

全球经济脆弱之时 再现“黑天鹅” 袭来

—— 2023 年一季度全球宏观经济回顾与二季度展望

宏观和大类资产研配置究中心：陈臻 王骏 史家亮

摘要：

执业编号：F3084620（从业）

F0243443（从业）、Z0002612（投资咨询）

F3057750（从业）、Z0016243（投资咨询）

联系方式：chenzhen1@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2023年4月7日



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

今年一季度，各国先后公布去年四季度 GDP 数据。据估算，2022 年全球经济增速约为 3%，相比 2021 年的 6.02% 下降近一半。其中，既有 2021 年基数提升的原因，又有新冠疫情和货币政策收紧所致。

随着全球供应链危机、粮食危机、疫情危机、能源危机逐步得到解除或好转，全球通胀不断趋缓，各大央行放缓加息步伐，2023 年 1-2 月全球服务业和制造业复苏迹象明显，世界经济一度出现筑底反弹之势。然而，3 月欧美多家银行暴雷直接打断了世界经济复苏的步伐。虽然美联储、瑞士央行和德国政府及时救市，市场恐慌情绪得到有效控制，但是随着 OPCE+ 超预期减产情况下，欧美央行将被迫延长加息周期或提升终点利率，未来还会有其他银行面临危机，成为最大的不确定因素。

即便美联储持续加息和缩表，美国 2022 年实际 GDP 依然保持 2.1% 增速，可见美国经济的底蕴和韧性，同时美国也成为全球首个年度迈入 20 万亿美元的国家。今年以来，美国就业、消费、PMI 等各项经济指标一度表现强势，但三大银行破产案再度加剧了美国经济硬着陆的可能性。美联储当前面临两难决策，一方面 OPCE+ 减产将加剧通胀，另一方面美国银行业系统性风险依然存在。并且，长期高利率情况下，全球尤其发展中国家美元外汇枯竭，促使各国采取本币结算；同时，美债价格看跌导致各国加速抛售美债。虽然鲍威尔再度强调今年不会降息，但是美联储为了维护美元霸权和经济发展，很有可能在 5 月最后一次加息后，于下半年转向降息。

随着春季到来，欧洲通胀趋缓，欧元区和英国经济和消费在 1-2 月出现触底回暖迹象。然而，3 月美国破产案外溢至欧洲，导致瑞信破产，欧洲经济复苏步伐同样遭受严峻挑战。瑞信暴雷之后，瑞士政府“违规”救市，致沙特国家银行和 AT1 债券持有者损失惨重，同时也导致瑞士百年信誉毁于一旦，欧洲银行 CDS 利差暴涨，以后会有更多亚洲资本逃离欧洲。虽然欧洲各国政府积极救市致恐慌情绪暂缓，但欧洲未来仍将面临罢工风险、债务危机、能源和粮食危机、银行系统性风险等各类风险。

目 录

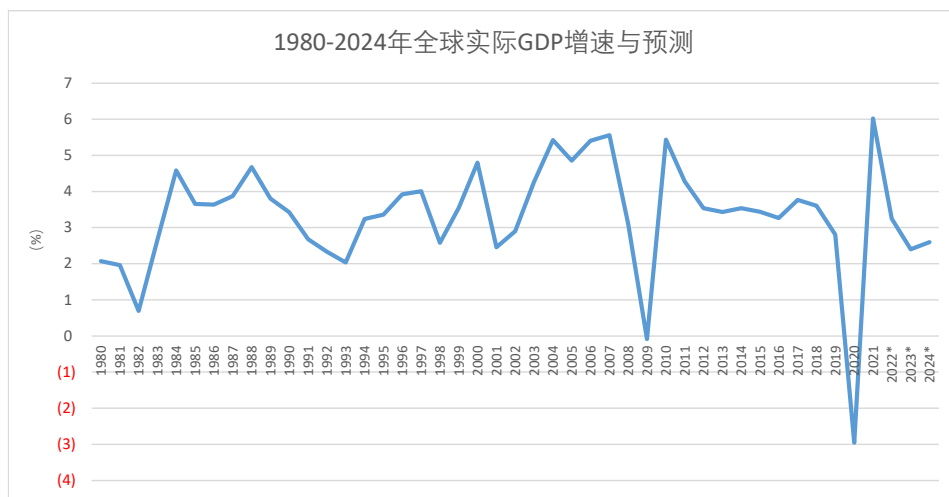
第一部分 2022 年世界经济增速放缓 2023 年一季度现分化	1
一、2022 年全球经济增速预计 3%	1
二、2023 年一季度全球经济出现分化	3
三、WHO 有望今年夏天宣布解除新冠疫情紧急状态令	5
四、全球通胀趋缓 央行放缓加息	7
五、俄乌冲突对于全球金融和大宗商品市场影响	10
第二部分 美国经济硬着陆风险加剧 进口货源地重大变化	13
一、银行破产阻断美国经济复苏 后续还有危机	13
二、美联储货币政策一波三折 未来面临两难境地	16
三、美国进口货源地变化	20
第三部分 欧洲银行难以独善其身 未来面临诸多不确定性	23
一、美国银行破产危机对欧洲外溢	24
二、欧洲央行继续加息 50BP 后期将提前放缓	27
三、欧洲后期仍需直面诸多危机	29
第四部分 日本经济继续复苏 日债受追捧	30
第五部分 新兴经济体发展新动向	33
一、一季度东盟+南亚出口总体不及去年	33
二、潘帕斯雄鹰折翼 阿根廷通胀超 100%	34
第六部分 全球宏观经济综合展望	36

第一部分 2022 年世界经济增速放缓 2023 年一季度现分化

一、2022 年全球经济增速预计 3%

除了俄罗斯，今年一季度全球主要经济体先后公布去年四季度 GDP 初值或修正值，这也意味着主要经济体 2022 全年 GDP 已出炉。据估算，2022 年全球实际 GDP 约为 99.43 万亿美元，相比 2021 年的 96.53 万亿美元，同比增速在 3% 左右。而 2021 年的同比增速约为 6.02%，这也意味着 2022 全球经济增速放缓将近一半。

2022 年全球经济大幅放缓主要有三方面原因：其一，2021 年全球经济步入复苏通道，基数明显提升；其二，全球通胀高企，在美联储持续加息和缩表的带动下，各大央行货币政策纷纷收紧货币政策，需求和生产均明显放缓；其三，俄乌冲突与中国疫情封控等黑天鹅和灰犀牛事件频发。此外，由于 2022 年非美货币兑美元汇率大幅贬值，出现了非美国国家以美元计价 GDP 缩水的情况。从季度角度来看，全球增速不断放缓，甚至部分国家出现环比负增长。



* 代表预测

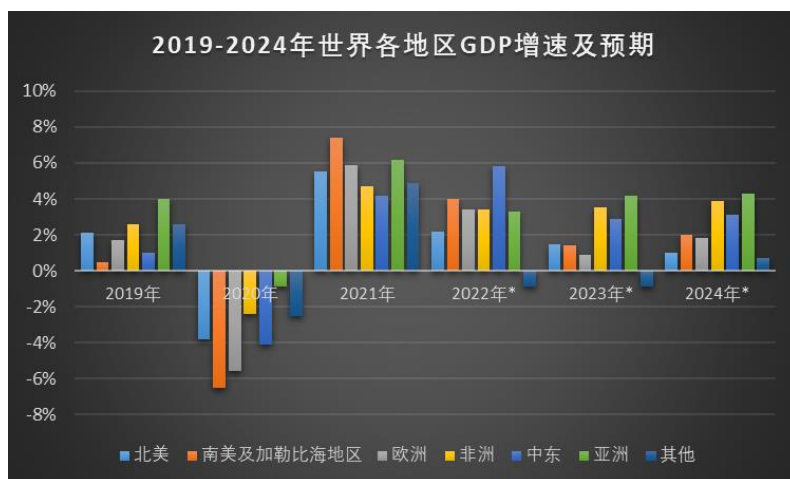
图 1-1：1980-2024 年全球实际 GDP 增速与预测

数据来源：IMF、WTO、方正中期期货研究院整理

美国依然雄踞全球经济榜首，2022 年实际 GDP 下修为 20.0141 万亿美元，同比增速录得 2.1%。前两个季度环比均回落，经济一度陷入技术性衰退期，下半年明显复苏，三季度和四季度环比增速分别录得 0.8% 和 0.6%。在暂时摆脱技术性衰退的同时，美国成为全球首个年度实际 GDP 达到 20 万亿美元的经济体，真正成为全球经济的独一档。在美联储持续加息和缩表的情况下，美国去年经济增速依然能超过 2%，足以可见美国经济的底蕴和韧性。**中国**是全球第二大经济体，2022 年同比增速 3%。在疫情爆发之前的 30 多年中，中国对美国始终保持增速差，而在疫情爆发后的 12 个季度中有 4 个季度中国经济增速被美国超越，2022 年二季度由于上海出现 2 个月的全域封控，导致长三角甚至全国经济出现停滞，美国二季度经济增速比中国高出 1.4 个百分点。下半年中国多地同样出现疫情封控情况，全年实际经济增速比 5.5% 的预定目标

低了 2.5 个百分点。单看 2022 年全年增速，**欧洲**经济复苏明显，欧元区和英国分别同比增长 3.4% 和 4.1%。欧洲各国从 2022 年初开始逐步解除与疫情相关的所有入境措施，经济活动得到恢复，两大经济体分别于 2021 年四季度和 2022 年一季度恢复至疫情前同期水平，欧洲经济已经摆脱了疫情影响。不过，从季度来看，欧洲经济增速不断趋缓，主要还是受到俄乌冲突及制裁引发的反噬效应。2022 年欧洲通胀率连创历史新高，资本外逃，跨国制造企业外迁，民众消费信心和能力骤降，影响到欧洲经济整体发展。**日本**是全球第四大经济体，同比增速下修至 1%。日本是当前全球主要经济体中为数不多尚未恢复至疫情前的国家，因此即便前首相安倍晋三遇袭之后，日本政府依然坚持“安倍经济学”，日本央行采取极为宽松的量化宽松政策，保持-0.1%的负利率，刺激经济发展。另外，即便日本通胀创近 30 年新高，但是日本央行行长黑田东彦坚持认为最近 20 年日本的通缩问题远比通胀更严重，在极为宽松的货币政策之下导致美元兑日元汇率一度突破 150 大关。临近年底，日本央行宣布放宽 YCC，将 10 年期日本国债收益率变动区间从±0.25%扩张至±0.5%，日元出现明显反弹。**加拿大和澳大利亚**的经济处于复苏之中，去年增速分别录得 3.4% 和 3.7%。虽然**韩国**经济增速放缓至 2.6%，但考虑到俄罗斯去年经济会出现衰退，因此韩国依然能保住全球经济 TOP10 的位置。

东南亚和南亚国家发展较为迅速，马来西亚、越南、菲律宾、印度、印尼、新加坡、泰国的经济增速依次为 8.7%、8%、7.6%、6.7、5.3%、3.6%、2.6%。东盟和印度充分利用劳动力和土地方面的成本优势以及友好的国际环境，吸引了大批制造业订单回流以及大型跨国企业建厂，拉动了经济发展。以现值计价，印度 GDP 已超越英国，成为全球第五大经济体。不过，这些新兴经济体对中低端商品和资源出口依赖度较高，随着欧美经济下行需求减弱，东南亚和南亚出口订单明显减少，影响了东盟和南亚国家下半年的经济增速。**中东国家**增速达到 5.8%，主要依靠去年能源价格飙升后实现巨额进口利润。**非洲增速**录得 3.4%，同样较快，非洲国家依靠矿产和廉价劳动力，吸进国际资本的进口和投资。



* 代表预测

图 1-2：2019-2024 年世界各地 GDP 增速及预期

数据来源：WTO、方正中期期货研究院整理

表 1-1 2022 年全球主要经济体实际 GDP 对比

经济体	季调实际GDP（本币）	同比	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	20.0141万亿美元	2.1%	1.0000	20.0141	100.00%	中北美洲	发达经济体
中国	113.2054万亿人民币	3.0%	6.7261	16.7411	83.65%	亚洲	发展中国家
欧元区	10.9523万亿欧元	3.4%	0.9493	11.5372	57.65%	欧洲	发达经济体
日本	545.794万亿日元	1.0%	131.5527	4.1489	20.73%	亚洲	发达经济体
英国	2.2306万亿英镑	4.1%	0.8086	2.7586	13.78%	欧洲	发达经济体
印度	157.2501万亿印度卢比	6.7%	78.5962	2.0007	10.00%	亚洲	发展中国家
加拿大	2.1747万亿加元	3.4%	1.3019	1.6704	8.35%	中北美洲	发达经济体
澳大利亚	2.2024万亿澳元	3.7%	1.4395	1.53	7.64%	大洋洲	发达经济体
韩国	1965.4476万亿韩元	2.6%	1292.1827	1.5210	7.60%	亚洲	发达经济体
墨西哥	18.3549万亿墨西哥比索	3.1%	20.1186	0.9123	4.56%	北美洲	发展中国家
沙特	2.9749万亿里亚尔	8.7%	3.7542	0.7924	3.96%	亚洲	发展中国家
印度尼西亚	11710万亿印尼卢比	5.3%	14878.4200	0.787	3.93%	亚洲	发展中国家
新加坡	0.552万亿新元	3.6%	1.3788	0.4003	2.00%	亚洲	发达经济体
菲律宾	19.9468万亿菲律宾比索	7.6%	54.4964	0.366	1.83%	亚洲	发展中国家
马来西亚	1.5703万亿马来西亚林吉特	8.7%	4.4014	0.3568	1.78%	亚洲	发展中国家
泰国	10.68万亿泰铢	2.6%	35.0569	0.3046	1.52%	亚洲	发展中国家
南非	4.5963万亿兰特	2.0%	16.3814	0.2806	1.40%	非洲	发展中国家
越南	5523万亿越南盾	8.0%	23277.5200	0.2373	1.19%	亚洲	发展中国家
智利	204.9374万亿智利比索	2.5%	872.3315	0.2349	1.17%	南美洲	发展中国家
哥伦比亚	975.4万亿哥伦比亚比索	7.5%	4255.6762	0.2292	1.15%	中北美洲	发展中国家
秘鲁	0.5674万亿新索尔	2.7%	3.8362	0.1479	0.74%	南美洲	发展中国家
阿根廷	0.7253万亿阿根廷比索	5.2%	130.8102	0.0055	0.03%	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、2023 年一季度全球经济出现分化

去年世界经济从“过热”逐步转向“滞胀”，全球 PMI 持续回落，8 月服务业 PMI 跌破荣枯线，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。

随着全球通胀趋缓，今年一季度各大央行放缓加息步伐，各国产业发展和消费信心触底反弹，经济出现筑底迹象；然而，3 月欧美多家银行连续出现暴雷事件，再次打击各国投资和消费信心。从全球和各国 PMI 可以看出，2 月是一季度的拐点，尤其处于银行破产风暴危机中心的欧美国家。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。

分产业来看，全球服务业与制造业分化显著，今年一季度全球服务业 PMI 均高于荣枯线，而制造业 PMI 均低于荣枯线。疫情管控放开之后，各国民众对于旅游、餐饮、酒店需求大幅增加，增加了对于服务行业的消费需求；相较而言，民众没有必要再抢购囤货，尤其耐用品使用周期较长，无需短期内再次购买。从分项来看，投入价格 PMI 处于较高水平，尤其服务行业，由此看出全球通胀虽有放缓但依然处于相对高位，造成两大产业投入成本处于较快的上升通道。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。值得一提的是，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方面出现明显分化。

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
2021-01	53.60	54.20	54.10	62.50	50.30
2021-02	53.90	54.00	54.30	65.10	50.70
2021-03	55.00	55.80	55.00	68.40	51.60
2021-04	55.90	56.80	55.80	69.70	52.60
2021-05	56.00	57.30	55.60	71.70	52.50
2021-06	55.50	55.70	54.40	70.70	52.60
2021-07	55.40	55.30	54.40	71.20	52.70
2021-08	54.10	53.60	51.80	70.30	52.00
2021-09	54.10	53.90	52.10	71.20	51.40
2021-10	54.30	53.70	51.50	74.40	51.80
2021-11	54.20	53.30	52.60	71.50	51.40
2021-12	54.30	53.40	53.30	69.70	51.70
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	53.70	50.30

