



美国货币政策走势预测

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

郭军文

从业资格证号: F03101003

投资咨询证书号: Z0017862

研究助理

张蕊如

从业资格证号: F03107984

相关研究报告:

《美联储利息政策和大宗商

品价格指数走势分析》

通胀拐点将现，加息临近尾声

➤ 通胀高企遇衰退隐忧，货币政策渐陷入两难

2022年美国通胀高企，6月CPI同比达9.1%，创41年新高，随后回落，9月同比仍有8.2%。通胀高企主要原因：一、供需错配，疫情影响供应释放，刺激政策导致需求增加；二、俄乌战争引发能源与粮食危机担忧，推高能源和食物价格；三、疫情导致劳动意愿降低，薪酬上涨推动服务成本上升。

通胀仍高，年底前美联储将继续维持紧缩的货币政策，预计11月加息幅度将会维持75BP、12月加息幅度降至50BP。衰退隐忧，今年三季度GDP虽高于预期，但已显疲态，通胀压力暂缓之时，货币政策或将转向，明年一季度是重要的观察时间窗口。

➤ 整体通胀回落缓慢，核心通胀或现转机

自2021年年初CPI和核心CPI便处于高涨状态，其中核心CPI涨幅略滞后于CPI。6月CPI现峰值后开始回落但速度偏缓，核心CPI同比增速再创高位，年底或见高点后转折，服务项滞后拖累通胀回归。

通过对CPI和核心CPI构成项的拆解以及未来走势的预测，外加去年年底高基数的影响，年底CPI和核心CPI都有一定程度的回落。其中总体通胀会随着能源价格的再次下跌和食品增速的减缓而下降到7%-8%；核心通胀会因服务分项的滞后而维持在6%-7%。

➤ 货币政策即将转向，资产迎来重配机会

明年一季度加息临近尾声，全球化逆流与地缘冲突加剧大背景下经济内生增长动力不足，我们认为利率水平很难维持在高位水平。利率见顶后有回落需求。

利率由升转降，各大类资产将迎重配机会，处于低位的美债将率先受益；股票终将否极泰来；贵金属也因货币政策不再趋紧而具备配置价值；工业类大宗商品（除贵金属）则因高利率引发的经济衰退继续承压下行。

正文目录

一、 通胀高企遇衰退隐忧，货币政策渐陷入两难.....	4
1.1 美联储利率决策框架.....	4
1.2 美联储货币政策成因.....	5
1.3 通胀下经济走弱，劳动力市场坚挺.....	5
1.4 后续货币政策或转换目标.....	7
二、 整体通胀回落缓慢，核心通胀或现转机.....	7
2.1 食品通胀持续走高.....	8
2.2 能源价格如期下降.....	9
2.3 商品通胀转向服务通胀，核心通胀难止.....	10
2.4 PCE 再次走高.....	12
2.5 基数影响 CPI 回落.....	13
2.6 核心通胀现峰值，转机或在年底.....	14
三、 货币政策即将转向，资产迎来重配机会.....	14

图表目录

图 1 : 美国 GDP 当季同比 (支出法) (%)	- 5 -
图 2 : 美国 GDP 季调环比贡献率 (支出法) (%)	- 6 -
图 3 : 美国失业率 (%)	- 7 -
图 4 : 美国当周初次申请失业金人数 (人) 及失业率 (%)	- 7 -
图 5 : 美国 CPI 当月同比环比 (%)	- 8 -
图 6 : 美国核心 CPI 当月同比环比 (%)	- 8 -
图 7 : 美国 CPI 食物分项当月同比环比 (%)	- 9 -
图 8 : 美国 CPI 能源分项当月同比环比 (%)	- 10 -
图 9 : 美国 CPI 所有项目除食物和能源当月同比环比 (%)	- 10 -
图 10 : 美国 CPI 服务分项当月同比环比 (%)	- 11 -
图 11 : 美国 CPI 商品分项当月同比环比 (%)	- 11 -
图 12 : 美国 CPI 房屋分项当月同比环比 (%)	- 12 -
图 13 : 美国 CPI 医疗服务分项当月同比环比 (%)	- 12 -
图 14 : 美国 PCE 当月同比环比 (%)	- 12 -
图 15 : 美国核心 PCE 当月同比环比 (%)	- 12 -
图 16 : 美国 PCE 所有项目除食物和能源 (核心 PCE) 当月同比环比 (%)	- 13 -
图 17 : 美国 PCE 物价指数	- 14 -

一、通胀高企遇衰退隐忧，货币政策渐陷入两难

2022 年的全面通胀来源于需求与供给的错配，供给不足但需求高涨推高了美国各项价格。疫情期间首先是供应链的中断导致商品供不应求，其次是疫情后美国为刺激经济实行宽松的货币政策，导致居民名义收入增加，从而加大消费和储蓄，进而导致商品价格的增加。与此同时，被疫情摧毁的本地供应链恢复较慢，因疫情导致的隔离政策和港口工人下降也导致了外国供应链受阻，成本增加，加剧了供应不足及价格上升问题，推高商品价格。另外，年初俄乌战争使石油和粮食供给下降，又一次恶化了供需错配，推高能源和食物价格。同时，劳动意愿降低推动了薪酬的上涨，推高服务成本上升。

