

市场环境分析与股指期货展望

申银万国期货 研究所

金融期货研究部 汪洋

F0306430 Z0002320

2020年6月4日

持续动力不足，下跌逢低建仓

- **核心观点：**预计年中股指震荡攀升，蓝筹低估值和科技转型是市场稳定器，估值提升带来的大幅上涨暂不可期。市场对“黑天鹅”的敏感度下降，下跌空间较为有限。
- **核心理由：**1) 从基本面来看，经济V型反转可能性小；2) 政策上看，2020年政府工作报告内容略低于市场预期；3) A股估值仍有性价比，具有配置价值，适合长线持有。
- **6月核心运行区间评估：**上证综指2750—3000点，沪深300指数3750—4050点。

主要内容

● 5月行情回顾及影响因素分析

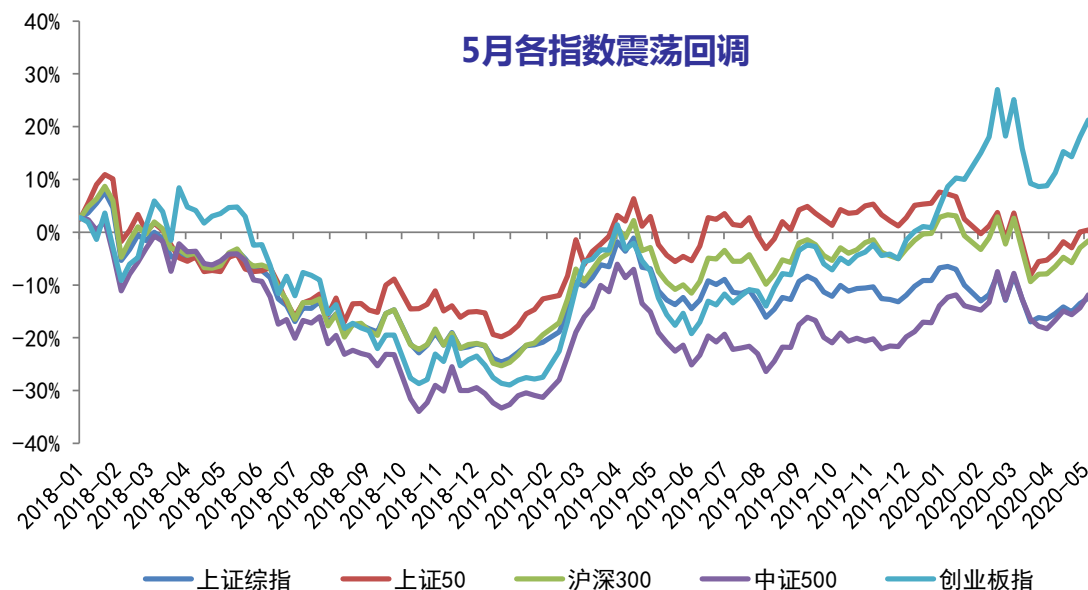
● 宏观环境和政策基调影响走势

● 资金短期风格仍以防御为主

● 6月股指行情展望及投资策略

5月各指数震荡下跌

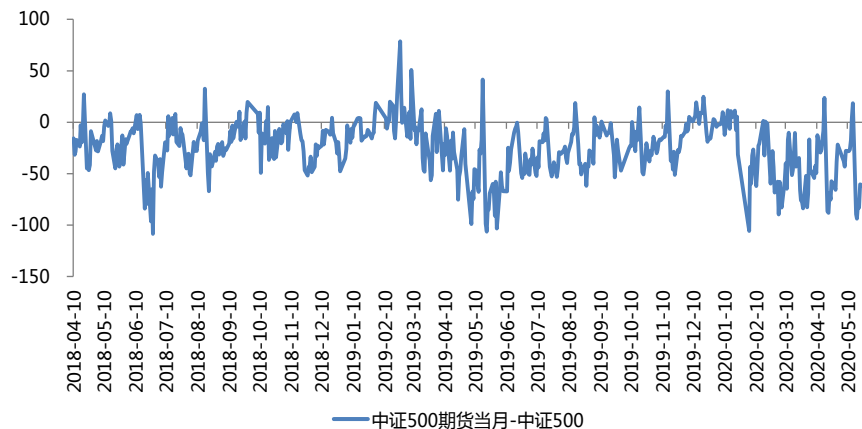
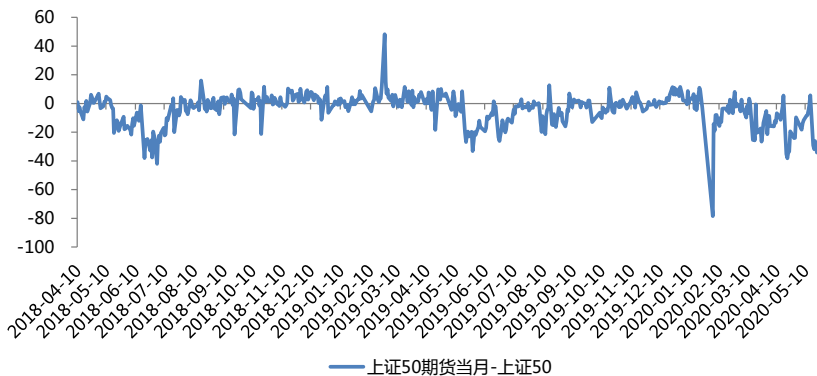
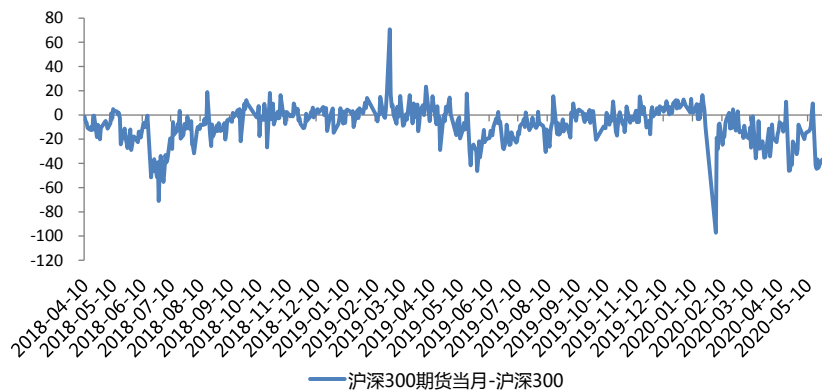
- 在经过4月大幅反弹后，5月各指数弱势震荡，截至5月28日，上证50、沪深300、中证500分别变化-1.83%、-1.43%、0.14%。资金观望情绪浓厚，未来走势不明朗。
- 市场震荡两方面原因，一是因为当前确实运行到了压力位，在无较大利好刺激下，缺乏继续向上的动力；另一方面两会召开并公布2020年政府工作报告，其中关于财政政策部分略低于市场预期，投资者对流动性释放、未来经济增长目标等预期有所调整，拖累了A股表现。



