

全球再爆黑天鹅事件 金融市场剧烈波动

——今年一季度全球宏观经济与二季度展望

作者：宏观经济组 李彦森 史家亮 陈臻

执业编号：F3050205（从业） Z0013871（投资咨询）

F3057750（从业） Z0016243（投资咨询）

F3084620（从业）

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：2022年3月27日星期日

摘要：

今年一季度各国先后公布了 2021 年 GDP 总额。2021 年全球实际 GDP 前十大国家排名依次为美国、中国、日本、德国、英国、法国、印度、意大利、加拿大和韩国。美国依然独占鳌头，去年经济增速创近 37 年以来新高，实际经济增量相当于再造一个印尼。中国去年增速达到 8.1%，实际 GDP 已占美国 87.4%，有望在 2026 年正式超越美国成为全球第一大经济体。日本增速是主要发达国家中最慢的，被德国拉近了差距。英国增速录得 7.5%，创造了该国二战后最快 GDP 增速。

俄乌冲突成为一季度最大的黑天鹅事件，引发全球金融和商品市场的剧烈波动。冲突爆发之后，大宗商品、国债收益率、美元指数、海运价格以涨为主。除了美国之外的全球股市以跌为主，俄罗斯 RTS 指数在冲突爆发当日下跌达 40%，美国军工板块则在冲突期间收获 10-20% 的涨幅。美国及其盟友在冲突爆发之后对俄采取多轮制裁，最严厉的措施莫过于将俄罗斯多家主要银行剔除 SWIFT 体系，俄罗斯也针对性地实施反制裁，包括向欧盟不友好国家出口天然气需要采用卢布结算。欧洲对俄罗斯能源依赖程度极高，对俄制裁是一把双刃剑。

虽然今年 3 月世卫组织证实“德尔塔克戎”变异毒株的存在，但是致死率持续下降，多国政府将其视作“大号流感”，宣布解除疫情完全防控措施，一定程度上促进了全球服务业的复苏。近期对于全球金融市场的影响程度，总体呈现出“俄乌冲突 > 全球货币政策收紧 > 新冠疫情”。待俄乌冲突缓和尤其两国签署和平协议之后，美联储货币政策将是影响全球金融市场最关键的因素，其次是大国博弈之下的政治经贸政策，第三是新冠疫情。

全球通胀继续高企，欧元区创历史新高，美国 and 英国创近 40 年和 30 年新高。美联储加息尘埃落地，3 月加息 25BP，最快 5 月缩表，全年可能加息 7 次，年底基准利率有望达到 1.9%。英国央行连续三次议息会议加息，欧洲央行不排除在年底前加息 1-2 次的可能性。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

目 录

第一部分 俄乌冲突扰动全球市场 新冠疫情影响逐步下降.....	2
一、2021 年全球 GDP TOP10 及 2022 年一季度发展情况	2
二、各国无惧“德尔塔克戎”继续开放国门.....	3
三、俄乌冲突扰动全球金融市场.....	5
四、各方与俄罗斯之间的制裁与反制裁.....	6
第二部分 美联储加息尘埃落地 后期经济增速将放缓.....	9
一、当前发展总体向好 后期减速.....	9
二、美国通胀续创近 40 年新高 年中或迎来拐点.....	12
三、美联储加息尘埃落地 今年将采取强鹰措施.....	15
第三部分 欧洲经济强势复苏 制裁俄罗斯是把双刃剑.....	18
一、今年欧洲经济将恢复至疫情前水平.....	18
二、通胀再创历史新高 货币政策将加速收紧.....	20
三、制裁俄罗斯将加剧欧洲能源危机.....	23
第四部分 日本近三年首度转正 韩国跃居全球 TOP10	24
一、日本经济缓慢复苏 后期有望加速.....	25
二、韩国经济跃居全球前十.....	27
第五部分 新兴经济体发展新动向.....	28
一、东盟经济温和复苏.....	29
二、欧亚经济联盟和中国计划制定新的货币体系.....	31
第六部分 全球宏观经济综合展望.....	33
一、2022 年全球经济将加速放缓	33
二、中国实际 GDP 有望在 2026 年超越美国.....	34
三、新冠疫情对全球经济影响逐渐下降.....	35
四、全球通胀二季度依然高企.....	36
五、美债和美元维持强势.....	36

第一部分 俄乌冲突扰动全球市场 新冠疫情影响逐步下降

一、2021 年全球 GDP TOP10 及 2022 年一季度发展情况

由于新冠疫情的巨大冲击，全球经济在 2020 年出现了 3.6% 的降幅。2021 年随着新冠疫苗的不断接种以及各大经济体均采取了积极的财政和货币政策，叠加 2020 年较低基数，去年世界经济增速有望达到 5.7%，创近 48 年最快经济增速。

今年一季度各国先后公布了 2021 年 GDP 总额。去年美国 GDP 总量依然占据全球首位，全年名义 GDP 录得 22.99 万亿美元，同比增速达到 10%，但是其中饱含“通胀水分”，全年实际 GDP 录得 19.43 万亿美元，实际增速为 5.7%。中国位居第二，全年名义 GDP 录得 114.37 万亿人民币，剔除价格因素实际 GDP 录得 109.58 万亿人民币，增速达到 8.1%，是全球前五大经济体中增速最快的。按照全年美元兑人民币 6.4515 的平均汇率来折算，中国名义 GDP 和实际 GDP 分别占美国的 77.1% 和 87.4%。日本 2021 年实际 GDP 录得 4.89 万亿日元，依然位居全球第三，同比增速仅为 1.7%，是主要经济体中增速最为缓慢的，被身后的德国缩小了差距，目前经济体量仅占美国 1/4。德国是欧洲第一大经济体，全球实际 GDP 录得 3.47 万亿美元，实际增速为 2.7%。英国增速录得 7.5%，创该国二战以来最快增速，也是去年发达国家中增速最快的。6-9 位分别是法国、印度、意大利和加拿大。韩国超越俄罗斯跃居全球 TOP10，并以近十几年出色的经济发展，在去年被联合国正式认定为发达国家。

表 1-1：2021 年全球 TOP10 国家实际 GDP、增速、平均汇率及占美国比重

排名	国家	实际 GDP (本币)	2021 年平均汇率 (美元兑各国货币)	实际 GDP (万亿美元)	实际同 比增速	占美国实际 GDP 比重
1	美国	19.43 万亿美元	1	19.43	5.7%	100%
2	中国	109.58 万人民币	6.4515	16.99	8.1%	87.4%
3	日本	537.14 万亿日元	109.8827	4.89	1.7%	25.2%
4	德国	2.93 万亿欧元	0.8455	3.47	2.7%	17.8%
5	英国	2.20 万亿英镑	0.7268	3.03	7.5%	15.6%
6	法国	2.22 万亿欧元	0.8455	2.63	6.9%	13.5%
7	印度	145.63 万亿卢比	73.9351	1.97	8.1%	10.1%
8	意大利	1.58 万亿欧元	0.8455	1.87	6.6%	9.6%
9	加拿大	2.09 万亿加元	1.2536	1.67	4.6%	8.6%
10	韩国	1910 万亿韩元	1144.8911	1.67	4.0%	8.6%

数据来源：WIND、方正中期期货研究院整理

城市是国家经济实力的标志，超大型城市更是一个国家市场繁荣的缩影，2021 年各国的超大型城市数量及名次与各国 GDP 排名高度一致。去年纽约 GDP 位居全球第一，东京位居次席，洛杉矶位列第三。上海位列第四，是中国排名最靠前的城市。伦敦和巴黎分列第五和第六。全球前十大城市中，美国占据 4 座，中国占据 3 座，日本、英国、法国各占 1 座。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

表 1-2：2021 年全球 TOP10 城市 GDP 及占纽约比重

排名	城市	GDP（万亿人民币）	所在国家	占纽约 GDP 比重
1	纽约	7.12	美国	100%
2	东京	6.64	日本	93.3%
3	洛杉矶	5.21	美国	73.2%
4	上海	4.32	中国	60.7%
5	伦敦	4.30	英国	60.4%
6	巴黎	4.25	法国	59.7%
7	北京	4.03	中国	56.6%
8	芝加哥	3.55	美国	49.9%
9	费城	3.44	美国	48.3%
10	深圳	3.07	中国	43.1%

数据来源：网易新闻、方正中期期货研究院整理

今年一季度全球经济先抑后扬。1 月奥密克戎变异毒株继续在全球蔓延，1 月 26 日全球单日新增确诊人数将近 400 万例，一定程度影响了经济增长，全球制造业和服务 PMI 均低于前值。随着多国将奥密克戎视作大号流感，先后取消疫情完全防控措施，经济活动再度加快，全球制造业和服务业 PMI 再度回升，尤其服务业 PMI 的波动幅度相较制造业更为明显，说明服务业受到疫情管控的影响程度更大。此外，自 2020 年 7 月起，全球制造业和服务业 PMI 均高于荣枯线，说明经济持续处于复苏状态，只是单月的复苏节奏受各方面因素的影响各有不同。

表 1-3：全球主要经济体制造业 PMI

	全球	美国	中国	欧元区	英国	日本	韩国	印度	俄罗斯
2021-01	53.6	58.7	51.3	54.8	54.1	49.8	53.2	57.7	50.9
2021-02	53.9	60.8	50.6	57.9	55.1	51.4	55.3	57.5	51.5
2021-03	55.0	64.7	51.9	62.5	58.9	52.7	55.3	55.4	51.1
2021-04	55.9	60.7	51.1	62.9	60.9	53.6	54.6	55.5	50.4
2021-05	56.0	61.2	51.0	63.1	65.6	53.0	53.7	50.8	51.9
2021-06	55.5	60.6	50.9	63.4	63.9	52.4	53.9	48.1	49.2
2021-07	55.4	59.5	50.4	62.8	60.4	53.0	53.0	55.3	47.5
2021-08	54.1	59.9	50.1	61.4	60.3	52.7	51.2	52.3	46.5
2021-09	54.1	61.1	49.6	58.6	57.1	51.5	52.4	53.7	49.8
2021-10	54.3	60.8	49.2	58.3	57.8	53.2	50.2	55.9	51.6
2021-11	54.2	61.8	50.1	58.6	58.2	54.5	50.9	57.6	51.7
2021-12	54.2	58.7	50.3	58.0	57.6	54.3	51.9	55.5	51.6
2022-01	53.2	57.6	50.1	58.7	57.3	55.4	52.8	54.0	51.8
2022-02	53.6	58.6	50.2	58.2	58.0	52.7	53.8	54.9	48.6

表 1-4：全球主要经济体服务业 PMI

	全球	美国	中国	欧元区	英国	日本	印度	俄罗斯
2021-01	51.6	58.7	52.0	45.4	39.5	46.1	52.8	52.7
2021-02	52.8	55.3	51.5	45.7	49.5	46.3	55.3	52.2
2021-03	54.7	63.7	54.3	49.6	56.3	48.3	54.6	55.8
2021-04	57.0	62.7	56.3	50.5	61.0	49.5	54.0	55.2
2021-05	59.6	64.0	55.1	55.2	62.9	46.5	46.4	57.5
2021-06	57.5	60.1	50.3	58.3	62.4	48.0	41.2	56.5
2021-07	56.3	64.1	54.9	59.8	59.6	47.4	45.4	53.5
2021-08	52.8	61.7	46.7	59.0	55.0	42.9	56.7	49.3
2021-09	53.8	61.9	53.4	56.4	55.4	47.8	55.2	50.5
2021-10	55.6	66.7	53.8	54.6	59.1	50.7	58.4	48.8
2021-11	55.6	69.1	52.1	55.9	58.5	53.0	58.1	47.1
2021-12	54.6	62.0	53.1	53.3	53.2	51.1	55.5	49.5
2022-01	51.0	59.9	50.3	51.1	54.1	47.6	51.5	49.8
2022-02	53.9	56.5	50.5	55.5	60.5	44.2	51.8	52.1

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、各国无惧“德尔塔克戎”继续开放国门

2021 年 11 月 24 日南非首次证实奥密克戎变异毒株，随后单日确诊人数逐步攀升，尤其在圣诞假期扩散速度大幅加快。2021 年 12 月 27 日起，全球单日确诊病例持续超过 100 万例；仅隔 8 天，突破 200 万例；再过 7 天，突破 300 万例。奥密克戎毒株仅用 15 天就完成了全球日增确诊人数从低于 100 万到高于 300 万的三级跨度。2022 年 1 月 26 日一度达到峰值 393 万例，之后疫情逐步缓解，并且致死率持续下降。全球多国将奥密克戎毒株视作“大号流感”，推动经济复苏的驱使下，从 1 月底起美国、英国、丹麦、挪威、法国、荷兰、瑞典、意大利、

捷克、立陶宛、爱尔兰等多个西方国家首先宣布取消全面防疫措施，随后日本、蒙古、越南等亚洲国家也逐渐放宽限制措施。

2022 年 3 月 8 日法国马赛地中海传染病医疗和教学研究所首次发文宣布发现“德尔塔克戎”变异毒株的存在，并且在 3 月 15 日得到了世卫组织的官方证实。根据全球流感共享数据库提供的数据显示，丹麦、荷兰、美国、英国等国家已经确认发现了“德尔塔克戎”病例。新型变异新冠病毒是“德尔塔”和“奥密克戎”两大变异毒株的结合体，主干源于“德尔塔”毒株，引起疾病的棘突蛋白来自于“奥密克戎”毒株，所以研究人员将该新型病毒变异体称为“德尔塔克戎”（Deltacron）。

“德尔塔克戎”并未像“奥密克戎”刚发现时引起世界尤其是金融市场的极度恐慌，主要是两方面原因：其一，新变异毒株的发现符合预期。主要是因为新冠病毒属于 RNA 病毒，不同于其它病毒，不断变异就是 RNA 病毒的特性，并且“德尔塔”和“奥密克戎”感染人数均数以十亿计，因此演变成新型变异毒株只是时间问题。其二，新型变异病毒被发现后，死亡率依然在下降。2022 年 3 月 24 日全球新冠病毒的死亡率是 1.28%，相比 2020 年 4 月 30 日的 7%下降了 5.72 个百分点，相比 2022 年 3 月 8 日刚发现德尔塔克戎下降了 0.04 个百分点。2022 年 3 月 24 日全球单日新增确诊人数进一步下降至 153 万，相比 2022 年 1 月 26 日接近 400 万的峰值下降了 62%，而且这是在多国放宽疫情管控限制情况下的数据。

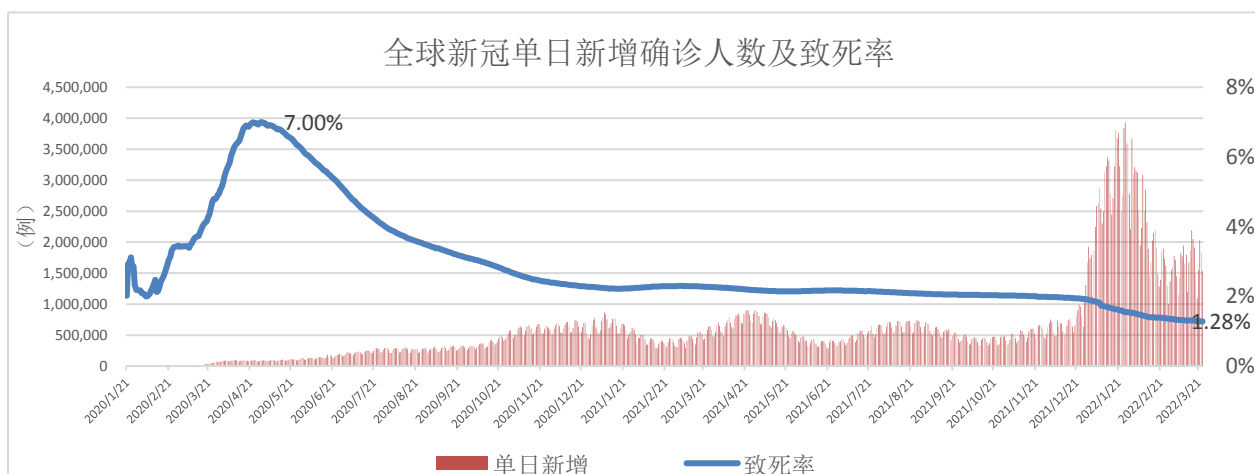


图 1-1 全球新冠单日新增确诊人数及致死率
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

总体预判“德尔塔克戎”对于未来市场影响相对有限。一方面，“德尔塔克戎”很有可能进一步呈现出“传染性更强，毒性更低”的特性。这比较符合自然规律，因为病毒杀死寄主之后需要立即寻找新寄主，否则就意味着自我毁灭。另一方面，经过两年多的抗争之后，各国政府和医疗团队已经对治疗新冠病例具备了充分的临床经验，并且全球新冠疫苗接种率也在不断提升，有些国家已经在接种加强疫苗。截至 2022 年 3 月 23 日全球完全疫苗接种率和加强针接种率分别达到 57.27%和 20.33%。基于上述判断，各国政府并未在证实“德尔塔克戎”之后关