从美国通胀成因可以看出美联储加息是必然。美联储加息通常出于打压经济增长过快和通胀高涨的目的，而降息通常出于减缓经济衰退或稳定就业的目的。目前来看，美联储的通胀目标以核心 PCE 平减指数为参考，核心 CPI 短期难以下行，叠加劳动力市场良好，美联储仍将维持紧缩的货币政策，预计 11 月加息幅度将会维持 75BP。CPI 在年底或会明显下降，外加当前美联储发言稍有缓和，预计 12 月加息幅度将会降至 50BP。同时美国的经济或会在高息的货币政策打压下出现衰退迹象，今年三季度的 GDP 虽高于预期，但仍显疲态；当通胀压力暂缓时，货币政策或会转换，停止加息。

1.1 美联储利率决策框架

美联储自 1993 年开始货币政策决定目标利率后，采用了传统泰勒规则决策利率。泰勒规则表达式规定了未来联邦基金利率目标为均衡实际未来联邦基金利率（2%）、通货膨胀率（过去 4 个季度平均值）、通货膨胀缺口*系数（0.5）和产出缺口*系数（0.5）的加总值。其中通货膨胀缺口以通货膨胀率-目标通胀率（2%）表示，产出缺口以实际 GDP 增长率（过去 4 个季度平均值）-潜在 GDP（国会预算署 CBO 定期公布）来表示。此时的决策在通胀与经济增长之间均衡分配权重，基于长期通胀目标 2%、长期均衡实际联邦基金利率 2%的前提下，联邦基金利率目标为 3.5%-4%，但在实际上美联储始终将物价稳定放在第一要位。

面对 2002 年发生衰退的这一特殊环境，美联储修订了泰勒规定，使利率决策倾向于增长和就业。其中把产出缺口系数从 0.5 调至 1.0，把实际通胀率从 2%降至 0%，把通货膨胀目标从 2%提至 2.5%。此时的决策提高了对通货膨胀的容忍度，旨在恢复经济。

2012 年以后，美联储采用了伊文思规则，以 6.5%的失业率和 2.5%的未来 1-2 年通货膨胀率预期作为提升 0 利率的临界值。伊文思规则规定了未来联邦基金利率目标为未来联邦基金利率目标（2%）、下一周期的通货膨胀率、通货膨胀缺口（2.5%的通胀预期）*系数（0.5）和（失业率目标（5.5%）-实际失业率）*系数（2）的加总

值。与以往不同的是，伊文思规则将货币政策和经济指标挂钩，体现了美联储关注经济增长和就业增加的态度；考虑到货币政策的滞后效应，阈值高避免货币政策过度宽松造成通胀压力；采用通胀预期数据，与联邦基金利率目标决策的预期相适应。

1.2 美联储货币政策成因

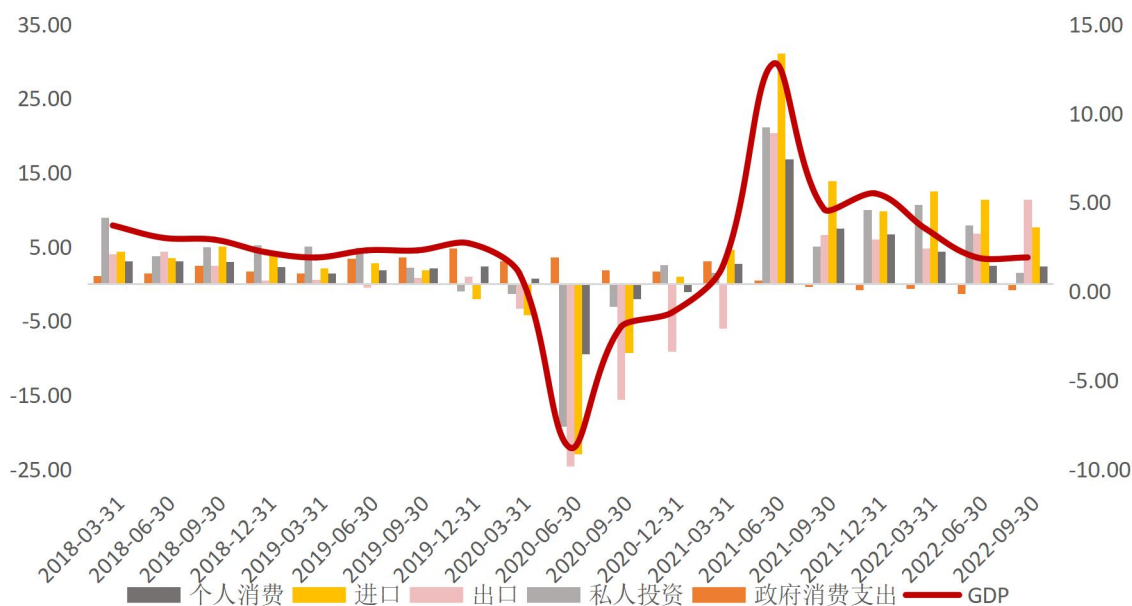
美联储加息通常是因为抑制通胀和抑制经济过热。从历史数据来看，美联储因为抑制通胀加息三次，持续时间分别为 1 年 5 个月、1 年 3 个月、1 年。此次美联储加息开始于 2022 年 3 月份，由历史经验来看，因抑制通胀的加息政策要维持 1 年左右的时间。目前美国联邦基金目标利率为 3.25%，联邦基金利率为 3.08%，仍有一段差距，推测明年第一季度或是加息政策的转折点。