5月以来消费和医药生物领涨

指数	涨跌幅	沪深300	上证50	中证500	万得全A
	2020年5月	-1.43%	-1.83%	0.14%	-0.03%
	2020年4月	6.14%	6.42%	6.20%	5.23%
	市盈率(TTM)	沪深300估值	上证50估值	中证500估值	万得全A
	2020年5月	11.95	9.20	31.13	18.06
	2020年4月	12.13	9.37	30.97	18.36
申万一级行业	20日（涨跌幅）	行业1	行业2	行业3	行业4
	排名前四位	休闲服务	家用电器	食品饮料	电子
	排名后四位	农林牧渔	纺织服装	建筑装饰	通信
	60日（涨跌幅）	行业1	行业2	行业3	行业4
	排名前四位	食品饮料	休闲服务	医药生物	商业贸易
	排名后四位	电子	通信	计算机	汽车
期货	IF当月连续合约涨跌幅度		IF总持仓变化	IF当月连续合约-现货价差	IF当月连续-IF次月连续合约价差
	2020年5月	-2.14%	8,453	-40.83	43.60
	2020年4月	6.65%	-384	-7.98	29.00
	IH当月连续合约涨跌幅度		IH总持仓变化	IH当月连续合约-现货价差	IH当月连续-IH次月连续合约价差
	2020年5月	-2.46%	4,322	-31.46	-41.40
	2020年4月	6.58%	-3,521	-9.71	-37.00
	IC当月连续合约涨跌幅度		IC总持仓变化	IC当月连续合约-现货价差	IC当月连续-IC次月连续合约价差
	2020年5月	-0.91%	-1,402	-78.57	-63.80
	2020年4月	7.30%	1,537	-21.86	-63.20

5月各期货当月合约处于贴水状态



5月份，A股各指数震荡下跌，加上受分红影响，上证50、沪深300、中证500大部分时间均处于贴水状态。截止5月26日收盘，IH2006贴水31.84点，IF2006贴水43.97点，IC2006贴水76.61点。

5月行情的主要影响因素

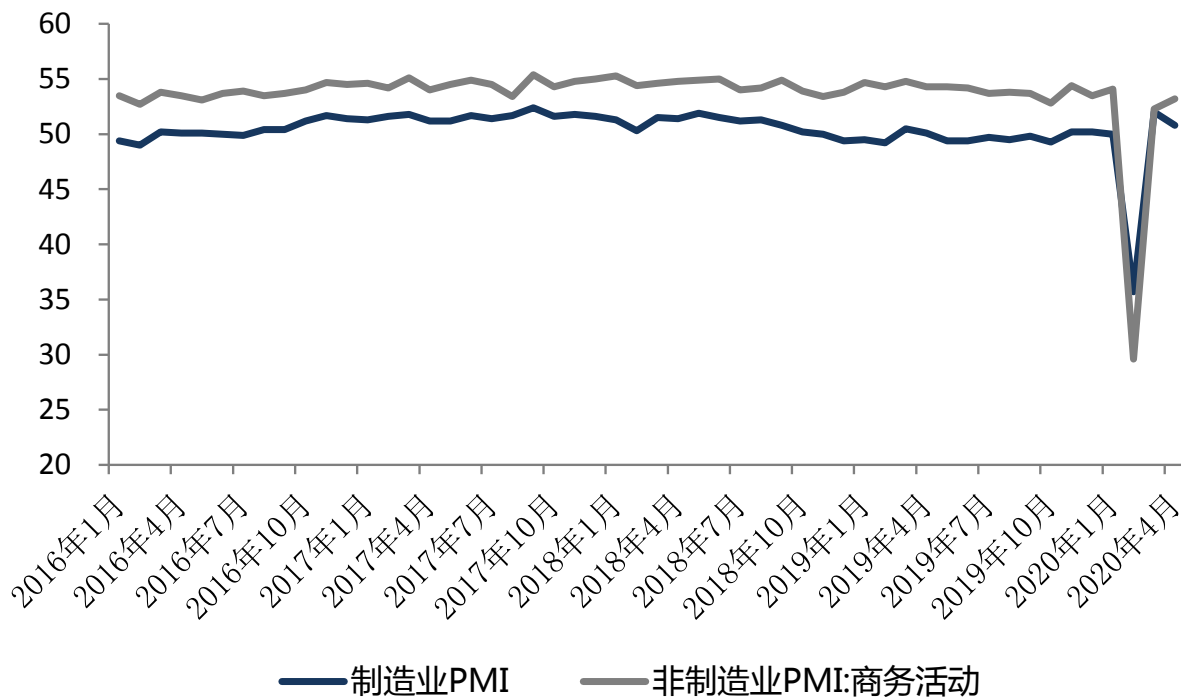
- **1) 加快我国金融市场改革，促进资本市场健康发展。**如果从长期的角度看，当前点位表明A股性价比依然较高。随着外资的逐步进入以及创业板注册制的加快推进，我国资本市场未来特征也会逐渐发生改变。注册制的推行表明未来股票的供应将会逐渐增加，有业绩支撑的白马蓝筹将会持续受到资金关注，但是靠题材炒作的股票未来可能会被边缘化。
- **2) 央行取消境外机构投资者额度限制。**5月7日，中国人民银行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，主要包括取消境外机构投资者额度限制、简化投资收益汇出手续、取消托管人数量限制等。本政策有利于进一步推动我国金融市场对外开放，有利于更多国际资金入驻A股。
- **3) 政府工作报告定调今年政策主线。**政府对2020年没有提出全年经济增速目标，将会实施更加积极有为的财政政策和更加灵活适度的货币政策。2020年的赤字规模比去年增加1万亿元，赤字率3.6%以上。

