方正中期期货
FOUNDER CIFCO FUTURES

全球宏观经济月报（3 月）

作者：宏观经济组　李彦森 史家亮

执业编号：F3050205（从业） Z0013871（投资咨询）

联系方式:010- 68578820 /shijialiang@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年2月28日星期日

全球疫情持续好转 欧美经济复苏加速

摘要:

2021 年以来，疫苗接种速度加快，全球疫情出现明显好转趋势，叠加天气转暖利于疫情的防控，疫情好转趋势更加明显，预计在下半年则会进入尾声。疫苗广泛接种有效缓解疫情形势后，欧美日等经济体经济将会进入强劲复苏期，2021 年全球经济将会强势复苏。当然疫情影响与政策应对，疫情新常态下亦面临诸多的新风险点，如疫苗推广不及预期风险和分配不均问题、主权债务危机风险、通胀风险等。

疫情风险消退，世界主要经济体均开启强劲复苏周期。美国经济复苏为主旋律，美联储维持当前的宽松货币政策不变，后面不排除为财政政策买单的可能，将会在 2021 年下半年开始讨论缩减购债规模问题。受二次疫情影响，欧洲经济衰退程度要严重于美国，并且面临二次回落风险，经济复苏的步伐亦是慢于美国，欧洲央行将会维持宽松的货币政策以应对之，继续加码财政刺激的可能性相对较小。

2021 年 3 月份，疫情对全球金融市场和全球经济的影响继续减弱，随着疫情风险消退，均进入强劲复苏中，欧美等主要经济体则维持超宽松的经济政策不变，促进经济的复苏。对于金融和商品市场而言，经济的强势复苏、超宽松的经济政策、通胀风险的显现、美元的弱势等因素，市场风险偏好高涨，大宗商品及股市等风险资产仍有上涨空间，抗通胀资产仍有上涨空间，当然难免出现小幅回调风险，应该选择超跌或逢低时加仓风险资产，谨慎长线做空。

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目 录

第一部分 疫情接种进展不及预期 宽松政策将会持续 3
一、 疫情好转趋势明显 疫苗进展依然为关注焦点 3
二、 美欧宽松经济政策将会持续 下半年或将迎来转向 6
三、 CRB 商品指数 V 型反弹 未来仍有上涨空间 8
四、 美指上半年震荡走弱趋势不变 11
第二部分 欧美 2020 年经济表现超预期 全球经济渐进复苏持续 14
一、 欧美 Q1 经济趋缓 Q2 则会达到年内峰值 14
二、 2021 年仍有诸风险点需警惕 17
三、 美债收益率持续上涨 后市仍将持续上涨 19
第三部分 疫苗接种速度加快 美国经济进入强势复苏期 23
一、 美国二季度 GDP 同比将会达到年内峰值 24
二、 美联储重申政策宽松立场 2021 年上半年货币政策稳定为主 26
第四部分 欧洲经济二次回落 经济复苏进展不及美国 28
一、 欧洲二次疫情和英国变异毒株持续冲击经济 28
二、 二次疫情拖累法德经济表现 疫情过后将会迎来强劲复苏 29
三、 欧元区四季度 GDP 强于预期，然二次探底难以避免 30
四、 欧洲央行维持宽松政策 31
五、 英欧经济协议重塑与疫苗接种加速 英国经济或避免双底衰退 32
第五部分 日本经济连续增长 日本央行则维持宽松政策 35
一、 日本经济连续两个季度增长 35
二、 日本企业活动持续低迷 经济复苏动力不足 37
三、 日本将会维持宽松政策不变 38
第六部分 疫苗接种决定修复进展 新兴市场经济复苏程度有限 40
第七部分 全球宏观综合展望及资产配置分析 42
一、 全球宏观经济综合展望 42
二、 2021 年资产配置分析 42

第一部分 疫情接种进展不及预期 宽松政策将会持续

一、 疫情好转趋势明显 疫苗进展依然为关注焦点

2020 年以来，新冠肺炎疫情成为全球最核心的系统性风险，经济、贸易、金融甚至是政治等各领域均受到不同程度的冲击，疫情风险的消退对于经贸金融和政治等各领域的修复和稳步上涨至关重要。从全球新增确诊和累计确诊趋势图分析，全球疫情拐点已过，好转趋势非常明显，疫情风险逐步的消退。截止到 2 月底海外确诊病例突破 1.15 亿例，累计死亡突破 260 万。美国确诊病例接近 3000 万，死亡接近 55 万；欧洲累积确诊病例接近 3500 万，死亡突破 80 万；新增确诊病例均大幅回落。

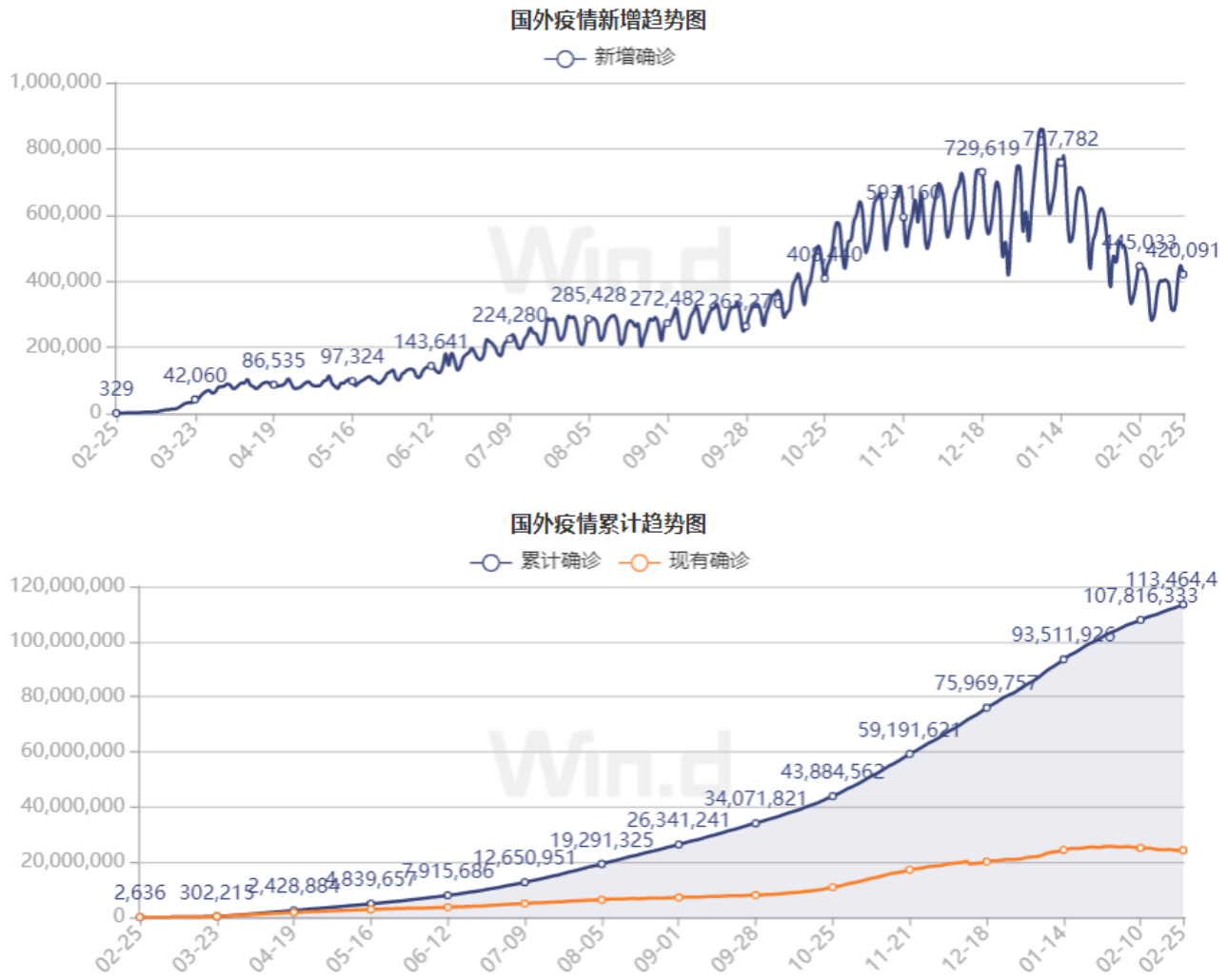


图 1 海外疫情趋势走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院

当前，全球疫情出现明显好转趋势，无论是欧洲还是美国，新增确诊病例均大幅下降，随着疫苗的接种，进一步下降的趋势非常明显，巴西、印度等新兴市场疫情好转趋势则不明显，主要是其疫苗接种进展缓慢，国内二次疫情风险依然存在，特别是需要防输入性疫情风险。2021年上半年，随着疫苗的量产与广泛应用，叠加天气转暖利于疫情的防控，疫情好转趋势已经非常明显，将会持续好转，疫情在下半年则会进入尾声，在2022年初则会基本结束，历时两年的新冠肺炎疫情亦将会过去。当然疫情的好转趋势度，与疫苗的接种和分配等问题密切相关，疫苗的广泛接种（群体免疫）是新冠肺炎疫情进入尾声的关键。

当前，疫苗的接种的进展为关注的重点，2021 年以来，中国、美国、英国等主要经济体逐步加大疫苗的接种，其中中国和美国接种的人数最多，美国疫苗接种已经接近 7000 万，中国疫苗接种已经突破 4000 万，其次为英国和以色列等国接种人数相对较多。从接种比例来看，以色列和阿拉伯联合酋长国的接种比例最高，以色列的接种比例突破 90%，接近全民接种疫苗，阿拉伯联合酋长国的接种比例亦达到 60%以上，中国和美国因为人口基数问题使得接种比例偏低。随着疫苗的量产和加大接种，不论是接种人数还是接种比例均出持续的大幅上涨。这有利于经济的渐进复苏。

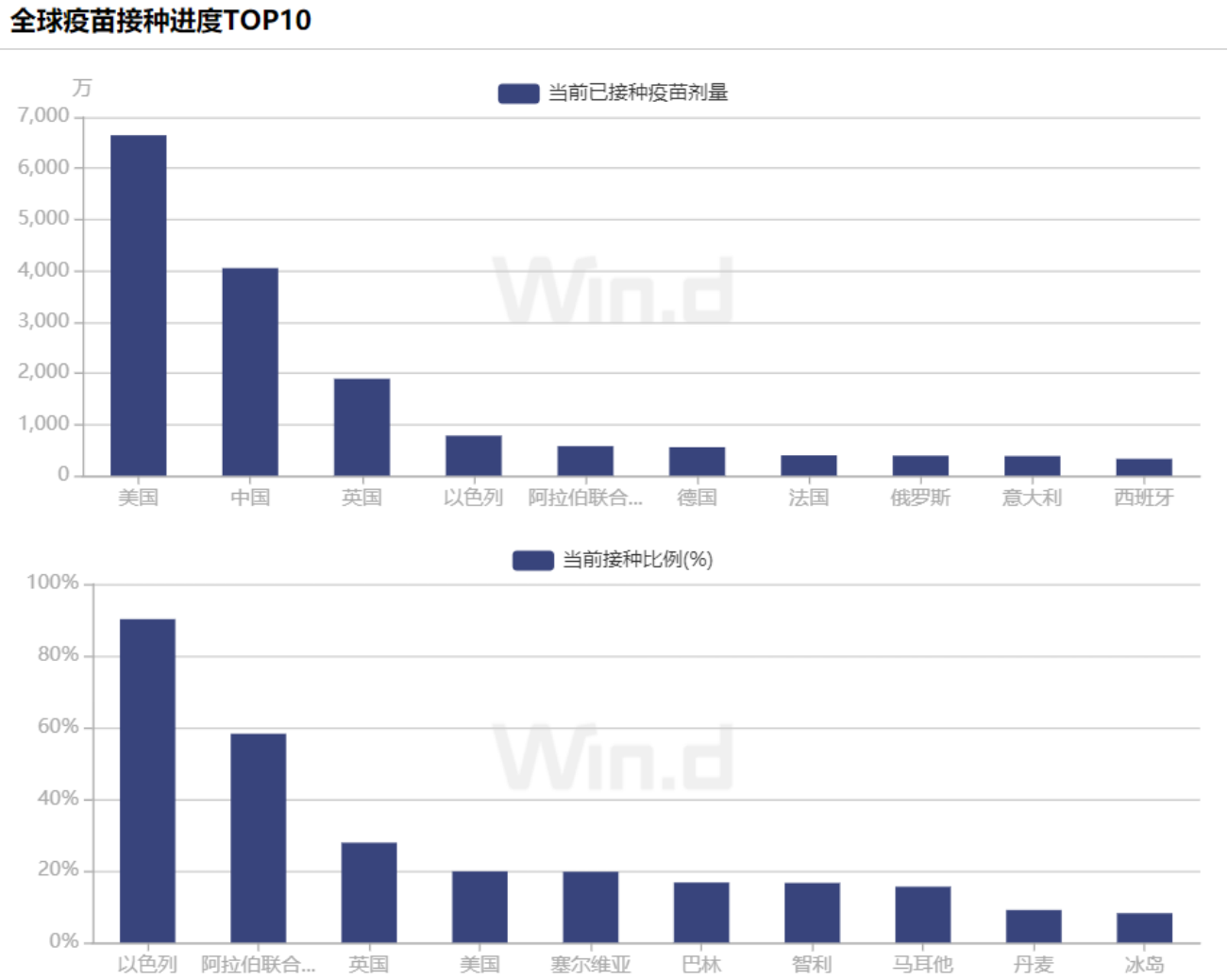


图 2 全球疫苗接种进度

数据来源：Wind、方正中期研究院

当前存在的一个比较大的风险点就是疫苗分配不均的问题。美国、英国和加拿大等主要大大国家因为其权利和经济实力获得足够多的疫苗购买权和疫苗购买量，而印度、巴西、秘鲁和南非等主要发展中国家因为经济实力和政治话语权的偏弱，无法获得足够的疫苗购买权和疫苗购买量，故发展中国家的疫苗接种进展远远落后于发达国家，这对于全球疫情的整体防控是不利的。美英等发达国家疫情因为疫苗接种而出现明显好转，大多数发展中国家疫情则因为疫苗接种进展缓慢而依然严重，这种疫苗分配失调和疫情控制失衡情况下，疫情风险的消退速度将会大打折扣。另外，美英等发达国家疫情好转，大宗商品的全球有效需求上升，而作为主要资源国的发展中国家疫情依然严重，大宗商品的供给端恢复偏慢，如此，大宗商品的全球供需矛盾会进一步的加剧，商品市场矛盾愈发严重将会进一步造成大宗商品价格的扭曲。

