

世界经济增速放缓 后期不确定性增强

摘要:

作者: 宏观与大类资产研究中心 陈臻

执业编号: F3084620 (从业资格)、Z0018730 (投资咨询)

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: 2023年5月4日

截至5月上旬,已公布今年一季度GDP数据的经济体并不多。从仅有的公布国家来看,除了中国之外,其他主要经济体的同比增速均出现趋势性放缓。全球服务业与制造业分化显著,服务业持续加速扩张,制造业不断萎缩。这一现象在欧美日等发达国家显现得尤为明显,相较而言发展中国家则发展较为均衡。这也比较符合国际贸易生态,制造业商品往往由发展中国家生产并出口至发达国家。WTO预测2023年全球货物贸易量增长1.7%,高于此前1%的预测值。

今年以来,美国经济接连被银行暴雷事件阻断复苏进程。1-2月美国就业、消费、PMI等各项经济指标整体强势,美联储加息预期一度升温;然而,3月欧美银行暴雷之后,经济衰退预期陡增,各项经济指标走弱,拖累了一季度GDP增速;得益于美国各大部门及时救市,美国恐慌情绪好转,4月多项经济指标反弹。然而,5月1日美国第一共和银行被接管,市场恐慌性指数飙升,美国三大股指大跌,预计美国5月经济指标也会边际回落。美联储5月如期加息25BP,基本可以确定是本轮最后一次降息,年底可能转向降息。由于美联储持续收紧货币政策以及美元遭遇信任危机,海外投资者继续减持美国国债,其中又以中日两国减持幅度最大。美国政府债务已达上限,美国众议院通过提升1.5万亿美元债务上限的法案,虽然共和党 and 民主党在削减政府支出方面仍存博弈,但最终肯定会在参议院得到通过。

欧元区一季度同比和环比均高于前值,总体好于预期,并未出现衰退。受能源供给成本影响,德国作为欧洲第一大国家,一季度同比增速出现负增长,法国、西班牙、意大利保持正增长。虽然失业率创23年以来新低、通胀出现反弹,但是欧洲央行在5月宣布放缓加息,7月停止资产购买计划的再投资,一定程度是忌惮美国银行破产对于欧洲银行的外溢风险。鉴于欧元区通胀水平极高,如果不再发生重大黑天鹅事件,预计欧洲央行还会加息2-3次25BP。

从全球范围来看,虽然今年世界经济增速会连续两年出现放缓,但不会出现衰退,只要不发生重大黑天鹅事件,预计全年增速能保持2-2.5%。从国别来看,除了英国和乌克兰等少部分国家经济会出现衰退之外,其他主要国家都能保持正增长。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目 录

第一部分 世界经济增速放缓 全球货物贸易预计微增	1
一、世界经济增速放缓 产业结构分化	1
二、全球通胀趋缓 央行放缓加息	4
三、WTO 预测 2023 年全球货物贸易量增长 1.7%	7
第二部分 美国银行接连暴雷 国债再遭减持	11
一、一季度 GDP 增速放缓 5 月再遭打击	11
二、美国通胀超预期全方位回落	13
三、美联储本轮加息将结束	15
四、美债继续遭减持	18
第三部分 欧洲经济略好于预期 欧洲央行宣布放缓加息	21
一、欧元区经济略好于预期	21
二、欧洲央行放缓加息步伐	23
第四部分 日本央行完成换届 货币政策有望收紧	24
第五部分 新兴经济体发展新动向	26
一、俄罗斯经济温和衰退	26
二、洪都拉斯对华经贸翻开新篇章	29
三、东盟+印度出口贸易下滑	32
第六部分 全球宏观经济综合展望	34

第一部分 世界经济增速放缓 全球货物贸易预计微增

一、世界经济增速放缓 产业结构分化

截至 5 月上旬，已公布今年一季度 GDP 数据的经济体并不多。从仅有的公布国家来看，除了中国之外，其他主要经济体的同比增速均出现趋势性放缓。

美国一季度 GDP 录得 5.06 万亿美元，实现同比和环比双正增长，并未出现衰退，但增速大幅迟缓。一季度同比增长 1.6%，虽高于前值 0.9%，却是最近 8 个季度第二低的增速；环比增长 0.3%，连续两个季度放缓。美国 1-2 月经济数据整体强势，但是美联储持续收紧货币政策的滞后效应逐步显现，3 月银行暴雷事件打断了美国复苏进程，各项经济指标回落，直接拖累一季度的经济增速。**中国**一季度同比增长 4.5%，在主要经济体中增速较快，除了去年基数相对较低之外，疫情管控放宽之后的消费和制造业迅速反弹拉动了中国经济的复苏。**欧元区**一季度同比和环比增速录得 1.8%和 0.6%，虽然增速放缓，但总体好于预期。去年下半年诸多经济机构预测欧元区将在今年出现衰退，至少从一季度来看，欧元区通过多渠道的能源进口，有效缓解冬季能源危机，随着春季到来，欧元区通胀逐步回调，保障了工业经济和民生活活动，避免经济过早出现衰退。不过，欧美经济和金融领域联系颇深，3 月美国银行暴雷事件还是引发瑞信破产和德意志银行 CDS 利差大幅攀升等信用危机，影响一季度增速。**越南、韩国、新加坡**同比增速明显放缓，亚洲国家相对依赖对西方国家出口，随着欧美需求回落，很大程度影响出口贸易量，进而引发产能收缩。从去年四季度起，诸多亚洲国家制造业 PMI 转向至荣枯线以下。今年前四个月，东南亚国家出口贸易额普遍同比下降 10-20%。

此外，中国、越南、新加坡一季度 GDP 环比增速均出现负值，尤其中国和越南环比均出现 -14%以上的萎缩，主要是受到春节假期的影响。2022 年中国实际 GDP 占美国比重已经达到 83.65%，由于季节性因素，2023 年一季度中国占美比重回落至 77.5%。

表 1-1 2023 年一季度全球主要经济体实际 GDP 及增速

经济体	季调实际GDP（本币）	同比	环比	美元兑本币平均汇率	季调实际GDP（万亿美元）	占美国GDP比重	地理位置	经济发展程度
美国	5.0590万亿美元	1.6%	0.3%	1.0000	5.059	100.00%	中北美洲	发达经济体
中国	26.8992万亿人民币	4.5%	-14.8%	6.8476	3.9283	77.65%	亚洲	发展中国家
欧元区	2.7667万亿欧元	1.8%	0.6%	0.9298	2.5725	50.85%	欧洲	发达经济体
韩国	492.918万亿韩元	0.9%	0.3%	1276.3350	0.3862	7.63%	亚洲	发达经济体
新加坡	0.1301万亿新加坡元	0.1%	-0.7%	1.3328	0.0976	1.93%	亚洲	发达经济体
越南	1320.754万亿越南盾	5.2%	-14.2%	23619.3443	0.0559	1.10%	亚洲	发展中国家

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

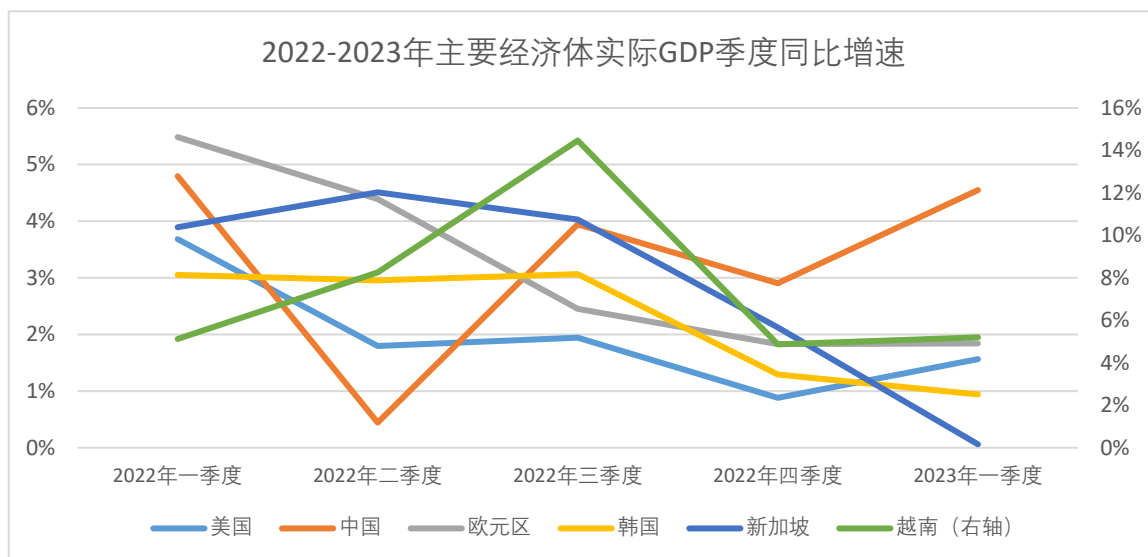


图 1-1 2023 年一季度主要经济体实际 GDP 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从产业发展来看，全球服务业与制造业分化显著。今年 1-4 全球服务业 PMI 均高于荣枯线，率先复苏，且边际扩张速度加快；而全球制造业 PMI 从去年 9 月之后始终低于荣枯线，产能持续萎缩。主要因为疫情管控放开之后，各国民众对于旅游、餐饮、酒店等服务性需求大幅增加，提升了对于服务行业的消费需求；相较而言，民众没有必要再抢购囤货，尤其耐用品使用周期较长，短期内不必再次购买。

这一现象在欧美日等发达国家显现得尤为明显，相较而言发展中国家则发展较为均衡。这也比较符合国际贸易生态，制造业商品往往由发展中国家生产并出口至发达国家。

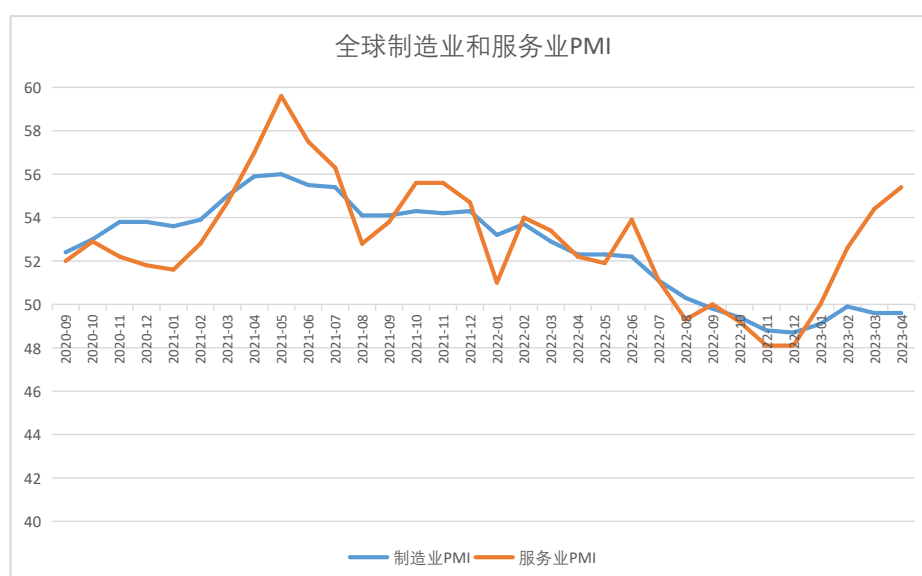


图 1-2 全球制造业和服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 1-2 全球主要经济体制造业 PMI

	全球	美国	中国	欧元区	日本	英国	印度	巴西	俄罗斯	加拿大	韩国	越南	墨西哥	印尼	马来西亚	新加坡	南非	土耳其	泰国	菲律宾	新西兰	缅甸
2021-01	53.60	58.70	51.30	54.80	49.80	54.10	57.70	56.50	55.30	50.90	54.40	53.20	51.30	43.00	52.20	48.90	50.70	48.30	54.40	49.00	52.50	57.42
2021-02	53.90	60.80	50.60	57.90	51.40	55.10	57.50	58.40	58.80	51.50	54.80	55.30	51.60	44.20	50.90	47.70	50.50	54.60	51.70	47.20	52.50	54.11
2021-03	55.00	64.70	51.90	62.50	52.70	58.90	55.40	52.80	59.90	51.10	58.50	55.30	53.60	45.60	53.20	49.90	50.80	57.60	52.60	48.80	52.20	64.25
2021-04	55.90	60.70	51.10	62.90	53.60	60.90	55.50	52.30	61.70	50.40	57.20	54.60	54.70	48.40	54.60	53.90	50.90	55.20	50.40	50.70	49.00	58.23
2021-05	56.00	61.20	51.00	63.10	53.00	65.60	50.80	53.70	51.50	51.90	57.00	53.70	53.10	47.60	55.30	51.30	50.70	58.30	49.30	47.80	49.90	58.11
2021-06	55.50	60.60	50.90	63.40	52.40	63.90	48.10	56.40	63.20	49.20	56.50	53.90	44.10	48.80	53.50	39.90	50.80	54.20	51.30	49.50	50.80	60.37
2021-07	55.40	59.50	50.40	62.80	53.00	60.40	55.30	56.70	60.80	47.50	56.20	53.00	45.10	49.60	40.10	40.10	51.00	42.81	54.00	48.70	50.40	61.85
2021-08	54.10	59.90	50.10	61.40	52.70	60.30	52.30	53.60	51.60	46.50	57.20	51.20	40.20	47.10	43.70	43.40	50.90	56.20	54.10	48.30	46.40	39.05
2021-09	54.10	61.10	49.60	58.60	51.50	57.10	53.70	54.40	51.20	49.80	57.00	52.40	40.20	48.60	52.20	48.10	50.80	56.70	52.50	48.90	50.90	51.67
2021-10	54.30	60.80	49.20	58.30	53.20	57.80	55.90	51.70	50.40	51.60	57.70	50.20	52.10	49.30	57.20	52.20	50.80	58.30	51.20	50.90	51.00	54.99
2021-11	54.20	61.10	50.10	58.40	54.50	58.10	57.60	49.80	54.80	51.70	57.20	50.90	52.20	49.40	53.90	52.30	50.60	64.10	52.00	50.60	51.70	52.00
2021-12	54.30	58.80	50.30	58.00	54.30	57.90	55.50	49.80	48.40	51.60	56.50	51.90	52.50	49.40	53.50	52.80	50.70	51.59	52.10	49.50	51.80	54.89
2022-01	53.20	57.60	50.10	58.70	55.40	57.30	54.00	47.80	48.40	51.80	56.20	52.80	53.70	46.10	53.70	50.50	50.60	53.30	50.50	51.70	50.00	51.77
2022-02	53.70	58.60	50.20	58.20	52.70	58.00	54.90	49.60	53.20	48.60	56.60	53.80	54.30	48.00	51.20	50.90	50.20	58.70	50.40	52.50	52.80	52.77
2022-03	52.90	57.10	49.50	56.50	54.10	55.20	54.00	52.30	55.70	44.10	58.90	51.20	51.70	49.20	51.30	49.60	50.10	59.20	49.40	51.80	53.20	54.58
2022-04	52.30	55.40	47.40	55.50	53.50	55.80	54.70	51.80	58.50	48.20	56.20	52.10	51.70	49.30	51.90	51.60	50.30	48.30	49.20	51.90	54.30	50.84
2022-05	52.30	56.10	49.60	54.60	53.30	54.60	54.60	54.20	52.40	50.80	56.80	51.80	54.70	50.60	50.80	50.10	50.40	54.90	49.20	51.90	54.10	52.65
2022-06	52.20	53.00	50.20	52.10	52.70	52.80	53.90	54.10	54.00	50.90	54.60	51.30	54.00	52.20	50.20	50.40	50.30	49.30	48.10	50.70	53.80	49.96
2022-07	51.10	52.80	49.00	49.80	52.10	52.10	56.40	54.00	52.50	50.30	52.50	49.80	51.20	48.50	51.30	50.60	50.10	46.90	46.90	52.40	50.80	52.86
2022-08	50.30	52.80	49.40	49.60	51.50	47.30	56.20	51.90	49.30	51.70	48.70	47.60	52.70	48.50	51.70	50.30	50.00	51.90	47.40	53.70	51.20	54.48
2022-09	49.80	50.90	50.10	48.40	50.80	48.40	55.10	51.10	50.20	52.00	49.80	47.30	52.50	50.30	53.70	49.10	49.90	49.50	46.90	55.70	52.90	51.32
2022-10	49.40	50.20	49.20	46.40	50.70	46.20	55.30	50.80	49.60	50.70	48.80	48.20	50.60	50.30	51.80	48.70	49.70	55.00	46.40	51.60	52.60	48.89
2022-11	48.80	49.00	48.00	47.10	49.00	46.50	55.70	44.30	44.70	53.20	49.60	49.00	47.40	50.60	50.30	47.90	49.80	59.50	45.70	51.10	52.70	47.35
2022-12	48.70	48.40	47.00	47.80	48.90	45.30	57.80	44.20		53.00	49.20	48.20	46.40	51.30	50.90	47.80	49.70	50.40	48.10	52.50	53.10	48.00
2023-01	49.10	47.40	50.10	48.80	48.90	47.00	55.40	47.50		52.60	51.00	48.50	47.40	48.90	51.30	46.50	49.80	49.20	50.00	54.50	53.50	51.00
2023-02	49.90	47.70	52.60	48.50	47.70	49.30	55.30	49.20		53.60	52.40	48.50	51.20	51.00	51.20	48.40	50.00	49.90	50.10	54.80	52.70	51.66
2023-03	49.60	46.30	51.90	47.30	49.20	47.90	56.40	47.00		53.20	48.60	47.60	47.70	51.00	51.90	48.80	49.90	49.00	50.90	53.10	52.50	48.12
2023-04	49.60	47.10	49.20	45.80	49.50	47.80	57.20	44.30		52.60	50.20	48.10	46.70	51.10	52.70	48.80		45.80	51.50	60.40	51.40	

