

## 宏观金融组

研究员:

周之云

0571-87788888-8552

[zzy@zdqh.com](mailto:zzy@zdqh.com)

期货从业资格: F3034163

投资咨询资格: Z006586

## 相关报告

## 2021 年 3 月宏观金融月报

## ——再通胀逻辑成为当前市场的交易主题

## 观点摘要:

● 春节假期以来,市场的交易逻辑主要集中在海外经济复苏和再通胀方面。对于经济复苏而言,单日新增疫情数成为投资者主要关注的参考指标,当前市场的单日新增量已经1月底的高峰80万人/日减少到了目前30万人/日以下的状态,应该说疫情已经得到了初步控制。进一步地,从疫苗的接种情况来看,主要发达国家美国目前接种人数已达到约6000万人左右,照目前速度发展下去,年中即可达到拜登预期的70%人接种疫苗的进度。在这样的背景下,市场对于海外经济复苏的预期进一步增强,拜登1.9万亿财政刺激方案即将落地叠加美联储并不急于收紧流动性的背景下,再通胀交易主体兴起,原油和有色成为了近期市场最为关注的焦点。

● 相比于海外经济复苏的预期不断增强,中国国内的经济基本面呈现出稳中趋缓的态势。由于1-2月春节因素,部分月度经济数据将于3月合并公布,但从其他已公布的数据来看,无论是此前我们提到的社融数据还是PMI这些经济的领先指标来看,国内经济恢复最快的阶段已然过去。也就是说,本轮经济周期的发展,由于中国最先控制住疫情所以率先复苏,提前于美国约半年左右的时间,在目前的时间点上,虽然美国等海外主要发达国家经济开始向上,但中国经济的拐点或已出现,今年全年将呈现出“前高后低”的状态。在这样的背景下,国内债市虽短期受美债收益率上行仍有一定的负面影响,但随着国内经济动力减弱,配置价值正在不断上升。持续了将近一年的“债熊”可能会迎来曙光。

● 总的来说,虽然目前大宗商品波动加大,但我们并不认为此轮原油和有色推动的行情会戛然而止,原因很简单,假设疫情再度恶化,则货币政策会继续支撑商品价格,但假如经济复苏仍进展顺利,则再通胀的逻辑会进一步推高原油和有色的价格。除非美联储过快收紧流动性,否则这些和海外消费相关的大宗商品向上的动力仍在。

## 目录

观点摘要: .....	1
目录 .....	2
一、海外经济复苏和再通胀逻辑成为当前市场的主题 .....	4
1. 国内经济动能稳中趋缓 .....	4
2. 春节错位导致 1 月 CPI 同比下滑, 环比上涨 .....	5
二、金融数据和政策面变化 .....	6
1. 社融增速继续放缓, 但表外票据增量超预期 .....	7
2. 四季度央行货币政策执行报告延续稳健中性的思路 .....	8
三、海外市场回顾与展望 .....	9
四、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:	PMI 环比回落但仍处荣枯线之上 单位: %.....	5
图 2:	“生产-订单”剪刀差扩大 单位: %.....	5
图 3:	春节错位导致 1 月 CPI 同比下滑 单位: %.....	6
图 4:	PPI 或继续回升 单位: %.....	6
图 5:	1 月新增信贷基本符合预期 单位: %.....	7
图 6:	季节性因素影响 M1 大幅上行 单位: %.....	7
图 7:	社融拐点进一步确认 单位: %.....	8
图 8:	全球和美英单日新增疫情数 单位: 人.....	11
图 9:	美国联邦基金利率 单位: %.....	11
图 10:	美国主要利率指标 单位: %.....	11

