

6月份国债期货市场行情展望

申银万国期货研究所 唐广华

2020年6月2日

主要内容

● 一、国债期货市场行情回顾

● 二、近期宏观经济走势分析

● 三、近期财政货币政策解读

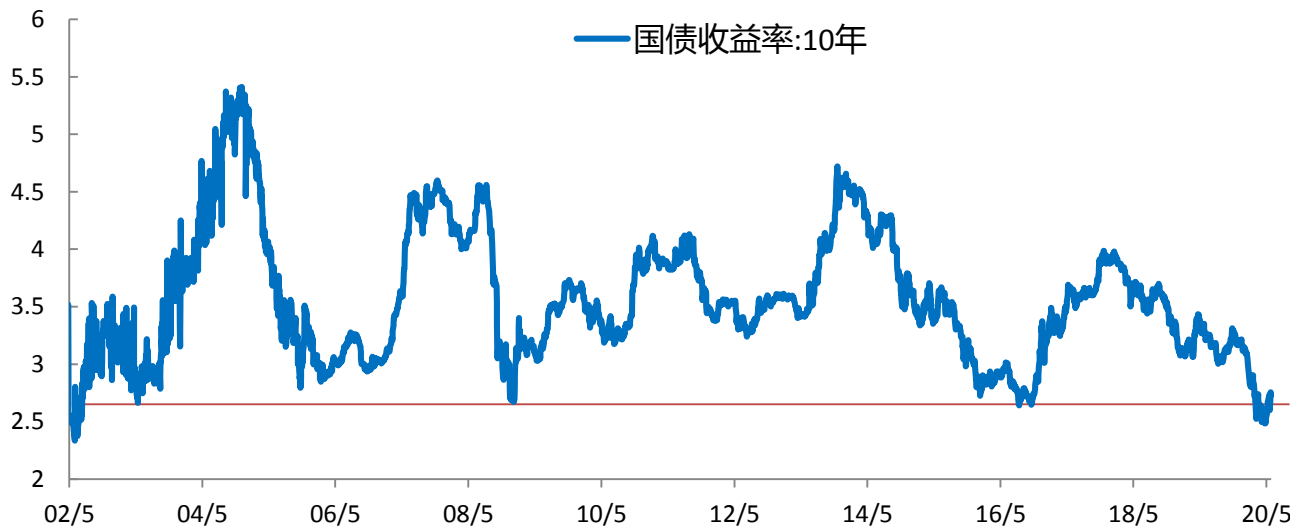
● 四、国债期货市场行情展望

国债期货价格震荡走低，历史底部区域快速回升

■ 国债期货主力合约价格续创历史新高102.845元后，5月份进入调整期，主力合约T2009下跌幅度近2%。

■ 10年期的国债收益率跌破2016年的低点2.64%，二次最低探至2.48%后，处于国债收益率历史底部区域，市场情绪谨慎，快速回升至2.7%上方。

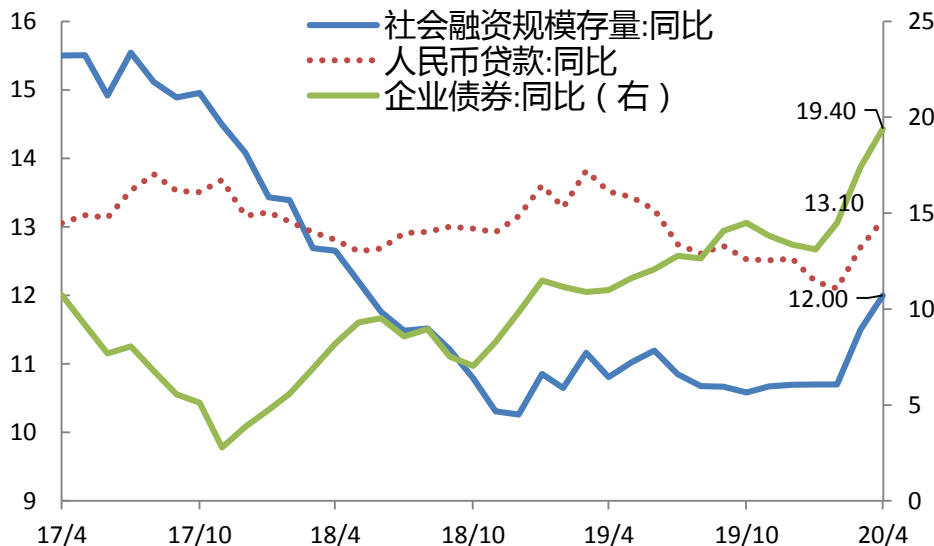
国债期货价格连续回落



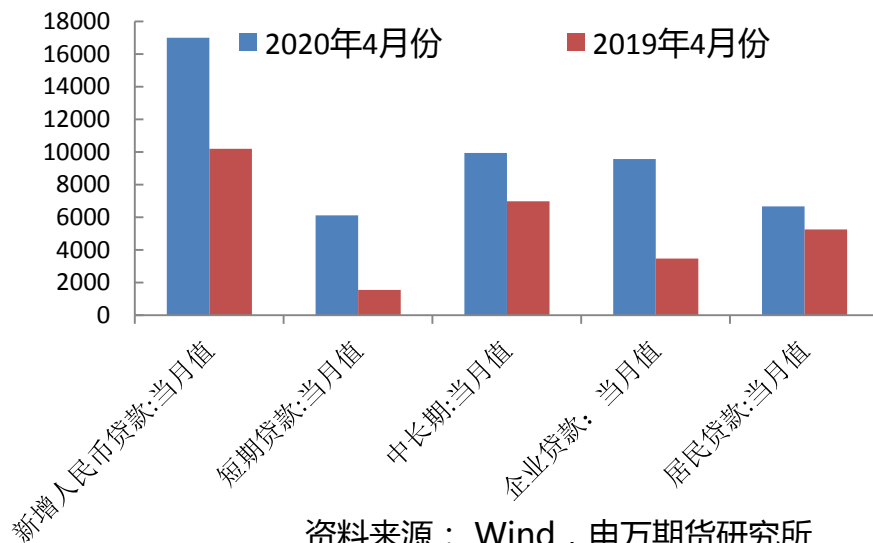
资料来源：Wind，申万期货研究所

1、新增贷款和企业债券融资带动社融增速持续回升

社会融资规模和人民币贷款存量同比（%）



新增人民币贷款及其分项当月值（亿元）



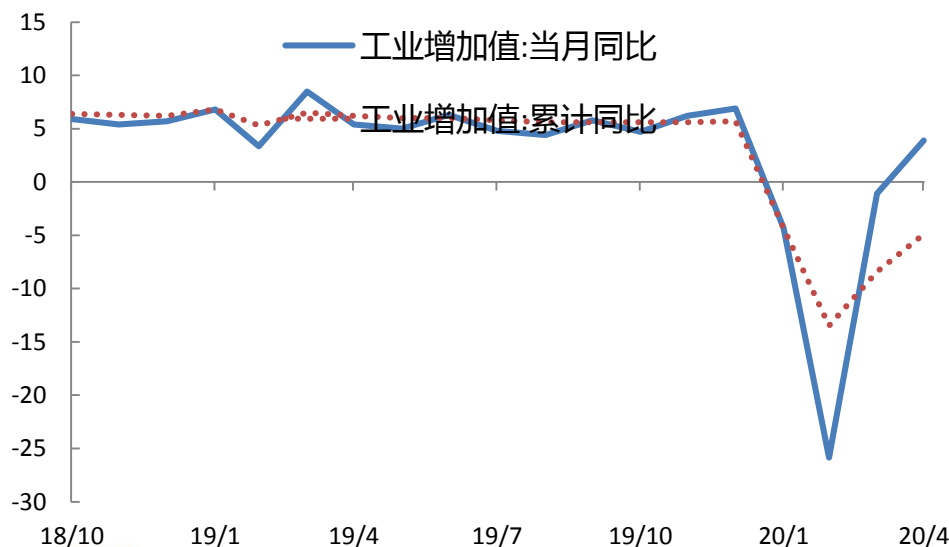
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 疫情发生后，央行出台了各项贷款支持政策，4月份新增人民币贷款为1.62万亿元，同比多增7502亿元，显著增加。其中企业贷款新增9563亿元，同比多增6092亿元，中长期贷款新增5547亿元，同比多增2724亿元。居民贷款增加6669亿元，同比多增1411亿元，短期和中长期贷款均有所增加，疫情影响逐步消退，居民消费贷款和按揭贷款基本恢复到去年同期水平。企业债券融资新增9015亿元，同比多增5066亿元，继续大幅增加。
- 在贷款和企业债券融资同比大幅多增的情况下，4月份社会融资规模增量为3.09万亿元，同比多增1.42万亿，4月末社会融资规模存量增速为12%，比上月和上年末分别增加0.5和1.3个百分点，创2018年5月份以来的新高，显著高于GDP名义增速，加大对经济的支持力度。

