

2023年度 中国期货市场年度报告

CHINA FUTURES MARKET ANNUAL REPORT

大宗商品市场解读之
宏观金融分册

2023年度中国期货市场年度报告

宏观金融分册

2023 恭贺新禧 HAPPY NEW YEAR

尊敬的投资者您好！

忆壬寅峥嵘岁月，展期货青春韶华。2022年地缘政治局势升级，供应链危机、能源危机与通胀飙升并存，欧美货币政策加速收紧与全球经济衰退担忧升温同行，风起云涌局势依旧，大宗商品市场大幅波动，百年未有之大变局仍在持续。2022年疫情反复对经济产生冲击，在党中央和国务院的带领下，中国经济逐步企稳，中国期货市场持续有效发挥了服务实体经济的职能，为实体经济“保供稳价”保驾护航和助力实体企业高质量发展。

千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金。期货市场参与者共同努力下，期货市场成交持仓规模仍排除万难维持近三年的高位。《期货和衍生品法》自2022年8月1日起施行，期货行业迎来了属于自己的“基本法”；截止12月底，我国期货期权新上市16个品种，累计上市110个期货期权品种，期货大家庭继续壮大；面向低碳新能源品种的广州期货交易所正式上市工业硅期货与期权品种，成为首个新能源金属类期货与期权品种；我国期货市场国际化稳步推进，商品期货期权国际化品种增至17个。

不忘服务三农初心，牢记乡村振兴使命。我国期货行业继续加大服务三农力度，截止2022年10月，“保险+期货”模式承保货值约548亿元，帮助近50家脱贫地区企业成为期货交割仓库，为脱贫地区实体机构或个人提供合作套保、点价、场外期权等风险管理服务方案200多个，涉及名义本金约40亿元，有效保障农民基本收入和服务农业产业链。有127家期货公司对接500多个脱贫县（乡、村），签署10299份结对帮扶协议，累计投入帮扶资金约15亿元，积极践行乡村振兴使命。

展望2023，将迎来落实“二十大”重要精神的开局年和新百年奋斗目标第二年。世界地缘冲突与全球经济衰退等诸多风险点犹存，我国期货期权市场服务国民经济功能将进一步凸显。坚决落实国务院保供稳价工作要求，引导供应链上下游稳定原材料供应和产销配套协作，期货期权市场立足价格发现和风险管理两大功能，以市场化手段助力实体企业应对风险，为稳产、保供、稳价贡献期货力量。

先天下之忧，普其身达实体。方正中期期货以“金融服务成就美好生活”为使命，以“成为广受客户信赖的金融衍生品综合服务商”为愿景，秉承“客户至上、专业稳健、开放协同、简单专注、勤奋坚持、追求卓越”的核心价值观，继续按照“一稳两破局”和打造好大中台等公司战略推动各项业务发展，继续坚持为投资者创造价值、为行业创造价值的经营理念，励精图治，更专注的发展期货业务，更用心的提升研发、IT和客户服务水平，提供更加丰富、及时、权威、贴近市场的产品与服务。

助民致富添砖瓦，为国攻坚献年华。癸卯兔年，方正中期期货党政班子将带领全体司干部员工，为市场提供一流的期货期权经纪、资产管理、交易咨询、股票期权经纪、风险管理和基金销售等业务服务，同时积极参与各期交所、中期协的“保险+期货”项目，服务中小微企业工作，积极承担期货公司社会责任。我司将继续践行金融机构服务实体经济和支持“三农”的各项工作，围绕服务实体经济需求，不断做好风险管理业务，实现期货市场服务国民经济和助力乡村振兴的根本宗旨。

饮水思源，投桃报李。我们深知，方正中期期货取得的每一点进步和成功，都离不开广大投资者的关注、信任、支持和参与。因为广大投资者的理解和信任，我们有更加强大的动力和更坚定的信心；因为广大投资者的关心和支持，我们持续、快速成长；更是因为广大投资者的参与与建议，我们以行动践行初心与使命，进一步改善服务、提升质量，在服务投资者的道路上不断奋进。

癸卯兔年已然开启，扬帆起航正当时。携手前行，不负韶华，不忘初心，拥抱未来，方正中期期货全体员工谨向广大投资者表示衷心的感谢和美好的祝福！恭祝您身体健康！阖家幸福！事业兴旺！万事如意！

方正中期期货有限公司 党总支书记、总裁
上海际丰投资有限责任公司 董事长



2023年1月

政策错配和“鹅与牛”频发

世界经济衰退将兑现

——世界宏观经济 2022 年回顾与 2023 年展望

方正中期期货研究院 陈臻 王骏 史家亮

➤ 摘要

- 2022 年全球“黑天鹅”和“灰犀牛”事件接连发生，经济震荡下行，通胀高企，经济发展从过热逐步转向滞胀。2 月下旬俄乌冲突爆发，引发能源和粮食价格恐慌性上涨；中国多地爆发疫情，尤其上海 4-5 月出现长期封控，导致全球供应链危机加剧，引发各类商品价格上涨。
- 在通胀持续攀升的背景下，各大央行加快了货币收紧的步伐。美国年中通胀创近 40 年新高，美联储秉持“先抗通胀、后救经济”的总体策略，在 3 月结束第五轮 Taper，6 月开启缩表，6-11 月连续加息四次 75BP，是上世纪八十年代以来最快加息速度。各大央行迫于国内通胀压力以及防止资金外逃，同样加快了加息步伐，从而抑制了经济发展的动能。美国上半年陷入技术性衰退；英国和日本三季度均出现环比负增长；欧盟下半年受到对俄制裁的反噬效应，消费不振，工厂外迁；中国经济受疫情影响明显，在疫情爆发后的 11 个季度中有 5 个季度的经济增速被美国超越。相对而言，东盟和印度等新兴经济体发展速度较快，主要得益于相对低廉的劳动和土地成本以及较为友好的国际环境，从而吸收了一大批出口订单。不过，随着欧美需求锐减，外向型新兴经济体也遭受到了重大影响。

- 随着美联储加快货币收紧的步伐以及俄乌冲突爆发，美元和美债作为较好的避险资产得到市场青睐，欧洲经济持续不振，并且加息节奏明显不及美联储，日本央行坚持负利率的量化宽松政策。这样就导致美元指数的强势，一度创近 20 年以来新高，欧元区兑美元破平水，英镑兑美元不断接近平水，美元兑日元一度破 150，人民币汇率曾逼近 7.5。
- 2023 年全球经济增速将进一步下挫，从滞涨向衰退转变，发达经济体回落速度快于新兴经济体。随着供应链危机、能源危机和粮食危机逐步得到缓解，全球通胀将逐步回落，绝大多数经济能保持低速正增长，德国、意大利、英国将出现负增长，美国出现衰退的概率高达 50%。中国处于弱复苏状态，2023 年经济增速有望在 4% 以上。日本经济极有可能在 2023 年恢复至疫情前水平。此外，美联储将在 2023 年放缓加息步伐，并有望在当年四季度开启降息，大宗商品价格有望反弹，2024 年美国经济有望迎来复苏。

目录

第一部分 通胀高企加息不止 全球经济增速放缓	1
一、2022 年全球主要经济体发展对比	1
二、新冠疫情未能在 2022 年结束 但影响不断趋弱	4
三、全球通胀高企 各大央行继续货币收紧步伐	7
四、全球债务危机加剧	13
第二部分 美国四招强压高通胀 美元强势经济衰退	15
一、2022 年陷入技术性衰退 2023 年硬着陆风险大	16
二、美国四招应对 40 年一遇高通胀 拐点已现高位回落	19
三、美元一枝独秀 后期将逐渐回调	27
第三部分 欧洲受俄乌冲突影响 英国遭股债汇商四杀	33
一、2022 年欧洲经济复苏放缓 2023 年存衰退风险	33
二、欧盟对俄八轮制裁实则双刃剑	34
三、政坛剧变 英国遭遇股债汇商四杀	39
第四部分 日本经济未恢复疫情前 金融市场波动剧烈	43
一、日本经济未恢复至疫情前 2023 年有望实现	44
二、日股震荡、日债收益率上升、日元贬值	46
第五部分 新兴经济体发展新动向	49
一、印度经济逆势起飞	49
二、俄罗斯经济处于十字路口	53
第六部分 2022 年美指、BDI 和 CRB 三大指数回顾	58
一、美元指数历史长期走势与 2022 年走势分析	58
二、BDI 历史长期走势与 2022 年走势分析	62
三、CRB 指数历史长期走势与 2022 年走势分析	64
第七部分 2023 年全球宏观经济综合展望	67

第一部分 通胀高企加息不止 全球经济增速放缓

一、2022 年全球主要经济体发展对比

2022 年全球经济增速大幅放缓，主要有三个方面原因：其一，2021 年全球经济步入复苏通道，基数明显提升；其二，全球通胀高企，在美联储持续加息和缩表的带动下，各国货币政策纷纷转向；其三，俄乌冲突与中国疫情封控等黑天鹅和灰犀牛事件频发。此外，由于 2022 年非美货币兑美元汇率大幅贬值，出现了非美国国家以本币计价同比上涨而美元计价 GDP 同比大幅下降的情况。从季度角度来看，全球增速不断放缓，甚至部分国家出现环比负增长。全球 PMI 持续回落，8 月服务业 PMI 跌破荣枯线，9 月制造业 PMI 跌破荣枯线，全球两大产业已经进入萎缩之中。

表 1-1：2022 前三季度全球各经济体实际 GDP 发展情况

2022 年前三季度各大经济体实际 GDP							
经济体	季度实际 GDP (本币)	同比	美元兑本币平均汇率	季度实际 GDP (万亿美元)	占美国 GDP 比重	地理位置	经济发展程度
美国	14.3695 万亿美元	2.41%	1.00	14.3695	100%	北美洲	发达经济体
中国	81.38 万亿元人民币	3.01%	6.9095	12.3176	82.34%	亚洲	发展中国家
欧元区	8.18 万亿欧元	3.30%	0.9405	8.7128	58.34%	欧洲	发达经济体
日本	407.00 万亿日元	1.40%	126.3102	3.1722	21.21%	亚洲	发达经济体
英国	1.98 万亿英镑	3.78%	0.7865	2.1124	14.12%	欧洲	发达经济体
韩国	1472.87 万亿韩元	3.01%	1293.9428	1.1403	7.70%	亚洲	发达经济体
墨西哥	13.02 万亿墨西哥比索	2.98%	20.3528	0.6722	4.49%	北美洲	发展中国家
印度	8729.78 万亿印度卢比	5.40%	14505.1547	0.5992	3.99%	亚洲	发展中国家
新加坡	0.26 万亿新加坡元	4.18%	1.3792	0.2781	1.85%	亚洲	发达经济体
菲律宾	14.37 万亿菲律宾比索	7.73%	53.4928	0.2683	1.79%	亚洲	发展中国家
马来西亚	1.11 万亿马来西亚林吉特	9.22%	4.3440	0.2566	1.71%	亚洲	发展中国家
泰国	8.02 万亿泰铢	3.15%	34.0340	0.2316	1.55%	亚洲	发展中国家
越南	3881.42 万亿越南盾	9.27%	33155.1422	0.1720	1.15%	亚洲	发达经济体

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 1-2：2021—2022 年全球及主要经济体制造业 PMI

	全球	美国	中国	欧元区	日本	英国	印度	巴西	澳大利亚	俄罗斯	加拿大	韩国	新加坡	新西兰	越南	南非	土耳其
2021年1月	53.60	58.70	51.30	54.00	49.80	54.10	57.70	66.50	55.30	50.00	54.40	53.20	50.70	57.85	51.30	48.30	54.40
2021年2月	53.90	60.80	50.60	57.90	51.40	55.10	57.50	58.40	58.80	51.30	54.80	55.30	50.90	54.63	51.60	54.60	51.70
2021年3月	55.00	64.70	51.90	67.80	57.70	58.90	55.40	52.80	59.90	51.10	58.30	55.30	50.80	62.02	53.60	57.60	52.60
2021年4月	55.90	60.70	51.10	67.00	53.60	60.90	55.50	57.30	61.70	50.40	67.30	54.60	50.90	58.31	54.70	55.20	50.40
2021年5月	56.60	61.20	51.00	63.10	53.00	65.60	56.90	57.70	51.50	51.90	57.00	53.70	50.70	58.24	53.10	58.30	49.30
2021年6月	55.50	60.60	50.90	63.40	52.40	63.90	48.10	56.40	63.20	49.20	56.30	53.90	50.80	60.67	44.10	54.20	51.30
2021年7月	55.40	59.30	50.40	67.00	53.00	60.40	55.20	56.70	60.80	47.50	56.20	53.00	51.00	60.03	45.10	47.81	54.00
2021年8月	54.10	59.90	50.10	61.40	52.70	60.30	52.30	53.60	51.60	46.50	57.20	51.20	50.90	59.20	40.20	36.20	54.10
2021年9月	54.30	61.10	48.60	58.60	51.50	57.10	53.70	54.40	51.20	49.80	57.00	52.40	50.90	52.02	40.20	36.70	53.50
2021年10月	54.30	60.80	49.20	58.30	53.20	57.80	53.90	51.70	50.40	51.60	57.70	50.20	50.80	55.15	45.10	48.20	51.20
2021年11月	54.20	61.10	50.10	58.40	54.30	58.10	57.80	49.80	54.90	51.70	57.20	50.90	50.60	51.85	47.20	64.10	53.00
2021年12月	54.30	58.80	50.30	58.00	54.30	57.90	55.50	49.80	48.40	51.60	56.50	51.90	50.70	53.82	52.50	51.50	52.10
2022年1月	53.20	57.60	50.10	58.70	55.40	57.30	54.00	47.80	48.40	51.80	56.20	52.00	50.60	53.70	53.30	50.50	50.50
2022年2月	53.70	58.60	50.20	58.20	52.70	58.00	54.90	49.60	53.20	45.60	56.60	53.80	50.20	53.36	54.30	58.70	50.40
2022年3月	57.90	57.10	49.50	56.90	54.10	55.20	54.00	57.30	53.20	44.10	58.90	51.20	50.10	53.05	51.70	59.20	49.40
2022年4月	52.30	55.40	47.40	55.50	53.50	55.80	54.70	51.80	50.50	45.20	56.20	52.10	50.30	50.83	51.70	48.30	49.20
2022年5月	52.30	56.10	49.60	54.60	53.30	54.60	54.60	54.20	52.40	50.80	56.00	51.80	50.40	52.70	54.70	54.90	49.20
2022年6月	52.20	53.00	50.20	57.10	52.70	52.80	53.90	54.10	54.00	50.90	54.60	51.30	50.30	50.17	54.00	49.30	48.10
2022年7月	51.10	57.80	49.00	49.80	52.10	57.10	56.40	54.00	57.50	50.30	57.50	49.80	50.10	53.20	61.20	46.90	46.90
2022年8月	50.30	57.80	49.40	49.60	51.50	47.30	58.20	51.00	49.30	51.70	48.70	47.60	50.00	54.73	52.70	51.90	47.40
2022年9月	49.80	50.90	50.10	48.40	50.80	48.40	55.10	51.10	50.20	52.00	48.80	47.30	49.90	51.69	52.50	49.50	46.90
2022年10月	49.40	50.20	48.20	46.40	50.70	46.20	53.30	50.60	49.60	50.70	48.80	48.20	49.70	49.27	50.60	53.00	46.40
2022年11月	48.80	49.00	48.00	47.30	49.00	46.20	53.20	44.20	44.70	53.20	49.60	49.00	48.90	47.35	47.40	50.50	45.70

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 1-3： 2021—2022 年全球及主要经济体服务业 PMI

	全球	美国	欧元区	英国	印度	日本	俄罗斯	巴西	瑞典	瑞士	新西兰
2021年1月	51.60	58.70	45.40	39.50	52.80	46.10	52.70	47.00	59.10		49.78
2021年2月	52.80	55.30	45.70	49.50	55.30	46.30	52.20	47.10	62.40		50.92
2021年3月	54.70	63.70	49.60	56.30	54.60	48.30	55.80	44.10	63.80	55.60	54.71
2021年4月	57.00	62.70	50.50	61.00	54.00	49.50	55.20	42.90	65.70	57.30	60.26
2021年5月	59.60	64.00	55.20	62.90	46.40	46.50	57.50	48.30	70.80	58.10	55.06
2021年6月	57.50	60.10	58.30	62.40	41.20	48.00	56.50	53.90	67.60	62.70	55.52
2021年7月	56.30	64.10	59.80	59.60	45.40	47.40	53.50	54.40	69.20	60.40	58.13
2021年8月	52.80	61.70	59.00	55.00	56.70	42.90	49.30	55.10	65.60	60.20	33.98
2021年9月	53.80	61.90	56.40	55.40	55.20	47.80	50.50	54.60	70.80	60.90	46.69
2021年10月	55.60	66.70	54.60	59.10	58.40	50.70	48.80	54.90	68.40	59.30	45.26
2021年11月	55.60	69.10	55.90	58.50	58.10	53.00	47.10	53.60	67.80	59.20	47.33
2021年12月	54.70	62.30	53.10	53.60	55.50	52.10	49.50	53.60	66.40	59.90	49.88
2022年1月	51.00	59.90	51.10	54.10	51.50	47.60	49.80	52.80	67.60	56.40	46.12
2022年2月	54.00	56.50	55.50	60.50	51.80	44.20	52.10	54.70	67.50	64.30	48.72
2022年3月	53.40	58.30	55.60	62.60	53.60	49.40	38.10	58.10	64.40	61.10	52.26
2022年4月	52.20	57.10	57.70	58.90	57.90	50.70	44.50	60.60	67.50	56.20	50.68
2022年5月	51.90	55.90	56.10	53.40	58.90	52.60	48.50	58.60	67.00	60.20	54.81
2022年6月	53.90	55.30	53.00	54.30	59.20	54.00	51.70	60.80	61.90	59.00	54.93
2022年7月	51.10	56.70	51.20	52.60	55.50	50.30	54.70	55.80	58.20	55.20	54.40
2022年8月	49.30	56.90	49.80	50.90	57.20	49.50	49.90	53.90	58.60	56.90	58.57
2022年9月	50.00	56.70	48.80	50.00	54.30	52.20	51.10	51.90	55.10	52.30	55.90
2022年10月	49.20	54.40	48.60	48.80	55.10	53.20	43.70	54.00	56.90	53.60	57.37
2022年11月	48.10	56.50	48.60	48.80	56.40	50.30	48.30	51.60	54.30	53.50	53.74

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，前三季度同比增长 2.41%。不过，一季度和二季度均环比回落，美国经济一度陷入技术性衰退期，三季度美国经济明显复苏，季调实际 GDP 录得 5.01 万亿美元，同比和环比分别增长 1.8%和 0.6%。在暂时摆脱技术性衰退的同时，美国成为全球首个迈入“季度 GDP 5 万亿美元”的经济体，真正成为全球经济的独一档，足以可见美国经济的底蕴和韧性。中国是全球第二大经济体，前三季度同比增长 3.01%。在疫情爆发之前的 30 多年中，中国对美国始终保持增速差，而在疫情爆发

后的 11 个季度中有 5 个季度中国经济增速被美国超越，2022 年二季度由于中国第一大城市——上海出现 2 个多月的全域封控，导致长三角甚至全国经济出现停滞，美国二季度经济增速比中国快 1.4 个百分点。单看 2022 年前三季度，欧洲经济复苏明显，欧元区和英国分别同比增长 3.93% 和 5.78%。欧洲各国从 2022 年初开始逐步解除与疫情相关的所有入境措施，经济活动得到恢复，两大经济体分别于 2021 年四季度和 2022 年一季度恢复至疫情前同期水平，欧洲经济已经摆脱了疫情影响。不过，从季度来看，欧洲经济增速不断趋缓，三季度欧元区 GDP 环比增速降至 0.2%，英国甚至出现 -0.2% 的萎缩，欧洲当前最大的问题是俄乌冲突引发的反噬效应。随着能源短缺以及通胀高企，欧洲诸多跨国制造企业外迁，民众消费信心和能力骤降，影响到欧洲经济发展。日本是全球第四大经济体，前三季度同比增长 1.45%，主要得益于疫情封控放宽后的消费反弹。日本是当前全球主要经济体中唯一尚未恢复至疫情前的国家，因此即便前首相安倍晋三遇袭之后，日本政府依然坚持“安倍经济学”，日本央行采取极为宽松的量化宽松政策，保持 -0.1% 的负利率，刺激经济发展。另外，即便日本通胀创近 30 年新高，但是日本央行行长黑田东彦认为最近 20 年日本的通缩问题远比通胀更为严重，在极为宽松的货币政策之下导致美元兑日元汇率一度突破 150 大关。

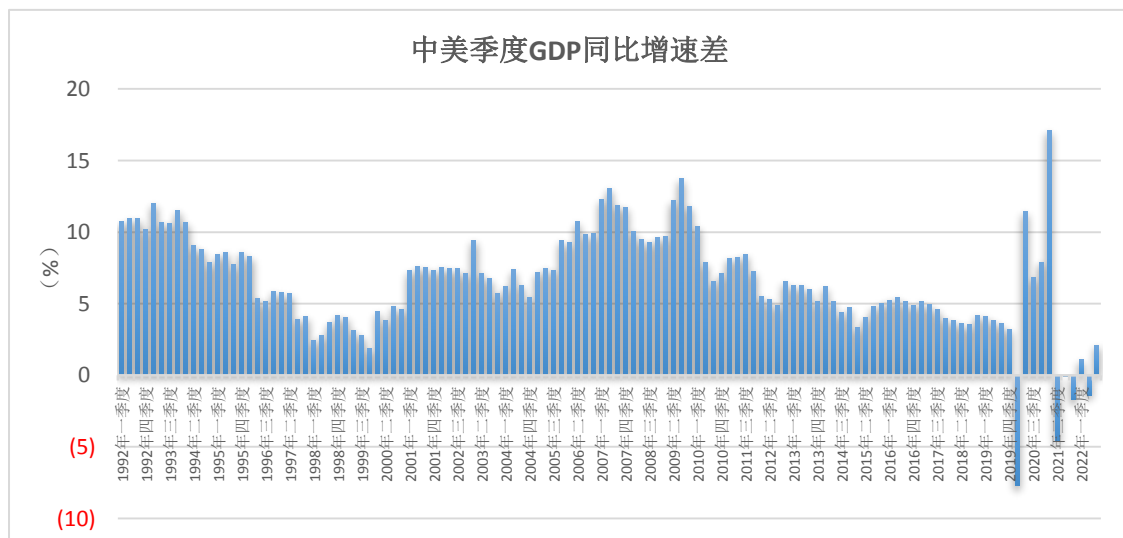


图 1-1： 1992-2022 年中美季度 GDP 同比增速差

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

东南亚和南亚国家发展较为迅速，前三季度印度、马来西亚、越南、印尼、菲律宾、新加坡、泰国的经济增速分别达到 7.7%、9.3%、9.3%、7.7%、5.4%、4.2%、3.2%。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，影响了东盟和南亚国家下半年的经济增速。

二、新冠疫情未能在 2022 年结束 但影响不断趋弱

自从世卫组织于 2020 年 3 月 11 日宣布新冠疫情大流行，2022 年已是新冠疫情爆发的第三年。截至 2022 年 12 月 7 日，全球累计 6.32 亿人感染新冠病毒，累计治愈 5.75 亿，死亡人数 661 万，现有确诊 0.5 亿。

奥密克戎变异毒株是 2022 年新冠流行的主要病毒，四季度全球 99.2%新冠病例源于该毒株。奥密克戎变异毒株呈现“传播较快、毒性较低”的特征，世卫组织 2022 年 11 月 30 日最新一期周报显示 2022 年 11 月 21—27 日当周累计死亡病例数为 8442 人，新冠致死率已经降至 1.05%，比 2020 年 4 月 7%的峰值下降了近 6 个百分点。从 2022 年初开始，各国逐步放宽了疫情管控措施，截至 2022 年 12 月上旬，全球已有 127 个国家和地区宣布解除与新冠疫情相关的所有入境限制。

