

稳增长政策将加码，债市先涨后跌



走势评级:

国债: 震荡

报告日期:

2022 年 4 月 5 日

★经济增长存在隐忧，政策放松整体谨慎

一季度经济增速或不及预期，结构上存在隐忧。根据历史经验，一季度增速往往要超过全年增长目标，但由于疫情等多重影响，经济增速或不及预期。从结构上看，当前经济层面遇到的核心问题是地产相关数据偏弱；疫情延续，消费和开工承压是当前经济面临的重大暂时性问题。信用层面，居民部门出现了类似资产负债表衰退的现象，企业部门中长期贷款同样偏弱。

为了稳信用、稳增长，财政政策发力成为市场共识，也成为宏观政策的主要发力点。货币政策和地产政策均存在一定约束，放松偏谨慎。从各项经济指标来看，当前的政策效力略显不足。

★地产政策延续发力，降准降息或可期

一季度增速不及预期，二季度稳增长的压力将进一步加大。当务之急是控制疫情，但动态清零政策会在短期造成经济的停滞。地产政策可能成为稳增长的核心政策，预计将有更多地区放松地产的监管，放开限购、限售的城市将增加，保障性租赁住房等政策也将加码。货币政策方面，合理充裕的流动性环境是实现宽信用前提，降准可能性较大；而降息能够刺激社会需求，助推经济增长，因而存在可能性。财政政策进一步的想象空间较小，城投监管难放松。随着政策加码，经济环比增速将改善。

★外资流出影响较小，资金面整体均衡

中美利差并非影响外资持仓的唯一因素，外资也并非中国债市的主要交易者，外界因素对债市影响较小。金稳会后股市企稳，“股债双杀”出现概率小。央行态度明确，资金面将整体均衡。

★投资建议:

预计二季度 10 年期国债先涨后跌，整体在 2.7%-2.95% 之间震荡。

★风险提示:

疫情发展超预期；降准降息预期落空；地产政策不及预期。

徐颖

资深分析师（宏观策略）

从业资格号: F3022608

投资咨询号: Z0013609

Tel: 63325888-1610

Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人:

张桑东

分析师（宏观策略）

从业资格号: F3085356

Tel: 63325888-1610

Email: candong.zhang@orientfutures.com

主力合约行情走势图



重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告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并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、2022Q1 国债行情复盘.....	4
2、经济增长存在隐忧，政策放松整体谨慎.....	4
2.1、一季度经济增速或偏低，结构上亦存在隐忧.....	4
2.2、财政政策靠前发力，货币、地产略显谨慎.....	8
3、地产政策延续发力，降准降息或可期.....	10
4、外资流出影响较小，资金面整体均衡.....	12
5、债市先涨后跌，波动幅度或将加大.....	13
6、风险提示.....	14