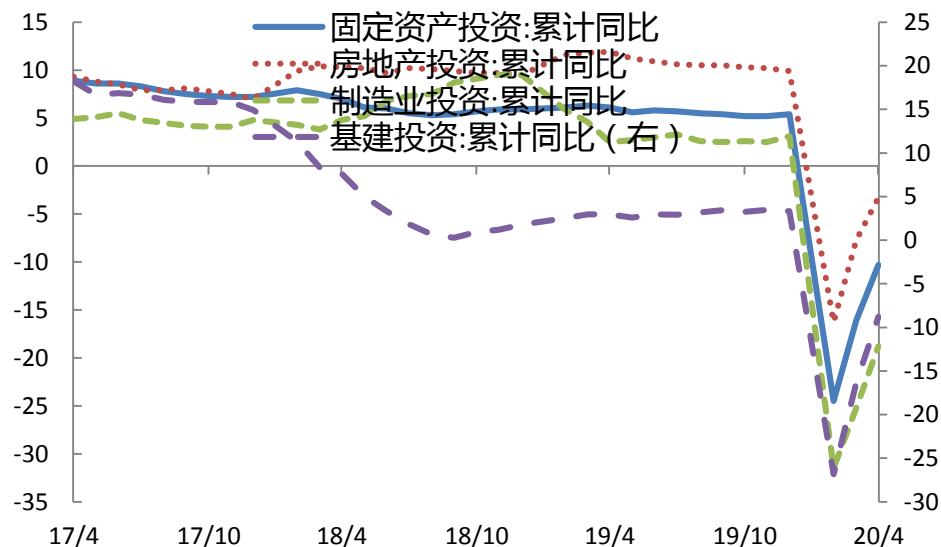
2、经济数据逐步改善，生产和地产投资转正

- 4月份经济数据逐步改善。当月工业增加值同比增长3.9%，由负转正，回暖明显。
- 固定资产投资累计同比下滑10.3%，降幅比上月收窄5.8个百分点，其中房地产投资4月份同比增长6.9%，基础设施投资累计同比下降8.78%，降幅比上月收窄7.6个百分点。
- 社会零售总额同比仍下降7.5%，降幅比3月份收窄8.3个百分点。整体上，工业生产基本回归正常，基建和房地产投资快速回升且或将继续保持火热的状态，居民消费有所恢复但仍然较慢，经济逐步改善。

韩国进出口金额当月同比（%）



固定资产投资及其分项累计同比（%）



3、积极财政规模确定，地方债大量发行

- 疫情特殊时期，财政政策采取特殊举措，目标赤字率提升0.7个百分点，赤字规模增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债，基本符合市场预期。增加的2万亿全部转给地方，建立特殊转移支付机制851制，主要用来直接惠企利民。同时较大规模增加地方政府专项债规模，扩大有效投资。
- 5月地方债发行量超1.3万亿元，创历史新高。其中，专项债发行规模超万亿元，占比约八成，投向领域多为支持新老基建、老旧小区改造等，相关资金将再获充实。
- 总体上看，2020年政府债务新增规模合计8.51万亿，比2019年增加3.6万亿，对冲经济下行压力。

积极财政政策规模估计（亿元）

项目	2018年	2019年	2020E
财政赤字率（%）	2.6%	2.8%	3.6%
中央财政赤字规模	15500	18300	18300
地方财政赤字规模	8300	9300	19300
抗疫特别国债	-	-	10000
地方政府专项债务	13500	21500	37500
合计	37300	49100	85100

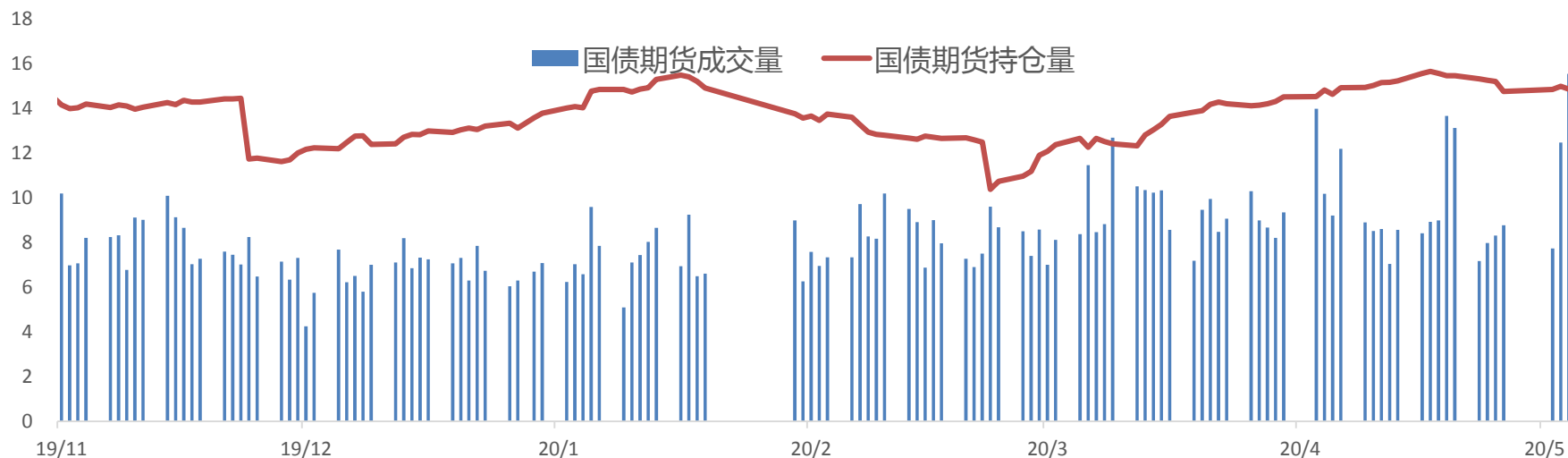
银行入市后，日均成交持仓量稳步增加

- 4月10日，中金所批准中国工商银行、中国银行和交通银行成为非期货公司会员，5月7日，农业银行正式成为会员。9月14日前暂不公布非期货公司结算会员的成交量、持仓量信息。
- 从市场对比看，四大银行入市至5月21日，日均成交量为11.19万手，日均持仓量为15.40万手，环比分别增加19.4%和15.96%，比一季度分别增加34.8%和15.8%，日均成交量、持仓量均稳步增加。

银行入市前后成交持仓量情况（万手）

时间区间	成交量均值	持仓量均值
4.10-5.21	11.19	15.40
3.2-4.9	9.37	13.28
一季度	8.3	13.3

国债期货成交量和持仓量变化（万手）



主要内容

● 一、国债期货市场行情回顾

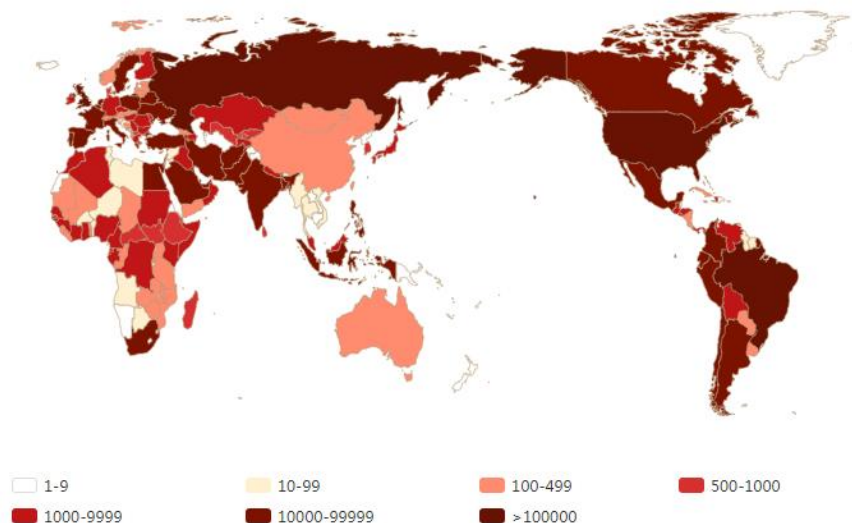
● 二、近期宏观经济走势分析

● 三、近期财政货币政策解读

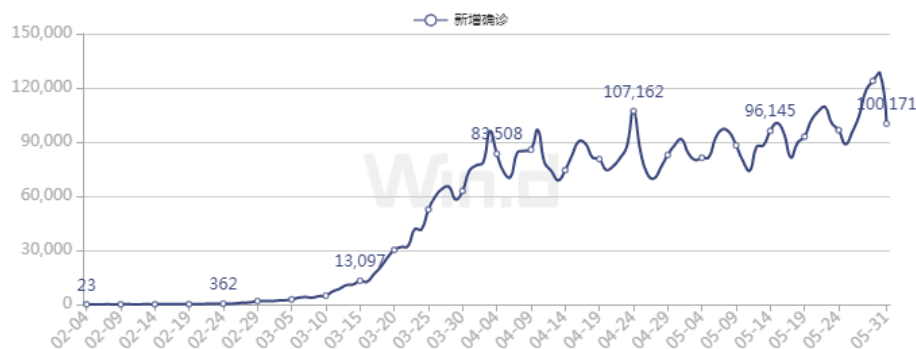
● 四、国债期货市场行情展望

境外：确诊维持高位，发达国家向发展中国家转移

全球现存确诊疫情地图



国外疫情新增趋势图



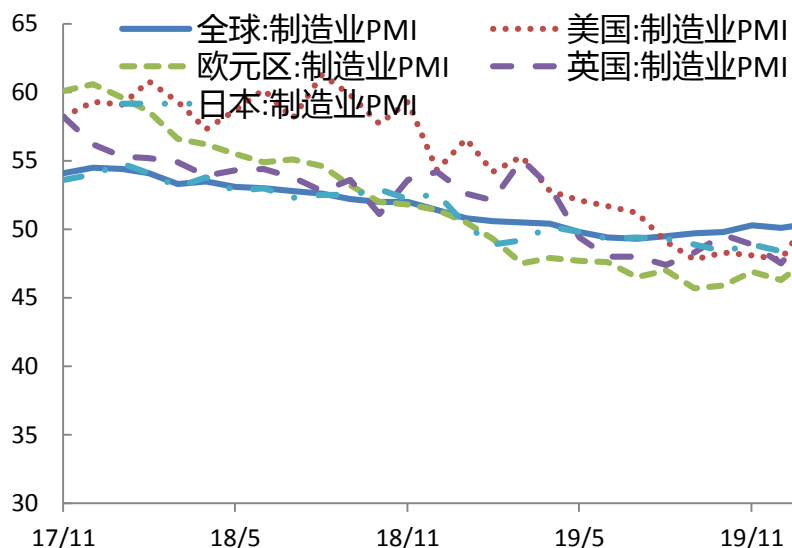
全球新冠肺炎确诊情况

地区	时间	新增确诊	累计确诊	死亡	治愈	
美国	06-01	408	1,837,578	106,198	599,875	详情
巴西	06-01	143	514,992	29,341	206,555	详情
俄罗斯	06-01	9,035	414,881	4,855	175,877	详情
西班牙	05-31	251	286,559	27,127	196,958	详情
英国	05-31	1,937	276,156	38,571	1,190	详情
意大利	05-31	333	232,997	33,415	157,507	详情
印度	06-01	705	191,327	5,413	92,027	详情
法国	05-31	257	189,009	28,805	68,473	详情
德国	05-31	245	184,151	8,706	165,900	详情
秘鲁	05-30	8,805	164,476	4,506	67,208	详情
土耳其	05-31	839	163,942	4,540	127,973	详情
伊朗	06-01	2,979	154,445	7,878	121,004	详情
智利	05-31	4,830	99,688	1,054	42,727	详情
加拿大	05-31	798	92,479	7,374	49,213	详情
墨西哥	05-31	3,152	90,664	9,930	64,326	详情
沙特阿拉伯	05-31	1,877	85,261	503	62,442	详情
巴基斯坦	06-01	2,964	72,460	1,543	26,083	详情

