

## 通胀高企加息不止 全球经济下行压力加剧

### ——2022年三季度全球宏观经济与四季度展望

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9月11日星期日

#### 摘要：

三季度各大经济先后公布了二季度及上半年的 GDP 数据，总体来看全球经济增速不断放缓，发展中经济体总体好于发达经济体。美国实际 GDP 连续两个季度环比负增长，意味着美国经济陷入技术性衰退期，不过就业依然强势，产业同样处于较快扩张之中。中国二季度受疫情封控影响明显，上半年经济增速低于美国，这在最近三十年都极为罕见。欧洲经济上半年发展较为迅速，不过各项能源制裁是从下半年开始正式实施，影响生产和民生等各个方面，所以下半年欧洲经济发展将明显不如上半年，欧洲可能在今年迎来“最冷的冬季”，欧债危机风险也在加剧。日本二季度经济迎来反弹，主要得益于疫情管控限制放松刺激了消费复苏，鉴于 2019 年四季度基数较低，今年四季度日本经济将恢复至疫情前同期水平。东盟和印度上半年经济形势较好，尤其印度二季度同比增速达到是 13.5%，所有主要经济体中增速最快的。印度和东盟充分利用廉价的劳动力和土地成本以及友好的国际环境，吸引大批外资和订单。不过，下半年随着全球经济下行，来自欧美订单迅速减少，将抑制东盟和印度发展。

全球通胀高企，各大央行在三季度密集加息。美联储在 7 月加息 75BP，9 月加息 75BP 预期大增，鲍威尔同时还驳斥了明年下半年美联储降息的市场预期。美联储将维持“先抗通胀、再救经济”的策略。欧洲通胀连创历史新高，欧洲央行在 7 月和 9 月分别加息 50BP 和 75BP，略超市场预期，使得欧元兑美元阶段性地恢复至 1:1 大关。不过，欧洲央行加息幅度不及美联储，并且俄乌冲突对欧洲的反噬效应强于美国，所以欧元兑美元破 1 将成常态化。

当前地缘冲突对于全球金融和大宗商品市场的程度已经超过新冠疫情。在美联储鹰派以及地缘冲突紧张情况下，美元和美债依然是较好的避险资产，美元和美债收益率将维持强势，美元兑其他货币还有进一步升值空间。



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 通胀高企加息不止 全球经济增速放缓.....	1
一、各经济体二季度和上半年 GDP 对比.....	1
二、全球通胀高企 各大央行继续货币收紧步伐.....	4
第二部分 美国经济陷入技术性衰退期 鲍威尔继续放鹰.....	6
一、美国经济陷入技术性衰退期.....	6
二、美国消费总额存阶段性见顶之势.....	9
三、美国国会通过“2022 年降低通胀法案”.....	12
四、全球央行年会鲍威尔“放鹰”.....	13
第三部分 欧元破 1 欧债风险加剧 欧洲经济未来不容乐观.....	15
一、通胀创历史新高 欧洲央行大幅加息.....	15
二、欧元兑美元破 1 欧洲央行加息救欧元.....	18
三、英国二季度 GDP 环比回落.....	19
四、欧洲潜在债务危机有所抬头.....	21
第四部分 日本经济出现反弹 金融市场波动剧烈.....	23
一、日本经济出现反弹.....	23
二、安倍遇袭致日本金融市场动荡.....	26
三、日元和日债 V 型反转.....	27
第五部分 新兴经济体发展新动向.....	29
一、土耳其和阿根廷恶性通胀愈演愈烈.....	29
二、俄罗斯经济形势略好于预期.....	30
第六部分 全球宏观经济综合展望.....	32

## 第一部分 通胀高企加息不止 全球经济增速放缓

### 一、各经济体二季度和上半年 GDP 对比

近期部分经济体先后公布了今年二季度的 GDP 数据。总体来看，全球经济增速边际放缓。相较而言，发展中国家的经济增速明显快于发达国家。

表 1-1 2022 年二季度各经济体 GDP 发展情况

2022年二季度各大经济体实际GDP								
	季调实际GDP（本币）	同比	环比	美元兑本币平均汇率	季调实际GDP（万亿美元）	占美国GDP比重	地理位置	经济发展程度
美国	4.9249万亿美元	1.7%	-0.1%	1.0000	4.9249	100%	北美洲	发达经济体
中国	26.8875万亿人民币	0.4%	4.9%	6.6144	4.0650	82.54%	亚洲	发展中国家
欧元区	2.7231万亿欧元	3.9%	0.6%	0.9393	2.8992	58.87%	欧洲	发达经济体
日本	135.3886万亿日元	1.2%	0.3%	129.8443	1.0427	21.17%	亚洲	发达经济体
英国	0.5687万亿英镑	2.9%	-0.1%	0.7960	0.7145	14.51%	欧洲	发达经济体
印度	37.7455万亿卢比	13.5%	-1.4%	77.1851	0.4890	9.93%	亚洲	发展中国家
加拿大	0.53962万亿加元	4.6%	0.8%	1.2767	0.4227	8.58%	北美洲	发达经济体
韩国	491.8776万亿韩元	2.9%	0.7%	1260.4557	0.3902	7.92%	亚洲	发达经济体
澳大利亚	0.5331万亿澳元	3.6%	0.9%	1.4000	0.3808	7.73%	大洋洲	发达经济体
墨西哥	4.5955万亿墨西哥比索	2.0%	3.9%	20.5037	0.2241	4.55%	北美洲	发展中国家
印尼	2923.6753万亿印尼卢比	5.4%	3.7%	14565.6545	0.2007	4.08%	亚洲	发展中国家
菲律宾	4.9901万亿菲律宾比索	7.4%	8.2%	52.6768	0.0947	1.92%	亚洲	发展中国家
新加坡	0.1274万亿新元	4.4%	0.8%	1.3779	0.0925	1.88%	亚洲	发达经济体
马来西亚	0.3662万亿林吉特	8.9%	1.6%	4.3506	0.0842	1.71%	亚洲	发展中国家
泰国	2.5853万亿泰铢	2.5%	-7.0%	34.3773	0.0752	1.53%	亚洲	发展中国家
越南	1346.8213万亿越南盾	7.9%	7.3%	23107.6825	0.0583	1.18%	亚洲	发展中国家
白俄罗斯	0.0281万亿白俄罗斯卢布	-7.8%	-2.3%	2.6364	0.0107	0.22%	欧洲	发展中国家

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 1-2 2022 上半年各经济体 GDP 发展情况

2022上半年各大经济体实际GDP								
	季调实际GDP（本币）	同比	美元兑本币平均汇率	季调实际GDP（万亿美元）	占美国GDP比重	地理位置	经济发展程度	
美国	9.8569万亿美元	2.6%	1.0000	9.8569	100%	北美洲	发达经济体	
中国	52.5197万亿人民币	2.5%	6.4835	8.1005	82.18%	亚洲	发展中国家	
欧元区	5.4292万亿欧元	4.6%	0.9149	5.9341	60.20%	欧洲	发达经济体	
日本	270.4048万亿日元	0.7%	123.1499	2.1957	22.28%	亚洲	发达经济体	
英国	1.1379万亿英镑	5.8%	0.7702	1.4774	14.99%	欧洲	发达经济体	
印度	76.0394万亿卢比	8.3%	76.2207	0.9976	10.12%	亚洲	发展中国家	
加拿大	1.0748万亿加元	3.7%	1.2717	0.8452	8.57%	北美洲	发达经济体	
韩国	980.1993万亿韩元	3.0%	1233.5366	0.7946	8.06%	亚洲	发达经济体	
澳大利亚	1.0615万亿澳元	3.4%	1.3900	0.7637	7.75%	大洋洲	发达经济体	
墨西哥	9.0205万亿墨西哥比索	1.9%	20.2771	0.4449	4.51%	北美洲	发展中国家	
印尼	5742.4469万亿印尼卢比	5.2%	14450.1638	0.3974	4.03%	亚洲	发展中国家	
新加坡	0.2538万亿新元	4.1%	1.3652	0.1859	1.89%	亚洲	发达经济体	
菲律宾	9.6033万亿菲律宾比索	7.8%	52.1137	0.1843	1.87%	亚洲	发展中国家	
马来西亚	0.7264万亿林吉特	6.9%	4.2704	0.1701	1.73%	亚洲	发展中国家	
泰国	5.3651万亿泰铢	2.4%	33.7212	0.1591	1.61%	亚洲	发展中国家	
越南	2602.3825万亿越南盾	6.5%	23116.4180	0.1126	1.14%	亚洲	发展中国家	
白俄罗斯	0.0569万亿白俄罗斯卢布	-4.2%	2.7158	0.0210	0.21%	欧洲	发展中国家	

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美国依然雄踞全球经济榜首，今年二季度实际季调 GDP 录得 4.9249 万亿美元。不过，美国经济增速不断放缓，二季度同比增长 1.7%，连续 5 个季度降速；环比下降 0.1%，叠加一季度的-0.4%，美国经济连续两个季度环比负增长，标志着美国已经陷入技术性衰退期，但是美国高层拒绝承认。当二季度 GDP 数据公布之后，美国总统拜登、财政部部长耶伦、联储主席鲍

威尔先后表态美联储加快货币收紧步伐是导致经济环比下滑的主因，美国经济总体向好。根据美国传统经济学理论，认定一个经济体陷入衰退期有两大指标：其一，连续两个季度 GDP 环比负增长；其二，出现大规模失业。当前，美国经济符合第一个标准，但不符合第二个标准。美国就业非常强势，虽然 8 月美国季调失业率反弹至 3.7%，但依然处于历史较低水平。就业强势给予了美国高层拒绝承认经济陷入衰退的底气。不过，美国消费者信心指数一度创历史新低，美国是消费驱动型经济体，消费增速放缓必然拖累经济发展。美国各大零售商近期大幅削减零售订单，沃尔玛取消数十亿订单，塔吉特取消超 15 亿美元订单，以便使库存水平与预期需求保持一致。美国零售联合会（NRF）下调了今年 7-12 月美国需求预测，预计抵达美国大型港口的零售货物总量约 1280 万 TEU，同比下降 1.5%。

中国是全球第二大经济体，二季度季调实际 GDP 录得 26.8875 万亿人民币，同比增速录得 0.4%，仅高于俄罗斯（-4%）和白俄罗斯（-7.8%）。4-5 月华东地区尤其上海出现长期疫情封控，工厂停摆且物流不畅，导致中国经济最发达的两大城市上海和北京在二季度 GDP 同比下降 13.7%和 2.9%，拉低了中国经济增速。过往三十年，美国季度经济增速极少能高于中国。由于中国二季度经济下降压力较大，导致今年上半年美国 GDP 增速快于中国 0.1 个百分点。基于二季度美元兑人民币平均汇率 6.6144，中国二季度 GDP 折合美元为 4.065 万亿美元，约占美国经济体量的 82.62%。中美是当前全球唯二实现季度实际 GDP 超 4 万亿美元的国家。



图 1-1 中美季度 GDP 同比增速差

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

今年二季度欧元区和英国经济增速分别录得 3.9%和 2.9%，上半年增速录得 4.6%和 5.8%。单从经济增速来看，欧洲经济在上半年表现得非常强势。不过，欧洲当前最大的问题是俄乌冲突引发的反噬效应。欧洲对俄罗斯的能源依赖度极高，从俄罗斯进口的煤炭、天然气和石油占欧盟进口总量的 45%、42%和 27%。欧盟紧跟美国的步伐，今年上半年对俄罗斯公布了能源制裁，

真正落实是要从今年下半年开始，8月1日禁止从俄罗斯进口煤炭，今年年底前终止通过海运方式从俄罗斯进口石油，并且所有成员国从8月起削减15%的天然气使用量。所以，今年下半年欧盟将面临更为严重的能源短缺问题，8月25日荷兰TTF的9月天然气期货价格一度冲高至339.196欧元/兆瓦时，倘若俄乌冲突持续至冬季，欧洲将会遭遇“最寒冷的冬季”。为了弥补巨额能源财政开支，德国和英国都将在今年四季度征收能源税，这将进一步削弱本就不振的欧洲民众的消费能力。8月英国GfK消费者信心录得-44，续创历史新高；欧盟27国季调消费者信心指数略微反弹至-26，但依然是历史次低。

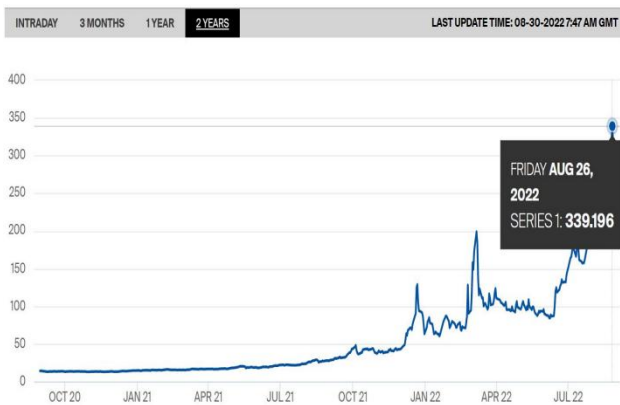


图 1-2 荷兰 TTF 的 9 月合约期货价格

数据来源：ICE、方正中期期货研究院整理

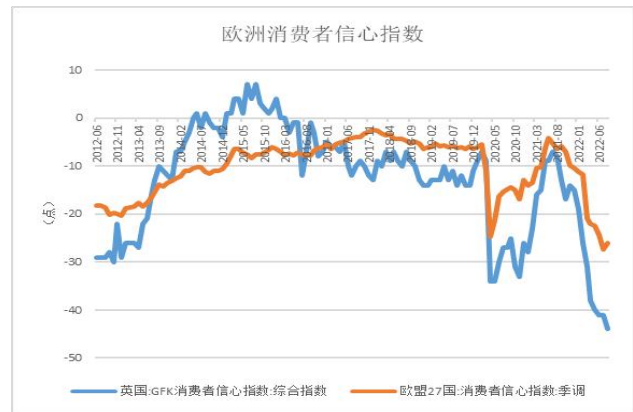


图 1-3 欧洲消费者信心指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

日本是全球第四大经济体，今年二季度季调 GDP 录得 135.53 万亿日元，同比增长 1%，快于前两个季度；环比增长 0.5%，高于前值。日本经济能在二季度迎来反弹主要得益于消费复苏。GDP 统计的消费板块主要细分为私人消费和政府消费。私人消费方面，随着日本政府决定于 3 月 17 日全面解除“防止蔓延等重点措施”，日本社会逐渐步入正轨，刺激了居民消费的复苏；政府消费方面，日本是唯一维持量化宽松政策的主要发达经济体，即便日本前首相安倍晋三遇袭之后，现任政府依然坚持“安倍经济学”，扩大政府消费。不过，日本其他 GDP 板块明显逊色，老龄化、核废水排放都是日本中长期面临却又能以解决的难题，这将严重制约日本经济发展潜力，并且日本是当前唯一尚未恢复至疫情前同期水平的主要经济体。

