

# 全球宏观经济：再现黑天鹅 期待涅槃重生

## ——2023 年上半年行情回顾与下半年展望

方正中期期货研究院 陈臻 F3084620 (从业资格)、Z0018730 (投资咨询)

### ➤ 摘要:

自从 2022 年起，全球经济增速放缓，2023 年上半年全球经济延续去年趋势性回落。随着欧美央行紧缩货币政策的滞后效应逐渐显现，欧美多家大型银行在 3-5 月出现暴雷事件，一度引发全球经济衰退的恐慌。吸取了 2008 年雷曼兄弟破产经验，欧美政府立即采取托底救市措施，及时控制恐慌情绪的蔓延。

随着银行破产案得到阶段性解决，各大国际机构重新调整 2023 年世界经济预判。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 2.7% 左右；其次，2023 年世界经济边际形势正在好转，除了 IMF，其他各大国际机构均上调了 2023 年的经济预期值。其三，2023 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。

今年全球通胀继续边际回落，各大银行放缓加息步伐。不过，当前欧美通胀率依然远高于 2% 的长期通胀目标，因此欧美央行此轮加息周期略长于年初预期。美联储三季度还将加息 1-2 轮；欧洲央行将加息 2 轮；英国核心通胀率创近 30 年新高，英国央行或将加息至 6.25%，创 1998 年亚洲金融危机以来新高。日本央行行长完成换届，有望下半年结束量化宽松。

下半年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，引发全球经济增速大幅放缓。

## 目录

第一部分 再爆黑天鹅事件 世界经济整体放缓 .....	3
一、上半年世界经济呈现放缓和分化.....	3
二、银行业危机爆发.....	7
三、通胀放缓 加息减速.....	15
四、俄乌冲突对市场影响逐渐趋弱.....	18
五、新冠疫情对市场影响宣告结束.....	20
第二部分 美国经济起伏较大 美元指数一波三折 .....	22
一、上半年美国经济起伏较大 .....	23
二、通胀进一步放缓.....	26
三、美债海外持有出现分化 美国债务上限再提升.....	28
四、美元走势一波三折 兑其他货币整体升值 .....	32
第三部分 欧洲经济面临衰退 未来将面临多重危机.....	35
一、欧元区陷入技术性衰退 .....	36
二、今年英国将成唯一未恢复至疫情前的主要经济体.....	39
三、下半年欧洲仍需直面诸多危机.....	42
第四部分 日本经济稳步复苏 货币政策有望收紧 .....	44
一、2023 年日本经济将恢复至疫情前 .....	44
二、日本央行完成换届 货币政策有望收紧 .....	47
第五部分 新兴经济体发展情况 .....	51
一、东盟和南亚出口明显不及去年.....	51
二、金砖国家发展大相径庭 .....	52
第六部分 全球宏观经济综合展望 .....	57

## 第一部分 再爆黑天鹅事件 世界经济整体放缓

### 一、上半年世界经济呈现放缓和分化

自从 2022 年起，全球经济增速放缓，2023 上半年全球经济延续去年趋势性回落。不过，世界经济也呈现一定分化。从国家层面来看，绝大多数国家今年一季度 GDP 增速迟缓，但是中国、日本、印度等国家却有所提速；从产业层面来看，全球制造业深度萎缩，但全球服务业却快速扩张。

#### （一）国家发展出现分化

**美国**一季度实际 GDP 终值录得 5.07 万亿美元，实现同比和环比双正增长，并未出现衰退。同比增长 1.8%，高于前值；环比增长 0.5%，低于前值。今年 1-2 月美国经济非常强势，但是美联储持续收紧货币政策的滞后效应逐步显现，3 月和 5 月银行暴雷事件打断了美国复苏进程，各项经济指标起伏较大。

**中国**一季度同比增长 4.5%，在主要经济体中增速较快。疫情管控放宽之后，消费和制造业在一季度迅速反弹拉动了中国经济的复苏。不过，受全球经济放缓影响，这样的好复苏势头并未延续至二季度，中国制造业和出口行业在二季度明显回落。然而，鉴于去年 4-5 月上海全域处于封控中导致 GDP 基数较低，今年二季度中国经济同比增速将会进一步提升。

由于“欧洲经济火车头”德国陷入衰退，**欧元区**一季度环比下降 0.1%，叠加去年四季度同样环比下降 0.1%，说明欧元区已经陷入技术性衰退。**英国**一季度同比和环比分别增长 0.2%和 0.1%，实现双正增长，并未出现衰退，总体好于预期。欧美经济和金融领域绑定颇深，美国银行暴雷事件同样对欧洲经济造成极大的冲击，引发瑞信破产和德意志银行 CDS 利差大幅攀升等信用危机。

日本经济复苏明显，一季度同比和环比分别增长 1.8%和 0.7%。新冠疫情持续好转之后，占据日本 GDP 超过一半的私人消费迅速增长，同时也带动日本旅游业快速恢复。

由于西方国家需求减弱，东盟、南亚、东亚等多国经济增速明显放缓。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。今年前 5 个月，东南亚和南亚国家出口贸易额普遍同比下降 10-30%不等。相对而言，印度经济韧性相对较强。虽然印度常年贸易赤字且今年出口贸易额明显回落，但得益于即将成为世界第一人口大国，内需旺盛，印度一季度 GDP 同比和环比增速分别达到 6.1%和 1.9%，是 TOP10 经济体中增速最快的。

随着全球经济放缓，尤其是制造业不振，澳大利亚、巴西、阿根廷、新西兰等资源出口型国家的经济增速呈回落之势。

中国、越南、新加坡、印尼、菲律宾等东亚和东南亚国家一季度 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。此外，美元在最近一年大幅升值，2023 一季度美元指数均值同比增长 6.7%，所以诸多国家出现以本币计价增速尚可，但以美元计价增速明显迟缓甚至大幅回落。较为典型的是日本，日本一季度以本币计价 GDP 同比增长 1.8%，折算美元计价 GDP 同比大幅下降 10.5%。

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	5.0707万亿美元	1.8%	0.5%	1.0000	5.0707	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	77.47%	亚洲	发展中国家
欧元区	2.7594万亿欧元	1.0%	-0.1%	0.9298	2.9677	58.53%	欧洲	发达经济体
日本	137.7502万亿日元	1.8%	0.7%	132.3890	1.0405	20.52%	亚洲	发达经济体
英国	0.5587万亿英镑	0.2%	0.1%	0.8227	0.6791	13.39%	欧洲	发达经济体
印度	40.9796万亿印度卢比	6.1%	1.9%	82.1990	0.4985	9.83%	亚洲	发展中国家
加拿大	0.5507万亿加元	2.2%	0.8%	1.3524	0.4072	8.03%	中北美洲	发达经济体
韩国	494.2061万亿韩元	1.0%	0.3%	1276.3350	0.3872	7.64%	亚洲	发达经济体
澳大利亚	0.5571万亿澳元	2.3%	0.2%	1.4628	0.3808	7.51%	大洋洲	发达经济体
墨西哥	4.6049万亿墨西哥比索	3.7%	-2.6%	18.6559	0.2468	4.87%	中北美洲	发展中国家
沙特	0.7532万亿沙特里亚尔	3.8%	-3.9%	3.7540	0.2006	3.96%	亚洲	发展中国家
印尼	2961.1912万亿印尼卢布	5.0%	-0.9%	15232.5806	0.1944	3.83%	亚洲	发展中国家
新加坡	0.1305万亿新加坡元	0.3%	-0.4%	1.3328	0.0979	1.93%	亚洲	发达经济体
菲律宾	4.9072万亿菲律宾比索	6.4%	-12.0%	54.8570	0.0895	1.77%	亚洲	发展中国家
马来西亚	0.3809万亿林吉特	5.8%	-4.1%	4.3959	0.0866	1.71%	亚洲	发达经济体
泰国	2.7176万亿泰铢	2.7%	1.9%	33.9324	0.0801	1.58%	亚洲	发展中国家
智利	51.4632万亿智利比索	-0.7%	0.8%	811.5123	0.0634	1.25%	南美洲	发展中国家
南非	1.1253万亿兰特	0.2%	-2.8%	17.7578	0.0634	1.25%	非洲	发展中国家
巴西	0.3227万亿雷亚尔	3.2%	2.2%	5.1948	0.0621	1.22%	南美洲	发展中国家
越南	1320.7545万亿越南盾	5.2%	-14.2%	23619.3443	0.0559	1.10%	亚洲	发展中国家
新西兰	0.0702万亿新西兰元	1.7%	-4.5%	1.5882	0.0442	0.87%	大洋洲	发达经济体
哥斯达黎加	9.9598万亿哥斯达黎加科朗	4.0%	0.8%	560.0669	0.0178	0.35%	中北美洲	发展中国家
阿根廷	0.1753万亿阿根廷比索	1.3%	-1.4%	192.4481	0.0009	0.02%	南美洲	发展中国家

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

## (二) 产业发展出现分化

去年世界经济从“过热”逐步转向“滞胀”，全球 PMI 持续回落，去年 8 月服务业 PMI 跌破荣枯线，去年 9 月制造业 PMI 跌破荣枯线，全球两大产业已经进入萎缩之中。

今年以来，全球服务业与制造业分化显著。今年 1-5 月全球制造业 PMI 继续低于荣枯线；全球服务业 PMI 均高于荣枯线，并且不断回升，5 月录得 55.5，处于较快扩张区间。疫情管控放开之后，各国民众对于旅游、餐饮、酒店等服务型消费需求大幅提升；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，无需短期内再次购买，疫情三年透支了未来 3-10 年的耐用品消费。

从分项来看，全球制造业**新订单** PMI 低于荣枯线，服务业新商务活动 PMI 高于荣枯线，两大产业的未来业务扩张出现明显分化。两大产业**投入价格** PMI 逐渐回落，不过服务业投入价格 PMI 依然在 60 附近，而制造业投入价格 PMI 已经跌破荣枯线，因此服务业价格高企是拉动今年全球通胀的主因。两大产业的**就业** PMI 均略高于荣枯线，说明企业有扩大招工的需求。从国

别来看，新兴经济体在制造业的恢复程度明显好于发达经济体，部分发达国家的制造业处于萎缩之中。

表 1-2 全球制造业及分项 PMI

	全球制造业PMI	全球制造业PMI:新订单	全球制造业PMI:产出	全球制造业PMI:投入价格	全球制造业PMI:就业
2022-01	53.20	52.20	51.30	68.20	51.00
2022-02	53.70	53.70	52.20	68.50	51.60
2022-03	52.90	51.40	50.90	71.50	52.00
2022-04	52.30	50.50	48.60	71.60	51.50
2022-05	52.30	50.90	49.60	70.30	51.60
2022-06	52.20	50.10	52.40	68.70	51.30
2022-07	51.10	48.90	50.00	65.40	50.40
2022-08	50.30	48.20	49.40	61.10	50.40
2022-09	49.80	47.70	48.70	61.30	50.80
2022-10	49.40	46.90	48.70	61.10	50.30
2022-11	48.80	46.70	47.80	59.20	49.90
2022-12	48.70	46.40	48.50	56.80	49.80
2023-01	49.10	47.70	48.90	57.00	50.00
2023-02	49.90	49.30	50.70	55.50	51.10
2023-03	49.60	49.50	50.60	53.60	50.30
2023-04	49.60	49.40	50.80	52.30	50.50
2023-05	49.60	49.30	51.50	49.30	50.10

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 1-3 全球服务业及分项 PMI

	全球服务业PMI	全球服务业PMI:新商务活动	全球服务业PMI:就业	全球服务业PMI:积压工作	全球服务业PMI:投入价格
2022-01	51.00	52.80	51.70	52.00	66.30
2022-02	54.00	54.30	52.90	51.80	67.30
2022-03	53.40	54.70	53.90	53.80	70.20
2022-04	52.20	52.30	54.00	53.30	71.40
2022-05	51.90	53.00	54.00	53.50	71.90
2022-06	53.90	51.90	53.80	50.30	69.50
2022-07	51.10	52.00	52.70	49.00	68.40
2022-08	49.30	50.30	52.10	48.30	66.20
2022-09	50.00	50.50	51.50	49.80	65.30
2022-10	49.20	49.90	51.30	48.50	65.20
2022-11	48.10	48.20	50.50	48.20	64.30
2022-12	48.10	48.20	50.40	48.80	60.80
2023-01	50.00	50.60	50.60	49.10	62.40
2023-02	52.60	52.00	51.70	50.40	61.30
2023-03	54.40	53.80	52.40	51.50	60.50
2023-04	55.40	54.60	53.00	51.20	60.70
2023-05	55.50	55.40	52.70	49.80	59.50

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 1-4 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
2022-01	53.20	57.60	50.10	58.70	55.40	57.30	54.00	47.80	51.80	56.20	52.80	53.70	46.10	53.70	50.50	50.60	53.30	50.50	51.70	50.00	51.76	
2022-02	53.70	58.60	50.20	58.20	52.70	58.00	54.90	49.60	48.60	56.60	53.80	54.30	48.00	51.20	50.90	50.20	58.70	50.40	52.50	52.80	52.75	
2022-03	52.90	57.10	49.50	56.50	54.10	55.20	54.00	52.30	44.10	58.90	51.20	51.70	49.20	51.30	49.60	50.10	59.20	49.40	51.80	53.20	54.60	
2022-04	52.30	55.40	47.40	55.50	53.50	55.80	54.70	51.80	48.20	56.20	52.10	51.70	49.30	51.90	51.60	50.30	48.30	49.20	51.90	54.30	51.00	
2022-05	52.30	56.10	49.60	54.60	53.30	54.60	54.60	54.20	50.80	56.80	51.80	54.70	50.60	50.80	50.10	50.40	54.90	49.20	51.90	54.10	52.57	
2022-06	52.20	53.00	50.20	52.10	52.70	52.80	53.90	54.10	50.90	54.60	51.30	54.00	52.20	50.20	50.40	50.30	49.30	48.10	50.70	53.80	49.90	
2022-07	51.10	52.80	49.00	49.80	52.10	52.10	56.40	54.00	50.30	52.50	49.80	51.20	48.50	51.30	50.60	50.10	46.90	46.90	52.40	50.80	52.84	
2022-08	50.30	52.80	49.40	49.60	51.50	47.30	56.20	51.90	51.70	48.70	47.60	52.70	48.50	51.70	50.30	50.00	51.90	47.40	53.70	51.20	54.41	46.50
2022-09	49.80	50.90	50.10	48.40	50.80	48.40	55.10	51.10	52.00	49.80	47.30	52.50	50.30	53.70	49.10	49.90	49.50	46.90	55.70	52.90	51.36	43.10
2022-10	49.40	50.20	49.20	46.40	50.70	46.20	55.30	50.80	50.70	48.80	48.20	50.60	50.30	51.80	48.70	49.70	55.00	46.40	51.60	52.60	48.91	45.70
2022-11	48.80	49.00	48.00	47.10	49.00	46.50	55.70	44.30	53.20	49.60	49.00	47.40	50.60	50.30	47.90	49.80	59.50	45.70	51.10	52.70	47.36	44.60
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	47.97	42.10
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	50.97	49.60
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	48.90	50.10	54.80	52.70	51.62	51.10
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	48.13	55.50
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	49.70	45.80	51.50	60.40	51.40	49.05	57.40
2023-05	49.60	46.90	48.80	44.80	50.60	47.10	58.70	47.10	53.50	49.00	48.40	45.30	50.50	50.30	47.80	49.50	49.70	51.50	58.20	52.20	48.90	53.00
2023-06				43.60		46.20																

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

表 1-5 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
2022-01	51.00	59.90	50.30	51.10	47.60	54.10	51.50	52.80	49.80	47.22	68.50	56.40
2022-02	54.00	56.50	50.50	55.50	44.20	60.50	51.80	54.70	52.10	48.91	68.10	63.60
2022-03	53.40	58.30	46.70	55.60	49.40	62.60	53.60	58.10	38.10	52.00	64.10	60.20
2022-04	52.20	57.10	40.00	57.70	50.70	58.90	57.90	60.60	44.50	52.51	66.60	56.80
2022-05	51.90	55.90	47.10	56.10	52.60	53.40	58.90	58.60	48.50	54.13	65.90	59.60
2022-06	53.90	55.30	54.30	53.00	54.00	54.30	59.20	60.80	51.70	54.65	61.10	58.10
2022-07	51.10	56.70	52.80	51.20	50.30	52.60	55.50	55.80	54.70	50.60	58.00	55.60
2022-08	49.30	56.90	51.90	49.80	49.50	50.90	57.20	53.90	49.90	58.27	57.80	56.60
2022-09	50.00	56.70	48.90	48.80	52.20	50.00	54.30	51.90	51.10	55.71	55.20	52.80
2022-10	49.20	54.40	47.00	48.60	53.20	48.80	55.10	54.00	43.70	57.07	56.20	53.80
2022-11	48.10	56.50	45.10	48.50	50.30	48.80	56.40	51.60	48.30	53.79	54.30	53.40
2022-12	48.10	49.20	39.40	49.80	51.10	49.90	58.50	51.00	45.90	52.16	53.50	49.50
2023-01	50.00	55.20	54.00	50.80	52.30	48.70	57.20	50.70	48.70	54.55	51.40	56.70
2023-02	52.60	55.10	55.60	52.70	54.00	53.50	59.40	49.80	53.10	55.56	46.30	55.30
2023-03	54.40	51.20	56.90	55.00	55.00	52.90	57.80	51.80	58.10	53.92	49.90	54.20
2023-04	55.40	51.90	55.10	56.20	55.40	55.90	62.00	50.00	55.90	50.11	50.60	52.20
2023-05	55.50	50.30	53.80	55.10	55.90	55.20	61.20	54.10	54.30	53.31	50.20	52.60
2023-06				52.40	54.20	53.70						