## 一、海外经济复苏和再通胀逻辑成为当前市场的主题

春节假期以来，市场的交易逻辑主要集中在海外经济复苏和再通胀方面。对于经济复苏而言，单日新增疫情数成为投资者主要关注的参考指标，当前市场的单日新增量已经1月底的高峰80万人/日减少到了目前30万人/日以下的状态，应该说疫情已经得到了初步控制。进一步地，从疫苗的接种情况来看，主要发达国家美国目前接种人数已达到约6000万人左右，照目前速度发展下去，年中即可达到拜登预期的70%人接种疫苗的进度。在这样的背景下，市场对于海外经济复苏的预期进一步增强，拜登1.9万亿财政刺激方案即将落地叠加美联储并不急于收紧流动性的背景下，再通胀交易主体兴起，原油和有色成为了近期市场最为关注的焦点。

相比于海外经济复苏的预期不断增强，中国国内的经济基本面呈现出稳中趋缓的态势。由于1-2月春节因素，部分月度经济数据将于3月合并公布，但从其他已公布的数据来看，无论是此前我们提到的社融数据还是PMI这些经济的领先指标来看，国内经济恢复最快的阶段已然过去。也就是说，本轮经济周期的发展，由于中国最先控制住疫情所以率先复苏，提前于美国约半年左右的时间，在目前的时间点上，虽然美国等海外主要发达国家经济开始向上，但中国经济的拐点或已出现，今年全年将呈现出“前高后低”的状态。在这样的背景下，国内债市虽短期受美债收益率上行仍有一定的负面影响，但随着国内经济动力减弱，配置价值正在不断上升。持续了将近一年的“债熊”可能会迎来曙光。

总的来说，虽然目前大宗商品波动加大，但我们并不认为此轮原油和有色推动的行情会戛然而止，原因很简单，假设疫情再度恶化，则货币政策会继续支撑商品价格，但假如经济复苏仍进展顺利，则再通胀的逻辑会进一步推高原油和有色的价格。除非美联储过快收紧流动性，否则这些和海外消费相关的大宗商品向上的动力仍在。

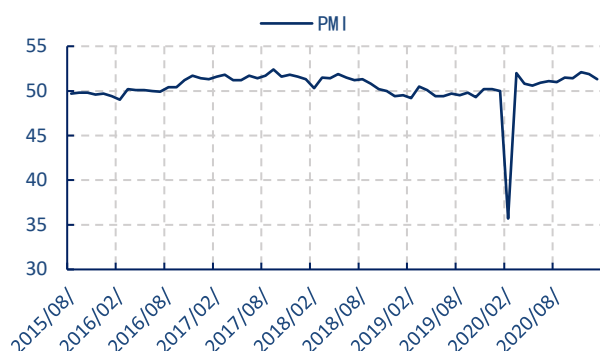
具体地，我们从以下几块经济基本面来看：

### 1. 国内经济动能稳中趋缓

由于1-2月的春节因素，大部分经济数据将于3月中旬合并发布。因此我们可以参考先行指标PMI的趋势，可以看出中国经济增长的动能正在边际放缓，这个趋势和金融数据特别是社融的变化是基本一致的。

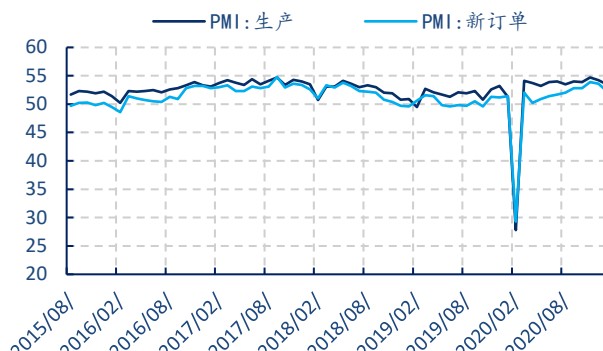
1月官方制造业PMI 51.3%，环比回落0.6个百分点，连续第11个月处在荣枯线之上。1月CPI环比回落有季节性因素，也受到北方疫情反复的影响。总体上，疫情仍在恢复可控之中，特别是全球的疫情情况对于整体市场风险偏好回暖有更大的促进作用。具体来看PMI的分项情况：

