



中信建投期货  
CHINA FUTURES

CHINA FUTURES RESEARCH

## 【建投宏观】安倍经济学：背景、政策和未来

### 事件

2022年7月8日，日本前首相安倍晋三在演讲时遭遇枪击，并于当地时间下午不治身亡，终年67岁。

安倍晋三是日本历史上连续执政时间最长的首相，其在2012年上台后推行的一系列经济刺激政策被称为“安倍经济学”，对日本过去十年的发展造成了深刻影响。

本文将从安倍经济学的内涵出发，分析安倍经济学对日本经济造成的影响，并进行未来日本经济和货币政策展望。

## 汇率专题报告

作者姓名：刘超

电话：023-86769757

期货投资咨询从业证书号：Z0012924

研究助理：朱冠华

期货从业证书号：F03087809

发布日期：2022年7月25日

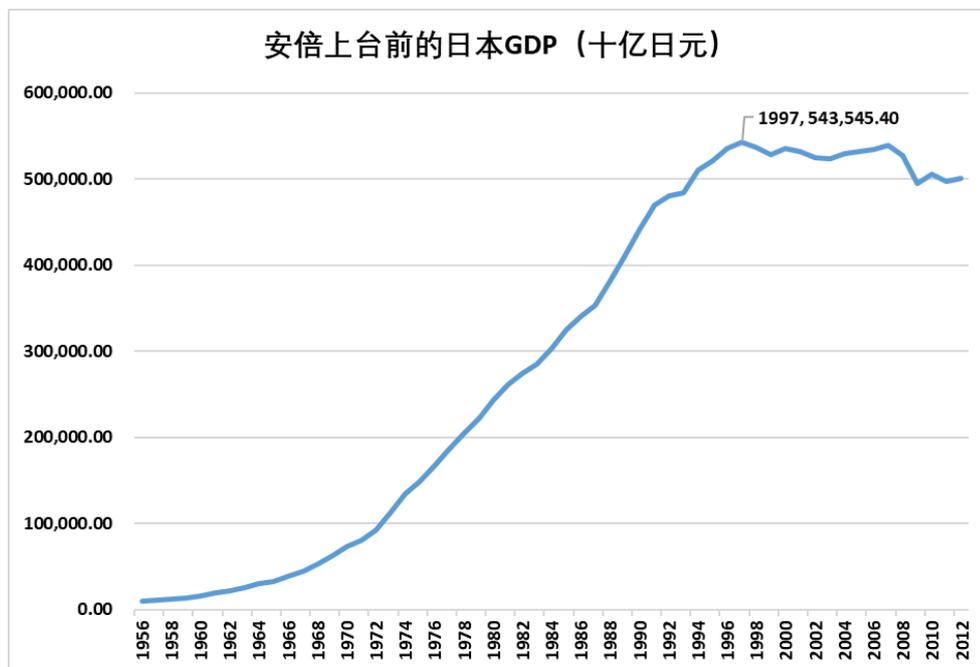
### 报告体系

日报	每日8点50前发布
周报	每周日上午10点前发布
事件点评	重要事件发布后1天内
专题报告	不定期发布

## 安倍的三支箭

二战以来，日本经济发展经历过两个大的阶段。一是二战后十年开始的经济腾飞期。战后日本政府进行土地改革释放了经济活力，婴儿潮一代的出生带来了充足的劳动力，由此在美国给与的订单扶持和日本政府投资拉动型财政政策的拉动下，日本经济在50年代末开始保持了每年10%以上增速的高增长。

但进入到80年代，随着日本在全球贸易中的角色越发重要，尤其是日美贸易差额的扩大，使得美国开始对日本进行贸易制裁。贸易制裁的实施逼迫日本在85年签订广场协议将日元升值，加劳动力成本提升带来的产业转移，日本的金融泡沫在90年代破裂，经济也陷入衰退。

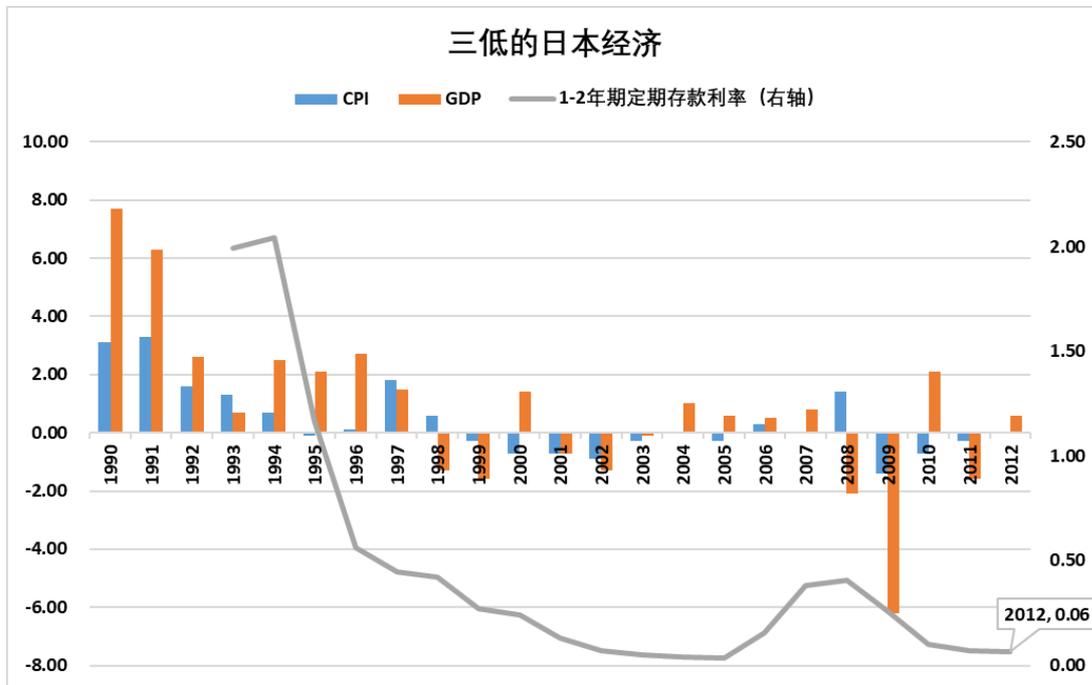


来源：WIND，中信建投期货

观察90年代之后的日本经济，其增长基本陷入停滞状态，尤其在1998年亚洲金融危机的影响下，日本GDP增速显著放缓。从GDP上看，日本1999年实际GDP与1991年基本持平，而日本2012年安倍上台前的名义GDP甚至低于1994年的水平。