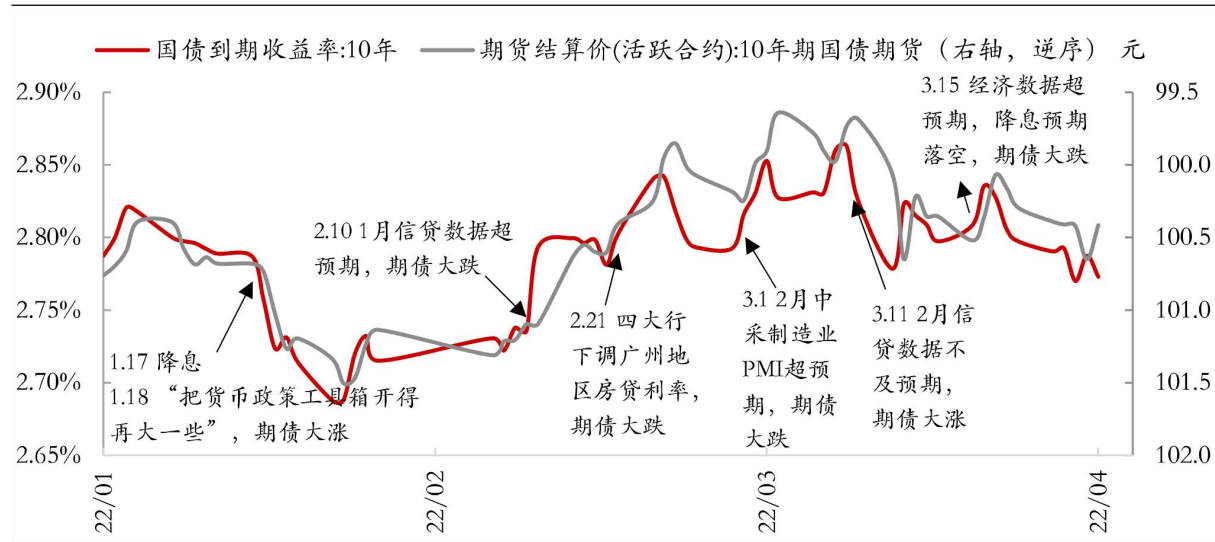
图表目录

图表 1：2022Q1 年国债走势复盘.....	4
图表 2：历年 GDP 目标增速、实际增速与一季度增速.....	5
图表 3：1-2 月房地产相关数据一览.....	5
图表 4：施工走强、竣工走弱.....	6
图表 5：地产销售指标走弱	6
图表 6：30 大中城市商品房销售面积低于历史同期水平	6
图表 7：1-3 月百强房企单月业绩表现及同比变动.....	6
图表 8：3 月国内疫情蔓延.....	7
图表 9：3 月 PMI 生产以及服务业指标走弱.....	7
图表 10：居民收入未恢复至疫情前，预期也在恶化.....	7
图表 11：2 月居民中长贷罕见负增长.....	7
图表 12：居民储蓄意愿提升，消费、投资意愿下降.....	8
图表 13：短贷和票据融资超历史同期水平.....	8
图表 14：财政支出提速.....	9
图表 15：专项债发行规模处于高位，建筑业 PMI 回升	9
图表 16：部分城市地产政策.....	10
图表 17：中美利差收窄，但人民币未大幅贬值.....	11
图表 18：强劲的出口对人民币汇率形成支撑	11
图表 19：中美利差与外资国债持仓相关性一般.....	12
图表 20：国债收益率与外资国债持仓相关性一般.....	12
图表 21：沪深 300 收盘价与估值.....	13
图表 22：二季度专项债发行规模往往较大	13

1、2022Q1 国债行情复盘

一季度国内基本面、信用周期和宏观政策是债市最主要的影响因素，期债先涨后跌。1月债市主要交易货币政策边际宽松的逻辑，十年期主力合约从年初的100.7元上涨至24日的101.51元。年初市场存在降息预期，这一预期在17日兑现；而18日金融统计数据新闻发布会上，刘国强副行长做出了“把货币政策工具箱开得再大一些”等偏积极的表述，债市乐观情绪持续至年前。2月-3月初，债市主要交易信用扩张和地产发力的逻辑，十年期主力合约价格震荡下跌至3月10日的99.69元。2月信贷数据和中采制造业PMI超市场预期，而多个城市加大了从需求侧放松地产监管政策的力度，政策和数据相互印证，期债大跌。3月中旬-3月末，基本面结构性问题凸显，十年期主力合约价格震荡上涨至3月30日的100.65元。1-2月经济数据虽超预期，但地产、开工等多项高频数据均偏弱，叠加2月信贷数据明显不及预期，市场对于降准降息仍有期待，期债震荡偏强。

图表1：2022Q1 年国债走势复盘



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

美债收益率、机构行为和资金面对债市影响偏次要。海外通胀压力持续攀升，美联储开始加息，美债收益率持续上行对中国国债有一定偏空影响，在春节后首个交易日等部分时间表现较为明显。2月-3月初，中国股债双杀，“固收+”产品大量赎回，加剧了期债的下跌压力。资金面整体均衡，但在月末等时间点的季节性收紧对债市也有偏空影响。

2、经济增长存在隐忧，政策放松整体谨慎

2.1、一季度经济增速或偏低，结构上亦存在隐忧

一季度GDP实际增速或不及预期。今年的目标增速为5.5%左右，处于市场预期范围的上限。追溯历史可以发现：1) 全年实际增速一般高于目标增速，仅有2014年例外，目

标增速为 7.5% 左右，实际增速为 7.4%；2）一季度的经济增速均高于全年目标增速（或下限）。以史为鉴，今年的实际增速起码要在 5.4% 之上，相对应的三年平均增速应在 5.24% 之上，而一季度 GDP 实际同比和三年平均增速分别要高于 5.4% 和 5.24% 才能算符合预期。若不考虑 3 月疫情，仅用 1-2 月的经济数据线性外推，一季度 GDP 名义增速大约为 9.3%，剔除大约 4% 的通胀水平（用 2 月的 PPI 和 CPI 同比估算），一季度 GDP 的实际增速偏低。从另一个角度来看，假设今年一季度的三年平均增速与去年四季度的两年平均同比持平，均为 5.2%，那么一季度的经济增速依然偏低。

图表 2：历年 GDP 目标增速、实际增速与一季度增速

年份	目标增速	实际增速	一季度增速
2011	8%左右	9.6%	10.2%
2012	7.5%	7.9%	8.1%
2013	7.5%左右	7.8%	7.9%
2014	7.5%左右	7.4%	7.5%
2015	7%左右	7.0%	7.1%
2016	6.5%-7%	6.8%	6.9%
2017	6.5%左右	6.9%	7.0%
2018	6.5%左右	6.7%	6.9%
2019	6%-6.5%	6.0%	6.3%
2020	无目标	2.2%	-6.9%
2021	6%以上	8.1%	18.3%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

