方正中期期货
FOUNDER CIFCO FUTURES



宏观金融
分册

2021 年度
中国期货市场年度报告

——大宗商品市场解读之——

新年致辞

尊敬的投资者您好！

2020 年中国期货市场在疫情期间运行平稳，有效地发挥了避险功能，有力支持了实体企业复工复产，全年期货市场资金量、成交量和持仓量均创历史新高，全年共上市 12 个新品种，累计上市 90 个期货期权品种。从助力扶贫工作来看，运用期货工具服务“三农，采用“保险+期货”模式保障农民基本收入和服务农业产业链，140 多家公司对接全国 380 多个扶贫点，积极践行金融扶贫的重要工作。

2021 年将是我国开启“十四五”计划和向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年的开局之年。2021 年我国期货市场风险管理作用将进一步凸显，不断扩大服务实体经济的空间，将形成期货与现货、场内与场外、线上与线下的互联互通，进一步促进衍生品市场的发展。2021 年我国期货行业将以习近平新时代中国特色社会主义思想和党的十九届五中全会精神为指引，积极贯彻党中央、国务院关于经济金融工作的决策部署，从国家战略高度建设好期货期权市场和增强国际定价影响力，实现服务于国民经济和实体企业的根本宗旨，努力在服务经济高质量发展和国家重大战略方面发挥更大的作用。

作为推动期货市场发展的重要力量和期货行业头部公司，方正中期期货“以金融服务成就美好生活”作为企业发展的使命，以“成为广受客户信赖的金融衍生品综合服务商”作为企业发展的愿景，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，更为专注地发展期货业务，更为用心地提高研发、IT 和客户服务水平，为广大投资者提供更丰富、更及时、更加贴近市场的产品与服务。

2021 年方正中期期货经营班子将带领全体员工积极开展期货期权经纪、资产管理、股票期权经纪、投资咨询、风险管理和基金销售等各项业务，并积极参与各家交易所、期货业协会的“保险+期货”扶贫项目，积极承担企业社会责任，继入选 2018 国务院扶贫办“企业扶贫 50 佳案例”和荣膺人民日报社评选的“2019 年度中国精准扶贫企业”后将继续践行金融机构服务实体经济和落实精准扶贫支持“三农”的各项工作，围绕服务实体经济需求，不断做好“保险+期货”、仓单服务、基差贸易、场外衍生品和做市商等风险管理业务，实现期货市场服务国民经济的根本宗旨。2021 年方正中期期货将与广大投资者同舟共济，我们将锐意改革、团结协作、不断创新，力争公司各项业务再创辉煌！

饮水思源，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。因为广大投资者的每一次参与、每一个建议，我们会更加努力，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。

在 2021 年来临之际，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 总裁
上海际丰投资有限责任公司 董事长

2021 年 1 月

公司简介

方正中期期货有限公司（简称“方正中期期货”）是由方正证券股份有限公司（简称“方正证券”）控股的大型综合类期货公司，目前在北京、上海、长沙、天津、包头、保定、邯郸、唐山、青岛、太原、西安、南昌、武汉、宁波、杭州、常州、南京、苏州、扬州、岳阳、株洲、郴州、常德、广州、深圳等地设有 36 家分支机构。同时，依托方正证券旗下营业网点，已逐步形成覆盖全国的业务网络。

方正中期期货是中国期货业协会理事单位（001 号会员）、大连商品交易所理事单位、郑州商品交易所监事单位、北京期货商会副会长单位；上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所会员及中国金融期货交易所交易结算会员；公司具有开展商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售业务资格；下设子公司——上海际丰投资管理有限责任公司（简称“际丰投资”）从事风险管理等相关业务。

作为中国期货行业最早成立的公司之一，方正中期期货以传统经纪业务为根基，在巩固市场优势地位的同时，持续推动业务转型升级，打造行业领先的综合金融服务平台。公司以经纪业务为资源平台，不断加快资产管理、风险管理等相关创新业务的发展步伐，行业排名、市场竞争力、总体盈利水平等均实现稳步提升。

近年荣誉

2020 年

- 证券时报-券商中国 2020 中国优秀期货公司君鼎奖
- 证券时报-券商中国 2020 中国杰出 IT 服务期货公司君鼎奖
- 人民日报-国际金融报 2020 先锋期货公司
- 证券时报-期货日报 中国期货公司最佳掌舵人 许丹良
- 证券时报-期货日报 最佳宏观策略分析师
- 证券时报-期货日报 最佳金融期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳农副产品期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳工业品期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳金融量化策略工程师
- 证券时报-期货日报 最佳期权分析师

2019 年

- 中国金融期货交易所 优秀会员白金奖
- 郑州商品交易所 优秀会员
- 郑州商品交易所 品种服务优秀会员（玻璃）
- 郑州商品交易所 品种服务优秀会员（动力煤）
- 郑州商品交易所 品种服务优秀营业部（玻璃）邯郸营业部
- 郑州商品交易所 品种服务优秀营业部（动力煤）上海世纪大道营业部
- 大连商品交易所 优秀会员金奖
- 大连商品交易所 优秀产业服务奖
- 大连商品交易所 优秀机构服务奖
- 大连商品交易所 优秀农产品服务奖
- 大连商品交易所 优秀化工产品服务奖
- 大连商品交易所 优秀黑色产品服务奖
- 大连商品交易所 优秀期权市场服务奖
- 大连商品交易所 优秀国际市场服务奖
- 大连商品交易所 优秀技术支持奖
- 上海期货交易所 优秀会员金奖
- 上海期货交易所 钢材产业服务奖
- 上海期货交易所 铜产业服务阿奖
- 上海期货交易所 铅锌产业服务奖
- 上海期货交易所 镍产业服务奖
- 上海期货交易所 黄金产业服务奖
- 上海期货交易所 白银产业服务奖
- 上海期货交易所 能化产业服务奖
- 上海国际能源交易中心 优秀会员奖
- 私募排排网 最值得信赖金融机构资管奖
- 第十三届全国期货实盘交易大赛 优秀交易指导奖
- 东方财富风云榜-最佳期货公司
- 第十七届中国财经风云榜 杰出掌门人
- 第十七届中国财经风云榜 期货业扶贫奖
- 第十七届中国财经风云榜 期货业品牌奖
- 证券时报-券商中国 2019 中国杰出 IT 服务期货公司君鼎奖
- 证券时报-期货日报 中国最佳期货公司
- 证券时报-期货日报 中国期货公司金牌管理团队
- 证券时报-期货日报 中国期货公司最佳掌舵人 许丹良
- 证券时报-期货日报 中国金牌期货研究所 方正中期期货研究院
- 证券时报-期货日报 最佳精准扶贫突出贡献奖
- 证券时报-期货日报 最佳资产管理领航奖
- 证券时报-期货日报 最佳期货 IT 系统建设奖
- 证券时报-期货日报 最佳中国期货经营分支机构奖 方正中期期货上海期货大厦营业部
- 证券时报-期货日报 最受欢迎期货经营机构公众号
- 证券时报-期货日报 最佳宏观策略分析师
- 证券时报-期货日报 最佳金融期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳农副产品期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳工业品期货分析师
- 证券时报-期货日报 最佳期权分析师
- 人民日报-国际金融报 中国精准扶贫企业

重 要 事 项

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期期货研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期期货研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，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。本报告版权归方正中期期货有限公司所有。

期 市 有 风 险， 投 资 需 谨 慎

全球宏观：寒冬褪去冬归尽 冰融水暖喜迎春

——2020 年市场回顾与 2021 年展望

方正中期期货 王骏 史家亮

➢ 摘要

- 2020 年以来，新冠肺炎疫情取代全球贸易争端，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。2021 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，疫情将会出现明显好转，疫情在下半年则会进入尾声，因此需要重点关注疫苗的量产和分配问题。
- 各国政府采取严格的社交管控措施，全球经济陷入深度衰退中。欧美日等央行和政府迅速推出超宽松的经济政策，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；主要经济体在下半年进入复苏阶段，其复苏进展与本国疫情防控和相关政策密切相关。因疫情、体制和政策目标不同，美欧日 2021 年经济政策将会出现分化，如联储货币政策相对稳定，而财政政策则会更加积极。2021 年经济整体将延续渐进复苏趋势，当然依然难以恢复到疫情前水平，同比大幅上涨是建立在低基数的基础上的。对于市场而言，经济的渐进复苏、超宽

松的经济政策、美元的弱势等因素，避险资产仍有上涨空间，大宗商品及股市等风险资产亦有上涨空间。

- 2021 年，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均进入渐进复苏中，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，经济的渐进复苏、超宽松的经济政策、美元的弱势等因素，市场风险偏好高涨，避险资产仍有上涨空间，大宗商品及股市等风险资产仍有上涨空间，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。

目录

第一部分 疫情冲击与政策应对 商品市场 V 型反弹 5

一、新冠肺炎疫情突如其来 疫苗进展为关注焦点 5

二、经济政策宽松无底线 货币财政调整预期分化 7

三、金融和商品市场 V 型反弹 未来仍有上涨空间 8

四、美元指数进入下行区间 2021 年震荡走弱可能性大 12

第二部分 全球经济渐进复苏 诸风险点仍需警惕 14

一、全球经济深度衰退后 将会持续复苏 14

二、后疫情时代诸风险点仍需警惕 17

第三部分 防疫和政策影响节奏 美国经济复苏主旋律持续 20

一、美国经济超预期反弹 渐进复苏将会持续 21

二、美联储货币政策趋于中性 低利率和量化宽松将长期维持 23

第四部分 欧洲经济二次探底 经济复苏步伐缓慢 25

一、欧洲二次疫情恶化冲击经济 26

二、欧元区三季度 GDP 超预期复苏 然疫情失控或使经济再度探底 26

三、疫情和脱欧双重冲击 英国经济复苏缓慢 27

第五部分 疫情与外贸主导日本经济 经济复苏道阻且长 29

一、内外需主导日本经济变动 30

二、日本企业活动持续低迷 经济复苏动力不足 33

第六部分 疫情应对决定修复进展 新兴市场经济复苏分化 34

第七部分 全球宏观综合展望及资产配置分析 36

一、全球宏观经济综合展望 36

二、2021 年资产配置分析 38

第一部分 疫情冲击与政策应对 商品市场 V 型反弹

一、新冠肺炎疫情突如其来 疫苗进展为关注焦点[1]

