

全球货币政策加速收紧 世界经济下行压力加剧

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8月5日星期五

7月26日IMF发布最新一期《世界经济展望》报告,总体看衰世界经济,认为未来不确定性正在不断加强,并且警示全球经济将面临滞胀风险。IMF将2022年全球经济增速下调至3.2%,低于2021年的6.1%,同样低于今年4月报告的3.6%预期值,这是IMF今年第三次下调全年经济增速。相较而言,IMF更不看好明年的经济发展,将2023年世界经济增速从3.6%下调至2.9%。美国、中国、欧元区、英国、印度等全球主要经济体均被下调了增长预期。不过,IMF同时也提升了俄罗斯、巴西、南非等新兴经济体的发展增速。

在俄乌冲突、俄欧制裁以及新冠疫情影响之下,全球能源危机、粮食危机、供应链危机进一步加剧,多个经济体的通胀水平屡创历史或近数十年新高。美国季调CPI同比增速录得9%,创近41年新高;欧元区HICP同比增速录得8.9%,续创该指数自1997年发布以来新高;英国CPI同比增速录得9.4%,创该指数1989年发布以来新高;加拿大同比增速录得7.94%,创该指数1993年发布以来新高。俄罗斯连续数月通胀水平在15%左右,土耳其和阿根廷更是爆发恶性通胀,CPI同比增速分别达到78.62%和64%。能源是拉动全球通胀最重要的因素,其次是交通运输和食品。通胀高企加快了各大央行货币收紧的步伐。

地缘冲突风险已替代新冠疫情成为影响全球金融和大宗商品市场最关键的不确定因素。随着疫苗接种率不断提升,各国治疗新冠的医疗设备不断完善,新冠病毒的致死率已经降至1.12%。法国宣布自8月1日起,抵达法国的所有国际旅客都不再接受任何健康检查,不再需要出示疫苗接种通行证、Covid测试或康复证明。法国成为全球第77个取消所有与新冠疫情相关的入境限制,未来将会有更多的国家取消或放松相关限制。不过,当前地缘冲突风险不断加剧,俄乌冲突有长期化甚至升级的风险,台海和科索沃地区均暗藏冲突风险,存在成为黑天鹅事件的可能性,加剧大宗商品和金融市场波动幅度。



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 全球货币政策加速收紧 世界经济增速预期持续回调.....	1
一、IMF 年内第三次下调全球经济增速.....	1
二、全球通胀高企 各大央行加快货币收紧步伐.....	4
第二部分 美国经济陷入技术性衰退期 联储议息会议鹰中带鸽.....	5
一、美国经济陷入技术性衰退期.....	5
二、美国通胀续创近 41 年新高.....	8
三、美联储 7 月议息会议鹰中带鸽.....	11
第三部分 欧洲央行超预期加息 经济增长前景不容乐观.....	14
一、欧洲通胀续创历史新高.....	14
二、欧元兑美元破 1 欧洲央行超预期加息.....	16
三、欧洲经济前景不容乐观.....	17
第四部分 黑天鹅事件致日本金融市场动荡 寡妇交易惨遭失败.....	19
一、安倍遇袭致日本金融市场动荡.....	19
二、国际资本的寡妇交易惨遭失败.....	20
第五部分 新兴经济体发展新动向.....	21
一、金砖国家有望扩员.....	21
二、印度卢比结算令将难以起效.....	22
第六部分 全球宏观经济综合展望.....	26

第一部分 全球货币政策加速收紧 世界经济增速预期持续回调

一、IMF 年内第三次下调全球经济增速

7月26日IMF发布最新一期《世界经济展望》报告，总体看衰世界经济，认为未来不确定性正在不断加强，并且警示全球经济将面临滞胀风险。IMF将2022年全球经济增速下调至3.2%，低于2021年的6.1%，同样低于今年4月报告的3.6%预期值，这是IMF今年第三次下调全年经济增速。相较而言，IMF更不看好明年的经济发展，将2023年世界经济增速从3.6%下调至2.9%。

全球主要经济体的预期增速均有下调，原因略有不同。**美国**今年GDP增速预期被下调1.4个百分点至2.3%，在发达经济中降幅最大。美国是消费驱动型经济体，但是美联储加快货币收紧的步伐将进一步削弱美国消费能力和信心。**中国**今年经济增速被下调至3.3%，不间断的疫情封控以及房地产信贷危机造成1.1个百分点的预期下滑。**欧元区**GDP增速预期为2.6%，仅被下调0.2个百分点。意大利成为欧洲经济为数不多的亮点，得益于旅游业和制造业的双重发力，该国的增速预期被上调了0.7个百分点，一定程度抵消了其他欧洲国家的经济下行压力。不过，俄乌冲突引发了巨大的负面外溢效应，尤其能源禁运严重制约欧洲大国的发展，德国、法国、西班牙的经济增速分别被下调了0.9、0.6和0.8个百分点。印度央行的连续加息政策致该国增长预期被下调0.8个百分点，不过印度经济总体向好，今年GDP增速预计能达到7.4%，在全球前十大经济中独占鳌头。

IMF也上调了部分新兴经济体的预期增速。虽然**俄罗斯**依然处于冲突之中并且饱受西方制裁，但是能源和粮食价格飙升大幅增加了俄罗斯的外汇收入，并且经过一些列改革之后，国内消费韧性较强。此外，原先担忧大批兵员上前线之后，国内可能会爆发劳动力短缺现象，目前为止该问题并未凸显。以上利好使得俄罗斯今年的经济衰退预期从-8.5%收窄为-6%。**巴西、墨西哥、南非**等新兴经济体得益于不断高企的大宗商品价格，经济增速预期得以进一步上调。总体来看，发达经济体的经济下行压力明显高于发展中国家，2022-2023年无论实际增速还是被下调的幅度，均是发展中国家表现优于发展中国家。

表 1-1 2020-2023 年全球主要经济体 GDP 增速与预期

	Year over Year				Difference from April 2022 WEO	
	2020	2021	Projections		Projections 1/	
			2022	2023	2022	2023
World Output	-3.1	6.1	3.2	2.9	-0.4	-0.7
Advanced Economies	-4.5	5.2	2.5	1.4	-0.8	-1.0
United States	-3.4	5.7	2.3	1.0	-1.4	-1.3
Euro Area	-6.3	5.4	2.6	1.2	-0.2	-1.1
Germany	-4.6	2.9	1.2	0.8	-0.9	-1.9
France	-7.9	6.8	2.3	1.0	-0.6	-0.4
Italy	-9.0	6.6	3.0	0.7	-0.7	-1.0
Spain	-10.8	5.1	4.0	2.0	-0.8	-1.3
Japan	-4.5	1.7	1.7	1.7	-0.7	-0.6
United Kingdom	-9.3	7.4	3.2	0.5	-0.5	-0.7
Canada	-5.2	4.5	3.4	1.8	-0.5	-1.0
Other Advanced Economies 3/	-1.8	5.1	2.9	2.7	-0.2	-0.3
Emerging Market and Developing Economies	-2.0	6.8	3.6	3.9	-0.2	-0.5
Emerging and Developing Asia	-0.8	7.3	4.6	5.0	-0.8	-0.6
China	2.2	8.1	3.3	4.8	-1.1	-0.5
India 4/	-6.6	8.7	7.4	6.1	-0.8	-0.8
ASEAN-5 5/	-3.4	3.4	5.3	5.1	0.0	-0.8
Emerging and Developing Europe	-1.8	6.7	-1.4	0.9	1.5	-0.4
Russia	-2.7	4.7	-6.0	-3.5	2.5	-1.2
Latin America and the Caribbean	-6.9	6.9	3.0	2.0	0.5	-0.5
Brazil	-3.9	4.6	1.7	1.1	0.9	-0.3
Mexico	-8.1	4.8	2.4	1.2	0.4	-1.3
Middle East and Central Asia	-2.9	5.8	4.8	3.5	0.2	-0.2
Saudi Arabia	-4.1	3.2	7.6	3.7	0.0	0.1
Sub-Saharan Africa	-1.6	4.6	3.8	4.0	0.0	0.0
Nigeria	-1.8	3.6	3.4	3.2	0.0	0.1
South Africa	-6.3	4.9	2.3	1.4	0.4	0.0
<i>Memorandum</i>						
World Growth Based on Market Exchange Rates	-3.4	5.8	2.9	2.4	-0.6	-0.7
European Union	-5.8	5.4	2.8	1.6	-0.1	-0.9
Middle East and North Africa	-3.4	5.8	4.9	3.4	-0.1	-0.2
Emerging Market and Middle-Income Economies	-2.2	7.0	3.5	3.8	-0.3	-0.5
Low-Income Developing Countries	0.1	4.5	5.0	5.2	0.4	-0.2
World Trade Volume (goods and services) 6/	-7.9	10.1	4.1	3.2	-0.9	-1.2
Advanced Economies	-8.8	9.1	5.3	3.2	-0.3	-1.4
Emerging Market and Developing Economies	-6.2	11.7	2.2	3.3	-1.8	-0.9
Commodity Prices (US dollars)						
Oil 7/	-32.7	67.3	50.4	-12.3	-4.3	1.0
Nonfuel (average based on world commodity import weights)	6.7	26.1	10.1	-3.5	-1.3	-1.0
World Consumer Prices 8/	3.2	4.7	8.3	5.7	0.9	0.9
Advanced Economies 9/	0.7	3.1	6.6	3.3	0.9	0.8
Emerging Market and Developing Economies 8/	5.2	5.9	9.5	7.3	0.8	0.8

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

受到粮食危机、能源危机和能源危机的影响，世界粮食和化石燃料供应短缺，引发全球性通胀。全球通胀的实际水平和预期都在不断抬升，预计今年发达经济体的通胀率将达到 6.6%，新兴市场和发展中经济体的通胀率将达到 9.5%，分别上调 0.9 和 0.8 个百分点。今年三季度全球通胀率有可能达到 9%左右的峰值，后期随着各国央行加速货币收紧步伐、经济下滑致需求回落以及高基数影响，今年四季度起通胀水平将会明显回落。

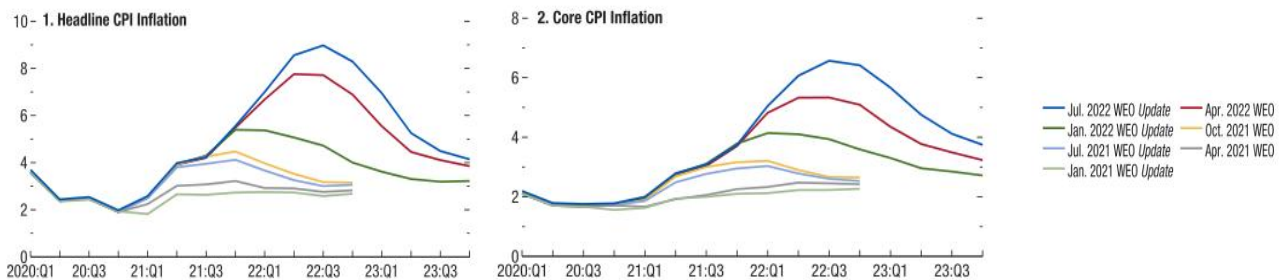


图 1-1 全球通胀及核心通胀水平

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

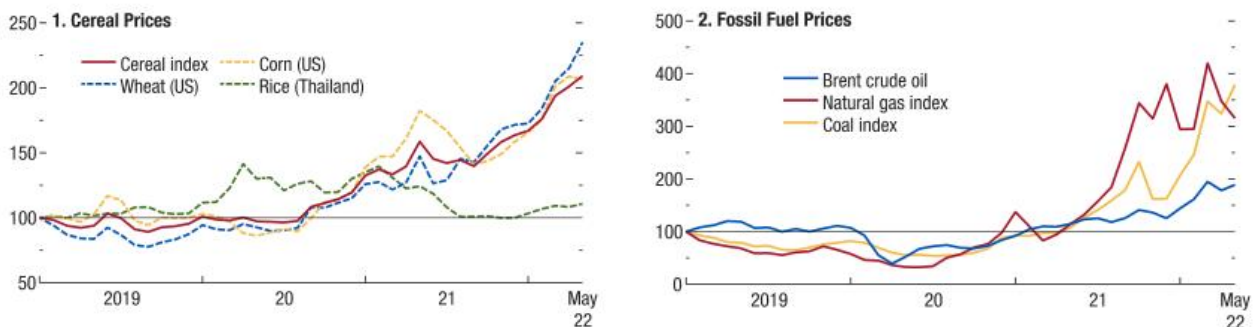


图 1-2 全球谷物和化石燃料价格

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

当前引发全球经济下行以及通胀高企的因素有很多，IMF 选取其中核心因子，以量化分析为基础，做了全球经济进一步下行的压力测试。其一，假设俄罗斯从今年下半年额外再减产石油 20%，将使得 2022-2023 年全球 GDP 分别再下降 0.4 和 0.15 个百分点，同时将今年全球 CPI 水平再提升 0.8 个百分点。其二，倘若俄罗斯将在今年年底前彻底断供欧洲的天然气，无论俄罗斯主动断供还是欧盟对俄采取制裁措施，将使今明两年全球经济增速分别再下调 0.1 和 0.35 个百分点，同时又会使全球通胀水平分别再上调 0.25 和 0.4 个百分点。其三，更为收紧的货币政策也将进一步影响全球经济增速，但会放缓全球通胀率。以上极端因素叠加将使 2022-2023 年全球经济增速预期进一步下滑至 2.6 和 2%。