主要内容

- 5月行情回顾及影响因素分析
- **宏观环境和政策基调影响走势**
- 资金短期风格仍以防御为主
- 6月股指行情展望及投资策略

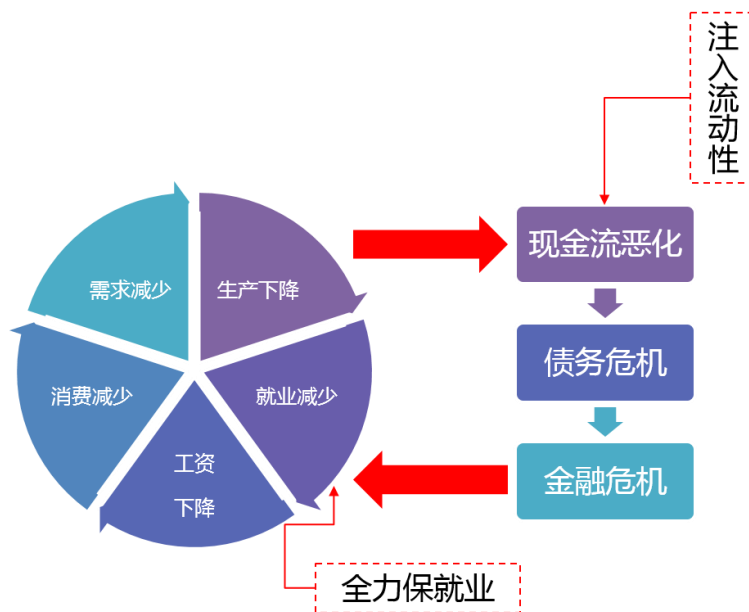
4月以来经济情况有所好转但难言全面改善

- 4月份，制造业PMI为50.8%，下降1.2%，维持在荣枯线之上。
- 4月份，非制造业商务活动指数为53.2%，环比上涨0.9%，维持在荣枯线之上。

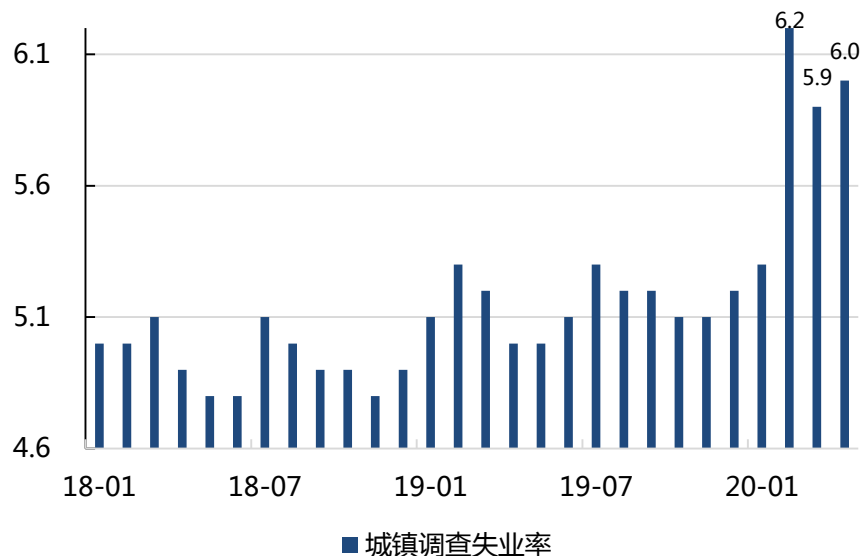


保市场主体保就业压力较大

- 从经济运行经验来看，就业、生产、消费紧密联动。疫情造成生产、消费大幅下降，企业现金流紧张，就业形势恶化，出现有效需求不足、生产继续疲软的恶性循环。阻断就业下降-需求下行-生产减少-就业下降的负面循环，保就业是重要方向。
- 4月城镇调查失业率重回6%，2020届高校应届毕业生将达到874万人，创历史新高。
- 发改委：1至4月全国城镇新增就业354万人，累计同比-23%。**今年优先稳就业保民生，重点聚焦在高校毕业生、农民工、贫困地区劳动力等重点群体。**



