

5月银行暴雷影响不及3月 欧美加息预期略有升温

摘要:

今年以来，全球爆发两次黑天鹅事件，第一次是3月多家欧美银行集体破产，第二次是5月1日美国第一共和银行宣布被托管，两次银行系统危机都一度造成全球性恐慌。相较而言，5月银行危机负面影响力远不及3月。一方面，3月银行破产案涉及多家银行，而且跨洲际，5月银行破产案仅美国一家；另一方面，美国政府5月救市速度比3月更快，几乎就在美国第一共和银行宣布破产的同时，美国加利福尼亚州金融保护和创新部宣布由美国联邦存款保险公司接管。

5月2-5月4日素有恐慌性指数之称的VIX指数从4月28日15.78%逐步攀升至20.09%，欧美各大股指三个交易日内的累计跌幅在1-3%之间。从5月5日起，VIX指数就开始回落，欧美股指出现反弹。同时，联邦利率期货显示美联储6月货币政策已从“降息预期”转变为“加息预期”。因此，美国第一银行破产事件对于金融市场的直接冲击大约在3个交易日之后就得到修复。除了商品，5月全球大类资产的总体表现明显更强3月。

欧美通胀边际走强，令美联储加息预期升温。美联储的加息预期经历了从“5月最后一次”至“6月加息一次”再到“6月停止加息，7月加息一次”的转变，直接导致美元指数在5月走势一波三折，一度突破104.7，随后两日又大跌1.1%。欧洲央行和英国央行从原本再加息一次转变为再加息两次，并且最快明年才降息。

虽然银行破产引发的系统性风险暂时解除，但当前全球经济依然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、欧美银行是否再度暴雷以及外溢风险、全球债务危机、贸易保护主义、地缘政治军事冲突升级、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。

世卫组织正式宣布结束新冠疫情紧急状态令。虽然新冠疫情依然存在，但只会视作普通感冒，并且致死率较低，不会再对世界经济、金融、供应链造成冲击。随着供应链不断得到恢复以及需求回落，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。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目 录

第一部分 市场恐慌情绪好转 新冠全球紧急状态令解除	1
一、5月银行破产风波不及3月	1
二、WHO宣布解除新冠全球紧急状态令	3
第二部分 美元走势一波三折 美国债务上限再度提升	7
一、美国4月通胀反弹	7
二、美元走势一波三折	10
三、美国债务上限再度提升	14
第三部分 欧洲受美国银行业破产影响降低 英国经济略好于预期	15
一、FRC暴雷对欧洲影响不及3月	15
二、英国经济略好于预期	17
第四部分 日本经济稳步复苏	19
第五部分 新兴经济体发展新动向	23
一、金砖国家发展大相径庭	23
二、中吉乌铁路有望明年开建	26
第六部分 全球宏观经济综合展望	29

第一部分 市场恐慌情绪好转 新冠全球紧急状态令解除

一、5月银行破产风波不及3月

今年以来，全球爆发两次黑天鹅事件，第一次是3月多家欧美银行集体破产，第二次是5月1日美国第一共和银行宣布被托管，两次银行系统危机都一度造成全球性恐慌。相较而言，5月银行危机负面影响力远不及3月。一方面，3月银行破产案涉及多家银行，而且跨洲际，5月银行破产案仅美国一家；另一方面，美国政府5月救市速度比3月更快，几乎就在美国第一共和银行宣布破产的同时，美国加利福尼亚州金融保护和创新部宣布由美国联邦存款保险公司接管。

5月2-5月4日素有恐慌性指数之称的VIX指数从4月28日15.78%逐步攀升至20.09%，欧美各大股指三个交易日内的累计跌幅在1-3%之间。从5月5日起，VIX指数就开始回落，欧美股指出现反弹。同时，联邦利率期货显示美联储6月货币政策已从“降息预期”转变为“加息预期”。因此，美国第一银行破产事件对于金融市场的直接冲击大约在3个交易日之后就得到修复。

除了商品，5月全球大类资产的总体表现明显更强3月。**股指**方面，欧美涨幅在1-7%不等，尤其纳斯达克涨幅达7.1%。**恐慌性情绪**方面，标普和纳斯达克波动率指数均下降近20%，表明市场情绪更为稳定。**海运**方面，BDI总体上涨0.4%，说明5月全球对于大宗商品的运输需求略强于3月。**国债**方面，5月欧美10年期国债收益率均值比3月更低。**信用利差**方面，6月2日全球主要经济体的5年期主权债CDS利差比最近1个月均值和最近3个月均值都低，并且最近1个月（仅涉及5月银行暴雷事件）CDS均值比最近1个月（涉及3月和5月暴雷事件）CDS均值更低。其中，美国、希腊、法国、日本等主要国家的主权债CDS在5月呈明显趋势性下探。这些都说明全球主权债务违约风险在下降。**商品**方面，5月表现不如3月，全球制造业PMI连续三个季度低于荣枯线，制造业持续萎缩，放缓了对于大宗商品的需求，并且市场对于后期全球经济走势并不乐观。

虽然银行破产引发的系统性风险暂时解除，但当前全球经济依然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、欧美银行是否再度暴雷以及外溢风险、全球债务危机、贸易保护主义、地缘政治军事冲突升级、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。

表 1-1 2023 年 3 月和 2023 年 5 月全球大类资产对比

资产大类	品种	单位	3月均值	5月均值	5月与3月对比
商品	伦敦现货黄金	美元/盎司	1913	1992	4.1%
	伦敦现货白银	美元/盎司	22	24	10.2%
	LME3个月锌	美元/吨	2933	2489	-15.1%
	LME3个月镍	美元/吨	23524	22315	-5.1%
	LME3个月铜	美元/吨	8865	8262	-6.8%
	CBOT大豆（连续）	美分/蒲式耳	1485	1364	-8.2%
	NYMEX天然气	美元/百万英热单位	2	2	-4.6%
	布伦特原油（连续）	美元/桶	79	75	-4.8%
股指	标普500指数	点	3969	4145	4.5%
	道琼斯工业平均指数	点	32483	33265	2.4%
	纳斯达克综合指数	点	11637	12468	7.1%
	伦敦富时100指数	点	7638	7706	0.9%
	巴黎CAC40指数	点	7164	7362	2.8%
	法兰克福DAX指数	点	15263	15931	4.4%
波动率	标准普尔500波动率指数		21.6	17.8	-18.0%
	纳斯达克100波动率指数		26.0	20.8	-19.9%
债券	美国10年期国债收益率	%	3.7	3.6	-2.4%
	欧元区公债10年期国债收益率	%	2.5	2.5	-0.7%
海运	BDI	点	1410	1416	0.4%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 1-2 2023 年 6 月 2 日全球主要国家主权债（5 年期）CDS 与近 1 个月均值对比

N	名称 (5Y CDS)	利差	变动	#SD	历史范围		1个月		
					最低	Avg	Now	最高	平均
美洲									
9	美国	37.31	-1.54	-0.5	37.3	78.3	64.8	-27.5	-10.2
10	巴西	206.91	-4.84	-1.0	206.9	231.5	221.7	-14.8	-7.9
11	哥伦比亚	273.52	-4.32	-0.6	273.5	312.8	295.3	-21.8	-8.0
12	墨西哥	110.28	-4.17	-1.2	110.3	126.3	120.9	-10.6	-6.6
13	加拿大	33.54	-0.17	-0.2	33.5	35.8	34.4	-0.9	-0.1
欧非中东									
19	英国	28.51	-0.29	-0.3	24.2	28.5	26.8	+1.7	+0.3
20	法国	27.65	-1.57	-1.8	27.6	31.4	30.0	-2.3	-1.9
21	德国	15.08	-0.62	-1.1	13.8	15.9	15.0	+0.1	-0.5
22	意大利	99.26	-3.23	-1.1	99.3	115.7	109.5	-10.2	-3.9
23	西班牙	53.28	-0.51	-0.4	53.3	57.0	54.9	-1.6	-1.4
24	葡萄牙	50.59	-1.55	-1.4	50.6	56.0	53.5	-2.9	-2.5
25	瑞典	15.62	-2.04	-3.0	15.4	17.5	16.2	-0.5	-1.8
26	荷兰	14.30	-1.50	-2.0	14.3	17.1	15.6	-1.3	-1.3
27	瑞士	21.28	-1.20	-0.8	20.6	22.6	21.7	-0.4	-1.3
28	希腊	84.50	-3.41	-0.9	84.5	129.7	110.2	-25.7	-4.7
亚太地区									
29	日本	20.11	-0.96	-2.1	20.1	24.1	22.2	-2.1	-0.4
30	澳大利亚	26.95	+0.03	+0.1	26.5	28.2	27.3	-0.4	+0.2
31	新西兰	28.31	+0.01	--	27.6	28.4	28.0	+0.3	-0.1
32	韩国	38.98	-0.72	-1.0	39.0	47.4	43.4	-4.4	-1.0
33	中国	65.13	-2.09	-1.0	65.1	79.2	72.2	-7.1	-3.7

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理

表 1-3 2023 年 6 月 2 日全球主要国家主权债（5 年期）CDS 与近 3 个月均值对比

N	名称 (5Y CDS)	利差	变动	#SD	历史范围		3个月		
					最低	Avg	Now	最高	平均
美洲									
9	美国	37.31	-1.54	-0.5	37.3	78.3	56.2	-18.9	-11.2
10	巴西	206.91	-4.84	-1.0	206.9	266.9	229.8	-22.8	-24.6
11	哥伦比亚	273.52	-4.32	-0.6	262.7	356.5	299.3	-25.8	-18.3
12	墨西哥	110.28	-4.17	-1.2	106.7	151.0	123.7	-13.4	-12.0
13	加拿大	33.54	-0.17	-0.2	28.7	36.6	34.0	-0.5	-0.8
欧非中东									
19	英国	28.51	-0.29	-0.3	23.6	31.8	28.1	+0.4	-1.8
20	法国	27.65	-1.57	-1.8	23.4	31.4	29.0	-1.3	-2.0
21	德国	15.08	-0.62	-1.1	13.8	17.7	15.9	-0.8	-1.6
22	意大利	99.26	-3.23	-1.1	94.4	121.5	110.1	-10.8	-8.6
23	西班牙	53.28	-0.51	-0.4	45.4	57.0	52.9	+0.3	+3.1
24	葡萄牙	50.59	-1.55	-1.4	44.8	56.0	51.9	-1.3	+0.1
25	瑞典	15.62	-2.04	-3.0	15.3	18.8	16.9	-1.3	-2.5
26	荷兰	14.30	-1.50	-2.0	14.3	19.0	17.0	-2.7	-4.2
27	瑞士	21.28	-1.20	-0.8	12.3	28.0	21.7	-0.4	-5.6
28	希腊	84.50	-3.41	-0.9	84.5	135.5	119.3	-34.8	-41.2
亚太地区									
29	日本	20.11	-0.96	-2.1	20.1	28.4	24.8	-4.7	-6.5
30	澳大利亚	26.95	+0.03	+0.1	25.1	30.3	28.0	-1.0	-2.5
31	新西兰	28.31	+0.01	--	27.6	32.8	29.2	-0.9	-2.1
32	韩国	38.98	-0.72	-1.0	39.0	47.9	44.7	-5.7	-6.2
33	中国	65.13	-2.09	-1.0	65.1	87.8	74.6	-9.5	-10.0

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理



图 1-1 2022-2023 年美国主权债（5 年期）CDS 走势

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理



图 1-2 2022-2023 年希腊主权债（5 年期）CDS 走势

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理

二、WHO 宣布解除新冠全球紧急状态令

2023 年 5 月 5 日世卫组织总干事谭德塞正式宣布“结束新冠全球紧急状态”，这就意味着笼罩全球长达三年之久的新冠疫情阴霾终于散去。2020 年 1 月 30 日世卫组织宣布新冠疫情构成“国际关注的突发公共卫生事件”，直至 2023 年 5 月 5 日宣布新冠疫情不再构成“国际关注的突发公共卫生事件”，历时整整 1221 天。世卫组织原本在去年 9 月和今年 1 月两次讨论过解除紧急状态令，后经全体成员决议后宣布继续延续。谭德塞解释了今年 5 月结束紧急状态令的原因，“一年多来，新冠大流行一直呈下降趋势，人口免疫因接种和感染而增加，死亡率下降，卫生系统压力减轻。这种趋势使大多数国家恢复了以前所知道的生活”。

回顾三年，新冠疫情对世界政治、经济、金融、物流、产业、公共卫生等各个方面都造成了重大影响。

首先，新冠疫情造成严重的全球公共卫生危机，甚至一度引发人道主义灾难。截至 2023 年 6 月 2 日，全球累计 6.7 亿人感染新冠病毒，累计治愈 6 亿人，累计死亡 684 万人，现有确诊 6353 万人。2020 年 4 月全球新冠致死率一度高达 7%，后期随着新冠疫苗推广和群体免疫才逐步降低，目前新冠致死率稳定在 1.02%。

Figure 1. COVID-19 cases reported by WHO Region, and global deaths by 28-day intervals, as of 28 May 2023**

