



弘业期货

HOLLY FUTURES

2024

宏观年报

ANNUAL REPORT

## 海外降息带来机会，组合投资博取收益

### 摘要：

回顾 2023 年，全球经济表现好坏不一，美国在高利息的背景下经济依然展现出韧性，但是随着劳动力供需缺口缓解等问题影响消减，美联储走至本轮加息终点。国内方面，近期积极信号频传，预计央行将会采取更加积极的财政政策和更加宽松的货币政策，楼市和内需等重点领域也将迎来一波利好政策。

2024 年，我们较为推荐的配置是美债+黄金+股指的组合。随着美联储降息节奏在未来的逐渐明确，美债收益率下方空间仍存，美债价格存在走强的机会，现在依然是配置美债的一个较好时点。随着美债实际收益率的走弱，黄金的持有也有望获得稳定收益。国内股指在年末出现历史性底部，配置性价比显著增强。2024 年股市上涨的积极因素大于消极因素。

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1448 号

宏观金融事业部

唐凌甄

从业资格号：F3025407

投资咨询从业证书号：Z0015048

邮箱：tanglingzhen@ftol.com.cn

平帅

从业资格号：F3077558

投资咨询从业证书号：Z0018150

邮箱：pingshuai@ftol.com.cn

黄思源

从业资格号：F03124114

邮箱：huangsiyuan@ftol.com.cn

王晓成博士对本文亦有贡献。

## 目录

美国：经济能否软着陆 .....	1
一、    美国表现“非常亮眼” .....	1
二、    经济逐步出现放缓迹象 .....	1
三、    阻止衰退与降息的博弈 .....	5
中国：经济持续恢复、回升向好 .....	12
一、    生产供给稳步增长 .....	12
二、    投资、消费、出口持续恢复 .....	14
三、    企业利润逐步改善 .....	17
国债期货：政策力度加强，期债或现 V 字行情 .....	20
一、    行情回顾 .....	20
(一) 资金面 .....	20
(二) 基本面和政策面 .....	26
(三) 海外因素 .....	30
二、    展望后市 .....	33
(一) 资金面 .....	33
(二) 基本面和政策面 .....	34
(三) 海外因素 .....	35
(四) 综合判断 .....	35
股指期货：寒冬已至，春风不远 .....	37
一、    指数行情回顾 .....	37
二、    期货市场回顾 .....	45
三、    股指期货总结 .....	49
大类资产的选择 .....	51

## 图表目录

图表 1 美国个人储蓄占可支配收入比重 .....	2
图表 2 美国 GDP 及分项推动 .....	3
图表 3 企业贷款利率与债券发行利率随联邦基金利率上升 .....	3
图表 4 美国财政赤字 .....	4
图表 5 美国财政赤字环比 .....	5
图表 6 美国 CPI 同比 .....	6
图表 7 美国 CPI 环比 .....	7
图表 8 美国劳动参与率 .....	8
图表 9 美国非农就业数据 .....	8
图表 10 美国失业率 .....	9
图表 11 美联储降息前 GDP 变化情况 .....	10
图表 12 个人消费为 GDP 增长主要动力 .....	10
图表 13 中国制造业 PMI .....	12
图表 14 中国非制造业 PMI .....	13
图表 15 中国规模以上工业增加值 .....	14
图表 16 中国固定资产投资 .....	15
图表 17 中国社会消费品零售额 .....	16
图表 18 中国进出口同比 .....	17
图表 19 中国机电产品出口规模 .....	17
图表 20 中国 PPI&CCPI .....	18
图表 21 中国规模以上工业企业利润 .....	19
图表 22 银行间质押式回购利率 .....	22
图表 23 年内利率变化情况 .....	23
图表 24 SHIBOR 利率 .....	23

图表 25 质押式回购定盘利率.....	24
图表 26 回购定盘利率.....	24
图表 27 公开市场操作.....	25
图表 28 中期借贷便利(MLF):到期金额:合计.....	25
图表 29 R007 季节性情况.....	26
图表 30 货币净投放量的季节性 (亿元).....	26
图表 31 国债收益率.....	29
图表 32 2023 年国债期货价格走势.....	29
图表 33 通货膨胀水平.....	30
图表 34 中美 10 年期国债收益率对比.....	32
图表 35 美国通货膨胀水平.....	33
图表 36 2023 年全球股指涨跌幅.....	37
图表 37 2023 年中国股指涨跌幅.....	38
图表 38 沪深 300 指数与通胀 (历史).....	38
图表 39 沪深 300 指数与通胀 (2023 年).....	39
图表 40 沪深 300 指数与 PPI-CPI 剪刀差 (历史).....	40
图表 41 沪深 300 指数与 PPI-CPI 剪刀差 (2023 年).....	40
图表 42 美元指数与美国货币政策.....	41
图表 43 股指与北向资金.....	42
图表 44 2023 年中国股指涨跌幅.....	43
图表 45 沪深 300 指数与成交额.....	44
图表 46 中证 1000 指数与成交额.....	45
图表 47 上证 50 指数与基差.....	45
图表 48 上证 50 股指期货结算价与持仓量.....	46
图表 49 沪深 300 指数与基差.....	46
图表 50 沪深 300 股指期货结算价与持仓量.....	47
图表 51 中证 1000 指数与基差.....	47

---

图表 52 中证 1000 股指期货结算价与持仓量 .....	48
图表 53 中证 500 指数与期货基差 .....	48
图表 54 美债收益率&联邦基金利率 .....	51
图表 55 金价&联邦基金利率 .....	52
图表 56 美股&联邦基金利率 .....	53