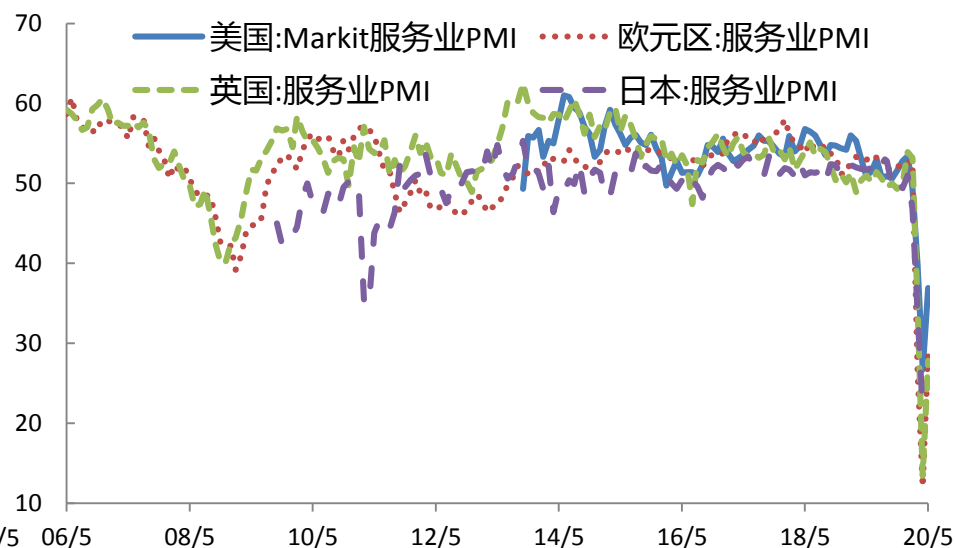
- 截止6月1日，全球累计确诊病例超过620万例，确诊超过10万例的国家有10个，累计死亡病例超过37万人。
- 单日新增确诊病例超过10万例，继续维持在高位，欧洲和美国新增确诊逐步降低，俄罗斯、巴西维持高位。发达国家向发展中国家转移。

境外：制造业和服务PMI有所回升，仍处于低位

全球制造业PMI探底后回升（%）



各国服务业PMI快速回升（%）



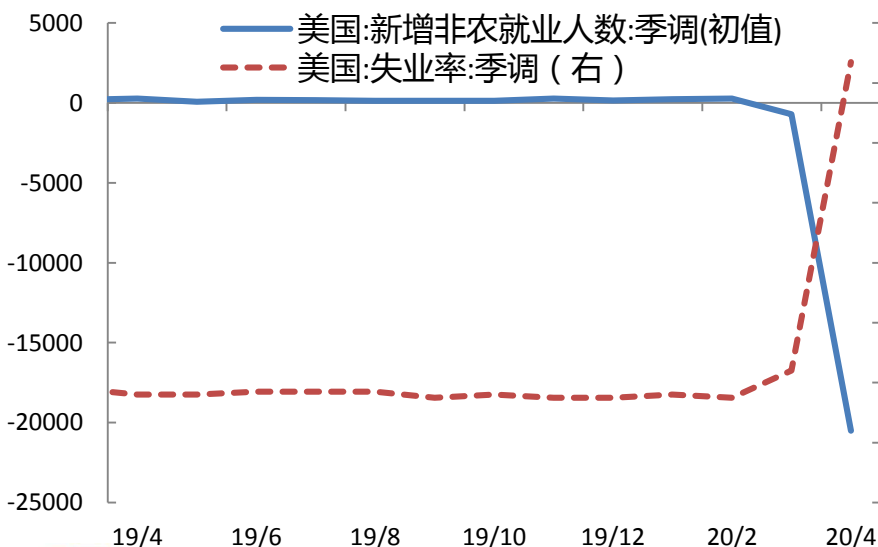
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 各国为抗击疫情采取了不同程度的管制措施，对生产、消费和贸易带来巨大冲击。
- 随着逐步复工复产，解除紧急状态，5月份全球制造业PMI较上月回升2.8个百分点至42.4%。美国、欧元区、英国制造业和服务业PMI初值有所回升，日本制造业PMI继续回落。
- 美国:Markit服务业PMI回升10.2个百分点至36.9%，欧元区和英国服务业PMI也快速回升，不过仍处于低位，生产和消费恢复仍需要一定的时间，警惕疫情二次扩散。

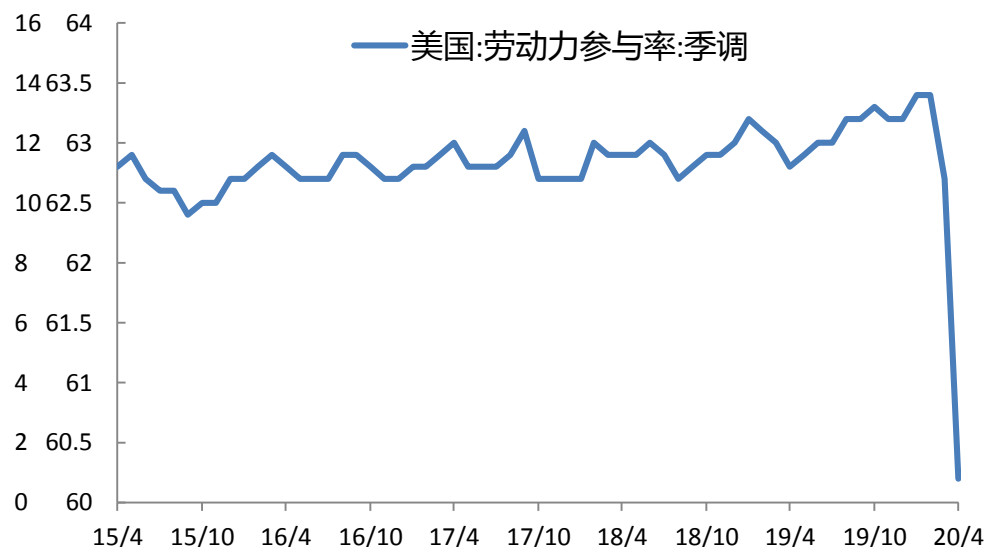
境外：美国失业率创记录高位，加码救市措施

- 4月美国失业率为14.7%，创有数据以来的最高值，前值为4.4%。同时，4月美国劳动参与率大幅下降2.5个百分点至60.2%，创下1973年以来最低水平，若考虑大量失业者放弃寻找工作因而不被统计为劳动力，失业率将更高。
- 美联储利率已经降至0%-0.25%的低位，同时启动量化宽松计划，推出 unlimited 按需买入美债和MBS计划。
- 美国政府不断加码救市措施，美国财政部表示，计划在二季度发行约2.999万亿美元美国国债为经济刺激计划筹资，创下单季发债规模最高纪录。

美国新增非农就业人数和失业率



美国劳动力参与率 (%)

