



内忧外患共振施压，关注中央政治局会议定调

- 年初至今国内权益市场表现偏差，国内主要股指均录得下跌。权益市场的较差表现也打击基金的购买积极性。2022 年前三个月基金发行数量为 2656 亿份，为 2017 年至今的第二低数值，比 2021 年同期大幅减少超过 7000 亿份；2022 年前三个月国内偏股型基金发行数量为 1698 亿份，较 2021 年同期大幅减少超过 7800 亿份。
- 内忧外患共振扰动，国内股指短期压力仍未缓解。内忧：疫情扰动国内经济，市场担忧实现 5.5% 经济增长目标落空，国内疫情反复，拖累需求恢复，作为疫情重灾区的上海目前新增阳性感染者总量基数大、仍处于高位波动，北京、浙江、江苏等经济发达地区近期也频频出现新增确诊病例。外患：中美货币政策劈叉，考验国内稳增长效果含金量。中美政策周期和目前阶段相似的有两段，第一段时间是 2014 年底到 2015 年底，第二段时间是 2018 年二季度到 2018 年年底，这两段时间区间内，国内股指的走势差异较大。未来月份需重点关注国内稳增长政策落地以及政策落地后国内经济的恢复情况。外患：美联储主席表态鹰派，警惕美联储超预期加息缩表对于全球权益资产的施压。**目前美国联邦基金利率期货结果显示 2022 年年底前，美联储还要加息将近 10 次，其中 5 月份、6 月份以及 7 月份的议息会议中均会有 50BP 的加息。超预期的加息会从估值端对全球权益市场施压。美联储资产负债表和金融资产相关性显著，和美股显著正相关性高达 0.9，和美债利率负相关性高达 -0.849，和沪深 300 录得 0.68 的一定正相关。**外患：人民币贬值压力大。**2015 年 811 汇改之后，人民币汇率与国内股指的走势相关性较大。人民币汇率的急跌对国内股指施压较大。2015 年至今，人民币共经历 3 段持续贬值区间，三段时间区间内国内股指表现均较差。**外患：美国长短端利差倒挂，警惕美国经济衰退施压美股进而对国内权益市场产生不利影响。**美国国债收益率曲线倒挂和美国经济衰退之间具有较大的相关性，2001 年以来的三次衰退时间区间内道琼斯工业指数以及标普 500 指数下跌概率为 100%，纳斯达克指数下跌概率为 66.67%，仍需提防未来美国经济衰退的可能性对于权益市场的压制。
- 稳增长贯穿全年，中长期国内股指能否企稳更多关注稳增长是否见效。**政府工作报告中提到，今年工作要坚持稳字当头、稳中求进。面对新的下行压力，要把稳增长放在更加突出的位置。稳增长将是贯穿今年经济工作的一条主线。2000 年至今，我国共经历 5 轮较为明显的稳增长周期，此前 5 轮经济稳增长周期都是在经济面临较大的下行压力下开展。过去五轮稳增长周期，随着时间推移，国内股指表现均较强。
- 市场不确定较多，短期市场仍以避险为主，更多关注低估值。**总的来看，目前疫情仍未有效控制叠加未来国内稳增长政策效果如何仍有待继续观察，上述风险因素迟迟未落地仍会扰动市场风险偏好，市场仍然面临不确定性，预计将继续维持结构性行情，近期的投资以防风险为主，更多关注低估值板块。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员：

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

联系人

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

投资咨询号：Z0017091

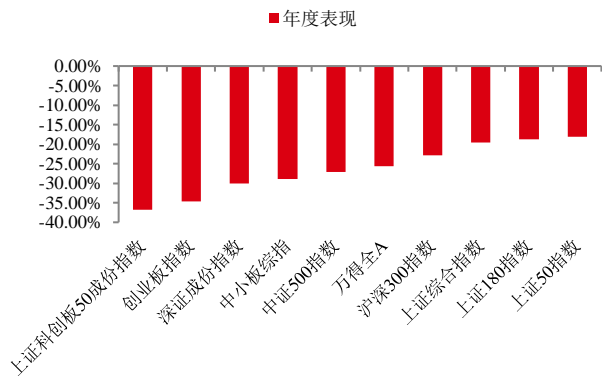
市场情绪偏差，一季度国内股市表现较差（数据截至4月25日）

年初至今国内权益市场表现偏差，国内主要股指均录得下跌。上证50指数年初至今跌幅最少，为18.05%；深证成指、创业板指数以及科创50指数下跌均超过30%。分行业来看，申万一级31个行业中，仅有1个行业年初至今录得正涨幅（煤炭板块上涨超12%）；其他30个行业均录得下跌，跌幅超过30%的有电子行业、电力设备、国防军工行业、传媒行业、计算机行业、机械设备行业以及汽车行业。

权益市场的较差表现也打击基金的购买积极性。1季度国内基金发行情况较为惨淡，其中2月份基金发行数量不足300亿份，刷新阶段新低，偏股型基金2月份发行仅221亿份。2022年前三个月基金发行数量为2656亿份，为2017年至今的第二低数值，比2021年同期大幅减少超过7000亿份；2022年前三个月国内偏股型基金发行数量为1698亿份，较2021年同期大幅减少超过7800亿份。