# 美国：经济能否软着陆

## 一、 美国表现“非常亮眼”

2023 年全球市场波动较大，美国经济表现可以用“非常亮眼”来形容，在前期较为悲观的预期以及高利率的影响下，依然表现出了具有韧性的经济水平，但是欧洲整体表现不佳，新兴市场获利于投资增速表现较好。全球各主要经济体的通胀水平在快速收紧的货币政策影响下高位回落，但是依然处于较高水平。资产方面针对更高更持久的利率与软着陆的博弈一直进行，发达国家权益类市场表现抢眼，贵金属板块受市场降息预期的影响表现也较强。

对于 2024 年我们认为随着高利率带来的压力继续显现、叠加高油价高工资的影响，欧美企业盈利情况普遍下降，这将带动经济基本面的走弱，从近期的美国经济数据中不难看出，除消费维持良好状态外，制造业、就业等数据均出现了下滑。

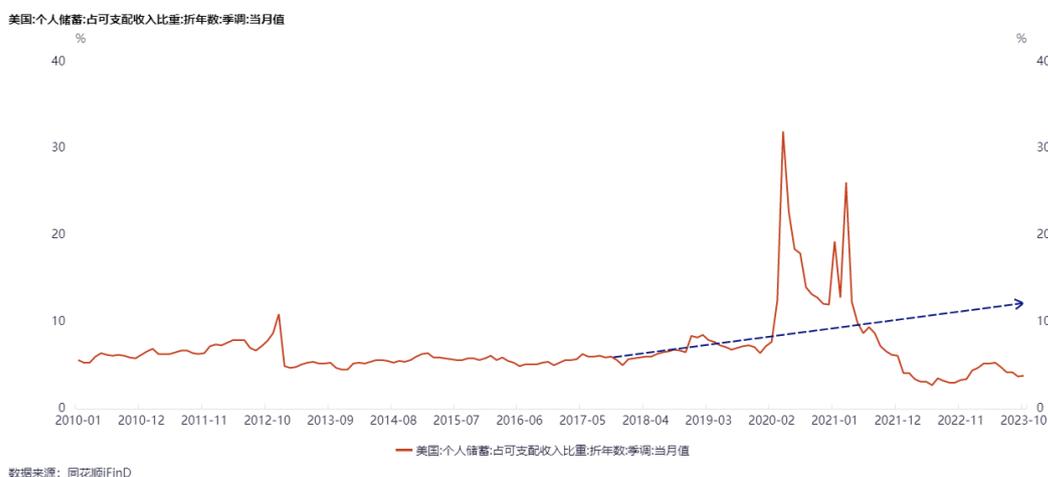
## 二、 经济逐步出现放缓迹象

无论从持续快速加息带来的影响还是其他支撑因素的减弱判断，我们认为 2024 年美国经济增长速度将会持续放缓。具体看：

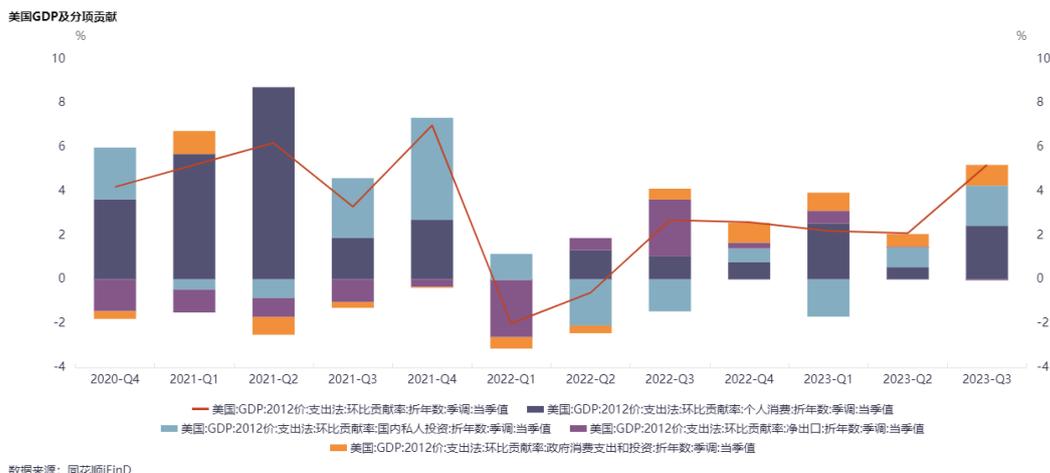
随着居民收入增速的放缓，超额储蓄的支撑作用消退，2024 年美国居民消费环比增速可能下降较快。前期受到疫情影响，美国劳

动力供应不足，但是随着疫情消退就业市场供需矛盾持续缓解，企业对于劳动力不足的担忧下降，超低的失业率或将小幅反弹，工资增速可能继续放缓、若美联储未能及时宽松货币这种情况将会较为强烈。工资增长的放缓以及失业人数的增加将拖累美国居民消费增速。另一方面，前期超额储蓄对于消费的支撑作用或将逐渐减弱，按照疫情前 2010-2019 年储蓄率的走势来看，美国在开放后储蓄率快速走弱，现维持在 4% 附近，疫情期间的超额储蓄被快速消耗。在这样的情况下，美国居民消费将会出现萎缩，作为经济增长的最大动力，居民消费一直是美国 GDP 增长的重要支撑，我们从 GDP 的分项推动中可以观察到个人消费持续支撑 GDP 的增长。

