

世界经济下行压力加剧 全球贸易格局将发生变化

摘要:

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6月2日星期四

5月18日联合国经济和社会事务部在新一期发布的《世界经济形势与展望(2022年中更新版)》下调了2022年世界经济增速预期,从1月报告中的4%预测值下调至3.1%,下降幅度达到0.9个百分点。至此,世界银行、IMF、联合国三大全球性机构均在最新一研报中下调了2022年的全球经济增速。引起世界经济增速下行压力增强的原因有很多,其中主要包括俄乌冲突、制裁与反制裁、疫情重燃、通胀高企、货币政策收紧、债务危机、地缘政治、供应链危机、气候问题等因素。绝大多数问题是2021年延续下来的,部分得到了缓解,但是更多问题呈现加剧之势。

美国通胀终于迎来拐点,预计后期将呈“高位震荡、逐步下行、阶段反弹”的趋势。美联储5月议息会议决定6月开启缩表,三个月内达到缩减峰值,6-7月两次议息会议各加息50BP。由于美联储此前与市场已充分沟通,市场已经实现充分Price-in。由于议息会议略不及预期,全球金融市场反而出现“见光死”的行情。拜登积极游说东盟及环太平洋诸国,建立“印太经济圈”,美国贸易去中国化的趋势日益明显。

今年一季度英国实际GDP同比增长8.71%,已经恢复至疫情前水平,欧元区早在去年四季度就已经恢复至2019年同期水平,今年一季度增速达到5%,整个欧洲经济复苏总体迅速。欧盟正在磋商第六轮对俄制裁,其中在海运石油领域已达成共识。不过,鉴于双方在能源领域的相互依赖程度都很高,欧盟希望制裁在进一步削弱俄罗斯的同时尽量降低对于自身的伤害,所以推出了总投资规模达到3000亿欧元的REPowerEU计划,旨在2030年前彻底摆脱对于俄罗斯的能源依赖。

未来需要关注的风险点包括地缘冲突升级、传染病扩散、粮食安全等问题。受于地缘冲突和意识形态影响,西方国家将国际贸易政治化的趋势日益明显,其中就包括“美国贸易去中国化”、“欧洲贸易去俄罗斯化”。未来全球贸易格局将会发生新的变化。



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

目 录

第一部分 世界经济下行压力加剧 主要汇率波动剧烈	2
一、联合国下调全球经济增长预期	2
二、一季度各经济体 GDP 对比	5
第二部分 美国通胀现拐点 拜登试图构造去中国化贸易圈	6
一、美国通胀现拐点	6
二、美联储 5 月议息会议鹰派程度略不及预期	11
三、美国试图构建去中国化贸易圈	13
第三部分 英国经济稳定复苏 欧盟推出 3000 亿欧元能源转型计划	15
一、英国经济恢复至疫情前水平	15
二、欧盟推出 3000 亿欧元能源转型计划	17
第四部分 日本经济复苏乏力 今年无法恢复至疫情前水平	19
第五部分 新兴经济体发展新动向	22
一、越南经济后发制人	22
二、印度继续位居全球第六大经济体	25
第六部分 全球宏观经济综合展望	27
一、俄乌冲突存在升级风险	27
二、全球贸易结构将会发生变化	28
三、美元指数或会逐步回落	28
四、全球存在爆发粮食危机的可能性	29

第一部分 世界经济下行压力加剧 主要汇率波动剧烈

一、联合国下调全球经济增速预期

5月18日联合国经济和社会事务部在新一期发布的《世界经济形势与展望（2022年中更新版）》下调了2022年世界经济增速预期，从1月报告中的4%预测值下调至3.1%，下降幅度达到0.9个百分点。至此，世界银行、IMF、联合国三大全球性机构均在最新一研报中下调了2022年的全球经济增速。相对而言，IMF对于今明两年经济预期比世界银行和联合国更为乐观。

表 1-1 世界银行、IMF、联合国在最近两期研报对于 2022-2023 年世界经济增速的预判

	2022年1月研报		2022年4月/5月研报		下调幅度	
	2022年	2023年	2022年	2023年	2022年	2023年
世界银行	4.1%	3.2%	3.2%	3.2%	-0.9BP	0BP
IMF	4.4%	3.6%	3.8%	3.6%	-0.6BP	0BP
联合国	4.0%	3.5%	3.1%	3.1%	-0.9BP	-0.4BP

备注：世界银行和 IMF 最新一期报告于 2022 年 4 月发布，联合国最新一期报告于 2022 年 5 月发布。

数据来源：世界银行、IMF、联合国、方正中期期货研究院整理

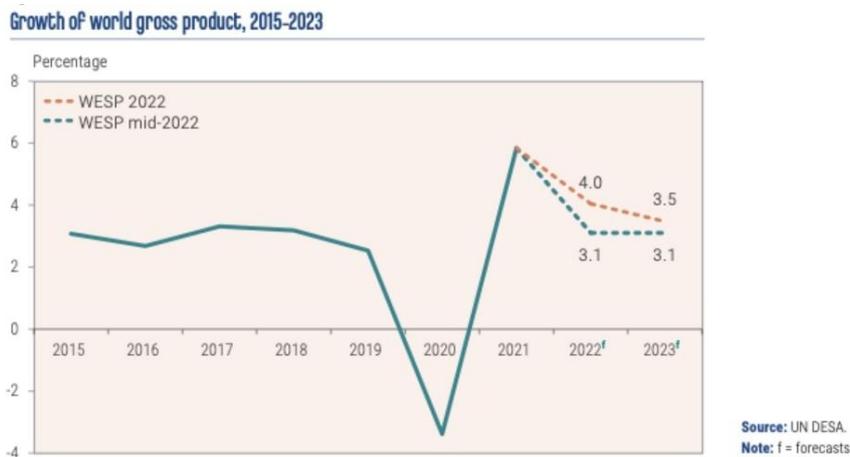


图 1-1 2015-2023 年全球经济增速回顾与展望

数据来源：联合国经济和社会事务部、方正中期期货研究院整理

报告指出俄乌冲突、通胀高企以及主要央行收紧货币政策是导致全球经济增速放缓的主因。尤其俄乌冲突不仅削弱了世界经济从疫情爆发之后的复苏节奏，同时在欧洲造成了重大的人道主义危机，并且推高了能源、粮食和大宗商品价格，引发更为严重的全球性通胀，预计2022年全球通胀率将升至6.7%，是2010-2020年平均通胀率2.9%的2.3倍。高通胀正在减少家庭的实际收入，特别是在更为贫穷的发展中国家，财政支持和居民收入提升均十分有限。食品和能源价格飙升正在对其他经济领域产生连锁影响，并对包容性复苏构成额外挑战。由于低

收入家庭在食品方面的支出占收入的比例要大得多，因而这一连锁反应对低收入家庭的影响格外严重。

表 1-2 2020-2023 年全球经济增速回顾与展望

Annual percentage change					Changes from the World Economic Situation and Prospects 2022	
	2020	2021 ^a	2022 ^b	2023 ^b	2022	2023
World	-3.4	5.8	3.1	3.1	-0.9	-0.4
Developed economies	-4.7	5.2	2.8	2.1	-0.9	-0.4
United States of America	-3.4	5.7	2.6	1.8	-0.9	-0.6
Japan	-4.5	1.7	2.7	2.2	-0.6	-0.5
European Union	-6.0	5.3	2.7	2.4	-1.2	-0.2
Euro area	-6.4	5.4	2.7	2.3	-1.3	-0.2
United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland	-9.4	7.5	3.2	1.0	-1.3	-1.0
Other developed countries	-3.2	4.4	3.6	2.6	-0.1	-0.1
Economies in transition	-2.8	4.9	-8.2	2.0	-11.4	-0.9
South-Eastern Europe	-2.9	7.0	3.2	3.5	-0.8	-0.1
Commonwealth of Independent States and Georgia	-2.8	4.8	-8.8	1.9	-12.0	-0.9
Russian Federation	-3.0	4.7	-10.6	0.0	-13.3	-2.3
Developing economies	-1.6	6.7	4.1	4.5	-0.4	-0.2
Africa ^c	-1.8	4.1	3.7	3.8	-0.3	0.2
North Africa ^c	-1.3	4.6	3.9	3.8	-0.9	1.0
East Africa	1.4	4.5	4.8	5.7	0.0	0.0
Central Africa	-2.5	1.6	3.3	3.3	0.0	-0.2
West Africa	-0.8	4.0	4.0	4.0	0.3	0.0
Southern Africa	-5.8	3.7	2.4	2.5	-0.2	-0.4
East and South Asia	0.0	7.0	4.5	5.0	-0.5	-0.4
East Asia	0.9	7.0	4.4	5.0	-0.5	-0.4
China	2.3	8.1	4.5	5.2	-0.7	-0.3
South Asia ^d	-4.8	7.1	5.5	5.4	-0.4	-0.2
India ^d	-7.1	8.8	6.4	6.0	-0.3	-0.1
Western Asia	-3.5	6.1	4.5	3.6	-0.3	0.1
Latin America and the Caribbean	-7.4	6.6	2.1	2.8	-0.1	0.3
South America	-7.0	7.1	1.8	2.7	0.2	0.3
Brazil	-4.1	4.6	0.5	2.2	0.0	0.3
Mexico and Central America	-8.2	5.6	2.2	3.2	-1.2	0.5
Caribbean	-7.1	4.5	11.2	3.9	-0.3	0.2
Least developed countries	-0.2	3.0	4.3	5.3	0.3	-0.4
Memorandum items:						
World trade ^e	-7.8	10.4	4.1	4.8	-1.6	0.8
World output growth with PPP weights ^f	-3.3	5.9	3.1	3.6	-1.1	-0.2

数据来源：联合国经济和社会事务部、方正中期期货研究院整理

作为俄乌冲突的主要参与国，**独联体国家**毫无疑问成为 2022-2023 年经济增速下滑最为明显的经济体，主要因为两大独联体国家俄罗斯和乌克兰是此次冲突的直接参与国。冲突爆发之前，联合国在今年 1 月报告中一度预测独联体国家能够在 2022 年增长 3.2%，但是冲突爆发后直接下调 12 个百分点至-8.8%，其中俄罗斯被下调 13.3 个百分点至-10.6%。明年独联体国家有望实现 1.9%的反弹，俄罗斯能止跌持平，不过考虑到今年极低的基数，明年的增速预期并不十分理想。**发达经济体**中，欧盟和英国无疑是受俄乌冲突影响最为明显的。考虑到欧洲对于俄罗斯能源以及黑海粮食的高度依赖性，欧英两大经济体对俄罗斯实施多轮制裁实则是一把双刃剑，在大幅削减俄罗斯财政收入和外汇储备的同时，也遭致俄罗斯的反制裁引发严重的能源和粮食短缺。2022 年欧盟和英国的 GDP 增速预期为 2.4%和 1%，分别被下调 1.2 和 1.3 个百分点，均为发达经济体中下调幅度最大的。虽然美国和日本与俄罗斯的经济紧密程度相对较低，但是依然遭遇到了 0.9 和 0.6 个百分点的预期下降，2022 年 GDP 增速预期分别为 2.6%和 2.7%。在主要**发展中国家**中，印度的经济前景最被看好，今明两年经济增速预期达到 6.5%和 6%。作为最大的发展中国家，中国的经济预期回落较为明显，3-5 月国内疫情复燃，中国多地尤其上海遭受现长期静态管理，工厂停工和供应链断裂导致生产和出口受限，从而影响经济发展，今明两年的经济增速下调至 4.5%和 5.2%。被寄予厚望的东南亚的经济增速分别为 4.5%和 5%。南

美是为数不多经济预期不降反增的经济体，2022-2023 年增速预期分别为 1.8%和 2.7%，高出 1 月报告 0.2 和 0.3 个百分点。南美是全球重要的粮食和矿石出口大国，大宗商品价格高企大幅提升了南美各国的财政收入，抵消了经济的负面影响。

