



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO., LTD.

研究报告——年报

金融研究院 宏观金融事业部

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1448 号

宏观研究员

张惠乾

从业资格证号：

F3036196

投资咨询证号：

Z0014677

电话：

025-52278932

邮箱：

zhanghuiqian@ftol.com.cn

不急转弯：

“经济进”与“政策退”的权衡

——2020-2021 宏观策略年报



目 录

不急转弯：“经济进”与“政策退”的权衡

——2020-2021 宏观策略年报

1. 迈好第一步：长期经济发展格局的视角	4
2. 不急转弯：短期宏观经济政策的视角	5
2.1 积极财政政策	5
2.2 稳健货币政策	5
3. 内外回暖：宏观总需求结构的视角	6
3.1 扩大消费	6
3.2 增强投资增长后劲	7
3.3 外需复苏与份额转移	10
4. 通胀隐现：宏观价格水平的视角	11
4.1 CPI 通胀无忧	11
4.2 PPI 通胀隐现	12
5. 复苏共振：宏观经济周期的视角	13
5.1 经济中周期	13
5.2 经济短周期	13
6. 总结及大类资产配置建议	14
6.1 总结	14
6.2 大类资产表现展望及配置建议	15

不急转弯：“经济进”与“政策退”的权衡

——宏观策略 2020-2021 年度报告

摘要：

从长期经济发展格局的视角来看，明年重点是“迈好构建双循环新发展格局的第一步”。

从短期宏观经济政策的视角来看，明年宏观政策会保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上“不急转弯”。

从宏观总需求结构的视角来看，2021 年在构建“双循环新发展格局”背景下，扩大内需尤其是扩大消费是确定的，制造业设备投资有望走上行周期，基建和房地产投资基本持稳；外需共振复苏背景下，出口份额的下滑并不必然导致出口增速大幅走弱。中国经济在全球率先走出疫情危机后，2021 年继续走向复苏。

从宏观价格水平的视角来看，CPI 同比仍有望保持低位、似乎不必担忧通胀；但从 PPI 来看，通胀若隐若现，甚至不排除超预期的可能。

从宏观经济周期的视角来看，无论是中周期还是短周期，中国经济 2021 年都大概率处于复苏阶段。

根据宏观经济与大类资产表现之间的映射关系，对 2021 年大类资产表现展望如下：

股票将在大类资产中表现较优，尤其是顺周期类的相关行业板块，有望成为阶段性行情主线；而科技成长类行业是本轮长期结构性慢牛行情的主线，在近几个月的波段调整之后，明年有望再度表现出色；大消费相关行业尽管近两年涨幅较大，估值消化需要时间，但大消费行业长期趋势向好、穿越牛熊，即使出现暂时休整，也会是强势休整，行业内表现超预期的优质个股仍将持续上涨。

大宗商品表现次之。经济复苏前期大宗商品的需求回暖带动产能利用率提升，价格涨幅相对温和；而到了复苏后期乃至过热期才会是大宗商品表现最佳的时期。

利率债表现相对较差。经济复苏、通胀回暖、货币政策边际收紧，利率债难以有好的表现，行情可能由当前的熊平转向熊陡。在经济增长不及预期、通胀不及预期、国际市场避险情绪上升等个别时期或许有短期反弹，但难以形成中期上涨趋势，至多转入中期震荡。而一旦经济增长或通胀超预期，利率债表现将更差。

人民币汇率升值趋势放缓。决策层对于人民币快速升值的容忍度可能在下降；人民币升值的趋势未必改变，但速度和斜率将放缓。

基于上述分析，**2021 年大类资产配置策略建议如下：**

增加股票类资产配置权重，尤其是增加顺周期类、科技类行业的配置权重，立足更长周期可继续配置大消费类行业；适当配置大宗商品；利率债权重不宜过高，尤其是谨慎对待中长久期利率债。进口企业等用汇主体可及时锁汇。

正文

本文从长期经济发展格局、短期宏观经济政策、宏观总需求结构、宏观价格水平、宏观经济周期等五个视角，对 2021 年中国宏观经济进行展望，并在此基础上提出大类资产的宏观配置策略。