城镇调查失业率（%）



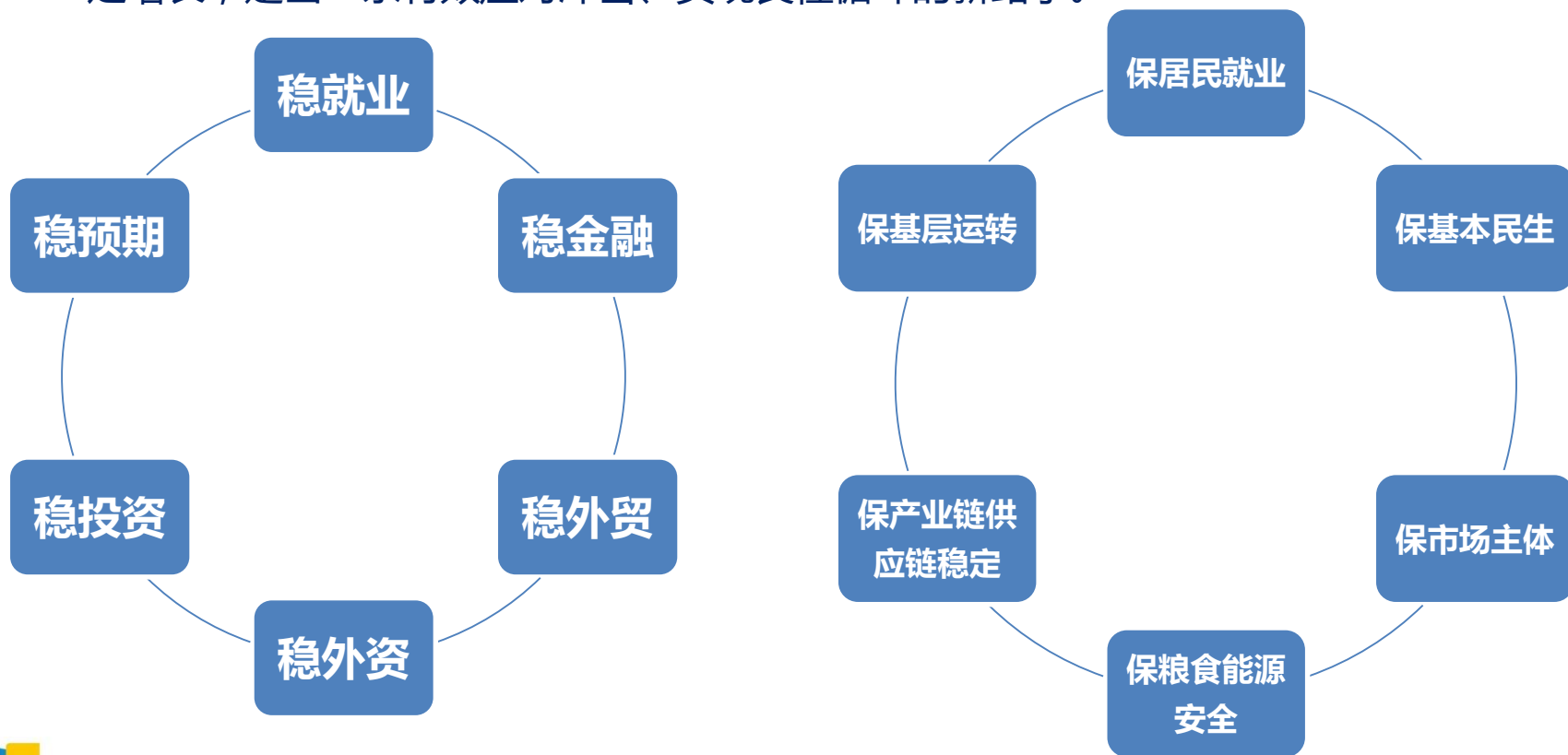
资料来源：Wind，申万期货研究所

两会内容影响股指未来走势

- 根据2020年政府工作报告，今年继续减税降费并且支持中小企业。在刺激经济的过程中，我们认为主要**靠基建托底、刺激消费同时加大科技领域的转型升级**。
- 今年我国不再对GDP增速设置具体目标，也表明了宏观环境的特殊以及经济压力很大。从基本面的角度，当前没有迎接全面牛市的基础。从流动性的角度，依然保持稳健的货币政策更加灵活适度，说明货币的空间还是受到了其他因素的限制，也不允许类似2015年的行情的再次发生。同时在释放流动性的过程中，也要警惕资金流入房地产领域从而进一步推高我国房地产市场风险的可能。
- 市场普遍期待今年的财政政策能够发挥更多的作用，从2020年的政府工作报告中也可以看出今年的赤字率提升到了3.6%以上。对于后市，我们认为依然需要保持谨慎，防范系列风险事件发生后对整体股市的不利影响，例如华为事件是否会进一步升级。在无整体系统性行情下，结构性行情依然值得期待，主要表现在消费和科技板块。

“六保”是“六稳”工作的着力点

- 守住“六保”底线，就能稳住经济基本盘；以保促稳、稳中求进，就能为全面建成小康社会夯实基础。
- 无论是保住就业民生、实现脱贫目标，还是防范化解风险，**都要有经济增长支撑，稳定经济运行事关全局。**要用改革开放办法，稳就业、保民生、促消费，拉动市场、稳定增长，走出一条有效应对冲击、实现良性循环的新路子。



政府工作报告对预期目标作了适当调整

主要预期目标	2018年	2019年	2020年
GDP	6.5%左右	6%-6.5%	无具体目标
物价	3%左右	3%左右	3.5%左右
城镇新增就业	1100万人以上	1100万人以上	900万人以上
城镇调查失业率	5.5%以内	5.5%左右	6%左右
居民收入增长	和经济基本同步	和经济基本同步	与经济基本同步
进出口	稳中向好	稳中提质	促稳提质
国际收支	基本平衡	基本平衡	基本平衡
单位国内生产总值能耗	下降3%	下降3%	继续下降，努力完成“十三五”规划目标任务
宏观杠杆率	保持基本稳定	保持基本稳定	无
财政政策	积极、聚力增效	加力提效	更加积极有为
赤字率	2.60%	2.80%	3.6%以上
减税	8000亿	增值税：16%-13%；10%-9%；6%不变	新增减税降费5000亿元，全年为企业新增减负超过2.5万亿元
减非税	3000亿	社保税率：21%-16%	
中央财政赤字	1.55万亿	1.83万亿	1.83万亿
地方财政赤字	8300亿	9300亿	1.93万亿
全国财政支出	21万亿	23万亿	
地方专项债	1.35万亿	2.15万亿	3.75万亿
转移支付	增长10.9%	增长10.9%	新增赤字规模及抗疫特别国债2万亿全部转给地方，建立特殊转移支付机制
货币政策	稳健、保持中性、松紧适度	松紧适度	更加灵活适度
M2增长	管好货币总闸门，合理增长	与名义GDP增速相同	引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年