报告对经济金融和环保两大领域提出了重点警示。**经济金融领域**，俄乌冲突引发食品和化肥价格高企，对于低收入国家影响更大，加剧食品短缺和贫穷等人道主义危机。美国的货币紧缩政策将推高发展中国家的借贷成本，加大包括最不发达国家在内的许多国家的融资缺口。外部金融条件的收紧将对增长前景产生不利影响，特别是对那些在全球资本市场有较高敞口以及面临债务危机或债务违约风险的国家。IMF 在 4 月研报同样提到中等收入新兴市场经济体的债务占 GDP 比率在 2021 达到 60%，高于 2013 年紧缩恐慌时的 40%，低收入新兴市场经济体的债务中值更高，几乎达到 2013 年时的两倍。在此背景下，随着加息导致借贷成本增加，新兴市场和发展中经济体的利息支出可能会大幅上升，给国家预算带来压力，使偿债变得越来越困难，约六成低收入发展中国家已经处于债务困境或高风险困境之中。对此，联合国经社部全球经济监测部门负责人哈米德·拉希德表示发展中国家需要为美联储激进的货币紧缩政策带来的影响做好准备，并采取适当的宏观审慎措施以遏制资本突然外流，并刺激生产性投资。**环保领域**，俄乌冲突阻碍了世界环保进程，全球二氧化碳排放量正处于创纪录的高位。随着石油和天然气价格的上涨，各国纷纷扩大能源供应，化石燃料的生产在短期内可能会增加。金属价格飙升影响电动汽车生产，粮食价格上涨限制生物燃料使用。对此，联合国经社部经济政策与分析处处长山塔努·慕克吉表示各国可以通过加快采用可再生能源和提高能源效率等途径，来解决因俄乌冲突而更加突出的能源和粮食安全问题，并加强应对气候变化的努力。

此外，摩根大通最新公布的 4 月全球 PMI 与联合国《世界经济形势与展望》反映的经济趋势不谋而合。4 月全球综合 PMI、制造业 PMI 和服务业 PMI 分别录得 51、52.2 和 51.9，三大指数均连续两个月回落，由此看出全球制造业和服务业扩张程度正在不断放缓。4 月全球新订单、就业和投入价格三大分指数 PMI 分别录得 51.8、53.2、71.4、其中，新订单和就业 PMI 均低于前值，略高于荣枯线，可见全球产能扩张和就业新增速度有所放缓；投入价格 PMI 连续四个月上升，并且处于强扩张区间，说明全球通胀依然处于上升通道。

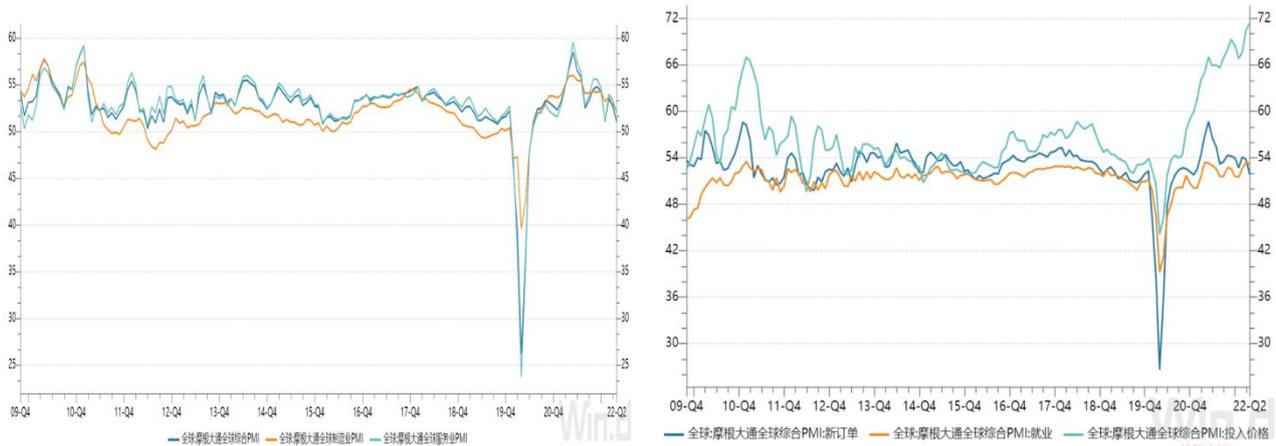


图 1-2 摩根大通全球综合 PMI、制造业 PMI、服务业 PMI、新订单 PMI、就业 PMI、投入价格 PMI

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、一季度各经济体 GDP 对比

美国依然牢牢把控全球第一大经济体的宝座，一季度实际 GDP 录得 4.93 万亿美元，同比增长 3.6%，不过环比下降 1.4%，自从 2020 年三季度以来首次出现下降。中国一季度 GDP 录得 4.03 万亿美元，同比增速录得 4.8%，低于本国年初提出 5.5% 全年目标，4-5 月上海爆发严重疫情，从 6 月 1 日才全面解封，二季度上海 GDP 将出现负值，中国二季度 GDP 增速同样将大幅下滑。美中两国是当前唯二两个实际季度 GDP 超过 4 万亿美元大关的国家，中国与美国的经济差距依然十分明显，约占美国的 4/5。美国将在今年成为全球首个季度 GDP 超越 5 万亿美元大关的国家。

欧元区位居第三大经济体，一季度录得 3.0282 万亿美元，已经被中国甩开整整 1 亿美元的差距。可以说，无论按单体国家还是经济体来计算，中国毫无疑问都是全球第二大经济体。欧洲区一季度 GDP 同比增速录得 5%，比中国高出 0.2 个百分点。日本经济持续处于低迷状态，不仅 0.5% 的同比增速是主要经济体中增速最为缓慢的，而且也是唯一一个未恢复至疫情前水平的主要经济体，并且日本今年也无法实现这样的目标。英国发展势头十分良好，一季度同比增速录得 8.7%，是主要经济体中增速最快的，正在不断缩小与日本的差距。

作为最重要的新兴经济体之一，印度一季度的成绩单总体还算不错，并且较为罕见地出现了环比增速超越同比的现象。加拿大一季度实际 GDP 录得 0.4225 万亿，在加拿大央行采取极为鹰派的货币政策情况下，依然能实现 2.9% 和 0.8% 同比和环比增速实属不易。作为东亚三大国之一的韩国，一季度增速录得 3.1%，韩国经济潜力比日本更强，经济结构也更为健康。受西方制裁影响，俄罗斯一季度以及今年经济肯定会出现萎缩，所以韩国能坐稳全球 Top10。巴西尚未公布一季度 GDP 数据，根据以往数据推断，应该可以排在第九位。

此外，澳大利亚、墨西哥、新加坡、马来西亚、泰国、越南一季度实际 GDP 增速录得 3.3%、1.8%、3.4%、5%、2.2%、5.1%。越南是主要新兴经济体中增速最快的，凭借低廉的劳动力和土地成本以及友好的国家环境，以东盟为依托，后发优势日益明显。

表 1-3 全球主要经济体 2022 年一季度实际 GDP

	实际GDP（本币）	同比	环比	美元兑本币平均汇率	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	4.9328万亿美元	3.6%	-1.4%	1	4.9328	100%	北美洲	发达经济体
中国	25.6万亿元	4.8%	-16.2%	6.3504	4.0312	81.72%	亚洲	发展中国家
欧元区	2.70万亿欧元	5.0%	0.2%	0.8916	2.4073	48.80%	欧洲	发达经济体
日本	134.497万亿日元	0.5%	-0.2%	116.3555	1.1559	23.43%	亚洲	发达经济体
英国	0.5691万亿英镑	8.7%	0.8%	0.7457	0.7632	15.47%	欧洲	发达经济体
印度	40.78万亿卢比	4.1%	6.7%	75.2408	0.5420	10.99%	亚洲	发展中国家
加拿大	0.53万亿加元	2.9%	0.8%	1.2666	0.4225	8.57%	北美洲	发达经济体
韩国	487.1万亿韩元	3.1%	0.7%	1206.1832	0.4038	8.19%	亚洲	发达经济体
澳大利亚	0.52万亿澳元	3.3%	0.8%	1.3803	0.3823	7.75%	大洋洲	发达经济体
墨西哥	4.43万亿比索	1.8%	-3.0%	20.5059	0.2160	4.38%	北美洲	发展中国家
新加坡	1259.3亿新元	3.4%	-2.0%	1.3524	0.0931	1.89%	亚洲	发达经济体
马来西亚	3602.39亿林吉特	5.0%	-2.8%	4.1929	0.0859	1.74%	亚洲	发展中国家
泰国	2.6万亿泰铢	2.2%	1.2%	33.0545	0.0803	1.63%	亚洲	发展中国家
越南	1255.3万亿越南盾	5.1%	-75.4%	23125.7458	0.0543	1.10%	亚洲	发展中国家

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第二部分 美国通胀现拐点 拜登试图构造去中国化贸易圈

美国通胀终于迎来拐点，预计后期将呈“高位震荡、逐步下行、阶段反弹”的趋势。美联储 5 月议息会议决定 6 月开启缩表，三个月内达到缩减峰值，6-7 月两次议息会议各加息 50BP。由于美联储此前与市场已充分沟通，市场已经实现充分 Price-in。由于议息会议略不及预期，全球金融市场反而出现“见光死”的行情。拜登积极游说东盟及环太平洋诸国，建立“印太经济圈”，美国贸易去中国化的趋势日益明显。

一、美国通胀现拐点

1、美国 CPI 增速冲高回落

4 月美国季调 CPI 同比增速录得 8.2%，低于前值 8.6%，连续上升 7 个月之后首度出现回落；季调 CPI 环比增速录得 0.3%，低于前值 1.2%，创近 2021 年 2 月以来最低增速。其中，季调核心 CPI 同比增速录得 6.2%，低于前值 6.5%；季调核心 CPI 环比增速录得 0.5%，高于前值 0.4%，低于今年 1-2 月的 0.7%。

美国此轮通胀始于 2020 年中，2021 年连创阶段性新高。在去年高基数、美联储收紧货币政策、拜登政府各项抗通胀政策等综合影响之下，美国通胀边际增速大幅放缓，通胀率终于在今年 4 月出现拐点。不过单从绝对增速来看，8.2%的同比增速属于较高的通胀水平，美国依然面临严峻的抗通胀压力。

表 2-1 2022 年 1-4 月美国季调 CPI 及分项增速

项目	权重	季调同比增速 (%)				季调环比增速 (%)				
		4月	3月	2月	1月	4月	3月	2月	1月	
总项	CPI	100%	8.2	8.6	7.9	7.5	0.3	1.2	0.8	0.6
核心项	核心CPI	79%	6.2	6.5	6.4	6.0	0.5	0.4	0.7	0.7
	核心商品CPI	22%	9.7	11.7	12.4	11.7	0.2	-0.4	0.4	1.0
	核心服务CPI	58%	4.9	4.7	4.4	4.1	0.7	0.6	0.5	0.4
分项	能源	7%	30.2	32.2	25.7	27.0	-2.7	11.0	3.5	0.9
	食品饮料	14%	9.0	8.5	7.6	6.7	0.8	1.0	1.0	0.8
	住宅	37%	6.5	6.4	5.9	5.7	0.6	0.7	0.5	0.7
	服装	2%	5.4	6.8	6.6	5.3	-0.8	0.6	0.7	1.1
	交通运输	14%	19.8	22.5	21.1	20.9	-0.4	3.9	1.9	0.4
	医疗保健	8%	3.2	2.9	2.4	2.5	0.4	0.5	0.2	0.7
	娱乐	5%	4.3	4.8	4.9	4.8	0.4	0.2	0.7	0.9
	教育与通信	6%	1.0	1.6	1.6	1.7	-0.2	-0.2	0.0	0.1
其他商品和服务	7%	5.7	5.5	5.6	4.9	0.4	0.5	1.1	0.8	

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

拉动美国4月高通胀的依然是能源和交通运输两大板块，季调CPI同比增速分别录得30.2%和19.8%。不过，该两大板块的增速大幅放缓，尤其环比下降2.7%和0.4%，使得美国整体CPI增速出现拐点。从**能源**板块来看，美国大幅增加原油供给促使全球原油价格在4月实现冲高回落。OPEC一揽子原油价格在4月均值为105.64美元/桶，同比上升67%，环比下降6.9%。一方面，美国释放1.8亿桶原油战略储备，日均100万桶，约占全球单日消费量的1%；施压OPEC从5月1日起增产43.5万桶/日以及欧日等盟友释放原油战略储备。另一方面，寻找能源替代品，加大页岩油的开采力度，力争日均100万桶。同时，美联储加快货币收紧步伐，使得以原油为首的大宗商品价格承压下跌。此外，美国并未禁止进口俄罗斯石油，反而加大了进口力度，使得美国油气类商业库存不降反升，压低了美国市场的价格。5月6日全美商业原油和成品汽油的库存量分别录得4.24和0.19亿桶，月环比上升0.6%和19.2%。由于俄罗斯开始实施“卢布结算天然气”令，欧盟被迫向全球尤其美国大肆进口天然气，促使全球天然气价格居高不下。4月纽约天然气均价为6.19美元/百万英热，同比上升189%，环比上升38.6%。从**交通运输**板块来看，美国新车和二手车CPI权重占比均为4.1%，同比增幅录得17.3%，大幅低于前值21.5%，从今年1月开始就出现拐点。相比去年同期，今年全球供应链整体恢复，芯片供应回升增加了汽车产量。不过，4月上海疫情复燃严重影响全球汽车产量，叠加美国解除了疫情完全管控措施增加民众出行需求，使得4月新车和二手车CPI环比增速出现了回升0.9%，不过与最近一年增速相比处于中地位。