二、 美欧宽松经济政策将会持续 下半年或将迎来转向

疫情冲击下，市场恐慌情绪引发全市场的抛售，美元指数因为流动性危机而出现大幅上涨，从而加剧金融市场和商品市场的跌幅；严格的社交管控措施使得制造业和服务业均陷入停滞，经济和贸易活动陷入半停滞状态，全球经济陷入深度衰退中。欧美日等央行迅速推出超宽松的货币政策，以避免金融和商品市场出现更大的危机，避免流动性危机发展为金融危机，更是降低经济危机的程度；主要经济体政府亦采取积极的财政刺激措施，从需求侧调控经济，降低经济危机的影响；各主要经济体在 2020 年下半年进入渐进复苏阶段，其复苏进展与本国疫情防控和相关政策密切相关。

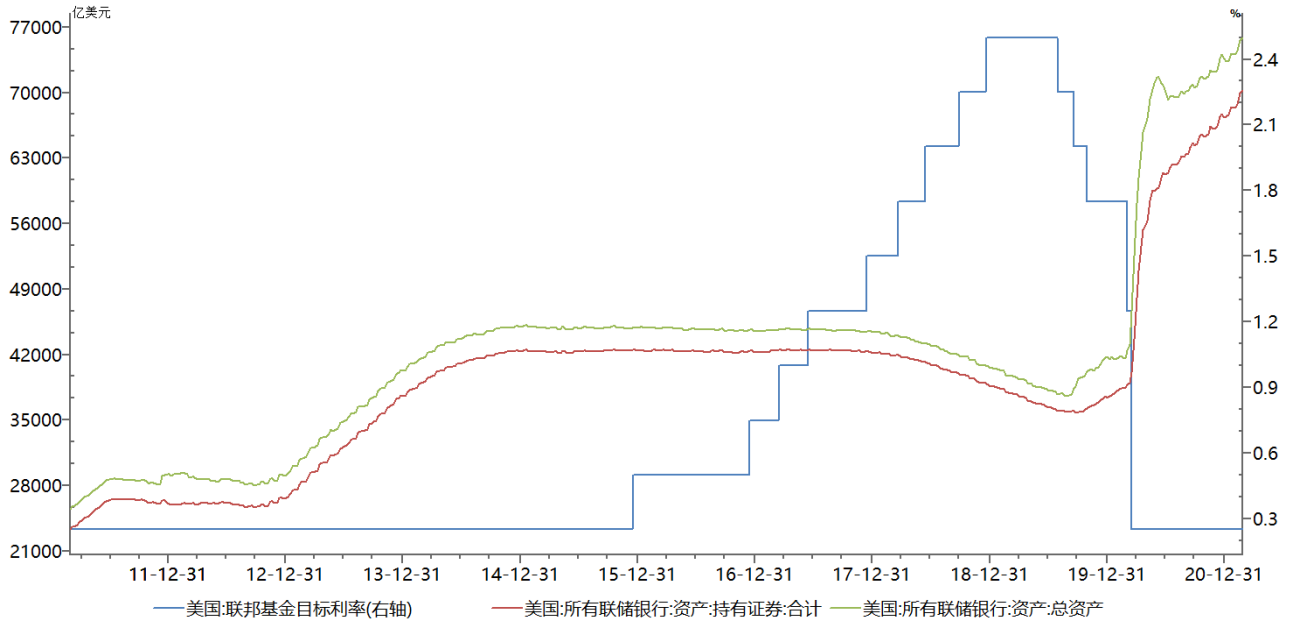


图 3 美联储超宽松货币政策分析图

数据来源：Wind、方正中期研究院

因疫情、体制和政策目标不同，美欧 2021 年上半年经济政策将会出现分化。无论是从美联储议息会议来看，还是从美联储官员讲话，亦是从美国经济情况分析，美联储的货币政策会相对稳定，超低利率保持不变，量化宽松政策相对稳定。拜登入主白宫并且民主党控制国会两院，新一轮的 1.9 万亿规模财政政策刺激措施将会在 3 月中旬推出，而美联储被迫买单，不排除推出新的量化宽松政策的可能（当前国债发放规模要远大于美联储购债规模），整体超宽松的货币政策和财政政策不变。随着疫情风险的消退和美国经济的回归常态化，2021 年下半年，随着美国财政政策的退出，美联储将会开始讨论缩减购债规模。

疫情冲击下的欧洲央行，在流动性陷阱困境下没有进一步的降息，而是采取一篮子量化宽松政策，最近的议息会议亦是维持总规模 1.35 万亿欧元的购债规模，依然强调将会动用所有工具来应对疫情和经济。欧洲央行行长拉加德表示，欧元区第四季度增速为负值，经济复苏有所延缓，但未偏离正轨，毫无疑问欧洲央行将保持有利融资条件，央行将长期参与市场，确保

经济有足够的廉价资金来应对新冠疫情及其后果；如果融资条件仍然有利，债券购买计划可以缩小，但如果需要更大的行动来维持有利的融资条件，则可以扩大。当前，欧洲基准利率已经处于负值，处于流动性陷阱状态，进一步降息的作用不大，故进一步降息的可能性小。欧洲央行更多的措施主要在于量化宽松规模及政策的调整，当疫情风险在明显的消退，欧洲央行将会维持宽松政策不变，进一步宽松的可能性小。财政政策方面，欧盟在 2020 年艰难通过 7500 亿欧元的欧盟复苏基金计划，已经为欧盟财政联盟的形成迈出了重要的一步，在当经济形势没有持续恶化背景下，欧盟再度统一欧元区主要国家，推出新的财政政策的可能性非常小；并且 7500 亿美元的复苏基金计划依然没有实施，具体的分配仍然在讨论中，亦说明欧盟财政统一的艰难性，后期推动新的财政政策的可能性微乎其微。

三、 CRB 商品指数 V 型反弹 未来仍有上涨空间

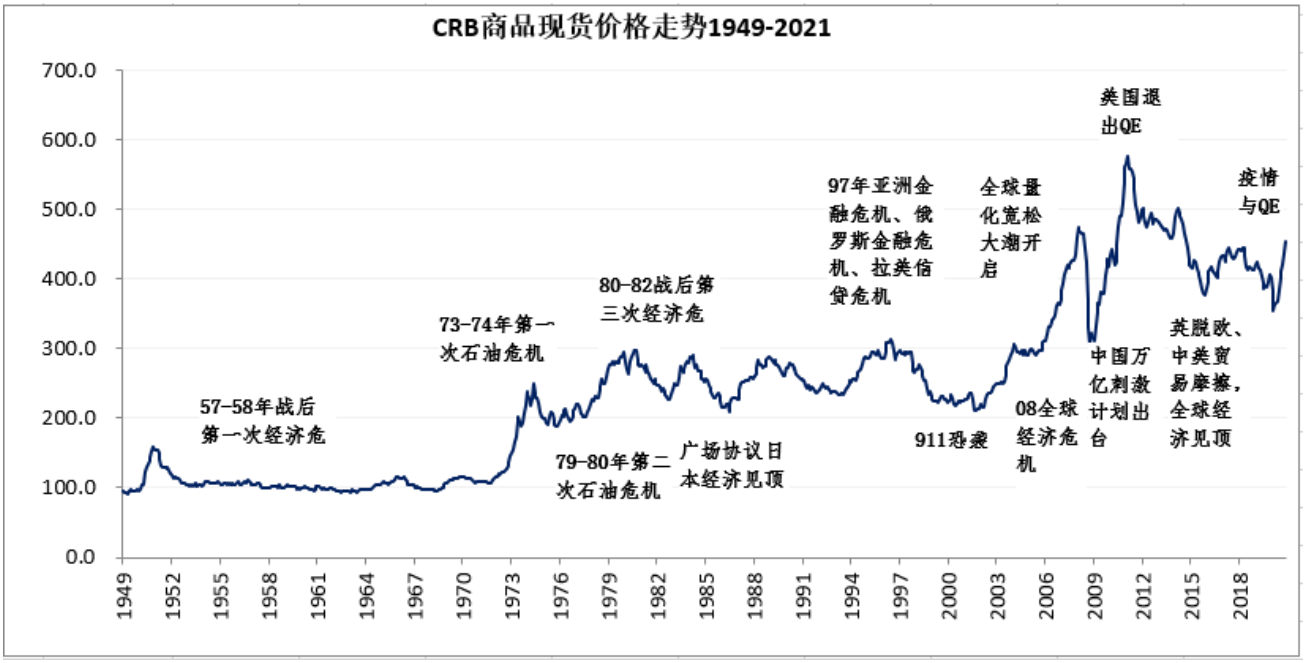


图 4 CRB 商品现货指数走势 1947-2021

数据来源：Wind、方正中期研究院

纵观 CRB 指数长期走势，自 2000 年以来，大致可分为七个阶段。

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经济的影响，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的增长；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 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，美欧央行采取超宽松的货币政策，美欧政府采取大规模财政政策，市场恐慌情绪大幅缓解，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，完全收复 3 月份的跌幅。

第八阶段：随着疫苗接种速度的加快，全球疫情好转趋势明显，疫情风险逐步消退，市场风险偏好情绪上升；全球经济进入强劲复苏期，大宗商品需求强劲继续提振大宗商品价格；全球央行保持宽松的货币政策不变，最起码上半年会保持不变，持续的宽松放水利好大宗商品；通胀预期持续上涨,通胀压力下大宗商品亦有上涨的动力与趋势;第五,美指虽然有局部反弹，但是长期震荡走弱的趋势不变，对于以美元计价的大宗商品价格而言亦形成利多；第六，十年期美债收益率持续上升，后市仍有较大的上涨空间，对大宗商品形成利多。综上，大宗商品超级周期已经开启，并且仍将会延续一段时间。

大宗商品指数涨至近八年来的最高水平,在宏观利好进而带动供需面利好因素持续影响下，大宗商品后市仍有较大的上涨空间。我们认为上半年依然是商品牛市，上半年商品上涨空间依然较大,逢低做多是主流;下半年随着宏观利好因素的消退,大宗商品价格亦会面临回调风险。当然，随着大宗商品价格的持续飙升，大宗商品价格转折点将会因预期走完而提前出线，可能会出现在二季度中期，需要重点关注。

四、 美指上半年震荡走弱趋势不变

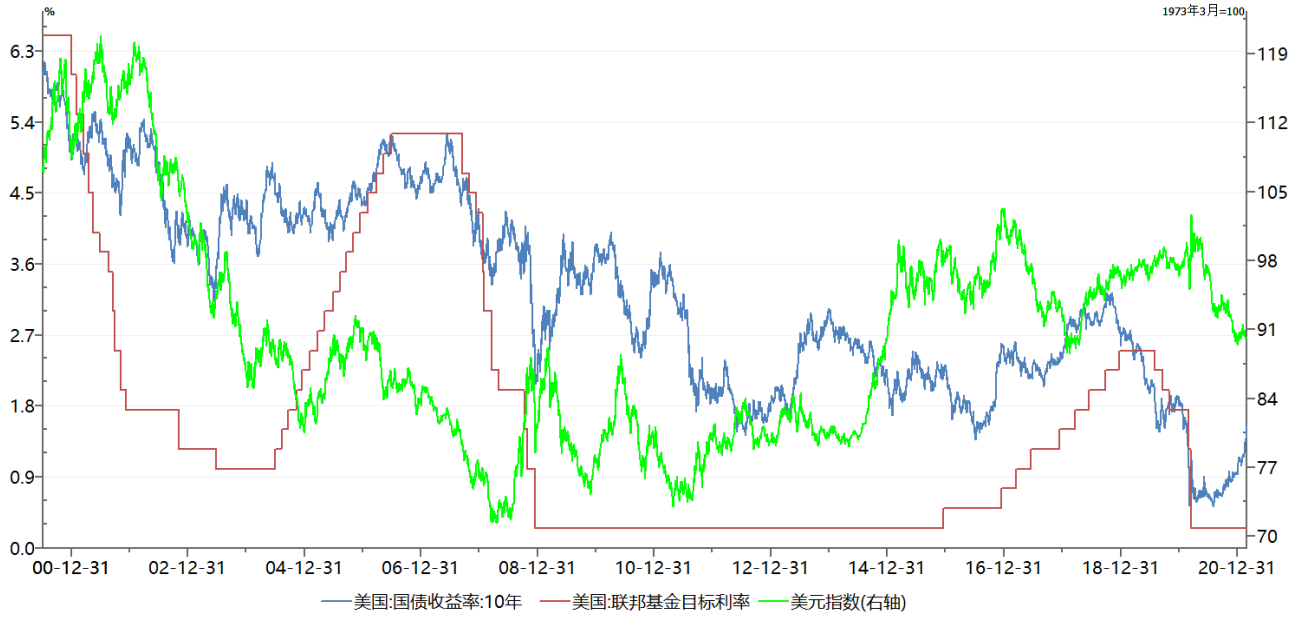


图 5 美元指数、联邦基准利率与美债收益率

数据来源：Wind、方正中期研究院

2021 年初，随着拜登入主白宫，新一轮的财政刺激措施推出预期大增，美元指数跌破 90 关口；但是在美联储会议纪要释放缩减购债规模信号后，美元指数触底反弹，再度回到 90 美元上方，最高涨至 91.6 的年内高位，随后进入震荡调整期，整体依然维持在 90 附近。

美指是大宗商品的锚，其变动对以美元计价的大宗商品具有较强的反向影响。当前，对于美指的核心影响因素主要包含以下几点：

第一，随着中国经济等新兴市场经济在全球经济中的占比在增加等因素影响，美国经济总量在全球经济总量中的占比在下降，这对于美元而言是不利的；

第二，美国政府于 3 月中旬推出近两万亿财政刺激措施，财政刺激措施所需的资金部分必然通过发债筹集，过多的美债需要美联储来消化，故美联储将会被迫买单，维持当前宽松政策，不排除进一步的扩表和释放流动性，亦会使得美指承压；

第三，随着英国协议脱欧，英欧关系得以重塑，疫情风险消退使得经济迎来强劲复苏，原本被低估的英镑和欧元迎来涨势，后期仍有较强的上涨空间；而欧元和英镑占美指的权重接近70%，其强势表现会使得美元承压；

第四，当然随着疫情和疫苗的进展，美国经济将会迎来持续的复苏，美国经济基本面相较于欧洲经济基本面具有比较优势，这将会避免美指出现大幅的回落。

我们认为上半年美指局部反弹存在，但是反弹空间相对有限，整体将会是震荡走弱的趋势；后市来看美指跌破90关口后，会持续测试88的关键支撑位，若跌破则不排除跌至84的可能；在没有特殊影响因素下，美指将会在84-95的区间内偏弱震荡。下半年随着美债收益率的持续上涨和美联储货币政策的转向，美元将会出现一轮反弹，但是本轮反弹依然不改美指长周期的震荡走弱趋势。

