤字等问题促使美元不断贬值。2000 年下半年后，随着经济泡沫的破灭，美元的加息周期逆转为减息周期。以 2001 年发生的 9.11 事件后，美联储更是连续的进行了 13 次的减息，这使得联邦基金利率达到了 46 年来的最低水平。2004 年美联储宣布加息，美元触底反弹，美国开始逐步进入加息周期，而此轮加息直接造成了资产泡沫的破灭。同时这个特征也为 2008 年开始的全球性金融危机埋下了伏笔。

第六阶段：2008-2013 年，开始美联储接连实施数轮量化宽松，美国为刺激经济复苏，分次采用了四次量化宽松政策（QE），令美元指数大幅下挫。

第七阶段：2014 年至 2018 年，2014 年 11 月美联储退出 QE3，撤出刺激政策，并进入加息周期。伴随着美国 GDP 增速的快速回升，经济强劲复苏，2015 年 3 月美元指数上破 100 关口，创下 2003 年来的新高。美联储在 2015 年 9 月会议上按兵不动；2015 年 12 月美国实施加息政策，美国重新回到加息周期中，美元指数再次重上 100 点上方。随后受欧洲央行降息令欧元大幅反弹影响，美元指数高位回落。2016 年美元指数处在 91-102 区间的宽幅波动中，美国 2016 年前三季度经济呈现一、二季度经济增长缓慢、三季度经济增长大幅攀升，美国 2016 年就业市场保持继续回暖、消费者信



心指数创新高、非美货币波动剧烈均令美元指数出现波动加剧，发达经济体中美国经济仍表现强劲使美元指数保持强势并创出 2003 年 3 月份以来新高，尤其是在英国脱欧公投后英镑大幅贬值推升美元指数重上 95。2017 年以来特朗普相关政策频繁受阻，美国相关经济数据在货币政策收紧过程中韧性较低，部分减缓了美联储加息步伐，侧面推动了美指的高位回落。2018 年美元指数在美国经济持续向好以及美联储连续进行加息动作的共同作用下又一次强势上涨，并且维持在相对高位震荡。

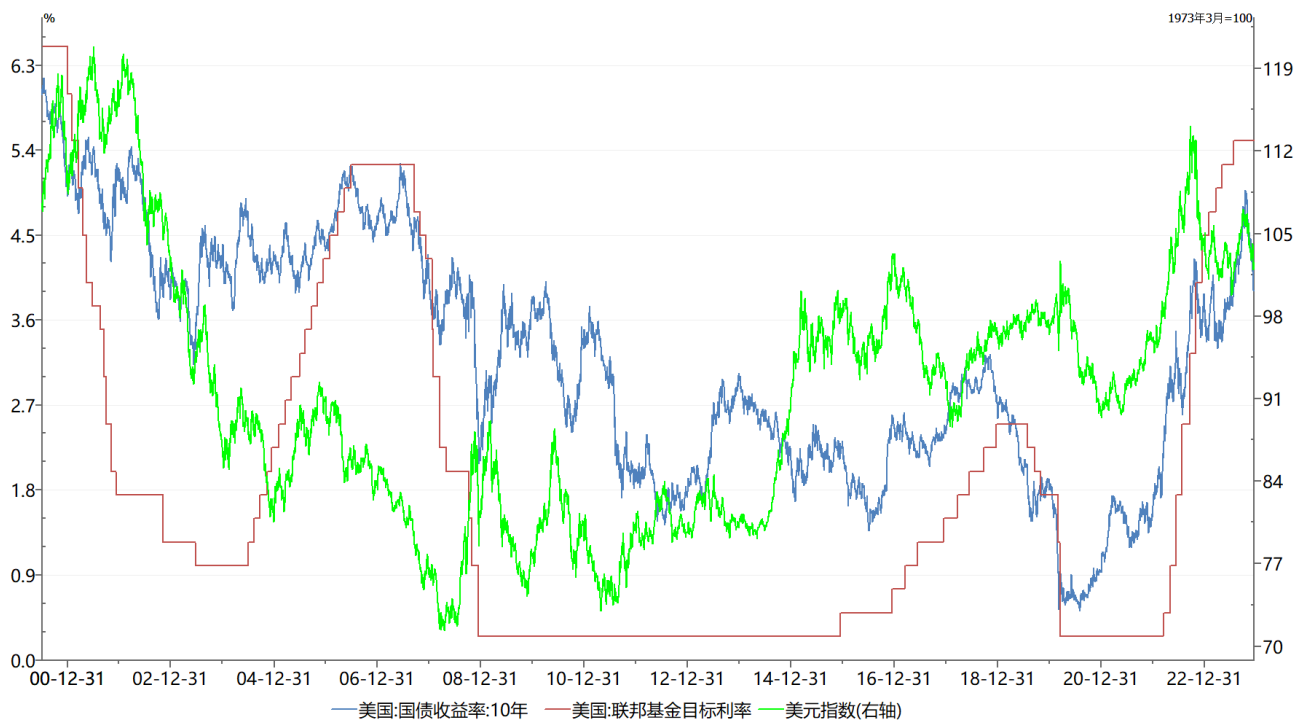
第八阶段：2019 年，美国经济相对强劲，息差优势依存，叠加英镑欧元弱势反向助力，美元指数仍处于高位震荡；进入 6 月，受到部分美国经济数据堪忧、核心美债收益率差额持续倒挂和美联储降息预期升温的影响，美元指数出现疲弱态势，但是整体依然处于高位。2020 年，美国经济将会进一步走弱，而英国有序脱欧后，英镑欧元则会恢复性小幅走强，欧元区经济亦会企稳，美联储继续降息使得息差优势降低，故我们认为美元指数会维持偏弱走势。

第九阶段：2020 年上半年，新冠肺炎疫情在海内外先后爆发，市场情绪极度恐慌导致全资产抛售，流动性危机较为严重，在流动性危机和避险需求的影响下，美元指数持续上涨至 103 的近期高位。随后美联储开启第五轮 QE 拯救经济，在 2020 年 3 月至 2022 年 3 月期间，美联储累计发放 M2 季调量达到 6.35 万亿美元。美元指数持续走弱，一度跌至 95.56。

第十阶段：由于美国通胀高企，2022 年 6 月季调 CPI 同比增速更是一度达到 9%，创近四年新高。美联储从 2021 年 11 月开启 Taper，2022 年 3 月结束第五轮 QE，并且当月开启加息，2022 年 7 次会议累计加息 425BP，尤其四次连续加息 75BP 创上世纪八十年代以来最快加息幅度，同时从 2022 年 6 月开始缩表，缩表上限定为 475 亿美元，当年 9 月起提升至 950 亿美元。并且，俄乌冲突爆发后，美元作为避险资本得到国际市场青睐。相对而言，其他主要央行的加息速度明显滞后于美联储，尤其日本央行依然坚持-0.1%的量化宽松政策。美元指数持续冲高，一度突破 114 高点，创近 20 年新高。