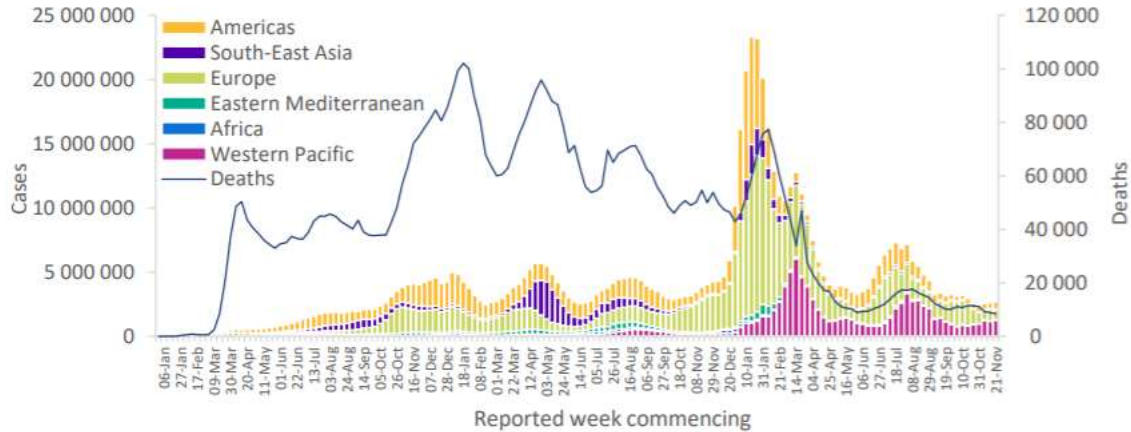


图 1-2： 全球各大洲周度确诊病例和死亡病例

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

随着死亡率持续降低，2022 年 9 月 14 日世卫组织总干事谭德塞表示“新冠肺炎疫情结束近在眼前”，此话一出引起了全球媒体和民众的关注，全世界人民似乎终于等到了生活完全恢复正常的一刻。然而 9 月 22 日谭德塞却在记者会上话锋突转，警告称“距离疫情结束仍有长路要走”。9 月 24 日联合国第 77 届会议上，谭德塞再度表态“我们现在有最好的情况来结束这场流行病，但真正终结这场大流行病的前提是我们要让所有人有测试的工具并且获得疫苗。这并不说明病毒本身会终结，而是各国有能力可以做好管理，并且随着变异株的出现，能不断保护人们的呼吸系统。”随后，联合国秘书长古特雷斯指出“疫情继续影响到人们的生活、生机和经济，加剧了贫穷、不平等，如果要想在今年结束疫情，需要解决疫苗加强针比例、新冠检测能力和防范能力三大缺口”。古特雷斯谨慎的发言以及谭德塞态度的转变都折射出全球疫情防控形势的复杂性和不确定性。从现有情况来看，全球防疫局势无法满足古特雷斯的三大要求，世卫组织至少要等到 2023 年才有可能宣布新冠疫情的结束。

世卫组织表态突然转向谨慎，主要出于两方面考量。其一，南美和中非的新增感染率和死亡率依然偏高。其二，低收入国家的新冠疫苗接种率依然偏低。截至 2022 年 12 月 5 日，全球平均每人接种 1.63 剂次新冠疫苗，其中南美洲每人接种剂次已经超过 2

剂次，而非洲每人接种剂次仅为 0.49 剂次。在低收入国家中，只有 35%的医卫工作人员，31%的老年人得到了全面的接种和增强剂，存在复燃的风险，并且新冠病毒对于老年人、儿童以及危重病人存在较大危害。

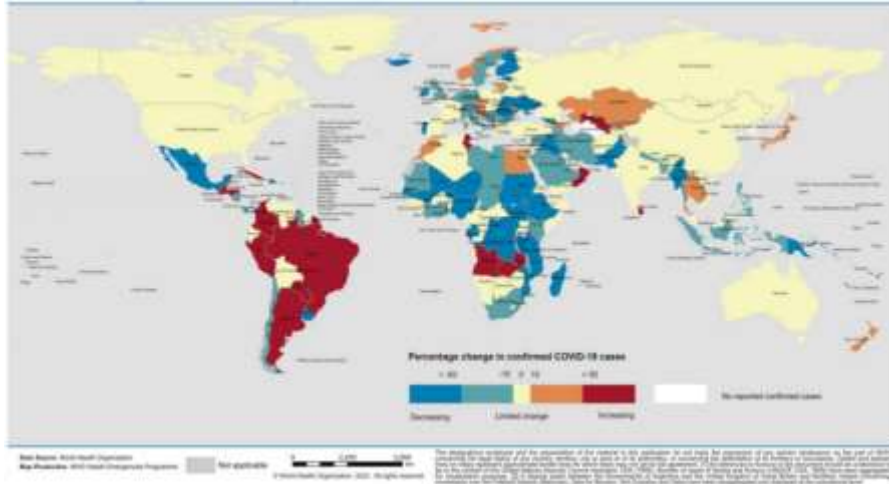


图 1-3 “ 2022 年 11 月 21 日—11 月 27 日各国新增感染比例
数据来源：World Health Organization、方正中期期货研究院整理

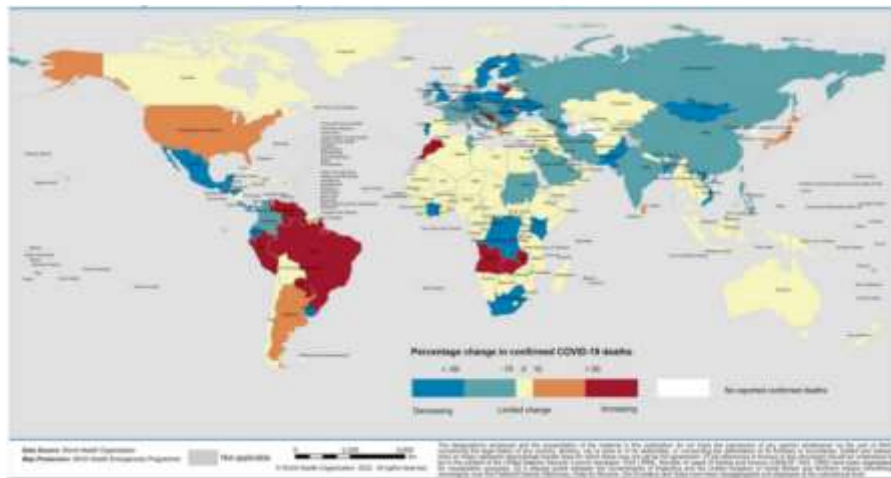


图 1-4： 2022 年 11 月 21 日—11 月 27 日各国新增死亡比例
数据来源：World Health Organization、方正中期期货研究院整理

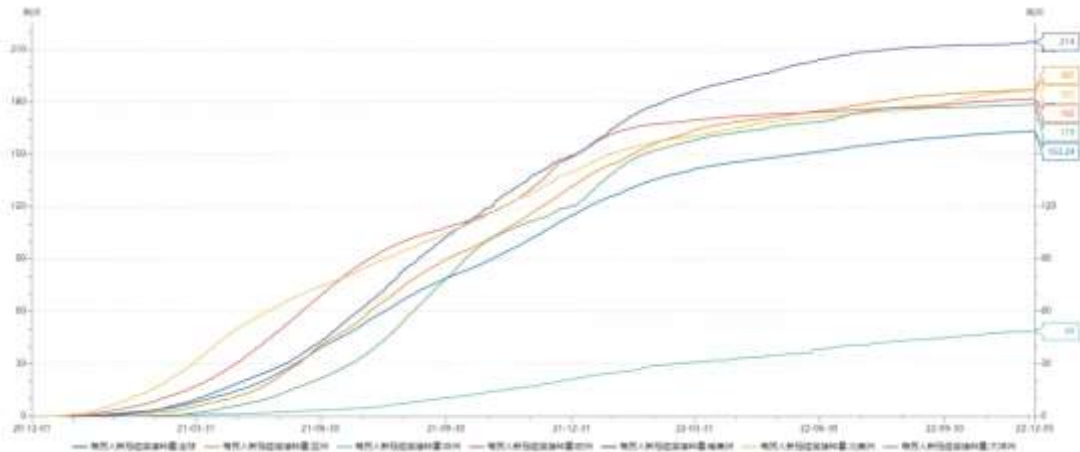


图 1-5 : 全球各大洲新冠疫苗接种比重

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

由于新冠疫情尚未完全结束，对于全球经济、金融、供应链的影响依然存在，尤其对于中国等疫情封控政策较为严格的国家，不过对于绝大多数国家和地区的影响正在不断减少，2023 年将会有更多的国家和地区宣布解除与新冠疫情相关的所有入境措施。世卫组织将于 2023 年 1 月讨论将世卫组织紧急委员会将开会讨论新冠疫情不再构成紧急事件的判断标准。不过谭德塞也表示，即便新冠疫情降级，并不意味新冠病毒消失，新冠病毒将继续存在。

三、全球通胀高企 各大央行继续货币收紧步伐

(一) 2022 年全球通胀分化 2023 年将震荡回落

1、2021-2022 年通胀高企的原因

2022 年全球通胀持续攀升，多个经济体创近数十年甚至历史新高，其中加拿大、欧元区 and 英国创历史新高，美国创近 40 年新高，日本创近 30 年新高，韩国创近 24 年新高，俄罗斯和南非创近 20 年新高。虽然各国 M2 同比增速在 2021 年下半年明显放缓，但滞后效应一直持续至 2022 年。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。三大危机推升了三大板块的通胀高企，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。对于经济相对发达的地区，能源是导致通胀高企的主导因素，尤其欧洲。受俄乌冲突引发的能源制裁与反制裁影响，俄罗斯对欧洲的天然气输送量从今年下半年出现骤降。对于经济相对落后的地区，食品是导致高通胀的最重要因素。低收入国家的粮食库存普遍较低，主要依靠大量进口粮食维持生计。

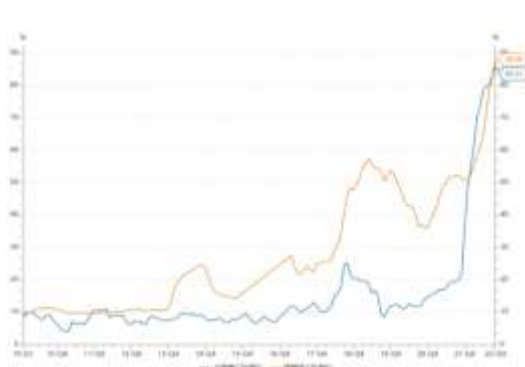


图 1-6 土耳其和阿根廷 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 1-7 主要经济体 CPI 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

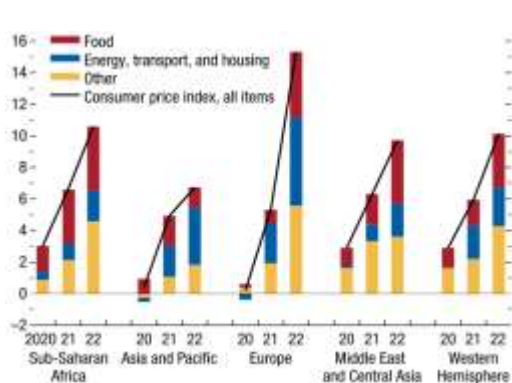


图 1-8 2021-2022 年全球食品、能源和其他商品对通胀率的影响

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

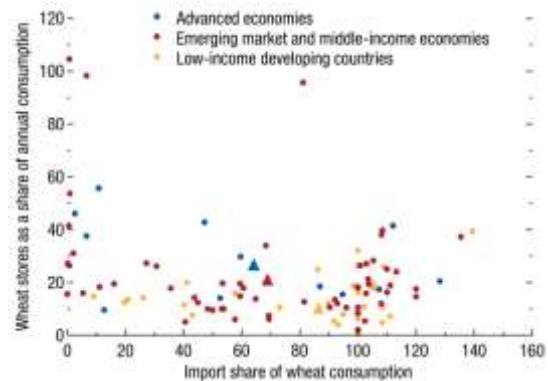


图 1-9 各国粮食消费及库存占比

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

除此之外，工资与物价的螺旋上涨也是导致通胀的关键因素。2021 年各国采取超宽松的财政和货币政策，刺激经济大幅反弹，企业扩张提升对于劳动力的需求。不过，当时诸多民众担心被感染新冠病毒以及能领取失业金，主动回归劳动力市场的积极性并不高，促使企业提升工资来招聘员工。工资上涨推动了生产成本的上升，同时民众涨薪后消费需求回暖，都会促使物价上扬。随着物价上涨以及预期升温，工人又会提出新的

涨薪要求来维持原有生活水平，从而形成工资与物价螺旋上涨关系。这一点在发达经济体更为明显，2021 年四季度之后发达经济体的名义工资增长主要由于通胀预期所导致的。最近较为典型的案例就是北美最大的两大港口洛杉矶港和长滩港存在较大的罢工风险，码头工会的诉求是给予员工涨薪从而对抗通胀维持原有生活水平。两大港务局为了应付更高的工资诉求，同时缓解港口拥堵压力，多次向进出口贸易商提议征收高昂的“集装箱超期滞留费”。这样会导致运输成本上涨，提升进口商品价格。

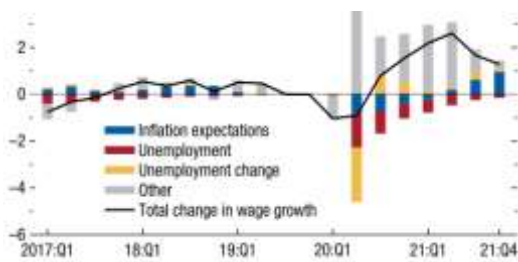


图 1-10 发达经济体名义工资增长的影响因素
数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理



图 1-11 发展中经济体名义工资增长的影响因素
数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

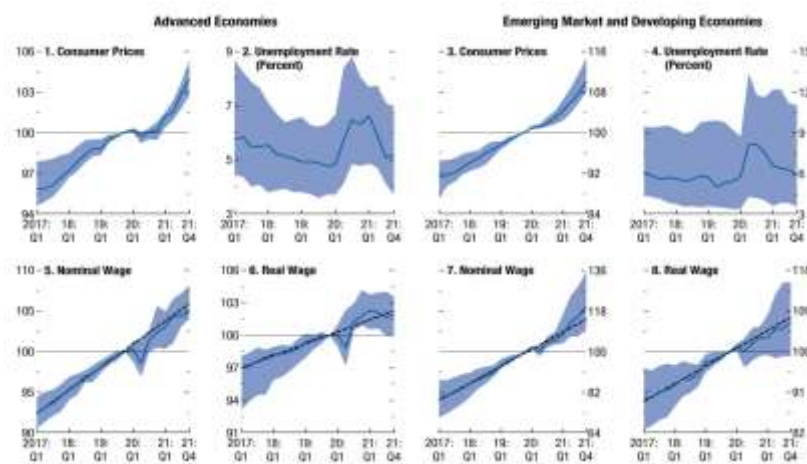


图 12 全球物价、失业率、名义工资、实际工资
数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

2、2022 年中通胀出现分化

2022 年中前后，全球通胀情况出现明显分化。美国在当年 6 月出现拐点，CPI 同比从 9%逐步回落，随着俄乌冲突引发的恐慌效应逐步淡化，原本推动通胀最重要因素——能源价格冲高回落；俄罗斯从 4 月起逐步走出了西方制裁的恐慌，国内物价逐步回

落，加拿大和韩国通胀也略有放缓之势。不过，欧洲在下半年通胀却屡创新高。欧洲的短板在能源，欧洲对于俄罗斯的能源制裁也是从下半年逐步实施，引发能源不足。虽然通过大批进口 LNG，促使天然气期货价格一度跌至负值，但这是偶然的瞬间价格，欧洲冬季能源价格依然远高于 2021 年。日本政府坚持“安倍经济学”，日本央行行长岸田文雄甚至认为通胀是短暂的，通缩才是日本长达 20 多年的顽症，因此坚持负利率下的量化宽松政策。土耳其和阿根廷恶性通胀愈演愈烈，通胀率已经接近 90%。

虽然全球通胀出现见顶之势，但依然处于数十年来较高水平。IMF 总裁格奥尔基耶娃此前指出即使当前经济增速依然为正，不过由于物价上涨和实际收入缩水，民众还是会感觉正在遭遇经济衰退。另外，核心商品需求正在不断放缓，但是随着全球疫情封控的逐步解除，服务需求正在不断回升，全球的消费趋势正在从实体向服务转变。

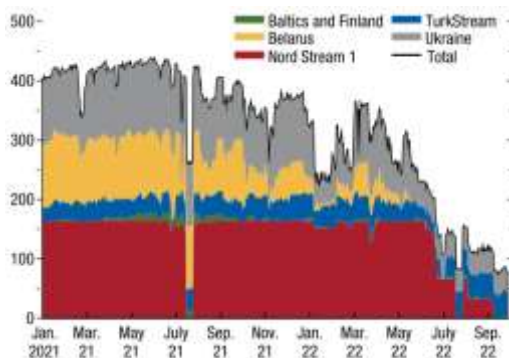


图 1-13 俄罗斯通过各管道向欧洲输送天然气量

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

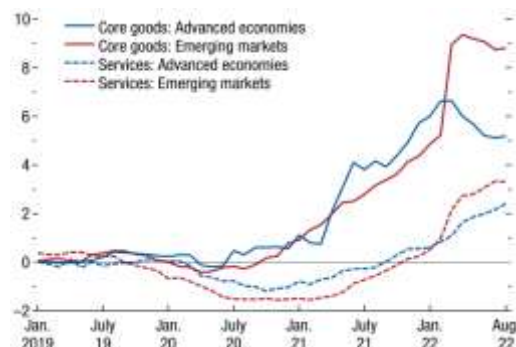


图 1-14 核心商品和服务的需求相比 2019 年偏离情况

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

3、2023 年全球通胀将进一步震荡回落

随着高基数效应、M2 增速放缓以及供应链、能源和粮食三大危机的缓解，2023 年全球通胀水平将进一步回落。根据 IMF 的预估，发达国家通胀率将下降一半，新兴经济体将放缓 1/3，低收入国家将放缓 1/4。不过，需要慎防地缘冲突升级等黑天鹅事件的爆发，这将阶段性引发通胀的大幅反弹。根据历史经验，通胀首先逐步下降，然后工资水平才会逐渐回落。这次也呈现出这样的态势。在没有额外突发事件的情况下，随

随着全球各大央行持续收紧货币政策以及实际工资也有所回落，通胀将会得到缓解，工资和物价的螺旋关系就能得到制约。

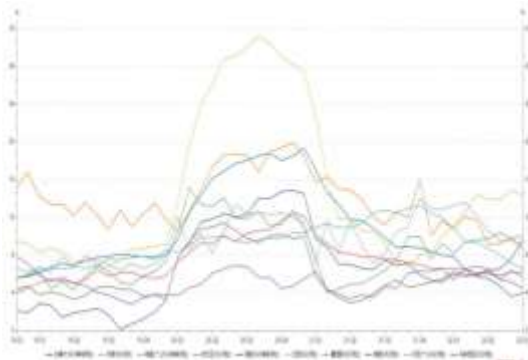


图 1-15 各国 M2 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

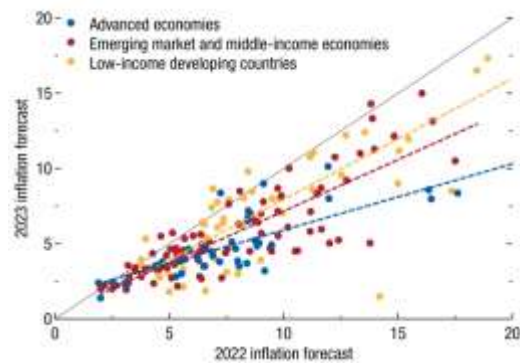


图 1-16 2022-2023 年全球通胀预期

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

（二）2022 年全球央行加快货币收紧步伐 2023 年将会有所放缓

由于通胀高企以及美联储持续加息，2022 年全球各大央行加快了货币收紧的步伐，一方面为了抑制本国通胀，另一方面为了防止国际资本逃往美国或其他国家套利。

2022 年加息步伐最快的当属阿根廷央行，加息幅度达到 3700BP，基准利率提升至 75%，这与该国愈演愈烈的恶性通胀有关，10 月阿根廷 CPI 通胀率飙升至 88%。其次是匈牙利和哈萨克斯坦央行，全年总共加息 10 次和 8 次，分别幅度达到 1160BP 和 1025BP。在主要经济体中，美联储加息 6 次累计 375BP，其中 6、7、9、11 月的四次议息会议连续加息 75BP，创上世纪八十年代以来最快加息幅度；欧洲央行在上半年一直不肯加息，主要担心对于经济的影响，随着通胀持续创历史新高，被迫从 7 月才开始加息，三次加息节奏分别为 50-75-75，累计加息 300BP；英国加息 7 次，累计达到 275BP；加拿大央行是 G7 国家中加息节奏最与美联储保持一致的，加息 6 次合计 350BP；瑞士央行打破了保持了 7 年之久的负利率，将基准利率从 -0.75% 提升至 0.5%；日本央行继续维持量化宽松政策不变，依然保持 -0.1% 的负利率。

就在全球加速迈入加息通道之时，2022 年有三个国家逆势降息，分别是土耳其、

中国和俄罗斯，三个国家国情大相径庭，降息的原因各不同。虽然土耳其与阿根廷均爆发恶性通胀，但是土耳其央行却在埃尔多安的要求下连续降息 400BP，令人大跌眼镜。埃尔多安认为土耳其 13%的基准利率水平相较其他经济体偏高，坚持要求央行进一步降息，同时希望通过降息刺激经济增长，赢得民众支持率，连任下届总统。不过，降息的负面效应更为明显，导致土耳其恶性通胀加剧且货币贬值，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。中国经济受疫情封控较为明显，中国人民银行连续下调两次 MLF 以提振经济，同时中国较低的通胀水平，也给了中国人民银行降息和降准的底气。俄罗斯在俄乌冲突爆发后，一度加息 1150BP，防止资本外逃以及稳定汇率。随着普京推出“天然卢布结算令”后，市场逐步从最初的恐慌性恢复正常，汇率反弹且通胀率回调，俄罗斯央行随后连续降息 6 次，9 月最新的基准利率甚至低于俄乌冲突爆发前。

2023 年美联储将放缓货币收紧的步伐，2023 年四季度可能转为降息，同时 2023 年经济下行压力加剧，通胀增速放缓，各大央行加息的压力大幅减轻。各大央行在 2023 年将大幅放缓加息步伐甚至转向降息。

表 1-4 : 2022 年全球各大央行货币调整情况

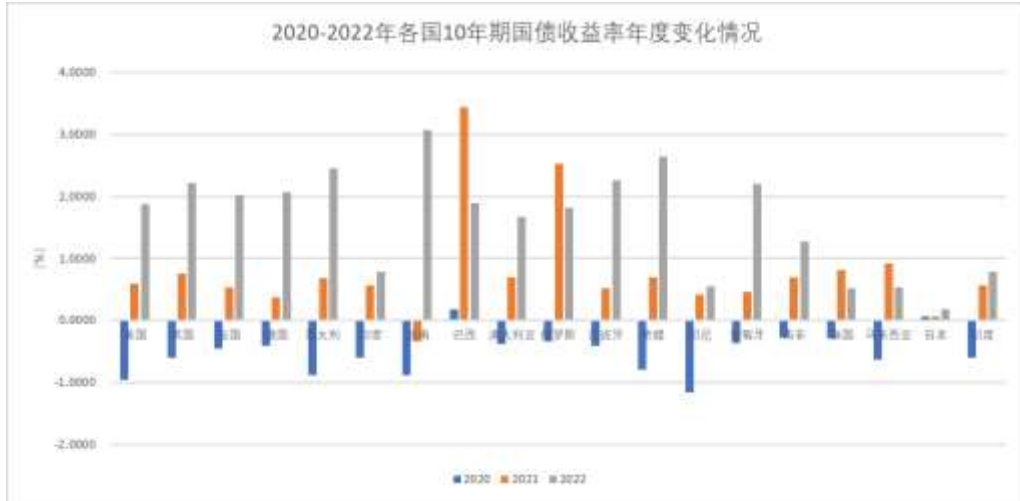
	最新基准利率	加息次数	累计加息幅度(BP)
阿根廷	13.50%	10	3700
匈牙利	13.00%	10	1100
哈萨克斯坦	10.00%	8	1025
波兰	6.75%	11	600
墨西哥	10.50%	8	500
罗马尼亚	6.25%	10	450
巴西	13.75%	5	450
美国	4.50%	7	425
塞尔维亚	5.00%	8	400
加拿大	4.25%	7	400
尼日利亚	15.50%	3	400
冰岛	5.75%	5	375
南非	7.00%	7	325
英国	3.50%	8	325
以色列	3.25%	6	315
菲律宾	5.50%	6	300
澳大利亚	3.10%	9	300
瑞典	2.50%	3	250
挪威	3.25%	7	225
韩国	3.25%	7	225
欧元区	2.50%	4	250
印度	6.25%	6	185
印度尼西亚	5.25%	4	175
瑞士	1.00%	3	175
丹麦	1.75%	4	170
马来西亚	2.75%	4	100
泰国	1.25%	3	75
日本	-0.10%	0	0
中国	2.75%	-2	-20
俄罗斯	7.50%	-6/+2	1150/-1250
土耳其	9.00%	-4	-400
平均/合计	247.50%	166	12760

备注：“-”代表降息和降息幅度

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

四、全球债务危机加剧

2020-2022年各国国债收益率持续攀升，2023年各国爆发债务违约的风险不断加剧。从还贷成本来看，随着美联储持续加息和缩表，美债收益率不断提升，各国为了出售本国国债，必须要与美债保持一定的溢价空间，从而加剧了还贷成本。日本央行为了降低还贷成本，极力将日本10年期国债收益率压低至2.5%。从还贷能力来看，由于地缘冲突紧张以及经济下行压力，各国经济增速持续放缓，影响财政收入，财政赤字持续扩大。单看10年期国债收益率的均值涨幅，2022年欧洲国家的涨幅最大，可以看出国际市场对于俄乌冲突后的欧债信心明显不足。另外，由于通胀高企，各大央行加快了货币收紧步伐，利多各国的国债收益率。

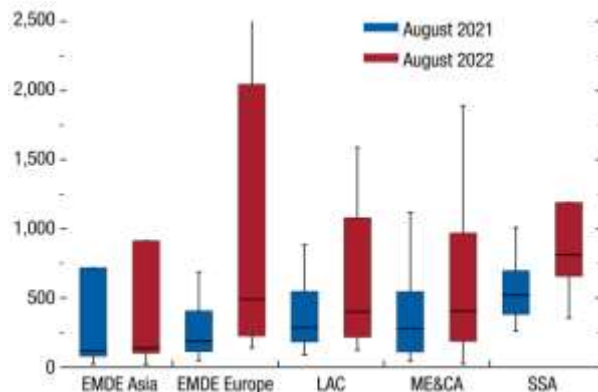


备注：数字标注为 2022 年

图 1-17 2020-2022 年各国 10 年期国债收益率变化

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从风险溢价角度来看，美国、欧元区和德国的国债/公债信誉较好，被国际投资者作为主要的避险资产，与其他国债的利差不断扩大，这将大幅提升新兴经济体和发展中经济体的资金借贷成本以及违约风险。此外，欧洲内部之间的国债收益率溢价也十分明显。德国国债和欧元区公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，其他欧洲国家与德债的信用利差扩大标志着爆发欧债危机的风险在提升。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。此外，欧洲各国控制债务能力以及经济恢复程度不一，一般政府债务占 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。



备注：EMDE=emerging market and developing economy;LAC=Latin America and the Caribbean; ME&CA=Middle East and Central Asia;SSA=sub-Saharan Africa.