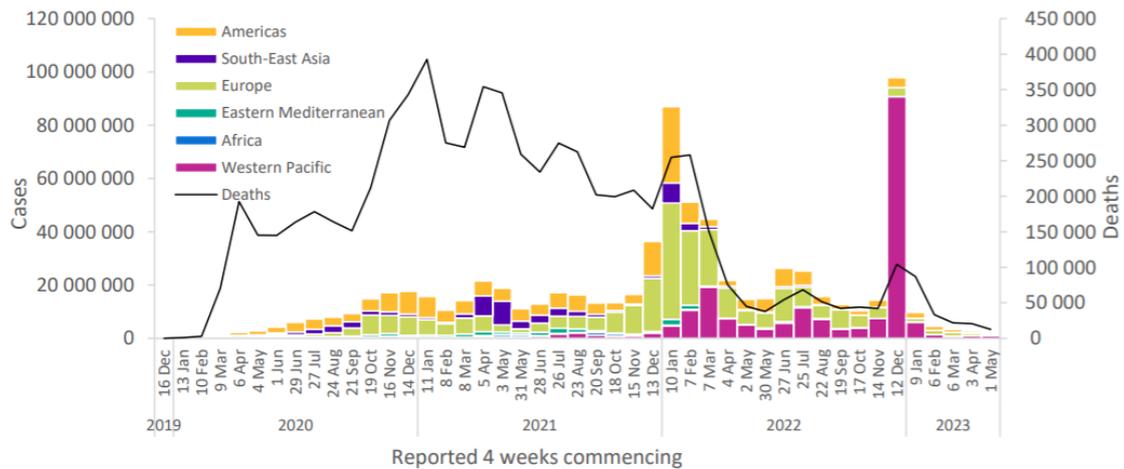


图 1-3：全球各大地区确诊病例和死亡病例

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

其次，新冠疫情造成全球供应链断裂。疫情爆发之初，各国对入境船舶、航班、火车、货车采取严格管控措施，严重影响供应链周转效率。九成以上的国际贸易货物通过海运完成，然而多国海事局要求国际船舶和船员抵达本国锚地前至少在上一港口离港 15 日之后，并且对所有船员做核酸检测，从而导致起运港无法将货物按时装船，目的港又有大量货柜滞压。全球供应链压力指数 GSCPI 在 2021 年 12 月一度达到 4.32，而正常时期基本在 0 值附近震荡。在供应链断裂情况下，全球海运市场出现一舱难求、一船难求的情况，国际集装箱运价暴涨 4 倍之多，有些货物的运输成本甚至超过货值，导致部分货主选择退出市场。随着疫情持续好转，目前全球供应链已恢复正常，全球集运价格回落至疫情前水平。当前中美航班逐渐恢复正常，美国白宫从 5 月 11 日起，取消对联邦雇员、联邦承包商和国际航空旅客的新冠疫苗接种要求。



图 1-4：全球供应链压力指数和 SCFI 综合指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第三，新冠疫情一度造成世界经济衰退。新冠疫情期间，各国对外关闭边境，对内封城，严重影响国际经济交流与生产发展，尤其对于餐饮、旅游、酒店等服务行业冲击最大，全球服务业 PMI 一度跌至 23.7。由于员工、原材料和成品无法正常流通，全球制造业 PMI 一度也跌至 39.6。2020 年全球 GDP 同比下降 2.81%，上次世界经济衰退还要追溯至金融危机时期 2009 年的-0.09%，创二战以后最严重的经济大萧条。截至 2022 年，在全球主要经济体中，日本和英国依然尚未恢复至疫情前水平。后期两大产业逐步回暖，目前全球服务业处于扩张阶段，而全球制造业还在持续萎缩。

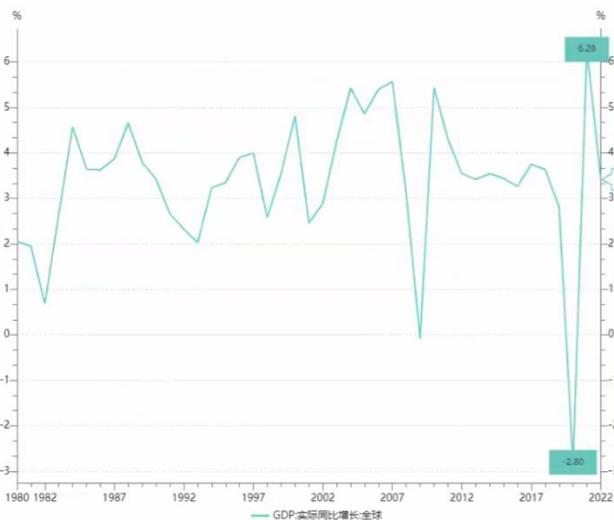


图 1-5：1980-2022 年全球 GDP 增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 1-6：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 1-4 2020-2022 年全球 Top11 恢复至疫情前水平情况

	2020年	2021年	2022年
中国	√		
美国	×	√	
印度	×	√	
韩国	×	√	
澳大利亚	×	√	
俄罗斯	×	√	
巴西	×	√	
加拿大	×	×	√
欧元区	×	×	√
日本	×	×	×
英国	×	×	×

备注：“√”表示当年GDP高于2019年GDP，“×”表示当年GDP低于2019年GDP。

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第四，新冠疫情造成严重的通胀问题。此轮全球大通胀是供给端和需求端两方面共同造成的。从供给端来看，诸多国家工厂无法正常运作，商品产量大幅萎缩。同时，供应链断裂导致货物无法正常流通，尤其亚洲生产的各类商品无法及时运送至欧美等其他国家。从需求端来看，新冠疫情造成世界经济衰退之后，各国采取极为宽松的财政和货币政策，导致需求出现爆发式甚至畸形增长。同时，货币滥发进一步推高物价。由于通胀高企，各大央行被迫加快货币收紧步伐，又再度引发世界经济迅速预冷。

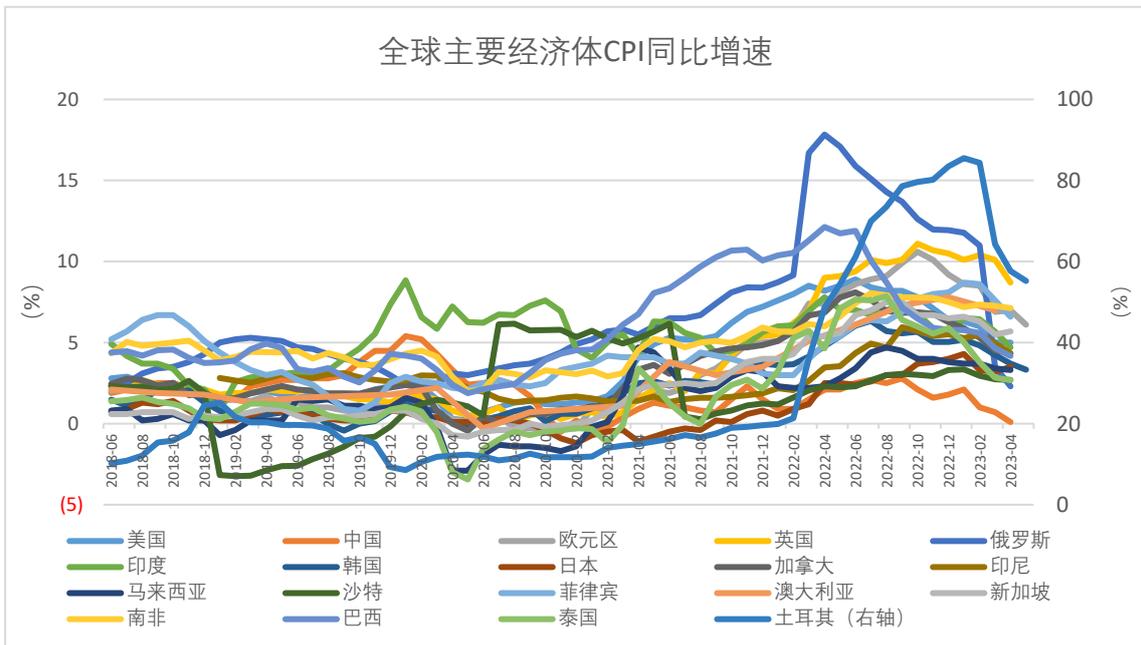


图 1-7：全球主要经济体 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第五，新冠疫情促使产业链发生转移。欧美国家担心再度爆发“黑天鹅”事件，纷纷将工厂迁回本国或邻国，缩短供应链距离和时间。美国将大量制造业工厂回迁至美国或墨西哥和加拿大，墨加两国处于北美洲，可以通过北美铁路和公路网运输至美国，规避海运不确定性，同时三国同属北美自贸区，可以免除关税。西欧国家将工厂回迁至波罗的海三国和波兰等东欧国

家，同样可以通过欧洲铁路和公路网运输，这些国家基本同属欧盟或欧元区，可以免除关税和规避汇率波动风险。

除了经济、金融、物流、公共卫生，新冠疫情对于世界影响可以说是多方位的，包括体育赛事、文化交流无法正常开展，甚至重塑世界经济格局。今年3月以来欧美多家银行暴雷事件很大程度上由于各大央行货币政策快速切换所致，而货币政策转变周期大幅缩短的根源正是新冠疫情。当然，也有部分产业新冠疫情期间得到快速发展，比如线上技术，无论企业商务会谈还是国家领导人之间会议都采取了线上交流的方式。

虽然世卫组织宣布解除新冠紧急状态，但并不意味着全球新冠疫情就已消失。根据世卫组织6月1日发布的最新一期 COVID-19 Weekly Epidemiological Update 显示，最近四周（2023年5月1日-5月28日）全球新增新冠病例199万，新增死亡病例12566例，感染规模依然庞大。只是经历多次变异之后，新冠毒性大幅降低，同时人类有了抗体以及疫苗，削弱了新冠病毒对人体的危害，完全可以视作普通呼吸道传染疾病。

随着新冠全球紧急状态的解除，新冠疫情对于全球政治、经济、供应链等各方面的影响基本消除，人类生活终于回归正常化。回首疫情刚爆发时全球一度陷入恐慌之中，有一种信念一直鼓励着所有人：“没有一个冬天不会过去，没有一个春天不会到来。”如今寒冬终于离开，由衷感叹“三年了，终于结束了。”

第二部分 美元走势一波三折 美国债务上限再度提升

5月1日美国第一共和银行宣布破产，市场恐慌性指数飙升，得益于美国政府及时救市，市场很快就稳定下来。随着通胀走强、劳动力市场强劲，美联储6月加息预期一度升温，美元指数达到104.7点高位。不过，随着制造业PMI连续7个月低于荣枯线，美联储官员发表了“6月暂缓加息”的言论，叠加欧洲央行鹰派表态，美元指数在2个交易日内跌回至103.5点左右。美国债务上限问题终于尘埃落地，民主党和共和党相互妥协，有限且有条件提升债务上限。

一、美国4月通胀反弹

美国4月生产端和消费端通胀总体呈现“同比震荡，环比走强”的现象。从同比来看，美国4月季调CPI同比增速与前值相同，近半年首度止跌；季调CPI核心同比、季调PPI和核心季调PPI同比均低于前值；而美联储最为看重的PCE与核心CPI同比增速均高于前值。从环比来看，季调CPI环比、PCE与核心PCE环比、季调PPI与核心PPI环比均高于前值，仅季调核心CPI环比与前值持平。综合来看，美国4月通胀情况有所反弹。

表 2-1 2023 年 3-4 月美国生产端和消费端通胀情况对比

指标性质	通胀指标	对比方式	2023年4月	2023年3月	与前值相比
消费端	季调CPI	同比	5.00%	5.00%	持平
		核心同比	5.50%	5.60%	下降
		环比	0.40%	0.10%	上升
		核心环比	0.40%	0.40%	持平
	PCE	同比	4.36%	4.19%	上升
		核心同比	4.70%	4.63%	上升
		环比	0.36%	0.10%	上升
		核心环比	0.38%	0.31%	上升
生产端	季调PPI	同比	2.40%	2.80%	下降
		核心同比	3.20%	3.40%	下降
		环比	0.20%	-0.40%	上升
		核心环比	0.20%	0.00%	上升

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从分项来看，能源、食品与饮料、交通运输、医疗保健、娱乐拉动了美国4月通胀边际走强。得益于美国政府及时救市，全球市场恐慌情绪在4月得到有效缓解，国际油价出现反弹，4月中旬OPCE一揽子原油价格上涨至86.8美元/桶，半个月涨幅达到11.1%。美国4月消费者信心指数出现反弹，消费热情回暖，非制造业PMI反弹至51.9，促使餐饮、旅游、娱乐等服务需求大幅提升。跨太平洋集运航线正处于年度签约季，班轮公司停航涨价，4月远东→美西/美西航线分别环比上涨29.1%和13.1%，导致交运成本再度回升。从货币政策层面来看，美联储在对外高调宣布缩表的同时还在阶段性偷偷扩表，释放流动性。4月20-4月26日美联储增加\$6.58亿美国国债，4月27日-5月3日增加\$400万美元MBS。

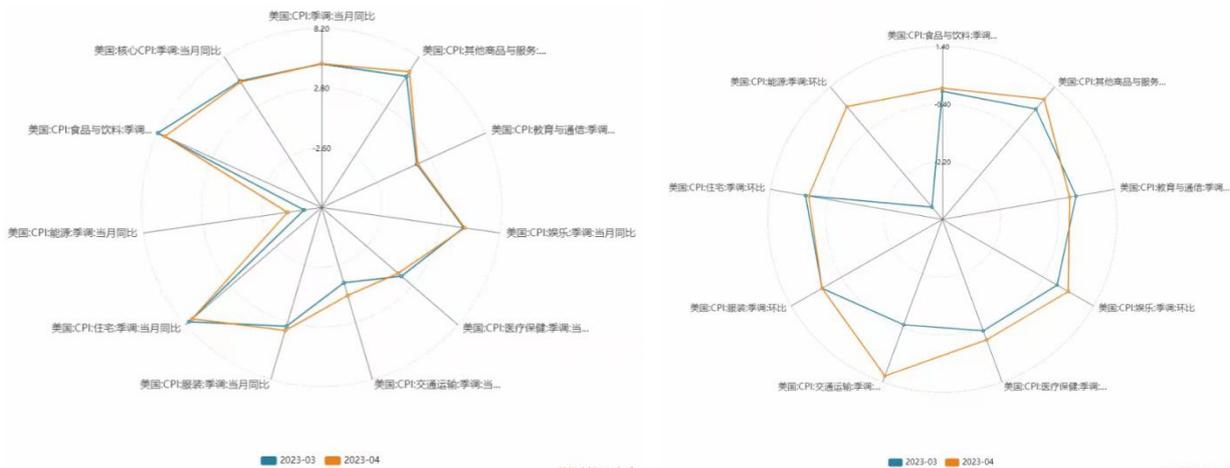


图 2-1：美国 2023 年 3-4 月 CPI 同比（左图）和 CPI 环比（右图）对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