## (二) 美元指数进入下行周期

2021 年初至 2022 年 9 月底，美联储货币政策加速收紧预期及节奏和美国经济数据表现强劲支撑美元指数，叠加地缘政治局势再度紧张，欧元英镑弱势利多美指，美元指数持续上涨，从 90 的低位一度涨至 114.79 的近二十年高位。2022 年 10 月至 2023 年 7 月，在美联储加息放缓预期持续升温与落地、欧洲央行大幅加息收窄欧美政策差，债务危机和银行业危机或引发金融危机等因素影响下，美元指数高位回落，2023 年 7 月一度跌至 99.55 附近。2023 年 7 月下旬至 10 月，美国经济数据表现强劲增加经济软着陆预期，通胀高位回落后再度反弹，美联储官员整体维持偏鹰派态度，叠加欧洲经济弱势和欧洲央行加息幅度不及预期等因素利空欧元、间接利多美元，美元指数出现强势反弹行情，10 月初最高涨至 107.35。10 月底至 12 月初，美国经济数据开始走弱，美联储货币政策再度收紧概率持续下降，美元指数高位回落，再度回到 103 以内。



数据来源：Wind、方正中期研究院

展望 2024 年，多重因素影响下，美元指数或延续偏弱行情，不排除跌至 90 下方可能。2024 年，美国宏观经济数据表现进一步走弱，美国就业市场走弱，经济下行趋势依旧，不排除短期陷入经济停滞状态；经济下行环境下，美联储或将于年中前后开始进入降息周期，政策转向宽松对美债收益率而言形成偏空影响；地缘政治局势和能源危机有所缓和，欧洲经济陷入衰退后开始复苏，美欧经济差或有所收窄，欧元和英镑低位反弹利空美元指数；美元指数中长线的弱势行情或将会持续。2023 年剩余时间至 2024 年，美元指数将会延续偏弱行情，美元指数整体将会在 90-107 之间偏弱运行，不排除跌破 90 可能。对于贵金属而言，美元指数中长期走弱会形成利多影响。



图 12 美元指数走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

## 五、BDI 历史长期走势与 2023 年走势分析

最近 20 年，国际干散货运输市场大致可以分为三个阶段：

第一阶段：中国需求拉动全球海运市场。2001 年 12 月 11 日，中国正是加入 WTO 成为第 143 位成员国。此后，中国经济发展提速，2003-2007 年期间年度增速超过 10%，并在 2007 年达到 14.23%。中国以低廉的劳动力与土地成本、稳定的社会环境、相对较高的劳动力素质，吸引了诸多跨国企业的入驻，中国一跃成为世界工厂。中国的铁矿石、煤炭、镍矿、石油等能源进口量逐年快速增加，并长期保持全球首位。中国对于原材料的需求提升大幅增加了对于干散货船舶的需求，2008 年次贷危机爆发前，巴西至中国青岛的铁矿石运价达到 100 美元/吨，运费甚至超过了矿石离岸贸易价格。

第二阶段：次贷危机导致海运危机。美国次贷危机爆发对于全球经济最大的破坏是“恐慌性”。企业破产、银行倒闭、工人失业，原材料价格腰斩，诸多高价订造的船舶被遗弃，航运市场也遭受到了毁灭式的打击，运价和造船价均断崖式跳跃。BDI 从 2008 年 5 月 20 日的 11793 点暴跌至 2009 年 1 月 5 日的 772 点，仅仅半年下跌 93.5%。

第三阶段：租金水平相对低位震荡

金融危机之后，造船价格跌入低谷，国际资本热钱涌入抄底，2013-2014 两年新船订单总量超过 1.32 亿载重吨大关，直接导致 2015-2016 年航运市场大萧条，运价断崖式暴跌。进入 2010 年，中国经济增速步入下行轨道，全球经济长期低迷，BDI 长期徘徊于 2000 点以下。最近十年，航运市场也出现过几波回涨行情，如 2022 年 10 月 7 日 BDI 冲到 5650 点，创近 13 年新高，但依然不足历史最高点的一半，并且往往只是阶段性行情，并未在一段时期内站稳。从这个角度来看，次贷危机后的国际航运市场均属于相对低位的震荡行情阶段。

2022 年全球散运市场并不景气，BDI 持续回落。2022 年 12 月 14 日录得 1401 点，相比下降 49.2%，接近腰斩。从供给端来看，全球经济增速下行，中国坚持房住不炒和限制粗钢产量的政策，使得大宗商品需求下降。同时，美联储加息使得大宗商品价格承压下跌，贸易商抱着买涨不买跌的心态，也会延后订货时间。从供给端来看，各国放开了疫情入境管控措施，船舶和陆运周转效率得到大幅提升，运力供给增加。在运力供需错配得到不断缓解之下，BDI 在 2022 年持续走弱。

2023 年，地缘政治局势再度紧张化，原油价格再度走高，BDI 指数则随之走高，从 530 的低位持续走升至 3346。2023 年 12 月份，原油价格再度回落，BDI 随之再度回落至 2100 左右。展望 2024 年，全球经济或呈现先弱后强走势，BDI 指数或呈现先弱后强走势。