2020 年以来，新冠肺炎疫情取代全球贸易争端，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。疫情率先在中国爆发，中国政府采取严格的社交管控措施，2 月中下旬新增确诊人数出现下降趋势，3 月初疫情得到有效的控制；随后，疫情逐步在欧洲、美国以及新兴市场（俄罗斯、巴西、印度等）相继爆发，政府的防疫管控措施决定了疫情的进展，欧洲严格的社交管控措施使得一次疫情得到有效控制，美国、巴西以及印度等国家，防疫措施不到位或者消极防疫，国内疫情愈发严重。

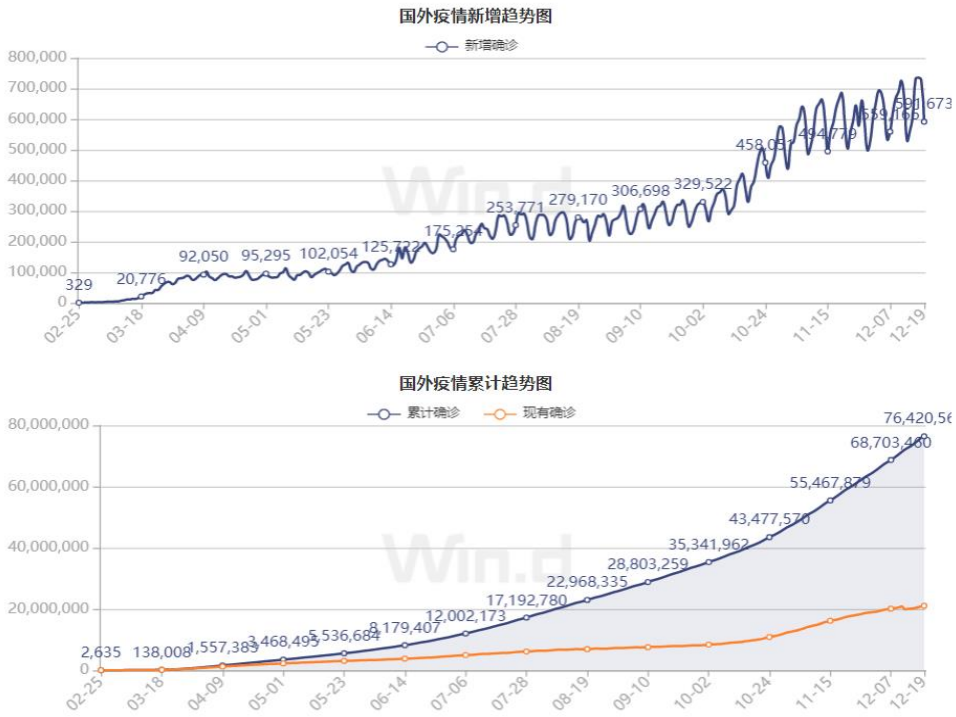

图 1-1 海外疫情趋势走势图

资料来源：Wind、方正中期研究院

1 详细分析请见 20201203 方正中期期货微信公众号-2021 年全球宏观经济展望专题二（疫情篇）：《疫情仍无明显好转趋势 疫苗进展为关注焦点》

一次疫情仍在全球蔓延之际，二次疫情开始了局部爆发，而欧洲二次疫情的全面爆发更是将二次疫情推向顶峰。10 月初，欧洲二次疫情全面爆发，各主要经济体则采取新一轮的社交管控措施以应对二次疫情的冲击，持续复苏的经济则再度恶化，当前，欧洲二次疫情虽然顶峰已过，但是依然较为严重。二次疫情未结束之际，三次疫情来袭。美国政府防疫的不作为，美国大选集会无视社交距离的要求以及温度下降加快疫情蔓延。

当前，欧洲二次疫情依然严重，美国三次疫情持续恶化，巴西、印度等新兴市场疫情仍没有明显好转的趋势，国内二次疫情风险依然存在。2020 年剩余时间以及 2021 年初，天气寒冷利于疫情的传播，疫情不会出现明显好转趋势，将会继续影响经济。2021 年二季度，随着疫苗（国内疫苗、辉瑞疫苗、阿斯利康疫苗等）的量产与广泛应用，叠加天气转暖利于疫情的防控，疫情将会出现明显好转趋势，疫情在下半年则会进入尾声，历时两年的新冠肺炎疫情亦将会过去。当然疫情的大幅好转，与疫苗的问世、量产和分配等问题密切相关，疫苗的大量使用是新冠肺炎疫情进入尾声的关键。

虽然在即将来临的 2021 年，疫情会因为疫苗的的量产和广泛接种而出现明显好转，但是疫情好转趋势的明显迹象是何时，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。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。

二、经济政策宽松无底线 货币财政调整预期分化[2]

疫情冲击下，市场恐慌情绪引发全市场的抛售，金融市场和商品市场均出现大幅下跌，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。

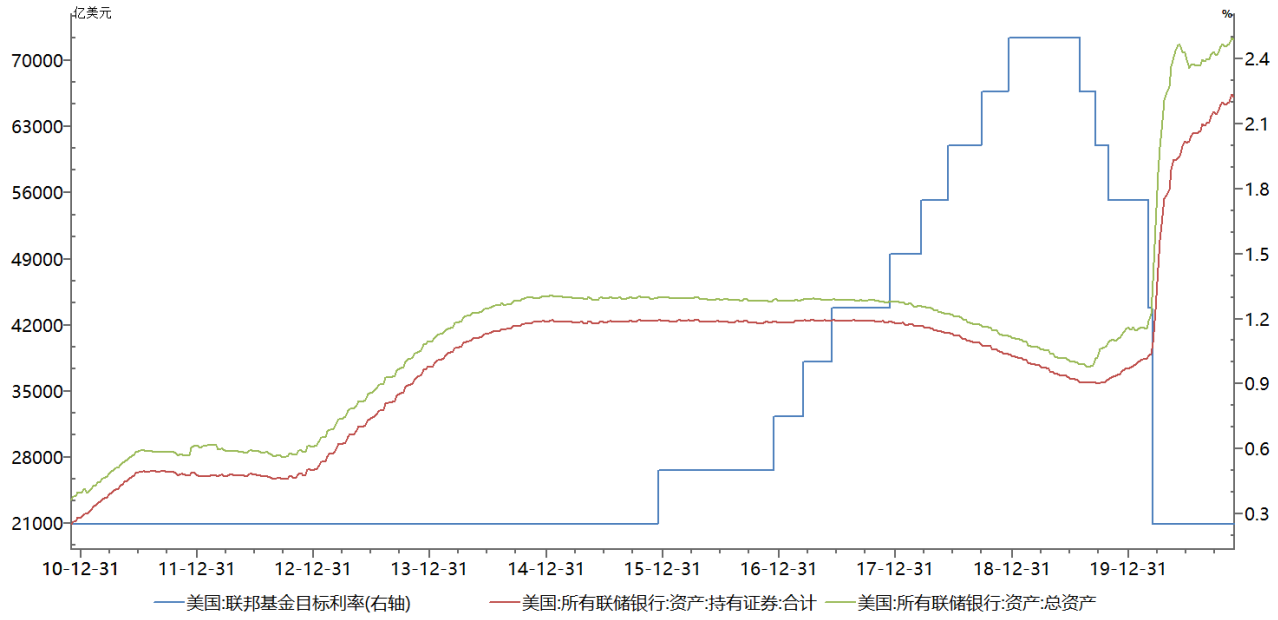

图 1-2 美联储超宽松货币政策分析图

资料来源：Wind、方正中期研究院

2 详细分析请见 20201201 方正中期期货微信公众号-2021 年全球宏观经济展望专题一（政策篇）：《经济政策宽松无底线 货币财政调整预期将分化》

因疫情、体制和政策目标不同，美欧日 2021 年经济政策将会出现分化，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，而财政政策则会更加积极，不排除出现 2 万亿以上的财政刺激规模；欧洲继续深化货币政策的可能性大，财政政策则会保持稳定，进一步采取措施的可能性较小；日本货币政策和财政政策均有可调整的空间，但是财政政策的调整空间要大于货币政策的调整空间。

三、金融和商品市场 V 型反弹 未来仍有上涨空间[3]

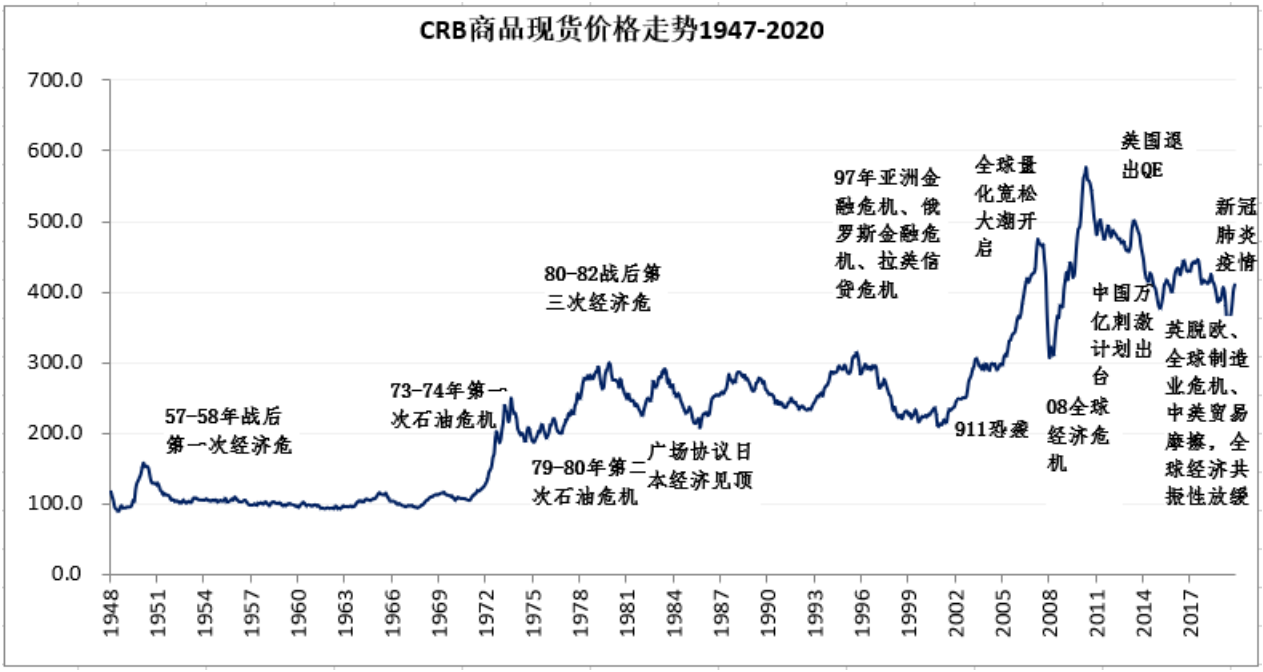

图 1-3　CRB 商品现货指数走势（1947-2020）

资料来源：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

3 详细分析请见 20201221 方正中期期货微信公众号-2021 年全球宏观经济展望专题六（资产配置篇）：《经济复苏与美元弱势 大宗商品仍有上涨空间》

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。

2021 年，欧美央行量化宽松政策将会持续，美国政府新一轮万亿财政刺激措施将会实施，流动性继续释放背景下，有助于大宗商品价格的上涨，并且全球主要经济体经济将会持续的复苏，亦有助于大宗商品价格的上涨，CRB 指数仍有上涨的空间。