第二部分 欧美 2020 年经济表现超预期 全球经济渐进复苏持续

一、 欧美 Q1 经济趋缓 Q2 则会达到年内峰值

世界三大经济组织及欧盟全球主要经济体经济预测（20210225）																
GDP预测（同比）	IMF（2020-1-29）				世界银行（2020-1-29）				经合组织（2020-1-29）				欧盟（2020-2-25）			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测	2.8	-3.5	5.5	4.2	2.8	-3.5	4	3.8	2.8	-3.5	4.2	3.7				
美国经济预测	2.2	-3.5	5.1	2.5	2.2	-3.5	3.5	3.3	2.2	-3.5	3.2	3.5	2.2	-3.5	3.7	2.5
中国经济预测	6	2.3	8.1	5.6	6	2.3	7.9	5.2	6	2.3	8	4.9				
欧元区经济预测	1.3	-6.8	4.2	3.6	1.3	-6.8	3.6	4	1.3	-6.8	3.6	3.3	1.3	-6.8	3.8	3.8
英国经济预期	1.5	-10.3	4.5	5					1.5	-10.3	4.2	4.1	1.3	-10.3	3.3	2.1
日本经济预测	0.3	-4.8	3.1	2.4	0.3	-4.8	2.5	2.3	0.3	-4.8	2.3	1.5	0.3	-4.8	2.7	0.9
俄罗斯经济预测	2	-3.6	3	3.9	2	-4	2.6	3	2	-7.3	5					
印度经济预测	6.1				6.1				6.1							
巴西经济预测	1.4	-4.5	3.6	2.6	1.4	-4.5	3	2.5	1.4	-6	2.6	2.2				
南非经济预测	0.1	-7.5	2.8	1.4	0.1	-7.8	3.3	1.7	0.1	-8.1	3.1	2.5				

图 6 世界三大经济组织及欧盟经济预测统计

数据来源：Wind、方正中期研究院

疫情防控应对与疫苗接种速度决定了经济的复苏路径。2020 年，中国采取严格的社交管控措施，举全国之力控制疫情，经济复苏亦是最为强劲，录得 2.3%的增长，为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；作为疫情第二阶段以及二次疫情核心爆发地的美欧等国，因为对疫情的防控管制措施的不同，其死亡人数、经济的衰退程度和复苏进展亦不同。欧洲疫情得到有效的控制，然冬季二次疫情全面爆发；而美国疫情因为政府防控不利和民众的自由主义影响而持续的恶化，三次疫情再度冲击复苏的经济；故欧美 2020 年经济均出现大幅衰退，而欧洲则因为经济内生动力不足和疫情严格防控影响，其经济衰退程度要严重于美国，且其复苏进展亦不及美国。从全球 2020 年经济数据来看，全球经济亦因为疫情的影响，出现 3.5%的衰退，欧洲衰退程度低于全球水平，而中国则是高全球水平 5.8 个百分点，故中国经济在全球经济中的比重再度加大。

随着疫苗的接种速度加速，疫情风险逐步消退，全球经济将会持续的强势复苏，从世界三大经济组织的预期来看，2021 年，中国经济增速依然是最快的，可以达到 8%以上，美国经济增速亦可以达到 5%，而欧元区经济增速则弱一些，达到 4 %左右。对于 2021 年全球经济增速

而言，2021 年，全球经济将会出现 5%-5.5%的增长，经济渐进修复将会持续。当前三大经济组织的预测依然偏滞后，随着疫情风险的消退，经济复苏的幅度将会加大，故三大经济组织在接下来的新一期经济预测报告中会提高经济预测水平。

世界主要投行经济预测（20210225）																				
GDP预测（同比）	花旗集团				高盛				摩根大通				德银				摩根士丹利			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测					2.8	-3.5	6.5	4.7	2.8	-3.5	6.7	4.5	2.8	-3.5	6.2	4.5				
美国经济预测	2.2	-3.5	5.2	1.6	2.2	-3.5	6.8	4.5	2.2	-3.5	6.2	4	2.2	-3.5	5.8	4.4	2.2	-3.5	6.5	5
中国经济预测	6	2.3	8.2	5.5	6	2.3	8		6	2.3	9.4	5.6	6	2.3	10	5.6	6	2.3	9	5.4
欧元区经济预测	1.3	-6.8	3.7	4.7	1.3	-6.8	5.1	4.4	1.3	-6.8	5.9	4.8	1.3	-6.8	5.6	4.4	1.3	-6.8	3.9	4.5
日本经济预测	0.3	-4.8	1.3	2.6	0.3	-4.8	2.8	2.3	0.3	-4.8	3.8	2.7	0.3	-4.8	1.5	2.8	0.3	-4.8	2.7	2.4
GDP预测（同比）	巴莱克银行				美银美林				瑞银集团				瑞士信贷				富国银行			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测	2.8	-3.5	5.9	4.6	2.8	-3.5	5.5	4.3	2.8	-3.5	6.2	5.4					2.8	-3.5	6.5	4
美国经济预测	2.2	-3.5	6.4	3.9	2.2	-3.5	6	4.5	2.2	-3.5	6.1	6	2.2	-3.5	5.7	3.5	2.2	-3.5	6.2	5.1
中国经济预测	6	2.3	8.4	5.5	6	2.3	8.5	5.6	6	2.3	8.2	6	6	2.3	7.1	5.2	6	2.3	9.3	5.7
欧元区经济预测	1.3	-6.8	3.7	5.3	1.3	-6.8	3	3.4	1.3	-6.8	5	5.4	1.3	-6.8	5	4.2	1.3	-6.8	4.2	3.5
日本经济预测	0.3	-4.8	2.2	2.6	0.3	-4.8	3	2.8	0.3	-4.8	4.5	2.6	0.3	-4.8	1.7	1.9	0.3	-4.8	2.7	2.2

图 7　主要投行对经济增速依然悲观

数据来源：Wind、方正中期研究院

2020 年中欧美等主要经济体的表现，均超过市场预期，说明疫情新常态背景下，世界主要经济体的的复苏强劲与韧性十足；随着疫苗的广泛推广，经济复苏将会更加强劲，故世界主要投行继续小幅提升各主要经济体 2021 年的经济预期。下面分国家具体分析：

全球方面，从现有数据来看，2020 年全球经济萎缩 3.5%，其表现超过市场预期。基于疫苗的进展、宽松的经济政治以及经济复苏的表现，各主要投行对全球经济增速预期相对乐观，经济增长的预期区间上调为 6%-6.5%。虽然全球疫情依然严重，但是政策应对和疫苗的进展，均有利于经济的复苏，经济超预期复苏将会持续，我们预计 2021 年经济将会出现 6.2%-6.5%的增长。

美国方面，美国 2020 年经济录得 3.5%的萎缩，与全球经济增速持平，亦高于市场的普遍预期，说民美国经济韧性十足，与美国超宽松的经济政策刺激亦有直接的关系。随着疫苗的广泛接种，美国经济将会持续的强劲复苏。世界主要投行对于美国 2021 年经济预期更加乐观，经济增速区间上调为 6%-6.5%之间。鉴于美国经济的韧性，美国大规模的财政刺激措施的影响，

以及疫苗广泛接种的疫情风险的消退，2021 年美国经济将会强劲复苏，或出现 6.2%-6.7%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持小幅的负增长，二季度因低基数影响会出现近 12%的涨幅，随后走弱，会维持在 6%附近。

中国方面，中国疫情最先得到有效的控制，中国经济开启了全面复工复产，外需亦拉动中国经济，中国 2020 年经济增速亦达到超预期的 2.3%正增长。2021 年，从实际 GDP 来看，经济复苏叠加低基数影响，预计 2021 年一季度 GDP 明显加速，二季度开始增速逐步回落，四季度恢复至正常水平附近;中性和乐观预期下,全年 GDP 分别在 8.5%和 9.5%左右。从分项上看，制造业周期是经济的主要推力，基建对经济仍有一定支持，而房地产仍将承受一定压力，是主要的风险。消费需求尤其是服务消费将继续复苏，外需回升需关注海外经济体复工复产情况。

欧元区方面，内生增长动力本就不足的欧元区，严格的防疫措施对经济形成严重的冲击，叠加英国脱欧的冲击，经济深度衰退，录得 6.8%的萎缩，比其他发达国家更加严峻。随着疫情风险的消退，2021 年欧元区经济则会大幅修复反弹，主要投行的预测区间上调为 5%-6%。基于疫情的有效防控和协议脱欧的影响，随着全球经济持续复苏拉动有效需求，预计 2021 年 GDP 将会出现 5.5%-6%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持 2%-2.5%的负增长，二季度因低基数影响会出现近 9.5%-10%的涨幅，随后走弱，会维持在 3%-4%附近。

日本方面，疫情冲击下，日本内需不足表现突出；以贸易导向性为核心的日本经济，进出口持续受到疫情的冲击，严重拖累日本经济。本就因全球贸易下滑和日本内需下降而处于小幅衰退的日本经济，在疫情冲击下陷入深度的衰退。日本 2020 年经济萎缩 4.8%，2021 年则出现反弹，反弹的幅度要小于中欧美等国，主要投行的预期区间为 2.5%-3.5%。2021 年全球经济的复苏将会有助于日本进出口贸易的恢复，带动经济幅度的幅度，预计 2021 年日本经济将会出现 3%-3.5%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持 2%-2.5%的负增长，二季度因低基数影响会出现近 6%-7%的涨幅，随后持续走弱，四季度或跌至 2%以下。

二、 2021 年仍有诸风险点需警惕

当前，全球疫情好转趋势明显，拜登入主白宫，最大政治风险亦接触，贸易争端风险预期减弱，经济复苏将会成为核心焦点。2021 年是全球经济复苏的关键期，然后仍有诸多风险仍需警惕，最核心的则是疫情以及疫苗风险（疫苗分配不均风险）、债务风险、通胀风险、地缘政治风险以及资产泡沫风险等。全球主要经济体经济命途多舛，机遇与挑战并存，能够合理应对诸多风险的经济体，复苏将会更快更有比较优势，并在经济复苏中引领全球。

疫苗接种进展为核心焦点。在 2021 年，疫情因为疫苗的的量产和广泛接种而出现明显好转，疫情仅仅是好转还是彻底被有效防控仍然值得思考，疫苗量产并接种的时间、规模以及有效性等均需要深入思考，这将会影响全球经济复苏的速度和幅度；另外，疫苗是有成本的商品，需要支付一定的费用，那么对于经济落后国家和地区的民众能否有机会接种疫苗，这才真正决定了疫情的有效控制与否。美英等发达国家疫情因为疫苗接种而出现明显好转，大多数发展中国家疫情则因为疫苗接种进展缓慢而依然严重，这种疫苗分配失调和疫情控制失衡情况下，疫情风险的消退速度将会大打折扣。若疫苗无法得到彻底的有效控制，那么对于经济的冲击将会长期存在，对生命安全的威胁长期存在。故虽然 2021 年疫情会因为疫苗的广泛使用而出现大幅好转，经济将会持续复苏，但是仍然要警惕后疫情时代的疫情和疫苗风险，亦要关注分配不均问题。

主要央行资产负债表规模大增，长期危害严重。美联储等央行肆无忌惮印钞，虽短期内有利于维稳美国及全球金融市场与经济，但长期危害极大。海外央行大放水，是美国等主要经济体债务危机向全球转嫁的过程，会导致美元等货币的外汇储备国遭受严重损失；主要央行可以利用美元等货币铸币税，抄底全球优质廉价资产，在全球范围内无成本的获取收益；未来，大放水将会给其他国家带来输入型通胀，不仅扰乱其他央行的货币政策，还会扰乱各国正常的经济秩序；美元等主要外汇的超发还会带来国际货币体系的动荡。