闭国门，反而土耳其、日本、韩国、俄罗斯、英国、越南、巴基斯坦等国家进一步放宽疫情防疫措施，多国卫生部门更将其视为“大号流感”。

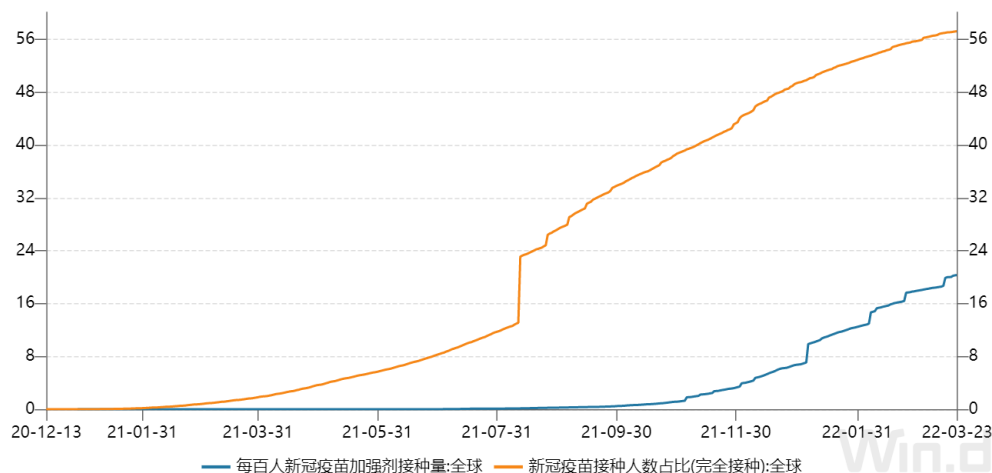


图 1-2 全球新冠疫苗完全接种率和加强针接种率趋势图

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

不过，当前认为新冠疫情已被完全战胜还为时尚早。虽然最近两年新冠病毒致死率下降了近 6 个百分点，但是单日确诊人数却比两年前增长了数十倍，因此实际死亡人数是在大幅上升。世卫组织在今年 2 月指出各国应根据本国实际情况，采取稳步缓慢的方式“解封”，而非盲目跟从他国步伐。

三、俄乌冲突扰动全球金融市场

俄乌局势成为一季度全球政治经济领域关注的焦点，事态一波三折，令全球金融和商品市场剧烈震荡。2 月 11 日西方媒体大肆炒作俄罗斯将于 2 月 16 日侵袭乌克兰，乌东局势骤然紧张；2 月 15 日俄罗斯国防部发布公告，俄罗斯军队已完成军演任务将逐步从俄乌边境撤军；2 月 17 日，乌克兰东部发生炮击事件，乌克兰政府军和反政府军均宣称是对方先违反停火协定；2 月 18 日，拜登在白宫宣称普京已决定进攻乌克兰；2 月 21 日俄罗斯总统普京签署承认顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国的总统令，并签署俄罗斯与顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国的友好合作互助条约；2 月 22 日俄议会上院批准总统在境外动用武装力量；2 月 23 日俄军进入乌东地区；2 月 24 日俄罗斯正式进攻乌克兰。从 2 月 21 日起，美国及其盟友接连公布对俄制裁措施。

俄乌局势剧变对于商品和金融市场价格走势影响较为显著，但影响程度不一。其中，**股指和波动率**影响最为明显。无论是冲突爆发前还是冲突爆发后，全球股市以跌为主。俄罗斯的波动幅度明显高于欧美市场，毕竟俄罗斯是直接参战方，欧美可以选择隔岸观火。冲突爆发当日，俄罗斯股市单日跌幅更是将近 40%，市场担心欧美对俄实施制裁，所以恐慌性抛售。2 月 28 日俄罗斯宣布停止证券交易。冲突爆发之后，美国股市是唯一能实现期间涨幅的证券市场，并

且恐慌性指数也出现下降。**国债市场**方面，冲突爆发前后发现了根本性的变化。冲突爆发之前，俄罗斯国债收益上涨最快，欧元区公债其次，美国国债收益率出现下降；冲突爆发之后，俄罗斯国债收益上涨幅度最小，美国国债其次，欧元区最大。国债收益率与国债价格成反比，意味着冲突爆发前市场更看好西方国家，冲突爆发之后市场更看好俄罗斯。**美元指数**方面，冲突爆发前后的涨幅分别为 0.3%和 2.7%，这主要是美元避险属性发挥作用，在冲突爆发之后更为明显。**商品市场**方面，冲突前后均出现上涨。一方面，俄乌都是重要的能源和原材料出口大国，冲突爆发后原材料供给面临重大缺口。另一方面，贵金属和铜等商品是非常好的避险资产。**海运**方面，冲突爆发后运价止跌反弹。主要因为冲突爆发后市场出现抢运情绪，且油价、保费、船员成本出现上升，此外贸易结构发生改变拉长了运距。

表 1-5：2022 年 2 月俄乌局势对于商品和资本市场的影响

大类	事件	西方媒体炒作俄2月16日俄乌	普京宣布部分撤军	乌东发生炮击	拜登宣布普京已决定俄乌	俄罗斯承认乌东两州独立	俄议会通过批准俄向乌东武装力量	俄军进入乌东地区	俄罗斯正式进攻乌克兰	冲突爆发前涨跌幅	冲突爆发后涨跌幅
	事件名称	2022-02-11	2022-02-15	2022-02-17	2022-02-18	2022-02-21	2022-02-22	2022-02-23	2022-02-24	2022.1.4-2.23	2022.2.23-3.24
商品	伦敦现货黄金	-0.2%	-0.9%	1.7%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	1.7%	4.1%	3.2%
	伦敦现货白银	-2.0%	-1.7%	0.4%	0.8%	-0.1%	1.2%	0.4%	5.0%	5.8%	5.0%
	现货结算价: LME铜	-1.7%	-0.5%	-0.4%	1.3%	-1.9%	0.8%	-0.3%	1.5%	1.1%	14.5%
	现货结算价: LME镍	-1.5%	1.3%	1.0%	1.4%	1.5%	3.1%	-2.7%	4.6%	19.2%	49.1%
	LME3个月铜期货升贴水	-1.8%	1.2%	-1.1%	0.8%	-0.7%	0.4%	0.1%	-0.3%	2.5%	4.7%
	布伦特原油连续期货结算价	3.3%	-3.3%	-1.9%	0.6%	2.0%	1.5%	0.0%	2.3%	22.4%	22.9%
	标普500指数	-1.9%	1.6%	-2.1%	-0.7%	——	-1.0%	-1.8%	1.5%	-8.5%	7.0%
股指	道琼斯工业平均指数	-1.4%	1.2%	-1.8%	-0.7%	——	-1.4%	-1.4%	0.3%	-7.4%	4.8%
	俄罗斯RTS指数	-5.0%	5.0%	-4.9%	-4.0%	-13.2%	1.6%	——	-39.4%	-42.3%	停牌
	伦敦金融时报100指数	-0.1%	1.0%	-0.9%	-0.3%	-0.4%	0.1%	0.1%	-3.9%	-0.2%	-0.4%
	巴黎CAC40指数	-1.3%	1.9%	-0.3%	-0.2%	-2.0%	0.0%	-0.1%	-3.8%	-7.7%	-3.3%
	法兰克福DAX指数	-0.4%	2.0%	-0.7%	-1.5%	-2.1%	-0.3%	-0.4%	-4.0%	-9.8%	-2.4%
	上证A股指数	-0.7%	0.5%	0.1%	0.7%	0.0%	-1.0%	0.9%	-1.7%	-5.0%	-6.8%
	中证A股指数	-1.5%	1.7%	0.3%	0.3%	0.1%	-1.3%	1.9%	-2.2%	-9.3%	-9.2%
波动率	标普500波动率指数	14.4%	-9.3%	15.7%	-1.3%	——	3.8%	7.7%	-2.3%	63.2%	-30.1%
	纳斯达克100波动率指数	13.6%	-8.5%	12.8%	-50.0%	——	0.2%	6.5%	-3.5%	39.7%	-20.9%
	美国10年期国债收益率	-5.4%	3.5%	-3.0%	-2.5%	——	4.1%	2.6%	9.3%	-37.4%	17.6%
债券	俄罗斯10年期国债收益率	2.9%	2.9%	-6.8%	-2.1%	8.7%	2.4%	——	16.8%	48.9%	7.9%
	欧元区10年期国债收益率	1.4%	25.5%	-9.2%	-10.9%	-4.5%	31.6%	-29.4%	-29.4%	33.4BP	72.8%
货币	美元指数	0.4%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.9%	0.3%	2.7%
海运	BDT	1.9%	-0.8%	-0.5%	4.1%	4.1%	5.0%	4.5%	-2.5%	-9.1%	14.4%

备注：2022年2月21日是美国“华盛顿特区纪念日”，美国休市一天；2022年2月20日是俄罗斯“祖国保卫者日”，俄罗斯休市一天。

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

需要着重提醒的是，在此期间美欧通胀加剧及货币政策收紧也对商品和金融市场走势产生极为关键的作用。此外，各品种自身特殊的供需关系和市场情况也会对价格走势产生重大影响。

四、各方与俄罗斯之间的制裁与反制裁

（一）各方对俄采取的制裁措施

俄乌战争爆发之后，美国及其盟友就接连对俄公布多轮制裁措施，主要涉及俄罗斯高层及精英阶层、军事组织、金融资产、融资渠道、能源、技术、货币结算等诸多方面。随着冲突延续，将有更多国家和组织对俄进行制裁，已实施制裁的国家极有可能扩大制裁力度。

表 1-6：美国及其主要盟友对于俄罗斯制裁汇总表

	涉及领域	制裁措施
SWIFT	货币结算	禁止俄罗斯的主要银行使用 SWIFT 国际结算系统，禁止使用美元、英镑、日元和欧元进行国际交易，限制俄罗斯使用国际储备。
美国	投资	禁止美国人在顿涅斯克和卢甘斯克地区进行投资、融资和贸易，禁止对俄罗斯进行新投资。
	金融	制裁俄罗斯央行、VTB Bank、Sberbank 在内的多家银行、主权财富基金、禁止与俄罗斯银行进行交易

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

	贸易	取消俄罗斯最惠国待遇
	能源	禁止美国向俄罗斯进口能源，禁止对俄出口炼油设备
	交运	航空禁入
	军事	对 48 家俄罗斯国防公司实施制裁，禁止对俄罗斯出口军用物资
	科技	管控对俄高科技出口
	人员	对包括普京在内的俄罗斯高层及其家属、386 位俄罗斯议会成员、11 位国防人员和 100 多位俄罗斯精英阶层实施制裁，冻结个人财产，禁止交易。
欧盟	金融	制裁 70% 的俄罗斯金融市场和关键国有企业（包括军工企业），如冻结俄罗斯在欧盟的财产，并禁止俄罗斯银行进入欧洲金融市场，禁止向俄罗斯出口欧元计价票据，禁止对俄罗斯主权债和企业债进行评级
	贸易	取消俄罗斯最惠国待遇
	能源	暂停“北溪-2 号”审批流程，并阻止俄罗斯的炼油厂进行设备更新
	交运	航空禁入、禁止向俄罗斯的航空公司出口飞机和设备
	科技	限制向俄罗斯转让半导体和先进软件等关键技术
	政治	取消俄罗斯在波罗的海国家理事会的会员和观察员资格
	人员	俄罗斯的外交官及其相关人员、商务人士将不再拥有进入欧盟国家的签证优先权，加强对俄籍人士的账户监控
英国	金融	禁止所有俄罗斯公司在英国市场融资、冻结俄罗斯主要银行资产
	贸易	取消俄罗斯最惠国待遇
	能源	在 2022 年前禁止从俄罗斯进口石油及相关产品
	交运	俄罗斯航空被禁止进入英国
	科技	暂停使用对俄罗斯的出口许可证，如军用卡车的电气部件；禁止向俄罗斯出口大量高科技产品
	人员	对俄高净值人士实施制裁
日本	金融	禁止与两个“共和国”的进出口以及禁止俄罗斯政府债券在日本的发行及流通
	贸易	取消俄罗斯最惠国待遇
	军事	禁止对俄出口军事物资
	科技	禁止对俄出口基于国际协议的管制清单品种及半导体等通用商品
	人员	对俄罗斯此前承认的两个“共和国”的相关人员停止发放签证、冻结资产
加拿大	金融	制裁辅助军事组织和俄罗斯主要银行
	贸易	停止核发对俄罗斯出口许可证
	人员	制裁普京在内的多位俄罗斯高层
瑞士	金融	冻结俄罗斯在瑞士资产
	人员	对普京实施制裁
澳大利亚	人员	对 22 名俄罗斯人实施制裁

数据来源：公开信息、方正中期期货研究院整理

其实从 2014 年俄罗斯吞并克里米亚之后，西方国家就已经对俄罗斯实施了长期制裁，涉及到了上述多个领域。这次对于俄罗斯打击最大的还是新增了限制使用 SWIFT 结算体系。SWIFT 是国际银行同业间的非营利性的合作组织，负责管理 SWIFT 系统，为银行及其他金融机构、企业提供安全的金融信息传输服务。切断金融机构与 SWIFT 系统之间的联系，实际上就切断了金融机构与全球银行系统间的联系，进而影响国际贸易。2021 年俄罗斯是全球第 11 大经济体，全年贸易额达到 7980 亿美元，其中进口额录得 3939 亿美元，出口额录得 4940 亿美元，贸易

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

顺差达到 1001 亿美元。虽然俄罗斯最近几年一直致力于“去美元”战略，努力摆脱对于美元的依赖，并且打造了自己的结算体系，但是短期内还是将对俄罗斯对外贸易产生巨大影响，今年俄罗斯经济极有可能出现负增长，长期要看俄罗斯是否能及时找到替代结算体系以及与西方国家的谈判情况。

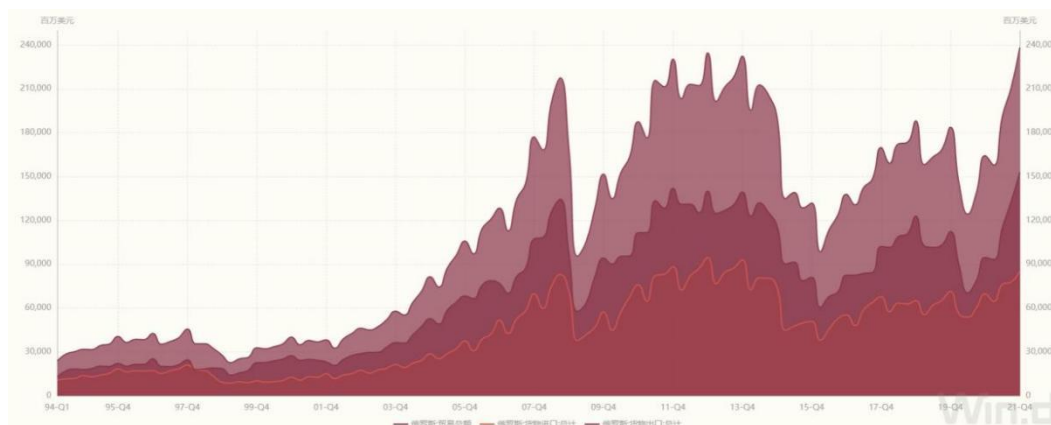


图 1-3 俄罗斯进出口贸易额

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

3 月 24 日欧盟、北约和 G7 同时在布鲁塞尔召开峰会，各方未就对俄罗斯能源产业实施制裁达成一致意见。欧盟多国对于俄罗斯能源依赖程度太多，一旦将禁止从俄罗斯进口能源，将直接影响到欧盟的正常生产和生活。

（二）俄罗斯对各方采取的反制裁措施

面对西方各种制裁，俄罗斯也公布了数项反制措施，既有对等回应，也有针对对方痛点的措施，此外还有多项措施处于探讨之中。当然，所有制裁和反制裁都是双刃剑，会对俄罗斯国家形象造成不利影响，利空俄罗斯未来的外资吸引力。

表 1-7 俄罗斯采取的反制裁措施与备选方案

已官宣措施	作用
暂停证券交易商接受外国投资者关于出售俄罗斯有价证券的委托，莫斯科交易所已从 2 月 28 日关闭股市交易。	减缓冲突期间金融市场暴跌对于社会的负面影响；暂时锁定外国投资者的资产，避免资产过快流失。
规定只有“黄金、卢布、人民币”三种方式才能购买俄罗斯能源，拒绝美元、欧元、英镑、日元等其他货币进行结算。其中，天然气必须采用卢布结算。	“将俄罗斯剔除 SWIFT 体系”的对等回应；防止卢布过快贬值；降低外汇储备的过度消耗；获取中国的支持
宣布《不友好国家和地区名单》，签署《关于履行对某些外国债权人义务的临时程序》，允许俄罗斯国家及企业和个人以卢布支付名单中的外国债权人。	
禁止美国和欧盟航空公司进入俄罗斯领空。	“禁止俄罗斯进入欧美领空”的对等回应
制裁拜登在内的数位美国高官	“制裁普京及俄罗斯高官”的对等回应
备选方案	作用

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

拒绝支付外国企业的专利使用费用，可能会涉及科技、医药、影视等领域专利。	分化西方政企关系，例如微软、强生等企业并未像军工企业直接从军火订单中获益，反而因俄罗斯的反制裁受损，西方部分企业会施压政府减轻对俄制裁力度。
停止通过“北溪-1号”向欧洲国家继续供应天然气	“北溪-2号被暂停审批”的对等回应
没收撤资外国企业留下的固定资产，并收归国有。如：厂房、设备。	“冻结俄罗斯资产”的对等回应；防止外资过快流失，即便流失也能维持俄境内工厂的正常运营。