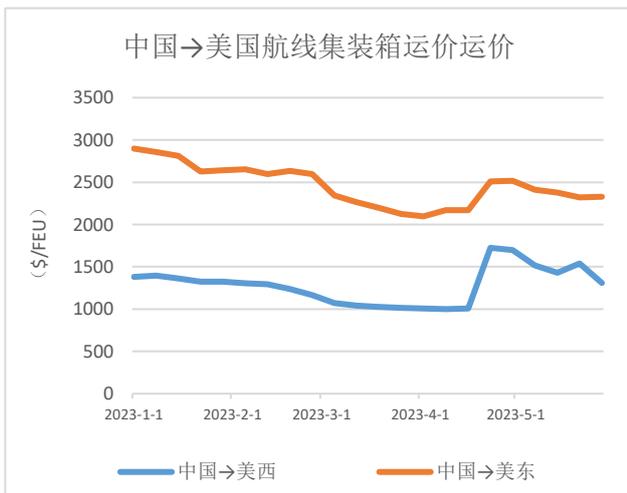


图 2-2：中国→美国航线集装箱运价

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

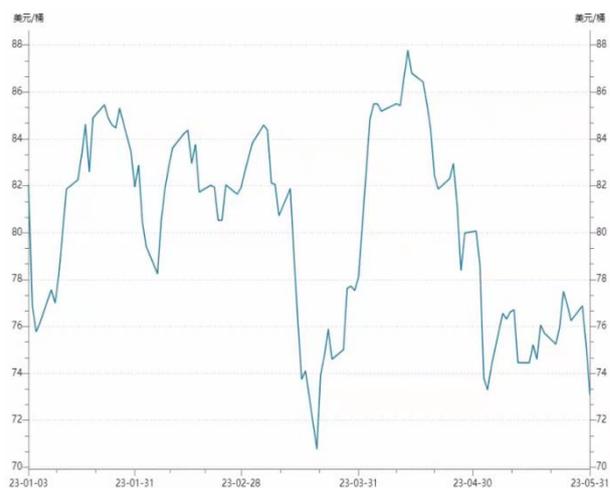


图 2-3：OPCE 一揽子原油价格

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

虽然 4 月美国通胀边际走强，但 5 月通胀大概率会边际走弱。拉动 4 月美国通胀反弹的两大板块“能源”和“交通运输”CPI 都将回落。受银行业危机和美元走强影响，5 月 OPCE 一揽子原油价格均价 75.82 美元/桶，环比下降 9.9%；美线年度合同签约季结束后，班轮公司停航力度削弱，远东→美西/美东 5 月运价均值水平环比下降 8%和 1.3%。远期来看，美国通胀存在“中期走弱，长期反弹”的趋势。美国是全球最大的商品进口国，3-4 美国进口物价指数均同比大幅回落 4.8%，国内商品销售成本下降；今年一季度美国国内劳动者薪酬同比增速降至 5%，创近四季度最低，工资-通胀螺旋上涨问题有所缓解；美国经济学家曾说过“一切通胀问题的实质是货币问题”，美国 5 月季调 M2 录得 20.673 万亿，基本回到 2021 年 7 月水平。因此，今年下半年美国通胀整体将震荡回落。不过，明年美国通胀又有反弹风险。得益于劳动力市场强劲，占美国 CPI 占比四成左右的租房市场从今年以来再度回暖，美国 NAHB 指数走势一般领先 CPI:住宅同比一年左右，这也意味着明年美国通胀有可能被租房市场拉动反弹。



图 2-4：美国通胀指标、M2、进口价格指数、工资上涨季度增速拐点

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

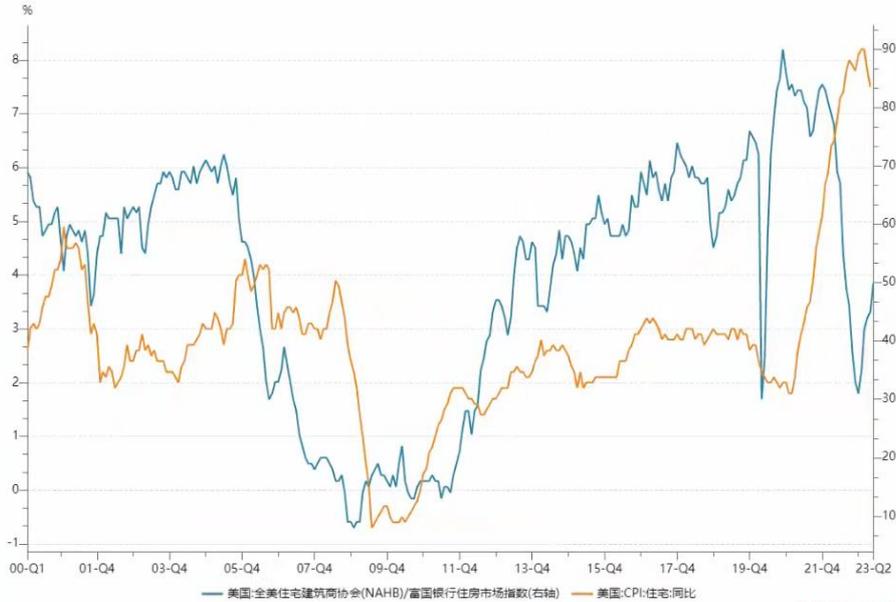


图 2-5：美国 CPI:住宅同比、NAHB 指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、美元走势一波三折

5 月至 6 月初，美元走势一波三折，大致可以分为三个阶段。

第一阶段：恐慌性下跌（5 月 1 日-5 月 4 日）。5 月 1 日美国第一共和银行宣布破产，再度引发对于美国甚至全球经济衰退的担忧。随后 4 天内，市场恐慌指数 VIX 在从 15.78% 攀升至 20.09%，OPCE 一揽子原油价格从 80.07 美元/吨跌至 73.3 美元/吨，美国三大股指的跌幅约 2-3%。这一阶段美元下跌主要是由于情绪面带动。

第二阶段：强势回涨。这个阶段上涨可以分成反弹（5 月 5 日-5 月 10 日）和反转（5 月 11 日-5 月 31 日）两个分阶段。

美国政府吸取了 2008 年雷曼兄弟破产以及今年 3 月签名银行和硅谷银行破产的经验和教训，在美国第一银行破产的同时宣布由美国联邦存款保险公司接管，将市场负面影响降至最低。从 5 月 5 日起，市场情绪逐步稳定，VIX 回落，OPCE 一揽子原油价格和美国三大股指均反弹，美元指数处于磨底之中。同日，美国联邦基金期货隐含的 6 月美联储加息/降息概率从 5 月 4 日的-3.3% 回升至+3.3%。虽然绝对值变化不大，但却意味着美联储在 6 月加息概率已超越降息概率的本质区别。这一段时间美元上涨可以看作是负面情绪充分消化后地反弹。

表 2-2 联邦基金期货隐含美联储基准利率

地区: 美国 > 工具: 联邦基金期货 >						地区: 美国 > 工具: 联邦基金期货 >					
目标利率	5.25	定价日期	05/04/2023	当前隐含隔夜利率	5.052	目标利率	5.25	定价日期	05/05/2023	当前隐含隔夜利率	5.061
有效利率	5.08	当前隐含隔夜利率	5.052			有效利率	5.08	当前隐含隔夜利率	5.061		
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	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	-0.033	-3.3%	-0.008	5.044	0.250	06/14/2023	+0.033	+3.3%	+0.008	5.069	0.250
07/26/2023	-0.558	-52.5%	-0.139	4.913	0.250	07/26/2023	-0.372	-40.5%	-0.093	4.968	0.250
09/20/2023	-1.388	-83.0%	-0.347	4.705	0.250	09/20/2023	-1.032	-66.0%	-0.258	4.803	0.250
11/01/2023	-2.464	-107.6%	-0.616	4.436	0.250	11/01/2023	-2.026	-99.3%	-0.506	4.554	0.250
12/13/2023	-3.473	-101.0%	-0.868	4.184	0.250	12/13/2023	-2.997	-97.2%	-0.749	4.311	0.250
01/31/2024	-4.488	-101.4%	-1.122	3.930	0.250	01/31/2024	-3.932	-93.5%	-0.983	4.077	0.250

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理

美东时间 5 月 9 日和 5 月 10 日美国劳工部相继公布 4 月美国 CPI 和 PPI 数据，边际反弹，市场对于美联储在 6 月继续加息的预期升温，美元指数也就是从此时开始稳步走强。5 月中下旬美国多项经济数据出炉，并未出现一边倒地低于前值，而是喜忧参半，降低了市场对于美国经济衰退的担忧。其中，较为关键的数据如下：**经济**方面，5 月 Markit 美国服务业 PMI 录得 55.1，高于前值 53.6；制造业 PMI 录得 48.5，低于前值 50.2。**消费**方面，4 月美国零售环比增速和个人消费支出均高于前值，5 月消费者信心指数低于前值。**收入**方面，4 月美国人均可支配收入 58954 元，高于前值。**失业**方面，美国 4 月失业率录得 3.4%，创近 55 年新低；季调持续领取失业金人数连续两周回落，季调当周初次领域失业金人数先降后升。**通胀**方面，而美联储最为看重的 PCE 指标于 5 月 26 日公布，4 月美国 PCE 同比增长 4.7%，高于前值 4.63% 和预期 4.6%。美国经济韧性十足且通胀边际走强，令美联储官员在 5 月期间的表态以鹰派为主。除了古尔斯基、卡什卡利和梅斯特表示可以从银行业危机和经济增速放缓角度考虑停止加息，其他美联储官员均表示鉴于通胀高企，当前不应该停止加息。素有“鹰王”之称的圣路易斯联储主席布拉德甚至提出即便 6 月不加息，未来议息会议依然可以加息。亚特兰大联储主席博斯蒂克则认为 2023 年都不应该降息。这个阶段美元上涨是由美联储加息预期升温作为强支撑。支撑美元的另一重要因素是市场对于美国继续提升债务上限的乐观预期。5 月底，联邦基金期货显示美联储 6 月加息概率一度逼近 70%。截至 5 月 31 日，美元指数一度上涨至 104.7 点，创近 4 个月以来新高。

第三阶段：再度回落（6 月 1 日-6 月 2 日）。5 月 31 日欧洲央行管委穆勒表示，欧洲央行未来很有可能不止加息一次 25BP，并且市场对于欧洲央行 2024 年初降息的预期可能太乐观。作为美元第一大权重货币，欧洲央行的鹰派令美元指数掉头回落。欧元兑美元单日升值 0.69%，美元指数单日下探 0.64%。并且，6 月 1 日美国 ISM 制造业 PMI 跌至 46.9，连续 7 个月低于荣枯线，同时美国领取失业金人数也出现反弹，再度引发美国经济衰退担忧。随即，美联储多位官员发表了“6 月暂缓加息，待观察市场后 7 月再决定加息”的言论。6 月 1 日美元指数报收于 103.55 点，两日内下跌幅度近 1.1%。不过，6 月 2 日美劳工部发布的 5 月新增非农数据远超预期和前值，促使美联储加息预期略有升温，美元指数再度反弹。

表 2-3 2023 年 5 月至 6 月初美联储官员发表言论汇总

人名	职位	发表日期 (美东时间)	发表言论	立场
威廉姆斯	纽约联储主席	5 月 9 日	我们发出的信号是，我们将确保实现通胀目标，评估经济中正在发生的情况，并根据这些数据做出决定。如果进一步收紧政策是合适的，我们就会这么做。 在我的基准预测	鹰派

			中，今年没有任何降息理由。	
古尔斯比	芝加哥联储主席	5月15日	现在就谈论政策制定者在6月政策会议上应该做什么还为时过早。美联储在本月早些时候的政策会议上决议加息25个基点，使联邦基金利率升至5%-5.25%。美联储在此次利率决议中暗示，可能准备暂停加息。 快速加息影响仍在继续 评估下一步行动时需谨慎。	鸽派
卡什卡利	明尼阿波利斯联储主席	5月15日	如果委员会因为想要获得更多信息而选择 按兵不动 ，我可以提出理由说明为什么 这样做是合理的 。	鸽派
梅斯特	克利夫兰联储主席	5月16日	不断上升的债务与GDP比例将提高总体利率水平，可能会挤出生产性投资、并降低经济增长。这也意味着反周期财政政策将受到限制，从而增加商业周期的波动性。这些预计的长期财政失衡不太可能持续下去，需要通过一些增加收入和降低成本的政策组合来解决。着眼于增长和劳动力生产率的政策将有助于解决财政失衡问题。	鸽派
菲利普·杰斐逊	美联储理事	5月18日	目前美国国内的通胀仍然过高，在降通胀方面进展甚微。	鹰派
鲍曼	美联储理事	5月18日	如果通胀维持高位，且就业市场依然吃紧，进一步升息可能是适当的。	鹰派
洛根	达拉斯联储主席	5月18日	过去10次FOMC会议上都上调了联邦基金利率目标区间后，我们取得了一些进展。未来几周的数据仍可能会显示下次会议不再加息是合适的， 然而到今天为止我们还没有看到这一点 。我们还没有取得我们需要取得的进展，让通胀率降至2%还有很长的路要走。	鹰派
布拉德	圣路易斯联储主席	5月22日	我们最主要的风险是通货膨胀可能不会继续下降，甚至转而上升，就像1970年代经历的那样。我们将不得不 提高政策利率 ，以便对通货膨胀施加足够的下行压力，使其及时回到目标值。 今年还会有两次（加息）行动 ，这两次具体会发生在今年什么时候我还不知道。但正如我一直主张的，加息宜早不宜迟。	鹰派
博斯蒂克	亚特兰大联储主席	5月22日	当前通胀水平离降回目标还相去甚远 ，需要对其继续关注，最好的情况是美联储在进入 2024年之前都无需考虑降息问题 ；在利率决定上，美联储官员将以数据作为指引，美联储不想被束缚在某种特定的利率决定中；如果不能让通胀回到2%的目标，对经济来说将是一个更大的问题。美联储需要根据数据进行调整，政策的作用才刚开始再经济中显示出来，问题在于是速度有多快；这需要看到数据才能够了解情况，然后做出判断。	鹰派
杰斐逊	美联储理事	6月1日	美联储理事杰斐逊表示，在即将召开的议息会议上若保持美联储政策利率不变，不应被视为利率已达到本轮紧缩周期的峰值； 暂停一次加息 将使得美联储有时间来评估数据；货币政策存在滞后效应，一年时间不足以感受到其全部影响。	鹰派
哈克	费城联储主席	6月2日	我认为在加息上我们可以稍微跳过一次会议，坦率地说，如果要进入一个需采取更多紧缩措施的时期，我们可以每隔一次会议行动一次。	鸽派