1. 迈好第一步：长期经济发展格局的视角

2020 年以来，中央在多个重大会议和场合提出“构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，标志着中国经济发展战略的重大转变。

2020 年 12 月 16 日至 18 日中央经济工作会议提出，“**加快**构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。结合当前中美博弈、全球化与逆全球化博弈的国际环境，“加快”的提法，显示出了紧迫性。会议明确要求，“构建新发展格局明年要**迈好第一步，见到新气象**”。与以往相比，2021 年无论是制度改革还是政策制定，会带有“构建新发展格局”的鲜明印记。

对于如何“构建新发展格局”，中央经济工作会议作出了明确回答：“要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理”。

供给侧结构性改革自 2015-2016 年提出之后，一直是这些年经济工作的主线，2021 年也不例外。例如，中央经济工作会议提出 2021 年八大重点任务，排在前两位的都是供给侧改革的内容：一是强化国家战略科技力量；二是增强产业链供应链自主可控能力。再比如，第五项任务是“解决好种子和耕地问题”，在中央经济工作会议上单独鲜明的列出“种子问题”，实属罕见。这些问题，实际上都是亟待解决的供给侧“卡脖子”问题，都是供给侧改革“补短板”的重要方面，都是为了产业链供应链自主可控、为了维护经济安全。

但是，在“供给侧结构性改革”这条主线之外，此次中央经济工作会议提出“注重需求侧管理”，是一个新的信号。12 月 11 日中央政治局会议首次提出“需求侧改革”，引发了市场的热烈讨论。“改革”比“管理”感觉上对利益格局的调整力度更大一些，更偏向于长期的制度建设一些。政治局会议

关于“需求侧改革”的提法，在中央经济工作会议中也得到了一些体现，例如，“必须在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排”，就体现了需求侧制度改革之义。

总之，需要在“构建新发展格局”的语境下去理解“需求侧改革”、“需求侧管理”，以及“扩大内需这个战略基点”。

2.不急转弯：短期宏观经济政策的视角

中央经济工作会议对2021年的短期宏观经济政策总的表述是：

“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为‘十四五’开好局”。

近几个月来，金融市场对明年的宏观经济政策，总担心疫情过后宏观政策常态化过程中会不会过快收紧，甚至出现“政策悬崖”。对此，中央经济工作会议一锤定音：“不急转弯”。宏观政策正常化过程会是渐进的，视经济恢复程度而定的。

2.1 更可持续、保持强度的积极财政政策

中央经济工作会议对财政政策的表述是：

“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子”。

财政政策的基调不变，还是“积极”，会保持适度的支出强度；同时，也强调更可持续，量入为出、不会过度刺激。

2.2 灵活精准、合理适度的稳健货币政策

中央经济工作会议对货币政策的表述是：

“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，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，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对

科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

货币政策的基调不变，还是“稳健”；与财政政策一样，强调了“合理适度”，同时“灵活精准”。会议还用货币供应量、社会融资规模、宏观杠杆率三个指标对货币政策进行了定量描述，与近年来央行货币政策报告的描述基本一致：货币供应量、社会融资规模同名义经济增速基本匹配，而宏观杠杆率保持基本稳定。简而言之，货币政策“稳杠杆”而非“去杠杆”。

此外，值得注意的是，继 2017 年之后，在中央经济工作会议公告中再次提及“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，显示出决策层对于今年 5 月份之后人民币快速升值的容忍度在下降。人民币升值的趋势未必改变，但速度和斜率或将放缓。

综上，无论是财政政策、还是货币政策，基调都是“适度”，虽然疫情非常时期的宽松肯定要退出，但不会“急转弯”，不会出现“政策悬崖”。只有显著的“经济进”，才会有显著的“政策退”。

3.内外回暖：宏观总需求结构的视角

中央经济工作会议明确提出，“坚持扩大内需这个战略基点。形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑”。明年扩大内需基本没有什么悬念，尤其是扩大消费需求的趋势非常明确，投资需求也具有很强的韧性。疫苗开始推广后外需逐步回暖也是明确的，但目前市场担心出口份额转移可能导致出口大幅走弱，对此仍有一定的争论。