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

## 二、银行业危机爆发

今年以来全球最重大的黑天鹅事件是欧美银行业暴雷事件，一共发生过两轮，第一次发生于 3 月上旬，第二轮发生于 5 月初。此次银行业破产案归根到底是欧美央行货币政策短期内连续转向所致。得益于欧美政府和央行及时救市，此次银行暴雷事件并未像 2008 年雷曼兄弟破产引发全球金融危机。不过，由于欧美通胀高企，欧美央行将继续加息，全球银行业危机并未解除。

### （一）美国银行业率先暴雷

3月上旬和5月初美国接连爆发银行破产案，彻底打断了美国经济的复苏进程。3月8日银门银行（Silvergate Bank）宣布破产，3月10日硅谷银行（Silicon Valley Bank）宣告破产，3月12日签名银行（Signature Bank）宣告破产，5月1日美国第一共和银行（First Republic Bank of the United States）再度宣布破产，预示着美国银行业危机的到来。

上半年美国银行破产风波不可小觑，涵盖了美国第二、第三、第四大银行破产案。在破产的四家银行中，以美国第一共和银行规模最为庞大。破产前，美国第一共和银行是美国第14大银行，截至今年4月资产总规模达到2291亿美元，被称为美国第二大银行破产案，仅次于在2008年金融危机中倒下的华盛顿互助银行（Washington Mutual Bank），该行破产时资产规模达到3070亿美元。破产震动效应最明显的是爆发时间更早的硅谷银行，该行破产前是美国第16大银行，总资产规模达到2090亿美元，破产时被称为美国第二大银行破产案，后在5月1日被美国第一共和银行破产案超越。签名银行破产时资产规模约为1104亿美元，现为美国第四大银行破产案。值得一提的是，美国第五大破产银行是2008年7月11日印地麦克银行（Indi Mac Bank），破产时资产规模仅为320亿美元，差美国第一共和银行、硅谷银行和签名银行一个等量级。

美国银行接连破产是美联储持续加息和缩表的负效应。此前美联储收紧货币政策似乎对金融市场直接冲击并不明显，但是美联储货币政策对经济影响往往具有三个季度至一年的滞后性，这一点在美联储去年11月至今年6月的6次议息会议声明和会议纪要中均作出警示，“In determining the pace of future increases in the target range, 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.”自去年3月美联储首次加息至今年3月美国多家银行宣布破产，正好一周年。

2020 年美联储开启量化宽松之后，诸多企业获得零息贷款，将大批富余资金存储于商业银行之中。商业银行往往将部分存款投资于美国国债或 MBS，赚取息差。不过，虽然美国国债和 MBS 相对比较安全但收益率较低，为了提升收益率就必须拉长久期。倘若美联储维持长期稳定利率，这样的投资方式确实能为银行带来丰厚无风险息差，并且吸纳存款和投资规模越大，利润越丰厚。然而，3 月三大银行暴雷前的 8 次议息会议中，美联储累计加息 450BP，累计缩表幅度达到 1.17 万亿美元，流动性紧缩刺破了科技泡沫，大批科技企业出现亏损，被迫提取存款应对资金链断裂的危机。倘若商业银行有完善的风控体系和意识，必会保留充足的资金或易变现资产，应对未来的不确定性，但是由于各大银行买入过多长期债券，导致流动性较低。

以首先暴雷的硅谷银行为例，硅谷银行首席执行官约瑟夫正是 2008 年倒闭的雷曼兄弟固定收益部 CFO，他在硅谷银行犯了一个在雷曼兄弟时同样的错误，将大量无息、低息的负债性存款买入大量长期固定收益债券——66.8% 的新增存款配置在 MBS 和美国国债。从 2020 年一季度至 2022 年一季度的两年期间，硅谷银行持有的 MBS 总额从 199.96 亿美元升至 998.12 亿美元，国债总额从 39.62 亿美元升至 165.44 亿美元。最近两年硅谷银行持有至到期资产占比从 14% 增加到 43%，其中久期超过 10 年的占比超过 90%。

当美联储仅仅加息几次时，对于美国以及全球经济影响相对有限。随着美联储持续加息和缩表，提前取款企业和储户越来越多，硅谷银行资金流动性不足的问题就暴露无遗。随后硅谷银行被迫提前变现长期国债套取现金，不过由于国债收益率持续攀升，硅谷银行的债券现值从 910 亿美元大幅缩水至 760 亿美元。并且，硅谷银行折价抛售美债情况让市场敏锐感知硅谷银行的流动性问题，引发更大规模的挤兑。最终，在资不抵债和流动性枯竭的情况下，硅谷银行无奈宣布倒闭。

这场危机的根源在于美联储的货币政策大调整，但在通胀创近 40 年新高之际，美联储加速加息和缩表是无奈之举，同时硅谷银行的错误投资政策起到推波助澜的作用。

## (二) 欧洲银行业难以独善其身

在 3 月上旬美国三大银行先后宣布破产之后，欧洲银行业难以独善其身，瑞信破产、欧洲银行股暴跌、CDS 利差暴涨，欧洲银行同样遭遇重大系统性风险。

今年 1 月随着美联储加息预期降温，欧洲银行股一度大幅上涨，甚至 2 月美联储加息预期增强之后，部分欧洲银行股价依然上冲。然而，随着 3 月欧美多家巨头银行暴雷之后，欧洲各大银行股大幅跳水，3 月最大回撤幅度基本在-20%至-40%之间。

同时，瑞信暴雷之后，欧洲诸多银行的 CDS 利差一度也大幅扩大。德意志银行的 CDS 利差水平是欧洲银行中是最高的，尤其德意志银行子公司的 5 年期 CDS 利差在 3 月 24 日已攀升至 535.85%，而在美国银行危机爆发前的 3 月 3 日还仅有 193.356%，这也意味着半个月涨幅将近 2 倍之多。3 月 24 日，巴克莱银行的 CDS 利差从 104.215 飙升至 153.169%，单日涨幅近 50BP。其他各大银行的 CDS 利差也有不同程度上涨。

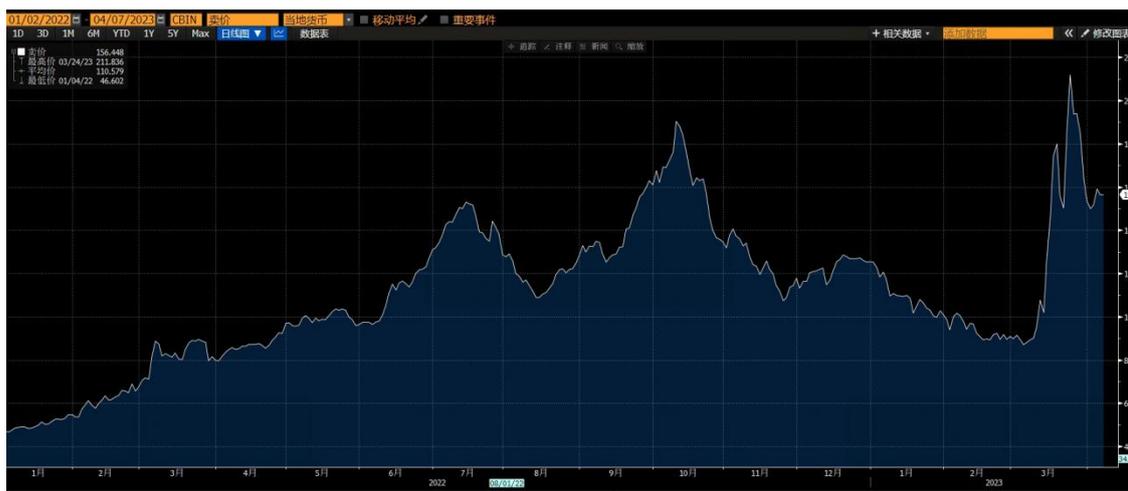


图 1-2：德意志银行 5 年期 CBS 利差

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理

CDS 全称 credit default swap，是国际市场中最常见的信用违约互换工具。CDS 利差是 CDS 的买方定期向卖方支付一笔款项，相对于防范信用风险所需支付的保险金。CDS 利差越高则说明市场风险度越高。在欧美多家银行刚破产之际，欧洲多家银行出现“股价跌、CDS 利差涨”的情况说明当前欧洲金融风险急剧上升，盈利能力无法得到保证，甚至存在破产风险。

德意志银行是德国最大的银行，其稳定发展是德国乃至整个欧洲金融稳定的风向标。德意志银行在金融市场上的剧烈波动甚至引得德国总理朔尔茨出面回应，他表示“没有任何担心的理由，因为该行已优化了业务模式并进行了重组，且利润可观”。朔尔茨还强调欧洲的银行体系非常稳定并且有韧性。为了提振信心，德意志银行在 3 月 24 日宣布提前赎回一笔 2028 年到期的 T2 债券，总额为 15 亿美元。

欧洲各大银行 CDS 利差大涨主要由于瑞信 AT1 清零引发的市场不信任所致，而根源是欧美各大央行持续加息造成全球经济下行，进而引发银行盈利能力下降以及流动性不足。后期由于各国政府及时救市，德银和巴克莱银行的 CDS 利差略有下降，但是其他部分中型银行的 CDS 利差却在大幅上升。

### （三）5 月银行危机影响不如 3 月

今年以来，全球爆发两次银行暴雷事件，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。

除了大宗商品，5月的各大资产总体表现更强于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。

表 1-6 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 1-7 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 1-8 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	+/-	3个月
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

#### (四) 违规救市引发信用危机 是欧美最大败笔

瑞信濒临破产之际，瑞士政府宣布救市，但是“违规”的救市措施进一步吞噬瑞士银行业树立的百年信誉。首先，根据瑞士固有监管规定，瑞银要收购瑞信，需要给股东六周时间进行咨询。于是，瑞士政府就在三天内临时修改并通过了法律，允许未经第一大股东沙特国家银行的同意就直接强行低价收购。其次，国际金融市场的清偿顺序是“普通债券 > 次级债券 > 优先股 > 普通股”。AT1 作为次级债，清偿顺序肯定优先于股票。然而，瑞士银行宣布将 172 亿美元的 AT1 债务直接减计清零。在瑞银“违约”收购事件中，损失最大的是沙特国家银行和亚洲投资者。沙特国家银行原本是瑞士信贷最大股东，被强制低价收购后直接损失 12 亿美元；AT1 债券的主要投资者是亚洲企业和富商，减计清零之后意味着血本无归。

硅谷银行破产之后，出现“存款清零、贷款照还”的怪相。今年 3 月底，FDIC 以保护这家加州银行的所有美国存款为由，将硅谷银行的美国客户账户、分支机构和贷款全部出售给第一公民银行，但是硅谷银行在开曼群岛的分行却被排除在了这一交易之外。这就意味着在硅谷银行开曼群岛分行开户的亚洲客户一边无法收回在硅谷银行的存款，另一边又要偿还素未谋面的第一公民银行贷款。

在这两项事件中，都存在美国打压中国的影子，瑞信事件是为了报复沙特同意与中国采取人民币结算原油以及中国减持美国国债，硅谷银行事件为了报复中国挑战美国霸权。虽然欧美政府看似从中获利数百亿美元，但是百年信誉毁于一旦。

### 三、通胀放缓 加息减速

2020-2022 年诸多国家饱受输入性通胀和货币超发影响，物价连创历史新高。随着能源、供应链和粮食三大危得到缓解以及货币政策收紧，全球通胀在去年下半年就已见顶，今年以来全球通胀继续边际趋缓。其中，美国、欧元区、英国三大西方经济体分别从去年 12 月的 6.4%、9.2%、10.5%下降至 4.1%、5.5%、8.7%。俄罗斯通胀缓和程度最为明显，俄乌冲突刚爆发初期俄罗斯通胀一度接近 18%，但俄罗斯本身就是能源、粮食和资源大国，可以实现自给自足，今年 5 月通胀率回落至 2.51%。印度、日本、韩国、新加坡、马来西亚、泰国等亚洲国家的通胀率基本下降 20%-80%不等。原本饱受恶性通胀之苦的土耳其通胀率也从此前 85%大幅下降至 55%。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，发达经济体略由于疫情前。

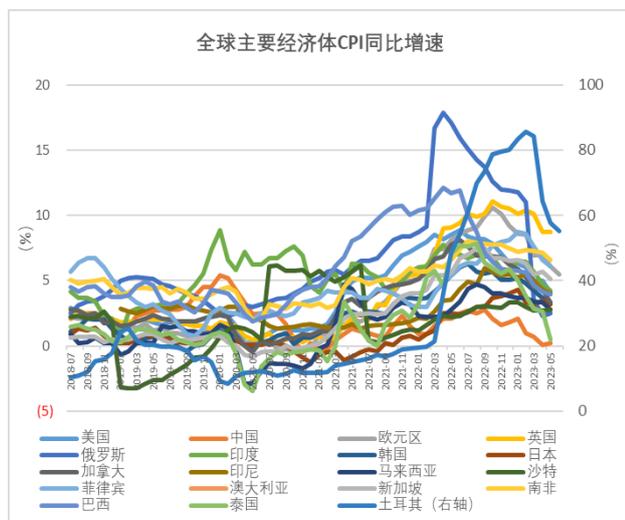


图 1-2 全球主要经济体 CPI 同比增速  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

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

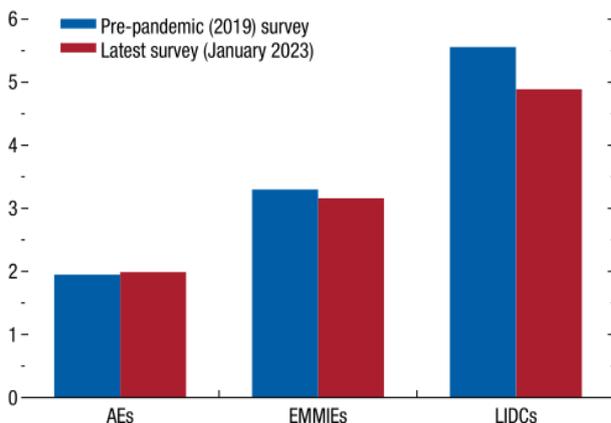


图 1-3 未来 5 年通胀预期与疫情前对比  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

随着通胀趋缓，今年以来全球各大央行总体放缓了加息步伐。上半年，巴西、匈牙利、俄罗斯、捷克、波兰五大央行未加息，马来西亚、印度、罗马尼亚、韩国、印度尼西亚五大央行仅加息一次，瑞士和加拿大两大央行加息两次。即便加息，单次加息幅度一般在 25-50BP。这与去年三季度单月就有数十家央行集体加息且加息中枢达到 75-200BP 形成鲜明对比。

虽然欧美通胀整体趋缓，但是实际通胀率依然远高于 2% 的长期通胀目标，令西方主要央行依然不敢结束此轮加息周期，各大央行行长和议员的表态均以鹰派为主。从去年 3 月起至今年 4 月，美联储连续 10 次加息，累计加息幅度 500BP。虽然 6 月议息会议停止加息，但是根据点阵图显示，未来美联储还将再加息 2 次。美联储主席鲍威尔在 6 月国会中强调美联储仍需加息以遏制通胀。欧洲央行在今年四次议息会议中累计加息 150BP，2-3 月均加息 50BP，4-5 月均加息 25BP。6 月 27 日欧洲央行行长拉加德在欧洲央行年度经济论坛中表示欧洲央行 7 月可能会继续加息，以应对欧元区一直居高不下的通胀率。整体预判，欧洲央行在三季度还将加息两次 25BP。由于英国核心通胀率创近 30 年新高，英国央行在 6 月加速加息，从 2 月和 4 月连续两次加息 25BP 提速至 50BP。英国 6 月基准利率达到 5%，创 2008 年次贷危机以来新高；今年三季度至明年一季度，英国央行还有可能加息 125BP 至 6.25%，创 1998 年亚洲金融危机以来新高。

两大发展中国家央行的货币政策较为突兀。阿根廷央行上半年累计加息 2200BP 至 97%，这与阿根廷恶性通胀愈演愈烈有关，5 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 同比增速也在达到 88%。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。不过，大幅降息之后，津巴布韦通胀再度反弹，5-6 月环比通胀率分别回升至 15.7%和 74.5%，迫使津巴布韦央行宣布将贷款利率提升至 150%。