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 1-3 全球主要经济体服务业 PMI

	全球	美国	中国	欧元区	日本	英国	印度	巴西	俄罗斯	新西兰	瑞典	瑞士
2021-01	51.60	58.70	51.10	45.40	46.10	39.50	52.80	47.00	52.70	50.64	59.80	
2021-02	52.80	55.30	50.80	45.70	46.30	49.50	55.30	47.10	52.20	51.29	63.00	
2021-03	54.70	63.70	55.20	49.60	48.30	56.30	54.60	44.10	55.80	55.06	63.80	55.60
2021-04	57.00	62.70	54.40	50.50	49.50	61.00	54.00	42.90	55.20	60.39	64.70	57.30
2021-05	59.60	64.00	54.30	55.20	46.50	62.90	46.40	48.30	57.50	55.11	69.90	58.10
2021-06	57.50	60.10	52.30	58.30	48.00	62.40	41.20	53.90	56.50	55.35	67.10	62.70
2021-07	56.30	64.10	52.50	59.80	47.40	59.60	45.40	54.40	53.50	54.91	69.40	60.40
2021-08	52.80	61.70	45.20	59.00	42.90	55.00	56.70	55.10	49.30	33.76	65.50	60.20
2021-09	53.80	61.90	52.40	56.40	47.80	55.40	55.20	54.60	50.50	46.58	70.40	61.40
2021-10	55.60	66.70	51.60	54.60	50.70	59.10	58.40	54.90	48.80	45.01	67.80	59.60
2021-11	55.60	69.10	51.10	55.90	53.00	58.50	58.10	53.60	47.10	48.46	68.90	59.00
2021-12	54.70	62.30	52.00	53.10	52.10	53.60	55.50	53.60	49.50	51.05	67.30	61.10
2022-01	51.00	59.90	50.30	51.10	47.60	54.10	51.50	52.80	49.80	47.33	68.40	56.40
2022-02	54.00	56.50	50.50	55.50	44.20	60.50	51.80	54.70	52.10	49.14	68.20	63.60
2022-03	53.40	58.30	46.70	55.60	49.40	62.60	53.60	58.10	38.10	52.41	64.30	60.20
2022-04	52.20	57.10	40.00	57.70	50.70	58.90	57.90	60.60	44.50	50.75	66.60	56.80
2022-05	51.90	55.90	47.10	56.10	52.60	53.40	58.90	58.60	48.50	54.81	66.50	59.60
2022-06	53.90	55.30	54.30	53.00	54.00	54.30	59.20	60.80	51.70	54.73	60.90	58.10
2022-07	51.10	56.70	52.80	51.20	50.30	52.60	55.50	55.80	54.70	50.76	57.70	55.60
2022-08	49.30	56.90	51.90	49.80	49.50	50.90	57.20	53.90	49.90	58.33	58.20	56.60
2022-09	50.00	56.70	48.90	48.80	52.20	50.00	54.30	51.90	51.10	55.77	55.20	52.80
2022-10	49.20	54.40	47.00	48.60	53.20	48.80	55.10	54.00	43.70	57.06	56.00	53.80
2022-11	48.10	56.50	45.10	48.50	50.30	48.80	56.40	51.60	48.30	53.74	54.20	53.40
2022-12	48.10	49.20	39.40	49.80	51.10	49.90	58.50	51.00	45.90	52.13	53.30	49.50
2023-01	50.00	55.20	54.00	50.80	52.30	48.70	57.20	50.70	48.70	54.66	51.20	56.70
2023-02	52.60	55.10	55.60	52.70	54.00	53.50	59.40	49.80	53.10	55.80	46.40	55.30
2023-03	54.40	51.20	56.90	55.00	55.00	52.90	57.80	51.80	58.10	54.37	49.90	54.20
2023-04	55.40	51.90	55.10	56.20	54.90	55.90	62.00	50.00	55.90		50.50	52.20

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

当前全球经济存在诸多风险和不确定性，包括各大央行利率终点、高利率维持时长、欧美银行再度暴雷风险以及外溢风险、全球债务危机、贸易保护主义、地缘政治军事冲突、通胀回落速度、俄乌黑海粮食协议等。任何一个风险点都有可能引爆黑天鹅事件，引发全球经济大幅回调风险。

鉴于后期经济不确定性加剧，国际组织重新调整 2023 年世界经济预测。根据各方最新预测数据，可以得出三个结论：首先，2023 年世界 GDP 增速很有可能是在 2021-2024 四年中的

最低值，2024 年经济增速将出现反弹。其次，正常情况下，2023 年世界经济不会发生衰退，所有机构均预测今年全球经济将呈现正增速，均值在 2.3%左右；再次，除了 WTO，其他各大国际机构均下调了 2023 年的经济预期值，可见今年世界经济形势还在恶化。

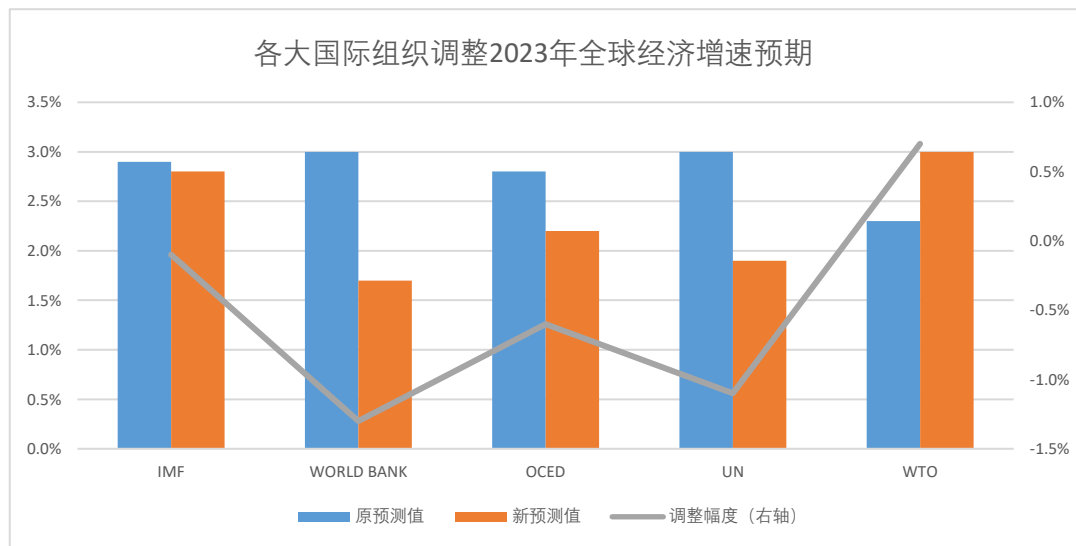


图 1-3 各大国际组织调整对于 2023 年全球经济增速预期

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

二、全球通胀趋缓 央行放缓加息

随着能源、供应链和粮食三大危机总体得到缓解，2023 年以来全球通胀继续边际趋缓。在已公布 4 月通胀数据的经济体中，绝大多数国家均出现回落。韩国从 4.24% 降至 3.7%，印尼从 4.97% 降至 4.33%，菲律宾从 7.6% 降至 6.6%，泰国从 2.83% 降至 2.67%，土耳其从 55.68% 降至 55.18%。不过，有两大经济体逆势反弹，欧元区 4 月 CPI 同比增速录得 7%，略高于前值 6.9%；处于严重通胀的阿根廷通胀率持续攀升，3 月已达到 103.1%。

随着全球经济放缓以及供需结构持续好转，未来全球通胀将进一步趋势性好转。IMF 在 4 月《世界经济展望》中认为，未来 5 年低收入国家和新兴经济体的通胀预期将低于疫情前，发达经济体略高于疫情前。总体来看，下半年经贸发展、债务危机和银行系统等问题将逐渐取代通胀，成为各国最棘手的经济难题。

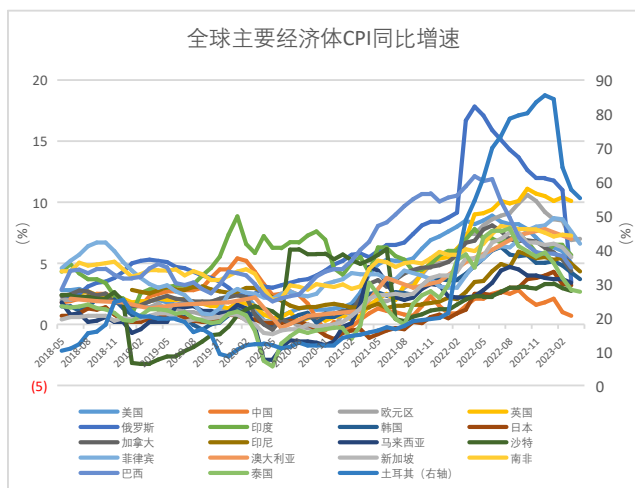


图 1-4 全球主要经济体 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

Figure 1.7. Anchored Inflation Expectations
(Percent, average five-year-ahead CPI inflation expectations)

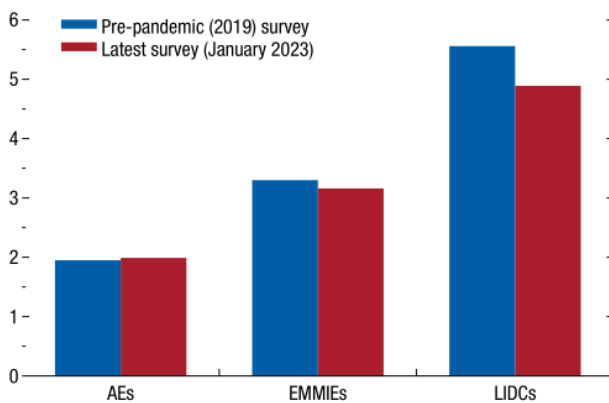


图 1-5 未来 5 年通胀预期与疫情前对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

随着通胀趋缓,全球各大央行进一步放缓了加息步伐。虽然 4 月欧美经济体并无议息会议,5 月部分央行议息会议尚未召开,但总体来看各大央行的加息幅度均低于或者与上轮加息幅度持平。美联储在 4 月并无议息会议,5 月宣布加息 25BP,这是美联储连续 10 次加息,累计加息幅度 500BP,不过根据 3 月点阵图判断,应该是本轮最后一次加息。另外,美联储有望在年底转向降息。欧洲央行、丹麦央行和塞尔维亚央行均在 4-5 月宣布放缓加息步伐至 25BP,虽然欧洲通胀依然高企,尤其欧元区 4 月 CPI 同比增速反弹至 7%,但忌惮欧洲银行业受到美国银行暴雷事件的影响,欧洲央行选择放缓降息。挪威央行、瑞典央行、新西兰央行和澳大利亚央行维持原有加息节奏不变。印度、韩国、泰国、南非、菲律宾等亚洲国家央行已经在 4-5 月停止加息,而捷克、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、捷克等中东欧国家在 2023 年都未曾加息。

此外,两大发展中国家央行的货币政策较为突兀。阿根廷央行在 4 月宣布加息 1300BP 至 91%,这与阿根廷恶性通胀愈演愈烈有关,4 月阿根廷通胀率已经突破 100%。阿根廷爆发恶性通胀既是天灾更是人祸。新冠疫情爆发之后,阿根廷政府通过滥发货币的方式应对财政和贸易赤字。就在阿根廷央行不断提升基准利率至 91%的同时,阿根廷 M2 同比增速也在不断攀升。阿根廷货币政策的悖离操作体现了当前阿根廷经济的无奈。就在全球各大央行总体还处于收紧货币政策之时,津巴布韦今年两度大幅降息,2 月降息 5000BP,4 月降息 1000BP。去年津巴布韦陷入恶性通胀,津巴布韦央行累计加息 14000BP,是 2022 年全球最为激进的央行。今年津巴布韦通胀大幅趋缓,1-4 月津巴布韦环比通胀率降至 1.1%、-1.6%、0.1%和 2.4%,促使津巴布韦央行选择大幅降息。

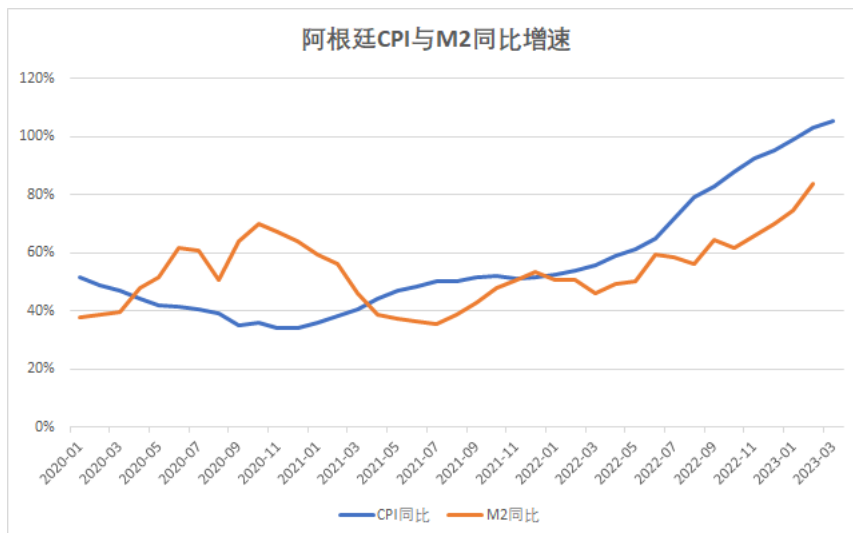


图 1-6 阿根廷 CPI 与 M2 同比增速

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

表 1-4 全球主要央行货币调整情况

2022-2023年全球主要央行货币政策调整情况							
经济体	2022全年累计调整	1月利率调整	2月利率调整	3月利率调整	4月利率调整	5月利率调整	最新利率
阿根廷	3700	0	0	300	1300	0	91.00%
塞尔维亚	400	50	50	50	25	0	6.00%
新西兰	350	0	50	0	50	0	5.25%
瑞典	250	0	50	0	0	50	3.50%
美国	425	0	25	25	0	25	5.25%
以色列	315	0	50	0	25	0	4.50%
澳大利亚	300	0	25	25	0	25	3.85%
欧元区	250	0	50	50	0	25	3.75%
挪威	225	0	0	25	0	25	3.25%
丹麦	235	0	35	50	0	25	3.00%
马来西亚	100	0	0	0	0	25	3.00%
尼日利亚	450	100	0	50	0	0	18.00%
菲律宾	300	0	50	25	0	0	6.75%
英国	325	0	50	25	0	0	4.25%
墨西哥	500	0	50	25	0	0	11.25%
冰岛	375	0	50	100	0	0	7.50%
泰国	75	0	25	25	0	0	1.75%
南非	325	25	0	50	0	0	7.75%
印度	185	0	25	0	0	0	6.50%
印度尼西亚	200	25	0	0	0	0	5.75%
加拿大	400	25	0	0	0	0	4.75%
韩国	225	25	0	0	0	0	3.50%
瑞士	175	0	0	25	0	0	1.50%
巴西	450	0	0	0	0	0	13.75%
匈牙利	1160	0	0	0	0	0	13.00%
俄罗斯	1150/-1250	0	0	0	0	0	7.50%
捷克	325	0	0	0	0	0	7.00%
波兰	600	0	0	0	0	0	6.75%
罗马尼亚	450	0	0	0	0	0	6.75%
日本	-0.10%	0	0	0	0	0	-0.10%
土耳其	-450	0	-50	0	0	0	8.50%
津巴布韦	14000	0	-5000	0	-1000	0	140.00%

备注: “-”代表降息

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

在 5 月 FOMC 会议发言中, 鲍威尔并未像 3 月那样多次宣称美联储今年不会降息, 可以看出美联储正在考虑年底降息的可能性。这是全球货币政策从“紧缩”逐步转向“宽松”的重要

信号。在此情况下，其他各大央行对于美联储收紧货币政策的“资金虹吸效应”担忧将会减弱，被动加息的压力将大幅减轻。同时，全球通胀进一步趋缓，未来其他主要央行单次加息幅度基本不会超越上轮，下半年多家央行还会选择降息。

三、WTO 预测 2023 年全球货物贸易量增长 1.7%

4 月 5 日世贸组织发布最新一期《全球贸易展望和数据》。世贸组织预估 2022 年国际货物贸易量增速约为 2.7%，符合俄乌冲突爆发初期预判的 2.4%-3%区间范围，但低于去年 4 月 3%和 10 月 3.5%的预测值，同时也远低于 2021 年 27%的增速，当然 2021 年大幅增长与 2020 年低基数有关（2020 年同比下降 5.3%）。

去年国际货物贸易量增速总体低于预期，主要由于四季度国际贸易量急剧萎缩所致。去年前三季度，国际贸易量增速达到 4.2%，然而四季度大幅回落至 2.4%。虽然 2022 年国际货物贸易量增速仅为 2.7%，但是国际货物贸易额却宽幅增长 12%至 25.3 万亿美元。世贸组织分析认为通货膨胀是导致贸易额增速远超贸易量增速的主因。分货种来看，2022 年燃料贸易额（以美元计）同比增速最快，达到 61%，主要由于全球能源价格暴涨所致；农产品贸易额增速快于工业品，两者增速分别录得 11%和 7%。此外，国际服务贸易额同样增速较快，2022 年约为 6.8 万亿美元，同比增长 12%。其中，旅游业同比增速无疑是最快的，高达 79%。

Chart 8: Year-on-year growth in world merchandise trade by product, 2021-2022
% change in US\$ values

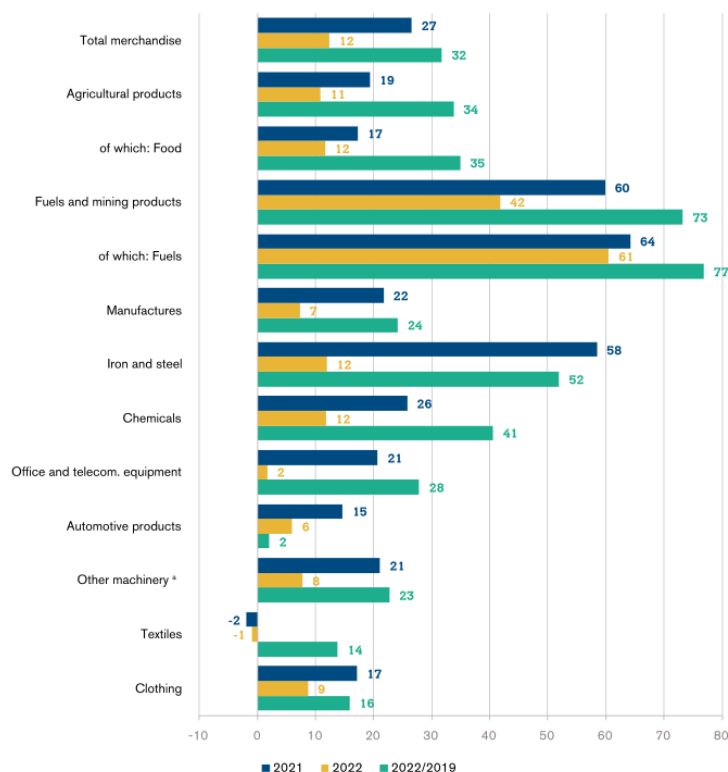


图 1-7：2021-2022 年全球主要货物品种贸易量增速

数据来源：WTO、方正中期期货研究院整理

Chart 9: Year-on-year growth in world commercial services trade, 2021-2022
% change in US\$ values