在经济增长失速的同时，日本CPI自1995年开始多次陷入负值区间，经济陷入通缩困境。同样面临困境的

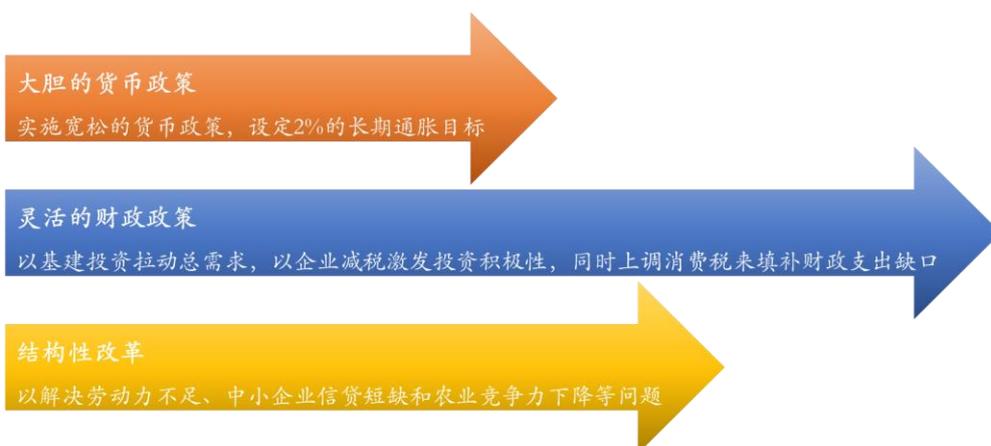
还有日本的货币政策空间，为刺激经济日本央行多次降低利率、实施量化宽松，极大压低了日本利率，作为表征日本的1-2年期定期存款利率在安倍当选的2012年仅有0.06%。



来源: WIND, 中信建投期货

总的来说，摆在安倍第二任期面前的是一个低利率、低增长、低通胀“三低”的日本经济，同时日本债务问题和老龄化问题也在制约着日本的经济增长。

为解决日本经济增长与通货紧缩问题，自2012年底第二次上台伊始，安倍晋三推出了安倍经济学，其中的核心是“三支箭”：



第一支箭是宽松的货币政策，用以鼓励企业投资和刺激消费者消费，并为之设立了长期的通胀目标。

第二支箭是灵活的财政政策，其包括以基建投资拉动总需求，以企业减税激发投资积极性，同时上调消费税来填补财政支出缺口。

第三支箭是结构性改革，以解决劳动力不足、中小企业信贷短缺和农业竞争力下降等问题。

三支箭的经济政策暗合了日本典故“三矢之誓”，其原本寓意是单箭易折、而三支箭在一起才能保持坚固，安倍的三支箭在此就是寄希望于通过多措并举的方式破解经济的困境。

但是，经济政策在三个方向上的强弱是有显著区别的：安倍经济学实质核心是宽松的货币政策，这也是对过去十年日本经济影响最大的整体政策。

## 宽松的货币政策

2013年3月，在安倍上台三个月后，货币宽松派的一面旗帜——黑田东彦出任日本央行行长并连任至今。

在此期间，日本央行设立了2%的长期通胀目标，以此为基准全面转向大规模货币宽松，并出台了一系列的配套政策。

日本货币政策变化	
2013年5月	央行开启QQE，设立60-70万亿日元/年的基础货币总量增速目标
2014年10月	购债力度加码，基础货币总量增速目标上调至80万亿日元/年，日本央行持有国债存量每年净增长额同时被上调至80万亿日元
2016年1月	央行对超额准备金账户采取-0.1%的利率，日本成为亚洲首个实施负利率的国家
2016年9月	施行收益率曲线控制政策：短端利率目标为-0.1%，长端（10年）利率目标为0%左右，同时引入固定利率无限量购债操作

2018年7月	将10年国债利率的变动幅度由 $\pm 0.1\%$ 扩大至 $\pm 0.2\%$
2021年3月	将有关10年国债利率上限的明确在了0.25%（10年国债利率上限实际由0.2%被扩大至0.25%），同时导入连续固定利率无限量购债操作

来源：日本央行，中信建投期货

整体上看，日本上任以来日本货币政策大致可以分为三个阶段。

第一阶段：2013年5月，日本开始施行质化量化宽松政策（QQE）以推动2%的通胀目标达成。其采取的措施包括将增加日本国债购买量、购买更长到期时间的债券而突破之前的三年限制、增加ETF和房地产投资基金购买、两年内把日债和上市交易基金持有量增加一倍、结束之前的资产购买计划。

和2001年开始日本两轮量化宽松政策（QE）相比，质化量化宽松政策大量购买长期国债、ETF和J-REITs，同时大幅扩张对商业银行的低息贷款，以此来支撑资产负债表的扩张和基础货币的投放。质化量化宽松在2014年迎来加码，基础货币总量增速目标上调至80万亿日元/年。

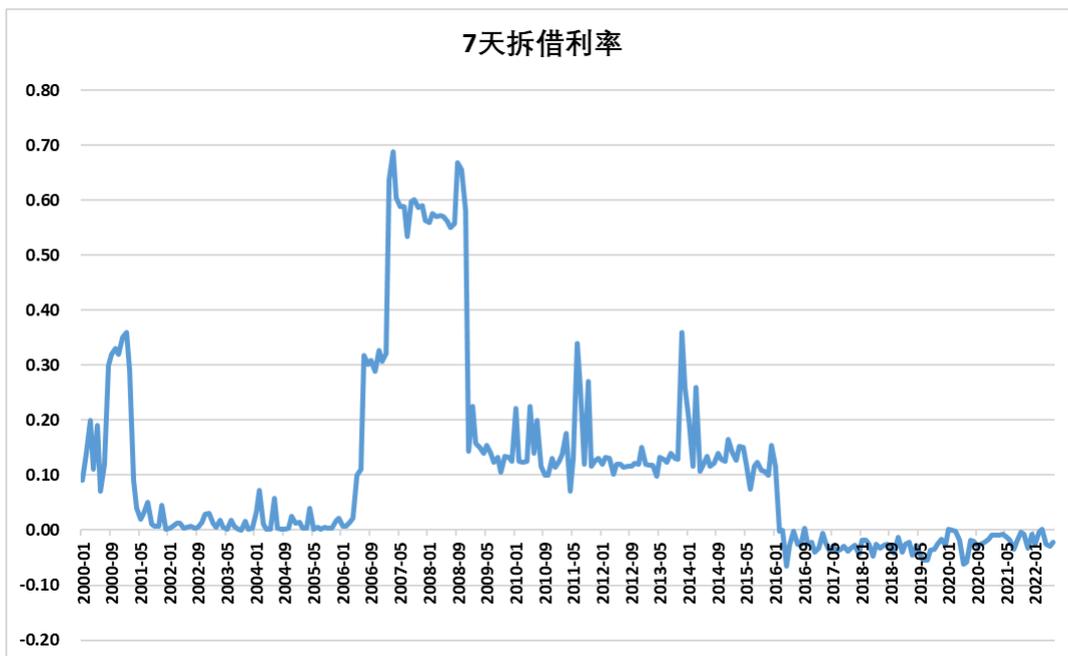
	QE	QQE
政策目标	无担保隔夜拆借利率	基础货币
基础货币	-	80万亿日元每年
JGBs	保持44万亿日元存量 21.6万亿日元每年	80万亿日元每年
	2Y, 5Y, 10Y, 20Y; 利余期限1-3年	2Y, 5Y, 10Y, 20Y, 30Y, 40Y, 浮动利率债, 通胀指数债; 利余期限7-12年
T-bills	保持存量24.5万亿日元	自发型购买, 无目标
CP & Corporate Bonds	CP: 保持存量2.2万亿日元	
	Corporate Bonds: 保持存量3.2万亿日元	
	CP: AA以上评级, Corporate Bonds: BBB以上评级 单支CP和CB的购买额不得超过1000亿日元, 不得超过发行额的25%	
ETF	2.1万亿日元	6万亿日元每年
	跟踪TOPIX或日经225	跟踪TOPIX, 日经225, 或JPX-日经400
J-REITs	1300亿日元	900亿日元每年
	AA以上评级, 在交易所至少交易200日/年, 总交易额200亿日元/年以上; 不超过总发行额的5%	不超过总发行额的10%