表 1-9 2022 年-2023 上半年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	2023上半年累计调整	1月	2月	3月	4月	5月	6月	最新利率
阿根廷	3700	2200	0	0	300	1300	600	0	97.00%
土耳其	-450	600	0	-50	0	0	0	650	15.00%
冰岛	375	275	0	50	100	0	0	125	8.75%
塞尔维亚	400	175	50	50	50	25	0	0	6.00%
欧元区	250	150	0	50	50	0	25	25	4.00%
尼日利亚	450	150	100	0	50	0	0	0	18.00%
英国	325	150	0	50	25	0	25	50	5.00%
新西兰	350	125	0	50	0	50	25	0	5.50%
南非	325	125	25	0	50	0	50	0	8.25%
丹麦	235	110	0	35	50	0	25	0	3.00%
瑞典	250	100	0	50	0	0	50	0	3.50%
以色列	315	100	0	50	0	25	25	0	4.75%
澳大利亚	300	100	0	25	25	0	25	25	4.10%
挪威	225	100	0	0	25	0	25	50	3.75%
美国	425	75	0	25	25	0	25	0	5.25%
菲律宾	300	75	0	50	25	0	0	0	6.75%
墨西哥	500	75	0	50	25	0	0	0	11.25%
泰国	75	75	0	25	25	0	0	25	2.00%
加拿大	400	50	25	0	0	0	0	25	5.00%
瑞士	175	50	0	0	25	0	0	25	1.75%
马来西亚	100	25	0	0	0	0	25	0	3.00%
印度	185	25	0	25	0	0	0	0	6.50%
印度尼西亚	200	25	25	0	0	0	0	0	5.75%
韩国	225	25	25	0	0	0	0	0	3.50%
罗马尼亚	500	25	25	0	0	0	0	0	7.00%
巴西	450	0	0	0	0	0	0	0	13.75%
匈牙利	1160	0	0	0	0	0	0	0	13.00%
俄罗斯	1150/-1250	0	0	0	0	0	0	0	7.50%
捷克	325	0	0	0	0	0	0	0	7.00%
波兰	600	0	0	0	0	0	0	0	6.75%
日本	-0.10%	0	0	0	0	0	0	0	-0.10%
津巴布韦	14000	6000/-1000	0	-5000	0	-1000	0	1000	150.00%

备注：“-”代表降息

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

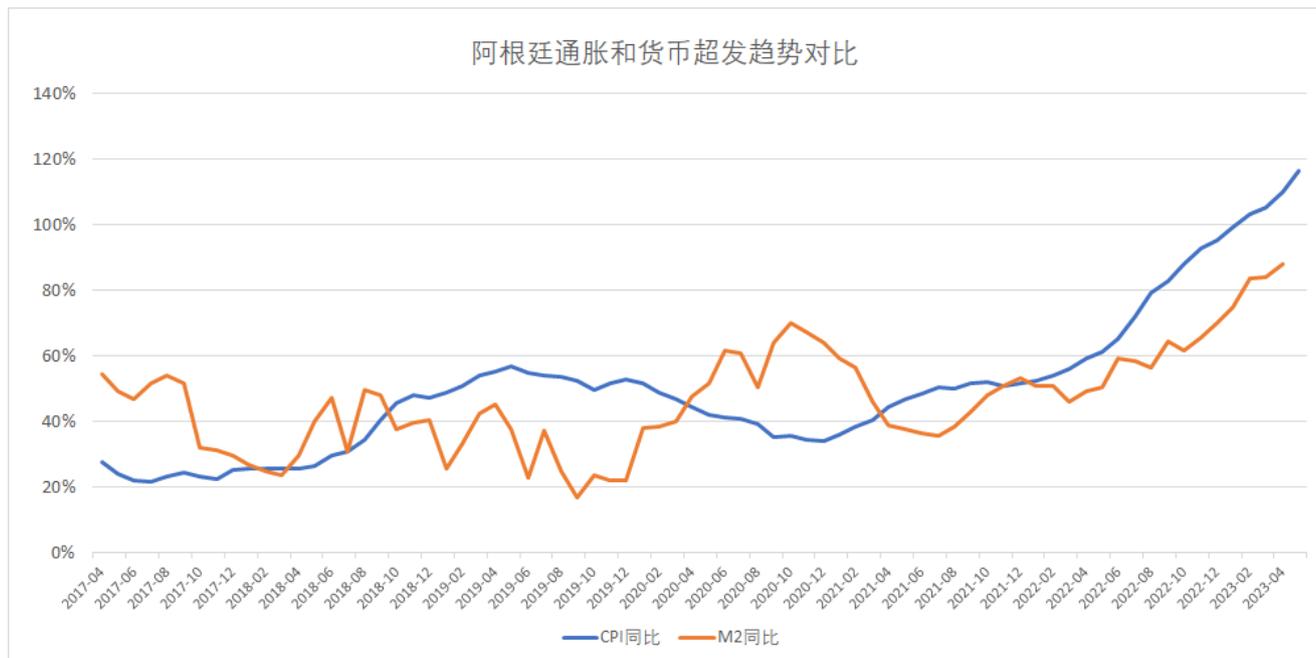


图 1-4 阿根廷通胀和货币超发趋势对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美联储极有可能在四季度停止加息，明年一季度转向降息，全球货币政策将从“紧缩”逐步转向“宽松”。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，从明年起多家央行还会选择降息。

#### 四、俄乌冲突对市场影响逐渐趋弱

俄乌冲突已持续近 1 年半，对于全球金融市场影响逐渐趋弱。冲突爆发前夕以及初期，全球能源、大宗商品以及贵金属价格出现恐慌性暴涨，美元和美债作为良好的避险资产得到全球投资者的青睐。与此同时，市场普遍担忧俄罗斯会被西方制裁，疯狂抛售俄罗斯资产，俄罗斯 RTS 股指在冲突爆发首日暴跌 40%，迫使俄政府临时关闭俄罗斯证券市场交易，卢布兑美元汇率在半个月內贬值超 50%。为了稳定国内金融市场以及分化西方阵营，普京于 2022 年 3 月 30 日正式签订“卢布结算令”，从而稳定住了卢布汇率和股市，此后成为在 2022 年为数不多兑美元升值的货币。

冲突爆发之后，以美国为首的西方国家开始对俄罗斯实施全方位制裁，截至目前对俄制裁项目数量已过万项，涉及政治、经济、文化、科技、军事、体育等各个领域，其中在经济领域对俄罗斯打击最为明显的是三方面：将俄罗斯主要国有银行踢出 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。在各大经济体之中，欧盟对俄罗斯制裁力度最大，已达 10 轮之多，并从第 5 轮制裁开始涉及能源领域。不过，所有制裁都是双刃剑，在制裁对方的同时也伤害了自己。欧洲对俄罗斯能源依赖度较高，2021 年 46% 的煤炭、40% 的天然气、27% 的石油是从俄罗斯进口。能源制裁一度导致全球爆发严重的能源危机，美国通胀创近 40 年新高，欧洲通胀创历史新高。

从 2022 年中起，俄乌冲突对于金融和大宗商品市场的直接影响在弱化，市场已进入疲劳期。相较而言，美联储的货币收紧政策开始主导国际金融市场。由于俄乌冲突引发的能源危机和粮食危机，促使全球物价持续攀升，美联储被迫采取“先抗通胀、后救经济”的总体政策，持续加息和缩表，致使美元指数一度逼近 115 点大关，非美货币兑美元基本处于贬值之中，美元兑日元一度突破 150 大关，欧元兑美元同样跌破平水，美元兑人民币逼近 7.4 大关。从 2022 年四季度起，美联储逐步放缓加息节奏，主要因为美国通胀和核心通胀分别在 2022 年中和三季度出现拐点，美元指数逐步回落，非美货币收复前期失地，大宗商品开始反弹。值得一提的是，就当美国通胀出现拐点之时，欧洲通胀续创历史新高，主要因为美国本身就是能源和农业大国，盛产石油、天然气、大豆、玉米等产品，只是从环保角度出发依然进口部分石油，美国对俄罗斯能源依赖度极低，2021 年从俄罗斯进口原油量仅占自身用量的 7%。欧洲的处境则大相径庭，首先欧洲对俄罗斯的能源、矿产依赖度极高，同时乌克兰被誉为欧洲粮仓，亚速海和黑海被封锁造成粮食无法正常出运。粮食禁运直至 2022 年 8 月在联合国调停下才逐步开放。此外，欧洲大量资本和产业链外逃至美国避险，进一步削弱了欧洲发展潜力。

此次俄乌冲突延续长达一年半之久，与各方误判有着直接关系。俄罗斯误判了乌克兰的军事实力和抵抗决心，从最初的闪电战，发展成防御战，再到当前的拉锯战，这给西方国家看到了援助乌克兰的价值，同样也反映出俄罗斯的综合国力根本无法与前苏联相提并论；西方国家同样低估了俄罗斯反制裁的能力，俄罗斯通过“卢布结算令”、多元化的货币结算机制以及能源出口渠道缓解了危机，并未出现西方媒体鼓吹的“崩溃论”和“解体论”。同时，美国希望通过俄乌冲突削弱俄罗斯、控制欧洲的目的也十分明显，不断支援乌克兰财政和军事装备，给予乌克兰持续抵抗的能力。

俄乌冲突在 2023 年内难以结束。双方都不愿意在对自己不利的状况下停止军事行动，但又缺乏一击制胜的实力。同时，鉴于各方利益以及诉求，当前俄乌双方缺乏和平谈判的政治基础。未来西方存在对于俄罗斯实施进一步制裁的可能性，但是边际效应已经越来越低。当前需要慎防制裁外溢，如加强制裁与俄罗斯进行正常贸易的“友好国家”，这将直接影响俄罗斯的战备潜力以及友好国家的能源和粮食安全。

## 五、新冠疫情对市场影响宣告结束

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”。

Figure 1. COVID-19 cases reported by WHO Region, and global deaths by 28-day intervals, as of 25 June 2023\*\*

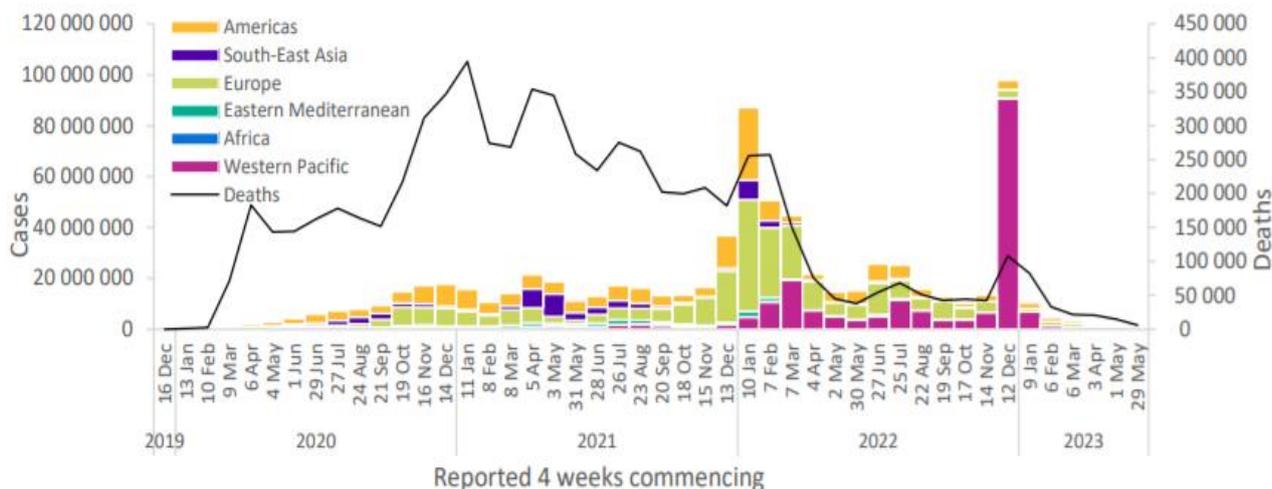


图 1-5：全球各大地区月度确诊病例和死亡病例

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

回顾三年，新冠疫情对世界政治、经济、金融、产业、供应链、公共卫生、文化交流等各个领域均造成重大影响。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，比如网络会议技术，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 29 日发布的最新一期 COVID-19 Weekly Epidemiological Update 显示，最近四周(2023 年 6 月 1 日-6 月 29 日) 全球新增新冠病例 102 万，新增死亡病例 5751 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。

表 1-10 2023 年 6 月 1 日—6 月 29 日及累计各大洲确诊及死亡病例

WHO Region	New cases in last 28 days (%)	Change in new cases in last 28 days *	Cumulative cases (%)	New deaths in last 28 days (%)	Change in new deaths in last 28 days *	Cumulative deaths (%)
Western Pacific	650 024 (63%)	-35%	204 508 315 (27%)	1 018 (18%)	-43%	413 895 (6%)
Europe	199 624 (19%)	-57%	275 679 854 (36%)	2 310 (40%)	-62%	2 242 952 (32%)
Americas	137 590 (13%)	-66%	193 094 953 (25%)	1 896 (33%)	-68%	2 956 943 (43%)
South-East Asia	24 400 (2%)	-73%	61 188 565 (8%)	421 (7%)	-56%	806 434 (12%)
Africa	6 773 (1%)	-12%	9 540 096 (1%)	24 (<1%)	20%	175 396 (3%)
Eastern Mediterranean	5 725 (1%)	-75%	23 383 754 (3%)	82 (1%)	-63%	351 341 (5%)
<b>Global</b>	<b>1 024 136 (100%)</b>	<b>-49%</b>	<b>767 396 301 (100%)</b>	<b>5 751 (100%)</b>	<b>-61%</b>	<b>6 946 974 (100%)</b>

\*Percent change in the number of newly confirmed cases/deaths in the past 28 days, compared to 28 days prior. Data from previous weeks are updated continuously with adjustments received from countries.

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

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 美国经济起伏较大 美元指数一波三折

今年美国经济稳步复苏，但是两次被银行破产事件打断。不过，得益于美国政府及时救市，恐慌情绪并未持续蔓延。美国通胀虽然大幅回落，但是美联储加息终点不断提升，三季度将继续加息 1-2 次后本轮加息才会结束，四季度不会降息，首轮加息可能出现于明年 3 月。所以，三季度美元兑各大货币汇率存有升值可能，四季度之后美元将逐步走弱。今年一季度美国实际 GDP 终值同比增长 1.8%，6 月美国国会成功通过债务上限上调法案，美国未来 1 年半政府财政和社会消费将得到保证，预计今年美国经济增速有望达到 1%，出现衰退的可能性较低。

## 一、上半年美国经济起伏较大

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。不过，5 月美国政府救市比 3 月更为迅速，稳定了市场负面情绪，5 月各项数据喜忧参半，并未出现一边倒不及前值。6 月在债务上限方案通过之后，美国经济内生驱动力增强，美联储将美国今年经济增速预期从 0.4% 提升至 1%。

根据 6 月 29 日美国经济分析局公布的数据显示，美国一季度实际 GDP 终值录得 5.06 万亿美元，同比和环比分别增长 1.8% 和 0.5%，同比高于前值，环比低于前值。相比初值，终值上修，主要因为消费支出与出口数据上调。从板块来看，“**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 3.8%，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 16.4%。“**政府消费支出和投资总额**”环比折年率达到 5.2%，同创 2021 年二季度以来新高。在美国经济增速总体放缓之际，政府加大投资规模推动经济发展。虽然美国依然是全球最大的贸易逆差国，但是逆差规模在缩小，今年一季度出口 GDP 同比和环比分别增长 7.2% 和 1.3%，进口 GDP（负项）同比和环比分别增长 -1.8% 和 1%；出口 GDP 增速高于进口 GDP 增速。“**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”、“私人存货”和“住宅”均出现同比和环比双负增长。美国经济增速下行，尤其在 3 月多家银行暴雷事件发生后，美国私人投资更趋谨慎。



图 2-1: 2018-2023 年美国实际 GDP 终值  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

表 2-1 2023 年一季度美国实际 GDP 终值

指标名称	GDP 终值	同比	环比	占比
GDP 总值	5.071	1.8%	0.5%	100%
个人消费支出	3.587	2.3%	0.9%	70.7%
商品	1.402	0.8%	1.5%	27.7%
服务	2.219	3.1%	0.6%	43.8%
国内私人投资总额	0.896	-7.9%	-3.0%	17.7%
固定资产投资	0.879	-3.2%	-0.1%	17.3%
非住宅	0.750	2.9%	0.3%	14.8%
建筑	0.116	2.0%	2.7%	2.3%
设备	0.314	-0.7%	-1.8%	6.2%
知识产权产品	0.326	6.8%	1.3%	6.4%
住宅	0.142	-19.3%	-1.4%	2.8%
私人存货变化	0.002	-96.8%	-94.9%	0.0%
商品和服务净出口	-0.311	-16.5%	0.4%	-6.1%
商品和服务出口	0.653	7.2%	1.3%	12.9%
商品和服务进口 (负项)	0.964	-1.8%	1.0%	19.0%
政府消费支出和投资总额	0.872	2.7%	1.3%	17.2%

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

美国二季度 GDP 数据尚未公布。受全球经济增速放缓和银行破产案影响，美国二季度其他各项经济指标起伏较大，喜忧参半。**产业方面**，美国制造业已经连续 7 个月处于萎缩之中，而非制造业依然处于扩张区间，但不断逼近荣枯线。**就业方面**，今年 1-5 月美国新增非农人数月

均 314 万，相比去年月均新增 400 万下降两成以上。美国失业率总体较低，今年 1 月和 4 月均录得 3.4%，创 1970 年以来新低。5 月再度爆发银行破产案，失业率反弹至 3.7%。美联储最新预判 2023 年失业率为 4.1%，低于此前预期 4.5%。**消费方面**，月度和周度零售额以及消费信心均处于震荡下降态势。**收入方面**，美国季调可支配收入持续上升，4 月已经提升至 4913 元，同比增长 7.4%。**库存方面**，美国总体处于去库存阶段，今年 4 月季调零售商库存已经上升至 7710 亿美元以上，零售商库存比反弹至 1.3。

