

宏观金融组

研究员：

周之云

0571-87788888-8552

zzy@zdqh.com

期货从业资格：F3034163

投资咨询资格：Z006586

2020 年宏观金融半年报

——下半年经济延续弱复苏态势

观点摘要：

- 今年以来，疫情是影响宏观经济最重要的一个因素。从全球疫情的发展情况来看，目前已经进入第三阶段。即以巴西、印度为首的亚非拉国家疫情进入爆发期。
- 但从资本市场的表现来看，疫情最悲观的阶段已经过去，这其中隐含了中美两个大国作为全球经济最重要的双引擎(G2)的企稳回升，即只要中美两国的疫情得到有效控制，那么市场对于未来复苏的逻辑就不会被打断。实际上，大类资产从3月下旬以来，已经走出了一轮强劲的反弹，显示出市场最悲观的时刻已经过去，其中美股纳斯达克指数再创历史新高，表现最为突出，当然部分原因也归功于美联储超宽松的货币政策。站在当下的视角，我们认为，即使疫情出现二次爆发，市场的反应也会小于一季度那时的悲观程度。
- 由于此次疫情的特殊性，会从较长一段时间内改变经济的运行结构。首先，从增速上来看，疫情导致停工停产，企业因此裁员、甚至破产，导致投资需求下降，而失业上升也影响消费需求。由于此次疫情对于消费的影响相对更为严重，所以主要发达国家及中国等以消费作为主要经济发展动力的国家受到的抑制影响会持续很长一段时间，这也导致了下半年经济复苏的动力会弱于此前几轮由金融危机导致的复苏进度。第二，从结构上来看，此次经济的复苏不同于以往由需求驱动的程度，供给端的复苏较需求端会更容易些，这也导致了通胀水平出现快速上行的压力会较大，也就意味着利率水平上行空间有限。
- 综上所述，我们的基准情形是 GDP 同比增长率稳步回升，今年 2-4 季度中国实际 GDP 同比增速可能分别为 3.8%，5.6%，6.0%，全年接近 3.0%。反映今年上半的低基数，明年全年实际 GDP 增长有望达到 8.0-9.0%。

相关报告

目录

观点摘要:	1
目录	2
一、 下半年经济继续弱复苏概率较大	4
1. 下半年经济呈现弱复苏状态	4
2. 消费市场弱复苏, 同比转正可能要到四季度	8
3. 疫情不改通胀向下趋势	8
二、 金融数据和政策面变化	9
1. 央行加大金融扶持力度, 社融企稳回升	9
2. 两会解读	11
三、 大类资产配置建议	12
免责声明	13
中大期货研究院	13

图表目录

图 1:	5 月工业增加值继续回升: %.....	6
图 2:	5 月进出口数据仍好于预期: %.....	6
图 3:	固定资产投资继续反弹: %.....	6
图 4:	基建投资显著提速: %.....	6
图 5:	房地产投资改善较为明显: %.....	7
图 6:	制造业投资改善幅度有限: %.....	7
图 7:	消费弱反弹 单位: %.....	8
图 8:	汽车销售正在快速回升 单位: %.....	8
图 9:	预计 CPI 全年中枢在 2.5-3% 单位: %.....	9
图 10:	5 月 PPI 阶段性筑底 单位: %.....	9
图 11:	央行加大逆周期调节 单位: %.....	10
图 12:	货币增速企稳回升 单位: %.....	10
图 13:	社融增速稳中有升 单位: %.....	10

一、下半年经济继续弱复苏概率较大

今年以来，疫情是影响宏观经济最重要的一个因素。从全球疫情的发展情况来看，目前已经进入第三阶段。即以巴西、印度为首的亚非拉国家疫情进入爆发期。

但从资本市场的表现来看，疫情最悲观的阶段已经过去，这其中隐含了中美两个大国作为全球经济最重要的双引擎(G2)的企稳回升，即只要中美两国的疫情得到有效控制，那么市场对于未来复苏的逻辑就不会被打断。实际上，大类资产从3月下旬以来，已经走出了一轮强劲的反弹，显示出市场最悲观的时刻已经过去，其中美股纳斯达克指数再创历史新高，表现最为突出，当然部分原因也归功于美联储超宽松的货币政策。站在当下的视角，我们认为，即使疫情出现二次爆发，市场的反应也会小于一季度那时的悲观程度。