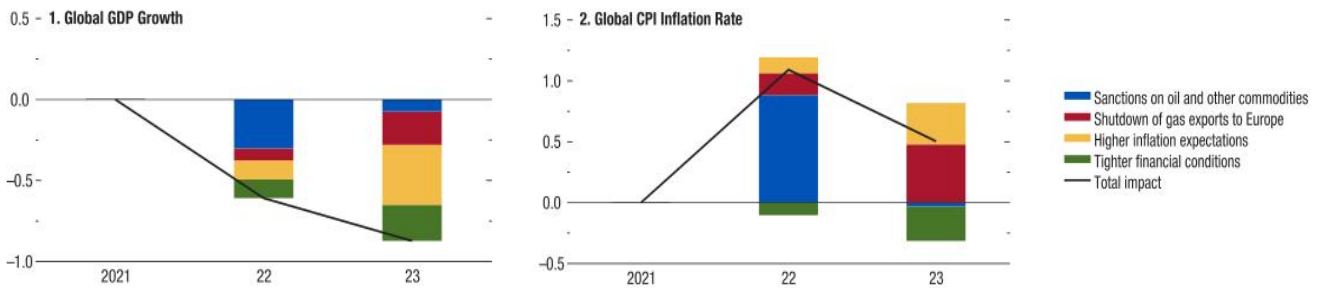


图 1-3 主要因素对全球 GDP 增速及 CPI 水平的影响程度

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

各国货币政策和安全政策的不确定性使得市场对于经济衰退的担忧不断加剧。最新一期全球衰退恐慌指数录得 35，创 2020 年下半年以来新高。其中，G7 国家衰退相对风险指数创历史新高，是正常值水平的四倍，将近 25% 的恐慌源于德国。不断收紧的货币政策将会影响全球资本市场，并且要求各国政府及时做出相应的政策。随着利率不断上升，企业必须不断提升盈利能力来偿还更高的债务，国家同样需要更多财政收入来偿还高企的外债。然而，利率上升只会抑制经济活动，导致企业破产风险加剧，国家财政收入减少。IMF 建议此时各国政府应该谨慎借入以国外货币计价的债务，避免发生国家违约。国家违约风险在低收入国家尤为明显，十年前仅有 20% 的低收入国家处于高负债困境中，而如今已经攀升至 60%。同时，新兴经济体的国债收益率也在不断攀升，增加了还贷成本。发展中国家应该尽量避免二十世纪八十年代的拉美债务危机，虽然此轮石油涨价幅度弱于此前，并且发展中国家央行提前采取了加息措施加以应对，但是在债务规模不断扩大以及疫情影响尚未消除的情况下，部分国家在未来发生债务违约的风险性依然较高。

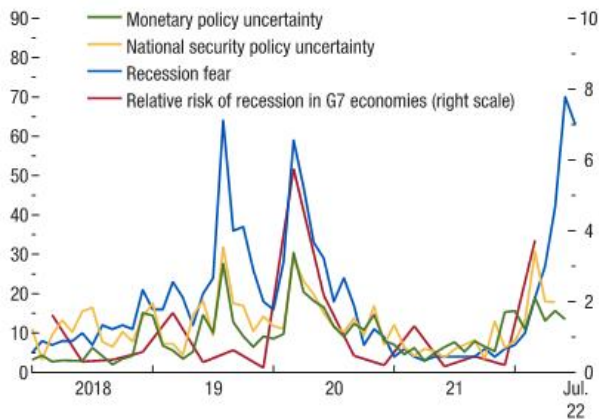


图 1-4 全球货币和安全政策不确定指数以及经济衰退风险指数

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

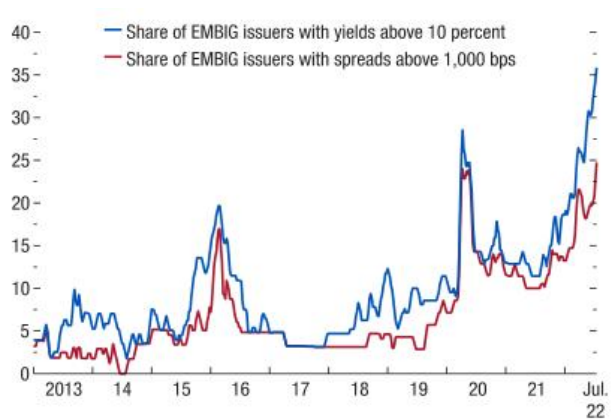


图 1-5 新兴经济体国债收益率指数

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

二、全球通胀高企 各大央行加快货币收紧步伐

在俄乌冲突、俄欧制裁以及新冠疫情影响之下，全球能源危机、粮食危机、供应链危机进一步加剧，多个经济体的通胀水平屡创历史或数十年新高。美国 6 月季调 CPI 同比增速录得 9%，创近 41 年新高；欧元区 7 月 HICP 同比增速录得 8.9%，续创该指数自 1997 年发布以来新高；英国 CPI 同比增速录得 9.4%，创该指数 1989 年发布以来新高；加拿大 6 月 CPI 同比增速录得 7.94%，创该指数 1993 年发布以来新高。俄罗斯连续数月通胀水平在 15%左右，土耳其和阿根廷更是爆发恶性通胀，6 月 CPI 同比增速分别达到 78.62%和 64%。能源是拉动全球通胀最重要的因素，其次是交通运输和食品。

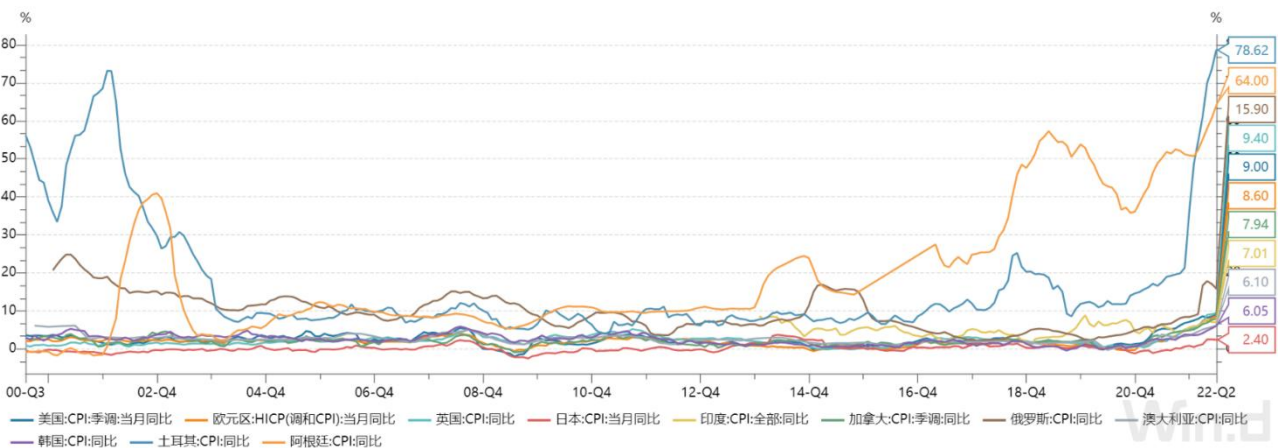


图 1-6 全球主要经济体通胀水平

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

为了抑制高企的通胀，各大央行加快了货币收紧的步伐。美联储在 6-7 月两次议息连续加息 75BP，为 1980 年代初保罗·沃尔克执掌美联储以来最大加息幅度，最近四次议息会议累计加息 225BP，基准利率已提升至 2.5%。欧洲央行在今年 4 月之前还曾信誓旦旦表示将坚持量化宽松政策，年内没有加息计划，但在高通胀的压力之下，于 7 月 1 日正式加息 50BP，首轮加息幅度甚至超越美联储。英格兰银行先于美联储收紧货币政策，并且 30 年来首次连续三次议

息会议加息。诸多发展中国家央行为了防止国际资本外逃以及抗击本国通胀，在去年就已进入加息进程。

单看7月，匈牙利央行加息幅度最大，达到200BP；其次是哥伦比亚央行，加息幅度为150BP；巴基斯坦央行加息125BP；加拿大、乌干达和罗马尼亚央行均加息100BP；美国、南非、智利、菲律宾央行均加息75BP，欧元区、秘鲁、乌拉圭、韩国、波兰、新西兰、澳大利亚、以色列、丹麦央行均加息50BP，塞尔维亚和马来西亚央行加息25BP。

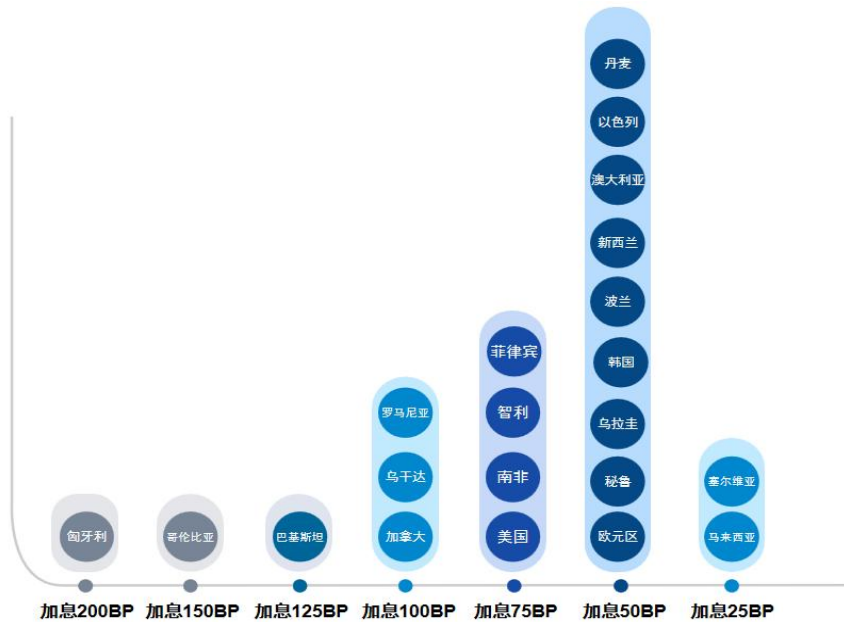


图 1-7 2022 年 7 月全球各大央行加息幅度汇总

数据来源：各大央行官网、Wind、方正中期期货研究院整理

第二部分 美国经济陷入技术性衰退期 联储议息会议鹰中带鸽

今年一季度和二季度环比均出现负增长意味着美国经济陷入技术性衰退期，不过美国总统、财政部部长和联储主席均不承认美国已经陷入衰退，强调经济环比下降主要因为货币政策加速收紧引发的，美国多项经济数据依然处于健康水平。由于通胀持续高企，美联储连续两次议息会议加息 75BP，7-8 月维持 475 亿美元的缩表上限，9 月起将缩表上限提升至 950 亿美元，不过 6-7 月实际缩表规模不足上限的三成。美联储 7 月议息声明及随后鲍威尔发言整体符合预期，鹰中带鸽，市场基本打消了美联储会采取更激进货币缩减政策的忧虑，随后大宗商品和各国股市齐涨，美元、国债收益率和恐慌性指数均下跌。

一、美国经济陷入技术性衰退期

根据美国经济分析局数据显示，2022 年二季度美国季调实际 GDP 录得 4.92 万亿美元，同比增长 1.6%，增速创近 5 个月以来新低；环比下降 0.2%，连续两个月出现负增长。通常而言，

技术性衰退被定义为连续两个季度 GDP 出现负增长，这就意味着美国经济已经正式陷入技术性衰退期。

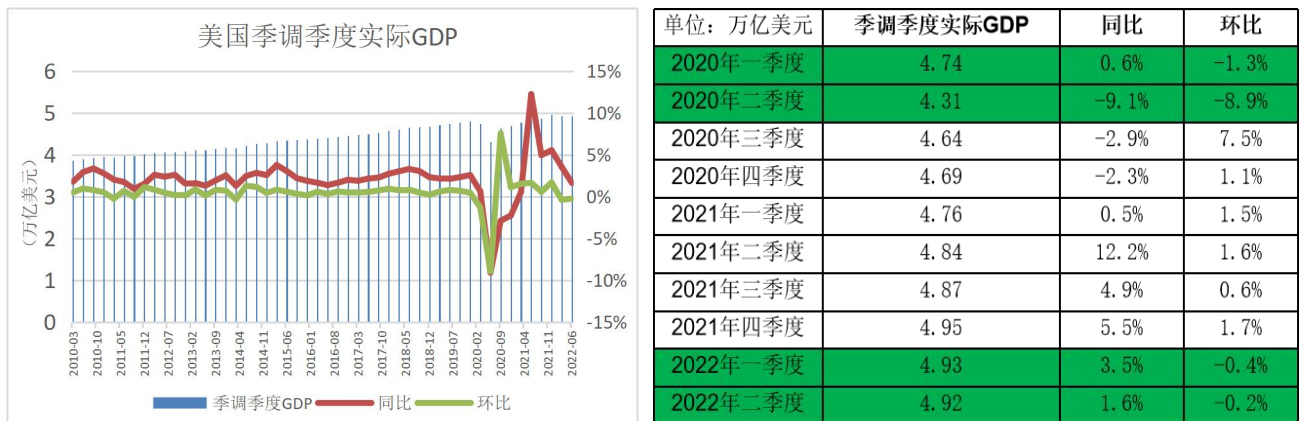


图 2-1 美国季调季度 GDP 总量及同比环比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从分项来看，“个人消费支出”一直以来是拉动美国经济最重要的因素，但是拉动效应大幅回落。二季度季调录得 3.48 万亿美元，占美国 GDP 比重达到七成，季度环比拉动率录得 0.18%，大幅低于前值 0.46%。并且，美国民众消费从“实体”向“服务”的转变趋势愈发明显。季调商品 GDP 创造 1.37 万亿美元，同比和环比分别回落 3.2%和 1.1%；季调服务 GDP 创造 2.15 万亿美元，同比和环比分别上涨 4.6%和 1%。“国内私人投资”创造 0.95 万亿美元，季调同比和环比增速分别为 8.7%和-3.6%，季调季度环比拉动率为-0.68%。从环比角度来看，美国投资热情大幅回落，除了“知识产权产品”环比增长 2.2%，其他各大板块（固定投资、非住宅、建筑、设备、住宅、私人存货变化）均环比回落。随着美联储收紧货币政策以及美国政府退出纾困计划，美国民众消费热情下降，政策削减开支，二季度“商品和服务净出口”创造负值规模环比收窄 4.5%，所以即便“商品和服务净出口”依然是负项，但季度环比拉动率逆势增长 0.36%，甚至超过“个人消费支出”。“政府消费支出和投资”创造的 GDP 录得 0.83 万亿美元，同比和环比均回落 1.6%和 0.5%，季度环比拉动率为 0.08%。下半年美国财政支出会进一步收窄，政府消费和投资的环比拉动率会再度出现负值。