以下，我们对总需求“三驾马车”消费、投资、出口分别进行分析和展望。

3.1 扩大消费

中央经济工作会议明确指出，“扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。”从宏观角度来看，消费需求主要取决于居民可支配收入、边际消费（储蓄）倾向。就业、收入分配结构、社保等，决定了居民可支配收入和边际消费（储蓄）倾向。因此，中央经济工作会议提出的这几点无疑是扩大消费的根本之策；

都是着眼长远的改革措施，是之前政治局会议“需求侧改革”的题中之义。2021年，就业、社保、收入分配等领域的改革新举措值得期待。

除了上述扩大消费的长远根本之策，中央经济工作会议还提出“有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力”，“合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率”。所谓“行政性限制消费购买的规定”，一个很重要的体现是在汽车的消费购买上。有序取消这些行政性限制，无疑会在短期内对扩大消费起到立竿见影的效果。“提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率”，例如近期医疗器械、抗癌特效药等医保集采，就是提高医疗公共服务支出效率的重要举措，可以合理增加老百姓的医疗公共消费。

此外，疫情冲击过后，经济恢复常态化，即使不考虑上述改革及促销费的政策措施，明年居民的消费意愿也应当比2020年有所增强，尤其是在部分受疫情冲击较大的消费领域，即所谓的“补偿性消费”（也有人称之为“报复性消费”）。对于是否存在“补偿性消费”，市场有很多争议。我们认为有证据证明是存在的。例如，疫情受控初期，粮油食品（必选消费品）3-6月单月增速均值达14.8%。再比如，三季度至四季度，汽车（可选消费品）7-10月单月增速均值达11.8%。因此，有理由期待，2021年疫苗大面积接种后，服务消费（如旅游、餐饮、娱乐休闲等）可能会出现一轮比较集中的“补偿性消费”。

总之，在“需求侧改革”、“补偿性消费”等合力作用下，2021年消费需求增速扩大是比较明确的。

3.2 增强投资增长后劲

中央经济工作会议对于明年投资需求总的定调是，“要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用”。

在投资主体上，“要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用。激发全社会投资活力”。

在投资方向上，“要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。要扩大制造业设备更新和技术改造投资。要实施城市更新行动，推进城镇老

旧小区改造，建设现代物流体系。”此外，会议强调“要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设”。

以上表述中，总的定调关于“后劲”的提法，显然立足长远，不急于一时。在投资方向上，对于固定资产投资的三个主要领域：基建投资、制造业投资、房地产投资都有所涉及，但没有面面俱到，而是突出重点。在基建投资上，主要是加大“新基建”的投资力度，没有提及“旧基建”；在制造业固定资产投资上，主要是扩大设备更新和技术改造投资，没有提制造业厂房投资；在房地产投资上，主要是推进城镇老旧小区改造投资，没有提及“棚改”。

3.1.1 制造业投资

自 2011 年见顶以来，制造业固定资产投资增速处于 2008 年金融危机之后的中周期下行趋势中，2016 年降至 3% 以下；2017 年尤其是 2018 年出现了明显的反弹，一度达到 2018 年底的 9% 左右；而 2019 年再度快速下行至 3% 以下。2020 年制造业固定资产投资同比负增长，甚至在 2 月份录得了 -31.5% 的极端值。