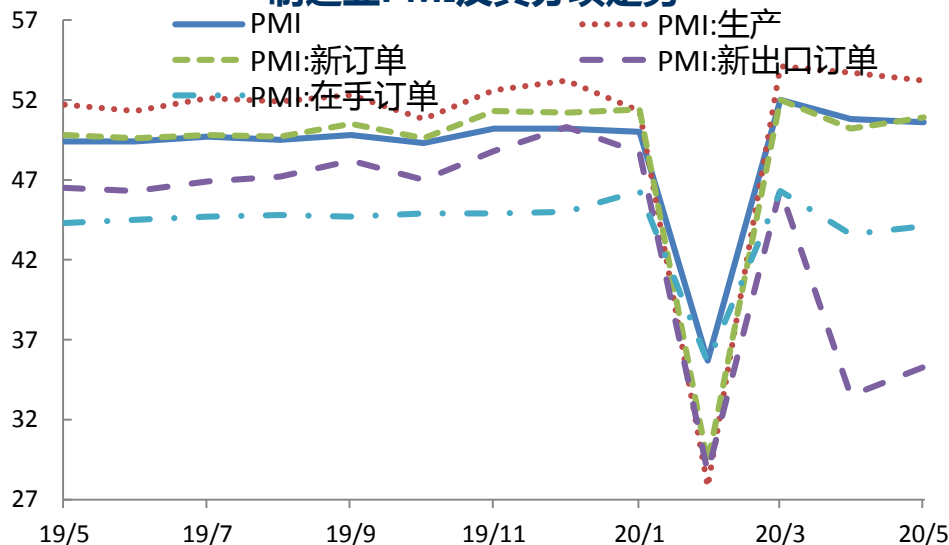


资料来源：Wind, 申万期货研究所

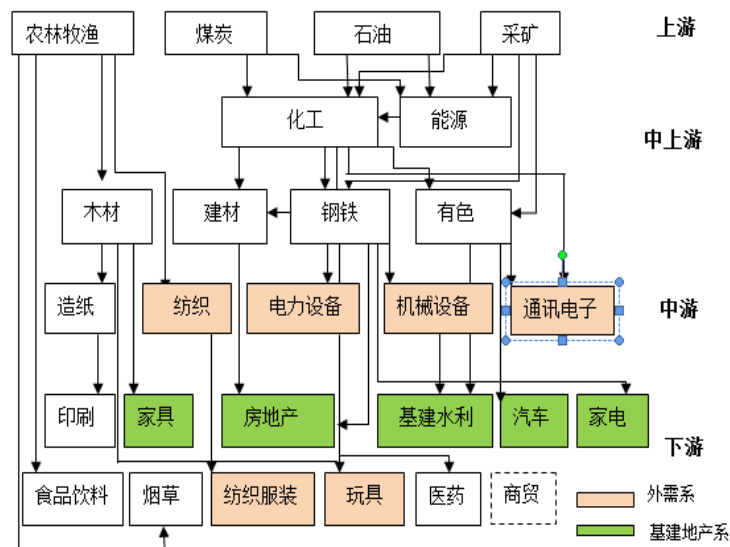
国内：出口持续性有待观察，仍面临较大压力

- 4月份出口短期快速回升或因积压订单得以完成和对全球生产替代，因此不能认为外需已经得到修复。
- 随着欧美逐步复工复产，生产替代逐步减弱，而总体需求下行将使得国内相关企业后期缺少订单，4月份新出口订单指数为33.5%，比上月下降12.9个百分点，海外疫情对外需影响将滞后显现，外需面临继续下探压力。
- 近年来，尽管出口占GDP的比重不断降低，但是仍高达17%，涉及纺织服装、玩具、设备、电子等劳动密集型行业，对就业也产生一定影响。

制造业PMI及其分项走势



外需系涉及众多产业

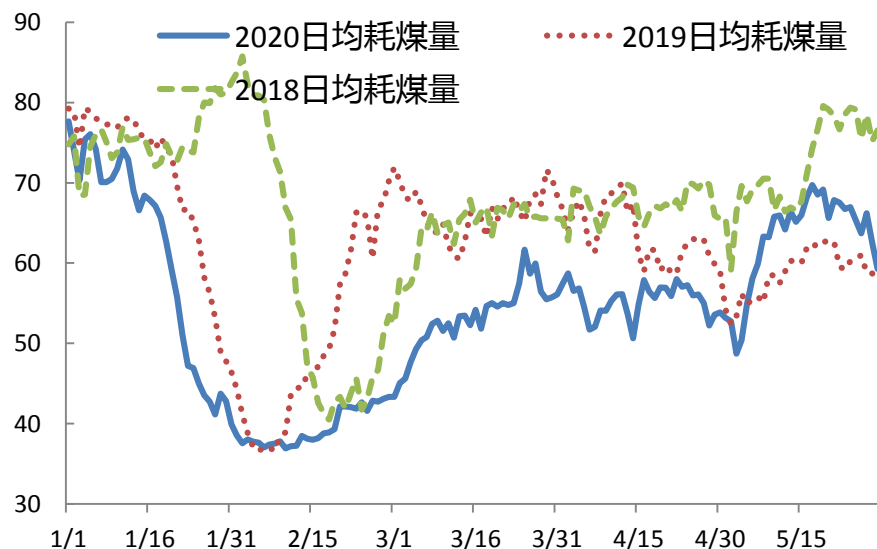


资料来源：Wind, 申万期货研究所

国内：生产逐步恢复，终端需求恢复较慢

- 3-4月份制造业生产迅速恢复，制造业PMI快速回升，发电耗煤显示生产逐步恢复。不过通常情况下当PMI连续三个月以上同向变化时，才能反映经济运行的趋势性变化。在境外疫情扩散，全球需求下行的情况下，后期工业生产将持续面临压力。
- 当前疫情防控压力仍然较大，餐饮等线下消费尽管有所修复，但在经济下行的前景下，汽车、家电等可选消费意愿仍然较低，乘用车日均销量仍未恢复。
- 一季度人均可支配收入同比名义增长0.8%，但人均消费支出同比名义下降8.2%，数据进一步证明了消费意愿下行的观点。

发电耗煤显示生产逐步恢复



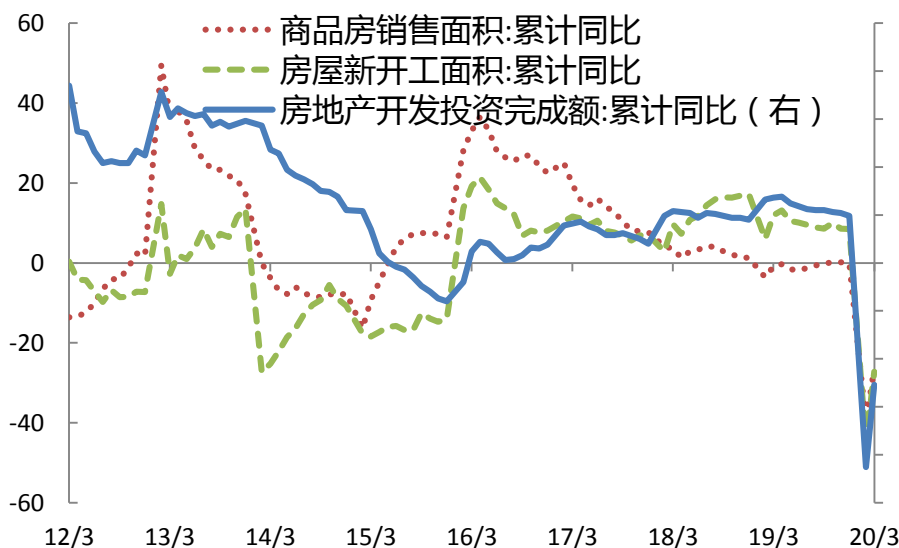
乘用车销量跌至谷底（万辆）



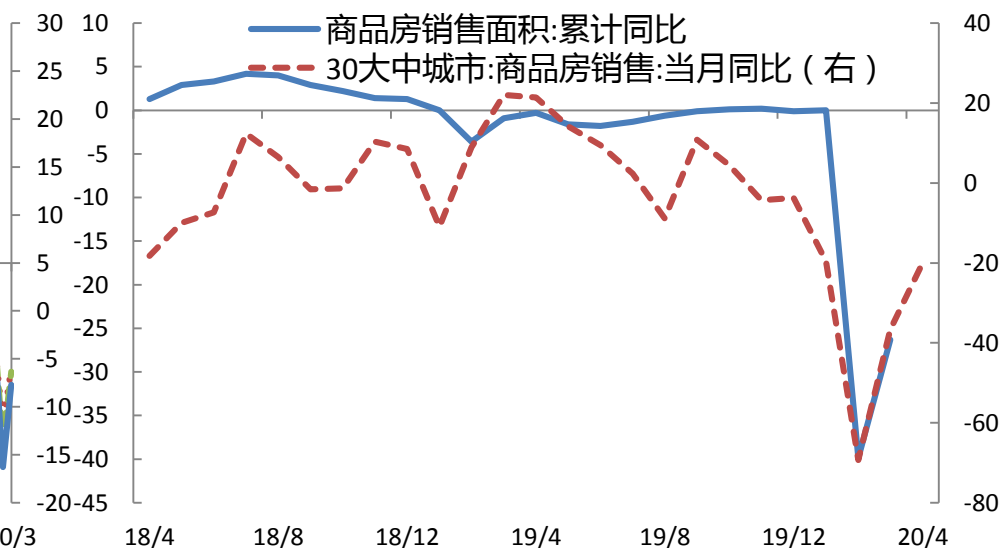
国内：房地产市场逐步恢复，坚持房住不炒定位

- 3月份房地产投资累计同比下降7.7%，较上月收窄8.6个百分点，房地产销售和新开工也逐步恢复，4月份30大中城市销售当月同比继续收窄。各地房地产价格有所回暖，深圳领涨全国市场，引发人行深圳中心支行排查房地产抵押经营贷资金违规流入房地产市场。深圳市住建局表示对于房价上涨准备了很多手段，持有环节可考虑房产税。
- 4月17日政治局会议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。疫情过后房地产市场将逐步恢复，不过预计在房地产“房住不炒”的定位下，房地产市场回升后较难出现反转，投资将延续此前的下滑态势。

房地产销售、新开工和投资累计同比 (%)



商品房销售面积和30大中城市商品房销售当月同比 (%)