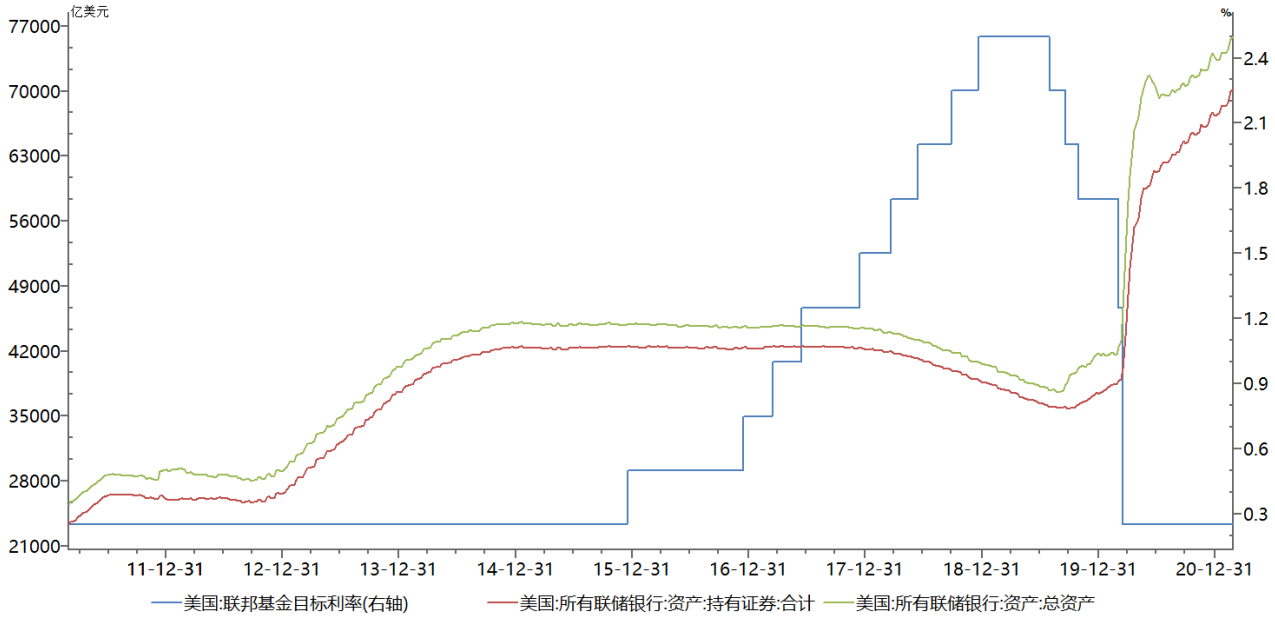


图 8 美国央行资产负债表规模

数据来源：Wind、方正中期研究院

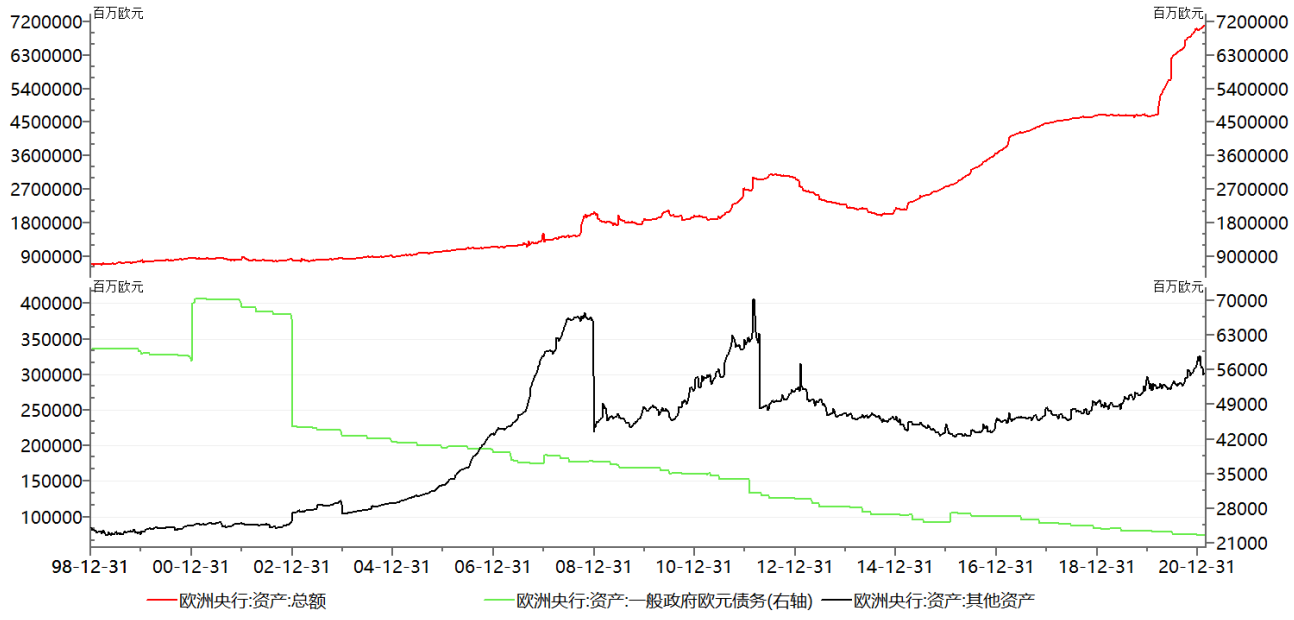


图 9 欧洲央行资产负债表规模

数据来源：Wind、方正中期研究院

政府方面，美国政府实施了五轮近 4 万亿的财政规模刺激，并且新一轮的近 2 万亿规模财政刺激计划在推进中，持续的财政刺激措施使得美国政府债务压力剧增，财政赤字大幅增加。而其他国家，日本政府债务占 GDP 的比重达到 200%以上，英国政府一般债务占 GDP 的比例达到 100%以上，意大利、阿根廷等其他主要国家债务占 GDP 的比例远超 100%。超宽松经济刺激，大幅度提升各国的财政赤字，使得政府债务负担飙升，而疫情冲击经济，企业停产或接近破产，政府税收收入大幅下降，故政府的收入支出失衡，债务负担或引发新一轮主权债务危机。

2020 年虽然一度出现通缩压力，但是 2021 年上半年仍需警惕通胀风险。美国方面，经济持续超预期复苏， 2021 年在 2020 年低基数的背景下将有所放大，很多直接进入到居民部门，需求强劲将会直接拉动通胀的上行，当前美国通胀预期较高，对市场亦形成通胀预期交易；年中前后，随着原油价格的调整、基数的正常回归和经济过热风险的逐步解除，通胀将会有所回落并趋于稳定。欧元区方面，2020 年三季度以来，欧元区通胀同比连续低于零，为欧元创立以来的最低水平，离接近 2%的物价稳定目标渐行渐远，但是通缩压力并不改变 2021 年的通胀压力，大放水必然会带来通胀的上行，叠加原油价格的持续上涨和经济的强势复苏，以及低基数的影响，2021 年，欧元区通胀将会进一步的走高。宽松政策、经济复苏以及低基数影响，2021 年通胀风险在所难免，国内则要谨防输入性通胀风险。

此外，中东、美俄等地缘政治风险依然存在，英国虽然协议脱欧但是局部的分歧仍需要继续谈判，贸易争端虽因为拜登的当选出现缓和趋势，但是贸易风险仍未完全解除，新任贸易谈判代表表示将会维持对华关税；全球央行大放水引发的信用危机、资产泡沫等衍生风险也需要警惕。2021 年是全球经济渐进复苏的关键期，主要经济体经济命途多舛，机遇与挑战并存，能够合理应对诸多风险的经济体复苏将会更快更有比较优势，并在经济复苏中引领全球。

三、 美债收益率持续上涨 后市仍将持续上涨

无论是金融市场还是商品市场，对于国债收益率的关注度都非常高，作为名义利率代表的十年期美债收益率表现更是关注焦点，其不仅具有较强的避险属性，还有资产配置的强需求，对黄金、原油以及美指等核心资产的影响亦是重大。

一般来说，国债收益率受到本国实际经济增速、货币政策、通胀预期、国债市场供需平衡状态和其他避险和资产配置需求等因素的影响，而不同类型的经济体以及不同的时期，不同因素的影响逻辑和程度均不同。对于美债而言，影响美债的其他因素主要是避险和资产配置等因素的影响，其走势取决于美国实际经济增长情况、美联储货币政策、通胀预期和以“美国财政、全球配置以及避险需求”等因素主导的供求结构；对于中国而言，国债市场的供需和资产配置则是核心。

自美联储 12 月会议纪要释放讨论缩减购债规模的信号后，十年期美债收益率开启上涨趋势，以鲍威尔为核心的美联储官员均淡化缩减购债规模的影响，十年期美债收益率回落调整；随后，疫苗接种速度加快，疫情风险逐步消退，美国经济进入强劲复苏期，叠加油价价格上涨使得原油价格持续上涨，通胀预期大幅增加，十年期美债收益率继续上涨；已经从 1 月初的 0.92 涨至接近 1.4，涨幅接近 50%。

基于“名义利率=实际利率+通胀” 的核心逻辑进行分析，了解美债收益率的影响因素和后市走势。一般而言，十年期美债收益率代表名义利率、十年期通胀指数国债（TIPS）代表实际利率，十年期美债收益率与 TIPS 收益率差值反映通胀。我们通过对十年期美债收益率与 TIPS 差值与美国通胀（CPI 同比）和布伦特原油价格（一般认为原油价格变动与通胀预期变动密切相关，走势相似度高）走势进行了对比分析发现，美债收益率与 TIPS 差值与布伦特原油价格的相关度显著高于与美国通胀的相关度，故名义利率和实际利率的差值为通胀预期更为准确。故名义利率与实际利率之间的关系则调整为“名义利率=实际利率+通胀预期”，而通胀预期的变动与原油价格变动显著性强。

基于以上逻辑分析，影响十年期美债收益率变动的核心因素则是通胀预期和实际利率。当前，实际利率虽然有小幅的回升，但是回升幅度有限，叠加美国联邦政府筹资需要维持低利率降低融资成本、美联储维持超宽松的货币政策影响，美国实际利率在上半年大幅上涨的可能性小，相反随着 1.9 万亿规模的纾困法案的公布与实施，美国实际利率还有可能会小幅回落，故上半年对于美债收益率影响最大的便是通胀预期和原油价格的变动。

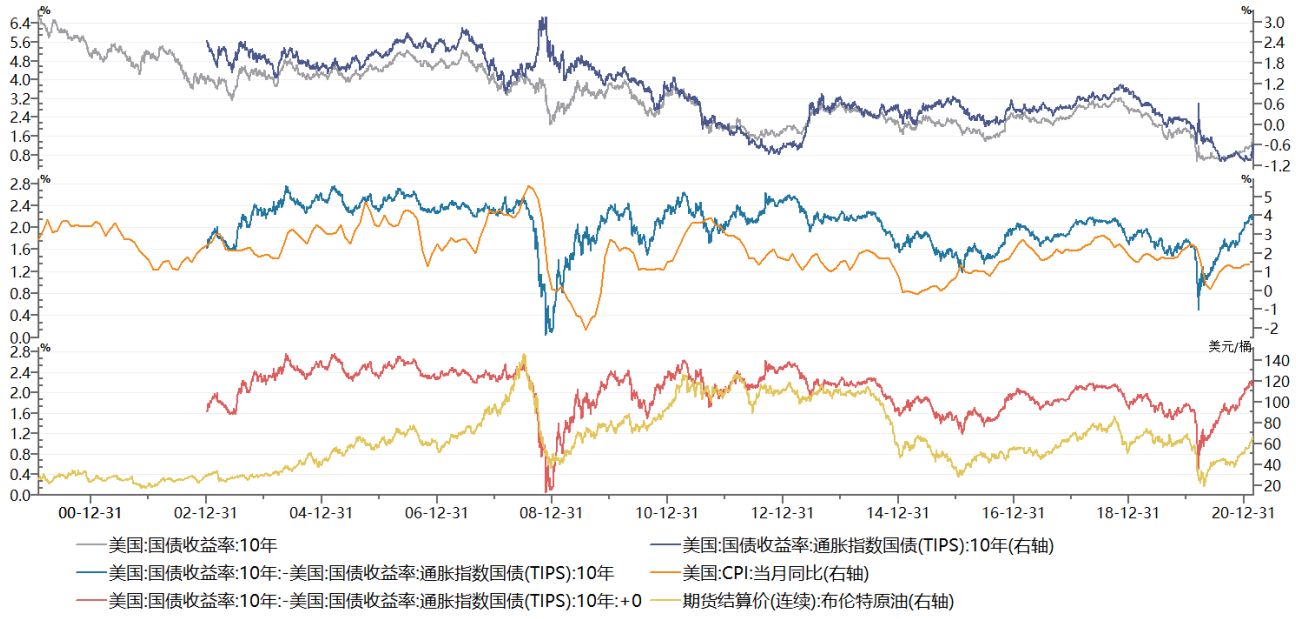


图 10　美债逻辑分析图

数据来源：Wind、方正中期研究院

当前，在 OPEC+减产和全球原油需求逐步恢复影响下，原油价格已经恢复到疫情前的水平，其持续的上涨亦为美债收益率的上涨提供了动力；在上半年，宏观层面的乐观情绪以及市场普涨气氛对油价有进一步的提振，原油价格仍有上涨的空间（摩根士丹利认为，全球油市供应缺口处于 280 万桶/日的水平，未来或将进入至少是 2000 年以来石油供应最紧缺的一个季度，

高盛认为二季度布油价格将达到 70 美元/桶，三季度将达到 75 美元/桶），通胀预期仍较强，对于美债收益率形成支撑，美债收益率或涨至 1.4-1.5 的水平。

下半年，持续上涨的原油价格或出现回调，通胀预期的下降对美债收益率形成负面影响；而下半年随着美国经济回到疫情前水平，美国财政宽松政策的效果减弱，美联储开始逐步的调整货币政策，美国实际利率将会出现大幅增加，美国实际利率的上行幅度或将显著高于油价调整对通胀预期的负面影响，因此十年期美债收益率仍有望在第三季度继续上升，不排除涨至 1.8-2 的水平。

第三部分 疫苗接种速度加快 美国经济进入强势复苏期

拜登入驻白宫后，中美贸易关系有缓和的迹象，然而并没有实质性的好转；当然上半年，拜登将会率先致力于疫情防控和经济复苏，亦会修复与盟友的关系以及重新加入气候组织等，这已经开始实施并将会坚持下去；民主党掌控国会两院，前任美联储主席耶伦担任财政部部长，财政部和美联储行动的一致性会加强，民主党新一轮 1.9 万亿规模的财政刺激措施将会在 3 月中旬推出，随着财政刺激计划的实施，通过发债来筹集资金，美联储或被迫买单，最起码会维持当前的购债规模或者会小幅增加购债规模，下半年则会开始讨论缩减购债规模的货币政策转向问题。

美国一季度宏观经济依然受到疫情的冲击，然表现强势的供需和景气数据则凸显美国经济强势复苏的启动。疫情方面，美国新冠肺炎新增确诊数量高位回落，好转趋势明显，疫情风险逐步消退；疫苗接种方面，美国政府积极推动疫苗接种，接种规模已经接近 7000 万，后期将会加大接种速度，二季度末到三季度初实现初步的群体免疫可能性大。政策方面，财政政策更加积极，1.9 万亿财政刺激将会在 3 月中旬被推出，美联储则亦维持当前宽松，后期或为财政政策买单。消费方面，在年初发放的每人 600 美元财政刺激支票助力下， 1 月美国零售销售意外迅猛增长，暂时跳出 2020 年年末假日购物季连续三个月环比下滑的窘境，消费者支出是美国经济最大组成部分，其迅猛增长凸显经济复苏的强势；新一轮的 1.9 万亿财政刺激计划实施，则有望进一步提振居民可支配收入和消费需求，促进经济的繁荣。就业方面，美国就业市场复苏再度趋缓，12 月季调后非农就业人口意外减少 14 万人，1 月非农数据表现不及预期让市场失望，而表现亮眼的失业率数据则被就业参与率的下降所掩盖，故非农数据整体表现依然说明就业市场的疲弱态势仍未发生根本改变。通胀方面，美国通胀温和上涨，距离 2%的通胀目标越来越近，2021 年上半年温和上涨趋势持续，高点会出现在 5 月份，随后则会小幅走弱。

经济景气方面，美国 1 月制造业产出增长超预期且连续第四个月上升，表明该行业持续从新冠疫情造成的干扰中复苏。

在当前宏观经济表现下，叠加疫苗量产后的广泛的接种，美国疫情会得到有效的控制，美国经济亦会强势修复，或出现 6.2%-6.7%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持小幅的负增长，二季度因低基数影响会出现近 12%的涨幅，随后走弱，会维持在 6%附近。故 GDP 同比增长率的峰值会出现在二季度，整体呈现先弱后强再走弱的趋势，但是经济复苏是持续的，年底或能回到疫情前的经济水平。美国大选结束后，拜登入主白宫并且民主党控制国会两院，新一轮的 1.9 万亿规模（后期会调整）财政政策刺激措施将会推出，而美联储被迫买单，不排除推出新的量化宽松政策的可能，上半年整体超宽松的货币政策和财政政策不变；下半年，随着疫情风险的消退和经济的强劲复苏，货币政策或将会开始转向，美联储将会开始讨论缩减购债规模事宜。