表 2-1 2022 年二季度美国季调实际 GDP 及分项对 GDP 季度环比拉动率

	季调实际 GDP (万亿美元)	同比	环比	对 GDP 季度环比拉动率
总量	4.92	1.6%	-0.2%	-0.2%
个人消费支出	3.48	1.8%	0.3%	0.18%
国内私人投资总额	0.95	8.7%	-3.6%	-0.68%
商品和服务净出口（负项）	-0.37	18.5%	-4.5%	0.36%
政府消费支出和投资总额	0.83	-1.6%	-0.5%	-0.08%

备注：以上数据均已折算为季度值

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

数据公布之后，美国总统拜登和财政部部长耶伦表示即使 GDP 数据连续两个季度下滑，鉴于就业市场和家庭资产负债表仍然表现强劲，美国经济依然处于健康良好状态，叠加美联储主席鲍威尔在数据公布前一日的议息会议上强调美国经济不会出现衰退，可以看出美国政府并不想承认美国经济已经进入衰退期。从其他重要数据来看，今年 6 月美国制造业和非制造业 PMI 分别录得 53 和 55.3，依然处于扩张区，不过边际增速不断放缓；7 月消费者信心指数录得 51.1，虽然触底反弹，但还是处于近 70 年低位；6 月季调失业率录得 3.6%，处于近 50 年低位，但连续四个月持平未能继续下降，季调初请失业金人数从二季度起出现明显反弹。

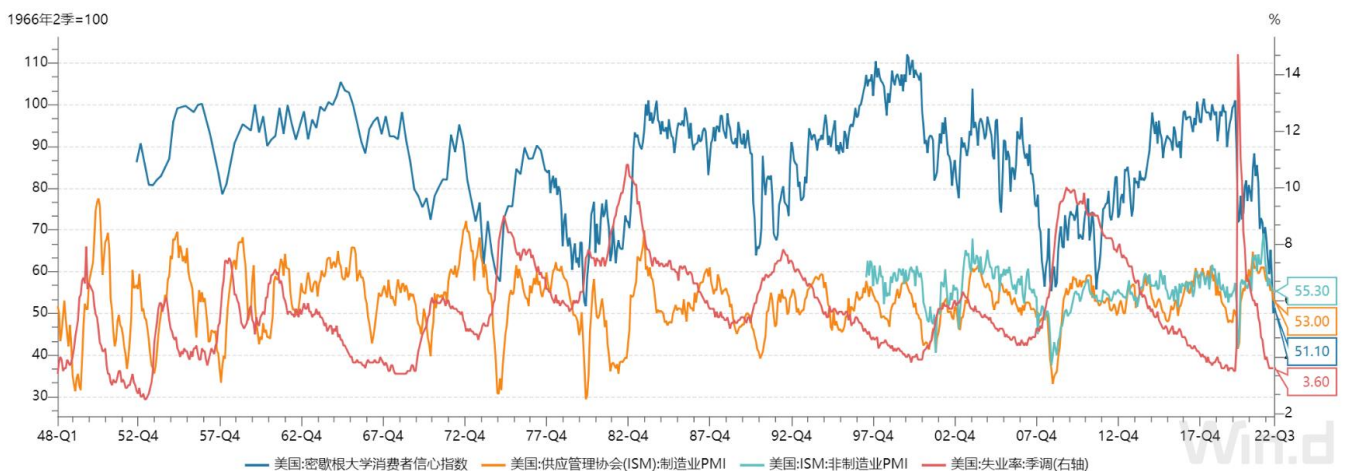


图 2-2 美国 PMI、失业率、消费者信心指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

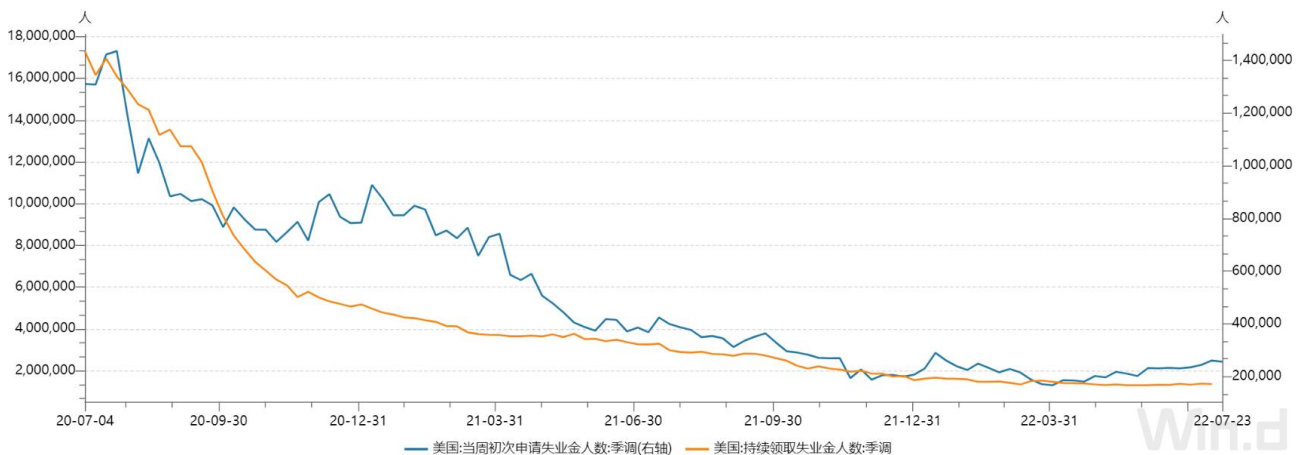


图 2-3 美国季调当周初请失业金人数和持续领取失业金人数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

综合来看，美国经济陷入技术性衰退期已是不争的事实。不过，此轮美国经济衰退更主要是由于通胀高企迫使美联储加快货币收紧步伐引发的，部分经济数据依然处于健康区间，所以并未出现较大程度的恐慌。当前美国的总体策略是“先抗通胀，后救经济”，下半年美联储将

维持较为鹰派的货币政策，经济有进一步下行压力。待明年美联储货币政策转向之后，美国经济将迎来新一轮复苏。

二、美国通胀续创近 41 年新高

1、美国通胀持续高企的原因

美国通胀水平继续大幅走高且超预期。6 月美国季调 CPI 同比增速录得 9%，高于前值 8.5% 和预期 8.8%；季调环比增速录得 1.3%，高于前值 1%，环比和同比增速均连续两个月上升。其中，季调 CPI 环比增速录得 5.9%，连续三个月回落；季调核心 CPI 环比增速录得 0.7%，创近 1 年新高。美联储更为看重的 PCE 指标显示 6 月 PCE 同比增长 6.76%，创近 40 年新高；核心 PCE 同比增长 5.9%，连续三个月边际回落。

表 2-2 美国季调 CPI 及分项同比和环比增速

项目	权重	季调同比增速 (%)							季调环比增速 (%)					
		6月	5月	4月	3月	2月	1月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	
总项	CPI	1	9.0	8.5	8.2	8.6	7.9	7.5	1.3	1.0	0.3	1.2	0.8	0.6
	核心CPI	77.9%	5.9	6.0	6.1	6.4	6.4	6.0	0.7	0.6	0.6	0.3	0.5	0.6
分项	能源	8.3%	41.5	34.4	30.2	32.2	25.7	27.0	7.5	3.9	-2.7	11.0	3.5	0.9
	食品饮料	14.0%	10.0	9.7	9.0	8.5	7.6	6.7	1.0	1.1	0.8	1.0	1.0	0.8
	住宅	32.3%	7.3	6.9	6.5	6.4	5.9	5.7	0.8	0.8	0.6	0.7	0.5	0.7
	服装	2.5%	5.2	5.0	5.4	6.8	6.6	5.3	0.8	0.7	-0.8	0.6	0.7	1.1
	交通运输	13.9%	19.6	19.3	19.8	22.5	21.1	20.9	3.8	2.0	-0.4	3.9	1.9	0.4
	医疗保健	8.5%	4.5	3.7	3.2	2.9	2.4	2.5	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	0.7
	娱乐	5.0%	4.6	4.5	4.3	4.8	4.9	4.8	0.3	0.4	0.4	0.2	0.7	0.9
	教育与通信	6.0%	0.8	0.8	1.0	1.6	1.6	1.7	0.2	-0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.1
其他商品和服务	9.6%	6.7	6.3	5.7	5.5	5.6	4.9	0.5	0.5	0.4	0.5	1.1	0.8	

数据来源：Wind、美国劳工部、方正中期期货研究院整理

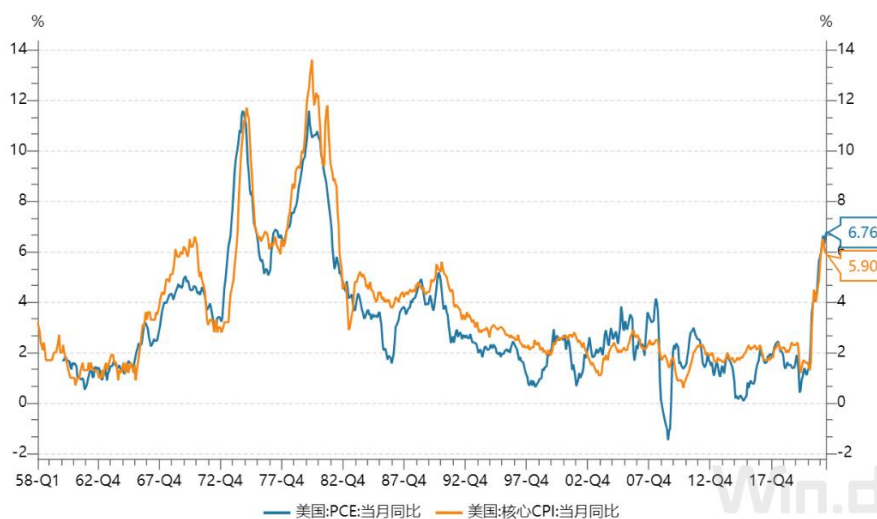


图 2-4 美国 PCE 与核心 CPI 同比

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核心的因素，季调 CPI 同比增速录得 41.5%，创近 42 年以来新高。虽然能源 CPI 的权重占比仅为 8.3%，但同比和环比拉动率分别达到 3.4% 和 0.6%，远超其他板块。在能源板块中，汽油 CPI 的权重是最高的，达到 4.8%。6 月美国汽油价格持续飙升，

6月13日当周汽油含税零售价达到5.11美元/加仑，创历史新高。6月美国汽油价格均值为5.03美元/加仑，同比上涨59%。不过，随着全球石油价格在6月中旬冲高回落之后，美国汽油价格也随之走低，7月25当周回落至4.44美元/加仑，连续6周回落。7月美国汽油均值为4.67美元/加仑，同比增长45%，低于前值14个百分点，至少7月能源板块对通胀的拉动效应会有所削弱。下半年国际石油价格有望呈现震荡走弱的趋势。美联储持续缩紧货币政策，OPEC+增产10%，全球经济下行压力增强放缓了对于石油需求，都将促使油价走弱。

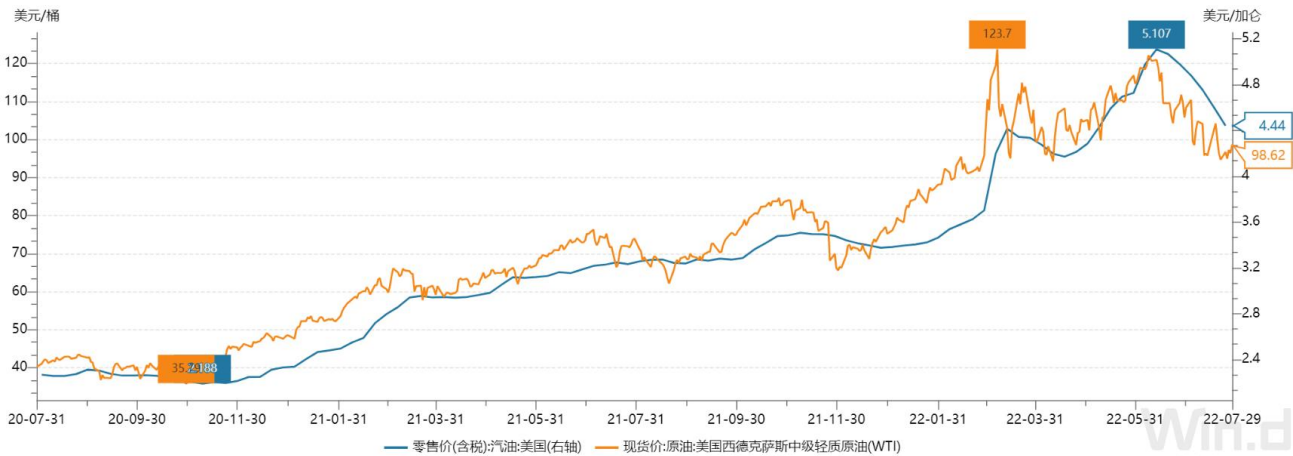


图 2-5 美国 WTI 现货价和汽油含税零售价
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

交通运输是拉动美国通胀第二大因素，同比和环比拉动率分别达到 2.7%和 0.5%。交运板块中机动车 CPI 同比增速下降，运输服务 CPI 同比增速上升。**新机动车和二手车 CPI** 权重各占 4%，新机动车 CPI 季调同比增速录得 11.4%，在 4 月达到 13.2%峰值之后连续两个月回落。上海于 4 月开始全面封控，影响了中国乃至全球供应链，导致新车供给大幅减少，车价上涨；随着 4 月中下旬供应链逐渐恢复，5-6 月新车供给量有所回升，新车 CPI 同比增速不断回落。二手车 CPI 同比增速已经连续 5 个月回落，可见美国民众对于二手车的购买热情不断下降。**运输服务 CPI** 权重达到 5.9%，季调同比增速录得 9%，大幅高于前值 8%，创近 40 年新高。机动车维修和机动车保险 CPI 分别同比增长 9%和 6%，均大幅高于前值。美国解除疫情完全管控措施后，对于公共交通需求大增，6 月公共交通 CPI 同比增速继续达到 23.7%，其中机票 CPI 同比增速录得 34.1%。