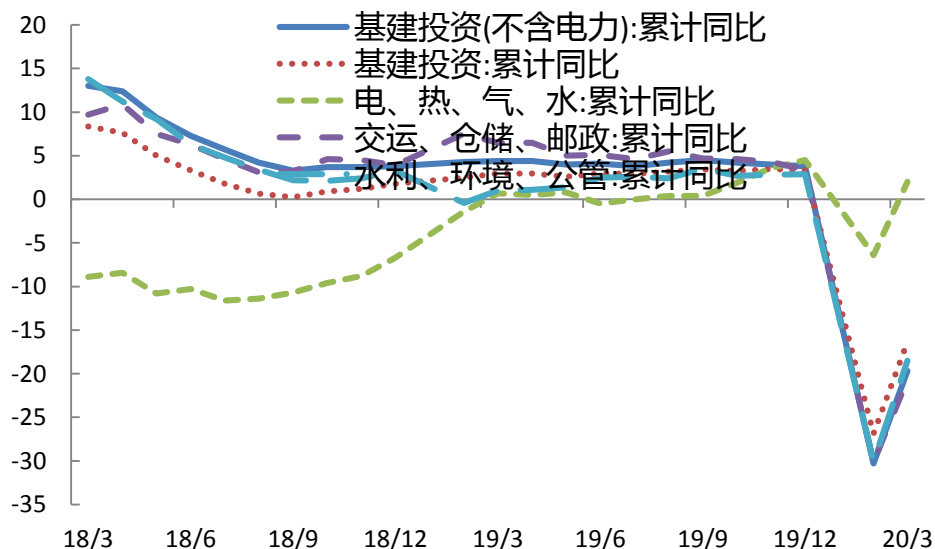


资料来源：Wind, 申万期货研究所

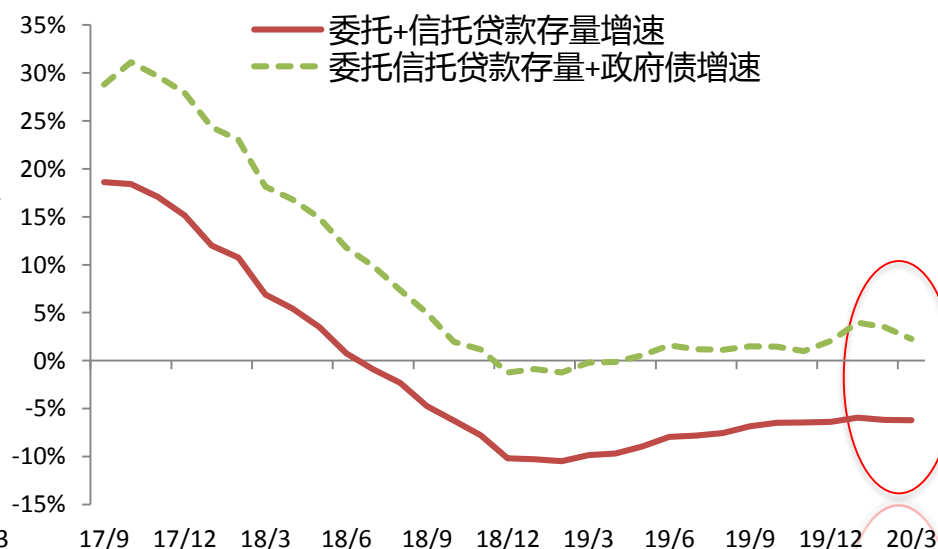
经济：基建投资有望快速回升

- 国务院常务会议指出要把推进重大投资项目开复工作为稳投资、扩内需的重要内容，推动各地1.1万个在建重点项目加快施工进度。
- 加快发行和使用按规定提前下达的地方政府专项债，督促加紧做好今年计划新开工的4000多个重点项目前期工作，加强后续项目储备。对重大项目审批核准等开设绿色通道，尽快实现开工建设。预计随着各地逐步复工，将带动基建投资快速回升。
- 不过在严控地方政府债务、终身追责的背景下，预计基建投资回升力度有限。委托信托贷款存量+专项债同比增速也没有显著回升，仍维持在相对低位。

基建投资及分项累计同比 (%)



委托信托贷款存量及专项债增速 (%)

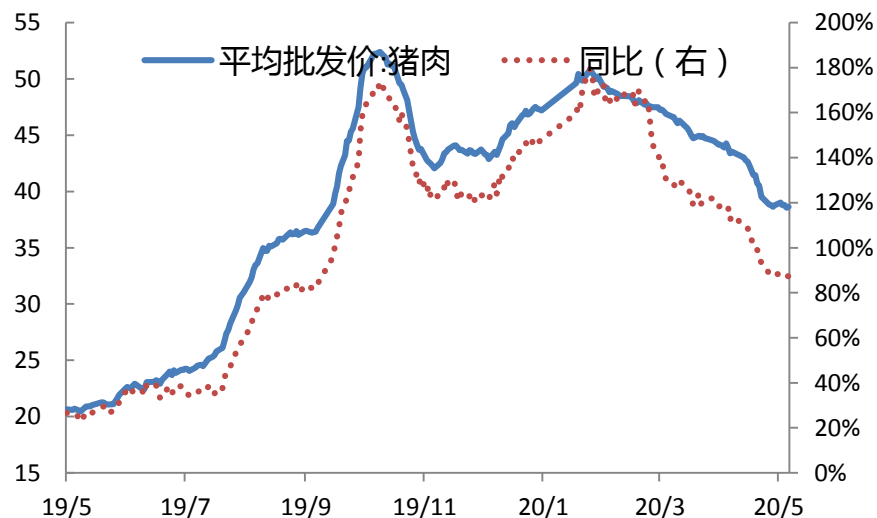


资料来源：Wind, 申万期货研究所

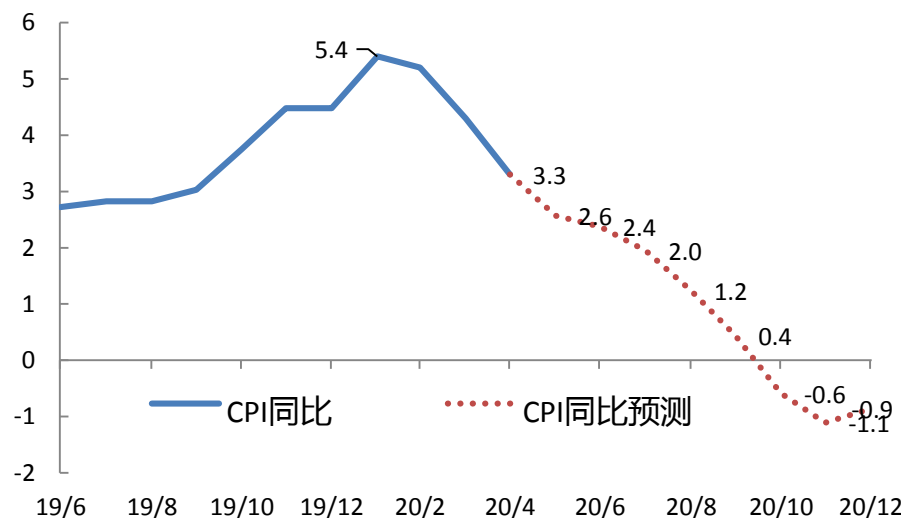
物价：CPI逐步回落

- 1月份CPI同比创新高后，2月份已经开始回落，4月份继续大幅回落至3.3%。当前国内新冠疫情已经得到有效控制，生产生活秩序基本恢复，生猪存栏量和能繁母猪量不断增加，阶段性猪肉供需失衡逐步缓解，预计猪肉价格将继续回落，带动食品价格走低。
- 在大宗商品价格维持低位的情况下，预计PPI降幅短期将继续扩大，通缩压力加剧，带动CPI中非食品价格走低。综合看，考虑到CPI同比翘尾因素下半年将快速回落，预计后续CPI将继续回落，5月份CPI将回到3%以内，四季度CPI有可能为负。

商品指数与PPI当月同比 (%)



CPI走势预测 (%)



主要内容

- 一、国债期货市场行情回顾
- 二、近期宏观经济走势分析
- 三、近期财政货币政策解读
- 四、国债期货市场行情展望

财政政策：财政政策采取特殊举措

- 2020年政府工作报告中指出：“积极的财政政策要更加积极有为。今年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债。今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元。”
- 疫情特殊时期，财政政策采取特殊举措，目标赤字率提升0.7个百分点，赤字规模增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债，基本符合市场预期。增加的2万亿全部转给地方，建立特殊转移支付机制，主要用来直接惠企利民。同时较大规模增加地方政府专项债规模，扩大有效投资。总体上看，2020年政府债务新增规模合计8.51万亿，比2019年增加3.6万亿，有力对冲经济下行压力。

积极财政政策规模估计（亿元）

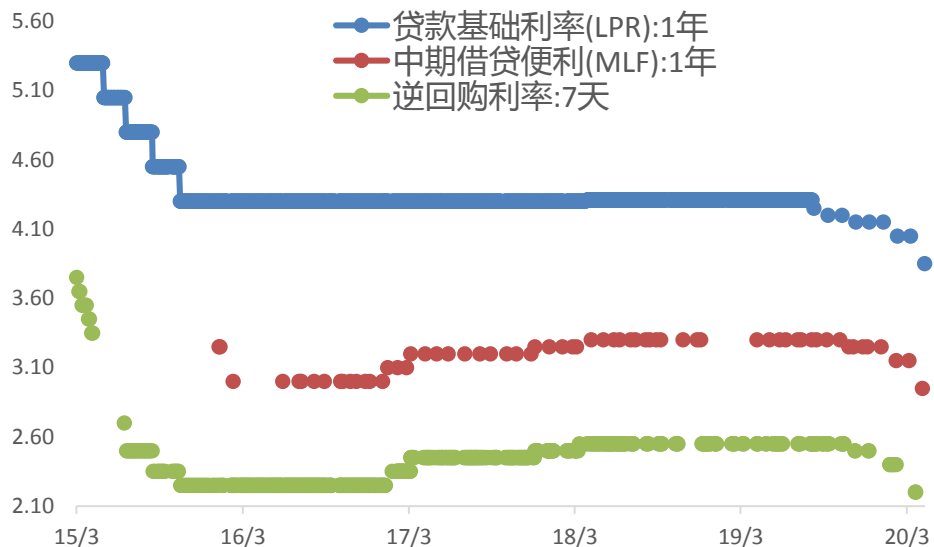
项目	2018年	2019年	2020E
财政赤字率（%）	2.6%	2.8%	3.6%
中央财政赤字规模	15500	18300	18300
地方财政赤字规模	8300	9300	19300
抗疫特别国债	-	-	10000
地方政府专项债务	13500	21500	37500
合计	37300	49100	85100