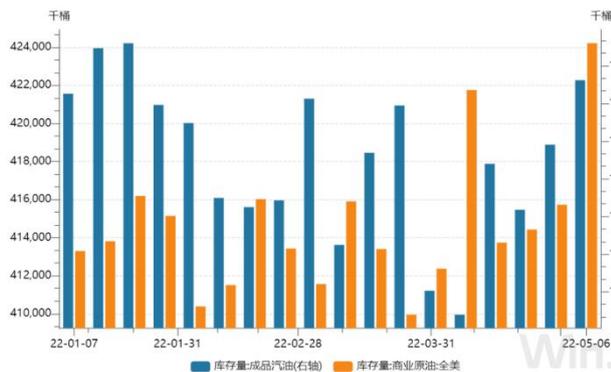


图 2-1 美国商业原油和成品汽油库存

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

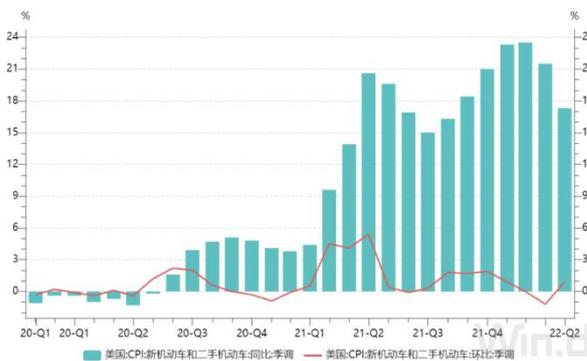


图 2-2 美国新车和二手车季调 CPI 增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

住宅 CPI 比重是所有分项中占比最高的，达到 37%。不过，住宅 CPI 波动幅度远小于其他主要分项，反而成为美国 CPI 的稳定器，大幅收窄了美国 CPI 的波动幅度。随着美国逐步退出纾困计划，美国联邦政府 4 月出现 3082 亿美元的财政盈余，创历史新高，迫使美国民众重返就业市场的积极性变高，4 月美国劳动力人口和劳动参与率分别录得 1.64 亿和 62.2%，从而不断提升房屋租金水平。今年一季度美国房屋空置率和出租空置率分别录得 0.8%和 5.8%，总体处于相对较低位置。4 月美国住宅 CPI 分别同比和环比增长 6.5%和 0.6%，对 CPI 的整体同比和环比拉动率为 2.39%和 0.22%。

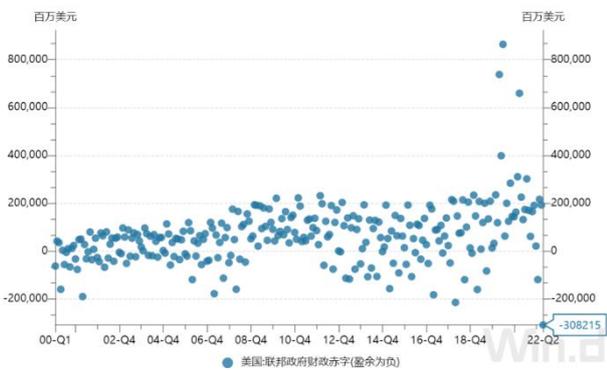


图 2-3 美国联邦政府财政赤字

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

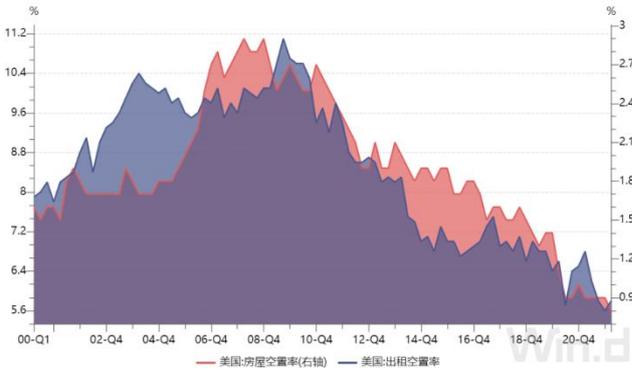


图 2-4 美国房屋空置率和出租空置率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

随着美国解除完全疫情管控措施，美国户外消费热情有所回升，但由于美联储加速收紧货币政策，美国并未出现非常明显的报复性消费。5 月美国消费者现状和预期信心指数分别录得 63.6 和 56.3 均低于前值，今年 1-5 月有 4 个月出现回落。因此，**娱乐和食品饮料** CPI 增速相对温和，部分数据低于前值。娱乐 CPI 同比和环比增速录得 4.3%和 0.4%，食品饮料 CPI 同比和环比增速录得 9%和 0.8%。

2、未来美国通胀呈“高位震荡、逐步下行、阶段反弹”态势

(1) 高基数效应

在去年高基数及美国政府各项抗通胀政策影响下，美国通胀水平边际放缓的趋势将日益明显。基于美联储全年 4%左右的通胀率预判，未来 8 个月美国 CPI 环比增速均值在 -0.05 至 -0.1%

之间，且呈现由正转负的总趋势，但个别月份会受到国际政治、经济、疫情、天气等各方面因素影响有所反弹。

表 2-2 在假设月均环比增速情况下 2022 年 5-12 月及全年美国季调 CPI 同比增速

假设CPI环比均值	1.0%	0.5%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.05%	-0.1%
2022-05	8.5%	8.0%	7.7%	7.6%	7.8%	6.9%	6.4%
2022-06	8.7%	7.6%	7.0%	6.7%	7.3%	5.5%	4.4%
2022-07	9.3%	7.7%	6.7%	6.4%	7.2%	4.5%	2.9%
2022-08	10.0%	7.8%	6.5%	6.1%	7.2%	3.6%	1.5%
2022-09	10.6%	7.9%	6.3%	5.8%	7.1%	2.7%	0.1%
2022-10	10.8%	7.5%	5.6%	5.0%	6.5%	1.3%	-1.7%
2022-11	11.1%	7.3%	5.1%	4.4%	6.2%	0.1%	-3.4%
2022-12	11.6%	7.2%	4.7%	3.9%	5.9%	-1.0%	-4.9%
2022年CPI增速	9.4%	7.8%	6.8%	6.5%	6.2%	4.6%	3.0%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

(2) 需求增速将放缓

美国工资收入水平与 CPI 呈高度相关性，2021 年之后美国劳动者薪资斜率比 CPI 更为陡峭，工资收入带动此轮通胀的趋势尤为明显。从目前情况来看，美国劳动参与率正在回升，但 62.2% 的季调参与率依然不算高，劳动力短缺问题严重，工资水平难以在短期内回落；中远期随着美国进一步退出纾困计划，劳动参与率回升将使工资上涨增速大幅放缓。虽然最近半年美国民众每月可支配收入以 0.2% 的幅度提升，4 月达到 1532 美元/人，但是扣除通胀因素，每月实际可支配收入却在下降，4 月为 1263 美元/人，从而导致 5 月美国消费者信心指数再度出现回落。美国 3 月季调销售商库存消费比为 1.16，处于相对低位，美国重要节日（国庆、黑色星期五、感恩节、万圣节、圣诞节、跨年）都集中于下半年尤其四季度，后续补库和消费需求旺盛。总体来看，美国未来零售消费依然会连创历史新高，但增速会大幅收窄。



图 2-5 美国薪资水平与 CPI 关系

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 2-6 美国零售库存比与 CPI 关系

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

(3) 美国进口商品价格有望冲高回落

美国是全球最大商品进口国，其中最大的商品来源地为中国。2012-2016 年中国产能过剩，美国能享受中国廉价商品。随着中国采取“去产能”战略，中国商品价格逐步走高，美国通胀

水平逐渐水涨船高。当前中国并未改变供给侧改革的国策，依然严格控制落后产能，所以出口商品价格依然能维持相对高位。

不过，美国进口商品价格有望出现一定程度回落。其一，随着中国尤其上海疫情逐步得到控制，中国出口将恢复正常化，届时将迎来一波出货潮，增加美国本土商品供给。其二，美国扩大了从印度和东盟国家进口比重，会部分稀释中国商品相对较高的因素。其三，白宫打算免除特朗普时期对中国商品加征的关税。经美国相关部门统计，特朗普加征的关税中 90% 是由美国进口商承担，最终又转嫁至美国消费者。所以，免除加征关税将抑制美国通胀水平，据推测将能下降美国通胀 1.2 个百分点。关键就要看拜登政府是否能顶住美国舆论压力，尽早撤销原法案。其四，美国 4 月进口指数环比增速录得 0，创今年以来新低；环比增速录得 12%，低于前值。

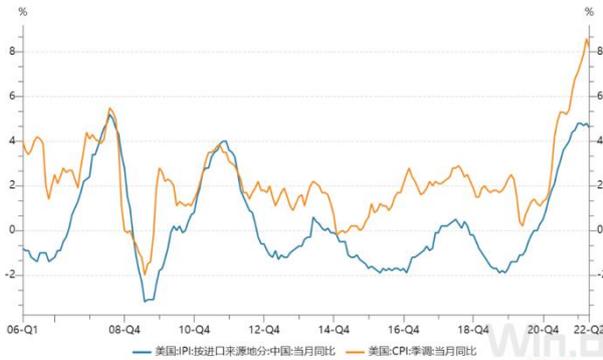


图 2-7 美国进口来源地及 CPI 关系

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

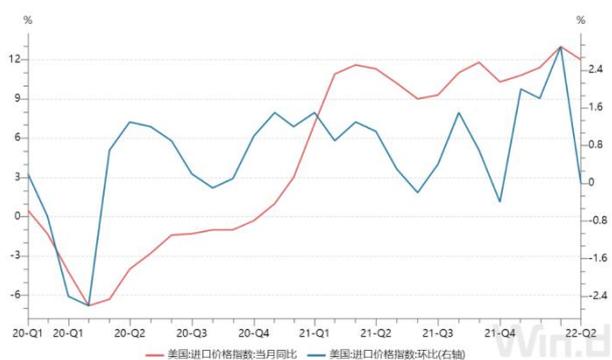


图 2-8 美国进口价格指数同比和环比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

（4）PPI 和 CRB 放缓

美国 CPI 与 CRB 和 PPI 两大指数走势相似度极高。美国 4 月 PPI 同比和环比季调增幅分别录得 11% 和 0.5%，均低于前值，尤其环比增速创近 7 个月以来新低。CRB 现货综合指数于 5 月 4 日出现拐点，5 月 26 日回落至 628.71 点，相比 644.07 点历史峰值下降 2.4%。

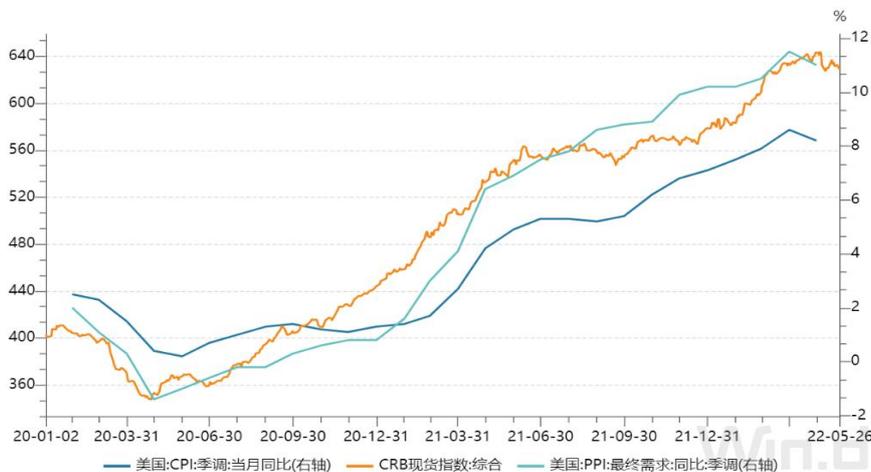


图 2-9 美国 CPI 与 PPI 及 CRB 走势对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

此外，以往美国超额货币可以通过存款准备金、房地产和股市三大蓄水池来吸收。由于两年的量化宽松政策，三大市场已经吸收了大量的流动性，后期吸收超额货币的功能已大幅削弱。总体来看，美国通胀拐点已现，在高基数及货币财政政策收紧情况下，CPI 同比增速将持续放缓。不过，冰冻三尺非一日之寒，美国通胀问题无法在短期内得到解决，通胀边际回落速度或将呈现先快后慢的态势，可能要到 2023 年底才能恢复至核心 PCE2%的美联储长远通胀目标。另外，由于新冠疫情、地缘冲突、能源危机、供应链危机、粮食危机以及多国高负债率等诸多不确定性，期间美国通胀水平将出现阶段性反弹。