图1：主要股票指数年度表现

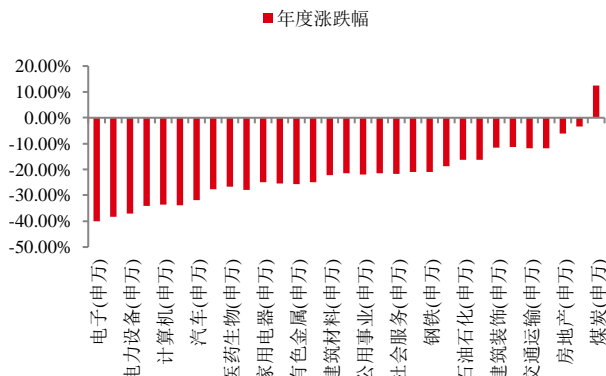
单位：%



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图2：主要行业年度表现

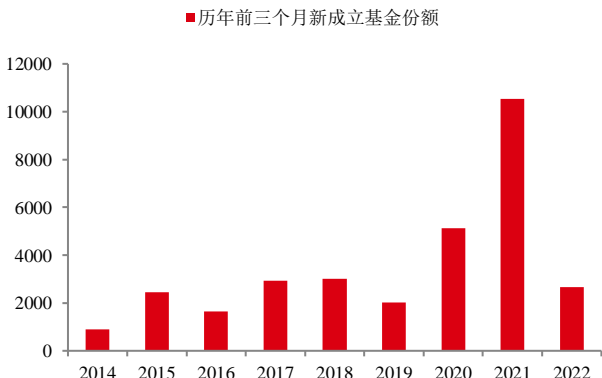
单位：%



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图3：历年一季度基金发行数量

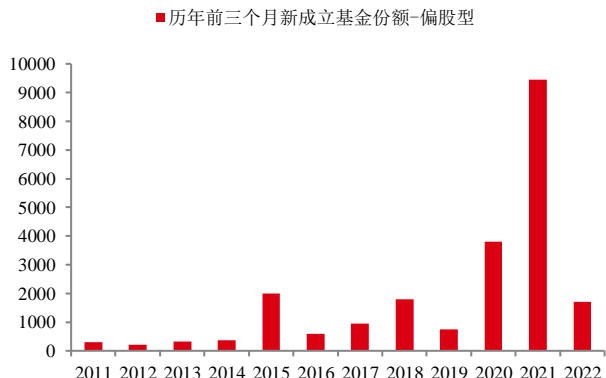
单位：亿份



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图4：历年一季度偏股型基金发行

单位：亿份



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

内忧外患共振扰动，国内股指短期压力仍未缓解

内忧：疫情扰动国内经济，市场担忧实现 5.5% 经济增长目标落空。国内疫情反复，拖累需求恢复。国内疫情形势目前仍较为严峻，作为疫情重灾区的上海目前新增阳性感染者总量基数大、仍处于高位波动，后续仍需提防上海疫情的外溢以及上海新增病例持续高位对国内经济产生的不利影响。北京、浙江、江苏等经济发达地区近期也频频出现新增确诊病例，最近的疫情形势给中国经济带来考验，疫情影响下实现全年 GDP 增速目标难度加大。

图 5： 全国无症状感染者仍处高位 单位:例



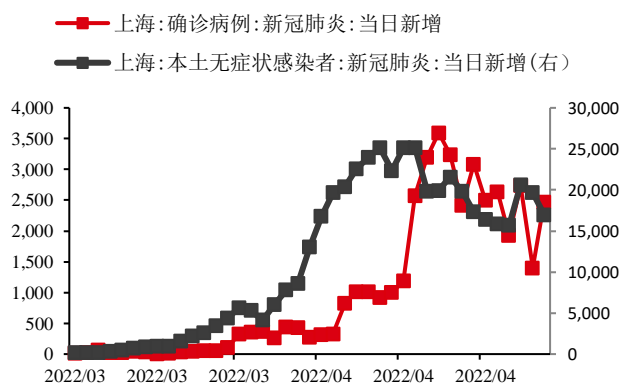
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6： 当日新增确诊病例 单位:例



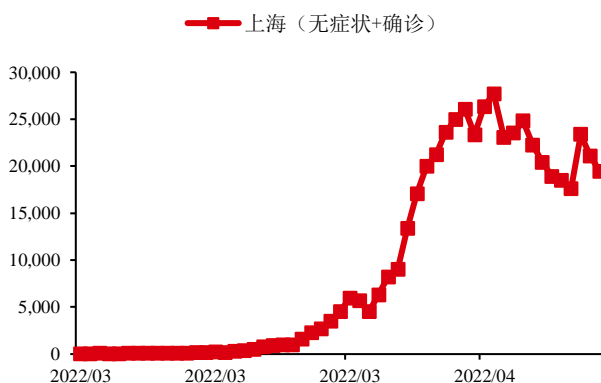
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 上海新增确诊和无症状感染者情况 单位:例



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8： 上海新增确诊和无症状感染者情况 单位:例

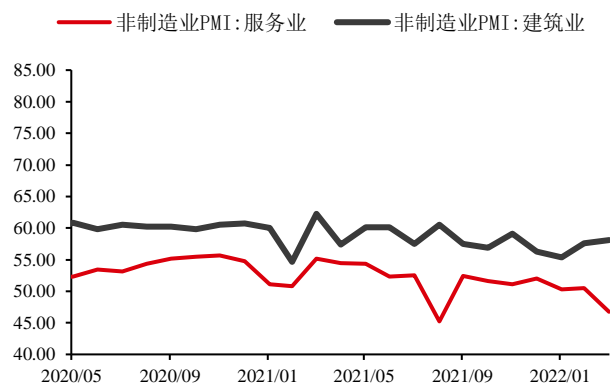


数据来源：Wind 华泰期货研究院

疫情已经对于国内经济产生实质性的影响。3 月份服务业 PMI 数据仅为 46.7%，为 2021 年 8 月份以来新低；制造业 PMI 数据再次跌破 50% 荣枯线。彭博 3 月 21 日发布中国经济最新预测数据，此次预测下调了 2 季度的 GDP 年同比，由之前的 4.7%，下调至 4.6%；4 季度的 GDP 年同比由之前的 5.7% 下调至 5.4%。2022 年全年的 GDP 同比增速也有所下调，

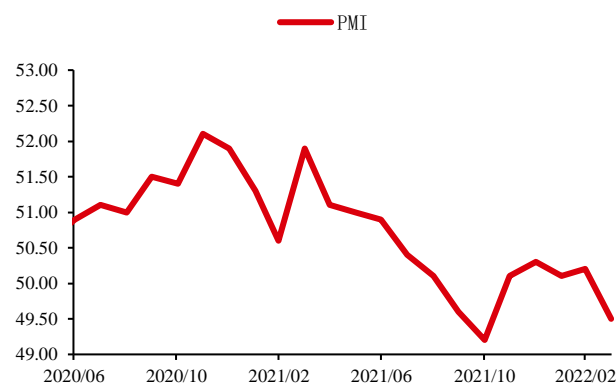
由之前的 5.1% 下调至 5.0%。

图 9: 非制造业 PMI 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 制造业 PMI 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表格 1 彭博对于中国相关经济指标的预测