东南亚和南亚国家发展较为迅速，上半年印度、菲律宾、马来西亚、越南、印尼、新加坡、泰国的经济增速分别达到 8.3%、7.8%、6.9%、6.5%、5.2%、4.1%、2.4%。东盟和印度充分利用劳动力和土地方面的成本优势以及友好的国际环境，吸引了大批制造业订单回流以及大型跨国企业建厂，拉动了经济发展。不过，这些国家对中低端商品和资源出口依赖度较高，随着欧美经济下行压力加剧，东南亚和南亚出口订单明显减少。越南部分企业在 9-10 月就没有订单，只能安排工人放假；印度来自欧美的服装和家纺订单下降了 15-20%；孟加拉国的 7 月新服装

订单量同比减少两成。欧美零售商纷纷要求延迟成品发货或订单开工。下半年东南亚和南亚的经济增速也会放缓。

此外，由于美联储的货币政策最为鹰派，美元兑各国货币持续升值，导致其他经济体折合成美元的 GDP 数据出现缩水，最为典型的是日本。虽然以日元计价的日本二季度 GDP 环比增长 0.5%，但是由于日本央行坚持量化政策，而美联储持续加息和缩表，造成日元兑美元平均汇率在二季度环比回落 10.5%，直接导致以美元计价的日本二季度 GDP 环比大幅下降 9.8%。

## 二、全球通胀高企 各大央行继续货币收紧步伐

虽然部分国家通胀略有回落，但是在俄乌冲突长期化、西方与俄罗斯制裁与反制裁、新冠疫情尚未完全消退、多国爆发大规模罢工的影响之下，全球能源危机、粮食危机、供应链危机并未得到实质性的好转，多个经济体的通胀水平屡创历史或数十年新高。从细分板块来看，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板块。三大危机带动了三大板块通胀高企，能源危机造成能源板块 CPI 攀升；供应链危机造成交通运输板块 CPI 上升，同时交运需要汽油，因此能源危机也拉升了交运的成本；粮食危机引发食品 CPI 上涨。

虽然部分经济的通胀数据有所回落，但是大部分经济体的通胀水平续创近十几年甚至历史新高。8 月，欧元区 HICP 同比增速录得 9.1%，续创该指数自 1997 年发布以来新高。7 月，英国 CPI 同比增速录得 10.1%，续创该指数 1989 年发布以来新高；新加坡 CPI 同比增速录得 7%，创近 40 年新高；韩国 CPI 同比录得 6.34%，创近 24 年新高；日本 CPI 同比录得 2.6%，创近 8 年新高；印尼 CPI 同比录得 4.94%，创近 7 年新高。土耳其和阿根廷持续爆发恶性通胀，通胀率分别达到 80.21% 和 71%。美国、加拿大、俄罗斯、巴西、印度在三季度通胀水平虽有所回落，但是依然处于历史的相对高位。

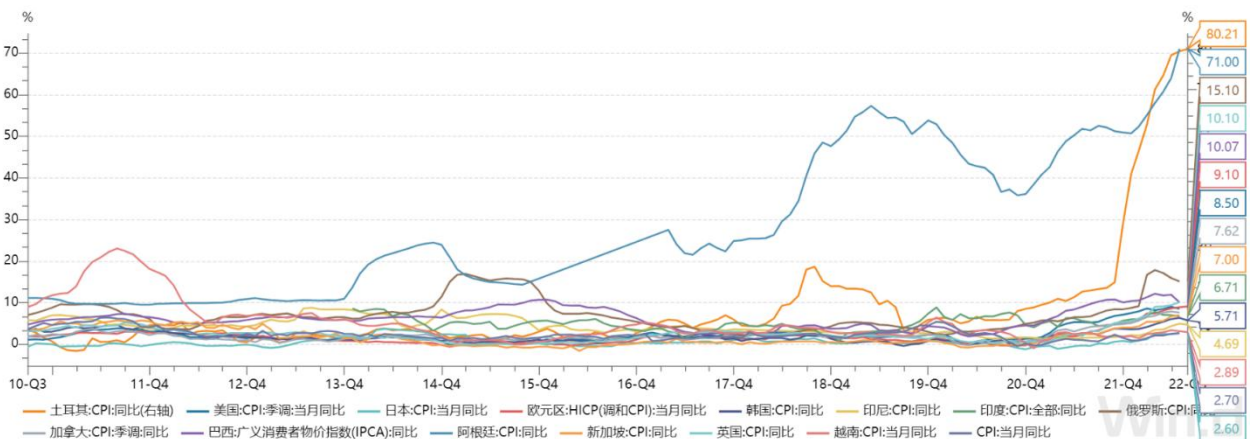


图 1-4 全球主要经济体通胀水平

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，诸多国家央行加快货币收紧的步伐，三季度主要经济体加息幅度合计超过 4600BP。阿根廷央行加息幅度最大，7 月和 8 月分别加息 800BP 和 950BP，累计达到

1750BP，最新利率已经达到 69.5%，是所有主要经济体中基准利率最高的，与该国持续爆发恶性通胀有关；匈牙利三季度累计加息 400BP 至 11.75%，该国受俄乌冲突的反噬效应，能源价格飙升，导致匈牙利 7 月 CPI 同比增速达到 14.7%，创近 24 年以来新高；加拿大央行在 7 月和 8 月连续两次 100BP，9 月再次加息 75BP，三个季度累计加息幅度达到 275BP，创加拿大历史最大加息幅度。

就在全球加速迈入加息通道之时，中国和土耳其是全球唯二两个逆势降息的主要央行。虽然土耳其 7 月的通胀水平已经达到 79.6%，但是土耳其央行却在埃尔多安的影响下逆势降息 100BP，令人大跌眼镜。埃尔多安认为土耳其 14%的基准利率水平相较其他经济体实属偏高，坚持要求央行进一步降息。埃尔多安此举多少含有私心，因为离下届总统选举仅剩一年不到的时间，埃尔多安希望通过降息，刺激经济增长，赢得民众支持率，从而连任下届总统。为了固执己见，埃尔多安此前接连罢免三位反对降息的央行行长。不过，埃尔多安要求降息的举措进一步加剧恶性通胀和货币贬值，8 月 CPI 同比增速突破 80%大关，里拉兑美元在今年 1-8 月累计贬值 26.6%，严重影响土耳其正常经济运行和民众生活水平，这样的经济状况只会让埃尔多安失去民心。8 月中国人民银行推出 LPR 和 MLF 双降。LPR 方面，1 年期下调 5BP 至 3.65%，5 年期以上下调 15BP 至 4.3%；MLF 方面，中国人民银行开展 4000 亿元中期借贷便利操作，MLF 中标利率为 2.75%，下调 10BP。虽然中国通胀创近 2 年新高，但从绝对增速来看，2.7%的 CPI 同比增速相对可控，并且中国经济下行压力较大，中国人民银行逆势降息。

表 1-3 2022 年三季度各大央行货币调整情况

	6月基准利率	7月调整幅度	8月调整幅度	9月调整幅度	9月基准利率	三季度调整幅度
阿根廷	52.00%	800BP	950BP	---	69.50%	1750BP
匈牙利	7.75%	300BP	100BP	---	11.75%	400BP
加拿大	0.50%	100BP	100BP	75BP	3.25%	275BP
智利	9.00%	75BP	---	100BP	10.75%	175BP
乌干达	7.50%	100BP	50BP	---	9%	150BP
哥伦比亚	6.00%	150BP	---	---	7.50%	150BP
澳大利亚	0.85%	50BP	50BP	50BP	2.35%	150BP
巴基斯坦	13.75%	125BP	---	---	15.00%	125BP
菲律宾	2.50%	75BP	50BP	---	3.75%	125BP
以色列	0.75%	50BP	75BP	---	2%	125BP
欧元区	0.00%	50BP	---	75BP	1%	125BP
乌拉圭	9.25%	50BP	50BP	---	10.25%	100BP
秘鲁	5.50%	50BP	50BP	---	6.50%	100BP
罗马尼亚	3.75%	100BP	---	---	3.75%	100BP
塞尔维亚	2.50%	25BP	25BP	---	3%	100BP
新西兰	2.00%	50BP	50BP	---	3%	100BP
南非	4.75%	75BP	---	---	5.50%	75BP
韩国	1.75%	50BP	25BP	---	2.50%	75BP
美国	1.75%	---	75BP	---	2.50%	75BP
巴西	13.25%	---	50BP	---	13.75%	50BP
巴拉圭	7.75%	---	50BP	---	8.25%	50BP
印度	4.90%	---	50BP	---	5.40%	50BP
英国	1.25%	---	50BP	---	1.75%	50BP
挪威	1.25%	---	50BP	---	1.75%	50BP
丹麦	-0.60%	50BP	---	---	-0.10%	50BP
印度尼西亚	3.50%	---	25BP	---	3.75%	25BP
马来西亚	2.00%	25BP	---	---	2.25%	25BP
中国	2.85%	---	-10BP	---	2.75%	-10BP
土耳其	14%	---	-100BP	---	13%	-100BP

备注：截至 2022 年 9 月 8 日

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

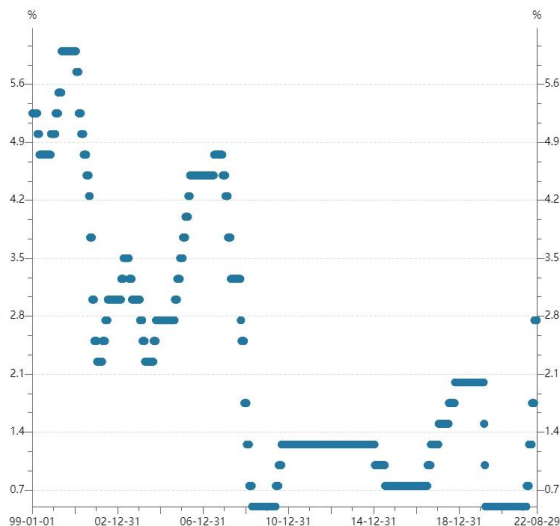


图 1-5 加拿大央行历史加息幅度

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

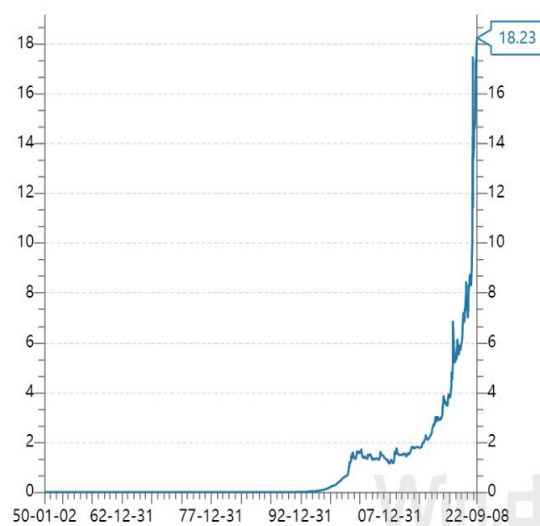


图 1-6 美元兑里拉走势图

数据来源：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 鲍威尔继续放鹰

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，美国经济数据依然处于健康水平。当年美国制造业和服务业正在快速扩张中，就业情况总体强势，美国经济形势尚可。虽然美国通胀率略有回调，但是美联储表态依然会采取鹰派决策，并且驳斥了明年下半年降息的市场预期。美国国会顺势通过了《降低通胀法案》，不过该部方案的效果存疑。

### 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。





单位: 万亿美元	季调季度实际GDP	同比	环比
2020年一季度	4.74	0.6%	-1.3%
2020年二季度	4.31	-9.1%	-8.9%
2020年三季度	4.64	-2.9%	7.5%
2020年四季度	4.69	-2.3%	1.1%
2021年一季度	4.76	0.5%	1.5%
2021年二季度	4.84	12.2%	1.6%
2021年三季度	4.87	4.9%	0.6%
2021年四季度	4.95	5.5%	1.7%
2022年一季度	4.93	3.5%	-0.4%
2022年二季度	4.92	1.6%	-0.2%

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。

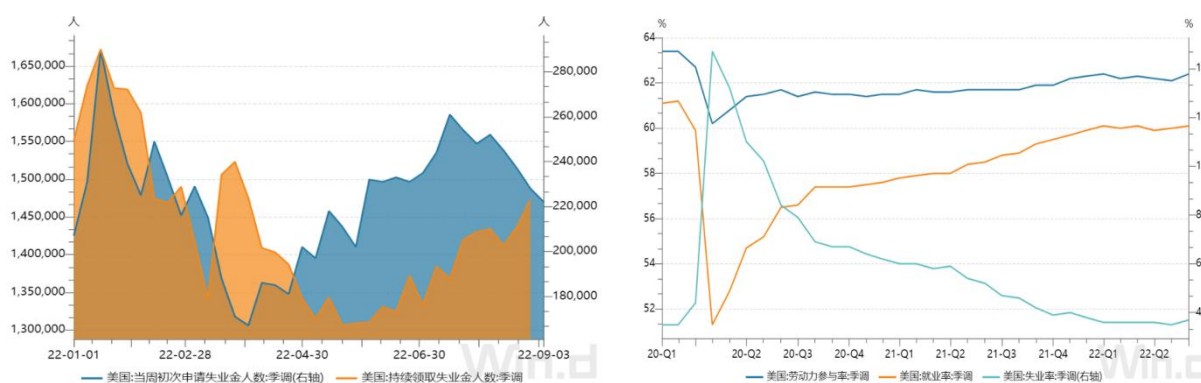
表 2-1 2022 年二季度美国季调实际 GDP 及分项对 GDP 季度环比拉动率

	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、财政部部长耶伦、美联储主席鲍威尔先后表示即使 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，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**产业景气**指数来看，7-8 月制造业 PMI 均录得 52.8，相比上半年不断边际放缓；服务业分别录得 56.7 和 56.9，连续两个月回升。因此，美国的制造和服务两大产业均处于较快扩张区。从**就业市场**来看，8 月美国季调失业率录得 3.7%，高于前值 3.5%，自新冠疫情爆发以来首度出现反弹；8 月季调美国新增非农就业人数录得 31.5 万人，大幅低于前值 52.6 万人；虽然当周初次申请失业金人数连续 4 周回落，但是 8 月 27 日当周季调持续领取失业金人数已经录得 147.3 万人，创近 5 个月以来新高。但是，这并不意味着当前美国就业市场已经不景气，相反依然十分强势，整个就业市场彻底转向需要较长周期，就像美国控制通胀一样。首先，8 月美国季调失业率反弹与劳动参与率上升有关，该月美国劳动参与率录得 62.3%，创疫情爆发以来新高。美国 8 月季调就业率进一步提升至 60.1%，连续两个月回升。需要指出的是，同一个月份同时出现失业率和就业率均上升的情况并不意外，这与数据的统计口径有着直接的关系。就业率=参加工作就业的人口数量/本国成年人口数量×100%，失业率=失业的总人口数量/符合法定工作年龄范围且愿意参加工作的总人口数量。可以看出，在统计失业率中，剔除了已经达到退休的成年人以及不愿参加工作的适龄劳动力。随着 8 月美国劳动参与率的上升，增加失业率的分子，拉低了失业率。其次，美国当前的用人缺口依然较大，美国 7 月季调非农职位空缺数达到 1124 万，空缺率达到 6.9%，均高于前值。美国 8 月季调私人非农企业全部员工的时薪，与前值相同，均为历史最高。