图 1: PMI 环比回落但仍处荣枯线之上 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 2: “生产-订单”剪刀差扩大 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

首先来看最重要的生产和需求指标: 1 月生产指数 53.5%, 回落 0.7 个百分点; 新订单指数 52.3%, 回落 1.3 个百分点。受到春节停工包括冬季部分工厂停工检修的影响, 供求回落在预期内。从结构上看, “生产-订单”剪刀差扩大, 意味着需求端的恢复情况仍不及供给端, 这在去年开始已经延续了多月, 也可以看出消费端恢复的漫漫之路。景气度领先的行业为食品、饮料、汽车、计算机, 建筑业、运输邮政业、信息服务业与住宿餐饮业景气回落, 与疫情有一定关系。

第二, 从进出口情况看: 1 月新出口订单指数 50.2%, 回落 1.1 个百分点; 进口指数 49.8%, 回落 0.6 个百分点。新订单指数连续第 5 个月处在扩张区间, 意味着出口对国内经济仍有支撑, 受益于近期美国新一轮财政刺激提振、但主要制造业国家疫情虽有所好转仍供给能力并未完全释放, 外部供求缺口依然利好我国出口。未来一段时间, 一方面全球疫苗接种进展顺利, 外需有望进一步提升, 总体上我们还是维持外需高景气度的判断不变。

第三, 库存方面: 1 月原材料库存指数 49%, 回升 0.4 个百分点; 产成品库存指数 49%, 回升 2.8 个百分点; 价格方面, 1 月原材料购进价格指数 67.1%, 回落 0.9 个百分点; 出厂价格指数 57.2%, 回落 1.7 个百分点。如果用“订单-库存”来反映经济动能情况的话, 那么该指标目前有所弱化, 同时观察到价格回落伴随着库存回升, 这也意味着企业目前有被动补库存的倾向, 当然短期受春节因素扰动, 我们还需持续观察企业盈利与经济景气度的变化。

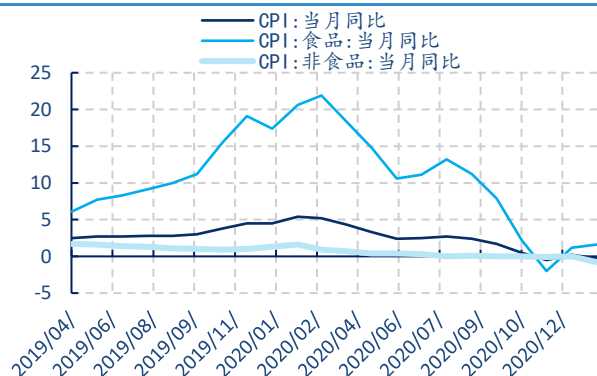
第四, 从就业情况来看, 1 月制造业从业人员指数 48.4%, 回落 1.2 个百分点, 服务业 46.9%, 回落 1.1 个百分点, 建筑业 52.8%, 回升 0.1 个百分点。制造业用工放缓主因生产季节性回落驱动, 服务业用工放缓主因受疫情反复影响, 当月服务业 PMI 环比大幅下降 3.7 个百分点。建筑业用工扩张或和地产加速竣工的需求有关。