图 1-18 新兴经济体/发展中国家主权债与美欧公债利率之差
数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理



图 1-19 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

2022 年全球绝大多数经济体的国债收益率不断攀升，相较而言新兴经济体和发展中经济体的收益率溢价更大。2022 年四季度全球通胀虽有放缓态势，但是欧元区、英国、阿根廷、土耳其等部分经济体的通胀率依然持续上涨，央行进一步加息会增大政府还债压力，削弱经济活跃度，这两者叠加增大了 2023 年多国爆发债务危机的可能性。发达经济体的大幅频繁加息也可能引起发展中国家出现一系列经济危机，因为加息导致很多新兴经济体需要支付更高成本偿还，如南美、非洲、中美洲、南亚等地区的几十个发展中国家持有的美元债务，偿还成本都会大幅提高，而且还导致上述国家的资本严重外流，这对其经济将产生巨大破坏力，影响未来的经济发展潜力。

第二部分 美国四招强压高通胀 美元强势经济衰退

美国在 2022 上半年陷入技术性衰退，下半年在消费带动以及贸易赤字收窄的带动

下，经济出现反弹。由于通胀创近 40 年新高，美国各大部门从货币政策、财政政策、供给端、成本端等方面入手，稳定物价，确保美元信誉，同时也促使了美元近 20 年的强势。随着美国通胀见顶而欧洲通胀依然高企，2023 年美联储将放缓货币收紧步伐，甚至有望在 2023 年四季度出现转向，美元指数将会趋势性回落。鉴于货币政策对于经济的滞后效应，美国经济 2023 年发生硬着陆的风险依然较高。

一、2022 年陷入技术性衰退 2023 年硬着陆风险大

2022 年前三季度，美国实际季调 GDP 录得 14.96 万亿美元，同比增长 2.4%，同比增速逐季放缓。前两个季度的环比增速分别录得-0.4%和-0.1%，连续两个季度出现环比负增长，意味着美国经济在上半年陷入技术性衰退期。三季度美国经济出现明显反弹，环比增速转正录得 0.6%，实际季调 GDP 达到 5.01 万亿美元，成为全球首个迈入“季度 GDP 5 万亿美元”的经济体，真正成为全球经济的独一档。美国前三季度人均季调实际 GDP 录得 18 万美元，同比增长 2.1%。

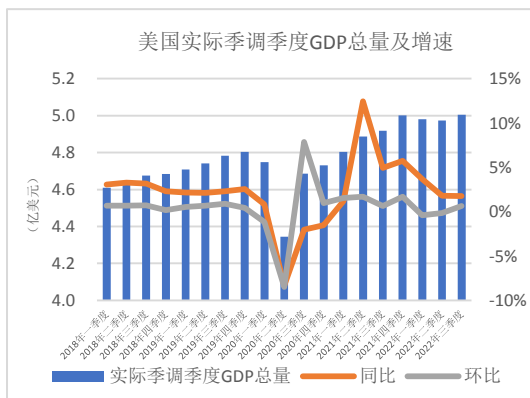


图 2-1：美国季调不变价季度 GDP
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

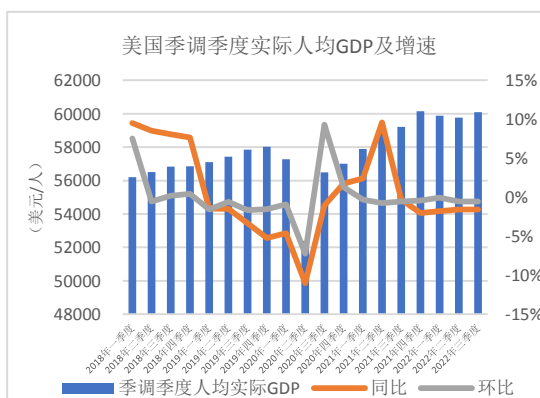


图 2-2：美国季调不变价季度人均 GDP
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从分项来看，美国是典型的消费驱动型经济体，“个人消费支出”占 GDP 比重达到七成，前三季度同比增长 3%，对 GDP 同比拉动率达到 2.1%，是四大分项中唯一实现 2022 年每个季度同比和环比均正增长的分项。并且，疫情防控放开之后，美国民众无需再大规模囤货，更偏重于旅游、电影、餐饮等社交性消费，美国民众从“实体消费”

向“服务消费”的倾向愈发明显。新冠疫情大爆发期间，美国商品消费 GDP 占个人消费 GDP 比重一度提升至 41.4%，随着疫情好转逐季度回落，2022 年三季度已经降至 39%，相较而言服务消费 GDP 占个人消费 GDP 比重回升至 61%。自从美联储从 2021 年 11 月开启 Taper 之后，美国 PMI 就见顶回落，不过非制造业 PMI 的回落速度明显滞后于制造业 PMI，甚至在三季度还出现反弹。2022 年 11 月美国非制造业 PMI 录得 56.5，依然处于较快扩张区间；制造业 PMI 录得 49，跌破荣枯线。“国内私人投资”占 GDP 比重约为 18.9%，同比增长 6.9%，对 GDP 同比拉动率为 1.3%。从季度来看，增速持续大幅放缓，尤其二季度和三季度环比均出现负值。2022 年以来，美联储加快了货币收紧步伐，美国经济持续放缓，抑制了美国民众的投资热情。其中，固定投资、建筑、住宅、私人存货变化四个分项均出现回落。美国是全球最大的贸易赤字国家，所以“商品和服务净出口”一直是美国 GDP 的负项，具体来看是商品出现贸易逆差，而服务是贸易顺差。2022 年一季度之前，美国进口贸易商担心港口拥堵问题，保持着较高的进口力度。随着多国先后宣布解除疫情封控之后，全球供应链效率大幅回升，叠加商品需求回落，2022 年 10 月美国零售商品库存不断上升至 1.24，创 2021 年 1 月以来新高，美国贸易商进口商品的迫切性不断下降。虽然前三季度“商品和服务净出口”GDP 负项总规模依然同比扩大，但是环比逐季收窄，对于 GDP 负项效应在减少。“政府消费支出和投资总额”同比下降 1.2%，对 GDP 同比拉动率为-0.2%。美国从 2021 年四季度退出纾困计划，政府性开支逐步减少，削弱了对于 GDP 拉动效率。

表 2-1：2022 年前三季度美国季调实际 GDP 及分项对 GDP 同比拉动率

	总量	个人消费支出	国内私人投资总额	商品和服务净出口	政府消费支出和投资总额
GDP	14.96	10.57	2.83	-1.05	2.54
同比	2.4%	3.0%	6.9%	15.3%	-1.2%
占比	100.0%	70.6%	18.9%	-7.0%	17.0%
同比拉动率	2.4%	2.1%	1.3%	-1.1%	-0.2%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

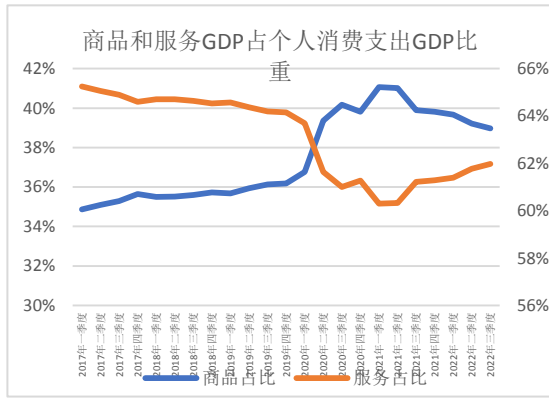


图 2-3 商品和服务 GDP 占个人消费支出 GDP 比重
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

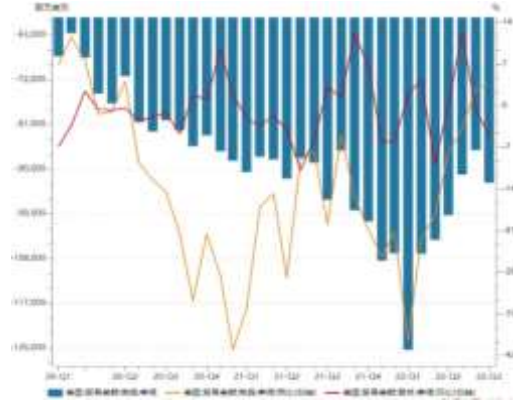


图 2-4 美国商品差额规模及增速
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

2022 年美国的经济依然能保持年度 2% 左右的增速，足以可见美国经济的韧性，不过 2023 年美国的经济硬着陆的风险较高。德意志银行研究部回顾 1955 年以来美联储的 13 个独立加息周期后发现美联首次加息后的第二年经济将会明显放缓，2022 年 3 月美联储开启此轮首度加息，2023 年一季度开始将切实感受到加息带来的冲击。同时，从 2022 年 7 月 6 日起，美国 2-10 年期国债收益率倒挂幅度持续扩大，12 月 6 日已达到 -0.83%，国债长短期收益率倒挂一直是经济衰退的预期标志。2022 年以来，美国 PMI 持续回落，尤其 11 月制造业 PMI 已经跌破荣枯线，失业率也在四季度出现反弹，美国是消费驱动型经济体，失业率回升必将影响美国消费信心和能力，进而影响美国经济。民主党失去众议院之后，成为跛脚鸭政府，拜登的经济刺激计划很有可能难以通过。美国通胀虽已见顶，但是难以迅速回落至 2% 的长期通胀水平，美联储“先抗通胀，后救经济”的总体策略不会在短期内改变，美国经济将继续承压。



图 2-5 美国 10-2 年期国债收益率之差、季度实际 GDP 同比、美联储目标利率

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、美国四招应对 40 年一遇高通胀 拐点已现高位回落

（一）此轮美国通胀创近 40 年新高的原因

2022 上半年美国持续攀升，6 月季调 CPI 同比增速更是一度上冲至 9%，续创近 40 年新高，“抗击通胀、稳定物价、保证美元信誉”成为拜登政府面临的最重要经济和民生问题。

此轮通胀与往年有所不同，产生的原因比较复杂，主要包括三方面：其一，美联储超发货币。美国第五轮量化宽松是从 2020 年 3 月开始至 2022 年 3 月结束，期间 25 个月内季调 M2 增量 6.35 万亿美元，相当于此前 10 年的发行量。其二，美国采取极为宽松的财政政策，尤其纾困计划采取直接派发现金给民众的方式，导致需求畸形飙升。其三，由于新冠疫情、俄乌冲突等黑天鹅事件导致全球生产和供应链效率低下，能源和食品价格出现大幅上升。

2008 年的次贷危机导致大批企业倒闭，产量下降，但当时需求也在萎缩，因此物价不升反降。20 世纪 70 年代爆发的滞胀危机同样是生产能力不足，但是需求由初期大幅增加演变为大幅萎缩，因此物价也经历了冲高回落的走势。



图 2-6 美国季调 M2

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

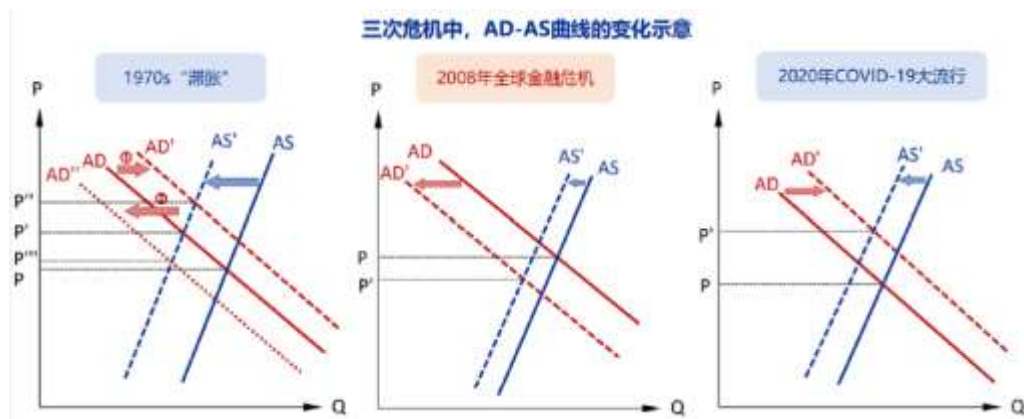


图 2-7 三次危机中 AD-AS 曲线的变化示意图

数据来源：方正中期期货研究院整理

（二）美国四招强压高通胀

正是由于此轮通胀溯源不同以往，所以白宫、联邦储备委员会、财政部、劳工部、联邦海事委员会等美国多个政府机构共同配合，从货币、供给、需求、成本多个渠道采取相应对策抗击通胀。总体来看，各方努力取得一定效果，美国通胀在年中出现拐点。

1、加速货币收紧步伐

美元是国际商品价格的锚，全球绝大多数资产均使用美元定价和结算，所以收紧货币政策可以从源头上减少货币供给量，起到稳定物价的作用。美联储采取了“先抗通胀、后救经济”的强鹰政策。Taper 方面，美联储于 2021 年 11 月开启 Taper，2022 年 3 月正式结束第五轮 QE。加息方面，3、5、6、7、9、11、12 月七次议息会议累计加息 425BP，尤其 6-11 四次累计加息 75BP，创二十世纪八十年代以来最快加息节奏。缩表方面，美联储于 2022 年 6 月开启缩表，每月缩表上限设置为 475 亿美元（300 亿美元美国国债+175 亿美元 MBS），9 月将缩表上限上调至 950 亿美元（600 亿美元美国国债+350 亿美元 MBS）。为了降低货币政策转向对经济的影响，美联储在缩表方面较为谨慎，逐月上调缩表幅度，2022 年 10 月之前均并未用足缩表上限。

表 2-2：2022 年美联储货币政策收紧路径

议息会议日期（美东时间）	加息幅度	缩表幅度
--------------	------	------

3 月 15-16 日	25BP	结束第五轮 QE
5 月 3-4 日	50BP	---
6 月 14-15 日	75BP	36 亿美元
7 月 26-27 日	75BP	217 亿美元
无议息会议	---	473 亿美元
9 月 20-21 日	75BP	565 亿美元
无议息会议	---	827 亿美元
11 月 1-2 日	75BP	884 亿美元
12 月 13-14 日	50BP	900 亿美元 (预计)

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

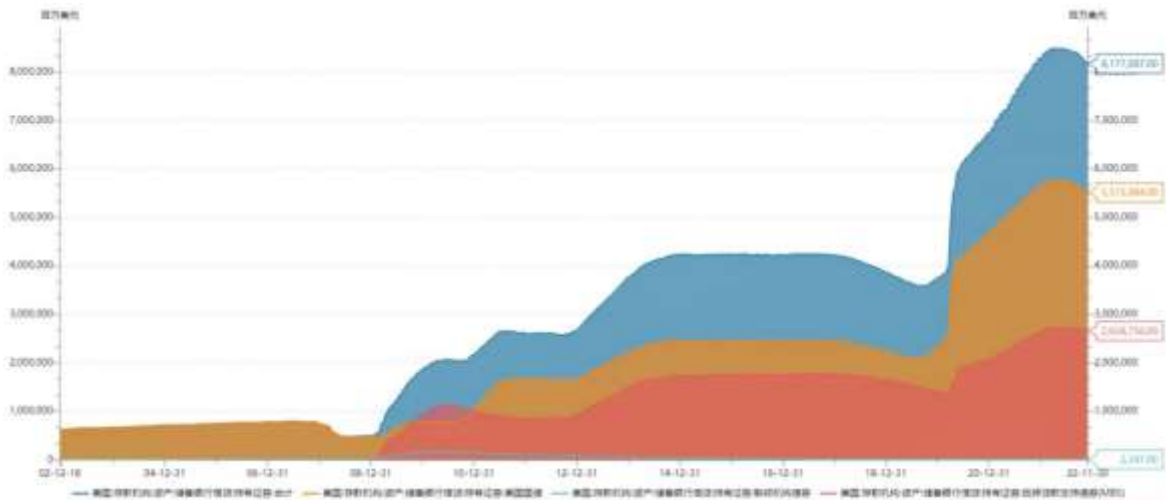


图 2-8 美联储总资产

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

未来美联储将进一步放缓加息节奏。根据联邦基金期货隐含的利率显示，2023 年一季度再加息两次左右 25BP，这轮加息就告结束，利率终值可能会在 5%，2023 年四季度开始降息。虽然加息放缓，但是缩表进程依然会持续，甚至在 2023 年底至 2024 年会发生降息与缩表并存的情况。预计此轮缩表或会持续至 2024 年底，将美联储资产负债表缩减至 6.2 万亿美元。

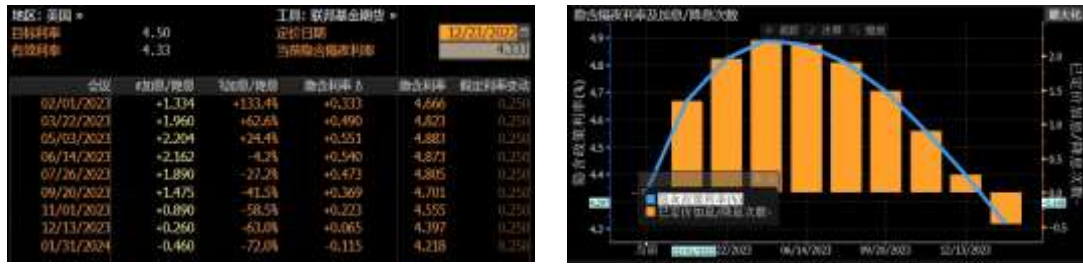


表 7 2022-2024 年联邦基金期货隐含的美联储货币政策路径
数据来源：Federal Reserve Board、Wind、方正中期期货研究院整理

2、扩大商品供给

能源是拉动本轮美国通胀最核心的因素，其中原油又是能源最重要的板块。所以，拜登政府从 2022 年 5 月起陆续释放 1.8 亿桶原油，并将国内石油产量维持在 1200 万桶/日的高位。虽然美国国会早在 3 月签署《禁止美国从俄罗斯进口能源》法令，但为了保供稳价，依然以各种名义和渠道从俄罗斯大量进口俄油，一度达到 10 万桶/日。此外，美国政府多次施压 OPEC + 增产，还要求战略盟友共同释放石油储备。正是由于大量释放战略储备，美国的石油库存已经降至 8.27 亿桶的近 10 年低值。

除了能源之外，日常商品不足也是引起美国供给不足的重要板块。美国从国内外两方面入手：从国内来看，大幅提升美国本土的生产能力。今年以来美国制造业持续扩张，ISM 制造业 PMI 虽有回落，但在 2022 年 10 月之前始终维持在荣枯线。从国外来看，美国维持较高的商品进口额，2022 年前三季度同比增长 19.3%。

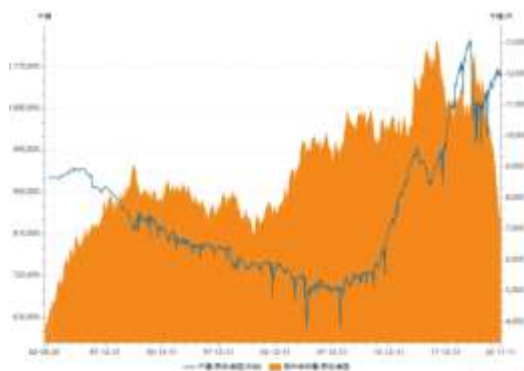


图 2-9 美国石油产量和库存
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

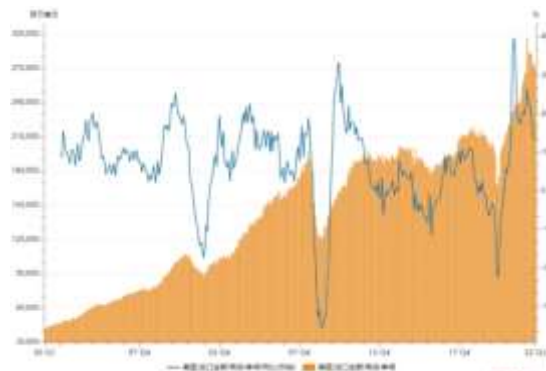


图 2-10 美国季调月度进口商品金额
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

此外，拜登政府鼓励美国港口采取“美国港口 7×24 小时工作制”、制定“高额的

进口集装箱滞留费率”，积极协调并成功组织美西码头工人和美国铁路运输公司的罢工活动，就是为了确保供应链顺畅，保障商品供给。

3、减少财政支出

美国退出纾困计划，缩减财政支出，希望从需求端减轻通胀压力。今年 1-10 月美国财政支出累计 5.25 万亿美元，同比下降 11%；财政赤字规模缩减 54%至 1.09 万亿美元。其中，4 月美国财政盈余达到 3082 亿美元，创 1980 年以来新高。

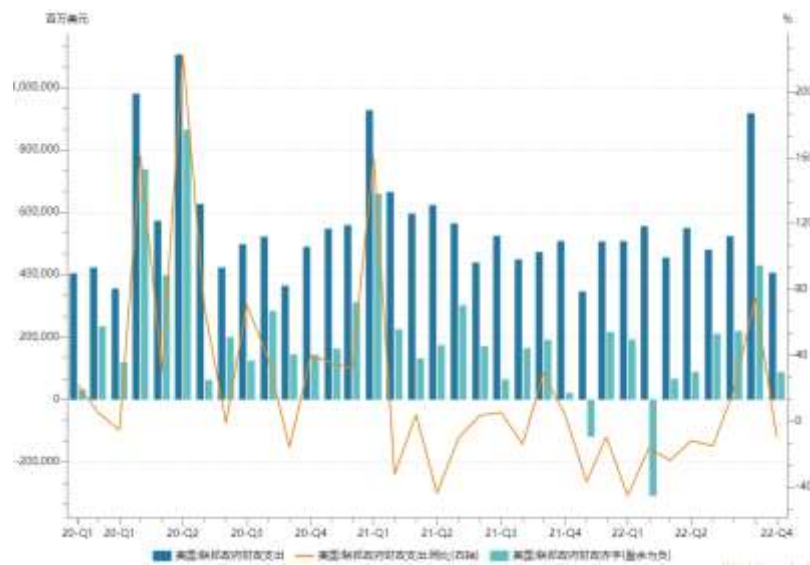


图 2-11 美国财政收支情况

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

4、控制成本

供应链方面，美国是全球第一大进口国家，主要通过集装箱海运方式进口商品，2021 年全球集运价格暴涨 3-4 倍之多，大幅拉升了美国 CIF 价格。最近两年，美国国会多次出台针对班轮公司的法案，2022 年 6 月 13 日正式通过《海运改革法》，要求班轮公司降低运价，从而减轻美国进口运输成本。在拜登政府努力以及供应链恢复情况下，东亚出口美国的集装箱运价连续回落，2022 年东亚出口至美西/美东平均运价为 \$9452/FEU 和 \$12166/FEU，分别同比下降 35.8%和 27.9%，最新运价已经跌破 2019 年同期水平。