图表 1 美国个人储蓄占可支配收入比重

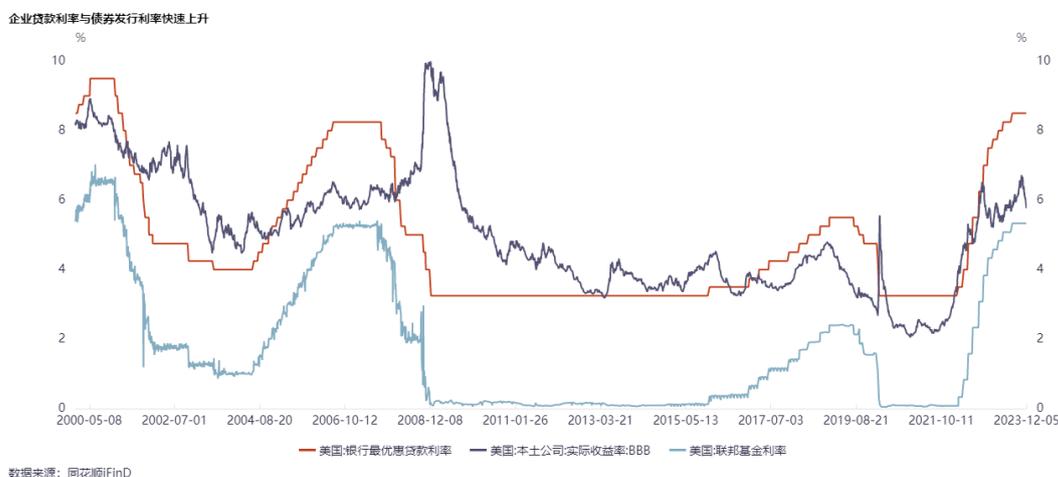


图表 2 美国 GDP 及分项推动



加息带来的影响不仅仅存在于消费方面，企业投资也会受到高利率的影响。自从 2022 年 3 月加息以来，美国企业贷款利率与债券发行利率同样提高，这导致了企业的融资成本抬升，尤其是依赖银行信贷的中小企业。国债方面，虽然大部分国债为中长期，但是利率的抬升会对短期和浮动利率的国债造成影响，这造成了了美国政府部门的债务实际有效利率的提高是滞后于美联储加息的速度。

图表 3 企业贷款利率与债券发行利率随联邦基金利率上升



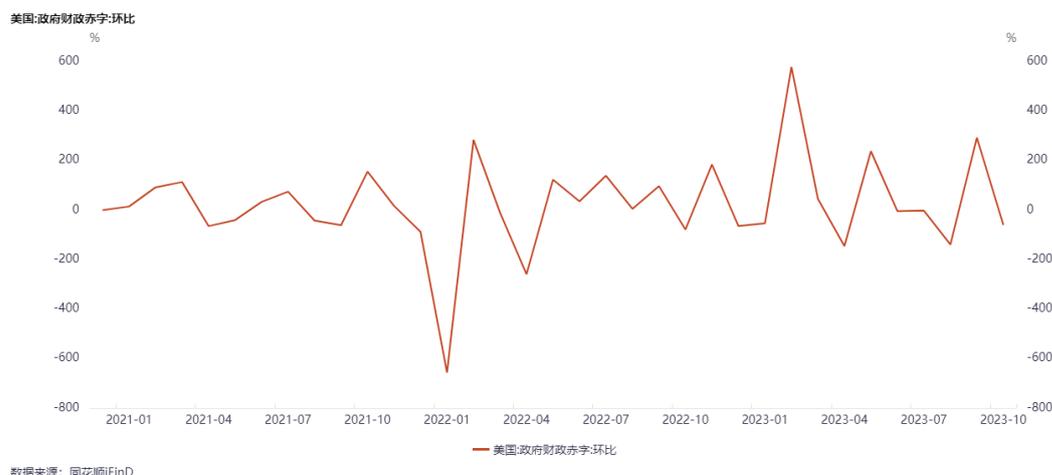
另一方面，以住房贷款为代表的居民部门有效利率与付息压力偏低。这主要是因为房贷中固定利率贷款占据主导地位，前期签订的固定利率房贷未收到美联储加息的影响。但是随着时间推移，美联储持久维持高利率，现有 30 年期房贷利率已经达到了 7.7% 以上。高利率压制了房地产的销售、抑制居民购房。

除了信贷会受压制外，2024 年财政刺激也存在退坡的预期，我们认为美国政府财政扩张的力度可能在 2024 年边际下降。政府层面，2024 年美国将在年末进行大选，大选年的赤字基本很难出现大幅上涨，尤其是总统与众议院分属不同党派的情况下，关于预算等财政相关支出事项的谈判难度可能明显上升。2023 年由于银行业风险等问题的出现财政信用快速扩张，2024 年除非再次出现类似的风险时间，财政信用大概率紧缩，美债净发行金额同时回落。