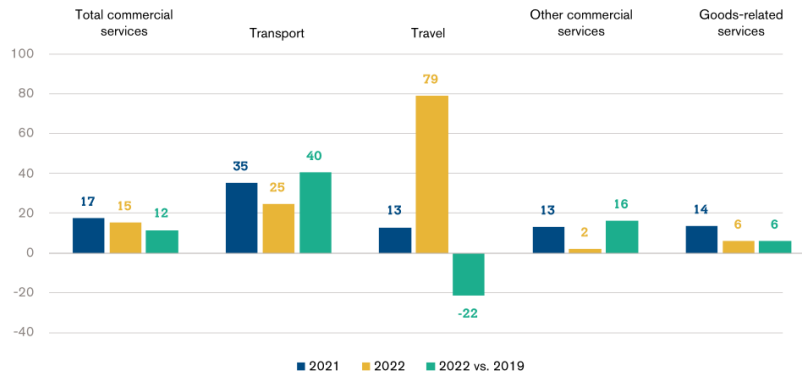


图 1-8：2021-2022 年全球主要货物品种贸易量增速

数据来源：WTO、方正中期期货研究院整理

从国别上来看，中国依然是全球最大的货物出口国，2022 年出口贸易额录得 3.594 万亿美元，同比增长 7%，占全球比重 14.4%；美国是全球最大货物进口国，去年进口量录得 3.376 万亿美元，同比增长 15%，占全球比重 13.2%。此外，美国毫无疑问是全球最重要的服务贸易国，同时位居全球最大的服务进出口国地位，去年美国服务贸易进出口贸易额分别录得 6580 亿美元和 8970 亿美元，分占全球比重的 10.1%和 12.7%。

表 1-5 2022 年全球主要国家货物（左图）及服务（右图）贸易额进出口排名及全球占比

Rank	Exporters	Value	Share	Annual percentage change	Rank	Importers	Value	Share	Annual percentage change
1	China	3,594	14.4	7	1	United States of America	3,376	13.2	15
2	United States of America	2,065	8.3	18	2	China	2,716	10.6	1
3	Germany	1,655	6.6	1	3	Germany	1,571	6.1	11
4	Netherlands	966	3.9	15	4	Netherlands	899	3.5	19
5	Japan	747	3.0	-1	5	Japan	897	3.5	17
6	Korea, Republic of	684	2.7	6	6	United Kingdom	824	3.2	19
7	Italy	657	2.6	7	7	France	818	3.2	14
8	Belgium	633	2.5	15	8	Korea, Republic of	731	2.9	19
9	France	618	2.5	6	9	India	723	2.8	26
10	Hong Kong, China	610	2.4	-9	10	Italy	689	2.7	22
	Domestic exports	18	0.1	-13					
	Re-exports	592	2.4	-9					
11	United Arab Emirates ¹	599	2.4	41	11	Hong Kong, China	668	2.6	-6
						Retained imports ¹	164	0.6	3
12	Canada	597	2.4	18	12	Mexico	626	2.4	20
13	Mexico	578	2.3	17	13	Belgium	621	2.4	18
14	Russian Federation ¹	532	2.1	8	14	Canada	582	2.3	15
15	United Kingdom	529	2.1	13	15	Spain	493	1.9	18
16	Singapore	516	2.1	13	16	Singapore	476	1.9	17
	Domestic exports	239	1.0	15		Retained imports ¹	199	0.8	27
	Re-exports	277	1.1	11					
17	Chinese Taipei	478	1.9	7	17	Chinese Taipei	436	1.7	14
18	India	453	1.8	15	18	United Arab Emirates ¹	425	1.7	22
19	Spain	418	1.7	10	19	Poland	381	1.5	11
20	Australia	412	1.7	20	20	Türkiye	364	1.4	34
21	Saudi Arabia, Kingdom of ¹	410	1.6	49	21	Viet Nam	359	1.4	8
22	Switzerland	402	1.6	6	22	Switzerland	356	1.4	10
23	Viet Nam	371	1.5	11	23	Australia	309	1.2	18
24	Poland	361	1.4	6	24	Thailand	303	1.2	14
25	Malaysia	353	1.4	18	25	Malaysia	294	1.1	24
26	Brazil	334	1.3	19	26	Brazil	292	1.1	25
27	Indonesia	292	1.2	26	27	Russian Federation ^{1,2}	240	0.9	-21
28	Thailand	287	1.2	6	28	Indonesia	237	0.9	21
29	Türkiye	254	1.0	13	29	Czech Republic	236	0.9	11
30	Norway	250	1.0	56	30	Austria	232	0.9	6
Total of above ²		20,654	82.9	-	Total of above ¹		21,177	82.7	-
World ²		24,905	100.0	11	World ²		25,621	100.0	13

Rank	Exporters	Value	Share	Annual percentage change	Rank	Importers	Value	Share	Annual percentage change
1	United States of America	897	12.7	16	1	United States of America	658	10.1	25
2	United Kingdom	487	6.9	8	2	China	461	7.1	9
3	China	422	6.0	8	3	Germany	439	6.7	13
4	Germany	395	5.6	4	4	Ireland	371	5.7	7
5	Ireland	354	5.0	2	5	United Kingdom	306	4.7	20
6	France	325	4.6	9	6	France	274	4.2	6
7	India	313	4.4	31	7	Netherlands	270	4.1	11
8	Singapore	291	4.1	9	8	India	263	4.0	35
9	Netherlands	274	3.9	10	9	Singapore	258	4.0	7
10	Spain	185	2.6	57	10	Japan	207	3.2	0
11	Japan	163	2.3	-2	11	Switzerland	161	2.5	2
12	United Arab Emirates ¹	154	2.2	...	12	Belgium	135	2.1	0
13	Switzerland	151	2.1	10	13	Canada	135	2.1	18
14	Luxembourg	134	1.9	-9	14	Korea, Republic of	135	2.1	9
15	Belgium	133	1.9	-2	15	Italy	132	2.0	14
16	Korea, Republic of	129	1.8	9	16	Luxembourg	109	1.7	-9
17	Italy	122	1.7	20	17	Sweden	103	1.6	15
18	Canada	122	1.7	11	18	United Arab Emirates ¹	95	1.5	...
19	Denmark	121	1.7	28	19	Denmark	94	1.4	13
20	Poland	94	1.3	16	20	Spain	89	1.4	21
21	Sweden	93	1.3	6	21	Brazil	78	1.2	36
22	Israel	93	1.3	26	22	Saudi Arabia, Kingdom of	76	1.2	23
23	Türkiye	90	1.3	47	23	Austria	74	1.1	11
24	Hong Kong, China	84	1.2	6	24	Russian Federation	71	1.1	-5
25	Austria	81	1.1	18	25	Australia	65	1.0	62
26	Chinese Taipei	58	0.8	12	26	Thailand	64	1.0	11
27	Greece	51	0.7	25	27	Hong Kong, China	63	1.0	2
28	Russian Federation	51	0.7	-7	28	Poland	56	0.9	14
29	Australia	50	0.7	14	29	Norway	56	0.9	33
30	Norway	48	0.7	18	30	Mexico	48	0.7	25
Total of above		5,969	84.4	-	Total of above		5,348	81.9	-
World		7,078	100.0	15	World		6,531	100.0	16

数据来源：WTO、方正中期期货研究院整理

在该份报告中，世贸组织将今年全球 GDP 增速预测值提升至 3%，同时也提升了 2023 年国际货物贸易量的增速预期，从去年 10 月的 1%提升至 1.7%。虽然贸易量增速预测值提升，但是依然低于最近 12 年 2.6%-2.7%的平均增速。随着 2024 年全球 GDP 增速有望进一步提升至 2.6%，

明年国际贸易量增速将提升至 3.2%。不过，今明两年的增速预测值会受到诸多不确定因素的影响，如不断加剧的地缘冲突、全球食品供应不安全性、货币政策收紧对经济负面影响的不可预测性以及不断升温的债务风险。

Chart 1: World merchandise trade volume and GDP growth, 2015-2024

Annual % change

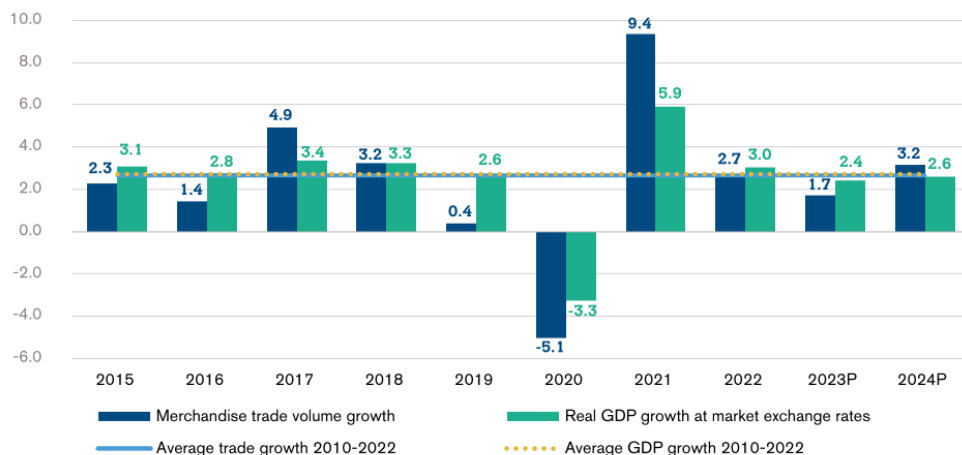


图 1-9：2015-2024 年全球贸易量和 GDP 增速及预测

数据来源：WTO、方正中期期货研究院整理

世贸组织最后指出，有些经济指标也有助于判断国际货物和服务贸易发展情况。

其一，RWI/ISL container index，该指数反映全球主要集装箱港口的吞吐量。报告显示 2022 年 12 月至 2023 年 1 月期间，该指数从 122.4 点下跌至 120.2。其中，中国港口吞吐量相对稳定，主要是欧洲港口回落所致。

其二，关于经济活动的新闻媒体的每日报道量和平均论调。世贸组织提到尽管欧美银行接连破产，但是新闻报道量在近期总体稳定，并且总体论调趋向积极，说明对经济冲击有限。然而，世贸组织特别指出，倘若政府此次并未及时救市，情况很有可能发生逆转，媒体论调极有可能转向悲观。

其三，每日国际航班量和旅客量。报告指出 2023 年航班量相比 2019 年日均值增加 19%，未来还将持续增长。该数据反映了国际动态服务贸易情况。

Index 2015=100

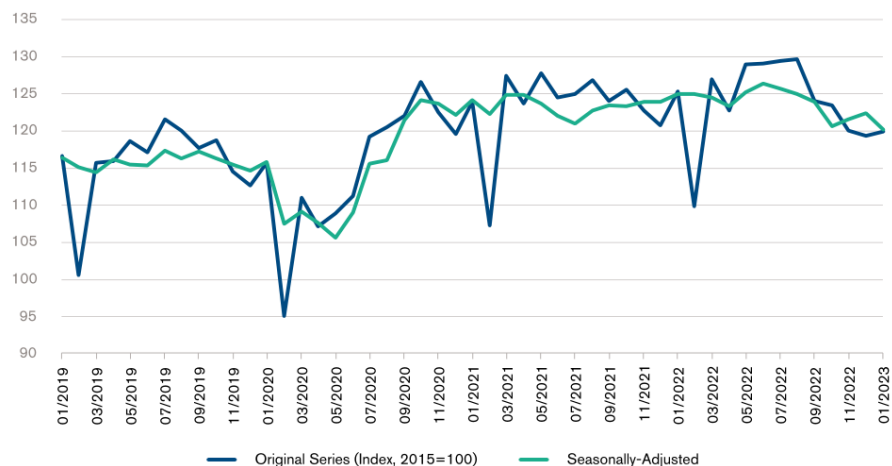


图 1-10: 2019-2023 年 RWI/ISL container index

数据来源: WTO、方正中期期货研究院整理

Percent and index, base=0

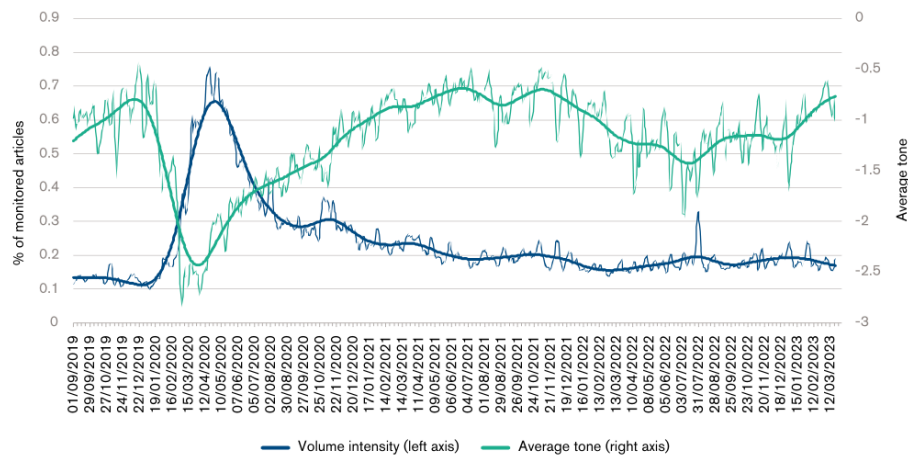


图 1-11: 国际新闻数量及平均论调

数据来源: WTO、方正中期期货研究院整理

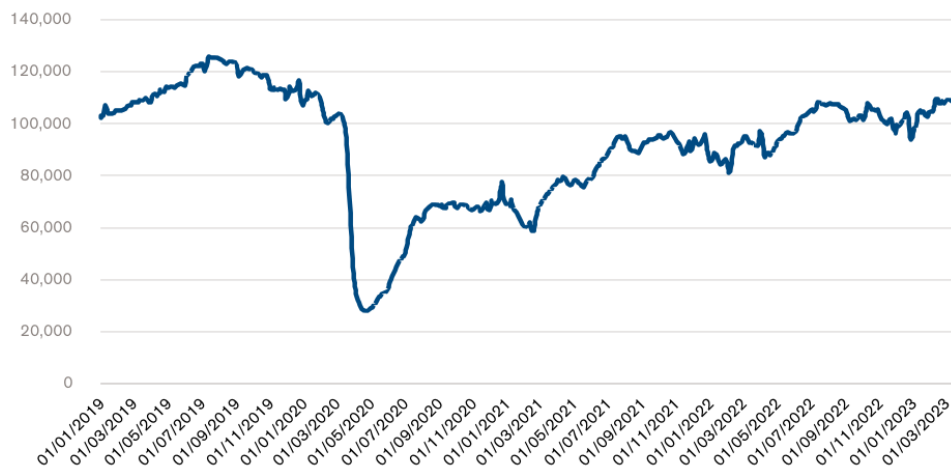


图 1-12: 每日国际航班量和旅客量

数据来源: WTO、方正中期期货研究院整理

第二部分 美国银行接连暴雷 国债再遭减持

今年以来，美国经济接连被银行暴雷事件阻断复苏进程。1-2 月美国就业、消费、PMI 等各项经济指标整体强势，美联储加息预期一度升温；然而，3 月欧美银行暴雷之后，经济衰退预期陡增，各项经济指标走弱，拖累了一季度 GDP 增速；得益于美国各大部门及时救市，美国恐慌情绪好转，4 月多项经济指标反弹。然而，5 月 1 日美国第一共和银行被接管，市场恐慌性指数飙升，美国三大股指大跌，预计美国 5 月经济指标也会边际回落。美联储 5 月如期加息 25BP，基本可以确定是本轮最后一次降息，年底可能转向降息。由于美联储持续收紧货币政策以及美元遭遇信任危机，海外投资者继续减持美国国债，其中又以中日两国减持幅度最大。美国政府债务已达上限，美国众议院通过提升 1.5 万亿美元债务上限的法案，虽然共和党 and 民主党在削减政府支出方面仍存博弈，但最终肯定会在参议院得到通过。

一、一季度 GDP 增速放缓 5 月再遭打击

剔除价格因素，美国一季度 GDP 录得 5.06 万亿美元，同比增长 1.6%，虽高于前值 0.9%，却是最近 8 个季度第二低的增速；环比增长 0.3%，连续两个季度放缓。从板块来看，“**国内私人投资**”板块严重拖累了美国的经济的发展，其中“固定投资”、“设备”和“住宅”均出现环比负增长。“**个人消费支出**”依然是驱动美国经济最重要的因素，环比折年率录得 3.7%，创 2021 年三季度以来新高。其中又以“耐用品”反弹最为明显，之前三个季度均环比萎缩，今年一季度环比折年率达到 16.9%。“**政府消费支出和投资总额**”环比折年率达到 4.7%，同创 2021 年三季度以来新高。“**商品和服务出口**”环比增速快于“**商品和服务进口**”。