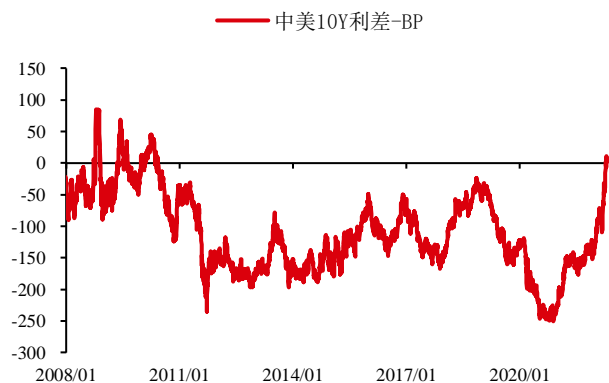
	1Q 2022	2Q 2022	3Q 2022	4Q 2022	1Q 2023	2Q 2023	3Q 2023	Avg. 2022
GDP 年同比%	4.40%	4.60%	5.50%	5.40%	5.40%	5.30%	5.20%	5.00%
上月调查	4.40%	4.70%	5.50%	5.70%	5.50%	5.20%	5.20%	5.10%
GDP 季度环比%	0.90%	1.50%	1.40%	1.40%	1.10%	1.20%	1.20%	n/a
上月调查	1.00%	1.50%	1.40%	1.40%	1.00%	1.20%	1.20%	n/a
CPI 年同比%	1.10%	2.00%	2.50%	2.50%	2.20%	2.10%	1.90%	2.20%
上月调查	1.30%	1.90%	2.30%	2.30%	2.40%	2.10%	1.90%	2.10%
PPI 年同比%	8.80%	5.90%	4.50%	2.20%	1.80%	-0.60%	-0.80%	4.90%
上月调查	8.70%	5.00%	2.90%	0.00%	-0.40%	-1.30%	-1.10%	4.00%
工业增加值年同比%	4.80%	4.10%	5.40%	5.50%	5.10%	5.20%	4.90%	5.00%
上月调查	4.00%	4.30%	5.40%	5.50%	5.20%	5.40%	4.90%	5.00%
固定资产投资年同比%	5.20%	3.80%	5.10%	5.10%	6.00%	5.50%	5.00%	5.30%
上月调查	4.50%	4.20%	5.20%	5.00%	6.00%	6.00%	n/a	5.00%
M2 年同比%	9.10%	9.20%	9.00%	8.90%	8.40%	8.60%	8.60%	8.90%
上月调查	8.90%	8.90%	9.00%	8.90%	8.80%	8.60%	8.60%	8.90%

贸易出口额年同比%	15.30%	10.00%	5.00%	2.00%	-0.50%	0.00%	0.00%	7.10%
上月调查	11.40%	10.00%	5.00%	1.00%	-1.30%	1.10%	0.00%	6.20%
贸易进口额年同比%	16.00%	13.30%	6.60%	4.80%	2.40%	-1.00%	-2.00%	8.10%
上月调查	15.00%	9.00%	6.60%	2.80%	-2.20%	-1.00%	0.00%	8.00%

数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

外患：中美货币政策劈叉，考验国内稳增长效果含金量。目前中美货币政策周期劈叉，美国处于加息周期，中国处于降息周期。由于两国货币政策周期的差异以及两国经济基本面的差异，中美利差近期快速收窄，中美 10 年期国债利差出现 2010 年以来首次倒挂。从中长期视角而言，中美利差倒挂将导致带来全球资本继续回流美国，人民币贬值和资本外流的风险有所加大，对市场情绪产生扰动。2015 年之后，中美利差与国内股指的相关性较强，中美利差的持续收窄往往会加大 A 股阶段性调整的压力。考虑到目前国内经济偏弱，且市场对于美联储加息和缩表预期打的较足，未来一段时间美债 10Y 利率预计仍显著强于国内 10Y 利率，中美利差收窄短期仍会扰动 A 股。

图 11: 中美利差 单位:BP



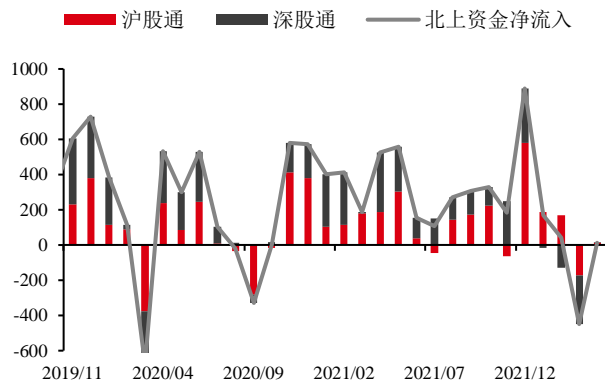
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 中美利差与股指 单位:BP 点



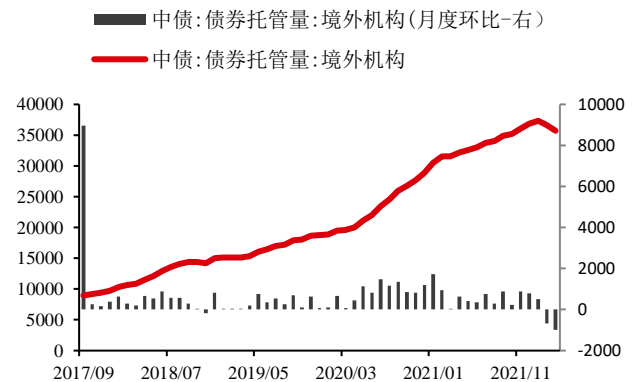
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 北上资金近期流出 A 股 单位:亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 境外机构减持中国债券 单位:亿元