一、 美国二季度 GDP 同比将会达到年内峰值

继 2020 年二、三季度经济大跌大涨，均刷新二战以来记录后，美国第四季度 GDP 年化季率终值录得 4.1%，略不及 4.2%的市场预期，远低于 33%的前值，消费、地产、制造业等领域复苏步伐参差不齐;美国第四季度 GDP 增长既反映了经济从早些时候的大幅下滑中持续复苏，也反映了新冠疫情以及美国一些为应对疫情所采取的限制措施的持续影响。同比来看，美国 2020 年全年 GDP 增速录得-3.5%，为 2009 年以来首次录得负值，且创 1946 年以来新低；尽管美国经济第四季度增长，但无法弥补疫情对二季度、三季度造成的巨大冲击。另外，最为美国经济的核心组成部分，美国四季度消费者支出年化季率初值录得 2.5%，不及 3.1%的预期，远不及 41%的前值。新冠疫情重创了美国服务行业，使得经济丧失经济动能，并且数以百万计的美国人失业并陷入贫困。

疫情和新财政刺激支出计划的缺失再次抑制了消费者支出，零售数据出现回落，并且这在一定程度上盖过了强劲的制造业和楼市的影响；2020 年末，新冠肺炎疫情感染人数三次攀升，加上政府救助资金的到期，美国大选混乱的影响，经济从疫情中复苏的势头减弱，故四季度经济复苏势头受到影响。一季度，虽然随着疫苗接种速度的加快，疫情蔓延趋势得到有效的控制，疫情风险逐步消退，然而疫情对经济的冲击依然存在，加上部分地区封锁措施仍未解除，2021 年一季度美国经济仍将会录得零增长或者小幅负增长；二季度开始，随着疫情风险的消退和刺激措施的实施，叠加低基数影响，美国经济或将出现 11.5%-12%的增长；三四季度经济增长幅度则会迅速的回落，稳定在 6%附近。

美国 2020 年全年 GDP 亦会萎缩 3.5%，符合我们 2020 年的预期；2021 年，疫苗量产后将会广泛的接种，美国疫情会得到有效的控制，美国经济亦会持续的修复，预计 2021 年美国经济将会出现 6.2%-6.7%的增长，GDP 同比增长率的峰值会出现在二季度，整体呈现先弱后强再走弱的趋势，但是经济复苏是持续的，年底能回到疫情前的经济水平。

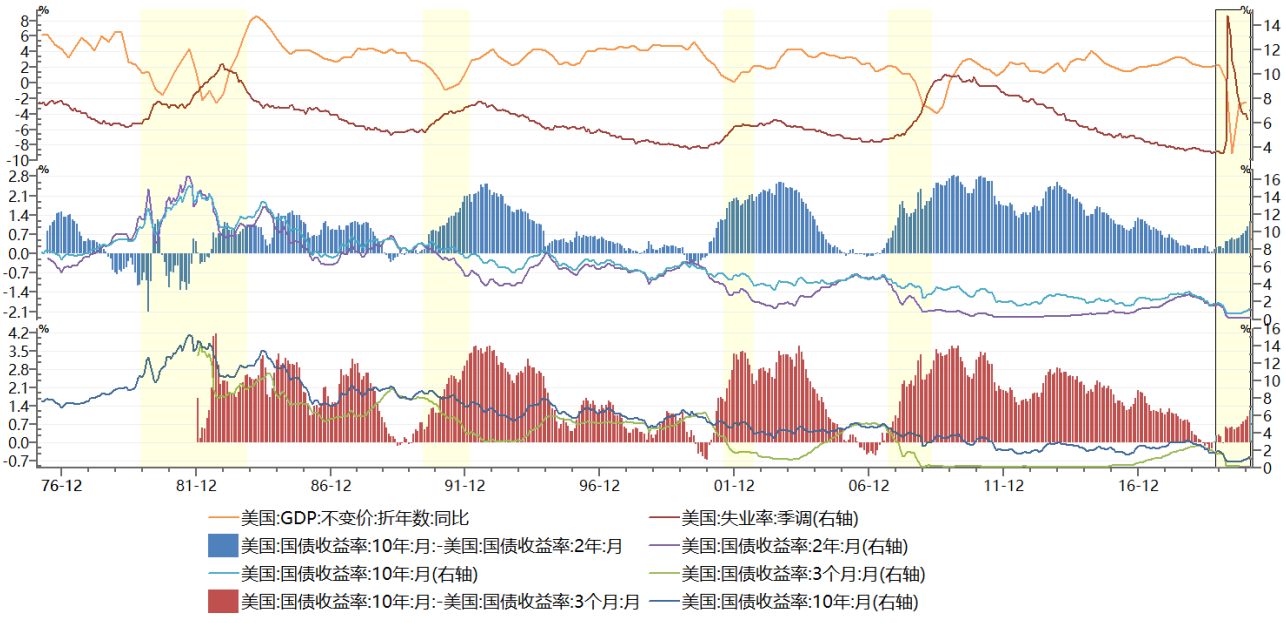


图 11　美国 GDP 与利率倒挂走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 美联储重申政策宽松立场 2021 年上半年货币政策稳定为主

美联储 1 月议息会议为 2021 年度第一次议息会议，整体维持宽松政策不变，维持购债规模不变，从当前美国经济复苏情况和就业市场情况出发，当前的货币政策将会较长时间内维持稳定。本次议息会议决议与以往所不同的主要在于，美联储意识到美国经济和就业市场的再度疲弱，疫情中短期对经济均构成重大风险，强调疫苗接种的进展对经济路径的影响，这些因素的综合影响下，联储货币政策更应该以稳为主，或根据疫情和经济复苏进展进行购债规模的小范围调整。

鲍威尔讲话鸽派程度强于联储会议声明，美联储主席鲍威尔警告称美国经济复苏步伐放缓，在疫情没有结束的情况下，美联储距离撤出大规模经济支持措施还很遥远，讨论宽松政策退出为时过早；继续重申财政政策的必要性；这亦说明美联储依然是情绪上的引导，轻易不会再度采取新的宽松措施，以不会短时间内讨论缩减购债规模问题。

2 月底，美联储主席鲍威尔在国会参众议院听证会上重申了政策立场，保持利率接近零，直至充分就业与通胀升至 2%；即便是看到前景改善，也将维持债券购买计划不变；通胀仍低于 2%的长期目标，受重创行业通胀仍特别疲软；复苏远远没有实现，不均衡且仍具有高度不确定性；淡化了通胀担忧，称最近债券收益率上涨表达了市场对经济前景强劲的信心。预期经济将有所改善，可能在上半年恢复至疫情前水平；但是，当前经济复苏远远没有实现，未来道路高度不确定；高度强调疫苗在经济中的作用，新冠肺炎疫苗接种是恢复经济的最佳政策，疫苗接种的进展应当有助于加速美国经济和社会重返常态。鲍威尔依然维持鸽派离场，在上半年

保持货币政策不变。

在上半年，1.9 万亿的财政纾困法案将会实施，美联储或被迫买单，维持当前的宽松政策是必然，不排除短期增加购债规模的可能。

民主党控制国会两院，2021 年政策预算亦为 1.9 万亿规模财政额度留足了空间，故新一轮的 1.9 万亿规模将会顺利的在 3 月中旬推出，而美联储被迫买单，不排除推出新的量化宽松政策的可能，整体超宽松的货币政策和财政政策上半年不变。下半年，随着疫情风险的消退和美国经济的回归常态化，财政政策的结束，美联储将会开始讨论缩减购债规模政策调整。对于联邦利率而言，美联储或在 2022 年下半年开始首次加息，2023 年则出现两次以上的加息。

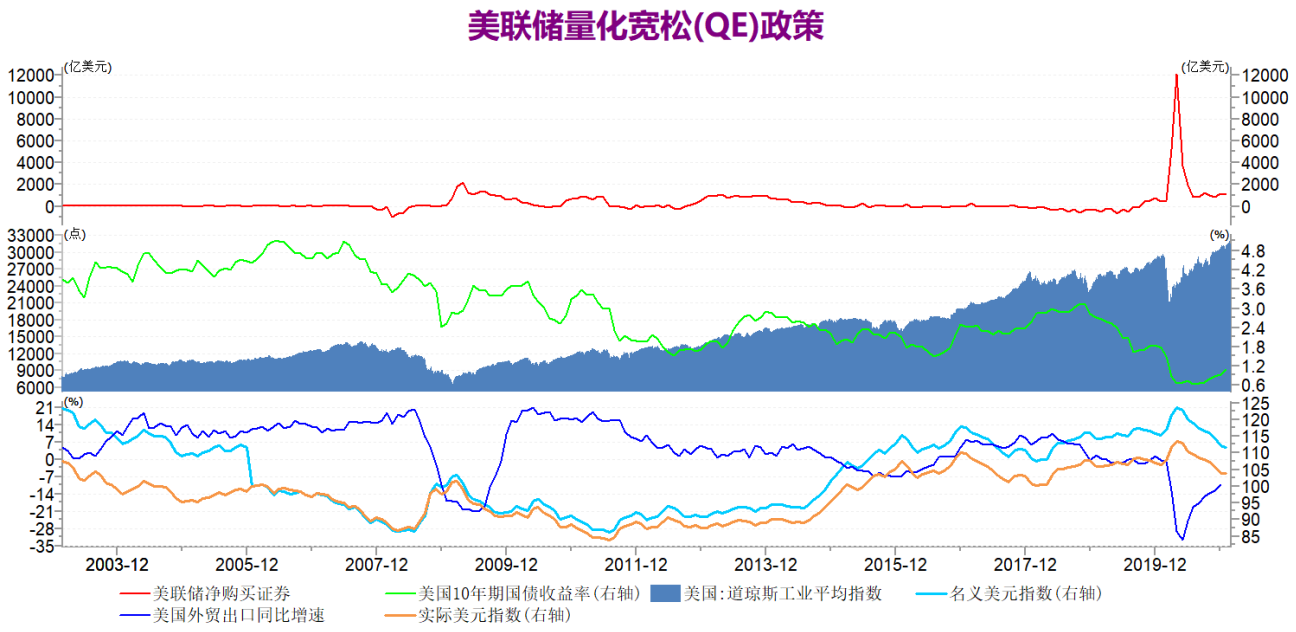


图 12 美联储量化宽松

数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 欧洲经济二次回落 经济复苏进展不及美国

两次疫情冲击，使得因英国脱欧和制造业危机而元气大伤的欧洲陷入经济衰退深渊，欧元区和英国在 2020 年均陷入深度衰退中。欧洲央行和欧盟及各国政府均采取超宽松的经济刺激措施，欧盟亦通过 7500 亿欧元的欧盟复苏基金计划，刺激经济实现快速修复。欧洲经济超预期复苏，三季度经济超预期修复。2020 年末，欧洲二次疫情全面爆发，新增确诊病例远高于一次疫情时的新增确诊病例，经济管控措施陆续实施，经济复苏的步伐和幅度受到冲击，经济复苏再度放缓，将出现二次回落风险。2021 年，随着疫情的有效管控，经济则进入强劲复苏期，一季度将会继续出现负增长，二季度开始强势反弹，三、四季度则会回归常态。但是因为经济内生动力不足和政治因素，欧元区经济的复苏进展和幅度均会不及美国，与美国的差距会加大，这在一定程度上不利于欧元的走势。另外，超宽松的经济政策，本就债务危机严重的欧盟及各国政府，超宽松的经济政策将会加大赤字率和债务负担，未来主权债务危机或难以避免。

英国方面，二次疫情的爆发，约翰逊再度加大经济活动管控力度，经济复苏的步伐和幅度受到冲击，持续复苏的经济在四季度再度走弱，但是疫情的有效防控使得英国避免了二次探底的发生；2020 年，因为疫情和脱欧的冲击，英国经济或出现 9.9%的萎缩；2021 年，随着疫情的有效管控，英国协议脱欧的有序进行，经济活动将会持续的恢复，经济将会持续的复苏，预计 2021 年 GDP 将会出现 3%-4%的增长。具体季度来看，一季度将会出现 5%-6%的负增长，二季度则会大幅反弹至 12%左右，随后走弱，稳定在 3%-4%附近；顶峰将会因为基数问题而出现在二季度。

一、 欧洲二次疫情和英国变异毒株持续冲击经济

2020 年秋冬季以来，欧洲二次疫情全面恶化，社交隔离措施和经济活动管控再度提上日

程，法国、德国、英国、西班牙等主要经济体陆续采取新一轮的管控。二次疫情的严重程度远高于一次疫情，欧洲单日新增确诊人数最多时达到接近 40 万，法国单日新增确诊人数峰值达到 9 万，欧洲累积确诊人数亦突破 3000 万，其严重程度远高于美印等国。随后，英国出现变异毒株，其传染性和致死率更为严重，英国疫情再度恶化，管控措施再度升级，并且已经逐步转移到欧洲各国甚至是世界主要经济体，这再度加剧了市场的恐慌情绪。值得庆幸的是，当前的疫苗对英国的变异毒株依然有效，这大大降低了其危害性。

虽然欧洲一次疫情防控比较到位，有效控制住了疫情，但是在 2020 年夏天没有坚持住严格的防疫措施，社交管控措施放开的过早，防疫措施被忽略，故没能有效的预防二次疫情的爆发，而英国出现的变异毒株则加大疫情的严重程度。欧洲二次疫情峰值虽然已过，但是风险依然存在，只能等待疫苗的广泛接种来应对之。在二次疫情和英国变异毒株的冲击下，欧洲经济亦出现二次回落。随着疫苗接种速度的加快，欧洲疫情将会在二季度得到有效控制，对经济的影响亦逐步消退。

二、 二次疫情拖累法德经济表现 疫情过后将会迎来强劲复苏

受二次疫情以及政府再度加强社交管控影响，季节性调整后，德国 2020 年第四季度的国内生产总值仅环比小幅增长了 0.1%，虽略微好于零预期，但是远低于 8.5%的前值。德国第四季度的恢复态势明显放缓，尤其对私人消费和服务业造成重创，仅靠商品出口和建筑业投资为经济提供部分支撑。2020 年全年 GDP 方面，德国 GDP 同比萎缩 5%，这是 2009 年以来首次陷入衰退，亦创下 1945 年以来的第二大跌幅。因为疫情防控的有效性，经济表现依然好于市场预期和金融危机期间的经济表现。疫情冲击下，德国一季度 GDP 依然会偏弱，随后则会持续强劲复苏。