二、美联储 5 月议息会议鹰派程度略不及预期

美联储 5 月议息会议在美东时间 5 月 3-4 日召开，5 月 4 日 14:00 发布议息会议声明，当日 14:30 美联储主席鲍威尔发表讲话，5 月 25 日发布会议纪要。

先来看一下议息声明。**利率方面**，将联邦基准利率从 0.25-0.5%上调至 0.75-1%，将存款准备金率从 0.4%上调至 0.9%，将隔夜回购利率从 0.5%上调至 1%，将隔夜逆回购利率从 0.3%上调至 0.8%，将一级信贷利率从 0.5%上调至 1%。**缩表方面**，从 6 月 1 日开启缩表，每月减持上限为 475 亿美元（300 亿美元国债+175 亿美元 MBS），3 个月之后将缩减上限推高至 950 亿美元（600 亿美元国债+350 亿美元 MBS），并未明确缩表结束时间点，仅仅提到为确保平稳过渡，美联储会在储备余额略高于充足水平时放缓甚至停止减债行动。但是，即便停止缩表，储备余额依然有可能下降，主要因为美联储其他负债有可能增加，直到美联储判断储备余额处于充足水平。**经济发展方面**，美联储认为虽然一季度美国 GDP 环比下滑，但是家庭消费和企业固定投资保持强势。俄乌冲突以相关事件引发巨大的人道主义及经济问题，导致美国经济未来的巨大不确定性。**通胀方面**，新冠疫情引发的供需错配、高企的能源价格以及各方面价格压力促使通胀率不断攀升，中国因新冠疫情采取的静态管理导致供应链断裂，进一步加剧了通胀水平。**就业方面**，最近数月新增就业数量大幅增加，失业率宽幅下滑。美联储将依然致力于追求最大就业以及将长远通胀水平控制在 2%以内。

随后美联储主席鲍威尔发表讲话，重点内容如下：**加息方面**，如果未来经济和金融情况符合预期，委员会已在未来数次尤其未来两次议息会议加息 50BP 达成共识，加息 75BP 不在积极考虑的范畴之内。**通胀和就业方面**，虽然通胀依然在掌控之中，并且个别月份核心通胀率出现下降，但是单个月份能够传递的信息极为有限，现在还没有足够证据证明美国通胀率或核心通胀率出现缓和的迹象，即便通胀情况出现缓和，但绝不会停止。劳动力短缺问题依然严峻，工资水平不断上涨。**经济发展方面**，当前美联储对于中性利率的判断是在 2-3%之间，并且认为

加息并未推高或放缓经济增速。**金融市场**方面，市场积极反馈了美联储此前的政策及言论指引，资产收益率曲线的斜率重回陡峭。

会议纪要的核心内容与会议声明和鲍威尔讲话基本一致。其中，会议纪要提到了 60 多次通胀，可见在经济总体稳定、就业向好的背景下，抗通胀是美联储当前需要解决的最核心问题。会议纪要中还强调了未来两次将继续加息 50BP，并且到明年年中有望再加息 125BP，将中性利率提升至最高 3.13%，略高于此前调查。除去 6-7 月各加息 50BP，随后至明年年中的 7-8 次议息会议（2022 年 9 月、11 月和 12 月以及 2023 年 1 月、3 月、5 月、6 月、7 月）中共加息 125BP，这就意味着随后的议息会议在缩表进程不断加快的情况下，每轮议息会议将更有可能仅加息 25BP 甚至不加息。

总体来看，美联储 5 月会议声明和纪要以及鲍威尔会后发言基本符合预期，总体鹰派略偏鸽。从鹰派角度来看，美联储如期在 5 月加息 50BP，并且在三个月之内就将缩表上限推高至 950 亿美元，与 3 月会议纪要内容相符，缩表节奏和规模均明显快于和高于上轮。多次强调了加息不会改变美国经济强势发展、失业率下降且工资大幅上涨、通胀持续高企难以短期内缓和。但是，鹰派言论中略显鸽派，主要表现在否定了未来两次加息 75BP 的可能性，首月缩表规模略低于预期，继续强调了俄乌冲突加剧美国经济不确定性等。

由于此前美联储与市场经过了多次交流，市场已充分实现 Price-in，此次会议声明总体符合预期，市场反响相对平稳。并且由于美联储会议声明和纪要及鲍威尔讲话鹰派程度略不及预期，全球金融市场反而出现“见光死”的行情。**股指**方面，纳斯达克、标普 500、道琼斯工业指数在 5 月 4 日和 5 月 25 日均单日逆势上涨；**恐慌性指数**方面，VIX 在这两天出现回落；**避险资产**方面，美元指数和美国 10 年期国债收益率以跌为主；**有色贵金属和能源**方面，伦敦金现、伦敦银现、LME3 月铜、LME3 月锌以及布伦特原油均在次日上涨。

表 2-3 美联储发布议息声明和会议纪要当日/隔日全球金融及大宗商品行情

分类	市场	单位	美东时间 2022 年	
			5 月 4 日/5 日涨跌幅	5 月 25 日/26 日涨跌幅
美国三大股指	纳斯达克	点	3.2%	1.5%
	标普 500	点	3.0%	0.9%
	道琼斯工业指数	点	2.8%	0.6%
恐慌性指数	VIX		-13.1%	-3.7%
避险资产	美元指数	点	-0.9%	0.4%
	美国 10 年期国债收益率	%	-1.3%	-0.4%
有色贵金属	LME3 个月铜	美元/吨	0.6%	0.5%
	LME3 个月锌	美元/吨	0.8%	0.1%
	伦敦现金	美元/盎司	1.5%	0.1%

	伦敦现银	美元/盎司	1.4%	0.3%
能源	布伦特原油	美元/桶	0.7%	3.0%

备注：由于时差，美国金融市场统计的是 5 月 4 日和 5 月 25 日当日行情，英国金融市场统计的是 5 月 5 日和 5 月 26 日当日行情。

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美联储更为看重的 PCE 也在 4 月出现了回落。5 月 27 日美国经济统计局公布 4 月美国 PCE 同比增速录得 6.27%，低于前值 6.61%，连续上升 15 个月后首度回落；环比增速录得 0.25%，大幅低于前值 0.9%，连续三个月回落。其中，其中核心 PCE 同比增速录得 4.91%，连续两个月回调；环比增速录得 0.34%，略高于前值 0.33%。美国通胀拐点已现，美联储后期的目标就是要将核心 PCE 同比增速下降 2.91 个百分点至 2%。

今年美联储将维持鹰派政策，但后期鹰派程度可能略不及当下，货币政策会根据经济基本面略作调整。预计 6-7 两次议息会议均加息 50BP，随着美国通胀水平下降以及美国经济增长加速放缓，叠加 9 月将缩表幅度推至 950 亿美元上限，9 月、11 月和 12 月三次议息会议中单次加息幅度更有可能为 25BP，全年加息幅度在 225BP，明年上半年会再加息 2 次 25BP。截至 5 月 25 日，美联储资产总规模达到 8.48 万亿美元，其中美国国债 5.77 万亿、MBS2.71 万亿、联邦机构债券 0.23 万亿。预计美联储会在 2-3 年内将资产负债表缩水 2.5-3 万亿美元左右。

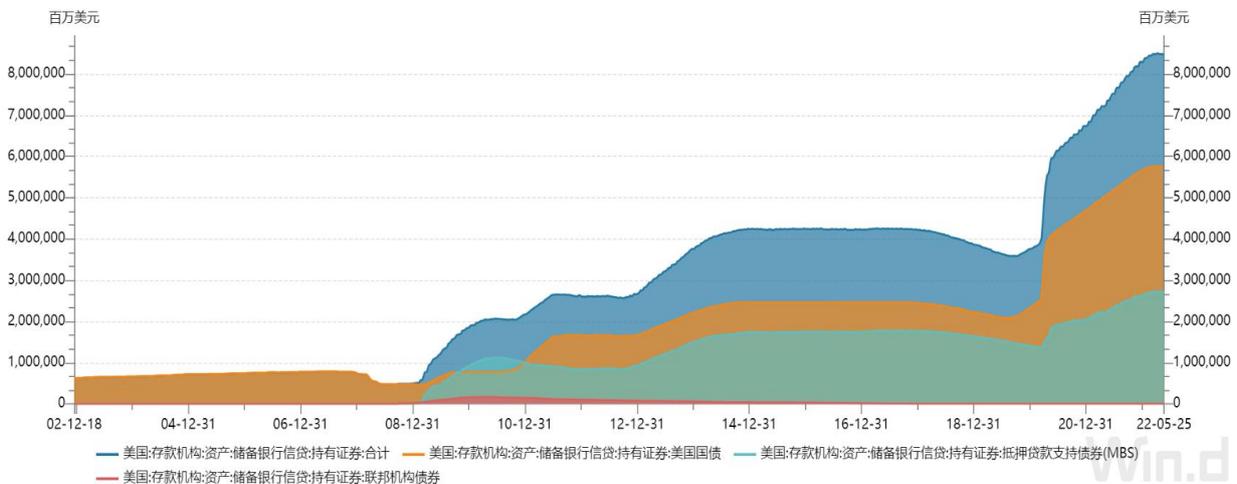


图 2-10 美联储资产规模

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

三、美国试图构建去中国化贸易圈

5 月 13 日亚洲东盟十国首脑会议在华盛顿召开，这是东盟成立 45 年以来首次所有领导人齐聚美国的盛会，东盟首脑将与美国正副总统、国务卿、商务部长、贸易代表以及各大企业高管会面。白宫毫不避讳地对外宣称本次峰会的核心议题就是剥离所有中国供应链，美国企业将与东盟对接，把目前美国产业链所需要各个产品环节都呈现于东盟，东盟十国可以根据自己能力，挑选能够承接的产业；对于暂时还承接不下来的产业，美国要求美企可以做有限技术转移。

5月23日美国总统拜登在东京宣布正式启动“印太经济框架”（IPEF），13位成员国包括美国、日本，韩国、印度、澳大利亚、新西兰、新加坡、越南、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、文莱，覆盖25亿人口，占全球GDP超过四成。

美国一系列操作的“去中国化”意图十分明显，背后有两大核心目的：其一，主动与中国经济脱钩，减少对中国产业链依赖程度，围堵中国，打压中国崛起；其二，看重东盟国家低廉的劳动力和土地成本，继续享受新兴经济体廉价商品红利，抑制本国通胀水平。从各成员国角度来看，他们也希望趁中国面临疫情危机时更多分享到海外订单，在全球产业链体系中占据更为重要的地位。

对于白宫的公然挑战行为，中国可以报着“战略上藐视对手，战术上重视对手”的态度加以对待。一方面，美国举全国之力制衡中国制造业发展正是说明中国制造业之强大，令美国切实感受到威胁。并且，中美两国的相互贸易依赖性很高，中国是美国最大商品进口来源国，美国则是中国最大商品出口国，美国希望剥离中国产业链绝非一朝一夕之事。特朗普时期的各种加征关税并没有打垮我们，反而加剧了美国自身通胀，导致拜登政府主动为中国减税。另一方面，中国出口美国商品以中低端商品为主，这部分商品的生产替代性很强。随着东盟和印度等新兴经济体采取与病毒共存的防疫政策，生产能力得到很大程度的恢复。并且，东盟和印度的制造业后发优势十分明显，凭借低廉的劳动力和土地成本以及较为友好的国际环境，能够吸引一大批中低端制造业的回归以及外国资本的主动投入。至于中高端制造业，日本、韩国、澳大利亚、新西兰等发达国家甚至欧美自身也有能力接手，东盟和印度也将在未来10-20年逐步实现产能升级。因此，未来中国对美出口比重将被逐渐被稀释。

作为中国而言，当下需要巩固大上海保卫战的成果，慎防疫情再度反弹，平稳推进全社会的复工复产以及物流供应链恢复，防止更多的外贸订单流失海外；同时，加大对中小微企业资金扶持力度，防止因疫情停产导致企业资金链断裂而出现大规模破产的情况。从中长期来看，中国很难再返回至低劳动力成本和低土地成本的经济状态，所以必须提升产能等级，增加产品的技术含量和品牌效应，增强核心竞争力，提升客户的黏性。