四、美元指数进入下行区间 2021 年震荡走弱可能性大[4]



图 1-4 美元指数走势分析（1971-2020）

资料来源：Wind、方正中期研究院

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。

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。随着欧美央行一系列的量化宽松措施的实施，流动性危机缓解，美元指数上涨趋势结束；美联储超低的利率水平

4 详细分析请见 20201214 方正中期期货微信公众号-2021 年全球宏观经济展望专题五（美元指数篇）：《美元指数先扬后抑 2021 年震荡走弱趋势将持续》

和超宽松的货币政策，持续为市场注入流动性，美国政府近 3 万亿的财政刺激措施，叠加美国疫情持续恶化冲击美国经济基本面，美元指数持续下跌至 91.7，跌幅达到 10.95%；9 月后，美国大选、美国新一轮财政刺激措施的谈判困局以及美国经济的复苏等因素，使得美元指数则处于 90-94.7 的区间震荡调整。

展望 2020 年底和 2021 年，诸多因素将综合影响美元走势。

首先，美国货币政策将会相对稳定，超低的利率保持不变，超宽松的货币政策维持不变或者出现小幅的调整，实际利率本就处于负值区间，随着通胀的持续上升，实际利率将会进一步的回落，这将会使得美元指数继续承压下行。

其次，拜登入主白宫后，美国政府将会推出新一轮的万亿财政刺激措施（美国财政政策一方面直接派发现金，另一方面则是会改变货币乘数，相当于变相的释放流动性），2021 年财政刺激措施或达到 2 万亿以上，大规模的财政刺激措施亦会使得美元指数承压。

最后，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，这将会支撑美元指数，避免美元指数出现大幅的回落。

综上三条核心影响因素，我们认为美元指数局部反弹是必然，但是反弹空间相对有限，整体将会是震荡走弱的趋势；2021 年美元指数跌破 90 关口后，会持续测试 88 的关键支撑位，若跌破可能会测试 84 附近支撑位；在没有特殊影响因素下，美元指数将会在 88-95 的区间内偏弱震荡。

第二部分 全球经济渐进复苏 诸风险点仍需警惕

一、全球经济深度衰退后 将会持续复苏[5]

世界三大经济组织及欧盟全球主要经济体经济预测（20201207）																
GDP预测（同比）	IMF（2020-12-7）				世界银行（2020-12-7）				经合组织（2020-12-7）				欧盟（2020-12-7）			
	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	-4.4	5.2	4.2	2.8	-5.2	4.2	2.7	2.8	-4.2	4.2	3.7				
美国经济预测	2.2	-4.3	3.1	2.9	2.2	-6.1	4	1.7	2.2	-3.7	3.2	3.5	2.2	-4.6	3.7	2.5
中国经济预测	6.1	1.9	8.2	5.8	6.1	1	6.9	5.7	6.1	1.8	8	4.9				
欧元区经济预测	1.3	-8.3	5.2	3.1	1.3	-9.1	4.5	1.3	1.3	-7.5	3.6	3.3	1.3	-7.8	4.2	3
英国经济预期	1.3	-9.8	5.9	3.2					1.3	-11.2	4.2	4.1	1.3	-10.3	3.3	2.1
日本经济预测	0.7	-5.3	2.3	1.7	0.7	-6.1	2.5	0.4	0.7	-5.3	2.3	1.5	0.7	-5.5	2.7	0.9
俄罗斯经济预测	1.3	-4.1	2.8	2.3	1.3	-6	2.7	1.8	1.3	-7.3	5					
印度经济预测	6.1	-10.3	8.8	8	6.1				6.1	-10.2	-9.9	7.9				
巴西经济预测	1.4	-5.8	2.8	2.3	1.4	-8	2.2	2.4	1.4	-6	2.6	2.2				
南非经济预测	0.1	-8	3.1	2.5	0.1	-7.1	2.9	1.5	0.1	-8.1	3.1	2.5				

图 2-1 世界三大经济组织及欧盟经济预测统计
资料来源：Wind、方正中期研究院

2020 年以来，新冠肺炎疫情取代贸易争端，成为全球核心的系统性风险。疫情先后在中国、伊朗、欧洲、美国以及新兴市场（俄罗斯、巴西、印度和非洲）等地爆发，各国均采取严格的社交管控措施，暂停经济运行，以应对疫情的蔓延。中国举全国之力通过严格的社交防控措施，最先控制住疫情，然二次疫情风险依然存在；作为疫情第二阶段的美欧等国，因为对疫情的防控管制措施的不同，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；而作为疫情第三阶段的新兴市场疫情虽然已过峰值，但是印度、巴西、俄罗斯等新兴市场国家疫情依然严重。主要资源国受到冲击，大宗商品供给端扰动依然存在；而疫情再度恶化，需求端和就业市场再度受到冲击。严格的社交管控措施，服务业、制造业等均陷入停滞或半停滞状态，上半年全球主要经济体相继陷入深度衰退。上半年，IMF、经合组织和世界银行纷纷大幅下调世界主要经济体经济预期；下半年，随着疫情防控的有序进行，经

5 详细分析请见 20201207 方正中期期货微信公众号-2021 年全球宏观经济展望专题三（经济综述篇）：《寒冬褪去 春天不远》

济复苏超预期，IMF、经合组织和世界银行等小幅上调全球经济增速预期。整体来看，主要经济组织预计 2020 年全球经济将会出现 4.5%-5%的萎缩，四季度经济二次探底的悲观预期情况下可能会超过 5%的萎缩；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。

世界主要投行经济预测（20201207）																				
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	-3.9	6	4.6	2.8	-3.8	5.6		2.8	-4	5.4					
美国经济预测	2.2	-3.4	5.1	1.6	2.2	-3.5	5.3	3.8	2.2	-3.6	3.3	3.3	2.2	-3.6	3.7	3.8	2.2	-3.5	5.9	4.1
中国经济预测	6.1	2.1	8.2	5.5	6.1	2	7.5		6.1	2	8.6	5.5	6.1	2.2	9.5	5.6	6.1	2.3	9	5.4
欧元区经济预测	1.3	-7.3	4.4	3.4	1.3	-7.2	5.3	4.3	1.3	-7.3	4.7	4.4	1.3	-8	5.4	3.5	1.3	-7.2	5	
日本经济预测	0.7	-5.4	2.3	1	0.7	-5.3	3.3		0.7	-5.1	3	1.7	0.7	-6.2	1.7	1.7	0.7	-5.2	2.4	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	-3.6	5.6	4.4	2.8	-3.8	5.6		2.8	-3.9	6.1	5	2.8	-3.7	4		2.8	-4	5.6	3.5
美国经济预测	2.2	-3.4	4.3	3.5	2.2	-3.6	4.5		2.2	-3.6	4	4.2	2.2	-3.6	4.2		2.2	-3.5	4.2	2.8
中国经济预测	6.1	2.3	8.4	5.5	6.1	1.8	8.5	5.6	6.1	2.1	8.2	6	6.1	2.2	7.1		6.1	2.2	9.5	5.8
欧元区经济预测	1.3	-7.1	4.6	4.8	1.3	-7	3.9		1.3	-7.4	6.2	5	1.3	-7.6	4.6		1.3	-7.4	3.7	2.9
日本经济预测	0.7	-5.4	3	2.2	0.7	-5	3.2		0.7	-5.3	3.6	2.2	0.7	-5	1.5		0.7	-5.8	2.4	2

图 2-2 主要投行对经济增速依然悲观

资料来源：Wind、方正中期研究院

2020 年上半年，不仅三大经济组织不断大幅下调全球经济预期，世界主要投行亦大幅下调世界主要经济体的经济预测，下半年以来，社交管控措施陆续放松，主要经济体据开启经济复苏模式，复苏的速度和幅度均超市场预期，故世界主要投行开始小幅提升各主要经济体 2020 年的经济预期，当然深度衰退的整体趋势是难以改变的，2021 年经济显著复苏亦是确定的。下面分国家具体分析：

全球方面，IMF 和经合组织分别将全球经济增速上调为-4.4%和-4.5%，将 2021 年全球经济增速上调为 5.2%和 5%；各主要投行对全球经济增速预期相对乐观，2020 年下半年亦是不断上调经济增速预期，预期萎缩区间在 3.5%-4%之间。整体来看，世界三大经济组织和世界主要投行关于 2020 年经济增长的预测区间为-3.5%--4.5%，2021 年出现大幅反弹，经济增长的预期区间在 5%-6%。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 2020 年全球 GDP 经济录得萎缩 3.5%-4%的可能性大，2021 年经济将会出现 5%-5.5%的增长。