法国方面，受二次疫情和封城影响，2020 年第四季度国内生产总值环比下降 1.3%，虽略好于预期，但是远低于前值；2020 年全年经济萎缩 8.3%，为自第二次世界大战以来创纪录的严重经济衰退，其中居民消费下降 7.1%为最核心的拖累因素之一。法国疫情依然严重，一季度 GDP 依然会偏弱，随着疫情的有效控制，二季度开始将会进入强势复苏阶段。德法经济体的略超预期表现以及后市走势亦决定了欧元区 GDP 的表现和后市走势。

三、 欧元区四季度 GDP 强于预期，然二次探底难以避免

受二次疫情和再次封锁影响，欧元区第四季度 GDP 年率初值录得-5.1%，表现高于-5.3%的市场预期，然较第三季度的-4.3%出现回落，但仍然处在双底衰退的边缘。据欧洲统计局统计，欧元区 2020 年 GDP 全年增速萎缩 6.8%，增速远低于全球和美国 3.5%的萎缩增速。欧元区第四季度 GDP 年率初值略好于预期，二次疫情的冲击相对市场预期而言偏弱，但这仍然表明由于更严格的疫情限制措施，去年第四季度欧元区经济出现萎缩。当前，二次疫情依然严重，变异毒株持续冲击经济，第一季度也出现了类似的情况，这意味着欧元区经济出现双底衰退的可能性是非常大的，疫苗的广泛接种将会逐步改变这一疲弱态势，预计二季度开始特别是三季度，经济将会进入强势复苏中。分季度来看，一季度经济依然维持 2%-2.5%的负增长，二季度因低基数影响会出现近 9.5%-10%的涨幅，随后走弱，会维持在 3%-4%附近。基于疫情的有效防控和协议脱欧的影响，随着全球经济持续复苏拉动有效需求，预计 2021 年 GDP 将会出现 5.5%-6%的增长。

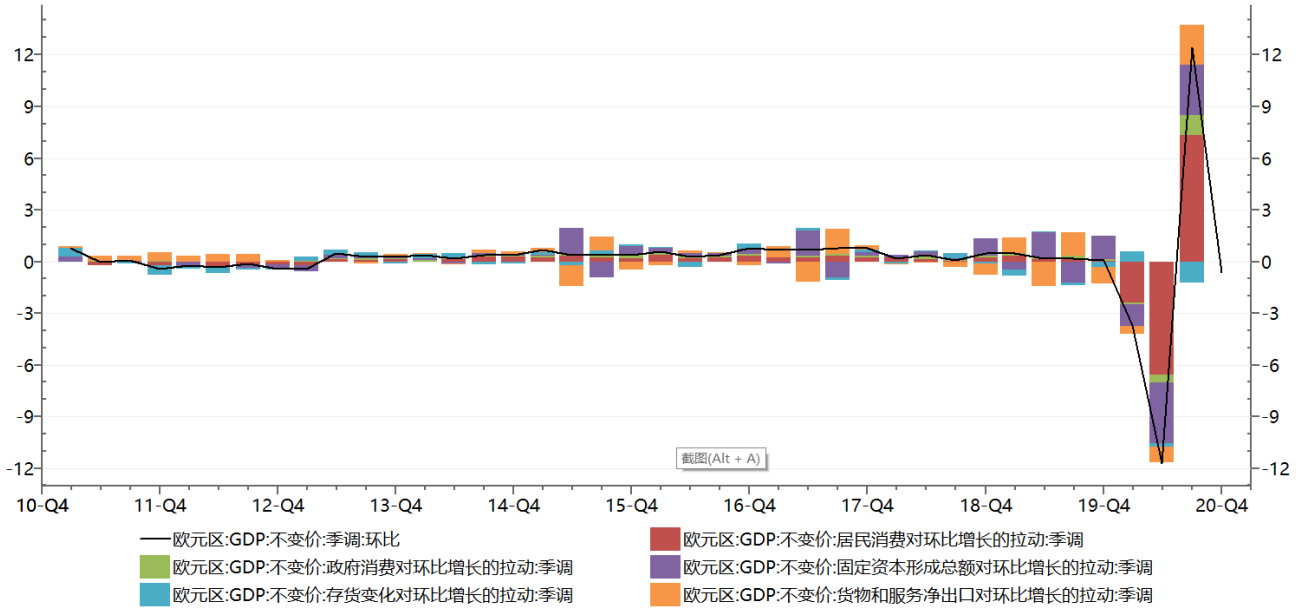


图 13 欧元区 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、 欧洲央行维持宽松政策

欧洲央行 1 月议息会议宣布维持货币政策不变，维持三大关键利率不变，重申非常宽松的货币政策立场，紧急债券购买计划规模保持在 1.85 万亿欧元不变；如果能维持有利的融资条件，可能无需完全使用购债额度。在随后的新闻发布会上，欧洲央行行长拉加德表示，疫苗接种计划是重要的里程碑，但疫情仍对欧元区和全球经济构成重大风险；欧元区经济前景仍然面临下行风险，但已经不再那么突出；充足的货币政策刺激措施是必要的，需要实施宽松的财政政策；她还表示欧洲央行正密切留意欧元汇率。

随后，欧洲央行行长拉加德再度表示，欧元区第四季度增速为负值，经济复苏有所延缓，但未偏离正轨，2021 年复苏的希望依然存在。毫无疑问欧洲央行将保持有利融资条件，央行将长期参与市场，确保经济有足够的廉价资金来应对新冠疫情及其后果；如果融资条件仍然有利，债券购买计划可以缩小，但如果需要更大的行动来维持有利的融资条件，则可以扩大。而

欧洲央行管委 Kazaks 指出，如果情况发生变化，不排除降息；现在无需降息，因为其他工具更为合适。

我们认为欧洲基准利率已经处于负值，处于流动性陷阱状态，进一步降息的作用不大，故进一步降息的可能性微乎其微。欧洲央行更多的措施主要在于量化宽松规模及政策的调整；当前，二次疫情对欧元区经济的影响已经开始减弱，随着疫苗的使用和有效的管控，经济将处于持续好转中，货币政策暂时没有进一步宽松的必要，后期则会视疫情进展和经济复苏程度进行微调。

五、 英欧经济协议重塑与疫苗接种加速 英国经济或避免双底衰退

自 2016 年 6 月脱欧公投通过后，英国和欧盟就进入长达四年之久的脱欧谈判，历经多次谈判失败与延期后，期间更有谈判破裂的危险，在 2020 年 12 月 31 日的最后脱欧期限来临前，英欧均作出让步，最终实现协议脱欧，英欧经济关系得以重塑，经贸合作将在新框架下有序进行，这有利于英国和欧盟经济的复苏，亦有利于英镑欧元的持续上涨，仍有较大的上涨空间。

欧洲二次疫情爆发之际，英国出现变异毒株，其传染性和致死率比之前的新冠病毒要高很多，引发市场的恐慌，英国则再度封城封国亦加大防控措施，避免疫情的持续恶化。英国应对变异新冠病毒的提级防控措施已经实施 2 个多月，使英国经济在去年第三季度刚有所好转后再度趋缓。虽然当前新冠疫苗在英国已经开始接种，但仅仅接种了不足 2000 万，接种比例仅有 30%，对于疫情的防控效果依然有限，一季度经济依然无法得到实质性的上涨。随着疫情接种的加快，英国、经济、社会生活等逐步开启复苏之路，世界主要投行亦是上调了 2021 年英国经济增长的预期。

经济增长具体数据来看，英国四季度 GDP 和 2020 年 GDP 数据方面，英国 2020 年第四季

度 GDP 同比初值下降 7.8%，略好于-8.1%的预期，第四季度政府支出进一步复苏，商业投资也在一定程度上复苏；12 月 GDP 环比增长 1.2%，其表现好于 1%的预期增和-2.6%的前值，12 月份的超预期增长意味着英国经济有可能避免自上世纪 70 年代以来再次出现双底衰退现象。2020 年英国 GDP 下滑 9.9%，刷新历史新低，较此前历史最大年降幅高出逾一倍，亦是全球主要经济体中衰退程度最严格的国家；英国疫情蔓延和变异毒株的出现，叠加英国脱欧的负面影响，对英国经济的冲击非常明显。

双底衰退是指经济体经济短暂脱离衰退后，然后再度陷入衰退；经济衰退通常被定义为连续两个季度出现经济萎缩。虽然从 11 月开始，英国再度收紧疫情防控措施，对经济形成一定的冲击，然新冠疫情检测和疫苗接种的加速对 12 月经济数据形成较大的利好，去年第四季度经济保持了增长态势；去年 10 月至 12 月，英国经济总体增长 1%。随着疫情的冲击和疫苗接种的不及预期，防疫措施的收紧冲击，预计今年第一季度英国经济活动将急剧下降；但是疫苗接种计划的实施以及逐步放宽的限制措施，英国经济增长将会从第二季度开始加快，故双底衰退得以避免的可能性大。叠加英国协议脱欧重塑英欧关系，这对于英镑而言则形成利好，我们依然看涨英镑，英镑将会继续上涨，涨破 1.4 后将会继续上探 1.4377 的前高位置。

二次疫情的爆发，约翰逊再度加大经济活动管控力度，经济复苏的步伐和幅度受到冲击，持续复苏的经济在四季度再度走弱，但是疫情的有效防控使得英国避免了二次探底的发生；2020 年，因为疫情和脱欧的冲击，英国经济或出现 9.9%的萎缩；2021 年，随着疫情的有效管控，英国协议脱欧的有序进行，经济活动将会持续的恢复，经济将会持续的复苏，预计 2021 年 GDP 将会出现 3%-4%的增长。具体季度来看，一季度将会出现 5%-6%的负增长，二季度则会大幅反弹至 12%左右，随后走弱，稳定在 3%-4%附近；顶峰将会因为基数问题而出现在二季度。

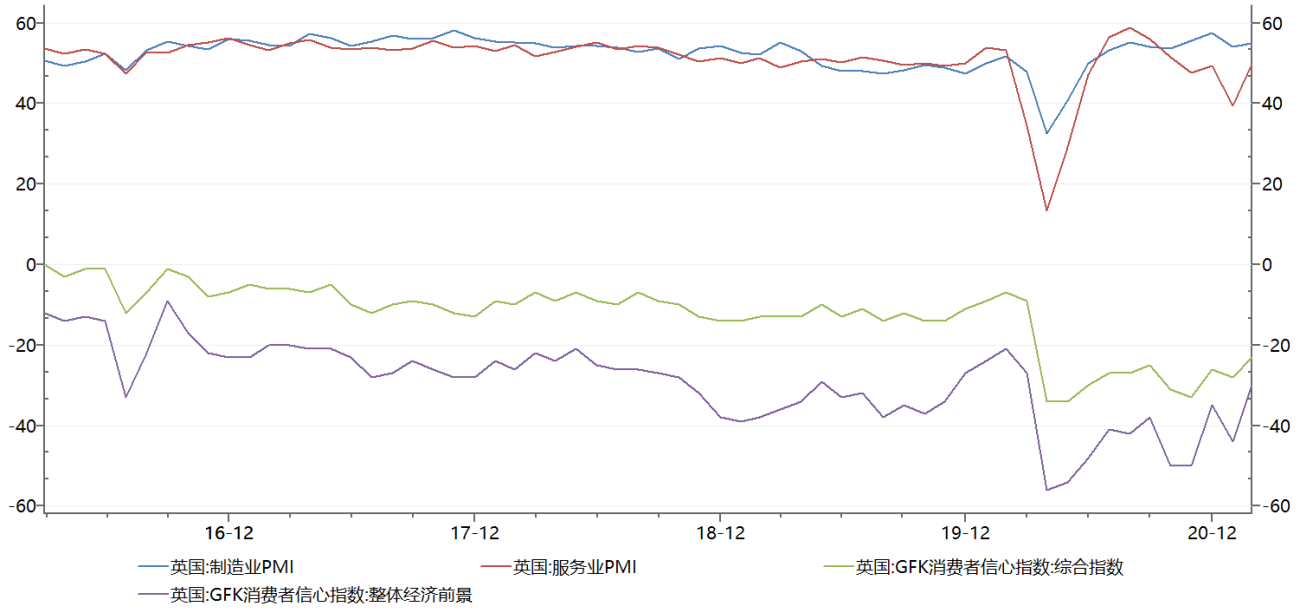


图 14 英国企业活动与消费者信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 15 利率、国债与英镑

数据来源：Wind、方正中期研究院

第五部分 日本经济连续增长 日本央行则维持宽松政策

日本疫情的有效防控，经济复苏效果明显，日本经济亦是连续两个季度增长。随着疫情风险的逐步消退，全球有效需求的恢复，以出口贸易导向型为核心的日本经济受到提振，亦会迎来加速修复，2021 年全球经济的复苏将会有助于日本进出口贸易的恢复，带动经济幅度的幅度，预计 2021 年日本经济将会出现 3%-3.5%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持 2%-2.5%的负增长，二季度因低基数影响会出现近 6%-7%的涨幅，随后持续走弱，四季度或跌至 2%以下。虽然日本经济在持续复苏，但是复苏的程度依然有限，疫情风险依然没有解除，故日本央行维持宽松的货币政策和日本政策维持宽松的财政政策，对于经济的持续复苏至关重要。故在 2021 年前三季度，日本政府财政政策和日本央行货币政策不会急转弯，会继续当前的宽松，刺激经济继续回暖。

一、 日本经济连续两个季度增长

日本 2020 年经济增速初值及四季度经济数据公布，日本 2020 年实际 GDP 下降 4.8%，为 2009 年以来首次下降，疫情对日本的经济冲击非常严重。日本第四季度实际 GDP 年化环比初值增 12.7%，为连续第二个季度增长，虽然不及 22.9%的前值，但是表现强于 9.5%的预期，第四季度虽然比上一季度有所放缓，但仍保持了较高的增长率；第四季度 GDP 环比增长 3%，表现虽不及 5.3%的前值，但是强于 2.3%的预期。

日本疫情的有效防控，对于日本经济的复苏影响效果明显，日本经济亦是连续两个季度增长。随着疫情风险的逐步消退，全球有效需求的恢复，以出口贸易导向型为核心的日本经济受到提振，亦会迎来加速修复，一季度表现可能依然会偏弱一些，但是随后则会迎来强势复苏期。2021 年全球经济的复苏将会有助于日本进出口贸易的恢复，带动经济幅度的幅度，预计 2021

年日本经济将会出现 3%-3.5%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持 2%-2.5%的负增长，二季度因低基数影响会出现近 6%-7%的涨幅，随后持续走弱，四季度或跌至 2%以下。