表 2-4 中国与 IPEF 主要成员国制造业 PMI 对比

	美国	日本	韩国	澳大利亚	印度	新加坡	泰国	印尼	马来西亚	菲律宾	越南	中国
2021年1月	58.7	49.8	53.2	55.3	57.7	50.7	49	52.2	48.9	52.5	51.3	51.3
2021年2月	60.8	51.4	55.3	58.8	57.5	50.5	47.2	50.9	47.7	52.5	51.6	50.6
2021年3月	64.7	52.7	55.3	59.9	55.4	50.8	48.8	53.2	49.9	52.2	53.6	51.9
2021年4月	60.7	53.6	54.6	61.7	55.5	50.9	50.7	54.6	53.9	49	54.7	51.1
2021年5月	61.2	53	53.7	51.5	50.8	50.7	47.8	55.3	51.3	49.9	53.1	51
2021年6月	60.6	52.4	53.9	63.2	48.1	50.8	49.5	53.5	39.9	50.8	44.1	50.9
2021年7月	59.5	53	53	60.8	55.3	51	48.7	40.1	40.1	50.4	45.1	50.4
2021年8月	59.9	52.7	51.2	51.6	52.3	50.9	48.3	43.7	43.4	46.4	40.2	50.1
2021年9月	61.1	51.5	52.4	51.2	53.7	50.8	48.9	52.2	48.1	50.9	40.2	49.6
2021年10月	60.8	53.2	50.2	50.4	55.9	50.8	50.9	57.2	52.2	51	52.1	49.2
2021年11月	61.1	54.5	50.9	54.8	57.6	50.6	50.6	53.9	52.3	51.7	52.2	50.1
2021年12月	58.8	54.3	51.9	48.4	55.5	50.7	49.5	53.5	52.8	51.8	52.5	50.3
2022年1月	57.6	55.4	52.8	48.4	54	50.6	51.7	53.7	50.5	50	53.7	50.1
2022年2月	58.6	52.7	53.8	53.2	54.9	50.2	52.5	51.2	50.9	52.8	54.3	50.2
2022年3月	57.1	54.1	51.2	55.7	54	50.1	51.8	51.3	49.6	53.2	51.7	49.5
2022年4月	55.4	53.5	52.1	58.5	54.7	50.3	51.9	51.9	51.6	54.3	51.7	47.4

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

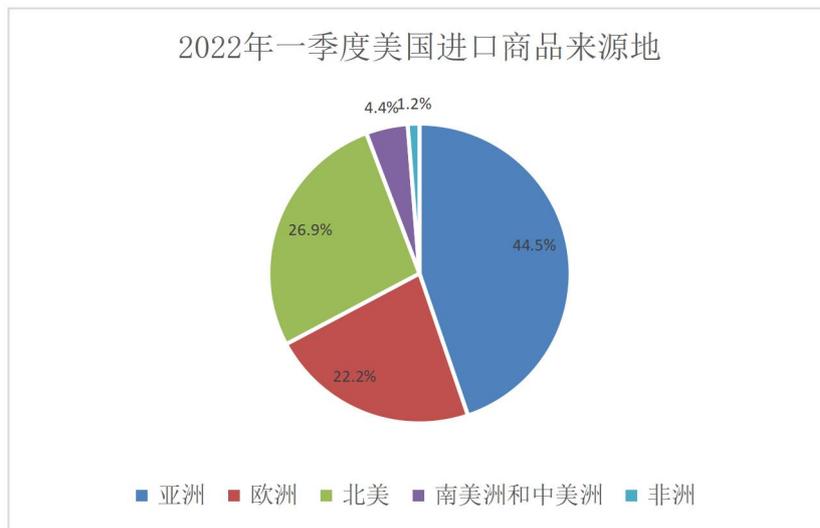


图 2-11 2022 年一季度美国进口商品来源地
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第三部分 英国经济稳定复苏 欧盟推出 3000 亿欧元能源转型计划

今年一季度英国实际 GDP 同比增长 8.71%，已经恢复至疫情前水平，欧元区早在去年四季度就已经恢复至 2019 年同期水平，今年一季度增速达到 5%，整个欧洲经济复苏总体迅速。欧盟正在磋商第六轮对俄制裁，其中在海运石油领域已达成共识。不过，鉴于双方在能源领域的相互依赖程度都很高，欧盟希望制裁在进一步削弱俄罗斯的同时尽量降低对于自身的伤害，所以推出了总投资规模达到 3000 亿欧元的 REPowerEU 计划，旨在 2030 年前彻底摆脱对于俄罗斯的能源依赖。

一、英国经济恢复至疫情前水平

自欧元区公布一季度 GDP 数据之后，英国也于本月公布了本国一季度的经济发展情况。剔除价格因素，今年一季度英国季调实际 GDP 录得 5691 亿英镑，同比增长 8.71%，创近三个季度以来新高，其中很重要的原因是去年同期欧洲疫情非常严重，长期处于封控之中，基数相对较低，2021 年一季度英国季调实际 GDP 同比萎缩 4.97%。今年一季度英国季调实际 GDP 环比增长 0.8%，创近四个季度以来新低。今年 2 月下旬俄乌冲突爆发，并且持续至今，期间俄英之间进行多轮制裁与反制裁，抑制了英国的复苏步伐。英国最近一年的经济走势与欧元区较为相似。今年一季度英镑对美元平均汇率为 1.3411，英国该季度实际 GDP 折算为 7632 亿美元。

居民最终消费创造 3455 亿英镑，占 GDP 总量的 60.7%，同比增速达到 12.5%，对 GDP 同比拉动率为 7.6%；环比增速达到 0.6%，对 GDP 环比拉动率为 0.3%。非盈利机构最终消费和政府最终消费创造 128 和 1152 亿英镑，占 GDP 总量的 2.2%和 20.2%，同比皆为正增长，环比均为负增长。三大消费项合计占 GDP 总量的 83.2%，对 GDP 的同比和环比拉动率分别为 9.3%和-0.1%。固定资本形成创造的 GDP 总量录得 1023 亿英镑，对 GDP 的同比和环比拉动率分别为 1.6%和 1%。商品和服务贸易是 GDP 负项，录得-239 亿英镑，负项规模同比和环比分别扩大了 4.6 倍和 3.8 倍。

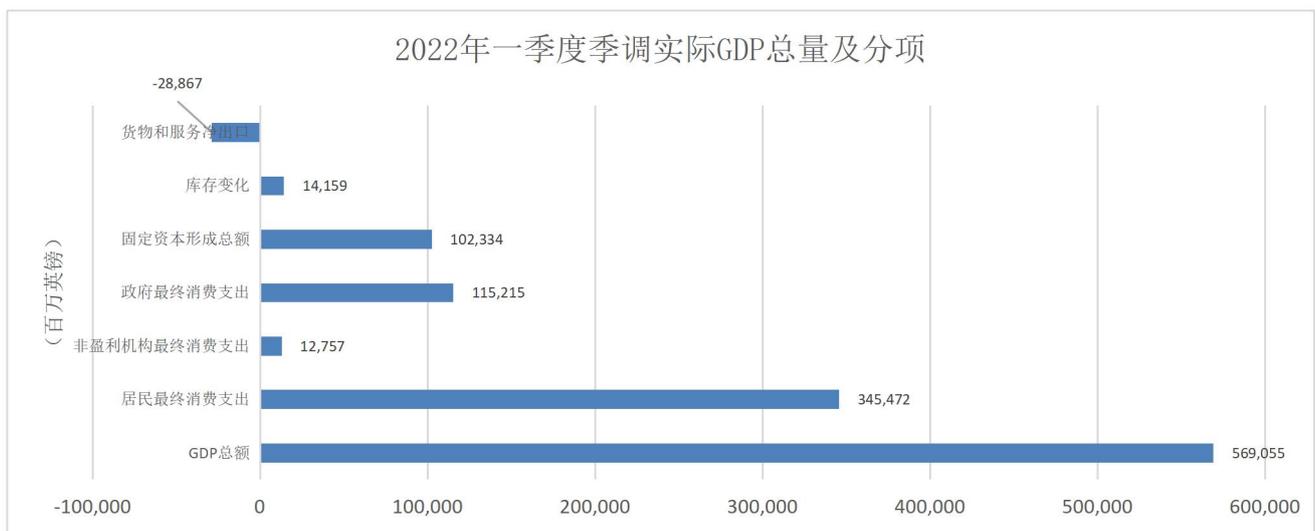


图 3-1 2022 年一季度英国季调实际 GDP 总量及分项

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从 2021 年二季度起，英国经济才逐步向疫情前水平恢复，直至 2022 年一季度 GDP 相比 2019 年同期提升 1.25%，标志着英国经济终于恢复至疫情前水平，并且恢复程度已经超越欧元区。英国 5 月制造业和服务业 PMI 分别录得 55.8 和 58.9，属于较强扩张区间，英国经济发展前景积极向好。

表 3-1 疫情前后英国各季度季调实际 GDP 对比

	2020 年/2019 年	2021 年/2019 年	2022 年/2019 年

一季度	98.01%	93.13%	101.25%
二季度	78.86%	98.18%	
三季度	92.31%	98.64%	
四季度	93.72%	99.95%	

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、欧盟推出 3000 亿欧元能源转型计划

俄乌冲突爆发之后，欧盟对俄罗斯实施多轮制裁，其中第五轮首次涉及到能源领域，欧盟决定从今年 8 月开始所有成员国禁止从俄罗斯进口能源。当前欧盟正在酝酿的第六轮制裁将进一步涉及海运石油，欧盟成员国领导人已达成一致，将立即进口 3/4 的俄罗斯石油，年底前将削减九成。

欧盟对俄实施制裁是一把双刃剑，欧盟对俄罗斯的能源依赖性极高，欧盟 46%的煤炭、40%的天然气、27%的原油是从俄罗斯进口，其中欧盟第一大经济体——德国从俄罗斯进口天然气和原油的比重更是达到 55%和 35%，这也是德国一直在对俄能源禁令方面持消极态度的主因。除了欧盟可能会对俄罗斯能源采取禁令之外，俄罗斯也在主动打能源牌，俄罗斯宣布“天然气卢布结算令”，诸多成员国及企业起初虽有抗拒，但是在断供风险之下，被迫开通了卢布账户采用卢布结算。俄罗斯还威胁说下一次不排除其他能源和资源也要用卢布甚至人民币进行结算，其中就包括原油。在能源危机阴影笼罩之下，欧盟通胀高企，4 月欧盟 CPI 同比和环比增速分别录得 8.1%，创历史新高，其中能源 CPI 同比增速录得 35.6%，是拉动欧盟通胀第一要素。

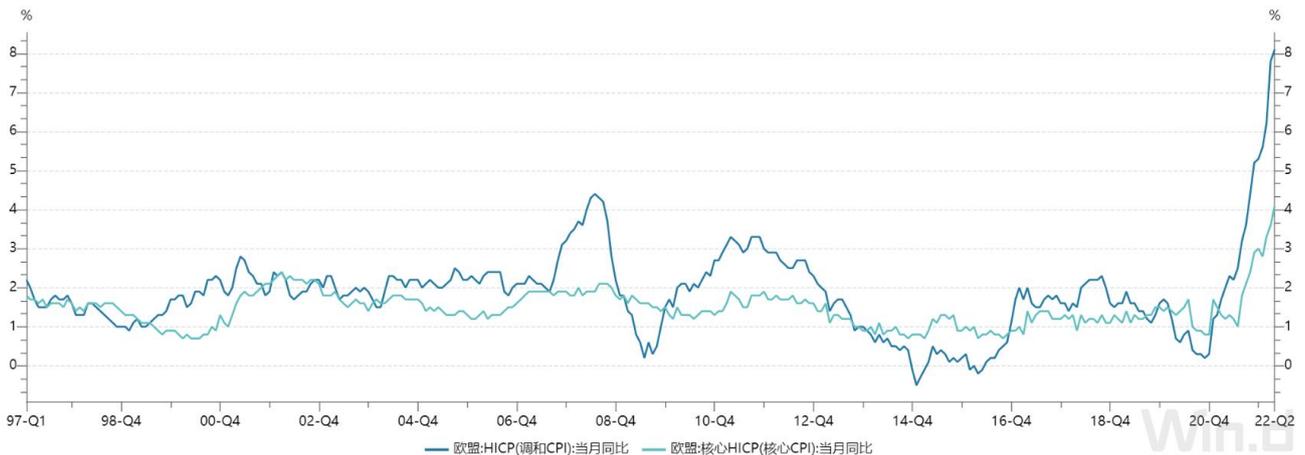


图 3-2 欧盟 CPI 同比和环比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

为了摆脱对俄罗斯的能源依赖并加速向绿色能源转型，欧盟主席冯德莱恩于 5 月 18 日正式公布“REpowerEU”能源转型行动方案，要求欧盟在今年年底前将俄罗斯天然气的进口量减少到三分之一，然后到 2027 年对俄罗斯的依赖度降至零。该方案计划在 2030 年前投资 3000 亿欧元，通过加快可再生能源产能部署、能源供应多样化、提高能效三大支柱措施实现欧洲能