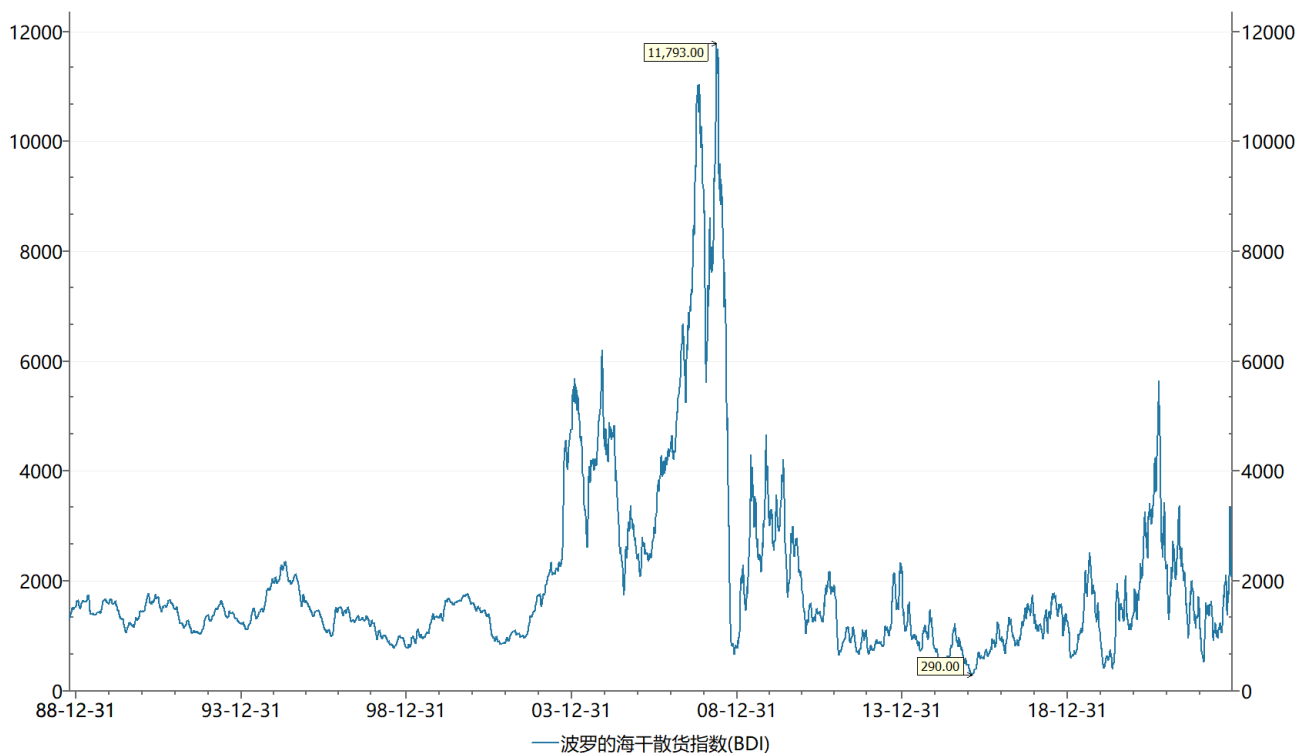


图 13 BDI 走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

## 六、CRB 指数历史长期走势与 2023 年走势分析

纵观 CRB 指数长期走势，自 2000 年以来，大致可分为八个阶段。

第一阶段：2001 年 1 月-2003 年 6 月，美联储为减轻股市泡沫破裂、“9.11”恐怖袭击以及华尔街会计作假丑闻等一系列事件对美国经济的影响，先后进行 13 次降息，从 6.5% 下调至自 1958 年以来的最低水平 1%。美联储的降息政策极大地刺激了房地产业和信贷消费的发展，由此带来的财富效应极大地推动了美国经济的快速增长；其次，欧元区、日本经济复苏以及新兴国家崛起，拉动 CRB 商品期货价格指数快速上涨，迅速摆脱 10 年的颓势，由 2001 年的 181.8 点上扬至 2008 年 7 月的 473.9 点峰值。

第二阶段：2007-2011 年，次贷危机、欧债危机相继迸发，需求、避险两者之间 CRB 商品期货价格指数蹦极式跳跃。

2007-2008 年次贷危机全面爆发，美国股市标准普尔 500 指数下跌 45%，房价从 2006 年高峰下跌 20%，次贷危机迅速蔓延至全球。CRB 商品期货价格指数呈断崖式下跌，由 2008 年 7 月的 473.9 点跌至 12 月份的 208.5 点附近，用时仅 5 个月。

2009-2011 年，希腊首相帕潘德里欧宣布前任首相隐瞒了大量的财政赤字，随即引发市场恐慌，三大评级机构纷纷下调了希腊的主权债务评级，投资者抛售希腊国债同时，爱尔兰、葡萄牙、西班牙等国的主权债券收益率也大幅上升，欧洲债务危机全面爆发。伴随各国相继实行经济刺激计划以及弱势美元政策，CRB 商品期货价格指数强力反弹升至 370.7 点位附近然后出现大幅下跌，累计最大跌幅 39%。

第三阶段：2011-2013 年，世界经济步入后危机时代，经济复苏乏力，CRB 指数走势与 1980-1996 年相似，不改弱势震荡格局，步入区间长期震荡调整格局。2012 年 12 月美国实施 QE4，CRB 指数升至 300 点位附近，上升力度较 QE3 明显减弱。2013 年全球商品市场呈现出上半年大幅下跌，下半年为见底反弹后震荡走势，从 2013 年全年来看，中国经济等金砖国家经济放缓、全球大宗商品去库存化、美国开始退出持续四轮的 QE 政策和欧洲经济复苏还漫长是大宗商品价格再下一个台阶的主要成因。

第四阶段：2014 年至 2017 年，全球经济增长不平衡，美国强劲复苏、欧洲日本经济反复、新兴经济体增长放缓，美元指数持续上涨并创 2003 年以来新高，CRB 指数步入底部宽幅震荡阶段。国际大宗商品市场供大于求局面受到中国供给侧改革影响而短期出现供需错配，黑色金属、有色金属、建材化工品价格出现大幅反弹，原油、铁矿石、煤炭和金属矿粉等中国进口依赖度较高的商品价格也受中国进口大幅增长出现反弹。2016 年大宗商品市场呈现出见底大幅回升的走势，部分品种如焦煤、焦炭、动力煤、螺纹钢、热轧卷板等中国特色商品价格涨幅居全球商品市场前列，涨幅平均为 110%。而反映全球大宗商品市场价格指数的 CRB 商品期货指数受有色金属、石化能源和农产品期货反弹止跌回升。2016 年以来全球大宗商品市场出现大幅反弹，此轮大宗商品的熊市基本见底，2017 年大宗商品市场受高价格影响迅速补充库存和释放产能来弥补短期供给的短缺。

第五阶段：2014 年至 2018 年，全球经济增长不平衡，美国经济向好但是已经出现见顶迹象、欧洲日本经济增长出现反复偏下、新兴经济体发展形势动荡，美元指数持续上涨虽然有所回调但是仍处于相对高位，CRB 指数步入宽幅震荡阶段。在需求走弱的背景下，供给端的限制成为大宗商品价格波动的主旋律，我国供给侧改革和环保政策的反复影响下，部分品种如焦煤、焦炭、动力煤、螺纹钢、热轧卷板等中国特色商品价格波动幅度增加。

第六阶段：2019 年全球经济共振性放缓，美国经济增长动力不足韧性下降，日欧经济底部震荡继续走弱，新兴市场分化严重，中国印度经济稳中有降，俄罗斯、巴西和南非经济放缓，美国政府极端贸易政策引起全球贸易局势紧张，需求不足。因此，CRB 现货价格指数继续震荡走弱，并可能进一步走弱。在全球经济受到贸易摩擦以及地缘政治危机等因素的影响下，进入 2019 年大宗商品需求端受到贸易局势影响，受中美贸易等国际贸



易局势影响，部分商品如铁矿石、豆类粕类以及棉花等波动较大。国际原油价格也在中东地缘政治对供给的不确定性影响下大幅波动，并且带动 CRB 商品期货指数在底部持续震荡并且有走弱迹象。

第七阶段：新冠肺炎疫情先后在中国、欧美等发达国家以及巴西印度等新兴市场国家爆发，严格的社交管控措施使得经济陷入停滞，市场情绪陷入恐慌，大宗商品价格在 2020 年 3 月中下旬出现断崖式下滑，CRB 商品期货指数本就走弱的趋势，出现断崖式下滑。随后，以美联储为主的各大央行采取超宽松的货币和财政政策，叠加经济的持续复苏，商品市场实现 V 型反弹，CRB 商品现货指数出现大幅上涨。2022 年 2 月下旬，俄乌冲突爆发，全球爆发能源危机和粮食危机，商品价格再度恐慌性暴涨，这波涨势一直持续至 2022 年 4 月，最高点达到 644。

第八阶段，2022 年 5 月以来，以美联储为核心的全球主要央行开始加速收紧货币政策，在抑制通胀的同时对经济产生负面影响，经济持续走弱，商品整体表现偏弱，CRB 商品现货指数高位回落，持续走低，2023 年 12 月下旬，CRB 商品现货指数最低跌至 511。展望 2024 年，经济仍然偏下行，货币政策逐步转向宽松，预计 CRB 商品现货指数或呈现先弱后逐步走强的态势。