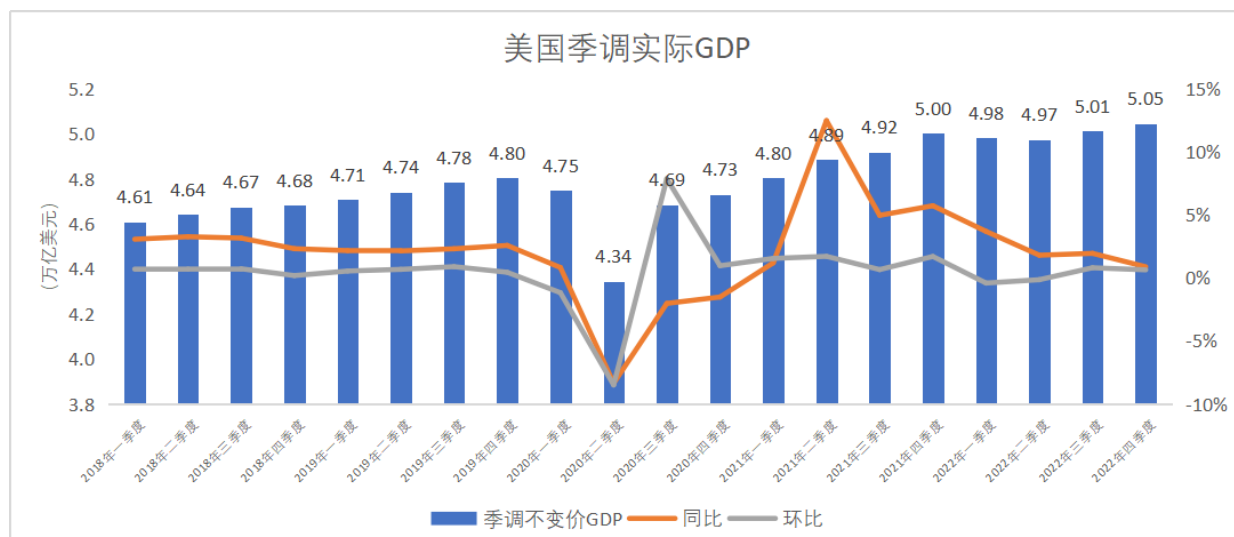


图 2-1：美国季调实际 GDP

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 2-1 2022-2023 年美国季度 GDP 分项环比折年率

指标名称	2023年一季度	2022年四季度	2022年三季度	2022年二季度	2022年一季度
个人消费支出	3.7%	1.0%	2.3%	2.0%	1.3%
个人消费支出:商品	6.5%	-0.1%	-0.4%	-2.6%	-0.1%
个人消费支出:耐用品	16.9%	-1.3%	-0.8%	-2.8%	7.6%
个人消费支出:非耐用品	0.9%	0.6%	-0.1%	-2.5%	-4.4%
个人消费支出:服务	2.3%	1.6%	3.7%	4.6%	2.1%
国内私人投资总额	-12.5%	4.5%	-9.6%	-14.1%	5.4%
国内私人投资总额:固定资产投资	-0.4%	-3.8%	-3.5%	-5.0%	4.8%
国内私人投资总额:非住宅	0.7%	4.0%	6.2%	0.1%	7.9%
国内私人投资总额:建筑	11.2%	15.8%	-3.6%	-12.7%	-4.3%
国内私人投资总额:设备	-7.3%	-3.5%	10.6%	-2.0%	11.4%
国内私人投资总额:知识产权产品	3.8%	6.2%	6.8%	8.9%	10.8%
国内私人投资总额:住宅	-4.2%	-25.1%	-27.1%	-17.8%	-3.1%
商品和服务出口	4.8%	-3.7%	14.6%	13.8%	-4.6%
商品和服务进口 (负项)	2.9%	-5.5%	-7.3%	2.2%	18.4%
政府消费支出和投资总额	4.7%	3.8%	3.7%	-1.6%	-2.3%

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

受三大银行破产影响,美国3月主要经济数据均出现回落,产业、消费、就业均不振。**产业方面**,3月美国制造业和非制造业分别录得46.3和51.2,均低于前值,尤其制造业连续5个月处于萎缩之中,美国产业空心化问题愈演愈烈。**消费方面**,美国3月消费者信心指数录得62,零售总额录得5986亿美元,均低于前值。**就业方面**,3月新增非农就业人数录得23.6万,创2021年以来新低,“商品生产”、“制造业”、“建筑业”、“零售业”、“金融业”从业人数甚至出现负增长。3月底季调持续领取和初次领取失业金人数分别达到182.3万和24.6万。唯一的亮点是失业率降至3.5%。

随着美国各级政府积极救市,银行业破产危机很快得到阶段性解决,4月美国市场恐慌情绪大幅好转,从3月中旬的年内阶段性峰值26.52逐步回落至17左右,促使美国部分经济指标出现好转。**产业方面**,4月美国制造业和非制造业分别录得47.1和51.9,均高于前值。**消费方面**,美国4月消费者信心指数录得63.5,其中现状和预期指数分别录得68.6和60.3,均高于前值。**就业方面**,美国持续领取和初次领取失业金人数分别在4月15日和4月22日出现阶段性拐点;4月季调失业率录得3.4%,创1970年以来新低;4月新增非农就业人数录得25.3万人,高于前值和预期。

然而,5月1日美国第一共和银行被美国联邦储蓄保险公司接管,再度引爆市场担忧。VIX恐慌性指数连续攀升三日,美国三大股指连跌三日。



图 2-2: 美国恐慌性指数 VIX

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

二、美国通胀超预期全方位回落

3 月, 美国季调 CPI 同比增速录得 5%, 低于前值 6% 和预期 5.2%; 季调环比增速录得 0.1%, 低于前值 0.4% 和预期 0.2%。

美国通胀超预期回落主要得益于能源和交运板块物价大幅回调。回首 2022 年上半年, 当时拉动美国通胀创近 40 年新高最重要的两大板块就是能源和交运, 两大板块 CPI 同比增速峰值一度狂飙至 41.5% 和 22.5%。单看今年 3 月, 能源和交通运输 CPI 同比分别下跌 6.4% 和 0.9%, 是当月唯二出现同比负增长的两大板块, 上次能源和交运物价同比负增长还要追溯至 2020 年 3 月至 2021 年 1 月, 彼时美国经济正因新冠疫情出现严重衰退。美国 3 月能源 CPI 同比大幅回落与高基数有关, 去年 3 月正值俄乌冲突刚爆发之际, 全球原油、天然气、煤炭等能源价格恐慌性暴涨, 从 2022 年中才逐步回落; 同时, 美国能源 CPI 环比同样出现 -3.5% 的负增长, 主要因为入春后对于取暖需求回落。交通运输板块在 3 月出现同比和环比“双负增长”, 美国进口商品主要通过集装箱运输, 2021 年屡创新高的国际集运运价推高了美国的进口成本, 美国总统拜登多次公开指责班轮公司不当得利, 并且国会授权美国联邦海事组织调查班轮公司高运费的情况。从去年起, 国际集运价格连续回调, 今年 3 月底远东→美国西海岸的运价已跌至 \$1155/FEU, 同比回落 83.6%, 甚至低于疫情前同期水平 (2019 年) 的 20.4%, 所以今年几乎没有听闻拜登谈论海运。

食品和饮料板块 CPI 的同比增速最快, 达到 8.2%, 不过增速在去年 8 月见顶后连续 7 个月放缓; 住宅 CPI 同比和环比分别录得 7.8% 和 0.3%, 其中环比增速是最快的三大板块之一, 房租黏性相对较强。教育和通信 CPI 增速录得 1.4%, 是唯一同比高于前值的板块, 美国开学季之后教育支出持续增加, 环比增速从 0.8% 不断提升至 1.4%。

表 2-2 2022-2023 年美国 CPI 及分项季调同比增速

项目		季调同比增速 (%)														
		2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
总项	CPI	5.00	6.00	6.30	6.40	7.10	7.80	8.20	8.20	8.50	9.00	8.50	8.20	8.60	7.90	7.50
	核心CPI	5.60	5.50	5.50	5.70	6.00	6.30	6.70	6.30	5.90	5.90	6.00	6.10	6.40	6.40	6.00
分项	食品和饮料	8.20	9.20	9.90	10.10	10.30	10.60	10.80	10.90	10.50	10.00	9.70	9.00	8.50	7.60	6.70
	能源	-6.40	5.00	8.40	7.00	13.00	17.60	19.90	23.90	32.90	41.50	34.40	30.20	32.20	25.70	27.00
	住宅	7.80	8.20	8.30	8.00	7.80	7.90	8.00	7.80	7.40	7.30	6.90	6.50	6.40	5.90	5.70
	服装	3.20	3.30	3.00	2.90	3.60	4.10	5.50	5.00	5.10	5.20	5.00	5.40	6.80	6.60	5.30
	交通运输	-0.90	2.40	3.60	3.70	7.80	11.20	12.60	13.40	16.40	19.60	19.30	19.80	22.50	21.10	20.90
	医疗保健	1.50	2.30	3.10	4.00	4.20	5.00	6.00	5.40	4.80	4.50	3.70	3.20	2.90	2.40	2.50
	娱乐	4.90	5.00	4.80	5.10	4.80	4.10	4.10	4.10	4.40	4.60	4.50	4.30	4.80	4.90	4.80
	教育与通信	1.40	1.00	1.00	0.80	0.70	0.00	0.10	0.40	0.50	0.80	0.80	1.00	1.60	1.60	1.70

备注：红色代表阶段性峰值，绿色代表峰值过后的谷值。

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 2-3 2022-2023 年美国 CPI 及分项季调环比增速

项目		季调环比增速 (%)														
		2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
总项	CPI	0.10	0.40	0.50	-0.10	0.10	0.40	0.40	0.10	0.00	1.30	1.00	0.30	1.20	0.80	0.60
	核心CPI	0.40	0.50	0.40	0.30	0.20	0.30	0.60	0.60	0.30	0.70	0.60	0.60	0.30	0.50	0.60
分项	食品和饮料	0.00	0.30	0.50	0.30	0.50	0.60	0.70	0.80	1.10	1.00	1.10	0.80	1.00	1.00	0.80
	能源	-3.50	-0.60	2.00	-4.50	-1.60	1.80	-2.10	-5.00	-4.60	7.50	3.90	-2.70	11.00	3.50	0.90
	住宅	0.30	0.50	0.80	0.70	0.40	0.50	0.70	0.80	0.40	0.80	0.80	0.60	0.70	0.50	0.70
	服装	0.30	0.80	0.80	0.50	0.20	-0.70	-0.30	0.20	-0.10	0.80	0.70	-0.80	0.60	0.70	1.10
	交通运输	-0.50	0.20	0.40	-2.50	-1.10	0.70	-0.60	-2.30	-2.10	3.80	2.00	-0.40	3.90	1.90	0.40
	医疗保健	-0.30	-0.50	-0.40	0.10	-0.50	-0.50	0.80	0.70	0.40	0.70	0.40	0.40	0.50	0.20	0.70
	娱乐	0.10	0.90	0.50	0.20	0.50	0.70	0.10	0.20	0.30	0.30	0.40	0.40	0.20	0.70	0.90
	教育与通信	0.20	0.10	0.40	0.10	0.70	0.00	0.10	0.10	-0.20	0.20	-0.10	-0.20	-0.20	0.00	0.10

备注：红色代表阶段性峰值，绿色代表峰值过后的谷值。

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从同比来看，仅“教育和通信”CPI 增速高于前值；从环比来看，仅“娱乐”和“教育和通信”CPI 增速高于前值。同一天，美国公布了生产通胀情况，3 月美国 PPI:最终需求同比上升 2.8%，环比下降 0.5%，均低于前值和预期值。稍晚公布的 3 月美国 PCE 录得 4.16%，并且 PCE 与核心 PCE 的同比和环比均低于前值。由此可见，美国通胀放缓几乎是全方位和全板块的。

美国生产通胀和进口物价从去年 3 月出现拐点，消费通胀在去年 6 月出现拐点，M2 总量在去年 7 月出现拐点，消费核心通胀在去年 9 月出现拐点。美国物价预期还将进一步回调，通胀问题进一步得到好转。与银行暴雷引发的潜在金融危机和失业潮相比，未来美国通胀问题的重视程度将被逐步弱化。

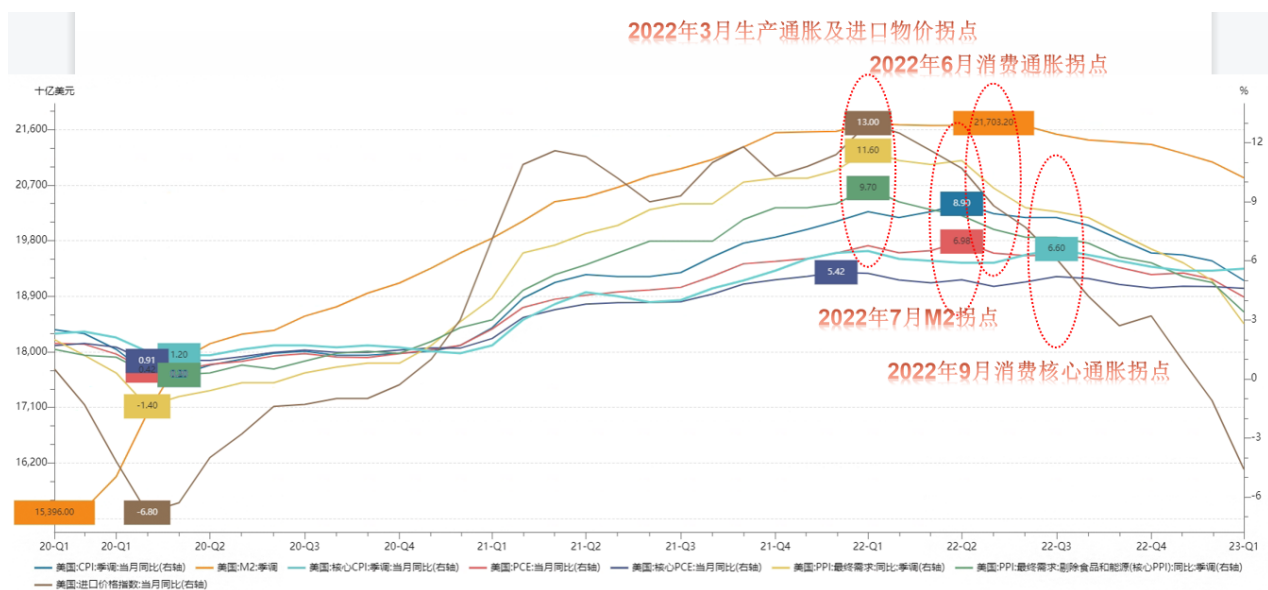


图 2-3：美国生产和消费通胀以及进口物价拐点
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

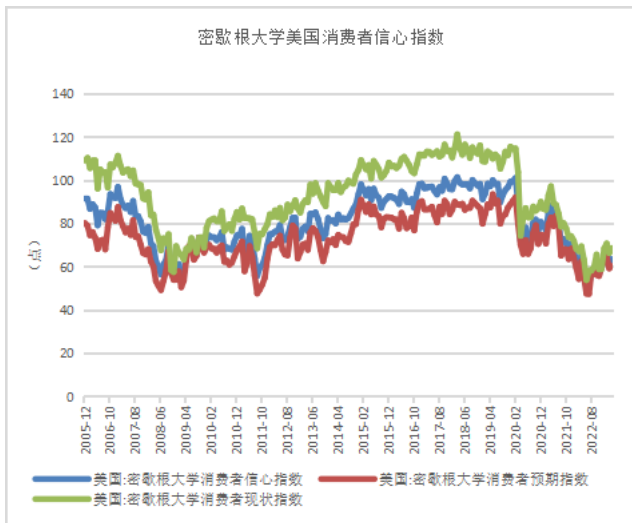


图 2-4：密歇根大学美国消费者信心指数
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

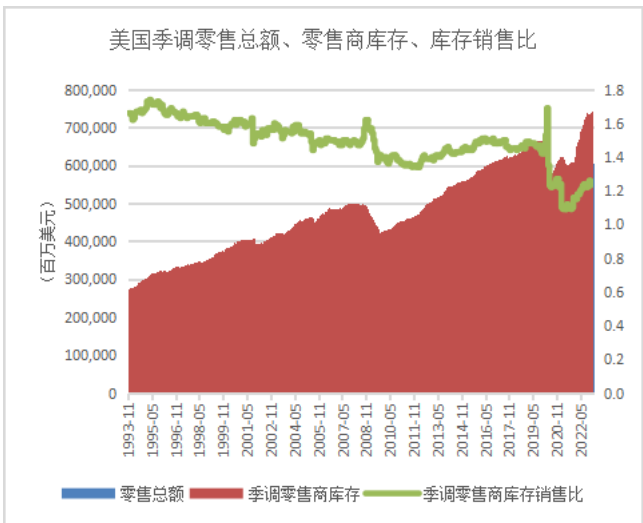


图 2-5：美国季调零售总额、零售商库存、库存销售比
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

三、美联储本轮加息将结束

美东时间 5 月 2 日 14:00，美联储宣布加息 25BP 至 5-5.25%。这是去年 3 月以来，美联储第 10 次加息，累计加息幅度达到 500BP。比较 5 月和 3 月 FOMC 声明可以发现，两次声明虽有部分内容调整，但以语序和个别词汇调整为主，核心思想并未发生变化。

表 2-4 2023 年 2 月与 3 月 FOMC 声明主要变动部分

	2023年3月FOMC声明	2023年5月FOMC声明
经济方面	Recent indicators point to modest growth in spending and production.	Economic activity expanded at a modest pace in the first quarter.
银行危机	The U.S. banking system is sound and resilient. Recent developments are likely to result in tighter credit conditions for households and businesses and to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects is uncertain	The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.
基准利率	In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 4-3/4 to 5 percent.	In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 5 to 5-1/4 percent.
货币政策	The Committee will closely monitor incoming information and assess the implications for monetary policy. The Committee anticipates that some additional policy firming may be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. （语序调整，内容并未改变）	In determining the extent to which additional policy firming may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments.