由于此次疫情的特殊性，会从较长一段时间内改变经济的运行结构。首先，从增速上来看，疫情导致停工停产，企业因此裁员、甚至破产，导致投资需求下降，而失业上升也影响消费需求。由于此次疫情对于消费的影响相对更为严重，所以主要发达国家及中国等以消费作为主要经济发展动力的国家受到的抑制影响会持续很长一段时间，这也导致了下半年经济复苏的动力会弱于此前几轮由金融危机导致的复苏进度。第二，从结构上来看，此次经济的复苏不同于以往由需求驱动的程度，供给端的复苏较需求端会更容易些，这也导致了通胀水平出现快速上行的压力会较大，也就意味着利率水平上行空间有限。

综上所述，我们的基准情形是GDP同比增长率稳步回升，今年2-4季度中国实际GDP同比增速可能分别为3.8%，5.6%，6.0%，全年接近3.0%。反映今年上半年的低基数，明年全年实际GDP增长有望达到8.0-9.0%。

具体地，我们从以下几块经济基本面来看：

1. 下半年经济呈现弱复苏状态

1.1 疫情对于经济的重要影响

今年以来，疫情是影响宏观经济最重要的一个因素。从全球疫情的发展情况来看，目前已经进入第三阶段。第一阶段的疫情主要以中国为首的亚洲国家为主，目前虽然有所反复，比如近期的北京疫情，但总体已得到有效控制；第二阶段，疫情扩散至欧美主要发达国家，当前美国日均新增病例保持在2万例左右，总体来看疫情已得到了一定程度的控制；5月下旬以来疫情进入第三阶段，即以巴西、印度为首的亚非拉国家疫情进入爆发期，这些国家的医疗条件相对落后，抗击疫情的难度更大，目前仍未得到有效控制。

但从资本市场的表现来看，疫情最悲观的阶段已经过去，这其中隐含了中美

两个大国作为全球经济最重要的双引擎(G2)的企稳回升,即只要中美两国的疫情得到有效控制,那么市场对于未来复苏的逻辑就不会被打断。实际上,大类资产从3月下旬以来,已经走出了一轮强劲的反弹,显示出市场最悲观的时刻已经过去,其中美股纳斯达克指数再创历史新高,表现最为突出,当然部分原因也归功于美联储超宽松的货币政策。

站在当下的视角,我们认为,即使疫情出现二次爆发,市场的反应也会小于一季度那时的悲观程度,原因是第一目前市场对于疫情的认识已经从未知走到共识,其二是各国对于疫情的对策相对疫情刚爆发时更为积极,其三是疫苗也正在加速试验进行中。当然,由于病毒的传播相比SARS等更为容易,所以后期出现反复是相对预期中的事件,市场的波动可能会再次加大,但不阻碍经济弱复苏的逻辑。

1.2 疫情改变了经济运行的结构

由于此次疫情的特殊性,会从较长一段时间内改变经济的运行结构。首先,从增速上来看,疫情导致停工停产,企业因此裁员、甚至破产,导致投资需求下降,而失业上升也影响消费需求。由于此次疫情对于消费的影响相对更为严重,所以主要发达国家及中国等以消费作为主要经济发展动力的国家受到的抑制影响会持续很长一段时间,这也导致了下半年经济复苏的动力会弱于此前几轮由金融危机导致的复苏进度。