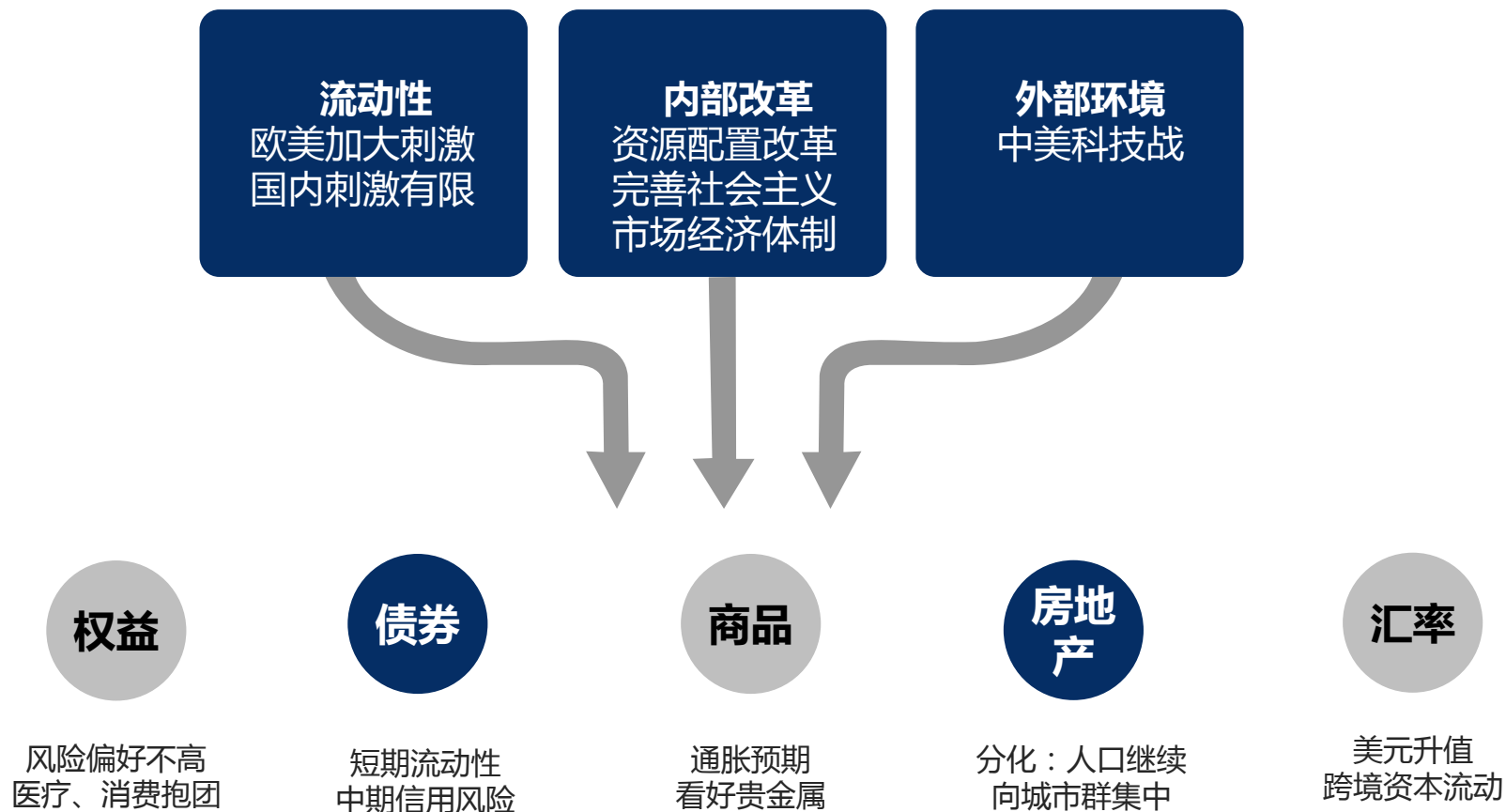
中美之间的科技制裁再度升级

- 今年突如其来的肺炎疫情把市场对中美贸易摩擦的关注吸引过来，但是中美之间的关系依然处于一个较为复杂的阶段。
- 2020年5月15日这天美国再度升级对华为的制裁，美国商务部网站出现一则商务部产业与安全局 BIS (Bureau of Industry and Security) 宣布更改出口管制条例 (EAR) 的公告，涵盖两点： 第一，华为和海思使用美国商务管制清单 CCL (Commerce Control List) 内的软件和技术所设计生产的产品，都将纳入管制。 第二，对于位处美国以外，但被列为美国商务管制清单中的生产设备，要为华为和海思生产代工前，都需要获得美国政府的许可证，这包含出口、再出口，跟转运给华为和海思（美国境内的设备在2019年就已经被限制了）。
- 这一公告表明全世界所有的半导体厂（包括晶圆代工、IDM厂），只要有使用到美国软件和设备，在为华为生产芯片之前，就需要获得美国政府的许可证，换言之无论华为生产的是大芯片、小芯片、手机芯片、服务器芯片、电源管理芯片、机顶盒芯片，还是采用最先进 7nm 工艺，或是很成熟的 0.18 微米所生产的芯片，是 12 寸厂或是 8 寸厂生产的芯片，通通都要被美国管制。

中美之间的科技制裁再度升级

- 2020年5月23日美国商务部再次宣布，将包括奇虎360、哈尔滨工业大学、云从科技、东方网力等在内的33家中国公司及机构列入“实体清单”，这意味着进入名单的企业无法与美国有着任何商业交易。2019年，美国商务部曾将华为及其70家附属公司纳入清单之列，其中包括旷视科技、商汤科技、依图科技等国内知名人工智能服务商在内的8家企业列入美国贸易管制名单。至此美国已累计将我国147家企业列入其所谓的“实体清单”。
- 针对美方将中国公司列入“实体清单”的做法，中国外交部发言人曾多次强调，中方坚决反对任何国家根据自己的国内法对中国的实体实施单边制裁。“我们也反对泛国家安全概念，滥用出口管制措施。”我们敦促美方停止错误的做法，为两国企业开展正常的贸易合作创造条件，避免给中美经贸关系造成进一步的冲击。
- **当我们国家不断强大并且有可能在某些领域特别是对未来产业升级极其重要的科技领域超过美国的时候，美国在还有机会遏制我们的时候必然会不断地通过各种办法来打压我们，首先是贸易战，现在是科技战，未来也不排除还有其他形式。我们要对中美之间的这一种状态做好长期的准备。**
- **在这个过程中，短期资本市场会受到影响从而造成股市波动并且催生结构性机会，例如我国的国产替代化概念、我国相关的半导体行业等。**