货币政策：疫情以来央行各项支持政策

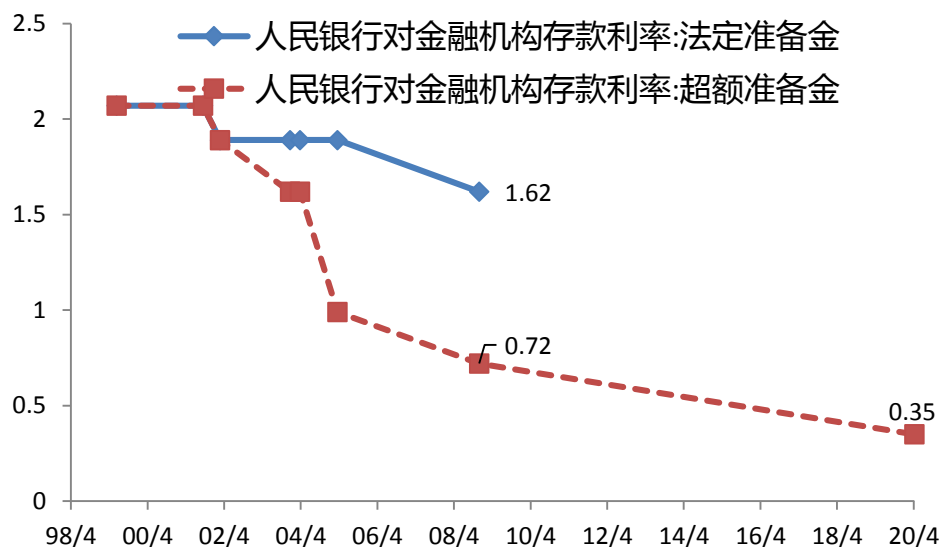
时间	来源	内容
2月1日	五部委联合通知	人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局联合出台了《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，内容包括五部分，共30条措施。 人民银行设立3000亿元专项再贷款，实施优惠贷款利率，加强对重要医用、生活物资重点企业的金融支持。
2月3日	人民银行公告	为维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕和货币市场平稳运行，2020年2月3日中国人民银行将 开展1.2万亿元公开市场逆回购操作投放资金，并下调各操作期限中标利率10bp 。银行体系整体流动性比去年同期多9000亿元。
2月19日	货币政策执行报告	科学稳健把握逆周期调节力度，守正创新，勇于担当，稳健的货币政策要灵活适度，加强逆周期调节、结构调整和改革的力度，保持物价水平基本稳定。 将疫情防控作为当前最重要的工作来抓，加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持。灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应。
2月26日	人民银行电视电话会议	增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%，并在2020年6月底前，对地方法人银行新发放不高于LPR加50个基点的普惠型小微企业贷款，允许等额申请再贷款资金。
3月13日	人民银行公告	3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。 以上定向降准共释放长期资金5500亿元。有效增加银行支持实体经济的稳定资金来源，每年还可直接降低相关银行付息成本约85亿元。
3月31日	人民银行公告	为维护银行体系流动性合理充裕，2020年3月31日人民银行以利率招标方式开展了200亿元逆回购操作， 中标利率为2.2%，较上次下调20bp。
4月3日	国务院联防联控机制发布会	第88次常务会议确定，进一步强化对中小微企业提供普惠性金融支持， 增加面向中小银行的再贷款、再贴现额度1万亿元。 要求中小银行以优惠的利率向中小微企业发放贷款，没有规定利率。
4月3日	人民银行公告	对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向 下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

货币政策：下调政策利率，打开走廊下限

LPR、MLF和逆回购利率走势（%）



人民银行对金融机构法定和超额准备金存款利率（%）

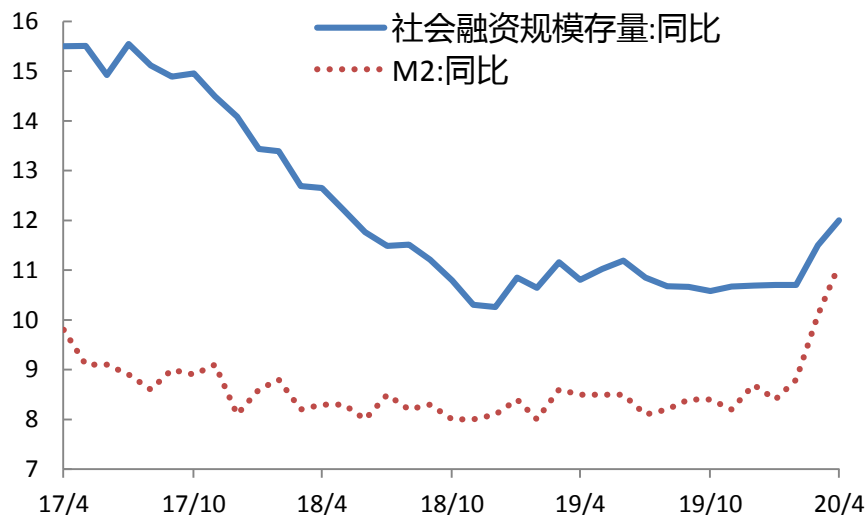


资料来源：Wind，申万期货研究所

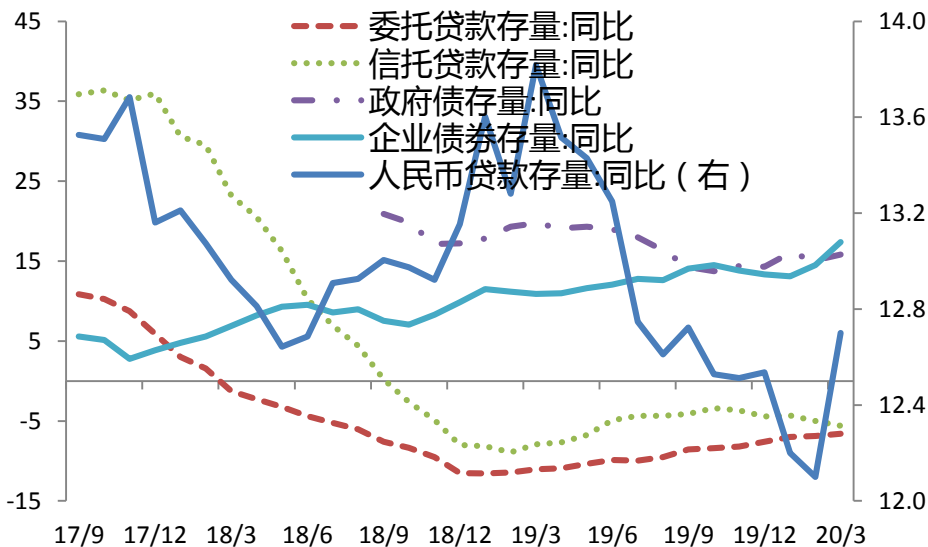
- 3月31日人民银行以利率招标方式开展了200亿元逆回购操作，中标利率为2.2%，较上次下调20bp。带动1年期MLF和LPR利率下调20bp，5年期LPR下调10bp，继续体现“房住不炒”思路。
- 4月3日，对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

货币政策：金融数据增速略高支持实体经济

M2、社会融资规模存量同比（%）



社融中各分项存量同比（%）



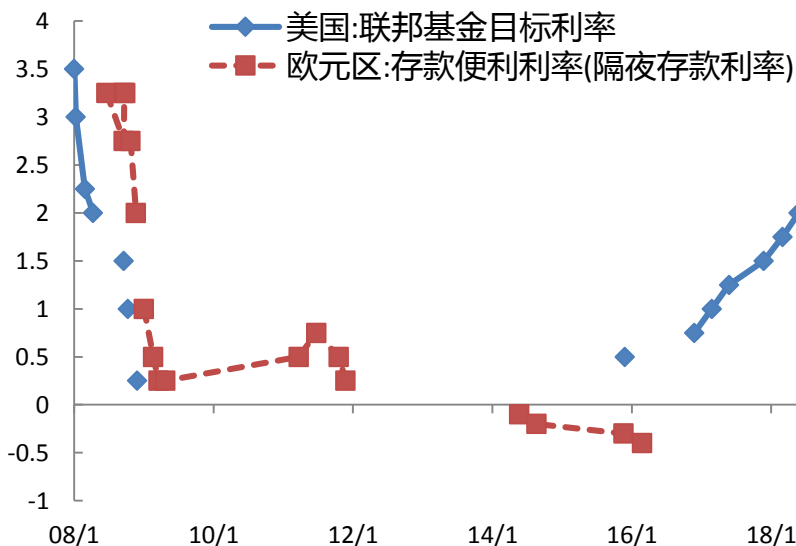
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 金融数据继3月份超预期后，4月份再度回升，宽信用效果显现。4月末社会融资规模存量增速为12%，比上月和上年末分别增加0.5和1.3个百分点；4月末M2余额同比增长11.1%，增速分别比上月末和去年末高1和2.4个百分点，均显著高于GDP名义增速，有力稳定经济增长。

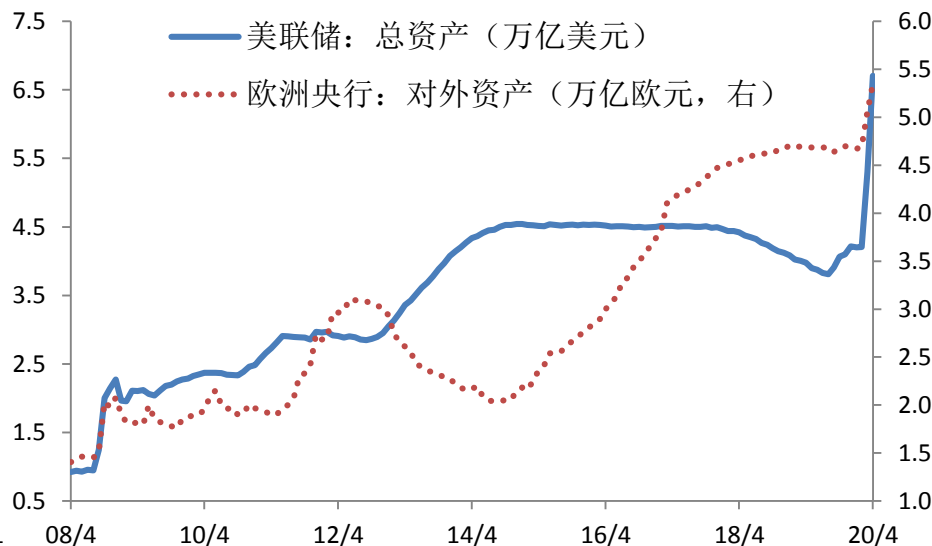
货币政策：全球央行资产负债表快速扩张

- 美联储在3月3日紧急降息50个基点后，于3月15日再度紧急降息100个基点，至此，再美联储利率已经降至0%-0.25%的低位，同时启动一项规模达7000亿美元的量化宽松计划，3月23日更是推出了 unlimited 按需买入美债和MBS计划。
- 美联储资产负债表2019年9月份开始扩张，欧洲央行则在停止QE仅8个月后宣布2019年11月之后再度重启QE，美联储和欧洲央行资产负债表再度扩张。疫情发生后，3-4月份美联储总资产从4.2万亿美元快速增加至6.7万亿美元，增加59%；欧洲央行总资产从4.69万亿欧元增加至5.35万亿欧元，增加14%。全球央行扩表为国内货币政策打开空间