## 2. 春节错位导致 1 月 CPI 同比下滑, 环比上涨

1 月 CPI 同比-0.3%，市场预期-0.1%，前值 0.2%；环比 1%。

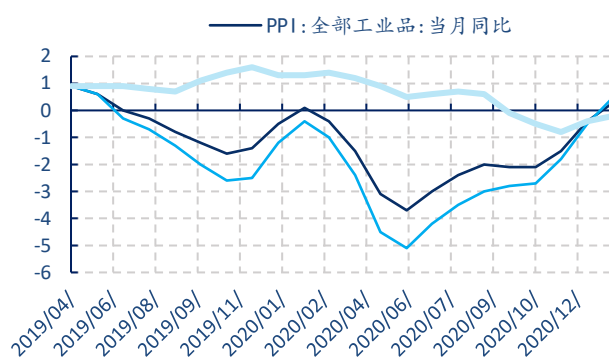
从同比看，由于春节错位导致去年同期对比基数较高，CPI 由上月上涨 0.2% 转为下降 0.3%。从环比看，受节日临近、局部地区疫情和低温天气等因素影响，CPI 上涨 1.0%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。其中，食品价格上涨 4.1%，涨幅扩大 1.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.78 个百分点。从环比看，受节日临近、局部地区疫情和低温天气等因素影响，CPI 上涨 1.0%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。其中，食品价格上涨 4.1%，涨幅扩大 1.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.78 个百分点。受节前消费需求增加、饲料成本上升等因素影响，猪肉、牛肉和羊肉价格分别上涨 5.6%、1.2% 和 2.7%。非食品价格上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.22 个百分点。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 4.2%、4.6% 和 5.0%。

图 3： 春节错位导致 1 月 CPI 同比下滑 单位：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

图 4： PPI 或继续回升 单位：%



数据来源：Wind 中大期货研究院

1 月 PPI 同比 0.3%，市场预期 0.3%，前值-0.4%；环比 1%。从环比看，国内需求持续改善，原油、铁矿石等国际大宗商品价格延续上涨势头，带动 PPI 上涨 1.0%。其中，生产资料价格上涨 1.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；生活资料价格上涨 0.2%，涨幅扩大 0.1 个百分点。调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 25 个，下降的 10 个，持平的 5 个。涨价的行业和因素如下：首先，近期国际原油价格继续上涨，带动国内石油相关行业价格上涨较多；再者，需求改善、成本上升拉动金属相关行业价格继续上涨；此外，年初寒潮低温天气频发，加之工业生产稳定增长，居民取暖用电和工业用电需求大幅增加，带动煤炭开采和洗选业价格上涨。

展望未来，1-2 月的 CPI 首春节错位影响较大，短期还受到疫情影响反复。从核心 CPI 的走势来看，目前仍较理想的需求恢复状态还有一段距离，另一方面，随着海外疫苗接种顺利，加上美国财政刺激加码，原油等和海外需求相关的工业品将受益，带动 PPI 上半年或继续回升。

## 二、金融数据和政策面变化

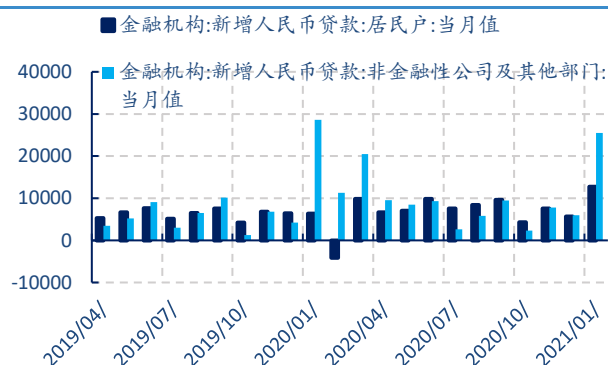


## 1. 社融增速继续放缓，但表外票据增量超预期

央行公布的1月份金融数据显示，1月末，广义货币(M2)余额221.3万亿元，同比增长9.4%，增速比上月末低0.7个百分点；1月份，人民币贷款增加3.58万亿元，同比多增2252亿元；1月份，社会融资规模增量为5.17万亿元，比上年同期多1207亿元。