数据来源：公开信息、方正中期期货研究院整理

第二部分 美联储加息尘埃落地 后期经济增速将放缓

2021年美国经济增长创近37年以来新高，今年一季度美国经济发展总体向好，PMI远高于荣枯线，失业率持续下降。但是通胀问题愈演愈烈，2月CPI同比增幅创近40年新高，并且俄乌冲突将加剧美国未来的通胀水平和经济不确定性。美联储在3月议息会议正式宣布加息25BP，最快5月缩表，全年有望加息6-7次。

一、当前发展总体向好 后期减速

从经济增速来看，2021年美国季调实际GDP总量达到19.43万亿美元，同比增长5.7%，创1984年以来新高。其中固然有2020年基数较低的因素，但是美国能在过去两年遭遇到了疫情严重打击中依然能够实现超预期增长，足以可见美国经济实力的强大和韧性。由于美国经济体量庞大，2021年实际完成增量达到1.04万亿美元，相当于印尼全年的GDP总额。

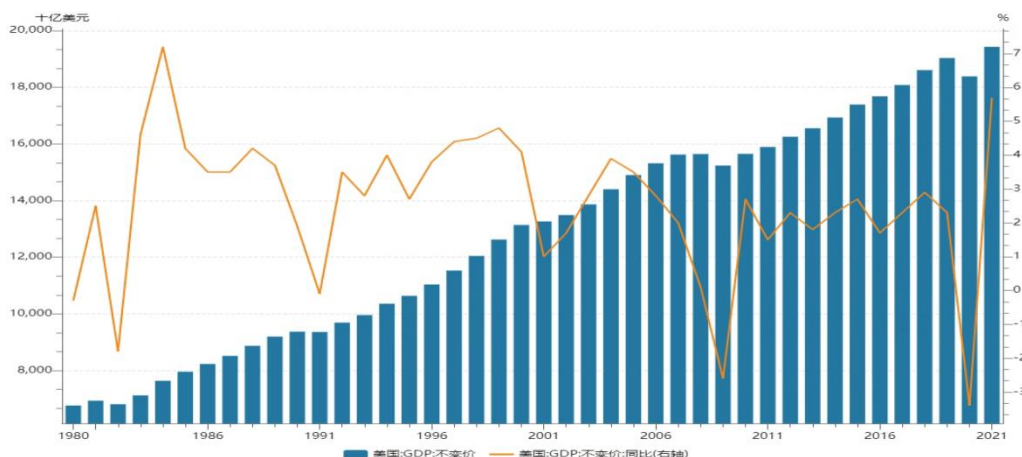


图 2-1 1980-2021 年美国实际季调年度 GDP 及增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从就业市场来看，2022年一季度美国就业市场进一步强势复苏。当月季调新增非农就业人数录得67.8万，远超40万的预期值和48.1万的前值。服务业依然是创造就业的第一大行业，2月新增就业人数达到54.9万，商品生产业新增10.5万个就业岗位，政府部门业吸纳了2.4万人。具体到细分行业，得益于美国及多国解除完全疫情防控限制措施，美国休闲和酒店业大幅复苏，新增17.9万劳动力入职。同时，随着跨国学生可以入境开学，教育和保健服务行业业新吸纳了11.2万人。专业和商业服务新增9.5万岗位。值得一提的是运输仓储业新增

就业人数录得 47.6 万，在最近一年中处于中高水平，有利于缓解当前美国供应链失衡的危机。从绝对值来看，美国 2 月季调非农就业人数录得 1.5 亿，创近 23 个月新高，但与疫情前相比依然有 210 万的缺口。素有小非农之称的季调 ADP 新增就业人数在 2 月录得 47.5 万人，创近 6 个月以来新低，略显弱势，但从绝对值来看，2 月 ADP 季调就业人数达到 1.29 亿，已经恢复至疫情前水平。2 月美国季调失业率录得 3.8%，创近两年新低；3 月 19 日当周初请失业金人数录得 18.7 万人，创 1969 年来新低。美国季调劳动参与率录得 62.3%，创近两年新高。在美国开始紧缩货币政策和退出纾困计划情况下，美国民众重返就业的积极性有所回升，并且经济复苏强势又为民众提供了充足的就业岗位。

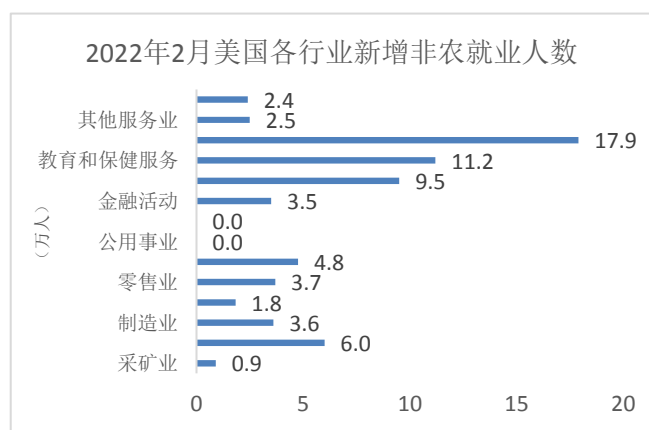


图 2-2 2022 年 2 月美国各行业新增非农就业人数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

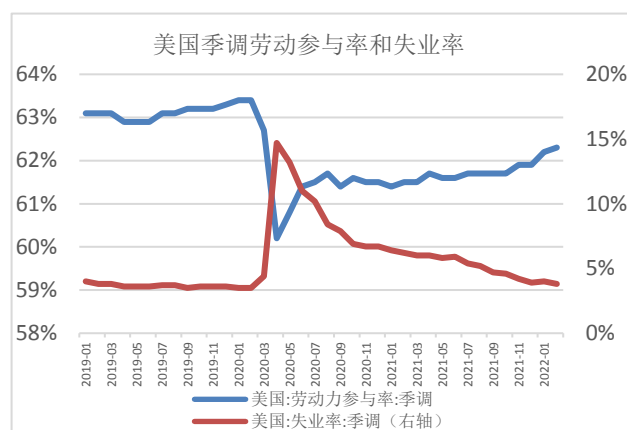


图 2-3 美国季调劳动参与率和失业率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从金融市场来看，美国是极个别能实现在俄乌冲突期间实现各项金融市场正增长的国家。2022 年 2 月 23 日至 3 月 24 日期间，美国标普 500 指数和道琼斯工业平均指数分别上涨 7% 和 4.8%，尤其军工企业在冲突期间涨幅普遍达到 10-20%。相比之下，伦敦金融时报 100 指数、巴黎 CAC40 指数、法兰克福 DAX 指数、上证 A 股指数分别下降 0.4%、3.3%、2.4%、6.8%，俄罗斯 RTS 指数长期停盘。美元指数和美国国债收益率分别上升 2.7% 和 7.9%。

表 2-1 俄乌冲突爆发期间美国主要军工企业股价走势

排名	公司	冲突前收盘价 (2022/2/23)	期间最高值	最高值相比 冲突前涨幅	最新收盘价 (2022/3/25)	最新价相比 冲突前涨幅
1	洛克希德·马丁	386.24	479.77	24.22%	453.66	17.46%
2	波音公司	196.42	207.31	5.54%	188.95	-3.80%
3	通用动力	216.27	254.99	17.90%	244.36	12.99%
4	诺斯罗普格鲁曼	384.51	490.822	27.65%	458.18	19.16%
5	雷神技术	91.73	104.34	13.75%	102.43	11.66%
平均涨幅				17.8%		14.49%

数据来源：东方财富网、方正中期期货研究院整理

从消费情况来看，2022 年 1-2 月美国季调零售销售额录得 5840 和 5842 亿美元，续创历史新高，同比提升 12.62% 和 15.92%。2022 年 1 月美国零售商季调库存录得 6584 万亿美元，

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

连续 4 个月上升；季调零售商库存销售比录得 1.13，低于前值。2022 年一季度密歇根大学消费者信心指数持续回落，1-3 月分别录得 67.2、62.8、59.7，三个月内的降幅达到 10.9 个百分点，现状指数跌幅远超预期指数。1 月美国季调人均可支配收入录得 4578 美元，环比上升 0.1%，但是将通胀因素考虑进去之后实际人均可支配收入环比下降 0.5%。总体来看，美国商品库存处于低位，近期依然有较强补库需求，但是后期消费潜力和消费意愿都在下降。

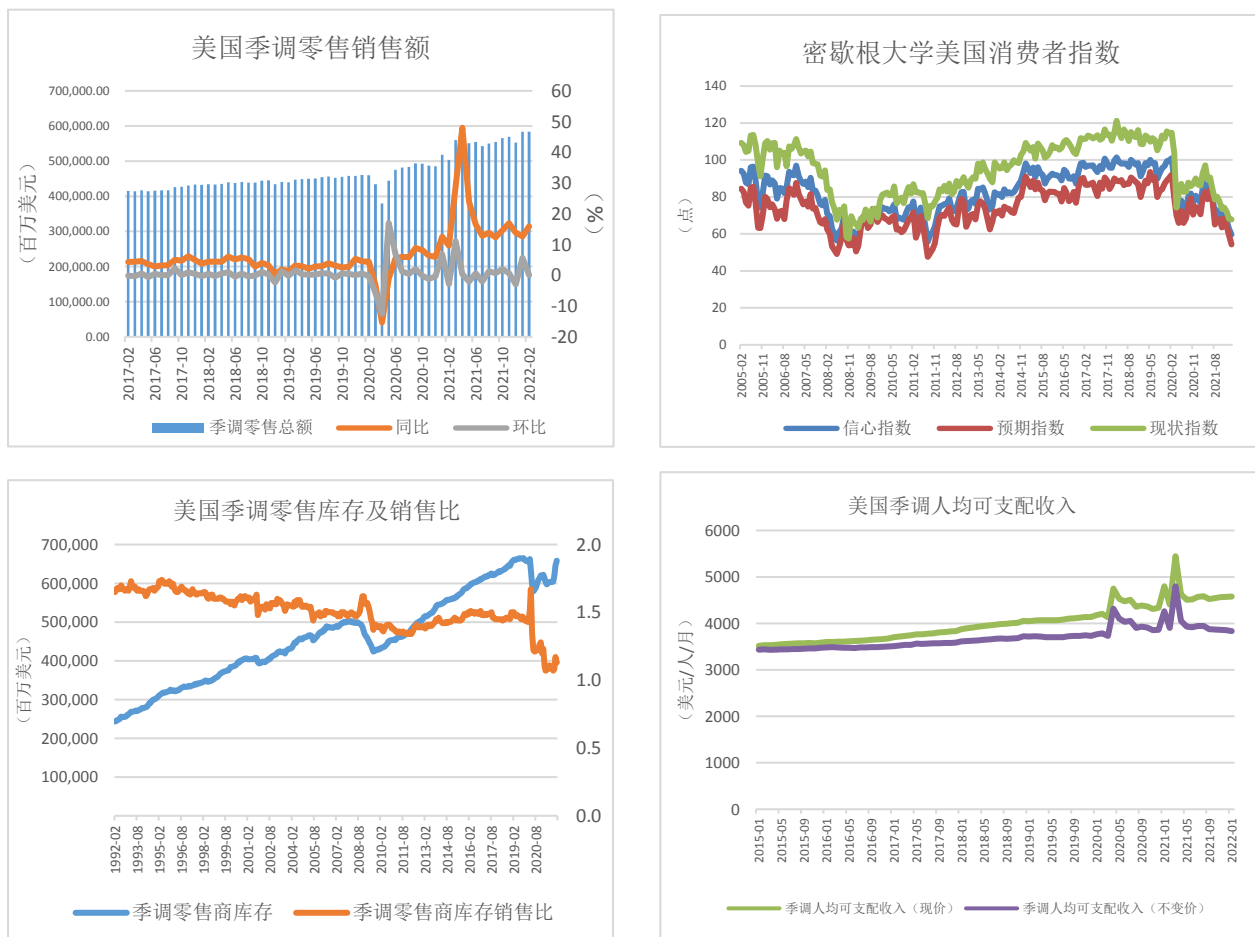


图 2-4：美国季调零售、消费指数和人均可支配收入

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从经济景气度来看，美国从 2020 年 6 月起制造业和非制造业 PMI 持续高于荣枯线，今年 1-2 月依然处于接近 60 的较强扩张区间，不过最近四个月总体呈下降趋势，说明美国经济增速正在不断放缓。美联储将美国今年的增速从 4% 大幅下调至 2.8%，2022-2023 年分别降至 2.2% 和 2%，长远期经济增速进一步下降至 1.8%。俄乌局势冲突大幅加剧了美国经济发展的不确定并且加剧通胀情况。

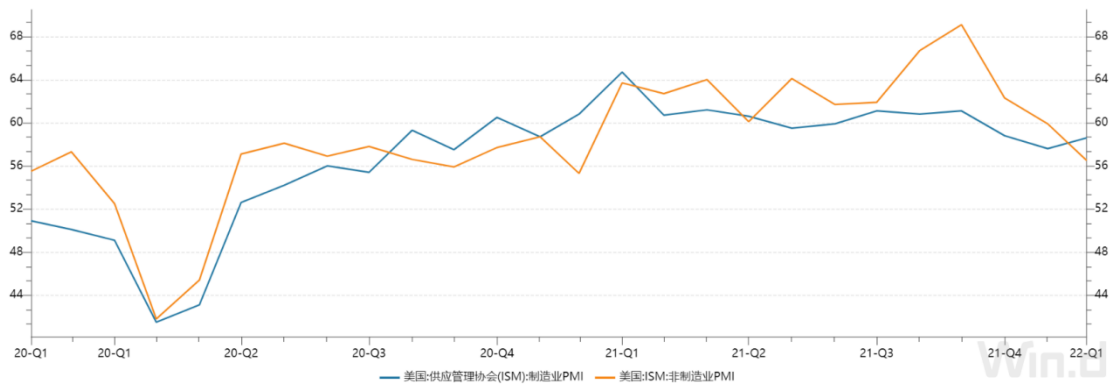


图 2-5: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

表 2-2 美联储对于 2022-2024 及长远未来的经济预测

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
December projection	4.0	2.2	2.0	1.8	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	3.2-4.6	1.8-2.8	1.7-2.3	1.6-2.2
Unemployment rate	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
December projection	3.5	3.5	3.5	4.0	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2	3.0-4.0	2.8-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
PCE inflation	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	2.6	2.3	2.1	2.0	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0-3.2	2.0-2.5	2.0-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4		3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0	
December projection	2.7	2.3	2.1		2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2		2.4-3.2	2.0-2.5	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0
December projection	0.9	1.6	2.1	2.5	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5	0.4-1.1	1.1-2.1	1.9-3.1	2.0-3.0

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

二、美国通胀续创近 40 年新高 年中或迎来拐点

1、美国通胀续创阶段性新高

2022 年 2 月美国季调 CPI 同比增速录得 7.9%，连续 5 个月上涨，续创近 40 年新高，上次达到如此高度还要追溯至 1982 年 1 月的 8.3%；季调核心 CPI 同比增速录得 6.4%，同样连续上涨 5 个月，上次达到如此高度要追溯至 1982 年 8 月 7.1%。

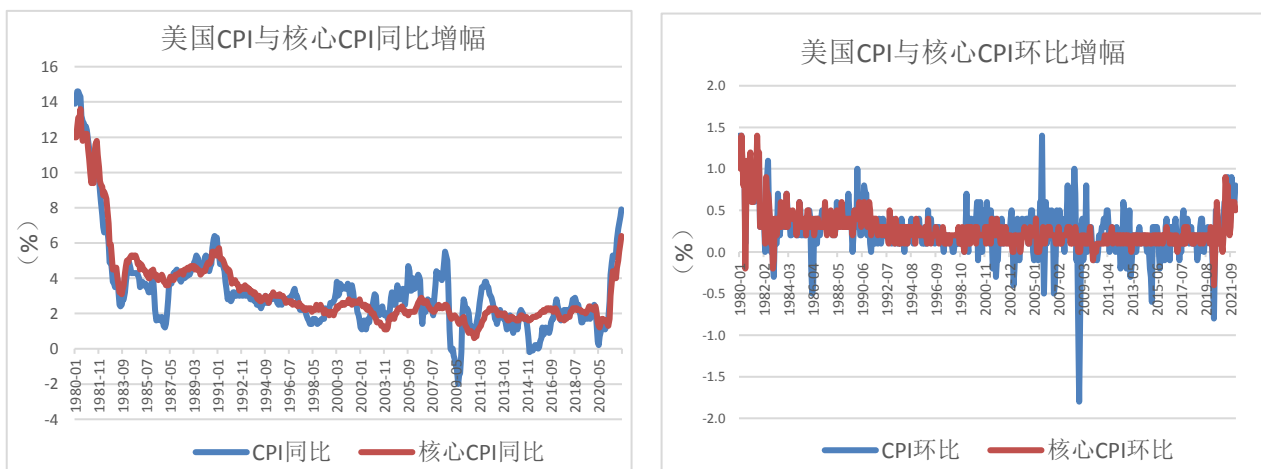


图 2-6 美国 CPI 增幅

数据来源: WIND、方正中期期货研究院整理

能源依然是拉动美国通胀最关键的因素。2022 年 2 月美国能源季调 CPI 同比和环比增幅分

找报告, 上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

别录得 25.7%和 3.5%，均是所有行业中增速最快的。得益于拜登的各项能源保障措施，2021 年 12 月和 2022 年 1 月美国能源 CPI 环比增速一度下降至 0.9%，但是随着 2 月 24 日俄乌爆发大规模冲突，市场担心西方与俄罗斯的制裁和反制裁会波及到能源领域，能源价格持续上升。2 月 OPCE 一揽子原油均价、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货均价、NYMEX 天然气连续期货收盘均价分别达到 94.22 美元/桶、265.94 美元/吨、4.23 美元/百万英热，同比增长 10.3%、12.9%、5.7%。