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
2021-01	51.60	50.90	50.00	48.70	58.90
2021-02	52.80	52.00	50.00	49.30	60.40
2021-03	54.70	53.80	51.60	49.70	62.50
2021-04	57.00	56.70	53.80	51.30	63.20
2021-05	59.60	59.20	53.60	51.80	65.30
2021-06	57.50	56.90	53.10	52.20	64.10
2021-07	56.30	55.50	52.60	52.70	64.10
2021-08	52.80	53.00	51.50	52.10	63.80
2021-09	53.80	53.30	51.70	52.10	65.20
2021-10	55.60	54.60	53.00	52.20	65.40
2021-11	55.60	54.50	53.10	52.40	68.50
2021-12	54.70	54.20	51.60	52.20	68.10
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

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	澳大利亚	俄罗斯	加拿大	韩国	越南	墨西哥	印尼	马来西亚	新加坡	南非	土耳其	泰国	菲律宾	新西兰	缅甸
2021-01	53.60	58.70	51.30	54.80	49.80	54.10	57.70	56.50	55.30	50.90	54.40	53.20	51.30	43.00	52.20	48.90	50.70	48.30	54.40	49.00	52.50	57.58	
2021-02	53.90	60.80	50.60	57.90	51.40	55.10	57.50	58.40	58.80	51.50	54.80	55.30	51.60	44.20	50.90	47.70	50.50	54.60	51.70	47.20	52.50	54.39	
2021-03	55.00	64.70	51.90	62.50	52.70	58.90	55.40	52.80	59.90	51.10	58.50	55.30	53.60	45.60	53.20	49.90	50.80	57.60	52.60	48.80	52.20	63.16	
2021-04	55.90	60.70	51.10	62.90	53.60	60.90	55.50	52.30	61.70	50.40	57.20	54.60	54.70	48.40	54.60	53.90	50.90	55.20	50.40	50.70	49.00	58.32	
2021-05	56.00	61.20	51.00	63.10	53.00	65.60	50.80	53.70	51.50	51.90	57.00	53.70	53.10	47.60	55.30	51.30	50.70	58.30	49.30	47.80	49.90	58.16	
2021-06	55.50	60.60	50.90	63.40	52.40	63.90	48.10	56.40	63.20	49.20	56.50	53.90	44.10	48.80	53.50	39.90	50.80	54.20	51.30	49.50	50.80	60.44	
2021-07	55.40	59.50	50.40	62.80	53.00	60.40	55.30	56.70	60.80	47.50	56.20	53.00	45.10	49.60	40.10	40.10	51.00	42.81	54.00	48.70	50.40	61.94	
2021-08	54.10	59.90	50.10	61.40	52.70	60.30	52.30	53.60	51.60	46.50	57.20	51.20	40.20	47.10	43.70	43.40	50.90	56.20	54.10	48.30	46.40	39.20	
2021-09	54.10	61.10	49.60	58.60	51.50	57.10	53.70	54.40	51.20	49.80	57.00	52.40	40.20	48.60	52.20	48.10	50.80	56.70	52.50	48.90	50.90	51.71	
2021-10	54.30	60.80	49.20	58.30	53.20	57.80	55.90	51.70	50.40	51.60	57.70	50.20	52.10	49.30	57.20	52.20	50.80	58.30	51.20	50.90	51.00	55.04	
2021-11	54.20	61.10	50.10	58.40	54.50	58.10	57.60	49.80	54.80	51.70	57.20	50.90	52.20	49.40	53.90	52.30	50.60	64.10	52.00	50.60	51.70	52.07	
2021-12	54.30	58.80	50.30	58.00	54.30	57.90	55.50	49.80	48.40	51.60	56.50	51.90	52.50	49.40	53.50	52.80	50.70	51.59	52.10	49.50	51.80	54.99	
2022-01	53.20	57.60	50.10	58.70	55.40	57.30	54.00	47.80	48.40	51.80	56.20	52.80	53.70	46.10	53.70	50.50	50.60	53.30	50.50	51.70	50.00	51.96	
2022-02	53.70	58.60	50.20	58.20	52.70	58.00	54.90	49.60	53.20	48.60	56.60	53.80	54.30	48.00	51.20	50.90	50.20	58.70	50.40	52.50	52.80	53.10	
2022-03	52.90	57.10	49.50	56.50	54.10	55.20	54.00	52.30	55.70	44.10	58.90	51.20	51.70	49.20	51.30	49.60	50.10	59.20	49.40	51.80	53.20	53.29	
2022-04	52.30	55.40	47.40	55.50	53.50	55.80	54.70	51.80	58.50	48.20	56.20	52.10	51.70	49.30	51.90	51.60	50.30	48.30	49.20	51.90	54.30	50.94	
2022-05	52.30	56.10	49.60	54.60	53.30	54.60	54.60	54.20	52.40	50.80	56.80	51.80	54.70	50.60	50.80	50.10	50.40	54.90	49.20	51.90	54.10	52.71	
2022-06	52.20	53.00	50.20	52.10	52.70	52.80	53.90	54.10	54.00	50.90	54.60	51.30	54.00	52.20	50.20	50.40	50.30	49.30	48.10	50.70	53.80	50.04	
2022-07	51.10	52.80	49.00	49.80	52.10	52.10	56.40	54.00	52.50	50.30	52.50	49.80	51.20	48.50	51.30	50.60	50.10	46.90	46.90	52.40	50.80	52.96	
2022-08	50.30	52.80	49.40	49.60	51.50	47.30	56.20	51.90	49.30	51.70	48.70	47.60	52.70	48.50	51.70	50.30	50.00	51.90	47.40	53.70	51.20	54.66	46.50
2022-09	49.80	50.90	50.10	48.40	50.80	48.40	55.10	51.10	50.20	52.00	49.80	47.30	52.50	50.30	53.70	49.10	49.90	49.50	46.90	55.70	52.90	51.36	43.10
2022-10	49.40	50.20	49.20	46.40	50.70	46.20	55.30	50.80	49.60	50.70	48.80	48.20	50.60	50.30	51.80	48.70	49.70	55.00	46.40	51.60	52.60	48.93	45.70
2022-11	48.80	49.00	48.00	47.10	49.00	46.50	55.70	44.30	44.70	53.20	49.60	49.00	47.40	50.60	50.30	47.90	49.80	59.50	45.70	51.10	52.70	47.42	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	48.10	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	49.90	51.30	46.50	49.80	49.20	50.00	54.50	53.50	51.22	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	52.04	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		55.50

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
2021-01	51.60	58.70	51.10	45.40	46.10	39.50	52.80	47.00	52.70	50.68	59.90	
2021-02	52.80	55.30	50.80	45.70	46.30	49.50	55.30	47.10	52.20	51.31	62.60	
2021-03	54.70	63.70	55.20	49.60	48.30	56.30	54.60	44.10	55.80	55.09	62.60	55.60
2021-04	57.00	62.70	54.40	50.50	49.50	61.00	54.00	42.90	55.20	60.36	65.10	57.30
2021-05	59.60	64.00	54.30	55.20	46.50	62.90	46.40	48.30	57.50	55.11	70.10	58.10
2021-06	57.50	60.10	52.30	58.30	48.00	62.40	41.20	53.90	56.50	55.35	67.60	62.70
2021-07	56.30	64.10	52.50	59.80	47.40	59.60	45.40	54.40	53.50	54.88	69.40	60.40
2021-08	52.80	61.70	45.20	59.00	42.90	55.00	56.70	55.10	49.30	33.73	65.40	60.20
2021-09	53.80	61.90	52.40	56.40	47.80	55.40	55.20	54.60	50.50	46.54	70.80	61.40
2021-10	55.60	66.70	51.60	54.60	50.70	59.10	58.40	54.90	48.80	44.97	68.10	59.60
2021-11	55.60	69.10	51.10	55.90	53.00	58.50	58.10	53.60	47.10	48.43	68.40	59.00
2021-12	54.70	62.30	52.00	53.10	52.10	53.60	55.50	53.60	49.50	51.06	67.40	61.10
2022-01	51.00	59.90	50.30	51.10	47.60	54.10	51.50	52.80	49.80	47.38	68.60	56.40
2022-02	54.00	56.50	50.50	55.50	44.20	60.50	51.80	54.70	52.10	49.16	68.00	63.60
2022-03	53.40	58.30	46.70	55.60	49.40	62.60	53.60	58.10	38.10	52.61	63.30	60.20
2022-04	52.20	57.10	40.00	57.70	50.70	58.90	57.90	60.60	44.50	50.70	66.80	56.80
2022-05	51.90	55.90	47.10	56.10	52.60	53.40	58.90	58.60	48.50	54.80	66.10	59.60
2022-06	53.90	55.30	54.30	53.00	54.00	54.30	59.20	60.80	51.70	54.72	61.80	58.10
2022-07	51.10	56.70	52.80	51.20	50.30	52.60	55.50	55.80	54.70	50.71	58.50	55.60
2022-08	49.30	56.90	51.90	49.80	49.50	50.90	57.20	53.90	49.90	58.29	58.50	56.60
2022-09	50.00	56.70	48.90	48.80	52.20	50.00	54.30	51.90	51.10	55.73	54.90	52.80
2022-10	49.20	54.40	47.00	48.60	53.20	48.80	55.10	54.00	43.70	57.02	56.30	53.80
2022-11	48.10	56.50	45.10	48.50	50.30	48.80	56.40	51.60	48.30	53.72	54.10	53.40
2022-12	48.10	49.20	39.40	49.80	51.10	49.90	58.50	51.00	45.90	52.15	52.80	49.50
2023-01	50.00	55.20	54.00	50.80	52.30	48.70	57.20	50.70	48.70	54.71	50.80	56.70
2023-02	52.60	55.10	55.60	52.70	54.00	53.50	59.40	49.80	53.10	55.83	45.70	55.30
2023-03		51.20	56.90	55.00	55.00	52.90	57.80	51.80	58.10			

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

三、WHO 有望今年夏天宣布解除新冠疫情紧急状态令

自从世卫组织于 2020 年 3 月 11 日宣布新冠疫情大流行，新冠疫情在全球爆发已达三年。截至 2023 年 4 月 6 日，全球累计 6.65 亿人感染新冠病毒，累计治愈 5.96 亿人，累计死亡 679 万人，现有确诊 6128 万人。世卫组织在今年 2 月初召开专题研讨会，最终宣布新冠全球紧急状态并未结束。这就意味着新冠疫情对于全球经济、金融、供应链、旅游等方面的影响依然存在。

世卫组织总干事谭德塞认为目前新冠大流行正处于一个十分关键的过渡点。对这段过渡时期要保持高度谨慎，尽可能减轻潜在的负面影响和冲击，尽管公众认为在世界上部分地区已经不存在新冠大流行，但新冠疫情仍然是一项国际性的公共卫生事件。在这样的背景下，需要对国际应对措施继续保持协调，从而更为可靠地评估新冠大流行对人体健康造成的影响和冲击。

世卫组织在此次声明趋于谨慎，与去年 11-12 月全球感染人数激增有着直接的关系。从世卫组织的最新周报中可以看出，那段时期西太平洋地区感染人数大幅增加，这与中国超预期放宽疫情管控有着直接的关系。

Figure 1. COVID-19 cases reported by WHO Region, and global deaths by 28-day intervals, as of 26 March 2023**

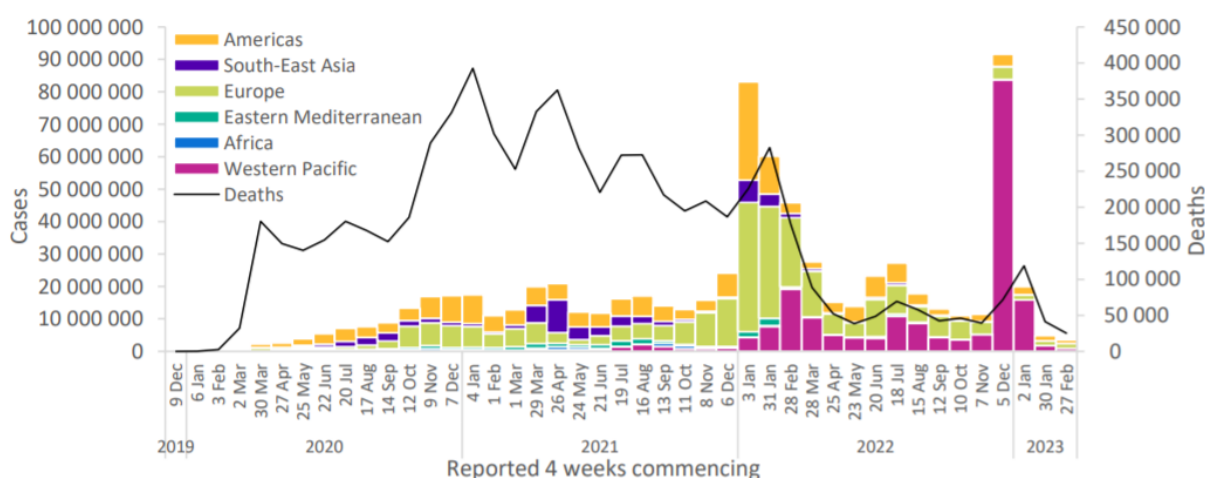


图 1-3：全球各大地区月度确诊病例和死亡病例

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

得益于较高的疫苗接种率以及相对充沛的医疗资源，中国感染人数从今年 1 月起逐步下降，从而带动全球感染人数的大幅回落，2023 年 2 月 27 日—3 月 26 日全球新冠确诊和死亡病例分别月环比下降 27%和 39%，当前全球新冠病毒致死率已降至 1.02%。按此趋势判断，世卫组织最早可能于今年夏天宣布完全终止新冠疫情的全球紧急状态令。但是，倘若今年春季出现致病力更强的新冠变异毒株，全球尤其免疫屏障水平依然相对较低的地区将迎来新一轮疫情冲击波，世卫组织宣布紧急状态结束时间将很有可能推迟至明年夏季。从目前来判断，爆发新一轮大规模致命性的新冠疫情概率并不高。

表 1-6 2023 年 2 月 27 日—3 月 26 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 (%)
Europe	1 483 116 (41%)	-1%	274 525 310 (36%)	10 357 (41%)	-7%	2 206 379 (32%)
Americas	1 109 251 (31%)	-29%	191 449 695 (25%)	10 736 (43%)	-38%	2 942 206 (43%)
Western Pacific	905 512 (25%)	-49%	201 742 543 (26%)	3400 (14%)	-72%	408 554 (6%)
Eastern Mediterranean	36 571 (1%)	142%	23 294 268 (3%)	464 (2%)	95%	349 992 (5%)
South-East Asia	27 679 (1%)	152%	60 794 014 (8%)	175 (1%)	-6%	804 018 (12%)
Africa	14 867 (<1%)	-10%	9 514 814 (1%)	25 (<1%)	-43%	175 327 (3%)
Global	3 576 996 (100%)	-27%	761 321 408 (100%)	25 157 (100%)	-39%	6 886 489 (100%)