美国方面，美国疫情持续恶化对经济的冲击较为明显，美国四季度经济或出现二次回落，但是整体复苏趋势是超预期的。世界三大经济组织和主要投行对于美国 2020 年经济预期比较乐观，预期区间从-4%--6%下调至-3.5%--4.5%的区间，2021 年经济增速区间在于 3.5%-4.5%；随着美国企业复工复产速度加快，经济复苏速度快于前期的市场预期，经合组织、花旗、摩根大通、摩根士丹利、巴莱克银行、美银美林、瑞银集团、瑞士信贷以及富国银行均不同程度上调了美国经济预期，我们预计 2020 年 GDP 将会出现 3.5%-4%的萎缩，2021 年美国经济持续复苏，或出现 4%-4.5%的增长。

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，三大经济组织和世界主要投行对于中国 2020 年经济预期区间为 1.8-2.2%之间，对于 2021 年的经济增速预期在 7%-9%之间。疫情的有效防控，中国经济的强复苏是必然，中国 2020 年经济出现 2-2.3%的增长的可能性大，要明显强于欧美日的负增长预期。2021 年，中国经济继续大幅增长，德银、摩根和富国银行更是将中国 2021 年经济增长预期提升到了 9.2%-9.5%。预计中国 2021 年经济增速将会达到 8%-9%区间。

欧元区方面，2020 年上半年，欧元区国家疫情得到有效控制，各国陆续放松社交管控措施，推进企业复工复产，经济复苏亦超预期；然而下半年二次疫情大爆发，对欧元区的冲击亦非常严重，欧元区经济或出现二次探底的可能；本已濒临经济衰退的欧元区经济，受两次疫情冲击，萎缩程度更为严重。三大经济组织和主要投行预计 2020 年欧元区 GDP 将会出现 7%-9%的萎缩，2021 年则会大幅修复反弹，预测区间在 4%-5.5%。基于疫情的有效防控和协议脱欧的影响，我们认为欧元区 2020 年 GDP 将会萎缩 6.5%-7.5%，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%-6%的增长。

日本方面，日本疫情弱于欧美疫情，并且前期就跟随中国采取了严格的防控措施，故疫情对经济的冲击要弱于欧美；但是日本经济本来就处于低增长状态，全球疫情导致需求不足，严重拖累日本的进出口贸易，内需不足亦严重制约日本经济，日本经济下降幅度亦较大，世界主要投行关于日本 2020 年经济预期空间为-5%--6.5%之间，2021 年则出现回调，回调的幅度要小于中欧美等国，预期区间为 2%-3%。我们认为 2020 年日本 GDP 将会萎缩 5%-5.5%；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 2.5%-3.5%的增长。

二、后疫情时代诸风险点仍需警惕[6]

2020 年，新冠肺炎疫情取代贸易争端和政治不确定性，成为全球核心的系统性风险。当前，全球疫情进入新常态，美国 2020 年大选临近尾声，最大的政治风险解除，拜登将入主白宫，贸易争端风险预期减弱，英国脱欧谈判近期亦会有明显进展。2021 年是全球经济渐进复苏的关键期，然后疫情时代诸多风险仍需警惕，最核心的则是疫情以及疫苗风险、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。

虽然在即将来临的 2021 年，疫情会因为疫苗的的量产和广泛接种而出现明显好转，但是疫情好转趋势的明显迹象是何时，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。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

6 详细分析请见 20201208 方正中期期货微信公众号-2021 年全球宏观经济展望专题四（风险篇）：《后疫情时代诸风险点仍需警惕》

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。

2020 年，新冠肺炎疫情取代贸易争端和政治不确定性，成为全球核心的系统性风险。当前，全球疫情进入新常态，美国 2020 年大选临近尾声，最大的政治风险解除，拜登将入主白宫，贸易争端风险预期减弱，英国脱欧谈判近期亦会有明显进展。2021 年是全球经济渐进复苏的关键期，然后疫情时代诸多风险仍需警惕，最核心的则是疫情以及疫苗风险、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。

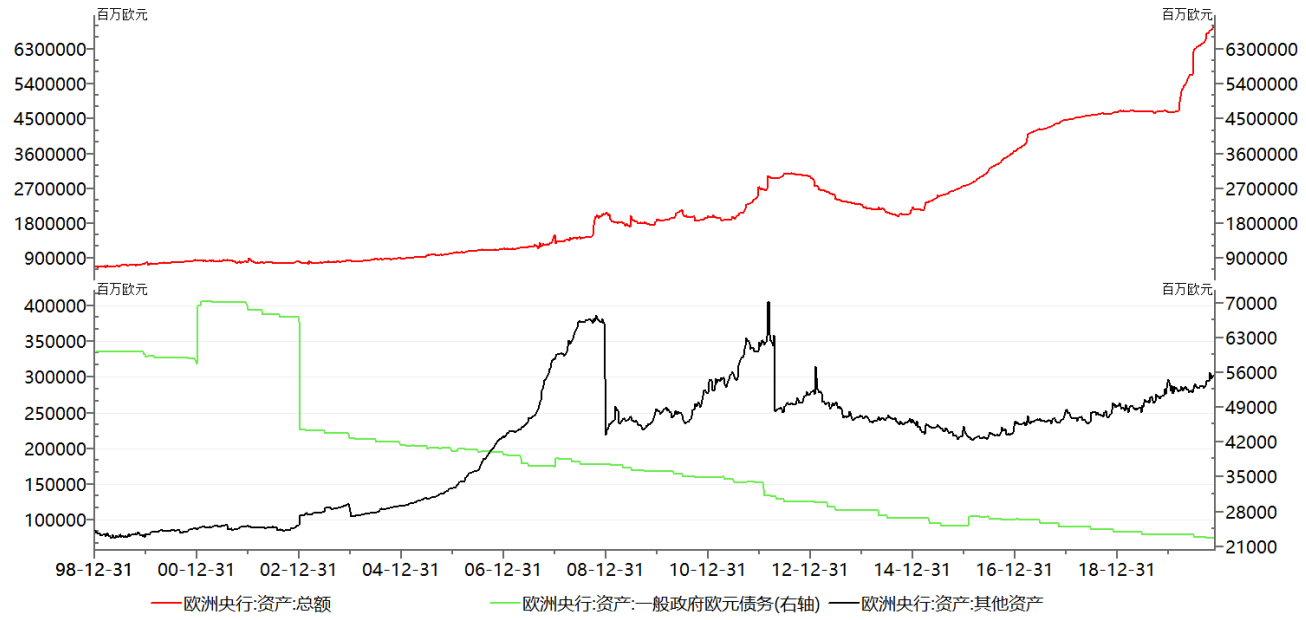

图 2-3 欧洲央行资产负债表规模
资料来源：Wind、方正中期研究院

政府方面，美国政府实施了四轮近 3 万亿的财政规模刺激，持续的财政刺激措施使得美国政府债务压力剧增，当前美国外债占 GDP 的比重已经达到 120%以上。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 年仍需警惕通胀风险。美国方面，经济持续超预期复苏，美国通胀在三季度明显改善；2021 年在 2020 年低基数的背景下将有所放大；但是，在联储和联邦政府持续放水背景下，通胀幅度有多高，持续时间有多长，仍有不确定性。2020 年释放的流动性，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。但由于疫情限制和永久性冲击仍然不明朗，货币流动速度依旧低位，通胀切实大幅上行还需要更明确的信号支持。欧元区方面，2020 年 3 月以来，疫情冲击使得需求断崖式下降，降低物价水平，另外受到欧盟复苏基金设立及其他一些利好政策，欧元持续升值压低了进口价格，抑制了通胀；2020 年三季度，欧元区通胀同比连续低于零，连续 3 个月陷入通缩，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。随着经济的持续复苏，需求将会进一步的修复，叠加低基数的影响，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。

以上风险以外，中东、美俄等地缘政治风险依然存在，英国虽然协议脱欧取得阶段性进展但是仍有分歧，贸易争端虽然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，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。整体来看，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。

第三部分 防疫和政策影响节奏 美国经济复苏主旋律持续

2020 年美国大选临近，特朗普政府进行战略转移，调整高度不确定且极端的政治经济政策，旨在为大选连任赢得更多的筹码。与中国签署第一阶段贸易协议，签署美墨加签署自由贸易协议，美欧冲突方面亦释放缓和信号，与塔利班签署和平协议，特朗普企图通过缓和贸易局势和军事冲突，宣传政绩为大选赢得筹码，赢得国内反对战争民众的支持，赢得大选。然而新冠肺炎疫情的大流行却改变了这一现状：3 月份，疫情大流行成为核心风险点，经济活动被迫陷入停滞，年初本有明显复苏迹象的美国经济深度萎缩；贸易争端暂时被搁置，但是疫情的蔓延使得各国以邻为壑，封城封境，贸易全球化被打破，全球化治理受到质疑；美国大选被弱化，抗疫不利使得特朗普政府的支持率大幅下降。美国疫情持续恶化，特朗普政府抗疫不力是疫情失控的直接影响因素，而民众的个人主义则是疫情失控的核心影响因素；社会持续的动荡和过早的放松社交管控措施亦是导致了疫情的恶化。面对疫情的持续恶化，美国联邦政府采取超级宽松的经济措施，累积采取了四轮共计 2.8 万亿的财政刺激措施，新一轮的财政刺激措施和基建措施呼之欲出；美联储则是连续两次紧急降息至零利率，并采取无限量的超级宽松 QE，联储资产负债表规模大涨 80%。

后疫情时代，美国供需、通胀、制造业和服务业 PMI、就业等数据下半年整体表现略超预期，持续的复苏回暖，助力经济超预期复苏。美国疫情再度恶化，经济复苏受到二次冲击，政府刺激措施到期后难以推出新一轮的刺激措施，供需两端疲弱下行，就业市场亦出现疲弱迹象，美国经济复苏的步伐和幅度受到一定冲击，但是超预期的宏观经济数据表现仍然可以说明经济复苏的超预期性和持续性。预计美国经济的修复速度会短暂放缓，预计四季度 GDP 环比将会出现大幅回落，不排除跌至个位数，而同比数据则会继续好转，但是能突破零增长的可能性相对较小。美国 2020 年全年 GDP 亦会萎缩 3.5%-4 %；2021 年，疫苗量产后将会广泛的接种，拜登上台后亦会加大疫情防控措施以控制疫情的