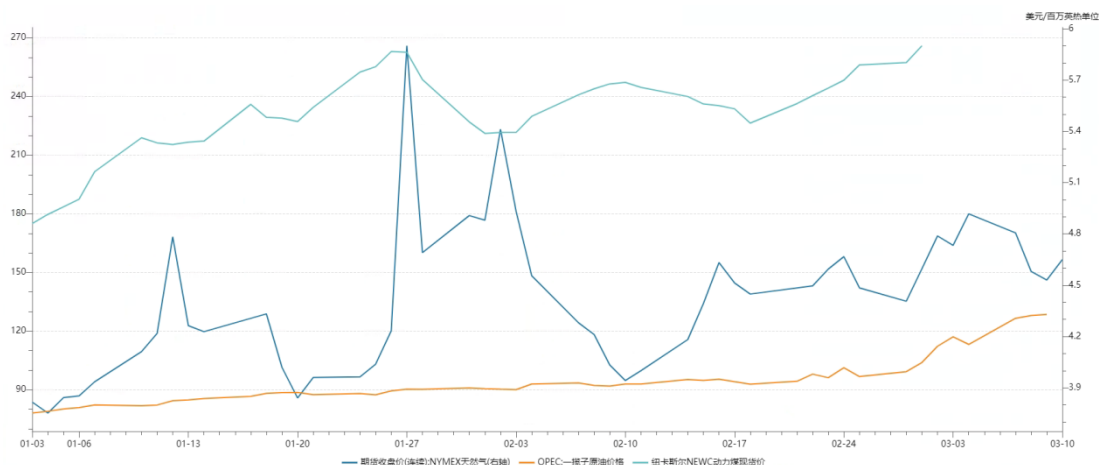


图 2-7 NYMEX 天然气期货连续收盘价、OPEC 一揽子价格、NEWC 动力煤价格

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从同比增速来看，交通运输是拉动美国通胀的第二大因素，2 月季调 CPI 录得 21.1%；不过，从环比增速来看，交通运输的增速明显放缓，2 月录得 0.7%，创近 3 个月新低，在各大行业中处于中低位增速。由于芯片短缺致汽车产量下降，美国 2 月二手汽车和卡车 CPI 同比增幅达到 41.2%；同时运费维持高位，Drewry 公布的 WCI 显示上海→洛杉矶/纽约 2 月集运均价录得 \$10680/FEU 和 \$13197/FEU，同比增长 149%和 101%。不过，2 月港口拥堵情况大为缓解，芯片供应回升，二手车价和集运价格环比回落。

随着美国 2 月宣布解除疫情完全限制措施，本国餐饮、旅游、服务行业大幅复苏，消费需求旺盛，食品饮料、服装、其他商品服务 CPI 同比增速录得 7.6%、6.6%、5.6%。此外，随着美国收紧货币政策，失业民众逐步返城寻找就业机会，促使出租房空置率下降至 5.6%，住宅 CPI 同比增速录得 5.9%。

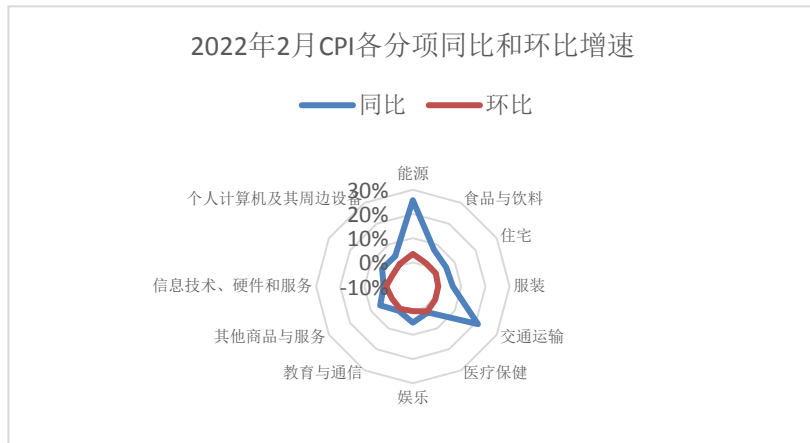


图 2-8 2022 年 2 月 CPI 各分项同比和环比增速

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

随着俄乌冲突不断升级，全球能源价格在 3 月持续攀升，布伦特原油价格一度逼近 140 美元/桶。3 月 8 日拜登正式签署美国对俄罗斯的能源进口禁令，2021 年俄罗斯对美国出口的原油和精炼产品占美国全年进口比重的 8% 左右，这将加剧美国能源短缺问题。而且，美国军工产业近期得到较快发展，需要大批原材用于生产；同时，防疫政策放开也将进一步促使服务业发展。由此推测，美国 3 月 CPI 同比增速将在能源带动以及其他产业辅助驱动下续创阶段性新高，环比增速也将高于前值。

2、年中有望迎来拐点

美国此轮通胀有望在年中遇到拐点，但由于存在各种不可控因素，拐点有可能推迟至下半年。**能源板块**是最核心因素但也最充满变数，总趋势是近涨远跌。冬季期间天然气、石油和煤炭会作为重要取暖原料，需求难以回落。虽然当前北半球已经逐步入春，供暖需求大幅下降并且迎来美联储首轮加息，但是俄乌战争难以在短期内结束，西方国家将连续加码对俄制裁，大宗商品和能源价格依然维持高位。美国宣布取消全面防疫限制之后，出行和旅游频次增加，会提升对于汽油的需求。另外，伊朗核谈结果将直接影响 130 万桶的日供给量，委内瑞拉石油供应谈判也在进行之中。初步推断俄乌冲突和伊朗核谈能在 5-6 月左右得到有效解决，年中能源价格迎来拐点。**交运板块**同样存在变数。美国港口拥堵情况虽有缓解但主要是因为近期空班船较多导致，后期货量增加又会造成船舶周转效率下降。美西码头工人的国际仓储及码头工人联合会 (ILWU) 即将更新 6 月底到期的合约，一旦二季度劳资双方无法谈拢，不排除罢工的可能性，2014 年美西港口就因为劳资谈判破裂导致集装箱积压成山。汽车方面，随着全球疫情好转，芯片供应增加，将会促使汽车产量上升，压制高企的车价。**消费板块**当前需求依然旺盛，但随着美联储收紧货币政策以及各州退出纾困计划，美国消费信心和消费潜力大幅回调。不过，随着美国取消完全防疫限制，本国民众会迎来报复性户外消费。总体来看，消费依然维持高位，但边际增速会大幅放缓。**生产和进口**价格出现反弹。2022 年 2 月美国季调 PPI 最终需求和进

口价格指数同比分别录得 10.1% 和 10.9%，均处于相对高位。利好消息是 3 月 23 日美国贸易代表办公室（USTR）发布公告称恢复 352 项商品的关税豁免，这些商品总价值达到 3700 亿美元，涵盖泵和电动机等工业部件、部分汽车零部件、部分化学品、背包、自行车、真空吸尘器和其
他消费品，这将降低美国贸易商的进口成本。

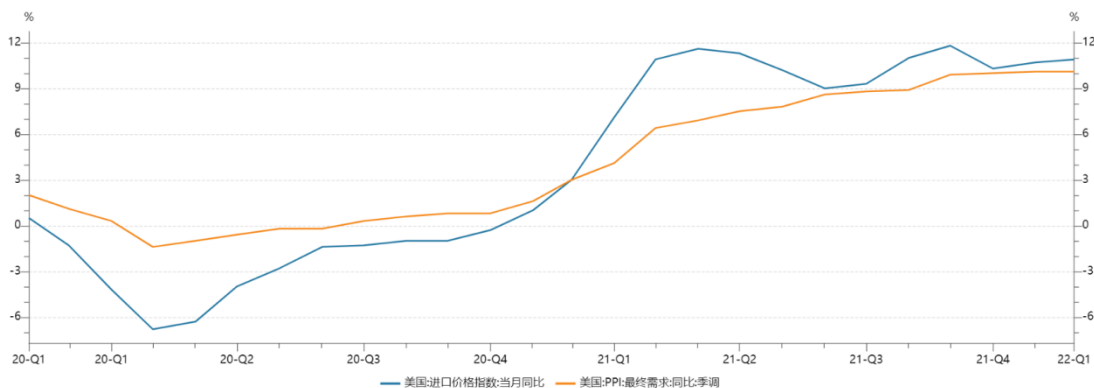


图 2-9 美国季调 PPI 最终需求同比和进口价格指数同比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

三、美联储加息尘埃落地 今年将采取强鹰措施

（一）美联储 3 月开启加息

美东时间 3 月 16 日 14:00 美联储发布议息会议声明及点阵图。**利率方面**，宣布加息 25BP，将基准利率从 0.25% 升至 0.5%，这是 2018 年以来美联储首度加息。点阵图显示 16 位美联储议员均认为今年不止加息一次，并且观点分化更为严重，最低认为年底前将加息至 1.4%，最高则认为将达到 3.1%，区间范围达到 170BP。无论峰值、谷值还是区间范围均比 12 月议息会议预测的 0.4-1.1% 高出不少。根据 1.9% 的中位数来推断，美联储全年共加息 7 次，意味着 3 月之后还将加息 6 次；2023 年底利率将达到 2.8%，即加息 4 次；2024 年结束此轮加息。**资产购买方面**，继续维持现有政策，决定将美联储持有的美国国债的所有本金支付在拍卖中展期，并将美联储持有的机构债务和机构抵押贷款支持证券的所有本金支付再投资于机构 MBS，并且提到了有可能在下次议息会议就开启缩表行动。**经济发展方面**，提到了“俄乌冲突对美国经济带来巨大的不确定性以及下行压力”。预计今年 GDP 增速为 2.8%，比 12 月预测值大幅降低 1.2 个百分点，可见俄乌冲突对于美国经济负面影响之大；2023-2024 年增速分别为 2.2% 和 2%，长期增速为 1.8%，与此前预测相同。**就业方面**，提到了“最近几个月就业增长势头强势，失业率大幅下降”。预计 2022-2024 年失业率分别为 3.5%、3.5%、3.6%，长期为 4%，与其此前预测几乎相同。**通胀方面**，提到了“新冠疫情导致的供需错配以及更高的能源价格导致通胀高企，近期的俄乌冲突会导致后期通胀水平继续攀升；不过美联储始终致力于将长远通胀率控制在 2% 以内”，预计今年 PCE 与核心 PCE 增速分别达到 4.3% 和 4.1%，相比此前预测提升 1.7 和 1.4 个百分点，同时小幅上调了 2023-2024 年的通胀水平。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

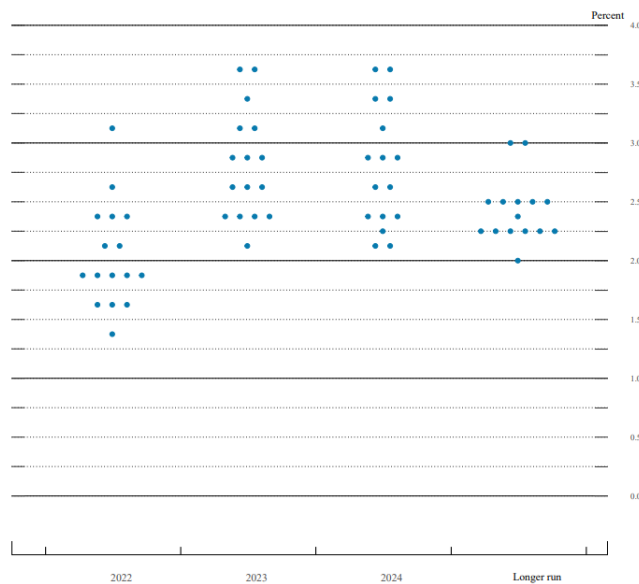


图 2-10：美联储 2022-2024 及长远未来利率点阵图

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

随后 14:30 鲍威尔召开新闻发布会，总基调与 FOMC 声明相一致，并且更为细化了某些内容。**利率方面**，持续加息是合适的，如果通胀数据显示需要更快加息，美联储会采取行动，美联储需要尽可能快地使利率回到更加中性的水平，然后如果情况合适会将利率提升至超过中性水平；到今年年底，目标利率将大致处于或高于长期中性利率。并且提到金融环境已经计入加息因素。**缩表方面**，缩表时机已经到来，最快有望在 5 月 3 日的议息会议开启，并且比上轮缩表速度更快，缩表的作用相当于另一次加息。**经济方面**，货币政策对通胀和经济的影响有滞后效应，推高利率和缩表会减少对经济活动的支持，将使经济放缓。奥密克戎疫情对经济影响相对短暂，俄乌冲突对经济影响具有更高的不确定性。总体来看，各种迹象表明经济发展依然强劲，2.8% 的 GDP 增速仍然是非常强劲的经济预期。**就业方面**，没有稳定的物价就无法实现就业最大化；相信美联储可以在维持就业市场强劲的同时缓解通胀；目前退休后回到劳动力市场的人不多。**通胀方面**，能源价格攀升和供应链危机是导致通胀高企的主因，预计美国通胀水平有望在今年年中遇到拐点，下半年回落，明年以更快方式下降。

总体来看，FOMC 声明及鲍威尔发言基本符合预期略微偏鹰，市场短暂受影响后就呈现利空出尽的走势；尤其是美国 5-10 年期国债收益率一度出现倒挂，预示美国经济有衰退风险，市场认为美联储无法执行如此强鹰的加息政策。当日，美元指数在短暂上冲至 99.0814 之后就转头回落至 98.1499，美国 10 年期国债收益率上升至 2.185% 后就直线回调至 2.133%；美国现货黄金下浮下调至 1925.3 美元/盎司后迅速反弹至 1940.95 美元/盎司，LME 铜、铝、铅、锌均在短暂回调后出现反弹。

整体判断，美联储将在 5 月的议息会议开启缩表，未来 6 次议息会议各加息一次，其中 2-3 次可能根据通胀和经济发展情况加息 50BP，全年合计加息幅度有望达到 175-225BP。参考

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

最近一次缩表经验，美联储于 2017 年 10 月开启缩表，2019 年 8 月结束缩表，美联储资产规模从 2017 年 10 月的 4.25 万亿美元缩减至 3.59 万亿美元，缩减幅度达到 15.53%。截至 2022 年 3 月 23 日，美联储总资产规模达到 9.01 万亿美元，鉴于鲍威尔表态本次缩表速度将快于上次，因此本轮美联储可能在一年半左右的周期内缩表约 1.4 万亿美元总资产。

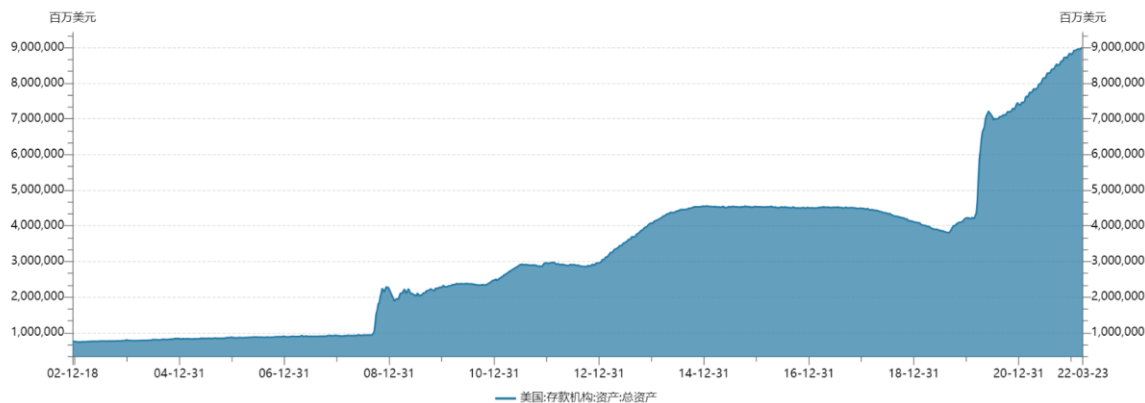


图 2-11：美联储总资产

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

（二）加息缩表无法完全解决通胀问题

2020 年至今的高通胀与往年有所不同。此轮通胀主要由于两方面因素产生：其一，美联储超发货币，从 2020 年 3 月至 2022 年 2 月的 24 个月中季调 M2 增量 6.33 万亿美元，相当于此前 8 年的发行量；其二是由于疫情导致全球生产和供应链效率低下，商品供给严重不足，同时美国采取极为宽松的财政和货币政策导致需求飙升，促使供需错配，引发高通胀。2008 年的次贷危机导致大批企业倒闭，产量下降，但此时需求也在萎缩，因此物价不升反降。20 世纪 70 年代爆发的滞胀危机同样是生产能力不足，但是需求由初期大幅增加演变为大幅萎缩，因此物价也经历了冲高回落的走势。