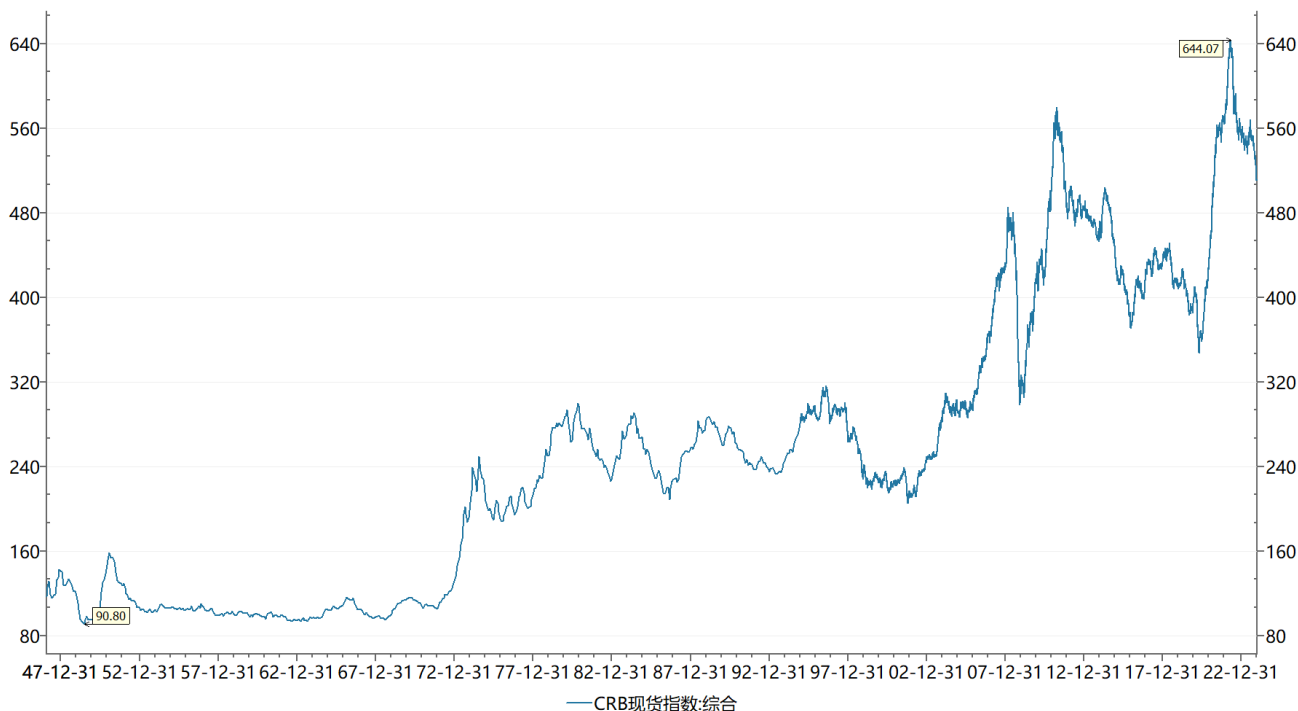


图 14 CRB 现货指数走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院



## 七、非美货币或延续偏强走势

### (一) 欧元/美元重心或将继续上移

2023 年，欧元/美元整体呈现先扬后抑再度反弹行情。2023 年 1 月-7 月，银行业危机以及债务上限等风险因素影响下，美联储加息步伐逐步放缓，欧洲央行延续快速加息预期，美欧政策差有收窄预期，利好欧元利空美元指数，故欧元/美元持续走升，从 1.05 震荡走强至 1.1275。7 月下旬至 10 月初，美国经济表现强劲且有韧性，美联储货币政策相较于预期偏紧，欧洲经济持续回落接近衰退状态，欧洲央行政策收紧不及预期，美欧经济差和政策差再度走扩，美元指数表现强劲而欧元持续走弱，欧元/美元从 1.1275 跌至 1.0448。2023 年 10 月中旬至今，美国宏观数据走弱显示经济整体偏下性，美联储货币政策转向宽松预期不断升温，欧洲经济偏弱和货币政策转向宽裕预期被欧元所计价，美欧经济差和政策差没有进一步走扩，反而有收窄预期，故美元指数持续走弱，欧元底部反弹，一度突破 1.1 关口。

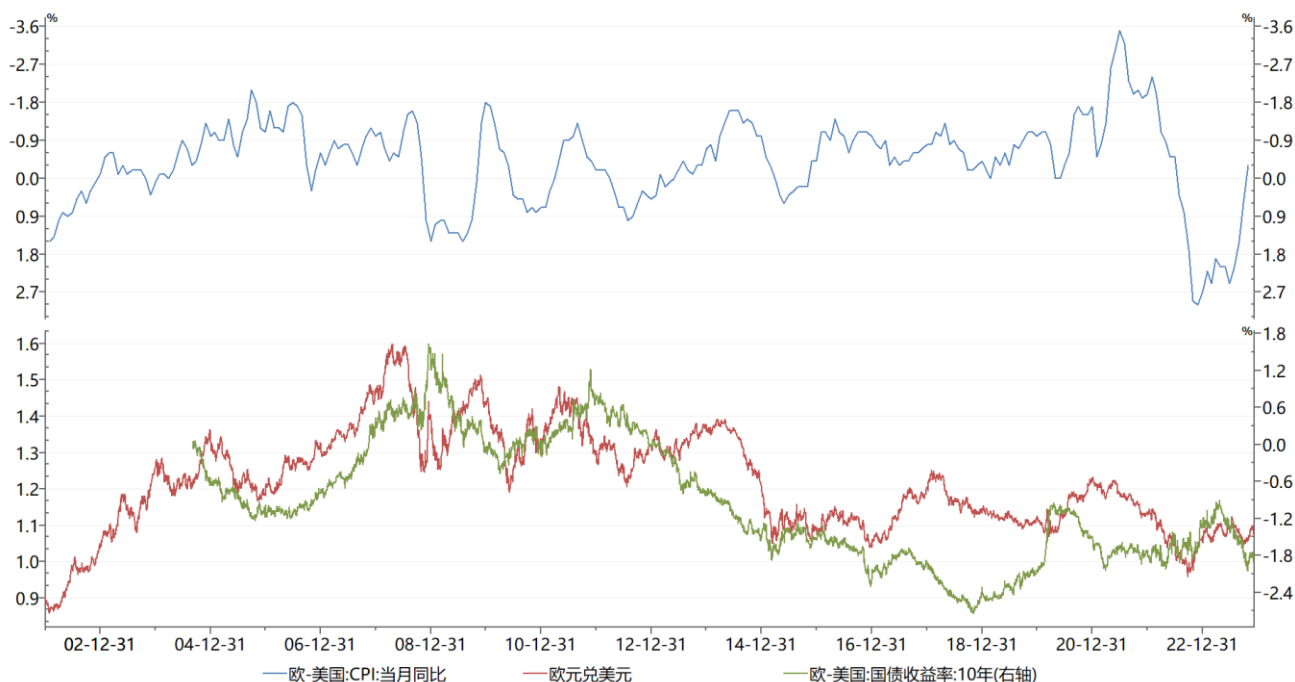


图 15 欧元与美元走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

展望 2024 年，欧洲经济四季度至 2024 年初陷入衰退的可能性依然较大（欧元已经计价），2024 年二三季度或开始复苏；美国二三季度经济表现意外强劲，经济软着陆预期有所升温，但是高利率冲击下经济下行难免，2024 年或将会进一步下行，或呈现先弱后修复走势；欧洲经济或率先触底然后反弹，这对于欧元而言形成利好影响。货币政策方面，美欧央行均会逐步转向宽松，均可能在二季度末及三季度初降息，政策差或维持稳定，对欧元负面影响有限，随着利空出尽更多是利多影响。另外，地缘政治局势或逐步缓解，美元指数进入下行区间，预计欧元或将延续震荡走强行情。2024 年，欧元/美元不排除涨至 1.23 上方可能，主运行区间或为 1.05-1.2。