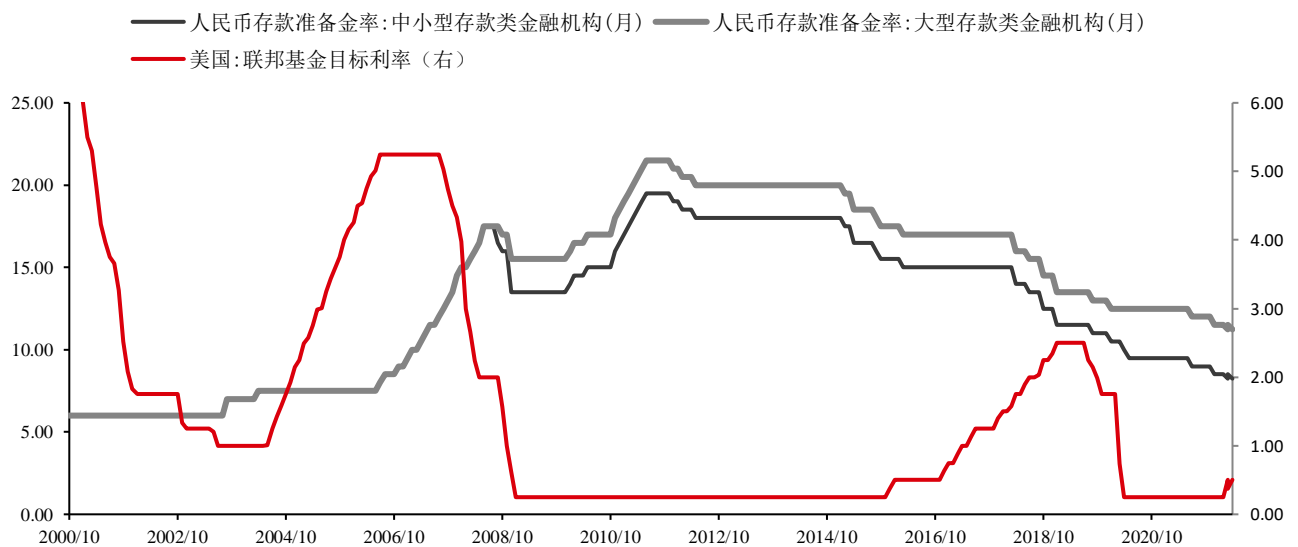
数据来源: Wind 华泰期货研究院

此前中美政策周期和目前阶段相似的有两段，第一段时间是 2014 年年底到 2015 年年底；第二段时间是 2018 年二季度到 2018 年年底。

这两段时间区间内，国内股指的走势差异较大。2014 年年底-2015 年年底，沪深 300 指数涨幅超过 15%，走势明显偏强；2018 年 2 季度到 2018 年年底，国内股指表现则明显偏差，沪深 300 指数期间跌幅超过 15%。上述差异的产生也表明美联储加息引起的资金回流压力并非一定对国内股指产生压力，国内股指的走势更多的要去关注国内基本面情况。未来月份需重点关注国内稳增长政策落地以及政策落地后国内经济的恢复情况。

图 15: 中美货币政策周期劈叉

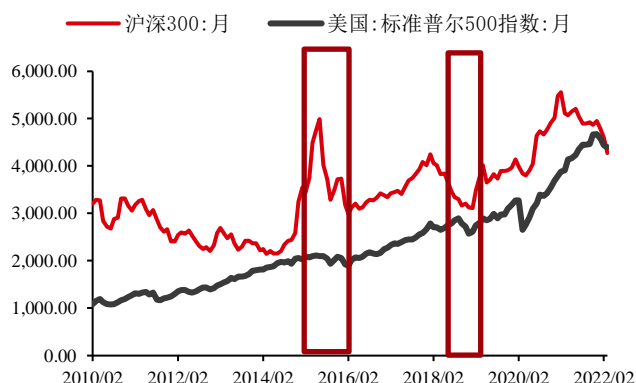
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 中美两国股指走势

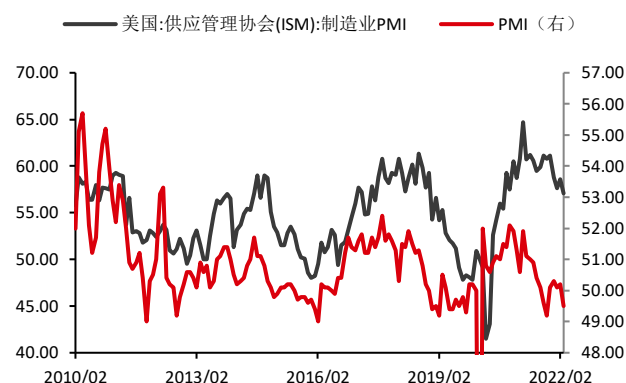
单位:点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 中美两国 PMI

单位:%



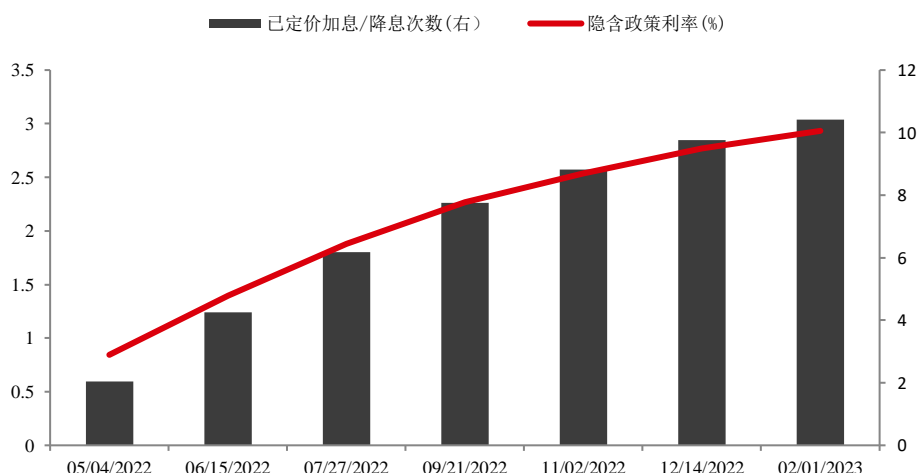
数据来源: Wind 华泰期货研究院

外患：美联储主席表态鹰派，警惕美联储超预期加息缩表对于全球权益资产的施压。美国联邦储备委员会临时主席鲍威尔 21 日表示，在通胀高企、货币政策宽松的环境下，美联储稍微加快行动是合适的，他暗示美联储可能在 5 月货币政策例会上加息 50 个基点。目前美国联邦基金利率期货结果显示 2022 年年底前，美联储还要加息将近 10 次，其中 5 月份、6 月份以及 7 月份的议息会议中均会有 50BP 的加息。超预期的加息会从估值端对全球权益市场施压