FSO	25 万亿日元	-
	久期: 3 个月, 6 个月	久期: 可由银行自行决定, 最大不超过 1 年
LSP (GSFF)	5.5 万亿日元	11 万亿日元+240 亿美元
	SBLF 额度与企业 and 家庭等非金融机构的 信贷净增量等同;	SBLF 额度为企业 and 家庭等非金融机构的 信贷净增量的 2 倍;
	贷款滚动截止 2018.6.30	贷款滚动截止 2021.6.30

来源: 日本央行, 中信建投期货

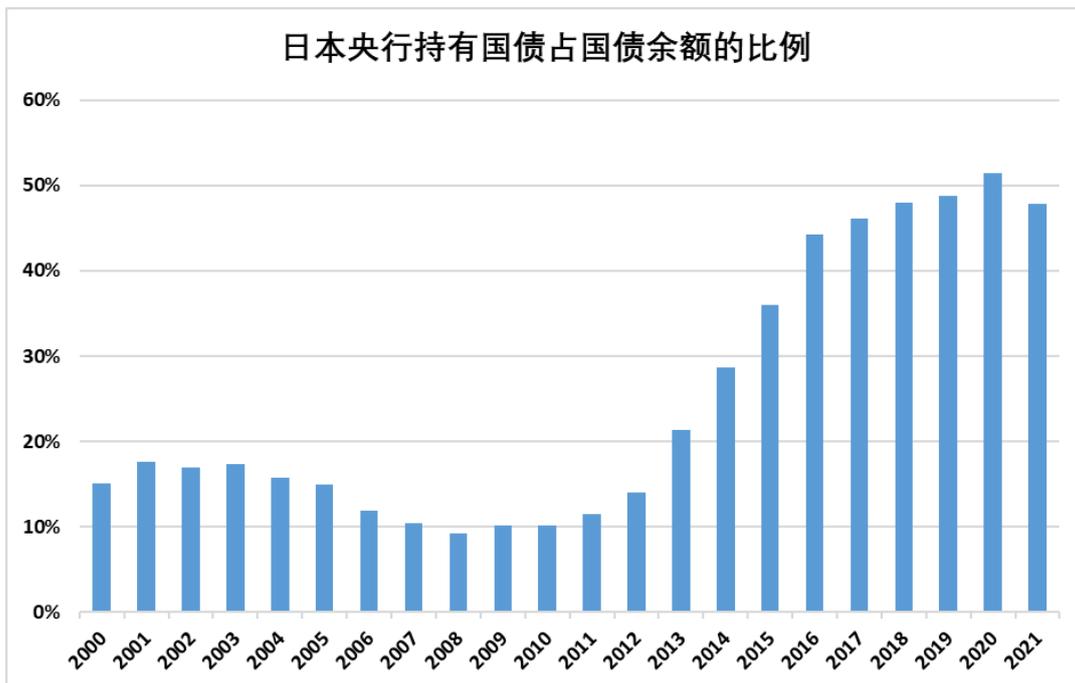
然而伴随着日本央行国债持有量不断的上升, 日本的CPI同比却依旧未能实现通胀目标, 日本央行需要以新的手段加码宽松。

第二阶段: 2016年1月, 日本央行在原有的质化量化宽松基础上, 对超额准备金账户采取-0.1%的利率, 日本也成为亚洲第一个实施负利率的国家。



来源: WIND, 中信建投期货

但随着时间推移, 一二阶段的“QQE+负利率”的组合货币策略逐渐显露副作用: 一方面质化量化宽松中刚性购债的要求使得日本央行在日本国债中的持有比例越来越高, 央行后续可能陷入无债可买的窘境; 另一方面负利率政策实施带动日本长短期利率皆大幅下行, 利差收缩给金融机构的收益形成了压迫。

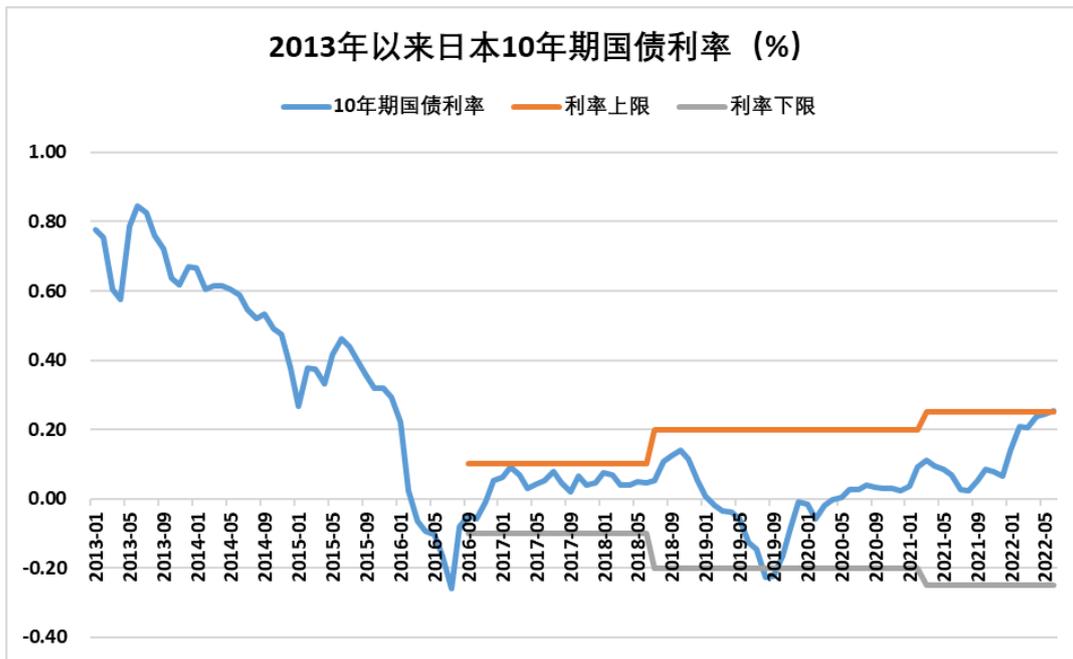


来源: WIND, 中信建投期货

第三阶段: 为了解决刚性购债+负利率政策存在的问题, 日本央行在2016年转向收益率曲线控制政策(YCC)。其短端利率目标继续锁定-0.1%, 同时长端(10年)利率目标确定为0%并允许±0.1%左右的波动幅度。