美国欧元区利率走势 (%)



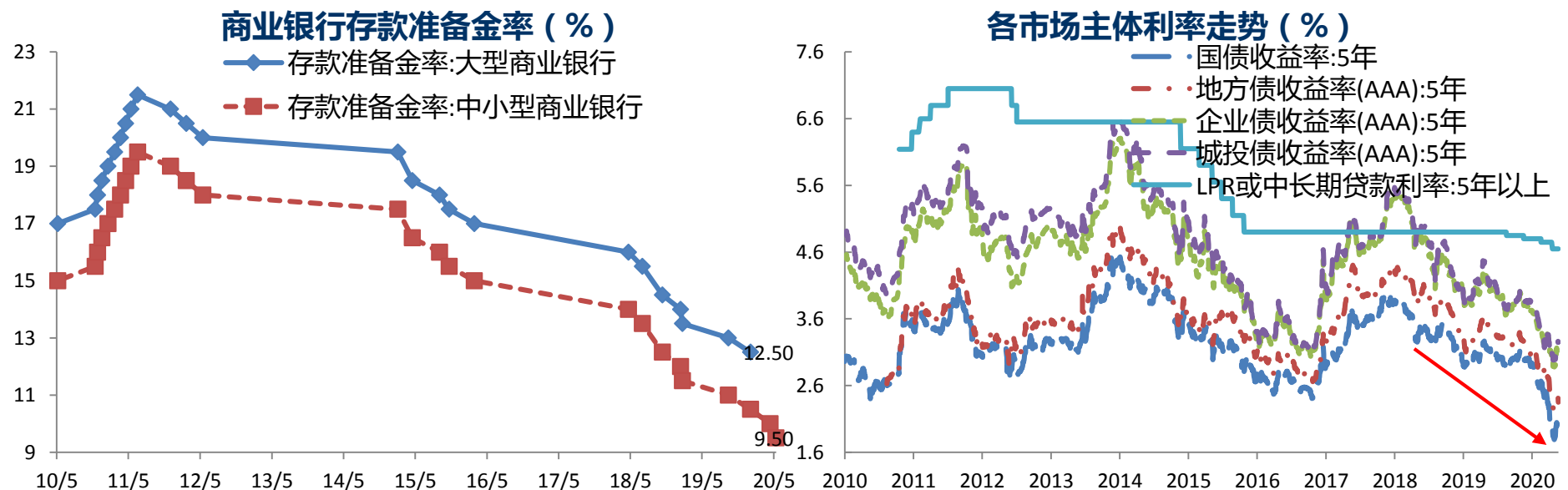
美联储和欧洲央行总资产情况



货币政策：四季度和一季度报告对比

分类	一季度执行报告	四季度执行报告
世界经济	国际疫情持续蔓延，不稳定不确定因素显著增多。国际金融市场“黑天鹅”事件频发，主要国家货币政策集体步入零利率区间，央行资产负债表急剧扩大。	世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，外部不确定不稳定因素增多。
国内经济	我国防范疫情输入和国际经济风险的压力不断加大，复工复产和经济社会发展面临新的困难，结构性、体制性、周期性问题相互交织，经济发展面临的挑战前所未有。	我国经济正在由高速增长转向高质量发展，结构性、体制性、周期性问题相互交织。经济增长保持了韧性，但下行压力仍然较大。企业投资增长仍显乏力。
国内物价	物价形势总体可控，通胀预期，基本平稳，对未来变化需持续观察。短期内，新冠肺炎疫情等因素可能从供求两个方面继续对物价形成扰动，应保持密切监测分析。	物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察。
下阶段货币政策思路	稳健的货币政策要更加灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏。加强货币政策逆周期调节，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关。保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配并略高。	科学稳健把握逆周期调节力度，稳健的货币政策要灵活适度，守正创新、勇于担当，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间。

货币政策：降低实体成本仍需降准“降息”



- 政治局会议指出稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。
- 当前大中型银行存款准备金率与国际上相比，仍然偏高，还有一定的下调空间，且特别国债的发行，大概率会通过央行定向降准，由对应银行定向认购的方式进行。
- 1年期MLF利率为2.95%，仍处于较高水平。随着CPI在逐步回落，而海内外疫情又对宏观经济各层面造成冲击，预计MLF利率下调空间较大，同时为提高商业银行下调LPR利率的积极性，央行很有可能降低存款基准利率，继续推动贷款实际利率明显下降。

主要内容

● 一、国债期货市场行情回顾

● 二、近期宏观经济走势分析

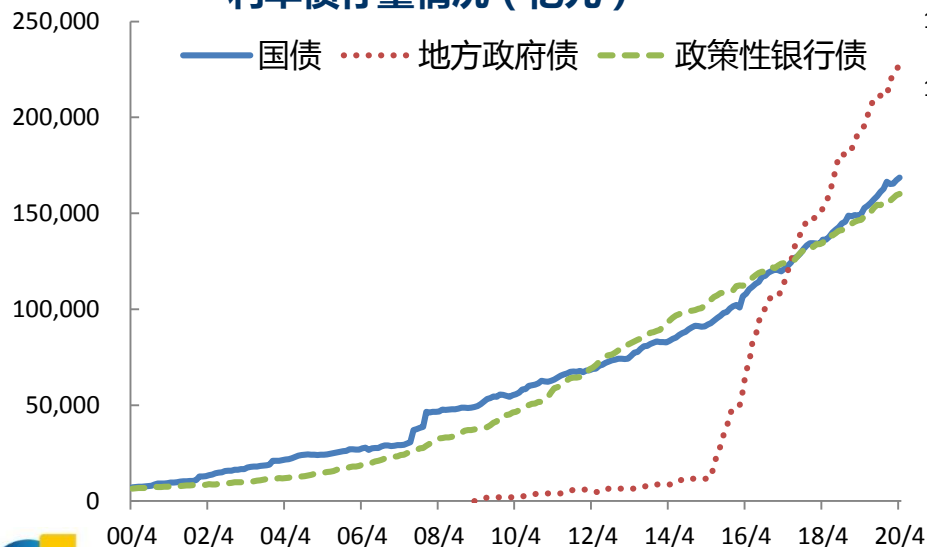
● 三、近期财政货币政策解读

● 四、国债期货市场行情展望

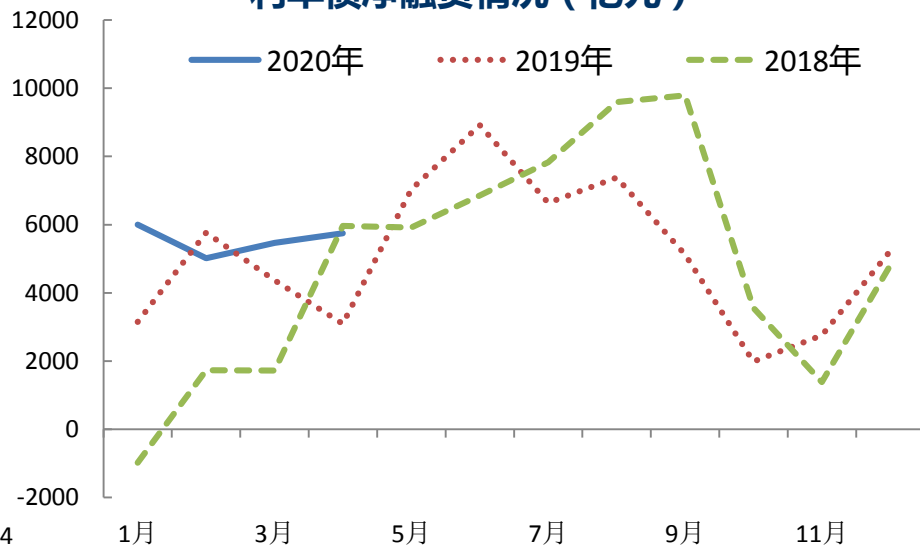
供给：两会结束后财政政策逐步明确

- 截止5月末，我国债券市场存量规模已经超过103万亿。5月份债券净融资额16817亿，高于去年同期和上月。其中利率债净融资额16407亿元，主要是来自于地方政府债，当月净融资额超过1万亿元，国债和政策性银行债净融资额分别为2648亿元和3743亿元。同业存单当月净融资额大幅减少5264亿元，带动金融债同比净融资为负。非金信用债净融资额3246亿元，环比增加大幅减少5000亿元。受市场资金面充裕影响，同业存单大幅减少，不过信用债融资规模有所回落。