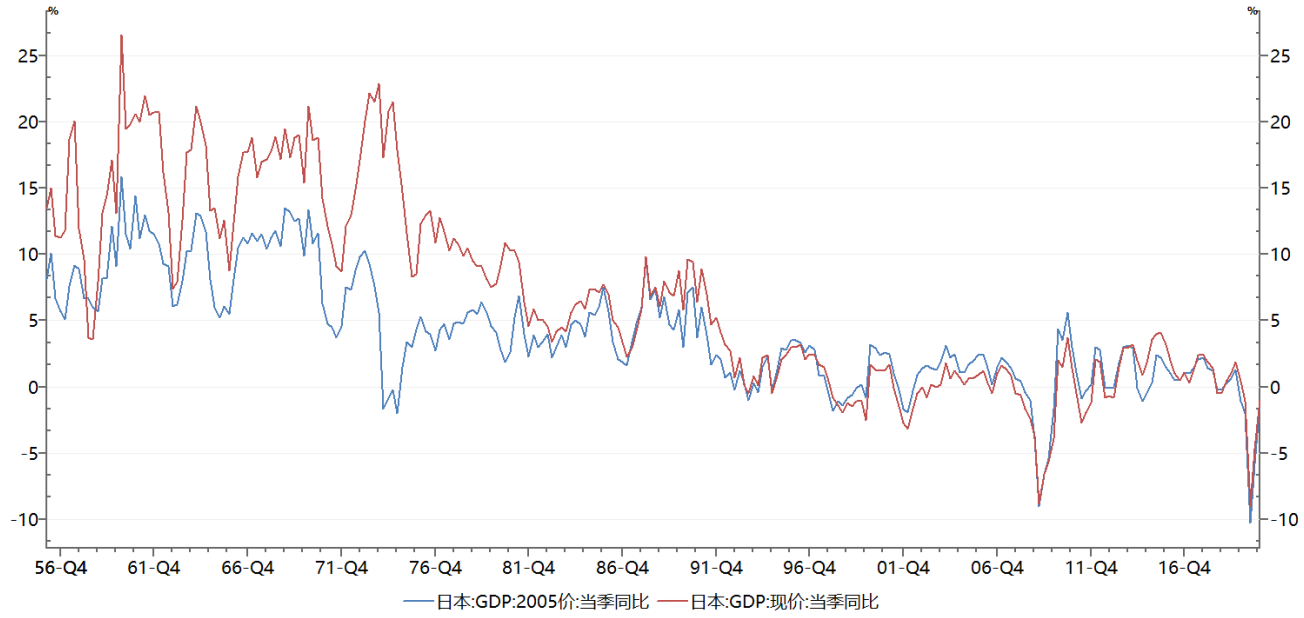


图 16　日本 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

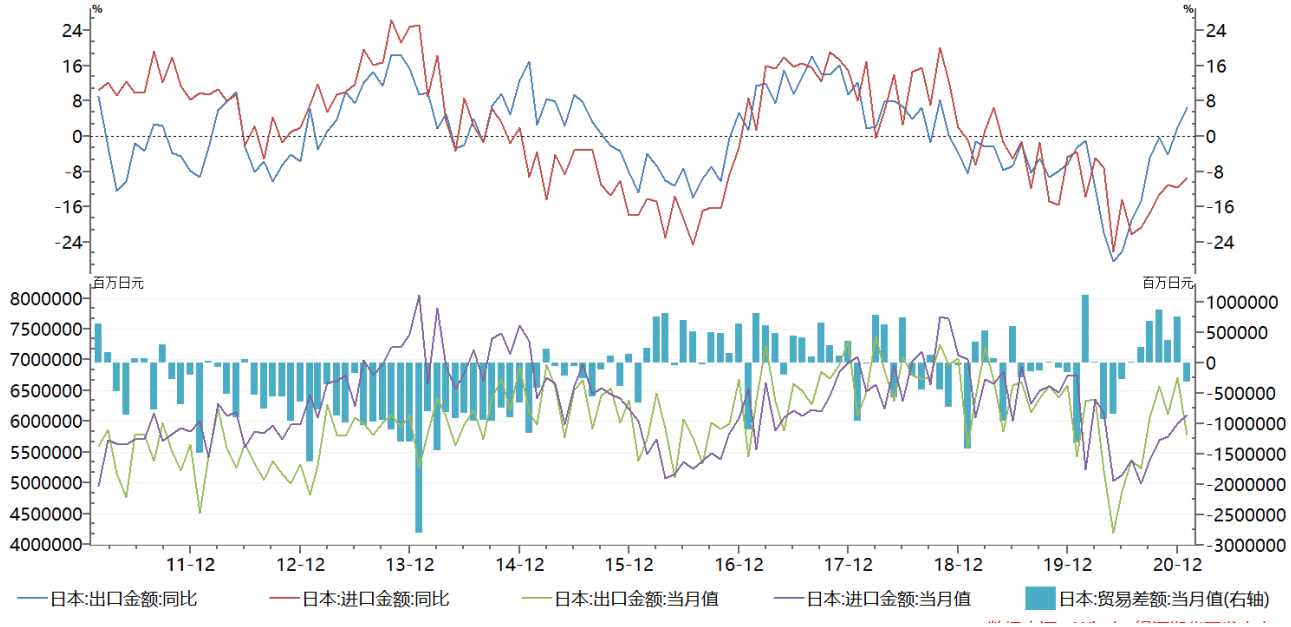


图 17　日本进出口走势与预测

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 日本企业活动持续低迷 经济复苏动力不足

最新数据显示，日本 2 月日经/Markit 制造业 PMI 初值录得 50.6，表现强于 49.8 的前值，再度回到荣枯线上方； 2 月日经/Markit 服务业 PMI 初值录得 45.8，表现不及 46.1 的前值，仍然处于萎缩期;基于制造业和服务业的疲弱表现,日本 2 月日经/Markit 综合 PMI 初值录得 47.6，略强于 47.1 的前值，但是仍然处于萎缩中。日本经济增长动力不足，依然会拖累一季度经济表现。和欧美企业活动的持续扩张相比，日本企业活动依然低迷，经济增长动力不足，日本内在的经济结构性问题凸显。PMI 数据背后，是整个供应链的疲弱，疫情影响需求是近因，但早在疫情之前，动荡便已经开始，产能过剩阴影笼罩，贸易摩擦此起彼伏。私营部门产出下滑，令制造业 PMI 指数整体承压，亦为第四季度经济疲软设定基调，日本经济在未来数月或将面临挑战。

日本制造业和服务业企业活动虽然持续边际好转，但是整体依然处于萎缩状态，经济增长动力不足，二次疫情风险显现，外需不足，日本企业活动将会再度受到冲击，经济增长动力不足。在经济增长动力不足背景下，经济复苏幅度受到影响，一季度经济仍将处于萎缩中；然经济复苏的趋势依然不变，主要是进出口贸易的修复在拉动经济复苏，预计日本 2021 年经济将会继续好转。

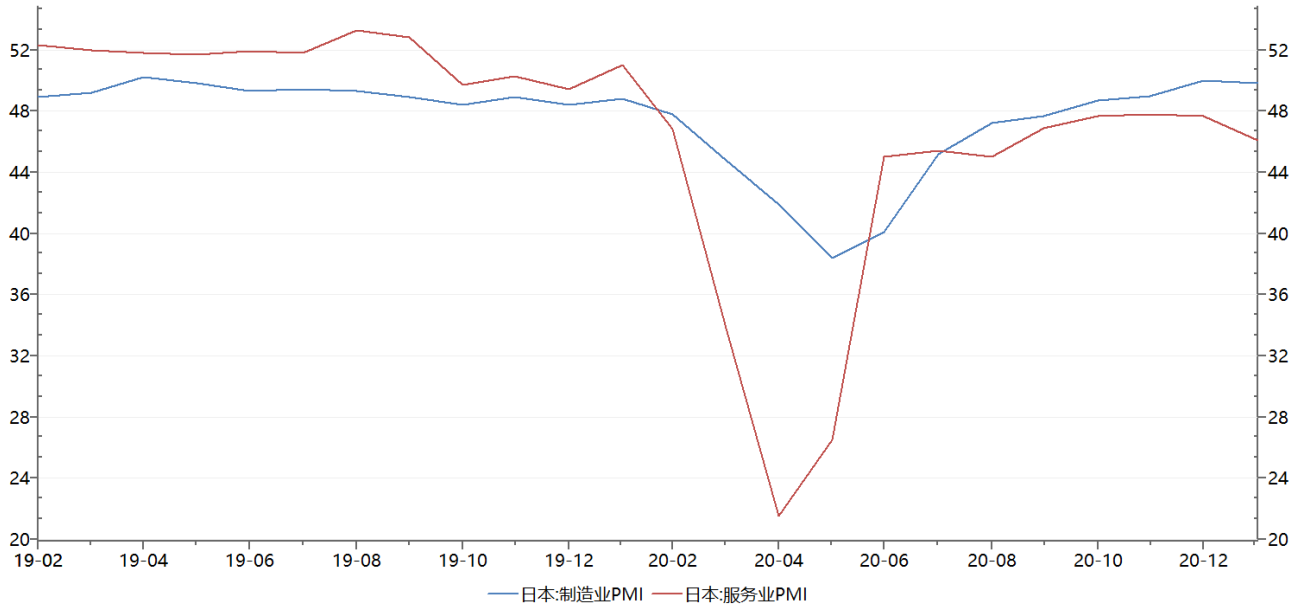


图 18 日本制造业和服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 日本将会维持宽松政策不变

在经济持续复苏背景下，日本央行行长黑田东彦表示，日本央行将继续实施当前的政策以支持经济，将继续大力放松货币政策，但也将警惕与超宽松政策相关的潜在金融风险；他表示，日本央行正在以一种灵活的方式购买 ETF。

财政方面，日本财务大臣麻生太郎表示，日本、英国、美国和法国等多数 G7 集团国家同意，现在不是撤回对受疫情打击的经济体的财政支持的时候。何时从疫情危机模式转向财政恢复模式至关重要，主要经济体应协调时机。日本的财政状况已经严重恶化，需要关注债券收益率。

虽然日本经济在持续复苏，但是复苏的程度依然有限，疫情风险依然没有解除，故日本央行维持宽松的货币政策和日本政策维持宽松的财政政策，对于经济的持续复苏至关重要。故在 2021 年前三季度，日本政府财政政策和日本央行货币政策不会急转弯，会继续当前的宽松，

刺激经济继续回暖。

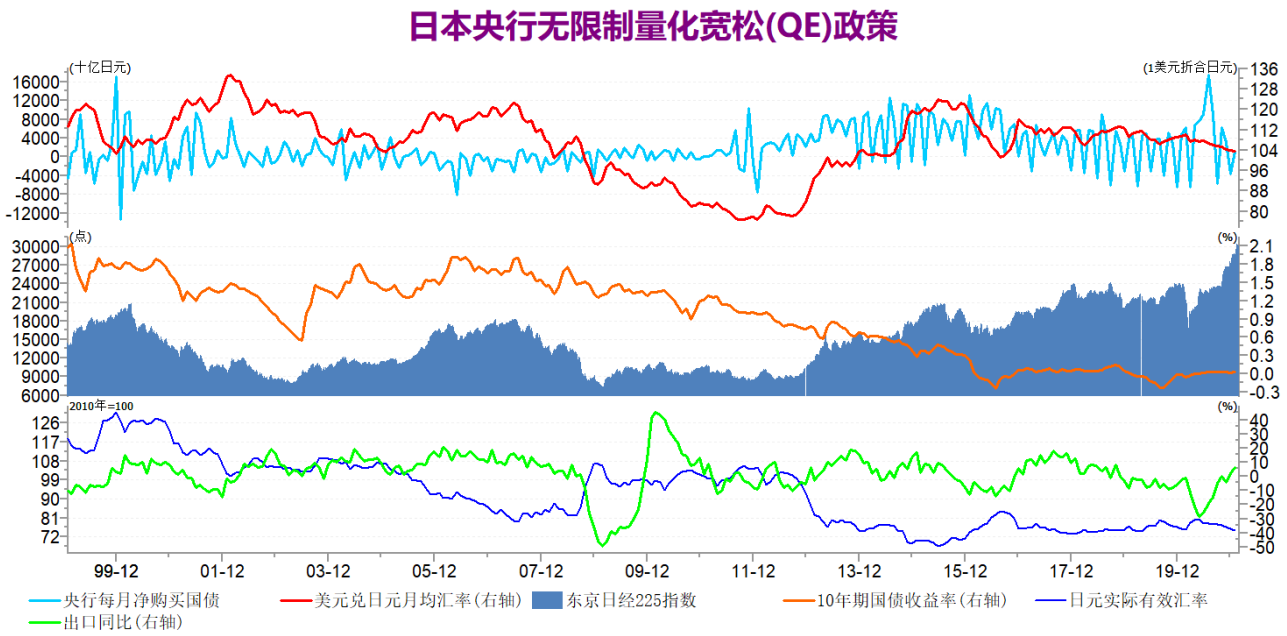


图 19 日本央行无限量 QE 政策

数据来源：Wind、方正中期研究院

第六部分 疫苗接种决定修复进展 新兴市场经济复苏程度有限

新兴市场方面，新冠肺炎疫情的趋势依然是最大的风险点，而政府对疫情的防控程度和疫苗的接种速速，则决定了本国经济的复苏状况。2021 年以来，新兴市场疫情虽然有明显好转，但是巴西、印度和南非的疫情依然严重，特别是巴西和印度的疫情完全陷入失控的状态，俄罗斯疫情有好转的迹象，但是依然处于二次疫情的困境中。作为老牌强国的俄罗斯可以借助辽阔的地域环境和先进的医疗技术和医疗资源，应对疫情，并且俄罗斯率先推出疫苗大幅缓解市场恐慌情绪。印度、巴西和南非以及整个非洲医疗技术和医疗资源都较为匮乏，政府当局难以做出有效的应对措施，疫情大面积蔓延，短时间内将会难以有效控制；巴西政府疫情防控措施不力，导致疫情大范围蔓延，整个国家疫情亦处于失控的状态。新兴市场疫情的大爆发对于本国经济的冲击将会比欧美发达国家更为严重，疫情的防控救助将会更加艰难，对经济的冲击亦会非常严重。当前，新兴市场疫情峰值虽然已过，但是依然严重，并且救助措施相对有限，故疫情风险将会继续冲击经济。