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

美联储未来的货币政策处于两难境地。一方面，美国通胀边际走强且失业率再创近半个世纪新低。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，美国已有多家银行破产且制造业长期处于萎缩之中。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，进而导致经济衰退。同时，美国政府再次采用“借新还旧”的老套路，提高利率将加剧美国政府还本付息的压力，而美债价格回落，又会遭致各国加快抛售美债的节奏。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，影响美元霸权。

综合判断，美联储大概率会在 6 月停止加息。至于 7 月是否加息以及年底是否降息，美联储需要综合考虑货币政策的滞后效应、是否有其他银行继续暴雷、通胀、失业率、PMI、GDP、消费、美债抛售规模、美元结算比例等各项指标再做决定。美联储未来货币政策更多是“走一步、看一步”。

虽然美元指数在 6 月初出现拐点，但凭借前期强势拉升，5 月美元兑人民币汇率累计升值 2.3%，期间一度突破 7.1 大关。除了美元自身较强之外，中国外贸顺差减少、出口收汇留存境外、经济增速放缓、中美息差较大以及外流资本较多，都是导致人民币破 7 的重要因素。不过，放眼世界，全球主要货币兑美元均出现不同贬值，并且 5 月美元兑人民币汇率累计升值 2.2%，低于美元指数 2.5% 的上涨幅度。5 月 20 日中国外汇市场指导委员会表态，遏制投机炒作，坚决抑制汇率大起大落，也有利于后期人民币汇率的稳定。即便美联储 7 月再加息 25BP，美联储此轮加息即将结束，后期美元指数将趋势性回落，人民币将重返 7 以内。

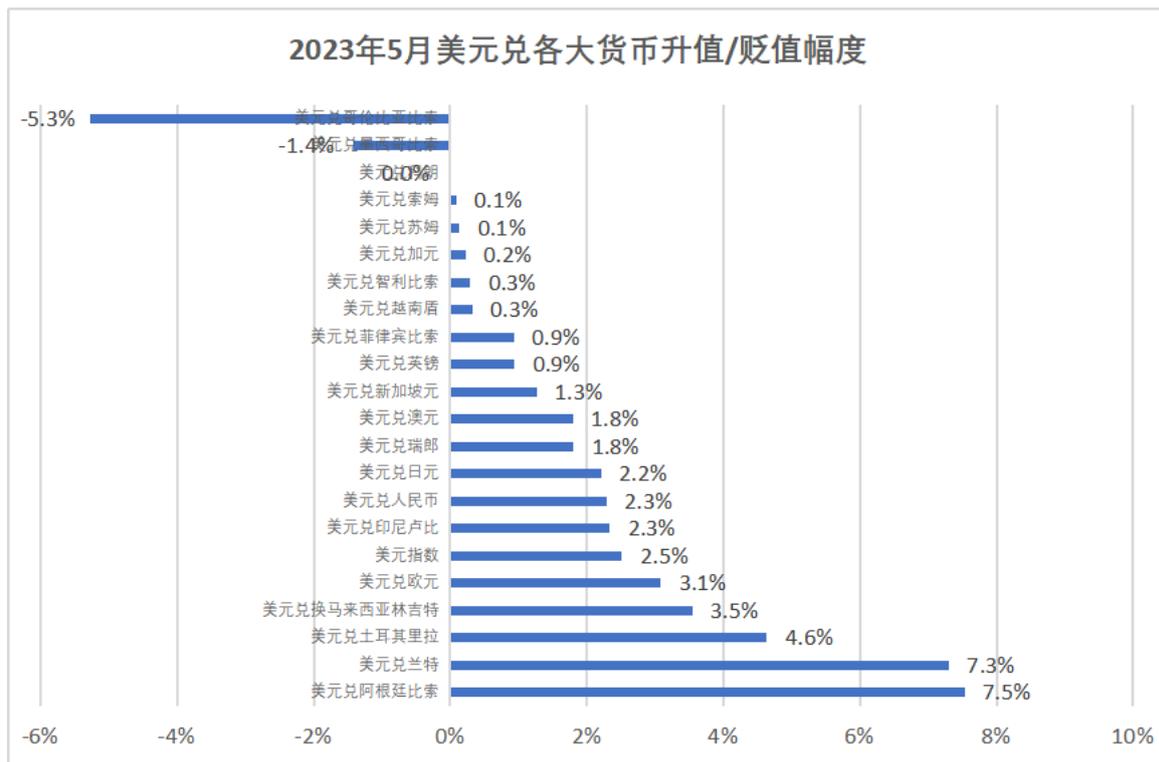


图 2-6：2023 年 5 月美元兑各大货币升值/贬值幅度

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

三、美国债务上限再度提升

6 月 2 日美国参议院投票以 63 票对 36 票通过了一项立法，取消美国政府 31.4 万亿美元的债务上限，避免了历史性的首次违约。该法案规定联邦借款的法定限额将暂停至 2025 年 1 月 1 日，同时限制了未来两年的支出，并在一些政策上作出了改变。只要拜登总统签署，该法案就能正式通过。

这样的结果基本符合市场预期。虽然财政部耶伦此前已数次发出警告，形势似乎岌岌可危，但有别于特朗普意气用事，拜登更老谋深算，不会做突破底线的事。此时，美债违约将意味着美国政府停摆，直接导致在与中俄博弈关键时期败下阵来，同时严重影响美元霸权和美国国债信誉，这是共和党和民主党都不愿意看到的。其实，共和党和民主党都愿意提升债务上限，只是对于上限提升幅度存在博弈。民主党出身的耶伦希望直接将债务上限直接从 31.4 万亿提升至 51 万亿美元，但共和党担心一旦提升幅度过大，拜登政府就可以在剩余任期中大发福利和投资，赢得连任。共和党的目的是让拜登政府过紧日子，限制拨款范围，从而政绩平平，难以连任。总体来看，这份原则性协议大概率是共和党和民主党相互妥协的结果，即“有限且有条件提升债务上限”，预计未来数日内拜登总统将会签署，正式宣布上调债务上限。

美国新发行的国债会由国内投资者和海外投资者共同认购。虽然最近一年各大央行大幅减持美国国债，美债的海外投资者持有比例从 35% 大幅下降至 24%。但是，此轮减持主要由于美联储持续加息导致美债现值趋势性下跌所致。随着美联储此轮加息逐步加入尾声，美债价格后期还会趋势性上涨，吸引海外投资者购入。3 月美国 10 年期国债收益率从 4.01% 下跌至 3.48%，当月美国国债的海外持有量就从 7.34 万亿增长至 7.57 万亿，单月增幅达到 3.1%。日本、中国等前十大持有国家均有所增持。

债券和货币的本质是信誉。当前，世界局势面临极大的不确定性，俄乌冲突存在长期化趋势，中东乱局加剧，台海和南海危机升温。美国在政治、经济、军事、科技、教育、医疗等综合国力独霸全球，美元霸权短期内不可能终结，美国国债仍旧是全球最安全的债券。所以，乱世之下，美国国债和美元作为良好的避险工具，依然能得到全球投资者的青睐。

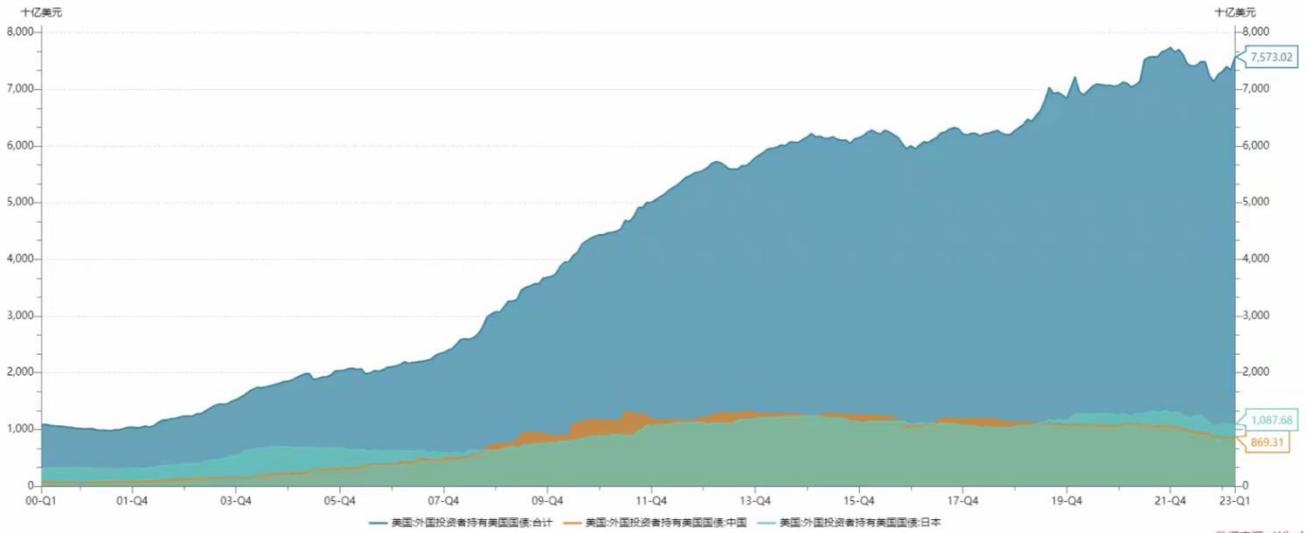


图 2-7: 美债海外持有量

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

第三部分 欧洲受美国银行业破产影响降低 英国经济略好于预期

今年一季度欧元区和英国的实际 GDP 均实现正增长，并未出现衰退，总体好于预期。除了德国出现负增长之外，其他欧洲主要国家均实现正增长。5 月 1 日美国第一共和银行宣布破产，对欧洲形成的冲击不及 3 月。鉴于当前欧洲通胀处于高位以及美联储继续加息预期升温，欧洲央行和英国银行未来还将有望加息 2 次 25BP，明年才会出现降息。

一、FRC 暴雷对欧洲影响不及 3 月

5 月 1 日美国第一共和银行宣布破产，再度引发全球性恐慌。有别于 3 月美国银行暴雷事件，欧洲此轮并未发生银行破产，并且恐慌情绪在短期内就得到缓解，欧洲各大股指在 5 月 5 日集体翻红，随后连涨两周。3 月欧洲各大银行 CDS 利差大幅拉升，而 5 月 CDS 利差先升后降，绝大多数欧洲银行在 5 月的 CDS 利差环比回落。

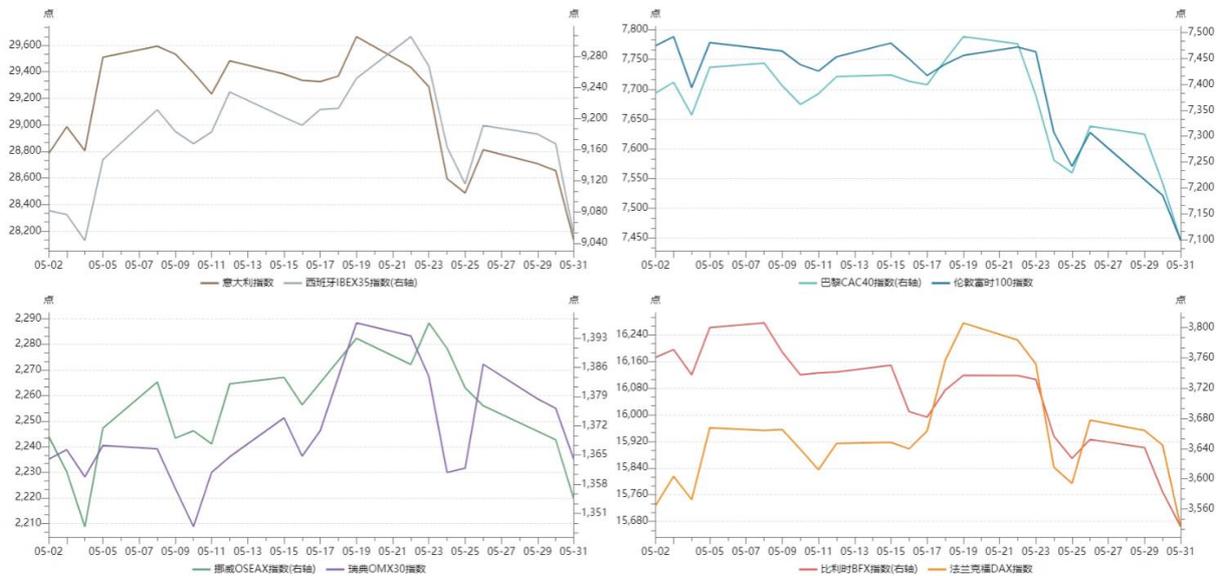


图 3-1：2023 年 5 月欧洲各大股指走势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 3-1 欧洲主要银行 CDS 利差最大 TOP29 的 6 月 2 日与近 1 个月均值对比