蔓延，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 4%-4.5%的增长，GDP 同比增长率的峰值会出现在二季度，整体呈现先强后弱趋势，但是经济复苏是持续的，能回到疫情前的经济水平的可能性不大。需要重点关注美国疫情和疫苗的进展；美联储和美国政府则会维持超宽松的货币政策和财政政策不变。

一、美国经济超预期反弹 渐进复苏将会持续

受疫情大爆发影响，美国二季度经济环比折年率大幅下跌 31.4%，刷新历史最大跌幅；随着社交管控措施的放松，复工复产持续推进，叠加美国超宽宽松货币政策和积极的财政政策，从供需两端拉动经济，美国三季度 GDP 年化季率超预期录得 33.1%，刷新历史新高。同比来看，美国二季度 GDP 同比下滑 9.03%以后，三季度 GDP 同比出现边际大幅好转，同比录得超预期的-2.92%，当然依然处于萎缩状态。三季度 GDP 表现说明进入后疫情时代，美国的经济复苏强劲且有韧性；但是即便反弹力度较大，仍低于疫情暴发前的水平。后疫情时代，累积的消费集中释放，美国第三季度个人消费支出季率大幅上涨 40.6%，远超预期值和-33.2%的前值，继二季度的消费者支出亦出现了有史以来最大的降幅后，三季度消费者支出则出现了有史以来的最大涨幅，这亦是美国三季度 GDP 大幅上涨的核心因素。

美国第三季度经济受到政策刺激和社交管控放松影响，企业重新开工、消费者支出大幅攀升，经济活动迅速复苏，这符合美国前期宏观经济数据的表现。从分项来看，消费和投资等项均不同程度的拉动 GDP 回暖，而净出口项和政府支出项则出现回落，这符合美国疫情对生产的影响和美国刺激举措到期导致经济复苏动力不足的表现。三季度 GDP 增长是在前值大幅萎缩的情况下实现的，并不意味着美国经济已经脱离困境，从同比来看，美国经济依然处于萎缩周期。随着疫情再度恶化，新的刺激法案谈判依然处于焦灼中，美国第三季度末四季度初经济活动再度放缓，出现二次封锁、经济衰退加剧

均有可能。目前，美国经济复苏面临较大风险，因为政府未能通过新一轮财政救助计划，尤其是考虑到疫情正在恶化，围绕大选的不确定性随时都有可能会爆发。

四季度以来，美国三次疫情爆发，经济复苏再度受到冲击，同时政府刺激措施到期后难以推出新一轮的刺激措施，经济持续复苏的动力不足，好转的经济数据已经出现边际放缓的趋势，故美国经济的修复速度再度放缓，预计四季度 GDP 环比将会出现大幅回落，不排除跌至个位数，而同比数据则会继续好转，但是能突破零增长的可能性相对较小。预计美国四季度 GDP 同比依然在零下方，美国 2020 年全年 GDP 亦会萎缩 3.5%-4 %，重点关注美国疫情和疫苗的进展。2021 年，疫苗量产后将会广泛的接种，拜登上台后亦会加大疫情防控措施以控制疫情的蔓延，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 4%-4.5%的增长，GDP 同比增长率的峰值会出现在二季度，整体呈现先强后弱趋势，但是经济复苏是持续的，能回到疫情前的经济水平的可能性不大。

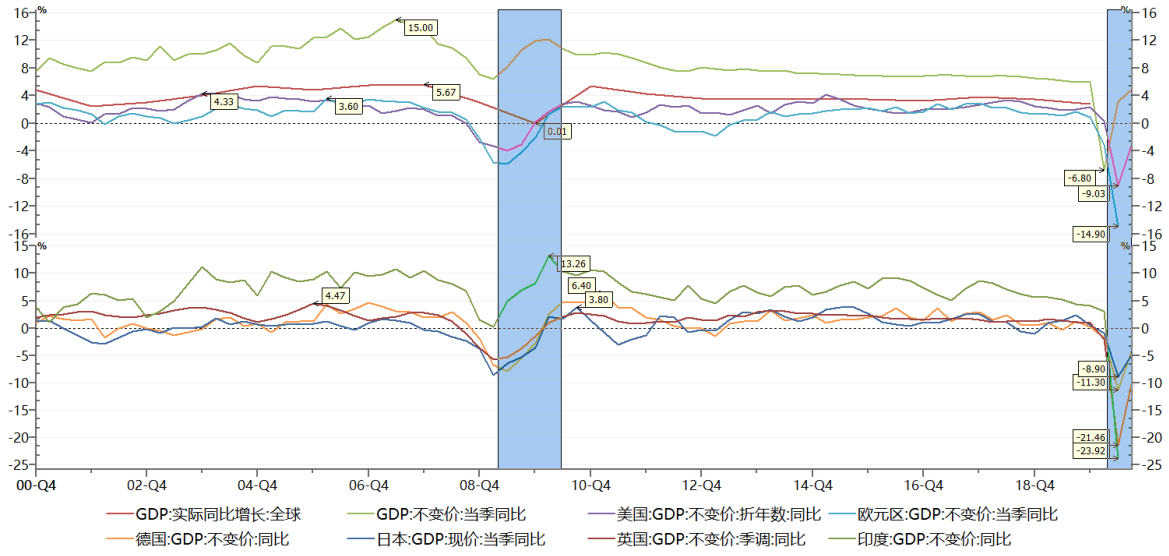

图 3-1 美国 GDP 与主要经济体 GDP

资料来源：Wind、方正中期研究院

二、美联储货币政策趋于中性 低利率和量化宽松将长期维持

疫情在美国爆发以来，美联储连续两次紧急降息至零利率的超低水平，并且开启无限量量化宽松政策。最新的议息决议显示，美联储维持低利率长期不变，量化宽松政策持续，点阵图显示维持低利率直至 2022 年底。

美联储货币政策行动展望方面，虽然美国经将超预期复苏，但是美国疫情持续冲击经济，经济深度衰退无法避免，社会持续动荡，叠加贸易争端以及地缘政治打击外需，美国经济仍然存在较大的不确定性，故美联储将会维持超宽松的货币政策不变，将会视经济恢复情况继续释放流动性，刺激经济复苏；利率方面，美联储则会长期维持低利率不变，不会进一步降息至负利率，若降息到负利率，金融市场将会重新定价，美元信用体系受到巨大冲击，故使用是利率的可能性非常小；后期的行动及工具方面，平均通胀目标的新货币政策框架具体的实施细节和计划和收益率曲线控制，均是美联储接下来的有效行动工具，这两个工具将会陆续实施。

美联储官员在不同的场合强调当前货币政策的适宜性，持续强调财政政策的必要性，施压美国联邦政府，尽快推出新一轮的财政政策。在疫情好转及经济复苏的 2021 年，美联储货币政策将会以稳为主，进一步宽松的空间相对有限，并且对经济的负面影响会逐步显现；财政刺激政策更有利于经济的复苏，并且箭在弦上，2021 年财政政策将会继续宽松。

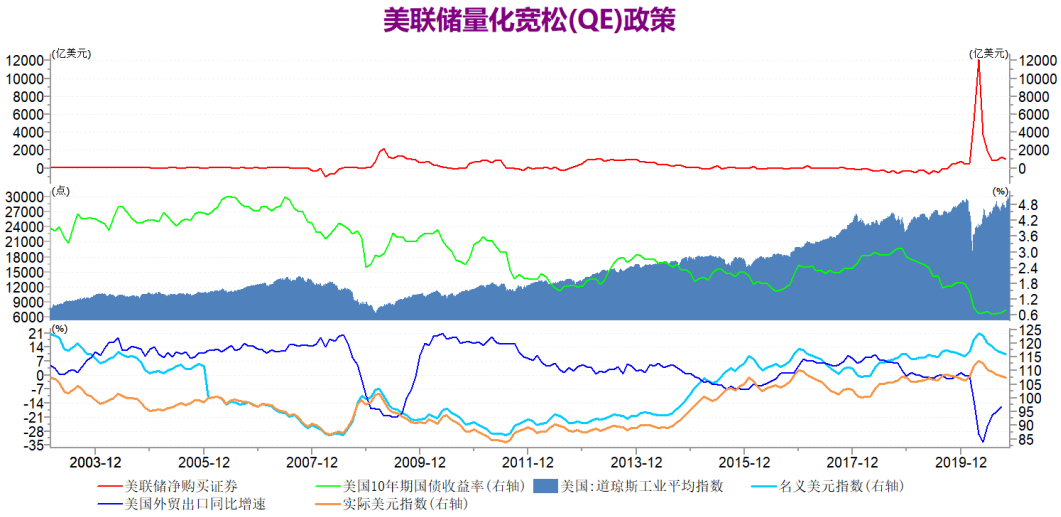

图 3-2 美联储量化宽松

资料来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 欧洲经济二次探底 经济复苏步伐缓慢

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，欧元区和英国二季度均出现 20%的同比萎缩。二季度末，欧洲严格的管控措施使得疫情进入尾声，经济复工复产陆续推进，欧洲经济将会实现快速复苏。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。然而 9 月以来，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，不排除出现二次探底的可能。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。

6-9 月份，欧洲疫情出现明显的好转，社交隔离的严控措施陆续放松，复工复产的经济复苏陆续开展，6-9 月份经济景气指数和投资信心指数均出现明显的好转，6-9 月份制造业和服务业企业活动持续好转，当然上涨出现边际放缓趋势，欧元区三 GDP 将会朝阳区你修复。然而 9 月以来，欧洲疫情再度恶化，经济管控措施再度提升日程，经济复苏的步伐和幅度再度受到影响，经济复苏开始趋缓，四季度经济将会回落，欧元区经济或出现二次探底。预计 2020 年欧元区 GDP 将会出现 6.5%-7.5%的萎缩；当然因为经济自身问题，欧元区萎缩程度严重于美日等国，二次疫情将会加大欧元区经济萎缩程度，欧洲央行将会继续深化量化宽松政策；2021 年，随着疫情的有效管控和协议脱欧后的市场修复，预计欧元区经济将会出现 5%-6%的增长，欧洲央行将继续维持量化宽松政策，财政政策进一步行动的概率小。