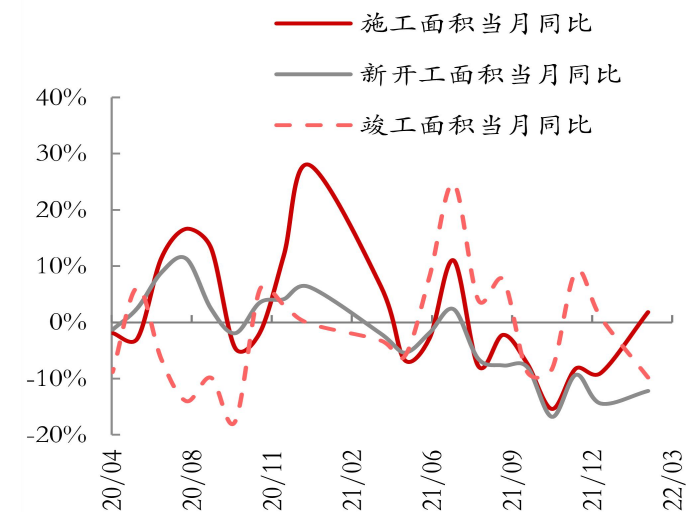
从结构上看，当前经济层面遇到的核心问题是地产相关数据偏弱。1-2 月房地产开发投资累计增速为 3.7%，较前值下降 2.0 个百分点。销售面积与竣工面积同比表现也偏弱，分别较前值下降 6.6 和 10.7 个百分点。若从高频数据来进行观察，则地产偏弱的问题进一步凸显。克而瑞数据显示，3 月百强房企销售操盘金额同比降低 52.7%，跌幅较上月扩大 5.5 个百分点。3 月 30 大中城市商品房销售面积也仅约为 2021 年的一半。

图表 3：1-2 月房地产相关数据一览

指标	较前值变动	1-2 月	12 月	11 月	10 月
商品房销售面积：当月同比 (%)	-6.6	-9.6	-3.0	-1.8	-5.0
商品房销售额：当月同比 (%)	-18.2	-19.3	-1.1	-0.4	-2.1
房屋施工面积：当月同比 (%)	+10.8	1.8	-9.0	-8.2	-15.4
房屋新开工面积：当月同比 (%)	+2.2	-12.2	-14.4	-9.3	-16.8
房屋竣工面积：当月同比 (%)	-10.7	-9.8	0.9	9.1	-8.3
房地产开发投资：累计 (%)	-2.0	3.7	5.7	6.4	6.8

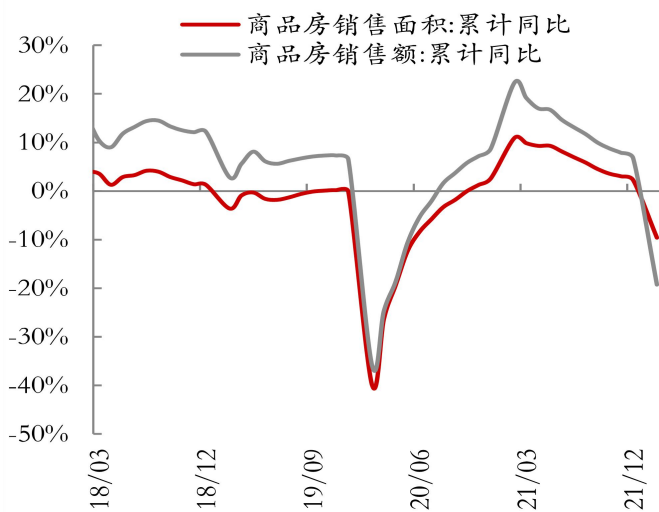
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4: 施工走强、竣工走弱



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

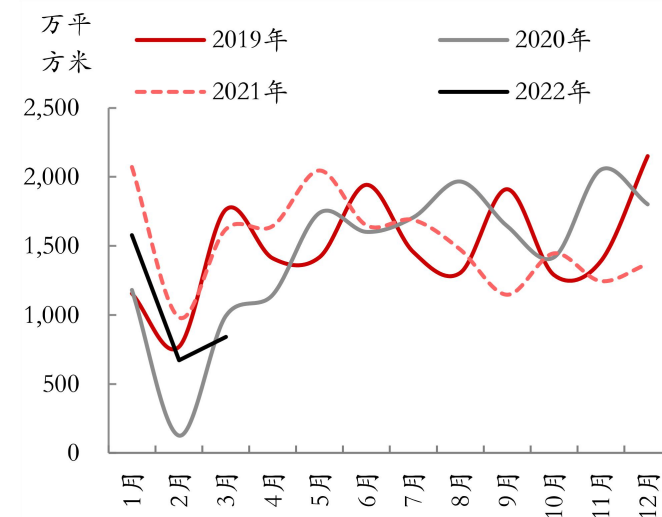
图表 5: 地产销售指标走弱



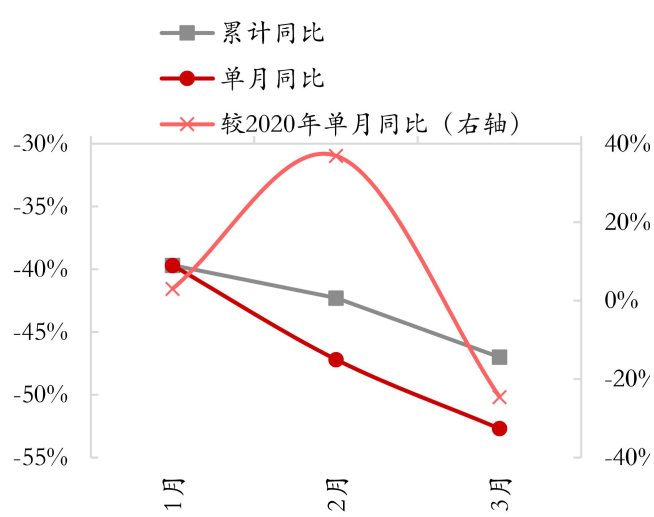
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