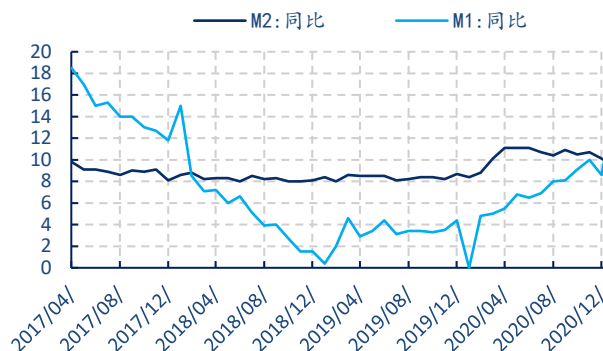
首先，1月人民币贷款新增3.58万亿元，基本符合市场预期。1月新增大幅增加主要受季节性冲高因素影响（早投放早收益）。分结构来看，企业端中长期贷款同比多增3800亿元，显示出资本开支向好。非标融资同比多增2342亿元，委托与信托贷款降幅收窄明显，未贴现银行承兑汇票融资高达4902亿元。1月居民贷款新增12700亿元，同比多增6359亿元，年初楼市行情火爆，房贷需求强劲。1月政府债券融资2437亿元，同比少增5176亿元，专项债未提前下达额度导致节奏上拖累社融。

图5: 1月新增信贷基本符合预期 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

图6: 季节性因素影响M1大幅上行 单位: %



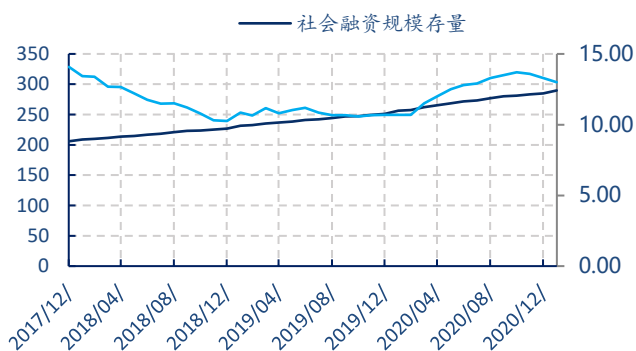
数据来源: Wind 中大期货研究院

再者，1月新增社融5.17万亿元，增量超出市场预期（预期为4.465万亿）。在较高的新增社融带动下，存量社融增速仅小幅下滑0.3个百分点至13%。市场对社融增速放缓已有预期，主要受信贷规模控制、地方债发行后置等因素影响。具体来看，1月社融增量主要来自于表外票据大幅增长，反映出企业生产贸易活跃，开票需求强劲。

第三，1月M2同比9.4%，M1同比14.7%，M1-M2剪刀差自2018年2月以来首次回正。M1大增的主因是今年春节在2月中旬，企业留存了大量活期存款以发放年终奖，而去年春节在1月底，企业在1月发放奖金，导致今年M1基数偏低。从存款分项也可以印证，居民存款同比少增27600亿元，企业存款同比多增25584亿元，数据具有一定对应关系。

总的来看，1月社融高增主因季节性影响，春节错位还影响存款结构转换。信贷和表外融资票据是支撑社融的主要项目，而非标（信托贷款）、债券融资和政府债券是主要拖累项。受到2021年货币信贷趋紧的倾向，不能因1月社融和信贷高增的情况而对后续月份的经济表现有过高的预期。

图 7: 社融拐点进一步确认 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

## 2. 四季度央行货币政策执行报告延续稳健中性的思路

央行四季度货币政策执行报告继续体现出其稳健的政策延续思路,总基调要“灵活精准、合理适度”,并且要“稳字当头,不急转弯”。包括完善货币供应调控机制,把好货币供应总闸门,保持流动性合理充裕,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。具体来看:

首先,对于经济展望方面,央行指出,疫情冲击引发财政可持续风险和金融风险隐患上升,对全球经济结构、国际贸易和投资也产生了深远的影响,可能存在长期伤痕效应。而对于国内的经济判断,央行的展望相比于三季度更为乐观,内生动力增强,但同时需要注意经济恢复的基础并不牢固,需要提防信用风险滞后影响和消费的恢复缓慢等因素。