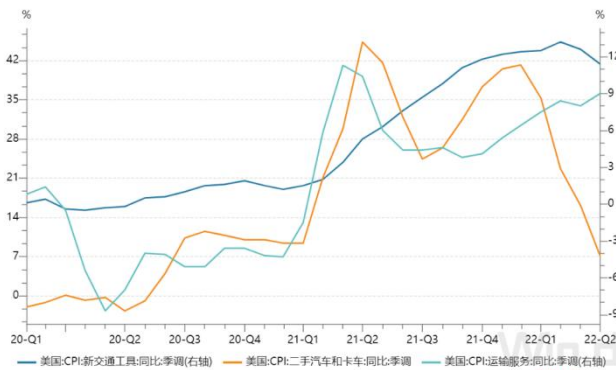


图 2-6 美国机动车和交运服务 CPI 同比增速图

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

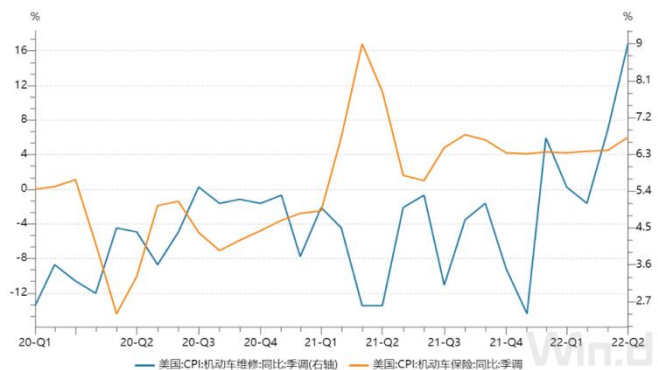


图 2-7 美国机动车维修和保险 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

住宅是拉动美国通胀第三大因素。虽然住宅 CPI 季调同比增长 7.3%，并不算非常高，但是住宅 CPI 权重达到 32.3%，所以同比和环比拉动率达到 2.4%和 0.3%。房价上涨会传导至租金水平，一般住宅 CPI 滞后于房价变化 18 个月左右。当前美国房价续创历史新高，将会带动未来租金持续上涨，美国住宅 CPI 将在明年年底之前均维持高位。

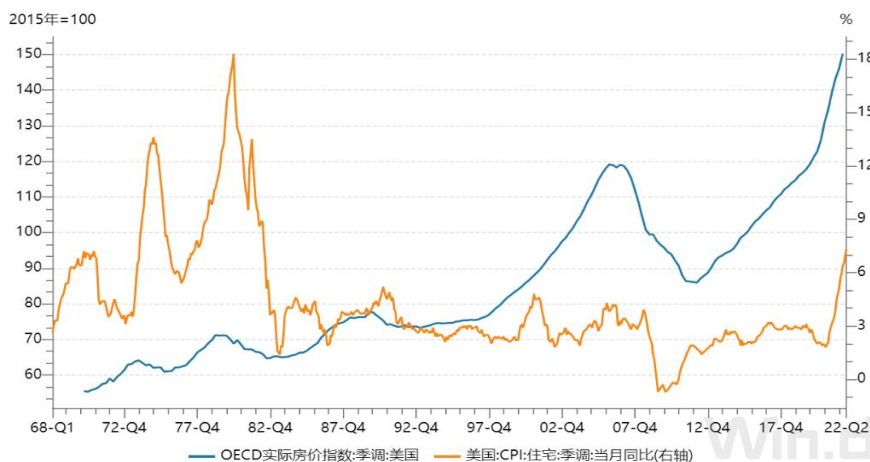


图 2-8 美国住宅 CPI 同比增速与 OECD 实际房价指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

食品饮料是拉动美国通胀第四大因素，季调 CPI 同比和环比增速分别录得 10%和 1.1%。联合国粮农组织的食品价格指数已经在今年 2 月出现拐点，其中谷物类价格在今年 5 月达到 173.4 峰值之后同样冲高回落。不过，美国食品价格的变动一般会滞后于联合国粮农组织食品价格 6-8 个月，因此美国食品价格有望于 8-10 月环比下降。

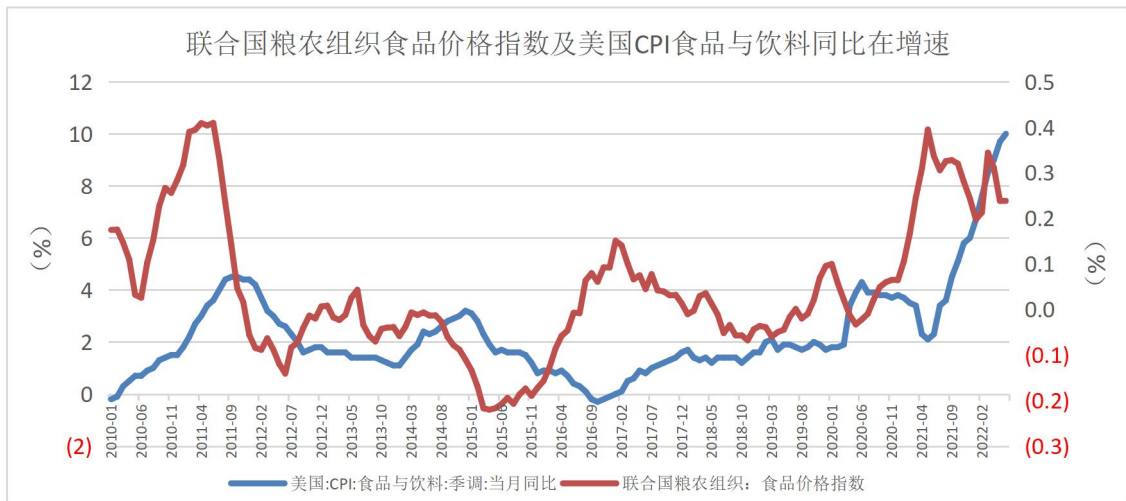


图 2-9 联合国粮农组织食品价格指数及美国 CPI 食品与饮料同比在增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

总体来看，下半年美国通胀水平将整体呈现“高位震荡、逐步下行、阶段反弹”态势。美国进口价格同比增速边际放缓，PPI 所有商品同比增速依然上涨，可见美国本土生产成本依然大幅上涨，但是进口商品价格增速已边际放缓。由于 CPI 前期基数较高且部分关键板块价格略有松动，CRB 价格出现冲高回落，并且美国是进口依赖型的国家，所以美国通胀水平增速将边际放缓。依然需要关注地缘冲突、疫情冲击、供应链危机、粮食危机、能源危机、大国博弈等各方面因素，一旦部分因素加剧将会促使美国通胀水平阶段性反弹。

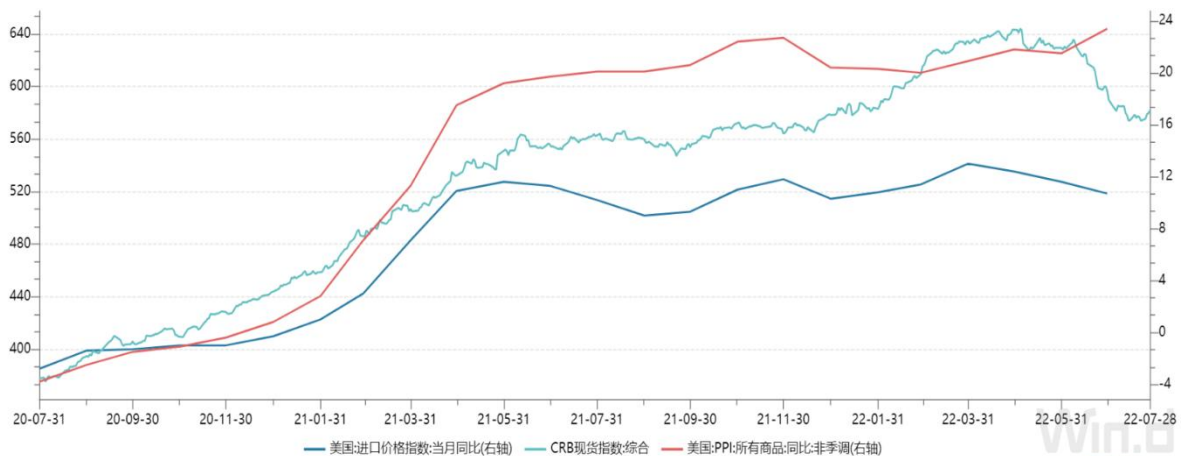


图 2-10 美国进口价格同比、PPI 所有商品价格同比、CRB 现货综合指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

三、美联储 7 月议息会议鹰中带鸽

美东时间 7 月 27 日美联储发布 7 月议息会议声明，随后联储主席鲍威尔发言。利率方面，将联邦基金利率的目标区间从 1.50%-1.75% 升至 2.25%-2.50%，连续两个月加息 75BP，并且提到 9 月议息会议将保持较大的加息幅度，不过实际加息幅度会兼顾届时的经济和通胀情况，未来放缓加息步伐将是合适的。缩表方面，7-8 月缩减上限维持 475 亿美元（300 亿美元国债+175

亿美元 MBS），9 月起将缩减上限提升至 950 亿美元（600 亿美元国债+350 亿美元 MBS），缩表持续 2-2.5 年。通胀方面，重申将长期通胀率控制在 2% 的决心，提到虽然近期物价略有回落，但是俄乌冲突导致粮食和汽油价格处于较高水平。就业方面，当前劳动力紧缺问题依然严重，失业率创近 50 年低位，最近一个季度每月新增 37.5 万个就业岗位，工资上涨速度较快。经济方面，提到居民消费增速放缓，承认加息政策有可能会放缓经济增速，但强调美国经济不会出现衰退。

美联储 7 月议息声明和鲍威尔基本符合市场预期，呈现“鹰中带鸽”的味道。从鹰派角度来看，坚称经济只是放缓并未衰退，强调就业市场火爆，突出通胀形势严峻以及美联储抗通胀的决心，为后续持续加息缩表做好铺垫。从鸽派角度来看，提到后续加息幅度会考虑当时经济情况，释放会因为经济下行压力放缓加息步伐的讯息，所以未来将难以出现超出 75BP 的加息幅度；明确终点利率可以参考 6 月点阵图，意味着中性利率会维持在 3.25-3.5%。

CRB 现货综合指数在 5 月 4 日出现拐点，美国通胀水平在下半年将震荡回落，同时美国经济下行压力不断加剧，美联储大概率将在下半年放缓加息节奏，有可能出现“9 月 50BP、11 月 25BP、12 月 25BP”的加息路径。联邦基金期货显示明年 3 月美联储的货币政策就会转向。另外，美联储的缩表规模远未达到缩表上限。美联储资产规模 6 月缩减 49.64 亿美元，仅为缩表上限的 10.5%；7 月缩减 217 亿美元，为缩表上限的 46.7%；两月合计缩减规模为缩表上限的 28.1%。由此看出，美联储的调整货币政策时依然非常顾及经济下行的压力。



图 2-11 联邦基金期货隐含的美国基准利率
数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理

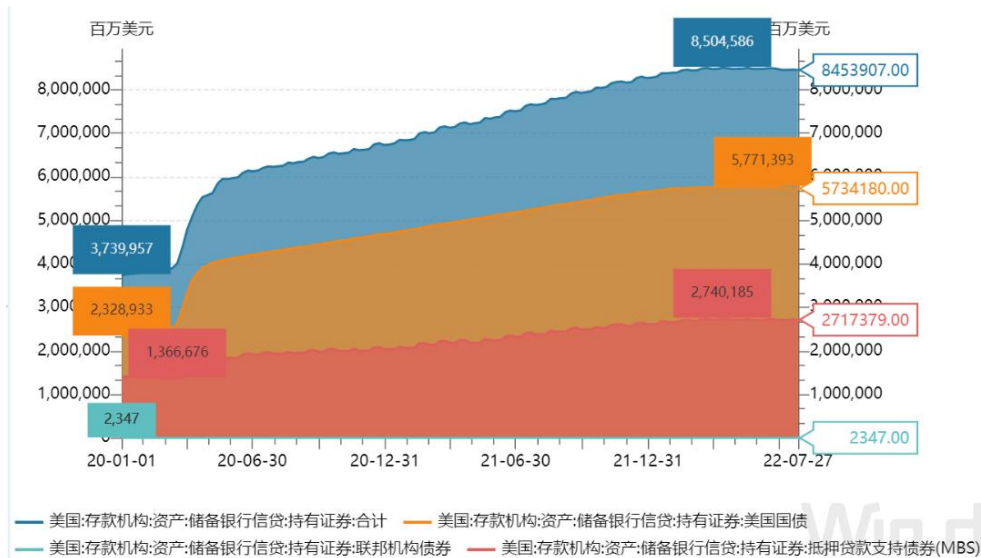


图 2-12 美联储美国国债、MBS 和联邦机构债券规模

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

鲍威尔的讲话打消了市场对美联储进一步大幅加息的担忧, 对全球金融和商品市场产生重要影响。大宗商品和各国股市齐涨, 美元、国债收益率和恐慌性指数均下跌。短期之内, 大宗商品市场依然有反弹行情。