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

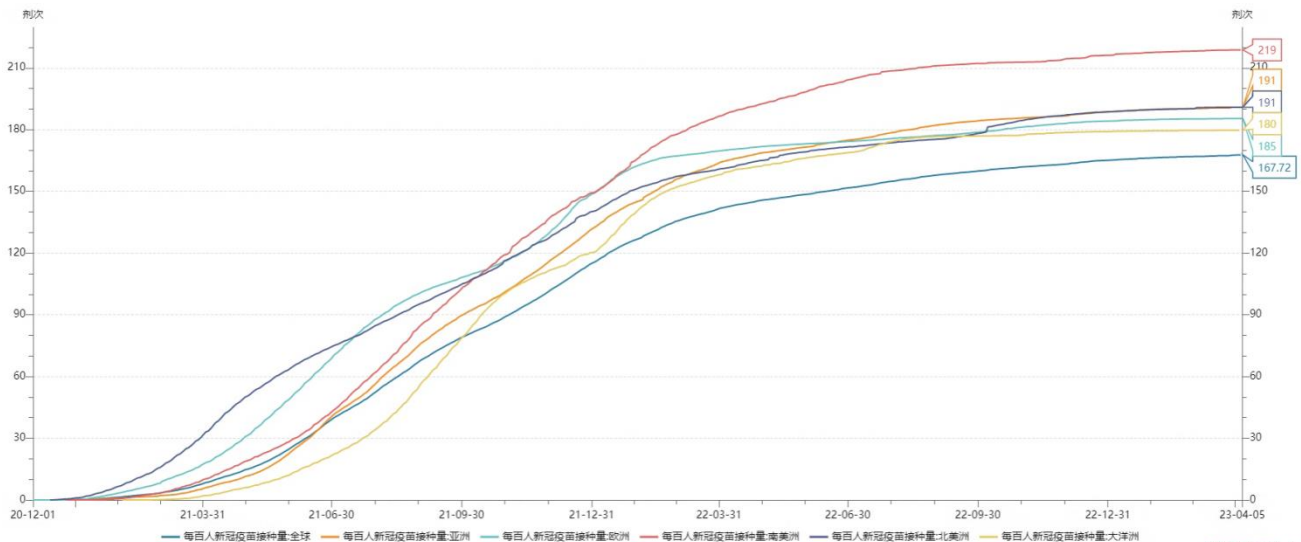


图 1-4：全球各大洲新冠疫苗接种比例

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

四、全球通胀趋缓 央行放缓加息

随着能源、供应链和粮食三大危机总体得到缓解，2023 年以来全球通胀边际趋缓。在此背景下，一季度各大央行加息力度明显放缓，绝大多数央行单轮加息幅度就在 25-50BP，另有诸多央行已停止加息。这与 2022 年下半年单月动辄数十家央行集体加息且加息 50-200BP 有着天朗之别。

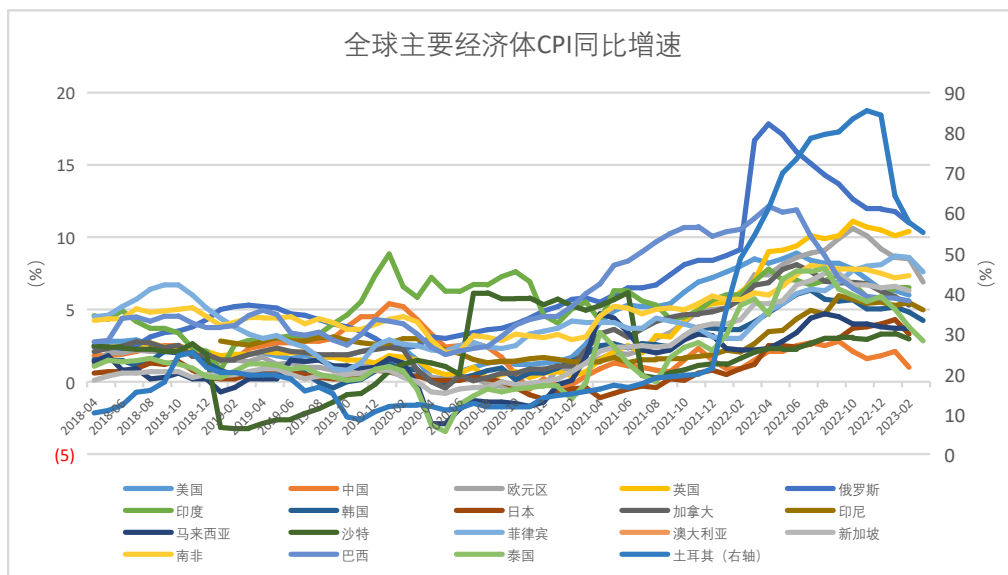


图 1-5 全球主要经济体 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美联储在一季度总共有两次议息会议。在 1 月 31 日-2 月 1 日议息会议中宣布加息 25BP，这是美联储连续第二次放缓加息步伐，美国通胀持续回落是美联储放缓加息节奏的主要原因。3 月加息预期经历多次反复，起初 2 月 FOMC 声明和鲍威尔讲话均显鸽派，美联储后期加息预期降温；就在 FOMC 会议召开后不久，美国通胀、就业和零售数据超预期强势令美联储 3 月加息 50BP 的预期大幅升温；随后美国三大银行破产，市场一度又认为美联储存在 3 月降息可能。最终，美联储选择加息 25BP，主要两方面考量：一方面美联储及时救市，市场短期内并未出现系统性风险，另一方面美国通胀水平远高于 2%。**欧洲央行**与美联储相同，一季度安排了两场议息会议。欧洲央行在 2-3 月均加息 50BP，与去年最后一轮加息幅度相一致，并未紧跟美联储进一步放缓加息步伐。在今年一季度，欧洲央行是主要发达经济体央行中属于最为鹰派的。欧洲央行于去年 7 月加息，滞后美联储 4 个月，并且欧洲通胀拐点同样滞后美国 4 个月才出现，目前通胀水平依然处于历史高位，远高于美国。不过，拉加德强调“此次（3 月议息会议）评估是在银行业动荡之前完成的”，这意味着未来欧洲央行的加息路径存在极大的不确定性，肯定会综合考量瑞信破产和欧洲银行 CDS 利差扩大等各方面风险因素。**英国央行**在一季度放缓了加息步伐，2 月加息 50BP，3 月加息 25BP，英国经济当前处于滞涨阶段令英国央行处于两难境地，最终选择 3 月加息 25BP 的折中方式。**加拿大央行**在 1 月加息 25BP，2-3 月没再调整货币政策，主要因为该国基准利率为 4.75%，是利率水平最接近美联储的主要发达经济体央行，同时加拿大通胀水平持续回落至 5.3%。**日本央行**在一季度并未加息，这并不令人意外。日本现任央行行长黑田东彦始终认为日本通胀问题只是短暂的，通缩问题则困扰日本长达二十年，适度通胀有利于刺激日本经济发展。不过，日本 4 月将迎来日本央行行长换届，新任央行行长很有可能调整现有货币政策。

在**新兴经济体**中，绝大多数央行均放缓了加息步伐，印度、南非、印度尼西亚央行一季度仅加息 25BP，泰国和墨西哥央行加息 50BP，均较为温和。此外，巴西、匈牙利、波兰、捷克、罗马尼亚等央行已停止加息。不过，阿根廷在 3 月突然加息 300BP，是一季度最为激进的央行，主要由于阿根廷 2 月 CPI 同比增速超 100%，恶性通胀愈演愈烈。

就在全球各大央行总体还处于收紧货币政策之时，津巴布韦和土耳其两大央行却在一季度宣布降息。**津巴布韦央行**在 2 月 2 日宣布大幅降息 5000BP，将基准利率从 200%降至 150%。津巴布韦常年陷入恶性通胀的泥潭之中，去年津巴布韦央行累计加息 14000BP，是 2022 年全球最为激进的央行，尤其去年 6 月一次性加息 12000BP，将政策利率从 80%提高到 200%，并引入金币以消除市场过剩的流动性。随着全球通胀趋势放缓，津巴布韦的通胀情况也有所好转，今年 1 月津巴布韦通胀环比增速降至 1.1%，较去年 6 月的 30.7%大幅趋缓。考虑到去年加息幅度较大以及通胀放缓，津巴布韦央行认为是时候对利率做出调整。**土耳其央行**宣布降息 50BP 至 8.5%。最近两年土耳其深陷恶性通胀困境，去年 10 月通胀率一度突破 85%，随后连续三个月回落至 57%。按理说，57%的通胀率依然处于极高水平，但是埃尔多安为了促进经济发展，保障就业，确保在今年 5 月的新一届总统大选中赢得连任，迫使土耳其央行继续降息。上半年土耳其通胀将会进一步恶化，倘若埃尔多安总统实现连任，或许会在下半年调整货币政策。

表 1-7 2023 年一季度与 2022 年全球主要央行货币政策调整情况对比

经济体	2022全年累计调整	2023年一季度累计调整(BP)	1月利率调整	2月利率调整	3月利率调整	最新利率
阿根廷	3700	300	0	0	300	78.00%
塞尔维亚	400	150	50	50	50	5.75%
尼日利亚	450	100	100	0	0	17.50%
欧元区	250	100	0	50	50	3.50%
丹麦	235	85	0	35	50	2.75%
菲律宾	300	75	0	50	25	6.75%
英国	325	75	0	50	25	4.25%
墨西哥	500	50	0	50	0	11.00%
冰岛	375	50	0	50	0	6.50%
美国	425	50	0	25	25	5.00%
新西兰	350	50	0	50	0	4.75%
以色列	315	50	0	50	0	4.25%
澳大利亚	300	50	0	25	25	3.60%
瑞典	250	50	0	50	0	3.00%
泰国	75	50	0	25	25	1.75%
南非	325	25	25	0	0	7.25%
印度	185	25	0	25	0	6.50%
印度尼西亚	200	25	25	0	0	5.75%
塞尔维亚	400	25	0	25	0	5.50%
加拿大	400	25	25	0	0	4.75%
韩国	225	25	25	0	0	3.50%
挪威	225	25	0	0	25	3.00%
瑞士	175	25	0	0	25	1.50%
巴西	450	未调整	0	0	0	13.75%
匈牙利	1160	未调整	0	0	0	13.00%
俄罗斯	1150/-1250	未调整	0	0	0	7.50%
捷克	325	未调整	0	0	0	7.00%
波兰	600	未调整	0	0	0	6.75%
罗马尼亚	450	未调整	0	0	0	6.75%
马来西亚	100	未调整	0	0	0	2.75%
日本	-0.10%	未调整	0	0	0	-0.10%
土耳其	-450	-50	0	-50	0	8.50%
津巴布韦	14000	-5000	0	-5000	0	150.00%

备注：“-”代表降息

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

虽然鲍威尔在3月议息会议宣称美联储今年不会降息，但是联邦利率期货显示今年下半年美联储存在降息75-100BP的可能性，并且美联储此轮最多再加息25BP就会结束。在此情况下，其他各大央行对于美联储收紧货币政策的“资金虹吸效应”担忧将会减弱，被动加息的压力将大幅减轻。同时，全球通胀进一步趋缓，未来其他主要央行单次加息幅度基本不会超越上轮，下半年多家央行还会选择降息。

五、俄乌冲突对于全球金融和大宗商品市场影响

2022年2月24日普京下令发起特别军事行动，俄乌冲突正式爆发。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，主要因为美国原本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。

俄乌冲突对于全球金融和大宗商品市场有着深远影响，尤其是在冲突爆发初期，主要影响路径如下：

其一，情绪层面。冲突爆发初期，全球金融市场恐慌情绪会大幅增加，VIX 会急剧上升。原油、天然气、铜、粮食、黄金等大宗商品价格会大幅上涨，美元、欧元、日元和美债等避险金融资产得到青睐。倘若战争爆发于中东，石油价格涨势会更为明显；此次冲突爆发于乌东地区，乌克兰誉为欧洲粮仓，导致粮食价格在去年上半年大幅上涨。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，导致俄罗斯股市和汇率在初期暴跌。

其二，资金层面。资本天然具有避险属性，希望规避政治、政策、战争、自然灾害等风险因素，会从风险较高地区转移至安全地区。由于此次冲突爆发于东欧，导致大量欧洲资本逃离，美国地理位置优越，东西相邻大西洋和大西洋，本土遭受战争风险较低，因此吸纳了大量欧洲资本。所以，此次冲突导致欧元和欧债并未成为避险资产反而成为风险资产被抛售，进一步推动了美元在去年的强势。

其三，物流供应链层面。全球大宗商品交易和经贸往来均需要交通运输来实现，世界主要的交通方式分为海运、铁路运输、公路运输、空运和管道运输。**海运**是全球最重要的运输方式，占世界贸易运输总量的 90% 以上。冲突爆发初期，俄罗斯海军宣布封锁亚速海和黑海，导致 2400 万吨乌克兰粮食以及化肥在初期无法发运，一度引发全球粮荒，推动各国食品 CPI 上涨。虽然去年 8 月在联合国调停下，黑海粮食海运通道得到恢复，但是该协议存在有效期，存在到期后无法续约的风险。**铁路**也是欧亚大陆重要运输方式，中欧班列途径波兰、土耳其等北约国家，存在一定的政治风险。**公路**运输方面，波兰关闭了多条与俄罗斯和白俄罗斯的边境高速公路，导致大量货车滞留，无法正常通过。**管道**运输是俄罗斯连通欧洲的最重要天然气和石油运输通道，但是随着“北溪-1”号被炸，即便未来俄欧关系缓和，俄罗斯天然气中短期内也无法正常疏运至欧洲。**航空**运输主要承运高价值和易腐商品，欧美与俄罗斯相互关闭领空，导致大量航班绕航，严重影响商业洽谈和高价值货种交易。

其四，贸易格局层面。冲突爆发后，美国、欧洲、日韩等国家宣布降低进口俄罗斯能源，尤其欧盟提出 2030 年前完全摆脱对俄罗斯能源依赖，因此全球能源贸易格局产生重大影响。欧洲及其盟友增加了美国、卡塔尔、挪威天然气进口以及澳大利亚、印尼、美国 and 加拿大的煤炭进口。欧美之间贸易互补性增强，欧盟已跃居美国最重要的贸易伙伴。同时，俄罗斯增加了对于中国、印度等友好国家的能源和粮食出口。

其五，供求关系层面。受欧美制裁影响，俄罗斯将削减油气产量，其中已宣布减产每日减产 50 万桶原油至今年底。此外，俄乌冲突加剧世界经济衰退，进一步降低对于大宗商品的需求。

其六，货币政策层面。俄乌冲突导致全球能源和粮食价格暴涨，加剧通胀，导致去年各大央行大幅收紧货币政策，引发需求萎缩和大宗商品价格下跌。

此次俄乌冲突延续长达一年之久，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。

俄乌冲突已经持续一年多之久，并且在短期内难以结束。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争潜力以及友好国家的能源和粮食安全。

第二部分 美国经济硬着陆风险加剧 进口货源地重大变化

美国去年实际 GDP 保持 2.1% 增速，这在美联储持续加息和缩表情况下实属不易，可见美国经济的底蕴和韧性。今年 1-2 月，美国就业、消费、PMI 等各项经济指标均表现强势，通胀水平持续回落，美国经济软着陆预期增强。然而，3 月上旬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。虽然美国政府及时救市，缓解了市场恐慌情绪，但是美国多项经济指标开始走弱，未来经济硬着陆风险加剧。由于美国经济震荡，美联储在今年一季度的加息预期一波三折，最终 2 次均加息 25BP。当前美国经济处于滞涨阶段，未来美联储货币政策将面临两难境地。并且，美联储会将基准利率长期保持于 5% 以上，以后银行出现系统性风险依然存在。此外，美国对外货物进口来源地发生重大变化，墨西哥和加拿大超越中国，成为美国最重要的前两大货物进口来源地。

一、银行破产阻断美国经济复苏 后续还有危机

即便美联储持续加息和缩表，美国 2022 年实际 GDP 依然保持 2% 增速，可见美国经济的底蕴和韧性，同时美国成为全球首个年度迈入 20 万亿美元的国家。2023 年 1-2 月，美国就业、消费、PMI 等各项经济指标均表现强势，通胀水平持续回落，美国经济软着陆预期增强。2 月 8 日美联储理事丽莎·库克指出“强劲就业数量增长和工资增速放缓增加了人们对美国经济软着陆的希望”。2 月 11 日费城联储主席哈克提到“实际上软着陆的概率正在增加”。

然而，3 月上旬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，五天之内三家银行宣布破产预告着美国银行业危机的到来。在破产的三家银行中，以硅谷银行破产引发的震动效应最明显。硅谷银行

是美国第 16 大银行，总资产规模达到 2090 亿美元，该破产案被誉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。签名银行破产的影响效应同样不可小觑，该行在 2022 年底的资产规模达到 1100 亿美元，成为美国第三大银行破产案。值得一提的是，美国第四大破产银行是印地麦克银行（Indi Mac Bank），破产时资产规模仅为 320 亿美元，差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 月至今的 4 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，其中科技企业更倾向于将闲置资金储存于硅谷银行。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，利润也就更为丰厚。然而，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。可是，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。