图表 4 美国财政赤字



图表 5 美国财政赤字环比

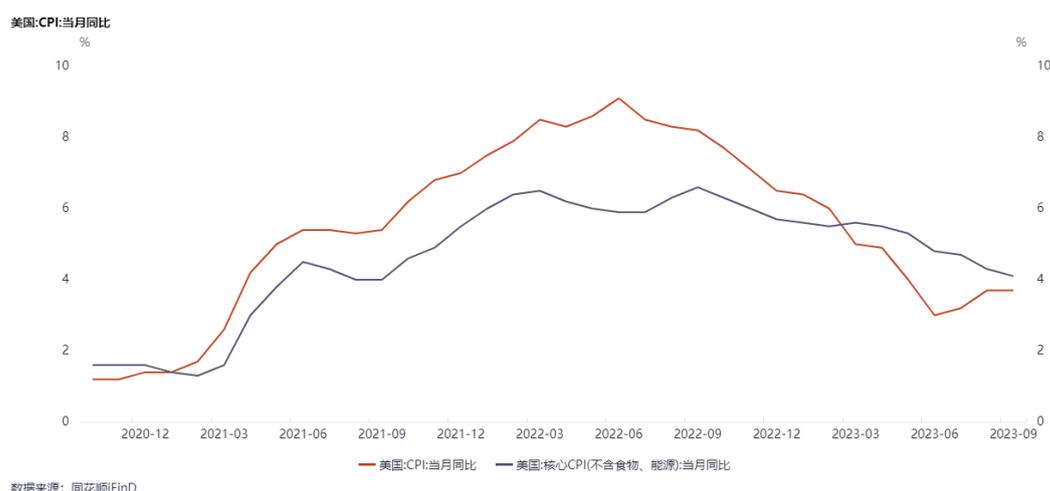


### 三、 阻止衰退与降息的博弈

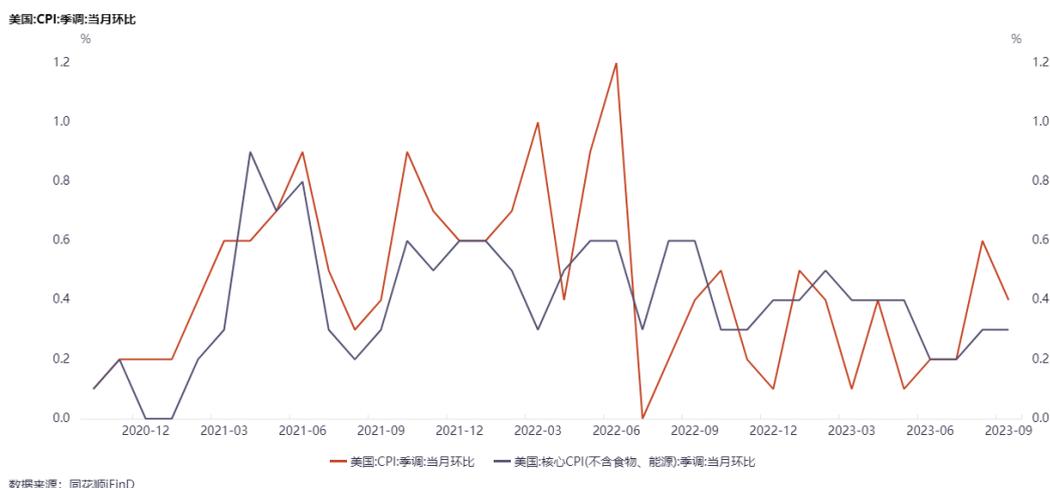
在经济的承压的背景下，美联储若能够及时将立场转向，那么或许能够避免衰退。自7月的加息后，美联储已经连续4个月维持利率不变。尽管官员在对外的沟通中依然保持着进一步加息政策的选项，但是市场普遍认为本轮加息已经结束，更有乐观的预期2024年一季度末将会出现首次降息，对于降息的预期不断升温。今年7月以来，美国市场金融条件不断收紧，市场对于进一步加息的判断逐渐降低，同时，通胀和通胀预期的稳定下降，经济指标的增长放缓一同为停止加息做出了作证。我们认为这些变化能够对停止加息做出判断，但不足以对降息做出判断，因为金融市场对联储态度的转变是十分迅速甚至超前的，这在去年的6月、11月以及今年3-4月均出现过，所以现在仅仅是金融信贷条件的收紧无法让美联储决定降息。只有当基本面指标出现叫大幅的反转后，美联储才可能会开启降息的沟通。这主要需要关注三大方面。

核心通胀下降至联储目标水平。近期的议息会议上，美联储明确表示核心通胀以及有所降低，但是还未能够达到美联储的目标水平。尤其是较为坚韧的核心通胀一旦降至联储的目标水平，降息的概率将会大大增强。近期由于油价的再度走强，且从疫情中恢复后供应链瓶颈问题解决带来的通胀下行逐步消退，通胀短期可能呈现震荡走势。但是往前看，我们认为随着商品价格的逐渐走弱以及劳动力市场的边际降温，美国核心通胀有望进一步走弱。

图表 6 美国 CPI 同比



图表 7 美国 CPI 环比

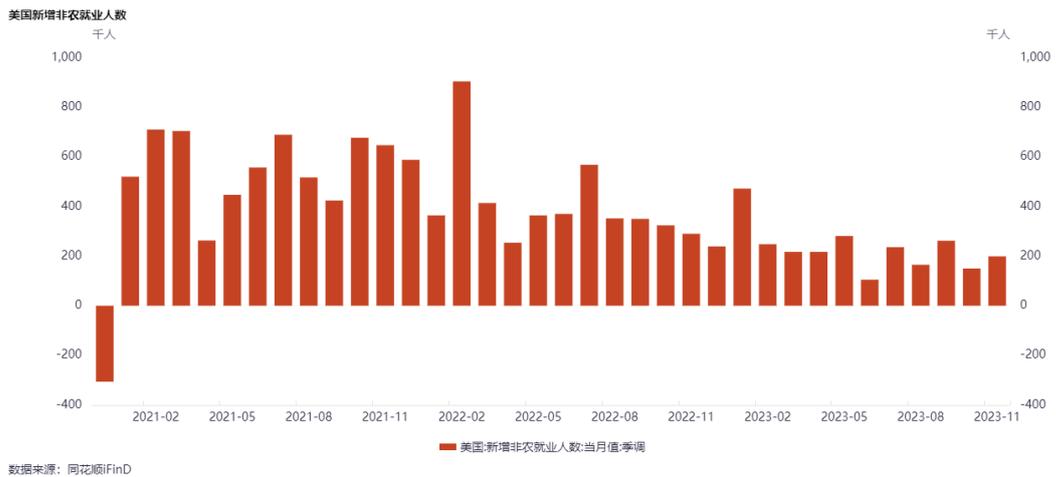


其次，劳动力市场的边际降温也将是美联储降息的重要影响因素。2023年美国劳动力市场持续修复，劳动参与率已回到疫情前接近水平。同时代表着劳动力市场需求表现得岗位空缺人数自2023年二季度起持续回落，截至10月，空缺率已回落至5.3%，虽然与疫情前不足5%的水平依然有差距，但可以看出前期持续紧张得劳动力市场逐渐恢复。整体来看，现有劳动力市场依然具有韧性，但是向前看我们认为会随着经济的走弱、空缺职位的减少而放缓增长，这也将为降息提供条件。