当前房地产调控政策虽已经边际放松,但房企资金压力改善偏慢,房企信用风险依旧存在,房价单边上涨预期被改变,居民购房意愿较低,叠加疫情的冲击,房地产行业的景气度整体偏低。地产是我国的支柱产业,上下产业链长、对 GDP 影响大,地产投资的下行难以用基建完全对冲。

图表 6: 30 大中城市商品房销售面积低于历史同期水平 图表 7: 1-3 月百强房企单月业绩表现及同比变动

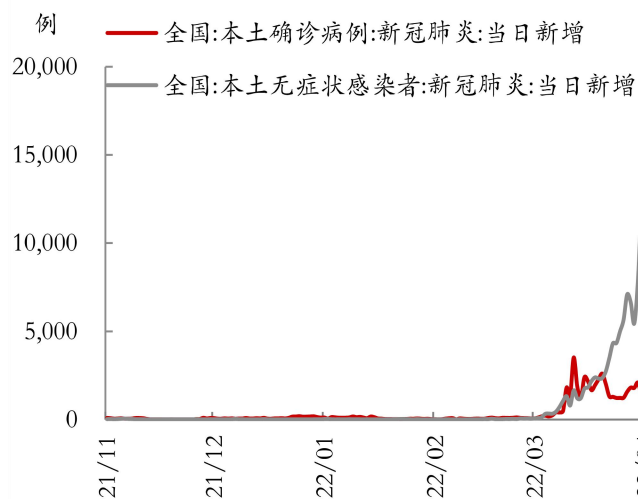


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院



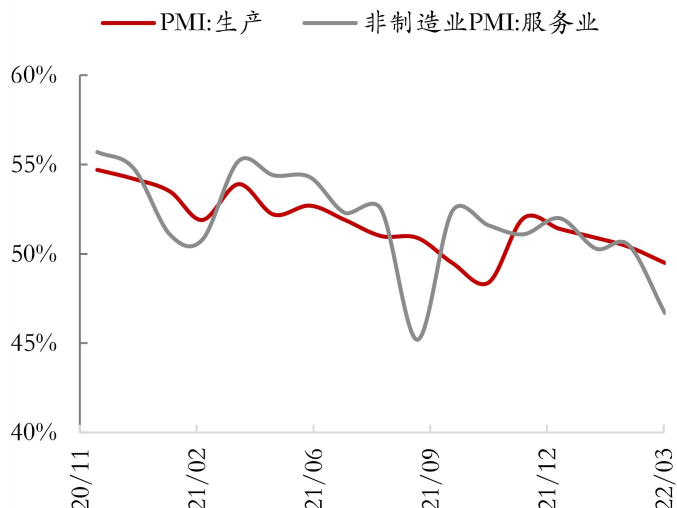
资料来源: CRIC, 东证衍生品研究院

图表 8: 3 月国内疫情蔓延



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

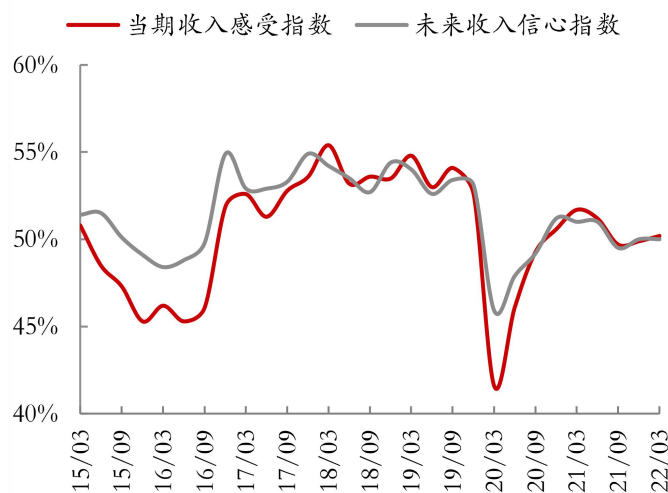
图表 9: 3 月 PMI 生产以及服务业指标走弱



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

疫情延续, 消费和开工承压是当前经济面临的重大暂时性问题。由于 BA.2 毒株传播性和隐匿性较强, 本土单日新增确诊病例维持高位、无症状感染者持续攀升, 截至 4 月 2 日已突破万例。从感染者数量来看, 本轮疫情烈度仅次于 2020 年初。疫情一方面会冲击国内的消费等需求。在“动态清零”政策要求下, 上海、吉林等城市采取了限制出行等防疫措施, 餐饮、旅游等服务行业受冲击明显, 3 月统计局服务业 PMI 指数大幅下滑 3.8 个百分点至 46.7%; 另一方面, 核心城市的区域封锁也将导致劳动力和原材料的供给受到影响, 中采 PMI 生产指标亦出现了明显下降。