英国方面，同欧元区一致，疫情进入尾声，二季度经济陷入深度衰退中，三季度明显好转，二次疫情爆发和脱欧谈判陷入僵局则会冲击经济，复苏的步伐和幅度均会受到影响，英国四季度经济将会

再度回落，呈现先强后弱的复苏模式；预计英国 2020 年经济则会出现 10%-11%的萎缩。英国将会在 12 月 31 日协议脱欧，部分未谈妥选项在 2021 年继续谈判，疫情得到有效控制，经济活动将会持续的恢复，经济将会持续的复苏，2021 年经济将会出现 6%-7%的增长，顶峰将会因为基数问题而出现在二季度。

一、欧洲二次疫情恶化冲击经济

2020 年 9 月以来，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接近 2000 万，其严重程度远高于美印等国。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。欧洲二次疫情峰值虽然已过，但是依然严重，只能等待疫苗的广泛接种来应对之。

二、欧元区三季度 GDP 超预期复苏 然疫情失控或使经济再度探底

欧元区第三季度 GDP 环比增长 12.7%，远高于 9.6 的市场预期和-11.8%的前值，同比来看，三季度 GDP 同比录得-4.3%，表现亦强于-7 的预期值和-14.7%的前值，三季度欧元区的经济增长已有明显回升，不少欧元区国家三季度 GDP 也实现了正增长，德国、意大利、法国、西班牙等经济增长大幅回升。欧洲采取强有力的社交管控措施有效的控制住了一次疫情，随后经济迅速的复苏，这符合三季度欧洲宏观经济数据表现。虽然经济反弹远强于市场预期，然而经济依然处于萎缩阶段，和疫情前的水平差距甚大。

9 月以来，欧洲二次疫情全面爆发，脆弱的经济复苏再度受到冲击，第四季经济可能出现倒退，欧洲经济或出现二次探底。预计欧元区四季度经济环比将会大幅回落，不排除跌破零水平，同比方面则是继续处于衰退期；2020 年，欧元区经济将会出现 6.5%-7.5%的萎缩。2021 年，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，我们预计 2021 年 GDP 将会出现 5%-6%的增长。

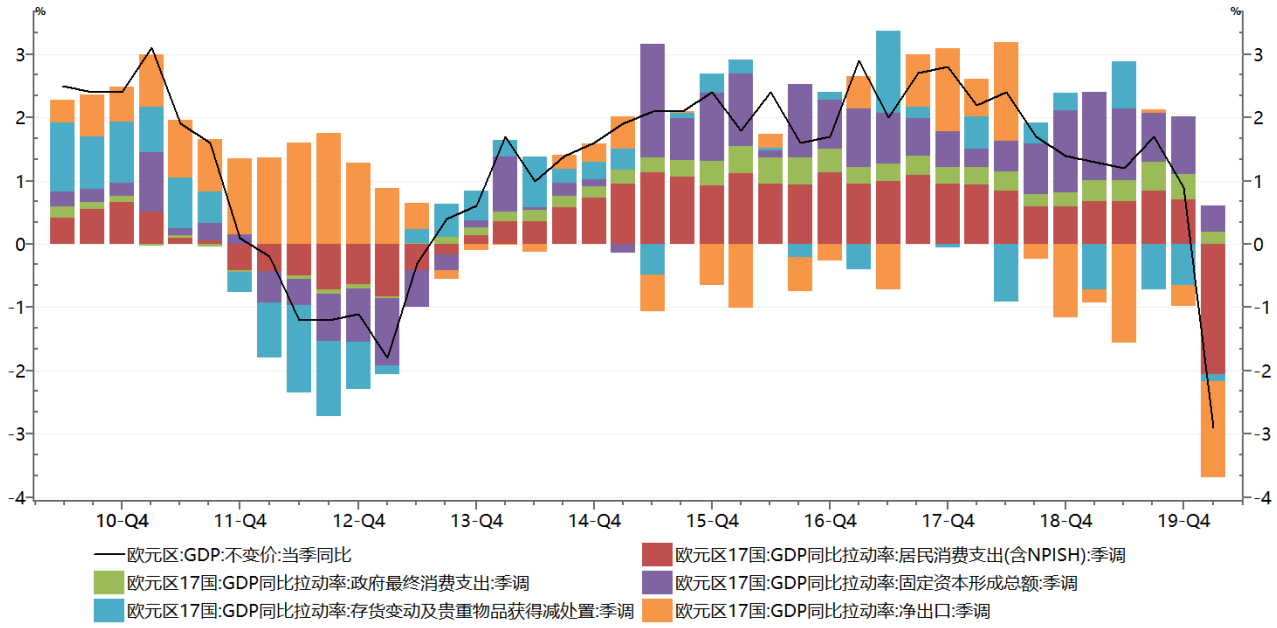

图 4-1 欧元区 GDP 走势

资料来源：Wind、方正中期研究院

三、疫情和脱欧双重冲击 英国经济复苏缓慢

3 月中下旬英国疫情爆发以来，制造业和服务业等各领域均陷入停滞，对经济的冲击非常严重；3 月时新冠疫情开始影响英国，英国 2020 年一季度的 GDP 下降了 2.2%；二季度 GDP 暴跌，二季度 GDP 环比折年率暴跌 20.4%，是 1955 年有记录以来的最大 GDP 环比跌幅；同比方面，英国二季度 GDP 同比暴跌 21.7%，远高于-1.7%的前值，英国 11 年后再次正式进入衰退，亦成为发达国家中衰退程度最

为严重的国家。三季度数据方面，英国国内生产总值在经历了第二季度创纪录萎缩之后，第三季度英国服务业、生产部门和建筑业产出分别环比增长 14.2%、14.3%和 41.7%，第三季度 GDP 环比增长 15.5%，但同比依然下滑 9.6%，为主要发达经济体中表现最差的经济体；虽然环比来看，英国经济恢复增长，但产出仍远未达到新冠疫情暴发前水平。二次疫情在英国大爆发，对经济再度形成冲击，英国政府采取新一轮的社交管控措施，企业活动出现明显的变动，经济或出现二次探底的可能，预计持续复苏的经济在四季度或再度走弱。

随着疫情的有效控制，英国经济亦进入强复苏模式，特别是企业活动的持续回暖更是支撑了英国经济的复苏，信心指数亦出现明显的底部企稳上升，供给端、需求端、投资以及通胀均有了明显的回暖迹象，从而拉动经济快速复苏。然而二次疫情的爆发，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，预计持续复苏的经济在四季度或再度走弱，英国经济或出现二次探底的可能；2020 年，因为疫情和脱欧的冲击，英国经济或出现 10%-11%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，顶峰将会因为基数问题而出现在二季度。

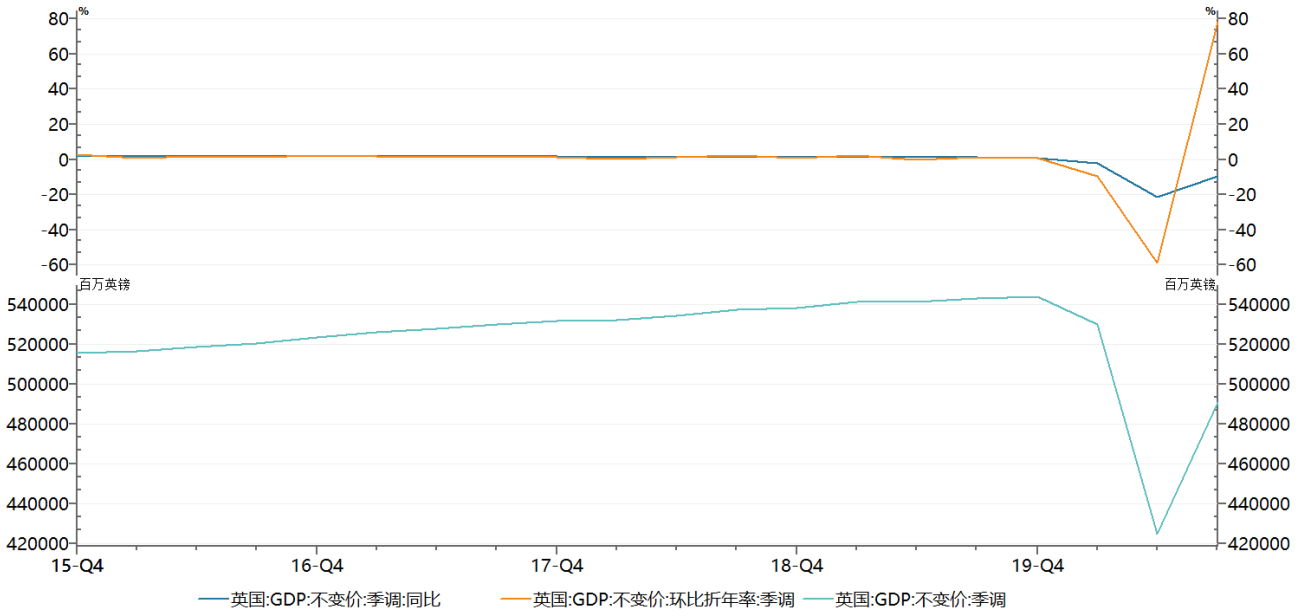

图 4-2 英国 GDP 同比与季调环比折年率
资料来源：Wind、方正中期研究院

第五部分 疫情与外贸主导日本经济 经济复苏道阻且长

日本疫情爆发时间早于欧美等国，日本政府的严格防控使得日本疫情短时间内得到了有效控制，然而 4 月份再次呈现爆发的趋势，全国进入紧急状态。虽然 5 月份中下旬日本疫情出现明显好转，但是三季度以来日本疫情再度严重，冲击经济复苏步伐。疫情大流行背景下，东京奥运会不得不延期一年举办，对经济和信心的影响较为明显。安倍首相因为身体原因意外辞职，菅义伟当选新一任首相，政治风险将会影响消费者和投资者信心。全球疫情持续恶化背景下，有效需求不足，以贸易导向性为核心的日本经济受到外贸的冲击，这对日本经济的影响亦较为严重。