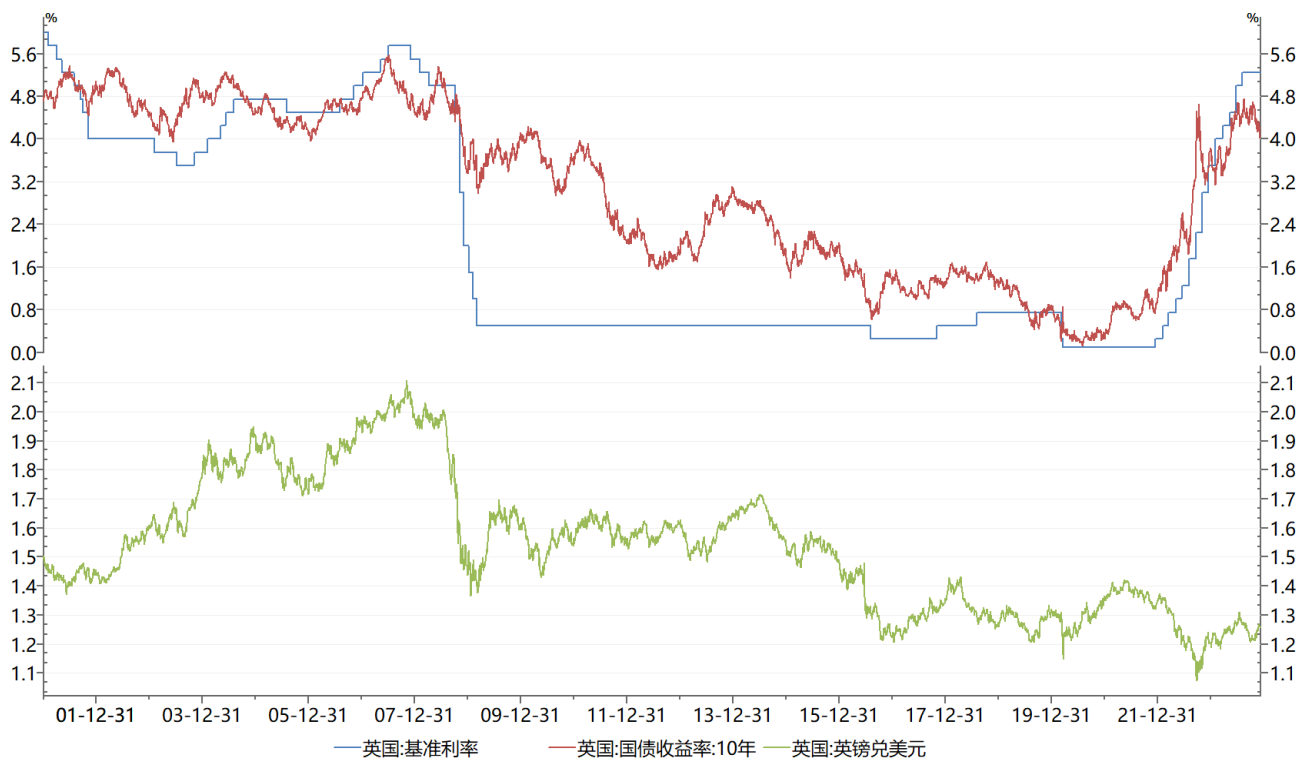


图 16 欧元/美元走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

## （二）英镑/美元重心将会继续上移

2023 年，英镑/美元与欧元/美元走势相对一致，整体呈现先扬后抑再度反弹行情。2023 年 1 月-7 月，银行业危机以及债务上限等风险因素影响下，美联储加息步伐逐步放缓，英国央行延续快速加息预期，美英政策差有收窄预期，利好英镑利空美元指数，故英镑/美元持续走升，从 1.18 附近震荡走强至 1.3142。7 月下旬至 10 月初，美国经济表现强劲且有韧性，美联储货币政策相较于预期偏紧，英国经济持续回落接近衰退状态，英国央行政策收紧不及预期，美英经济差和政策差再度走扩，美元指数表现强劲而英镑持续走弱，英镑/美元从 1.3142 跌至 1.2038。2023 年 10 月中旬至今，美国宏观数据走弱显示经济整体偏下性，美联储货币政策转向宽松预期不断升温，英国经济偏弱和货币政策转向宽裕预期被英镑所计价，美英经济差和政策差没有进一步走扩，反而有收窄预期，故美元指数持续走弱，英镑底部反弹，一度涨至 1.28 附近。



数据来源：Wind、方正中期研究院

展望 2024 年，英国经济四季度至 2024 年延续偏弱的可能性依然较大（英镑已经计价），2024 年二三季度或开始复苏；美国二三季度经济表现意外强劲，经济软着陆预期有所升温，但是高利率冲击下经济下行难免，2024 年或将会进一步下行，或呈现先弱后修复走势；英国经济或率先触底然后反弹，这对于英镑而言形成利好影响。货币政策方面，美英央行均会逐步转向宽松，均可能在二季度末及三季度初降息，但是英国降息预期或延后于美国，政策差有收窄预期，对英镑形成相对利多影响。另外，地缘政治局势或逐步缓解，美元指数进入下行区间，预计英镑或将延续震荡走强行情。2024 年，英镑/美元不排除涨至 1.4 上方可能，整体运行区间或为 1.15-1.4。



图 18 英镑走势技术分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

### （三）日本央行逐步退出负利率政策 美元/日元将会持续走低

2023 年，美联储货币政策整体偏紧，美联储不断加息，而日本央行维持超宽松的负利率政策不变，政策差持续走扩影响下，美元/日元持续走升，从年初的 127 持续上涨至最高的 151.92；随后因为日本央行干预与日本央行释放结束负利率政策信号影响，美元/日元高位回落，一度接近 140 关口。