图表 8 美国劳动参与率



图表 9 美国非农就业数据



图表 10 美国失业率

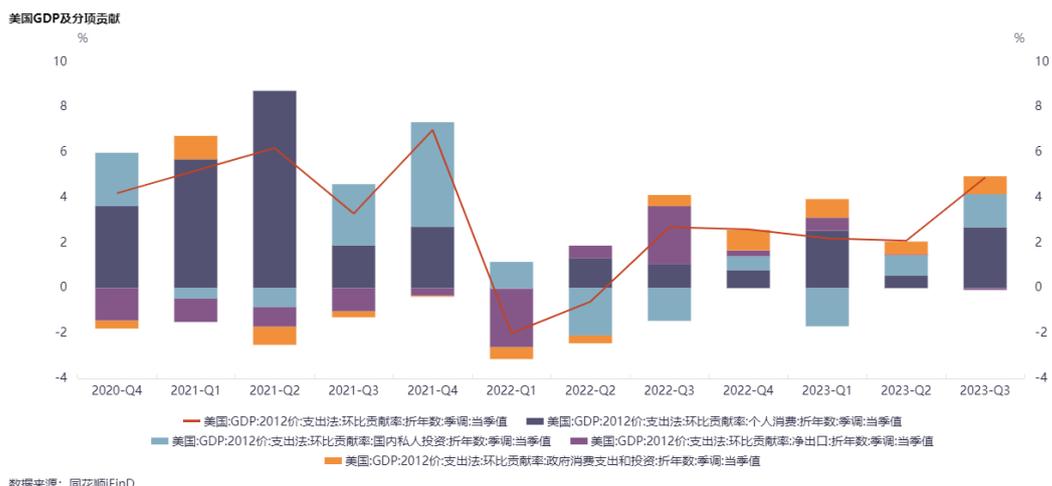


最后则是经济增长的放缓，通过观察历史上多次美联储转向前的经济数据，我们可以发现助推美联储放松货币政策需要多项经济数据的改变，或者说需要经济的基本面发生变化，可以通过观察GDP数据来衡量经济增长。以史为鉴，美国历史上加息周期末尾通常伴随着经济数据的走弱，但2023年美国经济展现出了超预期的韧性。通过数据上看，2023年三季度美国GDP环比折年增长4.9%，其中个人消费、国内私人投资和政府消费支出和投资均提供了正向增长的动力，个人消费贡献值达到2.69%，为GDP增长的主要驱动力来源。

图表 11 美联储降息前 GDP 变化情况



图表 12 个人消费为 GDP 增长主要动力



综合来看，我们认为美联储在年中开启降息的可能性较大，年内降息幅度大约为 100 个基点。至 2024 年底，美国联邦基金目标利率下降至 4.25%-4.5% 区间。那么 2023 年末至 2024 年 5 月的区间内，我们认为美联储将维持利率在现有 5.25%-5.5% 区间。未来随着劳动力市场的增长放缓，薪资及新增就业人数增加将会减少，导致经济增长和消费能力的边际放缓，传导至物品价格方面的展现就是

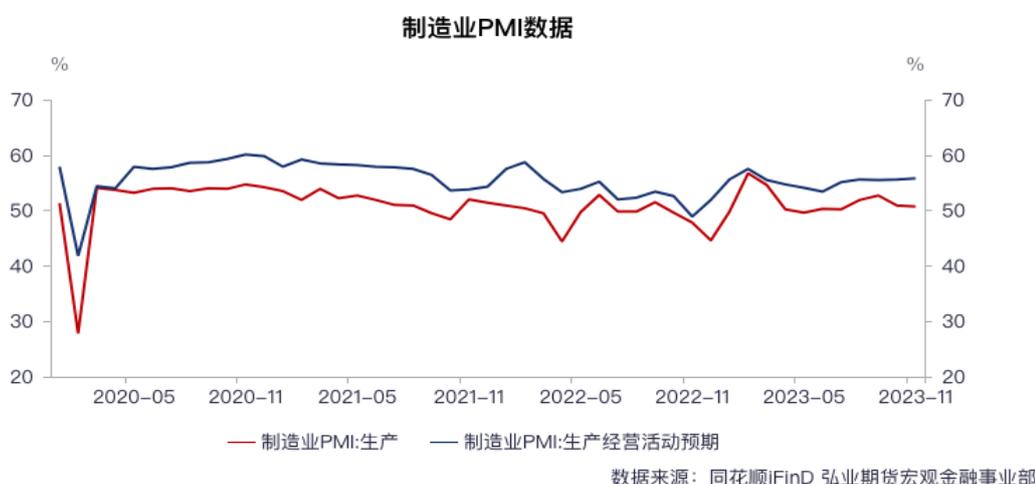
通胀尤其是核心通胀的下行。这些数据指标的放缓将会帮助美联储做出降息的决策。虽然现在市场普遍抢跑预测降息将在 2024 年 5 月甚至 3 月就开始，但我们认为美联储在 23 年银行业风险事件后，将会对做出货币政策转向更加谨慎，所以在条件未达到之前应该不会有态度上的转变，以防市场过多的抢跑。另一方面，为了帮助美国经济的“软着陆”，一旦开始降息后大概率出现连续降息的情况。