收益率曲线控制政策的使用意味着日本央行货币政策重心由“量”重新转为“价(利率)”, 这一调整既可以弱化此前提出的刚性购债规模目标, 又能起到抬高过度下行的长端收益率。

同时, 为配合收益率曲线控制政策, 日本央行引入了固定利率无限量购债操作, 即在利率向某一方向波动速度过快或超过日本央行指明的利率波动区间时, 日本央行会以利率上限(下限)去向民间金融机构无限量收购(释放)对应国债, 从而起到控制国债收益率在目标区间的作用。收益率曲线控制+无限量购债政策实施以来, 日本长端利率基本维持在了央行的目标范围内。



来源: WIND, 中信建投期货

收益率曲线控制政策实施以来, 利率波动区间又经历两次调整。日本央行在2018年7月将长端利率的波动区间由 $\pm 0.1\%$ 扩大到 $\pm 0.2\%$ , 并在2021年3月将波动区间进一步扩大至 $\pm 0.25\%$ , 同时引入连续固定利率无限量购债操作加强对收益率的控制。利率波动区间的扩大在适应国债利率波动的同时, 也减少了收益率曲线控制对市场价格发现功能的抑制。

总的来说, 安倍三支箭中的宽松的货币政策由质化量化宽松开启, 经历了负利率的引入后, 最终转向收益率曲线控制并维持至今。安倍的另外两支箭——灵活的财政政策、结构性改革——的实质和效果我们将随安倍经济学影响进行分析。

## 安倍经济学的影响

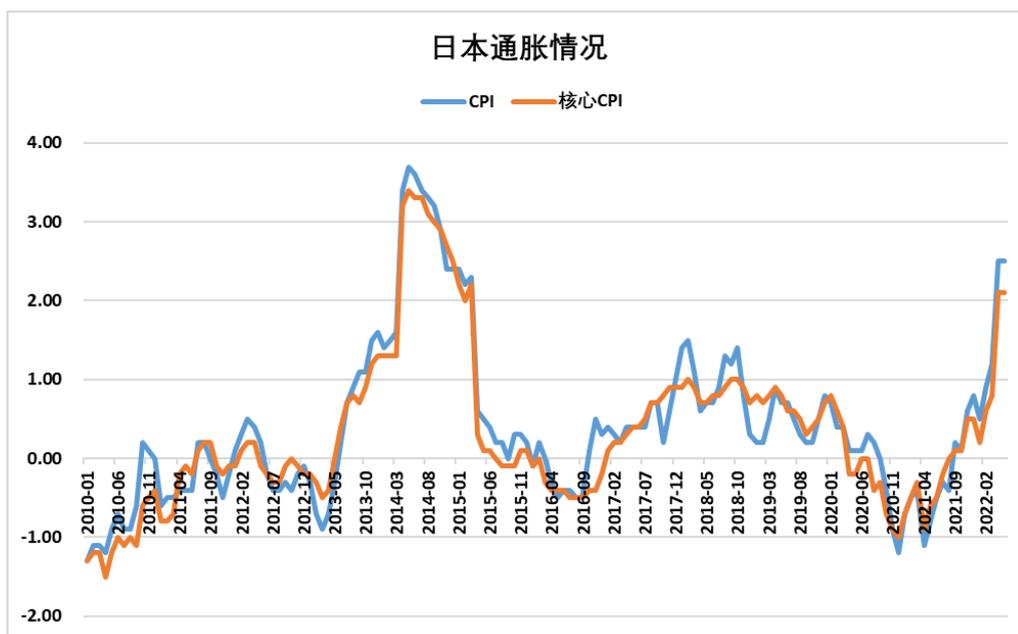
由于安倍自2020年9月卸任之后继续担任党内职务, 发挥着对日本政坛的影响, 同时日本央行行长黑田东彦未结束任期, 日本维持了货币政策的持续性, 因此在安倍逝世前, 日本经济仍旧处于安倍经济学的影响之下。

我们从经济指标、效果时效性和经济结构三个方面衡量这一时期安倍经济学的影响。

## 经济指标

经济指标是日本经济情况最直观的体现，其中通胀水平、经济增长、债务水平是衡量这一时期日本经济最重要的指标。

首先看通胀目标。自安倍的第二任期以及央行行长黑田东彦上任以来，日本经济实现2%的通胀率这一货币政策中介目标就得以明确。日本央行承诺持续增加基础货币的投放规模直至达到2%之上的通胀率，且将通胀率稳定在2%的上方，这实际上是通过货币端的宽松刺激投资和消费的增长，摆脱日本长期以来通缩的困局。