美联储停止加息通常是因为缓解经济衰退或者稳就业。从历史数据来看，当美国经济增长减弱甚至下降后，失业率攀升，货币政策会改为停止加息甚至降息。目前美国三季度 GDP 环比折合年率为 2.6%，高于市场预测的 2.3%，货币政策短期内不会转变。

1.3 通胀下经济走弱，劳动力市场坚挺

虽然目前美国第三季度同比高预期增长，货币政策暂不改变，但长期持续通胀和货币紧缩定会影响需求。美国前两个季度 GDP 环比增速为负，源于个人消费、净出口和政府支出的拖累。若加息政策延续，个人消费将被严重抑制，从而影响 GDP，造成经济衰退。

图 1：美国 GDP 当季同比（支出法）（%）

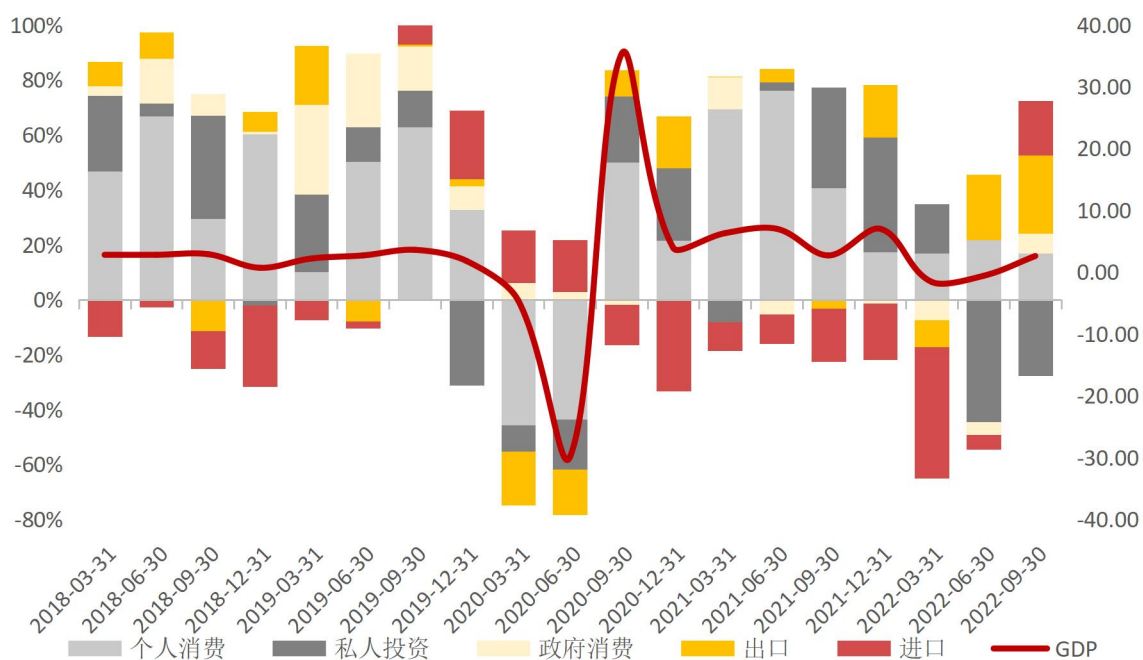


数据来源：同花顺、国联期货研究所

美国第一季度 GDP 环比为-1.6%，负贡献率主要来自净出口和政府支出。第二季度 GDP 环比为-0.9%，净出口有所好转，但私人投资骤然下降。个人消费在二季度 GDP 中仍有正向拉动，但拉动幅度已经减少，2022 年下半年消费支出同比会趋于下行。

美国第三季度 GDP 环比折合年率为 2.6%，高于预期，原因是贸易逆差的缩小：第三季度出口增长 14.4%，而进口下降 6.9%，从第三季度 GDP 各项季调环比贡献率中可以看出，净出口贡献增长明显，但这或是一过性现象，在未来的季度无法持续，未来 GDP 增长主要来源还是消费、投资和政府支出。但第三季度的私人投资和个人消费抵消了 GDP 增长，对其起到负贡献率：第三季度消费者支出仅增长 1.4%，低于第二季度的 2%；私人投资持续下降，第三季度下降 8.5%，第二季度则下降了 14.1%。