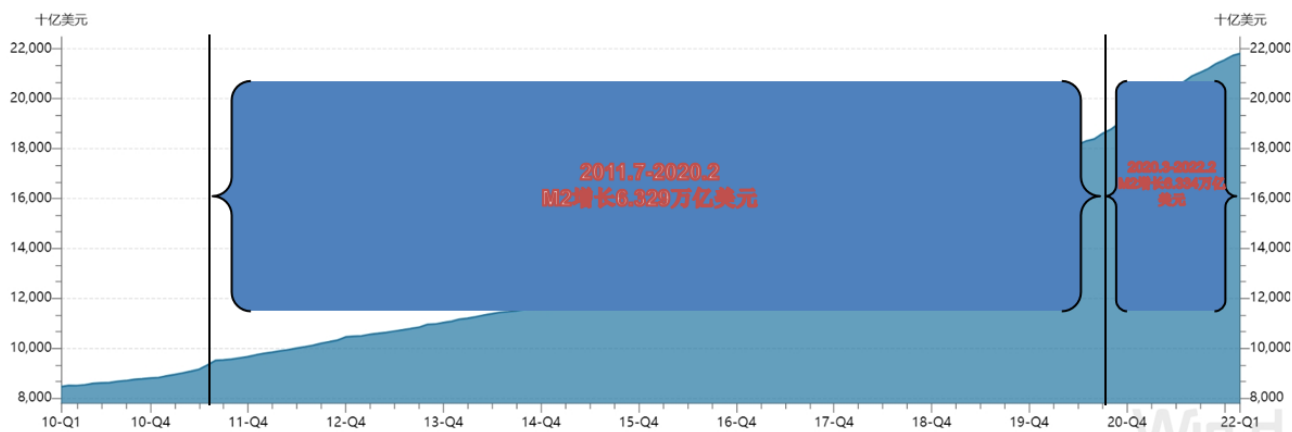


图 2-12 美国季调 M2

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

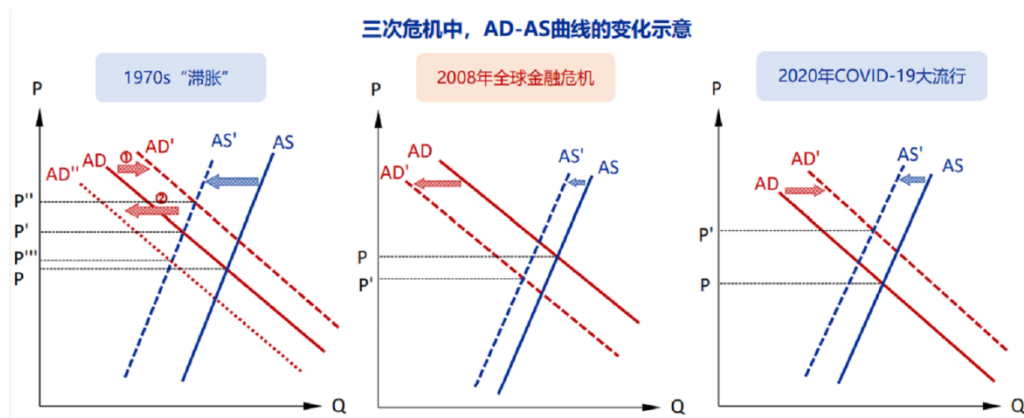


图 2-13 三次危机中 AD-AS 曲线的变化示意图

数据来源：方正中期期货研究院整理

所以，美联储加息和缩表只是解决了其中的一个问题，即流动性泛滥。想要根治高通胀还需要同时解决供应链问题，大幅加快进口商品的流通速度，或者提高美国本土企业的生产能力，这样都能够增加商品供给，满足民众需求。当然，解决供应链问题和提升美国本土制造业产能并不是美联储的管辖范围，总统拜登已经针对性地制定了“美国港口 7×24 小时工作制”、“高额的进口集装箱滞留费率”以及《竞争法案》等一些列制度和法案。这些措施起效尚需时间，通胀还会维持一段时间，后期肯定会回落。

第三部分 欧洲经济强势复苏 制裁俄罗斯是把双刃剑

2021 年欧洲经济强势复苏，欧元区四季度恢复至疫情前水平，英国全年 GDP 创二战以来最快增速。俄乌冲突给予今年的欧洲经济复苏蒙上了一层阴影，欧盟制裁俄罗斯是一把双刃剑，倘若对俄实施能源禁运，将进一步拉升欧洲通胀水平。在欧洲通胀创历史新高的之下，英国央行连续三次在议息会议上加息，欧洲央行行长拉加德表态略微转鹰，首次提出不排除在今年加息的可能性。

一、今年欧洲经济将恢复至疫情前水平

得益于量化宽松政策和强大的医疗资源，去年欧洲经济复苏强势。2021 年欧元区实际 GDP 录得 10.55 万亿欧元，相较 2020 年增长 5.2%，相较 2019 年下降 1.7%；2021 年英国实际 GDP 录得 2.2 万亿英镑，同比增速达到 7.5%，成为去年经济增速最快的发达经济体，同时也创了该国 1941 年以来最快经济增速。从季度角度来看，欧元区已于去年四季度恢复至疫情前水平，英国尚未恢复至疫情前水平。从两大经济的发展趋势来看，欧元区和英国 2022 全年的 GDP 都能恢复至疫情前水平。

表 3-1 2021 年欧元区 GDP 与 2020/2021 年同期对比

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

单位：万亿欧元	实际 GDP	与 2020 年相比	与 2019 年相比
2021 年一季度	2.56	-1.15%	-4.17%
2021 年二季度	2.62	14.39%	-2.24%
2021 年三季度	2.68	3.94%	-0.27%
2021 年四季度	2.69	4.61%	0.03%
2021 全年	10.55	5.18%	-1.66%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 3-2 2021 年英国 GDP 与 2020/2021 年同期对比

单位：亿英镑	实际 GDP	与 2020 年同期相比	与 2019 年同期相比
2021 年一季度	5227.12	-5.0%	-7.0%
2021 年二季度	5522.37	24.6%	-1.9%
2021 年三季度	5576.98	7.0%	-1.4%
2021 年四季度	5630.7	6.5%	-0.4%
2021 全年	21957.17	7.5%	-2.6%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

今年一季度欧洲经济发展总体强势。从**产业发展**来看，欧洲制造业 PMI 处于 55-58 的较强扩张区间。随着 1 月底欧洲逐步解除疫情完全防控措施后，2 月起服务业 PMI 大幅上升，英国解除措施实施得较早，因此服务业 PMI 增长更快。3 月欧元区服务业 PMI 低于 2 月，主要与俄乌冲突有关。相对而言，英国的 PMI 增速要明显快于欧元区，主要因为英国远离欧洲大陆，受俄乌冲突影响相对较小。随着经济迅速复苏，欧洲**就业环境**持续改善，1 月英国季调失业率录得 3.9%，创近两年来新低；欧元区季调失业率录得 6.8%，创近 30 年新低。**消费情况**将总体呈现近强远弱的趋势。1 月欧盟 27 国季调零售销售指数录得 117 点，同比上升 8.3%，环比上升 0.6%；同月英国零售消费不变价指数录得 102.8，高于前值，同比提升 9.1%。2 月欧盟季调消费者信心指数录得-10.2，连续 5 个月回落；1 月英国 GFK 消费者信心指数录得-26，连续三个月回落。由此可见，欧洲消费与美国较为相似，近期总体偏强，但是随着通胀高企，英国央行已经采取两轮加息，欧洲央行也有可能在今年年底前加息，民众消费意愿有所下降。

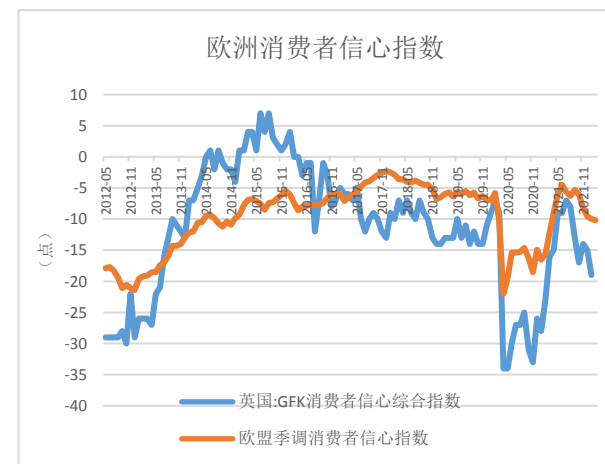
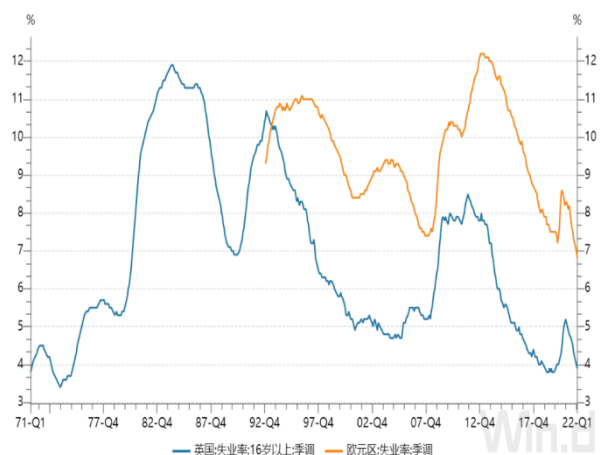
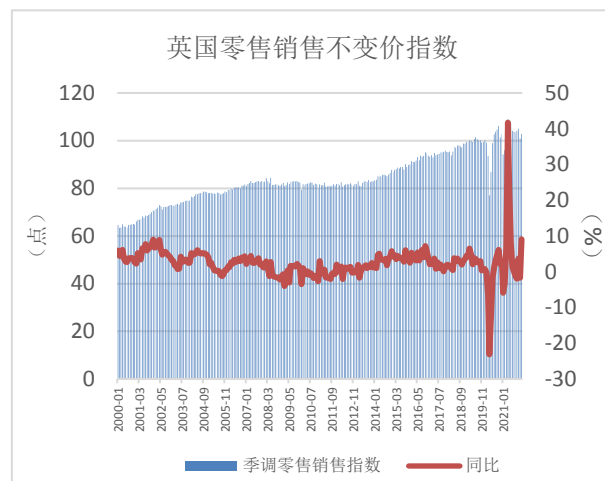
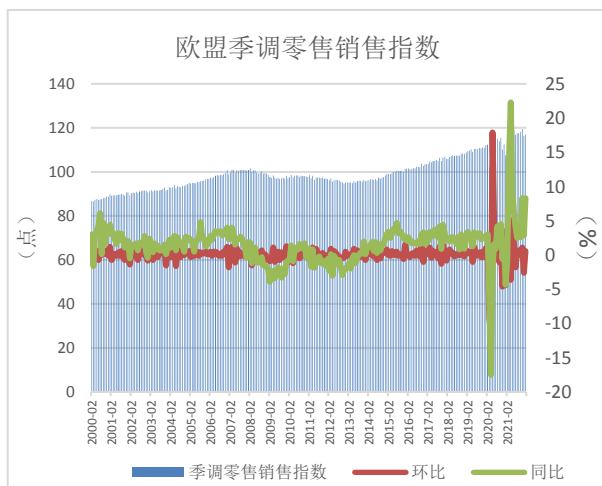


图 3-1 欧元区 and 英国零售、消费、失业率情况

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、通胀再创历史新高 货币政策将加速收紧

量化宽松政策在推动经济快速复苏的同时，也导致欧洲通胀情况愈演愈烈。今年 2 月欧元区 HICP 同比增速录得 5.9%，创该指数 1997 年 1 月公布以来新高；环比增速录得 0.9%，创近 11 个月新高。同月英国 CPI 同比增速录得 6.2%，创近 30 年新高，前高还要追溯至 1992 年 3 月的 7.1%；环比增速录得 0.8%，创近 4 个月新高。

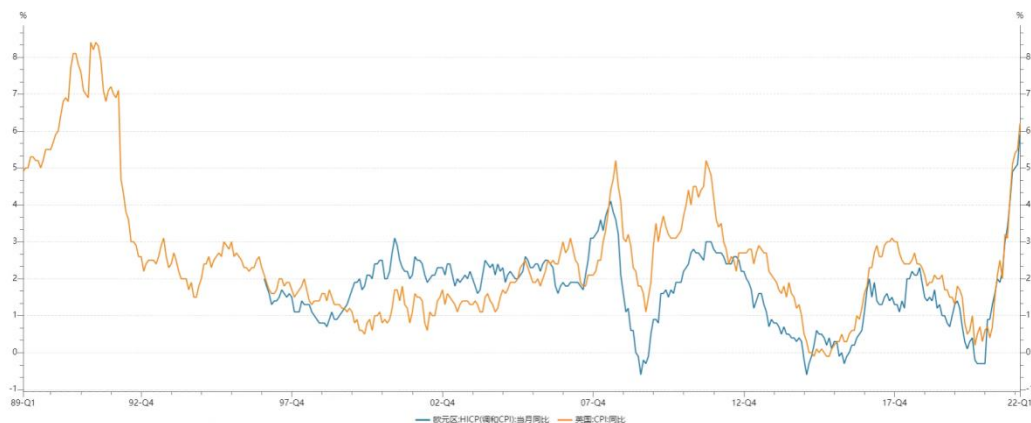


图 3-2 欧元区和英国 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

从分项来看，**能源**是带动欧元区通胀创纪录最关键的因素，同比增速达到 32%，创该分项历史新高。其中，液体燃料、燃气、电力、固体燃料和热能 CPI 分别同比增长 42.6%、40.3%、28.5%、23.3%和 14.7%。2 月 24 日俄罗斯对乌克兰采取特别军事行动，随即引发全球能源价格暴涨。首当其冲的就是原油，2 月 OPEC 一揽子原油平均价格为 94.22 美元/桶，相比去年 2 月 61.05 美元/桶的均价上涨 54%，相比今年 1 月 54.38 美元/桶的均价上涨 73%。欧洲 ARA 港动力煤在 2 月均价达到 193.6 美元/吨，相比去年 2 月 66.6 美元/吨的均价上涨 191%，相比今年 1 月 171.6 美元/吨的均价上涨 13%。荷兰 TTF 天然气期货价格在 2 月 27 日一度突破 190 欧元/兆瓦时，而去年同期在 15 欧元/兆瓦时左右，涨幅接近 13 倍。**交通运输**是推高欧元区通胀的第二大因素，同比增幅达到 10.3%。根据 Drewry 公布的集运价格指数显示，今年 2 月上海→欧洲集装箱运输均价达到\$13647/FEU，涨幅达到 59%。由于芯片短缺，汽车产量不足，欧元区小汽车 CPI 同比增幅达到 5.9%。**食品饮料、家具、娱乐文化**同比增速分别达到 4.7%、3.8%和 3.1%，这与今年 2 月起欧洲多国接连宣布解除完全疫情防控措施有关。随着旅游、餐厅、影视业兴起，相关行业的物价水涨水高。

英国的通胀情况比欧元区更为严重，2 月 CPI 同比增速较欧元区高出 0.3 个百分点。拉动英国通胀高企最重要因素是交通而非能源，主要是因为英国政府将燃料与住房和供水放在一个项目中统计，从而稀释了涨幅。英国各分项 CPI 增速更为平均，**交通、家具、住房供水燃料**三大分项的同比增幅分别为 11.5%、9.1%和 7.2%，**食品、娱乐和教育的**同比增幅分别为 5.1%、4.7%和 4.5%。

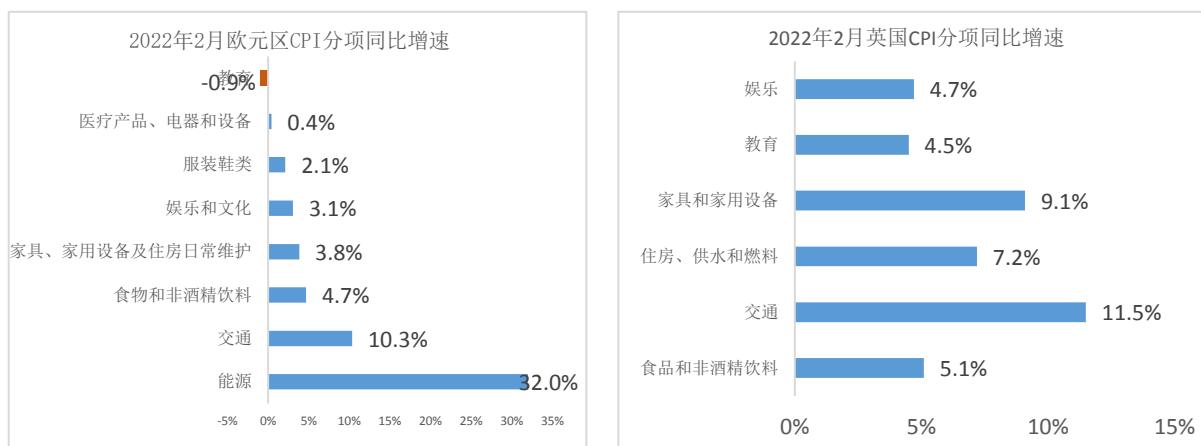


图 3-3 2022 年 2 月欧元区和英国 CPI 分项同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 3-4 OPEC 一揽子原油价格、欧洲 ARA 港动力煤现货价、荷兰 TTF 天然气期货价格

数据来源: Wind、英为财经、上海航运交易所、方正中期期货研究院整理

随着通胀高企，欧洲央行和英国央行不断加快收紧货币政策的步伐，尤其英国方面。2021 年 12 月 16 日、2022 年 2 月 3 日和 3 月 17 日的议息会议上，英国央行分别宣布加息 15BP、25BP 和 25BP。这是英国央行自 1997 年以来首次连续在三次会议上宣布加息，目前英国利率上调至 0.75%，已经恢复到新冠疫情前的水平。根据 CMA 隔夜指数掉期的隐含隔夜利率显示，今年 12 月英国利率将有望达到 1.409%，这就意味着今年英国央行还将加息 2-3 次。