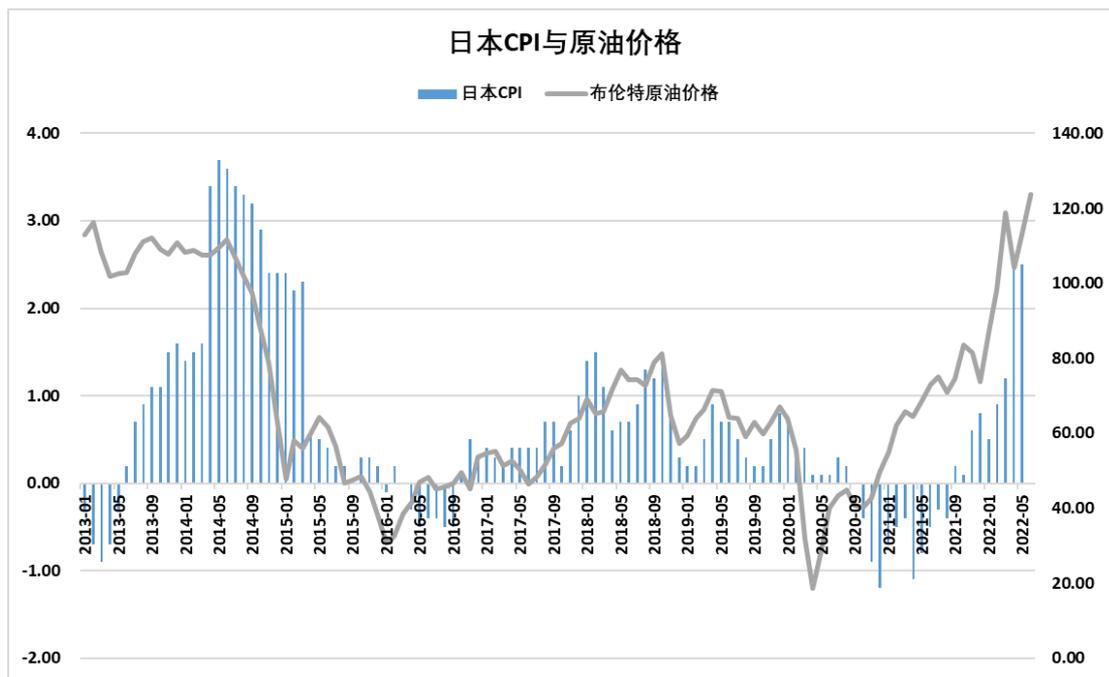


来源: WIND, 中信建投期货

效果上看，通货膨胀在安倍经济学影响下有所改善，但其目标并没有达成。2013年日本央行施行质量化宽松政策，在政策推出伊始，全国消费者物价指数明显改善。2013年6月起CPI增速退出了负区间，此后CPI和核心CPI渐趋上升，2014年5月CPI增速达到峰值3.7%，核心CPI同比增长3.4%。但同年4月安倍政府将消费税率调高至8%，6月国际市场原油价格大幅下挫，日本CPI和核心CPI同比增速自6月起缓慢回落，至2016年1月再次掉落负区间。尽管2016年初日本银行加大了QQE的政策力度，实施负利率，但CPI增速依旧低迷，直至今年4

月才突破2%。

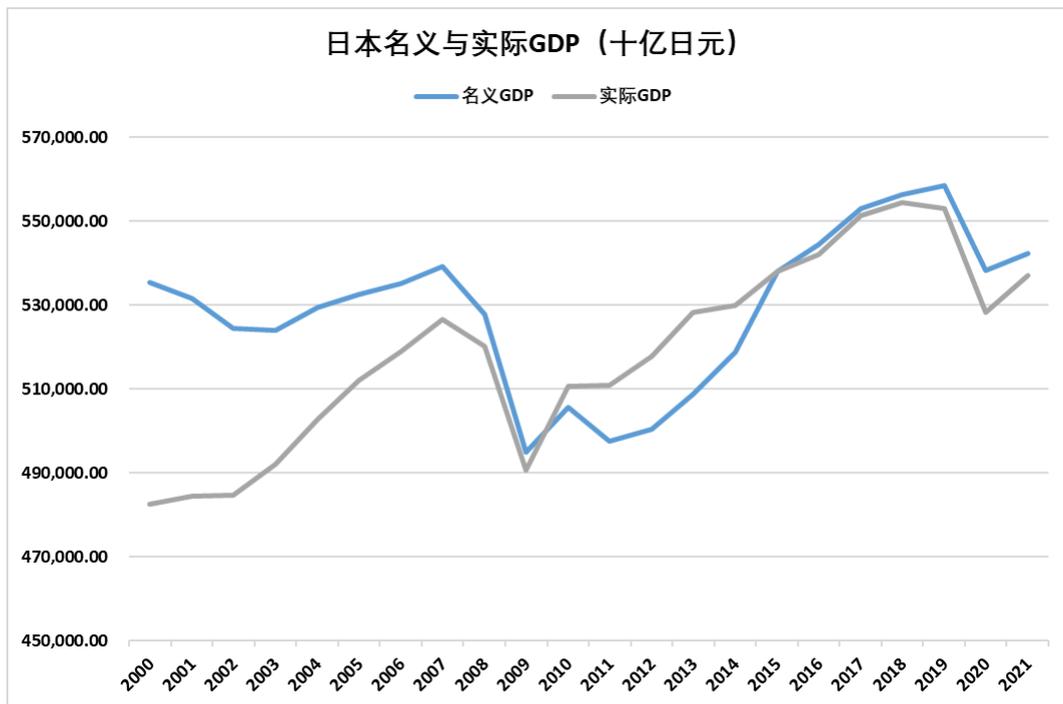
回顾通胀的历程，央行货币政策的作用可能有限。除去2013年安倍经济学刚刚实施时期，通胀受质化量化宽松政策发生显著上扬，往后政策的加码和变动并未能刺激出通胀的发生。更糟糕的是，分析日本通胀形成的成因，需求的增长可能不是主要因素。



来源: WIND, 中信建投期货

观察日本CPI与原油价格的走势，自2014年年中开始，日本CPI的变化与大宗商品代表原油的价格走势，在除了疫情初期之外显著相关。这意味着通胀提升可能是输入性的，即其主要来源于进口成本的提升，而非内需增长的拉动，而后者才是日本央行选取通胀作为中介目标的本意。

第二个观测指标是经济增长。自安倍正式执政的2013年开始至疫情发生前的2019年，7年时间日本名义GDP平均年增长1.59%，实际GDP平均年增长0.95%。



来源: WIND, 中信建投期货

相比之下,自2000年开始至安倍执政前的2012年,13年的时间日本名义GDP增长为-0.38%,但扣除通缩因素的实际GDP增长为0.78%。可以看出,日本经济增长在安倍经济学影响期间有所上扬,但相比实际GDP的增长,通胀的回升才是名义GDP回暖的主要因素。

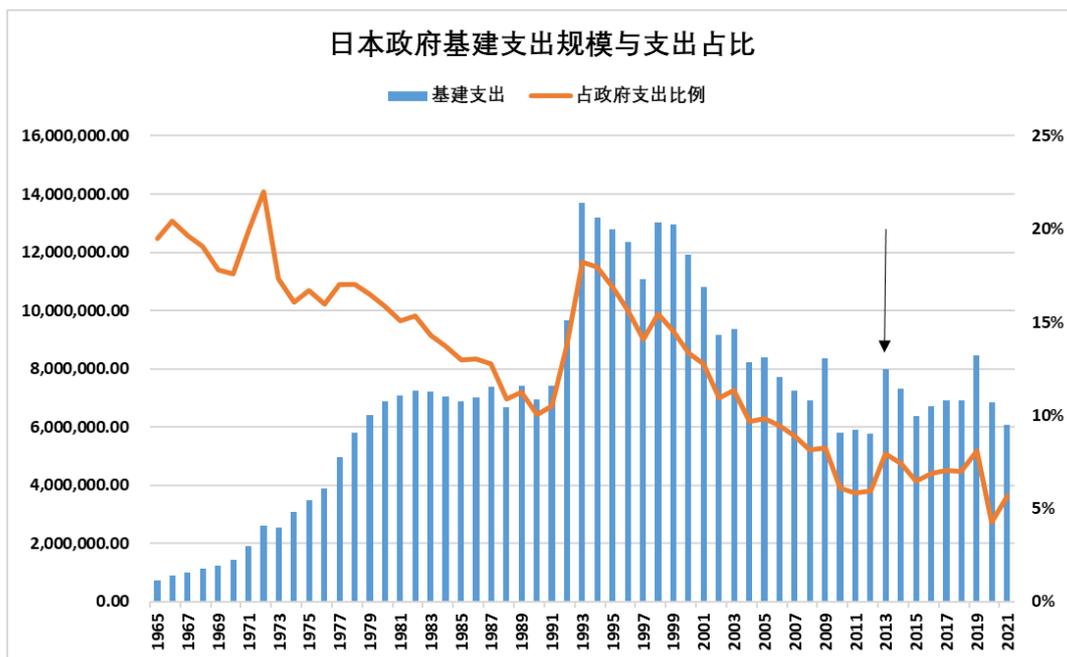
时间	名义 GDP	实际 GDP
<b>2000-2012</b>	-0.38%	0.78%
<i>扣除 08-09</i>	<i>0.30%</i>	<i>1.55%</i>
<b>2013-2019</b>	1.59%	0.95%