美国三大银行倒闭后，全球金融市场出现剧烈波动。首先，美国银行股遭遇血洗，10 日内跌幅普遍在 20%左右，尤其陷入破产旋涡的硅谷银行的股价在 3 月 9 日的单日跌幅达到 60.41%，并于 3 月 10 日宣布停盘，另一家非流动负债占总资产比率高达 91.7%的第一共和银行的累计跌幅达到 81.1%。同时，美国三大股指以及全球其他股市均出现下跌；其次，VIX 恐慌指数一度飙升 39%，创去年 10 月以来的新高。第三，美联储加息预期遇冷，美元指数和美国 10 年期美债收益率分别跌破 104 和 3.4%。第四，原油、铜、锌、镍等大宗商品价格并未因美元走弱而反弹，相反随着全球经济衰退预期加强而趋势性回落。

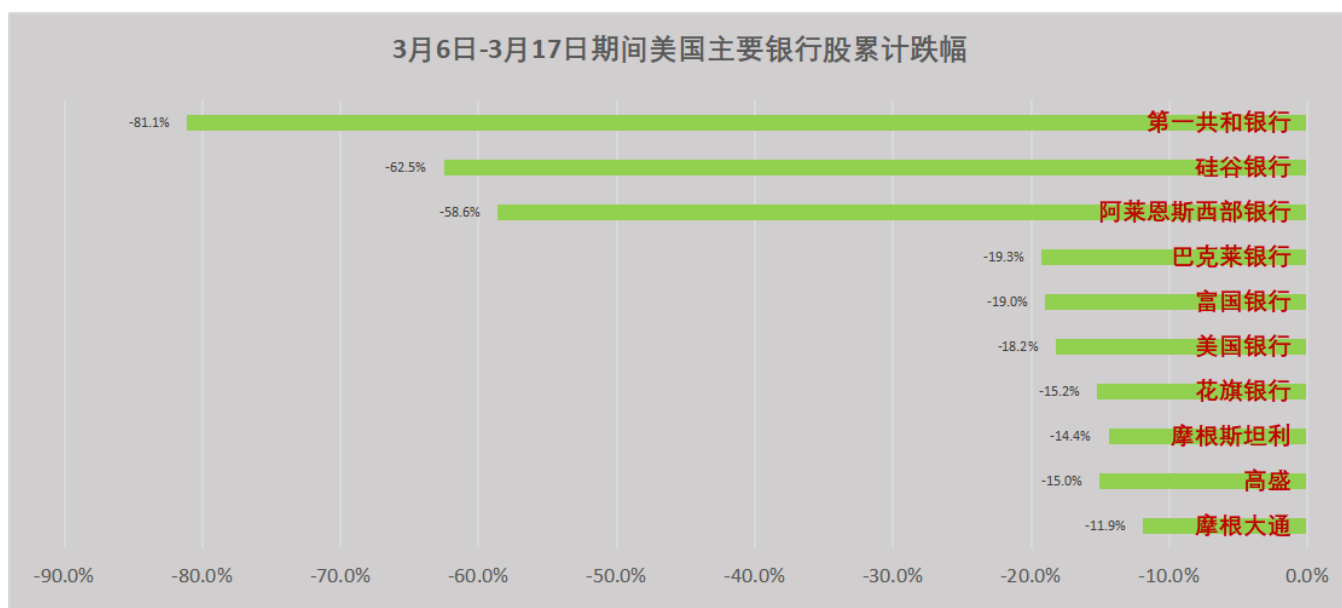


图 2-1：3 月 6 日-3 月 17 日期间美国主要银行股累计跌幅

数据来源：百度股市通、方正中期期货研究院整理

表 2-1 美国银行业暴雷前后 10 日 全球金融和大宗商品价格变化情况

资产大类	品种	单位	3月6日	3月17日	周环比
商品	伦敦现货黄金	美元/盎司	1849	1962	6.1%
	伦敦现货白银	美元/盎司	21	22	3.8%
	LME3个月锌	美元/吨	3005	2903	-3.4%
	LME3个月镍	美元/吨	24600	23540	-4.3%
	LME3个月铜	美元/吨	8950	8612	-3.8%
	CBOT大豆（连续）	美分/蒲式耳	1529	1476	-3.4%
	布伦特原油（连续）	美元/桶	2.61	2.35	-9.8%
股指	NYMEX天然气	美元/百万英热单位	86.18	72.97	-15.3%
	标普500指数	点	4048	3917	-3.3%
	道琼斯工业平均指数	点	33431	31862	-4.7%
	纳斯达克综合指数	点	11676	11631	-0.4%
	俄罗斯RTS指数	点	958	949	-1.0%
	伦敦富时100指数	点	7930	7335	-7.5%
	巴黎CAC40指数	点	7373	6925	-6.1%
波动率	法兰克福DAX指数	点	15654	14768	-5.7%
	上证A股指数	点	3482	3407	-2.2%
债券	标准普尔500波动率指数		18.61	26	37.1%
	纳斯达克100波动率指数		24.25	28	16.9%
外汇	美国10年期国债收益率	%	3.98	3.39	-14.8%
	俄罗斯10年期国债收益率	%	10.96	11.15	1.7%
	欧元区国债10年期国债收益率	%	2.81	2.27	-19.0%
海运	美元指数	点	104.27	103.86	-0.4%
	欧元兑美元		1.0682	1.0666	-0.1%
	美元兑日元		135.9255	131.8730	-3.0%
	美元兑人民币		6.8951	6.9052	0.1%
	美元兑卢布		75.4592	76.4095	1.3%
海运	BDI	点	1258	1535	22.0%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

危机爆发之后，美联储、财政部、联邦存款保险公司等多部门联合发声，出台了“兜底”政策。美联储在随后三周内资产规模分别扩大 20 亿美元、2976 亿美元、944 亿美元，美联储直接从缩表转向为扩表。同时，美联储表示对所有储户托底，可以取得所有存款。在美国各方政府强力支持下，市场恐慌情绪得到明显好转，但是该事件的余威远未结束。硅谷银行只是美国银行业危机的一个缩影，其他银行不可能独善其身，随着美联储会进一步收紧货币政策，并且将基准利率长期保持在 5%以上，未来还会有更多的美国或其他国家银行出现暴雷事件。同时，在银行暴雷事件的影响下，美国 3 月多项经济数据走弱，经济硬着陆风险加剧。

二、美联储货币政策一波三折 未来面临两难境地

一季度美联储的货币政策以及加息预期可谓是一波三折，大致可以分为三个阶段。**第一阶段：**1 月美国通胀数据持续回落，经济衰退预期增强，当时市场预估美联储在一季度再加息两次 25BP，将终点利率上升至 5%，此轮加息即告结束。2 月 1 日的议息会议中，美联储加息 25BP，连续两次放缓加息步伐，FOMC 会议声明以及随后鲍威尔讲话均偏鸽派。此时，美元指数逼近 101 点。**第二阶段：**就在 2 月议息会议结束不久，美国在 2 月公布的通胀、就业、消费等各项经济数据表现强势且超预期，美联储官员集体“由鸽转鹰”，市场对于美联储加息终点持续升温，一度认为 3 月美联储将加息 50BP，2 月 24 日美元指数突破 105 点；**第三阶段：**3 月初美国接连爆发银行破产案，市场恐慌情绪被点燃，美联储一连三周扩表。高盛分析认为 3 月美联储将停止加息，甚至机构预测美联储存在 3 月降息的可能性。不过，随着美国政府及时救市，

市场恐慌情绪得到缓解，美联储最终决定加息 25BP，同时在 3 月下旬再度缩表。3 月下半月美元指数基本在 101-103 点徘徊。

一季度美联储总共召开两次议息会议，第一次是在美东时间 1 月 31 日-2 月 1 日，第二次是在 3 月 21 日-3 月 22 日。其中，3 月议息会议由于爆发于银行破产案之后，所以更被全球市场所关注。在 3 月 FOMC 的会议声明中，**利率方面**，将基准利率提升 25BP 至 4.75-5%。这是美联储连续 9 次加息，累计加息幅度达到 475BP。**经济方面**，虽然美联储依然认为“美国经济处于温和发展之中”，但下调了 2023-2024 年 GDP 增速预期，分别将今年增速从 0.5% 下调至 0.4%，将明年 1.6% 下调至 1.2%。可以看出，美联储对于最近两年美国经济发展持谨慎乐观的态度。**就业方面**，FOMC 声明措辞虽略有修改，但核心观点并未改变，依然认为“当前工作需求增速较快，失业率偏低”，并且将今年 4.6% 的失业率预测下调至 4.5%。不过，美国 2 月季调失业率为 3.6%，根据美联储最新预判，意味着未来失业率将增加 0.9 个百分点，相当于新增 150 万失业人口。**通胀方面**，美联储指出物价持续攀升，并且重申将长期通胀率控制在 2% 的决心。同时，今年的通胀预期略有升温，美联储将今年 PCE 与核心 PCE 分别上调 0.2 和 0.1 个百分点至 3.3% 和 3.6%。随后几年，美国通胀将逐步回落。**风险事件方面**，完全删除“俄乌冲突”内容，新增“银行系统”问题。美联储指出“美国银行系统稳定且具韧性，该事件有可能导致银行对家庭和企业更为严格的信贷要求，同时对于经济增长、雇佣人数以及通胀率也会产生一定影响”。**货币政策方面**，美联储将原先“持续提升基准利率”修改为“将采用其他货币政策”，或许是在暗示加息已近终点，并且提到近期的市场情况都会左右未来的货币政策。不过，从点阵图来看，5 月依然存在继续加息 25BP 的可能性。从长远期来看，未来三年美联储均处于降息通道之中。此外，市场较为关注的美联储连续扩表操作并未在 FOMC 声明中提及，甚至鲍威尔在随后的讲话中也刻意回避，直至在记者互动环节，*American Banker* 记者 Kyle Campbell 提出资产负债表话题时，鲍威尔才予以回应。

表 2-2 2023 年 2 月与 3 月 FOMC 声明主要变动部分

	2023 年 2 月 FOMC 声明	2023 年 3 月 FOMC 声明
基准利率	In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to <u>4-1/2 to 4-3/4 percent.</u>	In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to <u>4-3/4 to 5 percent.</u>
货币政策	The Committee anticipates that <u>ongoing increases in the target range</u> will be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time.	<u>The Committee will closely monitor incoming information and assess the implications for monetary policy.</u> The Committee anticipates that <u>some additional policy firming</u> may be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time.

主要外部风险因素	删除俄乌冲突: Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship and is contributing to elevated global uncertainty. The Committee is highly attentive to inflation risks.	新增银行问题: <u>The U.S. banking system is sound and resilient. Recent developments are likely to result in tighter credit conditions for households and businesses and to weigh on economic activity, hiring, and inflation.</u> The extent of these effects is uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.
----------	---	---

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

表 2-3 美联储对于美国经济基本面的预测 (2023 年 3 月发布)

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	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
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
Unemployment rate	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
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
PCE inflation	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
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	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	
December projection	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	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
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3

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

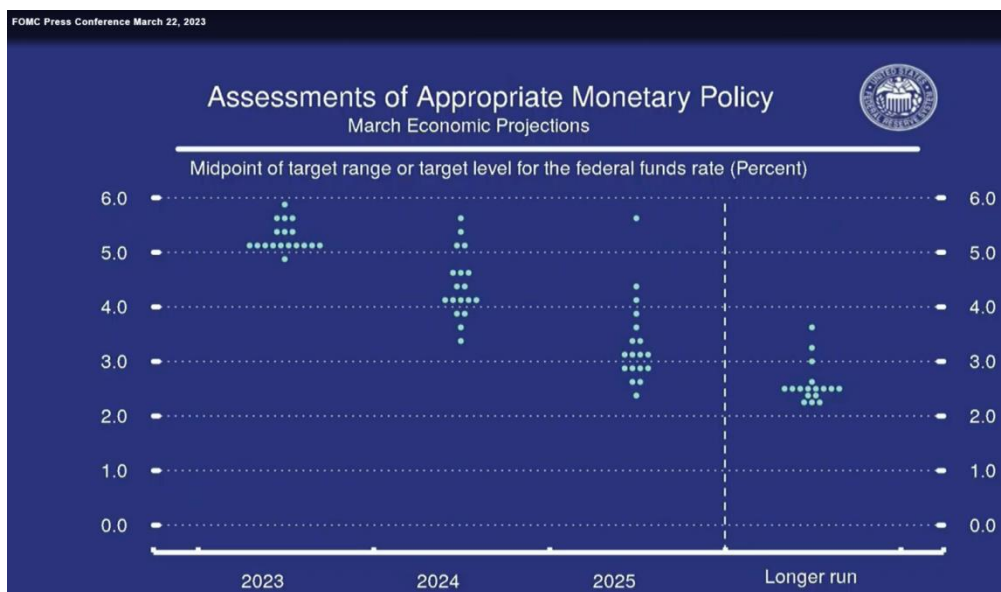


图 2-2: 2023 年 3 月美联储点阵图

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

随后, 美联储主席鲍威尔发表讲话。他开篇就谈到近期引人关注的银行事件, 随后谈及通胀、经济发展、就业、加息和扩表等一系列问题。

银行事件方面, 鲍威尔指出“历史已经佐证, 即便个别银行发生独立问题, 却无法得到及时解决, 依然会导致市场降低对于银行健康运营的信心, 并且威胁整个银行系统对于家庭和企业存款和信贷方面所起到的作用。事件发生之后, 美联储迅速联合财政部和联邦存款保险公司采取行动, 目的就是为了保护美国经济并捍卫美国银行系统的信用, 目前美国所有储户存款

和银行系统都是安全的”。同时，鲍威尔提到此次解决银行困境的方式是“Bank Term Funding Program（银行定期融资计划）”，即保证拥有安全且可流通资产的银行能够以资产面值借到资金。

经济和就业市场方面，鲍威尔直言“美国经济下行压力较大，去年实际 GDP 增速仅为 0.9%”。消费市场在一季度出现复苏，但是房地产市场受高利率影响维持疲软，高利率和低发展会拖累固定资产投资。部分美联储官员希望继续维持相对较低的经济增速以应对通胀。劳动力市场保持强劲，近三个月美国每月新增 35.1 万个就业岗位。

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

货币政策方面，未来是否加息将取得于多方面的因素，尤其需要关注银行信贷事件，并且鲍威尔直接否定了今年会降息的可能性，当前的利率水平将持续一段时期。另外，鲍威尔表示近期扩表是为了向银行发放临时贷款，以满足近期紧张态势导致的特殊流动性需求，这与 QE 和 QT 有着本质区别。近期资产负债表扩张并不直接改变货币政策立场。鲍威尔说得这点在随后就得到印证，3 月 23 日-3 月 29 日和 3 月 30 日-4 月 5 日的两周内美联储再次缩表 280 亿美元和 736 亿美元。