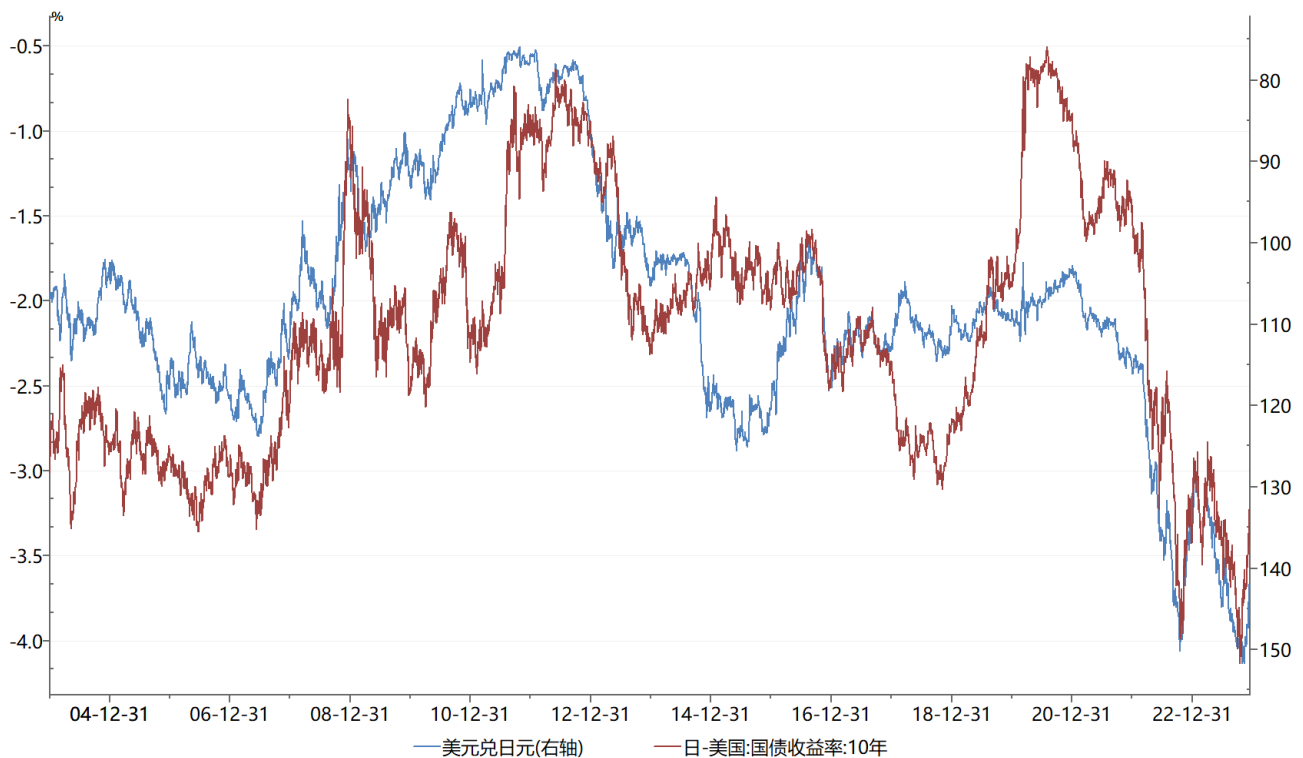


图 19 美元/日元与日美国债收益率走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

展望 2024 年，日本央行官释放结束负利率政策信号说明日本货币政策回归正常化概率大，日元央行将会逐步退出负利率政策，实施正常的货币政策；另外美联储货币政策逐步转向宽松，预期 2024 年将会降息 100BP 左右，美日政策差将会进一步收窄直接利好日元。日本经济延续不温不火逐步修复走势，美国经济偏下行，经济差预期偏向收窄，利多日元。叠加日元连续下跌后的反弹需求与美元指数、美债收益

率进入下行周期影响，日元将会持续升值，美元兑日元再度回到 127 可能性大，甚至不排除回到 115 以内可能。日元再度贬大幅值可能性偏小，日元继续下跌空间已经相对有限，可继续布局日元多单。

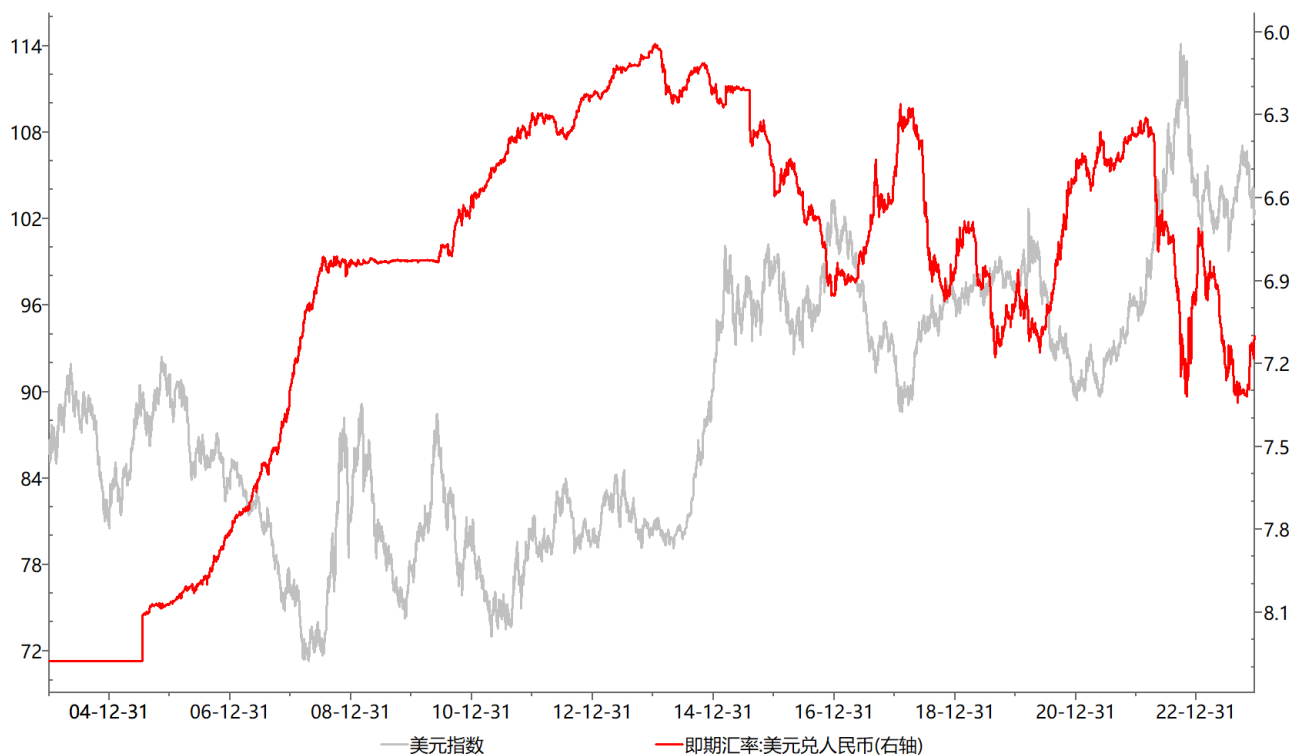


图 20 日元走势技术分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

#### (四) 经济政策支撑下 人民币将会延续升值走势

2023 年，经济复苏不及预期与美元指数走强等多重因素影响下，人民币表现偏弱，美元/离岸人民币从 6.7%一路上涨至 7.37 附近，10 月底至 12 月初出现回落，一度回到 7.1 以内，但是年内涨幅依然接近 3.1%。



展望 2023 年剩余时间至 2024 年，国内经济将会进一步复苏，支撑人民币走势；美联储本轮加息周期接近尾声，中美利差短期或有扩大预期，但是中长期将会逐步收窄，资本外流将会逐步转化为资本流入，对人民币形成利好影响；美元指数整体呈现偏弱行情，利多人民币；预计美元兑人民币整体表现先高位震荡后逐步走弱可能性大，即人民币逐步升值可能性大。综合考虑中美基本面的变化趋势、两国货币政策分化以及美元指数走势等因素影响，美元/离岸人民币 2023 年剩余时间至 2024 年核心运行区间为 6.5-7.3，不排除触及 6.3% 的可能。





图 22 人民币走势技术分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

## 八、宏观预期下大类资产走势分析

2024 年，地缘政治局势与美欧利率维持高位的冲击继续显现，美欧经济增长动力不足，经济增速持续下滑态势持续，下半年则随着地缘政治局势好转和政策逐步转向宽松等因素影响，出现触底复苏走势。美欧货币政策逐步转向宽松，或将于年中前后开始降息并在 2025 年延续降息安排，美联储或在下半年开启降息周期。美元指数和美债收益率进入下行区间，预计将会进一步走弱，美元指数不排除跌至 90 附近可能，美债收益率则会持续走弱，不排除跌至 3% 附近可能，对大类资产形成利好影响。人民币则会进入升值阶段，预计将会持续走升，使得国内商品表现弱于国际商品表现表现。故在经济先弱后强、政策转向宽松、美元美债下行以及人民币升值等宏观经济预期下，美国债市表现会比较强，国内债市表现会偏弱，贵金属表现较强，风险类商品或呈现先弱后强走势。