同时 3 月 15 日至 16 日的美联储会议纪要显示，美联储官员“普遍同意”设置每月缩减 600 亿美元国债、350 亿不动产抵押贷款证券（MBS）的上限，缩表可能将于 5 月开始，并在三个月内分阶段达到上限。美联储资产负债表和金融资产相关性显著，和美股显著正相关性高达 0.9，和美债利率负相关性高达-0.849，和沪深 300 录得 0.68 的一定正相关。

图 18: 美国联邦基金利率期货隐含加息次数

单位: %, 次



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

表格 2 美联储资产负债表规模与各类资产相关性

	美元指数	纳指	沪深 300	CRB 综指	10Y 中债利率	10Y 美债利率
纳指	50.39%	100.00%				
沪深 300	15.58%	69.71%	100.00%			
CRB 综指	-32.08%	42.68%	59.37%	100.00%		
10Y 中债利率	-67.33%	-47.03%	-33.30%	33.28%	100.00%	
10Y 美债利率	-33.75%	-67.07%	-56.83%	-52.56%	61.85%	100.00%
美联储资产负债表规模	43.50%	90.32%	68.45%	56.70%	-49.64%	-84.97%

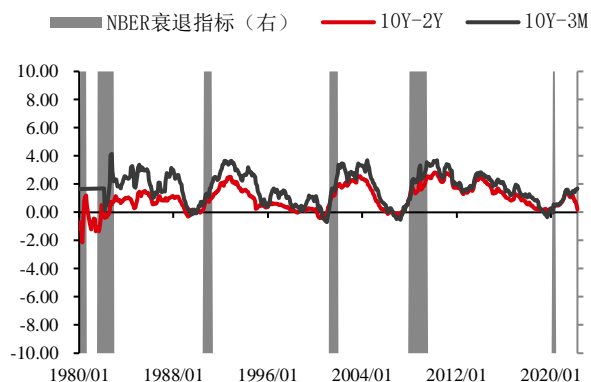
资料来源：Wind 华泰期货研究院。

外患：美国长短端利差倒挂，警惕美国经济衰退施压美股进而对国内权益市场产生不利影响。3 月 FOMC 美联储正式宣布进入加息周期，美债利率快速回升，其中短端利率回升幅度明显快于长端利率，10Y 与 7Y 国债利率自 3 月 11 日开始倒挂，10Y 与 5Y 国债利率自 3 月 21 日开始倒挂，10Y 与 2Y 国债利率 4 月份出现倒挂。美联储紧缩预期不断强化，触发远期经济下行风险预警。

美国国债收益率曲线倒挂和美国经济衰退之间具有较大的相关性。从 1980 年至今，美国经济均会在国债收益率倒挂后的一段时间出现衰退，以 10 年期国债收益率和 3 个月期国债收益率的倒挂为例，**1989 年 5 月**，美国 10 年期国债收益率和 3 个月期国债收益率倒挂，1990 年 7 月，美国国家经济研究局（NBER）数据显示美国经济开始衰退，中间相差 14 个月；**2000 年 7 月**，美国 10 年期国债收益率和 3 个月期国债收益率倒挂，NBER 数据显示 2001 年 3 月美国经济出现开始衰退，中间相差 8 个月；**2006 年 7 月**，美国 10 年期国债收益率和 3 个月期国债收益率倒挂，NBER 数据显示 2007 年 12 月美国经济开始衰退，中间相隔 17 个月；**2019 年 3 月**，美国 10 年期国债收益率和 3 个月期国债收益率倒挂，NBER 数据显示 2020 年 2 月美国经济开始衰退，中间相隔 12 个月。1998 年收益率虽然出现倒挂，但是美国经济并未出现衰退，总的来说，**收益率曲线的倒挂和美国经济衰退具有较大相关性。**

本文对 NBER 衰退期间国内以及美国主要股指表现进行回溯，根据 NBER 统计，1980 年至今美国共经历 6 次衰退，道琼斯工业指数以及标普 500 指数 6 次衰退时间区间的下跌概率为 50%，纳斯达克指数 6 次衰退时间区间的下跌概率为 33.67%。但是 2001 年至今的三次衰退时间区间内道琼斯工业指数以及标普 500 指数下跌概率为 100%，纳斯达克指数下跌概率为 66.67%，仍需提防未来美国经济衰退的可能性对于权益市场的压制。

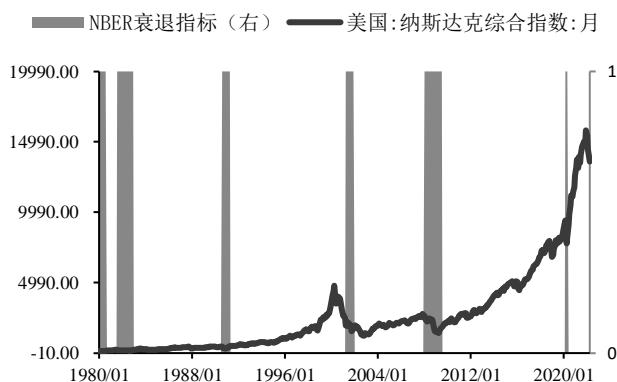
图 19: 美债期限利差与美国衰退 (阴影部分表示衰退)
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