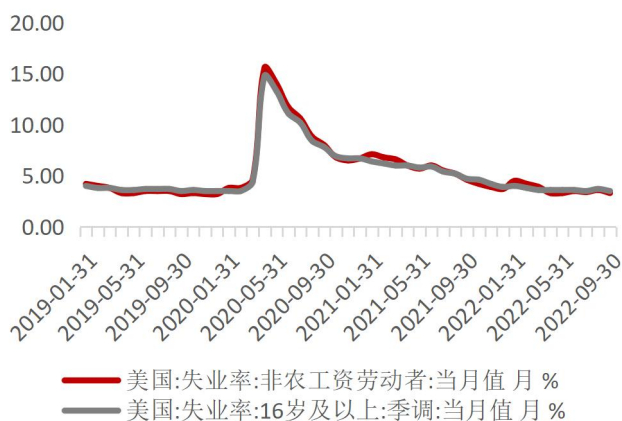
图 2：美国 GDP 季调环比贡献率（支出法）（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

从美国失业率来看，2022 年 9 月 16 岁及以上季调失业率为 3.5%，非农失业率为 3.3%。目前虽仍在疫情前失业率上方，但整体趋于下降趋势。美国失业率在 2020 年 4 月陡然达到 14.8% 的高点，随后持续下降，目前远低于美联储失业率阈值。从保就业目标看，美国货币政策仍有加息余地。

图 3: 美国失业率 (%)



数据来源: 同花顺、国联期货研究所

图 4: 美国当周初次申请失业金人数(人)及失业率 (%)



数据来源: Wind 资讯、国联期货研究所

1.4 后续货币政策或转换目标

利率水平越高,在高利润水平维持时间越久,经济衰退的风险越高;美联储若想实现低通胀,就要做到对经济衰退的高忍耐。但目前情况来看,本轮加息开启时间较晚且通胀较高,有可能在控制住通胀之前先进入经济衰退。因此要关注几个指标以观察美联储是否转换货币政策目标。一是放缓的经济增长,二是可控的通胀预期,三是上升的非农失业率。一旦三者其中部分出现,就要重新衡量美联储的加息降息动向。

二、整体通胀回落缓慢,核心通胀或现转机

随着美国劳工局公布了万众瞩目的 CPI 数据,整体通胀的预期已到高顶。整体看,自 2021 年年初 CPI 和核心 CPI 便处于高涨状态,核心 CPI 涨幅略滞后于 CPI。

截至 9 月, CPI (所有项目指数) 同比增长了 8.2%, 增幅略小于 8 月底的 8.3%, 比 7 月同比下降 0.3%; CPI 环比上升 0.2%, 前两个月环比为 0%, 可见 6 月 CPI (9.1%) 的数据已到峰值, 后续几个月通胀处于缓慢回落的趋势。

核心 CPI (除食品和能源以外的所有项目指数) 同比上升 6.6%, 8 月同比为 6.3%, 7 月同比为 5.9%, 当前核心 CPI 再创高位; 环比上升 0.4%, 略低于 8 月份环比 0.1 个百分点, 仍有逐渐走高的趋势。

在所有项目中, 食品占比 13.635%, 能源占比 8.244%, 商品占比 21.288%, 服务占比 56.833%。

同比来看, 能源指数同比增长了 19.8%, 9 月份的同比增幅低于 8 月份同比 23.8% 的增幅; 食物比去年同期上涨了 11.2%。

环比来看, 住房、医疗、机动车辆保险、新车、家居用品和运营和教育是当月

增加的项目，其中住房、食品和医疗保健指数的增长是造成增长的众多因素中最大的。食品指数继续上升，当月上升 0.8%，家庭食品指数上升 0.7%。二手车和卡车、服装和通信下降，能源指数当月下跌 2.1%，其中汽油指数下降，但天然气和电力指数上升。

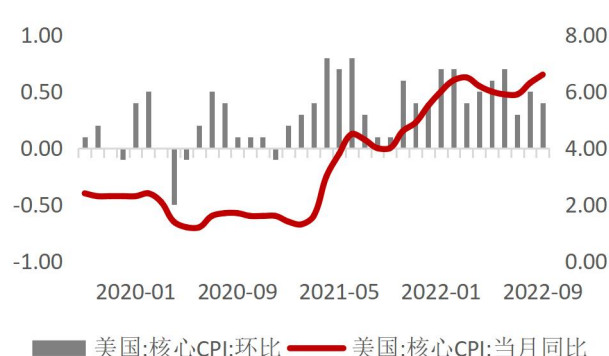
另外，CPI-U（所有城市消费者的消费价格指数）同比增长了 8.2%，达到 296.808(1982-84=100)的指数水平，CPI-U 环比上升 0.4%，8 月上升 0.1%。CPI-W（城镇职工和文员消费价格指数）同比上涨 8.5%，达到 291.854(1982-84 年=100)的指数水平。C-CPI-U(城市消费者连锁消费价格指数)较去年同期增长 8.0%。