在疫情冲击下，印度、南非和巴西等新兴市场国家二季度经济均出现创纪录的萎缩，特别是印度二季度 GDP 同比大幅下跌 24%；三季度（当前仍未公布三季度数据）经济复苏动力较强，印度、巴西、南非和俄罗斯的制造业 PMI 和服务业 PMI 均大幅好转，为经济复苏提供动力，然经济虽然触底反弹修复，但是印度和南非的经济同比依然处于较大的萎缩中，印度同比跌 7.5%；另外几个经济体的央行均采取宽松的货币政策，多次降息和购债释放流动性刺激经济，政府方面亦是加大财政政策支持，从供需两端来调控经济，刺激经济回暖。预计几个经济体的四季度 GDP 将会继续环比增长，但是增长幅度大幅下降；但是同比恢复有限，依然处于衰退周期；2021 年一季度 GDP 环比涨幅继续回落，同比依然好转，但是同比突破零的可能性小。

疫情对新兴市场的冲击尤为严重，疫情的有效防控亦直接作用于经济的复苏进展。俄罗斯

疫情防控效果较为明显，故俄罗斯的经济衰退幅度有限，且复苏进展较快，预计 2020 年 GDP 将会萎缩 3.5%-4%，2021 年 GDP 将会增长 3%-4%；巴西疫情较俄罗斯严重，政府防疫无为是疫情失控主要原因，没有采取社交管控措施，故生产生活影响相对有限，2020 年 GDP 将会出现 4%-5%的萎缩，2021 年则会出现 3%-4%的增长；南非经济本就处于衰退期，疫情的发展则使得经济陷入深度衰退中，预计南非 2020 年 GDP 将会萎缩 7%-8%，2021 年开始复苏，但是复苏程度有限，经济增长动力不足，2021 年 GDP 或出现 2%-3%的增长；印度疫情完全失控，正常的生产生活受到极大的影响，4 月服务业 PMI 更是跌至 5.4 的历史低点，经济深度衰退可见一斑，预计 2020 年 GDP 将会出现 10%-12%的萎缩；2021 年开始复苏反弹，或出现 8%-10%的增长。新兴市场国家将会继续深化量化宽松政策，积极开展财政政策调控，当然未来的债务危机亦比较严重。

整体来看，因为疫情的发展与防控情况的差异，新兴市场国家经济复苏将会出现较大的分化，印度和南非经济将会因为疫情的持续恶化而表现最差，俄罗斯因为疫情防控的有效性则会表现最好，巴西经济表现亦会比较差，但是其复苏进展会快于印度和南非。

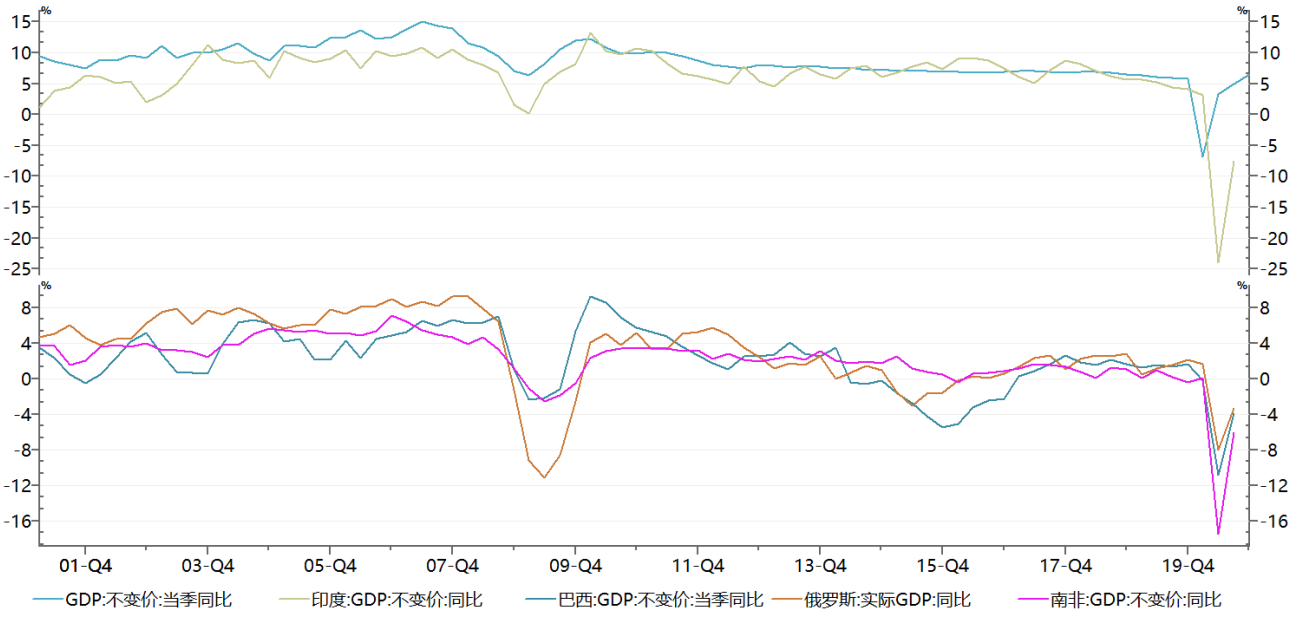


图 20 新兴市场国家 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

第七部分 全球宏观综合展望及资产配置分析

一、 全球宏观经济综合展望

2021 年以来，疫苗接种速度加快，全球疫情出现明显好转趋势，市场风险情绪高涨；随着疫苗接种的加速，叠加天气转暖利于疫情的防控，疫情好转趋势更加明显，预计在下半年则会进入尾声，当然疫苗在发达国家和发展中国家的分配不均问题是后期的一大风险点，需要重点关注疫苗的接种和分配问题。

欧美经济在 2020 年均陷入深度衰退中，当前疫苗广泛接种有效缓解疫情形势后，欧美日等经济体经济将会进入强劲复苏期，2021 年全球经济将会强势复苏。当然疫情影响与政策应对，疫情新常态下亦面临诸多的新风险点，如疫苗推广不及预期风险和分配不均问题、主权债务危机风险、通胀风险等，这些风险点仍需要警惕。

疫情风险消退，世界主要经济体均开启强劲复苏周期。拜登入主白宫后，重点解决疫情和经济复苏问题，美国经济复苏为主旋律，美国将推出 1.9 万亿的财政刺激措施，而美联储维持当前的宽松货币政策不变，后面不排除为财政政策买单的可能，将会在 2021 年下半年开始讨论缩减购债规模问题。受二次疫情影响，欧洲经济衰退程度要严重于美国，并且面临二次回落风险，经济复苏的步伐亦是慢于美国，欧洲央行将会维持宽松的货币政策以应对之，继续加码财政刺激的可能性相对较小。疫情的防控程度和全球有效需求的恢复程度，制约以贸易导向性为核心的日本经济，随着全球经济复苏，日本经济将会随之渐进复苏，日本的货币政策和财政政策都将会以稳为主。新兴市场方面，依然是疫情的防控程度决定经济复苏的分化。

二、 2021 年资产配置分析

疫情冲击，政策应对以及经济渐进复苏背景下，资产配置机会依然较为明显。

外汇方面重点关注美元指数和美债收益率，因为美元指数和美债收益率是大宗商品的锚。我们认为 3 月份美指局部反弹存在，但是反弹空间相对有限，整体将会是震荡走弱的趋势；后市来看美指跌破 90 关口后，会持续测试 88 的关键支撑位；在没有特殊影响因素下，美指将会在 88-92 的区间内偏弱震荡。

美债收益率方面，当前，在 OPEC+减产和全球原油需求逐步恢复影响下，原油价格已经恢复到疫情前的水平，其持续的上涨亦为美债收益率的上涨提供了动力；在 3 月份，宏观层面的乐观情绪以及市场普涨气氛对油价有进一步的提振，原油价格仍有上涨的空间，通胀预期仍较强，对于美债收益率形成支撑，因此十年期美债收益率将会稳定在 1.5%-1.6%上方。

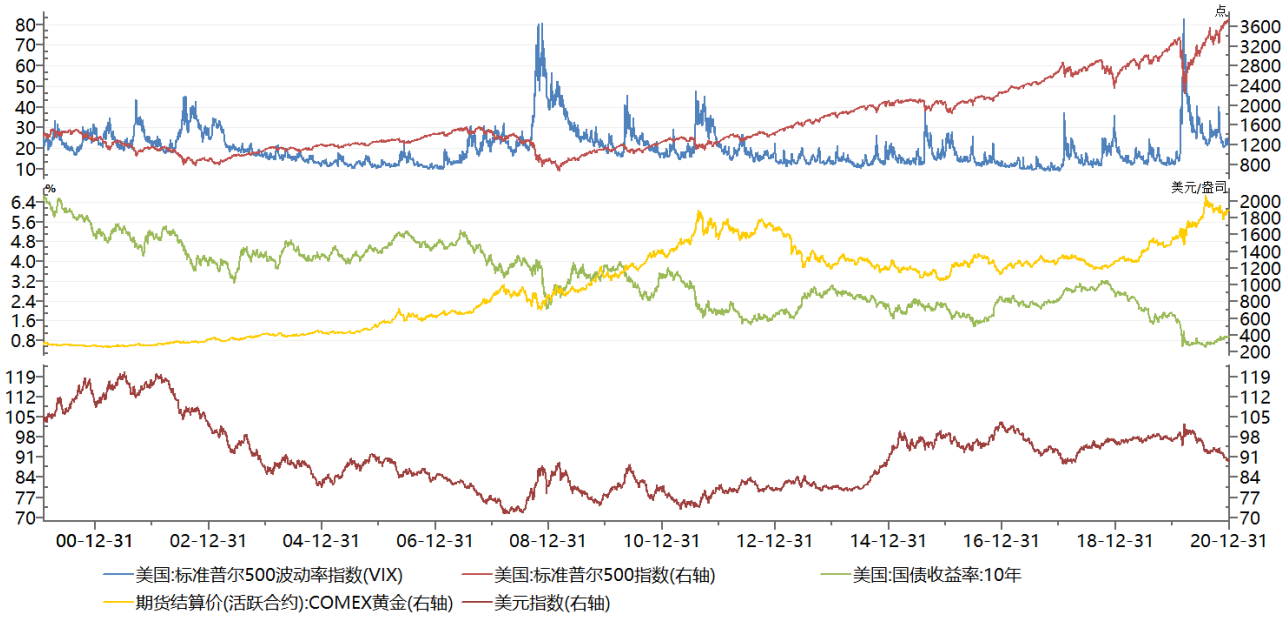


图 21　美元、美债与美股

数据来源：Wind、方正中期研究院

大宗商品整体方面，虽然 2 月底大宗商品出现较大回调，但是大宗商品超级周期已经开启，

预计在二季度将会达到顶峰，三季度开始则会震荡调整（乐观预期）或者震荡走弱（中性预期）。主要原因主要在于六个方面：第一，随着疫苗接种速度的加快，全球疫情好转趋势明显，疫情风险逐步消退，市场风险偏好情绪上升；第二，疫情风险消退后，全球经济进入强劲复苏期，大宗商品需求强劲继续提振大宗商品价格；第三，全球央行保持宽松的货币政策不变，最起码上半年会保持不变，持续的宽松放水利好大宗商品；第四，通胀预期持续上涨，通胀压力下大宗商品亦有上涨的动力与趋势；第五，美指虽然有局部反弹，但是长期震荡走弱的趋势不变，对于以美元计价的大宗商品价格而言亦形成利多；第六，十年期美债收益率持续上升，后市仍有较大的上涨空间，对大宗商品形成利多。综上六点，大宗商品超级周期已经开启，并且仍将会延续一段时间。大宗商品指数涨至近八年来的最高水平，在宏观利好进而带动供需面利好因素持续影响下，后市仍有较大的上涨空间。我们认为 3 月份依然是商品牛市，3 月份商品上涨空间依然较大，逢低做多是主流。

全球主要经济体将会维持超宽松的量化宽松政策，3 月份通胀压力显现，美元整体维持弱势，对于避险和抗通胀的黄金有利，而美债收益率的大幅上涨使得无息黄金承压，故短期的回落不改变整体的趋势，短期回落正是抗通胀黄金长期配置的机会。疫情好转后，全球经济渐进复苏，原油的需求将会逐步的恢复，当然 OPEC+产油国的产量亦会逐步的增加，但是整体需求会拉动油价，叠加美元指数弱势影响，我们认为 3 月份布伦特原油将会测试 70 美元关口。

对于有色板块而言，当前已经处于高位，特别是铜铝价格均处于高位，但是考虑到经济基本面的持续复苏、美欧持续的超宽松经济政策、美元指数的弱势等宏观因素，我们认为有色金属板块仍有上涨的空间，因此建议回调做多，谨慎做空。

整体来看，2021 年 3 月份，新冠肺炎疫情对全球金融市场和全球经济的影响继续减弱，全球经济深度衰退后，随着疫情风险消退，均进入强劲复苏中，欧美等主要经济体则维持超宽松的经济政策不变，促进经济的复苏。对于金融和商品市场而言，经济的强势复苏、超宽松的经

济政策、通胀风险的显现、美元的弱势等因素，市场风险偏好高涨，大宗商品及股市等风险资产仍有上涨空间，抗通胀资产仍有上涨空间，当然难免出现小幅回调风险，应该选择超跌或逢低时加仓风险资产，谨慎长线做空。

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；上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 7C	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；上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 11 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 号楼 4 层 408 室	010-68578987
河北分公司	唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 360 号 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
湖南第一分公司	长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦 26 层 2618、2619、2620、2621、2622、2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、2306 房	0731-84118337
北京朝阳营业部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881205
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路 9 号 1 号楼 12 层 8-9 号	010-62681567
北京石景山营业部	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号 2608、2609	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津经济技术开发区第一大街 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-B81107	0472-5210710
保定营业部	保定市朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
邯郸营业部	邯郸市丛台区中华大街 89 号大连友谊时代广场 B 座 1105 室	0310-3053688
青岛营业部	青岛市市南区香港中路 61 号阳光大厦 21 楼 EH 单元	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	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 909 室、906 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
上海南泉北路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南泉北路 429 号 1703 室	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8 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
常州营业部	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201
南京营业部	南京市栖霞区紫东路 1 号 E2 栋 444 室	025-58061185

南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路 359 号 1803、1804 室	025-58065958
苏州营业部	苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
苏州东吴北路营业部	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红谷中大道 1619 号国际金融中心 A 座 307 室	0791-83881026
武汉营业部	武汉市硚口区沿河大道与武胜路交汇处武汉硚口区长江食品厂 C 地块旧城改造商业、办公楼栋/单元 18 层 7 号	027-87267756
岳阳营业部	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 32/1124、1125（1 栋 1110、1111）	0731-28102713
郴州营业部	郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场（19 层 1902 号）	0736-7318188
深圳营业部	深圳市福田区梅林街道梅都社区中康路 128 号卓越梅林中心广场（北区）2 号楼 806	0755-82521068
广州营业部	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
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。