表 2-3 美联储发布 7 月议息会议声明后全球大宗商品及金融市场表现情况

大类	品种	7月26日	7月27日	7月28日	7月29日	累计涨跌幅
商品	伦敦现货黄金	1720.05	1714.05	1753.5	1753.4	1.94%
	伦敦现货白银	18.54	18.765	19.325	20.065	8.23%
	LME3个月铜	7615	7568	7715	7790	2.30%
	CBOT大豆(连续)	1530	1579.75	1613	1641.5	7.29%
	布伦特原油(连续)	104.4	106.62	107.14	110.01	5.37%
	NYMEX天然气	8.905	8.668	8.162	8.286	-6.95%
股指	标普500指数	3921.05	4023.61	4072.43	4130.29	5.34%
	道琼斯工业平均指数	31761.54	32197.59	32529.63	32845.13	3.41%
	纳斯达克综合指数	11562.57	12032.42	12162.59	12390.69	7.16%
	俄罗斯RTS指数	1136.02	1153.95	1137.82		0.16%
	伦敦金融时报100指数	7306.28	7348.23	7345.25	7423.43	1.60%
	巴黎CAC40指数	6211.45	6257.94	6339.21	6448.5	3.82%
	法兰克福DAX指数	13096.93	13166.38	13282.11	13484.05	2.96%
上证A股指数	3434.5391	3432.6979	3439.7374	3408.9555	-0.74%	
波动率	标普500波动率指数	24.69	23.24	22.33	21.33	-13.61%
	纳斯达克100波动率指数	30.91	29.59	28.48	27.25	-11.84%
债券	美国10年期国债收益率	2.81	2.78	2.68	2.67	-4.98%
	俄罗斯10年期国债收益率	9.07	9.085	9.065	9.05	-0.22%
	欧元区10年期公债收益率	1.009946	1.022221	0.895554		-11.33%
外汇	美元指数	107.2352	106.4861	106.1656	105.8361	-1.30%
	欧元兑美元	1.0118	1.0197	1.0196	1.0226	1.07%
	美元兑日元	136.95	136.59	134.24	133.215	-2.73%
	美元兑卢布	57.7821	58.6605	60.2198	60.2031	4.19%
海运	BDI	2061	2007	1945	1895	-8.05%

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

第三部分 欧洲央行超预期加息 经济增长前景不容乐观

欧元区今年二季度经济发展整体不错，GDP 同比增长 4%，环比增长 0.7%，基本摆脱新冠疫情的影响。不过，俄乌冲突引发的负面溢出效应愈发明显，尤其在能源领域。虽然诸多与能源相关的制裁措施是在上半年制定，但是真正落实将从今年下半年开始，届时欧洲将更为切实感受到能源短缺的危机，从而影响欧洲的民生和生产。欧洲央行在首轮就加息 50BP，略超市场预期，一方面为了对抗续创历史记录的通胀率，另一方面为了提振已跌破 1:1 的欧元兑美元汇率。诸多不利因素促使 IMF 在 7 月报告中将 2022-2023 年欧元区经济增速预期下调至 2.6% 和 1.2%。

一、欧洲通胀续创历史新高

8 月 1 日欧盟统计局公布欧元区 7 月 HICP 同比增速录得 8.9%，续创该指数 1997 年 1 月发布以来历史新高；不过，边际增速大幅放缓，环比增速录得 0.1%，创近 1 年以来新低。英国统计局在 7 月 20 日发布英国 6 月 CPI 同比增速录得 9.4%，同样创该指数 1989 年 1 月发布以来新高；环比增速录得 0.8%，略高于前值 0.7%。

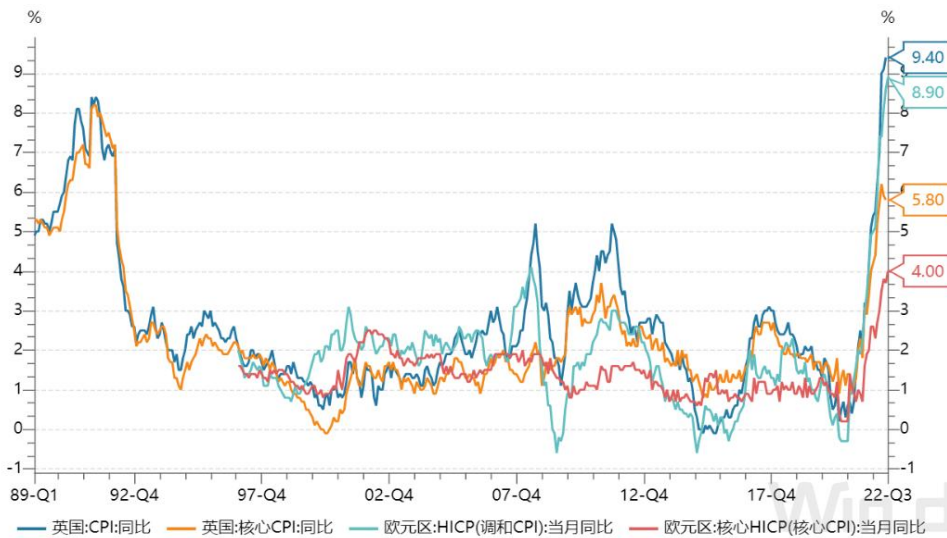


图 3-1 欧元区和英国 CPI 与核心 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

欧盟尚未公布 7 月 CPI 分项情况，和英国均公布了 6 月 CPI 分项指标。能源依然是拉动欧洲通胀最关键的因素。欧盟在第五轮和第六轮对俄制裁中分别涉及到了煤炭和石油领域，英国同样持续加码对俄罗斯的能源制裁。同时，俄罗斯主动切断了部分未采取卢布结算欧盟国家的天然气供应，导致欧洲能源危机加剧。6 月欧元区能源 CPI 同比增速达到 42%，欧元区的电力、燃气、液体燃料、固体燃料、热能五大能源板块 CPI 分别同比上涨 32.8%、51.6%、88.5%、25.8%、32.9%。英国固体燃料以及电力、天然气和其他燃料 CPI 同比增速录得 22.4% 和 70.2%。6 月欧

欧元区**和英国食物** CPI 同比增速分别录得 10.7%和 9.8%，是拉动欧元区通胀第三大因素。乌克兰被誉为欧洲粮仓，但是黑海被封锁之后，多达 2500 万吨小麦、玉米等谷物滞留乌克兰。同时，俄罗斯的化肥和粮食受到制裁，从而导致欧洲食品价格不断攀升。剔除能源和食品两大板块，欧元区 6 月核心 CPI 同比和环比增速分别录得 3.7%和 0.2%，英国 6 月核心 CPI 同比和环比增速分别录得 5.8%和 0.43%，四个数值均低于前值。其中，欧元区和英国**交通运输** CPI 同比增速录得 14.4%和 14.9%，是拉动欧洲通胀的第二大因素。随着绝大多数欧洲国家解除了所有与疫情相关的入境限制措施，欧洲对于交通需求持续回暖，车辆购置价格同比增长 7.7%，航空机票价格同比上涨 31%；英国该两项指标分别上涨 9.5%和 22.4%。另外，欧元区“**家具和家用设备**”与“**娱乐文化**”两大板块 CPI 同比增速分别录得 6.5%和 4.4%。

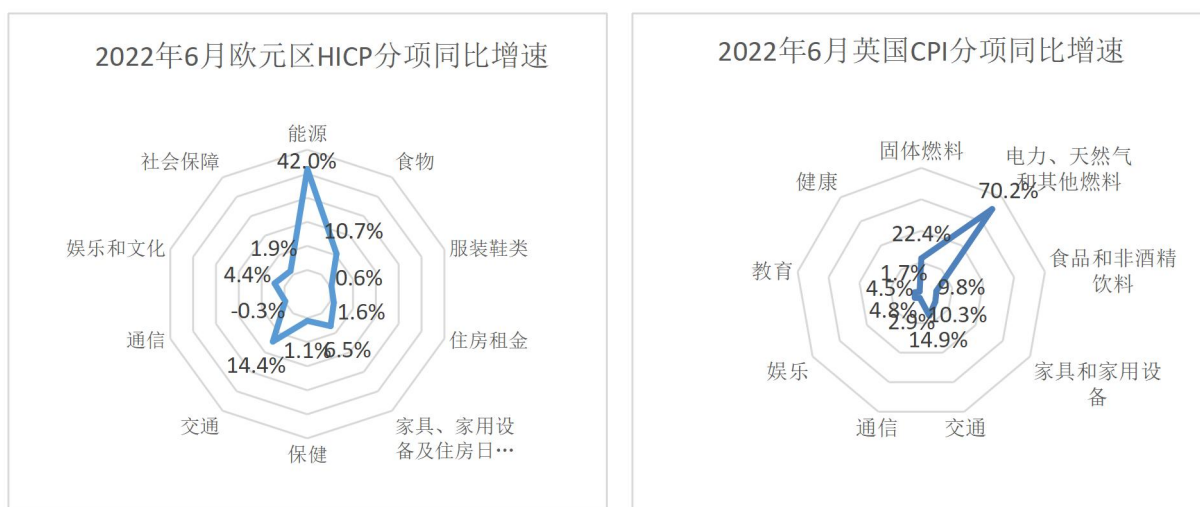


图 3-2 2022 年 6 月欧元区 HICP 和英国 CPI 各分项同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

8 月以来，欧洲物价维持高位，各方面消息喜忧参半，抗通胀压力依然较强。能源方面，“北溪-1”号的天然气供应量从正常的四成水平进一步下降至两成，迫使欧盟从 8 月 1 日起正式实施 7 月通过的自愿削减天然气用量协议。成员国将在今年 8 月 1 日至明年 3 月 31 日期间，将天然气需求在过去 5 年平均消费量的基础上减少 15%。为削减天然气用量，不少欧洲国家先后宣布重开煤电厂或采取措施支持煤电，但欧盟又在 8 月 1 日正式停止从俄罗斯进口煤炭，欧盟将不得不加大从印尼和澳大利亚进口煤炭的力度。粮食方面，俄罗斯、乌克兰分别与联合国和土耳其签署粮食协议，恢复乌克兰谷物从敖德萨等三大港口出运，允许俄罗斯粮食和化肥出口，8 月 1 日首艘乌克兰运粮船正式从敖德萨港启运。不过，由于各方存在信任问题，敖德萨港水域的水雷并未排除，海运成本风险溢价较高，前期运量较为有限。供应链方面，德国、荷兰、比利时、法国、意大利、西班牙等欧元区国家均爆发了码头工人和火车司机罢工事件，导致水路、铁路、公路运营效率大幅降低。8 月英国弗利克斯托港和利物浦港也在公投决定是否要决定罢工。8 月欧元区 CPI 同比增速有可能续创历史新高；9-10 月在欧洲央行和英国央行持

续加息情况下环比增速可能出现负值；11月之后欧洲进入冬季，倘若俄乌冲突持续且能源制裁限制依旧，欧洲通胀将会再度反弹。

二、欧元兑美元破1 欧洲央行超预期加息

就在欧盟公布CPI数据之后的第二天，欧洲央行在7月21日议息会议中将三大利率均上调50BP，分别将基准利率从0%提升至0.5%，将隔夜存款利率从-0.5%提升至0%，将隔夜贷款利率从0.25%提升至0.75%。这是近11年以来欧洲央行首次加息。欧洲央行首轮就加息50BP略超市场预期，足以可见欧元区当前通胀的严峻局势，此外欧元兑美元一度跌破1:1大关，促使欧洲央行要采取更为激进的货币政策来提振欧元。

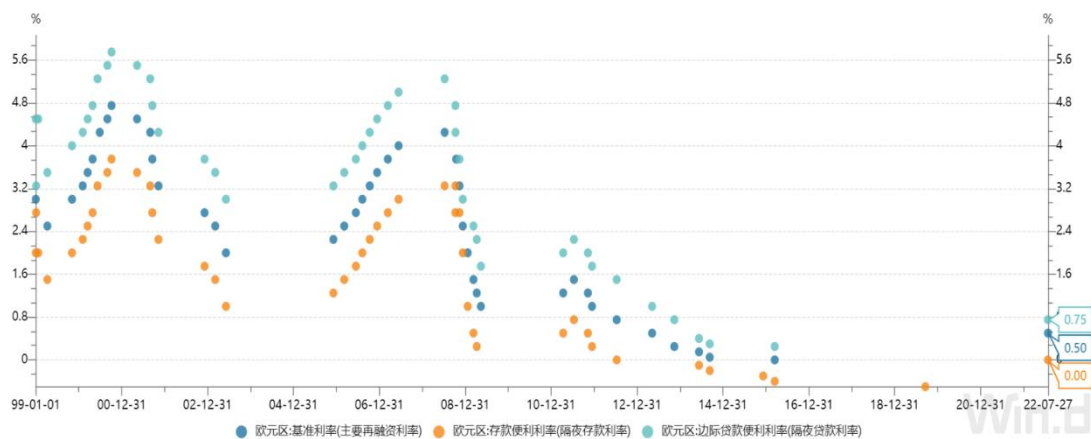


图 3-3 欧洲央行三大利率历史变动情况

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

欧元兑美元汇率于7月14日一度跌破1:1，降至0.9952，上次破1还要追溯至2002年12月5日。虽然欧元区通胀同样创历史新高，但是美联储货币政策比欧洲央行更为鹰派，俄乌冲突长期化对于欧洲经济负面影响比美国更为明显，因此市场更为看衰欧元。俄乌冲突有长期化趋势，能源危机和粮食危机的负面溢出效应对于欧洲经济的冲击影响明显强于美国。欧洲将已于8月1日完全取消对俄煤炭，年底前将俄罗斯原油进口量减免九成，同时俄罗斯有意先于欧盟主动对欧洲切断天然气，短期内欧洲难以完全找到替代能源，这些能源摩擦都将直接影响欧洲的民生和生产，并且冬季来临之时欧洲能源危机将会升级。美国自身就是石油、天然气和煤炭等资源大国，只是从环保和战略角度限制开采，部分进口石油。并且，美国对于俄罗斯的能源依赖度较低，2021年美国从俄罗斯进口石油总量录得2.54亿桶，仅占美国进口总量的8.4%。此外，美国也是农业大国，盛产且出口大量玉米、大豆、小麦以及大米，并不像欧洲那样会受到黑海被封锁的影响，甚至还能从高粮价中牟利。