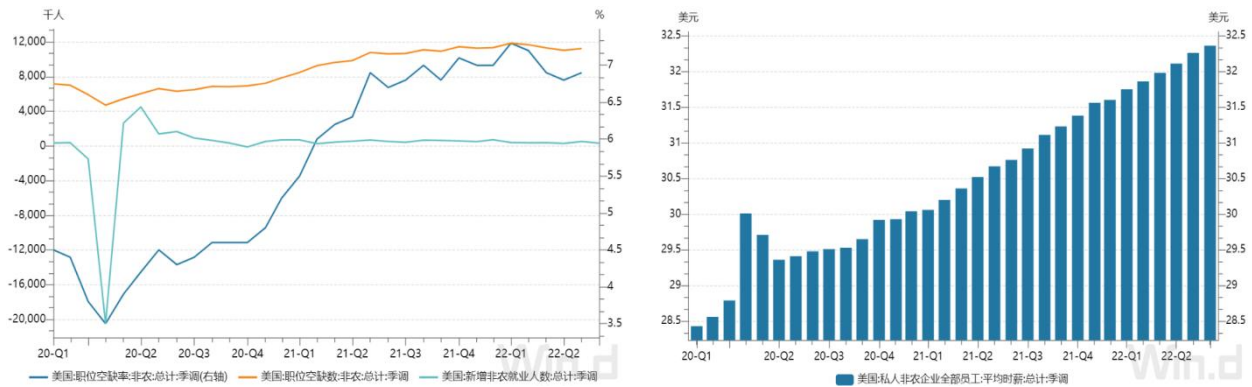


图 2-2 美国就业、失业、劳动参与率、薪资方面数据

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，多项经济数据依然处于健康区间，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。待通胀得到有效控制，美联储货币政策转向之后，美国经济将迎来新一轮复苏。

## 二、美国消费总额存阶段性见顶之势

今年 7 月美国季调零售和食品服务消费额录得 6828.15 亿美元，续创历史新高。同比增速录得 10.08%，增速连续 5 个月加快，同时也是近 5 个月首次达到两位数；不过，环比增速录得 0.03%，增速连续 5 个月放缓。

从两大分项来看，零售板块录得 5967.65 亿美元，占比达到 87.4%；食品饮料和服务板块消费录得 860.5 亿美元，占比为 12.6%。相较而言，“食品饮料和服务”消费的边际增速快于“零售”消费。前者 7 月的同比和环比增速分别录得 10.08%和 0.03%，后者分别录得 11.65%和 0.07%。

从细分项来看，美国民众在**机动车**方面的消费额达到 1249.48 亿美元，占有所有消费的 18.3%，同比增长 2.13%，环比下降 1.63%。**食品和饮料**的消费额达到 789.64 亿美元，占比 11.56%，同比增长 8.41%，环比增长 0.21%。食品饮料属于刚需消费，消费额的上升更多反映出食品价格的上涨。加油方面的消费额达到 674.4 亿美元，占比 9.88%，同比增长 39.89%，环比下降 1.77%。虽然国际油价在 7 月出现拐点，但是与去年同期相比依然处于相对高位。**建筑材料、园林设备及物料**的消费额达到 426.55 亿美元，同比和环比分别增长 10.05%和 1.46%。**电子和家用电器**的消费同比回落幅度最大，达到-9.87%，可以看出新冠疫情爆发之后美国民众为了居家办公，提前透支了笔记本等电子产品的消费。

表 2-2 2022 年 7 月美国分版块销售额及比重

指标名称	7月销售额（亿美元）	占比	同比	环比
<b>零售和食品服务</b>	<b>6,828.15</b>	<b>100%</b>	<b>10.28%</b>	<b>0.03%</b>
零售	5967.65	87.40%	10.08%	0.03%
食品服务和饮吧	860.50	12.60%	11.65%	0.07%
机动车辆及零部件店	1249.48	18.30%	2.13%	-1.63%
食品和饮料店	789.64	11.56%	8.41%	0.21%
加油站	674.4	9.88%	39.89%	-1.77%
建筑材料、园林设备及物料店	426.55	6.25%	10.05%	1.46%
保健和个人护理店	336.23	4.92%	3.42%	0.41%
服装及服装配饰店	258.91	3.79%	2.32%	-0.57%
家具和家用装饰店	121.22	1.78%	2.10%	0.18%
运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店	92.18	1.35%	3.85%	0.13%
电子和家用电器店	76.19	1.12%	-9.87%	0.45%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

虽然美国7月消费总额续创历史新高，体现出美国消费的韧性十足，但是美国季调消费总额很有可能在今年未来5个月内阶段性见顶回落。原因有以下五方面：

其一，美国零售项目更多统计的是生活必需品，反映的是刚性需求，所以消费总额上升更多地与物价高企有关。美国季调零售和食品服务消费总额与CRB现货综合指数和CPI同比增速走势非常贴近，并且物价走势略微更显前瞻性。当前美国通胀拐点已现，美国7月季调CPI同比增速录得8.5%，大幅低于前值9%；CRB综合现货指数更是在5月4日出现拐点。

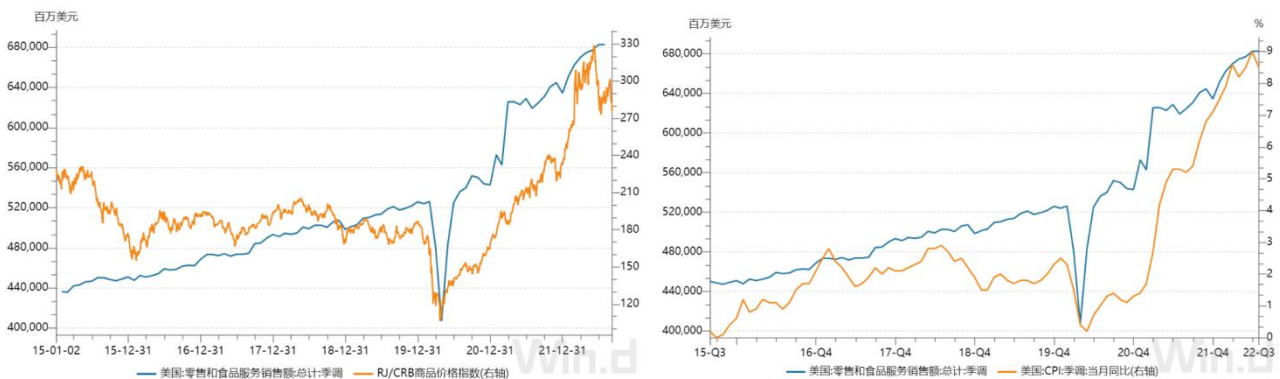


图 2-3 美国季调零售和食品服务销售额与季调 CPI 同比增速及 CRB 趋势对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

其二，美国进口量价齐跌。美国是全球最大的进口国家，尤其是低端制造业更是严重依赖进口，进口商品中九成以上采用集装箱运输。由于美国消费边际增速放缓，美国进口货量在今年5月触顶之后，连续下降两个月。今年7月美国主要港口集装箱吞吐量录得371万TEU，同比下降7.1%，环比下降10%。同时，美国进口商品价格指数（剔除石油和石油制品）在5-7月连续三个月环比负增长。在量价齐跌的情况下，美国季调进口商品金额在6-7月连续两个月环比下降。

美国主要港口集装箱吞吐量及金瓯商品金额环比

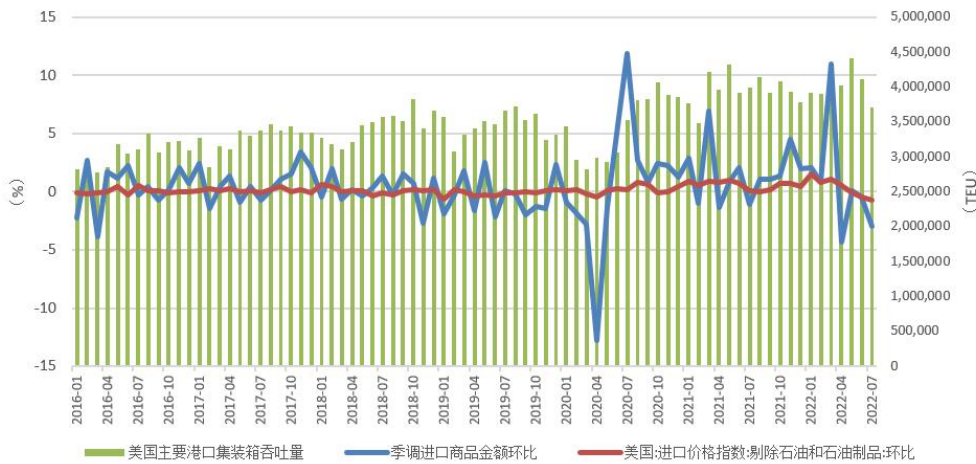


图 2-4 美国主要港口集装箱出货量

数据来源：Datamyne、Wind、方正中期期货研究院整理

其三，美国消费倾向正在从实物型向服务型转变。在美国整体消费中，实物消费占据九成以上比重。不过，随着疫情防控措施被全面解除，美国民众无需大肆囤货，实物消费需求有所回落，更偏向服务型消费。今年美国服务消费进口额从1月的5043.7亿美元逐月上升至6月的5788.9亿美元，仅在7月出现回落，今年7个月累计增长8.7%；美国商品进口额已经连续两个月环比回落，7月跌幅超过服务进口额，今年7个月累计增长5.5%，大幅低于服务进口额。

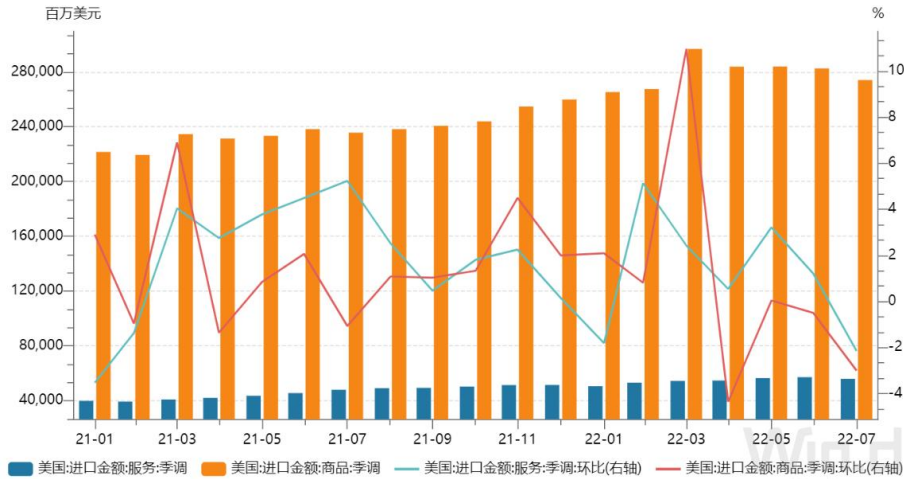


图 2-5 美国季调进口商品和服务金额

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

其四，经济下行，消费信心不振。美国已经陷入技术性衰退期，叠加美联储持续加息和缩表，导致美国社会银根缩紧，政府和民众消费能力和消费意愿都在下降。美国今年的月度财政支出均值在4800亿美元左右，远低于去年5700亿美元的月度均值水平。剔除价格因素，美国实际月度人均可支配收入持续回落；虽然消费者信心指数在最近两月所有反弹，但是依然处于历史较低水平。

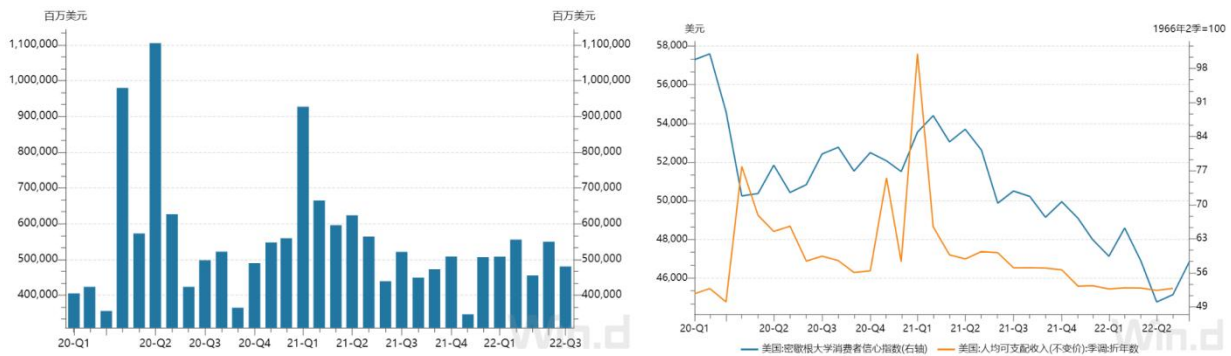


图 2-6 美国消费者信心指数、实际人均可支配收入、联邦政府财政支出

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

其五，美国消费边际放缓趋势愈发明显。季调零售和食品服务消费额边际环比增速连续 5 个月放缓，7 月仅录得 0.03%，很有可能在未来数月之内就出现零增长或者负增长。

### 三、美国国会通过“2022 年降低通胀法案”

美东时间 8 月 5 日和 8 月 12 日美国参议院和众议院先后通过了“2022 年降低通胀法案”，只待美国总统拜登最终签字，该法案就能正式生效。

“降低通胀法案”长达 755 页，内容涵盖能源气候、医疗保健、税制改革等多个领域的一系列措施，主要是为能源、气候变化及医疗投入补贴，其中最重要的板块是环保领域，因此也被称为史上最大规模的气候变化法案。该法案预计投资和补贴规模为 4300 亿美元，其中 3700 亿美元用于气候变化和新能源，600 亿美元将被用于医疗保健领域。核心项目涉及加速制造太阳能电池板、风力涡轮机、电池和关键矿物的税收抵免项目；建设清洁技术制造设施的税收减免项目；改造现有汽车制造设施的补助项目、生产制造清洁汽车等。这笔财政支出的主要通过向收入超 10 亿美元的美国企业征收 15% 的最低税率等方式来筹集资金。该法案声称可以在未来 10 年创造 7400 亿美元的财政收入，并削减 3000 亿美元的联邦财政赤字。