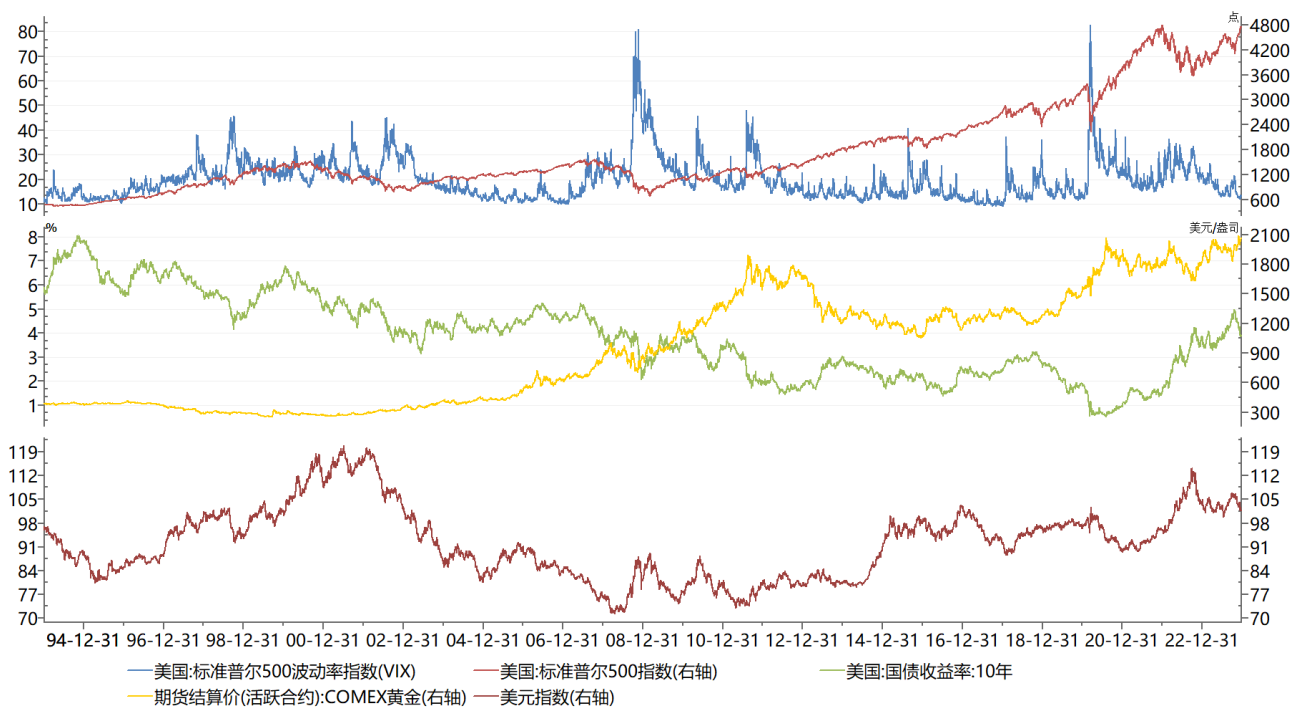


图 23 大类资产走势回顾

数据来源：Wind、方正中期研究院

国内债券市场，2024 年国债市场面临国内经济修复，宽信用效果显现等因素的压力，建议交易性资金短期以震荡偏空思路操作，长期把握收益率拐点后长期做空交易机会。配置型资金建议降低持仓久期，可于价格国债期货价格高位进行空头对冲或久期管理。我们预计 2024 年 10 年期国债收益率运行区间 2.6%-3.0%。

原油方面，2024 年，OPEC+影响下供给与全球经济复苏下的需求走势仍是原油走势核心影响因素，预计 2024 年上半年原油市场将呈现弱平衡状态，下半年在需求好转驱动下，原油供需平衡表有望改善。全球原油供给仍将保持增长，一季度 OPEC+延续自愿减产，但二季度后供给有逐步回升预期。2024 年在预计全球经济表现仍然较弱的背景下，石油消费难有乐观预期。2024 年产油国供给水平将决定油价运行的底部区间，而宏观经济形势以及石油消费水平将决定油价运行的高度。2024 年预油价水平将维持中高位区间，并将呈现前低后高的走势，上半年油价仍面临进一步下探风险，此后有望筑底，下半年油价存在企稳回升预期。预计 2024 年 SC 原油波动区间在 450-700 元/桶，Brent 原油波动区间在 65-95 美元/桶。