第二,从结构上来看,此次经济的复苏不同于以往由需求驱动的程度,供给端的复苏较需求端会更容易些,这也导致了通胀水平出现快速上行的压力会较大,也就意味着利率水平上行空间有限。需求端的复苏路径比较艰难也很容易理解,而供给端的复苏快于需求端主要受到以下几方面因素影响:第一,疫情影响居民收入下降和负债率上升,导致企业和居民复工复产的意愿较为强烈,此前美国爆发的民众抗议游行就很好地证明了这点;第二,在目前的艰难时刻,个人消费支出减少以及储蓄率上行(美国居民家庭的例子)也意味着相比于强烈的复工复产欲望,需求端的复苏显得更为疲弱;第三,出于社会稳定和经济稳增长考虑,政府也有动力去推动企业尽快重启生产,比如中国目前的规模以上工业企业复工率已接近100%,中小企业复工率也达到90%以上。美国政府也在民众的呼吁下,多州解除了强制隔离。

1.3 近期经济解读及后期判断

最新的5月经济数据显示,二季度以来,经济延续了弱复苏的态势,从上文我们提到的关于此次疫情背景下的经济弱复苏特征来看,代表供给的工业增加值同比增速显著回升,反弹的力度远强于代表需求的社会销售零售额。具体来看:

首先,5月工业增加值同比回升0.5个百分点到4.4%。从主要产品产量来看,

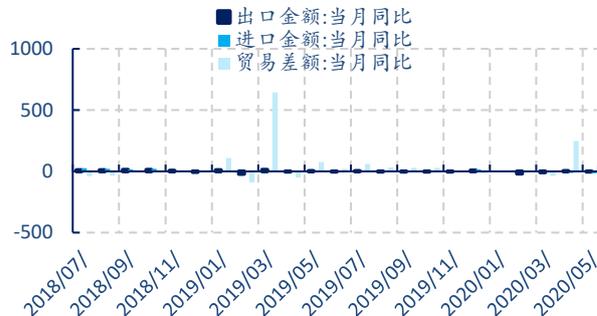
5 月份，钢材、水泥、发电量、十种有色金属、汽车产量同比均高于前值，汽车产量同比涨幅较前值明显扩大。统计局指出，5 月份工业生产数据的明确积极因素是“装备制造行业增长继续加快，基建类相关产品增势较好。”

图 1: 5 月工业增加值继续回升: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 2: 5 月进出口数据仍好于预期: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

1-5 月整体固定资产投资同比增速为-6.3%; 其中制造业投资累计同比-14.8%, 地产投资累计同比-0.3%, 基建投资累计同比-6.3%。制造业、地产、基建三项投资累计同比增速分别较前值上行 4.0、3.0、5.5 个百分点; 基建投资改善幅度最大。当月同比增速对比, 制造业、地产、基建投资分别为-5.3%、8.1%和 8.3%。

分三大投资分项来看, 首先来看房地产投资。1-5 月房地产开发投资累计同比-0.3%, 较前值回升 3 个百分点。房地产作为三大投资领域中对商品需求影响最大的变量之一, 在今天的疫情影响下, 表情超出市场预期, 我们认为, 流动性宽松是本轮地产销售与投资快速修复的催化剂。一方面, 房贷利率走低与房价上涨预期推动了销售端加速回暖, 5 月商品房销售额同比增长 14%, 前值为-5%; 另一方面, 房企发债融资持续改善。5 月房企开发资金来源中, 个人按揭贷款同比增长 15%、自筹资金同比增长 14%, 有力支撑了投资提速。

但从中期来看, 政策面可能边际收紧, 以落实“房住不炒”要求, 我们预计主要是约束个人按揭贷款投放、严查监控信贷资金流向等。货币信贷与房地产调控政策的边际变化可能影响后续房地产销售与投资走势。

图 3: 固定资产投资继续反弹: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 4: 基建投资显著提速: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

再者, 1-5 月制造业投资累计同比-14.8%, 较前值回升 4 个百分点。制造业投资相比于基建和房地产复苏路径更为谨慎些, 从另一个侧面也反映出企业的信

心恢复较慢。从具体分项领域来看，分化较大，其中，1-5月投资增速累计同比转正的只有通信电子和医药制造，其受益逻辑都非常明确，前者为主动加大科技领域投入、强调自主可控，后者为补偿性投资，疫情带动了相关需求。从基数角度，未来制造业投资数据改善幅度可能有限。