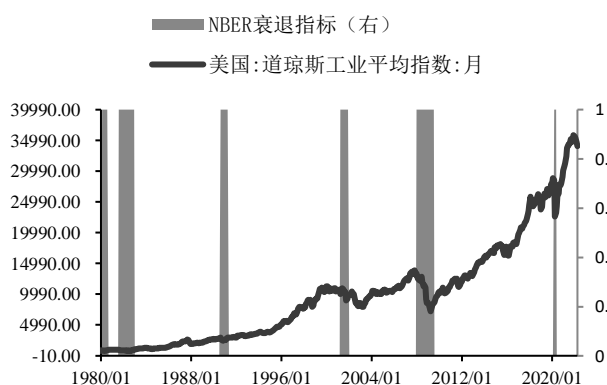
图 20: 美国经济衰退与美股

单位:点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

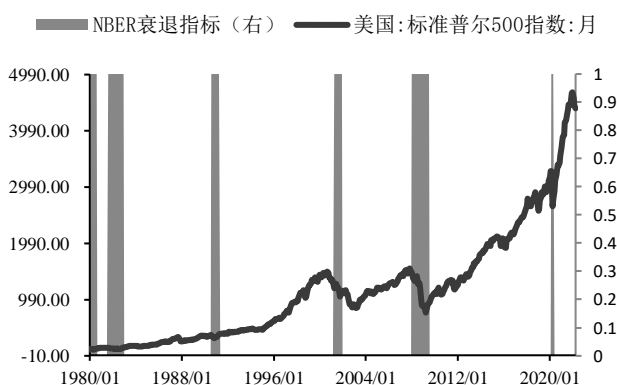
图 21: 美国经济衰退与美股 (阴影部分表示衰退)
单位:点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 美国经济衰退与美股

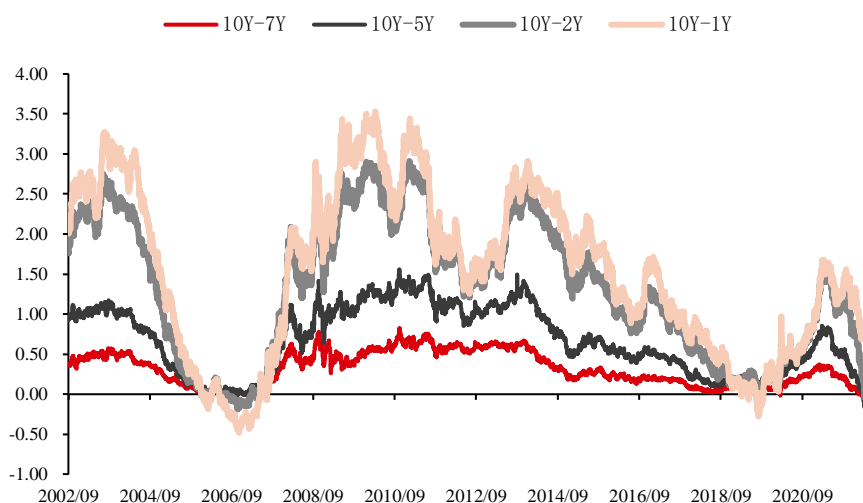
单位:点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 美国主要国债期限利差

单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

表格 3 NBER 衰退期间国内以及美国主要股指表现情况

	万得全 A	沪深 300	上证 50	中证 100	中证 500
2020M2-2020M4	7.07%	6.08%	4.94%	4.57%	9.02%
2009M12-2009M6	-14.94%	-11.44%	-6.77%	-8.78%	-23.03%
2001M3-2001M11	-18.72%	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
1990M7-1991M3	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
1981M7-1982M11	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
1980M1-1980M7	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
	上证综合指数	深证成份指数	道琼斯工业平均指数	标准普尔 500 指数	纳斯达克综合指数
2020M2-2020M4	4.13%	9.63%	-14.28%	-10.36%	-4.14%
2009M12-2009M6	-9.70%	-15.57%	-19.00%	-17.56%	-19.13%
2001M3-2001M11	-17.27%	-29.24%	-0.28%	-1.80%	4.91%
1990M7-1991M3	#N/A	#N/A	0.30%	5.35%	10.05%
1981M7-1982M11	#N/A	#N/A	9.13%	5.82%	9.77%
1980M1-1980M7	#N/A	#N/A	6.79%	6.58%	6.22%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

外患: 人民币贬值压力大。本周人民币汇率出现一定幅度贬值, 以下几点原因导致了近期人民币的疲软。美国货币紧缩预期进一步升温, 中美利差倒挂程度有所加大, 市场担心资本有进一步外流的风险, 上文数据已经显示目前北上资金流出且境外资金减持国内债券; 上海等地的疫情导致国内供应链受阻, 市场担忧国内出口增速回落拖累经济; 我国公布一季度 GDP 增速为 4.8%, 低于 5.5% 的全年增长目标, IMF 等机构下调了对中国经济增速的预测, 这些因素影响部分海外机构对于中国经济的预期。

2015 年 811 汇改之后，人民币汇率与国内股指的走势相关性较大。从历史数据来看，人民币的急跌对国内股指施压较大。本文对于 2015 年至今人民币贬值阶段 A 股的走势进行了回测，2015 年至今，人民币共经历 3 段持续贬值区间，分别是 2015 年 8 月-2017 年 1 月，2018 年 4 月至 2018 年 11 月以及 2019 年 4 月至 2019 年 10 月，三段时间区间内国内股指表现均较差，从平均表现来看，仅有食品饮料行业录得正涨幅，其他 30 个行业均录得下跌，平均跌幅超过 25% 的行业有国防军工、钢铁以及传媒行业。