疫情冲击下，日本企业活动指数出现断崖式下滑，6-10 月份制造业和服务业虽边际好转但是依然处于萎缩中，内需不足表现的尤为突出。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，特别是出口受全球需求不足的打击，严重拖累日本经济，成为日本二季度经济深度衰退的核心拖累因素之一。社交管控措施的放松和企业复工复产的推进，日本三季度 GDP 当季同比边际好转，然依然处于萎缩期；日本经济已经连续四个季度衰退，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。

秋冬季全球疫情持续的恶化，有效需求不足将会继续制约以贸易导向性为核心的日本经济；在综合影响下，预计日本四季度经济环比仍处于正增长态势，但是增长幅度要大幅小于三季度环比数值，日本四季度 GDP 同比将会继续边际好转，但是好转幅度有限，仍将会处于衰退期，突破零增长的可能性微乎其微。我们认为 2020 年日本 GDP 将会萎缩 5%-5.5%；2021 年全球经济的复苏将会有助于日本进出口贸易的恢复，扩大经济修复的幅度，预计 2021 年日本经济将会出现 2.5%-3.5%的增长。

一、内外需主导日本经济变动

本就处于衰退边缘的日本经济，在疫情的冲击下陷入深度衰退中，二季度环比折年率大幅萎缩 28.8%，刷新历史新低；随着疫情的好转与企业复工复产影响，日本三季度经济从疫情后创纪录跌势中强劲反弹，第三季度季调后实际 GDP 季率初值录得 5%，表现超过市场预期和-7.9%的前值；GDP 年化季率初值录得 21.4%，远超预期和-28.1%的前值，日本第三季度 GDP 增速为 1980 年有可比数据以来最大。从现价当季同比来看，日本三季度 GDP 当季同比为-4.8%，表现略强于-8.9%的前值；日本经济已经连续四个季度的衰退，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，超宽松的货币政策和积极的财政政策的刺激作用亦有限。

三季度，日本二次疫情爆发，使得社管管控措施再度趋于严格，经济复苏幅度受到冲击，叠加全球疫情持续恶化使得全球有效需求不足，日本三季度经济复苏幅度相对有限。四季度以来，日本疫情再次出现恶化趋势，刷新单日新增确诊人数；如果新冠疫情急速恶化，日本新冠专家小组将要求日本

政府叫停旨在刺激国内消费的旅游、餐饮补贴措施；在此影响下，日本本就疲弱的内需将会再度受到影响；而秋冬季全球疫情持续的恶化，有效需求不足将会继续制约以贸易导向性为核心的日本经济；在综合影响下，预计日本四季度经济环比仍处于正增长态势，但是增长幅度要大幅小于三季度环比数值，日本四季度 GDP 同比将会继续边际好转，但是好转幅度有限，仍将会处于衰退期，突破零增长的可能性微乎其微。我们认为 2020 年日本 GDP 将会萎缩 5%-5.5%；2021 年全球经济的复苏将会有助于日本进出口贸易的恢复，扩大经济修复的幅度，预计 2021 年日本经济将会出现 2.5%-3.5%的增长。

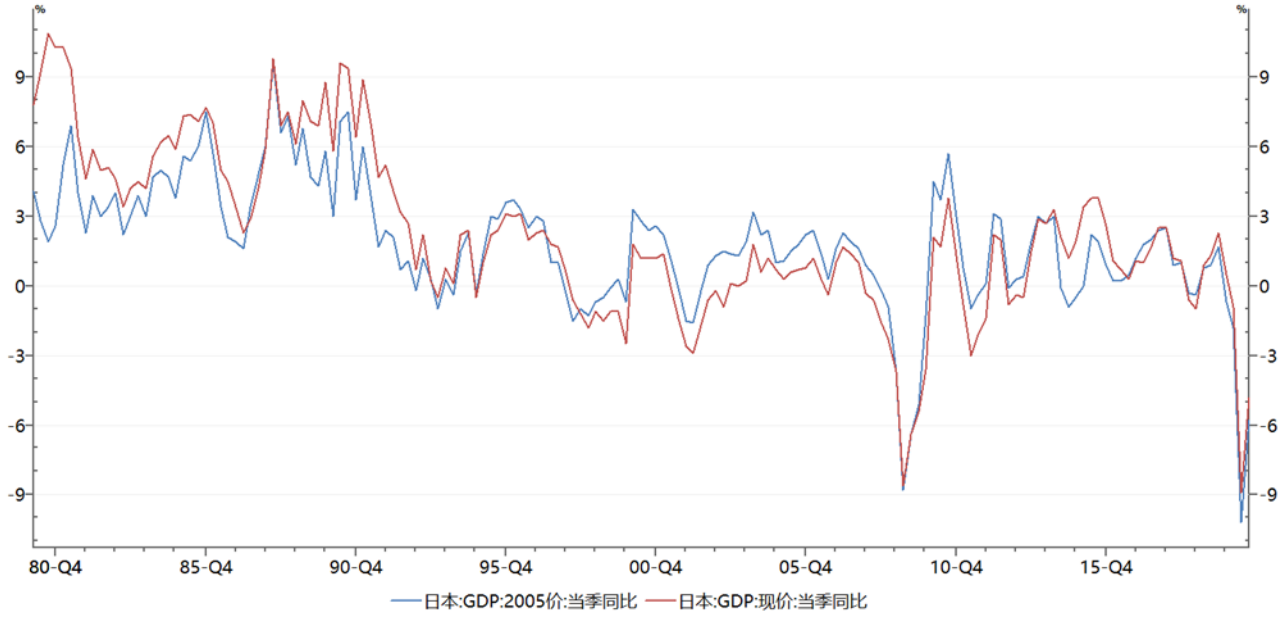

图 5-1 日本 GDP 走势

资料来源：Wind、方正中期研究院

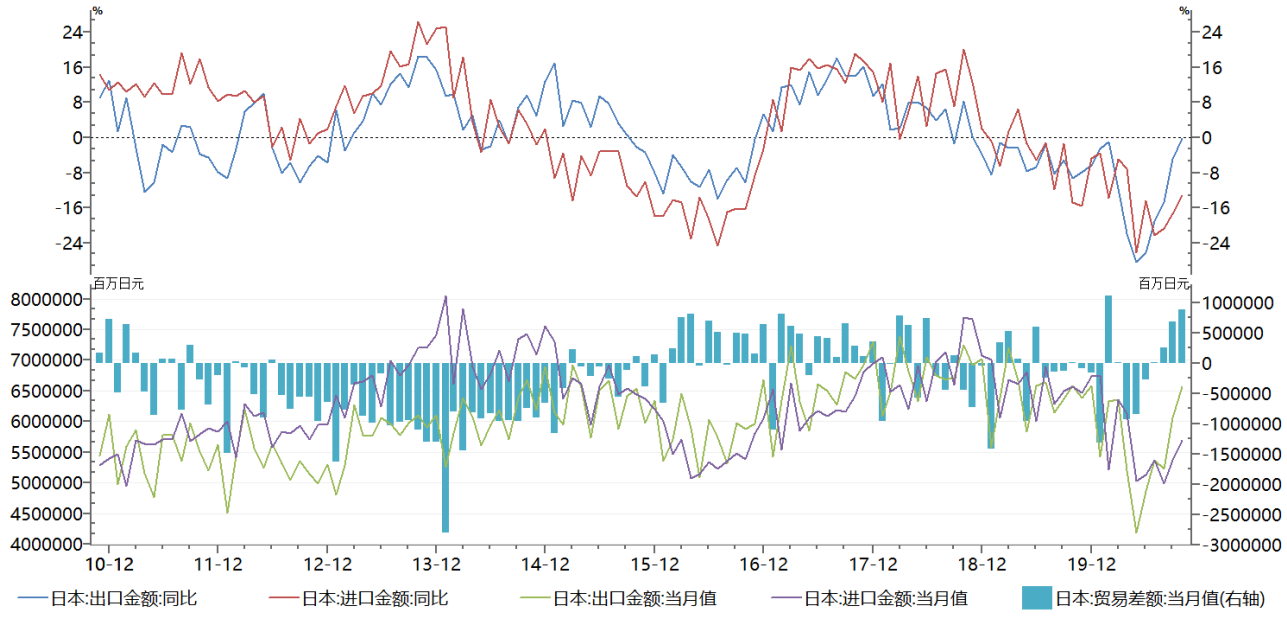

图 5-2 日本进出口走势与预测

资料来源：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 10 月制造业 PMI 录得 48.7，虽然略好于前值，但是依然低于荣枯线处于萎缩状态；服务业活动虽略有改善，服务业 PMI 达到 47.7，略高于 46.9 的前值，收缩速度为七个月来最低，但是依然处于荣枯线下方，处于萎缩期。和欧美 2020 年下半年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，亦为第三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出现边际的好转迹象，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，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，预计日本四季度以及 2021 年经济将会继续好转。

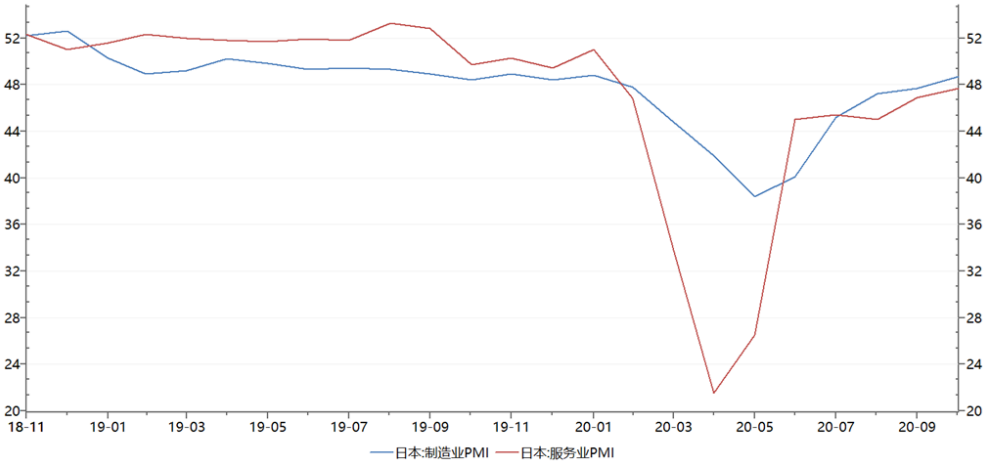

图 5-3 日本制造业和服务业 PMI
资料来源：Wind、方正中期研究院

第六部分 疫情应对决定修复进展 新兴市场经济复苏分化

新兴市场方面，新冠肺炎疫情的恶化依然是最大的风险点。下半年以来，巴西、印度和南非的疫情依然严重，特别是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，但是接着陷入二次疫情的困境中。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，新兴市场二季度经济均出现创纪录的萎缩，印度二季度 GDP 同比大幅下跌 24%，南非二季度 GDP 同比跌幅达到 17%，巴西和俄罗斯二季度 GDP 跌幅相对小一些，分别为 11.5%和 8%。三季度虽然继续受到疫情冲击，但是从经济数据来看，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；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。预计几个经济体的三季度 GDP 均会出现大幅的环比增长，但是同比恢复有限，依然处于衰退周期；四季度 GDP 环比涨幅回落，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 5%-