图表 1：制造业固定资产投资增速（2012-2020）



数据来源：Wind，弘业期货

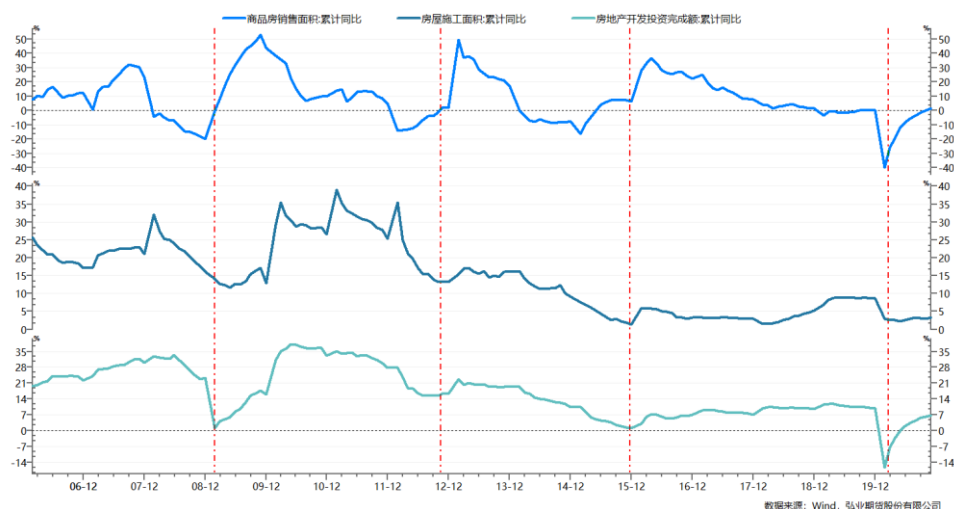
我们认为，经过供给侧改革去产能（尤其是 2016-2017 年），制造业的产能过剩状况得到极大改善，市场接近出清，制造业新的固定资产投资周期蠢蠢欲动；2018 年中美贸易战环境下制造业投资增速反弹即是证明。2019 年企业对于中美贸易摩擦的长期性有了新的、充分的认识，制造业固定资产投资心态谨慎，增速再次探底。2020 年受疫情影响，制造业固定资产投资同比负增长。在市场出清、2021 年全球经济共振复苏的背景下，2021 年制造

业固定资产投资有望开启新的周期性增长，而且由于 2020 年的低基数，同比增速可能会显得很高。

3.1.2 房地产投资

我们采用销售面积、施工面积、房地产开发投资增速 3 类指标来描述房地产市场。

图表 2：房地产短周期（2007-2019）



数据来源：Wind，弘业期货

自 2009 年以来，房地产市场经历了大约 4 轮短周期，每轮短周期 3 年左右。目前正处于第 5 轮短周期的上升期。前 2 轮周期波动峰谷比较明显，第 3 轮短周期波动减弱，第 4 轮短周期在前期波动非常小，只是疫情冲击下第 4 轮短周期以快速回落结束。

展望明年，中央经济工作会议继续强调“房住不炒”、叠加宏观政策“不急转弯”，房地产投资不会大幅增长，也难以大幅回落。低基数效应下，2-4 月份房地产投资增速可能会显得很高，5 月份之后同比增速回落，呈现所谓“前高后低”。撇开 2-4 月份低基数造成的扭曲，5 月份之后房地产投资的实际波动可能会比较小，有望继续保持近几年所展现出的韧性。

3.1.3 基建投资

基建投资历来是逆周期调节的重要政策工具，尤其是 2008 年金融危机以来表现得尤其明显。在经济复苏的大背景下，明年基建投资没有大幅增长的必要性。

图表 3：基建投资（2004-2020）



数据来源：Wind，弘业期货

中央经济工作会议对于财政政策强调“更可持续”，对于基建投资也只重点提了“新型基础设施建设”。目前“新基建”在基建投资中的占比还比较小，加大新基建的投资力度，对于整体基建投资的增速影响还不是很大。因此，明年基建投资的增速不会很高，可能保持在近两年的增速 3%-5%附近。

3.3 外需复苏与份额转移

2020 年的出口增速屡屡超出市场预期，无疑是全年经济的一大亮点。在外需受疫情冲击严重下滑的背景下，今年出口增速的上升，主要是因为海外的供给受疫情冲击下滑更严重，总需求的蛋糕小了，但中国在其中所占的份额大幅上升了。疫情之下，全球主要经济体供应链普遍受到严重冲击；只有中国经济一枝独秀。5 月份中国复工复产之后，中国出口占全球出口的份额迅速攀升到了近 20%左右的历史高位。市场普遍认为，东南亚、南亚、拉美等地区的供应链受到疫情严重冲击，制造业出口份额下滑严重，相当多的订单转移到了中国。尤其是劳动密集型的纺织服装等行业，中国三季度织机开工率重回历史新高，得益于东南亚、南亚等纺织服装出口订单向中国的转移。