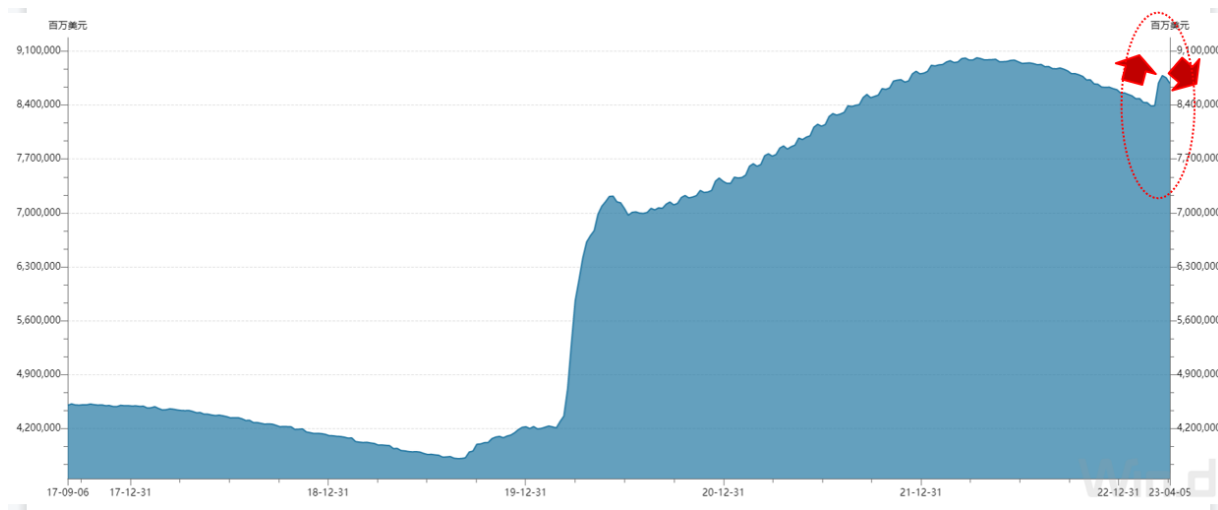


图 2-3：美联储总资产规模

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

在 3 月会议召开之前，市场认为可能会发生 3 种情况，即降息 25BP、停止加息、加息 25BP。其中，降息 25BP 是最糟糕的情况。虽然降息能刺激经济发展，但是说明美国经济已经受到银行破产的严重冲击，美联储迫于无奈大幅调整货币政策。加息 25BP 则是较好的情况，说明美联储已经基本有效把控住银行破产风险，敢于继续加息抗通胀。停止加息则是鉴于两者之间相对折中的货币政策。

3 月加息 25BP 主要基于两个方面：首先，美国三家银行破产后，美联储、财政部、联邦存款保险公司立即宣布“兜底政策”，暂时缓解了市场的恐慌情况，给予美联储继续小幅加息的底气；其次，美国 2 月季调 CPI 同比增速依然达到 6%，劳动力紧缺问题仍旧凸显，房租黏性较强，此时突然“急刹车”有可能重蹈上世纪七十年代的覆辙。

未来美联储的货币政策将面临两难境地，形势严峻。一方面，美国 2 月 CPI 同比增速录得 6%，依然远高于 2% 的长期通胀目标。同时，从今年 5 月 1 日至 12 月 31 日，OPEC+ 超预期减产 160 万桶/日产量，这将加剧美国通胀。此时贸然暂停加息，很有可能导致通胀反弹，重蹈上世纪七十年代的覆辙。另一方面，当前美国新增非农就业数据回落，持续领取失业金人数不断上升，制造业 PMI 深度低于荣枯线，非制造业 PMI 大幅回落。倘若美联储继续加息，将加剧美国银行业破产危机，美国经济很有可能遭遇实质性衰退，失业率大幅上升。同时，美国的政府负债规模已达到 31 万亿，财长耶伦希望将债务上限提升至 51 万亿，因此提高利率将进一步加剧美国政府还本付息的压力。此外，美联储持续收紧货币政策将导致全球尤其发展中国家的美元流动性枯竭，将推动各国采取本币结算制度；同时也会导致美债价格持续回落，3 月海外官方投资者抛售美债规模达到 324 亿美元，再度加息将推动各国加快抛售美债的节奏。

根据点阵图、CME 美联储观察以及美联储官员讲话来判断，5 月美联储加息 25BP 的概率较高，同时也意味着美联储此轮加息结束，终点利率控制在 5.25%。对于后期美联储的加息路径，各方存在一定分歧。鲍威尔及部分美联储官员强调今年不会降息，但联邦利率期货认为下半年美联储将降息 75BP。

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

三、美国进口货源地变化

2023 年 1-2 月美国货物进口总额录得 4852 亿美元，同比微增 0.48%。中国、墨西哥、加拿大是美国最重要三大货物进口来源国。1 月美国从中国、墨西哥、加拿大三国的货物进口贸易额分别录得 383 亿美元、370 亿美元、345 亿美元。中国以相对微弱的优势，守住了美国最大货物进口国的地位，但是优势已明显收窄。2 月中国的榜首位置终于被替代，甚至连榜眼都无法守住，直接滑落至探花。2 月中国向美国出口货物贸易量录得 306 亿美元，分别低于墨西哥和加拿大 60 亿美元和 16 亿美元。

去年 8 月中国对美货物出口贸易额达到历史峰值 503 亿美元，当月墨西哥和加拿大对美出口贸易额分别录得 403 亿美元和 388 亿美元，两国落后中国多达 100 亿美元。随后美国处于去

库存阶段，国内消费疲软，对各国进口贸易额基本均出现收窄，相对而言中国降幅最为明显。中国对美出口贸易在去年年 9 月急转直下，当月中国对美出口贸易额同比增速降至个位数（3.9%），10 月出现近两年多来首次同比负增长（-7.1%），2022 年 10 月至 2023 年 2 月连续 4 个月出现-20%以上的同比萎缩。将今年 2 月与去年 8 月相比，中国对美货物月度出口贸易额在半年内缩水 200 亿美元，跌幅接近四成。虽然墨西哥和加拿大环比也在萎缩，但是同比依然能保持正增长。在 4-20 名中，欧洲国家对美货物出口同比增速最为显著，德国（32.27%）、波兰（23.7%）、瑞士（22.41%）、英国（21.75%）、意大利（16.83%）、西班牙（16.24%）、法国（14.78%）；亚洲的印度和新加坡对美货物出口同比增速也分别达到 12.56%和 32.7%。

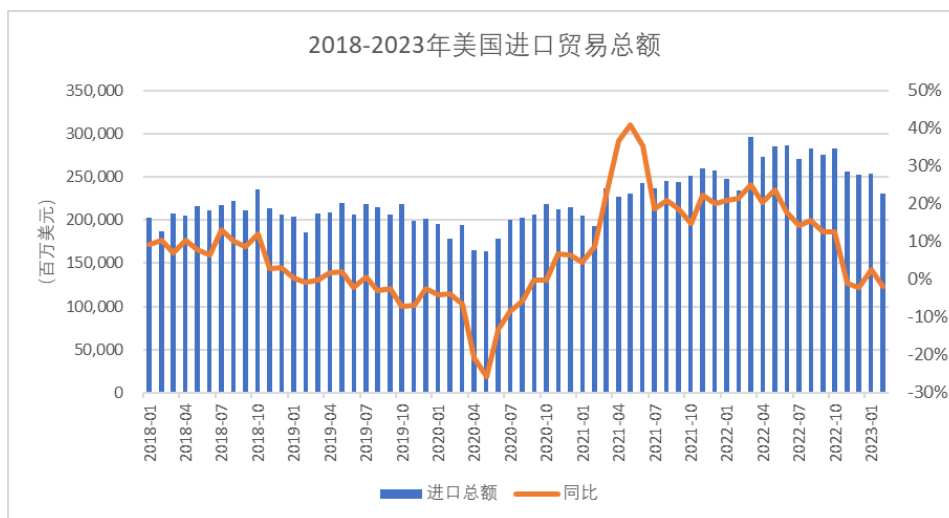


图 2-4：2018-2023 年美国进口货物贸易额
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

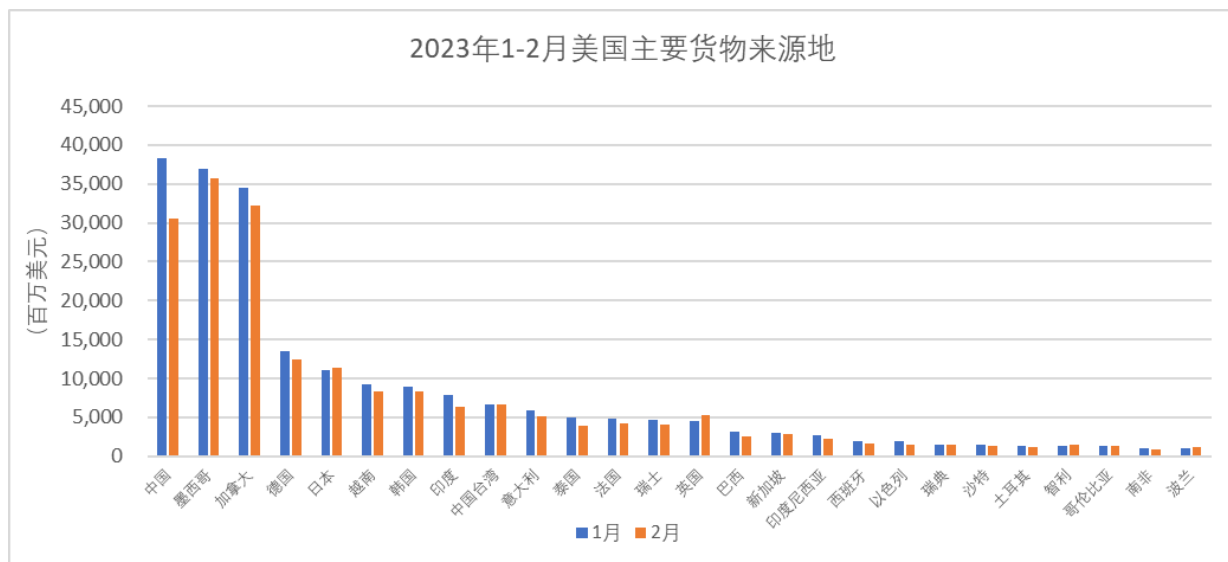


图 2-5：2023 年 1-2 月美国进口货物源地
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

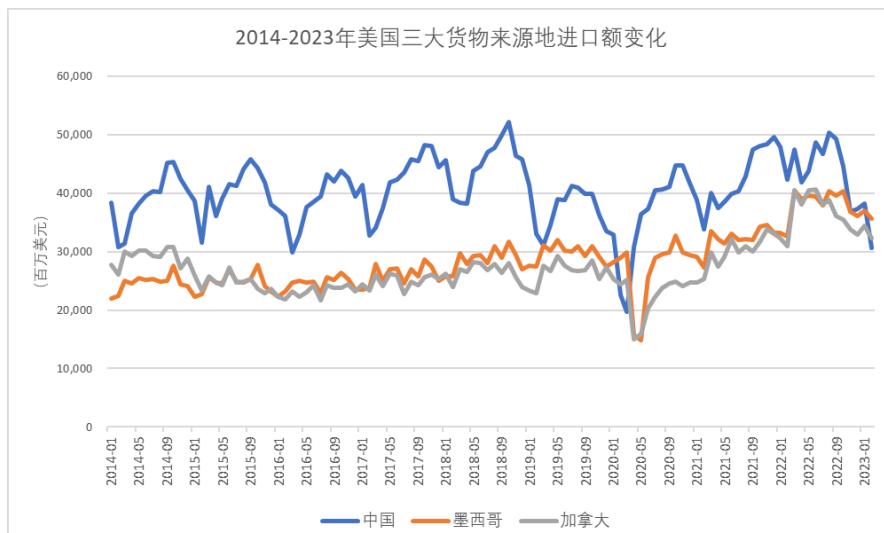


图 2-6：2014-2023 年美国三大货物来源地进口额变化

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

中国对美贸易比重下降趋势已有数年之久，拐点出现于 2018 年。2017 年美国进口货物总额录得 2.34 万亿美元，其中从中国进口占比达到 21.6%，创历史之最。2018 年 3 月 22 日，特朗普签署总统备忘录，对从中国进口的商品大规模加征关税，标志着“中美贸易战”的开启。正是从 2018 年起，中国占美进口比重开始趋势性回落。2020 年受新冠疫情扰动，其他国家生产受限，美国被迫加大从中国进口力度，该年中国占美进口比重出现小幅反弹。但随着 2021 年全球新冠疫情逐步好转，中国占美进口比重再度回落，2023 年 1-2 月降至 14.2%。

表 2-4 2011-2023 年美国进口货源地 Top10 占美国总进口额的比例变化情况（按国家和地区分）

	中国	墨西哥	加拿大	德国	日本	越南	韩国	印度	中国台湾	意大利
2023年1-2月*	14.2%	15.0%	13.7%	5.3%	4.6%	3.6%	3.6%	2.9%	2.7%	2.3%
2022年	16.5%	14.0%	13.5%	4.5%	4.6%	3.9%	3.6%	2.6%	2.8%	2.1%
2021年	17.8%	13.6%	12.6%	4.8%	4.8%	3.6%	3.4%	2.6%	2.7%	2.2%
2020年	18.6%	13.9%	11.6%	4.9%	5.1%	3.4%	3.3%	2.2%	2.6%	2.1%
2019年	18.0%	14.3%	12.8%	5.1%	5.8%	2.7%	3.1%	2.3%	2.2%	2.3%
2018年	21.2%	13.6%	12.6%	5.0%	5.6%	1.9%	2.9%	2.1%	1.8%	2.2%
2017年	21.6%	13.4%	12.8%	5.0%	5.8%	2.0%	3.1%	2.1%	1.8%	2.1%
2016年	21.1%	13.4%	12.7%	5.3%	6.1%	1.9%	3.2%	2.1%	1.8%	2.1%
2015年	21.5%	13.2%	13.2%	5.6%	5.8%	1.7%	3.2%	2.0%	1.8%	2.0%
2014年	19.9%	12.6%	14.8%	5.3%	5.7%	1.3%	3.0%	1.9%	1.7%	1.8%
2013年	19.4%	12.4%	14.7%	5.0%	6.1%	1.1%	2.8%	1.8%	1.7%	1.7%
2012年	18.7%	12.2%	14.2%	4.8%	6.4%	0.9%	2.6%	1.8%	1.7%	1.6%
2011年	18.1%	11.9%	14.3%	4.5%	5.8%	0.8%	2.6%	1.6%	1.9%	1.5%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从洲际范围来看，亚洲对美货物出口比例的峰值出现于 2017 年，与中国对美出口峰值的年份契合。随着中美贸易战的开始，亚洲对美出口比例逐步回调。除了中国比例回落之外，原本制造业强国——日本的比例也在逐年下调，这与日本严重的人口老龄化造成劳动力不足有着直接关系。相较而言，越南、印度、韩国、中国台湾等亚洲国家和地区对美出口比重在不断上升。从 2020 年起，北美地区对美出口比例持续增加，主要由于 2020 年新冠疫情爆发之后，各

国加大了对入境船舶和船员的检查力度，海运一度陷入断裂和拥堵之中。此时，加拿大和墨西哥的优势就显现出来，两国对美出口货物可以通过北美铁路网和公路网直接送达美国，降低了海运的不确定性。同时，北美三国依托于北美自由贸易协议，在关税方面也有极大的优势。从 2020 年起，**欧洲**对美国出口比重出现回落，这与亚洲对美贸易情况相似，新冠疫情造成了海运供应链断裂，影响了跨大西洋贸易。欧美贸易的转折点处于 2022 年下半年，随着俄乌冲突爆发，西方国家希望与俄罗斯主动脱钩的意愿愈发强烈，增强了欧美之间的贸易互补。**非洲**对美贸易占比最低，2014 年以来变化不大，最近两年基本维持于 1.3%。

表 2-5 2011-2023 年美国进口来源地占美国总进口额的比例变化情况（按洲际分）

	亚洲	欧洲	北美	南美洲和中美洲	非洲
2023年1-2月*	40.9%	23.7%	28.7%	4.8%	1.2%
2022年	43.2%	22.6%	27.6%	4.6%	1.3%
2021年	44.1%	23.4%	26.2%	4.4%	1.3%
2020年	44.2%	24.7%	25.4%	3.8%	1.0%
2019年	42.3%	24.3%	27.3%	4.3%	1.2%
2018年	44.5%	22.7%	26.1%	4.8%	1.4%
2017年	45.2%	21.8%	26.0%	4.9%	1.4%
2016年	44.8%	22.1%	26.1%	5.0%	1.3%
2015年	45.1%	21.8%	26.3%	5.0%	1.1%
2014年	43.2%	21.2%	27.3%	6.2%	1.4%
2013年	43.0%	20.4%	27.0%	6.9%	2.1%
2012年	42.7%	20.0%	26.5%	7.4%	2.8%
2011年	40.9%	20.3%	26.3%	7.9%	4.0%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美国降低从中国进口比重既有经济因素，也有政治考量。从经济角度来看，东盟和印度具有明显的劳动力和土地成本优势。墨西哥和加拿大与美国同属北美自贸区，可以免除关税。从供应链安全性来看，加拿大和墨西哥同属北美洲，可以完全依赖北美铁路网和公路网，降低了对海运的依赖性，防止未来再出现类似新冠疫情的黑天鹅事件。从政治角度出发，美国提出“中国+1”政策以及新疆棉歧视政策，都是为了遏制中国崛起。以上这些因素属于结构性问题，无法在短期内得到解决，甚至中国的老龄化以及美国主动寻求与中国产业链脱钩等问题还会加剧，因此未来中国占美进口比重有进一步下降趋势。