6%，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 6%-7%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 8%-10%，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。

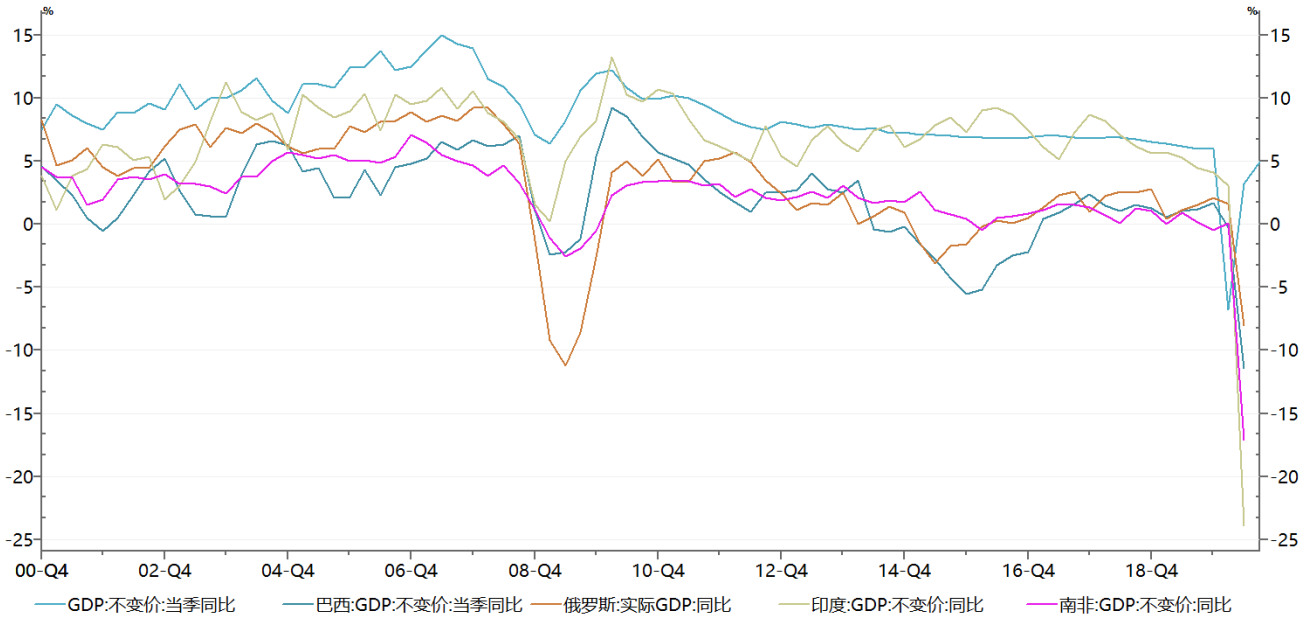

图 6-1 新兴市场国家 GDP 走势
资料来源：Wind、方正中期研究院

第七部分 全球宏观综合展望及资产配置分析[7]

一、全球宏观经济综合展望

2020 年以来，新冠肺炎疫情取代全球贸易争端，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。当前疫情依然严重，继续冲击经济。2021 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，疫情将会出现明显好转趋势，疫情在下半年则会进入尾声，因此需要重点关注疫苗的量产和分配问题。

疫情冲击下，市场恐慌情绪引发全市场的抛售，金融市场和商品市场均出现大幅下跌，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。因疫情、体制和政策目标不同，美欧日 2021 年经济政策将会出现分化，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，而财政政策则会更加积极，不排除出现 2 万亿以上的财政刺激规模；欧洲继续深化货币政策的可能性大，财政政策则会保持稳定，进一步采取措施的可能性较小；日本货币政策和财政政策均有可调整的空间，但是财政政策的调整空间要大于货币政策的调整空间。

7 详细分析请见 20201221 方正中期期货微信公众号-2021 年全球宏观经济展望专题六（资产配置篇）：《经济复苏与美元弱势 大宗商品仍有上涨空间》

疫情冲击下，2020 年全球经济深度衰退难以避免，2021 年将会复苏反弹，经济整体呈现渐进复苏趋势，当然 2021 年经济难以恢复到疫情前的水平，同比大幅上涨是建立在低基数的基础上的。预计 2020 年全球经济将会出现 4.5%-5%的萎缩，四季度经济二次探底的悲观预期情况下可能会超过 5%的衰退；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。全球疫情进入新常态，美国 2020 年大选亦结束，最大的政治风险解除，然而疫情时代诸多风险仍需警惕，最核心的则是疫情以及疫苗风险、债务风险、通胀风险以及资产泡沫风险等。

美国疫情再度恶化，经济复苏受到二次冲击，预计美国经济的修复速度会短暂放缓，预计四季度 GDP 环比将会出现大幅回落，不排除跌至个位数，而同比数据则会继续好转，但是能突破零增长的可能性相对较小。美国 2020 年全年 GDP 亦会萎缩 3.5%-4%；2021 年，疫苗量产后将会广泛的接种，拜登上台后亦会加大疫情防控措施以控制疫情的蔓延，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 4%-4.5%的增长，GDP 同比增长率的峰值会出现在二季度，整体呈现先强后弱趋势，但是经济复苏是持续的，能回到疫情前的经济水平的可能性不大。

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，二次疫情全面爆发使得经济复苏再度放缓，不排除出现二次探底的可能。预计 2020 年欧元区 GDP 将会出现 6.5%-7.5%的萎缩；2021 年，随着疫情的有效管控和协议脱欧后的市场修复，预计欧元区经济将会出现 5%-6%的增长。疫情和脱欧乱局拖累英国经济，预计英国 2020 年经济则会出现 10%-11%的萎缩；2021 年经济将会出现 6%-7%的增长，顶峰将会因为基数问题而出现在二季度。

日本经济已经连续四个季度衰退，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，2020 年日本 GDP 将会萎缩 5%-5.5%；2021 年全球经济的复苏将

会有助于日本进出口贸易的恢复，扩大经济修复的幅度，预计 2021 年日本经济将会出现 2.5%-3.5%的增长。

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，因为美元指数是大宗商品的锚。2020 年底和 2021 年，美国货币政策将会相对稳定，超低的利率保持不变，超宽松的货币政策维持不变或者出现小幅的调整，实际利率本就处于负值区间，随着通胀的持续上升，实际利率将会进一步的回落，这将会使得美元指数继续承压下行；美国政府将会推出新一轮的万亿财政刺激措施，2021 年财政刺激措施或达到 2 万亿以上，财政刺激措施亦会使得美元指数承压；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，这将会支撑美元指数，避免美元指数出现大幅的回落。综上，我们认为美元指数局部反弹无法避免，但是反弹空间相对有限，整体将会是震荡走弱的趋势；2021 年美元指数跌破 90 关口后，会下探 88 的关键支撑位，跌破 88 的可能性相对较小；在没有特殊影响因素下，美元指数将会在 88-95 的区间内偏弱震荡。对于欧元和英镑而言，现在估值依然偏低，整体依然看涨，欧元或将上探 1.25，英镑突破 1.35 后或有机会上探 1.43。

大宗商品整体方面，2021 年，欧美央行量化宽松政策将会持续，美国政府新一轮万亿财政刺激措施将会实施，流动性继续释放背景下，有助于大宗商品价格的上涨，并且全球主要经济体经济将会持续的复苏，亦有助于大宗商品价格的上涨。

全球主要经济体将会维持超宽松的量化宽松政策，2021 年通胀压力逐步显现，美元整体维持弱势，避险和抗通胀的黄金仍有上涨的空间，短期的回落不改变整体的趋势，短期回落正是长期配置的机会。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 2021 年布伦特原油将会回到 55-60 美元。

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，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均进入渐进复苏中，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。当然后疫情时代，二次疫情危机、债务危机、地缘政治危机以及信用危机等新风险点仍需警惕。对于金融和商品市场而言，经济的渐进复苏、超宽松的经济政策、美元的弱势等因素，市场风险偏好高涨，避险资产仍有上涨空间，大宗商品及股市等风险资产仍有上涨空间，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。

团队介绍

姓名	从业资格号	投资咨询号
王骏	F0243443	Z0002612
牛秋乐	F0268914	Z0002616
彭博	F0305572	Z0011662
隋晓影	F0284756	Z0010956
杨莉娜	F0230456	Z0002618
张向军	F0209303	Z0002619
胡彬	F0289497	Z0011019
夏聪聪	F3012139	Z0012870
刘崇娜	F3038931	Z0014864
李彦森	F3050205	Z0013871
侯芝芳	F3042058	Z0014216
汤冰华	F3038544	Z0015153
朱瑶	F3055993	Z0014088
卜咪咪	F3049510	Z0015614
冯世佃	F3049858	Z0015710
黄岩	F3049127	Z0015615
梁海宽	F3064313	Z0015305
车红婷	F3065836	Z0014771
魏朝明	F3077171	Z0015738
史家亮	F3057750	—
翟启迪	F3063024	—
尚丽娜	F3059661	—
郝潇潇	F3064982	—
成雪飞	F3079516	—

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
业务总部一组	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	010-85881111
直属事业一部	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