图 24: 人民币汇率与国内股指

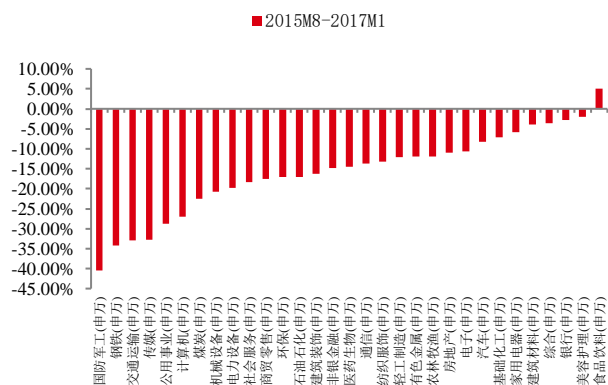
单位:点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 人民币快速贬值阶段国内股指表现

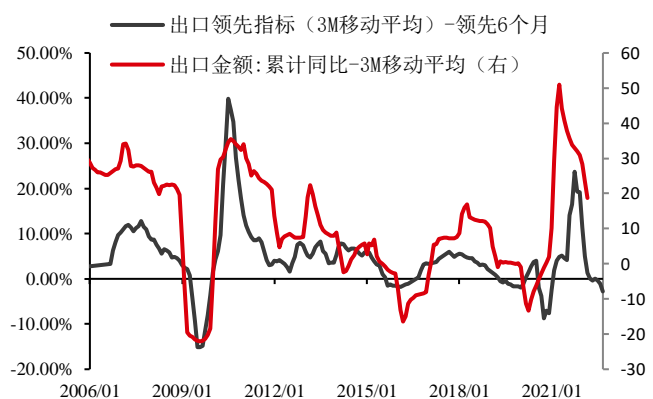
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 出口先行指标预示未来出口增速回落

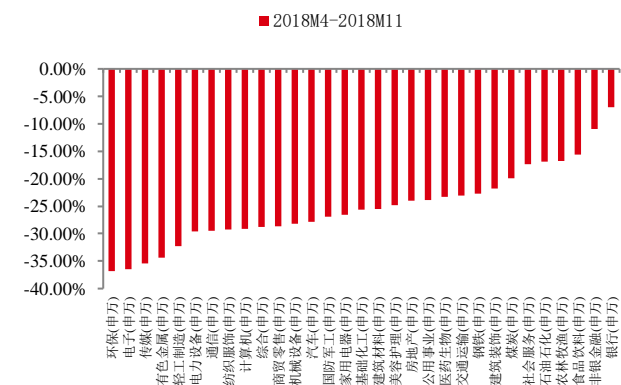
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 人民币快速贬值阶段国内股指表现

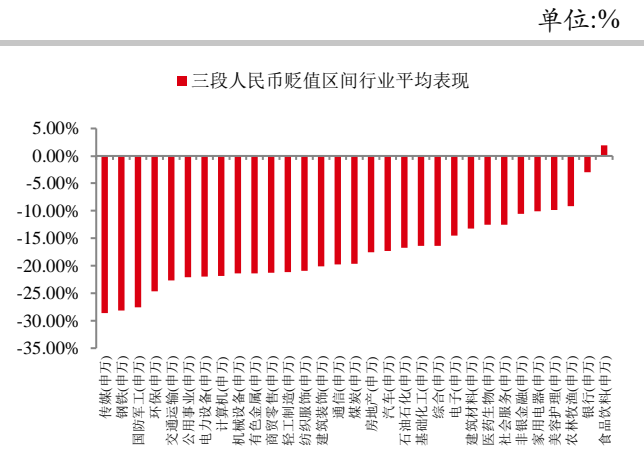
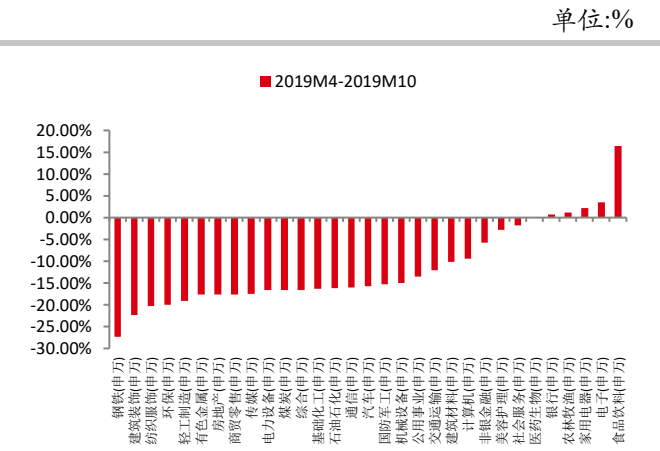
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28： 人民币快速贬值阶段国内股指表现

图 29： 人民币快速贬值阶段国内股指表现



数据来源：Wind 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

稳增长贯穿全年，中长期国内股指能否企稳更多关注稳增长是否见效

政府工作报告中提到，今年工作要坚持稳字当头、稳中求进。面对新的下行压力，要把稳增长放在更加突出的位置。稳增长将是贯穿今年经济工作的一条主线。2000 年至今，我国共经历 5 轮较为明显的稳增长周期，此前 5 轮经济稳增长周期都是在经济面临较大的下行压力下开展。过去五轮稳增长周期，随着时间推移，国内股指表现均较强。

表格 4 2000 年至今 5 轮稳增长周期政策实施

单位：无

	时间	稳增长政策首次施行时间	期间稳增长措施概览
第一轮	2008 年-2009 年	2008 年 9 月 15 日宣布下调存款准备金	2008 年 9 月 15 日至 2008 年 12 月 23 日，短短四个月时间，央行共计 4 次降准，5 次降息
第二轮	2011 年-2012 年	2011 年 11 月 30 日宣布降准	2011 年 11 月 30 日至 2012 年 7 月 6 日，央行共计 3 次降准，2 次降息
第三轮	2014 年-2015 年	2014 年 4 月 22 日宣布降准	2014 年 4 月 22 日至 2015 年 10 月 24 日，央行共计 8 次降准，6 次降息
第四轮	2018 年-2019 年	2018 年 4 月 17 日宣布降准	2018 年 4 月 17 日至 2019 年 11 月 5 日，央行共计 6 次降准，1 次降息
第五轮	2020 年	2020 年 1 月 1 日宣布降准	2020 年 1 月 1 日至 2020 年 4 月 20 日，央行共计 3 次降准，2 次降息