源独立和绿色转型。该计划将促进欧盟对风电、光伏、绿氢等可再生能源的大规模需求，短期看绝大多数产品仍依赖进口，对包括中国在内的制造业大国提供了巨大的机遇，不过出口国首先必须迈过较高的“环保门槛”。

2027年前该项计划主要耗资2100亿欧元，随后三年另需耗资900亿欧元，合计在2030年前耗资达到3000亿欧元。这样一笔巨额投资的财政收入主要源于Covid-19复苏和弹性基金，该笔基金规模共有8000亿欧元，其中尚未动用的超过2000亿欧元将被征用于该计划。未来几年从储备中出售额外的碳市场许可，以筹集200亿欧元。目前，复苏和弹性基金RRF能够以贷款形式为REPowerEU的执行提供2250亿欧元的资金。欧盟尚未公布剩余的750亿欧元缺口的资金来源，不过当前确定的资金规模已经能使用至2027年，剩余资金可以在未来五年逐步筹措。

REPowerEU的具体投资方向包括：860亿欧元用于可再生能源、560亿欧元用于节能和热泵、410亿欧元用于工业中减少化石燃料的使用、370亿欧元用于提高生物甲烷产量、270亿欧元用于氢基础设施、290亿欧元用于电网、100亿欧元用于天然气和液化天然气项目、20亿欧元用于石油保障项目。

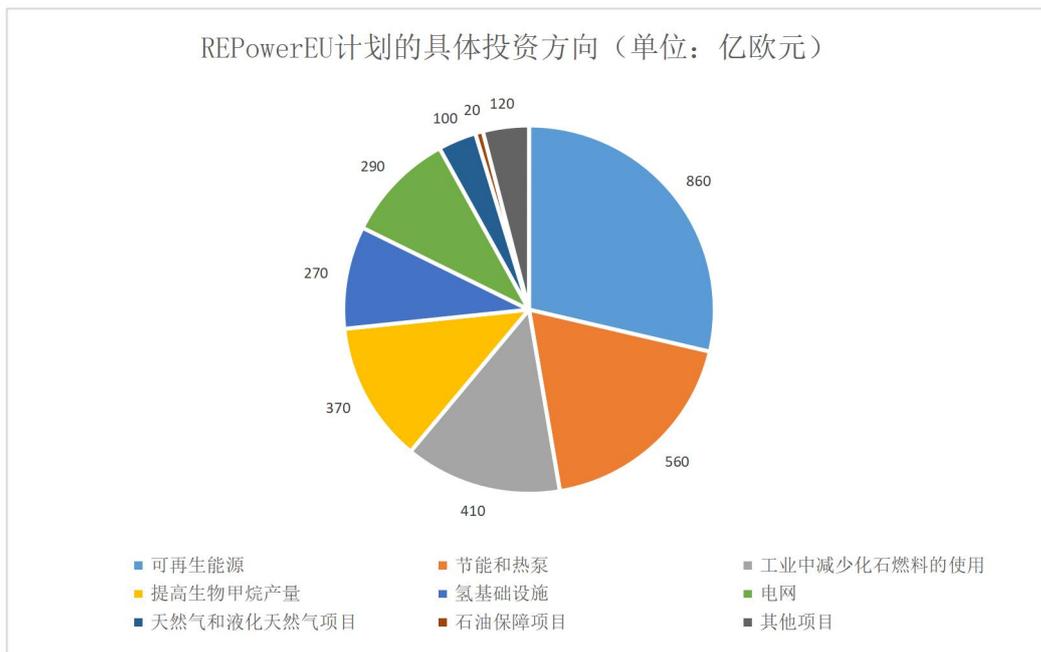


图 3-3 REPowerEU 计划的具体投资方向

数据来源：欧盟委员会、方正中期期货研究院整理

REPowerEU 是一个非常庞大且长期的计划，短中期内欧盟依然要承受与俄罗斯关系破裂引发的能源危机以及由此造成的高通胀。从长期来看，欧盟需要防范因成员国领导人更替对计划实施的连贯性。

第四部分 日本经济复苏乏力 今年无法恢复至疫情前水平

今年一季度日本季调实际 GDP 录得 134.479 万亿日元，同比增长 0.5%，高于前值 0.4%；但环比下降 0.2%，低于前值 0.9%，其中很重要的原因是基数。从 2019 年四季度起，日本经济遭遇连续六个季度同比下降的窘境，一直持续至 2021 年一季度。所以，今年一季度日本 GDP 能实现同比正增长与去年同期低基数有着直接关系。从 2021 年二季度起，日本经济终于触底反弹，持续实现同比正增长，去年四季度已恢复至 134.812 万亿日元。今年一季度日本再度遭遇奥密克戎变异毒株的侵袭，日本政府在 3 月 1 日才开始有限度地开放国境；日本对俄罗斯能源具有一定依赖性，俄乌冲突爆发后俄罗斯将日本列为“不友好国家和地区”名单。这些都对日本经济带来负面影响，使得日本经济环比回落。



图 4-1 2019-2022 年日本季调实际 GDP 及增速对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从分项来看，**私人消费**是日本 GDP 最重要的组成部分，创造 71.764 万亿日元，占比达到 54.5%，同比增长 2.1%，对同比增长的拉动达到 1.14%，环比基本持平。在私人消费中，家庭消费创造了 70.879 万亿日元，占私人消费 97%，占全部 GDP 的 53%。**私人企业设备投资**创造了 21.239 万亿日元，占 GDP 比重 15.8%，同比和环比增速分别录得 0.6%和 0.5%，对 GDP 的同比和环比增长拉动分别为 0.09%和 0.1%。**私人住宅投资**创造了 4.545 万亿日元，占 GDP 比重 3.4%，同比和环比增速分别录得-2.9%和-1.1%，对 GDP 的同比和环比增长拉动分别为-0.1%和-0.04%。**公共投资**创造了 6.333 万亿日元，占 GDP 比重 4.7%，同比和环比增速分别录得-14.9%和-3.6%，对 GDP 的同比和环比增长拉动分别为-0.7%和-0.17%。日本经济整体低迷，使得日本各界投资信心并不高，尤其个人投资信心更显不足。日本 Sentix 投资信心指数从今年以来持续回落，从 1 月 17.5 下降至 5 月-9.8。其中，5 月机构和个人现状投资信心指数分别录得 4.5 和-2.5，个人投资现状信心指数自 2020 年 11 月以来首度出现负值。**政府消费**创造了 29.178 万亿日元，

占 GDP 比重达到 21.7%，同比和环比增速录得 2.2%和 0.6%。日本政府是唯一维持量化宽松政策的主要发达经济体，依靠政府性消费拉动经济发展。日本一直引以为傲的净出口在一季度成为 GDP 负项，产生了 1680 亿日元的负值。日本是资源匮乏型国家，严重依赖国际能源进口，然而俄乌冲突令全球原材料价格飙升，导致日本进口成本大幅提升。

表 4-1 2022 年一季度日本季调实际总量和分项 GDP 及增速

单位：万亿日元	2022 年 一季度	占 GDP 比重	2021 年 一季度	2021 年 四季度	同比	环比	对实际 GDP 环 比增长的拉动
季调实际 GDP 总量	134.479	100%	133.858	134.812	0.5%	-0.2%	-0.2%
私人消费	73.242	54.5%	71.764	73.265	2.1%	0.0%	0%
私人住宅投资	4.545	3.4%	4.682	4.596	-2.9%	-1.1%	0%
私人企业设备投资	21.239	15.8%	21.110	21.137	0.6%	0.5%	0.1%
私人存货变化	0.228	0.2%	-0.098	-0.062	---	---	0.2%
政府消费	29.178	21.7%	28.544	29.004	2.2%	0.6%	0.1%
公共投资	6.333	4.7%	7.441	6.568	-14.9%	-3.6%	-0.2%
公共存货变化	-0.009	0.0%	-0.003	-0.005	---	---	0%
净出口	-0.168	-0.1%	0.470	0.392	---	---	-0.4%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

日本经济远未恢复至疫情前水平，甚至还不如 2020 年。2022 年一季度日本实际 GDP 相比 2019 年同期下降 3.07%，相比 2020 年同期下降 1.87%。纵观 2020 年至今的 9 个季度，均未能恢复至 2019 年同期水平。2021 年四季度一度恢复至 2019 年同期的 99.53%，但今年一季度再度回落至 96.93%。

表 4-2 疫情前后日本各季度季调实际 GDP 对比

	2020 年/2019 年	2021 年/2019 年	2022 年/2019 年
一季度	98.13%	96.48%	96.93%
二季度	89.90%	96.51%	
三季度	94.69%	95.82%	
四季度	99.14%	99.53%	

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

在主要经济体中，日本经济复苏步伐是最缓慢的。首先，中国、印度、美国、欧元区、英国等主要经济体国家均已先后恢复至疫情前水平，唯独日本至今未能如愿。其次，日本一季度同比 0.5%的增速，是所有已公布主要经济体中最低的。由于日本经济复苏滞缓，日本不断被其他经济体扩大或拉进差距。根据美元兑日元一季度平均汇率 1:116.3555 折算，今年一季度日本 GDP 为 1.16 万亿美元，占美国 GDP 的 23.5%，低于 2021 年 1.7 个百分点；占中国 GDP 的

28.8%，基本与 2021 年持平；占欧元区 38.2%，低于 2021 年 0.8 个百分点。日本正在被紧随其后的英国不断迫近，2021 年日本 GDP 规模是英国的 161.3%，而今年一季度已降至 152%。

表 4-3 日本经济与其他主要经济体发展情况对比

	经济何时恢复至 疫情前水平	2022 年一季度季调实 际 GDP 同比增速	2021 年日本占主 要经济体比重	2022 年一季度日本占主 要经济体比重
美国	2021 年一季度	3.6%	25.2%	23.5%
中国	2020 年二季度	4.8%	28.8%	28.8%
欧元区	2021 年四季度	5.0%	39.0%	38.2%
日本	尚未实现	0.5%	---	---
英国	2022 年一季度	8.7%	161.3%	152.0%
印度	2020 年四季度	尚未公布	248.2%	尚未公布

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

倘若日本希望在 2022 年恢复至 2019 年的经济水平，就意味着日本要在未来三个季度至少实现 1.86% 左右的平均环比增速以及 9.3%、5.7% 和 5.8% 的同比增速。从 1955 年三季度至今的 260 个季度中，只有 62 个季度的环比增速是高于 1.86%，占比仅为 24%，并且主要集中于 20 世纪 60 至 80 年代，正是日本经济高速发展的黄金期。步入 21 世纪，日本仅有三个季度的环比增速是高于 1.86%，分别是 2009 年二季度 1.9%、2011 年三季度 2.4%、2020 年三季度 5.3%。从日本两项领先性指标来看，并未出现爆发性增长的迹象。日本制造业和服务业 PMI 仅略高于荣枯线，处于微幅扩张区间；日本 Sentix 投资者信心预期指数持续跳跌至负值，个人和机构投资前景均不被看好。所以，可以断定日本 2022 年依然无法恢复至疫情前水平。

表 4-4 日本经济欲 2022 年恢复至疫情前水平需在后三季度达到的增速

单位：万亿日元	2019 年	2021 年	2022 年	2022 年各季度同比增速	2022 年各季度环比增速
一季度	138.7	136.1	134.5	-1.2%	-0.20%
二季度	139.4	125.3	137.0	9.3%	1.86%
三季度	139.4	132.0	139.5	5.7%	1.86%
四季度	135.5	134.3	142.0	5.8%	1.86%
全年	553.0	527.7	553.0		

备注：蓝色为已发生经济情况，黄色为预测情况

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 4-2 1955-2022 年日本季调实际 GDP 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 4-3 日本 Sentix 投资信心预期指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

由于日本经济总体不景气，美元兑日元在 5 月 10 日一度升值至 130.455，创近 20 年新高，此后随着美国 CPI 同比增速迎拐点以及日本通胀反弹，日元才止跌反弹，5 月 26 日美元兑日元回落至 127.1。从月度平均汇率来看，美元兑日元 5 月平均汇率为 128.95，环比升值 2%，同比升值 18.13%。鉴于日本通胀总体维持相对较低水平，日本央行很有可能在今年维持量化宽松政策，同时美国通胀迎来拐点，美联储后续鹰派程度可能不及此前，所以下半年美元兑日元会逐步贬值，回吐此前升值幅度。