表 2-2 6 月美联储对 2023-2025 年美国宏观经济前景预测

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2	1.6-2.5
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9	3.5-4.4
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0	2.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4		3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0	
March projection	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6	2.4-3.6
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6

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

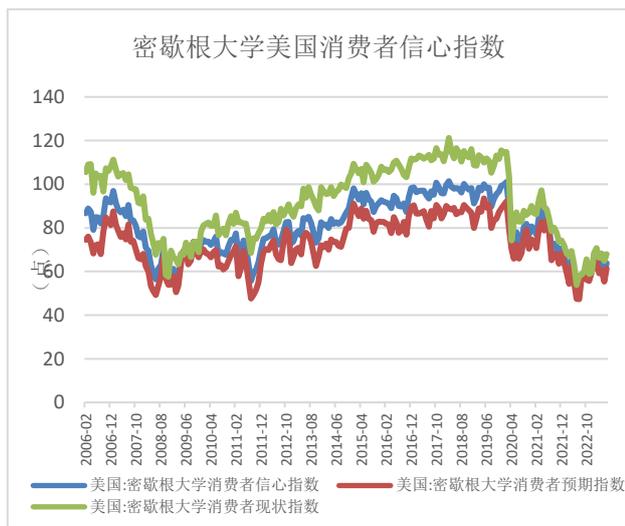


图 2-2：密歇根大学美国消费者信心指数  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 2-3：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

## 二、通胀进一步放缓

今年以来，美国通胀进一步放缓。消费端，季调 CPI 与 PCE 同比分别从去年 9%、6.98% 的峰值降至今年 5 月 4.1%、3.85%，季调核心 CPI 与 PCE 同比分别从去年 6.7%、5.42% 的峰值降至今年 5 月 5.3%、4.62%。生产端，季调 PPI 从去年 11.6% 的峰值降至今年 5 月 1.2%，季调核心 PPI 从去年 9.7% 的峰值降至今年 5 月 2.8%。

总体来看，美国通胀率全方位大幅下降。相对而言，生产端通胀放缓程度比消费端更快，整体通胀率放缓程度比核心通胀率更快。

表 2-3 美国 2023 年 5 月通胀与 2022 年底及 2022 年峰值对比

通胀领域	通胀指标		2023年5月	2022年12月	2022年峰值
消费端	季调CPI	同比	4.10%	6.40%	9.00%
		环比	0.10%	-0.10%	1.30%
		核心同比	5.30%	5.70%	6.70%
		核心环比	0.40%	0.30%	0.70%
	PCE	同比	3.85%	5.30%	6.98%
		环比	0.13%	0.20%	0.99%
		核心同比	4.62%	4.62%	5.42%
		核心环比	0.31%	0.37%	0.63%
生产端	季调PPI	同比	1.20%	6.40%	11.60%
		环比	-0.30%	-0.30%	1.60%
		核心同比	2.80%	5.70%	9.70%
		核心环比	0.20%	0.20%	1.20%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从分项来看，美国通胀大幅放缓是各个板块物价回落的结果，最新一期 2023 年 5 月的季调 CPI 数据显示“食品饮料”、“能源”、“住宅”、“交通运输”、“医疗保健”、“娱乐”的同比增速均创去年峰值以来最低。其中，又以“能源”和“交通运输”板块物价回调最为明显。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“交通运输”，两大板块 CPI 同比增速峰值一度狂飙至 41.5% 和 22.5%。随着能源危机和供应链危机的持续好转，今年上半年峰回路转，叠加高基数的影响，“能源”和“交通运输”成为唯二出现同比负增长的两大板块。上次“能源”和“交通运输”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。

“服装”和“教育与通信”CPI 同比增速有所反弹。随着新冠疫情持续好转，美国逐步重启校园以及留学生返校，对于教育资源需求持续升温。同时，出行增加后，对于服装等易耗品需求也有所提升。此外，占美国 CPI 比重达四成左右的住宅 CPI 回落速度并不明显，仅从去年峰值 8% 降至 6.8%。一方面，疫情管控放开后，美国用工需求维持高位，大批劳动者返回大中型城市求职，增加了租房需求；另一方面，房屋租约短则 3-6 月，长则 1-2 年，因此即便租房市场降温也要等到前一份租约到期后才会体现。

表 2-4 2022-2023 年美国 CPI 及分项季调同比增速

项目	季调同比增速 (%)																	
	2023-05	2023-04	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	4.10	5.00	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	5.30	5.50	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	6.60	7.50	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	-11.30	-4.90	-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	6.80	7.40	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	3.50	3.60	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	-1.70	0.30	-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	0.70	1.10	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	4.60	5.00	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	1.50	1.50	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 2-5 2022-2023 年美国 CPI 及分项季调环比增速

项目	季调环比增速 (%)																	
	2023-05	2023-04	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	0.10	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	0.40	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	0.20	0.10	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	-3.60	0.60	-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	0.20	0.20	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	0.30	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	-0.20	1.20	-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	0.10	0.00	-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	0.50	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	0.00	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

美国通胀放缓几乎是全方位和全板块的，2023 年下半年美国通胀率将会继续震荡下行。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。此外，美国失业率在今年 5 月反弹，领取失业金人数在二季度回升，美国工资和通胀螺旋上升问题持续缓解。不过，受俄乌冲突、黑海粮食续签、OPCE + 减产等不确定因素影响，下半年美国物价有可能存在个别月份反弹的情况。

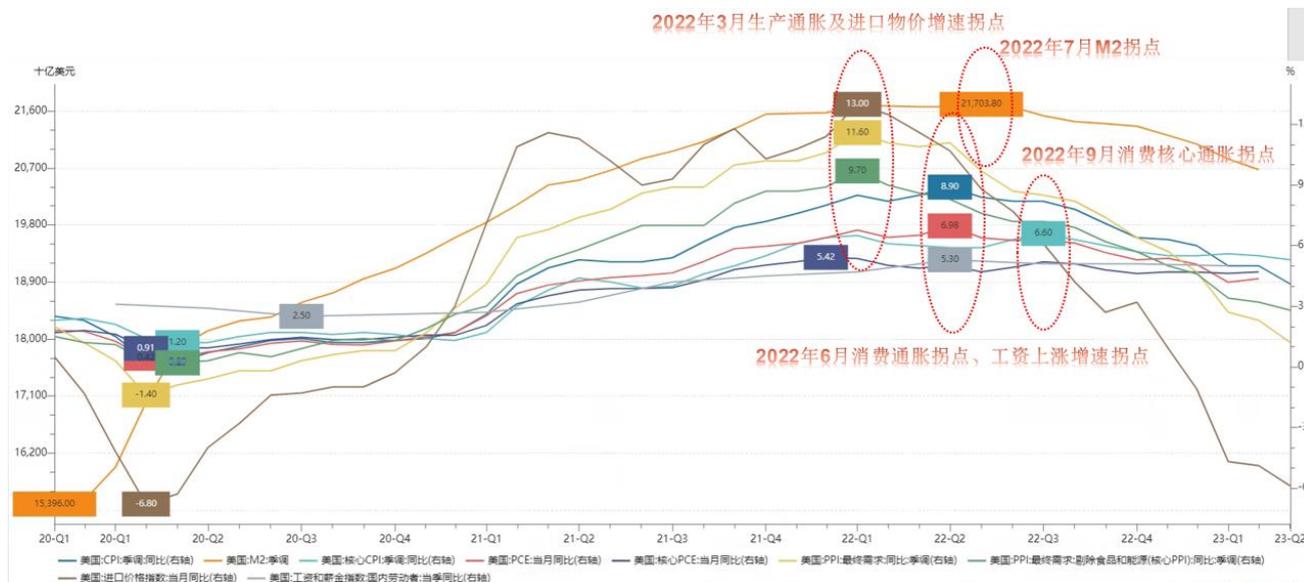


图 2-4：美国生产和消费通胀、M2、工资增速以及进口物价增速拐点

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

### 三、美债海外持有出现分化 美国债务上限再提升

#### (一) 美债海外持有出现分化

根据美国财政部公布的国际资本流动报告 (TIC) 显示，2022 年外国投资者持有美国国债累计减持 0.44 亿美元，减持幅度 5.6%。不过，今年美债海外持有额明显回升。截至今年 4 月，外国投资者持有美国国债合计 7.58 万亿美元，同比增加 1.8%，相比去年 12 月增长 3.8%。从月份来看，除了 2 月美债海外持有额环比回落之外，其他 3 个月均环比增加。美债收益率回落、银行破产案引发现金避险等因素促使美债海外持有额逆势回升。

日本和中国是美债最重要的两大海外持有者。截至今年 4 月，日本和中国分别持有 1.127 万亿和 0.869 万亿美国国债，占比达到 14.9%和 11.5%，相比去年底分别增持 509 亿和 18.3 亿美元。但是从更长的时间维度来看，中日两国出现不同程度减持。从 2021 年 11 月至 2023 年

4 月期间，日本累计减持 1983 亿美元。中国在此期间共减持 1965 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 1.3 万亿美元，随后十年间趋势性回落，累计减持 4356 亿美元。

表 2-6 2023 年 4 月美国国债海外投资者 TOP10 持有比重

单位：十亿美元	合计	日本	中国	英国	比利时	卢森堡	瑞士	开曼群岛	爱尔兰	加拿大	中国台湾
2023年4月	7,581	1,127	0,869	0,681	0,337	0,332	0,298	0,276	0,245	0,247	0,244
占比	100%	14.9%	11.5%	9.0%	4.4%	4.4%	3.9%	3.6%	3.2%	3.3%	3.2%
相比2022年12月	3.8%	4.7%	0.2%	4.5%	-4.2%	0.9%	10.7%	-2.8%	-3.9%	14.9%	8.5%
同比	1.8%	-7.2%	-11.0%	10.8%	31.7%	12.2%	11.3%	-5.7%	-20.8%	5.3%	7.7%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

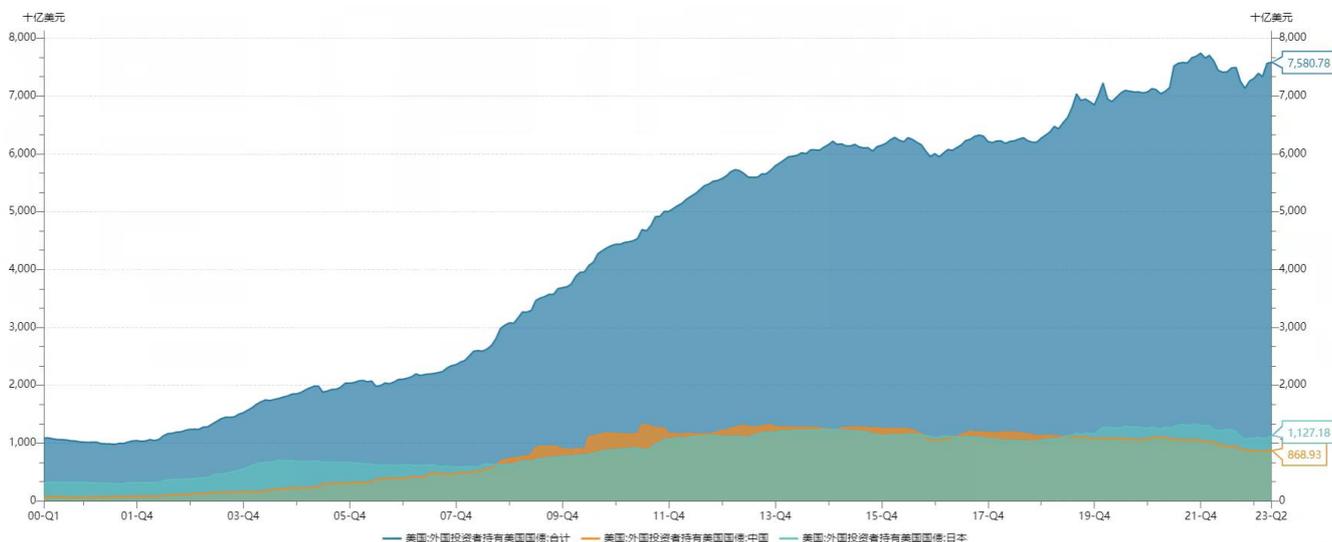


图 2-5：外国投资者持有美国国债总量及中日两国占比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

各大央行多次调整美债持有政策既有经济因素，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，去年四季度 10 年期美国国债收益率一度达到 4.67%。今年 1-4 月市场始终对美联储结束加息抱有较强预期，10 年期美国国债收益率一度跌破 4%，使得美债价格水涨船高，叠加银行破产事件发生，投资美债避险情绪升温。此外，美国债务上限问题在上半年闹得

甚嚣尘上，各国央行对此事件风险评判不一，也会影响对美债持有政策。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。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，今年 4 月中国环比减持 3.8 亿美元国债。

## （二）美国债务上限再提升

6 月 3 日下午美国总统拜登签署一项关于联邦政府债务上限和预算的法案，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。这一法案暂缓债务上限生效至 2025 年初，并对 2024 财年和 2025 财年的开支进行限制。

这样的结果基本符合预期。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”。

## （三）美债和美元依然是全球最安全的避险资产之一

虽然今年上半年媒体关于“去美元化”探讨甚嚣尘上，但是“去美元化”不可能一撮而就，甚至仅仅是阶段性事件。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，台海和南海危机升温，中东不确定加剧。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，今年 5 月美元结算比例升至 42.6%，是全球最重要的货币，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。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理制裁，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。

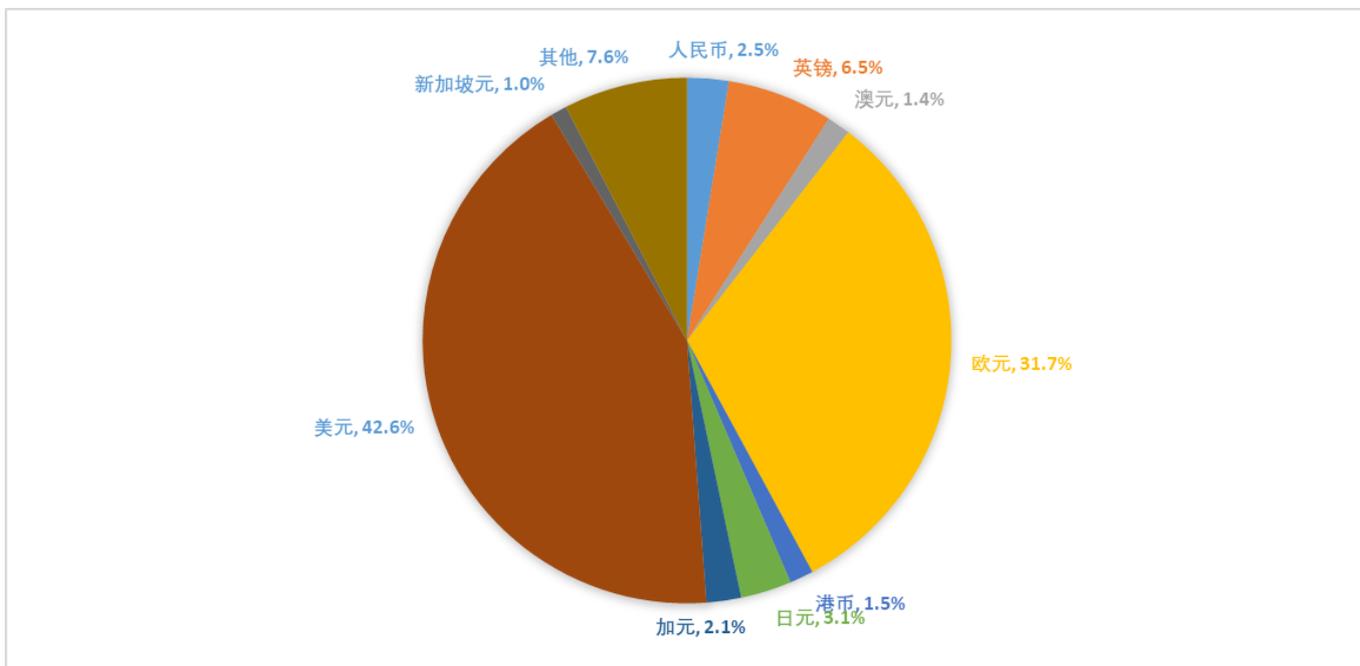


图 2-6：2023 年 5 月 SWIFT 体系中各大币种结算比例

数据来源：SWIFT、方正中期期货研究院整理

鉴于 6 月美联储加息升温，10 年期美债收益率拉升至 4.87%，6 月美债海外持有额将会缩水。不过，下半年美债海外持有额将会逐步上升。由于今年 1 月 19 日之前，美债的发行规模较小，随着美国政府提升债务上限规模，预计下半年美债的发行规模将超过 1 万亿美元。美国国债的国外投资者持有占比一般在 1/4 左右，叠加当前美债发行收益率较高，对于海外投资者颇具吸引力，下半年美国国债海外持有额将增加 2500 亿美元左右。