驱动者		添加证券			历史范围				1个月		
N	名称 (5Y CDS)	利差	变动	#SD	最低	Avg	Now	最高	平均	+/-	1个月
101	Caixa d'Estalvis de Cat...	665.95	+2.92	+0.2	657.5			731.2	693.8	-27.9	+5.4
102	Banca Monte dei Pasch...	361.03	-17.65	-4.8	361.0			396.5	382.4	-21.4	-21.4
103	Banco Comercial Portu...	313.77	+0.48	+0.1	311.6			324.0	314.8	-1.0	+1.5
104	Permanent TSB Group ...	266.04	+0.85	+0.2	263.3			280.3	272.3	-6.3	+1.4
105	Banca Italease SpA	205.91	-0.56	-0.2	204.7			206.9	205.7	+0.2	-0.6
106	Banco BPM SpA	186.92	-0.30	-0.1	185.7			187.2	186.5	+0.4	-0.2
107	Hamburg Commercial ...	179.68	+11.09	+1.7	159.3			187.3	174.3	+5.4	+17.3
108	Novo Banco SA	174.39	-2.06	-0.7	174.4			186.9	181.5	-7.1	-1.8
109	Banco de Sabadell SA	155.88	+0.57	+0.4	150.6			155.9	152.1	+3.8	+2.1
110	Credit Suisse USA Inc ...	152.74	-4.25	--	152.7			239.1	196.4	-43.7	-9.4
111	Franz Haniel & Cie Gm...	142.41	+0.33	+0.1	141.1			150.2	145.8	-3.4	+0.6
112	Caixa Geral de Deposit...	140.88	-0.80	-0.6	139.8			141.7	140.6	+0.3	-0.3
113	Caja de Ahorros del Me...	136.97	+0.52	+0.4	132.0			137.0	133.4	+3.5	+1.9
114	Banco BPI SA	132.32	+0.21	+0.2	131.8			132.7	132.3	--	+0.3
115	Deutsche Bank AG	130.30	-1.24	-0.1	130.3			151.9	140.5	-10.2	-1.5
116	Credit Suisse Group AG	123.37	-3.40	--	123.4			189.8	157.0	-33.6	-5.1
117	IKB Deutsche Industri...	122.53	+0.30	+0.1	121.3			129.2	125.4	-2.9	+0.5
118	Unipol Gruppo SpA	121.01	+0.28	--	115.7			141.4	130.8	-9.8	+5.3
119	Barclays PLC	120.32	-0.18	--	118.4			135.6	125.8	-5.5	+0.3
120	3i Group PLC	119.03	-0.02	--	118.9			119.3	119.0	--	--
121	Barclays Bank PLC	112.94	-0.35	-0.1	112.9			127.8	120.2	-7.2	-1.3
122	Fundacion Bancaria Ca...	111.05	-1.20	-0.6	111.1			119.0	115.5	-4.4	-1.0
123	Wendel SE	109.62	-1.27	-0.5	109.6			123.6	117.2	-7.6	-1.8
124	Bankinter SA	109.41	-0.64	-0.2	91.8			110.9	102.0	+7.4	+6.2
125	UBS Group AG	108.21	-1.22	-0.1	107.1			156.6	129.7	-21.4	-2.5
126	Credit Suisse AG	106.43	-3.07	--	106.4			167.4	137.3	-30.8	-6.6
127	Intesa Sanpaolo SpA	106.03	+0.09	--	106.0			123.2	112.8	-6.7	-1.8
128	Mediobanca Banca di C...	105.44	-0.79	-0.2	105.4			116.0	110.3	-4.9	-2.8
129	UniCredit SpA	102.63	-0.95	-0.2	102.6			118.8	110.5	-7.9	-2.7

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理

再看经济方面指标，ZEW 欧元区经济现状指数录得-27.5，高于前值-30.2；景气指数录得-9.4，低于前值-9.4。可见，欧洲当下经济边际好转，但是远期依然看衰。欧洲制造业和服务业 PMI 均低于前值，不过服务业 PMI 依然高于荣枯线，处于边际快速扩张阶段。欧元区通胀

略有反弹，4月欧元区CPI同比录得7%，略高于前值6.9%，连跌5个月后再度回升，预计欧洲银行未来还将加息2次25BP，今年不会再降息。

下半年欧洲经济依然充满不确定性，罢工危机、俄乌冲突长期化、科索沃危机升温、通胀高企、持续加息、冬季能源荒等问题等都很有可能影响欧洲经济后期增速。

二、英国经济略好于预期

5月英国国家统计局公布的数据显示今年一季度英国GDP增长0.1%，这是2021年二季度以来最慢增速。英国连续四个季度同比增速放缓并不意外，因为放眼全球，从2022年起全球主要经济体的季度GDP同比增速均趋势性放缓。单论欧洲主要国家，英国一季度的表现不如西班牙（4.1%）、意大利（1.8%）、法国（0.8%），略好于德国（-0.1%）。整体来看，英国一季度经济并未出现衰退，略好于预期。去年下半年绝大多数经济机构均预测英国今年出现衰退，至少从一季度来看，英国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，英国通胀逐步回调，保障了工业经济和民生活活动，避免经济过早出现衰退。

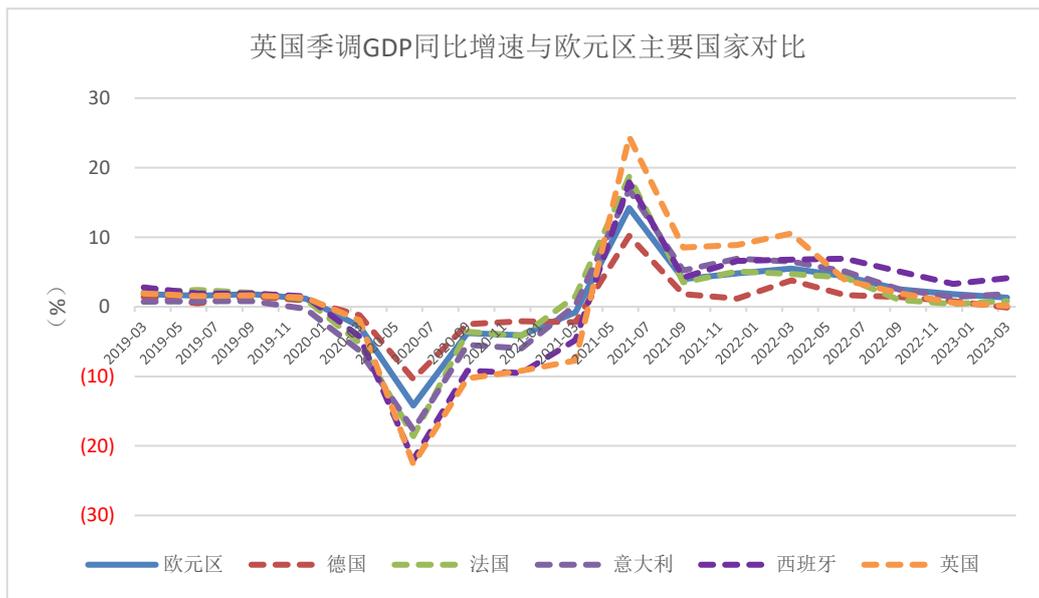


图 3-2：英国实际 GDP 季度增速与欧元区主要国家对比
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从产业发展来看，英国与其他发达经济体具有极强的相似性，同样出现制造业萎缩而服务业扩张。从去年8月以来，英国制造业PMI持续低于荣枯线，5月仅录得46.9，创今年新低。不过，工业发展略有反弹迹象，今年3月季调工业生产指数录得105，创去年8月以来新高。相较而言，今年2-5月英国服务业PMI均高于荣枯线，处于扩张区间。随着夏季到来，户外活动逐渐增多，带动了消费，英国4月零售不变价指数月环比增长0.4%，5月英国GFK消费者信心指数连续创2022年3月以来新高。

英国目前面临较为严峻问题就是高企的通胀。虽然今年 4 月英国 CPI 同比增速录得 8.7%，时隔 7 个月后再度回归个位数增长。但是，相较于加拿大 4.3%、美国 5%、欧元区和澳大利亚 7%的通胀率，英国毫无疑问是整个西方主要国家中通胀问题最为严重的。并且，英国 4 月核心通胀 CPI 同比增长 6.8%，高于前值 6.2%；CPI 与核心 CPI 环比增长 1.2%和 1.29%，同样高于前值。英国通胀问题甚至还有边际走强趋势。持续的高通胀引发英国社会的撕裂，去年以来爆发多起大规模罢工事件，工会拒绝了用人单位 4-8%的工资增速，认为无法覆盖 10%以上的通胀率。令英国民众和工会愤怒的是英国政府声称没有更多预算增加社会福利和工资，却向乌克兰援助数十亿英镑。今年 1 月爆发的全国性大罢工，令英国社会一度陷入停滞。

英国脱欧之后，用工荒一直困扰着英国社会，影响企业正常开工，4 月英国失业率录得 4.01%，远低于欧元区 6.5%，英国 3 月平均时薪同比增长 4.9%。高企通胀和强劲劳动力市场使得英国的工资-物价螺旋式通胀问题并未得到解决，叠加潜在的银行业暴雷风险，英国央行目前面临两难境地。权衡利弊，英国央行在 5 月继续加息 25BP。由于通胀边际走强且美联储预期再加息一次 25BP，英国央行未来加息预期也从 1 次上升至 2 次，最快明年 5 月才会转入降息。

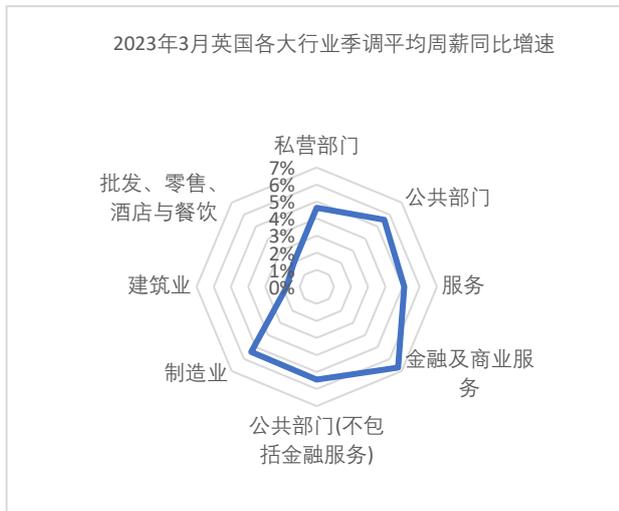


图 3-3：2023 年 3 月英国各行业平均时薪同比增速
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

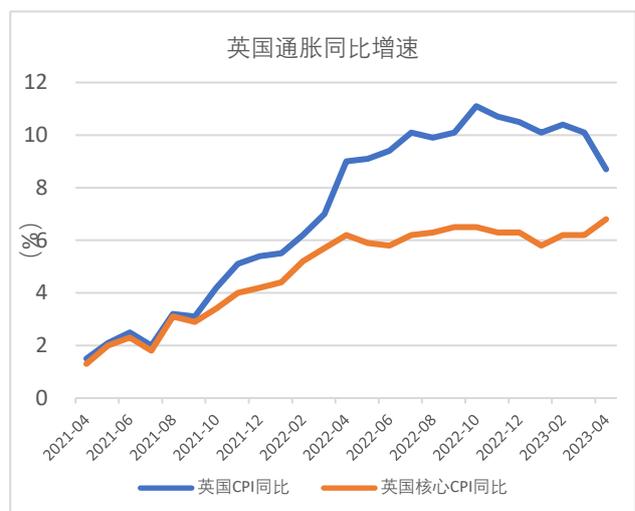


图 3-4：英国通胀同比增速
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

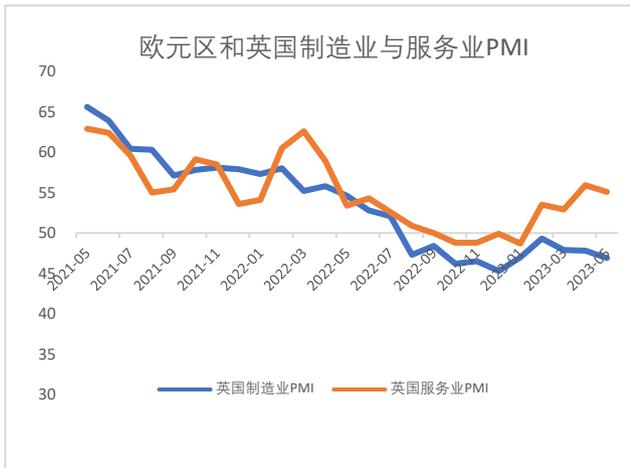


图 3-5: 欧元区和英国制造业和服务业 PMI
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

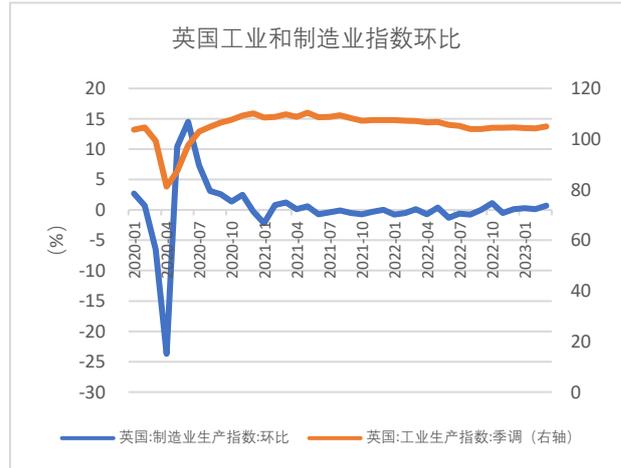
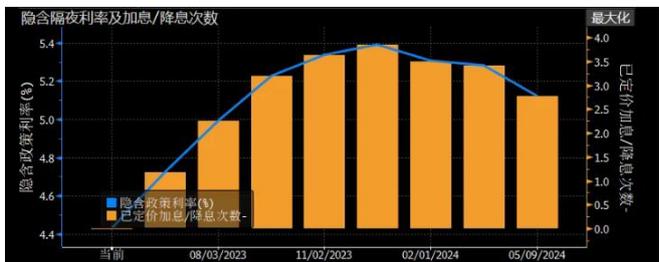


图 3-6: 英国工业和制造业指数环比
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

表 3-2 隔夜指数掉期隐含的英国利率水平

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
06/22/2023	+1.173	+117.3%	+0.293	4.722	0.250
08/03/2023	+2.247	+107.4%	+0.562	4.991	0.250
09/21/2023	+3.193	+94.5%	+0.798	5.227	0.250
11/02/2023	+3.624	+43.1%	+0.906	5.335	0.250
12/14/2023	+3.851	+22.7%	+0.963	5.391	0.250
02/01/2024	+3.504	-34.7%	+0.876	5.305	0.250
03/21/2024	+3.409	-9.5%	+0.852	5.281	0.250
05/09/2024	+2.782	-62.7%	+0.696	5.124	0.250



数据来源: Bloomberg、方正中期期货研究院整理

与日本相同，英国是目前全球主要经济中唯二没有年度 GDP 恢复至疫情前水平的国家。不过，2023 年日本经济复苏预期明显强于英国。各大国际经济组织预测日本今年 GDP 增速将在 2% 左右，这样日本 2023 年 GDP 就能超过 2019 年。英国经济总体好于预期，IMF 将 2023 年经济增长预期由负（-0.4%）转正（+0.6%）。虽然 0.6% 的年度增速预期刚好令英国 GDP 恢复至 2019 年的同期水平，但是欧洲未来诸多不确定性可能会让英国经济后期失速。一旦发出上述情况，英国很有可能成为 2023 年全球唯一尚未恢复至疫情前水平的主要经济体。