图 4-4 美元兑日元汇率走势图

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第五部分 新兴经济体发展新动向

俄乌冲突爆发之后，全球能源、粮食、金属等价格大幅攀升，叠加新冠疫情、通胀高企、供应链危机、债务危机等各种问题，新兴经济体发展遇到诸多挑战。不过，新兴经济体政治体制不同、国情不同，所处经济环境以及面临经济形势大相径庭。

一、越南经济后发制人

剔除价格因素，越南今年一季度 GDP 录得 1255.3 万亿越南盾，同比增速达到 5.1%，比新兴经济体的领头羊——中国高出 0.3 个百分点；环比大幅下降 75.4%，不过越南经济有格外明显季节性，除了 2021 年二季度和三季度出现倒挂，其他年份都呈现逐季上升的趋势。所以，对于越南经济的判断应该更着重于同比增速。鉴于中国尤其上海 4-5 月受疫情影响严重，6 月才会逐步恢复正轨，越南将会扩大对中国的上半年度增速优势。

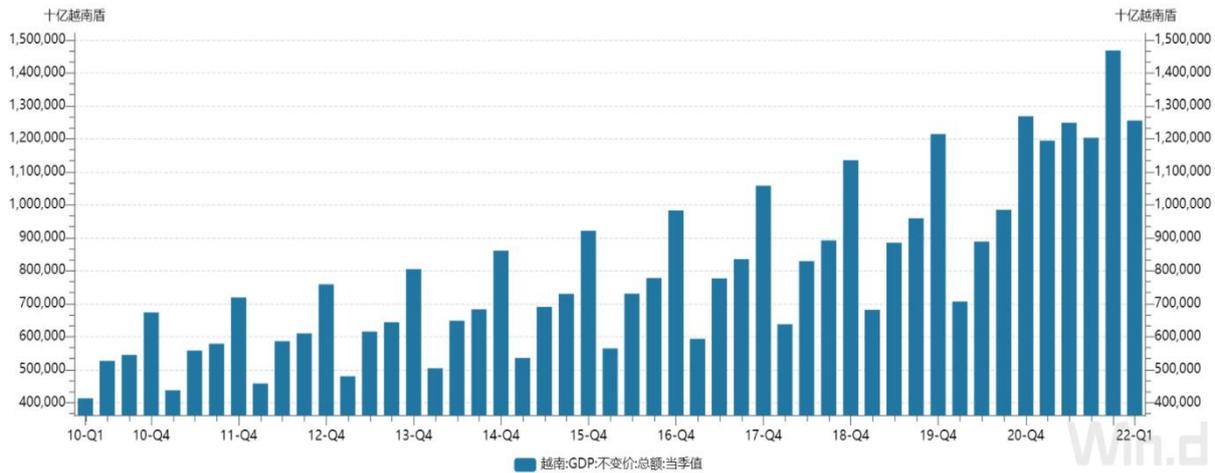


图 5-1 2010-2022 年越南季度 GDP 趋势图

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

由于越南目前的防疫政策是与新冠肺炎共存，生产能力得到了一定恢复，并且凭借低廉的劳动力和土地成本以及宽松的国际环境，吸引大批原本流失海外的订单逆回流，除了原本就在当地设厂的耐克、阿迪、苹果、三星、英特尔、LG 等国际品牌之外，越来越多的电子产品制造商如立讯精密、温斯顿、和硕、歌尔在疫情之后转往越南布局。从 2021 年 9 月至今，越南对美国的出口规模增长超过 1/5，服装、手机及零部件、电脑及零部件的出口金额和数量也都有所扩大。美国市场中 1/3 的鞋类制品以及 1/5 的服装印有“Made in Vietnam”的 Logo；在电子产业方面，三星超 50% 的手机出口以及 1/3 的电子产品由越南生产。“越南制造”大幅带动了越南的第二产业，一季度 GDP 工业和建筑业同比增速达到 6.38%，是在越南三大产业中增速最快的，农业和服务业同比增速分别录得 2.45% 和 4.58%。

中国和越南同为制造业大国。4 月越南制造业 PMI 录得 51.7，从去年 10 月以来始终高于荣枯线，而中国制造业 PMI 已经连续两个月低于荣枯线，尤其出口新订单 PMI 仅录得 41.6，处于极度萎缩状态，从去年 5 月起持续低于荣枯线，中国出口形势十分严峻。今年 1-4 月越南出口贸易额达到 1223.6 亿美元，同比增长 16.45%；中国为 1.1 万亿美元，同比增长 12.5%。2021 年 2 月-2022 年 3 月期间，中国的年度累计同比增速始终高于越南。由于 4 月中国尤其上海疫情扩散严重，工厂大面积停工且物流不畅，中国出口大幅下滑，进而导致 4 月被越南反超。



图 5-2 中国与越南 PMI

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理



图 5-3 中国与越南年度出口金额累计同比

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

外资仍是未来越南经济发展的重要助推器。亚洲开发银行（ADB）驻越南代表处首席代表 Andrew Jeffries 表示在疫情和全球地缘政治波动的背景下，全球投资流量有所减少，但流入越南的外国投资资金很可能将会逆势增长。2021 年越南全国新批、新增外国直接投资和股权并购金额 311.5 亿美元，同比增长 9.2%。其中，制造业吸收外资占总额的 58.2%，其后依次是占比 18.3% 的电力以及占比 8.4% 的房地产。进入 2022 年，外资延续快速流入势头，前四个月外商对越南直接投资注册资金规模达到 36.97 亿美元。越南外国直接投资流入来源国主要包括中国、新加坡、韩国和日本等亚洲国家以及美国、法国、荷兰等西方国家。

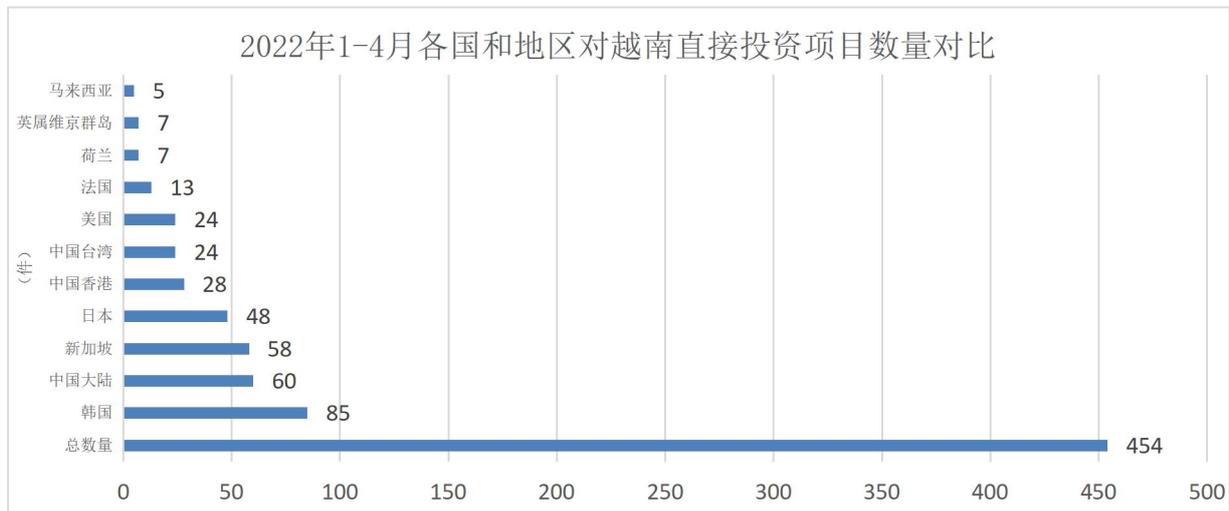


图 5-4 2022 年 1-4 月各国和地区对越南直接投资项目数量对比

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

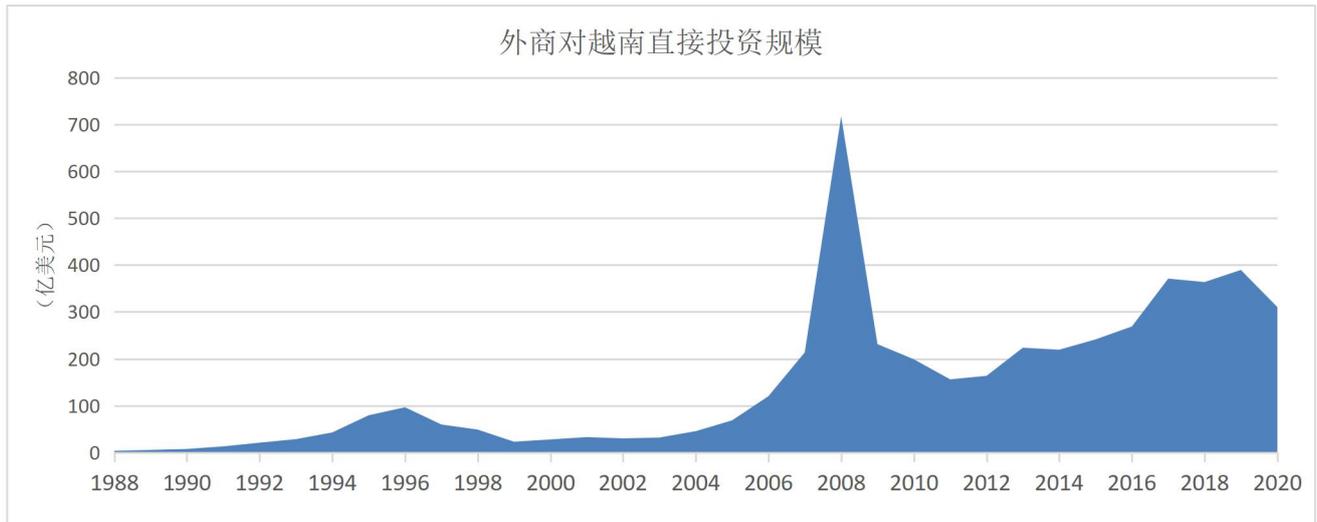


图 5-5 1998-2021 年外商对越南直接投资年度规模

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

不止制造业和外贸产业,越南良好的增长势头和发展预期吸引了大批国际投资者到访,其他产业同样有望得到质的飞跃。4月李嘉诚拜访越南胡志明市潘文迈,长江实业集团将胡志明市定位为金融和技术的战略中心,承诺要在胡志明市引进高端房地产项目,涵盖住宅、办公室、商业中心、娱乐等业务,尤其强调了打算在越南投资基建的计划。

越南当前的经济形势和国际环境有点类似于中国改革开放初期。纵观越南近三十年的经济发展历程,延续着“学习-复制-崛起”的发展思路,特别是在抛弃“苏联模式”、以“中国经验”为蓝本,越南推行“革新开放”后逆势崛起,内需提振,外贸繁荣,资产价格抬升,民族自豪感蒸蒸日上,俨然成为一颗新兴的东南亚经济明珠。虽然越南经济面临各方面的挑战,但是越南经济后发优势日益明显。

二、印度继续位居全球第六大经济体

今年一季度印度实际 GDP 录得 40.78 万亿卢比,同比增长 4.1%,环比增长 6.7%,其中环比增速在全球主要经济中位居首位,摆脱疫情影响之后,印度经济发展的后劲十足。按照今年一季度美元兑卢布平均汇率 1:75.2408,印度在一季度完成 GDP 为 5420 亿美元,排在美国、中国、欧元区、日本、英国之后继续位居全球第六大经济体,约占美国 GDP 比重的 11%。不过,由于印度是人口大国,今年 3 月 7 日印度人口大约为 14.111 亿,所以实际年度人均 GDP 非常低,仅有 384 美元。

印度的各行业分布相对较为均衡。其中,第一大产业是“贸易、旅馆、运输及通讯业”板块,创造 7.42 万亿卢比,占 GDP 比重达到 18.2%,同比和环比增速分别录得 5.3%和 17.4%,随着疫情得到控制之后,印度的贸易、旅游、供应链都能得到了较快的恢复。“金融、保险、房地产及商业服务”板块是第二大产业,创造 7.11 万亿卢比,占 GDP 比重达到 17.4%,同比

和环比增速分别录得 4.3%和 0.5%；第三大产业是制造业，占 GDP 比重为 16.6%，同比下降 0.2%，是所有产业中唯一出现负增长的。同比增速最快的是“公共管理、国防和其他服务”板块，录得 7.7%；环比增速最快的是建筑业，录得 26.7%。