# 中国：经济持续恢复、回升向好

## 一、生产供给稳步增长

制造业生产活动持续扩张。自6月起制造业生产指数连续5个月均保持在临界点以上。大型企业PMI保持扩张。自5月起，大型企业PMI连续6个月保持在临界点以上。新动能较快增长。装备制造业PMI均保持在临界值以上；高技术制造业PMI几乎都处于景气区间。企业信心继续向好。今年以来生产经营活动预期指数均保持在临界值以上，制造业企业对市场发展前景总体保持乐观。

图表 13 中国制造业 PMI

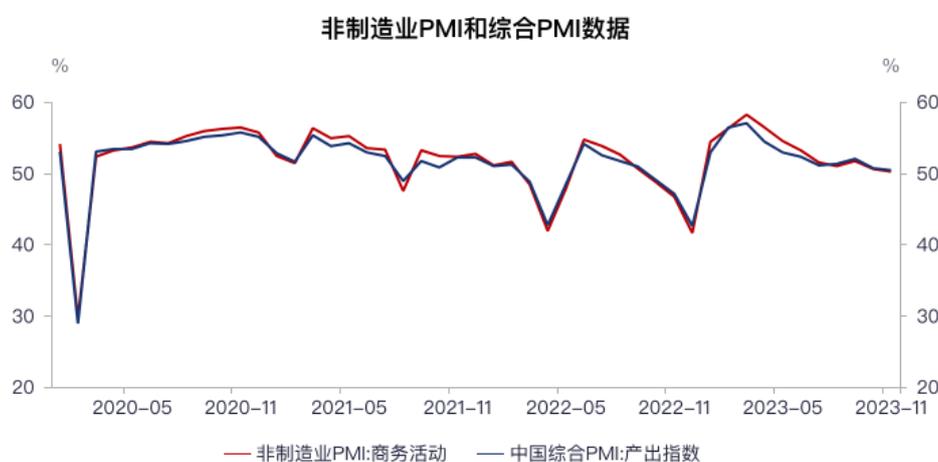


非制造业恢复发展步伐加快。1至11月非制造业商务活动指数均位于扩张区间，其中3月份非制造业商务活动指数为58.2%，为近年高点；4月起非制造业商务活动指数整体回落，但仍处于景气区间。随着各地工程施工进度加快推进，建筑业生产活动持续扩

张；随着各地促消费等政策显效发力，服务业持续恢复发展。

1至11月综合PMI产出指数均位于扩张区间，表明我国企业生产经营总体持续好转。其中3月份综合PMI产出指数为57%，为近年高点；4月起综合PMI产出指数整体回落，但仍处于景气区间。

图表 14 中国非制造业 PMI



数据来源：同花顺iFinD 弘业期货宏观金融事业部

**工业生产加快恢复。**1至10月，规模以上工业增加值同比增长4.1%，较1至9月加快0.1个百分点，今年以来呈逐月回升态势。分三大门类看，1至10月采矿业增加值同比增长1.8%、制造业增加值同比增长4.5%、电力热力燃气及水生产和供应业增加值同比增长3.3%。1至10月，41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长。其中，化学原料和化学制品制造业增加值同比增长9.5%、有色金属冶炼和压延加工业增加值同比增长8.3%、黑色金属冶炼和压延加工业增加值同比增长7.8%。在装备制造业方面，电气机械和器材

制造业增加值同比增长 13.6%、汽车制造业增加值同比增长 11.3%、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造增加值同比增长 6.3%。

图表 15 中国规模以上工业增加值



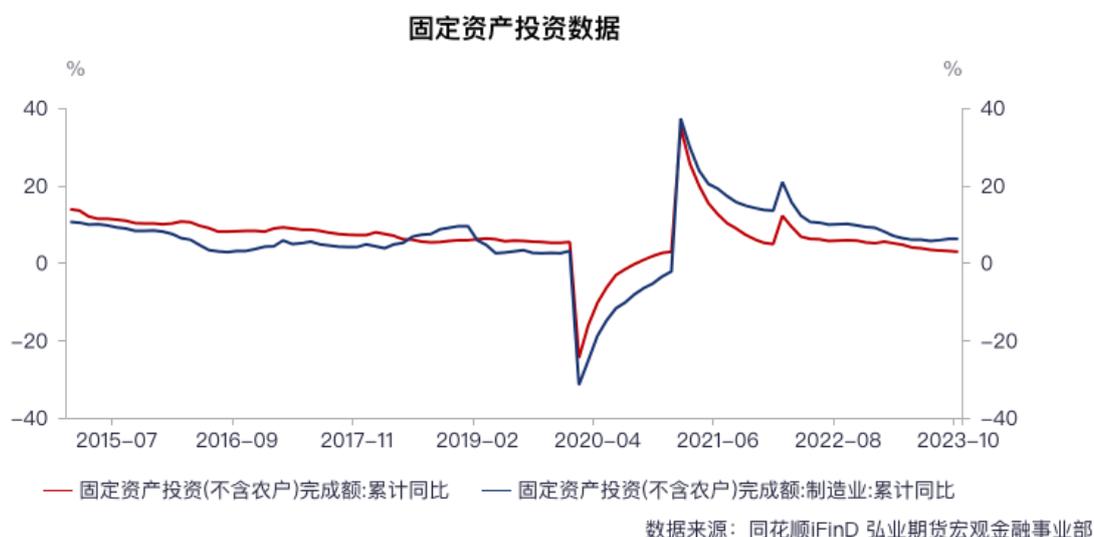
## 二、 投资、消费、出口持续恢复

随着扩大内需战略持续推进和一系列稳外贸稳外资政策出台，特别是稳投资、促消费政策作用逐步显效，市场需求继续升温。1至10月社会消费品零售总额 38.54 万亿元，同比增长 6.9%；全国固定资产投资（不含农户）419409 亿元，同比增长 2.9%。