#### 四、美元走势一波三折 兑其他货币整体升值

上半年美元指数走势一波三折，大致可以分为六个阶段：

**第一阶段：1月1日至2月1日。**美国通胀数据回落、全球经济衰退预期增强。2月1日美联储加息 25BP，连续两次议息会议放缓加息步伐，美元指数出现弱势，跌至 101.1547。

**第二阶段：2月2日至3月8日。**美国通胀、就业、消费等各项经济数据表现强势，美联储多位官员均发表鹰派言论，市场对于美联储加息终点持续升温，美元指数一度突破 105 点。

**第三阶段：3月9日至4月13日。**美国三大银行破产，经济硬着陆风险急剧升温，市场普遍认为美联储货币政策将会在下半年转向，美元指数跌回 101.0148。

**第四阶段：4月14日至5月29日。**美国各级政府及时救市，市场恐慌情绪趋于缓和，各项经济指标明显回升。即便 5 月 1 日美国第一共和银行再度破产，但在美国政府救市情况下，市场迅速回暖。同时，市场普遍对美国提升债务上限持乐观态度，美国经济可以避免衰退。美元指数上冲至 104.2907。

**第五阶段：5月30日至6月21日。**美国通胀超预期回落且失业率反弹，美联储 6 月停止加息预期不断升温。6 月美联储议息会议之后，欧洲央行和英国央行议息会议均释放鹰派信号。欧洲央行宣布继续加息 25BP。由于英国核心通胀率创近 30 年新高，英国央行加速加息 50BP，并且未来还有可能加息 125BP。在两大权重货币强势压力下，美元指数震荡回落至 102.0589。

**第六阶段：6月22日至6月30日。**美联储主席鲍威尔再度释放鹰派言论，叠加美国一季度 GDP 终值上修，市场对美联储三季度加息 2 次 25BP 预期升温，美元指数再度反弹至 103.3788。



图 2-7 2023 上半年美元指数走势

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

与 2022 年单边强势不同, 2023 上半年美元指数震荡起伏。2023 年 6 月 30 日美元指数录得 102.9237, 相比 2022 年 12 月 30 日下跌 0.5%。因此, 上半年美元兑各大货币汇率涨跌互现。由于欧洲通胀比美国更为严重, 上半年欧洲央行和英国央行的货币政策比美联储更显鹰派, 美元兑英镑和欧元均累计贬值。美元兑阿根廷比索升值幅度最大, 达到 44.7%, 这与阿根廷超过 100% 的恶性通胀有关。

对于未来的加息次数, 美联储与市场预期存在一定分歧。6 月点阵图显示美联储 7 月和 9 月议息会议将各加息 25BP, 而市场认为再加息一次的概率更高。整体预判, 美联储在三季度再加息 1-2 次后本轮加息宣布结束, 四季度不会降息, 首轮加息可能出现在明年 3 月。所以, 三季度美元兑各大货币汇率依然能维持强势, 四季度之后美元将逐步走弱。

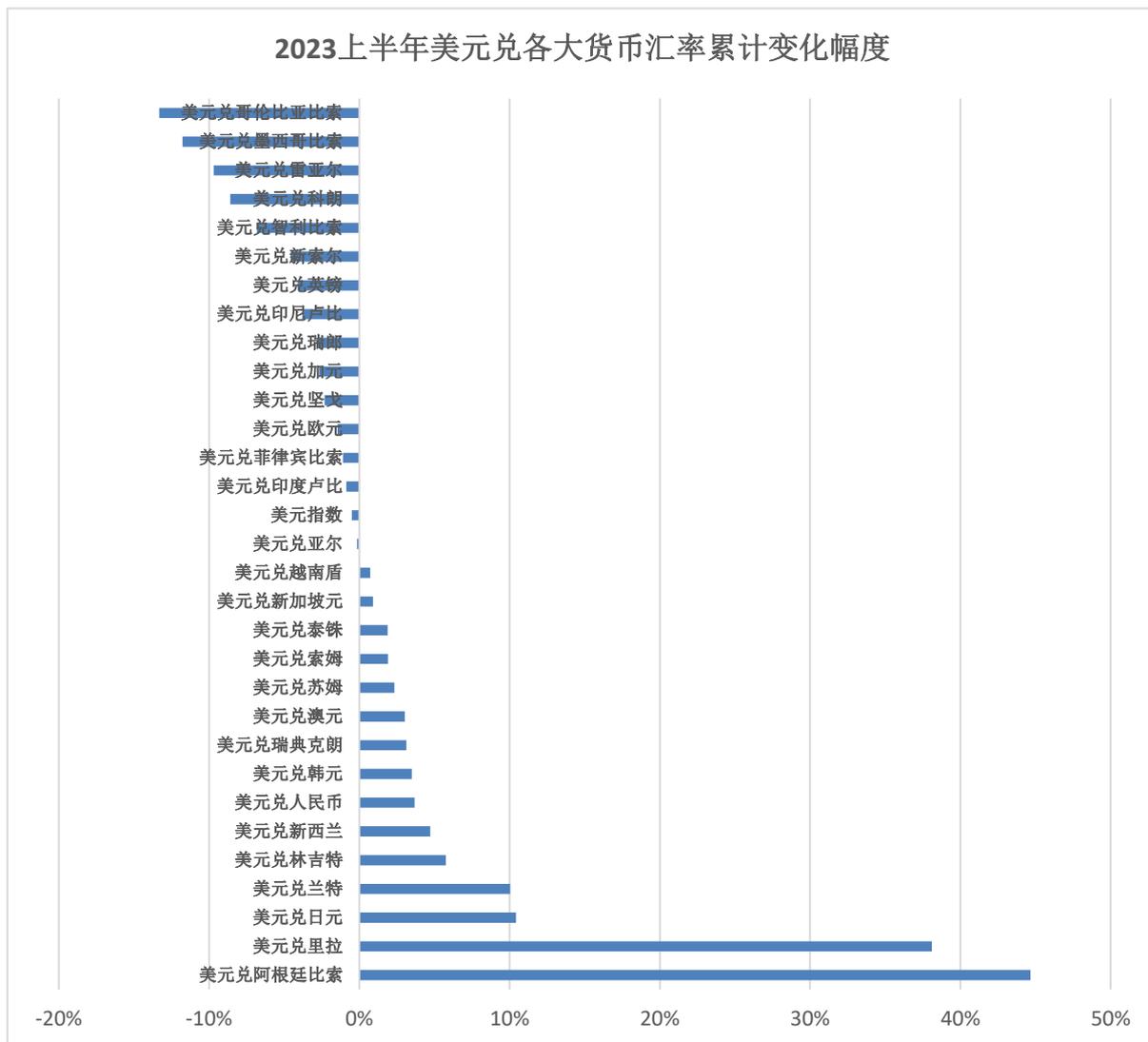
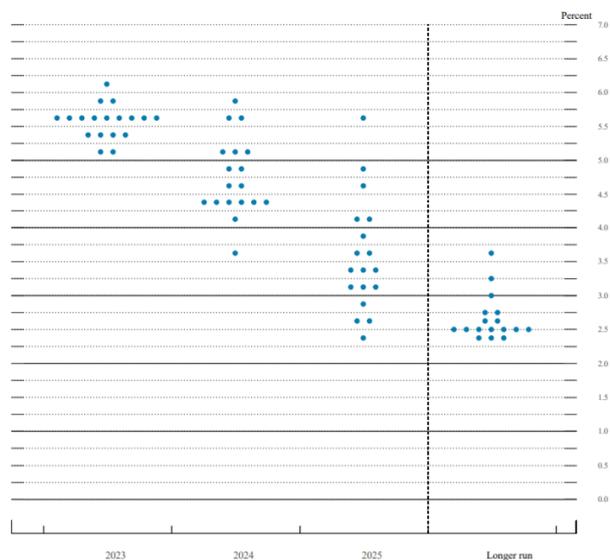


图 2-8 2023 上半年美元兑各大货币汇率累计变化幅度

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

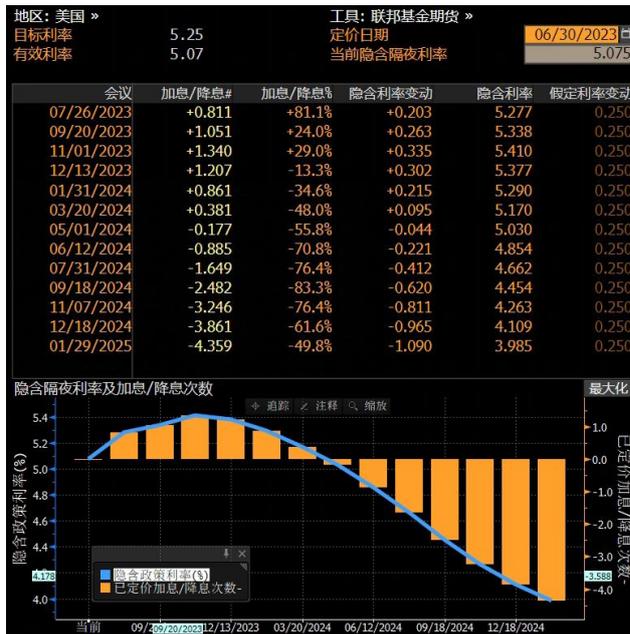
表 2-7 2023 年 6 月美联储点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



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

表 2-8 联邦基金期货隐含的美联储利率路径



数据来源: Bloomberg、方正中期期货研究院整理

### 第三部分 欧洲经济面临衰退 未来将面临多重危机

虽然今年 1-2 月欧洲经济一度出现回暖,但充其量只是低谷后的反弹。3 月美国银行暴雷事件外溢至欧洲,瑞信银行宣布破产,多家欧洲银行 CDS 利差大幅飙升。随着银行业危机爆发,欧洲经济火车头德国经济出现衰退,导致欧元区连续两个季度实际 GDP 环比负增长,意味着欧元区已经陷入技术性衰退。英国一季度 GDP 增速好于预期且英国核心通胀创近 30 年新高,英国银行在 6 月加息提速,明年一季度可能加息至 6.25%,创 1998 年亚洲金融危机以来新高。这将严重利空英国中远期经济发展,2023 年英国很有可能成为全球唯一尚未恢复至疫情前水平的主要国家。随着通胀依然高企、俄乌冲突升级,下半年欧洲仍将面临罢工、债务、银行破产、能源和粮食短缺等系统性风险。

## 一、欧元区陷入技术性衰退

根据欧盟公布的数据显示，2023 年一季度欧元区 20 国实际 GDP 修正值为 2.76 亿欧元，环比下降 0.1%，叠加 2022 年四季度欧元区同样环比下降 0.1%，欧元区经济已经连续两个季度出现环比负增长，这就意味着欧元区经济已经陷入技术性衰退期。从同比角度来看，2023 年一季度欧元区实际 GDP 同比增长 1%，创 2021 年二季度以来新低。3 月瑞信暴雷事件对于欧元区经济的打击影响十分明显。

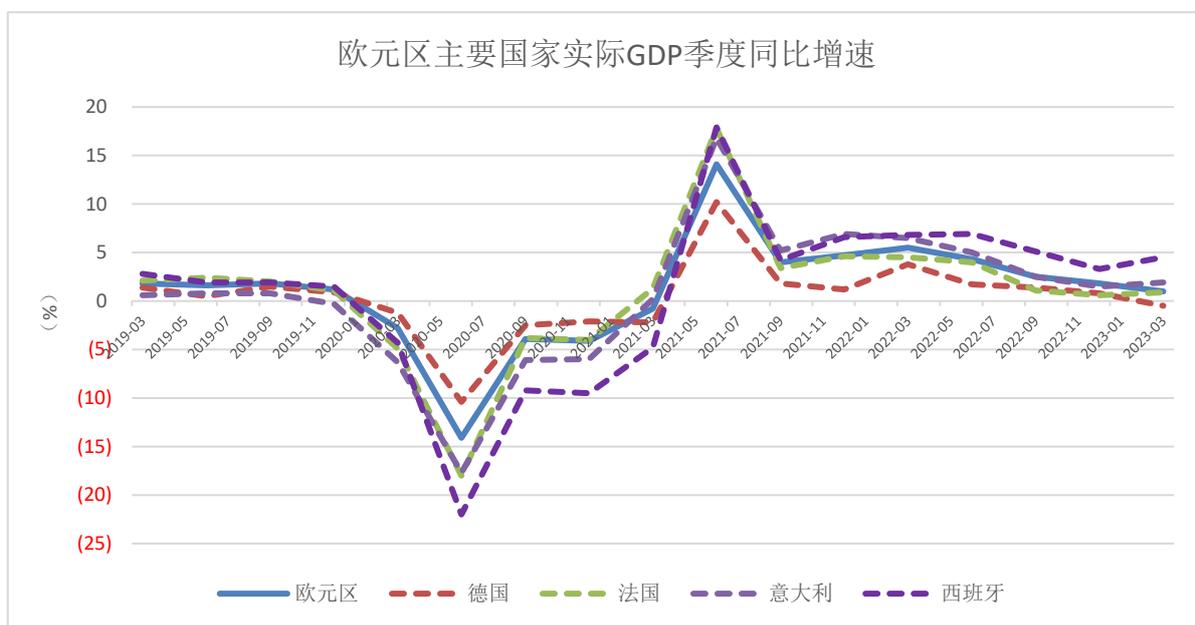


图 3-1 欧元区主要国家实际 GDP 季度同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

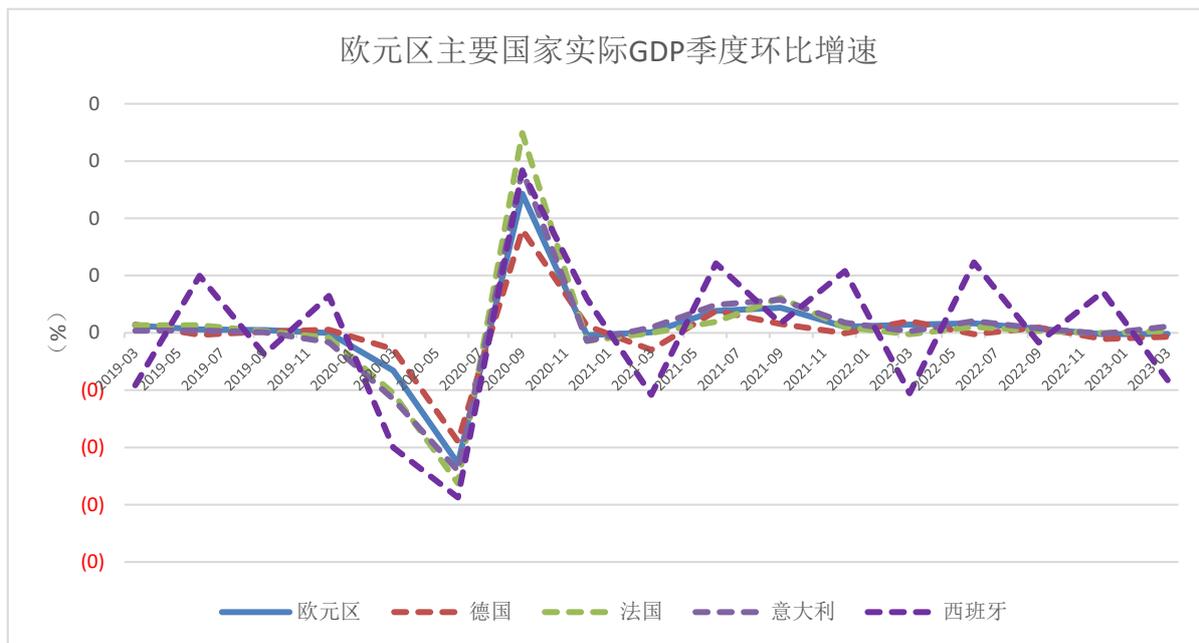


图 3-2 欧元区主要国家实际 GDP 季度环比增速

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，同样也是经济的最重要的驱动力，一季度 GDP 实际总量达到 7460 亿欧元，占欧元区经济总量的 27.04%。不过，德国一季度 GDP 同比下降 0.5%，是欧元区前四大国家中唯一出现负增长的国家；并且一季度环比下降 0.3%，叠加去年四季度环比下降 0.5%，德国已经陷入技术性衰退。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济往来，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”验收的同时又遭遇“北溪-1”恐怖袭击，德国被迫进口美国和卡塔尔高价 LNG 以及印尼和澳大利亚的高价煤炭，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，6 月更是跌至 41，是欧洲主要国家中最低的。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，西班牙实际 GDP 在今年一季度环比大幅下降 4.1%，同样出现负增长。