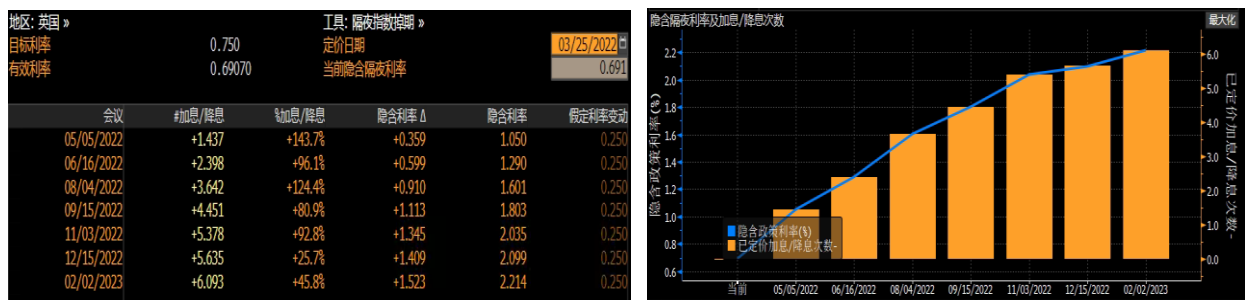


图 2-5 CME 预测的英格兰央行加息次数、幅度与概率

数据来源: Bloomberg、方正中期期货研究院整理

3 月 1 日欧洲央行行长拉加德发言时一改常态，首次谈到不排除今年加息的可能性，并且欧洲央行在本月加快了取消刺激措施的步伐，以遏制创纪录的通胀。本周拉加德提到“并未看到欧元区发生滞涨的现象”，可以解读为欧洲央行正在为今年加息铺平经济基本面的道路。欧洲央行管理委员会成员兼荷兰央行行长克诺特称今年欧洲央行在晚些时间可能会加息一至两次。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新



图 2-4 CME 预测的欧洲央行加息次数、幅度与概率

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理

当 2 月 3 日和 3 月 17 日英国央行公布加息决议之后，英镑兑美元单日涨幅分别为 0.14% 和 0.03%。当 3 月 17 日欧元区公布 2 月 CPI 数据之后，欧元兑美元大幅升值，当日上涨 58BP，涨幅 0.52%。虽然欧元和英镑短期内都出现过反弹，但是美联储今年的加息力度要比欧洲两大央行更强，3 月 21 日高盛预测美联储有可能在 5-6 月连续加息 50BP，叠加俄乌持续冲突将强化美元的避险属性，所以今年尤其在近期美元兑欧元和英镑将呈现升值走势。由于英国央行比欧洲央行的货币政策更为鹰派，因此相交美元兑英镑，美元兑欧元将更为强势。不过，欧元和英镑兑美元也会出现阶段性反弹，如两大央行公布收紧货币政策的消息、两大经济体通胀继续高企、俄乌冲突出现缓和等。



图 3-5 欧元兑美元、英镑兑美元趋势图

数据来源：新浪财经、方正中期期货研究院整理

三、制裁俄罗斯将加剧欧洲能源危机

随着俄乌冲突的爆发，欧洲国家集体对于俄罗斯实施全方位的制裁。虽然 3 月 24 日的欧盟、G7 和北约会议上各方尚未在禁止进口俄罗斯能源问题上达成一致意见，但是英国首先表态将在 2022 年底前停止从俄罗斯进口石油及相关产品，德国计划 2022 年底前停止从俄罗斯进口石油和煤炭，欧盟在 3 月 8 日发布的《欧洲廉价、安全、可持续能源联合行动》的能源发展计划中着重谈到了要在 2030 年前摆脱对俄罗斯化石能源的依赖。

欧洲对俄实施能源制裁是把双刃剑，在严重损害俄罗斯经济的同时，也将导致欧洲面临更严峻的能源危机。欧洲对俄罗斯的能源依赖相当之高，当前俄罗斯的煤炭、天然气和原油的供

应分别占欧盟进口总量的 46%、40%和 27%，部分欧洲国家的实际占比要远高于这个均值，奥地利的八成天然气供应来源于俄罗斯。因此在欧盟春季峰会上，部分国家明确反对“俄罗斯能源禁运”的决议。卢森堡首相贝泰尔和比利时首相德克罗就直言不讳地指出“禁止进口俄罗斯能源将带来毁灭性的后果”，德国总理则无奈地表示“对俄制裁已经对德国民众带来承重打击，我们的原则是对俄制裁不应该以欧盟承受更严重冲击为代价”，匈牙利则在春季峰会前明确表示“反对任何形式的俄罗斯能源禁运”。

由于欧盟是“双碳”政策的积极倡导者，未来将逐步摆脱对于煤炭的依赖，必将采用清洁能源作为替代品。福岛核泄漏事件爆发之后，欧盟开始逐渐暂停核能发电，叠加光伏、风能、水能供应能量有限，天然气将是欧洲未来最倚重的清洁能源。但是，德国当下暂停的“北溪-2 号”审批工作就是对欧洲经济是一次重大打击。“北溪-2 号”是一条连接俄罗斯和德国的海底天然气管道，输送能力达到 550 亿立方米/年。从能源角度看，“北溪-2 号”有助于缓解欧洲天然气供给压力。2019 年欧洲天然气进口依存度 83%，随着“双碳政策”的推进，IEA 测算 2030 年或提升至 88%。“北溪-2 号”通气后，可覆盖欧洲天然气供需缺口的近 50%。从经济角度看，“北溪-2 号”输气距离与途径陆地相比缩短约 2000 公里，通气后可降低欧洲天然气整体进口价格约 13%，每年为欧洲节省约 80 亿欧元进口成本。

2 月 23 日欧盟储气水平已降至满载容量的 31%左右，低于五年均值的约四分之一。卡塔尔和美国均为天然气出口大国，但是卡塔尔已经明确声明无力再提供更多配额给欧盟国家，美国能弥补一定缺口，但是需要欧洲付出更高昂的购买成本和运输成本，这将加剧欧洲的通胀水平，也将消耗大量原本用于欧洲经济复兴的资金。

就在欧盟尚未在对俄能源禁运问题上达成一致意见之时，俄罗斯首先采取反制能源措施，3 月 23 日普京宣布俄罗斯向欧盟不友好国家供应天然气时将改用卢布结算。普京给出的理由是西方国家冻结了俄罗斯所有的美元、欧元、英镑和日元资产，此时再用这些货币结算将对俄罗斯毫无意义。普京宣布该决定后俄罗斯卢布兑美元在岸汇率迅速走高，最终收报 97.737，涨幅为 5.6%，创 7 年多来最大涨幅。与此同时，英国和荷兰等欧洲国家天然气批发价格在当日最高涨幅达到 30%。总体来看，俄乌冲突引发的俄欧关系紧张对今年欧洲经济复苏带来承重的打击。

第四部分 日本近三年首度转正 韩国跃居全球 TOP10

2021 年日韩经济发展整体稳定，日本 GDP 增速三年来首度转正，创近四年新高，2022 年 GDP 总量有望恢复至疫情前水平；韩国 GDP 增速录得 4%，跃居全球第十位，并以数十年来强势

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

的经济发展尤其是疫情期间相对出色的经济成绩单，在去年正式被联合国认定为发达国家，这是 1964 年以来联合国首次更改一个主权国家的经济地位。货币政策方面，日本通胀水平虽然有反弹，但整体较低，因此日本央行维持量化宽松政策不变，今年日元兑美元将持续弱势。韩国通胀高企，今年一季度实施了疫情期间的第三次加息，今年还有可能加息 3-4 轮。

一、日本经济缓慢复苏 后期有望加速

1、今年 GDP 有望恢复至疫情前水平

2021 年日本季调实际 GDP 录得 537.16 万亿日元，同比增速 1.7%，三年来首次经济增速转正，并创近 4 年来新高。不过，日本是 2021 年 GDP 增速最慢的主要发达经济体。2021 年美国 and 英国的经济增速分别录得 5.7%、7.5%，欧元区预计能达到 5.2%。从绝对值来看，日本 2021 年与 2019 年相比下降了 2.9%，远未恢复至疫情前水平，且四个季度均低于 2019 年同期水平。

表 4-1 2021 年日本 GDP 与 2019/2020 年同期对比

单位：万亿日元	实际 GDP	与 2020 年同期相比	与 2019 年同期相比
2021 年一季度	133.72	-1.8%	-3.6%
2021 年二季度	134.51	7.3%	-3.5%
2021 年三季度	133.58	1.2%	-4.2%
2021 年四季度	135.35	0.7%	-0.2%
2021 全年	537.16	1.7%	-2.9%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

为防范奥密克戎变异毒株，日本政府于 2021 年 11 月 30 日颁布“禁止外国人入境”政策，但是并未采取紧急状态宣言，依然允许日本民众在国内自由行动，从而导致变异毒株输入后在国内的大规模扩散。2022 年 2 月 3 日单日新增确诊病例一度达到 10 万，随后逐步回落，日本政府于 3 月 1 日正式开放国门，允许外国人入境。日本是消费驱动型国家，随着疫情防控措施得到解除，将激发日本民众报复性消费热情。日本有望在二季度，最晚三季度恢复至疫情前水平，2022 全年 GDP 有望略高于 2019 年，即 2022 年经济增速将达到 3%。

2、日本产业发展出现分化

奥密克戎疫情对于日本经济的负面影响主要体现在服务业，对于制造业影响相对有限。2022 年 1 月日本制造业 PMI 录得 55.4，创近 8 年来新高，2 月录得 52.7，连续 13 个月高于荣枯线。不过，日本的服务业遭遇较为明显打击，2022 年 3 月服务业 PMI 录得 48.7，连续 3 个月跌破荣枯线。

日本经济一直以出口为荣，但是最近 7 个月均出现了贸易赤字。今年 1 月更是达到了 2.19 万亿日元，创近 8 年新高，2 月贸易赤字幅度达到 0.67 万亿日元。日本是资源匮乏型国家，需要进口大量原材料，随着各种大宗商品和能源价格大幅攀升，导致进口额居高不下。同时，日本前期疫情十分严重，采取多轮紧急状态宣言和封锁国门的措施，国内制造业受到一定冲击，

尤其在疫情期间芯片短缺，对于日本汽车行业冲击明显。此外，全球集运市场爆发危机，无法正常发运出口货物，导致出口受限。

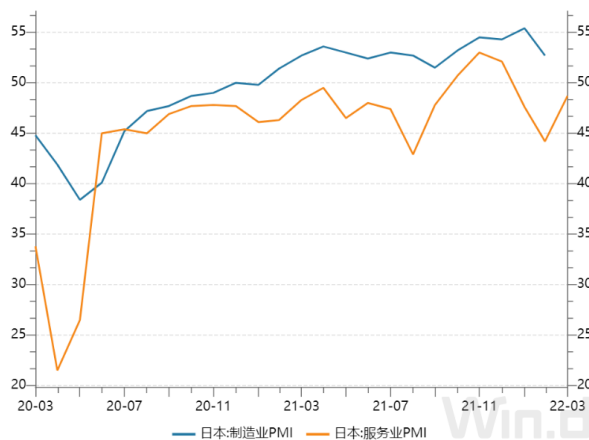


图 4-1 日本制造业和服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

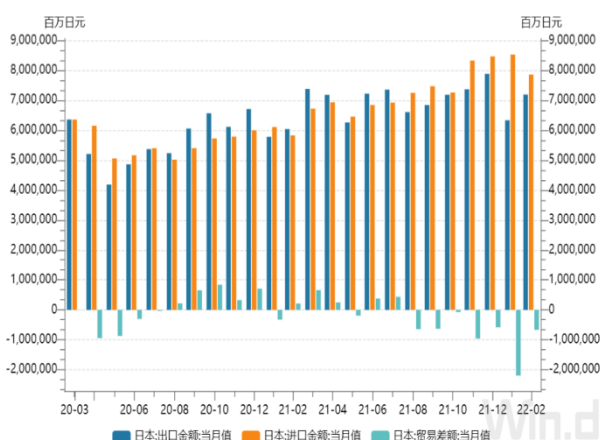


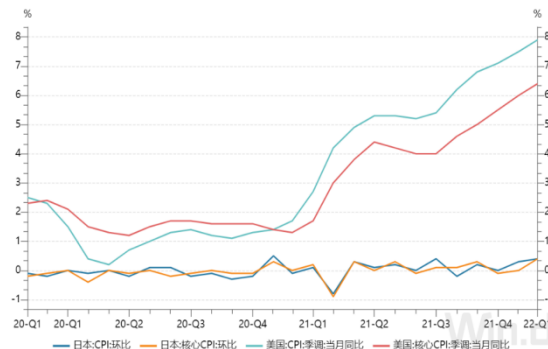
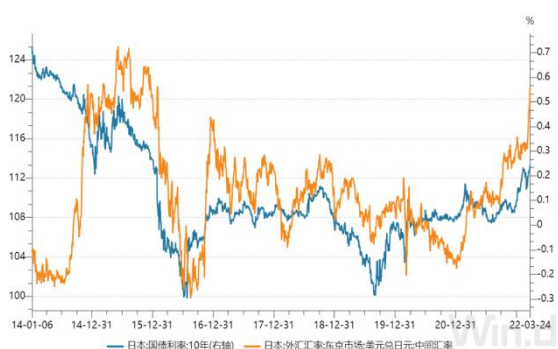
图 4-2 日本进出口贸易额

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

3、国债收益率持续上涨 日元兑美元今年看跌

今年一季度日本国债收益率总体呈上涨趋势，日本 10 年期国债收益累计涨幅上涨 15.4BP。一方面是因为日本经济有望在解禁之后有所起色，另一方面日本 2 月 CPI 同比增速创近 3 年半新高，市场加强对日本央行收紧货币政策的预期。期间随着俄乌冲突爆发，市场避险情绪加剧，日本国债作为良好的避险资产，得到市场青睐，10 年期国债收益率下降至 0.197%，4 个交易日回落 20BP。但是随着俄乌冲突导致全球大宗商品和能源价格大幅攀升，日本通胀近期看涨，国债收益率再度拉升。

与日本国债收益率持续上涨不同，日元兑美元汇率持续走低，一季度累计贬值幅度达到 5.4%，并且后期有进一步贬值趋势，主要有两方面原因：其一，日本通胀处于较低水平，2022 年 2 月日本 CPI 和核心 CPI 同比增速录得 0.9% 和 0.6%，远低于美国的 7.9% 和 6.4%，美联储今年预计加息 7 次左右，日本未必会在今年结束量化宽松政策；其二，日本经济前景不如美国，美国当前制造业和服务业 PMI 长期处于 60 左右的高扩张区，日本服务业已经回跌至荣枯线以下。得益于美国经济强势以及美联储鹰派货币政策，今年美元兑日元汇率极有可能突破 2015 年前高 125.58。



找报告，上“数据理河”

图 4-3 美元兑日元汇率、日本 10 年期国债收益率

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

图 4-4 美国和日本 CPI 与核心 CPI

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

二、韩国经济跃居全球前十

1、2021 年经济恢复至疫情前水平

剔除价格因素, 2021 年韩国 GDP 录得 1910 万亿韩元, 相比 2020 年增长 4%, 相比 2019 年增长 3.1%, 已经恢复至疫情前水平, 创本国 GDP 历史新高, 首次突破 1900 万亿大关。

从季度来看, 2020 年三季度起, 韩国经济就企稳回升, 已实现连续六个季度环比上涨, 可见韩国经济的韧性。2021 年同比增速呈现“抛物线”走势, 环比增速呈“反抛物线”走势, 与前期基数以及疫情防控措施有着密切关系。**从分项来看**, “最终消费支出”占比最大, 达到 63.8%, 增速录得 4.2%。其中, 个人消费占比达到 46.1%, 将近 GDP 总量的一半; 政府消费占比达到 17.6%, 增速达到 5.5%。可见韩国政府在疫情期间采取较为宽松的财政政策刺激经济发展。“商品和劳务进出口”的增速最快, 录得 17.5%, 占比 GDP 比重 6.4%, 成为推动韩国经济发展十分关键的因素。去年韩国商品贸易顺差达到 294 亿美元, 并且服务贸易发展也十分迅速。**从产业来看**, 采矿业和制造业增速最快, 达到 6.6%; 电力、天然气和水增速录得 4.9%; 服务业增速录得 3.7%; 建筑业是唯一回落的行业, 同比下降 2.1%。