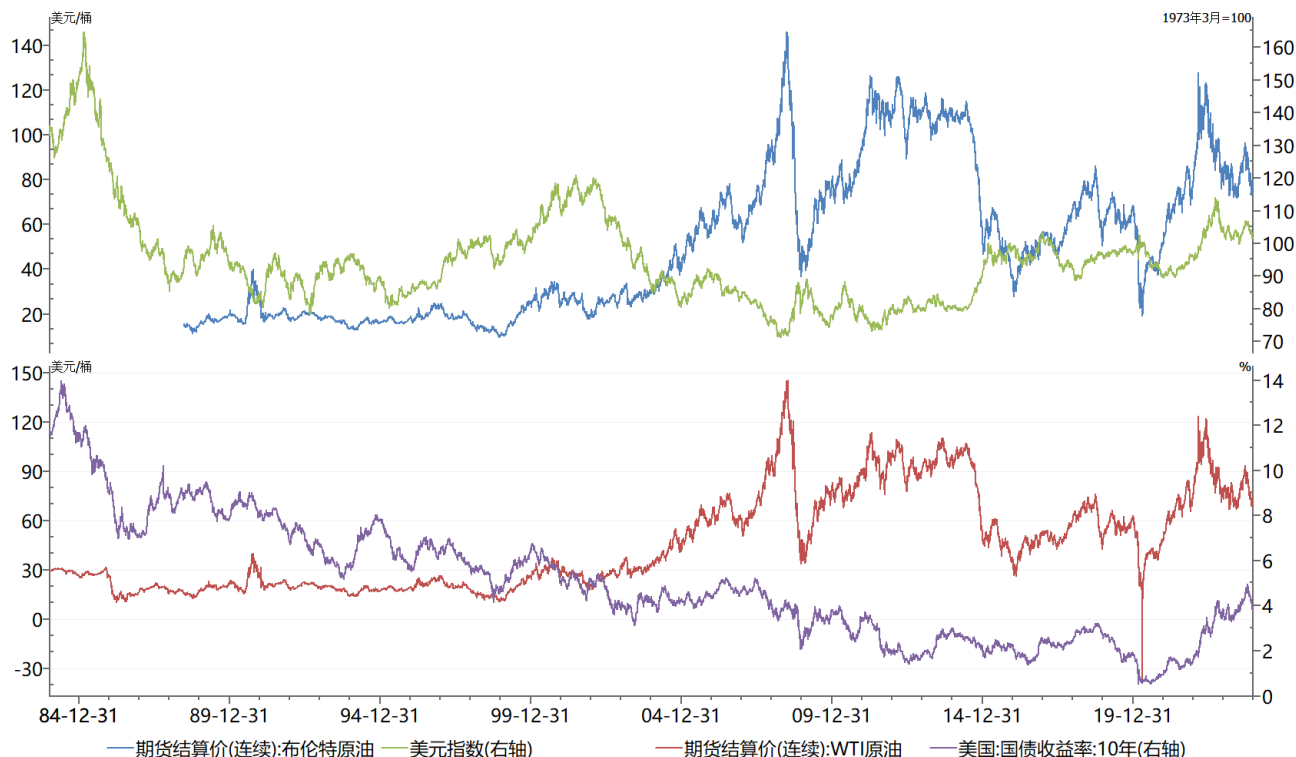


图 24 原油与美元美债走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

黑色板块螺纹钢方面，2024 年，预计钢材市场大矛盾有限，钢价相比 2023 年均值略有下降，整体维持宽幅震荡。由于钢材产能充裕，美联储利率处于历史高位，美国经济形势及中国经济复苏斜率并不明朗，钢价大涨概率较低，需要看房地产何时企稳，以及中美共同进入补库存周期。与此同时，由于国内政策积极并支撑中国经济继续复苏，因此只要美国经济未进入衰退，钢价下方空间也不大，在今年低点基础上继续向下的空间有限。由于国内政策积极，且一季度出口可能存在惯性，对 2024 年一季度钢价偏乐观，预计均价持稳或略高 2023 年四季度，二、三季度面临旺季考验，下半年基建可能高位回落，中国房地产市场走势未知，不确定性加大，对 2024 年下半年钢价转向谨慎。铁矿石方面，春节前后钢厂有刚性补库需求，上半年铁矿石供需有阶段性错配的可能。2024 年一季度市场对美联储货币政策转向预期发酵，美元或将出现阶段性弱势，铁矿价格或将计价。全年高点有望出现在 3-4

月，钢厂为应对 2024 年金三银四期间可能出现的成本端上行压力，当前在 05 贴水现货 100 元以上的情况下可尝试进行部分买保的操作。2024 年上半年铁矿高点预计上探至 150-160 美金，对应连铁盘面预计 1100-1200 元/吨。

有色金属方面，2024 年将会面临经济先弱后修复，货币政策转向宽松等宏观环境，美元指数和美债收益率整体偏下行，供需关系也将会从供过于求逐步转向稳定，有色金属整体或呈现先抑后扬走势。人民币整体处于升值阶段，预计国内有色金属表现将会弱于国际有色金属。

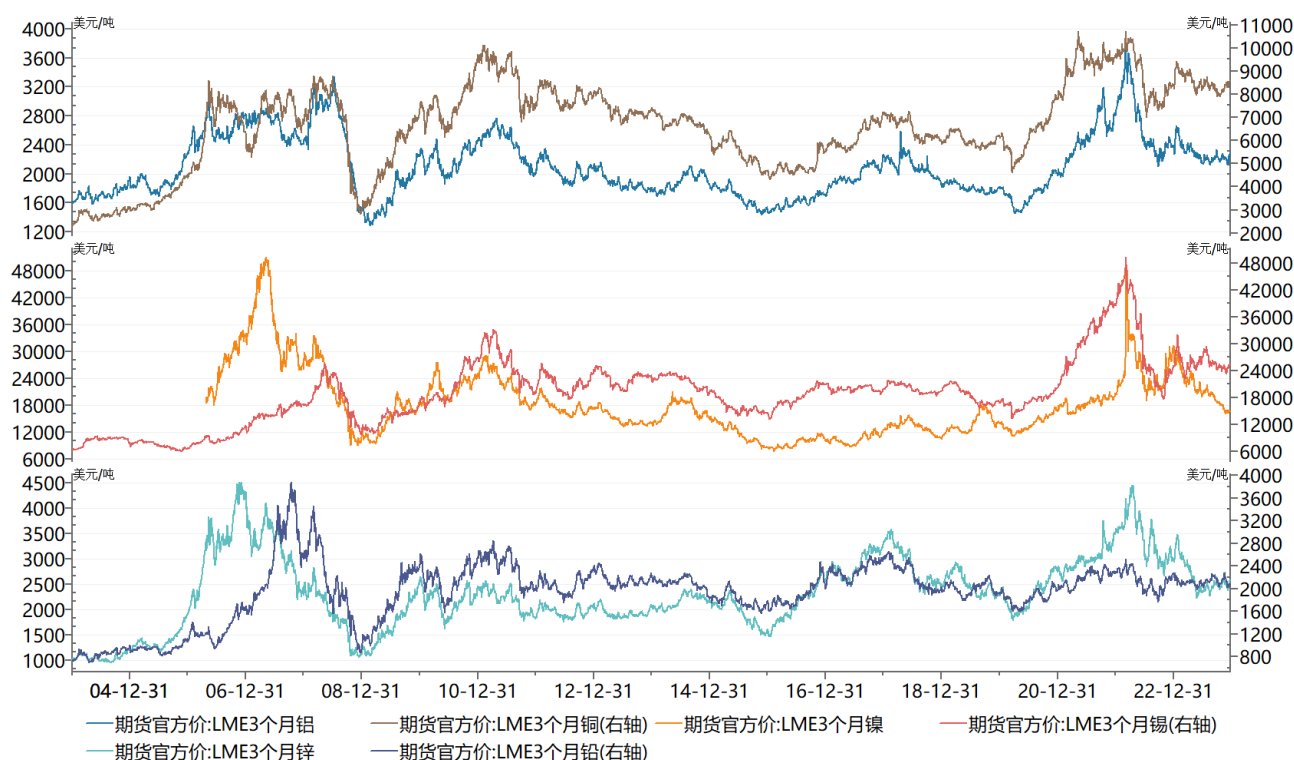


图 25 有色金属走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院



联系我们：

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
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
交易咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
机构业务部	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	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
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、511 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 19 层 2201 室	010-85881061
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街 6 号院 3 号楼 8 层 908 室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 716 室	0512-65162576
上海分公司	中国（上海）自由贸易区长柳路 56-62（双）号 5-6（04）室	021-50588179
常州分公司	常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际 F 座 2309 号	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 1606、2304、2305、2306 房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 6 号楼 1002 户	0532-82020088
天津营业部	天津市和平区小白楼街道大沽北路 2 号 2609	022-23041257
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
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海自贸试验区分公司	中国（上海）自由贸易试验区上南泉北路 429 号 2801 室	021-58991278



<b>上海南洋泾路营业部</b>	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 1105、1106 室	021-58381123
<b>上海世纪大道营业部</b>	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
<b>宁波营业部</b>	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8	0574-87096833
<b>杭州营业部</b>	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心 1 幢 1801 室	0571-86690056
<b>南京洪武路营业部</b>	江苏省南京市秦淮区洪武路 359 号福鑫大厦 1803、1804 室	025-58065958
<b>苏州东吴北路营业部</b>	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
<b>扬州营业部</b>	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
<b>南昌营业部</b>	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
<b>岳阳营业部</b>	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
<b>株洲营业部</b>	湖南省株洲市天元区珠江南路 599 号神农太阳城商业外圈 703 号(优托邦第 3 号写字楼第 7 层 C-704 号)	0731-28102713
<b>郴州营业部</b>	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
<b>常德营业部</b>	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
<b>风险管理子公司</b>		
<b>上海际丰投资管理有限责任公司</b>	上海市浦东新区商城路 506 号新梅联合广场 B 座 6 层	021-20778818

### 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。