第三部分 欧洲银行难以独善其身 未来面临诸多不确定性

随着春季到来，欧洲通胀趋缓，欧元区 and 英国经济和消费在 1-2 月出现触底回暖迹象。然而，3 月美国破产案外溢至欧洲，导致瑞信破产，欧洲经济复苏步伐同样遭受严峻挑战。瑞信暴雷之后，瑞士政府“违规”救市，致沙特国家银行和 AT1 债券持有者损失惨重，同时也导致

瑞士百年信誉毁于一旦，欧洲银行 CDS 利差暴涨，以后会有更多亚洲资本逃离欧洲。虽然各国政府积极救市致恐慌情绪暂缓，但欧洲未来仍将面临罢工风险、债务危机、能源和粮食危机、银行系统性风险等各类风险。

一、美国银行破产危机对欧洲外溢

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。

（一）瑞信破产 瑞银“违规”救市

瑞士信贷银行于 1856 年在苏黎世成立，距今已有 167 年的历史，最风光时市值一度达到千亿级美元的规模，是瑞士第二大银行。不过，由于瑞信内控系统存在重大缺陷，最近几年卷入“前职员伪造签名案”、“莫桑比克腐败案”、“对冲基金 Archegos 倒闭案”、“1.8 万名用户信息泄漏案”等丑闻之中。客户对瑞信的信任感急剧降低，超 1000 亿美元的资产外流，2022 财年巨亏超 70 亿瑞士法郎。原瑞士信贷最大股东——沙特国家银行拒绝对瑞信提供额外资金支持之后，瑞信濒临破产。瑞士政府随即救市，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。在此事件中，存在美国的影子，主要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。此外，瑞士政府看似其中获利，但是百年信誉毁于一旦。

（二）欧洲银行股大跌 CDS 大幅拉升

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，欧洲银行股大幅跳水，3 月最大回撤幅度基本在-20%至-40%之间。

表 3-1 2023 年一季度欧洲主要银行股累计涨跌幅和最大回撤幅度

	2023 年一季度累计涨跌幅	2023 年一季度最大回撤幅度
--	----------------	-----------------

德意志银行	-11.4%	-34.8%
巴克莱银行	-7.8%	-32.4%
法国兴业银行	-1.7%	-31.4%
德国商业银行	+10.9%	-30.8%
荷兰国际银行	-2.5%	-25.3%
法国巴黎银行	+4.8%	-24.8%
桑坦德银行	+25.1%	-19.8%
瑞士银行	+14.3%	-19.2%

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

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。

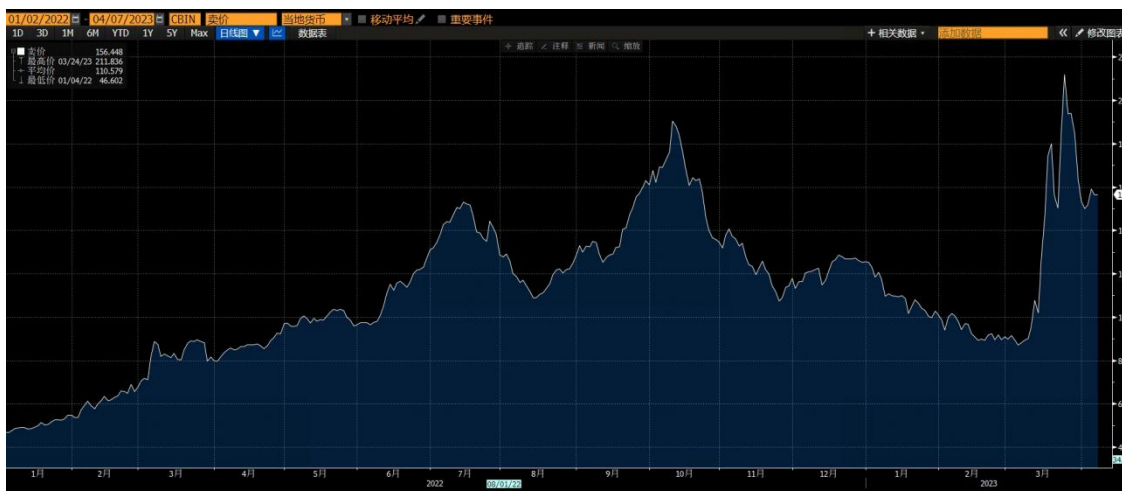


图 3-1：德意志银行 5 年期 CBS 利差

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理

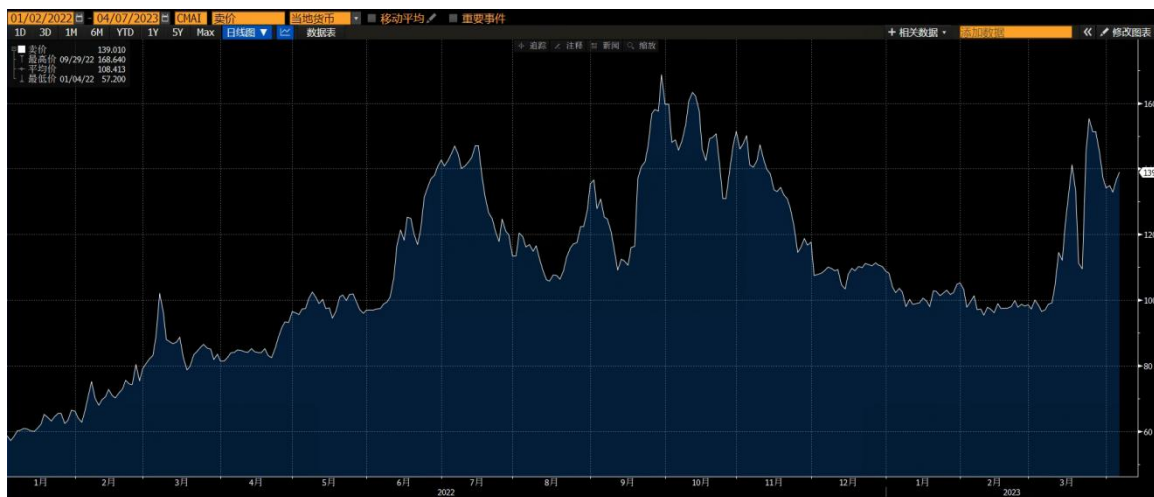


图 3-2：巴克莱银行 5 年期 CBS 利差

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理

表 3-2 欧洲主要银行 5 年期 CDS 利差

91) CDS行情表				92) 交叉资产视图											
驱动器		添加证券			历史范围					3个月					
N	名称 (5Y CDS)	利差1	变动	#SD	最低	Avg	Now	最高	平均	+/-	3个月				
101	Intrum AB	836.36*	-5.75	-0.3	661.6			914.8	743.4	+92.9	+149.1				
102	Caixa d'Estalvis de Cat...	731.09	+1.59	+0.1	585.1			774.3	655.7	+75.4	+103.3				
103	Banca Monte dei Pasch...	396.30	+0.67	+0.2	385.5			461.4	413.5	-17.2	-44.6				
104	Credit Suisse USA Inc ...	262.16	-0.58	--	242.2			1199.8	434.0	-171.9	-105.9				
105	Banca Italease SpA	213.01	+0.15	--	187.4			217.9	202.4	+10.6	+8.3				
106	Credit Suisse Group AG	207.99	+0.00	--	194.5			1147.8	351.4	-143.4	-82.0				
107	Banco BPM SpA	192.25	+0.80	+0.3	169.9			195.7	182.9	+9.3	+7.3				
108	NIBC Bank NV	191.70	+14.19	+2.6	158.0			215.0	178.3	+13.4	+25.5				
109	Hamburg Commercial ...	190.13	+15.47	+2.4	153.1			220.6	178.3	+11.9	+11.4				
110	Credit Suisse AG	183.44	-0.53	--	169.4			890.1	292.1	-108.6	-69.5				
111	Unipol Gruppo SpA	159.89	+0.61	+0.1	96.6			159.9	116.5	+43.4	+40.1				
112	Deutsche Bank AG	156.45	+0.00	--	87.1			211.8	116.3	+40.1	+55.4				
113	UBS Group AG	154.43	+1.57	+0.1	67.2			246.6	99.7	+54.7	+76.8				
114	Franz Haniel & Cie Gm...	150.92	+0.59	+0.2	125.7			158.5	136.6	+14.4	+19.4				
115	Banco de Sabadell SA	148.69	-0.13	-0.1	137.6			149.2	142.4	+6.3	+7.2				
116	Barclays PLC	139.01	+1.80	+0.3	95.3			155.4	109.5	+29.5	+33.9				
117	Barclays Bank PLC	133.86	+0.00	--	88.0			144.8	102.4	+31.4	+34.0				
118	Caja de Ahorros del Me...	130.29	-0.10	-0.1	120.0			130.8	124.4	+5.9	+6.7				
119	IKB Deutsche Industri...	129.83	+0.54	+0.2	105.3			136.4	115.2	+14.7	+19.6				
120	Norddeutsche Landesb...	124.79	+0.55	+0.2	98.2			129.9	112.4	+12.4	+25.4				
121	Wendel SE	122.79	+2.93	+1.0	98.9			128.4	108.7	+14.1	+15.4				
122	UniCredit SpA	120.44	+0.00	--	92.1			135.8	109.1	+11.4	+10.5				
123	Fundacion Bancaria Ca...	118.80	+1.59	+0.7	98.0			126.9	107.8	+11.0	+15.6				
124	3i Group PLC	118.77	+0.01	--	115.2			122.6	117.0	+1.8	+2.0				
125	Mediobanca Banca di C...	117.82	-0.01	--	90.8			137.3	108.1	+9.7	+11.0				
126	UBS AG	115.31	+0.00	--	63.2			173.2	83.8	+31.6	+44.2				
127	KBC Group NV	114.48	+0.08	--	109.2			125.4	120.3	-5.8	-8.7				
128	Banca Nazionale del L...	114.48	-1.89	-0.4	76.8			125.5	91.9	+22.6	+26.6				

9D CDS行情表		9D 交叉资产视图											
驱动者		<添加证券>			历史范围					3个月			
N	名称 (5Y CDS)	利差↓	变动	#SD	最低	Avg	Now	最高	平均	+/-	3个月
129)	Intesa Sanpaolo SpA	112.40	+16.07	+3.3	80.5			126.9	101.5	+10.9	+13.4		
130)	de Volksbank NV	107.49	+0.21	+0.1	89.8			117.7	102.1	+5.4	+12.5		
131)	Bankinter SA	107.33	+0.21	+0.1	81.2			128.5	95.7	+11.7	+21.5		
132)	RSA Insurance Group L...	106.69	+0.51	+0.3	87.7			112.1	95.6	+11.1	+14.9		
133)	Investor AB	103.98	+0.14	+0.1	89.0			105.0	94.3	+9.6	+13.9		
134)	ING Verzekeringen NV	100.52	+5.33	+1.1	88.1			122.0	99.9	+0.6	-2.7		
135)	Assicurazioni Generali ...	100.23	+0.19	--	75.7			119.8	89.8	+10.4	+12.7		
136)	Commerzbank AG	99.99	-6.95	-1.4	56.9			106.3	76.6	+23.4	+25.2		
137)	Royal & Sun Alliance I...	99.87	+0.48	+0.3	82.0			104.9	89.4	+10.5	+14.1		
138)	NatWest Markets PLC	96.69	+0.00	--	78.2			111.7	88.2	+8.5	+6.8		
139)	Standard Chartered PLC	96.68	-0.47	-0.1	77.8			110.2	87.6	+9.1	+12.9		
140)	Aegon NV	96.33	+0.00	--	61.7			99.6	74.2	+22.1	+27.0		
141)	Nationwide Building So...	96.26	+0.22	+0.1	67.3			96.9	81.1	+15.1	+18.2		
142)	Yorkshire Building Soc...	94.05	+0.21	+0.1	73.1			97.1	83.1	+10.9	+14.7		
143)	Aviva PLC	92.61	+0.00	--	65.0			94.6	74.3	+18.3	+24.2		
144)	Legal & General Group...	92.57	+0.82	+0.2	69.3			98.0	84.0	+8.6	+16.1		
145)	NatWest Group PLC	92.29	+0.38	+0.1	78.6			117.3	90.2	+2.1	-1.0		
146)	CaixaBank SA	92.05	+0.03	--	78.2			94.3	83.6	+8.5	+8.8		
147)	UniCredit Bank AG	89.97	+1.40	+0.4	69.0			100.4	81.5	+8.5	+7.7		
148)	SCOR SE	89.63	+0.03	--	76.8			113.5	91.1	-1.4	+1.3		
149)	ING Groep NV	88.29	-0.25	-0.1	66.1			97.8	76.1	+12.2	+13.2		
150)	HSBC Holdings PLC	87.61	-1.60	-0.5	72.3			103.0	81.0	+6.6	+7.9		
151)	BPCE SA	87.44	-0.96	-0.2	67.8			106.4	78.7	+8.8	+8.5		
152)	Societe Generale SA	87.16	+0.00	--	57.4			103.8	70.5	+16.7	+23.0		
153)	Natixis SA	86.49	-0.95	-0.2	67.0			105.2	77.8	+8.7	+8.4		
154)	AXA SA	85.90	-0.67	-0.2	58.8			93.5	68.6	+17.3	+22.6		
155)	Dexia Credit Local SA	84.76	+2.26	+0.6	54.4			87.7	77.3	+7.5	+1.4		
156)	Swedbank AB	84.56	+0.98	+0.5	58.5			84.6	67.3	+17.3	+13.7		

数据来源: Bloomberg、方正中期期货研究院整理

CDS 全称 credit default swap，是国际市场上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。

随着欧洲央行将在二季度继续加息，美联储主席鲍威尔表示 5% 的利率维持全年之时，欧洲银行依然具有极大的潜在风险。

二、欧洲央行继续加息 50BP 后期将提前放缓

欧洲央行召开 3 月议息会议，宣布将三大基准利率均上调 50BP，即将主要再融资利率从 3%上调至 3.5%，将隔夜存款利率从 2.5%上调至 3%，将隔夜贷款利率从 3.25%上调至 3.75%。得益于欧洲央行的鹰派货币政策，欧元兑美元在之后的两个交易日内从 1.05512 上涨至 1.06510，涨幅接近 1%。欧洲央行行长拉加德表示，“经济将在未来几个季度复苏，工业生产应该会回升，已经看到许多公司利润率提高；劳动力市场强劲，工资压力加强，根据最近的波动，这些数据值得继续监控。”但是，拉加德同时强调“此次评估是在银行业动荡之前完成的”，这意味着未来欧洲央行的加息路径存在极大的不确定性。