图表 10: 居民收入未恢复至疫情前, 预期也在恶化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 11: 2 月居民中长贷罕见负增长



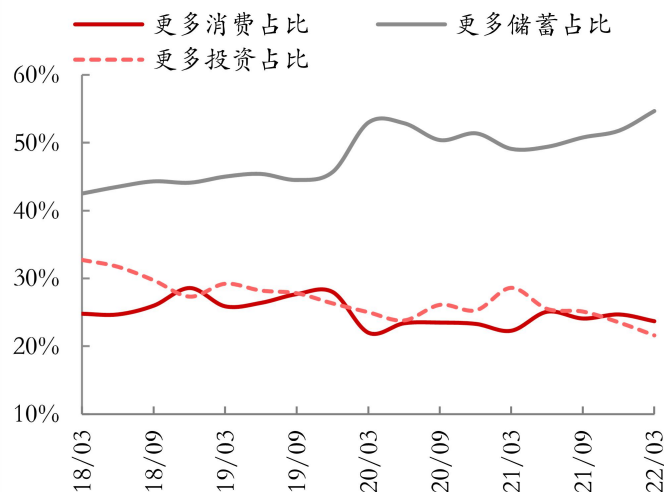
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

另外，出口也将面临一定挑战。短期来看，本轮疫情主要冲击上海、深圳和青岛等港口城市，海运或将受到一定阻滞，3月PMI中的新出口订单分项回落1.8个百分点至47.2%。从长期来看，供给侧：海外主要经济体均已放开疫情管控，未来海外企业产能有望逐渐修复；需求侧，海外经济体货币政策逐渐收紧，经济增速或边际下降。整体而言，出口将逐渐承压。

信用层面，最主要的问题可能出现在居民部门。居民部门出现了类似资产负债表衰退的现象。国内基本面本就偏弱，居民收入增速持续承压，而疫情的反复进一步恶化了居民的收入预期。在这种情况下，居民不但不愿意增加负债，反而通过加速还债的方式来降低不确定环境中的风险，储蓄意愿也大幅上升。

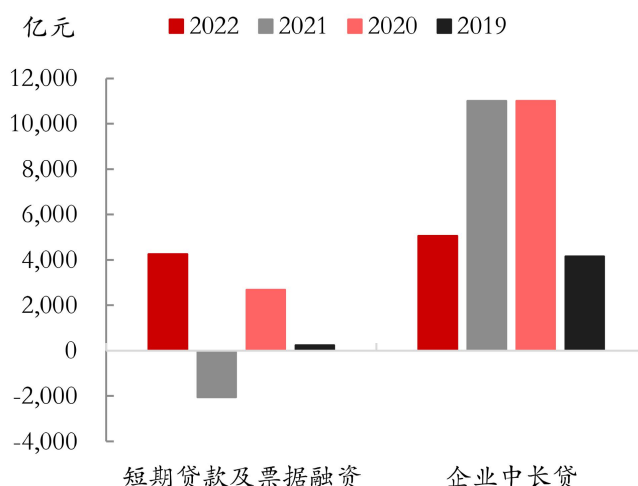
企业部门中长期贷款同样偏弱，但短期融资需求尚在。经济增速偏低、结构性问题凸显，具有顺周期投资特点的制造业企业扩张动能或受限，叠加美联储加息和俄乌地缘政治冲突等外界不确定性影响，制造业企业中长期贷款需求并不强，即使有财政政策靠前发力的对冲，1、2月的企业中长期贷款表现依旧偏弱。但是，近期商业银行用短贷和票据冲量的行为较为明显，这说明在当前的政策刺激下，企业短期的融资需求尚可。

图表 12: 居民储蓄意愿提升，消费、投资意愿下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 短贷和票据融资超历史同期水平



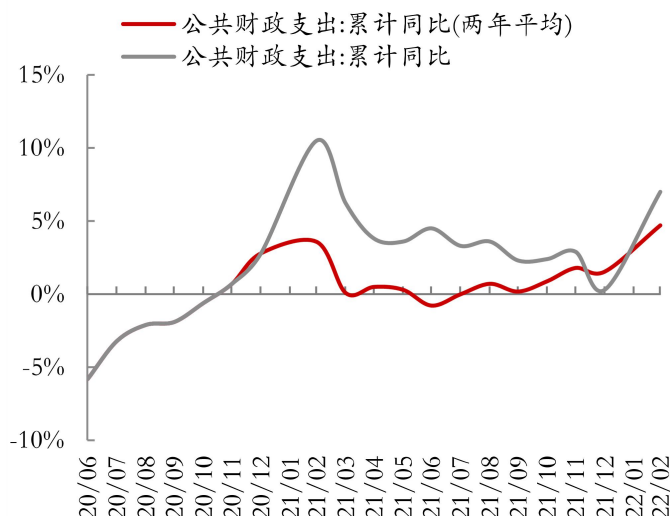
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2.2、财政政策靠前发力，货币、地产略显谨慎