图 3-4 欧元兑美元日 K 线走势图

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

不过，随着欧洲通胀创历史新高，欧洲央行加快了加息步伐，欧元随即止跌反弹。尤其在 7 月 27 日鲍威尔发布略带鸽派的言论，消除市场对于美联储进一步加快货币收紧步伐的担忧，美元逐步呈现弱势行情。当前美国已经陷入技术性衰退期，美联储会顾忌经济难以加码货币政策，甚至明年 3 月起可能进入降息通道。反观欧洲因能源短缺，通胀水平难以在短期迎来拐点，因此欧洲央行未来会有更多鹰派言论和政策。相较而言，美联储的鹰派政策已经被 Price-in。所以，未来欧元兑美元整体呈现震荡反弹态势。

三、欧洲经济前景不容乐观

剔除价格因素，今年二季度欧元区 GDP 录得 2.72 万亿欧元，同比和环比增速分别为 4% 和 0.7%。今年上半年欧元区实际 GDP 合计录得 5.43 万亿欧元，同比和环比增速分别为 4.7% 和 1%。整体来看，欧元区上半年的经济成绩单非常亮眼，基本摆脱了疫情对于欧元区的影响。

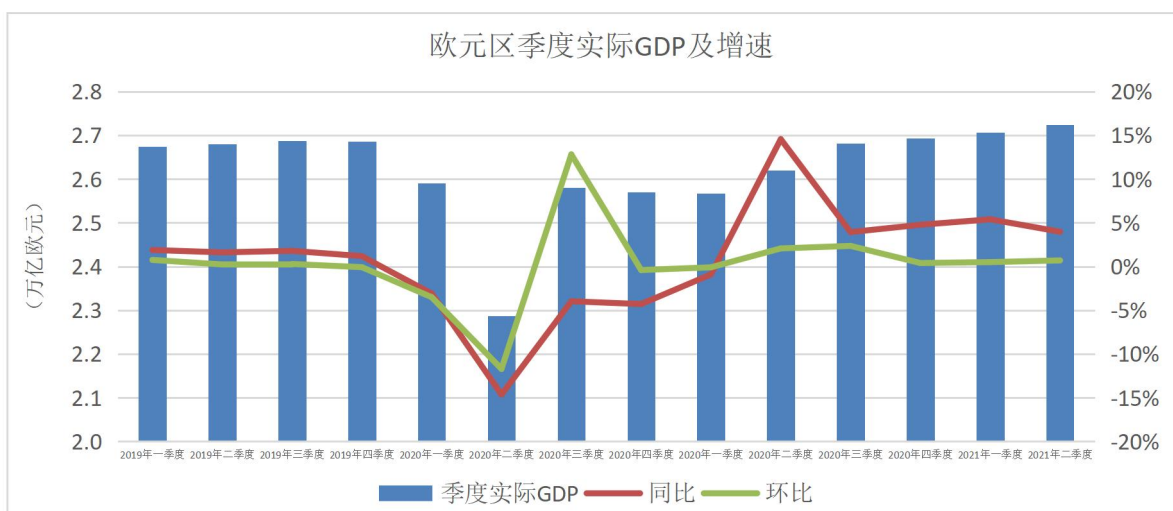


图 3-5 欧元区季度实际 GDP 及增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

不过，俄乌冲突尤其是各项制裁的负面溢出效应对于欧洲生产和民生影响甚广。欧洲对于俄罗斯能源依赖度极高，每年俄罗斯对欧盟的煤炭、天然气和石油的出口量占欧盟进口总量的46%、41%和27%。根据欧盟制裁及相关协议规定，欧盟于8月1日禁止从俄罗斯进口煤炭，今年底之前禁止俄罗斯海运石油进口，在今年8月1日至明年3月31日期间减少15%的天然气使用量。可以看出虽然各项制裁措施于今年上半年发布，但是真正起效是在下半年，届时欧洲将更为切实感受能源短缺问题。

从7月最新各项数据来看，欧洲经济下行压力巨大。ZEW欧元区经济现状和景气指数分别录得-44.4和-51.1，大幅低于前值，创近一年以来新低；欧元区和英国制造业与服务业PMI均低于前值，尤其欧元区制造业PMI跌破荣枯线；欧盟和英国消费信心指数分别录得-27.3和-41，创历史新低；欧元区投资信心指数录得-26.4，创两年以来新低，其中预期指数回落尤为明显。由于天然气供应不足，诸多欧洲国家重启燃煤，德国宣布延迟能源2035年碳中和计划。此外，英国首相约翰逊和意大利总理先后在7月8日和7月21日马里奥·德拉吉宣布辞职。由此可以看出，欧洲在未来投资、消费、产业、环保等领域前景都处于回落态势，叠加政局动荡，经济和社会发展前景不容乐观。IMF在7月最新《世界经济展望》中将2022-2023年欧元区经济增速分别从2.8%下调至2.6%以及2.3%下调至1.2%。



图 3-6 欧洲制造业和服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

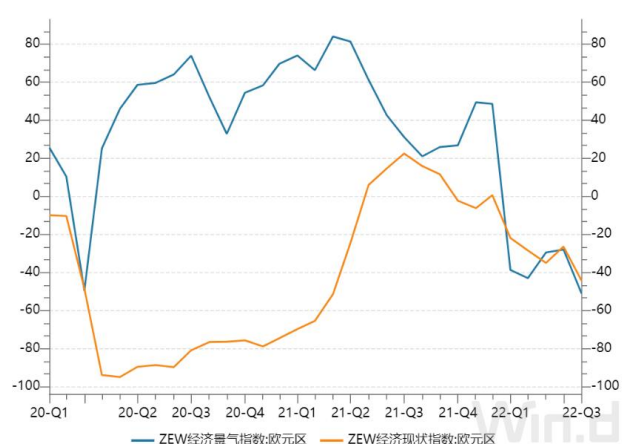
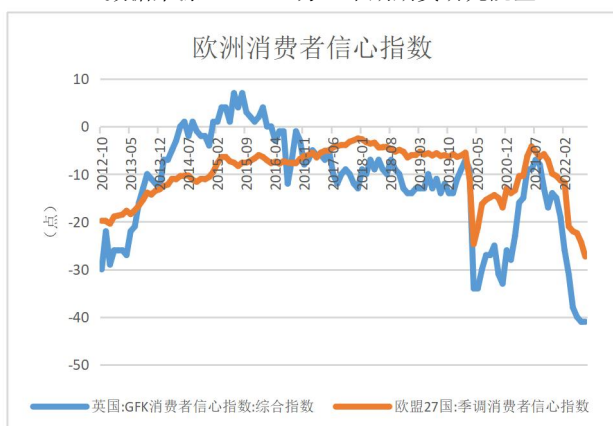


图 3-7 ZEW 欧元区经济现状和景气指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



欧洲消费者信心指数

图 3-8 展示了欧洲消费者信心指数在2012年10月至2022年2月的变化。图中包含两条主要数据系列：英国GfK消费者信心指数综合指数（深蓝色）和欧盟27国季调消费者信心指数（黄色）。两个指标在2020年初均出现大幅下跌，随后有所回升，但在2022年再次出现大幅回落，尤其是英国GfK消费者信心指数已跌至-41，创历史新低。

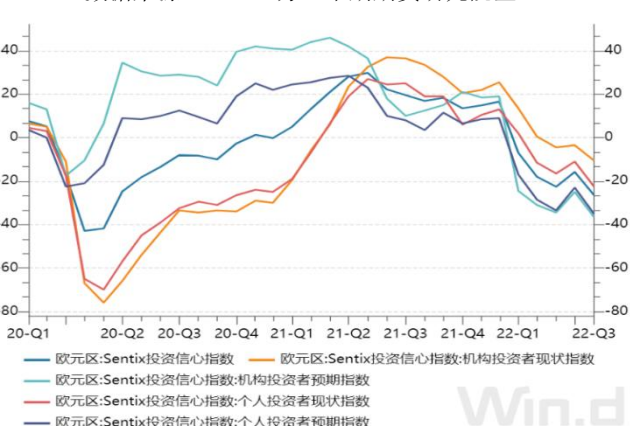


图 3-9 展示了欧元区Sentix投资信心指数的现状指数和预期指数在2020年第一季度至2022年第三季度的变化。图中包含四条主要数据系列：欧元区Sentix投资信心指数（深蓝色）、欧元区Sentix投资信心指数-机构投资者现状指数（黄色）、欧元区Sentix投资信心指数-机构投资者预期指数（浅蓝色）和欧元区Sentix投资信心指数-个人投资者现状指数（红色）。所有指标在2020年初均出现大幅下跌，随后有所回升，但在2022年再次出现大幅回落，尤其是个人投资者预期指数已跌至-26.4，创两年以来新低。

图 3-8 欧洲消费者信心指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

图 3-9 欧元区 Sentix 投资信心指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第四部分 黑天鹅事件致日本金融市场动荡 寡妇交易惨遭失败

7月，日本金融市场发生两件大事。其一，日本前首相安倍晋三于7月8日遇袭身亡，引发日本金融市场重大动荡。其二，日本央行赢得了此轮日本国债收益率的寡妇交易，国际资本惨遭失利。

一、安倍遇袭致日本金融市场动荡

日本时间7月8日上午11点半左右，日本前首相安倍晋三在奈良市进行街头演讲时中枪倒地，随后被直升机送往医院抢救，但不幸于当天下午不治身亡。在此期间，日本金融市场发生剧烈波动。日经225指数早盘一度大涨约1.5%，但在事件发生后出现大跌。12:30开盘后跳跌至26665.04，相比11:30收盘价下跌0.76%；12:30-13:00跌幅达到0.68%；随后传出安倍抢救出现转机，13:00-14:00反弹0.26%；不过，随着病情骤然恶化，14:00-15:00再度回跌0.59%。日元则出现了大幅升值，事件发生后的一个小时之内美元兑日元贬值幅度达到0.33%。7月8日22:00一度反弹至136.5660之后再度回落至136.0800。

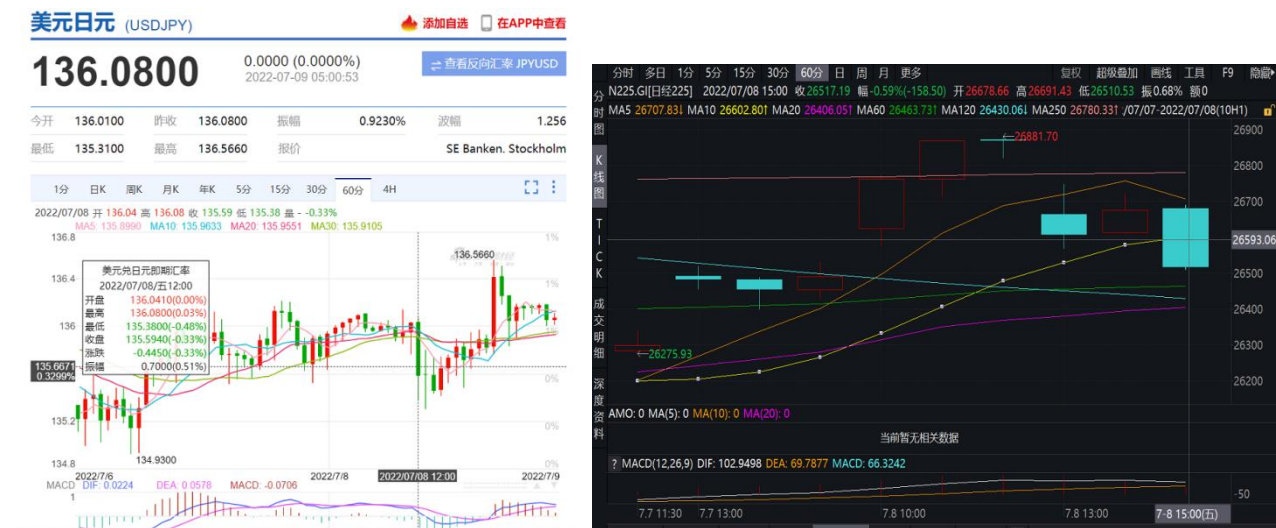


图 4-1 安倍遇袭前后日经 225 和美元兑日元汇率的 60 分钟线走势图

数据来源：Wind、新浪财经、方正中期期货研究院整理

虽然安倍晋三已经离任首相职位近两年，但依然在日本政坛拥有举足轻重的地位，尤其“安倍经济学”一直沿用至今。“安倍经济学”的本质就是宽松的财政和货币政策，核心政策包括设定 2% 的通胀目标、政策利率降为负值、实施无限制的量化宽松货币政策、大规模公共投资等。这些政策促使日元走势弱化，但一定程度利多日本产业恢复和经济复苏。随着安倍遇刺，市场担忧上述政策可能有所调整，因此呈现了“日元升值、日股大跌”的市场走势。