正因为如此，市场有一种担忧，明年海外供给修复后，中国出口的份额将下降，因此担忧明年中国的出口会大幅走弱。

对此我们认为，出口份额下降是没有疑问的，但是出口增速未必一定大幅走弱。理由是，不应该忽略外需的强劲复苏所带来的全球贸易总量的回升；最终的出口增速，取决于外需复苏回升与出口份额下降二者的综合效应。换言之，今年出口的超预期增长，是全球总需求蛋糕变小、中国获得的蛋糕份额变大二者的综合效应。对于明年，全球总需求蛋糕变大、中国获得的蛋糕份额变小，二者的综合效应如何，仍有待观察。

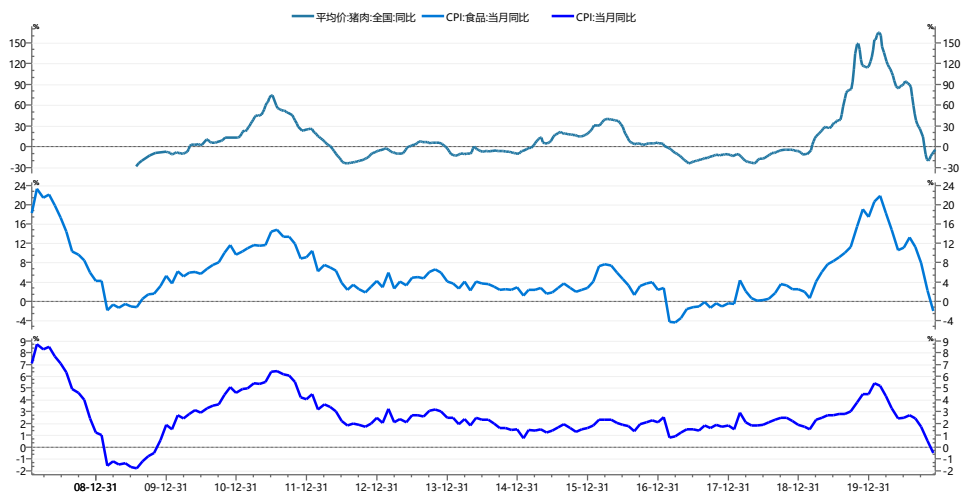
总之，从需求侧结构来看，2021 年在双循环的新发展格局下，扩大内需尤其是扩大消费是确定的，投资需求中制造业设备投资有望走上行周期、基建和房地产投资基本持稳；外需共振复苏的背景下，出口份额的下滑并不必然导致出口增速大幅走弱。中国经济走出疫情危机后，2021 年有望继续走向复苏。

4.通胀隐现：宏观价格水平的视角

我们以 CPI 和 PPI 两个指标来共同研判宏观价格水平。

4.1 CPI 通胀无忧

图表 4：CPI 同比与猪肉价格同比（2008-2020）



数据来源：Wind，弘业期货

2019 年开始的猪周期于 2020 年初见顶；在能繁母猪、生猪产能恢复的大背景下，2021 年猪价大概率继续下行。由于食品价格在 CPI 中占权重较高，而食品当中猪肉和蔬菜水果的波动相对于粮食而言波动更大，因此猪肉

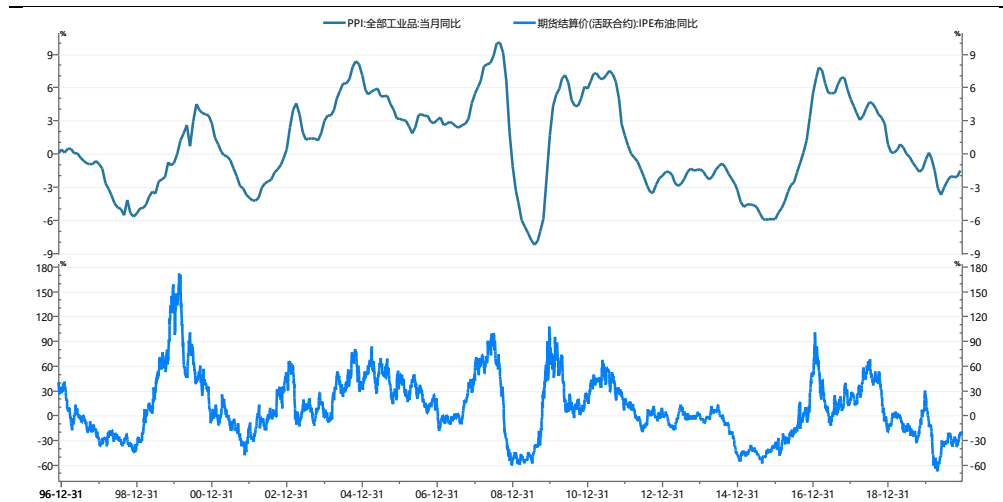
和蔬菜水果的价格与 CPI 走势相关度较高，尤其是猪肉占比较大，猪肉价格同比与 CPI 同比之间从中周期来看的相关性较高。因此，我们预计 2021 年 CPI 同比增速可能仍然偏弱。