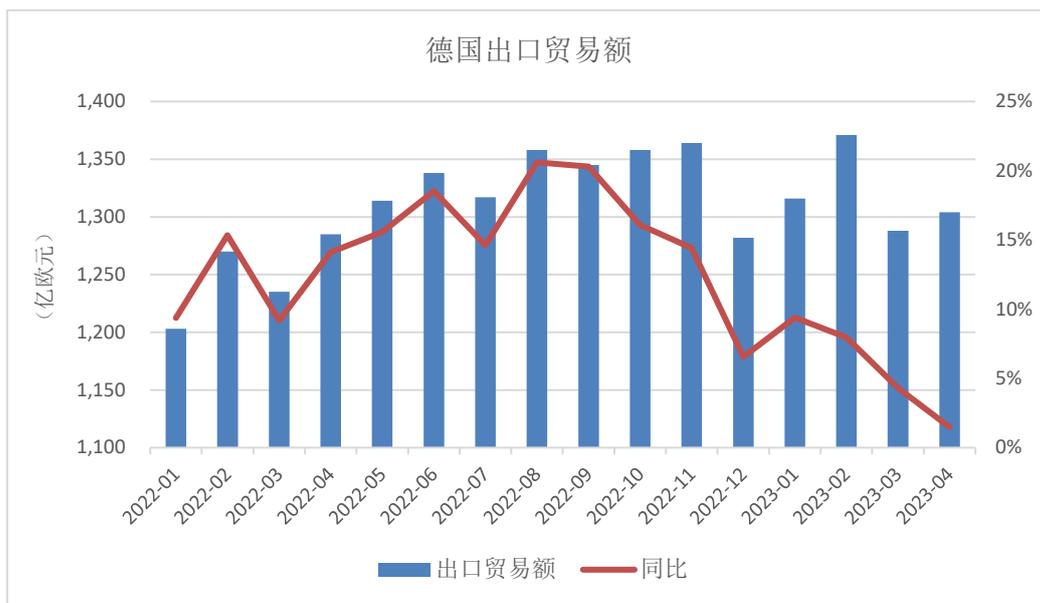


图 3-3 德国出口贸易额

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

由于能源成本较高且稳定性较差以及多轮大范围罢工，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，6 月欧元区制造业 PMI 已经跌至 43.6，处于深度萎缩状态。6 月 ZEW 欧元区现状指数录得-41.9，创二季度新低；景气指数录得-10，创今年新低。

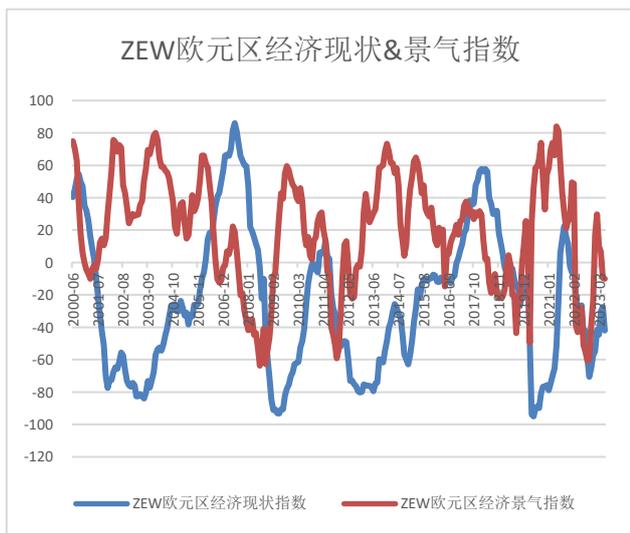


图 3-4：ZEW 欧元区经济现状&景气指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

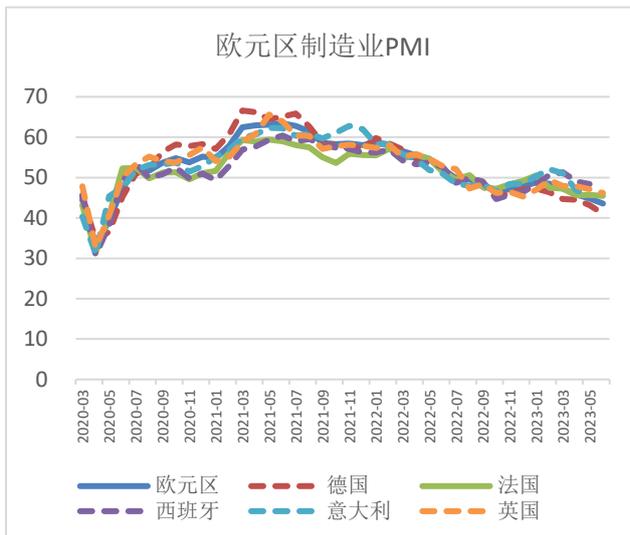


图 3-5：欧元区制造业 PMI

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

## 二、今年英国将成唯一未恢复至疫情前的主要经济体

英国国家统计局公布的数据显示今年一季度英国季调实际 GDP 录得 5587.05 亿英镑, 同比增长 0.21%, 创 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。英国一季度经济并未出现衰退, 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动, 避免经济过早出现衰退。



图 3-6: 英国季调实际 GDP 及增速

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

从产业发展来看, 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, 6 月仅录得 46.2, 创今年新低。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, 不过 4 月再度边际回落。相较而言, 今年 2-6 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 5 月零售不变价指数创近三个月新高, GFK 消费者信心指数连续创 2022 年 2 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 4-5 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，相较于美国 4.1%、加拿大 4.3%、欧元区 6.1% 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 5 月核心通胀 CPI 同比增速达到 7.1%，创近 30 年新高。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。

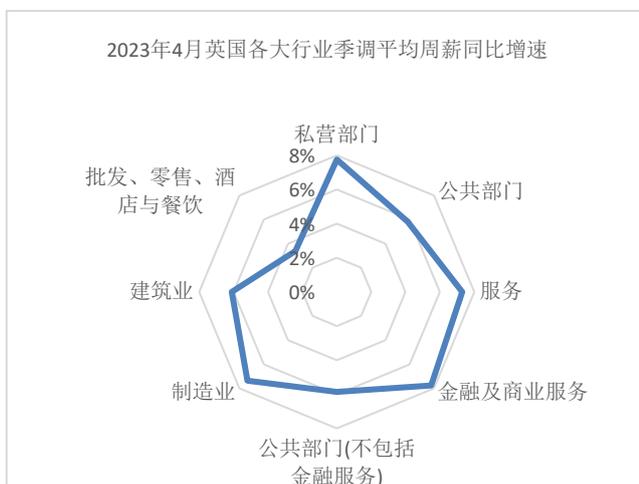


图 3-7: 2023 年 3 月英国各行业平均时薪同比增速  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

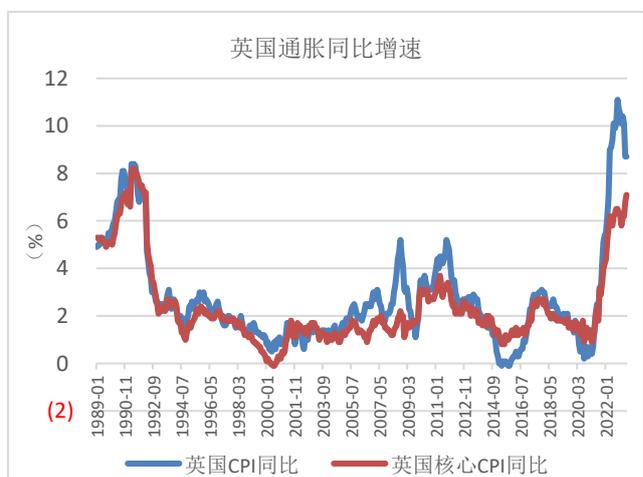


图 3-8: 英国通胀同比增速  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

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 3.91%，远低于欧元区 6.5%，英国 4 月平均时薪同比增长 7.4%。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。上半年，英国央行一共加息 4 次，其中 1 月加息 50BP，3 月和 5 月受银行破产案影响放缓加息步伐为 25BP，6 月由于核心通胀率创近 30 年新高再度加快加息步伐为 50BP。截止今年 6 月，英国基准利率已经攀升至 5%，创 2008 年金融危机以来新高。根据隔夜掉期利

率显示，未来三个季度英国央行还将加息 125BP 至 6.25%，将创 1998 年亚洲金融危机以来新高。

表 3-1 隔夜指数掉期显示英国基准利率水平



数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理



图 3-9：英国基准利率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

英国和日本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主要国家。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，今年一季度英国经济增速仅为 0.21%。随着英国央行持续加息，必将抑制经济发展。2023 年英国很有可能成为全球唯一尚未恢复至疫情前水平的主要国家。

表 3-2 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

### 三、下半年欧洲仍需直面诸多危机

欧元区已经陷入技术性衰退，英国经济增长前景也不容乐观，下半年欧洲仍需直面诸多危机。

其一，罢工危机。去年下半年以来欧洲多国爆发大规模罢工，今年以来罢工活动有愈演愈烈趋势，英国、法国、德国、西班牙等多个欧洲国家均爆发数百万人的全国性罢工游行。欧洲民众罢工的理由很明确，在本国遭遇严重通胀危机之时，政府不仅无法满足工会的涨薪要求，却将大量财政预算用于对乌军火援助。法国政府为了实现养老金账户的收支平衡，决定将退休年龄从 62 周岁延长至 64 周岁，进一步激化法国工人阶级与政府的矛盾。虽然欧洲通胀明显放缓，但依然远高于 2% 的长期通胀目标，欧洲民众的生活成本持续攀升。不间断的罢工游行导致工厂和商铺无法正常开工运营，对于欧洲产业发展造成明显影响，下半年欧元区和英国的制造业 PMI 仍将长期低于荣枯线。

其二，债务危机。截至 2023 年 5 月，欧元区一般未偿还债务规模达到 10.64 万亿欧元，相比 2022 年 12 月扩大 2.4%，约占 2022 年欧元区实际 GDP 的 79.44%。意大利和西班牙的一般未偿还债务规模占 GDP 比例均超过 100%，分别达到 124.7% 和 103.9%；法国和比例的一般债务

规模占 GDP 比例也逼近 100%，分别达到 99.7%和 96.7%。随着俄乌冲突不断升级，欧洲各国承诺会持续支援乌克兰，这将进一步扩大欧洲的债务规模。

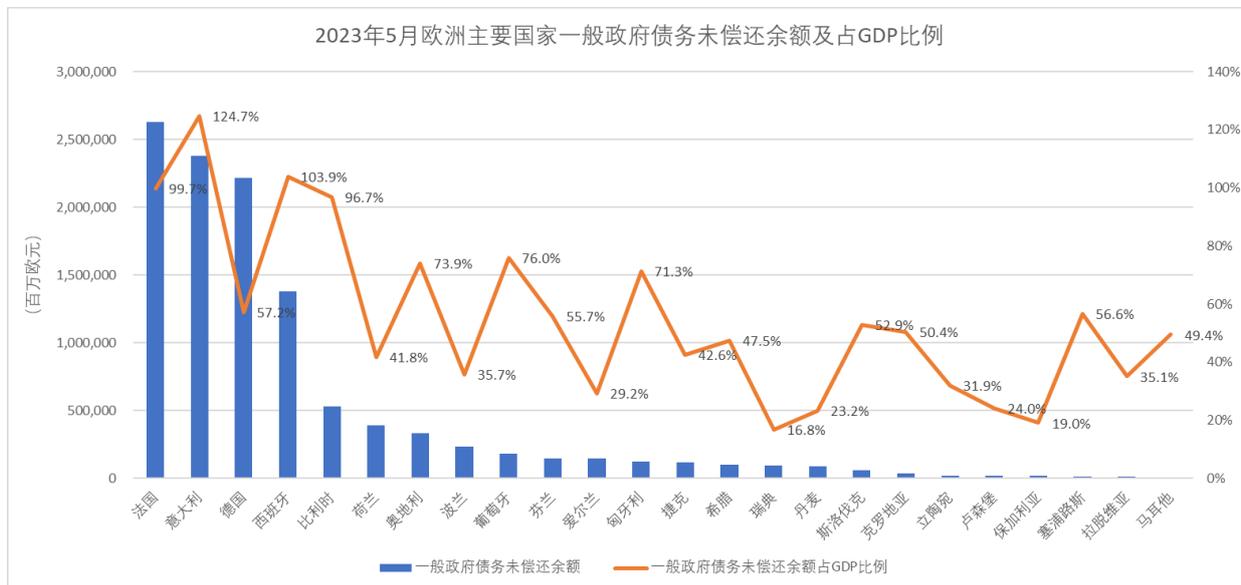


图 3-10: 欧洲主要国家一般未偿还债务规模及同比  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

其三, 能源和粮食危机。乌克兰是欧洲粮仓, 俄乌冲突爆发后亚速海和黑海一度遭到封锁, 乌克兰 2000 多万吨粮食无法正常出运, 造成欧洲粮食短缺, 直至 2022 年 8 月在联合国的调停下才得到解除。不过, 这份协议具有局限性, 到期后需要持续谈判。鉴于西方国家并未履行对俄罗斯农产品的制裁解除, 克林姆林宫多次威胁将不再续签。一旦续约谈判破裂, 欧洲粮食危机会重燃。今年以来, OPEC+为稳定原油价格持续减产, 待 11 月入冬之后, 欧洲能源短缺问题会再度成为热点。倘若欧洲一味摒弃俄罗斯廉价能源, 将不得不承受其他国家的高价能源以及高昂的运输成本, 这样会加剧通胀, 提升欧洲生产和生活成本。

其四, 银行系统性危机。虽然欧洲各国政府及时救市, 暂时解决了银行危机, 缓解公众恐慌情绪, 但是随着欧美央行还将继续加息, 欧洲银行的流动性问题将愈演愈烈, 欧洲依然存在爆发银行系统性风险。

## 第四部分 日本经济稳步复苏 货币政策有望收紧

日本经济一季度 GDP 同比增速录得 1.8%，高于前值和预期，5 月制造业 PMI 恢复至荣枯线。日本今年经济增速预期有望达到 2%，时隔 4 年之后终于能恢复至疫情前水平。日本央行行长完成换届，鉴于欧美银行接连爆发暴雷，植田和男并未在上任后就立即取消 YCC 政策，预计下半年将结束量化宽松政策。

### 一、2023 年日本经济将恢复至疫情前

剔除价格因素，日本一季度实际 GDP 录得 137.75 万亿日元，同比和环比分别增长 1.8% 和 0.7%，均高于前值，不过依然低于 2019 年同期 0.6%。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。今年一季度美元兑日元汇率均值 132.3890，同比升值 13.8%。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 10.5%。

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	138.56	136.06	134.53	135.32	137.75	98.2%	97.1%	97.7%	99.4%
二季度	139.06	125.32	135.13	137.19		90.1%	97.2%	98.6%	
三季度	139.34	132.33	134.59	136.69		95.0%	96.6%	98.1%	
四季度	135.57	134.90	136.25	136.83		99.5%	100.5%	100.9%	
全年	552.54	528.62	540.50	546.02		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 74.27 万亿日元，占比进一步升至 53.9%，同比和环比分别增长 2.5% 和 0.5%。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 98.45，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 1-4 月商业销售总额同比增长 2.3%，在服装、纸制品、石油煤炭、矿石金属、机械都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 6 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 2.1，一季度日本**公共投资** GDP 同比和环比增长 3.2% 和 1.5%，**私人企业设备投资** GDP 同比和环比增长

4.5%和1.4%。**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-9118 亿日元，负项规模扩大 2.8 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 4.9%。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。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	137.75	100%	1.8%	0.7%
私人消费	74.27	53.9%	2.5%	0.5%
私人住宅投资	4.45	3.2%	-2.2%	-0.1%
私人企业设备投资	22.72	16.5%	4.5%	1.4%
私人存货变化	0.66	0.5%	-22.4%	270.7%
政府消费	29.83	21.7%	1.0%	0.1%
公共投资	6.78	4.9%	3.2%	1.5%
公共存货变化（负项）	-0.02	0.0%	35.6%	129.2%
净出口（负项）	-0.91	-0.7%	278.7%	142.9%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