虽然美国 7 月季调 CPI 同比增速有所回落，但是 8.5% 的通胀率依然处于历史较高水平，尤其能源的 CPI 同比增速高达 32.9%，因此美联储多位官员均多次表态不会动摇美联储今明两年利率上行的决心。可以看出，美国高层依然将抗通胀放在工作的首要任务，因此美国参众两院顺势通过针对能源的“降低通胀法案”本无可厚非。不过，该法案是否真能“案如其名”，实现降低通胀的目标，则存在巨大疑问。



图 2-7 2022 年 7 月美国季调 CPI 及分项同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

首先，该法案的起效非常之长，根本无法在短期对通胀起到效果。新能源的研发需要较长的周期，技术与生产的转化也需要较长时间，无法一撮而就。美国国会预算办公室直接表示该法案对 2022-2023 年的通胀问题起到的作用可能“微不足道”。其次，此次补贴源于向大型企业加征税收，这将加重企业的运营负担，部分企业有可能被迫通过提升商品价格的方式维持企业利润率，反而会加剧通胀现状。第三，600 亿美元的医疗保健补贴对于抗通胀更是没有直接的作用，却占据整个方案补贴规模的 12.8%。

因此，该方案的政治意义远大于实际意义，真实目的更有可能是民主党为了确保赢得中期选举而加快推进一系列社会和环境开支计划，从而巩固基本盘选民的支持。由于抗通胀是当前美国社会达成的共识，冠以“降低通胀”的名称更能获得社会舆论以及参众两院的支持。鉴于此，共和党普遍对该方案持抵触态度，美国参议院的支持和反对票均为 50 票，全凭副总统哈里斯的关键一票才让法案勉强涉险过关。

当前美国通胀已现拐点，但依然处于较高位置，并且一旦地缘局势再度紧张极有可能再度推升全球能源、粮食和运输价格。美国想在未来 1-2 年内将核心通胀率降至 2% 的长期目标，需要在货币政策收紧、稳定供应链、控制财政支出、降温地缘矛盾、提升生产力等方面入手。不断地加税只会加重企业负担，降低投资意愿，削减用人成本，加剧经济衰退的风险。

#### 四、全球央行年会鲍威尔“放鹰”

今年全球央行年会安排在美国东时间 8 月 25-27 日召开，会议地点设于美国怀俄明州杰克逊霍尔，该会议被誉为历史最悠久的中央银行会议之一。美东时间 8 月 25 日 10:00，美联储主席鲍威尔发表了题为《货币政策与价格稳定》的演讲，耗时 9 分钟，主旨内容“通胀不降、加息不止”。

**通胀**方面，鲍威尔指出 7 月通胀数据有所改善，但不足以改变美联储坚持加息的政策路径，美联储不会被一两个月的数据所左右，通胀形势仍严峻。**货币政策**方面，美联储当前的首要任务是将通胀降至 2% 目标，因此会采用强有力的工具来使供需达到更好的平衡，进而降低通胀。9 月加息幅度将取决于届时的整体经济数据和不断变化的前景。鲍威尔反驳了货币市场对 2023 年下半年开始降息的定价，直言明年底基准利率仅略低于 4%。不过，鲍威尔重申未来某个时候可以放慢加息步伐。**经济**方面，鲍威尔指出美国经济显然正在从 2021 年的历史高增长率放缓，去年受益于疫情诱发衰退后经济的重新开放。鲍威尔坚信美国经济继续显示出强劲的潜在动力，劳动力市场特别强劲但显然失衡，对工人的需求远超可用供应。同时，鲍威尔并不避讳货币政策收紧会一定程度利空经济发展。他提到虽然更高的利率、放缓的增长和疲软的劳动力市场条件会降低通胀，但也会给家庭和企业带来一些痛苦。这些都是降低通胀的不幸代价，不过无法恢复价格稳定将意味着更大的痛苦。

同时，鲍威尔谈到了上世纪八十年代的恶性通胀并评价了前联储主席保罗·沃尔克的应对方案。鲍威尔指出二十世纪八十年代初，沃尔克领导的美联储确实成功抗击了高通胀，但代价是此前 15 年多次尝试降低通胀率没有成功，最终需要用长期且非常具有限制性的货币政策来遏制通胀。此外，鲍威尔介绍了美联储二十世纪七八十年代对抗高通胀的三个教训，特意指出七十年代因小幅加息未能控制通胀，八十年代又因为加息幅度过大导致经济衰退。鲍威尔着重提到管理通胀预期至关重要，必须避免因大举加息导致经济衰退而达到压低通胀的历史教训。由此可以看出，鲍威尔未来货币政策的两大宗旨：一方面，货币政策的执行绝不能优柔寡断，必须尽快降低通胀水平；另一方面，不能因为大幅降息导致经济衰退。

整体来看，鲍威尔的发言尽显鹰派。强调了美国经济和就业总体强势，通胀依然高企，美联储“先抗通胀，后救经济”的大政方针不会改变。不过，会吸取上世纪七八十年代的教训，在快速降低通胀水平的同时尽量实现经济软着陆，这就是鲍威尔始终强调根据届时经济数据才能决定下一轮加息幅度的原因。

鲍威尔鹰派言论引发全球金融和大宗商品市场剧烈震荡。**股市**方面，美国三大股指单日跌幅均超过 3 个百分点，欧洲三大股指跌幅在 2-4% 之间，随后一周欧美股市跌幅大幅扩大。**汇率**方面，美元指数上冲至 108.8564，9 月 6 日终于突破 110 的重要压力位。欧元兑美元深度破 1，当日已贬值至 0.9964，9 月 6 日进一步回落至 0.9905。**债券**方面，10 年期美债收益率进一步攀升至 3.04%，一周内收益率涨幅达到 0.23%。**商品**方面，贵金属、能源、粮食在一周之内价格均出现回落。**波动率**方面，CBOT 波动率指数和纳斯达克 100 波动率指数单日上涨 17.36% 和 12.86%，周内进一步扩大。**海运**方面，美联储加息将利空全球经济发展，抑制大宗商品运



输需求，BDI 单日回落 3.65%，周内跌幅达到 14.07%。

表 2-3 鲍威尔发言后一周全球金融和大宗商品价格涨跌幅

大类	品种	单位	8月25日	8月26日	8月31日	单日涨跌幅	期间涨跌幅
商品	伦敦现货黄金	美元/盎司	1753.55	1751.25	1715.9	-0.13%	-2.15%
	伦敦现货白银	美元/盎司	19.325	19.215	17.945	-0.57%	-7.14%
	LME3个月铜	美分/磅式耳	1431.25	1461.25	1422.5	2.10%	-0.61%
	CBOT大豆(连续)	美元/吨	8119	8279.5	7700	1.98%	-5.16%
	布伦特原油(连续)	美元/桶	92.52	93.06	89.55	0.58%	-3.21%
	NYMEX天然气	美元/百万英热单位	9.359	9.32	9.141	-0.42%	-2.33%
股指	标普500指数	点	4199.12	4057.66	3955	-3.37%	-5.81%
	道琼斯工业平均指数	点	33291.78	32283.4	31510.43	-3.03%	-5.35%
	纳斯达克综合指数	点	12639.27	12141.71	11816.2	-3.94%	-6.51%
	俄罗斯RTS指数	点	1182.71	1183.12	1258.45	0.03%	6.40%
	伦敦金融时报100指数	点	7479.74	7427.31	7284.15	-0.70%	-2.61%
	巴黎CAC40指数	点	6381.56	6274.26	6125.1	-1.68%	-4.02%
	法兰克福DAX指数	点	13271.96	12971.47	12834.96	-2.26%	-3.29%
	上证A股指数	点	3246.2481	3236.2226	3202.1378	-0.31%	-1.36%
波动率	标普500波动率指数		22.38	25.56	25.87	14.21%	15.59%
	纳斯达克100波动率指数		28.08	31.72	32.19	12.96%	14.64%
债券	美国10年期国债收益率	%	3.03	3.04	3.15	0.33%	3.96%
	俄罗斯10年期国债收益率	%	9.29	9.35	9.42	0.65%	1.40%
外汇	美元指数		108.4253	108.8564	108.6796	0.40%	0.23%
	欧元兑美元		0.9974	0.9964	1.0054	-0.10%	0.80%
	美元兑日元		136.51	137.665	138.96	0.85%	1.79%
	美元兑卢布		59.9974	59.7699	60.3677	-0.38%	0.62%
海运	BDI	点	1123	1082	965	-3.65%	-14.07%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

### 第三部分 欧元破 1 欧债风险加剧 欧洲经济未来不容乐观

欧洲经济今年上半年表现较为强势，欧元区 and 英国分别同比增长 4.6% 和 5.8%。三季度以来，包括法国在内的欧洲多国解除疫情完全管控措施，欧洲国家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，导致欧洲通胀连创历史新高，欧洲两大银行连续大幅加息。倘若四季度俄乌冲突和能源制裁与反制裁持续，欧洲今年将迎来“最寒冷的冬季”。在欧洲经济看衰以及货币政策鹰派程度不及美联储的情况下，欧元兑美元跌破 1:1，虽然欧洲央行加息促使欧元阶段性回升至 1:1 以上，但是欧洲经济预期不及美国，加息速度不如美联储，后续依然会回落。同时，欧债危机也有所浮现。

#### 一、通胀创历史新高 欧洲央行大幅加息

8 月欧元区 HICP 同比增速录得 9.1%，连续 4 个月加速，续创该指数 1997 年 1 月发布以来历史新高；英国 7 月 CPI 同比增速录得 10.1%，连续 10 个月加速，同样创该指数 1989 年 1 月发布以来新高；

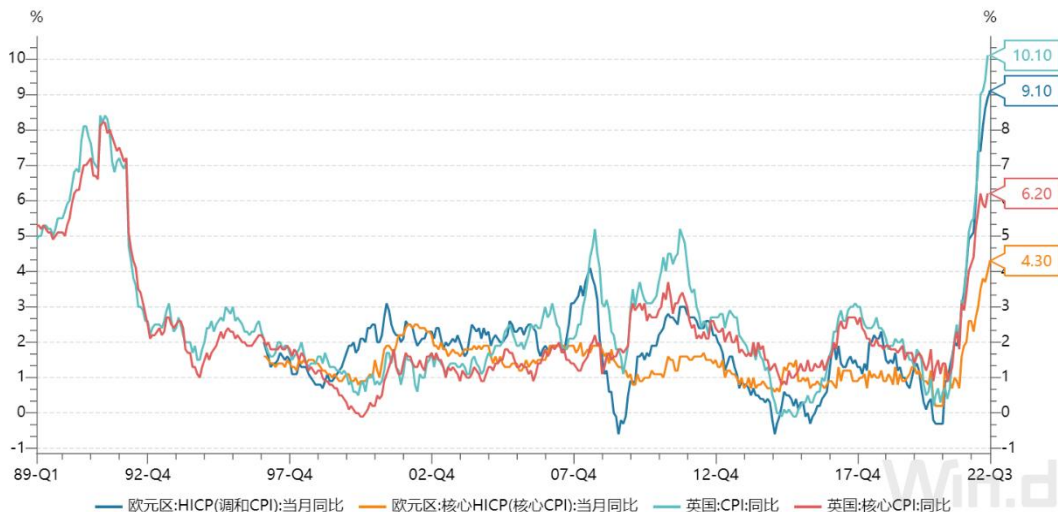


图 3-1 欧元区 and 英国 CPI 与核心 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

CPI 分项来看，**能源**依然是拉动欧洲通胀最关键的因素。得益于三季度全球大宗商品价格震荡回落，欧元区能源 CPI 同比增速连续两个月冲高回落，但是能源 38.3%的增速依然处于较高水平。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 35.4%、52.9%、83.3%、34.3%、33.5%。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 26.9%和 70.3%。**住宿服务**成为跃居成为拉动欧洲通胀第二大因素，欧元区和英国 CPI 同比增速分别录得 16.1%和 14.4%，三季度包括法国在内的诸多欧洲国家解除所有与新冠疫情相关的旅行限制，促使旅行、酒店等行业兴起，住宿费用水涨船高。欧元区和英国**交通运输** CPI 同比增速录得 12.7%和 14.8%，退居为拉动欧洲通胀的第三大因素。随着 6 月 1 日上海解封，汽车生产得到恢复，车价回落。并且，今年以来国际海运价格持续回落，反映干散货运价指数的 BDI 和反映集装箱运价的 SCFI（上海→欧洲）在三季度累计回落 49%和 35.5%。7 月乌克兰粮食出运协议尚未达成协议，因此该月欧元区和英国**食物** CPI 同比增速继续攀升 11.5%和 12.6%。

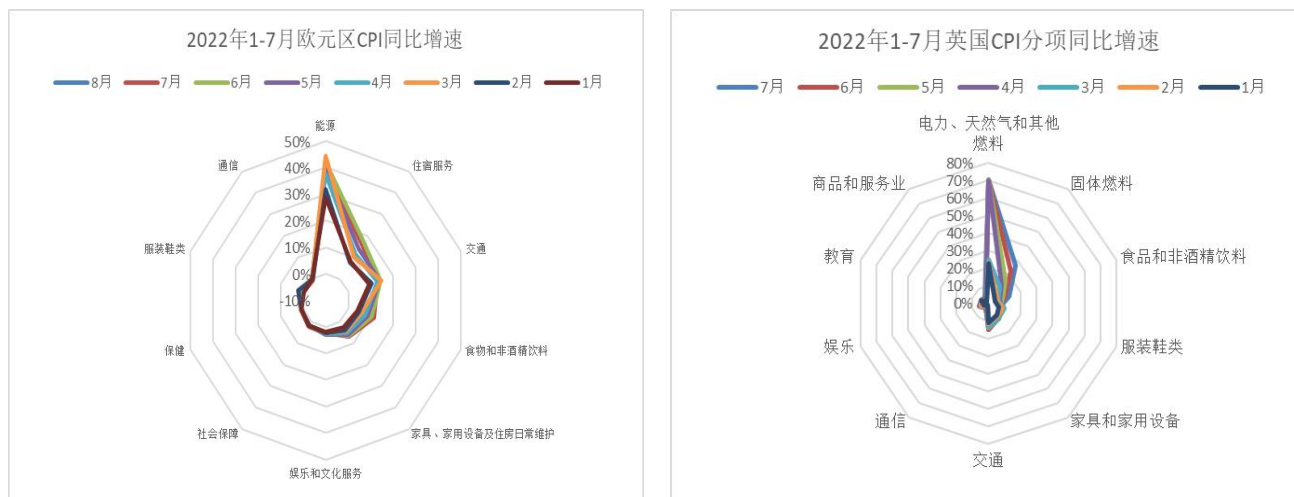


图 3-2 2022 年 6 月欧元区 HICP 和英国 CPI 各分项同比增速

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”号的天然气供应量先从正常的四成水平进一步下降至两成，并8月底彻底断气，何时恢复更多取得于俄欧之间的政治博弈，荷兰 TTF 天然气价格一度冲高至 340 欧元/兆瓦时。欧洲成员国被迫从今年 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%。不过，随着夏季逐步褪去，欧洲对于能源需求将会短暂回调，8-9 月天然气和电力价格有望回调。欧洲 ARA 港动力煤现货价格已从 6 月 24 日 408.9 美元/吨下调至 8 月 26 日的 325 美元/吨，两个月内回落 20.5%。不过，欧洲的天然气储备量仅能维持 2 个月半，倘若俄罗斯从 8 月底开始停止供应，欧洲天然气将仅能支撑至 11 月中旬，那么欧洲将遭遇“最冷的冬季”。**供应链**方面，8 月 21-28 日英国弗利克斯托港发生 1900 名码头工人的罢工事件，9 月 19 日-10 月 2 日利物浦港发生 560 名码头工人的罢工事件，德国莱茵河水位偏低影响内河驳运。不过，全球海运价格总体走弱，汽车产量进一步增加，都将有利于交通运输 CPI 下降。**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，乌克兰 2500 万吨粮食有望逐步发运，8 月 1 日首艘乌克兰运粮船正式从敖德萨港启运，欧洲粮食危机得到一定缓解。总体来看，欧洲通胀增速有望在 9-10 月边际放缓，但是从 10 月中下旬欧洲逐步入冬之后，倘若俄乌冲突持续且能源制裁限制依旧，欧洲通胀将会大幅反弹。