来源: WIND, 中信建投期货

尤其考虑到2008年金融危机的背景,2000-2012的13年里全球经济经历了一次显著下行,这拉低了这一阶段的平均经济增长率。而与08金融危机的相对应的其实是2020-2021疫情带来的经济下行,这在比较中是被剔除的。如果对应的剔除2008-2009两年的数据,安倍上台前的实际GDP增速1.55%是显著高于安倍经济学影响阶段的,但通缩的存在使得名义GDP增速有所反转。

第三个观测指标是债务水平。日本债务问题一直是困扰日本财政政策施展，抑制日本经济活力的重要难题，对其影响最大的是安倍的三支箭政策里的灵活的财政政策。

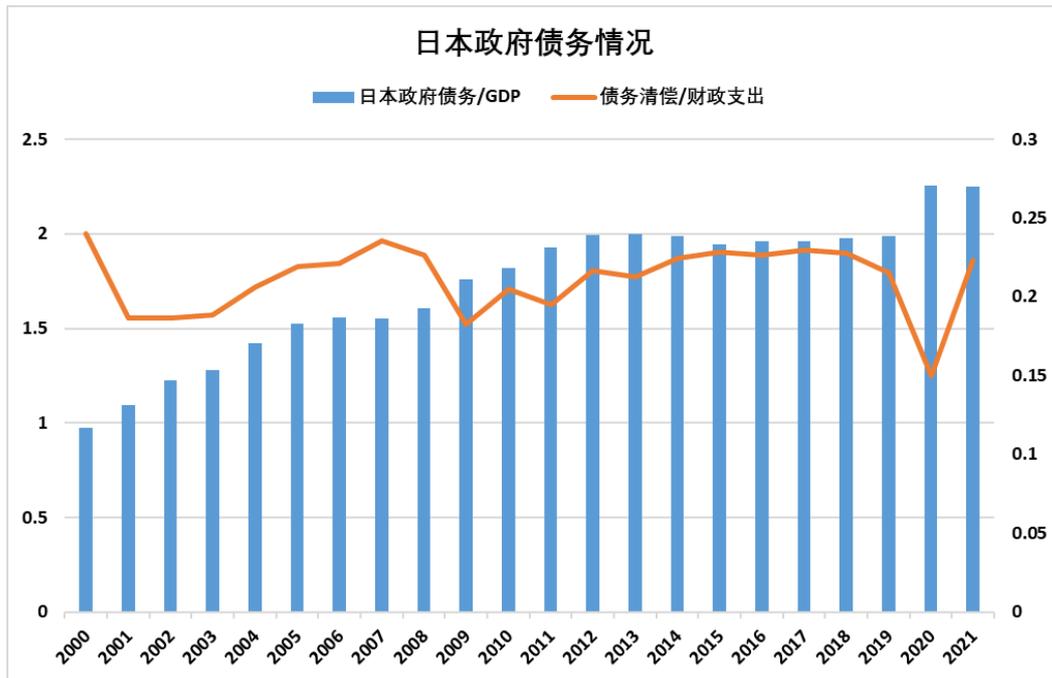
安倍经济学三支箭中的灵活的财政政策，实际上是更为均衡的财政政策，而非一味扩张的财政政策。虽然安倍上台后安排过一定的基建投资计划，但高企的债务规模限制了财政的扩张，实际政府基建投入并未迎来大爆发。



来源: WIND, 中信建投期货

从基建支出的水平看，安倍上任后仅在初期有过一轮支出增长，但其无论从规模还是占政府支出比例上均达不到2008年金融危机前的水平。

基建支出之外，为了刺激企业生产、拉动经济，安倍在任期间降低了企业所得税，但为了平衡财政收支，其先后进行了两次消费税的上调。因此对于居民和企业整体而言，税负水平并未得到降低，但政府的债务水平却得到了有效控制。



来源：WIND，中信建投期货

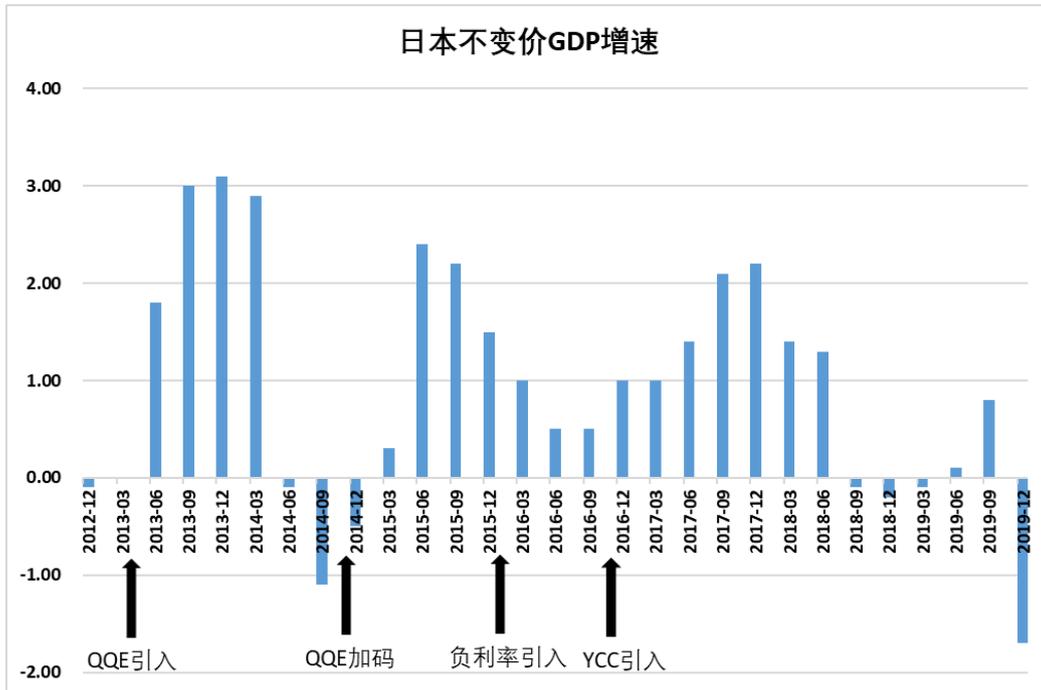
从债务规模看，日本政府债务与GDP的比例在安倍上任后基本保持了稳定，在疫情之前并未超出前期水平。政府债务亮点则在于偿债支出方面，由于进行了收益率曲线控制，日本政府债务清偿支出与财政总支出的比例在2017年之后已经出现了下降的趋势。