第四部分 日本经济稳步复苏

剔除价格因素，日本一季度实际 GDP 录得 137.24 万亿日元，同比和环比分别增长 1.3% 和 0.4%，均高于前值，不过依然低于 2019 年同期 1%。虽然 2021 年四季度和 2022 年四季度日本 GDP 就已经高于 2019 年同期，但主要是由于 2019 年四季度低基数所致。受日元兑美元大幅贬值影响，日本一季度实际 GDP 以美元计价为 1.04 万亿美元，同比大幅下降 10.7%。今年一季度美元兑日元汇率均值 132.3890，同比升值 13.8%。

表 4-1 2020-2023 年日本各季度实际 GDP 与 2019 年同期对比

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2020年/2019年	2021年/2019年	2022年/2019年	2023年/2019年
一季度	138.59	136.11	134.62	135.50	137.24	98.2%	97.1%	97.8%	99.0%
二季度	139.02	125.27	135.05	137.06		90.1%	97.1%	98.6%	
三季度	139.38	132.36	134.62	136.72		95.0%	96.6%	98.1%	
四季度	135.54	134.85	136.17	136.70		99.5%	100.5%	100.9%	
全年	552.53	528.59	540.45	545.99		95.7%	97.8%	98.8%	

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从分项来看，日本**私人消费** GDP 录得 74.31 万亿日元，占比进一步升至 54.1%，同比和环比分别增长 2.5%和 0.6%。新冠疫情管控放宽之后，日本私人消费持续恢复。日本央行发布的今年一季度季调实际消费活动指数录得 98.13，创 2020 年一季度以来新高，日本消费活力已恢复至疫情前水平。相比去年同期，日本一季度商业零售额同比增长 2.8%，在服装、纸制品、药品化妆品、纺织品等商品保持着较快批发增速。疫情管控放开后也增强了日本的投资信心，今年 2 月日本 Sentix 投资信心指数已从去年 10 月-16.6 的谷值一度反弹至-0.5，一季度日本**公共投资** GDP 同比和环比增长 4.5%和 2.4%，**私人企业设备投资** GDP 同比和环比增长 3.9%和 0.9%。**净出口**和**公共存货变化**成为拖累日本经济的两大负项，尤其是净出口。一季度日本净出口 GDP 达到-8772 亿日元，负项规模扩大 2.6 倍。从贸易数据来看，日本一季度贸易赤字达到 52.22 万亿日元，同比扩大 7.3%。日本本地资源匮乏，严重依赖从国外进口原油、天然气、铁矿石、煤炭等资源。去年全球通胀高企且日元大幅贬值，导致日本进口贸易额激增。

表 4-2 2023 年一季度日本实际季度 GDP

单位：万亿日元	2023年一季度实际GDP	占比	同比	环比
GDP总量	137.24	100%	1.3%	0.4%
私人消费	74.31	54.1%	2.5%	0.6%
私人住宅投资	4.46	3.3%	-1.9%	0.2%
私人企业设备投资	22.60	16.5%	3.9%	0.9%
私人存货变化	0.19	0.1%	-81.1%	166.4%
政府消费	29.80	21.7%	0.9%	0.0%
公共投资	6.86	5.0%	4.5%	2.4%
公共存货变化（负项）	-0.02	0.0%	37.5%	57.1%
净出口（负项）	-0.88	-0.6%	264.8%	133.6%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

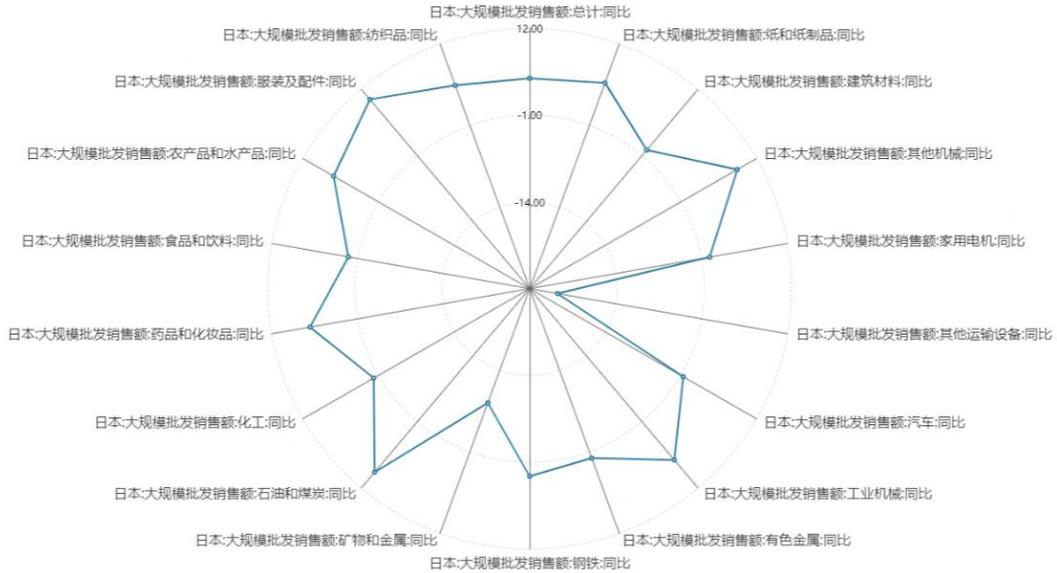


图 4-1: 2023 年一季度日本各大商品大规模批发销售额同比
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

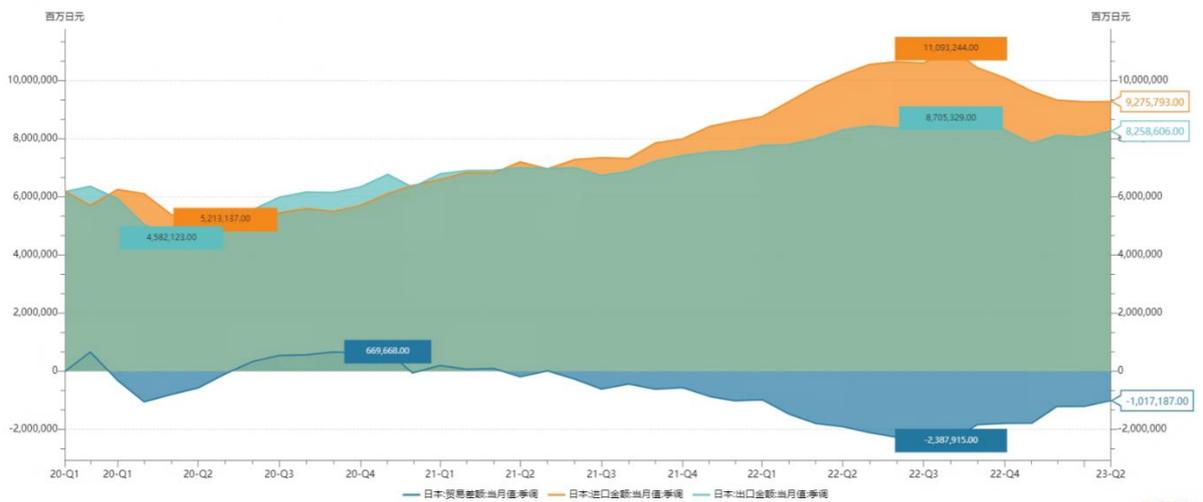


图 4-2: 日本对外贸易情况
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

日本经济的发展结构和趋势与西方发达国家具有较强相似性或相关性。从产业结构来看，日本同样出现“服务业扩张、制造业萎缩”的情况，日本服务业 PMI 从去年 9 月起就恢复至荣枯线以上，而制造业 PMI 从去年 11 月至今年 4 月连续低于荣枯线。不过，日本制造业 PMI 在今年 5 月录得 50.6，在主要发达经济体中率先返回荣枯线。从发展趋势来看，日本 Sentix 投资者信心指数和消费活动指数等经济指数均在 3 月和 5 月出现回落，主要是受到了欧美银行业暴雷事件的影响。由此可见，作为 G7 成员国中唯一的亚洲国家，日本经济已经高度融合至西方经济体系之中。

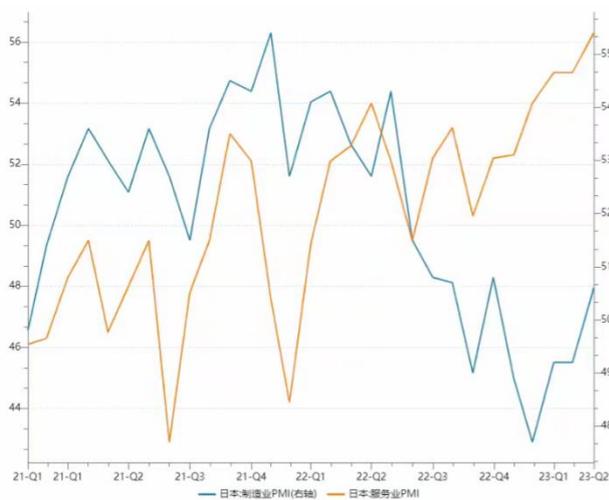


图 4-3: 日本制造业和服务业 PMI

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

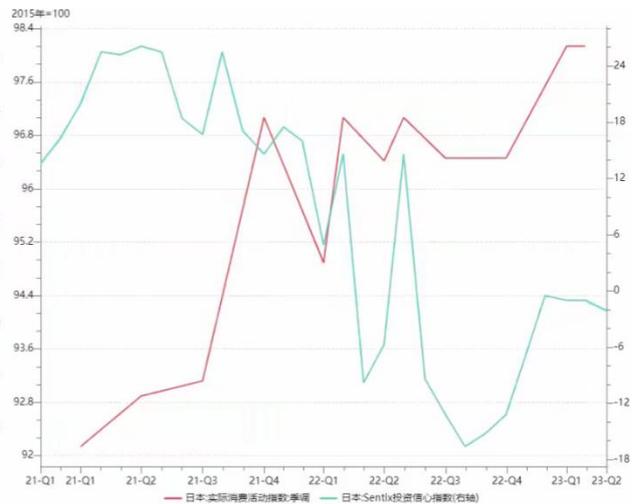


图 4-4: 日本 Sentix 投资信心指数和实际消费者活动指数

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

日本想要在 2023 年将经济恢复至 2019 年水平就意味着今年 GDP 实际增速必须保持 1.2% 以上。今年一季度日本实际 GDP 增速 1.3%，略高于 1.2%，未来三个季度只需继续保持 1.2% 的季度增速即可完成目标。国际各大经济组织相对看好日本今年的增速复苏态势，预计 2023 的增速能达到 2% 左右。一方面，WHO 宣布全球新冠疫情紧急状态令，日本国内消费将进一步恢复，日本国内消费和国际旅游行业能迅速复苏，国内投资也将加速。另一方面，美联储加息周期即将结束，下半年日元兑美元汇率将逐步收复失地，日本贸易赤字规模将大幅收窄，缩小净出口 GDP 负项规模。当然，日本所面临的不确定因素也较多，尤其是新任日本央行行长植田和男很有可能取消 YCC 政策、结束量化宽松政策。植田和男处事非常谨慎，由于 3 月欧美爆发银行暴雷事件，因此按兵不动，并未在 4 月 27-28 日日本央行议息会议中宣布调整货币政策。5 月 1 日美国第一共和银行再度暴雷，而通胀率处于 3.5% 相对可控水平，所以植田和男在上半年调整货币政策的可能性并不大，有望在下半年根据国内外发展状况再出决定。

得益于日本一季度经济增速快于前值以及 5 月制造业返回荣枯线以上，今年经济总量大概率恢复至疫情前水平，并且日本央行货币收紧政策相比预期滞后，日本股市大幅反弹。5 月 30 日，日经 225 报收 31328.26 点，创 1990 年以来新高。

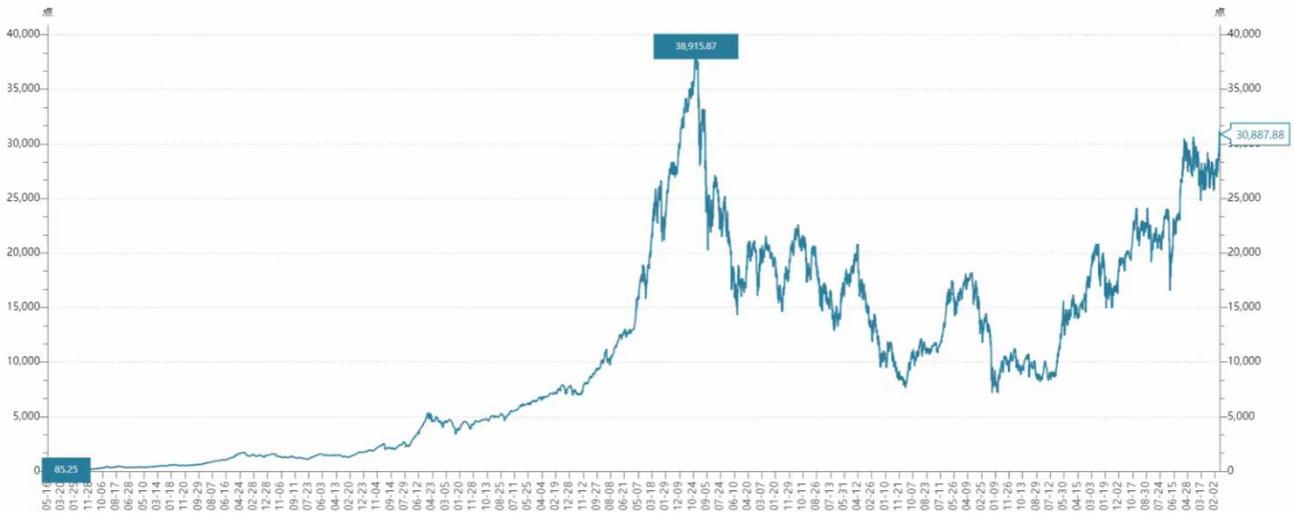


图 4-5：东京日经 225 指数

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、金砖国家发展大相径庭

金砖国家是由巴西（Brazil）、俄罗斯（Russia）、印度（India）、中国（China）和南非（South Africa）五国组成，英语缩写 BRICS。该缩写与 Brick 类似，因此被称为“金砖国家”。金砖国家最早于 2006 年由巴西、俄罗斯、印度和中国组成，2011 年南非成为第 5 位成员国。金砖国家遍及亚洲、欧洲、非洲和南美洲，国土面积占世界 26.46%，人口占世界总人口 41.93%，2021 年五国经济总量约占世界的 25.24%，贸易总额约占世界 17.9%。与 G7 和经合组织不同，金砖国家的成员国均是新兴经济体，属于发展中国家的代表，是世界经济的新鲜血液。当前，伊朗、阿根廷、阿尔及利亚等发展中国家已经递交加入金砖国家的申请，沙特、印尼、墨西哥、土耳其、埃及、泰国、尼日利亚、孟加拉国等国家也表现出浓厚兴趣。