图 5：美国 CPI 当月同比环比（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

图 6：美国核心 CPI 当月同比环比（%）



数据来源：Wind 资讯、国联期货研究所

2.1 食品通胀持续走高

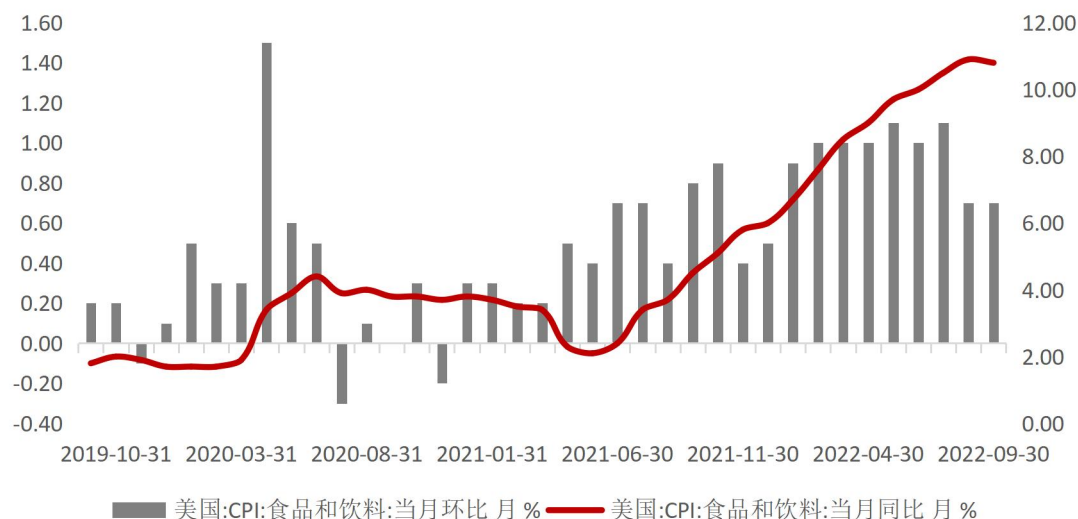
从 CPI 的构成项权重来看，食物权重为 13.635%，其中家庭食品为 8.475%，非家庭食品为 5.16%。美国 CPI 食物和饮料分项当月同比增加 10.8%，比上月同比下降 0.1 个百分点，9 月同比贡献 18%；环比增加 0.7%，与上月持平，9 月环比贡献 48%；总体来看，自 2021 年 6 月以来，食品和饮料分项开始上扬，同比涨幅越来越大；环比涨幅近两月有所回调，贡献率较上月相比增大，仍处于持续走高状态。

同比来看，家庭食品指数上涨了 13.0%。谷物和面包指数同比上涨 16.2%，乳制品及相关产品指数上涨 15.9%。其他主要食品杂货的涨幅从 9.0%（肉类、家禽、鱼类和鸡蛋）到 15.7%（家内其他食物）不等。外出就餐指数上升了 8.5%。全服务餐饮指数在过去的 12 个月里上涨了 8.8%，有限服务餐饮指数上涨了 7.1%。

环比来看，9 月份家用食物上升 0.7%，六大食品杂货类指数均上升。水果和蔬菜指数上升 1.6%，谷物和烘焙产品指数上升 0.9%。家庭其他食品的指数上升了 0.5%，8 月上升 1.1%。当月肉类、家禽、鱼类和蛋类的指数上升了 0.4%，而非酒精饮料的指数在 9 月份增长了 0.6%。乳制品及相关食品 9 月份的产品指数上升了 0.3%，升幅与上月相同。9 月份外出就餐指数上升 0.9%，与 8 月份持平。全服务餐饮上涨 0.4%，有限服务餐饮指数上涨 0.6%。雇员场所和学校的食品价格指数上涨了 44.9%。

目前食品通胀高企的主要原因来源于气候影响了食品供应。美国一些地区的洪水和干旱影响了农作物的收获，使得美国食品和饮料分项同比上升近 11%，环比上升 0.7%，但目前已有下落趋势。外加气候影响不会持续，该项不会长期维持高企状态。