数据来源：Federal Reserve Board、方正中期期货研究院整理

利率方面，宣布加息 25BP。5 月 FOMC 声明中并未提及后续加息路径，维持 3 月“将采用其他货币政策”的表述，仅仅提到未来的货币政策将充分考虑货币政策持续收紧的叠加效应，货币政策对于经济活动、通胀、经济和金融发展的滞后效应。根据 3 月点阵图来看，2023 年终端中间利率为 5.1%，这就意味着 5 月加息将是本轮最后一次加息。**缩表方面**，美联储维持

原有的缩表规模，每月缩表上限维持于 950 亿美元。不过，鉴于美国当前的经济局势，美联储今年以来并未用足缩表上限，尤其 3 月为了应对银行暴雷事件一度出现连续两周扩表。**经济方面**，美联储继续认为“美国当前生产和消费均处于温和增长之中”。美国一季度实际 GDP 同比增长 1.6%，而美联储 3 月时将美国今年经济增速预期从 0.5% 下调至 0.4%，这就意味着随后三个季度美国经济将大幅减速。**就业方面**，美联储依然认为“最近数月工作数量持续增加，失业率偏低”。**通胀方面**，美联储认为通胀仍在持续，同时表达保持 2% 的长期通胀目标不变。**风险事件方面**，美联储依然认为“美国银行系统稳定且具弹性”。即便 5 月 1 日美国第一共和银行被托管，5 月首周美联储依然减少 430 亿美国国债。

表 2-5 2023 年 1-4 月美联储缩表情况

	美国国债减持	相比 600 亿美元上限	MBS 减持	相比 350 亿美元上限
1 月	604 亿美元	92.9%	167 亿美元	47.6%
2 月	612 亿美元	94.2%	147 亿美元	42.0%
3 月	68 亿美元	10.5%	156 亿美元	44.5%
4 月	576 亿美元	88.6%	187 亿美元	53.4%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

随后，美联储主席鲍威尔发表讲话，与 FOMC 声明核心思想基本一致，更像是议息声明的扩充。最近两次议息会议，鲍威尔开篇就谈到近期引人关注的银行破产事件，随后谈及通胀、经济发展、就业、货币政策、债务上限等一系列问题。

银行事件方面，鲍威尔首先指出“美国银行系统稳定且具弹性”，表述与 FOMC 完全一致。鲍威尔开篇就给该事件做出定性般的结论，一方面是为市场消除恐慌情况，另一方面也在维护美国银行乃至整个金融系统的信誉。随后，鲍威尔谦虚地表示“我们应该从该事件中学习，防止以后类似事件的发生，美联储今后将致力于建立更强有力且具有弹性的银行体系”。

经济和就业市场方面，鲍威尔直言“虽然美国一季度私人消费出现增长，但是房地产市场疲软，主要还是受到较高按揭贷款比例的影响，高利率和低生产力影响固定资产投资”。劳动力市场保持强劲，一季度美国每月新增 34.5 万个就业岗位，但指出“有迹象显示劳动力供需关系正在回归正常，主要体现在劳动参与率提升、名义工资增速放缓、职位空缺数下降”。同时去除了“失业率创近 50 年新低”的表述。

通胀方面，鲍威尔指出“虽然通胀从去年年中开始放缓，但目前实际通胀率依然远高于 2% 的长期目标”。虽然物价继续走高，但鲍威尔有信心锚定长期通胀预期。

货币政策方面，鲍威尔并不像上次直接了当地否定今年会降息的可能性，而是指出“何时停止加息并不在此次议息会议讨论的范围之内，未来的货币政策将取得于多方面的因素，包括银行信贷事件、通胀下滑速度、就业情况等”。

债务上限方面，当在记者互动环节被问及“债务上限”问题时，鲍威尔首先指出“这属于财政政策范畴，应由参议院、众议院等政府决定”，鲍威尔着重声明不会向任何一方给出建议。鲍威尔仅仅谈了美联储的观点“有必要及时提高债务上限，不然美国政府可能会出现债务违约，这在历史上尚未出现过”。

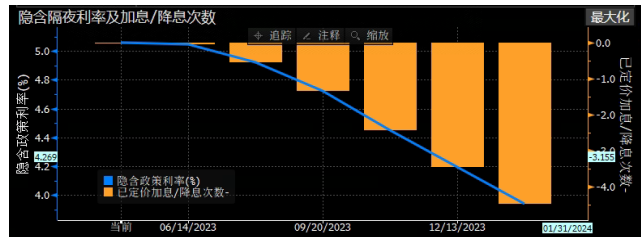
总体来看，FOMC 议息声明和鲍威尔讲话均相对中性，尤其对后期货币政策有些模棱两可，既没有排除 6 月继续加息的可能性，也没有否定今年会降息，这与之前几次相对明朗的表态形成鲜明对比。这一定程度上反映出美联储的两难境地。一方面，美国 3 月 PCE 核心同比增速录得 4.6%，远高于 2% 的长期通胀目标。同时，从今年 5 月 1 日至 12 月 31 日 OPEC+ 超预期减产 160 万桶/日产量，俄乌黑海粮食出口协定也存在不再续约的可能，这些都将加剧美国通胀。此时贸然暂停加息，很有可能导致通胀反弹，重蹈上世纪七十年代的覆辙。另一方面，美国已有 4 家银行破产，其中不乏硅谷银行、第一共和银行这样的超大型银行。倘若再度加息或者长期维持 5.25% 的基准利率，必将引发更多银行出现暴雷事件。同时，财长耶伦希望将债务上限提升至 51 万亿，因此提高利率将进一步加剧美国政府还本付息的压力。此外，美联储持续收紧货币政策将导致全球尤其发展中国家的美元流动性枯竭，推动各国采取本币结算制度；同时也会导致美债价格持续回落，推动各国加快抛售美债的节奏。

所以，美联储未来货币政策更多是“走一步、看一步”，需要综合考虑货币政策的滞后效应、银行破产后续反应、通胀、失业率、PMI、GDP、消费、政府债务上限、美债抛售规模、美元结算比例等各项指标再做决定。

单纯根据 3 月点阵图来判断，美联储此轮加息大概率已经结束。至于何时降息，市场存在较大博弈。联邦基金期货显示美联储在今年 9 月就会迎来首次降息，不过这样的看法略显激进。根据美联储历次货币转向来看，除了上世纪八十年出现加息见顶后立即降息之外，之后的降息转向间隔时长至少 5 个月，尤其本世纪的间隔时长至少 8 个月。可以看出，美联储的货币政策日趋稳定。所以，美联储首次降息可能发生在今年 12 月。当然，目前美联储货币政策也有一定的灵活性，或者说需要考虑更多的客观因素，一旦发生重大黑天鹅事件，不排除美联储三季度降息的可能性。随着美联储货币政策的转向预期，美元指数后期趋势性走弱，预计上半年逼近 100 点大关。

表 2-6 联邦基金利率期货隐含的美联储后期货币政策路径（2023 年 5 月 5 日）

地区: 美国 »	工具: 联邦基金期货 »				
目标利率	5.25	定价日期			05/05/2023
有效利率	4.83	当前隐含隔夜利率			5.058
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
06/14/2023	-0.041	-4.1%	-0.010	5.048	0.250
07/26/2023	-0.542	-50.1%	-0.135	4.923	0.250
09/20/2023	-1.347	-80.5%	-0.337	4.721	0.250
11/01/2023	-2.428	-108.1%	-0.607	4.451	0.250
12/13/2023	-3.456	-102.8%	-0.864	4.194	0.250
01/31/2024	-4.472	-101.6%	-1.118	3.940	0.250



数据来源: Bloomberg、方正中期期货研究院整理

表 2-7 二十世纪百世年代以来历次降息转向间隔市场

最后一次加息日期	开启新一轮降息日期	间隔时长
1984 年 8 月	1984 年 9 月	1 月
1989 年 5 月	1989 年 6 月	1 月
1995 年 2 月	1995 年 7 月	5 月
2000 年 5 月	2001 年 1 月	8 月
2006 年 6 月	2007 年 9 月	1 年 3 月
2018 年 12 月	2019 年 8 月	8 月

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

四、美债继续遭减持

美东时间 4 月 17 日, 美国财政部公布了 2023 年 2 月的国际资本流动报告 (TIC)。当月, 外国投资者持有美国国债合计 7.34 万亿美元, 同比和环比分别下降 4.7% 和 0.8%。日本和中国是美债最重要的两大海外持有者, 2 月分别持有 1.08 万亿美元和 8488 亿美元, 当月分别减持 226 和 106 亿美元。在前十大海外持有者中, 除了卢森堡和开曼群岛略有增持之后, 其他国家和地区均有不同程度减持。美债减持既包括主动抛售也包括到期不再复购。

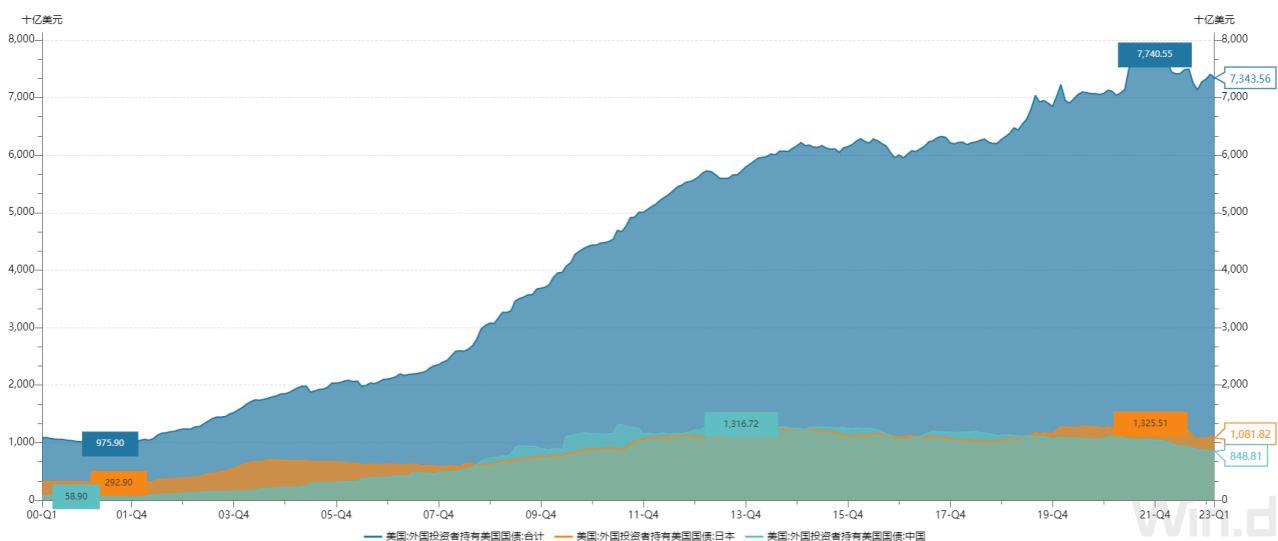


图 2-6: 美债海外持有量

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

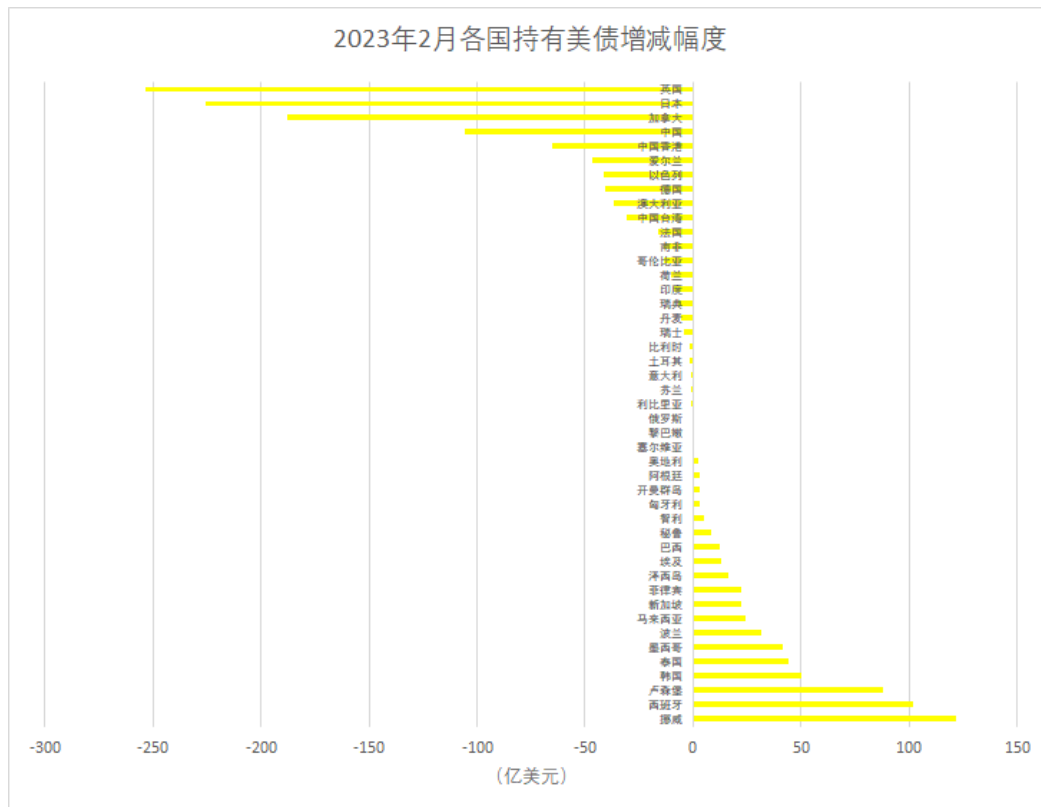


图 2-7: 2023 年 2 月各国持有美债增减幅度

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

从减持规模来看，日本减持幅度无疑是最大的，从 2021 年 11 月至 2023 年 2 月期间日本累计减持 2437 亿美元。中国在此期间共减持 2041 亿美元，略低于日本，但是中国对美债减持由来已久。2013 年 10 月中国持美债达到历史峰值 1.32 万亿美元，随后十年间趋势性回落，累计减持 4679 亿美元。

各大央行纷纷减持美债既有经济因素，也有政治考量。从**经济角度**来看，美债价格和美债收益率呈反向关系。一般而言，当美联储收紧货币政策，各大央行减持美债；当美联储放宽货币政策后，又会增持美债。随着美联储去年 3 月开启加息、6 月开始缩表以来，美债收益率持续攀升，美债价格不断回落。同时，美联储滥发货币，美元购买力持续缩水，同时今年 6 月存在美国国债违约风险。各国央行为了减少损失，主动抛售美债保值。就连美国的铁杆盟友都在抛弃美债，2 月减持规模前三大国家分别是英国、日本、加拿大。从**政治角度**来看，俄乌冲突爆发后美国违法冻结俄罗斯 3000 多亿美元资产，令美国国家信誉严重受损，其他国家同样担心自己的资产会被洗劫。当前美国不断挑动台海局势，也是中国加速减持美债的重要原因，即便遭到美国财长耶伦、美国总统竞选人黑利等多位美国政要威胁，中国并未改变原有减持政策，相反更加剧了对美债安全性的担忧。随着 3-5 月美国四家银行先后破产，未来数月 TIC 报告中海外投资者大概率会进一步减持。

当前全球正呈现“去美元化”的趋势，黄金再度成为各国央行储备的首选。截止去年底，全球黄金储备录得 3.55 万吨，相比去年三季度增加 91 万吨。今年一季度全球各大央行共购买黄金 228 吨，同比增加 176%。今年以来中国人民银行大幅增加黄金储备，前 4 月中国黄金储备累计增加 120 万吨至 2068 万吨；俄罗斯被西方国家反复制裁后，今年前 4 个月黄金储备增加 28 万吨；土耳其爆发严重通胀，逐渐重视黄金作为硬通货，今年累计增持 74 万吨。沙特希望降低对于美元依赖，年初沙特财政大臣穆罕默德·贾丹在达沃斯论坛明确提出“对采用美元之外的其他货币进行贸易结算持开放态度”。当前人民币国际化不断加速，今年 2 月人民币在全球 SWIFT 体系中结算占比为 2.19%，高于今年 1 月的 1.91%。此外，中国主导的 CIPS 体系已有近 1400 名使用者，遍及全球 100 多个国家和地区，为全球近 4000 家企业和金融机构提供服务。

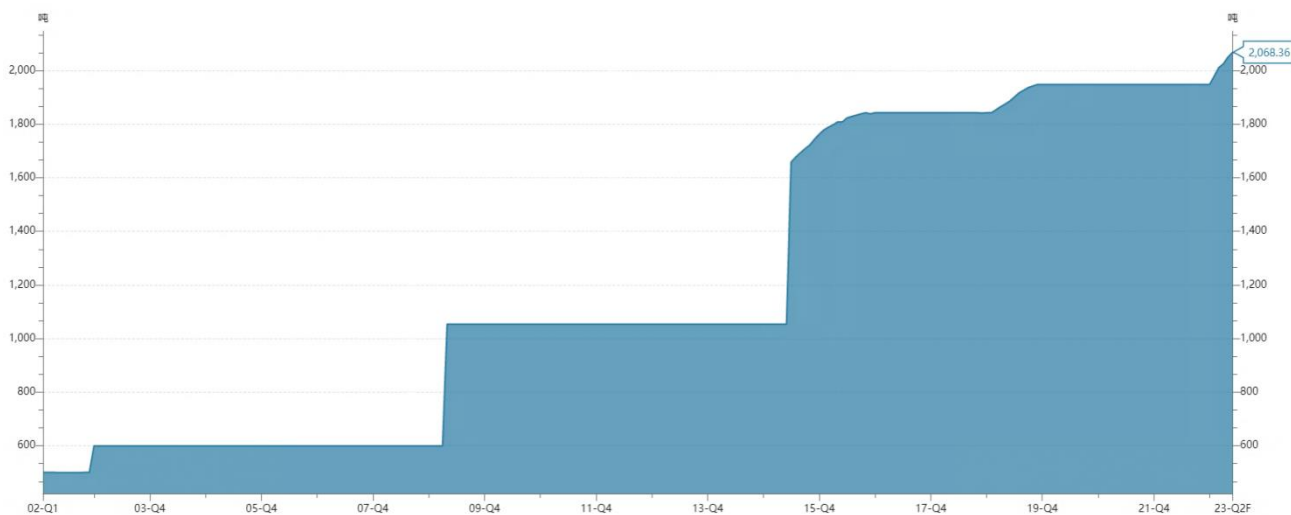


图 2-8：中国黄金储备

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

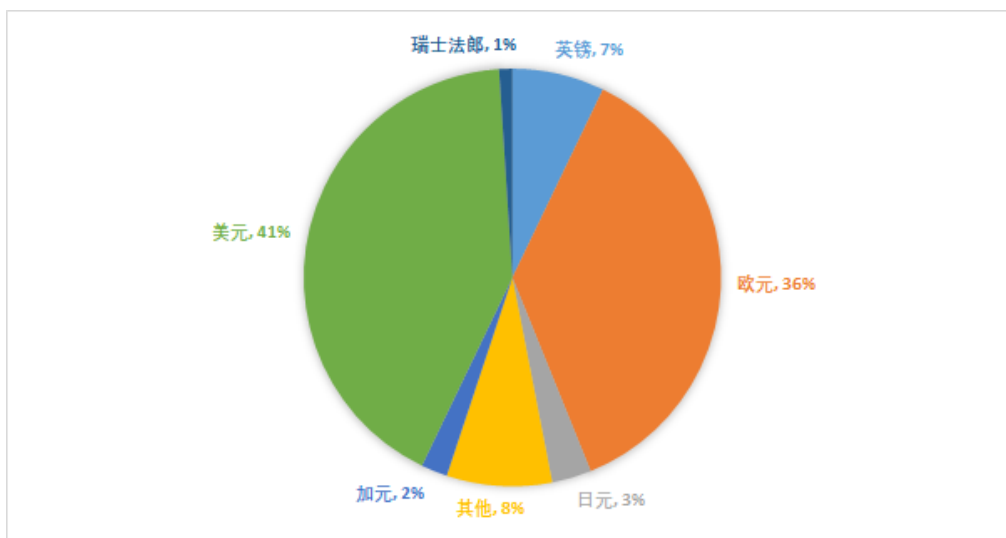


图 2-9：2023 年 2 月 SWIFT 体系中各大币种结算比例

数据来源：SWIFT、方正中期期货研究院整理

不过，“去美元化”不可能一撮而就，甚至很有可能仅仅是阶段性事件。美国在政治、经济、军事、教育、医疗等综合国力依然独霸全球，美元霸权短期内不可能终结，美元结算比例高达 41%，是全球最重要的货币，美国国债仍旧是全球最安全的债券。只是美联储持续收紧货币政策造成美元荒以及美国政府不合情理的制裁，令各国被迫选择其他货币结算以及减持美债规避潜在风险。一旦美联储转入降息、美国政府再度重视美元信誉、或者爆发全球性黑天鹅事件，美元和美债依然是较好的避险和保值资产，海外投资者将增持美国国债。