最近三十年，中国发展速度最快，年度增速高于其他金砖国家，尤其 2020 年凭借高效的防疫政策，成为当年唯一实现正增长的金砖国家。不过，从 2008 年金融危机起，中国增速不断放缓，从 14%逐步下降至 3%。2010-2019 年印度经济增速也有趋缓之势，从 10.26%逐步下降至 3.87%，2020 年遭遇新冠疫情出现-5.83%的负增长。不过，2021-2022 年印度摆脱了新冠疫情的困扰，凭借较低的人力和土地成本以及友好的国际环境，年度 GDP 增速超越中国分别达到 9.05%和 6.83%。俄罗斯经济发展极不稳定，最近 30 年中出现 9 年负增长，上世纪九十年代初在苏联解体后俄罗斯政局和社会动荡，经济连续衰退，直至 1999 年才逐渐恢复正轨。2009 年、2015 年、2020 年、2022 年俄罗斯经济再度出现阶段性衰退，其中 2009 年和 2020 年是由于次

贷危机和新冠疫情这样的全球性系统性风险所致，而 2015 年和 2022 年是由于克里米亚和俄乌冲突被西方国家制裁所致。总体来看，金砖五国均在次贷危机前经济增速逐步加快，次贷危机之后逐步放缓。中国和印度两国的经济增速常年高于全球经济增速，巴西和南非两国低于全球经济增速，俄罗斯起伏较为剧烈。

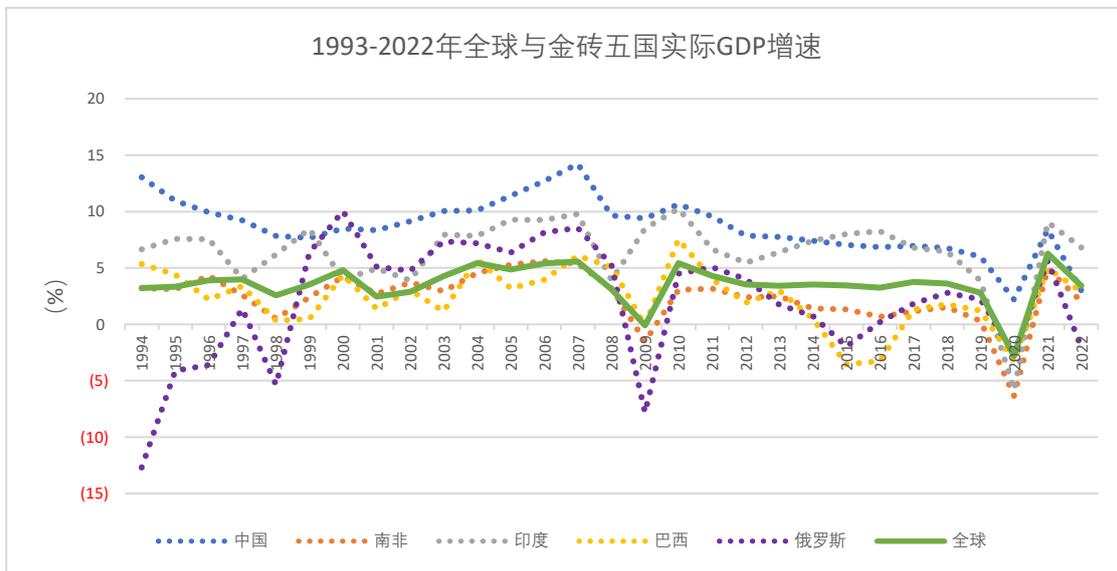


图 5-1: 1993-2022 年全球与金砖五国年度实际 GDP 增速

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

今年以来，金砖五国与全球在经济、外贸、通胀方面具有较高的联动性。受世界经济增速放缓、需求减弱的影响，金砖国家的对外出口贸易额同比增速大幅趋缓。**外贸方面**，今年 1-4 月南非、中国、巴西的对外出口额同比增长 4.6%、2.5%、1.6%；印度同比下降 5%。**经济发展方面**，金砖国家的“制造业萎缩、服务业扩张”情况并不像欧美国家那样明显。印度和俄罗斯制造业 PMI 长期高于荣枯线。印度经济发展形势最好，一季度印度实际 GDP 增长 4.4%，最新一期制造业和服务业 PMI 分别 58.7 和 62，处于较快扩张区间，不仅在金砖国家甚至全球均位居前列。虽然制造业急速扩张，但是印度 1-4 月对外商品逆差依然达到 665 亿美元，可见印度国内消费十分旺盛。中国一季度实际 GDP 同比增长 4.5%，快于主要发达国家。中国的对外出口贸易额在 3-4 月逆势大幅增长 14.8% 和 8.5%。中国在今年前 4 个月经济和外贸增长较快，与去年基数较低以及疫情管控放开后的红利有着直接关系。但中国 4-5 月制造业 PMI 再度跌破荣枯线，经济复苏并不稳固。**通胀方面**，金砖国家的物价增速大幅回落，回落速度快于欧美发达国家。俄乌冲突爆发后，俄罗斯通胀在去年 4 月通胀率一度达到 17.83%，不过俄罗斯本身就是能源和粮食生产大国并不依赖进口，因此在制裁恐慌情绪稳定后，物价增速逐步趋缓。**汇率方面**，今年以来美元兑金砖国家货币汇率呈升值态势，唯一例外是巴西雷亚尔。今年以来，巴西扩大咖啡、大豆、糖和牛肉出口，1-4 月贸易顺差同比增长 26%，同时巴西央行购买外汇储备，这些都促使雷亚尔的坚挺。

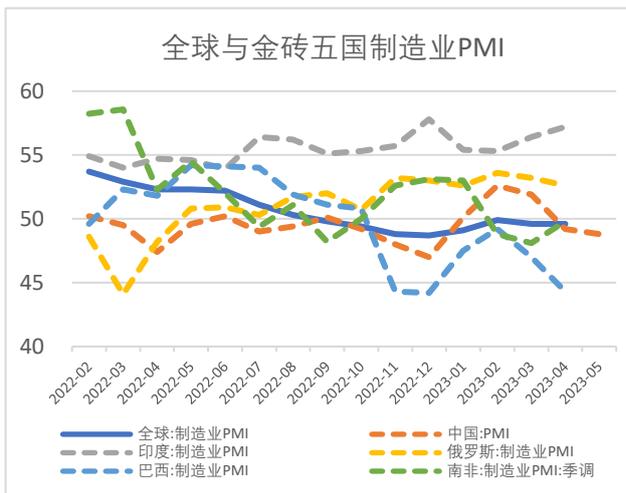
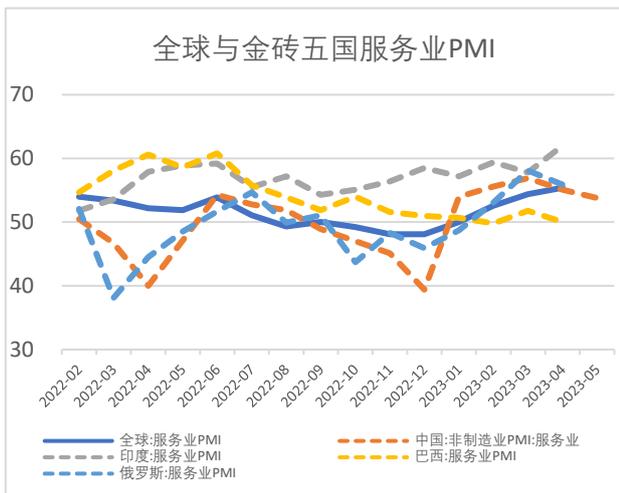


图 5-2：全球与金砖五国制造业和服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

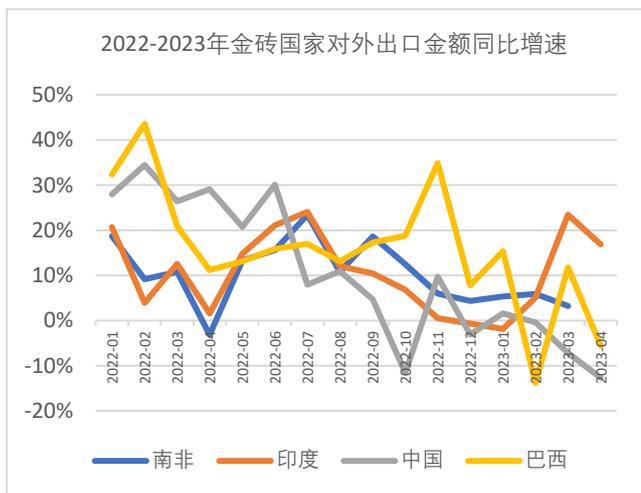


图 5-3：2022-2023 年金砖国家出口金额同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

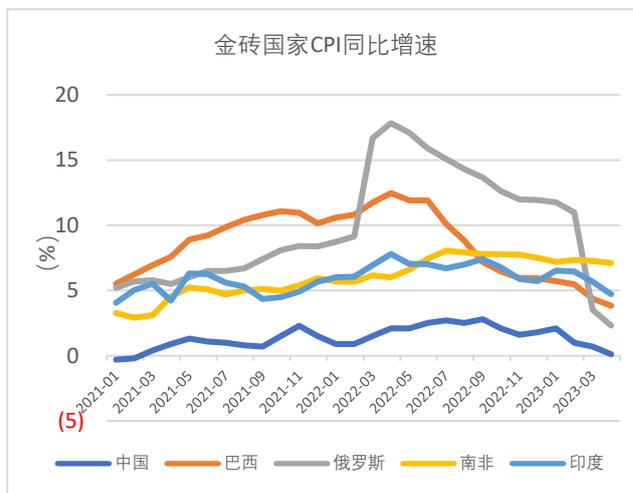


图 5-4：金砖国家 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

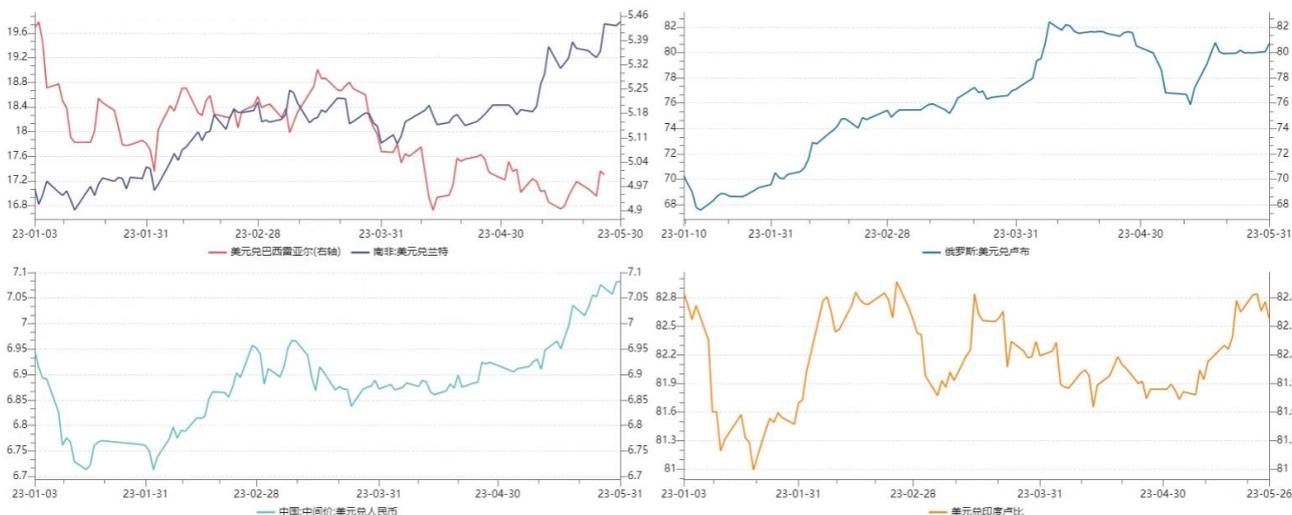


图 5-5：美元兑金砖五国货币汇率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

下半年，金砖国家发展既有机遇也有挑战。得益于去年低基数以及疫情管控放开后的消费复苏，中国将成为唯一 2023 年增速高于 2022 年的金砖国家，今年预计增速 5%左右，高于去

年 3%。印度增速最快，最近三年保持 6% 左右，有望成为金砖国家新的经济火车头。俄罗斯逐渐适应了西方国家的制裁，今年经济有望转正。不过，在全球经济增速放缓的情况下，对于原材料和商品的需求都会减弱，影响金砖国家的发展潜力。中国和印度都是制造业商品出口大国，未来出口增速将继续放缓，尤其中国的外贸长远前景相比印度更不容乐观。印度极有可能在 2023 年中超越中国成为全球第一人口大国，印度的人口红利将吸引更多外资投入。同时，西方国家对华贸易歧视政策也将限制中国与欧美经贸发展。俄乌冲突不仅没有缓和的迹象，反而有升级趋势，长期的军费开支和经济制裁将遏制俄罗斯的经济的发展，随着能源价格的回落以及西方与俄罗斯经济脱钩，俄罗斯财政赤字问题将愈演愈烈。巴西和南非以出口大宗商品为主，全球制造业 PMI 持续低于荣枯线，必将影响全球对于两国资源的需求。