图 7：美国 CPI 食物分项当月同比环比（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

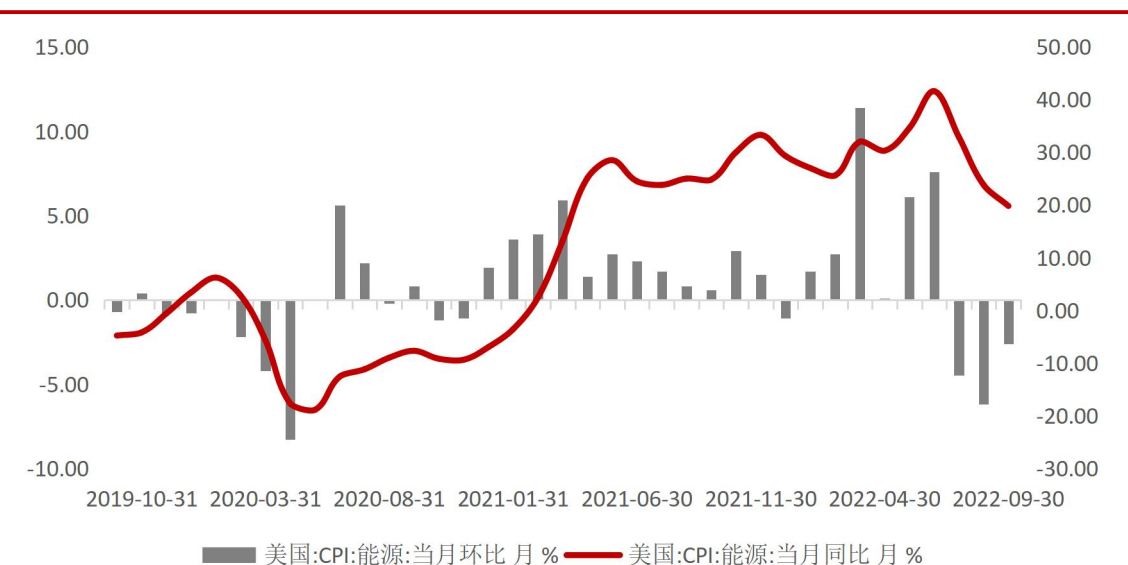
2.2 能源价格如期下降

美国 CPI 能源分项权重为 8.244%，其中能源商品占比 4.565%，能源服务占比为 3.679%。能源 9 月同比增加 19.8%，比上月同比下降 5 个百分点，9 月同比贡献 19%；9 月环比下降 2.6%，上月环比下降 6.2%，比上月少下降 3.6 个百分点，9 月环比贡献 -107%。总体来看，自 2021 年 1 月以来，能源分项转变颓势，同比增速为正，随后于 2022 年 6 月到达 41.6% 的峰值，开始快速回落；环比近三月已为负值，环比贡献率高达 -107%，说明能源价格下降趋势明显。

环比来看，9 月能源指数下跌 2.1%，8 月下跌 5.0%。汽油指数 9 月下跌 10.6%（季节调整后为 5.6%）后，8 月下跌 4.9%。然而，天然气的指数有所上升，在 8 月份上升 3.5% 之后，9 月份上升 2.9%。电力指数当月增长 0.4%。同比看，能源指数过去 12 个月上涨 19.8%，汽油指数上涨了 18.2%，燃料油指数上涨了 58.1%，电力指数上升了 15.5%，天然气的指数增长了 33.1%。

疫情期间能源供应被压制，俄乌冲突加剧能源紧缺，加之需求旺盛，导致能源价格同比上升；而目前影响能源价格环比下降的原因是供给紧缺和需求旺盛的弱化。但随着 OPEC+ 减产和持续不断的俄乌冲突，未来能源分项贡献或处于减缓走弱的过程，目前该走势已显现。

图 8：美国 CPI 能源分项当月同比环比（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

2.3 商品通胀转向服务通胀，核心通胀难止

除去涨幅最大的食品和能源，其余项目同比上升 6.6%，环比上升 0.4%，是自 1982 年 8 月以来的最大值，且有继续增大的趋势。细分来看，核心通胀分为商品（食品和能源商品除外）和服务（能源服务除外），商品权重为 21.288%，其中运输产品为 8.574%，家用家具为 3.947%，服装为 2.433%。服务权重为 56.833%，其中收容所为 32.47%，医疗护理为 6.864%，交通运输服务为 5.86%。其中服务权重是商品权重的 2.67 倍，目前对核心通胀的贡献远大于商品。

图 9：美国 CPI 所有项目除食物和能源当月同比环比（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

美国 CPI 服务分项 9 月同比上涨 6.7%，比上月高 0.6 个百分点，9 月同比贡献 45%；环比上涨 0.7%，比上月上涨 0.2 个百分点，9 月环比贡献 194%；总体来看，服务分项从 2021 年年中开始上涨，2022 年年中增速强劲，环比贡献高达近两倍，说明目前服务通胀处于持续上涨加剧的态势。

美国 CPI 商品分项 9 月同比上涨 6.6%，比上月高 0.7 个百分点，9 月同比贡献 17%；环比上涨 0.5%，比上月下降 0.1 个百分点，9 月环比贡献-35%；总体来看，服务分项从 2021 年年中开始上涨，2022 年中增速明显放缓，环比贡献已转为负值，目前处于上涨速度减慢的态势。

虽然之前商品分项处于回落状态，但同比增速仍高于服务项。然而目前服务项持续上扬、商品项增速走弱情况下，增幅逐渐趋于一致。另外当月服务项同比贡献为 3.8%，商品项为 1.4%，可以看出，虽然每月核心 CPI 都在增长，但分项增速并不同，服务项已主导通胀。