投资方面，制造业投资表现突出。分产业看，第一产业投资 8882 亿元，同比下降 1.3%；第二产业投资 132454 亿元，同比增长 9.0%；第三产业投资 278074 亿元，同比增长 0.4%。第二产业中，工业投资同比增长 8.9%。其中，制造业投资增长 6.2%，增速与前三季度持平，比全部固定资产投资高 3.3 个百分点。10 月生产指数仍高于临界点，制造业生产仍在扩张，工业企业利润降幅收窄，支

撑制造业投资增长。其中，装备制造业投资增速较快，金属制品、机械和设备修理业投资同比增长 80.7%，电气机械和器材制造业投资同比增长 36.6%，仪器仪表制造业投资增长 24.2%，汽车制造业投资增长 18.7%。

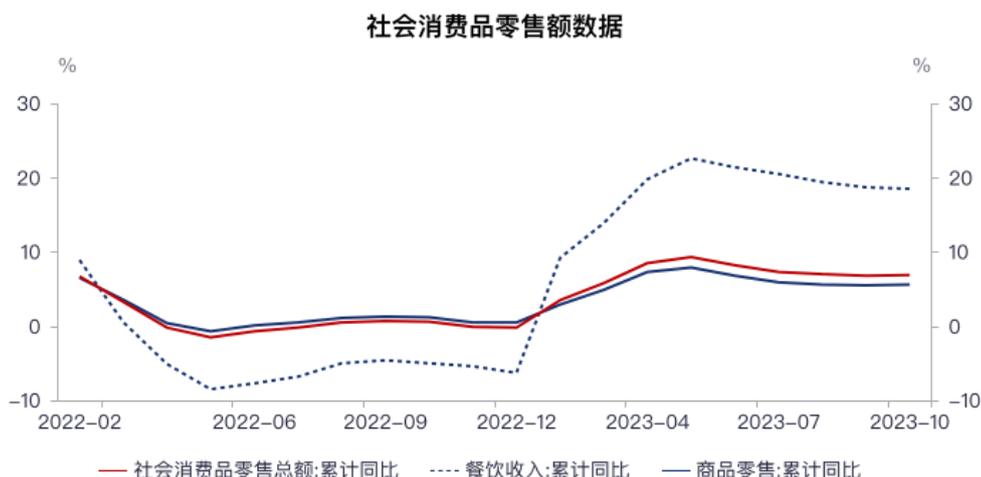
图表 16 中国固定资产投资



**消费方面，商品零售增势良好，餐饮消费较快增长。**1至10月商品零售总额累计 34.35 万亿元，同比增长 5.6%。从商品类别看，限额以上单位中近 9 成商品类值零售额实现同比增长，其中基本生活类商品零售继续保持较快增长。1至10月，限额以上单位粮油食品、烟酒类商品零售额同比分别增长 5.2%、10.3%，服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长 10.2%。伴随市场供给体系逐步完善，消费热点不断拓展，居民多样化、个性化、品质化消费持续增加，升级类消费需求不断释放，1至10月，限额以上单位化妆品类、金银珠宝类商品零售额同比分别增长 6.2%、12%。餐饮消费较

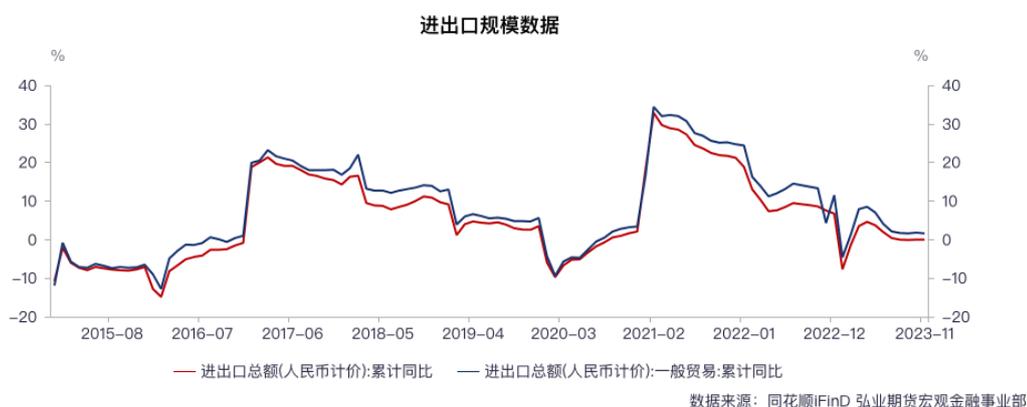
快速增长。1至10月餐饮收入4.19万亿元，同比增长18.5%，其中限额以上单位餐饮收入1.09万亿元，同比增长18.8%。

图表 17 中国社会消费品零售额



**出口方面，稳中向好的发展态势持续巩固，贸易结构持续优化。** 进入四季度，我国外贸发展的积极因素不断增多，进出口连续两个月同比增长，稳中向好的发展态势持续巩固。按人民币计价，1至11月我国外贸进出口总值38万亿元，与去年同期持平，其中出口21.6万亿元，同比增长0.3%，进口16.4万亿元，同比下降0.5%，贸易顺差5.2万亿元。1至11月一般贸易进出口同比增长1.6%，占进出口总额64.76%，比去年同期提高0.93个百分点；机电产品出口增长2.8%，占出口总额的58.59%，比上年同期提高2.14个百分点。