不过，按照“五年一大调、一年一小调”的制度惯例，国家统计局将在 2021 年对 CPI 的构成权重进行调整，猪肉价格在 CPI 的权重可能会有所下降。若此，CPI 同比增速会比调整前表现偏强。

4.2 PPI 通胀隐现

原油价格与 PPI 从长期来看的相关性较高。2018 年 4 季度原油价格一度快速下跌，低基数效应下，原油价格同比增速于 2019 年 4 季度摆脱了前 3 个季度的同比负增长、快速上行至 0 以上，PPI 同比的下行态势有所趋缓。2020 年新冠疫情冲击之下，国际油价大幅下跌，PPI 同比也出现了一波快速下行。随着原油价格的止跌回升，PPI 同比也相应回升至，目前仍处于 0 轴下方。

图表 5：PPI 同比与原油价格同比（1998-2019）



数据来源：Wind，弘业期货

2021 年，随着疫苗的推广，全球主要经济体复工复产，原油需求将持续回暖，国际油价易涨难跌，大宗商品价格可能偏强运行；PPI 同比可能将彻底摆脱 2016 年末、2017 年初以来的下行趋势，回升至 0 轴上方。考虑到疫情期间美联储为首的主要央行释放了天量流动性，不排除明后年通胀超预期的可能性。

总之，从 CPI 来看，似乎不必担忧通胀；但从 PPI 来看，通胀若隐若现，甚至不排除超预期的可能。考虑到 CPI 的构成当中猪肉价格权重较高，相对而言 PPI 对货币政策的参考价值可能相对较大一些；因此对于明年 PPI 通胀的可能性，需要保持高度警惕。

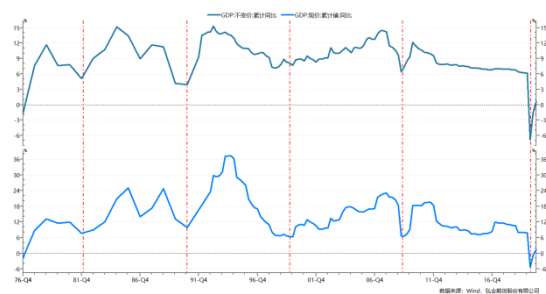
5. 复苏共振：宏观经济周期的视角

2020 年全球新冠疫情危机强烈的重塑了全球各国的经济周期，天然的成为各国经济周期的分界线。

5.1 经济中周期

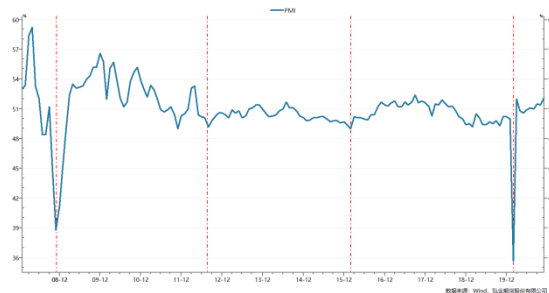
本文以 GDP 同比增速指标用“谷-谷”法划分经济中周期。自 1976 年至今，中国经济可以划分为 5 轮中周期，每轮周期 5-11 年，平均 7-8 年。2008 年金融危机之后，2009 年开始的一轮中周期，最终在 2020 年一季度新冠疫情危机中宣告结束。自 2020 年 2 季度以来，中国经济已经在全球率先开启了新一轮经济中周期的复苏阶段。2021 年，全球经济将迎来疫情危机之后的复苏共振。