第三部分 欧洲经济略好于预期 欧洲央行宣布放缓加息

欧元区一季度同比和环比均高于前值，总体好于预期，并未出现衰退。受能源供给成本影响，德国作为欧洲第一大国家，一季度同比增速出现负增长，法国、西班牙、意大利保持正增长。虽然失业率创 23 年以来新低、通胀出现反弹，但是欧洲央行在 5 月宣布放缓加息，7 月停止资产购买计划的再投资，一定程度是忌惮美国银行破产对于欧洲银行的外溢风险。鉴于欧元区通胀水平极高，如果不再发生重大黑天鹅事件，预计欧洲央行还会加息 2-3 次 25BP。

一、欧元区经济略好于预期

剔除通胀因素，今年一季度欧元区 GDP 录得 2.77 万亿欧元，同比和环比分别增长 1.84% 和 0.6%，均高于前值和预期。去年下半年诸多经济机构预测欧元区将在今年出现衰退，至少从一季度来看，欧元区通过多渠道的能源进口，有效缓解冬季能源危机，随着春季到来，欧元区通胀逐步回调，保障了工业经济和民生活活动，避免经济过早出现衰退。不过，欧美经济和金融领域联系颇深，3 月美国银行暴雷事件还是引发瑞信破产和德意志银行 CDS 利差大幅攀升等信用危机，影响一季度增速。

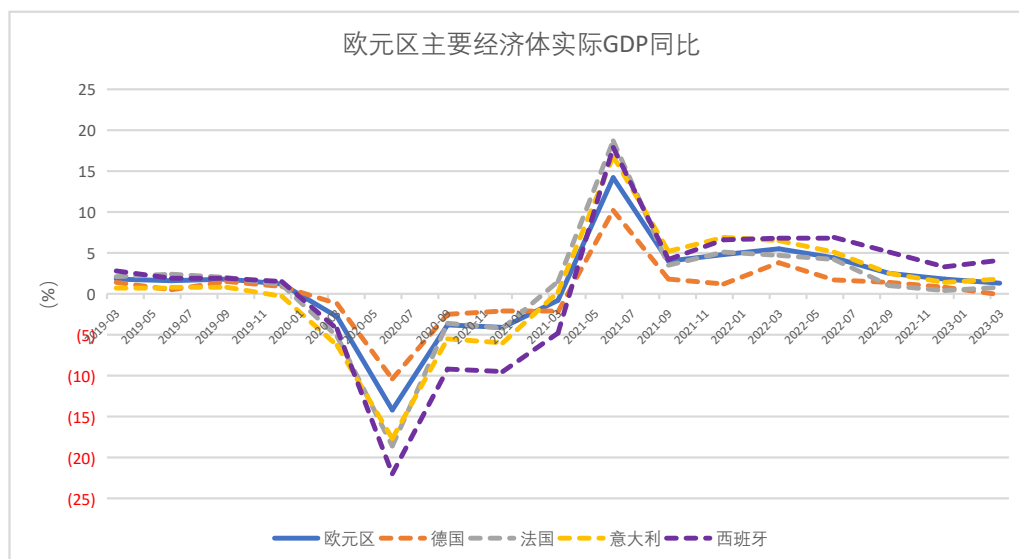


图 3-1：欧元区主要警惕实际 GDP 同比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

德国是欧元区第一大国，一季度 GDP 实际总量达到 7489 亿欧元，占欧元区经济总量的 27.1%。不过，德国一季度 GDP 同比下降 0.1%，是前四大欧元区国家中唯一出现负增长的国家。德国是世界第二大工业制成品出口大国，严重依赖能源进口，与俄罗斯具有极强的经济互补性。默克尔执政时期着力加强与俄罗斯的经贸往来，大力推进“北溪-2”建设，就是为了解决德国能源不足的痛点问题。舒尔茨上台后推翻了默克尔的执政成果，注重意识形态对抗，停止“北溪-2”认证的同时又遭遇“北溪-1”恐怖袭击，德国被迫进口美国和卡塔尔高价 LNG，从而大幅抬升了德国制造业成本，降低德国制造的价格竞争力。德国从去年下半年开始制造业 PMI 就持续低于荣枯线，4 月更是跌至 45.8，是欧洲主要经济体中最低的。德国制造业萎缩，直接影响本国外贸出口额的增速。除了德国之外，法国、意大利、西班牙一季度 GDP 同比增速均实现正增长，分别为 0.8%、1.8%、4.1%。由于能源成本较高且稳定性较差以及长期大范围罢工，制造业萎缩和流失成为当前欧洲遭遇的通病。欧元区及各大主要成员国的制造业 PMI 基本是从去年下半年回落至荣枯线以下。

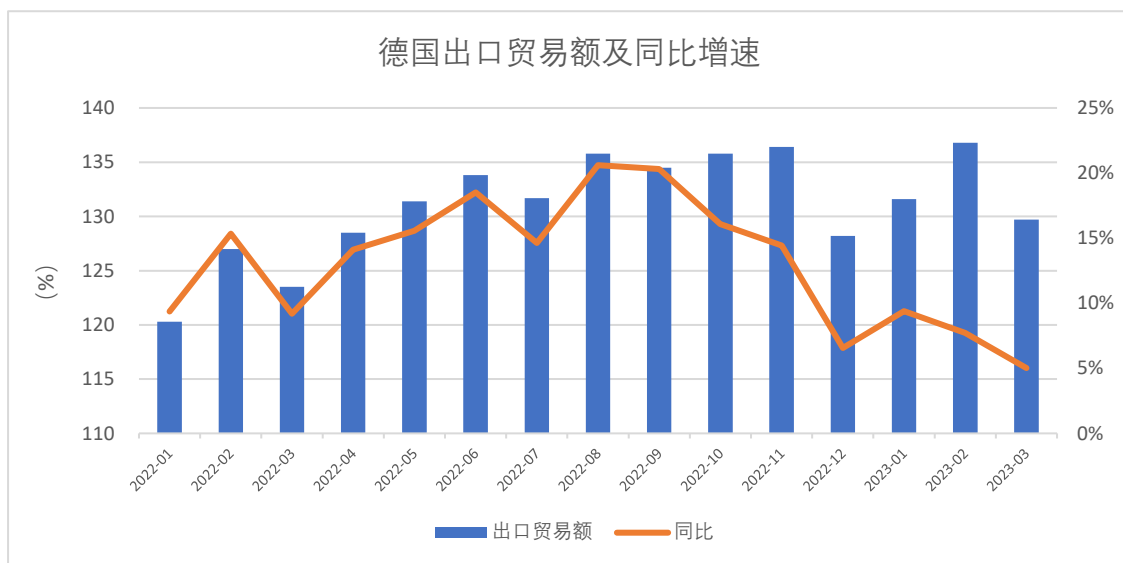


图 3-2：德国出口贸易额

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

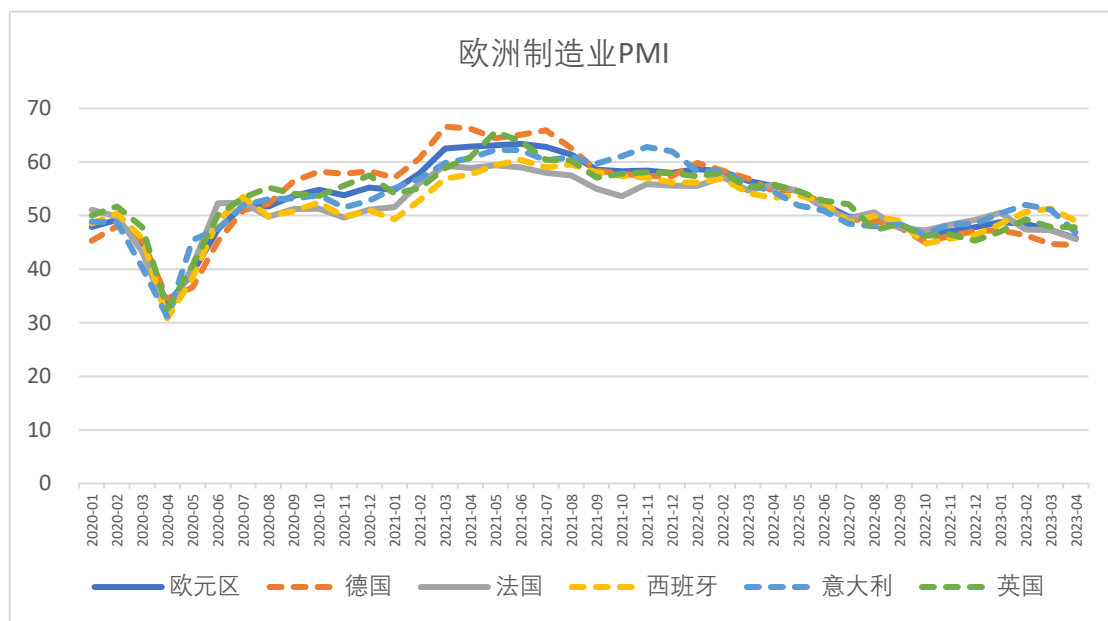


图 3-3: 欧洲制造业 PMI

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

1-2 月欧元区经济一度出现明显触底复苏迹象, 3 月瑞信暴雷事件后欧元区经济再度预冷。得益于欧洲政府及时救市, 市场恐慌情绪回落, 欧元区经济在 4 月略有反弹, 4 月 ZEW 欧元区经济现状分别录得-30.2, 高于前值; 但景气指数录得 6.4, 连续两个月回落, 说明市场并不看好欧元区未来经济前景。

二、欧洲央行放缓加息步伐

欧洲央行召开 5 月议息会议, 宣布将三大基准利率均上调 25BP, 即将主要再融资利率从 3.5%上调至 3.75%, 将隔夜存款利率从 3%上调至 3.25%, 将隔夜贷款利率从 3.75%上调至 4%。这是欧洲央行连续三次加息 50BP 以来首次放缓加息步伐。

欧美央行具有两大基本职能, 即控制通胀和充分就业。单从这两大目标职能来看, 欧洲央行并不应该在 5 月放缓加息步伐。一方面, 欧元区 4 月 HICP 同比增速录得 7%, 高于前值 6.9%, 半年内首次反弹; 另一方面, 3 月欧元区失业率录得 6.5%, 创 2000 年以来新低。欧洲央行在此时降息还是忌惮美国银行破产对于欧洲银行的外溢影响。早在 3 月议息会议之时, 拉加德就发言强调“此次评估(3 月加息 50BP)是在银行业动荡之前完成的”。随着 5 月 1 日美国第一共和银行再度破产, 欧洲央行必然会担忧本区域内银行业的安全性, 选择放缓加息就水到渠成。

在购债方面, 欧洲央行指出货币政策的滞后性以及向实体经济传导的力度存在不确定性, 因此将继续采取数据依赖型的方法进行跟踪。欧洲央行将继续在紧急抗疫购债计划(PEPP)再投资方面保持灵活, 将定期评定向长期再融资操作(TLTRO)对政策立场的影响。欧洲央行预计将于 7 月停止资产购买计划再投资。该行管理委员会将以有节制和可预测的速度继续减少资产购买计划的投资组合。到 2023 年 6 月底, 资产购买计划下的再投资的减少幅度将达到每月

150 亿欧元。关于紧急抗疫购债计划（PEPP），欧洲央行打算将在到期证券的本金偿付进行再投资，至少会延续至 2024 年底。

随后欧洲央行行长拉加德发表较为鹰派的讲话。通胀方面，最近谈判达成的工资协议增加了通胀的上行风险，尤其是在利润率仍然很高的情况下。部分企业利润率也提高了。就业方面，家庭收入受益于劳动力市场的强劲，3 月失业率降至 6.5% 的历史新低。服务业增长更加强劲。最近的薪资协议增加了工资的上行风险，工资压力进一步增强，劳动力市场的弹性可能导致更高的增长。

鉴于欧洲通胀率远高于美国，总体预判欧洲央行不会效仿美联储在 6 月停止加息，只要欧洲银行不再发生暴雷等重大黑天鹅事件，欧洲央行还会加息 2-3 次 25BP。欧洲央行比美联储更为鹰派的货币政策支撑起欧元兑美元的升值，4 月累计升值幅度 1.6%，站稳 1.1 关口，5-6 月还有进一步升值空间。

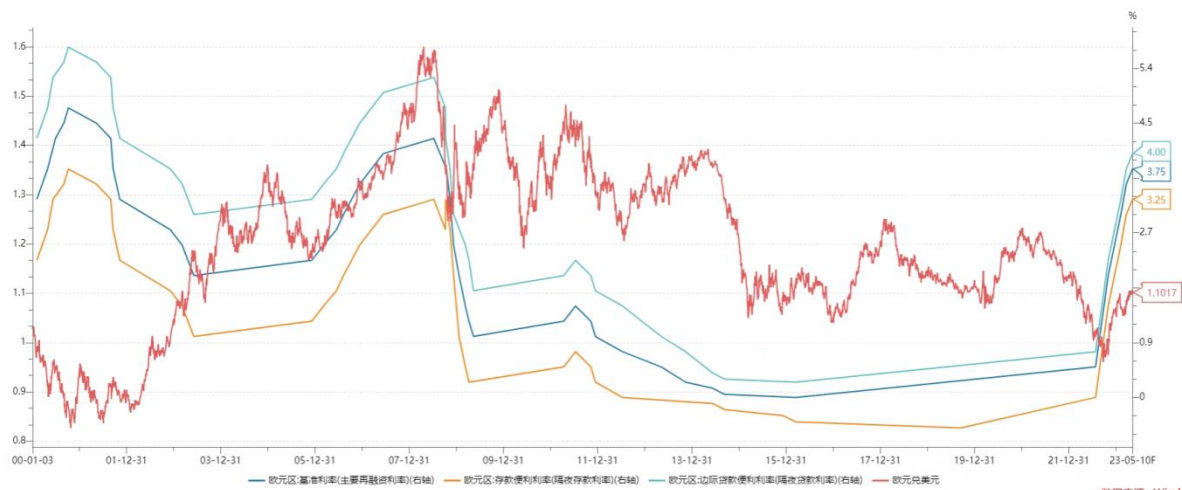


图 3-4：欧洲央行三大利率与欧元兑美元汇率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第四部分 日本央行完成换届 货币政策有望收紧

日本央行行长近十年来首度换届，4 月 9 日植田和男接任黑田东彦成为日本央行新一届央行行长，这是日本首位非政府官员出身的学术型央行行长。植田和男与前任黑田东彦在货币政策方面有着不同的观点。黑田东彦是典型鸽派，坚持超宽松的量化宽松政策，从 2016 年 2 月 16 日起将日本政策目标利率从 0.1% 下调至 -0.1%，并将负利率保持至今，刺激日本经济增长。黑田东彦认为日本经济最大的症结是通缩而非通胀，日本通缩长达 20 多年之久，可以利用 2022 年输入性通胀对冲通缩问题。植田和男则相对鹰派，早在 2016 年 10 月植田和男发表了《负利率政策的采用及其利弊》，这篇论文详细讨论了 2013 年以来量化和质化宽松的政策目的和效

果，导致负利率的情况以及负利率的利弊。植田和男的观点是负利率的弊端超过了利端，负利率会对国内金融机构的利润产生负面影响，机构的贷款/存款利润率大幅缩水。因此，植田和男上台后，市场普遍预计日本央行将结束负利率时代，调整 YCC 政策。不过，鉴于欧美银行业接连暴雷，植田和男在 4 月 27-28 日的议息会议上选择按兵不动，相对谨慎地观望该事件对日本的外溢风险。

出台 YCC 政策的背景是 1990 年日本泡沫经济被刺破，日本央行出台的 QE 和 QQE 并未起效。具体操作方式是日本央行通过在二级市场无限量购买日本 10 年期国债，提高国债价格，压低国债收益率至目标区间，以此为市场提供大量流动性，最终影响公司债券收益率、贷款利率以及其他融资利率，使得利率水平能够长期维持在零附近，从而刺激经济，引导需求。最初的目标浮动区间是-0.1%至 0.1%。但随着各大央行收紧货币政策，海外投资者抛售日债投资海外更高收益的国债，导致日本央行收盘日债压力陡增以及流动性枯竭。迫于无奈，日本央行在 2018 年、2021 年、2022 年三次调整 YCC 范围至-0.5%至 0.5%区间。

当前，日本维持 YCC 政策的必要性正在下降。日本当初推出 YCC 是为了解决泡沫经济刺破后引发的通缩问题，而从去年 2 月起，日本就爆发输入性通胀，从 0.9%不断提升至 4.3%。虽然今年 3 月回落至 3.2%，但依然高于 2%的长期通胀目标。