资料来源：Wind 华泰期货研究院

表格 5 2000 年至今 5 轮稳增长政策公布当日后对应交易日内的表现情况(WIND 全 A 指数)

单位:%

首次政策执行	-100	-50	50	100	150	200	300
2008/9/15	78.64%	26.67%	-5.34%	3.71%	35.05%	70.23%	66.40%
2011/11/30	20.24%	6.82%	-0.61%	3.73%	-6.96%	-11.61%	5.13%
2014/4/22	1.94%	3.77%	2.65%	21.34%	37.45%	56.92%	112.70%
2018/4/17	9.91%	10.75%	-11.02%	-15.29%	-19.54%	-15.28%	-4.96%
2020/1/1	-12.68%	6.81%	-1.72%	9.25%	19.41%	-3.10%	3.82%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

从上述指数的走势来看,稳增长的政策出台初期且经济数据最终有所改善之前,市场仍是避险情绪占据主导地位,股票指数走势偏震荡。后期,随着经济数据的逐步修复,市场情绪开始企稳,股票市场逐步回暖。

短期市场内忧外患共振,市场情绪较差,中长期来看,国内股指能否企稳更多关注国内稳增长最终是否落地见效。

市场不确定较多,短期市场仍以避险为主,更多关注低估值

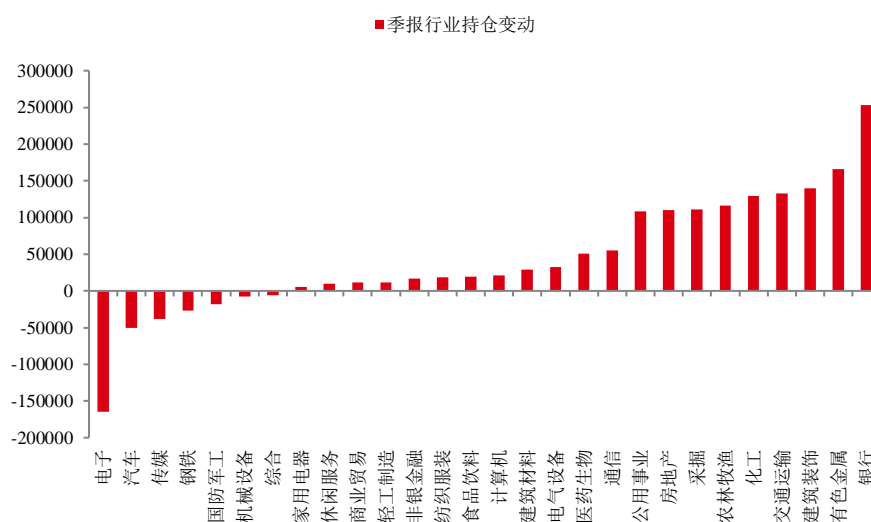
总的来看,目前疫情仍未有效控制叠加未来国内稳增长政策效果如何仍有待继续观察,上述风险因素迟迟未落地仍会扰动市场风险偏好,市场仍然面临不确定性,预计将继续维持结构性行情,近期的投资以防风险为主,更多关注低估值板块。

一季度公募基金的配置方向业主要聚焦于低估值。从行业层面来看。一季度,申万一级28个行业中(旧统计标准)被公募基金加仓的行业有21个行业,大金融板块以及顺周期行业对应的板块一季度获得加仓较多。大金融板块中银行业增持超过25.27亿股,非银金融行业增持超过1.7亿股;顺周期行业中有色金属行业增持超过16.6亿股,化工行业增持超过12.94亿股,采掘行业增持超过11.07亿股;与房地产相关的行业一季度也被公募基金大幅增持,建筑装饰行业增持超过13.96亿股,房地产行业增持超过11亿股,建筑材料行业增持超过2.9亿股。偏成长风格的电子行业一季度减持股票数量超过16.45亿股。

从行业持仓变动幅度来看,一季度持仓增幅超过25%的行业有有色金属(26.08%)、通信(26.75%)、交通运输(28.73%)、建筑装饰(32.85%)、农林牧渔(40.06%)、采掘(40.97%)以及商业贸易(42.62%)。电子行业一季度减仓幅度超过23%,汽车行业减仓幅度超过20.38%;钢铁行业减仓幅度超过16%。

图 30: 公募基金分行业持仓变动情况

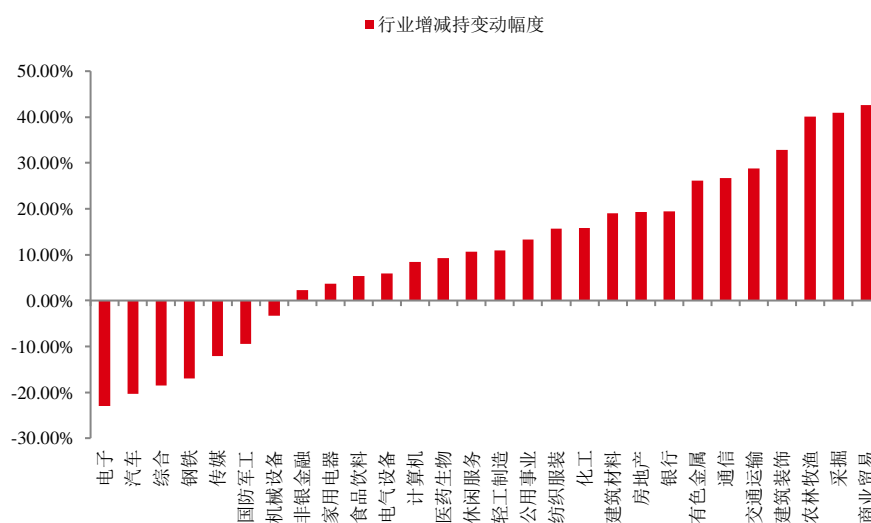
单位: 万股



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 31: 公募基金分行业持仓变动幅度

单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com