二、国际资本的寡妇交易惨遭失败

在金融投资领域，寡妇交易是指高风险交易。自 1990 年以来，做空日本国债（尤其 10 年期日本国债）是非常经典的寡妇交易。由于日本经济长期疲软以及政府债务水平非常之高，大量国际交易者都认为日本国债价格被错误估高，从而做空日本国债。

由于通胀高企，各大央行均采取货币收紧政策，促使本国国债收益率出现上升。日本是至今全球唯一坚持量化宽松政策的主要发达国家。从 2021 年 9 月起，日本结束 9 个月的通货紧缩，随后通胀水平持续攀升，连创阶段性新高。国际市场普遍认为在美联储持续加息+缩表的大背景下，日本也会转变当前宽松的货币政策。一旦收紧货币政策，日本国债收益率将会上升，日债市场价格下降。所以，大批国际投机资本大肆做空日本国债，希望赚取差价。在国际资本做空的压力下，日本国债收益率在 2021 年 12 月 16 日的 0.054% 出现拐点，随后大幅反转，2022 年 6 月 16 日一度达到 0.269%。期间，日本央行积极出手，多次宣布以固定利率无限量购入本国国债，试图将利率控制在 0.25% 大关，最近一次是在 7 月 25 号日本央行宣布将以固定利率无限额购买 5000 亿日元 5-10 年期国债。日本央行积极出手是为了控制日本债务规模，2021 年日本一般政府总债务占 GDP 比重已经达到 263.14%，一旦国债收益率继续攀升，将进一步加剧日本政府的还债压力。

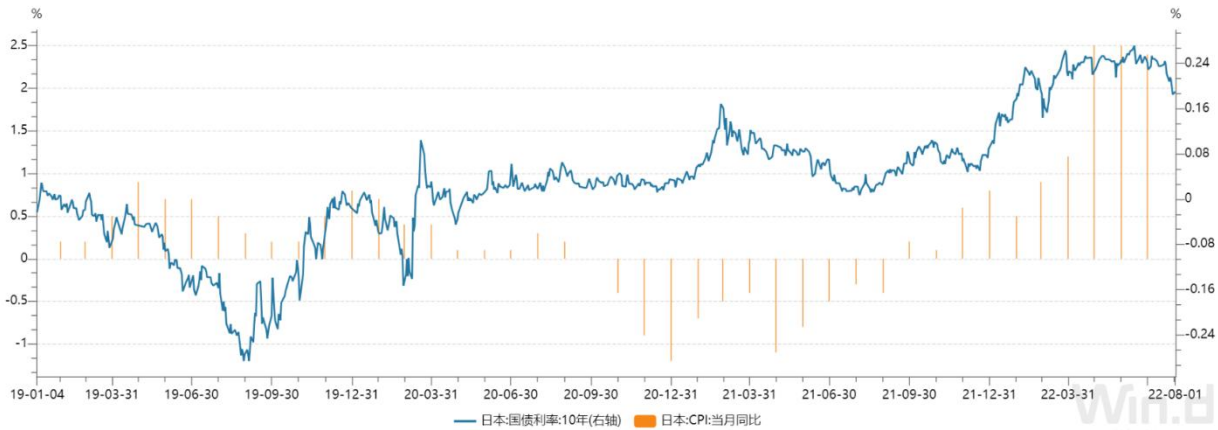


图 4-2 日本 10 年期国债收益率及日本 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

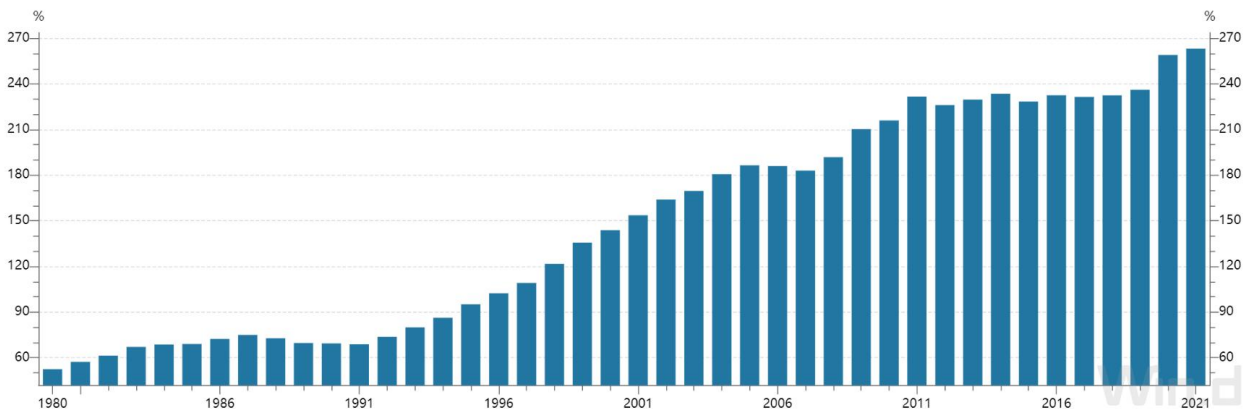


图 4-3 日本一般政府总债务占 GDP 比重

数据来源：Wind、新浪财经、方正中期期货研究院整理

随着全球经济下行压力不断加剧，日本经济情况尤为不理想。日本是当前全球唯一经济尚未恢复至疫情前的同期水平的主要国家，并且今年都无法完成这一目标。日本制造业和服务业 PMI 不断下滑，逼近荣枯线。日本连续 13 个月出现贸易逆差，今年 6 月更是达到 1.93 万亿日元，创历史次高。从国际市场来看，鲍威尔受制于美国经济衰退在 7 月 27 日议息会议释放鸽派信号，联邦基金期货显示美联储将在明年 2 月就会转向降息。日本政府在经济下行、贸易逆差且通胀率仅为 2.4% 的情况下，不太可能贸然收紧货币政策。国际资本也认清了当前整个市场局势，被迫高位买入日本国债，亏损平仓。8 月 1 日，日本 10 年期国债收益率已经跌至 0.19%，相比 6 月 16 日阶段性高点 0.269% 和日本央行目标收益率 0.25% 分别下降了 29% 和 24%。从目前来看，今年这轮日本国债的寡妇交易基本以日本央行取胜而告终。

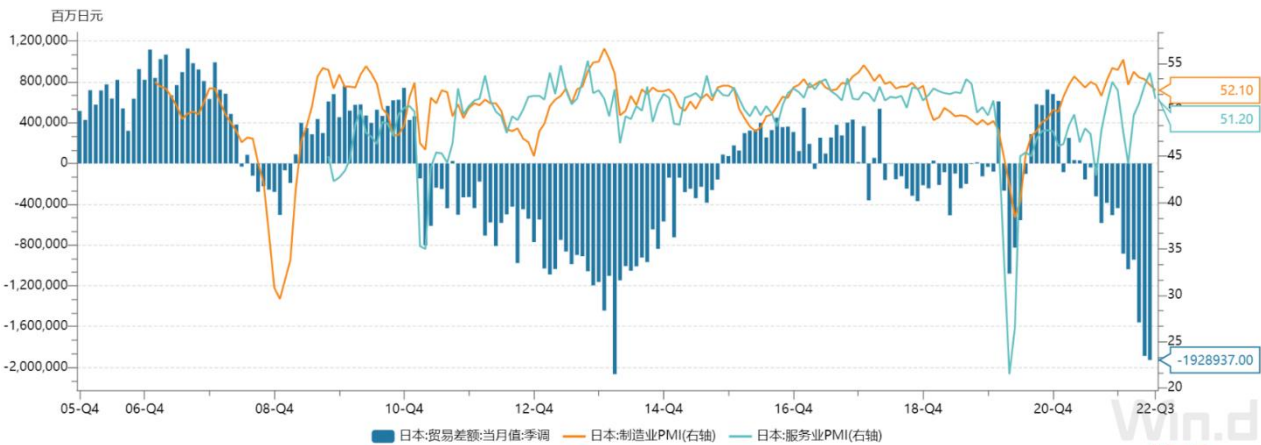


图 4-4 日本季调贸易差额以制造业和服务业 PMI

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，叠加货币政策收紧、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、金砖国家有望扩员

金砖国家始建于 2006 年，初始成员国有巴西 (Brazil)、俄罗斯 (Russia)、印度 (India) 和中国 (China)，2011 年南非 (South Africa) 宣布加入。五国首字母缩写为 Brics，与 Brick (砖) 拼写和发音相似，因此被誉为“金砖国家”组织。金砖国家人口约占全球 42%，GDP 总量约占全球 24%，土地面积约占全球 26%。五国分布于四大洲，政治体制、经济制度、文化信

仰均有较大差异，金砖国家的合作机制并不寻求建立一个核心领导机制，而是采用协商一致的办法应对共同关注的问题。

当前国际局势动荡不安，能源危机、粮食危机、供应链危机的出现使得诸多国家内部出现严重矛盾，甚至有崩溃以及破产的风险。在这样的局势下，抱团取暖是一种摆脱当前困境的途径。随着金砖国家的影响力日益扩大，很多国家都想要加入其中，金砖国家的一位主席证实伊朗、阿根廷、沙特、土耳其、埃及五国正在申请加入金砖国家机制。

加入金砖国家组织有三条不成文的规定：其一，必须是发展中国家；其次，国家称得上区域性大国，在领土、人口、经济等各方面均有较强的区域影响力；第三，非西方阵营。此次申请加入金砖国家机制的五国基本符合这样的要求，并且有极强的经济互补功能。沙特和伊朗都是中东大国，盛产石油，可以满足中国和印度对于石油的巨大需求。土耳其横跨欧亚大陆，战略地位十分重要，政治、经济、文化、军事方面在中东和东欧地区有着举足轻重的地位。阿根廷和埃及均为南美洲和非洲的第二大经济体，拥有丰富的粮食和矿产资源。中国和印度是全球重要的制造业中心，可以为其他金砖国家提供各类商品。一旦五国全部进入，金砖国家的成员数量将达到 10 个，人口规模超越 35 亿，接近全球一半，从而进一步提升发展中国家的影响力，完善新兴经济体的产业链。

不过，金砖国家成员国及申请国内部同样存在严重的问题亟待解决，阿根廷面临恶性通货膨胀、中印前期爆发领土纠纷、俄罗斯正处于俄乌冲突及西方制裁中，并且该组织相对松散，尚未形成实质性的贸易和经济框架。

表 5-1 金砖国家及候选国家 2021 年 GDP 及人口数量统计

	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	人口数量 (亿人)	人均实际 GDP (美元/人)	地理位置
会 员 国	中国	109.58 万人民币	6.4515	16.99	8.1%	14.13	12024	亚洲
	印度	145.63 万亿卢比	73.9351	1.97	8.1%	13.93	1414	亚洲
	俄罗斯	131.015 万亿卢布	73.6685	1.78	4.7%	1.43	12448	欧洲
	巴西	8.7 万亿雷亚尔	5.3958	1.61	4.6%	2.14	7523	南美洲
	南非	4.5 万亿兰特	14.7751	0.30	4.9%	0.6	5000	非洲
申 请 国	伊朗	45360 万亿伊朗里亚尔	42000.0000	1.08	2.5%	0.85	12706	非洲
	阿根廷	102.78 万亿比索	95.1638	1.08	10.3%	0.45	24000	南美洲
	沙特	2.61 万亿沙特里亚尔	3.7508	0.70	3.2%	0.36	19364	亚洲
	土耳其	7.11 万亿里拉	8.8934	0.80	11.0%	0.85	9412	亚洲
	埃及	6.1402 万亿埃及镑	15.7442	0.39	3.3%	1.04	3791	非洲

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

二、印度卢比结算令将难以起效

7月11日印度央行推出国际贸易的卢比结算制度，并宣布立即起效。印度央行指出印度进口商应根据海外卖方的供应发票以卢比付款，印度出口商应从伙伴国代理银行指定的特别账户中以卢比取得出口收益，印度和贸易伙伴国家之间的货币汇率可由市场决定。这是继俄罗斯于今年4月1日推出“卢布结算令”后，又一个要求必须以本国货币进行外贸结算的主权国家。并且，印度版的“卢比结算令”有过之而无不及，俄罗斯的“卢布结算令”目前仅针对天然气，而印度的“卢比结算令”是针对所有进出口商品。

印度在此时冒着“挑战美元霸权”的风险，强行推出“卢比结算令”主要有以下四方面的考量：**其一，稳定汇率。**从去年5月底开始，美元兑卢比就进入到了上升通道，尤其今年4月之后升值加速，从4月5日的75.3100不断攀升至卢比结算令出台前一交易日7月8日的79.2499，两个月期间升值幅度达到5.1%。今年以来尤其是俄乌冲突爆发之后，卢布兑美元也一度大幅贬值，但是自从普京推出“卢布结算令”之后，卢布兑美元汇率就持续走强，此后创近7年来新高。因此，莫迪政府的此项措施多少有些效仿俄罗斯模式。**其二，稳定外汇储备。**二季度起，印度贸易赤字持续扩大，6月进一步扩大至261.78亿美元，创历史新高，相比去年同期扩大173%。赤字扩大导致印度的外汇储备持续下降，6月起印度外汇储备再次跌破6000亿美元，7月22日已经降至5716亿美元，创近8个月以来新低。本财年底，印度经常账户赤字占GDP的比例预计将从1.2%上升至3%。采用卢比结算可以减少外汇支出。**其三，维持与俄罗斯的贸易往来。**自从俄罗斯被剔除SWIFT体系之后，印度和俄罗斯之间就无法再使用美元和欧元甚至英镑和日元进行货币结算。印度非常重视与俄罗斯的贸易，2021年双边贸易额录得135.6亿美元，并且希望在2025年将双边贸易额提升至300亿美元。印度对俄罗斯的能源依赖度很高，尤其在俄罗斯被制裁之后，印度低价进口了大量俄罗斯的石油和煤炭，并且印度对俄罗斯的黄金、军事装备需求同样很高。俄罗斯主要从印度进口纺织原料以及医药产品等。“卢比结算令”可以绕过美元制裁，维持于俄罗斯及其他被美国制裁国家的贸易往来。**其四，美元超发。**美国第五轮量化宽松从2020年3月开始至2022年3月结束，25个月期间合计新增季调M2量录得6.35万亿美元，相当于此前10年的发行量。美国通胀创近41年新高，导致美元实际购买力大幅缩水，存储美元将被美联储收割大量“铸币税”。