图 10：美国 CPI 服务分项当月同比环比（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

图 11：美国 CPI 商品分项当月同比环比（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

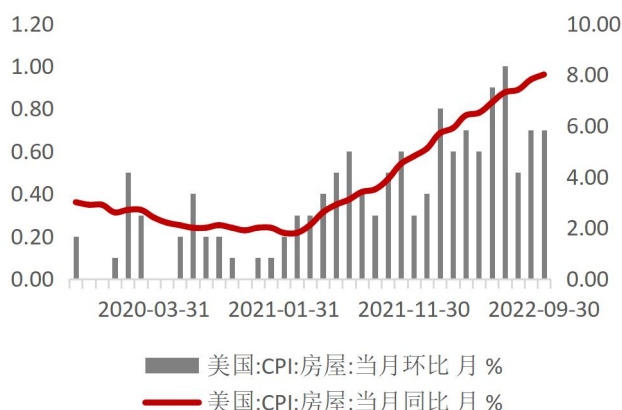
服务分项中，房屋分项和医疗服务分项增幅尤为明显。CPI 房屋分项 9 月同比增长 8%，比上月高 0.2 个百分点；环比增长 0.7%，与上月持平；总体来看，自 2021 年年初，房屋项同比增速增大，目前房屋通胀仍处高位。其中，住房指数同比比上月上升了 6.6%，环比上升了 0.7%，占全部增加量的 40%以上。9 月份，租金指数上涨了 0.8%，业主等效租金指数也是如此，该指数环比增长 0.8%，为 1990 年 6 月以来最大单月增幅。

2022 年初租金指数高企，虽然目前有所回落，但是租金项滞后久，目前房屋分项环比为 0.7%，仍在增长。美国劳工局的研究结果显示，滞后期一般为一年，因此我们预计明年一季度房屋分项通胀或有回落，今年年底仍是影响通胀高升的主要因素。

医疗服务分项 9 月同比增长 6%，比上月高 0.6 个百分点；环比增长 0.5%，比上月低 0.2 个百分点；总体来看，自 2021 年年中，医疗服务项同比增速增大，目前有所缓和。其中，9 月医疗保健指数环比上升 0.8%，医生服务指数环比增长 0.5%，医院服务指数环比增加了 0.1%。

医疗服务分项会在未来有较明显的增长。可以看出自 2021 年初以来，医疗服务分项环比处于均值上移过程（波动受季节影响）。受疫情、政策及医疗资源影响，没有重症急症的病人因医疗资源受限或者害怕感染无法就医或延迟就医，部分病人在疫情好转后开始治疗过程，将会增加医疗服务的通胀水平，预计该影响会持续影响年底。

图 12：美国 CPI 房屋分项当月同比环比（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

图 13：美国 CPI 医疗服务分项当月同比环比（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

2.4 PCE 再次走高

美联储在指定货币政策时也会关注另一个指标——核心 PCE 物价指数。该指数是衡量美国民间消费通胀的关键指标，它由美国商务部经济分析局最先推出，并于 2002 年被美联储的决策机构联邦公开市场委员会采纳为衡量通货膨胀的一个主要指标。2012 年美联储将通胀量化，用其年率涨幅的 2% 作为控制长期通胀的目标。

图 14：美国 PCE 当月同比环比（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

图 15：美国核心 PCE 当月同比环比（%）

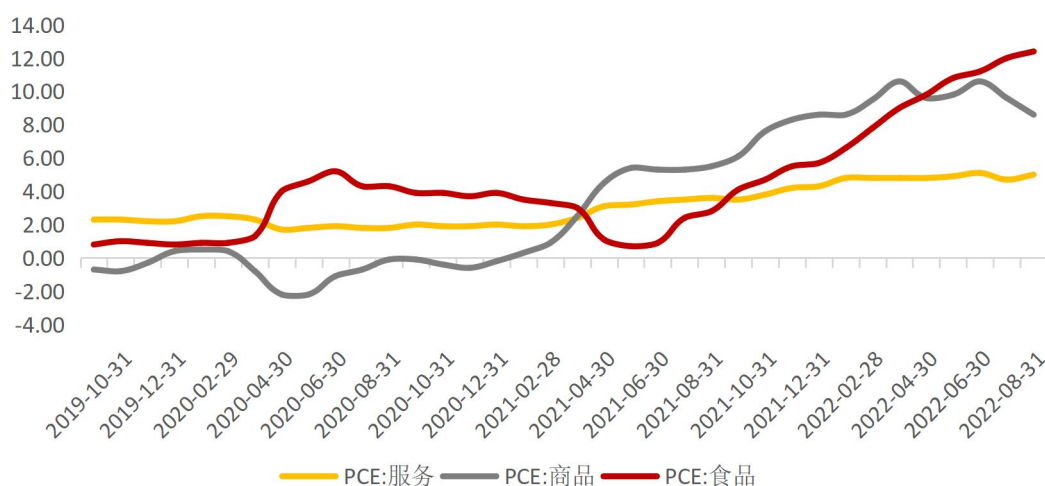


数据来源：同花顺、国联期货研究所

PCE 和 CPI 并不完全相同。一方面因为 PCE 物价指数采用了链式加权平均的计算方法，考虑到了消费的替代效应；另一方面，PCE 与 CPI 的权重差异也有较大影响，PCE 的住房、交通占比远小于 CPI，但医疗和其它类则占比较大。