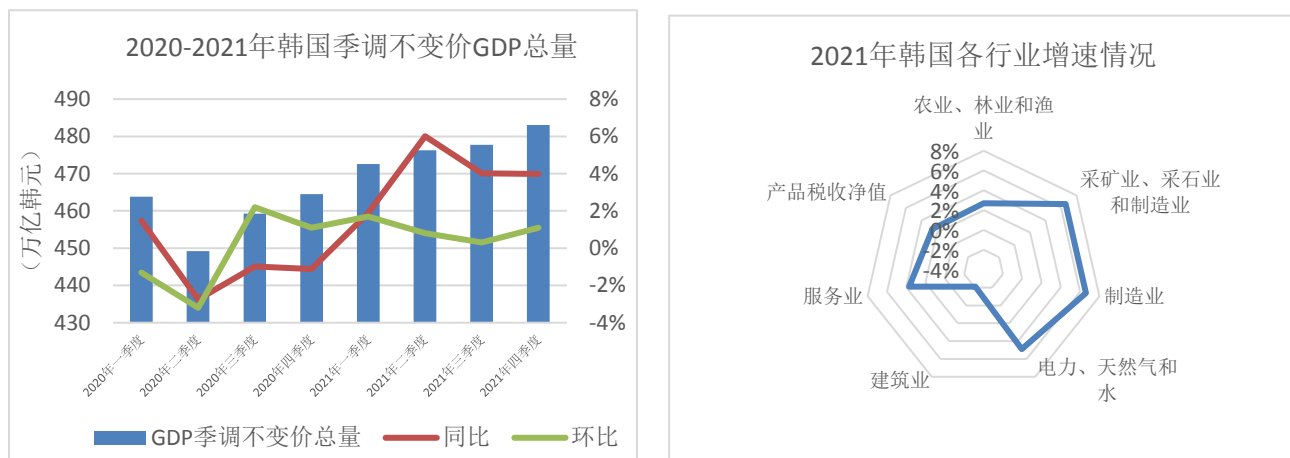


图 4-5 2020-2021 年韩国不变价 GDP 总量和各行业增速情况

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

表 4-2 2021 年韩国 GDP 各分项总量、占比及增速

	最终消费支出	资本形成总额	商品和劳务进出口
分项 GDP (万亿韩元)	1217.99	568.29	121.33
占比	63.8%	29.8%	6.4%
增速	4.2%	1.2%	17.5%

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

2、韩国央行今年将连续加息

由于通胀逐步抬升, 韩国央行从 2021 年 8 月 26 日起结束量化宽松政策, 加息 25BP 至 0.75%, 成为疫情期间首个加息的发达经济体。随后在 2021 年 11 月 25 日和 2022 年 1 月 14

日再度连续两次加息 25BP，达到 1.25%。2022 年 2 月韩国 CPI 同比增速录得 3.66%，高于前值 3.61%，在最近十年中处于相对高位。从过去十年来看，韩国的加息和降息节奏与 CPI 和 PPI 同比增幅较为一致。随着货币政策宽松，通胀会高企；随着通胀反弹，货币政策又会收紧。

2001 年期间，韩国 CPI 同比增速在 3.63%-5.26%，失业率在 3.6%-5.5%，基准利率达到 4.5%-5%；2011 年期间，韩国 CPI 同比增速在 3.5%-4.7%，失业率在 2.9%-4.5%，基准利率达到 2.5%-3.25%。2022 年 2 月韩国季调失业率录得 2.7%，目前通胀率已经达到 3.66%，但 1.25% 的基准利率处于历史较低位置，韩国央行后期有较大的加息空间。当前全球能源和大宗商品价格依然处于上涨趋势，韩国被俄罗斯列为“不友好国家和地区”名单之内，韩国未来通胀压力较大，韩国央行今年将继续加息。对比历史时期类似的通胀率和失业率，韩国央行今年将加息 4-5 轮，加息幅度达到 100-150BP。

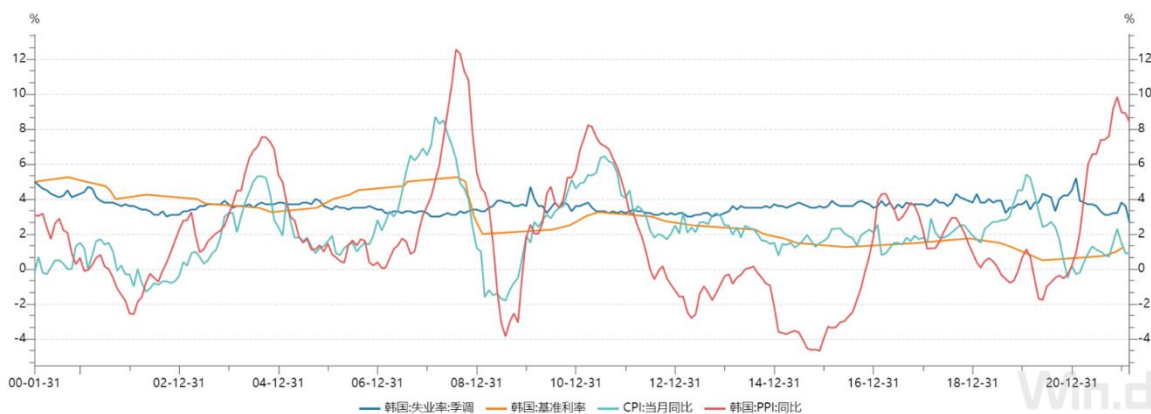


图 4-6 韩国基准利率、CPI 和 PPI 同比、季调失业率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

3、未来经济前景喜忧参半

2022 年 2 月韩国季调制造业 PMI 录得 53.8，连续四个月上升，创近 8 个月新高，自 2010 年 10 月以来均处于荣枯线以上；韩国经济景气指数录得 105.7，连续两个月上升；韩国出口贸易额达到 539.1 亿美元，同比增长 20.6%，增速创近两个月新高。韩国在制造业和外贸方面具有较强的硬实力，将带动韩国在 2022 年稳步前行。不过，由于俄乌局势冲突，韩国被俄罗斯列为“不友好国家名单”，俄罗斯将限制对韩国的能源出口，这对韩国经济产生重大利空。此外，韩国央行今年将持续加息，2022 年韩国经济增速有可能回落至 2.7% 左右。

第五部分 新兴经济体发展新动向

在全球流动性泛滥之时，新兴经济体也遭遇到了通胀不断攀升的压力。不过，新兴经济体分布于各大洲，政治环境、经贸政策、疫情防控等方面存在较大差异。因此，具体到各个新兴经济体采取的经济措施各不相同。部分新兴经济体央行已开启多轮加息，另一些为了平衡经济

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

发展暂未采取行动。此外，新兴经济体疫苗接种率相对偏低且医疗设施落后，在奥密克戎变异毒株大流行的背景下，未来疫情对于经济的冲击依然不容小觑。

一、东盟经济温和复苏

2020 年，东南亚地区不少经济体遭遇多年来罕见的冲击，经济明显萎缩，仅有越南在当年实现了 2.91% 的正增长。2021 年随着全球疫情形势和宏观经济环境整体改善，东南亚国家相继恢复了经济正增长。**印尼**依然是东盟第一大经济体，2021 年 GDP 录得 1.19 万亿美元，增速达到 1.19 万亿美元。**泰国**紧随其后，但增速最慢，仅为 1.6%，主要因为泰国采取的各种限制措施更为积极和严格，导致泰国居民消费、企业投资等增幅较低；另外一个原因是泰国的经济发展过于依赖旅游业，并没有转口贸易带来的强劲外部需求。**新加坡**位居第三，增速最快，达到 7.6%，2021 年名义 GDP 录得 3969 亿美元，人均 GDP 达到 7.28 万美元的超高水平。**菲律宾**排行第四，2021 年名义 GDP 录得 3935 亿美元，与新加坡仅差 34 亿美元，增速不及新加坡，录得 5.6%。**马来西亚**排在第五，2021 年名义 GDP 达到 3725 亿美元，增速录得 3.1%。**越南**排在第六，是唯一一个连续两年实现正增长的东南亚经济体。越南在应对疫情方面采取的防控措施最为严格，特别是在去年第二和第三季度越南多地企业都曾暂停运营，从而拉低了消费、投资和进出口的增长，导致经济增长率不及预期。

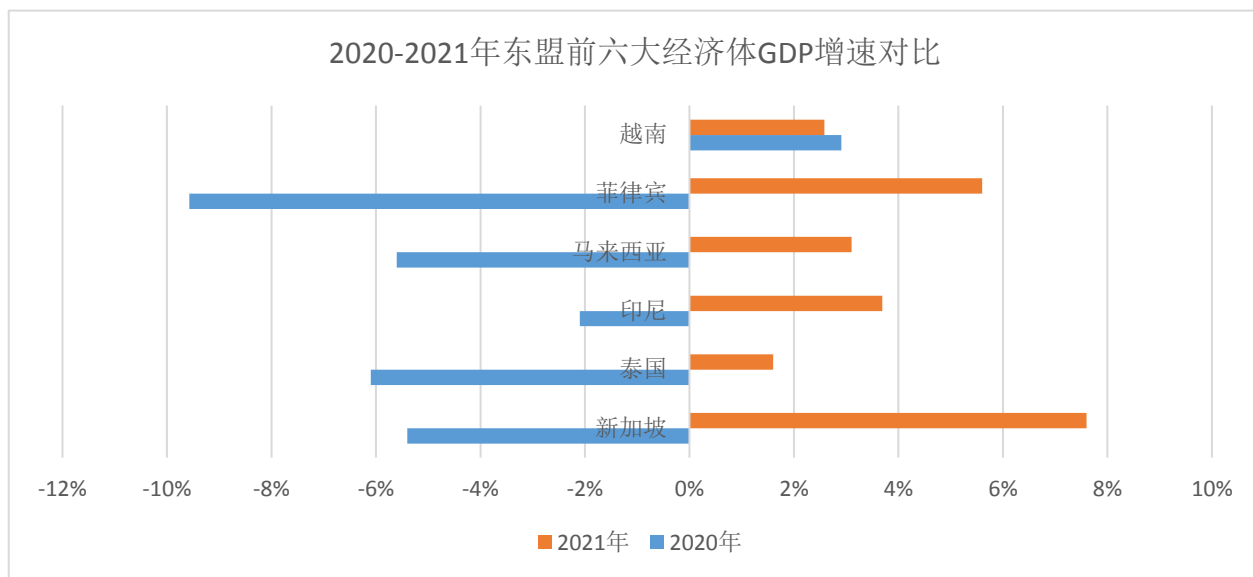


图 5-1 2020-2021 年东盟前六大经济体 GDP 增速对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

2022 年东南亚经济继续保持良好增长态势，随着疫情管控逐步放宽，经济持续活跃。今年 1-2 月前六大经济体的制造业 PMI 均高于荣枯线，其中新加坡从 2020 年 7 月起均高于 50，越南连续 5 个月上升。

表 5-1 东盟前六大经济体制造业 PMI

	新加坡	泰国	印尼	马来西亚	菲律宾	越南
2021 年 1 月	50.7	49	52.2	48.9	52.5	51.3

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

2021 年 2 月	50.5	47.2	50.9	47.7	52.5	51.6
2021 年 3 月	50.8	48.8	53.2	49.9	52.2	53.6
2021 年 4 月	50.9	50.7	54.6	53.9	49	54.7
2021 年 5 月	50.7	47.8	55.3	51.3	49.9	53.1
2021 年 6 月	50.8	49.5	53.5	39.9	50.8	44.1
2021 年 7 月	51	48.7	40.1	40.1	50.4	45.1
2021 年 8 月	50.9	48.3	43.7	43.4	46.4	40.2
2021 年 9 月	50.8	48.9	52.2	48.1	50.9	40.2
2021 年 10 月	50.8	50.9	57.2	52.2	51	52.1
2021 年 11 月	50.6	50.6	53.9	52.3	51.7	52.2
2021 年 12 月	50.7	49.5	53.5	52.8	51.8	52.5
2022 年 1 月	50.6	51.7	53.7	50.5	50	53.7
2022 年 2 月	50.2	52.5	51.2	50.9	52.8	54.3

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

2022 年 1 月 1 日 RECP 正式生效, 文莱、柬埔寨、老挝、新加坡、泰国、越南 6 个东盟成员国和中国、日本、新西兰、澳大利亚等 4 个非东盟成员国正式开始实施协定。该组织涵盖约全球 30%人口、30%经济总量和 30%对外贸易, 成员国内部九成以上的货物贸易将实现零关税。从今年 1-2 月中国与东盟贸易情况来看, RECP 还是对推动整个东盟贸易产生一定的带动效应, 前两个月中国与东盟贸易额分别录得 824.14 和 541.77 万亿美元, 同比增速为 17%和 8.2%, 合计同比增速达到 13.3%。虽然增速远不及去年, 但是这与 2020 年基数较低有着直接的关系。相比往年同期, 这样的增速可以位居中上游位置。未来随着 RECP 的深入推进, 中国与东盟贸易额将继续保持较高增速, 对于东盟经济的带动作用也将更为明显。

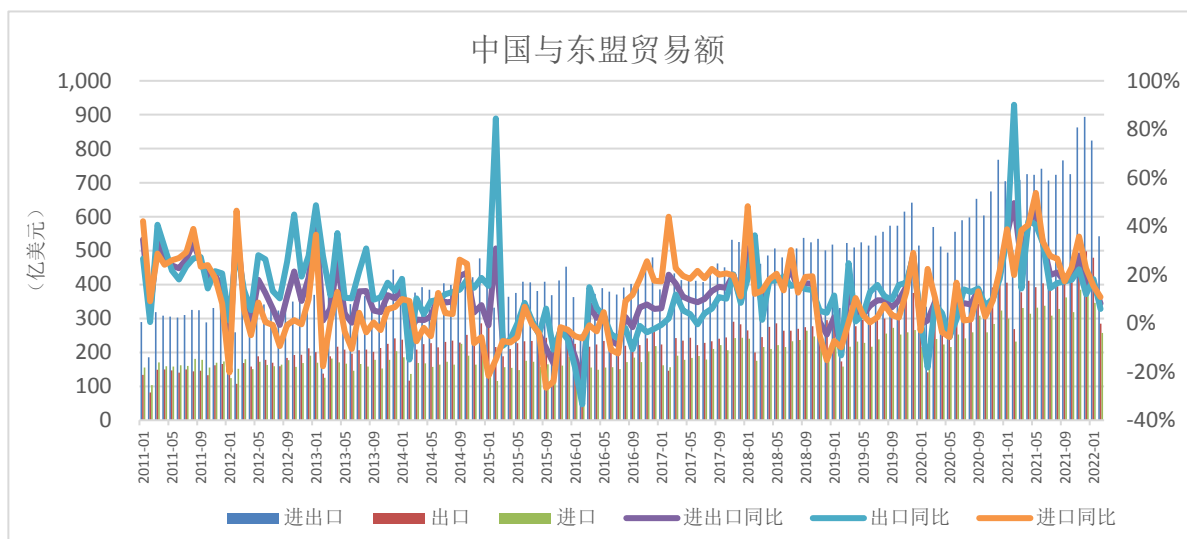


图 5-2 中国与东盟贸易额

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

尽管东盟多国经济增长态势良好, 但 2022 年面临的挑战亦不容忽视, 其中包括疫苗接种进度差异较大、变异疫情不确定性、全球供应链危机、发达经济体货币政策收紧带来的资金外溢效益以及地缘政治局势升级产生的市场价格波动等。

找报告, 上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

二、欧亚经济联盟和中国计划制定新的货币体系

随着俄乌冲突升级，美国及其盟友 2 月 27 日宣布将俄罗斯多家主要银行剔除 SWIFT 体系，并且禁止俄罗斯采用美元、欧元、英镑、日元进行贸易结算，这就对俄罗斯正常外贸带来极大的影响。同时，由于中国始终秉持中立态度，美国威胁也将对中国采取相应制裁行动，并且最近数年美国以各种理由对中国多家企业和个人实施制裁措施。中俄及其他多个国家均遭遇和面临美元结算的巨大不确定性。

正是在此背景之下，欧亚经济联盟于 3 月 15 日宣布将和中国制定一个独立的国际货币金融体系，该体系将基于新的国际货币作为参与国本币和大宗商品价格指数结算。欧亚经济委员会一体化和宏观经济部部长谢尔盖·格拉济耶夫一针见血地指出，“考虑到全球经济放缓和针对欧亚经济联盟国家及中国采取的限制性措施而带来的共同挑战和风险，我们各国应在定期专家对话层面和在联合措施及项目方面都加强务实合作。”

欧亚经济联盟成立于 2015 年，又称欧亚经济委员会，成员国包括俄罗斯、哈萨克斯坦、白俄罗斯、吉尔吉斯斯坦和亚美尼亚。2021 年俄罗斯、哈萨克斯坦、白俄罗斯三国的 GDP 总量分别录得 17750、3125、682 亿美元，同比增长 4.7%、14.1%、2.3%；2020 年吉尔吉斯斯坦和亚美尼亚 GDP 分别录得 126 和 77 亿美元，2021 年预计增速达到 2.4%和 6.1%。2021 年 1-11 月，联盟内部相互贸易额达到 655 亿美元，较去年同期增长 32.4%，较 2019 年同期增加了 17.8%。联盟所有成员国在相互贸易中的出口量均有增加，根据增速依次为哈萨克斯坦（35.3%），俄罗斯（35.2%），吉尔吉斯斯坦（30.4%），亚美尼亚（27.4%），白俄罗斯（24.8%）。其中，食品和农业原料在增速最为明显。2021 年 1-11 月亚美尼亚对联盟市场的上述产品供应同比增长 29.5%，俄罗斯增长 27.3%，吉尔吉斯斯坦增长 17.3%。