当前政策边际宽松，财政政策靠前发力是非常确定的。一方面，财政支出将维持较高水平。其一，由于财政收入的增长，叠加特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润、调入预算稳定调节基金等，财政支出规模将比去年扩大2万亿元以上。去年的公共财政支出规模为24.6万亿，这意味着本年公共财政支出增速将达到8%左右，远高

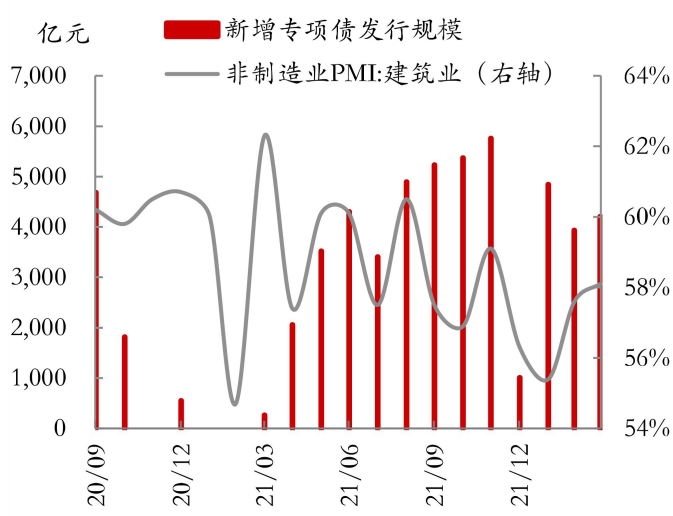
于去年和前年的水平。其二，专项债总量不减，错位发行增加今年投资规模。今年 3.65 万亿的专项债限额要在 9 月之前发行完毕，这意味着专项债资金基本都能转化为今年的实物工作量；另外，去年四季度的 1.2 万亿专项债发行规模也将形成今年的投资。财政支出增加后，基建投资有较为明显的提振，1-2 月基建同比为 8.1%，前值 1.8%，建筑业 PMI 也持续处于高位。

图表 14：财政支出提速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 15：专项债发行规模处于高位，建筑业 PMI 回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

另一方面，减税、退税和降费规模将扩大。财政部长刘昆表示，“在去年新增 1.1 万亿元基础上，今年将实施更大规模减税降费”；《政府工作报告》指出，“实施新的组合式税费支持政策”、“全年预计退税减税 2.5 万亿，留底退税达 1.5 万亿元”。

财政政策靠前发力确实能够提振基建增速，在一定程度上对冲经济下行压力。但是财政政策的放松比较克制，赤字率保持在 2.8% 的水平，中央对地方政府隐性债务同样持只降不增的态度。这意味着政府虽有增加投资的动机，但并不愿意大幅加杠杆。

2 月、3 月，货币政策整体略显谨慎。1 月降息之后，货币政策虽保持宽松，但并未再见到降息等信号意义较强的动作。一者，1-2 月的经济数据同比超市场预期，降息的必要性降低；二者，海外经济体货币政策持续收紧，3 月美联储已经开始加息，中美利差持续收窄，我国央行降息存在着外部制约。

地产监管政策的放松呈现出“挤牙膏”式特征。自去年四季度地产政策底出现之后，地产监管的放松由供给侧缓解房企压力扩大到刺激居民购房需求。目前各城市正在“因城施策”的框架下，逐步增加地产监管的放松程度，降首付比例、降房贷利率和提高公积金贷款额度是各地最常用到的政策。但是地产调控放松的节奏似乎偏慢，这表现为地产相关数据的恶化。

整体而言，为了稳信用、稳增长，中央打出了一套财政政策为主，货币政策和地产政策为辅的“组合拳”，但是各项政策均存在着制约，放松偏谨慎，似乎不足以对冲当前的经济下行压力。

图表 16：部分城市地产政策

城市	下调房贷利率	下调首付比例	公积金贷款	人才购房	放松限售	放松限购	放松预售资金监管
广州	是						是
上海	是						是
杭州	是						
郑州	是					是	
重庆	是	是					
哈尔滨	是				是		
福州	是		是	是		是	
苏州	是						
南宁	是	是	是				
贵阳	是		是	是			
石家庄	是						是
南昌	是		是	是		是	
青岛	是				是		
昆明	是	是		是			
菏泽		是					
赣州		是					
南通		是					
佛山		是	是	是			
温州		是					
蚌埠		是					
中山			是	是			

资料来源：各地方政府官网，东证衍生品研究院

3、地产政策延续发力，降准降息或可期

二季度宏观、产业政策有必要进一步加码。如前所述，一季度经济数据或不及预期，而为了全年 5.5% 的增长目标，二季度稳增长的压力就将进一步加大，这意味着各项政策均将做出应对。