第二,对于货币政策取向,央行的态度还是偏中性的。一方面,货币政策总基调由前三季度的“灵活适度,精准导向”变成了“灵活精准、合理适度”。合理适度意味着中性货币政策思路不变。“把好货币供应总闸门”的提法延续,由于经济已回归潜在产出,意味着央行会既保持流动性合理充裕,但也不搞大水漫灌。

此外,关于一月份资金面波动较大的情况,央行解释,相比于大家关心的公开市场操作数量,其实更应该关注政策利率的变化。我们认为,央行仍牢牢把握住了资金面的掌控权。包括近期春节前后央行在公开市场操作情况也广泛受到了市场的关注:今年春节前央行的操作特点是,一方面投放量仅为4300亿元跨节资金,比去年春节前少投放了7500亿元,投放量在历年春节前处于低位;另一方面,以往春节前央行会采用1个月的逆回购或降准等比较“大”的工具来释放流动性,但今年央行所有的跨节资金都是通过7天和14天逆回购来完成的,这也使得部分市场主体对节前货币政策操作的预期“落空”。但央行强调,从操作的实际效果看,今年春节前后货币市场利率运行平稳,并没有出现大的波动。货币市场短期基准利率DR007始终运行在公开市场7天期逆回购操作利率2.20%附



近。央行解释了为什么今年春节前后的操作与以往有比较大的差异：原因一是受疫情影响，今年春节前原地过年的人比较多，居民提现需求较往年明显减少；二是央行通过加强市场沟通稳定预期，引导市场关注利率而不是央行操作数量，减少了预防性资金需求；三是央行操作更加精准，按需提供流动性，同时缩短操作期限，有利于节后及时收回资金。这也体现了央行在公开市场操作中更加注重利率目标，主要盯住 DR007 等货币市场短期基准利率开展操作，而具体的操作数量和期限品种则会根据现金、财政收支、市场需求等情况灵活调整。

我们认为这是投资者在阅读四季度货币政策执行报告中最大的收获：即不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF 利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。

### 三、海外市场回顾与展望

对于海外市场分析的落脚点我们主要聚焦在贵金属这块，从历史走势看，贵金属行情的波动与美债实际收益率的关系密不可分。当前决定美债利率的走势主要取决于三方面，分别是美国疫情状况、拜登财政政策情况、美联储最新动态。具体来看：

首先，从疫情的发展情况来看，我们判断，新冠疫情的高峰已经过去，目前单日新增疫情数已从1月份的单日80万例的高峰回落至单日30万例以下的水平，疫情状况不断好转。此外，目前阶段最受市场关注的还是疫苗的接种进度。截止2月20日的的数据，全球累计接种超过2亿剂。这里面，美国已经接种5959万剂、其中4198万人已经至少接种1剂，1704万人完成接种；平均每天接种速度为一度略有回落，但仍高达160万，但过去几天略有回落至129万剂。参照我们此前的估算，如果每天接种速度可以提升至200万剂的话，那么还需要5个月左右即可以实现70%的人口覆盖目标。此外，以色列的接种比例依然最高，每百人接种数量高达82.4剂，已经覆盖了超过49%的人口。近期土耳其、印度和巴西的接种速度在明显爬坡，已经超过欧洲。值得注意的是，相比之下，欧洲整体进展缓慢，德国累计接种和日度接种剂数分别为472万和12.5万，均不及美国十分之一。

美国国会众议院于2月20日公布了1.9万亿美元刺激草案。该提案将给予每人1400美元的救济，加上2020年12月疫情纾困方案的每人600美元，将总共的救济金提高到每人2000美元。此外，该提案还包括提高失业救济金和最低工资、援助州和地方政府、援助教育机构、增加新冠检测及疫苗开支、资助租户等多个方面。从规模上看，此轮1.9万亿美元的刺激若能全额通过、叠加2020年底已经通过的9000亿美元刺激，将使得刺激规模高达2.8万亿美元，基本与