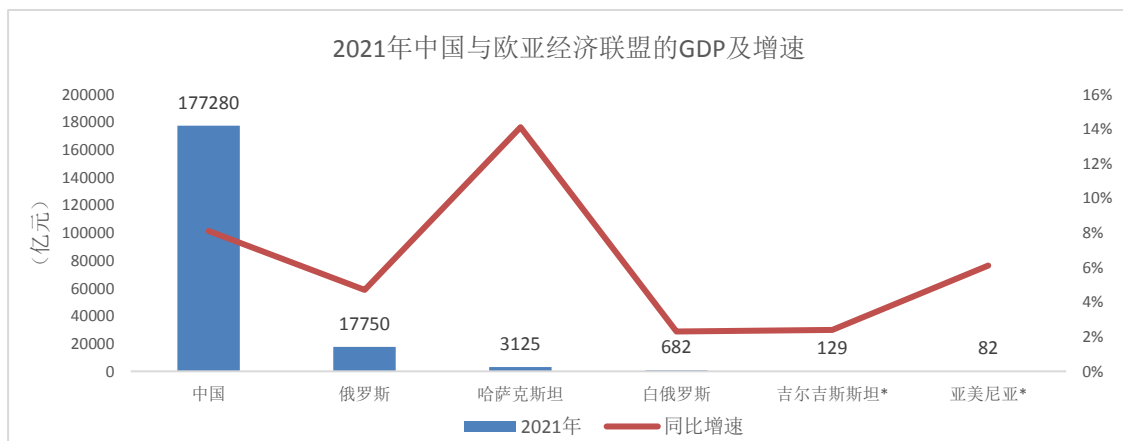


图 5-3：2021 年中国与欧亚经济联盟 GDP 及增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

中国与欧亚经济联盟有着良好的经贸互补，中国主要从欧亚经济联盟进口原材料和粮食，并向欧亚经济体联盟出口轻工业成品。2021 年中国与欧亚经济联盟的双边贸易额达到 1.19 万

亿人民币，同比增速达到 25.9%，占中国对外贸易总额的 3%。其中，俄罗斯是中国最大的贸易伙伴，双边贸易额达到 9426 亿人民币；吉尔吉斯斯坦的增速最快，去年达到 141%。

表 5-2 2021 年中国与欧亚经济联盟贸易额

单位：亿人民币	俄罗斯	哈萨克斯坦	吉尔吉斯斯坦	白俄罗斯	亚美尼亚	合计
2021 年与中国贸易额	9426	1632	487	247	89	11881
2021 年同比增速	26.2%	9.7%	141.0%	18.6%	29.9%	25.9%
占中国 2021 年外贸总额	2.41%	0.42%	0.12%	0.06%	0.02%	3%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

由此推算，2021 年中国、俄罗斯、哈萨克斯坦、白俄罗斯、吉尔吉斯斯坦和亚美尼亚六国之间的相互贸易额达到 2556 亿美元，折合人民币 1.65 万亿元。一旦中国与欧亚经济联盟建立新的货币金融体系，可以一定程度规避西方国家的制裁，降低美元的铸币税，保证经济联盟内部之间的正常贸易往来。从经济体量来看，2021 年中国稳居全球第二大经济体，实际 GDP 已达到美国的 87.4%；其次是俄罗斯位列全球第 11 位，经济体量仅与中国广东省相当，其他四个国家的 GDP 总量则更低。从贸易总量来看，2021 年中国外贸额达到 6.05 万亿美元，连续多年蝉联全球首位，是俄罗斯的 7.58 倍。因此，无论从经济体量和贸易总量，中国都能在该经济联盟中独占鳌头，叠加俄罗斯已经被剔除 SWIFT 体系后卢布大幅贬值，人民币很有可能成为该经济联盟中最重要的结算币种，即“以人民币为主、其他主权货币为辅”的国际货币结算体系。

截至 2022 年 1 月，人民币在全球货币结算占比为 3.2%，位居全球第四，环比增长 0.5%，是前十大币种汇总增速最快的。中国与欧亚经济联盟之间新的国际货币体系建成将有利于提升人民币全球占比，进一步推动人民币国际化，同时还能减少美元、欧元、英镑和美元的结算占比，为人民币早日跃居全球前三大结算货币打下基础。外汇市场也十分看好人民币，3 月 15 日美元兑人民币收盘于 6.3705，日内跌幅 0.15%，随后两天继续承压下降，三日内美元兑人民币最大贬值幅度一度达到 451BP，直至北京时间 3 月 17 日得益于美联储宣布加息才止跌反弹。

表 5-3 全球前十大货币排名（截至 2022 年 1 月）

排名	货币	占比 2022年1月	占比 2021年12月	比上月 升或降
1	美元USD	39.92%	40.51%	-0.59%
2	欧元EUR	36.56%	36.65%	-0.09%
3	英镑GBP	6.3%	5.89%	+0.41%
4	人民币CNY	3.2%	2.7%	+0.5%
5	日元JPY	2.79%	2.58%	+0.21%
6	加元CAD	1.62%	1.64%	-0.02%
7	澳元AUD	1.25%	1.27%	-0.02%
8	港元HKD	1.13%	1.17%	-0.04%
9	新加坡元SGD	0.93%	0.95%	-0.02%
10	泰铢THB	0.75%	0.73%	+0.02%

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

数据来源：网易新闻



数据来源：新浪财经

第六部分 全球宏观经济综合展望

一、2022 年全球经济将加速放缓

2022 年 1 月世界银行和国际货币基金组织先后发布了《世界经济展望》。世界银行在 1 月 11 日公布的最新一期报告中,将 2021-2023 年全球经济增速分别从 2021 年 6 月预计的 5.7%、4.3%、3.3%下调至 5.5%、4.1%、3.2%。IMF 在 1 月 25 日的报告中预计 2021 年经济增速能达到 5.9%，下调 2022 年 0.5 个百分点至 4.4%，调高 2023 年 0.2 个百分点至 3.8%。

表 6-1 2022-2023 年全球经济增速预测

		全球	发达经济体	新兴市场和发展中经济体	美国	中国	欧元区
世界银行	2022 年	4.1%	3.8%	4.6%	3.7%	5.1%	4.2%
	2023 年	3.2%	2.3%	4.4%	2.6%	5.3%	2.1%
IMF	2022 年	4.4%	3.9%	4.8%	4.0%	4.8%	3.9%
	2023 年	3.8%	2.6%	4.7%	2.6%	5.2%	2.5%

数据来源：世界银行、IMF、方正中期期货研究院整理

从两大机构发布的报告可以看出，未来两年世界经济增速将逐步趋缓，尤其今年经济下行压力较大，全球将面临经济加速放缓的风险。其实，世界经济在 2021 年下半年就有边际减速的迹象。去年 5 月全球综合 PMI 录得 58.5，创历史次高，尤其是当月服务业 PMI 录得 59.6，创历史新高。从去年下半年起，全球制造业和服务业 PMI 呈下降趋势，虽然 9-10 月一度触底反弹，但是 11-12 月再度回落。今年 1 月全球单日新冠疫情连创历史新高，全球综合 PMI 进一步回落至 51.1，相比去年峰值回落 13%；1 月底随着多国解除疫情完全防控措施之后，全球综合

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

PMI 回升至 53.4。其中，服务业扩张速度和放缓速度均明显快于制造业，主要因为疫情对于服务业的冲击影响程度远甚于制造业。从三大分项指标来看，今年 1-2 月投入价格 PMI 分别录得 66.8 和 67.7，均处于历史较高水平，可见全球原材料和劳动力等成本持续攀升，通胀高企；新订单和就业 PMI 在 1 月小幅回挫后又再度反弹，说明疫情防控措施放开后全球需求扩张的同时推动了产能释放，从而进一步增加了对于劳动力的需求。

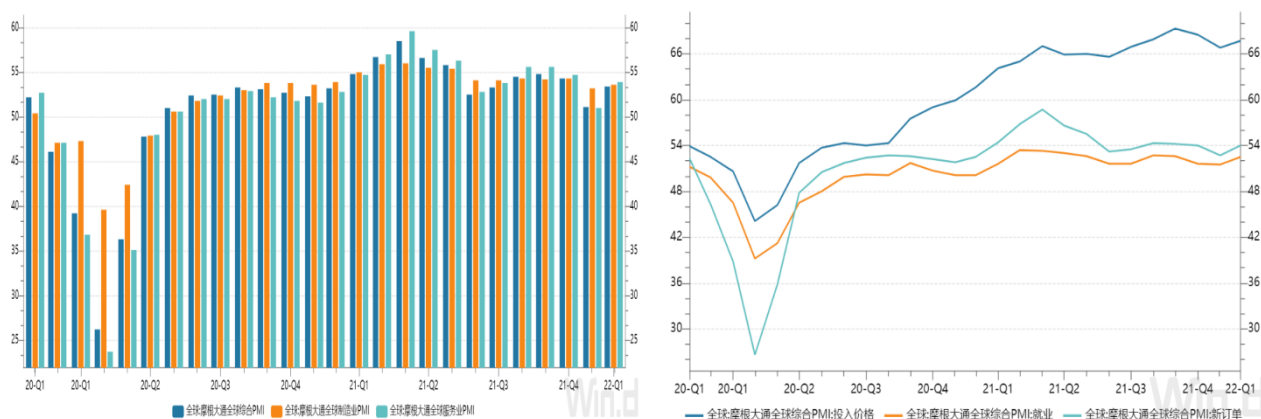


图 6-1 摩根大通全球 PMI 及分项 PMI

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

得益于 2020 年低基数和宽松的财政货币政策，2021 年世界经济增速创近 48 年新高。但是，制约 2021 年全球经济发展的诸多不利因素已延续至 2022 年，疫情复燃、疫苗分配不均、通胀高企、供应链效率低下、能源短缺、货币政策收紧、地缘政治冲突、气候灾害等情况均利空今年的经济发展。其中，部分因素有所缓和，但更多因素依然难以在短期内得到解决甚至加剧，俄乌冲突就演变成为今年一季度最大的黑天鹅事件，叠加基数逐步回升，2022-2023 年全球经济放缓是难以避免的局面。

二、中国实际 GDP 有望在 2026 年超越美国

剔除价格因素，2021 年美国和中国 GDP 分别录得 19.43 和 16.99 万亿美元。根据美联储的 3 月会议声明，将 2022-2024 年美国经济增长速下调至 2.8%、2.2%、2%，远期经济平均增速为 1.8%。中国今年的经济增长目标是 5.5%，IMF 预测明年中国经济为 5.2%，2024-2027 年按照 5% 的平均增速来推算，2026 年美国和中国的实际 GDP 总量将达到 21.58 和 21.83 万亿美元，这就意味着中国的实际 GDP 总量将在 2026 年正式超越美国，成为全球第一大经济体。

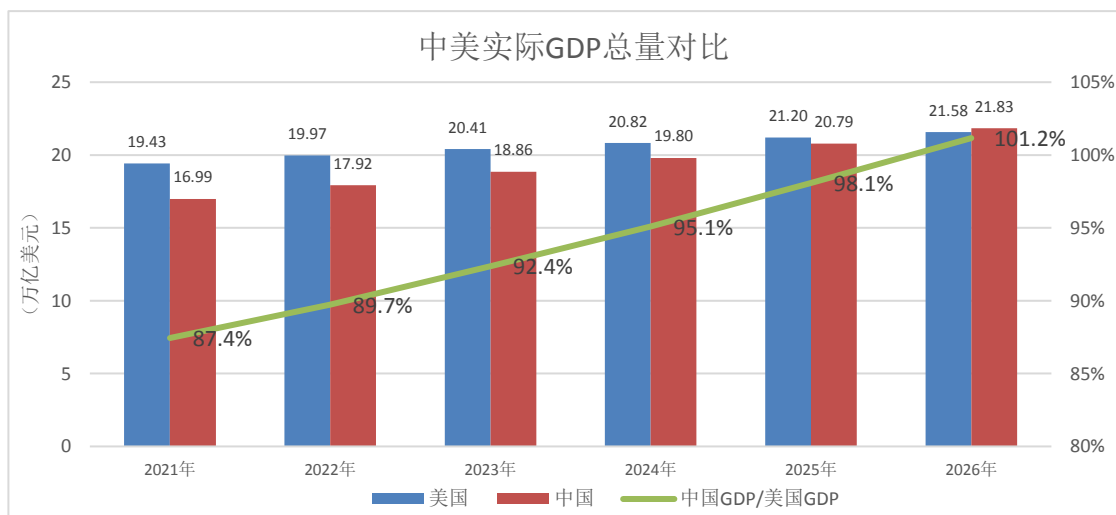


图 6-2 2021-2027 年中美两国实际 GDP 预测对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

三、新冠疫情对全球经济影响逐渐下降

自 2019 年末首次发现以来，新冠疫情已经整整爆发了两年零三个月之久。商品、金融、供应链等各大市场已经逐渐适应了疫情对于产业的冲击。新冠变异毒株的致死率不断降低，世界多国将其视作“大号流感”，宣布取消完全防疫措施，与“病毒共存”。今年疫情整体呈现出“总体趋缓、多轮反复”的态势，即使疫情再度反弹，对于各大市场的冲击无论是心理层面还是供需层面也将弱于此。虽然新冠疫情难以在未来三年内完全清零，但是毒性将进一步降低，对于经济的影响力正在逐步削弱，新冠疫情性质已从“黑天鹅”转变为“灰犀牛”。

随着新冠疫苗接种率的不断提升，会有越来越多的国家选择开放国门，放低防疫措施，恢复国际航班，跨境交流将更为通畅。当前疫情最大的危机依然是全球疫苗分配不均，由于贫困人口居多且医疗设施和科研能力薄弱，非洲国家每百人接种量仅为 32 剂次，每百人加强针接种量仅为 1.2 剂次，依然有大批非洲民众处于被感染的风险之中，同时也加剧了病毒再度变异的可能性。

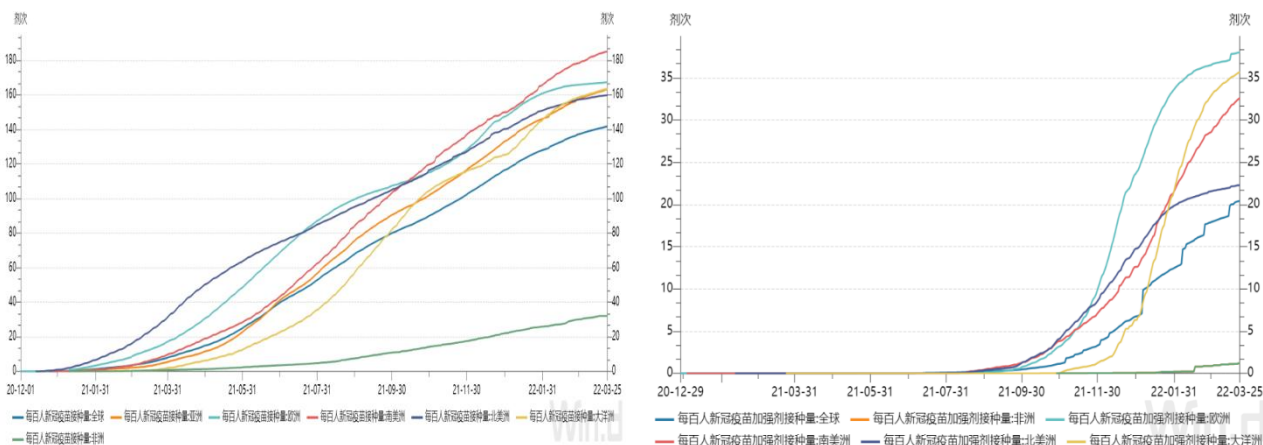


图 6-2 全球各大洲每百人新冠疫苗接种剂次和加强针接种剂次

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

近期，对于全球金融市场的影响程度，总体呈现出“俄乌冲突＞全球货币政策收紧＞新冠疫情”。待俄乌冲突缓和尤其两国签署和平协议之后，美联储货币政策将是影响全球金融市场最关键的因素，其次是大国博弈之下的政治经贸政策，第三是新冠疫情。

四、全球通胀二季度依然高企

俄罗斯和乌克兰是全球重要的资源出口国。乌克兰被誉为“欧洲粮仓”，黑海在 2021 年成为全球第二大粮食出口地区；俄罗斯则是 OPEC+ 的重要成员，同时还出口大量天然气、铁矿石和煤炭。由于俄乌爆发冲突，黑海出口受到限制，全球能源短缺问题进一步加剧，乌克兰当前处于春耕时段，缺乏劳动力、肥料、机械进行耕种，今年粮食供应量会大幅下降。而且，俄罗斯多家主要银行被暂停使用 SWIFT 结算体系，这就对俄罗斯对外贸易产生巨大影响，欧盟正在磋商俄罗斯能源禁运问题，全球能源短缺问题将会加剧。

最近一年，美国 CPI 分项中同比增速最快的就是能源，一度达到 30% 以上。欧洲天然气短缺问题已从去年夏天持续至今，随着“北溪-2 号”论证工作无限期暂停，欧洲将持续面临气荒问题。此外，铜、锌、钼、铁矿、煤炭、粮食、化肥等资源价格也将维持高位。资源类的供需错配以及供应链效率低下导致的通胀问题是难以用加息和缩表来解决的。

五、美债和美元将维持强势

在主要发达经济体中，美国的通胀情况是最为严重的，经济现状和预期也处于较强低位，美联储今年的货币政策应为强硬，将采取“7 轮加息+缩表”的强鹰货币政策，并且地缘冲突升级情况下美元和美债依然是较好的避险工具。因此，今年美元指数和美债收益率将持续看涨，美股波动将会加剧，国际商品有承压下跌的动力。当然，期间欧洲央行或英国央行宣布调整货币政策，会让美元指数出现小幅回落，但是总趋势依然看涨。

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	010-85881273
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	010-85881224
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长安道金融中心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	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307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嘉年中心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号陆丰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
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
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号和谐公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路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
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南京北路429号1703	021-58991278
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3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
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨江路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。

找报告,上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群(18610100296)同步分享更新