图 2-12 东亚出口美国的集装箱运价
数据来源：Freightos、方正中期期货研究院整理

（二）美国通胀已见顶 2023 年将继续震荡下降

1、美国通胀已见顶

在美国各方的积极努力之下，美国通胀终于在 2022 年中见顶。美国 CPI 和 PCE 同比增速在 2022 年 6 月录得 9.1%和 6.98%之后趋势性回落，最关键是由于能源价格迅速下跌所致，同比增速从 6 月 41.5%大幅回落至 13%，环比增速从 3 月 11.4%至 8-11 月的连续负增长。全球已经从俄乌冲突最初的恐慌中逐渐恢复过来，并且下半年全球经济增速持续放缓，降低了对石油的需求。乌克兰是欧洲粮仓，8 月黑海运粮通道重启之后，全球粮食价格出现明显回落，美国食品 CPI 数据正是在 7-8 月出现回调的。剔除能源和食品两大因素，核心通胀率黏性较强，主要因为住宅 CPI。住宅 CPI 权重近四成，由于房租签订周期较长，因此只有待上一份租约到期后，才会签订下一份租金相对较低的租约，所以住宅的通胀回落并不明显。单从增速来看，交通运输是拉动美国通胀第二大因素。随着拥堵情况好转，供应链效率得到回升，运价持续回落，同时芯片供应恢复正常，车辆产量回升，压低了美国新车和二手车市场。此外，原油价格回落之后带动汽油价格下降，降低了交通运输的运营成本。

从同比增速来看，服装、交通运输、娱乐、教育通信、信息技术和个人计算机在

2022 年一季度已出现拐点，能源在年中出现明显拐点。从环比增速来看，有一半多的分项在 2022 年一季度出现拐点，其余分项基本在三季度出现拐点。

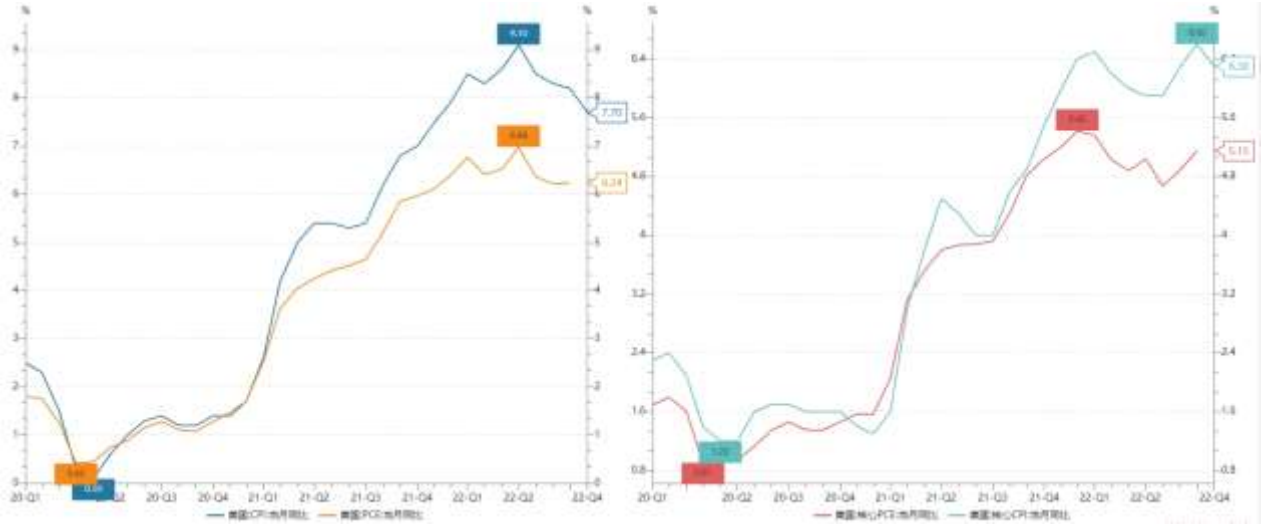


图 2-13 美国 CPI 和 PCE 同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 2-3 2022 年 1-11 月美国 CPI 分项同比增速

月份	能源	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	信息技术、硬件和服务
2022-11	13.0%	10.3%	7.8%	3.6%	7.8%	4.2%	4.8%	0.7%	-4.1%
2022-10	17.6%	10.6%	7.9%	4.1%	11.2%	5.0%	4.1%	0.0%	-4.2%
2022-9	19.9%	10.8%	8.0%	5.5%	12.6%	6.0%	4.1%	0.1%	-4.3%
2022-8	23.9%	10.9%	7.8%	5.0%	13.4%	5.4%	4.1%	0.4%	-3.4%
2022-7	32.9%	10.5%	7.4%	5.1%	16.4%	4.8%	4.4%	0.5%	-2.3%
2022-6	41.5%	10.0%	7.3%	5.2%	19.6%	4.5%	4.6%	0.8%	-1.1%
2022-5	34.4%	9.7%	6.9%	5.0%	19.3%	3.7%	4.5%	0.8%	-1.5%
2022-4	30.2%	9.0%	6.5%	5.4%	19.8%	3.2%	4.3%	1.0%	-0.9%
2022-3	32.2%	8.5%	6.4%	6.8%	22.5%	2.9%	4.8%	1.6%	1.9%
2022-2	25.7%	7.6%	5.9%	6.6%	21.1%	2.4%	4.9%	1.6%	2.0%
2022-1	27.0%	6.7%	5.7%	5.3%	20.9%	2.5%	4.8%	1.7%	2.1%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 2-4 2022 年 1-11 月美国 CPI 分项环比增速

月份	能源	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	信息技术、硬件和服务
2022-11	-1.6%	0.5%	0.4%	0.2%	-1.1%	-0.5%	0.6%	0.7%	-0.2%
2022-10	1.0%	0.7%	0.4%	-0.6%	0.7%	-0.4%	0.7%	-0.1%	-0.5%
2022-9	-2.6%	0.7%	0.7%	2.2%	-1.6%	0.5%	0.1%	0.3%	-0.3%
2022-8	-6.2%	0.7%	0.7%	1.7%	-3.1%	0.7%	0.3%	0.4%	-0.2%
2022-7	-4.5%	1.1%	0.5%	-1.1%	-2.0%	0.5%	0.3%	-0.1%	-0.7%
2022-6	7.6%	1.0%	1.0%	-0.3%	3.8%	0.6%	0.2%	0.2%	0.0%
2022-5	6.1%	1.1%	0.9%	-0.1%	2.8%	0.4%	0.4%	-0.1%	-0.6%
2022-4	0.1%	1.0%	0.6%	-1.4%	0.9%	0.3%	0.4%	-0.2%	-1.0%
2022-3	11.4%	1.0%	0.7%	0.8%	4.5%	0.5%	0.2%	-0.3%	-0.4%
2022-2	2.7%	1.0%	0.6%	3.1%	1.9%	0.4%	0.9%	0.0%	-0.3%
2022-1	1.7%	0.9%	0.8%	2.5%	0.8%	0.9%	1.0%	0.0%	0.0%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

2、2023 年美国通胀将继续震荡下行

从消费角度来看，10 月美国个人可支配收入（不变价）录得 3777 美元，同比下

降 3.3%。美国政府退出纾困计划之后，美国民众储蓄持续下降，9 月季调个人储蓄存款总额已经降至 5861 亿美元，相比 2021 年 3 月的 5.73 万亿美元下降了近九成，未来超前消费的能力已明显不足。在美国失业率出现反弹之际，美国消费者信心预期指数跌至 52.7，处于历史第三低位。从生产角度来看，美国 PPI 最终需求季调同比增速持续回落至 8%。美国零售商库存和制造商库存持续上升，零售商库销比升至 1.25，创 2021 年以来新高，美国未来将处于去库存阶段。从进口角度来看，中国是美国第一大进口来源国，中国商品出口价格与美国 CPI 有着较高的相关性。当前美国进口价格增速不断放缓，有利于美国本土商品价格的稳定。从供应链角度来看，全球已有 128 个国家和地区解除与新冠疫情相关所有的入境措施，2023 年会有更多国家解除限制措施，供应链效率将进一步复苏。2023-2023 年全球集装箱船舶将密集下水，两年新船增速将达到 6%和 8%，集装箱运价有进一步回落的可能性。从住房租金来看，美国标普 20 大中城市房价同比增速在 2022 年 4 月见顶，按照租金 18 个月滞后期推算，预计 2023 年 10 月美国租金能见顶。



图 2-14 美国季调个人储蓄总额及季调每月人均可支配收入
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 2-15 美国消费者信心预期指数
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

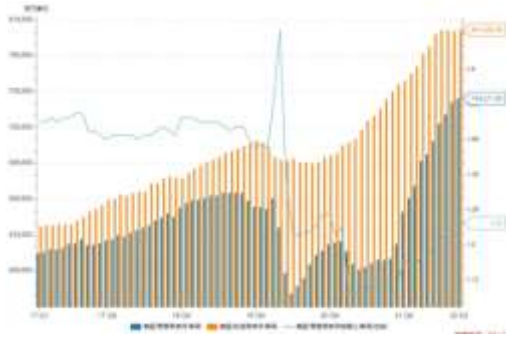


图 2-16 美国零售商库存和制造商库存及零售库存占比
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

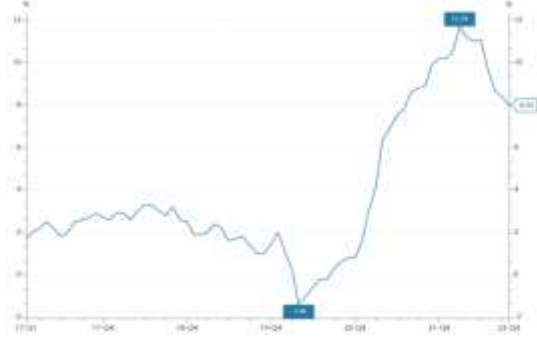


图 2-17 美国 PPI 最终需求季调同比数据来源：
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 2-18 美国 CPI、进口来源国:中国、进口价格指数
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

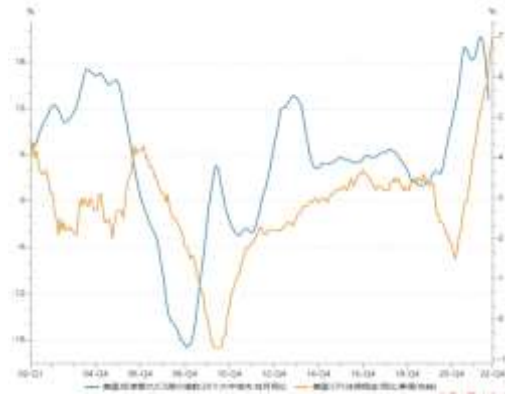


图 2-19 美国房价指数同比与住房租金 CPI 同比
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

美国通胀已见顶，2023 年回调的总体趋势已得到确定，预计 2023 年美国 PCE 增速将降至 2.7%，核心 PEC 增速降至 2.9%。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，2024 年通胀回落速度将大幅放缓，可能要到 2025 年才能恢复至核心 PCE 2% 的长远通胀目标。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，慎防“黑天鹅”和“灰犀牛”事件的爆发。

三、美元一枝独秀 后期将逐渐回调

（一）2022 年美元一枝独秀

2022 年前三季度美元指数持续走强，9 月 28 日一度冲高至 114.7926，创近 20 年以来新高，四季度震荡回落，不过整体来看 2022 年美元处于较强走势，年度均值同

比上升 12.3%。

美元指数的强势促使美元对各国货币保持了较大幅度的升值。在主要货币中，美元兑土耳其里拉升值幅度最大，达到 83.6%，这与土耳其 2022 年爆发恶性通胀有关。虽然阿根廷同样爆发恶性通胀，但是阿根廷最近十年的通胀率均达到两位数，货币长期处于贬值状态，因此 2022 年累计贬值为 32.4%。美元兑日元升值幅度达到 13.9%，期间一度突破 150，创 24 年新高；美元兑英镑和欧元分别升值 11% 和 12.3%，期间欧元跌破 1 大关，英镑也一度逼近平水。相较而言，人民币 3.8% 的贬值幅度相对较小。

卢布、巴西雷亚尔、秘鲁新索尔和墨西哥比索兑美元汇率出现了逆势升值，这些国家主要是资源型新兴经济体，得益于能源和大宗商品价格高企，赚取大量外汇，维持了本国货币的强势。卢布在俄乌冲突爆发后的三周内一度暴跌近六成，随着“天然气卢布强制结算令”推出后，卢布企稳回升，甚至超越了冲突爆发之前。



图 2-20 2021-2022 年美元指数走势图

数据来源：博弈云、方正中期期货研究院整理

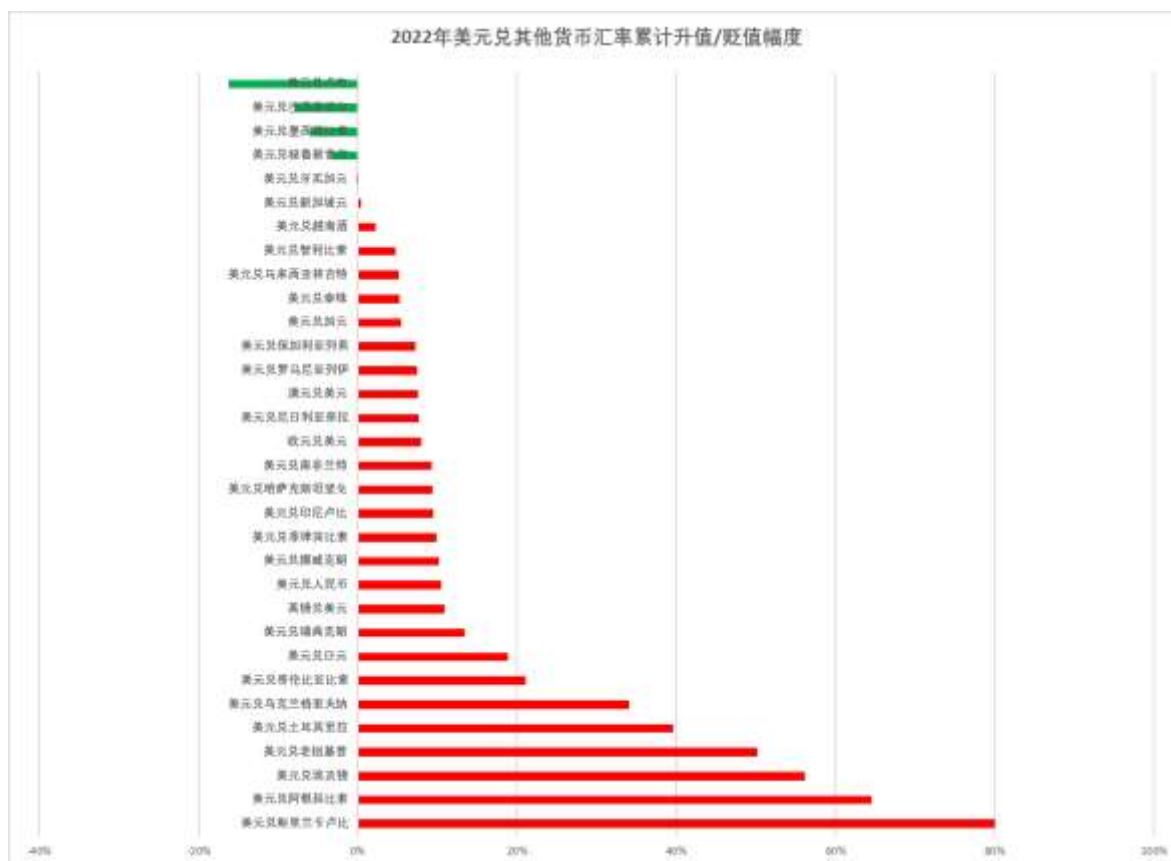


图 2-21 2022 年美元兑各大货币累计升值/贬值幅度

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

冰冻三尺非一日之寒，2022 年以来美元指数持续走强是情绪、政策和地缘政治等多方面因素长期作用而成。

避险情绪方面：俄乌冲突在 2022 年 2 月下旬爆发之后，各国避险情绪持续攀升。美元、美债、欧元一直以来很好的避险资产，但是此次冲突就是在东欧爆发，导致欧洲大批资本外逃至美国，使得美元和美债更为受到青睐。

货币政策方面：由于通胀创近 40 年新高，美联储为了维持美元信誉，坚持“先抗通胀、后救经济”的总体策略。2022 年前 11 个月，美联储累计加息 375BP，将基准利率提升至 4%，是七大央行中最为激进的。相较而言，除了加拿大央行的加息节奏和基准利率水平基本与美联储相一致之外，其他央行的货币政策的收紧程度远不及美联储，而加元所占比重仅为 9.1%，对美元指数的压制作用较为有限。权重最大欧洲央行加息

幅度和现有基准利率仅为美联储一半，日本央行坚持负利率的量化宽松政策不变。各大央行为了稳定经济发展，加息步伐也滞后于美联储。并且，美联储大幅缩表，6-11 月累计缩表幅度达到 2663 亿美元。

经济发展角度：俄乌冲突已成长期化，并且难以在 2023 年春季前结束。俄乌冲突引发的能源危机和粮食危机等负面溢出效应对于欧洲经济的冲击影响明显强于美国。欧盟从 8 月开启禁止进口俄煤；从 12 月 5 日起禁运海运原油和大多数管道原油，明年 2 月 5 日禁止俄罗斯成品油进口；各欧盟成员国从 8 月起减少 15% 的天然气使用量，8 月底俄罗斯主动停止“北溪-1”号的天然气供应，9 月 28 日“北溪-1”号又发生海底爆炸事件。欧洲能源短缺问题直接影响欧洲的民生和生产。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，进口部分石油。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。2022 年美国制造业和服务业 PMI 均高于荣枯线，而欧洲 PMI 在下半年就逐渐跌破荣枯线。

债务危机方面：当前诸多国家债务率偏高，美联储持续加息，提升了各国还贷成本。同时，经济下行又导致各国财政收入吃紧，各国尤其是新兴经济体的还贷压力陡增。特拉斯政府上台后曾抛出史上第二大规模减税计划，总价值达到 450 亿英镑，市场担忧英国爆发债务危机，一度促使英国国债价格的大跌。

（二）美元颓势已现 2023 年中枢将逐步回落

虽然美元指数在 2022 年前三季度一枝独秀，但是从 10 月起美元颓势逐步显现，2023 年美元指数将会进一步回调。

从经济角度来看，2022 年美联储加息幅度是最大的，基准利率最高，后期其他六

大央行就有更大的加息空间。并且，美国通胀在 2022 年中已现拐点，欧洲通胀情况较为严峻，四季度通胀率继续攀升，后期欧洲各大央行依然需要维持较快的加息节奏。欧洲央行行长拉加德警告称“当前欧洲的主要任务是稳定物价，必须采取所有可行手段去实现这一目标。即使欧元区经济衰退的可能性增加，欧洲央行也必须继续加息以抗击通胀。”此外，英国、瑞士、日本较低的失业率也给予这些央行足够的加息底气。

表 2-5 2022 年美国与美元指数权重国家的经济情况对比

	美元指数/美联储	欧元/欧洲央行	日元/日本央行	英镑/英国央行	加元/加拿大央行	瑞典克朗/瑞典央行	瑞士法郎/瑞士央行
权重	100%	57.6%	13.6%	11.9%	9.1%	4.2%	3.6%
当前基准利率	4.50%	2.00%	0.10%	4.00%	4.00%	2.50%	0.50%
此轮累计加息	475BP	200BP	0	200BP	200BP	150BP	75BP
未来预期加息幅度	100BP	100BP	20BP	100BP	20BP	75BP	50BP
通胀率	7.60%	10.70%	2%	10.10%	6.92%	10.30%	2%
失业率	3.7%	6.0%	2.6%	3.8%	3.2%	7.0%	1.8%
前三季度GDP增速	2.4%	0.8%	1.4%	0.8%	0.7%	1.8%	1.4%
制造业PMI	49.0	47.2	49	48.2	49.8	45.1	48.9
服务业PMI	50.2	47.9	49.2	48.9	---	46.2	48.2

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从政治层面来看，美国中期选举也会对美联储货币政策产生影响。美国中期选举结果是民主党守住参议院、共和党重夺参议院。首先，美联储是独立于美国政府的机构，美国国会甚至总统都无权干涉美联储的货币政策，并且“抗击通胀、稳定物价”已经成为世界范围内的广泛共识。因此，无论哪个党派当选都不会影响美联储的独立性，更不会逆势反对抗通胀，不然会遭到美国民众、媒体、社会的抨击。不过，美联储具有两大职能，其一维持物价，其二实现就业最大化。虽然美联储近期秉持“先抗通胀、后救经济”的总体政策，但不会全然不顾美国的经济的发展。鲍威尔在 11 月议息会议讲话中首次提到了“未来美联储决定加息节奏之前，会充分考虑持续加息对经济活动、通胀水平、经济金融发展的滞后效应”。在美国政坛上，共和党和民主党相互掣肘已成常态。民主党在失去众议院之后，就成为了“跛脚鸭政府”，共和党此前一直反对拜登的大规模刺激计划，未来拜登的各项政策将难以得到众议院的通过，除非向共和党做出重大让步。2021 年拜登政府主推的《重建更好法案框架》，就由于共和党的反对，将预算规模从最初的 3.5 万亿美元不断缩水至 1.75 万亿美元。2022 年的《通胀削减法案》也是在共

和党全体反对的情况下，副总统哈里斯动用了打破平衡的关键一票，才勉强通过。一旦未来拜登的经济刺激计划难以通过或者大幅缩水，明年美国出现实质性衰退的概率将会上升，这将迫使美联储不得不重新审视货币政策，放缓货币收紧的步伐，稳定美国经济和就业市场。

综合来看，美国通胀是决定美联储加息的决定性因素。美国通胀已见顶，倘若不再出现黑天鹅事件，CPI 和 PPI 同比增速会逐步放缓。不过，美联储“先抗通胀、后救经济”的总体政策不会改变，美联储议员不敢放出过多鸽派言论，担心会给市场释放错误信号，美联储会出现“外鹰实鸽”。美元指数后期难以再有大幅上涨的驱动力，如果美联储主席发表鹰派言论以及地缘局势骤然紧张，美元有阶段性上涨趋势，但是在正常情况下美元指数在 2023 年再突破 110 点的动力已经不足。

（三）人民币兑美元将逐步收复失地

从国际情况来看，随着美联储加息速度的放缓，有利于减轻人民币兑美元的贬值压力。从国内情况来看，2023 年中国有可能进一步宽松疫情封控以及对于房地产的适度政策支持，中国经济将处于弱复苏状态，有利于市场重拾对于人民币的信心。不过，疫情封控措施部分放缓之后，中国疫情持续出现大幅反弹，市场同样担忧后续防疫政策是否会再度收紧。

2023 年需要重点需要关注四个点，这四个点都会阶段性影响人民币兑美元的外汇市场：美联储的货币政策及议员言论、美国 CPI 回调速度和失业率反弹力度、中国疫情防控措施以及单日新增人数、地缘政治局势。倘若没有黑天鹅事件，美元兑人民币将在 2023 年重返 7 以内。

第三部分 欧洲受俄乌冲突影响 英国遭股债汇商四杀

单看 2022 年前三季度，欧元区和英国的实际经济增速是全球前五大经济体中最快的，分别同比增长 4.6%和 5.8%，欧洲国家基本摆脱新冠疫情的影响。不过，从季度来看，欧洲经济增速出现逐季放缓的趋势。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，导致欧洲通胀在下半年并未如美国一样出现拐点，反而连创历史新高。鉴于欧债危机和经济下行，欧洲央行不敢在上半年加息，下半年的货币收紧节奏又不及美联储，导致欧元兑美元近 10 年以来首次破 1。同时，能源价格高企和供应不稳定导致大量在欧跨国企业外迁，引发欧洲“产业空心化”。2023 年欧洲经济增速将进一步放缓，部分国家会出现衰退。

一、2022 年欧洲经济复苏放缓 2023 年存衰退风险

2022 年前三季度欧元区和英国季调实际 GDP 录得 8.19 万亿欧元和 1.68 万亿英镑，同比增长 3.9%和 5.8%，两大经济体分别于 2021 年四季度和 2022 年一季度恢复至疫情前同期水平。欧洲各国从 2022 年初开始逐步解除与疫情相关的所有入境措施，经济活动得到恢复，欧洲经济基本已经摆脱了疫情影响。

不过，从季度来看，欧洲经济增速不断趋缓，三季度欧元区 GDP 环比增速降至 0.2%，英国甚至出现-0.2%的萎缩。俄乌冲突的负面溢出效应不断显现，尤其在 2022 年下半年之后。虽然欧盟对俄罗斯的各项制裁措施于 2022 上半年发布，但是能源等诸多领域的制裁真正起效是在 2022 年下半年，引发欧洲创历史的通胀。通胀高企消耗了欧洲民众对于零售商品的消费能力和信心，大批跨国企业因高成本逃离欧洲，并且欧洲央行和英格兰央行持续快速加息的情况下，2022 下半年起欧洲的制造业和服务业 PMI 逐步跌破荣