日本央行对 YCC 政策调整主要有三种方式：其一，进一步扩大 YCC 的波动区间；其二，不再锚定 10 年期国债利率，选择锚定中短期期国债利率，后者与市场实际投资利率相关性更为紧密；其三，直接退出 YCC。前两种方式治标不治本。在市场普遍预计日本央行将退出负利率的背景下，即便提升 YCC 调整区间，投资者依然会做空日债套利，日本央行维护 YCC 政策的成本将持续提升。因此，随着日本经济有望在今年恢复至疫情前同期水平并且通胀远高于 2%的情况下，未来植田和男选择直接退出 YCC 的可能性反而更高。



图 4-1：日本 10 年期国债收益率即 YCC 上下限

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

一旦日本央行退出 YCC 政策，日本 10 年期国债收益率将大概率突破 1%，这对世界金融市场会产生深远影响。首先，在负利率时代，日本国内及海外投资者将大批资产转移至国外，寻求高收益。随着日本利率提升，大批资产将从海外回流至日本。其次，诸多投资者采用“借超低成本日本资本、投资海外高收益”的投资模式，未来国际资本市场的负利率洼地将不复存在，投资成本将大幅攀升，导致全球资产计价模式发生改变。其三，日本是美国国债的海外第一大持有国，随着日债吸引力提升，日本对美国国债的购买力将大幅下滑同时，未来美国国债的收益率将被迫提升，又将提升美国政府的借贷成本。这对处于违约风险边缘的美债来说又是一次重大打击。其四，日元兑美元将大幅升值，预计美元兑日本汇率将回落至 110 附近。这将严重削弱日本出口贸易的价格吸引力，但同时可以降低日本进口资源的成本压力。

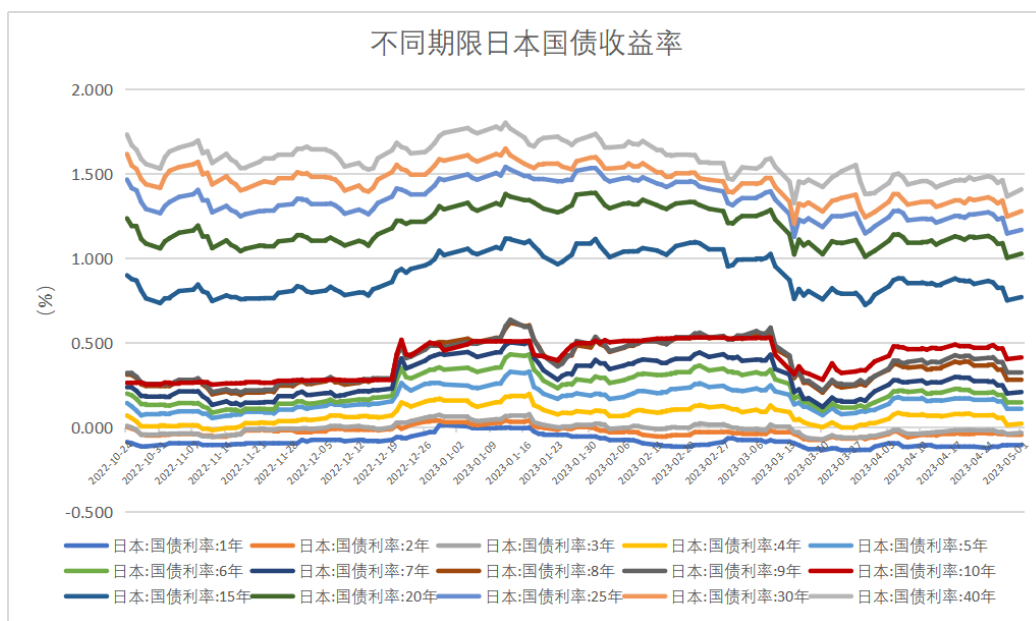


图 4-2：不同期限日本国债收益率

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

一、俄罗斯经济温和衰退

2022 年俄罗斯实际 GDP 录得 92.22 万亿卢布，同比下降 2.1%，大幅好于预期。客观而言，在美国及其盟友实施全方位制裁的情况下，俄罗斯的成绩单已经相当亮眼甚至惊人。在 1 万多项制裁项目中，对俄罗斯经济领域打击最为明显的是三方面：将俄罗斯各大有银行踢出 SWIFT 体系、冻结俄罗斯 3200 多亿美元的外汇资产、逐步禁运俄罗斯能源。面对近乎苛刻的制裁，换作其他国家早已崩溃。然而，俄罗斯依靠强大的综合国力、丰富的能源和粮食储备、

多元化的货币结算渠道，硬是扛过了各种打压，并未出现西方国家鼓吹的“崩溃论”和“解体论”，甚至卢布还成为 2022 年为数不多兑美元升值的货币。

虽然俄罗斯经济衰退程度大幅低于预期，但是 2022 年经济下滑却是不争的事实。从板块来看，俄罗斯的“居民消费支出”、“非盈利机构支出”和“资本形成总额”所创造的 GDP 三大板块均同比下降，说明俄罗斯经济全面萎缩。外贸净出口对俄罗斯的 GDP 贡献为正，但是细看分项可以发现，俄罗斯的进出口都在萎缩。只是在西方出口禁运的情况下，俄罗斯的进口贸易（记作 GDP 负项）萎缩幅度低于出口贸易（记作 GDP 正项）萎缩幅度，导致俄罗斯净出口 GDP 出现被动增长。在各大分版块中，仅“政府消费支出”GDP 同比增长 2.8%，在战时情况下，俄罗斯政府成为经济增长最重要的动力。

从产业角度来看，2022 年俄罗斯“批发和零售业”的 GVA 同比下降最大，达到-12.7%，说明在西方制裁情况下，俄罗斯民众的消费能力和意愿大幅下降。“制造业”和“产品净税”GVA 出现萎缩说明在西方跨国企业纷纷撤资情况下，俄罗斯国内企业尚未弥补产能缺口。此外，俄罗斯在财力有限的情况下，首先保证军工和国防开支，对生产和民生支持力度降低，导致“卫生和社会福利”和“生产补贴”GVA 均下降，而“公共行政和国防”GVA 则出现增长。此外，战争对于基建的破坏，促使“建筑业”GVA 回升。

苏联解体之后，俄罗斯经济长期低迷。以往俄罗斯 GDP 总量还能与中国第一经济大省——广东相提并论，但随着中国经济快速发展，2022 年俄罗斯实际 GDP 甚至被江苏省远远甩在身后，接近山东省的水平。

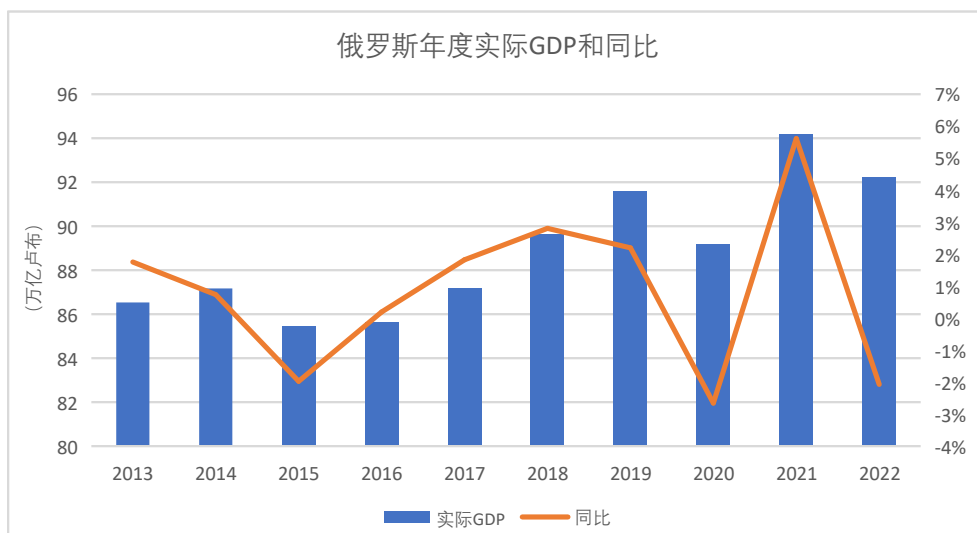


图 5-1：俄罗斯年度实际 GDP 和同比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 5-1 2022 年俄罗斯年度实际 GDP、各版块占比及同比

	年度实际GDP	占比	同比
总量	92.223	100%	-2.1%
最终消费支出	70.2621	76.2%	-0.3%
最终消费支出:居民	51.8047	56.2%	-1.4%
最终消费支出:政府	18.1259	19.7%	2.8%
最终消费支出:为居民服务的非营利机构	0.3361	0.4%	-3.9%
资本形成总额	21.9925	23.8%	-4.9%
货物和服务净出口	1.4597	1.6%	4.3%
货物和服务净出口: 出口	21.0654	22.8%	-13.9%
货物和服务净出口: 进口 (负项)	19.6057	21.3%	-15.0%
统计误差	-0.3468	-0.4%	-51.4%

单位: 万亿卢布

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

表 5-2 2022 年俄罗斯年度实际 GVA 及各行业同比

	实际GVA	同比
总量	84.46	-1.3%
制造业	11.57	-2.5%
批发、零售贸易;机动车及个人家庭用品修理业	10.61	-12.7%
产品税净额	8.71	-8.8%
采矿业	7.70	0.4%
公共行政和国防;社会保障	7.10	4.1%
金融中介	5.58	3.4%
建筑业	5.17	5.0%
卫生和社会性福利	2.80	-3.2%
教育	2.41	0.1%
住宿和餐饮业	0.76	4.3%
生产补贴	0.65	-6.1%

单位: 万亿卢布

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

表 5-3 中国 GDP TOP5 与俄罗斯对比

在中国经济排名	国家/省份	2022 年实际 GDP (万亿美元)
1	广东省	1.92
2	江苏省	1.83
	俄罗斯	1.35
3	山东省	1.30
4	浙江省	1.16
5	河南省	0.91

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

当前俄罗斯面临的一大难题是财政赤字不断扩大。俄乌冲突爆发初期,俄罗斯军费开支大增,但得益于能源价格出现恐慌性飙升,俄罗斯财政在去年上半年持续盈利,2022 年 1-5 月累计财政盈余达到 1.5 万亿卢布。随着美联储持续加息以及恐慌情绪回落,去年年中能源价格出现拐点,俄罗斯财政赤字问题逐渐暴露,在随后 7 个月中有 5 个月出现财政亏损,2022 年度财政亏空达 3.3 万亿卢布。2023 年全球经济走弱预期加强,能源消费预期降低,价格进一步趋势性回落,并且西方国家对俄罗斯出口能源价格进一步限价和禁运,俄罗斯在能源方面的

财政收入大幅回落。今年 2 月俄罗斯石油和天然气税收合计约为 5210 亿卢布，同比大幅回落 46%，几近腰斩。

今年一季度俄罗斯财政收入录得 5.68 万亿卢布，同比萎缩超两成；财政支出录得 8.08 万亿卢布，同比增长 34.2%。此消彼长导致俄罗斯今年一季度财政赤字达到 2.4 万亿卢布，已经超过 2022 全年财政赤字的七成。俄乌冲突已呈长期化，美国希望通过俄乌冲突不断消耗俄罗斯的意图十分明显，俄罗斯现有军力根本无法完全战胜有北约支持的乌克兰，甚至存在夏季被大反攻的威胁。俄罗斯财力有限，无法支撑旷日持久的消耗战，长期赤字将掏空本就不宽裕的国库，俄罗斯未来的财政危机将持续存在。

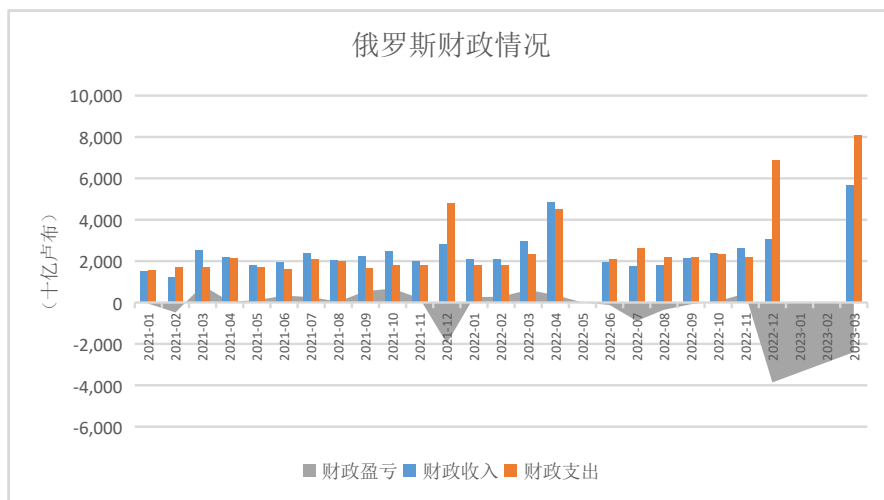


图 5-2：俄罗斯财政情况

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、洪都拉斯对华经贸翻开新篇章

2023 年 3 月 26 日中国与洪都拉斯正式建交，双方外长共同签署《中华人民共和国和洪都拉斯共和国关于建立外交关系的联合公报》。洪都拉斯共和国政府承认世界上只有一个中国，中华人民共和国政府是代表全中国的唯一合法政府，台湾是中国领土不可分割的一部分。这也意味着中国与洪都拉斯在政治、经济、金融、文化、贸易、旅游等各领域交流合作将拉开新篇章。

洪都拉斯位于中美洲北部，北临加勒比海，南濒太平洋的丰塞卡湾，同尼加拉瓜、萨尔瓦多与危地马拉三国接壤。国土面积 11.25 万平方千米，全国划分为 18 个省，首都位于特古西加尔巴。2021 年洪都拉斯总人口约为 1028 万，1976 年之后洪都拉斯人口增速持续放缓，半个世纪里年度人口增速从 3.2% 逐步下降至 1.5%。洪都拉斯人口结构较为合理，以青壮年居多，0-14 岁占比 30.57%，15-64 岁占比 65.23%，65 岁以上仅占比 4.2%。洪都拉斯人均寿命在 72 岁左右，但卫生和医疗水平较差，婴儿死亡率高达 14.2%。

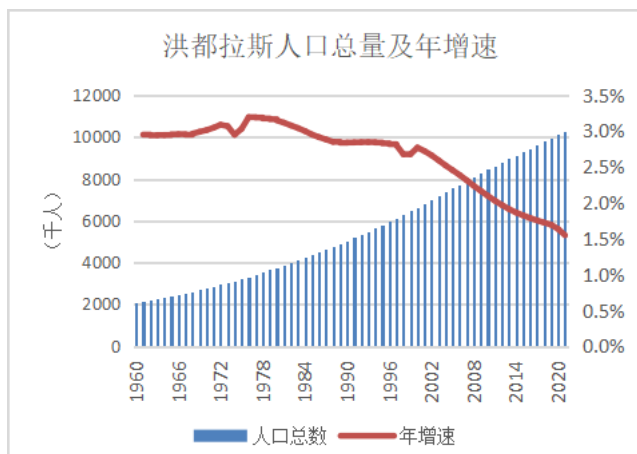


图 5-3：洪都拉斯人口总量及年增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

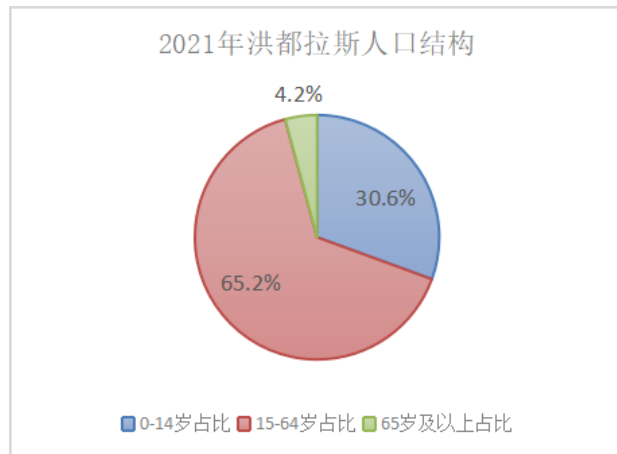


图 5-4：2021 年洪都拉斯人口结构

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

剔除价格因素，2022 年洪都拉斯季调 GDP 总量录得 2351.67 亿伦皮拉，同比增长 4%；折合 296.57 亿美元，同比增长 4.1%。洪都拉斯原本是非常典型的农业国家，1960 年农村人口占比 77.25%，随着经济发展，洪都拉斯的经济结构得到优化，2021 年农村人口占比降至 41.02%，2022 年农林牧渔板块 GDP 录得 286.07 亿伦皮拉，占 GDP 总量的 12.16%。洪都拉斯的金融业务在国民经济中占据十分重要的地位，2022 年金融中介、保险、养老基金板块创造 GDP 为 549.94 亿伦皮拉，占比接近 1/4。制造业是洪都拉斯第二大产业，去年创造 GDP 为 459.52 亿伦皮拉，占比近两成。洪都拉斯是全球旅游胜地，也是玛雅文化起源地，旅游资源丰富。随着新冠疫情好转，去年洪都拉斯商业、酒店和餐饮业板块创造的 GDP 同比增长 6.9%，是所有板块中增速最快的。

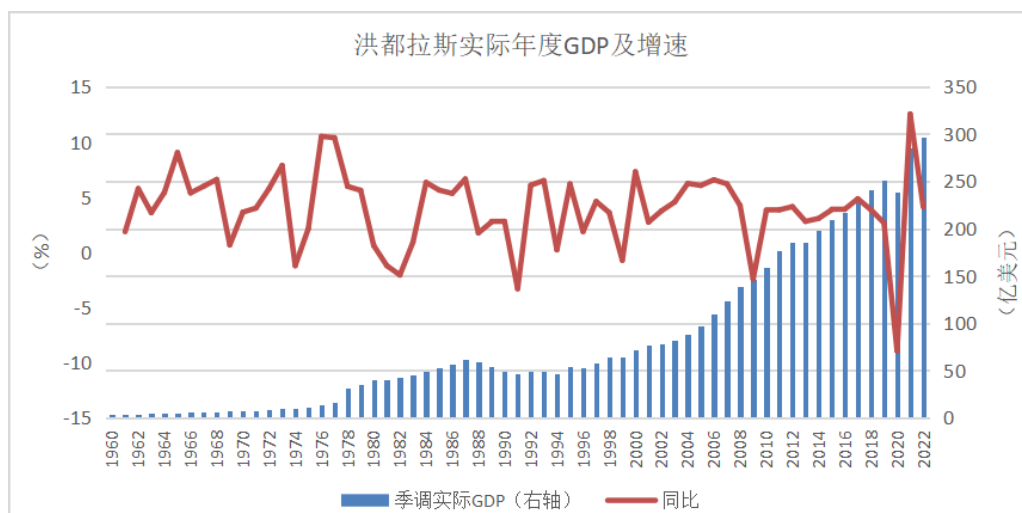


图 5-5：洪都拉斯实际年度 GDP 及增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 5-4 2022 年洪都拉斯各板块 GDP 及增速