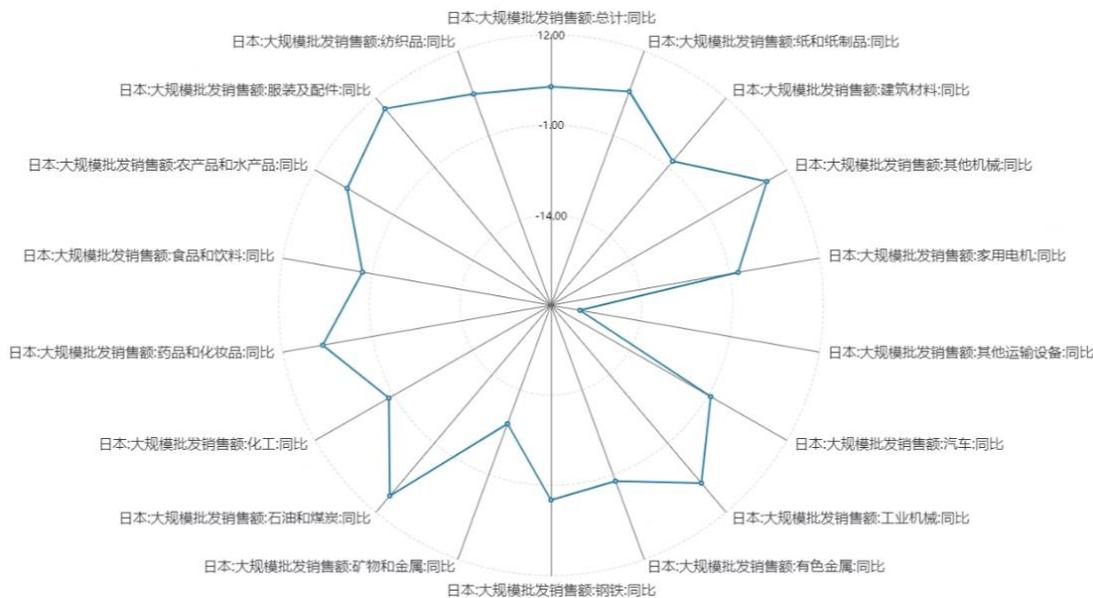


图 4-1：2023 年一季度日本各大商品大规模批发销售额同比

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。

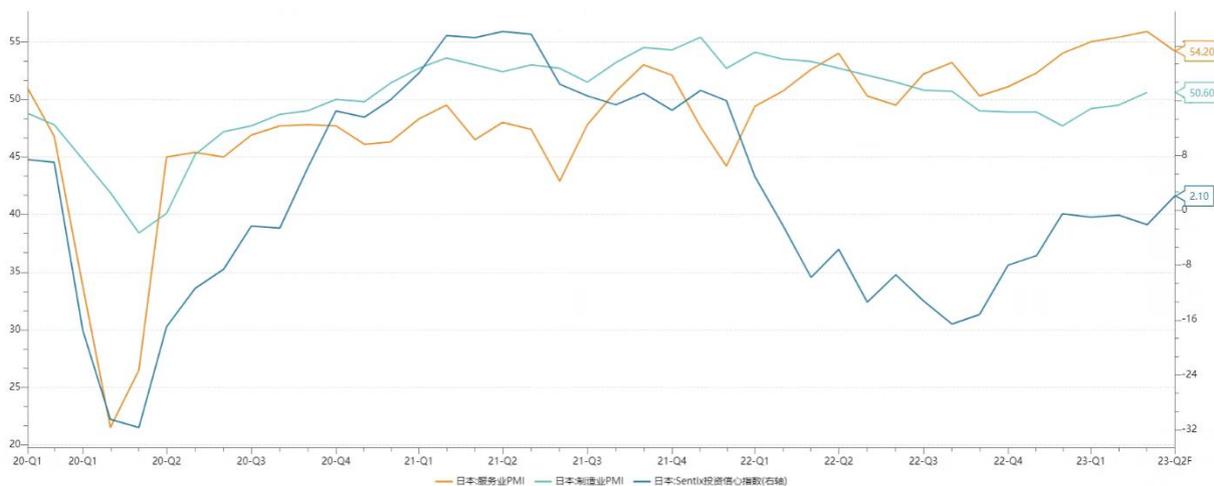


图 4-3：日本制造业/服务业 PMI 以及 Sentix 投资信心指数

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 同比增速录得 1.8%，高于 1.2%，未来三个季度只需继续保持 1% 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，预计能实现 2% 左右的增速。WHO 宣布解除全球新冠疫情紧急状态，日本国内消费和国际旅游能迅速复苏，国内投资也将加速。当然，日本所面临的不确定因素也较多。美联储三季度还有可能加息两次，日元兑美元汇率将维持弱势，日本贸易赤字规模将维持高位。此外，新任日本央行行长植田和男有可能在下半年结束量化宽松政策，也对日本经济增长产生极大不确定性。

## 二、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，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，植田和男在第二季度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。6 月日本央行议息会议纪要显示央行议员存在较为明显的鸽派和鹰派立场之分。鹰派议员呼吁“尽早修订其备受

争议的 YCC 政策”；鸽派议员认为“日本央行应暂时维持宽松货币政策的整体框架，同时考虑到在退出当前货币政策的未来阶段以防止利率大幅波动的必要性。”

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 范围为-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 5 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水平并且通胀高于 2%的情况下，下半年植田和男选择直接退出 YCC 的可能性反而更高。



图 4-4: 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“借超低成本日本资金、投资海外获取高收益”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下滑，推升未来美国国债的收益率，进而增加美国政府的借贷成本。其四，日元兑美元将大幅升值，这将严重削弱日本出口贸易的价格吸引力，但也可以降低日本进口资源的成本压力。

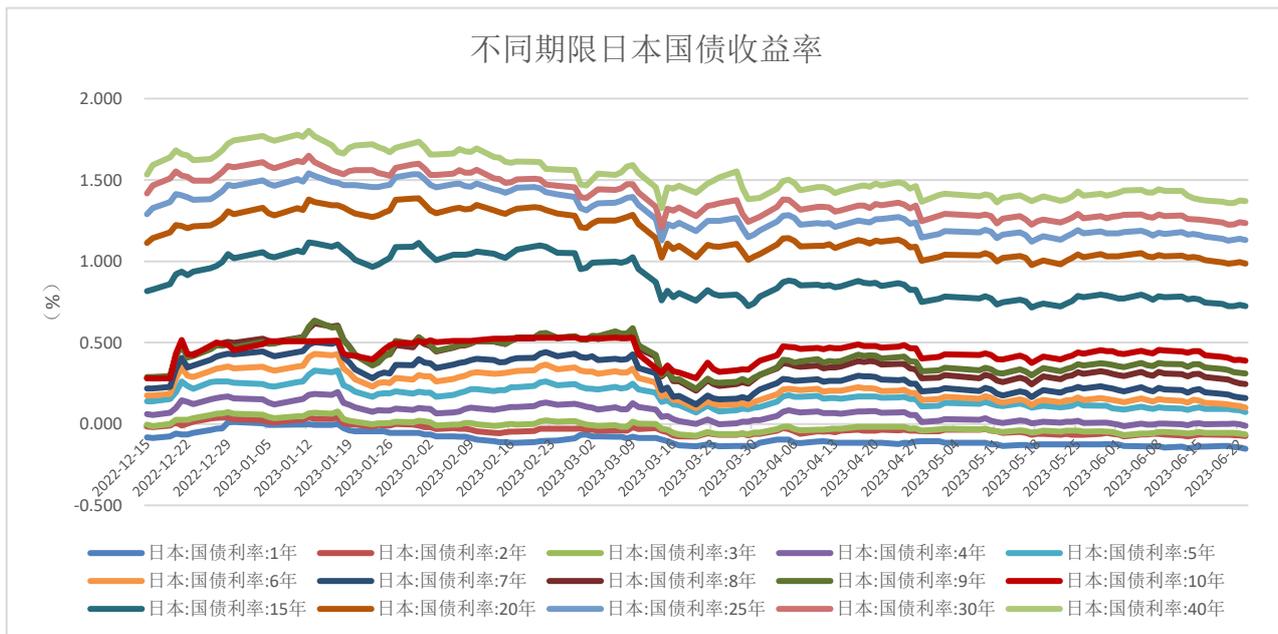


图 4-5: 不同期限日本国债收益率  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

得益于日本经济复苏以及 YCC 预期取消后将吸引大量资本回流, 日本股市大幅反弹。6 月 21 日, 日经 225 报收 33575.14 点, 创 1990 年 4 月以来新高。

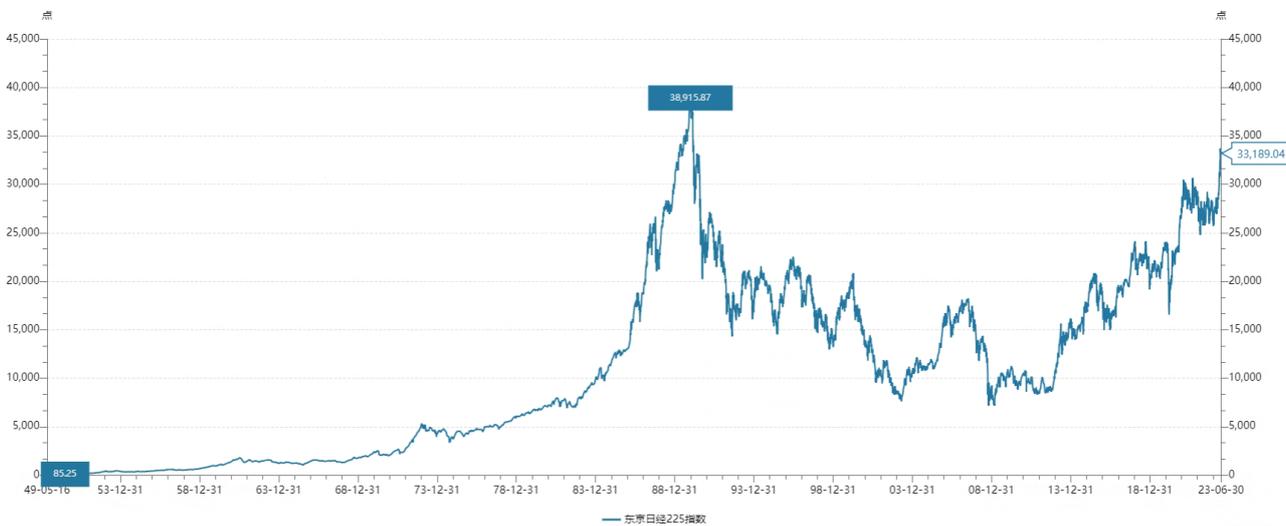


图 4-6: 东京日经 225 指数  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

## 第五部分 新兴经济体发展情况

### 一、东盟和南亚出口明显不及去年

去年东盟和南亚诸多出口增速较快，尤其是越南和印度去年累计出口贸易额达到 3651 万美元和 4532 万美元，同比大幅增长 11.9% 和 14.6%。随着欧美经济增速大幅放缓、需求减弱，去年四季度亚洲订单锐减，这样的弱势行情延续至今年上半年，对于东南亚和南亚的出口贸易产生重大影响。

上半年越南累计出口贸易额为 1664 亿美元，同比锐减 8.8%，除了 2 月同比增长 12.8%，其他 5 个月均同比大幅回落。从去年 11 月起，越南制造业 PMI 持续低于荣枯线，仅在今年 2 月短暂重返荣枯线，5 月跌至 45.3，创 2021 年四季度以来新低。印度 1-5 月累计出口贸易额录得 1844 亿美元，同比下降 5.8%，除了首月同比增长 1.6%，其他月份均同比回落。菲律宾对外出口贸易额萎缩幅度最大，达到 -14.9%；新加坡同比回落 10.7%；印尼和泰国同比回落 6% 和 2.3%。

东南亚和南亚国家以廉价的劳动力和土地成本吸引了大批海外订单，一般以中低端制造和劳动密集型产业为主，缺乏自主知识产权，可替代性较强，并且严重依赖西方国家进口订单。随着欧美经济增速放缓，尤其 3 月和 5 月先后发生银行暴雷事件，欧美消费信心遭遇重挫，严重影响亚洲出口贸易。美国是越南和印度的第一大出口目的国，今年 1-4 月两国对美出口贸易额占本国对外出口总额的 26.5% 和 16.6%，但由于美国进口需求下滑，两国对美出口贸易额同比下 20.9% 和 9.9%。

由于外需不振，去年四季度以来越南、新加坡马来西亚的制造业 PMI 就跌破荣枯线。不过，印度、泰国、菲律宾、缅甸的制造业 PMI 却依然高于荣枯线，说明这些国家的内需较为旺盛。

尤其印度 5 月已达到 58.7，在全球主要经济中发展速度最快，印度即将超越中国成为全球最大人口国家，内需急剧扩张。

表 5-1 2023 上半年东盟和南亚主要国家对外出口同比

	越南	新加坡	印尼	印度	马来西亚	泰国	菲律宾	文莱
6 月	-10.2%							
5 月	-4.7%	-15.2%	1.0%	-10.3%	-0.7%	-2.8%		
4 月	-17.2%	-18.1%	-29.4%	-12.5%	-17.6%	-5.6%	-20.2%	
3 月	-13.2%	-6.4%	-11.6%	-6.0%	-1.4%	2.2%	-9.1%	
2 月	12.8%	-3.2%	4.4%	-0.4%	9.8%	-5.3%	-18.1%	-12.2%
1 月	-13.5%	-9.7%	16.4%	1.6%	1.4%	-0.9%	-13.1%	20.8%
合计	-8.8%	-10.7%	-6.0%	-5.8%	-2.3%	-2.3%	-14.9%	3.5%

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

表 5-2 东盟和南亚主要国家制造业 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	49.70	60.40	51.40	57.40
2023-05	58.70	45.30	50.30	47.80	49.50	58.20	52.20	53.00

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

## 二、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，因此被誉为“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%。2022 年金砖五国经济总量约 25.95 万亿美元，占世界的 25.55%；对外贸易总额约 8.8 万亿美元，占世界 35.2%；在世界银行的投票权提升至 13.24%，在 IMF 的份额上升到 14.91%；网络购物用户数升至 13.5 亿人，占全球的比例为 61%，跨境网络零售总额增加至 5536 亿美元，占全球的比例为 41%。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，俄罗斯起伏最为剧烈。

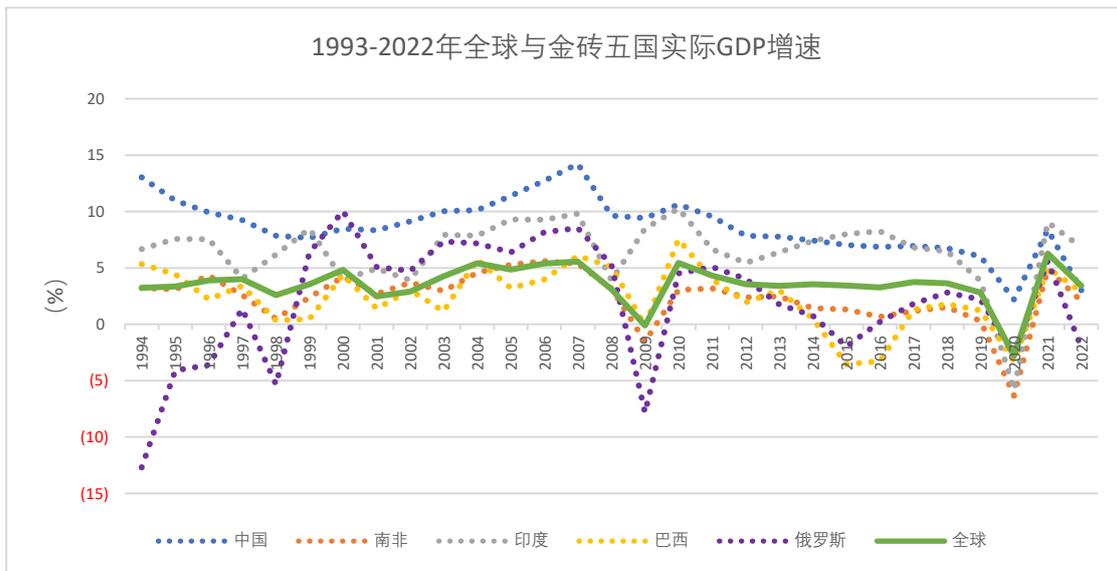


图 5-1：1993-2022 年全球与金砖五国年度实际 GDP 增速

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 1-5 月南非、巴西、中国的对外出口额同比增长 5.2%、3.6%、0.3%，印度同比下降 5.8%。**经济方面**，金砖国家“制造业萎缩、服务业扩张”的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 同比增长 6.1%，5 月制造业和服务业 PMI 分别录得 58.7 和 61.2，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 1-5 月对外商品逆差依然达到 880 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，主要得益于去年基数较低以及疫情管控放开。不过，中国二季度制造业 PMI 均低于荣枯线，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，今年 5 月已经降至 2.51%。**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，1-5 月贸易顺差同比增长 3.6%，同时巴西央行购买外汇储备，这些都促使雷亚尔的坚挺。