因此在安倍经济学的引导下，日本的政府债务是得到有效控制的。不同于部分现代货币理论（MMT）支持者对于日本经济模式的看法，日本政府一方面通过质化量化宽松和收益率曲线控制减轻财政融资压力，又同时收缩财政，最终实现的是灵活稳健的财政与宽松的货币配合，政府债务在此期间得以有效控制。

### 效果时效性

货币政策方面，日本从质化量化宽松到负利率再到收益率曲线控制的三个阶段，实际上是将货币政策的“量”与“价”运用到了极致，这意味着往后政策的空间是被极大压缩的。

从效果上看，虽然整体上CPI和GDP在安倍上台后较之前有所抬升，实际GDP也显示出增长，但政策的不断加码也暗示了每次政策效果的时效性是有问题的。



来源: WIND, 中信建投期货

进一步观察经济增长, 日本实际GDP增长显著的3个年度分别是质化量化宽松政策推出的2013年, 质化量化宽松政策加码后的2015年, 以及收益率曲线控制引入后的2017年。也就是说, 在货币政策加码/变动的初期, 日本经济会得到有效的刺激。

但经济刺激衰减的也极快, 每次货币政策加码/变动一年之后, 日本实际经济增速均重新走弱, 并在新的刺激出台前保持疲弱。

## 经济结构

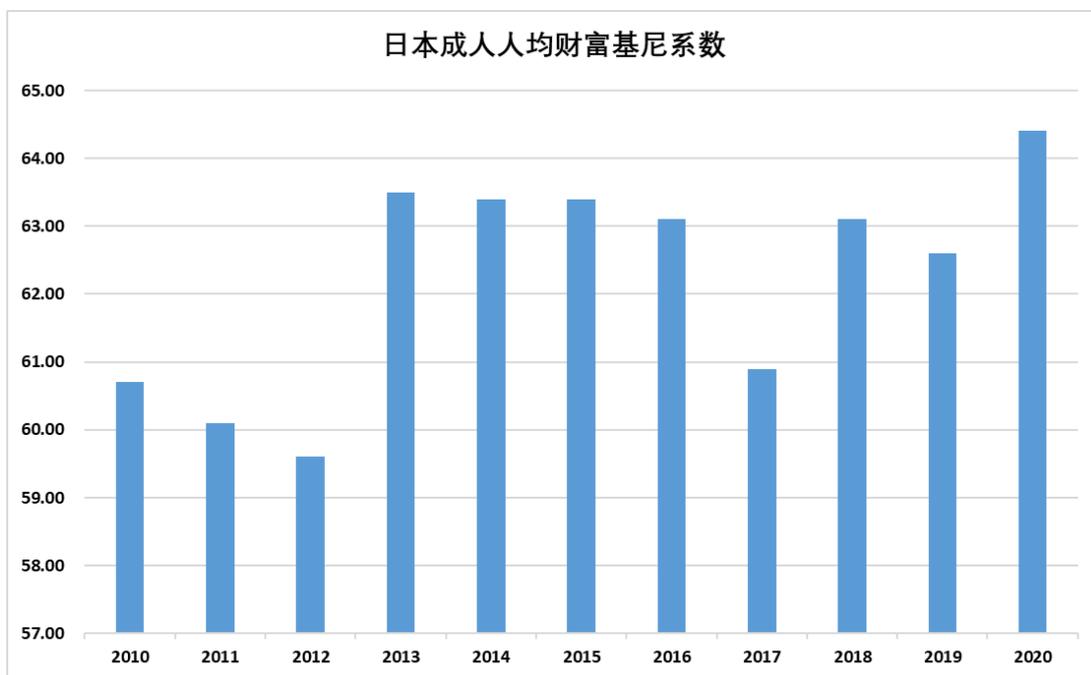
安倍经济学的另一层面影响体现在经济结构的变化, 其主要来源于安倍的第三支箭——结构性改革带来的影响。

结构性改革目标在于解决劳动力不足、中小企业信贷短缺和农业竞争力下降等问题, 增强日本在信息技术、医疗健康、农业及旅游方面的优势。

但是，由于日本政府在收支方面平衡的举措，政府层面对于结构性改革的支持是不足的。因此，结构性改革的落地，包括增加设备投资、提高生产效率等供给侧的应对主要交给民营企业去解决。但是，自上世纪九十年代日本资产泡沫破裂后，日本企业普遍经历了资产负债表的衰退，而企业的经营目标也从利润优先转为偿债优先，这实际上限制了企业推动结构性改革的动力。

从最终结果来看，日本制造业在过去20年时间里从一般制造逐渐完成了向高端制造的转型，当下的日本在半导体、精密加工、工业机器人、新材料、生物制药方面都占据了技术上的优势。但另一方面，日本错过了过去10年互联网浪潮的发展机会，在新能源大类领域也出现了落后，结构性改革的成果是喜忧参半的。

经济结构的另一个侧面是收入结构。自安倍上任以来，一方面灵活的财政政策对企业减税而给居民加税，另一方面几轮量化宽松下来货币超发刺激了日本股市的走强。二者分别通过财富再分配和资产价值分化拉大了低收入人群和高收入人群的差距，对此一个表征是日本承认人均财富基尼系数，这在安倍经济学实施以来显著提升。