枯线，ZEW 欧元区经济景气指数逼近历史低位。德国是欧洲第一大经济体，也是欧洲经济的发动机，同时也是遭受俄乌冲突负面影响最为严重的欧洲国家，2022 年德国经济增速预计在 1%左右，是 G7 经济体中增速最为缓慢的。

欧洲 2022 下半年的颓势将延续至 2023 年，高通胀将迫使欧洲两大央行无法放缓加息步伐，欧洲经济前景不容乐观，多家国际机构多次下调欧洲 2023 年的经济增速。欧委会预测 2023 年欧盟经济仅增长 0.3%，其中西班牙、波兰、法国、捷克、匈牙利分别增长 1%、0.7%、0.5%、0.1%和 0.1%，而德国可能会出现-0.6%的衰退。惠普、高盛、和标普预判英国经济 2023 年将萎缩 0.5-1%。



图 3-1 欧元区季调季度不变价 GDP

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 3-2 英国季调季度不变价 GDP

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 3-3 英国和欧元区 PMI

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

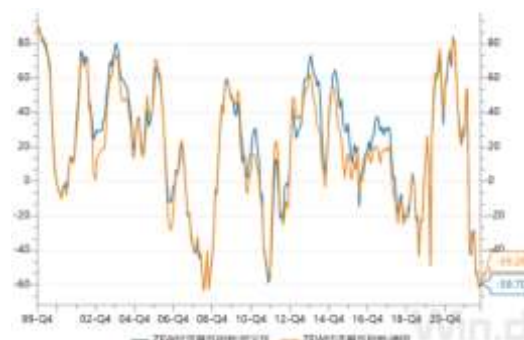


图 3-4 ZEW 经济景气指数：欧元区&德国

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、欧盟对俄八轮制裁实则双刃剑

俄乌冲突爆发之后，西方连续对俄罗斯实施多轮制裁措施，其中欧盟对俄制裁力度最大，2022 年共计八轮，主要涉及政治、经济、金融、能源、科技、军事、交运、文

化、体育、个人等诸多方面。不过，所有制裁都是“双刃剑”，欧盟在遏制俄罗斯发展的同时，也直接影响自身企业和居民的正常生产和生活。

表 3-1： 俄乌冲突之后美国及其主要盟友对于俄罗斯的主要制裁内容汇总表

涉及领域	主要制裁措施
金融	<ul style="list-style-type: none"> (1) 几乎将俄罗斯几乎所有大型跨国银行踢出 SWIFT 体系，并禁止俄罗斯银行进入欧洲金融市场 (2) 冻结俄罗斯在欧盟的所有财产 (3) 禁止对俄罗斯主权债和企业债进行评级 (4) 禁止向俄罗斯出口欧元计价票据 (5) 禁止为任何俄罗斯人提供加密资产钱包、账户或托管服务 (6) 禁止俄罗斯公司参与欧盟政府采购，以及撤销所有欧盟及成员国对俄公共机构的财政支持
贸易	<ul style="list-style-type: none"> (1) 取消俄罗斯最惠国待遇 (2) 进口方面：禁止进口俄罗斯木材、水泥、海鲜、酒类、农业等产品；俄罗斯成品和半成品钢材、机械和电器、塑料、车辆、纺织品、鞋类、皮革、陶瓷、以及黄金珠宝 (3) 出口方面：焦煤、特定电子元件、航空部门使用的技术产品和部分化学产品
能源	<ul style="list-style-type: none"> (1) 暂停“北溪-2号”审批流程 (2) 从 2022 年 8 月起，禁止进口俄罗斯煤炭，2022 年底前逐步禁止俄罗斯海运石油进口，2023 年 2 月前禁止其他精炼石油产品。目前，暂获豁免通过管道运输从俄罗斯进口的原油进口。 (3) 对俄罗斯石油实施价格限令。禁止提供与原产于俄罗斯或从俄罗斯出口到第三国的原油（2022 年 12 月起）或石油产品（2023 年 2 月起）的海运相关的运输、技术援助、经纪服务或融资等金融服务在俄罗斯或从俄罗斯出口。
交运	<ul style="list-style-type: none"> (1) 航空禁入、禁止向俄罗斯的航空公司出口飞机和设备 (2) 禁止俄罗斯和俄企经营的船舶进入欧盟港口 (3) 禁止俄罗斯和白俄罗斯的公路运输公司在欧洲经营 (4) 禁止欧盟公司为运送俄罗斯石油的商船提供保险和再保险。新的保险合同将立即被禁止，现有保险合同将在六个月内逐步淘汰。 (5) 禁止与俄罗斯海事登记处的所有交易，将其添加到俄国有企业禁令名单中。

科技	<ul style="list-style-type: none"> (1) 限制向俄罗斯转让半导体和先进软件等关键技术 (2) 扩大可能有助于俄罗斯国防和安全部门技术提升的商品和技术管制清单，对可用于化学武器生产的化学品实施出口管制 (3) 阻止俄罗斯的炼油厂进行设备更新
政治	<ul style="list-style-type: none"> (1) 取消俄罗斯在波罗的海国家理事会的会员和观察员资格 (2) 禁止欧盟官员在部分俄罗斯国企的任职
媒体	包括 Rossiya RTR、Rossiya 24 和 TV Centre International 等多家俄罗斯媒体将被禁止在欧盟境内开展新闻业务。
人员	<ul style="list-style-type: none"> (1) 约 1240 名人员，其中主要包括俄罗斯高级官员及高净值人士，“乌东四区公投”相关人员 (2) 俄籍商务人士将不再拥有进入欧盟国家的签证优先权。
体育	欧足联剥夺俄罗斯世界杯欧洲赛区预选赛资格。

数据来源：公开信息、方正中期期货研究院整理

虽然欧盟的八轮制裁对俄罗斯的经济以及战争潜能造成重大冲击，但是制裁的反噬效应同样十分明显，尤其是在能源领域。欧洲对于俄罗斯能源依赖度极高，2021 年欧盟从俄罗斯的煤炭、天然气和石油的进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 2022 年 8 月 1 日禁止从俄罗斯进口煤炭，2022 年底之前禁止俄罗斯海运石油进口，2023 年 2 月前禁止其他精炼石油产品进口，同时欧盟要求成员国在 2022 年 8 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日期间减少 15%的天然气使用量。各种对俄制裁尤其能源禁令对于欧洲生产和民生都造成极大冲击，引爆欧洲诸多方面的问题。其一，通胀高企。美国通胀在 2022 年下半年有明显放缓，然而欧盟对俄罗斯的能源禁令最早从 2022 年 8 月执行，所以导致欧洲通胀并未像美国回落反而不断创新高。2022 年 10 月欧元区调和与核心 HICP 同比增速分别录得 10.7%和 5%，续创历史新高。其中，拉动欧元区通胀最核心的因素是能源板块，俄乌冲突爆发后欧洲能源价格始终居高不下，2022 年 3、6、9、10 月的能源 CPI 同比增速均超过 40%。其二，工厂外迁。能源价格高企且供应不稳定导致大批欧洲企业外迁，美国以其能源供应相对稳

定且价格相对低廉而吸引在欧跨国企业。仅美国俄克拉何马州就吸引了近 70 家德国企业前往投资扩展业务，其中包括汉莎航空、西门子、阿尔迪和费森尤斯，这 4 家公司最近累计扩大投资近 3 亿美元。荷兰最大铝业制造商代尔夫宰尔达姆科铝业公司一度宣布停产，欧洲最大化肥生产商挪威亚拉国际公司已关闭其在荷兰斯勒伊斯基尔的一座大型化肥厂，欧洲一半的锌和铝生产一度处于停滞状态。欧洲的金属、化工、玻璃、陶瓷和造纸等基础工业遭受严重冲击，欧洲“产业空心化”问题不断严峻。2022 年 9-10 月欧元区季调工业信心指数跌至负值，自 2021 年 3 月以来实属首次。其三，消费不振。物价高企严重抑制了欧洲民众花费在零售和耐用商品的能力和信心。2022 年 8-9 月欧盟季调零售指数一度跌至 116.8，创 2021 年 6 月以来新低；9 月季调消费者信心指数跌至-29.6，续传历史新低。其四，欧元兑美元一度破 1。即便通胀高企，但由于经济和消费不振，欧洲央行在 2022 上半年始终不敢加息，一直强调宽松货币政策对于欧洲经济复苏的重要性。即便下半年加息，但是货币收紧步伐还是远不及美联储，导致欧元兑美元近 10 年以来首次跌破 1 大关。其五，罢工和抗议活动频繁，社会动荡。为了抗议高通胀、维持现有生活水平，英国工会多次举行罢工活动要求涨薪。



图 3-5 欧洲 HICP 与核心 CPI 同比
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

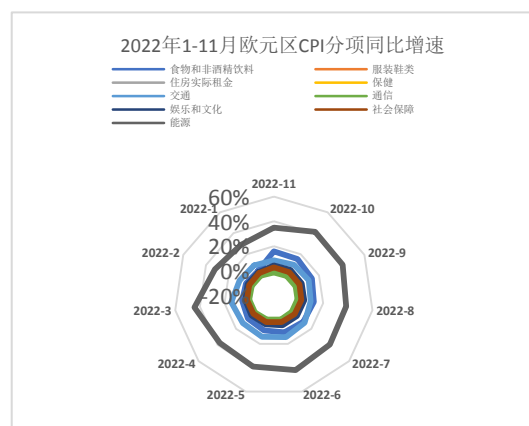


图 3-6 2022 年 1-11 月欧元区 CPI 分项同比增速
数据来源：wind、方正中期期货研究院整理

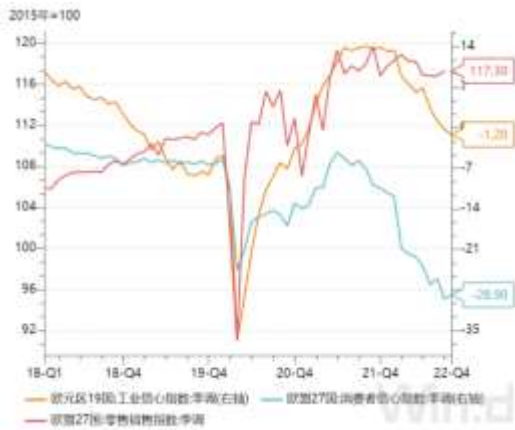


图 3-7 欧盟/欧元区零售、消费、工业信心指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 3-8 欧元兑美元

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 3-2 2022 年欧盟国家重大罢工事件统计

国家	范围	人员及规模	原因	持续时间
德国	埃姆登港、不莱梅港、布腊克港、威廉港和汉堡港	码头工人	要求涨薪	6月9日
比利时	全国	7万交运员工	要求涨薪	6月20日
欧洲	比利时、西班牙、葡萄牙、法国、意大利	“瑞安航空”机组人员	要求涨薪	6月25-27日
西班牙	全国	卡车司机	抗议油价上涨	6月26日
德国	汉堡、不莱梅港和威廉港	12000名码头工人	要求涨薪	7月14-15日
英国	利物浦港	560名码头工人	要求涨薪	9月19日-10月3日
比利时	全国	交运员工	要求涨薪	11月9日

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

2023年欧盟前景不容乐观，部分国家衰退难以避免。能源是制约欧洲经济发展最关键的因素。欧盟对于俄罗斯诸多能源制裁是从2022年8月或者2023年初开始实施，因此当下负面效应还未完全呈现。俄乌冲突很有可能在2023年结束，但是即使结束，欧洲不会迅速解除对俄制裁，尤其在能源领域，欧盟希望主动摆脱对俄罗斯能源依赖的意愿较强。因此，欧盟将继续承受数年的能源瓶颈阵痛期。货币政策方面，随着美联储放缓加息步伐，欧洲央行的加息压力有所放缓，并且欧洲债务普遍较高，过快加息将提升欧债违约风险。不过，高通胀又迫使欧洲央行不敢过于放缓加息节奏。欧洲央行行长

拉加德警告称“当前欧洲的主要任务是稳定物价，必须采取所有可行手段去实现这一目标。即使欧元区经济衰退的可能性增加，欧洲央行也必须继续加息以抗击通胀。”贸易方面，欧盟可能向美国发起贸易战。由于拜登签署《通胀削减法案》，美国政府大力补贴本土电动汽车等新能源产业。德国和法国先后表示“该法案危及欧洲和美国企业之间的公平竞争环境”。一旦欧盟爆发与美国的贸易摩擦，对于欧洲经济又是一次重大打击。

总体来看，能源供应受制于人、高通胀、劳动力短缺等诸多结构性问题无法在短期内解决，欧洲制造成本高企，叠加俄乌冲突长久化和升级的风险，欧洲将面临跨国企业进一步外迁或者停产。欧洲联盟委员会预测 2023 年欧盟经济仅增长 0.3%，其中西班牙、波兰、法国、捷克、匈牙利分别增长 1%、0.7%、0.5%、0.1%和 0.1%，德国将出现-0.6%的衰退。

三、政坛剧变 英国遭遇股债汇商四杀

2022 年 10 月 20 日特拉斯宣布辞职，在任仅 45 天，成为英国历史上任期最短的首相。特拉斯上台之后即刻推出减税计划，引发英国海内外群起反对，是导致特斯拉下台最直接的原因。

（一）特拉斯下台的原因

2022 年 9 月 23 日英国政府宣布了一系列经济刺激措施，将基本税率从 20%下调至 19%，减税措施涉及个人所得税、财产税、海外游客购物消费税和企业税等，同时还取消了银行业奖金上限，希望提高伦敦金融城的吸引力。特拉斯的减税规模超越了撒切尔当政时期，被视作为英国自 1972 年以来最大的豪赌。按理说，减税属于宽松的财政政策，有利于刺激英国经济复苏，但是特拉斯新政明显不合时宜，主要有三个方面：

其一，提升负债水平。英国国家统计局最新发布的数据显示，截至 2022 年 8 月，英国不包括国有银行的公共部门净债务总额达 2.43 万亿英镑，相当于 GDP 比重的

96.6%，创下自1961年以来新高，较2021年同期增加1952亿英镑及1.9个百分点。今年1-8月，英国中央政府财政收入为6050.54亿英镑，财政支出为6112.94亿英镑，财政赤字达62.4亿英镑。其中，有5个月出现财政赤字，6月赤字规模更是达到145.04亿英镑，创近1年以来新高。据英国政府估计，到2026-2027年，减税总额将达到450亿英镑，如此大规模减税无疑将使英国政府债务占GDP比重在短期内就能突破100%临界值，大幅加剧英国国债的违约风险，导致英国国债收益率急剧攀升。

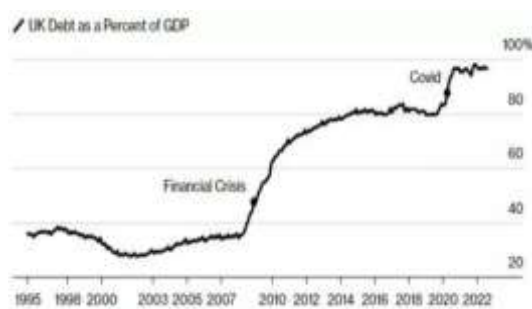


图 3-9 英国债务占 GDP 比重

数据来源：英国国家统计局、方正中期期货研究院整理



图 3-10 英国中央政府月度财政收支情况

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

其二，加剧通胀情况。9月英国CPI同比增速录得10.1%，追平历史最高，其中核心CPI同比增速录得6.5%，创历史新高。英国当前最大的问题是抑制高企的物价，打破物价和薪资螺旋上涨的困境。大规模减税只会事与愿违，削弱英国央行加息的效果，迫使英国央行采取更激进的货币收紧政策，进一步利空经济发展。英国的财政政策与货币政策相悖，是当前英国经济撕裂的缩影。

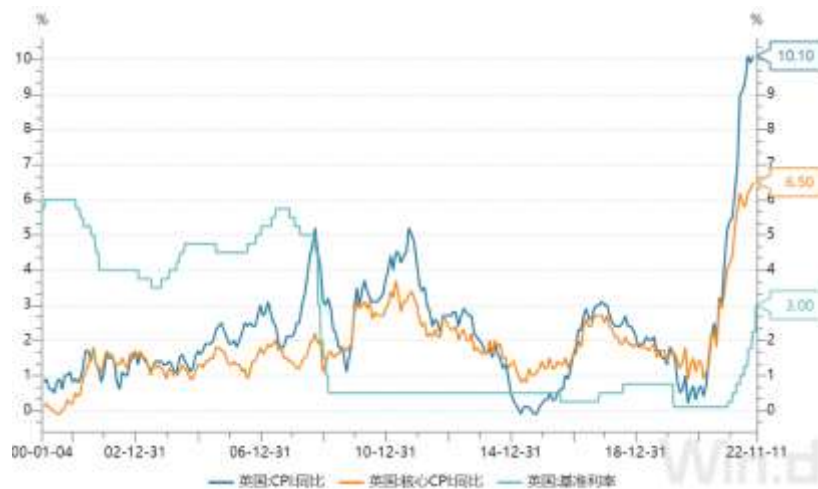


图 3-11 英国通胀率及基准利率
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

其三，扩大贫富差距。细数减税项目主要包括取消银行业奖金上限、财产税、海外消费税等，这些都是高收入、高净值群体所能受益的，对于普通尤其是低收入群体的帮助极为有限。并且，此次财政刺激计划并未包括社会援助。随着未来五年财政收入的减少，英国政府很有可能削减社会援助开支，对于中下层民众的生活可谓是雪上加霜。这项减税计划多少有些“劫贫济富”的味道。被英国人誉为本国经济学之父的凯恩斯就提出“中低收入者的边际消费倾向明显强于高收入者”的理论，尤其在快消品等生活必需品方面。贫富差距的扩大将使英国消费更为不振，进而抑制经济复苏。

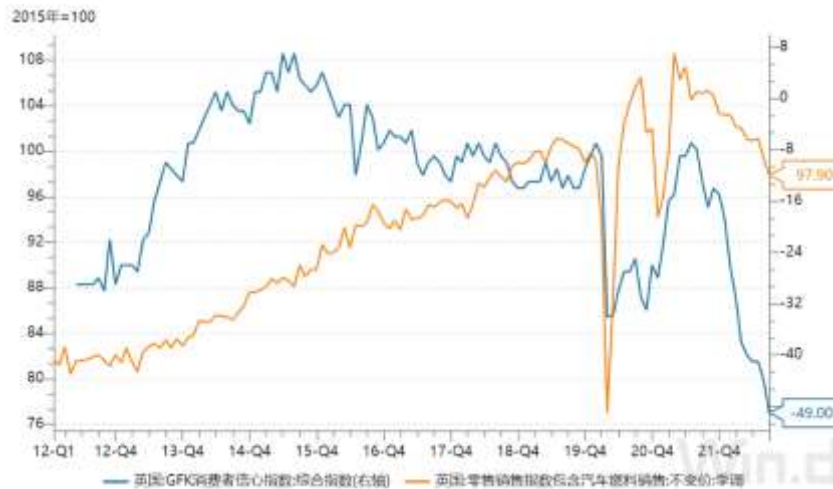


图 3-12 英国 GfK 消费者信心指数、英国季调不变价零售销售指数
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

(二) 特拉斯在任期间 英国遭遇“股债汇商”四杀

由于特拉斯新政存在先天性的不足，导致英国金融市场惨遭股债汇商品四杀。股市方面，10月13日富时100指数跌至6707.62，创近19个月新低；债市方面，9月27日英国10年期国债收益率飙升至4.5270%，创近14年新高；9月28日-10月3日期间英国10年期与30年期国债收益率曲线出现倒挂，自2008年以来当属首次，这是经济衰退的先行指标；汇率方面，9月26日英镑兑美元汇率跌至1.0335，创近44年新低。商品方面，LME3月铜和伦敦现货黄金在特拉斯执政期间累计下跌1.9%和4%。

其中，特拉斯执政期间变化幅度最大的是英国国债收益率，期间涨幅达到 27%，足以可见市场对于减税政策引发英国债务违约的担忧。当然，英国四大市场的不利表现与美联储加快货币收紧步伐也有着直接联系。

表 3-3：特拉斯执政期间英国股市、债市、汇市、商品市场的涨跌幅情况

市场类别	事件	特拉斯宣布就职	特拉斯宣布辞职	期间涨跌幅
	指标名称	2022-9-6	2022-10-20	
股市	伦敦富时100指数（点）	7300.44	6943.91	-4.9%
债市	英国10年期国债收益率（%）	3.1337	3.9594	26.3%
汇市	英镑兑美元	1.1529	1.1319	-1.8%
商品	LME3个月铜（美元/吨）	7650	7505	-1.9%
	LME3个月铝（美元/吨）	2262	2227	-1.5%
	LME3个月锌（美元/吨）	3164	2915	-7.9%
	布伦特原油连续（美元/桶）	92.83	92.38	-0.5%
	伦敦现货黄金（美元/盎司）	1702.60	1635.30	-4.0%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

（三）英国未来经济不容乐观

从中长期来看，特拉斯的辞职无法改变英国经济不断走衰的局面。从产业发展来看，英国工业尤其是制造业已经陷入衰退。英国脱欧之后，失去了对欧盟出口的关税壁垒，20 多万名欧盟员工返还，同时疫情之后英国公民主动返回劳动力市场的意愿并不高，2022 年 9 月英国季调申请失业金人数达到 153.6 万人，均创近 4 个月以来新高，单月新增 63.3 万人，从而导致英国制造、酒店、运输、清洁维护等诸多行业长期遭遇劳动力短缺的问题。虽然英国对俄罗斯能源的依赖程度并不像欧盟那么高，但是在 2021 年依然从俄罗斯进口了 27%的煤炭、9%的石油和 4%的天然气。随着英国对俄罗斯制裁的深入，英国能源短缺问题也不断发酵，2022 年 10 月英国电力、天然气等燃料 CPI 同比增速录得 89.7%，续创历史新高。能源供给不稳定及能源价格高企导致工业成本急剧上升，制约了英国工业发展，同时部分跨国企业被迫将工厂转移至生产成本较低的国家。2022 年 11 月英国制造业 PMI 已经连续 4 个月低于荣枯线，服务业 PMI 也连续两个月跌破荣枯线。从贸易发展来看，工业尤其制造业的萎缩导致英国贸易赤字加剧，2022 年前三季度英国每个月都出现贸易赤字，季调累计赤字规模达到 711 亿英镑，相

比 2021 年同期扩大 328%，而 2020 年同期英国还能实现 226 亿英镑的贸易顺差。由于能源和劳动力短缺问题，英国工业短期内难以复苏，将更为依赖进口，贸易赤字对于 GDP 是负项，成为制约英国经济发展的不利因素。从消费情况来看，2022 年 9 月英国 GFK 消费者信心指数录得-49，续创历史新低；英国季调不变价零售销售指数录得 99.7，创近 18 个月以来最低。当前英国通胀位于近 40 年高，短期内难以回落，这将严重削弱民众消费的能力和信心。从供应链角度来看，2022 年英国铁路、公路、港口等交通运输系统发生多轮罢工，工会的诉求是薪资上涨幅度无法 10%的通胀率。不过，交通运营商始终无法给予工会满意的大幅，未来英国交通运输系统甚至其他行业依然会出现多轮罢工。从政治稳定性来看，英国最近六年换了四任首相，新任首相苏纳克的处境同样不容乐观，此外英国还饱受脱欧及北爱尔兰和苏格兰独立公投的负面影响。