资产逻辑：流动性驱动下的资产保值



- 中长期：流动性释放与通胀预期下实物资产或占优

主要内容

- 5月行情回顾及影响因素分析
- 宏观环境和政策基调影响走势
- **资金短期风格仍以防御为主**
- 6月股指行情展望及投资策略

富时罗素A股纳入因子再度扩容

- 5月23日，富时罗素公布其第一阶段第四批次纳入A股的名单，此次富时罗素仅新纳入两只A股股票，未剔除A股股票。新纳入的两只股票为浙商银行、渝农商行。根据富时罗素公告，此次指数调整将于**6月19日（周五）收盘或6月22日（周一）开盘**生效。此次公布的只是初步名单，指数生效前还会有所调整。生效后，A股在富时罗素全球股票指数系列中的纳入因子将从17.5%升至25%。
- 本次的扩容原先应该也是在3月底完成，但受到肺炎疫情影响，富时罗素于3月17日临时公告称，A股最新一批纳入指数分成两步实施，第一批纳入规模的四分之一在2020年3月实施，剩余四分之三将与2020年6月的指数评估一道实施。

入富安排--第一阶段				
	第一步	第二步	第三步	第四步
生效日期	2019年6月24日开盘	2019年9月23日开盘	2020年3月23日开盘	2020年6月22日开盘
比例	20%	40%	10%	30%
成分股纳入的可投资权重	1.40%	2.80%	0.70%	2.10%
可投资市值（亿美元）	10	20	5	15
纳入因子	5.0%	15.0%	17.5%	25.0%
累计可投资权重	1.40%	4.20%	4.90%	7.00%
累计可投资市值（亿美元）	10	30	35	50

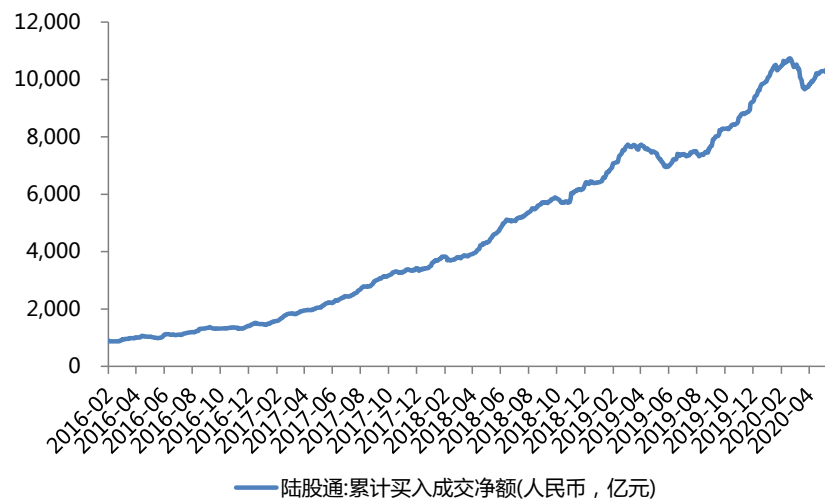
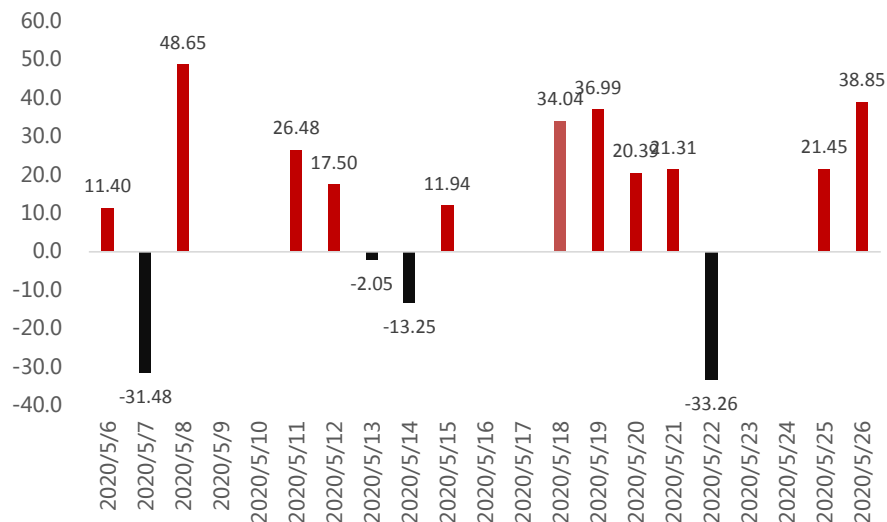
***假设一只证券的可投资权重为28%，可投资市值为200亿美元。

资料来源：申万期货研究所

5月以来外资整体流入A股

- 5月以来虽然行情震荡走弱，但是外资整体上以流入为主。截至5月27日，北向资金共流入约221.86亿元，5月以来仅4个交易日流出。

5月份外资净流入A股（单位：亿元）



资料来源：申万期货研究所

5月以来外资主要流入消费和医药板块

- 从资金的选择上看，北上资金在四月份也主要流入消费领域。截至4月29日，外资持有日常消费的股票市值从3月底的2802亿元增加到了3282亿元，增加了480亿元；而工业板块从3月底的1592亿元增加到了1734亿元，增加了142亿元。而从前十大活跃个股的流入情况来看，外资偏爱食品饮料（92.44亿元）、家用电器（30.36亿元）以及医药生物（29.63亿元），并大幅流出非银金融（-15.34亿元）、休闲服务（-10.38亿元）和通信（-3.31亿元）。