来源: WIND, 中信建投期货

总的来说，安倍的第三支箭结构性改革的效果可能并不明显。虽然日本在安倍上任后继续加强了在高端制

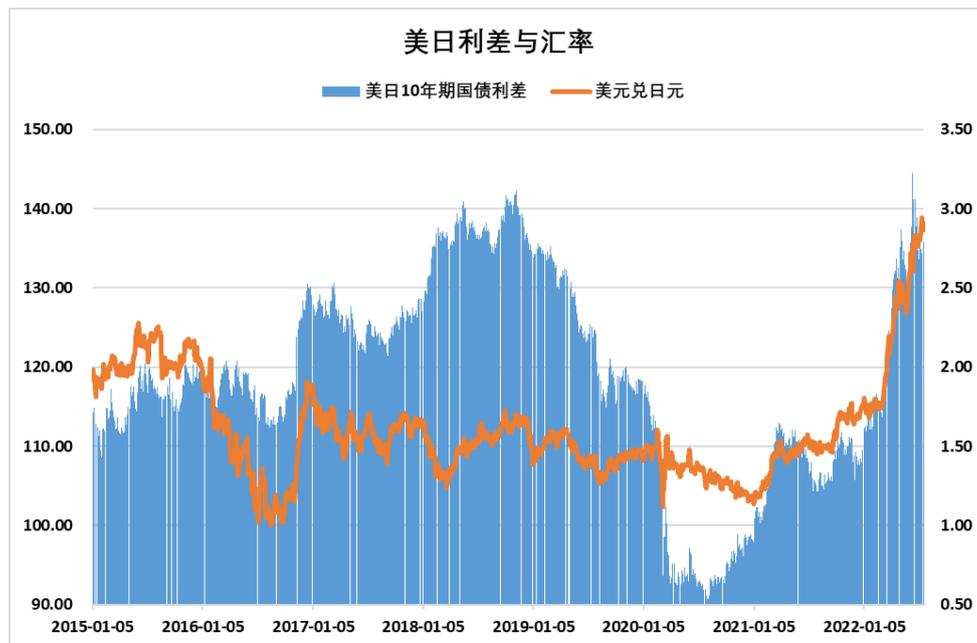
造、医药等领域的领先优势，但这与结构性改革的关联关系是要画上问号的。同时，日本在过去十年的互联网和新能源领域发力是明显落后的。从贫富分化的角度看，安倍经济学对税收和资产方面的影响，拉大了低收入与高收入人群的差距，这对于经济结构的健康也明显不利。

## 安倍经济学的未来

在安倍经济学的影响下，日本央行从质量化宽松政策的增加基础货币投放规模，到负利率政策的实施再到收益率曲线控制，逐步走向非常规货币政策的极致。

极致的政策带来了通胀的有限回升和经济增长的有限回暖，但也存在政策效果边际递减的忧虑，长期来看政策有效性仍旧存疑。对于长期困扰日本经济的债务问题来说，安倍任内以提高消费税为代价实现了收支的平衡，但仍旧高企的债务规模仍旧需要利率的控制以减缓偿债的压力。

在当前全球抗击通胀和货币超发，纷纷提高利率的背景下，日本压低收益率曲线的行为与市场呈现背向，由此可以看到日元在本轮加息背景下快速走跌，创下了1998年以来的新低。



来源: WIND, 中信建投期货

展望未来，短期受日本国内恋念安倍的情绪影响，日本当局进行政策转向的可能性比较低。但长期来看，安倍的退场可能带来政策的变化。

自日本首相岸田文雄上任以来，其已经任命了政策上更为中立的经济学人士作为日本央行政策委员会的替补，而随着现任央行行长黑田东彦在明年结束任期，明年开始央行政策委员会的立场很可能从宽松派转向中立。

职位	姓名	定位	任期结束时间	政策立场
行长	黑田东彦	财务省	2023/04	中立偏宽松
副行长	雨宫正佳	日本央行	2023/03	中立
	若田部昌澄	大学教授	2023/03	宽松
委员	到期-铃木人司	商业银行	2022/07	中立
	接任-田村直树	商业银行	2027/07	中立
	到期-片冈刚士	民间经济学家	2022/07	宽松
	接任-高田创	民间经济学家	2027/07	中立偏正常化
	安达诚司	民间经济学家	2025/03	宽松
	中村丰明	制造业代表	2025/06	中立
	野口旭	大学教授	2026/03	宽松
	中川顺子	女性经济界人士	2026/06	中立

来源：公开资讯，中信建投期货

借由当前宏观上通胀以及各国央行加息的背景，日本政府很有可能会放弃目前水平的收益率曲线控制。这一方面可以缓解当下因国内输入型通胀，尤其是外汇过度下行导致的进口成本大幅抬升；另一方面，由于过往货币政策呈现出明显的持续性问题，继续维持带来的收益是有限的。成本收益的不匹配，很大概率导致日本政府在本轮全球宏观的推动下，将货币政策逐渐向常规化进行调整。

其最先可能采取的方式包括将短端的负利率上调至0%、进一步加大长端利率的波动区间（±0.5%）等。即在今年底至明年，日本货币政策或将迎来一次转向，一步步脱离原有的安倍经济学的步调。

总的来说，安倍经济学尤其是一系列货币政策为过去十年“三低”的日本经济注入了一定活力，其也为全

球央行提供了货币政策边界探索的样本。但其问题在于政策的持续性不足，而当下全球宏观转向紧缩时政策成本不断加大。随着安倍的离世，我们可能将见到货币政策向正常化进行转型，这理论上将对经济带来负面冲击，但实际上随全球宏观的顺势而为显然已经是政策转向的最佳时机。对于汇率而言，随着央行换届和政策转向，日元也将迎来一波长线回升。

## 联系我们

### 中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话: 023-86769605

### 上海分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦电路490号, 世纪大道1589号8楼10-11单元

电话: 021-68765927

### 济南分公司

地址: 济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话: 0531-85180636

### 湖南分公司

地址: 长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话: 0731-82681681

### 大连分公司

地址: 大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话: 0411-84806336

### 河南分公司

地址: 郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房, 未来公寓1306、1506、1806房

电话: 0371-65612397

### 河北分公司

地址: 廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话: 0316-2326908

### 深圳分公司

地址: 深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话: 0755-33378759

### 杭州分公司

地址: 浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话: 0571-87380613

### 宁波分公司

地址: 浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话: 0574-89071681

### 西安分公司

地址: 陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话: 029-85725585

### 重庆渝北分公司

地址: 重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话: 023-67380500

### 上海浦东分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话: 021-68597013

### 四川分公司

地址: 成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话: 028-62818710

### 重庆分公司

地址: 重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话: 023-61361140

### 海南分公司

地址: 海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话: 0898-68538536

### 北京朝阳门北大街营业部

地址: 北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话: 010-85282866

### 南昌营业部

地址: 江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室

电话: 0791-82082702

### 广州东风中路营业部

地址: 广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话: 020-28325286

### 漳州营业部

地址: 福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话: 0596-6161588

### 合肥营业部

地址: 安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话: 0551-2889767

### 上海徐汇营业部

地址: 上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话: 021-64040178

### 武汉营业部

地址: 武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼栋/单元36层3601号02-03室

电话: 027-59909521

**南京营业部**

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座  
电话：025-86951881

**北京北三环西路营业部**

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912  
电话：010-82129971

**太原营业部**

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室  
电话：0351-8366898

**广州黄埔大道营业部**

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406  
电话：020-22922102

**北京国贸营业部**

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间  
电话：010-85951101

**福州营业部**

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西  
大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公  
电话：0591-83625596

**方顿物产（重庆）有限公司**

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室  
电话：023-86769662

## 重要声明

本报告内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

**全国统一客服电话：400-8877-780**

**网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)**