	GDP (亿伦皮拉)	同比
总量	2351.67	4.0%
农林渔牧,狩猎业	286.07	-0.7%
采矿业	4.31	3.9%
制造业	459.52	6.0%
水电供应业	71.53	0.8%
建筑业	58	5.9%
商业,酒店和餐饮业	269.89	6.9%
交通运输和仓储业	81.78	6.3%
电信业	237.69	1.9%
金融中介,保险和养老基金	549.94	12.2%
住宅,地产和商务服务业	186.29	3.2%
公共行政和国防	112.09	1.1%

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

虽然去年中国与洪都拉斯尚未建交，但两国还是存在一定贸易往来，不过总量相对有限。2022 年双边贸易总量为 15.89 万亿美元，在中美洲 7 国中仅位居第五，这与洪都拉斯“中美洲国土最一大国、人口第二大国”的地位并不相符，危地马拉国土面积不如洪都拉斯广阔，萨尔瓦多人口仅占洪都拉斯六成，但对华贸易量均超越洪都拉斯，中洪之间未正式建交或多或少限制了两国贸易往来。2023 年 1-2 月中国与洪都拉斯双边贸易额仅为 2.2 万亿美元，同比下降 15.6%，而危地马拉与中国的贸易往来却进一步同比增长 7.1%，差距持续拉大。这让洪都拉斯进一步意识到与中国早日建交的迫切性。

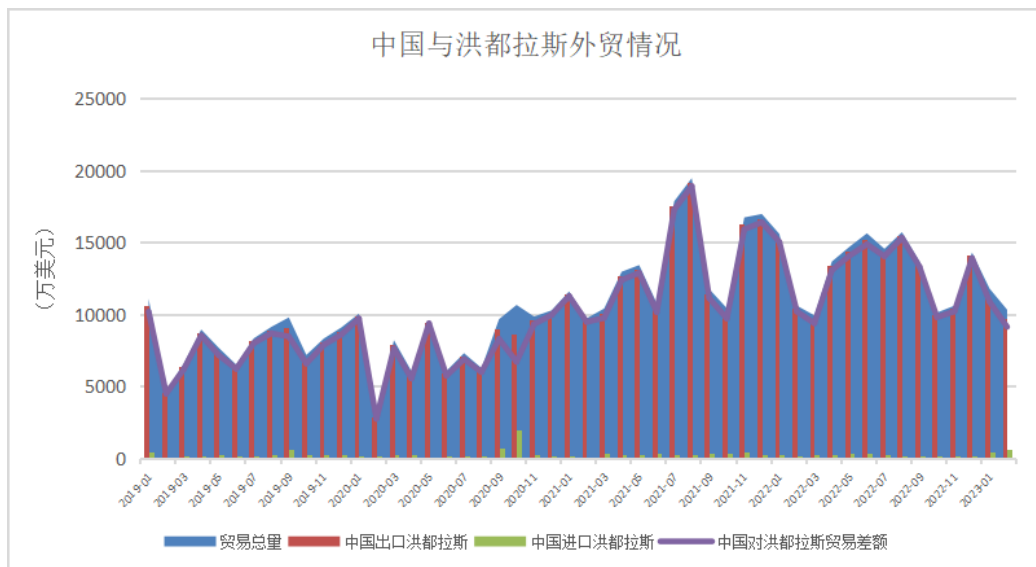


图 5-6: 中国与洪都拉斯外贸情况

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

表 5-5 中美洲 7 国基本国情及对华贸易情况

	2023 年 1-2 月对华贸易总量 (亿美元)	国土面积 (万平方千米)	人口数量 (万人)	2022 年 GDP (亿美元)
巴拿马	19.65	7.55	438	765
危地马拉	6.72	10.89	1686	724
哥斯达黎加	3.36	5.11	514	684
萨尔瓦多	2.64	2.1	633	268

洪都拉斯	2.21	11.25	1028	297
尼加拉瓜	0.94	1.3	663	157
伯利兹	0.34	2.3	43	27

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

中洪两国贸易具有较强的互补性。洪都拉斯资源丰富，出产银、金、铅、锌、铜等矿石资源；海景秀丽，拥有广袤的热带雨林和珊瑚礁脉；盛产咖啡、香蕉、棉花、椰子、烟草、甘蔗等经济作物。中国游客具有强大的消费力，疫情管控措施放宽并且签证办理更为便捷的情况下，中国赴洪都拉斯的旅客人数必将大幅增加，刺激当地旅游经济；丰富的经济作物和矿产资源也将吸引中国的进口贸易商。同时，洪都拉斯工业较为落后，正好需要中国强大制造业生产的各类商品。中国高铁、水电站等基建产能也可以向洪都拉斯输出，提升当地基础设施水平。随着双方正式建交，未来中洪两国在各领域的交流合作将不断得到增强，将带动洪都拉斯的经济发展。

三、东盟+印度出口贸易下滑

今年东盟和印度对外贸易出现不同程度回落。其中，回落最为明显的是越南，1-4月越南累计出口贸易额录得270亿美元，同比下降9.4%，尤其4月同比下降17.2%。菲律宾前两个月的累计跌幅达到15.6%。马来西亚、新加坡、印尼在3月对外贸易同比回落，印度在2月也同比回落。

表 5-6 2023 年 1-4 月东盟和南亚主要国家对外出口贸易额月度同比

	越南	马来西亚	新加坡	印尼	泰国	菲律宾	印度	文莱
4月	-17.2%	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
3月	-13.2%	-1.4%	-6.5%	-11.3%	2.2%			
2月	12.8%	9.8%	-3.2%	4.4%	-5.3%	-18.1%	-0.4%	
1月	-13.5%	1.4%	-9.6%	16.4%	-0.9%	-13.1%	1.6%	20.8%

备注：由于各国数据公布时间不一致，统计时段存在差别。

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

东盟国家很多都是出口导向型国家，并且以生产劳动廉价且密集型产品为主，缺乏竞争力，并且严重依赖欧美市场。由于欧美需求回落，东盟国家的外贸出口受到影响。此外，随着大批外资企业入驻东盟和印度，导致部分国家成本迅速攀升。以越南为例，去年越南总理宣布从7月1日起将全国最低工资增长6%。越南按照各地经济发展情况，将全国最低工资按地区从高到低划分为四类，其中首都河内和最大城市胡志明市属于一类地区，最低月工资从442万越南盾（约合1326元人民币）上调至468万越南盾（约合1404元人民币）。2021-2022年印度的薪资增速分别达到9.1%和9.9%，远超中国、俄罗斯、巴西和南非其他金砖国家。部分企业测

算过，目前越南的制造业总成本（基础工资+加班费、原材料、物流、租金、管理费用等）甚至比中国高出 10%，这在电子制造领域尤为突出。此外，东盟和印度国家的基础设施落后，公路铁路覆盖率低，经常拉闸停电，而工人素质普遍低下且懒散和间歇性罢工，都会增加企业的隐性成本。今年以来，印度和越南大批传统制造企业倒闭，部分企业想将工厂迁往成本更低的印尼。

除了经济原因，东南亚和南亚国家的贪腐问题也是制约生产发展的重要顽疾，企业坦言明目张胆的“小妖怪”特别多。今年 1 月“透明国际”发布了 2022 年全球清廉指数报告，东南亚和南亚国家普遍较低。越南 76 位、印度 79 位、泰国 106 位、印尼 100 位、菲律宾 118 位、孟加拉国 252 位。贪腐严重直接影响政府办事效率以及企业经营成本。

表 5-7 全球各国清廉指数及排名

SCORE	COUNTRY/TERRITORY	SCORE	COUNTRY/TERRITORY	SCORE	COUNTRY/TERRITORY	SCORE	COUNTRY/TERRITORY	SCORE	COUNTRY/TERRITORY
90	Denmark	67	Chile	52	Grenada	42	Solomon Islands	36	Sri Lanka
87	Finland	65	United Arab Emirates	51	Malta	41	Timor-Leste	36	Thailand
87	New Zealand	55	Barbados	51	Rwanda	41	Trinidad and Tobago	36	Turkey
84	Norway	54	Bahamas	50	Saudi Arabia	41	Bosnia and Herzegovina	34	Bosnia and Herzegovina
83	Singapore	53	Israel	50	Mauritius	41	Kosovo	34	Gambia
83	Sweden	52	Korea, South	49	Namibia	40	Guyana	34	Indonesia
82	Switzerland	51	Lithuania	48	Vanuatu	40	India	34	Malawi
80	Netherlands	50	Portugal	47	Jordan	40	Maldives	34	Nepal
79	Germany	49	Botswana	46	Malaysia	40	North Macedonia	34	Sierra Leone
77	Ireland	48	Cabo Verde	46	Armenia	40	Suriname	33	Algeria
77	Luxembourg	47	Saint Vincent and the Grenadines	46	Romania	40	Tunisia	33	Angola
77	Hong Kong	46	Spain	45	China	39	Belarus	33	El Salvador
77	Australia	45	Latvia	45	Cuba	39	Colombia	33	Mongolia
77	Canada	44	Qatar	45	Montenegro	39	Moldova	33	Philippines
77	Estonia	43	Czechia	45	Sao Tome and Principe	39	Argentina	33	Ukraine
77	Iceland	42	Georgia	44	Bahrain	38	Brazil	33	Zambia
77	Uruguay	41	Italy	44	Jamaica	38	Ethiopia	33	Dominican Republic
77	Belgium	40	Slovenia	44	Oman	38	Morocco	33	Iran
77	Japan	39	Dominica	44	Benin	38	Tanzania	33	Afghanistan
77	United Kingdom	38	Poland	43	Bulgaria	37	Cote d'Ivoire	33	Kenya
77	France	37	Saint Lucia	43	Ghana	37	Lesotho	33	Niger
77	Austria	36	Costa Rica	43	Senegal	37	Albania	33	Bolivia
77	Seychelles	35	Fiji	43	South Africa	37	Ecuador	33	Laos
77	United States of America	34	Slovakia	42	Burkina Faso	36	Kazakhstan	33	Mexico
77	Bhutan	33	Cyprus	42	Hungary	36	Panama	33	Uzbekistan
77	Taiwan	32	Greece	42	Kuwait	36	Peru	33	Djibouti
								33	Egypt
								33	Eswatini
								33	Honduras
								33	Mauritania
								33	Papua New Guinea
								33	Togo
								33	Gabon
								33	Mali
								33	Paraguay
								33	Russia
								33	Kyrgyzstan
								33	Pakistan
								33	Cameroon
								33	Liberia
								33	Madagascar
								33	Mozambique
								33	Uganda
								33	Bangladesh
								33	Guinea
								33	Equatorial Guinea
								33	Haiti
								33	Korea, North
								33	Libya
								33	Yemen
								33	Venezuela
								33	South Sudan
								33	Syria
								33	Somalia

数据来源：Transparency International、方正中期期货研究院整理

随着外贸不振，越南、马来西亚和新加坡的制造业 PMI 跌破荣枯线，产业出现萎缩。不过，印度、泰国、菲律宾的制造业 PMI 却高于荣枯线，一方面由于内需旺盛，另一方面可以期待这些国家 4 月出口数据的回暖。

表 5-8：2022-2023 年东盟和印度制造业 PMI

	印度	越南	印尼	马来西亚	新加坡	泰国	菲律宾	缅甸
2022-01	54.00	53.70	53.70	50.50	50.60	51.70	50.00	
2022-02	54.90	54.30	51.20	50.90	50.20	52.50	52.80	
2022-03	54.00	51.70	51.30	49.60	50.10	51.80	53.20	
2022-04	54.70	51.70	51.90	51.60	50.30	51.90	54.30	
2022-05	54.60	54.70	50.80	50.10	50.40	51.90	54.10	
2022-06	53.90	54.00	50.20	50.40	50.30	50.70	53.80	
2022-07	56.40	51.20	51.30	50.60	50.10	52.40	50.80	
2022-08	56.20	52.70	51.70	50.30	50.00	53.70	51.20	46.50
2022-09	55.10	52.50	53.70	49.10	49.90	55.70	52.90	43.10
2022-10	55.30	50.60	51.80	48.70	49.70	51.60	52.60	45.70
2022-11	55.70	47.40	50.30	47.90	49.80	51.10	52.70	44.60
2022-12	57.80	46.40	50.90	47.80	49.70	52.50	53.10	42.10
2023-01	55.40	47.40	51.30	46.50	49.80	54.50	53.50	49.60
2023-02	55.30	51.20	51.20	48.40	50.00	54.80	52.70	51.10
2023-03	56.40	47.70	51.90	48.80	49.90	53.10	52.50	55.50
2023-04	57.20	46.70	52.70	48.80		60.40	51.40	

第六部分 全球宏观经济综合展望

从全球范围来看，虽然今年世界经济增速会连续两年出现放缓，但不会出现衰退，只要不发生重大黑天鹅事件，预计全年增速能保持 2-2.5%。从国别来看，除了英国和乌克兰等少部分国家经济会出现衰退之外，其他主要国家都能保持正增长。此外，全球制造业的复苏程度将明显滞后于服务业。

美国今年经济复苏原本较为强势，但是 3 月和 5 月均被银行破产案所打断，预计 5 月各项经济指标将边际下滑。好在美国政府已有应对银行破产案的经验，那就是及时托管，所有市场恐慌情绪并未蔓延，6 月经济数据有望再度反弹。不过，美联储短期内不会降息，美国金融市场至少在半年内会承受 5.25% 的基准利率，未来肯定还会有其他美国银行出现暴雷事件，无论大中小型规模的银行都有可能发生。虽然财长耶伦反复宣称美国最快 6 月出现政府债务危机，但是拜登政府不同于特朗普政府，不会出现突破底线的事情，并且当前正值俄乌冲突和中美博弈关键时刻，政府停摆直接导致美国会满盘皆输。所以，参议院肯定会通过提高债务限额，只是两党会在提升幅度以及开支投入方面唇枪舌战。当然，提升债务上限本身治标不治本，但美国政客不会在意这些，只要任期之内相安无事即可。在这种情况下，美国经济今年依然有望保持 1% 左右的增长。**欧洲**未来经济也存在极大的不确定性，尤其银行业被美国深度捆绑。一旦美国银行继续暴雷，欧洲银行难以独善其身，届时会有更多国际资本抽离欧美，引发恶性循环。欧洲夏季经济增速要比冬季快，毕竟民用取暖需求大幅下降，欧洲可以将更多能源资源投入至生产之中。不过，欧洲未来遇到潜在风险同样不少，持续全国性罢工、能源成本较高、债务危机、黑海粮食出口协议续签、俄乌冲突升级等，都将制约欧洲经济的复苏，预计今年欧元区增速保持在 0.7% 左右，英国经济萎缩 0.4% 左右。**日本**今年只要保持 1.2% 以上的经济增速，就能在时隔 4 年后将实际 GDP 恢复至疫情前水平。在岸田文雄 70 多亿日元的财政刺激计划助力下，日本很有希望达到这一目标。不过新任央行行长植田和男结束量化宽松政策将影响日本经济增速。**中国**今年 GDP 增速至少能在 5% 以上。一方面，去年基数相对较低；另一方面，疫情管控措施放开后，中国并未出现第二波疫情高峰，消费明显恢复。不过，出口订单外移、房地产不振、高失业率都将制约中国经济增长。中国经济能否从弱复苏落实到强预期还需要时间检验。**东盟**经济增长相对较快，主要得益于低廉的土地和劳动力成本以及友好的国际环境。不过，这些国家严重依赖出口贸易订单，随着欧美需求不振，2023 年的发展速度将显著低于 2022

年。**印度**今年将正式超越中国成为世界第一人口大国，人口红利将推动印度未来 20 年快速发展。

货币政策方面，美联储极有可能在 6 月停止加息，随后将现有利率维持半年左右，年底前降息 1-2 次。这是全球货币政策从“收紧”向“宽松”的重要转变信号。鉴于通胀较高，欧洲央行不会效仿美联储立即停止加息，预计未来还会加息 2-3 次 25BP。新任日本央行行长植田和男将极有可能退出负利率时代，国际市场上最后一个贷款利率洼地将不复存在，这将大幅提升国际借贷成本。其他各大央行对于美联储收紧货币政策的“资金虹吸效应”担忧将会减弱，被动加息的压力将大幅减轻。并且，各国通胀总体趋缓，因此二季度各大央行加息不会快于上轮，下半年也会逐步转向降息。

随着美联储货币政策即将转向，并且在欧洲央行继续加息以及日本央行结束量化宽松政策的情况下，美元指数趋势性回落将不可避免，三季度将跌破 100 点大关，美元兑人民币将重回 6.8。下半年，美国 10 年期国债收益率将会出现震荡回落，一方面货币政策转向利空收益率，另一方面美国政府滥发美债又迫使收益率上升才能吸引投资者。随着美联储货币政策转向，美债即期价格有望反弹，海外投资者抛售速度有望得到缓解，但中国等国家战略性抛售依然存在，此外各大央行会加快黄金储备。至于“去美元化”仅仅是阶段性现象，货币的本质是信誉，美国在政府、经济、军事、科技、文化等各方面依然独霸全球，目前没有任何一种货币可以代替美元。美元霸权是美国的核心利益，美国会动用国家机器维护美元霸权。后期随着美联储降息，美元流动性增强，其他国家会重新拥抱美元，但这并不妨碍各国同时寻求其他货币作为贸易结算方式。

世卫组织正式宣布结束新冠疫情紧急状态令。虽然新冠疫情不会立即结束，但只会视作普通感冒对待，并且致死率较低，不会再对世界经济和金融造成冲击。随着供应链不断得到恢复、经济增速放缓导致需求回落，全球通胀会进一步趋势性放缓。下半年，银行业暴雷风险、地缘冲突升级、债务危机、罢工等潜在事件将逐步替代通胀和新冠疫情，成为全球新的风险点。

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	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路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金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号证大立方大厦604室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市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号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼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
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦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
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路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。