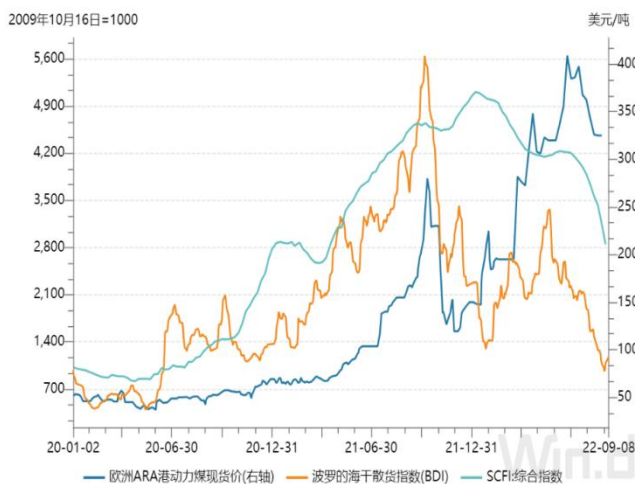


图 3-3 欧洲 ARA 港动力煤现价、BDI、SCFI 综合指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

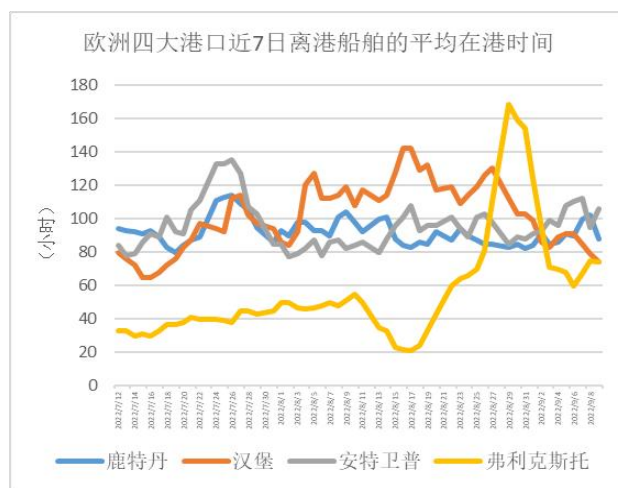


图 3-4 欧洲四大港近 7 日离港船舶的平均在港时间

数据来源：港口宝、方正中期期货研究院整理

由于通胀高企，欧洲央行和英国央行连续大幅加息。欧洲央行在 7 月和 9 月分别将主要利率提升 50BP 和 75BP，略超市场预期，当前欧元区基准利率（主要再融资利率）、存款便利利率（隔夜存款利率）、边际贷款便利利率（隔夜贷款利率）分别上升至 1.25%、0.75% 和 1.5%。英国央行 8 月加息 50BP 至 1.75%。根据隔夜指数掉期显示，欧洲两大央行此轮加息将持续至

明年年中，英国央行加息力度更大，未来八个月欧洲央行和英国央行还会累计加息 100BP 和 200BP，可能明年下半年开始降息。



图 3-5 欧洲央行三大主要利率和英国基准利率历史变动情况

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 3-1 欧洲央行加息预期

地区: 欧元区 »		工具: 隔夜指数掉期 »			
目标利率	0.7500	定价日期	09/09/2022		
有效利率	-0.0760	当前隐含隔夜利率	0.442		
会议	#加息/降息	%加息/降息	隐含利率 Δ	隐含利率	假定利率变动
10/27/2022	+3.152	+315.2%	+0.788	1.230	0.250
12/15/2022	+5.356	+220.4%	+1.339	1.781	0.250
02/02/2023	+6.787	+143.1%	+1.697	2.138	0.250
03/16/2023	+6.763	-2.4%	+1.691	2.132	0.250
05/04/2023	+7.337	+57.4%	+1.834	2.276	0.250
06/15/2023	+7.726	+38.9%	+1.932	2.373	0.250
07/27/2023	+7.399	-32.7%	+1.850	2.292	0.250

表 3-2 英国央行加息预期

地区: 英国 »		工具: 隔夜指数掉期 »			
目标利率	1.750	定价日期	09/09/2022		
有效利率	1.69070	当前隐含隔夜利率	1.690		
会议	#加息/降息	%加息/降息	隐含利率 Δ	隐含利率	假定利率变动
09/15/2022	+2.635	+263.5%	+0.659	2.349	0.250
11/03/2022	+5.535	+290.0%	+1.384	3.074	0.250
12/15/2022	+7.532	+199.7%	+1.883	3.573	0.250
02/02/2023	+8.851	+131.9%	+2.213	3.902	0.250
03/23/2023	+9.792	+94.2%	+2.448	4.138	0.250
05/11/2023	+10.442	+64.9%	+2.610	4.300	0.250
06/22/2023	+10.650	+20.9%	+2.663	4.352	0.250
08/03/2023	+10.100	-55.1%	+2.525	4.215	0.250

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理

## 二、欧元兑美元破 1 欧洲央行加息救欧元

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。因此，欧洲央行在 7 月首轮意外加息 50BP，一方面是为了抗通胀，另一方面是为了救欧元。7 月 27 日欧洲央行加息后，欧元兑美元在 8 月 10 日一度上冲至 1.0369，但是随后再度趋势性回调。8 月 23 日欧元兑美元再度跌破 1:1 大关，9 月 6 日跌至 0.9864，创近 22 年新低。随着欧洲 8 月通胀率续创历史新高以及欧洲央行大幅 75BP，欧元兑美元再度回升至 1:1 之上。

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相对更为鹰派，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 3-6 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

因此，此轮欧元汇率回升只能看作是欧洲央行加息引发的阶段性刺激性反弹，并未迎来真正反转，美元在全球强势地位尚未改变。未来需要重点关注欧美的通胀率、失业率以及三季度 GDP 增速之间差值，这将直接决定未来美联储和欧洲央行的货币政策力度。四季度欧洲极有可能遭遇能源危机，虽然欧洲央行会进一步加息打压高企的能源价格，短暂推高欧元汇率，但是欧洲工业和服务业将受到缺气影响而停滞，极大影响经济正常运营。因此，欧元在四季度短暂回升后再度回落。

### 三、英国二季度 GDP 环比回落

剔除价格因素，今年二季度英国季调 GDP 录得 5687.19 亿英镑，同比增长 2.9%，为近五个季度最低增速；环比增速-0.1%，打破了连续四个季度环比正增长的趋势。具体到分项来看，居民和政府最终消费支出下降是导致 GDP 环比回落的主要原因。“居民最终消费支出”和“政府最终消费支出”两大分项在今年二季度分别创造了 3451.63 和 1122.61 亿英镑，分别占英国 GDP 总额的 60.7%和 19.7%，合计比重超过八成。今年二季度该两大分项分别环比下降 0.2%和 2.9%，对 GDP 的季度环比贡献率分别为-0.12%和-0.57%。

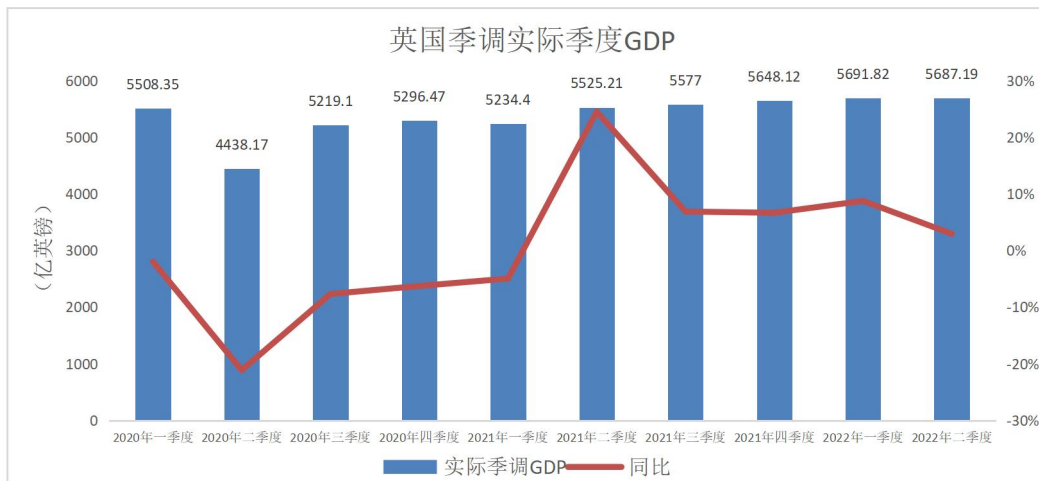


图 3-7 欧元区季度实际 GDP 及增速  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 3-3 英国 GDP 分项及增速

单位：亿英镑	2022年二季度	占GDP比重	同比	环比
居民最终消费支出	3451.63	60.7%	3.6%	-0.2%
非盈利机构最终消费支出	131.65	2.3%	4.3%	2.6%
政府最终消费支出	1122.61	19.7%	-3.4%	-2.9%
固定资本形成总额	1013.51	17.8%	5.9%	0.6%
库存变化	164.68	2.9%	-538.7%	2.4%
货物和服务出口	1538.65	27.1%	0.3%	2.4%
货物和服务进口（负项）	1776.19	31.2%	14.2%	-1.5%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

自俄乌冲突爆发之后，英国紧跟美国步伐，加大了对俄罗斯制裁力度，其中就包括能源领域。虽然英国前首相约翰逊此前不断呼吁欧洲必须结束对俄罗斯能源的“过度依赖”，但是短期内英国根本无力摆脱能源短缺的窘境，导致物价持续高企。今年 7 月英国 CPI 同比增速录得 10.1%，创该指数 1989 年 1 月发布以来新高，其中电力、天然气等能源板块 CPI 同比增速更是达到 70.3%。英国央行被迫在 8 月再度加息 50BP 至 1.75%，今年 1-8 月累计加息 150BP。持续加息导致居民的实际消费能力和消费意愿不振。虽然 7 月英国季调零售消费不变价指数录得 101.5，高于前值，但是依然处于最近 1 年的相对低位；8 月英国 GfK 消费者信心综合指数录得 -44，续创历史新低。政府开支也出现收紧，7 月英国中央政府总支出录得 765.41 亿英镑，低于前值。由此可以看出，能源制裁、通胀高企、货币政策收紧等因素促使英国居民和政府消费支出缩减，从而导致二季度 GDP 环比负增长。

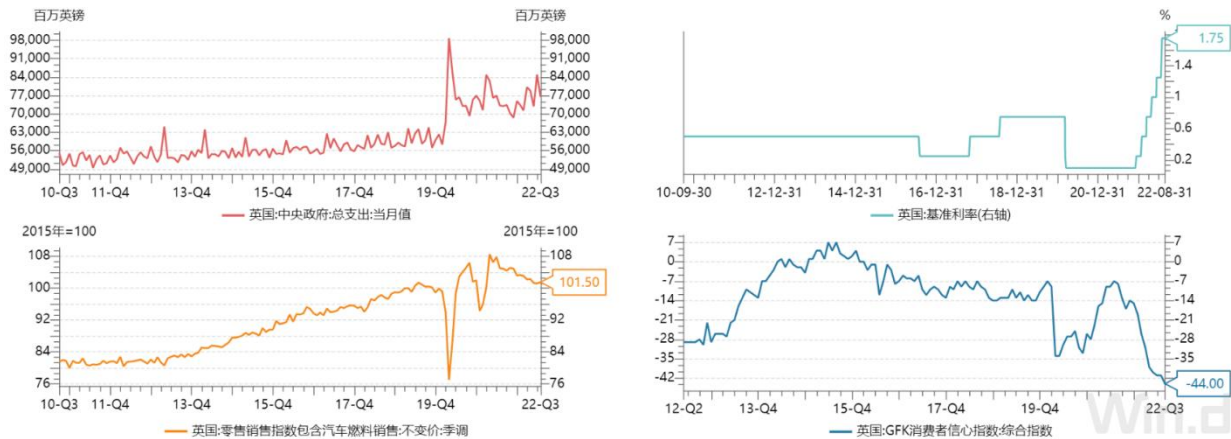


图 3-8 英国零售销售指数、GFK 消费者信心综合指数、英国中央政府总支出及基准利率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

下半年英国经济发展形势同样不容乐观。从**货币政策**角度来看，英国在今年剩下的三次议息会议中可能合计加息 125BP，明年 6 月加息至 4.25%，直至明年 8 月才有可能实现货币政策的转向。英国经济在未来 10 个月依然需要经历加息带来的冲击。从**产业发展**来看，英国 8 月制造业和服务业 PMI 分别录得 47.3 和 52.5，均低于前值，尤其制造业在近 27 个月以来首次跌破荣枯线；6 月英国季调工业指数录得 98，低于前值，可以看出英国的制造业正在萎缩，服务业扩张边际增速在放缓。从**通胀和消费**角度来看，由于天然气短缺，今年冬天英国的能源价格可能飙升至年初时的三倍，届时英国家庭的能源支出将多达 3850 英镑，这一情况可能持续至 2024 年，大幅消耗英国居民的消费潜力和信心。从**供应链**方面来看，9 月 19 日-10 月 2 日英国第二大港利物浦港将发生 560 名码头工人的罢工事件，会引发欧洲供应链拥堵。IMF 在 7 月最新一期的《世界经济展望》报告中第三次下调了英国 2022-2023 年的经济增速，分别降至 3.2%和 0.5%，尤其明年的经济增速是 G7 国家中最低的。