5月	持股市值 (亿元)	较上月变化 (亿元)	持股市值占 总市值(%)	持股占比变化 (%)
Wind可选消费	2,562	189	4.33	0.22
Wind医疗保健	2,250	153	3.93	-0.03
Wind日常消费	3,388	147	5.37	-0.10
Wind信息技术	1,994	146	2.01	0.12
Wind工业	1,840	67	1.84	0.07
Wind材料	1,042	13	1.83	0.01
Wind能源	118	0	0.49	0.01
Wind电信服务	41	(3)	1.64	-0.06
Wind公用事业	307	(6)	1.77	-0.01
Wind房地产	400	(18)	2.11	-0.05
Wind金融	2,659	(28)	1.70	-0.02

注册制的到来和经济下行压力下要更加注重基本面

- 我们预计后续随着股票供应的增加，题材类股票的投机难度会加大，市场将进一步回归基本面，个股间的分化将会进一步加剧，有着长期向好发展趋势的股票将会持续受到资金关注而走出长牛。
- 2020年4月27日中央深改委审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，证监会和深交所发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等一系列规则并公开征求意见，搭建起创业板改革并试点注册制的整体制度框架。证监会将按照错位发展、适度竞争的原则，统筹推进创业板改革和科创板发展。2020年4月29日，中国结算发布公告称要求各会员及相关单位根据要求于2020年6月30日前完成相关技术准备。因此我们预计首批创业板注册制公司最快于7、8月份上市。

2020年修订内容

序号	内容	序号	内容	序号	内容
1	扩大证券定义	13	5%以上的股东所持有表决权的股份每增加或减少1%要公告	25	给予投资者保护机构充分的权限
2	规定证券发行施行注册制	14	公告权益变动报告书后统一为3日不许动	26	引入代表人诉讼制度
3	多方面优化证券发行条件	15	不好好公告权益变动报告书的没有表决权	27	完善上市公司现金分红制度
4	欺诈发行控股股东、实控人回购股份	16	要约收购条件有三种情况不支持变更	28	不能起诉交易所
5	违规减持的话可能影响上市公司再融资、重组	17	收购完成后18个月锁定	29	合伙企业开户得到法律明确
6	短线交易主体范围扩大	18	扩大了信息披露义务人的主体范围	30	行政和解入法
7	取消暂停上市	19	信息披露要求增加简洁明晰、通俗易懂	31	鼓励举报
8	丰富内幕信息知情人的界定范围	20	违反承诺有赔偿可能	32	信息披露处罚金额增加
9	内幕信息范围扩充	21	同业竞争的口径放松	33	证券违法行为的处罚力度加大
10	禁止利用未公开信息交易	22	完善了相关强制披露事项	34	明确市场禁入
11	完善市场操纵类型	23	新增了上市公司债券相关的强制披露事项	35	买不买董责险？
12	自媒体等各种媒体要注意了	24	就近年来信息披露中遇到的一些问题作出了规范	36	关于过渡期

主要内容

- 5月行情回顾及影响因素分析
- 宏观环境和政策基调影响走势
- 资金短期风格仍以防御为主
- **6月股指行情展望及投资策略**

6月A股核心因素综合评定表：偏上

关注点	主要观点	代表数据	股市影响
宏观	经济下行压力仍存 货币政策更加灵活 外部环境不确定性仍存	GDP、行业GDP、人均GDP、工业产能利用率、投资、消费等	中性
大类资产	股市性价比、风险收益较高	理财收益、债券收益率，存款收益率、楼价、风险收益比等	利好
股市基本面	盈利能力中等	营收增速、利润增速等	中性
	估值处于低位	市盈率、市净率、破净破发等	利好
股市资金面	边际增量来自外资和杠杆资金	融资规模、IPO、定增、沪港通	利好
股市政策面	政策底已现	减税降费、金融供给侧改革、科创板	利好
技术形态	触底反弹	量价关系、技术形态、时间空间等、	中性
情绪指标	风险偏好回升	成交换手、期货升贴水，融资额变化、新增投资者数量等	利好
综述	当前A股依然具有较高的配置价值，但受制于经济下行压力较大和上市公司业绩未有明显好转，短期反弹空间有限。 从中长期角度来看，可以提升权益配置。		

利率下行，市场风险偏好决定股指期货走势

股利贴现模型 (Dividend Discount Model)

用来计算公司价值，也可扩展至股指

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r_f + \text{风险溢价})^t}$$

- ❖ 股指估值取决于未来现金流量（分子部分）与无风险利率和风险溢价（分母部分）
- ❖ 上市公司盈利不佳，分子部分短期难以有效改善
- ❖ **未来股指估值的上升还需借助于分母的下行，即无风险利率和风险溢价的回落**
- ❖ 企业融资利率的下行，也将有助于企业降低成本，增加未来的现金流量
- ❖ 货币政策调控正在从数量调控逐渐过渡到价格调控