由于诸多不利因素，多家国际机构多次大幅下调英国 2023 年经济增速。惠普和高盛预计英国将萎缩 1%，标普预测萎缩 0.5%。

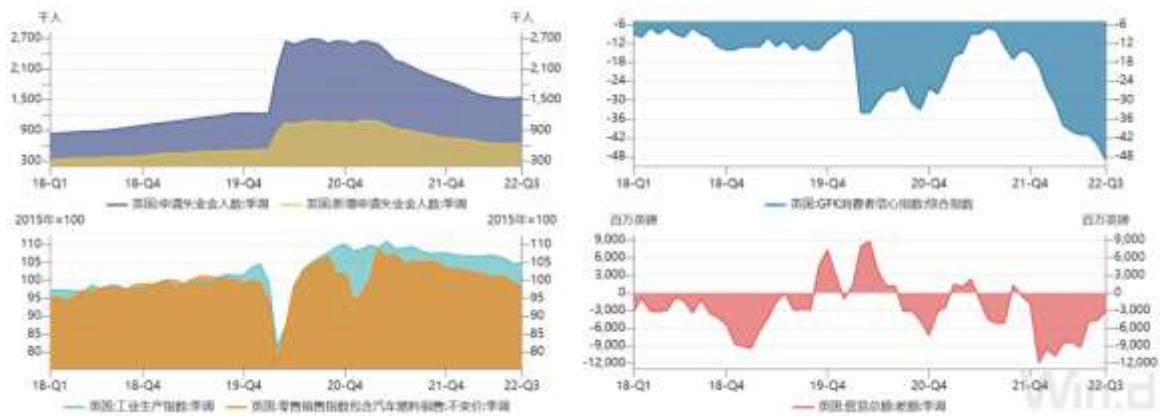


图 3-13 英国失业金申请人人数、GfK 消费者信心指数、零售指数、工业指数、贸易差额

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第四部分 日本经济未恢复疫情前 金融市场波动剧烈

随着疫情管控被放宽，日本私人消费得到恢复，叠加政府消费的拉动，日本经济得

到复苏，不过 2022 年前三季度尚未恢复至疫情前同期水平。得益于 2019 年同期基数较低以及入境限制放宽，2022 年四季度日本经济将极有可能恢复至疫情前同期水平。岸田文雄推过 71.6 万亿日元财政刺激政策，有望将日本 2023 年的经济增速提升至 2% 以上，日本有望在 2023 全年 GDP 恢复至疫情前水平。由于通胀相对较低以及刺激经济的需要，日本政府长期坚持“安倍经济学”，采取量化宽松以及宽松财政政策，叠加美联储鹰派的货币政策，日元兑美元一度破 150，10 年期日债收益率突破 2.6%。临近年底，日本央行宣布提升 10 年期国债收益率，并放宽 YCC，日元大幅收复此前失地。

一、日本经济未恢复至疫情前 2023 年有望实现

2022 年前三季度日本实际 GDP 录得 407.02 万亿日元，同比增长 1.4% 相比 2019 年同期下降 2.5%，日本是当前全球主要经济体中唯一尚未恢复至疫情前的国家。从季度角度来看，前三季度同比增速分别录得 0.9%、1.6%、1.9%，不断加速；环比增速分别录得 0.1%、1.1%、-0.3%，第三季度略有回落，打破了此前连续三个季度环比回升的良好态势。总体来看，日本经济处于复苏之中，只是复苏的进程较为缓慢。

表 4-1 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	138.79	135.95	133.59	134.79	98.0%	96.2%	97.1%
二季度	139.43	125.16	134.24	136.32	89.8%	96.3%	97.8%
三季度	139.26	131.83	133.38	135.90	94.7%	95.8%	97.6%
四季度	135.19	134.02	134.72		99.1%	99.7%	

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

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 222.44 万亿日元，占比达到 54.8%，同比增长 3.2%，对同比增长的拉动率达到 1.74%。在私人消费中，家庭消费创造了 215.37 万亿日元，占私人消费 96.8%，占全部 GDP 的 52.9%。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，刺激了消费复苏，日本服务业 PMI 从二

季度开始基本处于荣枯线以上。政府消费是推动日本经济回暖的第二大因素，创造了86.41万亿日元，占GDP比重达到21.6%，同比增长1.7%，对同比增长拉动率0.36%。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。私人企业设备投资是拉动日本经济的第三大因素，对GDP的同比拉动率达到0.17%。虽然日本经济逐步复苏，日本企业逐步扩大了生产规模，加大了对于设备等生产资料的投入，2022年1-10月日本的制造业PMI均高于荣枯线，始终处于扩张区间。日本一直引以为傲的净出口成为GDP负项，2022年前三季度累计创造-1.31万亿日元，而在2021年同期能达到0.83万亿日元的正向值。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。日本贸易赤字问题日益严重，从2021年6月起连续17个月出现贸易赤字，并且规模不断扩大，2022年1-10月赤字规模达到-17.2万亿日元。

表 4-2 2022 年前三季度日本季调 GDP 总量和分项

	2022年前三季度	2021年前三季度	同比	占比
总量	407.02	401.21	1.4%	100%
私人消费	222.44	215.57	3.2%	54.7%
家庭消费	215.37	208.58	3.3%	52.9%
私人住宅投资	13.38	14.04	-4.7%	3.3%
私人企业设备投资	63.77	63.08	1.1%	15.7%
私人存货变化	1.53	-0.20	-849.5%	0.4%
政府消费	87.86	86.41	1.7%	21.6%
公共投资	19.76	21.63	-8.6%	4.9%
公共存货变化	-0.05	-0.02	156.1%	0.0%
商品和服务:净出口	-1.31	0.83	-257.3%	-0.3%
商品和服务:出口	80.09	76.76	4.3%	19.7%
商品和服务:进口	81.40	75.93	7.2%	20.0%
其他	-0.37	-0.12	213.9%	-0.1%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

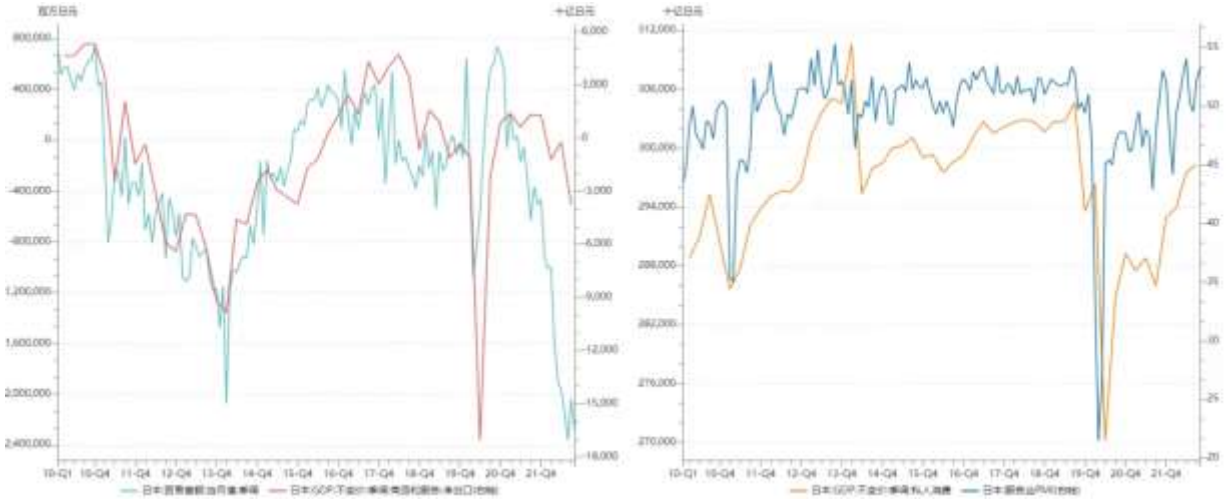


图 4-1 日本贸易差额与 GDP 净出口趋势对比、日本服务业 PMI 与 GDP 私人消费趋势对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

随着新增病例的下降，日本政府于 2022 年 9 月 30 日全面解除重点防疫措施，促使经济进一步回暖，尤其 10 月日本 PMI 进一步回升至 53.2。日本是消费驱动型的经济体，随着疫情管控措施的放开，四季度私人消费将会进一步回升，推动经济发展。并且，全球大宗商品尤其能源价格的回落，日本贸易赤字有望收窄，有利于净出口 GDP 负值的减小，因此 2022 年四季度日本经济将实现环比正增长。得益于 2019 年四季度基数较低仅有 135.19 万亿日元，日本经济将在 2022 年四季度恢复至疫情前同期水平。

2023 年日本经济复苏有望提速。2022 年 10 月 28 日日本央行预测 2023 年本国经济增速将回升至 1.9%，同日日本首相岸田文雄在内阁会议上宣布了一项高达 71.6 万亿日元的经济刺激计划，以缓和物价上涨对消费者和企业的影响，并支持日本经济的复苏和增长。岸田文雄表示此项刺激计划将使日本经济 4.6%。从目前情况判断，日本 2023 年经济增速不太可能达到 4.6%，但在岸田文雄经济刺激计划的加持下，日本经济增速有望达到 2.5%，这样 2023 年日本经济将能恢复至疫情前水平。

二、日股震荡、日债收益率上升、日元贬值

2022 年日本金融市场波动加剧，日股全年震荡，日元持续贬值，日债收益率大幅上升。从外部因素来看，美联储由于高通胀，采取了极为鹰派的货币收紧政策，利多美

元强势。从内部因素来看，虽然日本前首相安倍晋三不幸遇袭，但是现任政府依然坚持“安倍经济学”。“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。日本通胀相对较低且经济不振，日本是全球唯一采取极为宽松的财政和货币政策的主要经济体。

随着美联储和日本央行的货币政策周期不同，美元兑日元汇率一度突破 150。日本经济整体不振，负债率较高，叠加国际空头势头，日债违约风险上升，10 年期日本国债收益率上升至 0.294%。日本采取宽松的财政和货币政策，但日本潜在风险较大且经济尚未恢复至疫情前，导致日本股市在利多和利空消息中全年震荡。

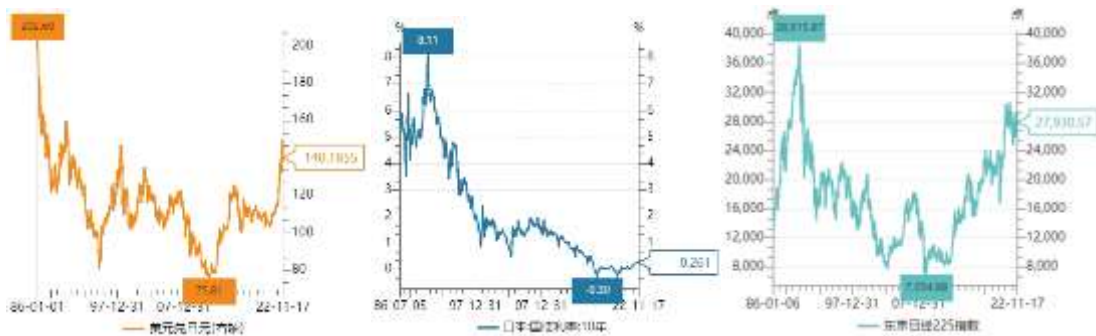


图 4-2 日本 10 年期国债收益率、东京日经 225 指数与美元兑日元走势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

面对严峻形势，日本政府主动采取救市措施，并且救债力度远强于救汇，主要因为当前日本负债率非常之高，国债收益率上升会进一步加重日本还债压力，同时日元贬值有利于刺激日本出口。2021 年日本政府总债务规模占 GDP 比重达到 262.49%，2022 年前三季度日本国家政府债务规模已经达到 1251 万亿美元 相比 2021 年底扩大 2.7%。

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 2022 年 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。但是，总体效果一般，2022 年 11 月日本 10 年期国债收

益率基本固定在 0.26% 以上。汇市方面，日本是在 2022 年 9 月开始干预外汇市场的，日本财务省公布 9 月 29 ~ 10 月 27 日的汇率干预实际金额为 6.35 万亿日元，刷新单月买进日元、抛售美元的汇率干预史上最高纪录。11 月以来，美元兑日元汇率逐步下降至 140，除了日本财务省的外汇干预起作用之外，美联储加息预期放缓的因素更为重要。

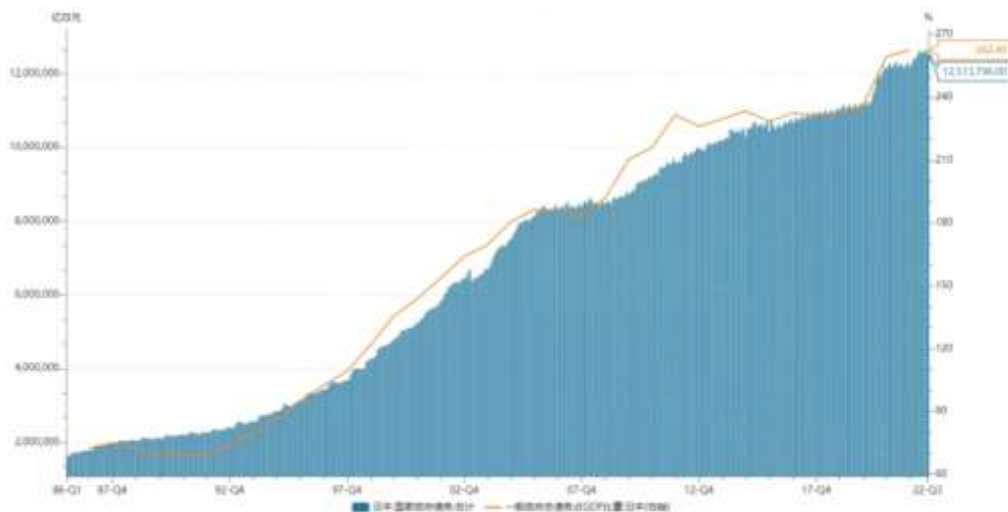


图 4-3 日本国家政府债务规模 & 日本一般政府总债务占 GDP 比重

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

日元大幅贬值导致日本以美元计价 GDP 出现大幅缩水。2022 年前三季度日本的以日元计价实际 GDP 录得 407.02 万亿日元，同比增长 1.4%，不过折合美元计价实际 GDP 为 3.17 万亿美元，同比增长。

表 4-3 2022 年日本前三季度以日元计价和以美元计价 GDP 对比

	2022 年前三季度	2021 年前三季度	同比
日元计价 GDP	407.02 万亿日元	401.21 万亿日元	1.4%
美元计价 GDP	3.17 万亿美元	3.70	-14.3%
美元兑日元汇率均值	128.3102	108.5572	18.2%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

2022 年 12 月 20 日，日本央行宣布将日本 10 年期国债收益率目标上限从 0.25% 上调至 0.5% 左右，同时放宽 YCC，新的 YCC 为 $\pm 0.5\%$ 。日本央行此举

为了完善国债的收益率曲线，并且为 2023 年行长换届后预热做准备。随着日本央行收紧货币政策预期升温，美元兑日元一度跌至 130 大关，日经指数大幅跳水。

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、印度经济逆势起飞



图 5-1 2018-2022 年印度与英国季度名义 GDP 对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从季度来看，印度二季度增速最快，达到 13.5%，不过这与其 2021 年同期基数较低有着直接关系。2021 年 4-5 月印度爆发严重的新冠疫情，单日新增确诊人数一度超过 40 万例，连创主权国家单日新增记录。为了抑制疫情的扩散，莫迪政府被迫采取封

城措施，所有港口和机场均停运，工厂关闭，导致消费和投资锐减。2021年二季度印度实际 GDP 仅录得 32.46 万亿卢比，为 2020 年三季度以来最低值。

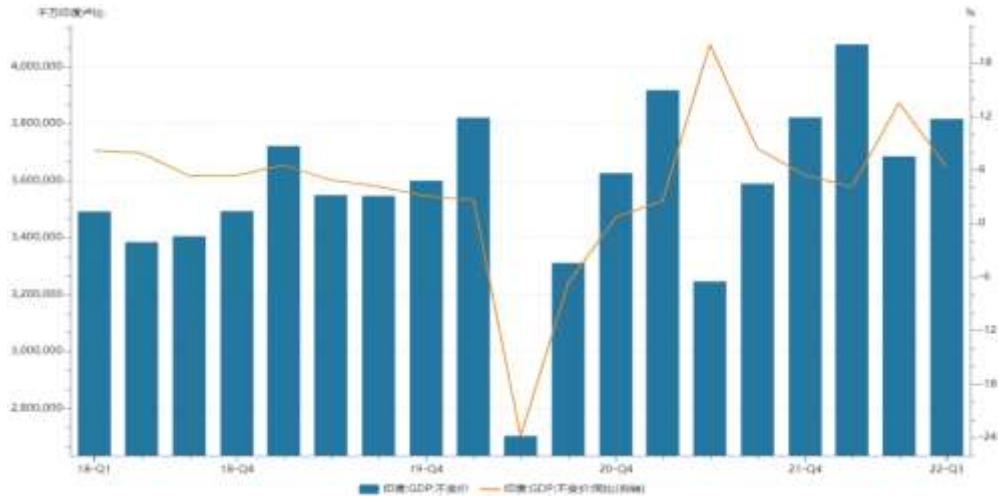


图 5-2 2018-2022 年印度季度实际 GDP 及同比增速
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从板块来看，随着 2022 年 3 月 31 日莫迪政府宣布全国开放，除了建议戴口罩和保持社交距离外，不再设防新冠，印度的个人消费得到爆发式增长，固定资本形成也在经济复苏趋势下大幅提升，两者对 GDP 拉动率分别达到 6.7% 和 3.9%。不过，贸易赤字一直是拖累印度 GDP 最关键的因素，2022 年前三季度印度商品和服务出口创造的 GDP 为 25.8 万亿卢比，但进口创造了 GDP 为 -34.12 万亿卢比，合计创造 GDP 为 -8.33 万亿卢比，相比去年同期扩大 90.3%。随着 2022 年全球爆发供应链危机初步解除，船舶周转效率迅速提升，促使更多货物进口至印度。

表 5-1 印度各大经济板块对 GDP 的拉动情况

	2022年前三季度	同比	占比	对GDP拉动率
GDP总量(万亿印度卢比)	115.80	7.7%	100%	7.7%
最终消费支出	79.12	9.7%	68.3%	6.7%
私人最终消费支出	67.00	11.5%	57.9%	6.7%
政府最终消费支出	12.12	0.9%	10.5%	0.1%
固定资本形成	39.71	11.4%	34.3%	3.9%
库存变化	1.26	43.3%	1.1%	0.5%
贵重物品	1.95	-26.7%	1.7%	-0.5%
进出口总额	-8.33	90.30%	-7.19%	-6.5%
误差	2.08	235.3%	1.8%	4.2%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

从行业来看，印度各大行业发展相对比较平衡。虽然“金融、保险、房地产及商业服务”产业占比最大，但也仅占 1/5 左右，对前三季度 GDP 拉动率为 1.5%。“贸易、旅馆、运输及通讯业”产业占 GDP 比重跃居第二，印度疫情管控结束之后，刺激了交通运输、旅游和外贸迅速发展，该产业对于二季度 GDP 同比拉动率达到 2.3%，位居各产业之首。

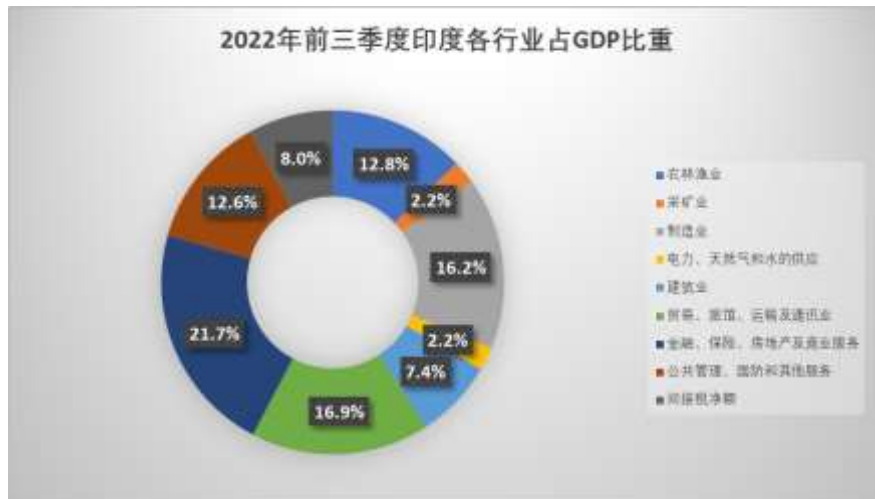


图 5-3 2022 年前三季度印度各行业占 GDP 比重
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

在主要经济体中，印度未来的经济发展预期和潜力相对看好，甚至一定程度要强于中国。从产业发展来看，印度 11 月制造业和服务业 PMI 分别录得 55.7 和 56.4，处于快速扩展期。中国制造业 PMI 在 7-8 月连续两个月低于荣枯线，仅在 9 月恢复至 50.1，10-11 月再度跌破荣枯线，其中最为重要的新出口订单 PMI 连续 18 个月低于荣枯线；服务业受到疫情封控影响，也处于持续萎缩状态。从股市来看，最近十年印度孟买 Sensex30 指数上涨 2.25 倍，上证综合指数基本维持在 3200 点左右。从人口来看，中国人口增速在最近三十年大幅减缓。受宗教影响，印度并未有人口限制政策，人口大幅增长。2022 年中，中国人口总量在最近数十年首次出现负增长，联合国预测 2023 年印度人口总量将超越中国。从人口结构来看，印度以年轻人为主，中国社科院预测中国将在 2030 年成为老龄化国家。得益于较低的劳动力和土地成本优势，印度吸纳了大量

从中国外迁的中低端制造业工厂。从外贸和国际局势来看，印度的国际环境更为友好，而中国正在遭遇以美国为首的西方国家在技术和贸易领域的围堵。随着中美贸易额边际增速不断放缓，8-9 月连续出现环比下降，美印之间贸易量却在持续上升，印度对中国的外贸订单分化效应不断显现。2021 年美印双边集装箱运输量同比大幅增长 23.5%，2022 上半年同比进一步增长 8.3%。从具体数据来看，今年上半年美印双边货运量录得 116 万 TEU，其中美国从印度进口货量占比达到 2/3，同比增长 12.4%；印度从美国进口货量同比增长 1.1%。而从贸易额来看，2021 年 4 月 1 日-2022 年 3 月 31 日美印贸易总额达到 1194.2 亿美元，同比增长 48.3%，美国超越中国成为印度最大贸易伙伴国。

“中降印增”与美国的“中国+1”政策有着直接的关系，美国为了遏制中国发展以及确保供应链安全，推动商品原产地的多元化。关税冲突、疫情封控以及高企的劳动力和土地成本正在不断削弱中国“世界工厂”地位。同时，由于自动化和工人培训，工业生产力的提高有助于降低印度的制造成本，尤其是“劳动密集型”消费品的制造成本。

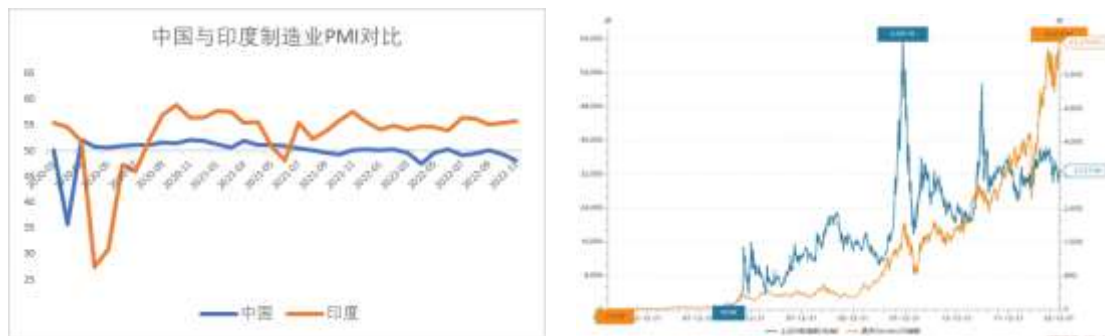


图 5-4 中国和印度的制造业 PMI 和股指对比
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

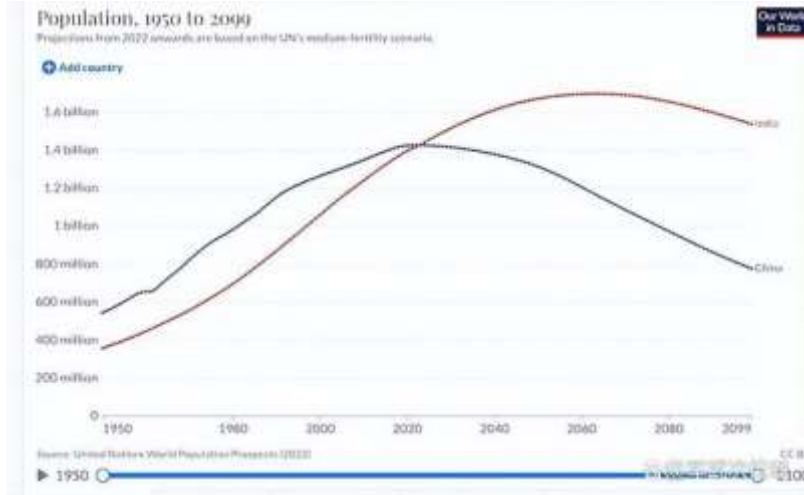


图 5-5 中国和印度的人口数量预测

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

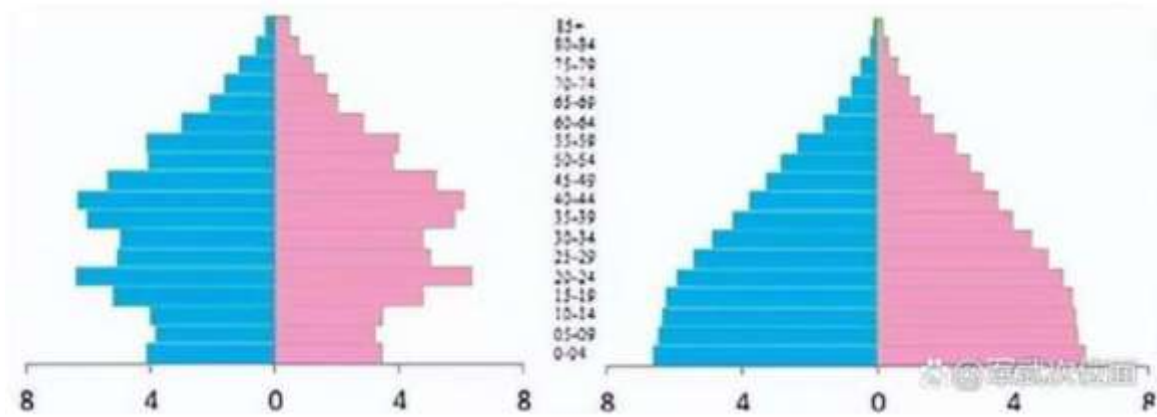


图 5-6 2021 年中国（左）和印度（右）人口结构

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

总体来看，印度在辛格和莫迪近 20 年的治理之下，国内经济得到较快发展，未来发展预期也较好。IMF 在最新一期《世界经济展望报告》中，预测 2023 年印度经济增长将达到 6.1%，在全球主要经济体中增速最快。