1-5月基建投资（不含电力）累计同比-6.3%，较前值回升5.5个百分点，在今年疫情影响的背景下，政府主导的基建投资是当前信用扩张的主要支撑之一。行业角度，新基建（通信、设备类行业）、民生基建（医院、学校等）投资受益于政策引导、专项债倾斜，表现更优于传统基建行业，累计增速均已在4月份率先转正，值得关注。预计5月万亿专项债对基建的推动作用更多在6-7月份体现。5月新增专项债同比多发行约0.9万亿，新增财政存款同比多增0.8万亿，这意味着5月主要是财政负债端扩容过程，6-7月或加快资金到项目的拨付。预计全年基建投资增速仍有望达到两位数增幅。

图 5: 房地产投资改善较为明显: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 6: 制造业投资改善幅度有限: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

2020年5月，我国进出口总值3507.0亿美元，同比增长-9.3%。其中出口2068.1亿美元，同比增长-3.3%；进口1438.9亿美元，同比增长-16.7%，录得贸易差额629.3亿美元。

5月出口同比增速-3.3%，人民币值同比增速为1.4%，较前值明显下降，但仍好于市场预期。市场对出口增速预估较低的原因是海外经济低迷、4月美日等国家进口明显下降、其他国家出口低迷，显示海外需求较差。本月出口超预期的主因在于防疫物资对出口的带动进一步加大，而新兴国家和劳动密集型行业出口增速继续下滑体现了传统外需偏弱。

5月进口同比增速为-16.7%，人民币值同比增速为-12.7%，在低位进一步回落，仍然主要反映了海外供应能力大幅下降和商品价格下滑（如原油）的影响，虽然发达国家复工前景乐观，但短期生产恢复程度有限。主要大宗商品进口量增速均上升，或反映了内需的恢复。

5月贸易顺差为629.3亿美元，进一步上升，反映了我国与海外主要国家供应能力的相对变化。展望未来，预计出口增速仍将受到防疫用品出口的支撑，传

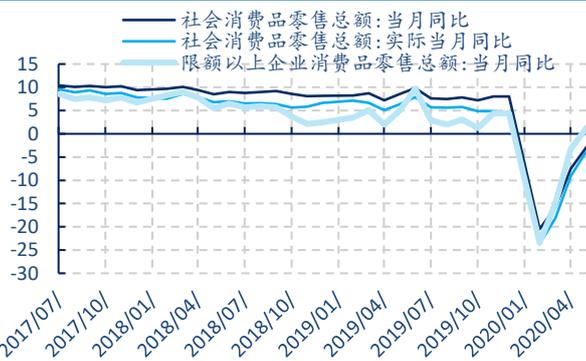
统需求或将进一步下滑，拐点或在7-8月，需关注重要新兴国家的疫情发展；发达国家疫情好转、供应能力恢复、商品价格的回升，或将使进口增速回升。

2. 消费市场弱复苏，同比转正可能要到四季度

5月社会消费品零售总额当月同比-2.8%，降幅较4月收窄4.7个百分点。

同比来看，社零数据当月表现最强的为汽车，其次为地产相关消费，再其次是服装、化妆品、珠宝，最后是餐饮。但从环比来看，当月表现最强的是餐饮。线下消费业态快速恢复，是5月份消费数据的主要拉动因素。5月份餐饮消费如期环比大幅回升，当月环比30.6%（5月份历史均值为10.9%）。在企业外需承压、失业率仍处高位的情况下，居民收入预期的放缓，仍然是制约消费意愿的最大掣肘。我们预计，社零累计同比增速转正可能要到今年四季度。