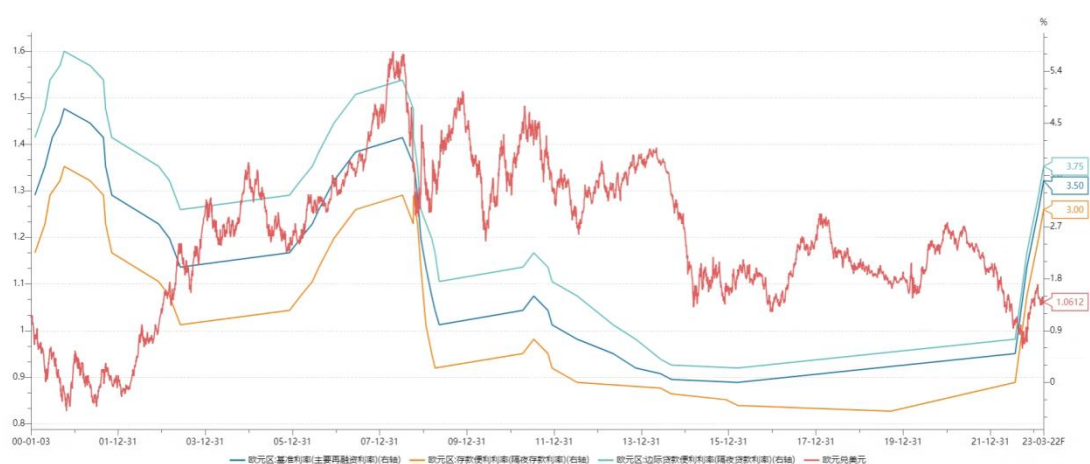


图 3-3：欧洲央行三大利率与欧元兑美元汇率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

欧洲央行 3 月继续加息 50BP 主要基于“通胀高企、经济回暖、就业稳定、消费复苏”的基本面来制定的。2022 年以来，欧洲的通胀和货币政策转向周期均比美国滞后 4 个月。美国通胀是在去年 6 月出现拐点，欧洲是在去年 10 月；美联储是在去年 3 月宣布首轮加息，欧洲央行是在去年 7 月。美联储是在今年 1 月 31 日-2 月 1 日的议息会议中宣布进一步放缓加息至 25BP，从这个节奏推断，欧洲央行原本可能在 5-6 月再度放缓加息步伐。不过，欧美银行接连倒闭打乱了欧洲央行后续的加息节奏。

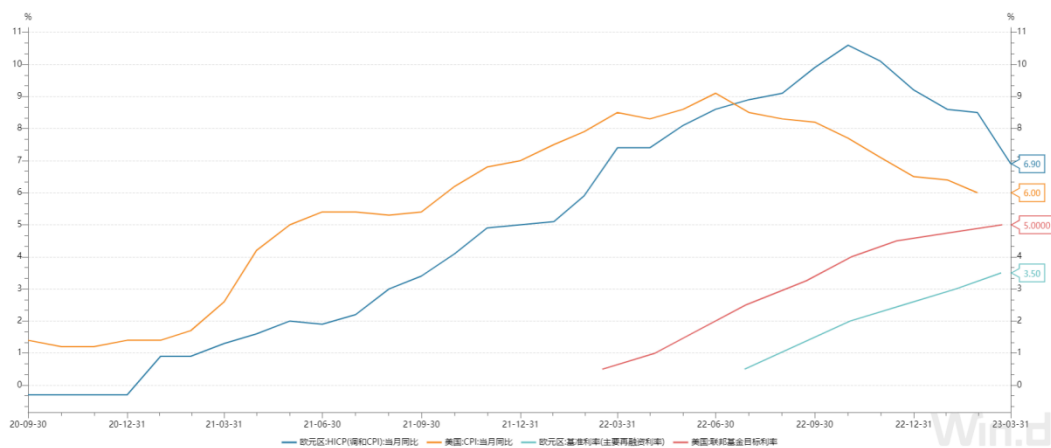


图 3-4：欧美通胀和加息拐点对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

1-2 月欧元区经济一度出现明显触底反弹迹象，然而 3 月银行暴雷事件后，欧元区经济再度预冷。3 月 ZEW 欧元区经济现状和景气指数分别录得-44.6 和 10，均低于前值。欧元区制造业 PMI 录得 47.3，低于前值，连续三个季度低于荣枯线；不过，欧元区服务业继续强势复苏。此外，欧元区 3 月 CPI 同比增速录得 6.9%，大幅低于前值 8.5%，欧元区通胀加速下行，因此欧洲央行加息的迫切性也在下降。从这个角度判断，欧洲央行很有可能会在下次议息会议放缓加息节奏。

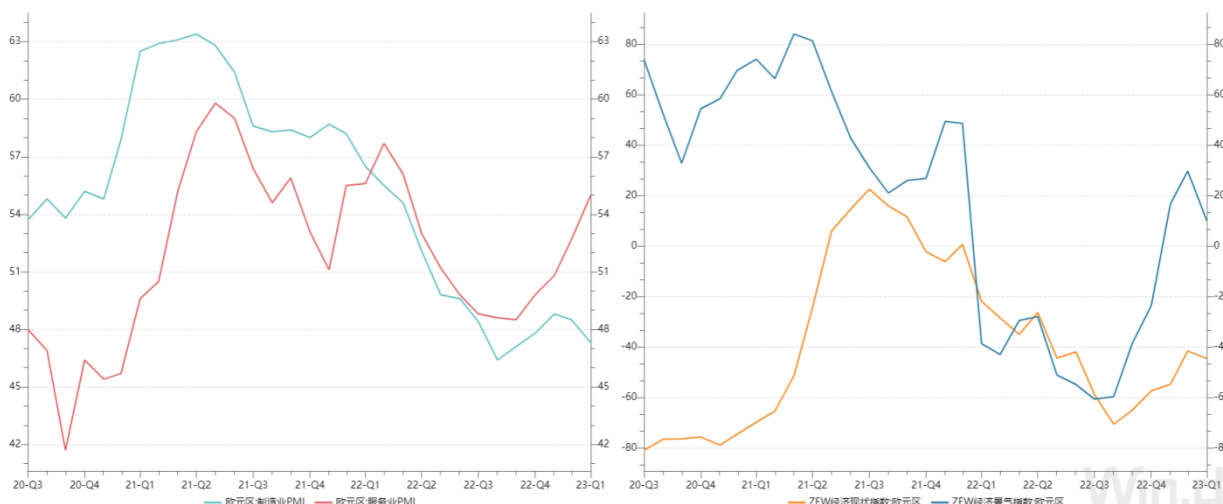


图 3-5：ZEW 欧元区经济现状/景气指数、欧元区 PMI

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

三、欧洲后期仍需直面诸多危机

虽然今年初欧洲经济一度出现回暖，但充其量只是低谷后的反弹。今年欧洲经济出现衰退的风险依然较高，并且还需要直面诸多危机。

其一，罢工危机。今年以来欧洲多地爆发大规模罢工，尤其在 2 月随着北约加大对乌克兰军援，促使英国、法国、德国及其他欧洲国家爆发数百万人的示威罢工游行。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，但是总体依然处于相对高位，欧洲民众的生活成本持续攀升。持续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，欧元区和英国的制造业 PMI 低于荣枯线已经长达三个季度。

其二，债务危机。截至 2023 年 2 月，欧元区一般未偿还债务规模达到 10.53 万亿欧元，同比扩大 4.9%，约占 2022 年欧元区实际 GDP 的 96%。德国、法国、意大利和西班牙等欧元区

经济引擎的一般未偿还债务规模达到 2.19、2.62、2.35、1.36 万亿欧元。1 月欧盟主席冯德莱恩向泽连斯基许诺会给乌克兰 180 亿欧元的援助，将进一步扩大欧洲的债务规模。

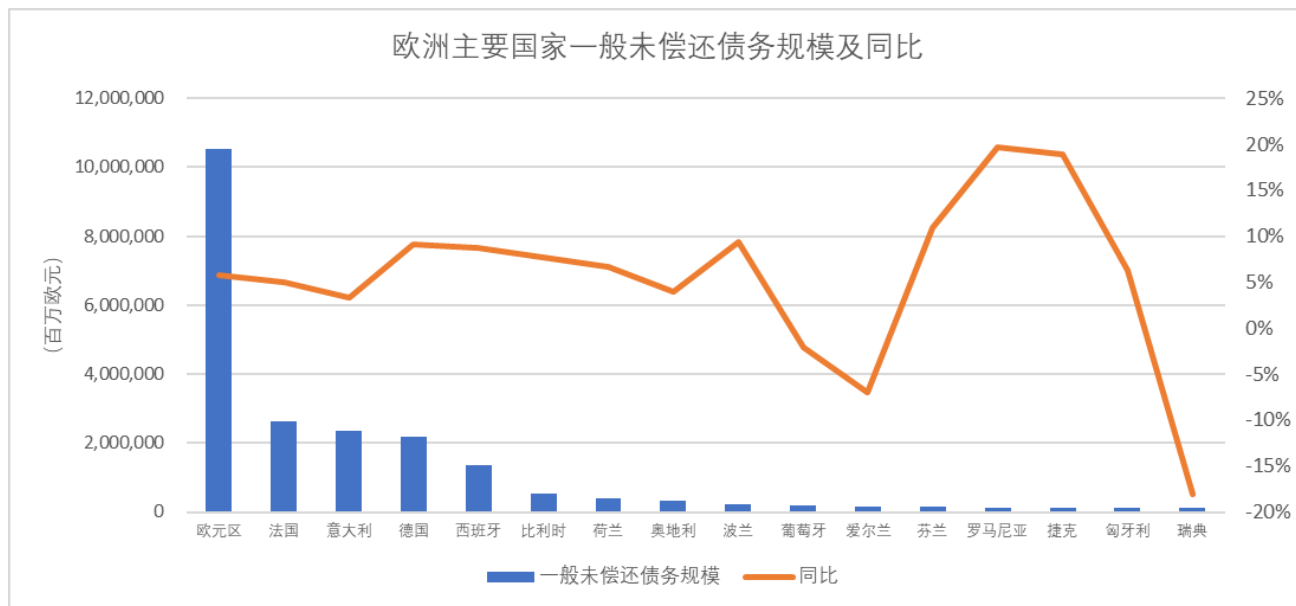


图 3-6: 欧洲主要国家一般未偿还债务规模及同比

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。这份协议在 3 月中旬得到续签，但期限仅 60 天。未来双方将在续约问题上继续博弈，一旦无法续约，欧洲粮食危机会重燃。同时，OPEC+ 超预期减产致今年底，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，又会加剧通胀，提升欧洲生产和生活成本。

其四，银行系统性危机。虽然瑞士政府和德国政府及时救市，似乎解决了银行危机，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的可能性。

第四部分 日本经济继续复苏 日债受追捧

今年 3 月日本内阁府公布本国去年四季度修正值，略有上修。2022 年日本实际 GDP 修正值录得 545.82 万亿日元，同比增长 1%，连续两年正增长，经济逐步回归正轨，但低于去年 2.2% 的增速。随着疫情管控的放开，占日本 GDP 一半以上的私人消费是拉动日本经济发展的最关键板块。不过，相比其他主要经济体，除了深陷冲突的俄罗斯出现负增长，日本经济增速是 2022 年最为缓慢的，新冠疫情、俄乌冲突、日元贬值、人口老龄化对于日本经济产生明显的利空影

响。并且，日本年度经济尚未恢复至疫情前同期水平，2022 年 GDP 修正值低于 2019 年 1.2 个百分点。

表 4-1 日本 2020-2022 年各季度实际 GDP 与疫情前同期对比

	2019年	2020年	2021年	2022年	2020年/2019年	2021年/2019年	2022年/2019年
一季度	138.59	136.11	134.62	135.46	98.2%	97.1%	97.7%
二季度	139.04	125.29	135.08	137.02	90.1%	97.2%	98.5%
三季度	139.36	132.35	134.60	136.65	95.0%	96.6%	98.1%
四季度	135.54	134.84	136.09	136.68	99.5%	100.4%	100.8%
全年	552.54	528.59	540.39	545.82	95.7%	97.8%	98.8%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 4-2 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

日本经济想要恢复至疫情前就要寄希望于 2023 年，2023 年日本实际 GDP 增速只要保持在 1.2%以上，就能在疫情爆发后的第 4 年实现这样的目标。从当前情况判断，日本在 2023 年实现 1.2%增速的可能性相对较高。世界银行、标普、日本政府、IMF、联合国对于日本今年的经济增速预期依次为 1%、1%、1.5%、1.8%、1.9%。今年一季度日本经济恢复形势相对较好，1-3 月综合 PMI 均高于荣枯线，其中服务业 PMI 分别录得 52.3、54 和 54.2，扩张速度明显，但制造业 PMI 低于荣枯线，深陷萎缩之中。贸易方面，日本是资源进口大国，去年由于日元兑美元汇率大幅贬值，日本贸易赤字成为 GDP 负项，去年 10 月日本赤字规模一度达到 2.32 万亿日元，严重制约经济发展。随着美元逐步走弱，日本在今年前两个月的贸易赤字大幅收窄，今年 1-2 月大幅收窄至 1.82 和 1.19 万亿日元。其中，1-2 月日本贸易出口总额同比增长 5.6%。

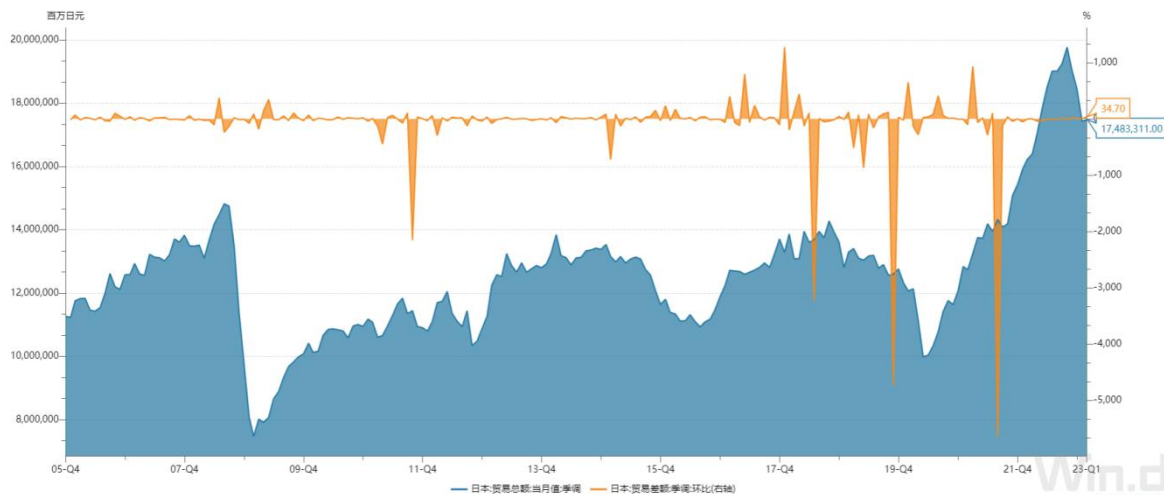


图 4-1: 日本季调贸易差额及环比

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

在去年 12 月日本央行调整 YCC 波动区间之后，日本 10 年期国债收益率始终保持在 5% 以上。随着欧美央行接连暴雷，诸多国际投资者紧急将资本转移至亚洲避险。日本作为亚洲最重要的发达经济体市场，自然受到国际资本的青睐，大批资本抢购日本国债，促使日本国债收益率持续走低。3 月 20 日，日本 10 年期国债收益率一度下跌至 0.281%，仅在 8 个交易日下跌幅度超过一半。随着欧美央行和政府及时救市，市场恐慌情绪有所放缓，对于日本国债的避险需求略有降温，3 月 30 日日本 10 年期国债收益率反弹至 0.33%，但依然远低于 0.5% 的上限。同时，日本央行调整 YCC 的根本目的是修复国债的收益率曲线。目前，日本 10 年期国债收益率与 8-9 年国债收益率不再倒挂，3 月 30 日保持 8.6BP 和 7.6BP 的合理利差。

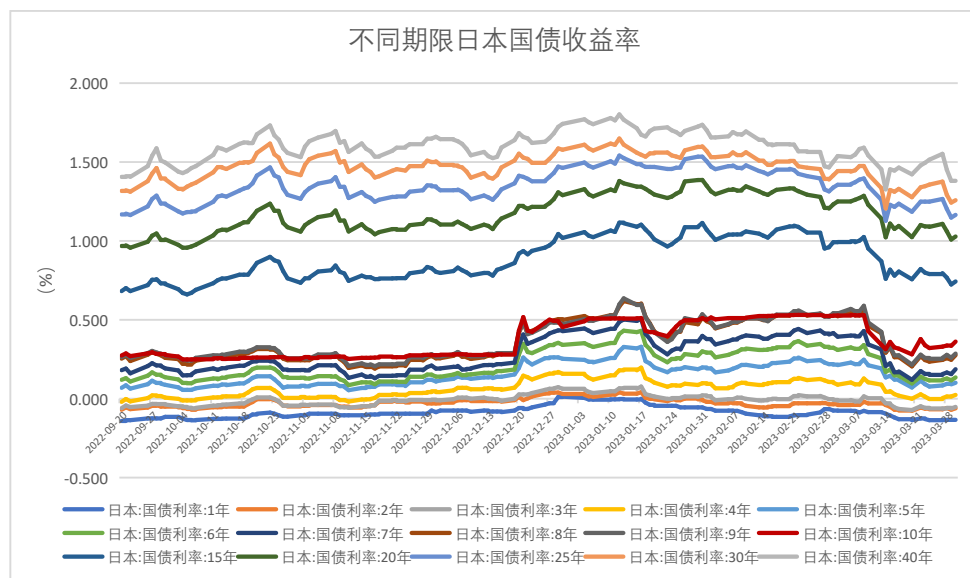


图 4-2: 不同期限日本国债收益率

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

全球新冠疫情基本消退、日元升值降低贸易赤字、日本政府天量财政刺激计划都将推动日本经济的复苏。不过，日本经济的潜在风险同样存在，如政府负债率极高、央行行长换届后的加息预期、地缘冲突导致的能源短缺、通胀上升、长期老龄化等问题。