#### 四、欧洲潜在债务危机有所抬头

近期欧洲国债收益率持续上升。2022 年 9 月 7 日，欧元区、德国、希腊、意大利、西班牙、葡萄牙和英国 10 年期公债/国债收益率录得 1.62%、1.58%、4.14%、3.82%、2.76%、2.65%、3.13%，环比二季度末（2022 年 6 月 30 日）大幅上升 1172BP、1400BP、4900BP、4340BP、1680BP、1940BP、8531BP。主要有以下两方面原因：一方面，欧洲通胀续创新高，8 月欧元区 HICP 同比增速 9.1%，7 月英国 CPI 同比增速录得 10.1%，欧洲央行和英国央行加快货币收紧步伐预期不断升温；另一方面，欧洲经济下行压力较大，违约风险加剧。

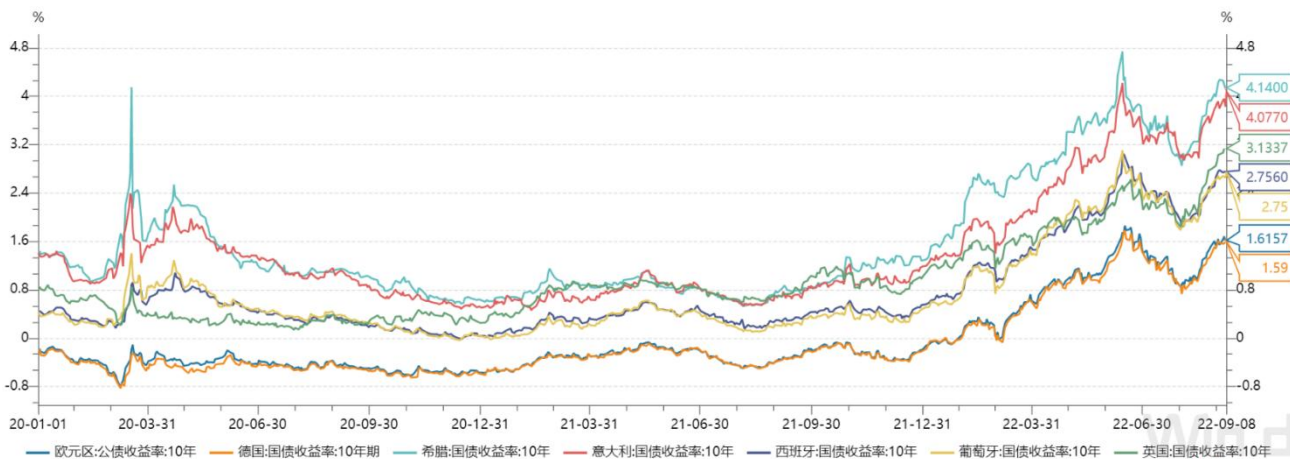


图 3-9 欧洲 10 年期国债/国债收益率

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

德国国债是欧洲信用最好的国家债券，一直被视作欧洲债券的基石。相较于德债，除了欧元区公债之外，其他欧洲国家的信用利差扩大（欧洲其他国债与德国国债的利差），利差最大的是希腊，10 年期国债收益率利差一度扩大至 2.64BP；10 年期意大利国债收益率利差扩大至 2.41BP。在欧洲经济整体下行的情况下，其他国家经济预期更差，市场认为这些欧洲国家的国债违约风险逐步上升。在主要欧洲经济体中，希腊违约风险最大。

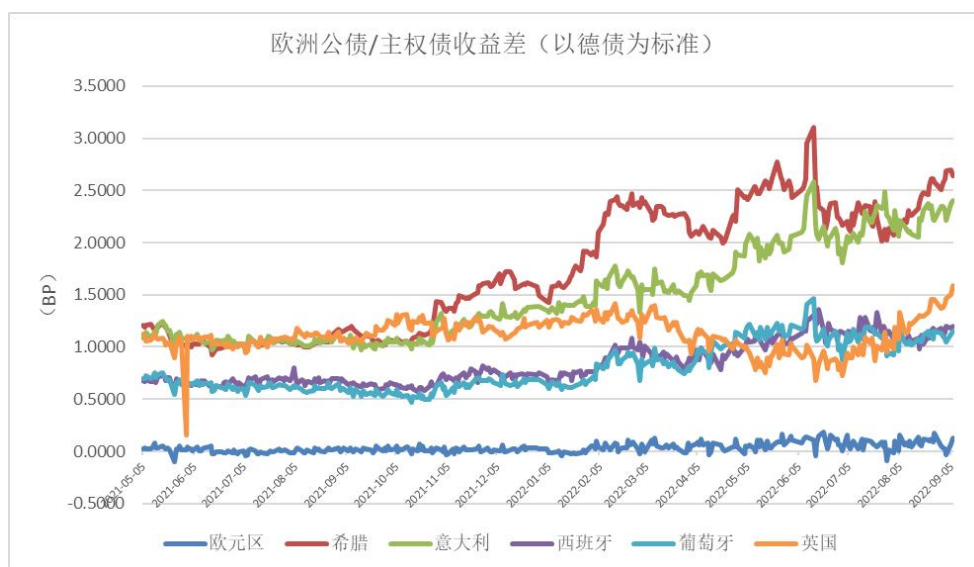


图 3-10 欧洲高收益债券信用利差（以德债为基准）

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

7 月欧元区 19 国未偿一般性政府债务占 GDP 比重录得 83.18%，虽然略低于 6 月，但是依然位居历史次低。欧债收益率回升以及紧急抗疫购债计划（PEPP）使得欧洲债务规模不断扩大，债务比重居高不下。不过各国控制债务能力以及经济恢复程度不一，一般债务占 GDP 比重差异较大。相较而言，瑞典、爱尔兰、丹麦、波兰债务控制得最好，意大利、西班牙、法国、比利时潜在债务危机依然较大。



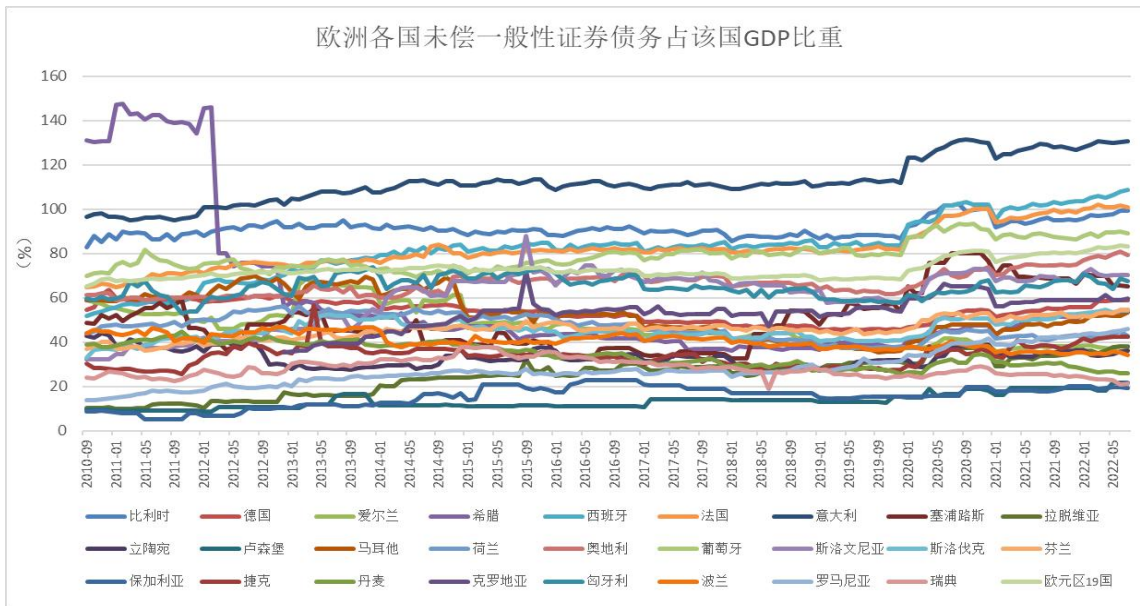


图 3-11 欧洲各国未偿一般性证券债务占该国 GDP 比重

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

## 第四部分 日本经济出现反弹 金融市场波动剧烈

日本经济在二季度出现反弹，同比增长 1%，环比增长 0.5%，主要由居民和政府消费带动。不过，从 PMI、投资者信心指数、购房情况来看，日本经济依然低迷。日本政府为了刺激经济，宣布从 9 月 7 日起全面解除禁令，开放自由行。得益于 2019 年四季度的低基数，日本经济有望在今年四季度恢复至疫情前同期水平，但是全年恢复还需等到 2023-2024 年。三季度日本金融市场波动剧烈，7 月日本前首相安倍晋三遇袭身亡，致日本金融市场短期内发生黑天鹅事件；日元和日债初选 V 型走势，9 月上旬美元兑日元汇率创近 24 年新高，日本 10 年期国债收益率突破 2.6% 大关。

### 一、日本经济出现反弹

剔除价格因素，今年二季度日本季调 GDP 录得 135.53 万亿日元，同比增长 1%，快于前两个季度；环比增长 0.5%，高于前值。

从分项来看，消费恢复是拉动日本经济回暖的核心因素。私人消费是日本 GDP 最重要的组成部分，创造 74.319 万亿日元，占比达到 54.8%，同比增长 3%，对同比增长的拉动率达到 1.6%；环比增长 1.1%，对环比增长的拉动率达到 0.6%。在私人消费中，家庭消费创造了 71.958 万亿日元，占私人消费 96.8%，占全部 GDP 的 53.1%。随着日本政府决定在 3 月 17 日全面解除“防止蔓延等重点措施”，日本社会逐渐步入正轨，刺激了消费的复苏。政府消费是推动日本经济回暖的第二大因素，创造了 29.286 万亿日元，占 GDP 比重达到 21.6%，同比和环比增速录得

1.7%和0.5%，对同比和环比增长拉动率分别为0.4%和0.1%。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。**其他板块则明显逊色**。日本一直引以为傲的**净出口**在二季度依然是GDP的负项，商品和服务净出口产生了2250亿日元的负值。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，导致日本进口成本维持高位。不过，得益于部分大宗商品价格在5-6月出现拐点，日本的净出口负值规模在6-7月大幅收窄。**私人住宅投资**创造了4.44万亿日元，占GDP比重3.3%，同比和环比增速分别录得-6.3%和-1.9%，对GDP的同比和环比增长拉动率分别为-0.2%和-0.1%。日本经济持续不振，使得日本购买房地产的热情不断降温，首都圈在6月的新建公寓楼初月签约率跌破70%大关。**公共投资**创造了6.572万亿日元，占GDP比重4.8%，同比和环比增速分别录得-9.1%和0.9%。日本经济整体低迷，使得日本各界投资信心并不高涨，尤其个人投资信心更显不足。

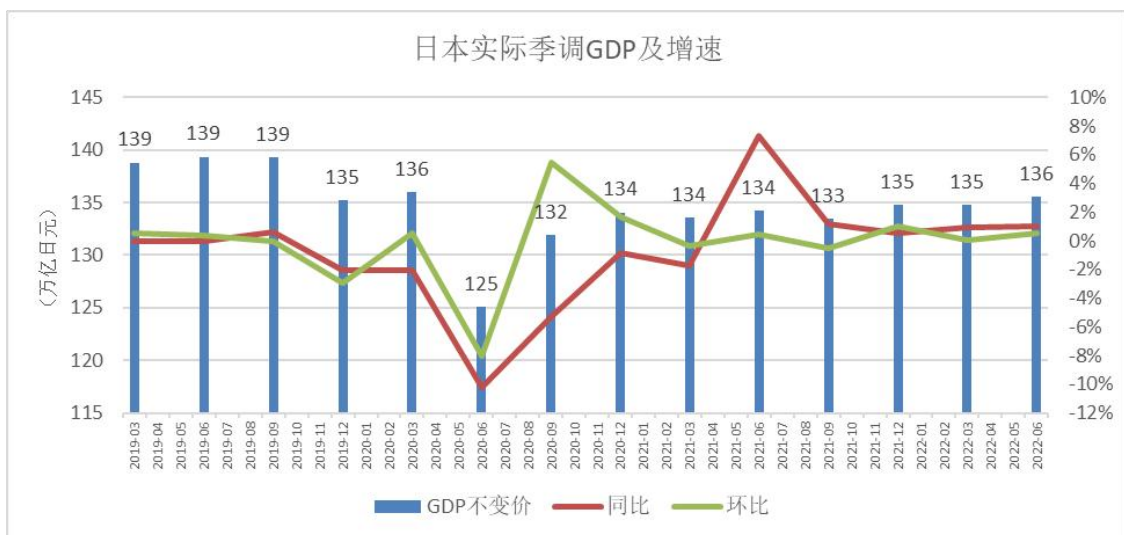


图 4-1: 2019-2022 年日本季调实际 GDP 及增速  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

表 4-1 2022 年二季度日本季调实际总量和分项 GDP 及增速

单位: 万亿日元	2022 年二季度	占 GDP 比重	同比	环比
季调实际 GDP 总量	135.53	100.00%	0.99%	0.54%
私人消费	74.32	54.84%	3.00%	1.13%
私人住宅投资	4.44	3.28%	-6.30%	-1.86%
私人企业设备投资	21.10	15.57%	-0.82%	1.43%
私人存货变化	0.17	0.13%	---	---
政府消费	29.29	21.61%	1.74%	0.55%
公共投资	6.57	4.85%	-9.10%	0.93%