利率债存量情况（亿元）



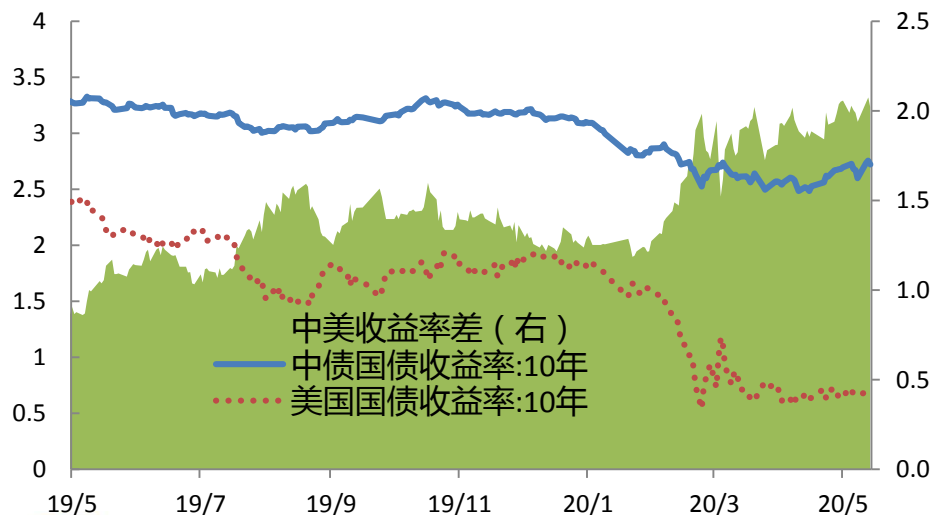
利率债净融资情况（亿元）



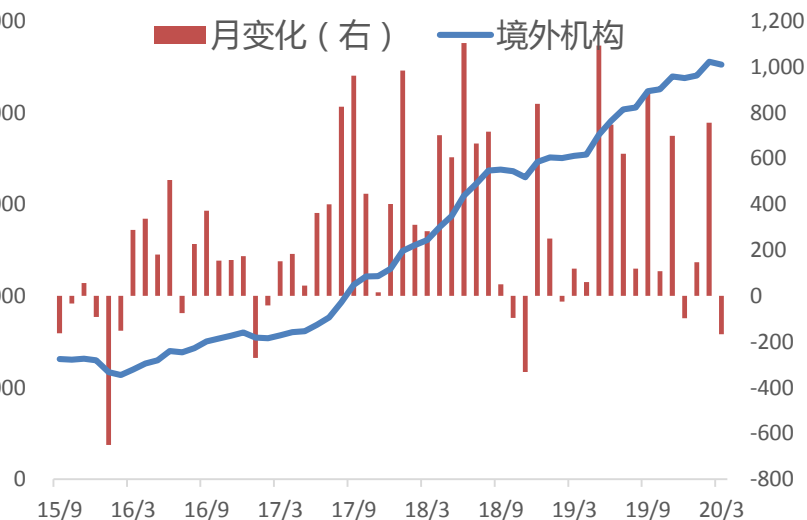
需求：内外利差扩大，境外机构配置空间可期

- **利差处于高位，配置价值凸显。**疫情发生后，美债收益率大幅走低，中美利差升至阶段性高位，其他多国国债收益率则维持低位甚至为负。当前人民币汇率保持在合理均衡水平，相对于美、日、德、英等主要国家债券市场来看，国内债券市场配置价值凸显。
- **境外机构持债占比仍偏低，且集中在利率债，空间可期。**截至2020年2月末，有814家境外法人机构投资者进入银行间债券市场，持债规模2.3万亿元人民币，近两年境外机构持有国内债券规模快速增加。不过相比美日等国，当前境外机构持债占比仍偏低，且集中在利率债，随着金融业对外开放措施加大，进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场，彭博花旗和摩根债券指数相继纳入，境外机构持债规模具有较大的提升空间。

中国国债与主要国家债券收益率差（%）



境外机构持债规模及变化（亿元，%）

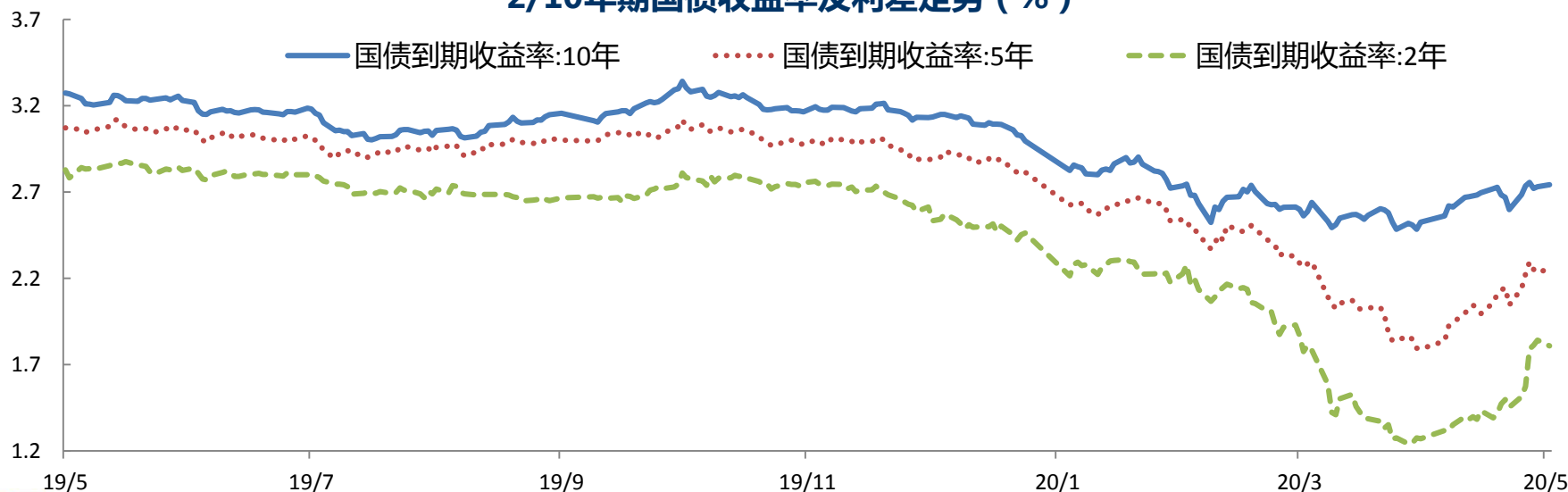


资料来源：Wind, 申万期货研究所

债市观点：资金面保持宽松，短端上行空间有限

- **主要逻辑：**1、海外疫情逐步向发展中国家转移，单日确诊继续维持高位，发达国家逐步复工，美欧英等国制造业PMI初值有所回升，避险情绪缓和，美联储主席表示不会考虑负利率，美联储扩表速度有所放缓，不过需求恢复较慢，中美关系存在一定的不确定性，外需数据的持续性有待观察。2、国内投资和工业生产增速转正，消费降幅收窄，5月耗煤数据显示工业生产与去年同期持平，商品房销售逐步回暖带动房地产新开工和投资回升，经济持续改善。3、6月份随着特别国债等积极财政将逐步落地，央行适时降准降息仍有可能，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年；预计市场资金面将继续保持充裕，短端国债收益率上行空间有限，但随着投资和工业生产增速转正，国内经济金融数据持续改善，为实体经济提供支持，市场经济企稳预期增强，长端债市进入观察期。

2/10年期国债收益率及利差走势（%）

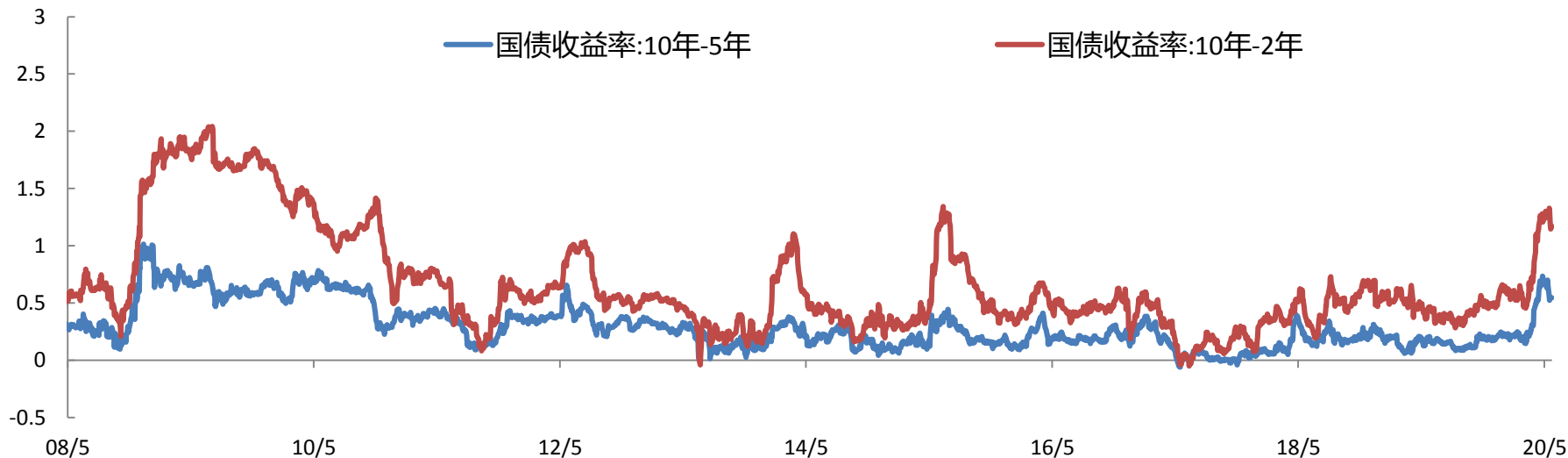


资料来源：Wind, 申万期货研究所

债市策略：关注跨品种套利

- 单边策略上，预计国债期货价格将继续保持强势，不过波动可能加大。短期国债期货建议调整后以买入为主，长端暂时观望。
- 长短端利差有望继续扩大，国债收益率曲线将可能继续陡峭化。参考2009年初，10-5年期国债收益率利差一度扩大超过80bp，10-2年期国债收益率利差一度扩大超过200bp。因此可以考虑做空短端，做多长端国债期货套利，即卖出10年期国债期货，同时买入2年期国债期货进行跨品种套利。

10年和5年、2年国债收益率利差走势（元）



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。

申银万国期货有限公司 · 感谢您的观看

S H E N Y I N & W A N G U O F U T U R E S

创新协同、深化转型、推动高质量发展



申银万国期货研究



申银万国期货
宏观金融研究