图7：消费弱反弹 单位：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

图8：汽车销售正在快速回升 单位：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

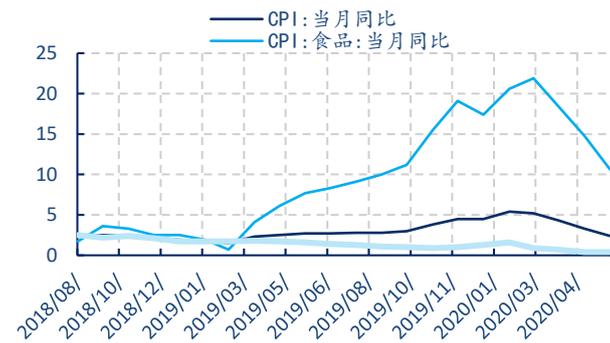
3. 疫情不改通胀向下趋势

5月CPI同比2.4%，较上月回落0.9个百分点，环比-0.8%。核心CPI同比1.1%，持平于前值。

当月CPI下行幅度超出市场预期主要是食品端拖累所致，非食品价格不再下跌传递出的是需求回暖的积极信号。分项来看，CPI食品同比10.6%，回落4.2个百分点，近期降幅大于季节性，是供给恢复过程的补跌现象。非食品同比0.4%，持平于前值。其他用品与服务、教育文娱、衣着三个分项出现好于季节性的环比涨幅。

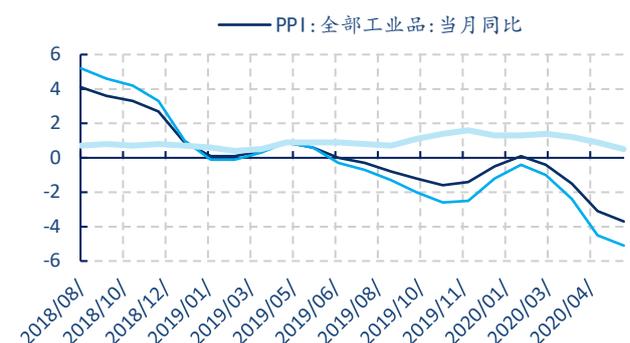
预计年内CPI同比大概率逐季走低，全年中枢或落在2.5%-3%。有效需求还难以在年内发生扭转性的改善、尤其外需仍存隐忧，而目前生产与物流供应还在有序恢复，非食品物价逆势上涨的难度较大。并且水果和猪肉价格有高基数，对CPI向下拖累作用会较为显著。

图 9: 预计 CPI 全年中枢在 2.5-3% 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 10: 5 月 PPI 阶段性筑底 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

5 月 PPI 同比-3.7%，较上月回落 0.6 个百分点，环比-0.4%。生产资料环比-0.5%。当月 PPI 相较于高频大宗商品表现是显著滞后的，可能存在统计采价因素，也或因国际油价变动对国内生产成本传导的时滞。下个月 PPI 可能出现环比“补涨”。从相对强弱看，表现好的是有色、黑色金属，前者反映经济重启下的宏观景气度向好、后者体现了建筑业活动走旺，尤其是国内财政持续加力基建投资。生活资料环比-0.3%，或反映生产企业主动降价去库存行为。与日用品相比，耐用品降价幅度大，但有助于刺激消费。

随着全球疫情与经济逐步向好，工业品需求大概率已经过了最为悲观时点，油价回暖也提振了大宗商品的涨价预期。虽然 5 月 PPI 环比继续下跌，但跌幅已显著收窄、且落后于高频物价表现，5-6 月可能是 PPI 筑底期。下半年能否逐月回暖，还取决于出口冲击的幅度、基建投资对冲力度、全球经济重启的节奏、中美矛盾会否升级发酵等。预计 PPI 可能是低斜率回升，不会脱离全球重启的大背景，但若外生风险发酵，将存在回调压力。