二、俄罗斯经济处于十字路口

2022 年前三季度俄罗斯实际 GDP 录得 65.894 万亿卢布，同比下降 1.6%。其中，一季度同比增长 3.5%，二季度同比下降 4.1%，三季度同比下降 3.7%。“批发零售”和“产品税净额”是导致俄罗斯经济回落的主要项目，西方制裁导致俄罗斯第二和第三季度的消费和生产所创造的 GDP 出现明显下滑。

经历了最初的制裁恐慌之后，俄罗斯从二季度开始就逐渐适应西方的各项制裁，多项数据企稳回升，并未出现西方媒体鼓吹的崩溃现象。汇率方面，冲突爆发之后卢布出现恐慌性抛售，美元兑卢布一度上冲至 120.3785。随着普京宣布“天然气卢布结算令”之后，卢布企稳回升，11 月基本稳定在 60 附近，8 个月内卢布升值幅度将近一倍，甚至超过了冲突爆发之前。卢布成为 2022 年极少数兑美元升值的货币。通胀方面，4 月俄罗斯 CPI 同比增速达到 17.83%，通胀水平仅次于土耳其和阿根廷。随着经济形势稳定，俄罗斯通胀水平逐月趋缓，10 月下跌至 12.63%。产业方面，制造业 PMI 从 5 月起就持续稳定在荣枯线以上，服务业波动巨大，10 月甚至跌至 43。季调工业生产指数从年初 119 点震荡回落至 9 月 115.6 点。就业方面，俄罗斯失业率从年初 4.4% 降至 3.9%。

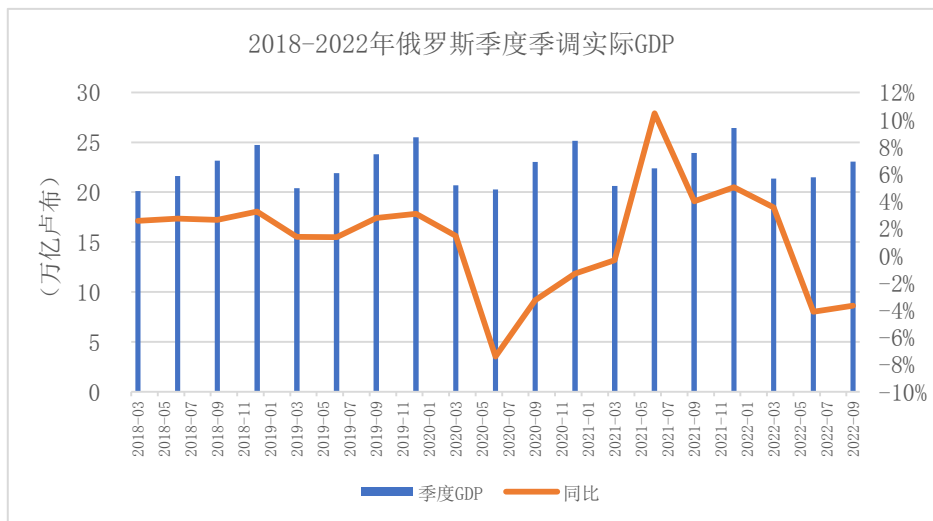


图 5-7 2018-2022 年俄罗斯不变价 GDP

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

表 5-2 2022 年前三季度俄罗斯各行业 GVA 增速及同比拉动率

单位：万亿卢布	总量	占比	同比	同比拉动率
GVA	60.09	100%	-0.4%	-0.4%
采矿业	5.77	9.6%	2.5%	0.2%
制造业	8.23	13.7%	-0.7%	-0.1%
建筑业	3.15	5.2%	5.0%	0.3%
批发、零售贸易;机动车及个人家庭用品修理业	7.87	13.1%	-10.4%	-1.4%
住宿和餐饮业	0.56	0.9%	1.8%	0.0%
金融中介	3.87	6.4%	5.2%	0.3%
公共行政和国防;社会保障	5.05	8.4%	1.8%	0.2%
教育	1.80	3.0%	-0.4%	-0.01%
卫生和社会性福利	1.85	3.1%	-1.0%	-0.03%
产品税净额	5.97	9.9%	-12.6%	-1.3%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

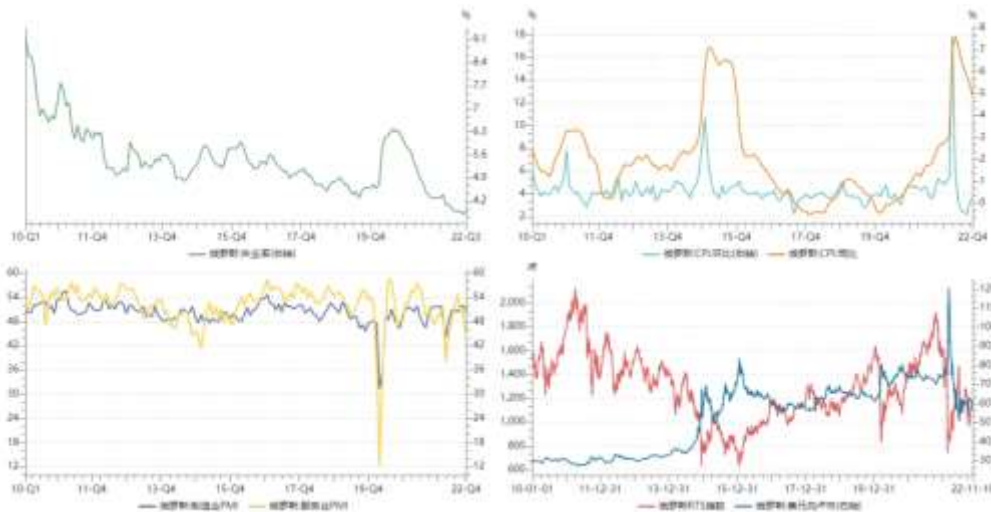


图 5-8 俄罗斯通胀率、失业率、PMI、汇率、股市

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

不过，这并不意味着俄罗斯已经度过难关，相反未来遇到的困境将更多。俄乌冲突爆发之后，俄罗斯遭到西方国家的严厉制裁，累计制裁数量超过 1 万项，其中对于俄罗斯打击最为致命的三项是被踢出 SWIFT 体系、能源进口禁令以及冻结俄罗斯资产。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。以双方最为关注的天然气为例，2021 年俄罗斯总共向欧盟供应 1560m³，占欧盟进口比重的 41%，占俄罗斯出口比重的 62%。

俄乌冲突爆发之后，俄罗斯军费及相关开支大幅增长，2022 年前三季度财政支出累计达到 19.73 万亿卢布，同比大幅提升 10.1%。虽然上半年西方国家已经逐步减少对俄罗斯能源进口，但是得益于能源价格的飙升，俄罗斯能源出口出现了“量少价升”

的情况。在冲突爆发后的半年内，俄罗斯从能源出口中盈利达到 1580 亿欧元，财政持续盈余，1-5 月俄罗斯财政累计盈余 1.38 万亿卢布。下半年，欧盟对俄罗斯的能源制裁逐步进入实施阶段，8 月 1 日起欧盟就已经禁止从俄罗斯进口煤炭，年底前禁止通过海运方式从俄罗斯进口石油。俄罗斯能源收入增速大幅放缓，军费开支却不断增加，俄罗斯 6-9 月连续出现财政赤字。作为能源出口导向型的经济体，随着能源制裁以及能源价格回调，俄罗斯外汇储备不断缩水，9 月 16 日降至 5577 亿美元，创 2020 年 2 月以来新低，其中将近有 3300 亿美元被西方国家冻结。2022 年 11 月 14 日联合国大会通过一项决议，承认有必要建立俄罗斯对乌克兰的损失赔偿机制，极有可能将被西方冻结的 3300 亿美元资产划归乌克兰。

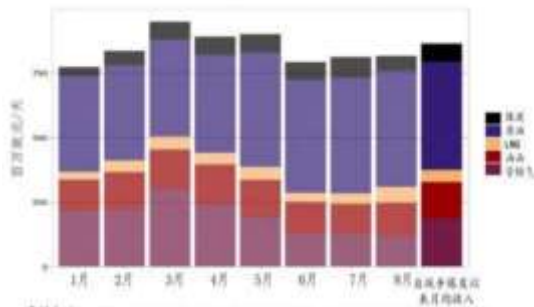


图 5-9 2022 年 1-8 月俄罗斯化石燃料出口收入
数据来源：CREA、方正中期期货研究院整理

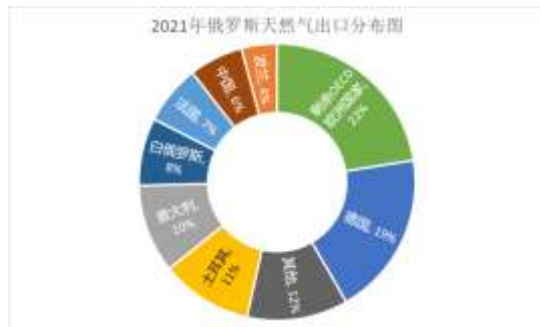


图 5-10 2021 年俄罗斯天然气出口分布图
数据来源：EIA、方正中期期货研究院整理

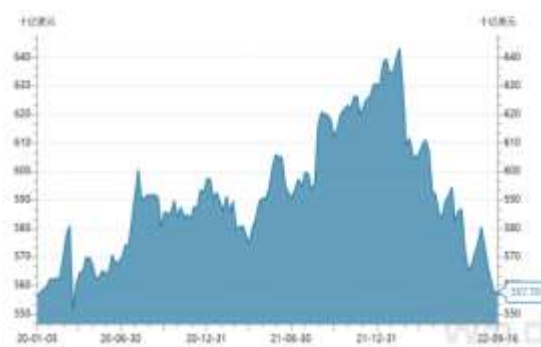


图 5-11 俄罗斯外汇储备规模
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图 5-12 2022 年前三季度俄罗斯月度财政盈余
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

虽然俄罗斯在四季度基本暂停了北溪-1 号的供气，但是由于欧盟要求 2022 年冬季天然气使用量减少过去 5 年平均使用量的 15%，同时大幅加大了从美国、挪威和卡塔

尔进口天然气，欧洲当前天然气库存已经接近饱和，德国、法国、丹麦、波兰、罗马尼亚、葡萄牙的天然气充盈率将近 100%，比利时更是高达 118.2%。由于储备设施有限，使用量不高，一度造成大量 LNG 船舶滞留港口。此外，德国重启了部分煤炭发电设备，进一步降低对于天然气的需求。俄罗斯的“天然气制欧”策略并不成功，好在 2022 年能源价格总体偏高，俄罗斯还能享受到“量跌价升”的红利，但是 2023-2024 年随着全球经济增速持续放缓，能源需求降低，价格回落，并且 2023 年 2 月起欧盟将进一步限制俄罗斯其他石油制品的进口。



图 5-13 2022 年 11 月 15 日欧盟主要国家天然气充盈率

数据来源：欧洲天然气基础设施组织、方正中期期货研究院整理

从长远来看，欧盟希望主动摆脱对俄能源依赖的意愿愈发强烈。欧盟主席冯德莱恩于 2022 年 5 月 18 日正式公布“REpowerEU”能源转型行动方案，要求欧盟在 2022 年底前将俄罗斯天然气的进口量减少到三分之一，2027 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。同时，从 2022 年 10 月 1 日起，波罗的海天然气管道正式启动，这是从北海挪威大陆架向波兰输送天然气的工程，总长度约 900 公里，2023 年前年度供气量为 65 亿立方米，2024 年前可以提升至 75 亿立方米，未来最高最高输气量可以达到 100 亿立方米，这一输气量与俄罗斯天

然气工业股份公司对波兰的年出口量相当。此外，重启核能也是欧洲国家实现能源自救的重要方式之一。

2022 年 9 月 21 日普京宣布部分军事动员令俄乌冲突已经全面升级，10 月 4 日普京宣布乌东四地正式加入俄联邦，10 月 5 日欧盟即可宣布对俄第八轮制裁，俄罗斯与西方之间的对抗在不断加剧。在 NATO 大批雇佣军的支援下，俄罗斯在乌克兰战场节节败退。2022 年春季之前，欧洲尚有能源供应的牵绊，一旦欧洲国家挺过今年冬季，而俄罗斯无法在 2023 年春季前取得俄乌冲突的胜利，俄罗斯难有其他经济手段对付欧洲，必将遭到西方国家更严厉的制裁和国际社会的孤立，经济再遭重创。巨额军费开支和人员伤亡将持续消耗本就不充沛的国力，并不断激起国内反战情绪，届时俄罗斯经济和社会都将面临更严重的危机。俄罗斯的经济已发展到十字路口，是战是和以及停战方式值得普京深思，这将关乎俄罗斯未来 20 年的国运。

第六部分 2022 年美指、BDI 和 CRB 三大指数回顾

一、美元指数历史长期走势与 2022 年走势分析

根据美元指数的长期走势，可以将其分为七个阶段。

第一阶段：1976-1980 年，美国实行的较为宽松的货币制度使该阶段为贬值周期。1971 年尼克松政府宣布放弃“金本位制”，实行黄金和美元比价自由浮动，美元开始泛滥；1973 年爆发石油危机；1974-1975 年发生仅次于 30 年代的经济危机。此阶段也是美国与其他主要发达国家经济体，告别布雷顿森林体系束缚后，在货币供应量方面，开始进入急速增长的第一历史周期。

第二阶段：1981-1985 年，以 1979 年起点美联邦基金开始大幅提高基准利率，

该货币政策 执行两年后，于 1981 年居然达到惊人的、前所未有的 16%。也正是于此为基础，美元才得以 终结了持续大约十年的弱势状态，近而进入了美元强势周期。1980 年 10 月美元指数重拾升势，并在随后的几年表现出历史最强的走势；1981 年 12 月 美联储主席保罗·沃克尔将联邦基金利率升至 20%；1982 年 12 月联邦基金利率降至 8.5%后在 8 和 10 之间徘徊，但美元指数继续走强；1985 年 2 月 美元指数见历史最高点 164.72 点。根据 美国的数据，美国对华贸易于此年从顺差变为逆差，过去的美元大牛市是因为中国刚开始改革，急需从美国进口各种设备和从世界进口原材料，而当时的中国还没有外汇储备，便造成对美 元的强劲需求，加上沃克尔一直保持谨慎的货币投放造成。

第三阶段：1986-1995 年，经历了上一轮美元持续升值周期后，美国经常帐方面与政府财 政方面的双赤字再次成为了美国强迫日元与欧系货币升值的借口。1985 年 9 月签署的著名的五 国集团《广场协议》，协议中要求其他主要经济体货币汇率相对美元要进一步有序升值。1985 年 9 月五国集团签署《广场协议》，美联储还通过“公开市场操作”多次的直接干预 与操纵外汇市场。其在大量抛售美元的同时，主要针对日元与马克开始大量的买入。直接形成 美元相对日元与马克的大幅贬值。1986 年美元名义和实际汇率比 1985 年大幅度贬值 17.5%与 17.3%。这也就标志着美元重新进入了一个贬值波动周期。直至 1995 年，美元名义利率比 1985 年贬值了 36%，实际汇率的贬 值幅度更是达到了惊人的 43%。

第四阶段：1996-2002 年，美国经济强劲复苏，资金有回流美国的需求，美元重收升势 1997-1998 年弱势美元政策向强势美元政策的过度中导致大量国际资金回流至美国本土市 场，参与股市、房市与其他资产投机。克林顿政府所致力于改善财政赤字的经济政策取得了明显的效果。并与 1998-2000 年实现 连续三年的财政盈余。同

时此阶段也是美国信息科技革命阶段，这吸引了大量的资金流入美国，这也是支撑着此轮美元强势周期的主要条件。时间到了 2002 年后，美元的名义汇率与实际汇率比 1995 年大幅升值达 28%与 31.5%。

第五阶段：2003-2007 年，进入 21 世纪美国发生科技股泡沫破裂以及震惊全球的 9.11 事件，美国政府日益扩大的财政赤字和贸易赤字等问题促使美元不断贬值。2000 年下半年后 随着经济泡末的破灭 美元的加息周期逆转为减息周期。以 2001 年发生的 9.11 事件后，美联储更是连续的进行了 13 次的减息，这使得联邦基金利率达到了 46 年来 的最低水平。2004 年美联储宣布加息，美元触底反弹，美国开始逐步进入加息周期，而此轮加息直接 造成了资产泡沫的破灭。同时这个特征也为 2008 年开始的全球性金融危机埋下了伏笔。

第六阶段：2008-2013 年，开始美联储接连实施数轮量化宽松，美国为刺激经济复苏，分 次采用了四次量化宽松政策（QE），令美元指数大幅下挫。

第七阶段：2014 年至 2018 年，2014 年 11 月美联储退出 QE3，撤出刺激政策，并进入加 息周期。伴随着美国 GDP 增速的快速回升，经济强劲复苏，2015 年 3 月美元指数上破 100 关 口，创下 2003 年来的新高。美联储在 2015 年 9 月会议上按兵不动；2015 年 12 月美国实施加 息政策，美国重新回到加息周期中，美元指数再次重上 100 点上方。随后受欧洲央行降息令欧 元大幅反弹影响，美元指数高位回落。2016 年美元指数处在 91-102 区间的宽幅波动中，美国 2016 年前三季度经济呈现一、二季度经济增长缓慢、三季度经济增长大幅攀升，美国 2016 年 就业市场保持继续回暖、消费者信心指数创新高、非美货币波动剧烈均令美元指数出现波动加 剧，发达经济体中美国经济仍表现强劲使美元指数保持强势并创出 2003 年 3 月份以来新高，尤其是在英国脱欧公投后英镑大幅贬值推升美元指数重上 95。2017 年以来特

朗普相关政策频繁受阻，美国相关经济数据在货币政策收紧过程中韧性较低，部分减缓了美联储加息步伐，侧面推动了美指的高位回落。2018 年美元指数在美国经济持续向好以及美联储连续进行加息动作的共同作用下又一次强势上涨，并且维持在相对高位震荡。

第八阶段：2019 年，美国经济相对强劲，息差优势依存，叠加英镑欧元弱势反向助力，美元指数仍处于高位震荡；进入 6 月，受到部分美国经济数据堪忧、核心美债收益率差额持续倒挂和美联储降息预期升温的影响，美元指数出现疲弱态势，但是整体依然处于高位。2020 年，美国经济将会进一步走弱，而英国有序脱欧后，英镑欧元则会恢复性小幅走强，欧元区经济亦会企稳，美联储继续降息使得息差优势降低，故我们认为美元指数会维持偏弱走势。

第九阶段：2020 年上半年，新冠肺炎疫情在海内外先后爆发，市场情绪极度恐慌导致全资产抛售，流动性危机较为严重，在流动性危机和避险需求的影响下，美元指数持续上涨至 103 的近期高位。随后美联储开启第五轮 QE 拯救经济，在 2020 年 3 月至 2022 年 3 月期间，美联储累计发放 M2 季调量达到 6.35 万亿美元。美元指数持续走弱，一度跌至 95.56。

第十阶段：由于美国通胀高企，2022 年 6 月季调 CPI 同比增速更是一度达到 9%，创近四年新高。美联储从 2021 年 11 月开启 Taper，2022 年 3 月结束第五轮 QE，并且当月开启加息，2022 年 7 次议息会议累计加息 425BP，尤其四次连续加息 75BP 创上世纪八十年代以来最快加息幅度，同时从 2022 年 6 月开始缩表，缩表上限定为 475 亿美元，当年 9 月起提升至 950 亿美元。并且，俄乌冲突爆发后，美元作为避险资本得到国际市场青睐。相对而言，其他主要央行的加息速度明显滞后于美联储，尤其日本央行依然坚持-0.1%的量化宽松政策。美元指数持续冲高，一度突破 114 高点，创近

20 年新高。

第十一阶段 :随着美国通胀出现拐点 ,欧洲通胀连创新高 ,美联储放缓了加息节奏 , 2022 年 12 月放缓至 50BP ,美元指数冲高回落。

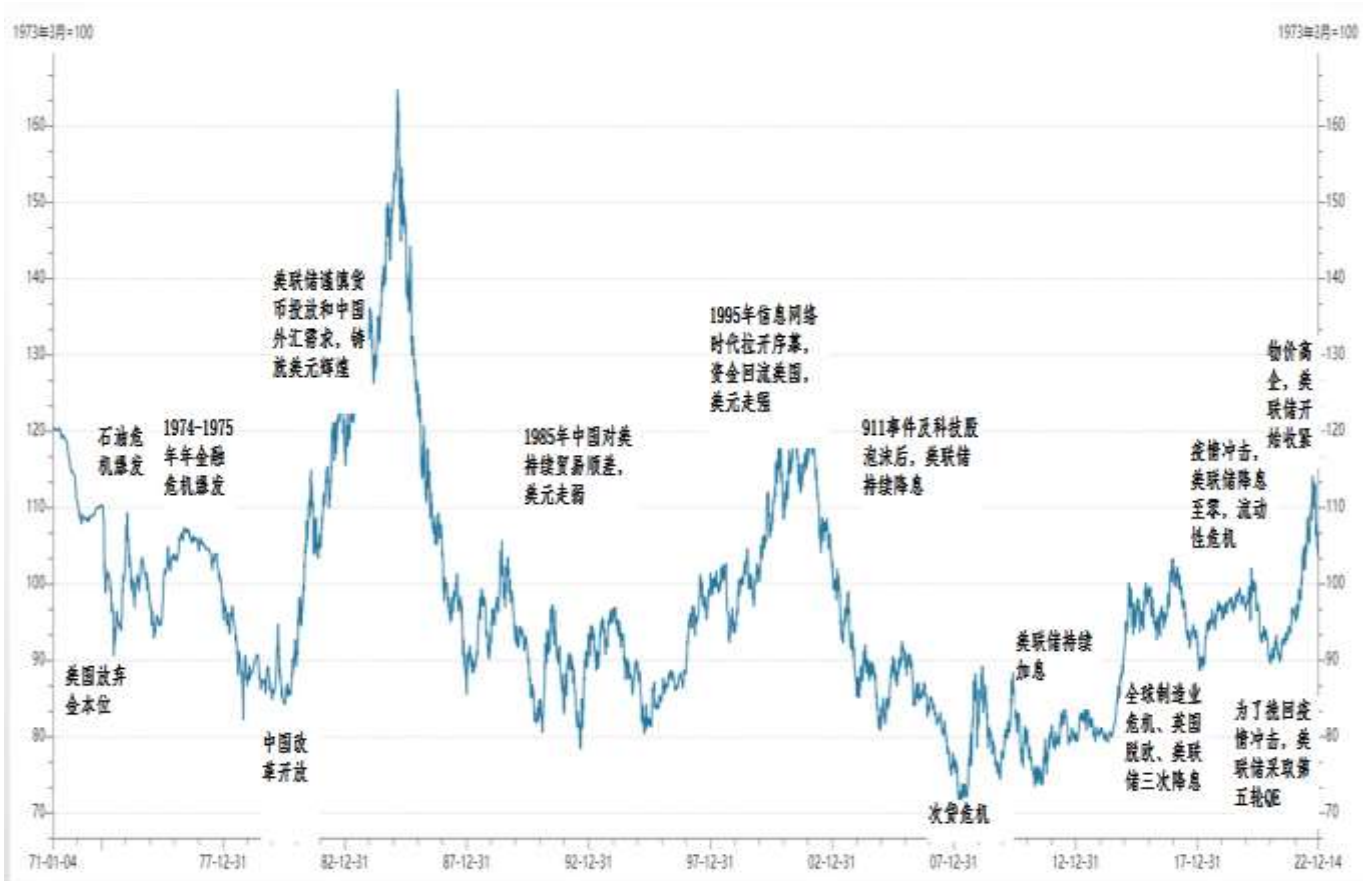


图 6-1 : 1971-2022 年美元指数走势
数据来源 : Wind、方正中期期货研究院整理

二、BDI 历史长期走势与 2022 年走势分析

最近 20 年 , 国际干散货运输市场大致可以分为三个阶段 :