风险偏好（1）：市场流动性溢价收窄

1年期国债利率降至1.2%



市场流动性溢价上行源自短端下行



资料来源：Wind，申万期货研究所

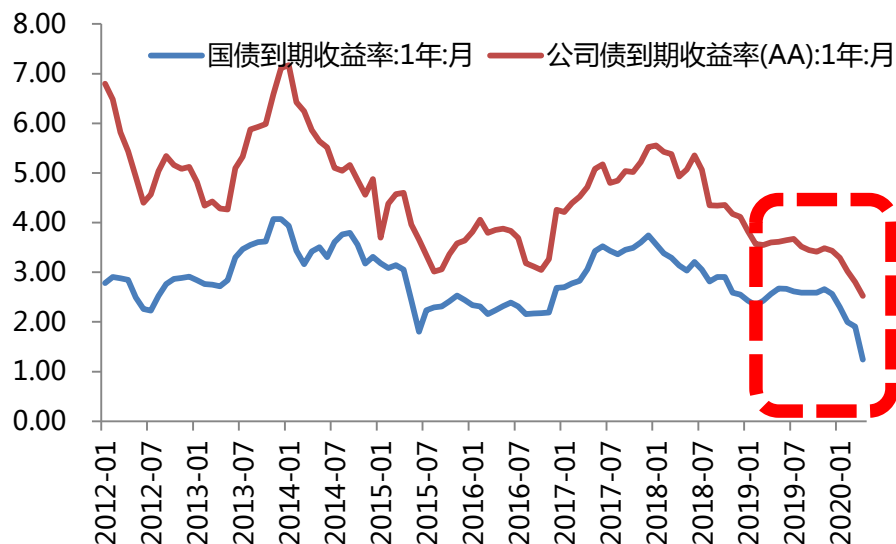
市场流动性溢价

- ❖ 1年期国债收益率降至1.2%，10年期国债收益率降至2.6%
- ❖ 市场流动性溢价维持在低位

流动性溢价的收窄主要与流动性释放有关，目前主要通过降准释放

风险偏好（2）：信用利差上行有限

AA公司债收益率临近2.5%



信用利差上行有限



资料来源：Wind，申万期货研究所

信用利差维持低位，风险溢价上行风险不大

- ❖ 2018年—2019年，AA公司债和一年期国债利率差由200个基点降至100个基点以下
 - ❖ 近期信用利差小幅上行，主要短期无风险利率下降快于AA公司债，目前在150个基点以内
- 风险溢价的收窄主要与改革有关，包括全面改革和资本市场改革，也与政策支持中小微企业有关

全球在中国股市配置中偏低，美股配置中偏高

- 截至2018年，我国GDP占全世界比重为15.56%，但股市占比仅为9.21%；相比之下，美国GDP占全世界比重为23.96%，但股市占比为44.33%。

	中国市值占 比 (%)	中国GDP占 比 (%)	中国市值占GDP 比重 (%)	美国市值占 比 (%)	美国GDP占 比 (%)	美国市值占GDP 比重 (%)
2000	1.88%	3.61%	48.48%	48.79%	30.52%	147.36%
2001	1.95%	4.01%	39.55%	52.15%	31.69%	132.15%
2002	2.03%	4.24%	31.85%	48.55%	31.54%	101.08%
2003	1.64%	4.27%	30.90%	45.65%	29.45%	124.51%
2004	1.22%	4.46%	22.90%	44.51%	27.87%	133.65%
2005	0.99%	4.89%	17.58%	42.04%	27.47%	130.41%
2006	2.29%	5.47%	41.62%	39.14%	26.85%	141.65%
2007	7.43%	6.39%	126.15%	33.04%	24.93%	137.85%
2008	5.51%	7.36%	38.72%	35.91%	23.13%	78.78%
2009	8.13%	8.46%	70.04%	34.30%	23.95%	104.35%
2010	7.91%	9.45%	66.17%	33.93%	22.70%	115.28%
2011	7.76%	10.56%	45.18%	35.58%	21.18%	100.63%
2012	7.30%	11.51%	43.33%	36.85%	21.57%	115.26%
2013	6.62%	12.68%	41.26%	40.31%	21.73%	143.19%
2014	9.55%	13.07%	57.53%	41.90%	22.09%	150.27%
2015	13.23%	14.17%	74.33%	40.50%	24.28%	137.59%
2016	11.26%	14.11%	65.73%	42.08%	24.57%	146.21%
2017	10.99%	15.80%	71.74%	40.54%	24.11%	164.85%
2018	9.21%	15.56%	46.48%	44.33%	23.96%	148.15%

行情展望：短期调整为主，长期可增加配置

- 展望6月，主要关注：（1）经济数据；（2）疫情发展；（3）中美摩擦。
- 技术上看，仍然缺乏较大的持续性上涨动力，预计在无重要影响因素之前股市仍以区间震荡为主，除非有较大的利空，否则下跌空间也较为有限。
- 随着两会的召开，未来的政策也逐渐清晰。由于2020年政府工作报告内容略低于市场预期，加上后续经济的不确定性，预计未来股指需经历一段整理时期，以估值提升带来的大幅上涨暂不可期。政策方面未来依然是继续减税降费并且支持中小企业。在刺激经济的过程中，我们认为主要靠基建托底、刺激消费同时加大科技领域的转型升级。另外，需要关注中美关系变化对资本市场的影响。
- 综合判断，我们预计6月指数以区间震荡为主，但若下跌则不失为一个建仓的好时机。操作上短期建议观望，等待更明确信号，对于长线投资者，可以逢低建仓。对于股指期权建议卖出当月虚值看涨期权获取权利金增强收益。预计6月份沪深300核心区间预计维持在3750—4050点。

风险提示：外需影响和中美关系

- 针对6月份的交易策略，潜在风险主要体现在以下两个方面：
- **1、外需数据不及预期**
- 受海外肺炎疫情影响，外需订单的集中影响主要在二季度，目前这一因素尚存在较大的不确定性，预计会抑制我国股指的反弹空间。
- **2、中美经贸摩擦进一步升级**
- 华为等中美经贸冲突进一步升级带来资本市场短期波动加大。

2020年6月 沪深300核心区间预计在3750—4050点

- 操作上可以关注股指近月逢低做多机会。具体操作见下表。总仓位控制在40%左右。策略止损后，如果满足开仓条件，可重新进入。总止损次数不超过3次。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	跟踪止损	仓位建议
IF2006 逢低做多	3650-3750	3600	3950-4050	3600 点以下逐步 减仓止损	20%
IC2006 逢低做多	5150-5250	5050	5450-5550	5050 点以下逐步 减仓止损	20%

- 沪深300指数3700点以下逐步加大买入套保仓位，3600点附近完全套保。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司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并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。