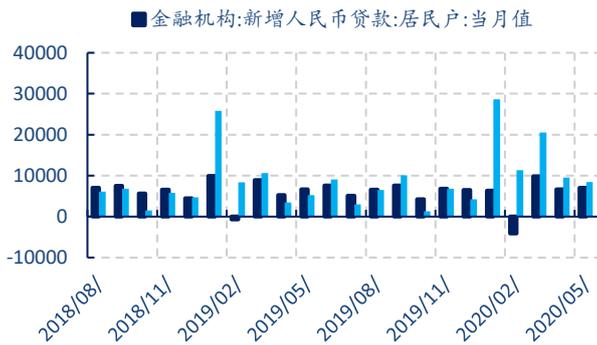
二、金融数据和政策面变化

1. 央行加大金融扶持力度，社融企稳回升

5 月新增信贷 1.48 万亿元，社融规模 3.19 万亿元，存量同比 12.5%，M2 同比 11.1%，M1 同比 6.8%。

首先，5 月新增人民币贷款 1.48 万亿，同比多增 3000 亿元。总量延续高增态势源于生产生活继续向常态化回归，同时基建等项目开工加速释放融资需求。结构继续改善。具体分项来看，居民贷款修复明显，消费、购房等活动或接近常态。再者，企业新增中长期贷款达 5305 亿元，同比多增 2781 亿元，源于基建、制造业中长期贷款加快投放。票据融资达 1586 亿元，同比多增 454 亿元，企业贸易活动、开票行为继续修复。

图 11: 央行加大逆周期调节 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 12: 货币增速企稳回升 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

第二, 5月社融规模3.19万亿元, 同比多增1.48万亿元, 主要贡献来自基建等配套融资、政府债券等。分项看, 政府债券融资1.14万亿元, 同比多增达7505亿元, 当月国债、地方债等净发行创历史新高。非标融资226亿元, 同比多增1677亿元, 其中表外票据融资836亿元, 或与结构性存款套利也有关。信托贷款-337亿元, 5月份信托监管新规落地, 对信托资金募集、信托贷款发放的影响有所显现。企业债券融资2971亿元, 同比多增1938亿元, 5月债券市场回调, 信用债发行环比回落, 但总量维持在近年来较高水平, 尤其是中低等级信用债继续放量, 显示信用风险偏好略有修复。

第三, 5月M2同比11.1%, 持平于上月, 增速未随社融继续上行, 体现在财政存款的增长。5月新增财政存款13100亿元, 同比多增8251亿元, 当月政府债券大量发行供给, 而资金拨付存在时滞, 部分沉淀在财政系统, 但有助于缓解基层财政压力。M1同比6.8%, 较上月大幅走高1.3个百分点, 企业生产、购销活动改善促进资金活化, 也受益于商品房销售走热。5月新增居民存款4819亿元, 同比多增2402亿元; 新增非金融企业存款8054亿元, 同比多增6873亿元。实体经济现金流继续改善, 企业存款增长有助于稳定就业、居民存款增长则反映消费意愿仍有待消费券等方式激发。

图 13: 社融增速稳中有升 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

2. 两会解读

今年两会对于经济的定调备受瞩目，我们总结了两会对于经济的以下几方面参考。

首先，本次两会不设具体的经济增长目标，更加强调经济发展的质量。但不设目标不等于没有目标，而是将重心放在优先稳就业保民生，坚决打赢脱贫攻坚战，努力实现全面建成小康社会的目标任务。我们预计在各种政策的合力之下，全年经济增长或可达到 2-3% 区间。

再者，虽然对于经济总量不设目标，但在具体的政府刺激力度上还是诚意满满。财政债务工具方面，政府对赤字提升至 3.6% 以上，相当于 3.76 万亿赤字额，加上专项债 3.76 万亿以及抗疫特别国债 1 万亿，合计达 8.51 万亿元，较去年提高 3.6 万亿元。报告提及，出台的政策根据形势变化还可以完善。减税降费更具有针对性，一是受疫情重创的行业、二是小微企业与个体工商户，预计减负 2.5 万亿，略高于去年。基建投资力度显著加大，新型基建（5G 信息网络）、新型城镇化（县城公共设施、老旧小区改造）、交通水利等重大工程是明确领域，特别国债将在公共卫生体系建设方面积极作为。

第三，稳健的货币政策要更加灵活适度，预计未来进一步引导信贷利率下行。在当前的财政刺激力度下，不需要财政赤字货币化操作。3.5% 通胀目标对货币政策不会构成障碍。我们认为未来一个月货币政策有望降准配合地方债、特别国债发行。MLF 利率仍有较大幅度的调降空间。需要特别关注“创新直达实体经济的货币政策工具”推出，定向工具预计仍是未来的政策重点。考虑到疫情和经济进入新阶段，宏观杠杆率将大幅攀升，“发债-买结构性存款”等套利行为的出现，以及汇率压力、资金面进一步宽松的概率不高。