公共存货变化	-0.01	0.00%	---	---
净出口	-0.22	-0.17%	---	---

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

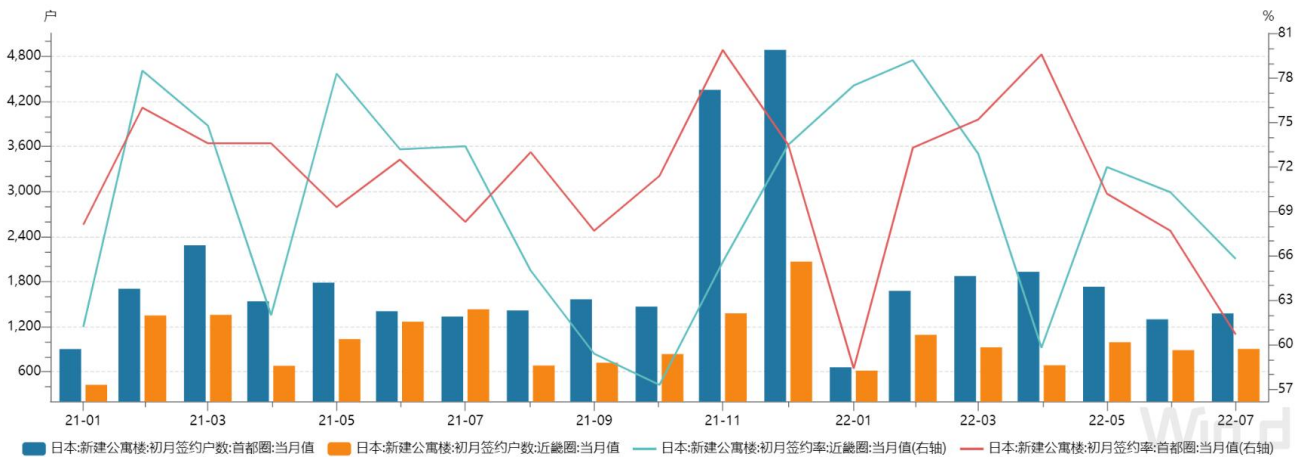


图 4-2: 日本首都圈和近畿圈的新建公寓楼初月签约率和签约户数

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

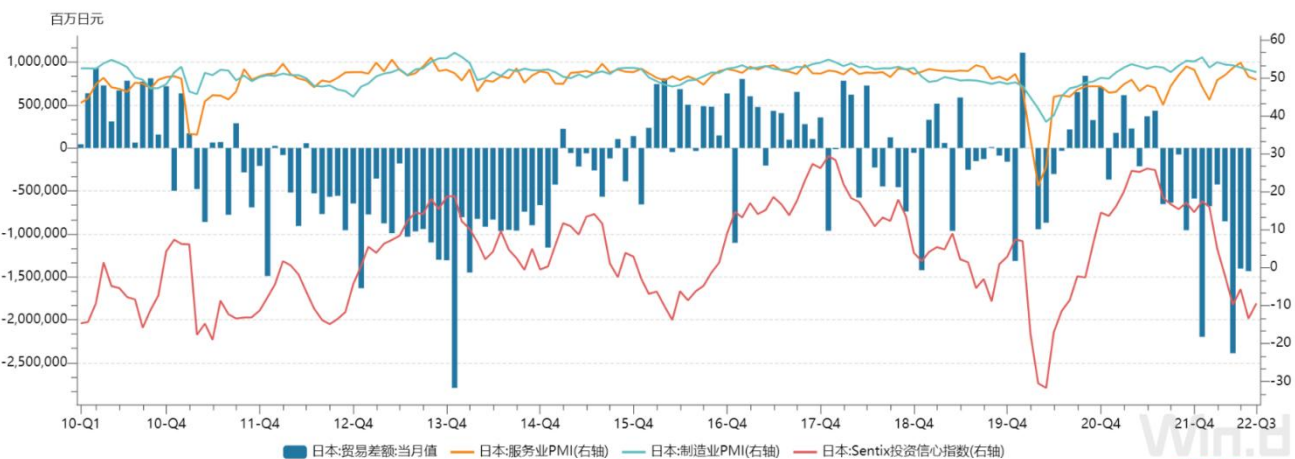


图 4-3: 日本外贸净出口规模、制造业和服务业 PMI、Sentix 投资信心指数

数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

日本是全球唯一尚未恢复至疫情前同期水平的主要经济体，2022 年二季度相比 2019 年同期下降 2.7%。今年三季度也无法达到这个目标，除非环比增速超过 2.8%，但是日本当前投资和消费的恢复进程较为缓慢，肯定无法达到这样的增速。6-9 月日本 Sentix 投资者信心指数分别录得-13.4、-9.4 和-13.2，创历史新低；7 月首都圈和近畿圈的月初新建楼房签约率继续大幅下降；日本制造业和服务业 PMI 持续回落，尤其 8 月服务业 PMI 已经跌破荣枯线。正在由于经济形势岌岌可危，日本政府宣布从 9 月 7 日起全面解禁，开放自由行，目的就是为了刺激日本旅游业和消费。今年四季度日本将大概率能恢复至疫情前同期水平，最主要因为 2019 年四季度的基数较低，仅有 135.21 万亿日元，甚至低于今年二季度的 135.53 万亿日元。所以，下半年日本经济只要正常恢复，不再遭遇黑天鹅事件，就能达到这样的目标。不过，从整年角

度来看，2022 全年日本肯定无法恢复至疫情前水平。倘若明年能保持 2.5%左右的增速，日本经济有望在 2023 年实现全年恢复至疫情前水平。

表 4-2 疫情前后日本各季度季调实际 GDP 对比

	2019年	2020年	2021年	2022年	2020年/2019年	2021年/2019年	2022年/2019年
一季度	138.80	135.95	133.58	134.80	98.0%	96.2%	97.1%
二季度	139.35	125.07	134.19	135.53	89.8%	96.3%	97.3%
三季度	139.32	131.90	133.47		94.7%	95.8%	
四季度	135.21	134.06	134.78		99.1%	99.7%	

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

值得一提的是，虽然以日元计价的日本二季度 GDP 环比增长 0.5%，但是由于日本央行坚持量化政策，而美联储持续加息和缩表，造成日元兑美元汇率在二季度环比回落 10.5%，直接导致以美元计价的日本二季度 GDP 环比大幅下降 9.8%。

表 4-3 2022 年日本二季度以日元计价和以美元计价 GDP 对比

	2022年二季度	2022年一季度	环比
日元计价GDP	135.53万亿日元	134.690万亿日元	+0.5%
日元兑美元	0.0077	0.0086	-10.5%
美元计价GDP	1.04万亿美元	1.16万亿美元	-9.8%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

## 二、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。

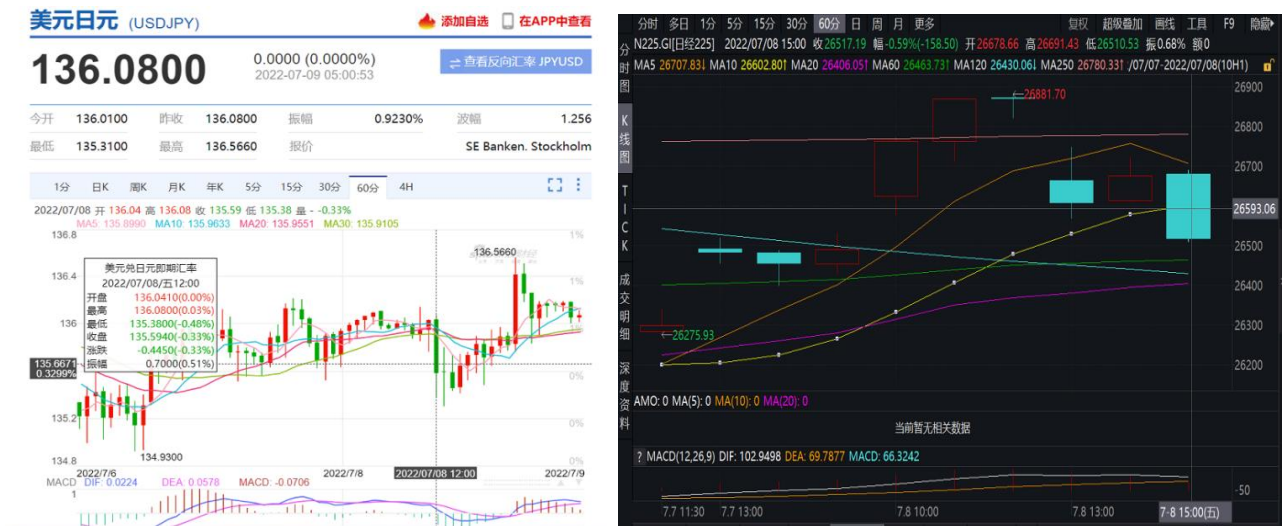


图 4-5：安倍遇袭前后日经 225 和美元兑日元汇率的 60 分钟线走势图

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。

### 三、日元和日债 V 型反转

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。在日本央行积极打压之下，日债收益率持续走低，尤其在 7 月 27 日

议息会议美联储释放偏鸽派的信号之后，市场一度认为美联储将在明年下半年降息，日本央行货币转向的可能性降低，国际资本被迫高位买入日本国债，亏损平仓。诸多因素使得美元兑日元汇率一度回落至 131.6，日本 10 年期国债收益率下降至 0.172%。

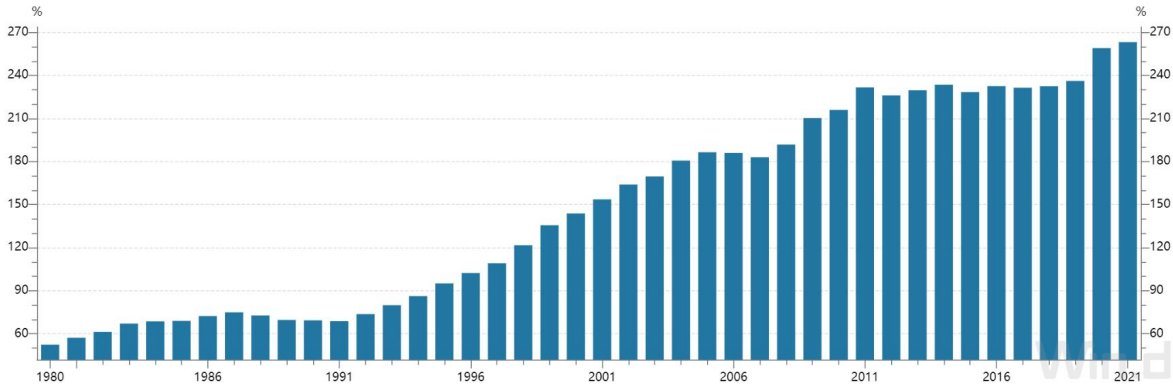


图 4-3 日本一般政府总债务占 GDP 比重

数据来源：Wind、新浪财经、方正中期期货研究院整理

不过，随着欧美国债收益率不断攀升的带动下，以及日本 CPI 数据出现反弹致日本央行加息再度升温，日本国债收益率从 8 月中旬起再度反弹。同时，虽然美国通胀数据有所回落，但是美联储各大官员依然释放鹰派讯号，尤其鲍威尔在全球央行年会强调“先抗通胀、后救经济”的政策，使得美元指数兑其他货币汇率持续攀升。9 月 7 日美元兑日元汇率收盘价录得 143.77，创近 24 年以来新高；10 年期国债收益率达到 0.263%，创近 3 个月以来新高。

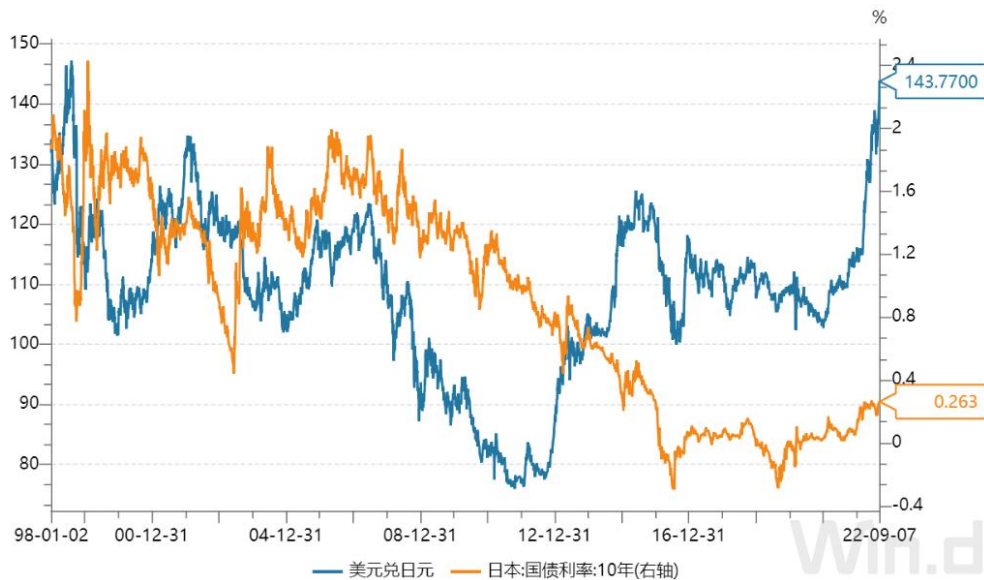


图 4-4 美元兑日元、10 年期日本国债收益率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

总体来看，短期内日本央行不会放弃量化宽松政策，美联储依然会维持较为鹰派货币政策，美元兑日元有望摸高 150 大关。全球经济正在从“滞涨”转向“衰退”，地缘冲突加剧，各国出现债务违约风险提升，日本国债收益率还有继续上冲的可能性。相对而言，日本政府和央行更会干预日债收益率，主要为了不再扩大日本债务水平，而日元贬值一定程度能促进日本对外

出口。

## 第五部分 新兴经济体发展新动向

俄乌冲突爆发之后，全球通胀高企，叠加货币政策收紧、新冠疫情、能源危机、粮食危机、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，面临的国际环境以及面临国内外形势同样不同，因此发展情况大相径庭。

### 一、土耳其和阿根廷恶性通胀愈演愈烈

恶性通货膨胀是土耳其和阿根廷当前面临的重大难题。2012年9月以来，阿根廷通胀率连续11年两位数增长，尤其在疫情爆发之后，阿根廷为了刺激经济增长，更是采用了超宽松的货币政策，2020年10月M2同比增速一度接近70%。土耳其此轮恶性通胀基本始于疫情爆发之后，与阿根廷央行相同，土耳其央行同样采取了超宽松的货币政策，今年8月M2同比增速录得86%。在M2高速增长的情况下，土耳其和阿根廷的恶性通胀愈演愈烈，最新CPI同比增速分别录得80.21%和71%。相较而言，土耳其形势更为险峻，土耳其通胀率已经连续22个月攀升，而阿根廷通胀率连续6个月上升。



图 5-1 土耳其与阿根廷的 CPI 和 M2 同比增幅

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

为了遏制恶性通胀，阿根廷央行从 2020 年 11 月开启加息，21 个月内基准利率从 36% 持续上升至 69.5%，最近一次加息发生在 8 月 11 日，加息幅度达到 950BP。不过，由于加息速度远滞后于 M2 增速，阿根廷通胀率不降反增。此外，虽然阿根廷央行持续加息，并且加息幅度远大于美联储，但是由于通胀严重，阿根廷比索的实际购买力不断缩水，导致阿根廷比索兑美元始终处于贬值通道。9 月 1 日美元兑阿根廷比索汇率报收于 139.01，月环比升值 5.4%，年同比升值 42.2%。

相较阿根廷，土耳其通胀更为严重。不过，土耳其总统埃尔多安始终认为土耳其基准线的利率远高于其他主要经济体，同时也担心此时大幅加息会放缓经济增速，提升失业率，影响明年的总统连任。因此，埃尔多安坚持逆势降息的货币政策。为了贯彻自己的政治主张，埃尔多安连续罢黜了三位土耳其央行行长。新任土耳其央行行长卡夫哲奥卢迫于政治压力，无奈将基准利率大幅下调 100BP 至 13%。此举使得土耳其里拉进一步贬值，9 月 2 日美元兑土耳其汇率报收于 18.2，月环比升值 1.4%，年同比升值 119.3%。