图表 6：中国经济中周期划分（1976-2020）



数据来源：Wind，弘业期货

图表 7：中国经济短周期划分（2008-2020）



数据来源：Wind，弘业期货

5.2 经济短周期

我们以制造业 PMI 来衡量经济短周期。自 2009 年中周期以来，可以划分为 3 轮半 PMI 短周期，一轮短周期时长 3-5 年，上升、下降的半周期大约 1-2 年，平均 1.5 年左右。2016 年初至 2020 年一季度可以视为“谷-谷”法的一轮 PMI 短周期。

自 2020 年 2 季度以来，中国经济率先从疫情冲击当中走向复工复产，制造业 PMI 迅速回升。从简单的经验法则来看，2021 年 PMI 短周期仍有望继续回升，2021 年 4 季度、最晚 2022 年上半年可能是制造业 PMI 短周期见顶期。新一轮短周期的具体时间长度，主要取决于 2021 年经济复苏的力度、通胀形势，以及由此所带来的货币政策变动。

由于今年疫情冲击造成的低基数，明年多数宏观经济指标会显得“前高后低”，这基本上没有什么悬念。因此，相比于 2-4 月份的“前高”，我们更关注 5 月份之后的“后低”。这个低，相比于 2-4 月份的超高增速来说，肯定是显得低的。但是，撇开疫情造成的低基数，从常态化的角度来看，5 月份之后的增速可能会达到近年来的平均水平。考虑到“新常态”下中国经济的潜在增速已经趋势性下移，实际增速若能达到近年平均水平，仍然意味着周期的复苏上行。

总之，从简单的经验法则判断，无论是中周期还是短周期，中国经济 2021 年都大概率处于复苏阶段。

6. 总结及大类资产配置建议

6.1 总结

从长期经济发展格局的视角来看，明年重点是“迈好构建双循环新发展格局的第一步”。

从短期宏观经济政策的视角来看，明年宏观政策会保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上“不急转弯”。

从宏观总需求结构的视角来看，2021 年在构建“双循环新发展格局”背景下，扩大内需尤其是扩大消费是确定的，投资需求中制造业设备投资有望走上行周期、基建和房地产投资基本持稳；外需共振复苏，出口份额的下滑并不必然导致出口增速大幅走弱。中国经济在全球率先走出疫情危机后，2021 年继续走向复苏。

从宏观价格水平的视角来看，CPI 同比仍有望保持低位、似乎不必担忧通胀；但从 PPI 来看，通胀已经若隐若现，甚至不排除超预期的可能。

从宏观经济周期的视角来看，无论是中周期还是短周期，中国经济 2021 年都大概率处于复苏阶段。

6.2 大类资产表现展望及配置建议

根据宏观经济与大类资产表现之间的映射关系，对 2021 年大类资产表现展望如下：

股票将在大类资产中表现较优，尤其是顺周期类的相关行业板块，有望成为阶段性行情主线；而科技成长类行业是本轮长期结构性慢牛行情的主线，在近几个月的波段调整之后，明年有望再度表现出色；大消费相关行业尽管近两年涨幅较大，估值消化需要时间，但大消费行业长期趋势向好、穿越牛熊，即使出现暂时休整，也会是强势休整，行业内表现超预期的优质个股仍将持续上涨。

大宗商品表现次之。经济复苏前期大宗商品的需求回暖带动产能利用率提升，价格涨幅相对温和；而到了复苏后期乃至过热期才会是大宗商品表现最佳的时期。

利率债表现相对较差。经济复苏、通胀回暖、货币政策边际收紧，利率债难以有好的表现，行情可能由当前的熊平转向熊陡。在经济增长不及预期、通胀不及预期、国际市场避险情绪上升等个别时期或许有短期反弹，但难以形成中期上涨趋势，至多转入中期震荡。而一旦经济增长或通胀超预期，利率债表现将更差。

人民币汇率升值趋势放缓。决策层对于人民币快速升值的容忍度可能在下降；人民币升值的趋势未必改变，但速度和斜率将放缓。

基于上述分析，2021 年大类资产配置策略建议如下：

增加股票类资产配置权重，尤其是增加顺周期类、科技类行业的配置权重，立足更长周期可继续配置大消费类行业；适当配置大宗商品；利率债权重不宜过高，尤其是谨慎对待中长久期利率债。进口企业等用汇主体可及时锁汇。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。