第四，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。坚定原则的同时保持局部的灵活性。“房住不炒”意味着房地产并非刺激经济手段，稳定市场预期、引导资金支持实体经济。与去年相比，报告未提房地产税立法、棚户区改造。我们认为，房地产税可能会放在经济平稳时期推出，且会提前做好预期引导。近两年旧改替代棚改，成为安居工程重点。

综上所述，我们的基准情形是 GDP 同比增长率稳步回升，今年 2-4 季度中国实际 GDP 同比增速可能分别为 3.8%，5.6%，6.0%，全年接近 3.0%。反映今年上半的低基数，明年全年实际 GDP 增长有望达到 8.0-9.0%。当然，受新冠疫情的扰动影响，以上宏观经济预测具有较大的不确定性。但总的来看，形势正朝着好转的方向发展，主要原因如下：一方面，上半年增速较快的信贷和社融数据，在下半年将更充分的体现出来，金融数据的领先性会体现在下半年的经济数据当中；另一方面，5 月份政府工作报告所包含的财政政策举措，包括发行抗疫特别国债、增加专项债额度、提高财政赤字率等，较去年明显上升，财政支出将对下半年的

经济增长提供有力支撑。

三、大类资产配置建议

二季度以来经济数据延续了此前的回暖趋势，但是从结构来看，供给端的恢复要好于需求端的恢复。

基于经济复苏的结构性特征，展望下半年大类资产的趋势：首先，债券方面，5月以来出现快速调整。债券供给压力是一方面原因，但更重要的是市场对于经济复苏的强烈预期，大类资产价格更关注的是经济数据的二阶导，实际上本轮债市的调整是滞后于股市和商品的，股市和商品在3月底就开始反弹回升，而债市直到5月初才开始出现调整。展望未来，我们预计三季度债市的调整还将继续，市场将不断修正此前对于经济悲观的定价预期，我们预计十年期国债可能会往2.8%-2.9%一带靠拢，此前推荐投资者的收益率曲线平坦化的策略（即多T空TS的套利组合，手数为1:2）还有一定空间。但到了四季度，预计十年债收益率难以有效站上3%。原因也就是我们提到的需求的恢复慢于供给端的恢复，所以通胀压力有限，央行5月以来的货币政策转向也只是打压资金空转套利，并不意味着或过度紧缩。所以当利率中枢上升到一定区间之后，即当十年债收益率到达2.9-3.0%区间一带，再度向上的空间不大，最终取决于经济恢复的力度。

股市方面，我们从年初一直以来看好股指的长远投资价值，一方面因为本身估值并不高，更重要的是随着经济结构转型，这其中，代表转型经济方向的IC指数更具备投资价值，这从过去半年以来IC指数总体强于IH指数可以看出，当然IH指数代表的优秀蓝筹公司所具备的稳定性以及可观的分红价值也是值得投资的。下半年，随着经济的进一步复苏，盈利的回升使得优秀企业的投资价值更为凸显，此外，IC指数的贴水性质给予了投资的可靠安全垫，我们继续推荐逢低加仓IC指数。

商品方面，疫情以来的表现和股市基本一致，受益于流动性改善和对于疫情的悲观预期逐步消退，工业品在二季度出现不同程度的回升。主要工业品如黑色和有色反弹力度最大，品种之间分化较大。对于下半年工业品的行情，我们认为随着流动性溢价以及前期悲观的情绪的逐渐消退，工业品的进一步上涨难度较大，但也不具备大幅下行的动力，维持区间震荡概率较大。黄金我们维持中长期看好，在美联储资产负债表急剧扩张的背景下膨胀，未来美元信用下降利好黄金中长期表现。

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与中大期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表中大期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映中大期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为中大期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中大期货研究院

地址：浙江省杭州市拱墅区远洋国际中心2号楼9楼901-910室

邮编：310011

电话：400-881-0999

网址：<http://www.zdqh.com>