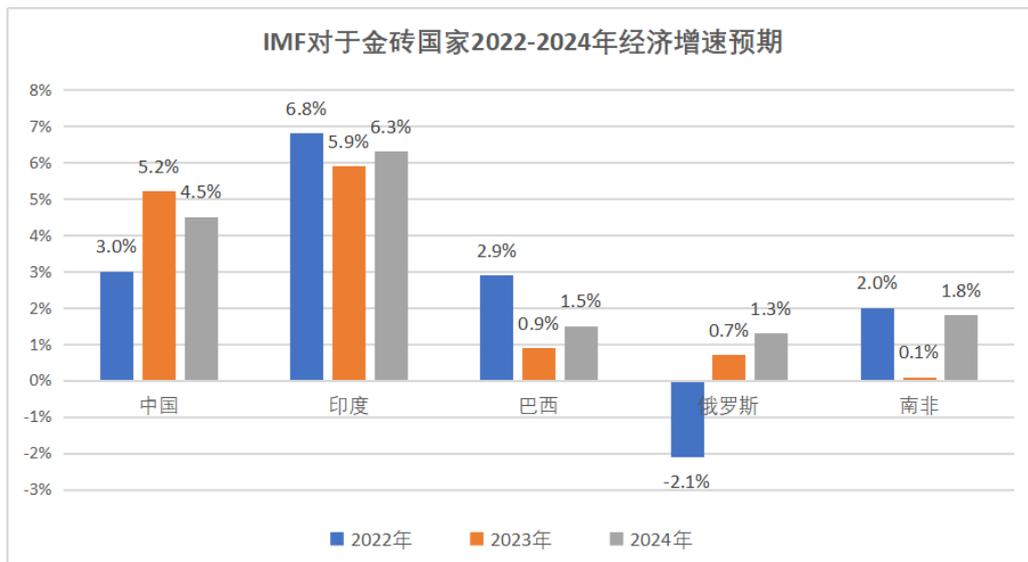


图 5-6: IMF 对于金砖国家 2022-2024 年经济增速预期

数据来源: IMF、方正中期期货研究院整理

二、中吉乌铁路有望明年开建

5 月 18 日，中国、吉尔吉斯斯坦和乌兹别克斯坦三国政府代表共同签署了《中华人民共和国国家发展和改革委员会、吉尔吉斯共和国交通和通信部、乌兹别克斯坦共和国交通部关于就中吉乌铁路建设项目（吉境内段）可行性研究三方联合评审达成共识的谅解备忘录》，标志着项目可行性研究工作接近尾声，后续三方将在可研基础上进一步深化研究合作。如果谈判一切顺利，该工程有望于明年正式开工。

中吉乌铁路主要连接中国西部边陲和中亚地区。根据初步方案，该条国际铁路自中国新疆喀什引出，途经吉尔吉斯斯坦，终点为乌兹别克斯坦的安集延。其实，建造该条铁路一直是中国人民和中亚人民的共同心愿，早在 1997 年中吉乌三国就已签署备忘录，计划修建一条联通三国的铁路，至今已有 26 年。虽然这条铁路完全不经过俄罗斯，但俄罗斯长期以来将中亚视作后院，担心中国削弱俄罗斯在中亚影响力，所以一直阻碍该项目的推进。由于历史原因，前

苏联推行的是 1520mm 宽轨距，中国从国防安全和国际发展考虑，推行 1937 国际铁路协会规定的 1435mm 标准轨距。即便前苏联解体之后，吉尔吉斯斯坦迫于俄罗斯压力，始终没有修改本国轨距的决心，成为横亘在该项目的技术壁垒。随着俄罗斯在俄乌冲突中处于被动局面，俄罗斯对中亚控制力在下降，同时迫切需要得到来着中国的支持，因此才同意吉尔吉斯斯坦的请求。吉尔吉斯斯坦总统扎帕罗夫在接受采访时对外宣布，他向俄总统普京解释了吉尔吉斯斯坦需要中吉乌铁路，就像需要“空气和水”一样，请求俄罗斯批准修建中吉乌铁路，普京表示不再反对这条铁路。在多方努力和权衡之下，该条铁路建造进程才能快速推动，并且整条铁路都将使用 1435mm 标准轨距。近期俄罗斯同意海参崴成为吉林与中国沿海的内贸中转港，同样也与俄罗斯希望在俄乌冲突期间得到中方更多支持有关。



图 5-7：中吉乌铁路规划图

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

中吉乌铁路的兴建对于中国、吉尔吉斯斯坦和乌兹别克斯坦发展具有重大意义，甚至将推动整个亚欧非发展。

首先，大幅缩短运输距离，降低运输成本。中吉乌铁路全长约 523 公里，其中中国境内 213 公里，吉尔吉斯斯坦境内 260 公里，乌兹别克斯坦境内约 50 公里。此前，三方贸易主要通过公路运输和航空运输完成，运价较高、运量较少，单位运输成本明显高于铁路运输。同时，中吉乌铁路建成后将是中国到欧洲、中东的最短货运路线，货运路程缩短 900 公里，节省 7-8 天周转时间。根据乌兹别克斯坦官方测算，中吉乌公路的开通将使每吨货物运费减少 300—500 美元。

其次，推动中国与吉乌两国尤其是中乌之间的贸易往来。2022 年乌兹别克斯坦和吉尔吉斯斯坦的实际 GDP 分别录得 800 亿美元和 99 亿美元，乌兹别克斯坦的经济体量是吉尔吉斯斯坦的 8 倍之多。然而，两国对华贸易却出现逆转，中国与乌兹别克斯坦/吉尔吉斯斯坦的进出口贸易额录得 98 亿美元和 156 亿美元，同比分别增长 21%和 106%。中乌贸易低于中吉贸易四成，增速更是只有中吉的 1/5，其中非常重要的因素就是交通运输。由于吉尔吉斯斯坦处于中国与乌兹别克斯坦之间，中乌之间没有直达铁路，严重限制两国经贸往来。中国与中亚国家的经济互补性很强，中亚盛产矿砂、煤炭和油气等资源，中国具有世界上最完整的工业产业链。待中吉乌铁路修建之后，中国与吉乌两国的贸易往来必将迎来更快发展。

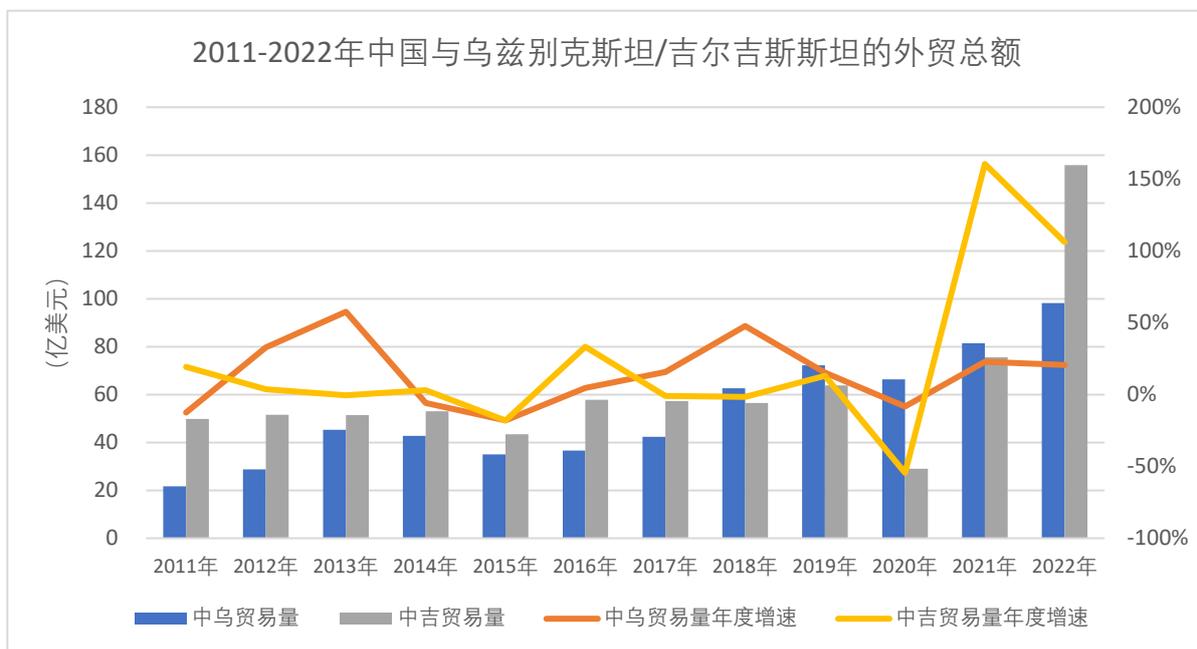


图 5-8: 2011-2022 中国与乌兹别克斯坦/吉尔吉斯斯坦的外贸总额

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

第三，推动“一带一路”发展和亚欧非大融通。受地理因素影响，中国经济呈现“东强西弱”的格局，西部地广人稀，经济落后。中亚国家多为内陆国，尤其乌兹别克斯坦是全球唯二的双内陆国家（另一个是列支敦士登），在大航海时代的 21 世纪，没有出口海就意味着无法与国际进行贸易往来，这将严重限制国家经贸发展。中吉乌铁路开通的意义绝不仅是连通三方贸易，而是缩短了中国与中西亚甚至整个欧洲和非洲的运输距离和时间。未来新疆不再是中国的边陲省份，而是连通中国与欧亚的桥头堡，带动整个新疆甚至整个中国西部发展。同时，吉尔吉斯斯坦和乌兹别克斯坦的商品也能畅销至欧洲、中东和东亚，拉动两国经济发展。

表 5-1 乌兹别克斯坦和吉尔吉斯斯坦基本国情

	国土面积	2023 年一季度人口数量	2022 年实际 GDP	2023 年 5 月 31 日美元兑本币汇率
乌兹别克斯坦	44.89 万平方千米	3602.49 万	800 亿美元	美元兑苏姆 11405.84

吉尔吉斯斯坦	19.99 万平方千米	700 万	99 亿美元	美元兑索姆 87.5900
--------	-------------	-------	--------	---------------

数据来源：公开资料、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

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，只要不发生重大黑天鹅事件，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；其次，2023 年世界 GDP 增速很有可能是 2021-2024 四年中的最低值，2024 年经济增速将出现反弹；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。

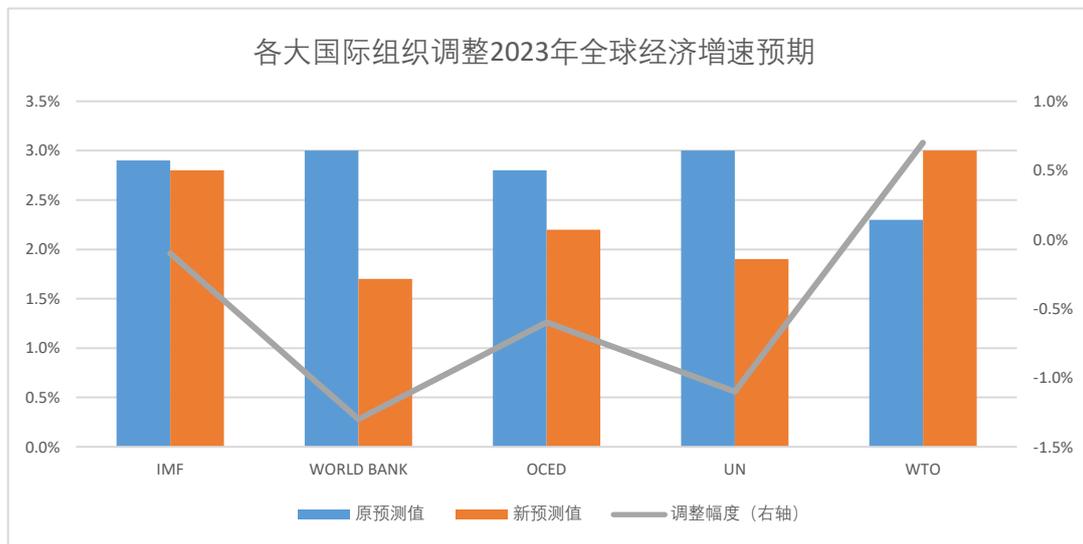


图 6-1 各大国际组织调整对于 2023 年全球经济增速预期

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

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。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，市场恐慌情绪并未蔓延，6 月经济数据有望再度反弹。不过，美联储还有进一步加息可能性，并且年内未必降息，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。同时，随着货币政策滞后效应逐步显现，美国失业率会逐步攀升。债务临时提升议案已得到议会通过，预计美国总统拜登会在 6 月上旬完成签署，基本保证了 2024 年底前的各项政府开支，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。一旦美国银行业继续暴雷，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。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、科索沃事态趋紧等，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。英国经济开局超预期，今年可能避免衰退，但增速很难达到 0.6%，这就意味着英国将成为 2023 年全球唯一经济尚未恢复至疫情前的主要经济体。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。日本在上半年经济复苏明显，很有希望达到这一目标。不过新任央行行长植田和男有可能在下半年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，中低端消费明显恢复。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。中国经济越来越呈现弱复苏的态势。单轮经济增速，东盟和印度相对较快，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。但是，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。印度发展潜力最为看好，今年年中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，全球主要央行加息见顶周期略有延后。即便美联储在 6 月维持现有利率不变，依然存在 7 月加息的可能性，年底视情况而定是否降息。在美联储“资金虹吸效应”情况下，其他各大央行也会略微延长加息周期。欧洲央行和英国央行从原本再加息一次转变为再加息两次，并且最快明年才降息。随着日本通胀升温以及经济好转，日本很有可能在下半年结束量化宽松政策。当然，新任日本央行行长植田和男处事较为谨慎，会充分评估欧美银行案破产对于日本的外溢风险。一旦日本结束负利率时代，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，同时作为美债第一大海外持有国将有大量资产回流日本，这将推升美债收益率。总体来看，各国通胀总体趋缓，基本会在三季度之前完成本轮最后一轮加息，四季度或明年转入降息。

由于美联储存在 7 月再加息一次的可能性，美元指数在未来一个月不会直线回落，会受到美国不断公布的各项经济指标调整预期。当然，后期也有可能发生由于通胀边际走强，8-10 月再度出现加息一次的市场预期，毕竟素有鹰王之称的圣路易斯联储主席布拉德就在 5 月表示，“今年还会有两次加息行动，这两次具体会发生在今年什么时候我还不知道，但正如我一直主张的，加息宜早不宜迟。”这些都将影响美元走势，至少三季度美元指数呈震荡略偏弱的态势，中枢会在 100-104 点之间震荡。至于媒体热炒的“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，当然这并不妨碍各国同时寻求其他货币作为贸易结算方式以及加快黄金储备的速度。

世卫组织正式宣布结束新冠疫情紧急状态令。虽然新冠疫情依然存在，但只会视作普通感冒，并且致死率较低，不会再对世界经济、金融、供应链造成冲击。随着供应链不断得到恢复以及需求回落，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
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	上海市浦东新区长柳路58号604室	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祥年喜年中心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2801室	021-58991278
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号融和公寓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	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801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
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。