PCE 和 CPI 有着类似的走势。2016 年以前，美国核心 PCE 指数长期维持在 1.8% 左右；2021 年年初由于疫情引发的全球供应链受限导致的耐用品价格提升了 PCE；2022 年食品和能源的非耐用品提升了 PCE；目前渐渐转变为服务。2022 年 8 月，PCE 食品分项上涨了 12.4%，商品分项上涨了 8.6%，服务分项上涨了 5%。食品仍是上涨幅度最大的分项，但服务的增速也在增加，商品分项增速回落。

图 16：美国 PCE 所有项目除食物和能源(核心 PCE)当月同比环比 (%)

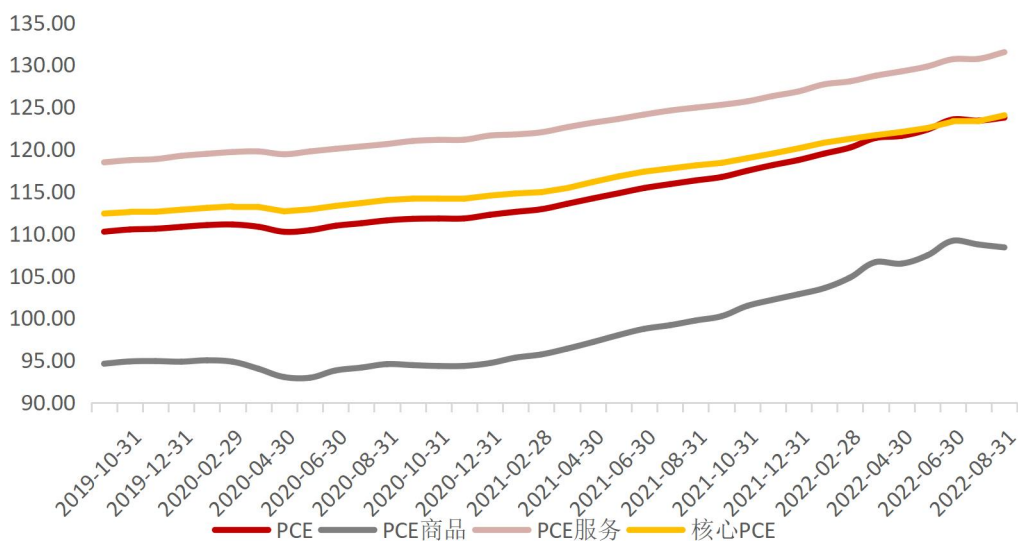


数据来源：同花顺、国联期货研究所

2.5 基数影响 CPI 回落

高基数影响亦会导致 CPI 和 PCE 在今年年底开始下行。从美国 PCE 物价指数来看，极大值出现在 2022 年 3 月及 6 月，在统计意义上会使明年上半年的通胀水平达低值。另外，去年四季度同比环比均较大，环比说明四季度基数大于三季度基数，也会导致今年统计意义上四季度通胀指标的下降。

图 17：美国 PCE 物价指数



数据来源：同花顺、国联期货研究所

2.6 核心通胀现峰值，转机或在年底

通过对 CPI 和核心 CPI 构成项的拆解以及未来走势的预测，本文得到了今年年底 CPI 同比与核心 CPI 同比的预测值。其中总体通胀会随着能源价格的再次下跌和食品增速的减缓而下降到 7%-8% 的区间；核心通胀会随着服务分项的滞后而维持在 6% 到 7% 的区间。核心 CPI 的部分分项在 2022 年第四季度仍高涨，并在未来下降，预计在 2023 年第一季度看到明显回落态势。

三、货币政策即将转向，资产迎来重配机会

虽然目前美国通胀水平高涨，但不会长期维持高位，随着明年一季度加息临近尾声，利率也将达到高点。在全球化逆流与地缘冲突加剧的大背景下，经济内生增长动力不足，利率回落需求大，届时各大类资产将迎来重配机会。

具体来看，目前 10 年期美债收益率高达 4.2%，远高于均衡价格利率，预计未来有充足下降空间，配置处于低位的美债将率先受益；股市宏观基本面较好，目前 A 股估值已达历史低点，上涨空间大，股票终将否极泰来；贵金属作为具有金融属性的资产也因货币政策不再趋紧而具备配置价值；工业类大宗商品（除贵金属）则因高利率带来的经济衰退继续承压下行。

以上的配置建议基于美联储货币政策和利率水平这一重要宏观要素而得出定性判断，各类资产亦有自身的供需和价格特点，具体到单一资产，需做进一步研究，不在本文讨论范围之内。

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货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国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究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。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600