第一阶段 :中国需求拉动全球海运市场。2001 年 12 月 11 日 ,中国正是加入 WTO 成为第 143 位成员国。此后 ,中国经济发展提速 ,2003-2007 年期间年度增速超过 10% ,并在 2007 年达到 14.23%。中国以低廉的劳动力与土地成本、稳定的社会环境、相对较高的劳动力素质 ,吸引了诸多跨国企业的入驻 ,中国一跃成为世界工厂。中国的铁矿石、煤炭、镍矿、石油等能源进口量逐年快速增加 ,并长期保持全球首位。中国对于原

材料的需求提升大幅增加了对于干散货船舶的需求，2008年次贷危机爆发前，巴西至中国青岛的铁矿石运价达到100美元/吨，运费甚至超过了矿石离岸贸易价格。

第二阶段：次贷危机导致海运危机。美国次贷危机爆发对于全球经济最大的破坏是“恐慌性”。企业破产、银行倒闭、工人失业，原材料价格腰斩，诸多高价订造的船舶被遗弃，航运市场也遭受到了毁灭式的打击，运价和造船价均断崖式跳跃。BDI从2008年5月20日的11793点暴跌至2009年1月5日的772点，仅仅半年下跌93.5%。

第三阶段：租金水平相对低位震荡

金融危机之后，造船价格跌入低谷，国际资本热钱涌入抄底，2013-2014两年新船订单总量超过1.32亿载重吨大关，直接导致2015-2016年航运市场大萧条，运价断崖式暴跌。进入2010年，中国经济增速步入下行轨道，全球经济长期低迷，BDI长期徘徊于2000点以下。最近十年，航运市场也出现过几波回涨行情，如2022年10月7日BDI冲到5650点，创近13年新高，但依然不足历史最高点的一半，并且往往只是阶段性行情，并未在一段时期内站稳。从这个角度来看，次贷危机后的国际航运市场均属于相对低位的震荡行情阶段。

2022年全球散运市场并不景气，BDI持续回落。2022年12月14日录得1401点，相比下降49.2%，接近腰斩。从供给端来看，全球经济增速下行，中国坚持房住不炒和限制粗钢产量的政策，使得大宗商品需求下降。同时，美联储加息使得大宗商品价格承压下跌，贸易商抱着买涨不买跌的心态，也会延后订货时间。从供给端来看，各国放开了疫情入境管控措施，船舶和陆运周转效率得到大幅提升，运力供给增加。在运力供需错配得到不断缓解之下，BDI在2022年持续走弱。

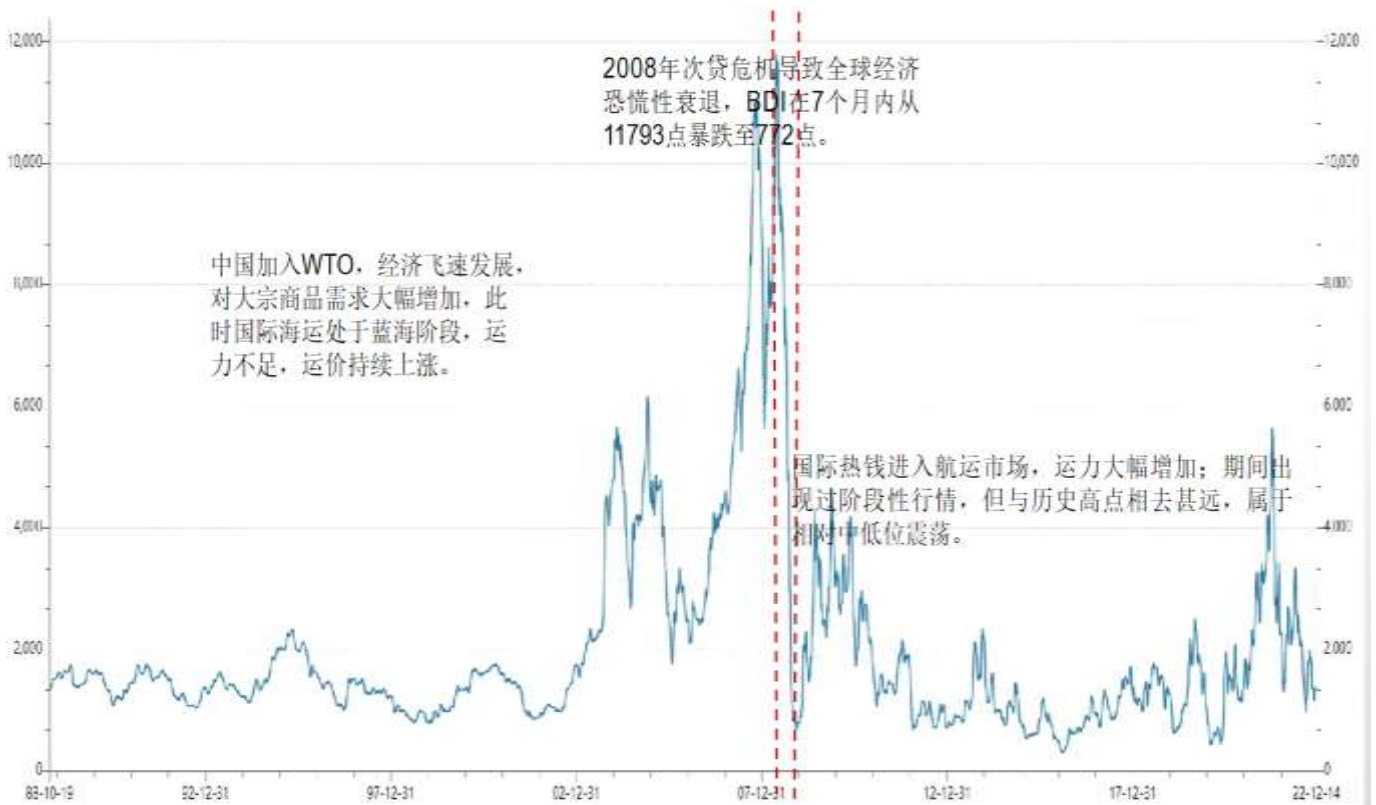


图 6-2：1988-2022 年 BDI 走势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

三、CRB 指数历史长期走势与 2022 年走势分析

纵观 CRB 指数长期走势，自 2000 年以来，大致可分为八个阶段。

第一阶段：2001 年 1 月-2003 年 6 月，美联储为减轻股市泡沫破裂、“9.11”恐怖袭击以及华尔街会计作假丑闻等一系列事件对美国的影响，先后进行 13 次降息，从 6.5% 下调至自 1958 年以来的最低水平 1%。美联储的降息政策极大地刺激了房地产业和信贷消费的发展，由此带来的财富效应极大地推动了美国经济增长；其次，欧元区、日本经济复苏以及新兴国家崛起，拉动 CRB 商品期货价格指数快速上涨，迅速摆脱 10 年的颓势，由 2001 年的 181.8 点上扬至 2008 年 7 月的 473.9 点峰值。

第二阶段：2007-2011 年，次贷危机、欧债危机相继迸发，需求、避险两者之间 CRB 商品期货价格指数蹦极式跳跃。

2007-2008 年次贷危机全面爆发，美国股市标准普尔 500 指数下跌 45%，房价从

2006 年高峰下跌 20%，次贷危机迅速蔓延至全球。CRB 商品期货价格指数呈断崖式下跌，由 2008 年 7 月的 473.9 点跌至 12 月份的 208.5 点附近，用时仅 5 个月。

2009-2011 年，希腊首相帕潘德里欧宣布前任首相隐瞒了大量的财政赤字，随即引发市场恐慌，三大评级机构纷纷下调了希腊的主权债务评级，投资者抛售希腊国债同时，爱尔兰、葡萄牙、西班牙等国的主权债券收益率也大幅上升，欧洲债务危机全面爆发。伴随各国相继实行经济刺激计划以及弱势美元政策，CRB 商品期货价格指数强力反弹升至 370.7 点位附近然后出现大幅下跌，累计最大跌幅 39%。

第三阶段：2011-2013 年，世界经济步入后危机时代，经济复苏乏力，CRB 指数走势与 1980-1996 年相似，不改弱势震荡格局，步入区间长期震荡调整格局。2012 年 12 月美国实施 QE4，CRB 指数升至 300 点位附近，上升力度较 QE3 明显减弱。2013 年全球商品市场呈现出上半年大幅下跌，下半年为见底反弹后震荡走势，从 2013 年全年来看，中国经济等金砖国家经济放缓、全球大宗商品去库存化、美国开始退出持续四轮的 QE 政策和欧洲经济复苏还漫长是大宗商品价格再下一个台阶的主要成因。

第四阶段：2014 年至 2017 年，全球经济增长不平衡，美国强劲复苏、欧洲日本经济反复、新兴经济体增长放缓，美元指数持续上涨并创 2003 年以来新高，CRB 指数步入底部宽幅震荡阶段。国际大宗商品市场供大于求局面受到中国供给侧改革影响而短期出现供需错配，黑色金属、有色金属、建材化工品价格出现大幅反弹，原油、铁矿石、煤炭和金属矿粉等中国进口依赖度较高的商品价格也受中国进口大幅增长出现反弹。2016 年大宗商品市场呈现出见底大幅回升的走势，部分品种如焦煤、焦炭、动力煤、螺纹钢、热轧卷板等中国特色商品价格涨幅居全球商品市场前列，涨幅平均为 110%。而反映全球大宗商品市场价格指数的 CRB 商品期货指数受有色金属、石化能源和农产品期货反弹止跌回升。2016 年以来全球大宗商品市场出现大幅反弹，此轮大宗商品的

熊市基本见底，2017 年大宗商品市场受高价格影响迅速补充库存和释放产能来弥补短期供给的短缺。

第五阶段：2014 年至 2018 年，全球经济增长不平衡，美国经济向好但是已经出现见顶迹象、欧洲日本经济增长出现反复偏下、新兴经济体发展形势动荡，美元指数持续上涨虽然有所回调但是仍处于相对高位，CRB 指数步入宽幅震荡阶段。在需求走弱的背景下，供给端的限制成为大宗商品价格波动的主旋律，我国供给侧改革和环保政策的反复影响下，部分品种如焦煤、焦炭、动力煤、螺纹钢、热轧卷板等中国特色商品价格波动幅度增加。

第六阶段：2019 年全球经济共振性放缓，美国经济增长动力不足韧性下降，日欧经济底部震荡继续走弱，新兴市场分化严重，中国印度经济稳中有降，俄罗斯、巴西和南非经济放缓，美国政府极端贸易政策引起全球贸易局势紧张，需求不足。因此，CRB 现货价格指数继续震荡走弱，并可能进一步走弱。在全球经济受到贸易摩擦以及地缘政治危机等因素的影响下，进入 2019 年大宗商品需求端受到贸易局势影响，受中美贸易等国际贸易局势影响，部分商品如铁矿石、豆类粕类以及棉花等波动较大。国际原油价格也在中东地缘政治对供给的不确定性影响下大幅波动，并且带动 CRB 商品期货指数在底部持续震荡并且有走弱迹象。

第七阶段：新冠肺炎疫情先后在中国、欧美等发达国家以及巴西印度等新兴市场国家爆发，严格的社交管控措施使得经济陷入停滞，市场情绪陷入恐慌，大宗商品价格在 2020 年 3 月中下旬出现断崖式下滑，CRB 商品期货指数本就走弱的趋势，出现断崖式下滑。随后，以美联储为主的各大央行采取超宽松的货币和财政政策，叠加经济的持续复苏，商品市场实现 V 型反弹，CRB 商品现货指数出现大幅上涨。2022 年 2 月下旬，俄乌冲突爆发，全球爆发能源危机和粮食危机，商品价格再度恐慌性暴涨，这波涨势一

直持续至 2022 年 4 月。

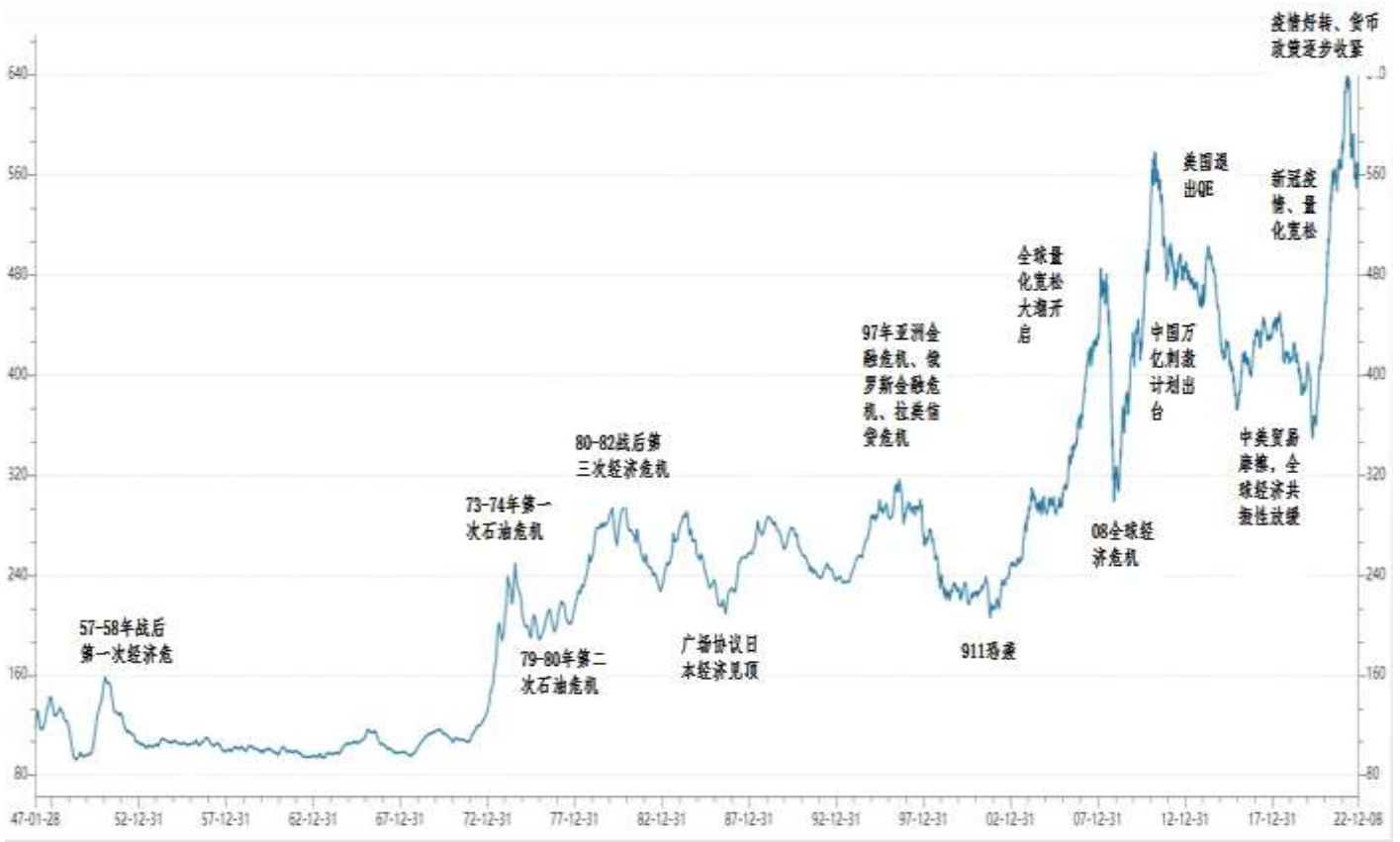


图 6-3：1947-2022 年 CRB 现货商品指数走势
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

第七部分 2023 年全球宏观经济综合展望

2023 年全球经济将处于“滞胀”向“衰退”转变的过程，物价逐渐冲高回落，经济增速放缓至 2%左右。联合国、经合组织、国际货币基金组织、世贸组织分别预测 2023 年全球经济增速为 2.2%、2.2%、2.3%、2.9%，同时世贸组织将 2023 年全球贸易增速预期下调至 1%。各大经济体所处的阶段略有不同，绝大多数经济体的经济增速只是大幅放缓，依然能保持低速正增长；部分经济体将会出现衰退，即 GDP 负增长。美国 2023 年出现硬着陆的风险较高，一方面美联储紧缩货币政策的滞后负面效应将在明年上半年逐步显现；另一方面美国 2-10 年期国债收益率持续倒挂，这是经

济衰退的不良前兆。美国 2023 年的经济增速或在-0.2 至+0.5%，美联储预判 2023 年美国出现经济衰退的可能性高达 50%。美联储有望在 2023 年中结束此轮加息，并在当年四季度转向降息，因此 2024 年美国将会迎来复苏，强于 2023 年。中国经济前景主要还是取决于疫情防控政策，预计 2023 年完全解除疫情封控的可能性并不高，但大幅放宽的可能性还是非常值得期待，叠加对于房地产市场的救市政策，因此中国的制造业、服务业、供应链将迎来反弹，全年总体呈现前低后高的走势，经济增速能恢复至 4%以上。欧洲经济下行趋势难以阻挡，2022 年底欧盟禁止俄罗斯海运油进口，2023 年 2 月将进一步禁止俄罗斯其他原油产品进口。北溪-1 号短期内无法修复且维修成本高昂，北溪-2 号也不太可能验收通过。欧盟对俄罗斯的能源依赖度很高，欧盟对俄制裁无疑是一把双刃剑，对欧盟的民生和产业负面影响将持续发酵。在能源短缺引发的通胀和成本高企的情况下，民众消费能力难以提升，工厂将进一步外迁或停工。德国、意大利、英国 2023 年预计会出现-1%以内的衰退，其他欧洲主要国家处于较低经济增速之中，西班牙 1%、波兰 0.7%、法国 0.5%、捷克 0.2%、匈牙利 0.1%。日本经济有望在 2023 年恢复至疫情前（2019 年）水平，全年有望实现 2.5%以上的增速。日本长期发展的短板也十分明显，人口老龄化、资源短缺、负债率过高都将影响日本经济长期发展的潜力。2023 年俄罗斯经济前景将更为艰难，一方面俄乌冲突长期化，将不断消耗俄罗斯的人力、物力、财力，另一方面 2023 年欧盟将进一步对俄罗斯能源进口禁令，叠加能源价格回落，俄罗斯财政收入将进一步缩水。并且，即便俄乌冲突在 2023 年结束，西方也不会解除对俄制裁，欧洲希望主动摆脱对俄能源依赖的意愿较强。另外，俄罗斯被西方国家冻结的 3000 多亿美元外汇储备是否真的会作为战争赔款赔付给乌克兰也十分关键，毕竟占到了俄罗斯外储的六成以上。2023 年俄罗斯经济将继续萎缩，不过萎缩幅度将收窄至-2%左右。东盟和印度属于对外出口的外向型经济，随着欧美经济增速

放缓，东盟和印度经济增速将大幅放缓，东盟五国及印度增速将分别回落至 5%和 6% 左右。

全球通胀将出现拐点，逐渐震荡回落，当然各大经济体的情况会大相径庭。能源、交通和食品是 2021-2022 年拉动全球通胀最关键的三大因素。随着全球经济、欧盟对俄罗斯能源价格限令以及供应链拥堵恢复，能源、交运、食品价格将会进一步震荡回落。美国和诸多国家的通胀将会进一步好转，欧元区、英国、日本的通胀有望在 2023 年春季见顶。土耳其央行已经宣布结束降息，当埃尔多安成功连任后有可能转向加息，而阿根廷央行持续加息收效甚微。因此，土耳其央行一旦加息后，恶性通胀将会得到缓解，土耳其将先于阿根廷实现恶性通胀见顶。

正是由于通胀见顶，美联储在 2023 年的加息节奏将会放缓，前 5 个月有可能再加息 2-3 次 25BP，年中停止此轮加息，四季度转向降息。这样，欧洲央行和英格兰银行被迫加息的压力放缓，但是由于通胀高企，欧洲各大央行不敢放缓加息步伐，可能会跟随美联储的加息节奏同样加息 50-75BP。随着日本通胀连创近 30 年新高，但是日本央行会继续保持量化宽松政策不变。其他各大央行会根据自身国情、通胀情况和美联储货币政策，适当放缓本国的加息节奏。

随着美联储放缓加息步伐，美联储已经过了最鹰的时刻，虽然美联储官员还会时不时放出鹰派言论，但是不会改变“外鹰内鸽”的事实。倘若没有黑天鹅事件爆发，美元指数再度突破 110 点的动力已经不足，毕竟欧洲和日本通胀远甚于美国，加息预期更甚于美元，预计 2023 年主要将在 95-110 点之间波动。美国 10 年期国债收益率将再度长期回归至 3.5%以下。随着美元强势已过，大宗商品价格也有望触底反弹，下半年反弹力度将强于上半年。

2023 年将会有更多国家和地区宣布解除与新冠疫情相关的所有入境措施，年底有

望达到 160 个以上，世卫组织也很有可能在 2023 年宣布新冠疫情的结束。中国未必会在 2023 年彻底放开，但有较大可能大幅放宽疫情防控措施。新冠疫情对于全球经济、金融、供应链的负面影响将会进一步弱化。

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重大的灰犀牛事件。当前俄欧都有意在 2023 年结束冲突，不过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，俄乌冲突将继续长久化。2023 年战局将更为焦灼，后续战火有可能蔓延至克里米亚，不排除普京升级冲突的可能性。

表 7-1： 各大国际机构对于 2023 年全球经济增速的预测

国际货币基金组织 (IMF)	2.9%
世贸组织 (WTO)	2.3%
联合国 (UN)	2.2%
经合组织 (OCED)	2.2%
花旗银行 (CitiBank)	1.9%
高盛 (Goldman Sachs)	1.8%

数据来源：公开资料、方正中期期货研究院整理

表 7-2： IMF 对于 2021-2023 年全球主要经济体 GDP 增速的回顾与展望

	2021	Projections	
		2022	2023
World Output	6.0	3.2	2.7
Advanced Economies	5.2	2.4	1.1
United States	5.7	1.6	1.0
Euro Area	5.2	3.1	0.5
Germany	2.6	1.5	-0.3
France	6.8	2.5	0.7
Italy	6.7	3.2	-0.2
Spain	5.1	4.3	1.2
Japan	1.7	1.7	1.6
United Kingdom ²	7.4	3.6	0.3
Canada	4.5	3.3	1.5
Other Advanced Economies ²	5.3	2.8	2.3
Emerging Market and Developing Economies	6.6	3.7	3.7
Emerging and Developing Asia	7.2	4.4	4.9
China	8.1	3.2	4.4
India ⁴	8.7	6.6	6.1
ASEAN-5 ⁵	3.4	5.3	4.9
Emerging and Developing Europe	6.8	0.0	0.6
Russia	4.7	-3.4	-2.3
Latin America and the Caribbean	6.9	3.5	1.7
Brazil	4.6	2.8	1.0
Mexico	4.8	2.1	1.2
Middle East and Central Asia	4.5	5.0	3.6
Saudi Arabia	3.2	7.6	3.7
Sub-Saharan Africa	4.7	3.6	3.7
Nigeria	3.6	3.2	3.0
South Africa	4.9	2.1	1.1
<i>Memorandum</i>			
World Growth Based on Market Exchange Rates	5.8	2.9	2.1
European Union	5.4	3.2	0.7
Middle East and North Africa	4.1	5.0	3.6
Emerging Market and Middle-Income Economies	6.8	3.6	3.6
Low-Income Developing Countries	4.1	4.8	4.9
World Trade Volume (goods and services)	10.1	4.3	2.5
Imports			
Advanced Economies	9.5	6.0	2.0
Emerging Market and Developing Economies	11.8	2.4	3.0
Exports			
Advanced Economies	8.7	4.2	2.5
Emerging Market and Developing Economies	11.8	3.3	2.9
Commodity Prices (US dollars)			
Oil ⁶	65.9	41.4	-12.9
Nonfuel (average based on world commodity import weights)	26.3	7.3	-6.2
World Consumer Prices⁷	4.7	8.8	6.5
Advanced Economies ⁸	3.1	7.2	4.4
Emerging Market and Developing Economies ⁷	5.9	9.9	8.1

数据来源：IMF、方正中期期货研究院整理

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	河北省唐山市路北區金融中心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样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵區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。



方正中期期货有限公司
FOUNDER CIFCO FUTURES CO.,LTD

总部办公地址/Address : 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 100026
22/F Taikang Financial Tower,Building 1,38# East 3rd Ring North Road,Chaoyang District
Beijing,P.R.China 100026
办公电话/Tel : +86 10 85881188