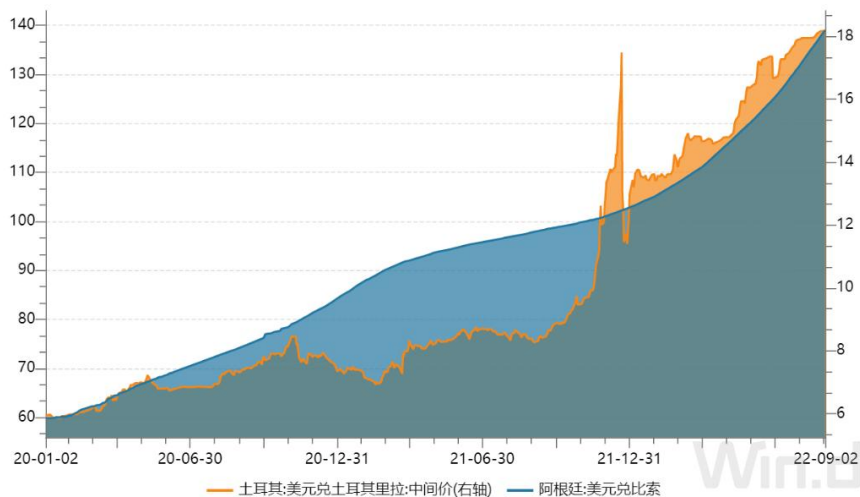


图 5-2 美元兑土耳其与美元兑阿根廷的汇率走势  
数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

由于较高的 M2 增速，未来两国的通胀率有进一步上升风险，同时美联储依然会采取较为鹰派的货币政策，后期两国货币兑美元有持续贬值预期。相较而言，阿根廷央行已经采取加息政策，而土耳其央行迫于总统埃尔多安的要求无法收紧货币政策，后期土耳其恶性通胀问题会比阿根廷更为严重，里拉贬值幅度将超越比索。

## 二、俄罗斯经济形势略好于预期

根据俄罗斯联邦统计局公布的数据显示，今年二季度俄罗斯实际 GDP 同比下降 4%，经济回落主要由于旷日持久的俄乌冲突以及西方对于俄罗斯的制裁。不过，-4% 的实际降幅大幅好于西方国家-7% 的预期以及俄罗斯央行-4.3% 的预期。俄罗斯央行副行长扎博特金信心十足地预测 2023 年上半年俄罗斯经济将触底，下半年经济将走向一个新的长期平衡。



今年1-6月俄罗斯累计财政盈余达到1.38万亿卢布，同比上涨78.7%。其中，财政支出为12.63万亿，同比上涨20.4%；财政收入为14.02万亿，同比上涨24.4%。据悉，自俄乌冲突爆发以来，俄罗斯每天军费开支达到3亿美元，导致财政支出大幅攀升。不过，俄罗斯是资源出口导向型国家，随着石油、天然气、煤炭、粮食等大宗商品价格的飙升，使得俄罗斯获得额外的财政收入。总体来看，财政收入增幅大于财政支出，财政盈余同比大幅增长。同时，西方对俄罗斯的技术和设备制裁正迫使俄罗斯扶持自身产业，在经济领域逐渐达到自给自足。国内工业在1-4月持续萎缩之后，终于在5-6月探底，7月工业指数录得117.9，环比上升1.2%。制造业从5月起恢复至荣枯线以上，8月制造业PMI录得51.7，创俄乌冲突爆发以来新高。零售业营业额相比去年同期有14.3%的增长，不过二季度消费者信心指数回落至-31，创2009年下半年以来新低。服务业PMI在8月重新回落至荣枯线以下。随着工业和服务业的整体复苏，俄罗斯5-7月失业率均维持在3.9%，创1994年以来新低。

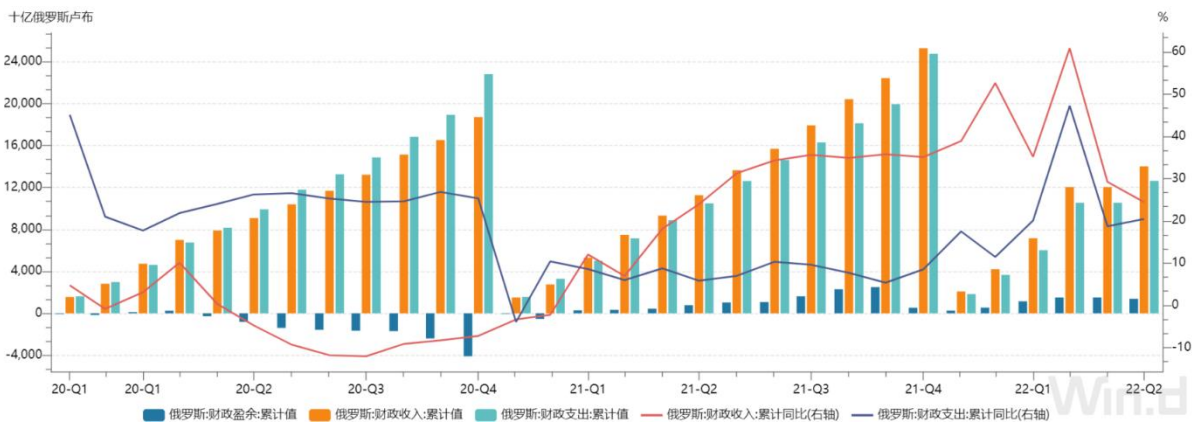


图 5-3 俄罗斯累计财政支出、财政收入、累计值  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

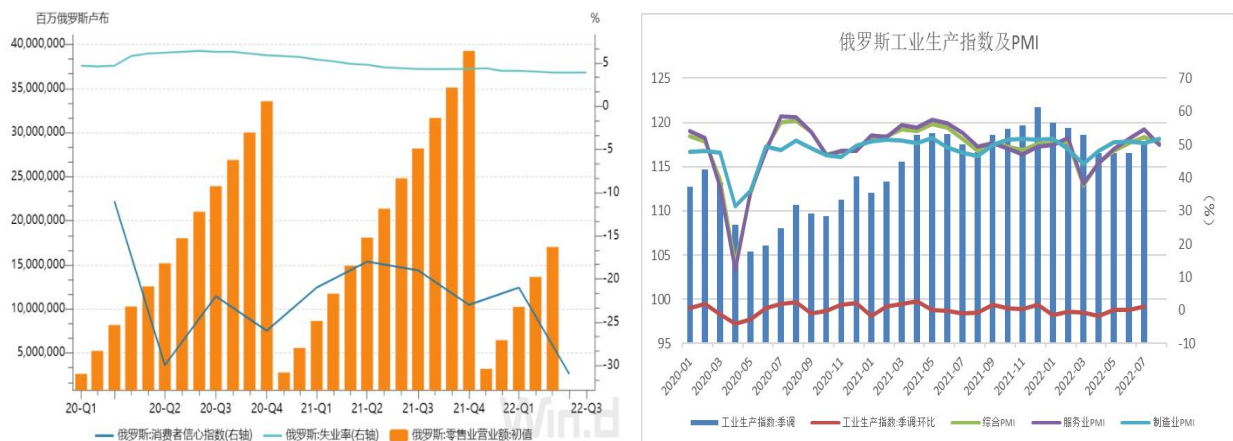


图 5-4 俄罗斯零售营业额、消费者信心指数、失业率  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

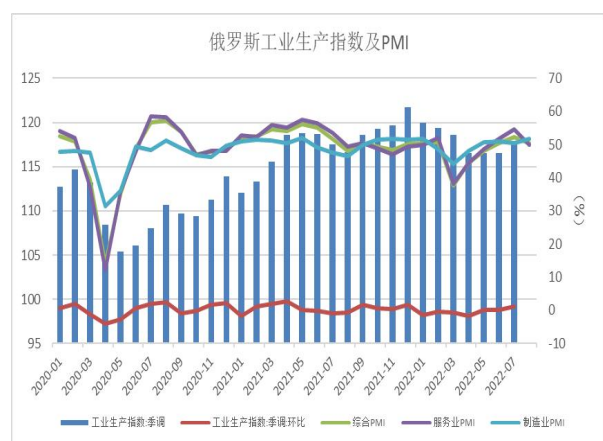


图 5-5 俄罗斯工业生产指数及 PMI  
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

卢布在三季度大幅贬值，9月9日美元兑卢布汇率录得60.8010，相比6月30日升值18.8%，一方面由于美联储强势的货币政策，美元兑其他货币均大幅升值；另一方面，欧洲国家从8

月起逐步终止或减少俄罗斯的煤炭和石油进口，而俄罗斯主动暂停北溪-1号，卢布结汇并不像二季度如此紧迫。不过，与3月11日120.3785阶段性峰值相比，当前美元兑卢比汇率是此前的一半，并且依然远低于俄乌冲突爆发之前。由于卢布总体强势以及国内工业持续复苏，俄罗斯进口商品价格回落，国内商品供应增加，物价持续回落，6-7月俄罗斯CPI环比增速均出现负值。

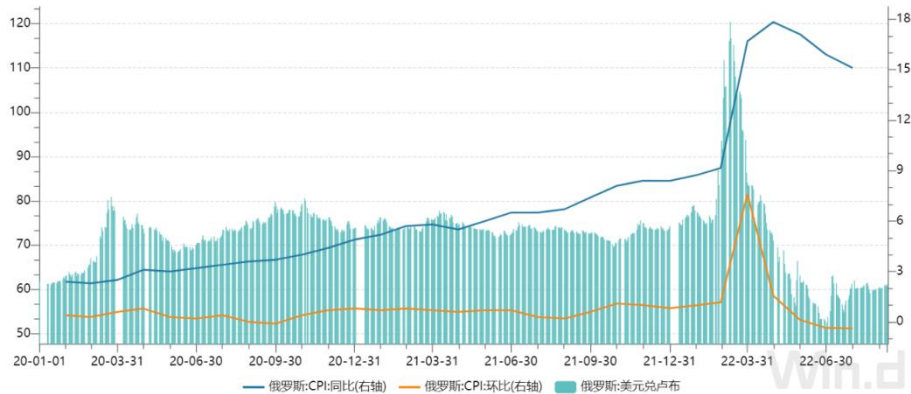


图 5-6 美元兑卢比汇率与俄罗斯 CPI 关系

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

不过，俄罗斯真正的危机可能会出现在下半年。我们一直都说欧盟对俄罗斯的能源进口依赖度很高，但其实俄罗斯对于欧盟的能源出口依赖度更高。以天然气为例，今年一季度欧盟进口俄罗斯天然气占总进口量的44%，俄罗斯对欧盟出口天然气占总出口量的57%。虽然欧盟对俄罗斯的各项能源禁令是今年上半年制定的，但是真正实施是从今年下半年开启，8月1日起欧盟就已经禁止从俄罗斯进口煤炭，今年年底前禁止通过海运方式从俄罗斯进口石油，欧盟成员将主动减少天然气使用量的15%。全球大宗商品价格在6月有触顶回落之势，俄罗斯1-6月累计财政盈余相比1-5月环比缩水8%。并且，俄罗斯主动减少甚至暂停“北溪-1”号供应，也将严重减少俄罗斯外汇收入，下半年俄罗斯的外汇盈余将持续环比缩水。俄罗斯当前危机四伏，美国白宫正在考虑将俄罗斯在美资产全部划转给乌克兰作为战后重建，这将严重损害俄罗斯的外汇储备；俄军在赫尔松战役节节败退，未来战火可能还会蔓延至克里米亚，随着俄乌冲突长期化，巨额的财政支出和兵员损伤，将严重消耗俄罗斯本就不充沛的国力。

## 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，全球经济正在从“滞胀”全面转向“衰退”。无论美国政要如何粉饰，美国经济陷入技术性衰退期是不争的事实，毕竟数据最为客观，只不过当前美国就业市场和产业依然处于扩张之中，还未真正进入实质性的衰退期。由于通胀依然高企，四季度美国的整体政策会坚持“先抗通胀，后救

经济”的总体策略，所以今年美国实际 GDP 增速将会跌破 2%。美联储新一轮降息会根据经济、就业、通胀等综合因素，预计会在 2023 年末或 2024 年初，届时美国经济将会迅速转为复苏期。欧元区四季度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。从 10 月开始，北欧国家将率先入冬，倘若欧洲对俄能源限令不变以及俄罗斯实施天然气反制裁，欧洲四季度通胀将再度创历史新高，并且会迎来“最寒冷的冬季”。日本是当前唯一经济尚未恢复至疫情前的全球主要经济体，并且日本通胀率是所有主要经济中最低的，所以日本在明年上半年前都不会改变现有的量化宽松政策。随着日本完全放开国际旅游限令，日本消费有望在四季度大幅反弹，并且得益于 2019 年四季度的低基数效应，日本经济将在今年四季度首次恢复至疫情前同期水平，但是全球恢复至疫情前同期水平必须等到 2023 年或 2024 年。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，经济也将维持较快发展态势。

得益于美联储持续鹰派表态以及地缘政治冲突紧张，美元和美债依然是全球较好的避险资产，美元指数和美债收益率有望延迟牛市走势，美元兑其他货币将处于强势地位。日本央行坚持量化宽松政策不变，并且日本政府有意日元贬值刺激出口，所以美元兑日元汇率有望在四季度突破 150 大关。中国经济下行压力较大，且中国人民银行逆势降息，人民币有较大的贬值压力。不过，中国外汇储备有 3 万多亿，并且中国政府有强烈的稳定汇率意愿，所以人民币在 7 是强阻力位。欧洲通胀连创历史新高，欧洲央行和英国央行将加快货币收紧步伐，由于欧元占美元指数比重达到 57.6%，因此欧洲央行每次超预期加息以及通胀续创新高，都将阶段性引起美元指数的下探，美元指数将在 110 点附近反复焦灼。不过，欧洲央行的加息力度不及美联储，欧洲经济受到俄乌冲突的反噬效应明显强于美国，欧元兑美元破 1 将成为常态化。

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，不过相比今年前三季度将会得到一定好转。黑海地区粮食出运逐步恢复正常，俄罗斯化肥有望解禁，北美粮食将从 10 月起进入发运旺季，全球粮价有望进一步回调。四季度全球将会有更多国家放宽疫情管控措施，船舶和船员入境后受到更少的限制，跨国间的铁路和公路运输将得到进一步开放。虽然各国港口会零星爆发罢工事件，但是全球供应链效率整体将会持续回升，超高运价已成历史。四季度能源危机有可能在部分地区爆发，尤其是欧洲国家。

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，不少国家的新冠致死率已低于流感。俄乌冲突将长期化，双方进入拉锯战，年内结束冲突的可能性并不高。美国希望通过长期军事冲突拖垮俄罗斯、挟持欧洲的目的十分明显，同时普京也不希望在战败的情况下退军。当前双方在赫尔松地区展开激战，俄罗斯战况十分不利，后续战火有可能蔓延至克里米亚。另外，台海、科索沃、叙利亚等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。

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
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
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路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。