控制疫情是当务之急。与疫情共存既缺乏科学依据，又缺乏实现的手段；而历史经验显示，动态清零政策整体利大于弊，疫情得到控制后，生产经营活动能够自然修复，居民、企业的预期也将好转。中央对此亦有决断：4 月 3 日孙春兰副总理表示，“要减持动态清零政策不犹豫不动摇”。

稳增长首先需要稳地产。动态清零政策会在短期造成经济的停滞，增加稳增长压力，而若要在短期内达成稳信用、稳增长的目标，作为支柱行业的房地产绝不能持续低迷，因此地产监管宽松加码是题中应有之义。事实上，中央对于地产的定调已经越来越积极，郭树清主席表示，“房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转”，而财政部也表示，今年不扩大房地产税改革试点城市。上述表态均意味着，在“房住不炒”的底线约束下，地产政策加码是可行的。一方面，房地产监管政策还将进一步放松。在“因地施策”的框架下，预计将有更多地区放松地产的监管，限购、限售等政策也将被更多城市采用；另一方面，保障性租赁住房等同时符合稳增长和调结构的政策也将进一步加码。在市场预期得到扭转之后，居民加杠杆的意愿也将增强。

宽货币的目的是稳信用，降准、降息可期。合理充裕的流动性环境是实现宽信用的前提，因此增加MLF投放规模、降准和增加再贷款等结构性货币政策工具均存在必要。和MLF相比，降准提供的资金价格更低；而和结构性货币政策工具相比，降准对冲资金缺口的生效时间更短。二季度，随着信贷投放规模逐渐增加，降准的必要性也在逐渐提升。另外，降息同样可以期待。其一，降息能够起到刺激社会需求，助推经济增长的作用；其二，降息之后，居民、企业的利息负担将会降低，有助于对冲类似资产负债表衰退的现象；其三，降息的信号意义比较强，能够提振市场的信心。暂时来看，外部环境对于我国央行降息的约束相对有限。中央层面多次提出，货币政策要“以我为主”。当前人民币汇率保持了一定韧性，货币政策存在“以我为主”的空间。而未来随着美联储加息次数不断增加，外需逐渐下降，人民币汇率面临贬值压力，留给中国货币政策的空间就会更小，因此二季度中国货币政策有可能发挥“前瞻性”。

图表 17：中美利差收窄，但人民币未大幅贬值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 18：强劲的出口对人民币汇率形成支撑



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

财政政策进一步的想象空间不大，城投平台监管放松的空间较小。收入、支出和显性债

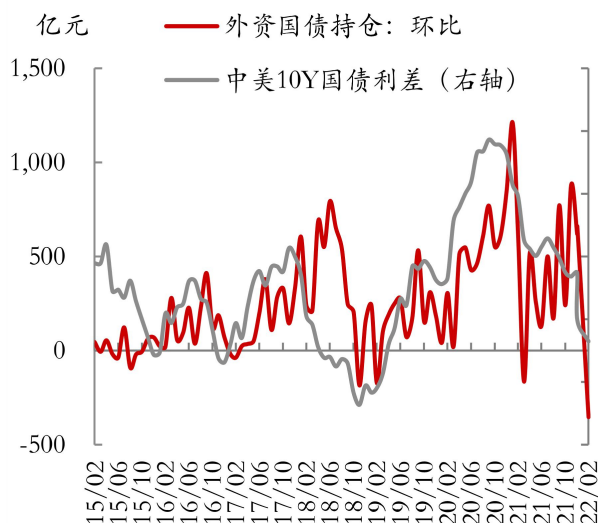
务,《政府工作报告》中均做出了比较明确的安排。隐性债务方面,如前所述,政府并未增加国债和显性的地方债规模,而隐性债务成本和风险都更高,中央更倾向于降低隐性债务规模,各地也在进行隐性债务的清零。事实上,自2014年的43号文以来,地方政府性债务的防化政策便逐渐推出,至去年的15号文为止,城投平台隐性债务的防化体系已经较为完善,因此城投监管松动的可能性极小。