2020 年 4 月疫情最为严重时期通过的以 CAREs 法案为主体的 3.1 万亿美元刺激规模相当。具体项目如下：

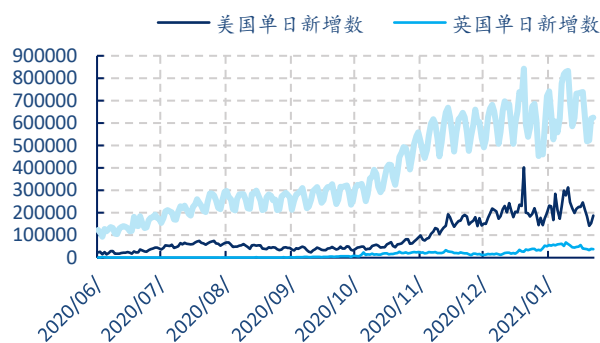
项目	(十亿美元)
延长目前失业补助计划并提高到 400 美元/周	400
州政府及地方政府援助	350
一次性现金补助 (1400 美元/人)	300
K-12 学校和高等教育机构援助	170
儿童保育费用税收抵免	160
国家疫苗及新冠检测计划	160
其他补助	150
小企业援助	50
儿童保育机构援助	40
住房及租金援助	35
妇女、婴儿及儿童营养补充特别计划	35
公共交通机构补助	20
联邦最低时薪上调至 15 美元/小时	N/A
援助总金额	1870

数据来源：WIND 中大期货研究院

此次草案可极大提升居民的可支配收入，进而刺激消费和房地产支出。特别是房地产方面，我们可以看到，美国的木材价格三个月翻倍，突破了每 1000 板英尺 1000 美元，创下历史新高。IMF 估计，拜登提出的一揽子计划规模相当于国内生产总值 (GDP) 的 9%，将令未来三年美国 GDP 累计增长 5% 至 6%，而美联储青睐的通货膨胀率指标将在 2022 年加快至 2.25% 左右。

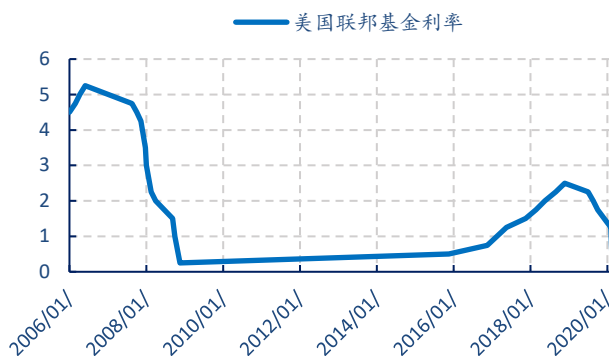
第三，关于美联储的最新货币政策动向方面。2020 年最后一次货币政策会议上，美联储继续保持近零利率不变，虽然并未直接调整 QE 购债规模，但强化了保持购债的目标，符合市场预期。同时，联储上调了最近三年的经济增长预期，将疫情期间推出的临时支持美元流动性工具期限延长六个月。

图 8: 全球和美英单日新增疫情数 单位: 人



数据来源: Wind 中大期货研究院

图 9: 美国联邦基金利率 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

除了对于实体经济的影响,站在资本市场的角度看,我们对于大类资产的预计:新一轮财政刺激将推动消费进而导致通胀上行,美债利率会进一步走高,预计 10 年美债静态水平将达到 1.5%;美股市场方面,若利率上行速度温和,则美股影响不大,但若利率上行至 1.8-2%之后,则会对美股特别是成长股产生较大的负面影响;美元指数方面,目前无论是美国财政刺激还是疫苗接种进度均好于欧洲,这会拉大两者之间的经济的预期差,从而可能会对美元形成一定的支撑。