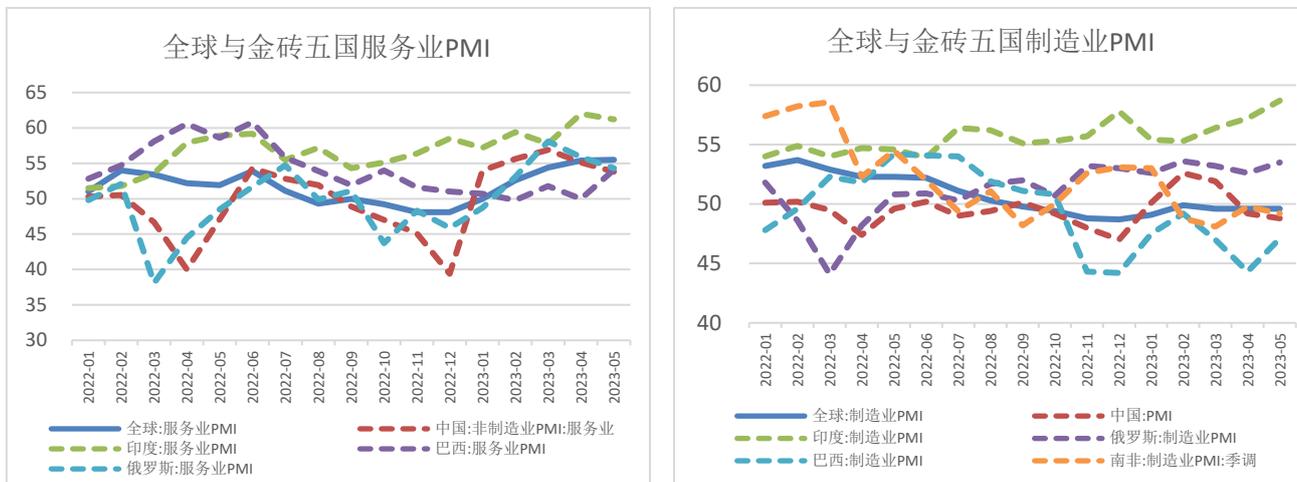


图 5-2：全球与金砖五国制造业和服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

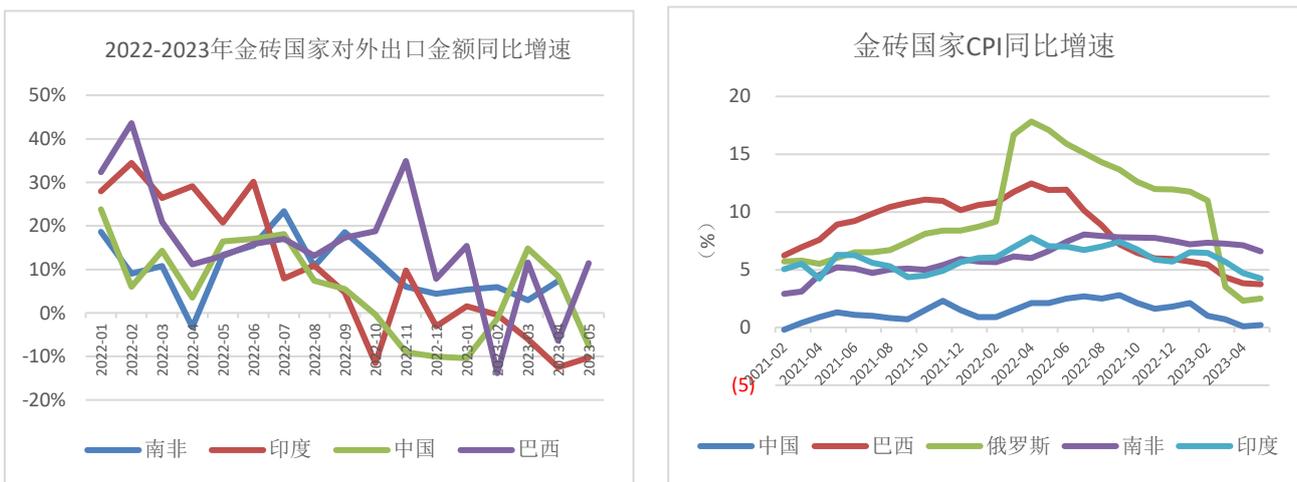


图 5-3：2022-2023 年金砖国家出口金额同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

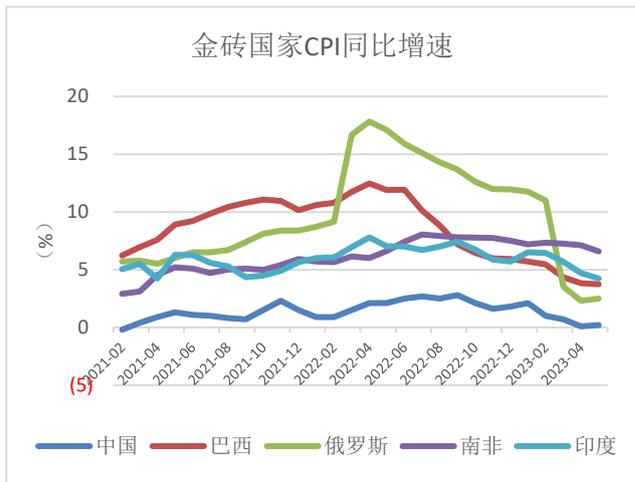


图 5-4：金砖国家 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

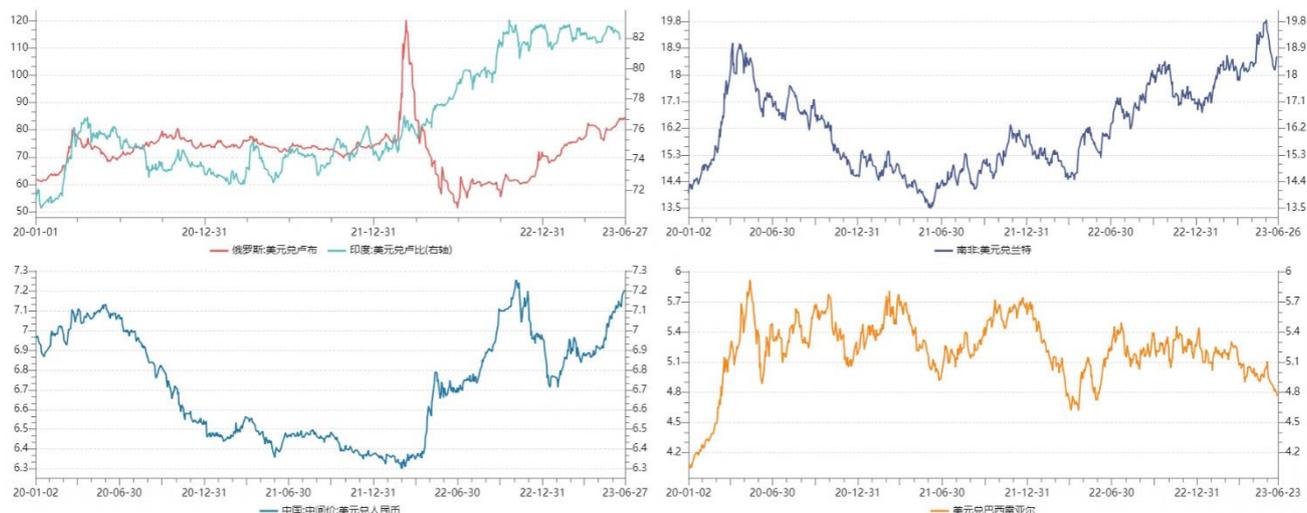


图 5-5：美元兑金砖五国货币汇率

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，预计今年增速在 5% 以上，高于去年 3%。印度增速最快，未来三年都能高于 6%，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，今年经济萎缩大幅收窄，明年转正。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 年中超越中国成为世界第一人口大国，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。与此相对应，印度却受到西方国家的青睐，今年 6 月下旬莫迪访问美国，得到拜登超规格接待。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抑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。

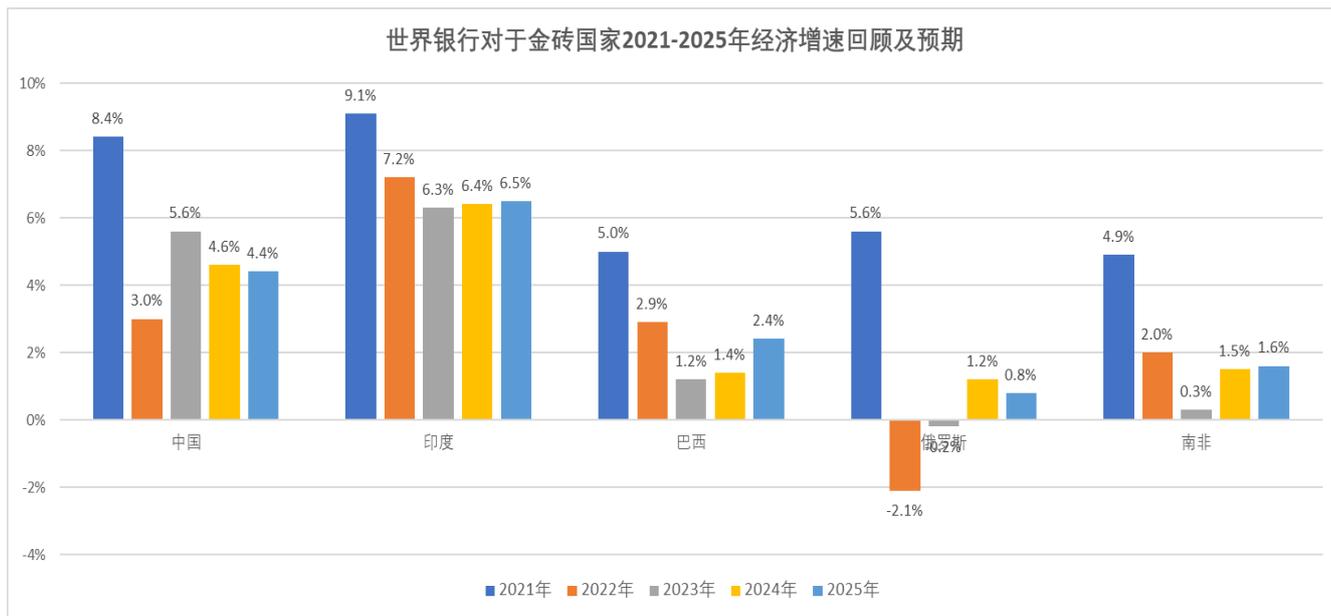


图 5-6：2023 年 6 月世界银行对于金砖国家 2021-2025 年经济增速及预期  
数据来源：World Bank、方正中期期货研究院整理

## 第六部分 全球宏观经济综合展望

随着银行破产案阶段性得到解决，各大国际机构重新调整 2023 年世界经济预判。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 2.7%左右；其次，2023 年世界经济边际形势正在好转，除了 IMF，其他各大国际机构均上调了 2023 年的经济预期值。其三，2023 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。

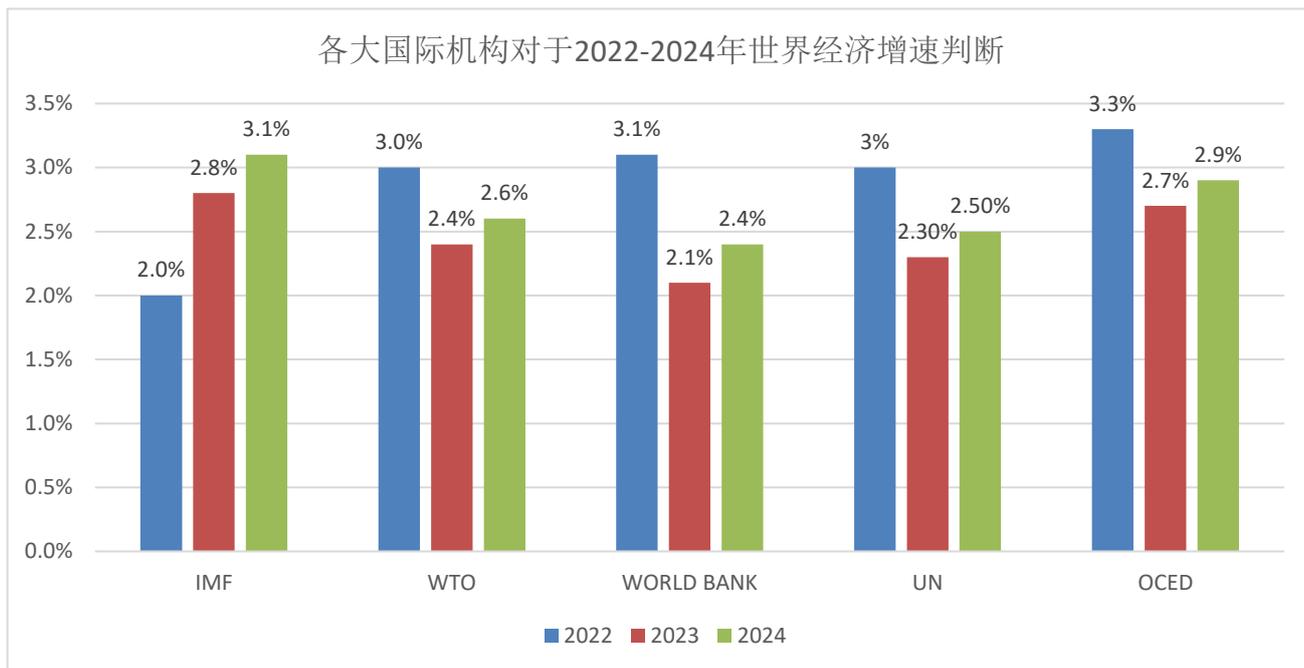


图 6-1 各大国际组织调整对于 2023 年全球经济增速预期  
数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

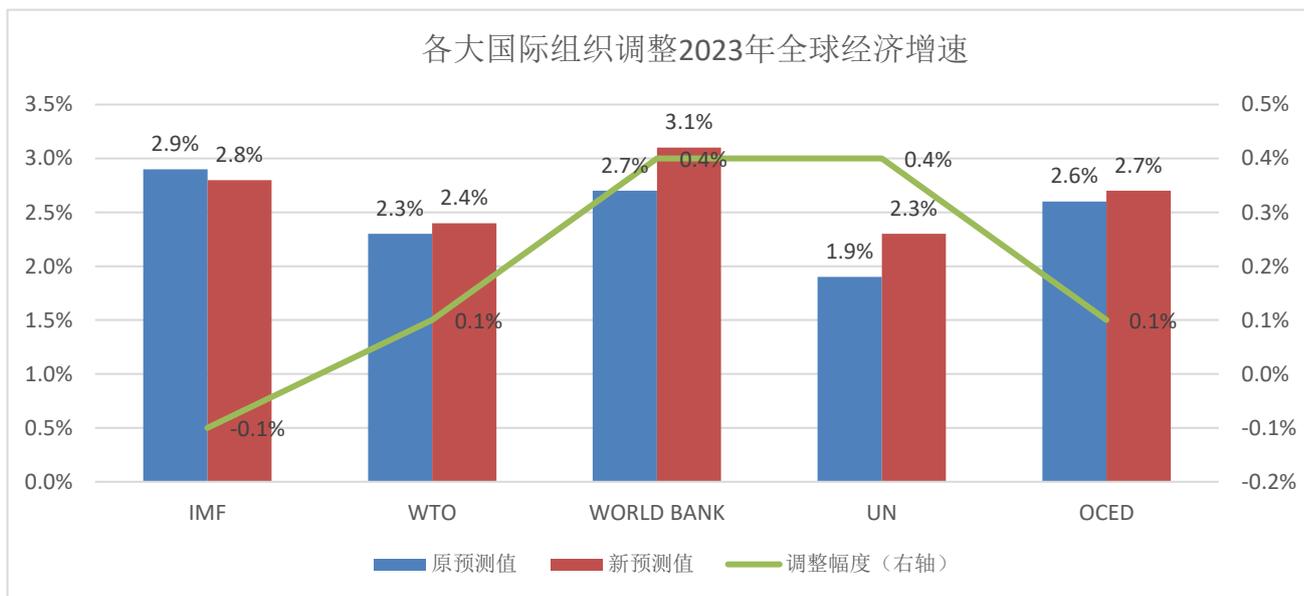


图 6-2 各大国际组织调整对于 2023 年全球经济增速预期  
数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

美国在解决债务上限问题后，2023-2024 年的财政预算得到保障，政府支出和公共投资将继续推动美国经济增长。美联储年内不会降息，美国金融市场至少在明年一季度之前承受 5.5% 的基准利率，未来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。

不过，即便再发生银行破产事件，美国依然会采取及时托管方式，防止市场恐慌情绪蔓延。因此，只要不爆发多家大型同时破产事件，美国下半年不会发生重大银行系统风险。美国今年失业率和通胀率基本能控制在 4.1% 和 3.2%，相对温和，预计今年美国经济有望保持 1.1% 左右的增速。**欧洲**经济下半年存在极大不确定性，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、银行破产风险等都将制约欧洲经济的复苏。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。欧元区有望在二季度摆脱技术性衰退，全年经济增速可能在 0.5% 左右。英国经济开局超预期，今年可以避免衰退，但全年增速可能低于 0.3%，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，就能时隔 4 年后将实际 GDP 恢复至疫情前水平。上半年日本经济复苏明显，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制约日本经济潜力。**中国**今年 GDP 增速能略高于 5%，中国将成为全球为数不多 2023 年经济增速高于 2022 年的国家。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。单论经济增速，**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。**俄罗斯**经济今年依然难逃衰退的厄运，原因包括持续萎缩的外贸出口、疲软的国内需求、政策不确定性以及俄乌冲突引发的制裁。明年俄罗斯将摆脱衰退，经济增速将恢复至 1.2%。

货币政策方面，全球主要央行加息见顶周期有所延后。**美联储**将通胀率控制在 2%的决心较强，并且今年失业率有望控制在 4.1%较为温和水平，美联储将在三季度继续加息 1-2 次，随后维持 5.5%以上的基准利率，直至明年 3 月才有可能视经济形势开启降息。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。英国脱欧之后，劳动短缺问题严重，工资和通胀螺旋上涨趋势并未得到解决，英国核心通胀率已创近 30 年新高。未来三个季度**英国央行**还将加息 125BP 至 6.25%，将创 1998 年亚洲金融危机以来新高。**欧洲央行**多次表态控制通胀的决心，加息预期从原本 1 次增加为 2 次。日本经济形势走强，**日本央行**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。

美联储三季度还将加息 1-2 次，美元指数三季度继续能保持于 102-104 点左右较为强势区间。四季度随着美联储此轮加息宣告结束，美元指数将逐步回落，中枢会在 98-102 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。明年随着美联储降息，美元流动性增强，各国会重新拥抱美元。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。中国经济下半年将维持弱复苏的态势，并且外贸出口出现大幅提振的可能性并不高，三季度美元兑人民币将维持 7.1-7.35 区间震荡，四季度有望回归 7 大关。

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、供应链造成任何冲击。随着供应链不断得到恢复以及需求回落，全球通胀将进一步趋势性放缓。

下半年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，引发全球经济增速大幅放缓。

**联系我们：**

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
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
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510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样年春年中心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二段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
<b>风险管理子公司</b>		
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。