综合而言,未来的或将出台一套地产政策为主,货币政策和财政政策为辅的组合,居民部门和企业部门将成为加杠杆的主力。在政策的刺激下,经济环比增速有望改善。

4、外资流出影响较小,资金面整体均衡

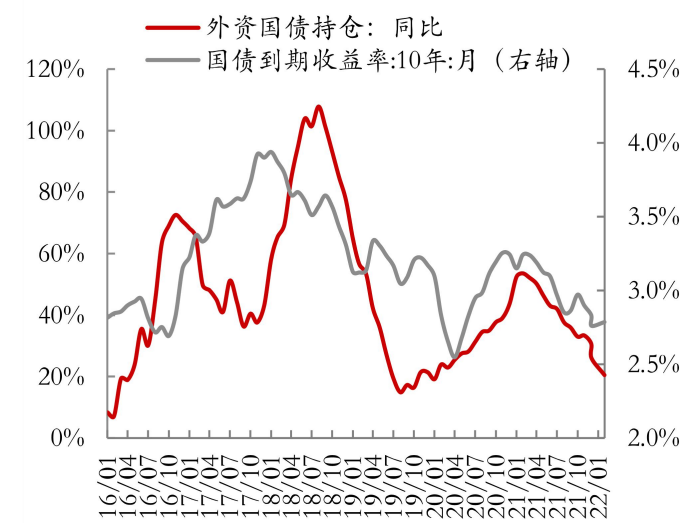
中美利差收窄、外资持仓减少对于国债的影响较为次要。近期中美利差持续收窄,截至4月1日,中美10Y国债利差已经收窄至40BP,外资对国债的持仓也开始减少。向前看,美国通胀高企,市场预期美联储加息7次,缩表也即将到来,美债收益率将保持高位甚至进一步上行,中美10Y国债利差将进一步收窄。但中美利差的收窄对债市的影响或较小。其一,中美利差并非影响外资持仓的唯一因素。事实上,由于近年来我国债券市场基础设施不断完善,对外开放力度增加,外资对中国国债的持仓是不断增加的,即使18年中美利差倒挂,外资也未出现持续减仓的现象;其二,外资也并非影响债市的核心因素。外资并非是最主要的国债市场参与者,其国债持仓仅占国债市场存量的11%。外资持仓变动与国债收益率变化的相关性也比较一般。

图表 19: 中美利差与外资国债持仓相关性一般



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 20: 国债收益率与外资国债持仓相关性一般



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

股债双杀、“泥沙俱下”的情况或将缓解。一季度股市大幅下跌,理财产品赎回压力增加,最终形成负反馈,部分债基也被抛售。而在金稳会召开后,股市的信心得到提振;

另外 A 股目前已经超跌，股指的估值也回到低位，近期股指大幅下跌的可能性不大。

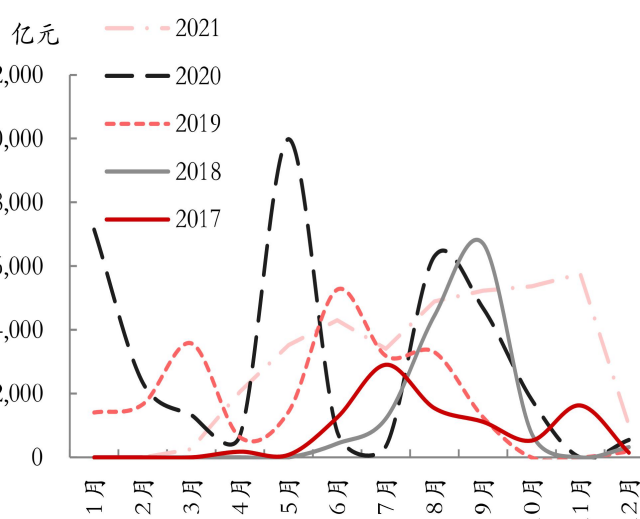
资金面整体均衡。虽然二季度是地方债发行的季节性高峰期，资金缺口可能存在，但央行维护银行体系流动性合理充裕的意图非常明确，大概率会使用降准、MLF 和 OMO 等货币政策工具对冲资金缺口，资金面对于债市的影响将降低。

图表 21：沪深 300 收盘价与估值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 22：二季度专项债发行规模往往较大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

5、债市先涨后跌，波动幅度或将加大

从基本面以及政策的节奏上来看，疫情严重冲击 3 月经济，4 月的各项经济指标也将受到影响，偏弱的基本面会催生市场的降息、降准预期，货币政策的边际宽松可能是债市最先交易的逻辑。稳经济主要靠稳地产实现，地产政策将逐步宽松，并带动信用数据边际改善，但这一过程或存在时滞，稳地产、稳信用的逻辑将滞后于货币政策宽松的逻辑。因此预计二季度债市将呈现先涨后跌的走势。

另外，由于降息、地产宽松等政策均有较强的信号意义，各项经济数据的影响因素也将由疫情冲击切换到政策刺激，市场预期或剧烈变动，债市波动将加大。

从政策的影响来看，地产政策宽松对于债市的影响最大，降息次之，降准和财政发力对于债市影响较小。从一季度的盘面走势来看，债市对于地产政策的超预期放松和信用数据超预期均比较敏感。从 LPR 互换利率中可见，市场已经存在降息预期，而降息之后债市也会面临缺乏利好的窘境，因此即使政策利率下调，债市也难有大幅上涨。当前形势下，降准的宽松意义比较有限，且市场已经有一定预期，结合去年 12 月降准之后债市的走势来看，降准对于债市的影响有限。同理，财政政策发力已成为市场共识，其对于债市的影响偏小。综合来看，预计二季度 10 年期国债收益率将在 2.7%-2.95% 之间波动。

6、风险提示

疫情发展超预期；降准降息预期落空；地产政策松绑程度不及预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,注册资本金 23 亿元人民币,员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持市场化、国际化、集团化的发展道路,打造以衍生品风险管理为核心,具有研究和技术两大核心竞争力,为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

徐颖、张燊东

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com