图 10: 美国主要利率指标 单位: %



数据来源: Wind 中大期货研究院

根据美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 公布的最新利率决议显示 (1 月 28 日), 将基准利率维持在 0%-0.25% 区间不变, 将超额准备金率 (IOER) 维持在 0.1% 不变, 将贴现利率维持在 0.25% 不变, 符合市场的普遍预期。美联储表示将继续购买债券, 直至目标取得实质性进展。

美联储的表态基本符合市场预期。在对于经济的判断上: 首先, 美联储认为, “经济活动和就业的复苏步伐放缓, 疲软集中在受大流行病影响最严重的领域”, 展现了美联储对于经济复苏受疫情影响的担忧; 第二, 美联储对于经济的恢复很大程度上寄希望于疫苗的接种情况是否顺利; 第三, 美联储对于经济中长期的前景展望相比于上一次会议时要变得更为乐观, 这样的展望离不开拜登团队提出的 1.9 万亿美元的经济刺激计划以及投资 2 万亿美元用于基础设施建设、绿色能源项目等的计划。

目前市场最为担心的是美联储将于何时开始出现货币政策的转向，届时股债商都将受到一定的冲击。参考上一次 taper（缩表）时的情况，首先，最重要的失业率指标上，从 2011 年 1 月的 9% 左右降至 2014 年的 5% 左右，失业率显著降低意味着美国国内供需端和经济运行保持平稳局面，为 Taper 创造了条件。此外，2009 年至 2014 年，美国初次申请失业救济金的人数由超过 66 万人降至 30 万人左右，整体上已经与金融危机发生前的 2006 年相当。再从通胀因素上来看，美国的 CPI 在 2011 年经历了高通胀，但在 2012 后开始下降，至 2014 年保持在至 1-2% 之间，即在真正 taper 时通胀并不高。我们认为，此次美联储 taper 仍会以失业率作为首要参考指标，但相比于上一次，此次的通胀或上升得更快，预计最早将于 2021 年年末进行缩表计划。

#### 四、大类资产配置建议

自春节假期以来，海外市场反映出强烈的再通胀交易主题，反映在资产价格上最明显的表现是美债收益率大幅上行，目前已突破 1.3%，且美债收益率曲线陡峭化加剧。对于通胀的理解，首先从全口径的包含食品和能源的指标上看，国际油价的上涨对于美国通胀预期的上行具有非常大的拉动力，对于剔除波动较大的食品和能源影响的核心通胀而言，基本面的因素即欧美国家疫苗接种进展顺利以及美国财政刺激计划的积极推动对于核心通胀有较大的抬升作用。

受益于欧美国家的再通胀预期，和消费端联系紧密的原油和有色品种将有不错的表现，但是海外股市上行的动力可能会受到一定的压制，海外债券市场将会进一步遭受重挫。相比较而言，由于本轮国内经济复苏领先于海外半年左右的时间，国内债市调整幅度已经比较大，未来国内经济周期总体稳中有降，因此以国内经济为主要参考标的黑色系工业品虽短期会跟随有色的上涨态势，但最终会冲高回落，屈服于国内紧信用（地产受抑制）的逻辑。相对应的，债市虽短期可能还会受海外市场影响略有下挫，但基于国内经济“前高后低”的判断，配置价值正在不断得到提升。

此外，需要提防的是，一旦美债收益率进一步上行，对于美股特别是科技股为主的纳斯达克指数会有更利空的影响，因为成长股的估值（类似于长久期的资产）对于利率更为敏感。在这样的背景下，国内股市也可能从前期偏多的趋势转为震荡，特别是以成长股为主的 IC 指数方面会有一定的压力。

因此，我们的总体判断是原油和有色的机会最大，相比较而言，国内债市继续筑底，关注二季度的机会，国内股市波动加大，IC 弱于 IH 的表现或将延续。

## 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的日期的判断，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>