第五部分 新兴经济体发展新动向

一、一季度东盟+南亚出口总体不及去年

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 4161 万美元和 4533 万美元，同比大幅增长 11.9%和 14.6%。去年四季度，随着欧美经济增速大幅放缓，需求减弱，订单锐减，这样的弱势情况延续至今年一季度，对于东南亚和南亚的出口贸易产生重大影响。

今年一季度越南累计出口贸易额为 805 亿美元，同比锐减 6.4%，1-3 月的贸易量分别录得 251、259 和 296 亿美元。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。1-2 月新加坡和泰国出口贸易额同比下降 6.4%和 3.2%，菲律宾 1 月同比下降 13.5%。虽然印度 1 月同比增长 1.4%，但与去年两位数增速相比，可谓开年不利。马来西亚和印尼 1-2 月出口情况非常不错，保持 5.4%和 10.2%的增速。此外，虽然菲律宾和泰国对外出口额同比回落，但是制造业 PMI 均长期高于荣枯线，说明两国制造业边际扩张，并且内需较为旺盛。

东南亚和南亚国家以廉价的劳动力和土地成本确实吸引了大批海外订单，但是一般以中低端制造、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。随着一季度尤其 3 月欧美银行暴雷，消费信心大幅下降，进口需求回落，严重影响东南亚和南亚国家的出口贸易。美国是越南和印度的第一大出口目的国，今年 1 月两国对美出口贸易额分别录得 61 亿美元和 59 亿美元，同比下降 36.8%和 9.7%。

表 5-1 2023 年一季度东盟和南亚主要国家对外出口同比

	越南	马来西亚	新加坡	印尼	泰国	菲律宾	印度
3 月	-13.2%	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
2 月	12.8%	9.8%	-3.0%	4.4%	-5.3%		
1 月	-13.5%	1.4%	-9.6%	16.4%	-0.9%	-13.5%	1.4%
一季度*	-6.4%	5.4%	-6.4%	10.2%	-3.2%	-13.5%	1.4%

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
2021-01	57.70	51.30	52.20	48.90	50.70	49.00	52.50	
2021-02	57.50	51.60	50.90	47.70	50.50	47.20	52.50	
2021-03	55.40	53.60	53.20	49.90	50.80	48.80	52.20	
2021-04	55.50	54.70	54.60	53.90	50.90	50.70	49.00	
2021-05	50.80	53.10	55.30	51.30	50.70	47.80	49.90	
2021-06	48.10	44.10	53.50	39.90	50.80	49.50	50.80	
2021-07	55.30	45.10	40.10	40.10	51.00	48.70	50.40	
2021-08	52.30	40.20	43.70	43.40	50.90	48.30	46.40	
2021-09	53.70	40.20	52.20	48.10	50.80	48.90	50.90	
2021-10	55.90	52.10	57.20	52.20	50.80	50.90	51.00	
2021-11	57.60	52.20	53.90	52.30	50.60	50.60	51.70	
2021-12	55.50	52.50	53.50	52.80	50.70	49.50	51.80	
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

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、潘帕斯雄鹰折翼 阿根廷通胀超 100%

随着全球供应链、粮食、能源三大危机逐步解除以及各大央行持续收紧货币政策，主要经济体通胀拐点均已出现，通胀率持续趋缓，就连此前 CPI 同比增速超过 85% 的土耳其也在去年 10 月通胀见顶，今年 2 月已大幅回落至 55.18%。不过，就在全球通胀出现回落之际，阿根廷通胀却愈演愈烈。根据阿根廷统计局最新数据显示，2 月阿根廷 CPI 同比增速录得 102.5%，连续 13 个月攀升。上次阿根廷通胀率超过 100% 还要追溯至 1991 年，那时南美国家由于经济危机和新自由主义政策等原因遭受经济大萧条。

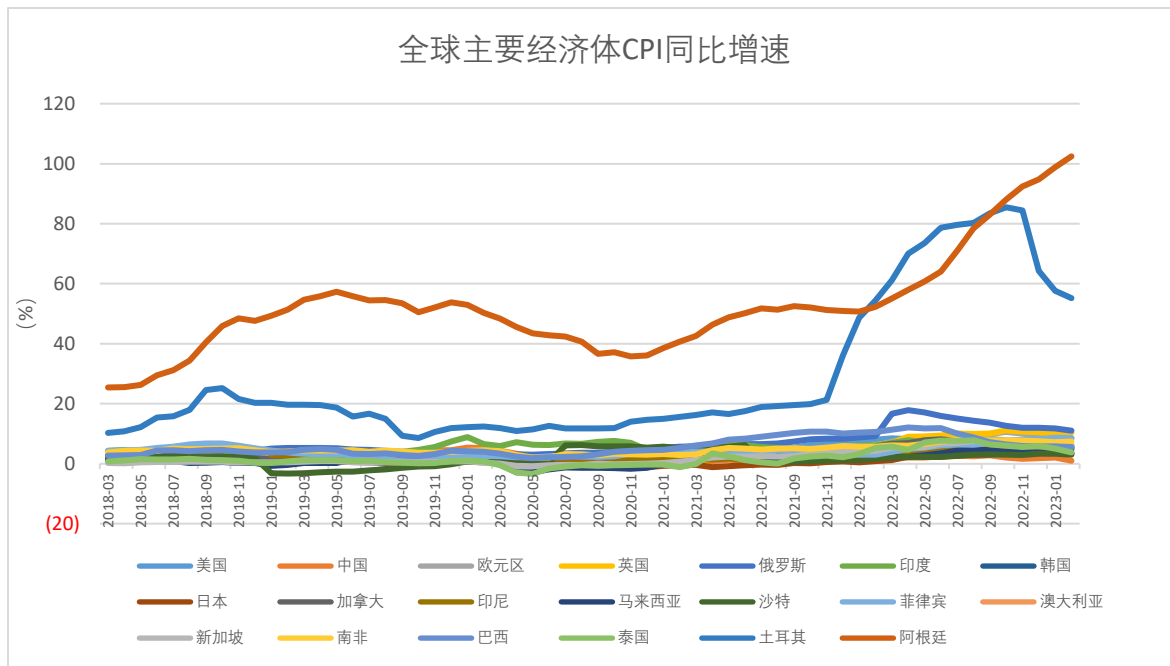


图 5-1：全球主要经济体 CPI 同比增速
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

阿根廷此轮恶性通胀既有天灾，更是人祸。

首先，从气候角度分析。阿根廷遭遇 60 年未遇的严重干旱，在 2022-2023 年期间至少遭受 8 次全国热浪，一些地区干旱情况可以追溯至去年 5 月。作为全球最大的加工大豆出口国和第三大玉米出口国，大豆和玉米收成预测一再大幅下调，罗萨里奥交易所预计本年度阿根廷的大豆、玉米和小麦等粮食产量将减少 5000 万吨。在本国粮食收成匮乏的情况下，阿根廷农作物和肉类价格大幅上涨。

其次，从人为因素来看，阿根廷央行持续滥发货币是造成恶性通胀的根本原因。阿根廷 M2 同比增速常年处于较高水平，尤其在新冠疫情爆发之后，政府更是肆无忌惮地加速印钞。在 2020 年 1 月至 2023 年 1 月期间，阿根廷 M2 同比增速从 37.9% 大幅攀升至 74.7%，三年内累计释放流动性总量达到 11.9 万亿阿根廷比索。随着流动性泛滥，阿根廷比索兑美元持续贬值。即便在去年四季度美联储放缓加息步伐、绝大多数非美货币收复失地之际，阿根廷比索汇率依然无法止跌。2022 全年阿根廷比索兑美元累计贬值 41.2%，2023 年一季度继续贬值 14.2%。

为了抑制恶性通胀，阿根廷央行从 2020 年四季度至 2023 年一季度，累计加息 11 次，加息幅度达到 4200BP。不过，在 M2 高速增长的情况之下，加息效果收效甚微。“加息+扩张 M2”这一相悖的货币政策是阿根廷央行进退两难的缩影。在高通胀的情况下，民众的生活水平遭受严重下滑，阿根廷人民酷爱牛肉，但如今只能在重大节日才能享用牛肉烧烤。此外，汇率稳定是一国经济发展的基石。虽然 2022 年阿根廷实际 GDP 增速达到 5.2%，但从季度来看，第一、第三和第四季度的实际 GDP 均出现环比负增长。

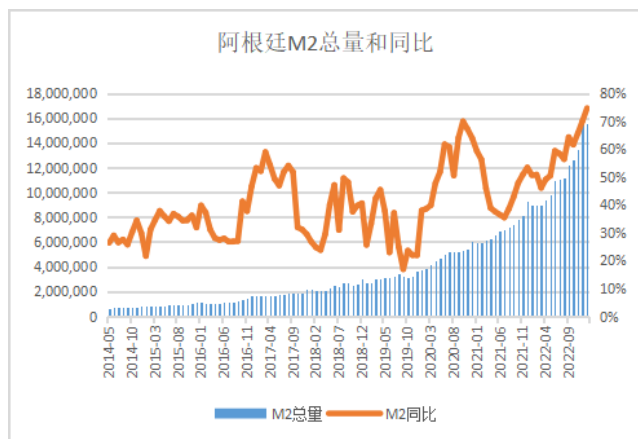


图 5-2: 阿根廷 M2 总量和同比
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

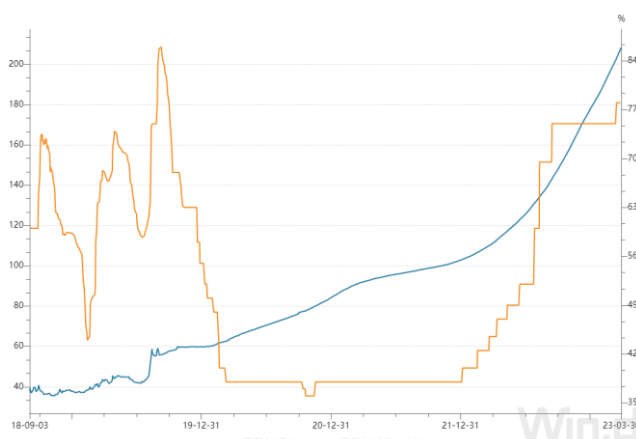


图 5-3: 美元兑阿根廷比索汇率和阿根廷基准利率
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

第六部分 全球宏观经济综合展望

虽然今年世界经济增速将会连续两年放缓，但依然能保持 2% 左右的正增长。不过，各大经济体的周期各不相同，新兴经济体的经济增速将明显快于发达经济体，美国、欧盟、英国、俄罗斯和乌克兰等经济体均存在衰退风险。此外，全球制造业的复苏程度将明显滞后于服务业。当前最大的不确定因素是欧美银行危机后续效应以及外溢性。

美国在经历银行破产危机之后，多项经济指标明显转冷，经济硬着陆的风险加剧。虽然美国政府采取联合托底行动，缓解了市场恐慌情绪，但是随着美联储继续加息以及长期保持 5% 以上的基准利率，后期美国银行业依然面临出现系统性风险的可能性。美联储和美国政府当前遭遇诸多棘手问题。一方面，美国当前通胀依然远高于 2%，并且 OPEC+ 超预期减产之后，美国通胀会边际反弹，美联储此时停止加息或降息，极有可能重蹈上世纪七十年代覆辙；另一方面，如果美联储此时继续加息或下半年不降息，极易让更多银行出现暴雷风险。并且，继续加息会导致全球尤其发展中国家美元外汇枯竭，加速本币结算。同时，美债价格趋势性回落也会使得各国加速抛售美债。另外，美国财政部长耶伦要求将联邦债务上限从 31 万亿美元上升至 51 万亿美元，高利率将大幅提升美国还本付息压力以及通胀水平。在此两难情况下，美国政府和美联储将会先着重于解决眼前危机，防止经济崩溃和维护美元霸权比控制通胀更为重要。具体来看，年中继续提高债务上限，保证美国政府的正常运营，尤其在俄乌冲突的关键时期，但为了能在议会通过以及降低市场关注度，会适当下调新设置的债务上限规模。同时，美联储将在下半年降息，向市场释放流动性，保障本国经济和就业率，也让其他国家能有相对充足美元进行外贸结算，拖延本币结算进程。

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。一旦美联储继续加息或维持高位基准利率，欧洲其他银行也存在极大的暴雷风险。欧洲央行和英国银行同样处于两难境地。两者相害取其轻，欧洲两大央行的货币政策将逐步转鸽，缓解眼下危机。由于涨薪无法得到满足，欧洲各国工会未来依然会持续爆发罢工事件，这将严重影响欧洲产业正常发展，利空欧洲经济复苏。日本今年只要保持 1.2% 以上的经济增速，就能在时隔 4 年后将实际 GDP 恢复至疫情前水平。在岸田文雄 70 多亿日元的财政刺激计划助力下，日本很有希望达到这一目标。未来最重要的利空事件是日本央行行长换届后将极有可能结束量化宽松政策，一旦解除将影响日本经济复苏。同时，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。

作为最重要的发展中国家，中国今年 GDP 增速至少能在 4.5% 以上。一方面，由于去年基数相对较低；另一方面，疫情管控措施放开后，中国并未出现第二波疫情高峰，消费和生产均得到明显恢复。不过，出口是拉动中国经济的三驾马车之一，欧美去库存和需求放缓以及对华贸易歧视政策、中国产业链外溢都将影响中国经济复苏。中国当前处于弱复苏阶段，是否落实强预期还需要时间检验。东盟和印度经济增长相对较快，主要得益于低廉的土地和劳动力成本以及友好的国际环境。不过，这些国家严重依赖出口贸易订单，随着欧美需求不振，2023 年的发展速度将显著低于 2022 年。

二季度全球通胀水平总体下降，但是回落边际速度将大幅趋缓。随着供应链危机解除、黑海粮食协议续签以及春季到来，全球物价有进一步回落趋势。不过，OPEC+ 超预期减产，将使石油价格回涨。此轮减产将延续至今年底，今年冬季欧洲可能再现能源危机。当然，目前离年末冬季尚早，欧盟各国会通过各种方式提前储备或政治协商。

随着美联储大概率将在 5 月结束加息，下半年存在降息 2-3 次的可能。其他各大央行对于美联储收紧货币政策的“资金虹吸效应”担忧将会减弱，被动加息的压力将大幅减轻。并且，各国通胀总体趋缓，因此二季度各大央行加息不会快于上轮，下半年也会逐步转向降息。美国当前还面临美债抛售和各国本币结算，一旦该趋势无法遏制，美元指数有可能在二季度跌破 100 点大关，美元兑人民币汇率将重返 6.7。

俄乌冲突短期内无法结束，双方都不愿意在对己方不利情况下停战，但又缺乏一击制胜的实力，甚至不具备和谈的基础。欧美俄还将投入大量人力、物力、财力于其中，增加各国的债务负担。根据当前新冠疫情发展和防控情况，世卫组织很有可能在今年夏季宣布解除新冠疫情的紧急状态令。罢工风险将会持续，虽然全球通胀趋缓，但是依然处于高位，部分国家工会依然会提出工资上涨的诉求。

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号证大立方大厦604室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花梓年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。