图 5-1 美元兑印度卢比与美元兑卢布汇率走势对比
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

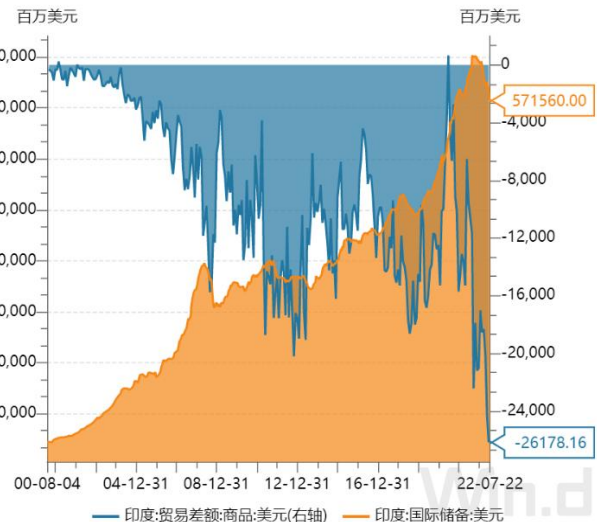


图 5-2 印度贸易差额和国际储备
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

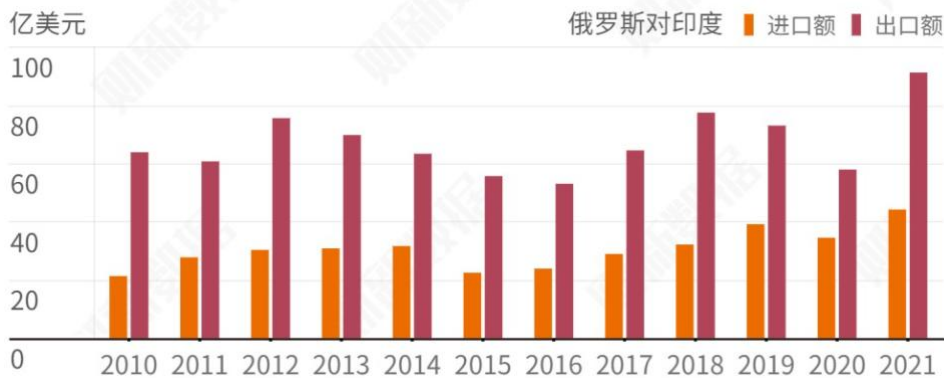


图 5-3 印度与俄罗斯外贸情况
数据来源：俄罗斯海关服务、方正中期期货研究院整理

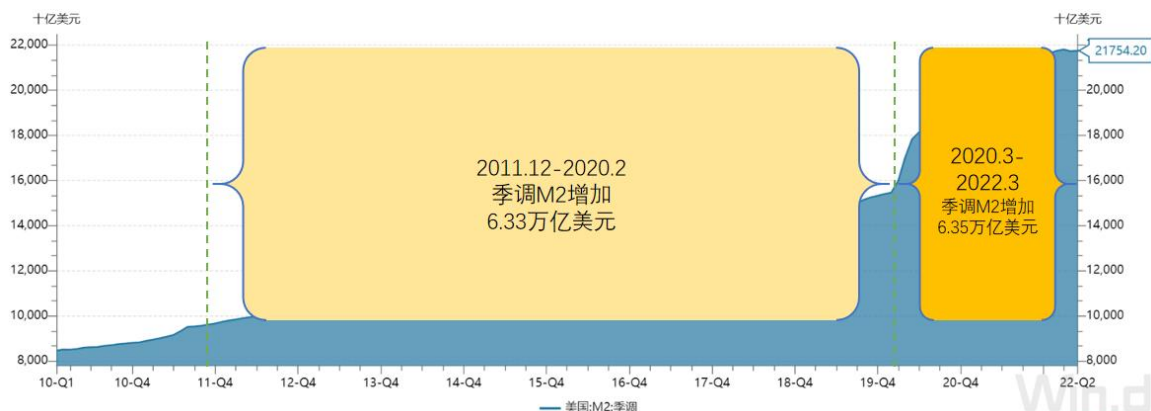


图 5-4 美联储季调 M2
数据来源：美联储、方正中期期货研究院整理

不过，一国主权货币之所以能得到世界认可主要得益于该国强大的国家信誉或者不可替代的商品，而非一纸行政命令就能达到的。从国家信誉角度来看，美元、欧元、日元、英镑是全球重要的结算和储备货币，这与国家实力有着直接关系。以 2022 年一季度季调 GDP 为例，美国位居首位，欧元区、日本和英国分列 3-5 位，均属于发达经济体。虽然印度位居全球第六大

经济体，但是印度属于发展中经济体，今年一季度人均 GDP 仅为 384 美元，总体经济实力较为脆弱，存在较多不确定性因素，这将导致卢比汇率波动剧烈。如果国家经济实力一般，但是若有不可或缺的商品，那么其他国家也只能被迫接受该国的货币结算制度，比如说当下的俄罗斯。虽然欧洲国家一度坚决抵制“卢布结算令”，但是欧洲对于俄罗斯能源尤其天然气的依赖度十分高，很难找到其他国家替代，所以只能接受俄方的“卢布结算令”。印度主要出口商品以纺织品、珠宝、机械产品、化工产品、皮革、手工艺品、矿石、粮食等，其中很多商品的可替代性极强，中国和东盟都能提供钢铁、化工和纺织品等重轻工业产品，澳洲、南美和北美是全球矿石和粮食出口中心，部分商品如珠宝和黄金虽然较为稀缺，但并非生活必需品。中国被誉为“世界工厂”都不曾强制采取人民币结算制度，更不用说印度。

表 5-2 全球主要经济体 2022 年一季度人均实际 GDP 对比

	实际季度 GDP (万亿美元)	人均实际季度 GDP (美元)	地理位置	经济发展程度
美国	4.9328	14903	北美洲	发达经济体
中国	4.0312	2853	亚洲	发展中国家
欧元区	3.0282	9176	欧洲	发达经济体
日本	1.1576	9261	亚洲	发达经济体
英国	0.7632	11307	欧洲	发达经济体
印度	0.5420	389	亚洲	发展中国家
加拿大	0.4225	11031	北美洲	发达经济体
巴西	0.4306	2012	南美洲	发展中国家
韩国	0.4038	7795	亚洲	发达经济体
澳大利亚	0.3823	14704	大洋洲	发达经济体
俄罗斯	0.2445	1698	欧洲	发展中国家
墨西哥	0.2160	1662	北美洲	发展中国家
新加坡	0.0931	16333	亚洲	发达经济体
马来西亚	0.0859	2619	亚洲	发展中国家
泰国	0.0803	1147	亚洲	发展中国家
南非	0.0739	1232	非洲	发展中国家
越南	0.0543	553	亚洲	发展中国家
新西兰	0.0449	8804	大洋洲	发展中国家
尼日利亚	0.0422	200	非洲	发展中国家

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

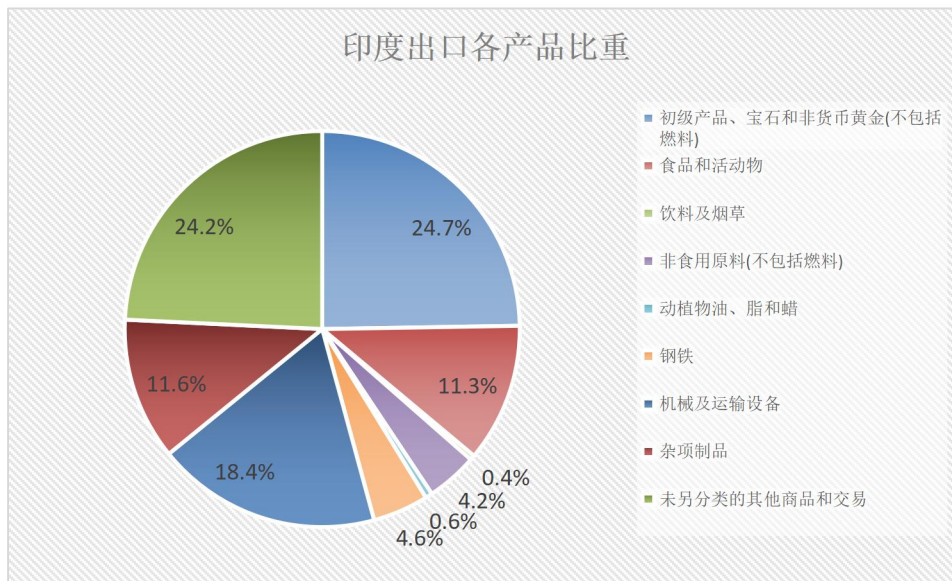


图 5-5 印度出口各产品比重

数据来源：联合国贸易和发展会议、方正中期期货研究院整理

因此，7月11日印度央行宣布“卢比结算令”之后，国际市场并不买账，7月11日至7月26日期间美元兑卢比累计升值0.73%，7月27日逐步贬值与鲍威尔言论偏鸽以及美国经济陷入技术性衰退有关。近期印度最大的水泥制造商超科集团向俄罗斯西伯利亚煤炭能源公司购买了15.7万吨煤炭，采取人民币结算，可见卢布和卢比并未得到两国贸易商认可。总体来看，“卢比结算令”的象征意义远大于实际意义。印度一直谋求成为世界大国，本币结算契合印度长期以来的民族情绪，同时似乎也能部分解决当下印度面临的难题。但是，由于经济发展尚处于发展阶段并且缺乏替代性较低的出口商品，所以中远期来看印度版的“卢比结算令”注定虎头蛇尾。

第六部分 全球宏观经济综合展望

当前全球经济下行压力加剧，增速不断放缓，2022年全球经济增速预计3%左右。无论美国政要如何粉饰，美国经济已经陷入技术性衰退期是不争的事实，毕竟数据最为客观，下半年美国的整体政策依然会维持“抗通胀为主，稳经济为辅”的总体策略，所以今年美国实际GDP增速将会跌破2%。待明年美联储开启降息之后，美国经济将会迅速转为复苏期。欧元区下半年经济增速将明显不及上半年，因为煤炭、石油和天然气的能源限令是从下半年开始进入实质性的实施阶段，这将严重抑制欧洲经济和民生发展，并且这样的影响是长期化的。日本经济复苏形势不容乐观，今年肯定无法恢复至疫情前同期水平，在全球大宗商品高企以及日元汇率弱勢的情况下，日本将维持长期的贸易赤字。俄罗斯今年上半年GDP同比下降4%，总体好于预期，并未出现西方国家鼓吹的崩溃论，财政盈余高于去年同期。不过，俄罗斯经济严重依赖能

源出口，欧盟对俄罗斯制裁从下半年真正落实，届时俄罗斯的财政收入将大幅收缩，影响经济发展。在新兴经济体中，印度和东盟的经济前景相对较好，两大经济体依靠较低的土地和劳动力成本，吸引大批中低端制造业订单；巴西、南非等资源型国家也将受益于大宗商品高企。

供应链危机、粮食危机、能源危机难以得到在短期内实质性的解决，全年通胀整体维持高位，各大央行在下半年依然维持较为鹰派的政策。8-10月随着乌克兰粮食发运逐步回升，以及俄罗斯化肥有望解禁出运，全球粮价有望回调。不过，欧洲将在今年冬天面临更为严峻的能源危机，通胀水平将会出现反弹，欧洲央行在四季度的鹰派程度甚至会超越美联储。美国通胀水平有望在三季度逐步下行，考虑到经济持续衰退的风险，美联储将在未来三次议息会议中放缓加息步伐，再出现单次加息 75BP 的可能性已不高，另外缩表进程不会用足上限。明年美联储将转为降息，其他经济体央行未必会立即转向，会根据本国的经济发展现状以及通胀水平来做决定。

地缘冲突风险已替代新冠疫情成为影响全球金融和大宗商品市场最关键的不确定因素。随着疫苗接种率不断提升，各国治疗新冠的医疗设备不断完善，新冠病毒的致死率已经降至 1.12%。法国宣布自 2022 年 8 月 1 日起，抵达法国的所有国际旅客都不再接受任何健康检查，不再需要出示疫苗接种通行证、Covid 测试或康复证明。法国成为全球第 77 个取消所有与新冠疫情相关的入境限制，未来将会有更多的国家取消或放松相关限制。不过，当前地缘冲突风险不断加剧，俄乌冲突有长期化甚至升级的风险，台海和科索沃地区均暗藏冲突风险，存在成为黑天鹅事件的可能性，加剧大宗商品和金融市场波动幅度。

美联储的货币政策已经过了最鹰的时刻，未来很难再出现更为鹰派的决策，欧洲央行在不断创纪录的通胀压力下会加快加息步伐。因此，下半年美元指数和美债收益率总体呈现震荡下行的态势，美元兑各大货币的汇率将逐步贬值。不过，一旦地缘冲突风险升级，美元、美债和黄金依然是很好的避险资产，价格或收益率会阶段性地大幅攀升。

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祥年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路二段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路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。