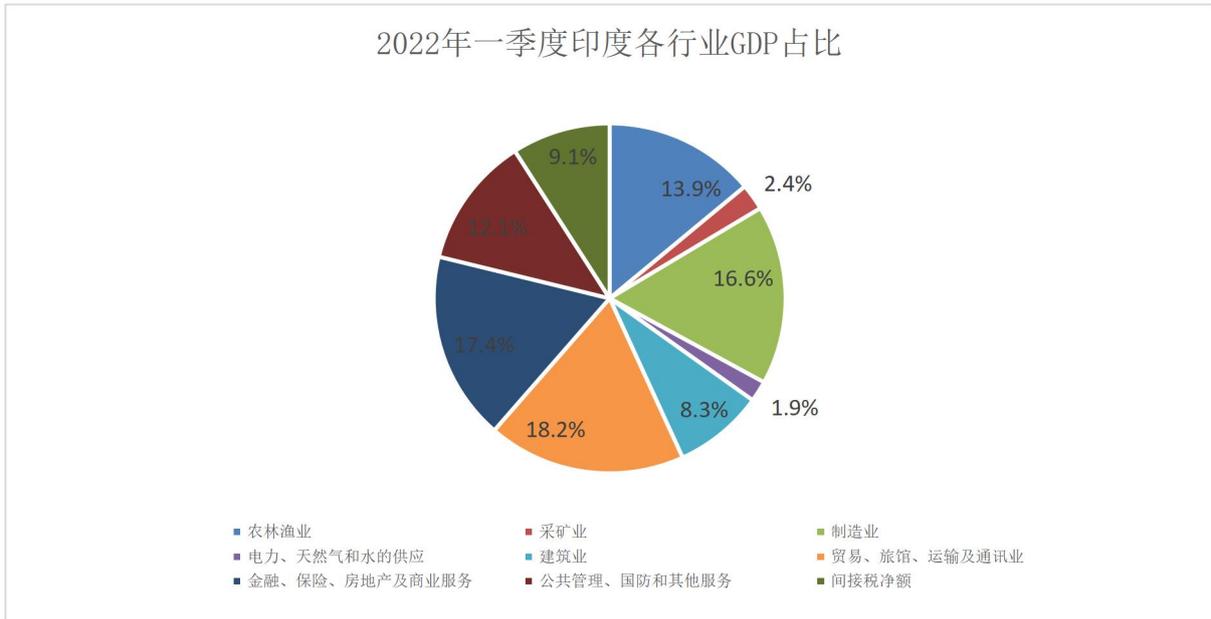


图 5-6 2022 年一季度印度各行业 GDP 占比
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

印度 4 月对外贸易仍然呈快速上涨态势，出口贸易额达到 401.87 亿美元，同比增长 30.7%；进口贸易额达到 602.96 亿美元，同比增长 30.97%，同比和环比增速均为今年之最。不过，印度贸易赤字十分严重，成为拖累印度经济发展很重要的因素。4 月印度贸易逆差录得 201.1 亿美元，疫情爆发以来仅有 1 个月实现贸易顺差，2000 年以来仅有 2 个月实现贸易顺差。今年一季度“商品和服务进出口”成为印度 GDP 负项，负值达到 2.06 万亿卢比，并且常年拖累印度 GDP 数据，成为制约印度进入全球前五大经济体的关键性因素。

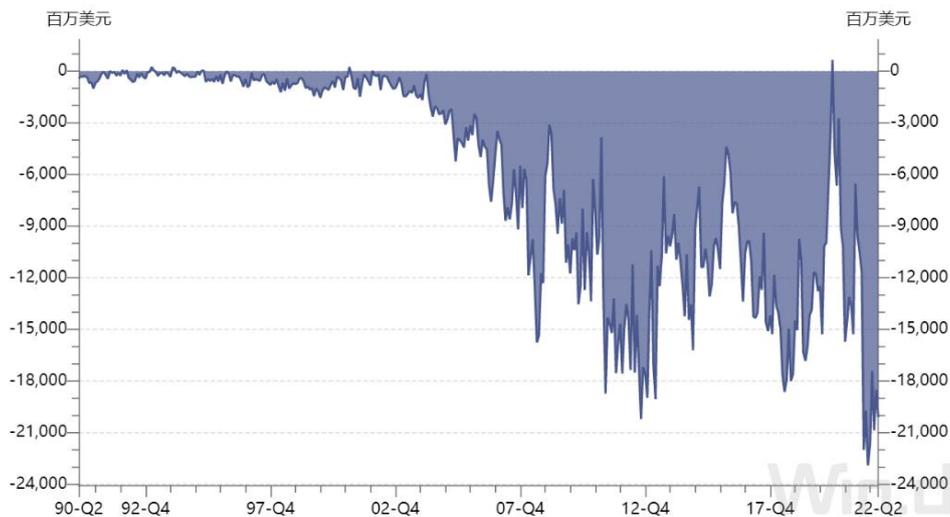


图 5-7 印度贸易赤字情况
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

为了保障经济发展，印度此前一直维持量化宽松政策，是全球为数不多的保持现有货币政策不变的国家，在推动经济快速复苏的同时，也导致通胀情况不断加剧，4月录得7.79%，连续7个月上升，创2022年2月疫情爆发以来新高；环比增速录得1.43%，创2022年5月疫情爆发以来新高。在物价高企的倒逼下，印度央行不得不修改原有的货币政策，5月4日印度央行宣布将基准利率提升40BP至4.4%。这次加息无论是时间和幅度均超过市场预期，此前市场普遍认为印度央行会在6月加息25BP，因此造成印度金融市场剧烈震荡。孟买敏感30指数在5月4日开盘价为57124.91点，随后一度上涨至57184.21点，但随着加息决定，一举跌至55501.6点，最终收盘价定格在55669.03点。当日涨跌幅达到2.5%，最大回撤达到2.9%。美元兑卢比当日汇率从76.49跌至76.24，贬值幅度0.33%。

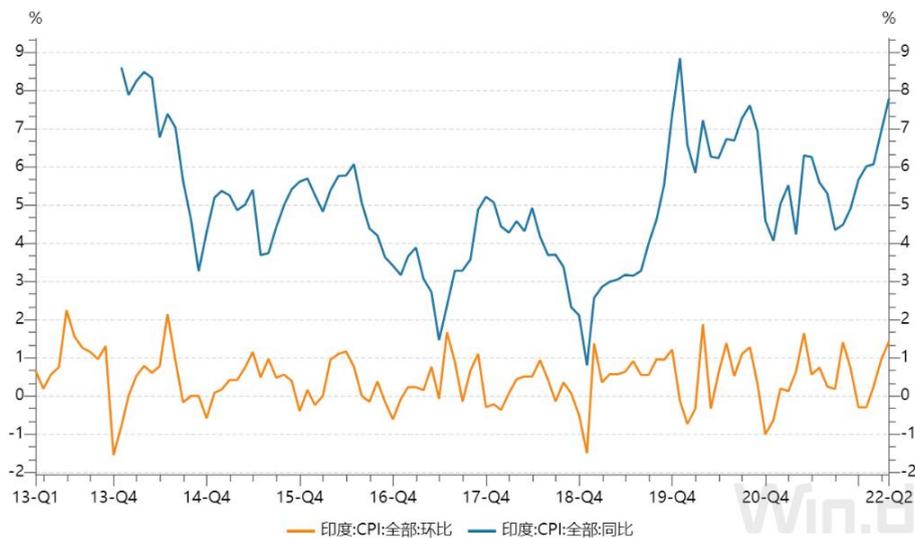


图 5-8 印度 CPI 同比和环比增幅

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

一、俄乌冲突存在升级风险

俄乌冲突已经持续三个多月，表面是俄罗斯与乌克兰的争端，背后实则俄罗斯与整个北约的对抗。美国希望通过冲突长期化从而达到削弱俄罗斯且控制欧洲的战略目标日益明显，俄罗斯不再限制征兵年龄也为冲突持久化做好了兵员储备。

除了“长期化”的特征，俄乌冲突也存在“升级”的风险。近期乌克兰在北顿涅斯克决战中处于下风，泽连斯基再次放言要与普京和谈。美国为了维持乌克兰的抵抗意志，一度同意向乌克兰输送远程进攻性武器——多管火箭炮系统，这款武器若被部署于哈尔科夫就能攻击临近的俄罗斯 16 个州，如果再配上新型导弹甚至可以攻击俄罗斯首都莫斯科。对此，俄罗斯外长

拉夫罗夫警告称乌克兰提供可以到达俄罗斯领土的武器是“朝着不可接受的升级迈出的严重一步”。在俄罗斯严厉警告之下，拜登服软收回援乌远程火箭炮的决定，改为中程火箭弹，不过射程依然达到 50 公里左右，俄罗斯临近城市还是处于火力覆盖范围之内。另外，不排除美国后期怂恿北约其他成员国向乌克兰运送远程进攻武器的可能性。此外，有消息称波兰已派出两个营的兵力参与赫尔松反击战。虽然打着志愿军名义，但是一旦与俄罗斯交火，就意味着俄罗斯首次与北约成建制的正规军交战。

无论是乌克兰未来有可能攻击俄罗斯本土纵深还是俄罗斯与北约所谓的志愿军正面交战，都有可能彻底激怒俄罗斯，令冲突进一步升级。这样的“黑天鹅”事件一旦爆发，其影响程度不亚于俄乌刚刚爆发冲突，届时全球大宗商品和能源价格会再度暴涨，美元、美债等避险资产又会得到追捧。

二、全球贸易结构将会发生变化

受于地缘冲突和意识形态影响，西方国家将国际贸易政治化的趋势日益明显，其中就包括“美国贸易去中国化”、“欧洲贸易去俄罗斯化”。

中美两国互为最为重要的贸易伙伴，中国是美国最第一大进口国，美国则是中国最一大的出口国，双方经济互补性很强。但是，美国为了遏制中国发展，刻意打造排除中国的“印太经济框架”。欧洲对俄罗斯的能源依赖度极高，为了削减俄罗斯的财政收入，近期正在紧锣密鼓地磋商第六轮制裁，并推出了 REPowerEU 计划，旨在 2030 年前彻底摆脱对于俄罗斯的能源依赖。

未来，美国将加大从东盟和印度进口商品的力度，中国在美国进口份额比重将会被稀释，鉴于欧洲同样对中国商品采取过多次反倾销调查，未来富余的中国商品将会更多地向非洲、南美、东南亚国家出口，以及扩大内需实现经济内外双循环。欧洲在逐步减少对俄罗斯能源依赖之时，将大幅加大从美国、卡塔尔进口液化天然气，增加印尼和澳大利亚的煤炭进口。在黑海解禁之前，欧洲将用南美和北美粮食替代乌克兰。俄罗斯的石油、煤炭等丰富化石能源将更多出口至中国和印度等友好国家，此外也会向中国出口更多农产品。

三、美元指数或会逐步回落

随着美国通胀出现拐点并且一季度 GDP 环比回落，美联储的货币政策已经过了最鹰派的时刻，5 月议息会议纪要就排除了 5-6 月加息 75BP 的可能性，并且 9、11、12 月每轮都有可能仅加息 25BP 甚至不加息。同时，欧元区、英国、日本通胀持续高企，加快货币收紧步伐的可能性大幅增强。美元指数在下半年会步入下跌通道。随着中国疫情大幅好转，出口贸易大幅回升，经常性账户盈余将增加，助力人民币兑美元升值。

不过，美元和美债都是全球重要的避险资产，一旦地缘冲突升级、猴痘病毒大规模传播等黑天鹅事件爆发，美元会再度受到热捧，美元指数会触底反弹。

四、全球存在爆发粮食危机的可能性

联合国粮农组织最近发布的《全球粮食危机报告》指出 2021 年 53 个国家和地区共有 1.93 亿人面临严重缺粮状况，较 2020 年增加约 4000 万。2022 年受气候变化、新冠疫情以及俄乌冲突等问题叠加共振效应，全球粮食价格飚涨，化肥供应紧张，耕种劳动力减少，来年产量预期减少等多方面问题，到 2023 年俄乌冲突可能造成长期食物不足人数进一步提升 1880 万。

俄乌两国合计占全球谷物出口量的 30%，占葵花籽出口量的 67%，冲突导致粮食出口和物流中断。并且，能源和肥料价格飙涨，大幅提升粮食生产成本，加重农户资金垫付压力，从而影响种植积极性，下一季全球粮食收获前景令人担忧。在此情况下，部分国家实施粮食和食品出口禁令，进一步加剧了全球供需矛盾。世界粮食计划署 5 月发出警告称人类或将面临“二战后最大的粮食危机”。

未来粮食总体处于卖家行情，价格趋势性看涨，CBOT 大豆、玉米、小麦等粮食期货价格存在进一步上涨空间。

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号苏州湾大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号上海国际大厦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芯祥年嘉年中心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	0532-8202088
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	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋经济营业部	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	上海市浦东新区南泉北路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
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。