图表 18 中国进出口同比



图表 19 中国机电产品出口规模

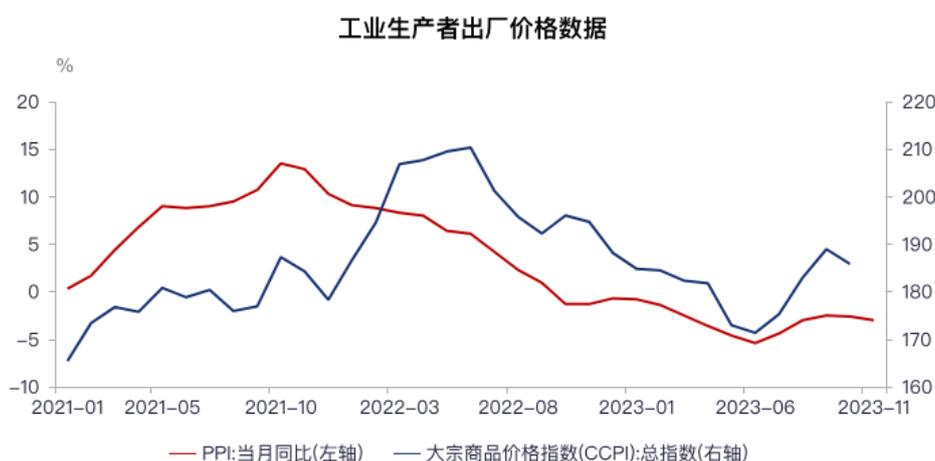


### 三、 企业利润逐步改善

工业生产者价格指数降幅收窄。1至11月，工业生产者出厂价格同比下降3.1%。其中，生产资料同比下降3.9%，生活资料与去年同期持平。主要行业中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属冶炼及压延加工业等行业PPI同比降幅均超过10%。装备制造业中，金属制品业、计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、通用设备制造业等PPI同比下降3.2%、1.5%、1.2%、

0.3%。

图表 20 中国 PPI&CCPI



数据来源: 同花顺iFinD 弘业期货宏观金融事业部

**企业盈利水平逐步改善。**1至10月,全国规模以上工业企业实现利润总额61154.2亿元,同比下降7.8%,降幅较1至9月份收窄1.2个百分点。其中,采矿业实现利润总额11142.5亿元,同比下降19.7%,降幅较1至9月收窄0.2个百分点;制造业实现利润总额44147.1亿元,同比下降8.5%,降幅较1至9月收窄1.6个百分点;电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额5864.6亿元,同比增长40%,增速较1至9月提高1.3个百分点。在国家统计局公布的41个行业中,有18个行业的利润总额呈现正增长,主要集中在装备制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业。1至10月,装备制造业利润同比增长1.1%,增速高于规上工业平均水平8.9个百分点,其中电气机械、铁路船舶航空航天运输设备、通用设备行业利润分别增长20.8%、19.1%和10.4%。1至10月,电力、热力、

燃气及水生产和供应业利润同比增长 40%，增速高于规上工业平均水平 47.8 个百分点，其中电力热力生产和供应业同比增长 50.1%。

图表 21 中国规模以上工业企业利润



# 国债期货：政策力度加强，期债或现 V 字行情

## 一、行情回顾

2023 年年初，由于疫情高峰的结束，经济逐渐复苏，市场对于经济向好的预期升温。下文将从资金面、基本面、政策面和海外市场环境这几个方面回顾 2023 年国债期货价格的走势。

### (一) 资金面

由于春节将至的原因，1 月资金面偏紧，资金利率（R007,DR007,FR007,质押式回购定盘利率和 SHIBOR）较之前大都呈现震荡上行的趋势。季节性的因素是 1 月资金面收敛的主要原因，而 2023 年 1 月资金面的收紧较往年相对温和则是因为央行为维护流动性，进行了大量公开市场净投放以及 MLF 加量平价续作操作。

2 月资金利率显著上行，这是由于春节后大量逆回购到期，资金回笼却不及预期。从 R007 的季节性来看，2 月资金面的收紧符合季节性规律，但今年资金利率涨幅大于往年同期，这意味着今年 2 月资金面收紧力度超过预期。

3 月整体资金利率则较 2 月有所回落，资金面边际转松，但临近跨季时，资金面大幅收紧。从 R007 的季节性来看，今年 3 月临

近跨季的资金面收紧幅度远超市场预期，这是由于今年3月的公开市场净投放量弱于往年同期。

由于税期的原因，4月资金利率维持震荡且临近跨月震荡上行。今年4月资金面收紧幅度与往年同期持平，但由于3月临近跨季的资金面收紧尚未缓解，资金面整体较往年同期偏紧。

尽管5月是缴税高峰还受节假日影响，资金面仍然维持平稳宽松，从季节性特征来看，今年5月的资金利率低于往年同期且公开市场净投放量低于往年同期。

由于节假日，跨季和跨半年效应，6月资金利率上行，尤其在月末，R007突破3%，资金面收紧，这符合季节性规律。从公开市场的净投放量来看，今年6月的净投放量远超预期。

7月资金利率回落，资金面整体维持宽松，符合季节性特征，尽管从公开市场的净投放量来看，今年7月的净投放量低于往年同期。而8月资金面的先松后紧，也符合季节性特征，但今年8月的货币净投放量高于往年同期。

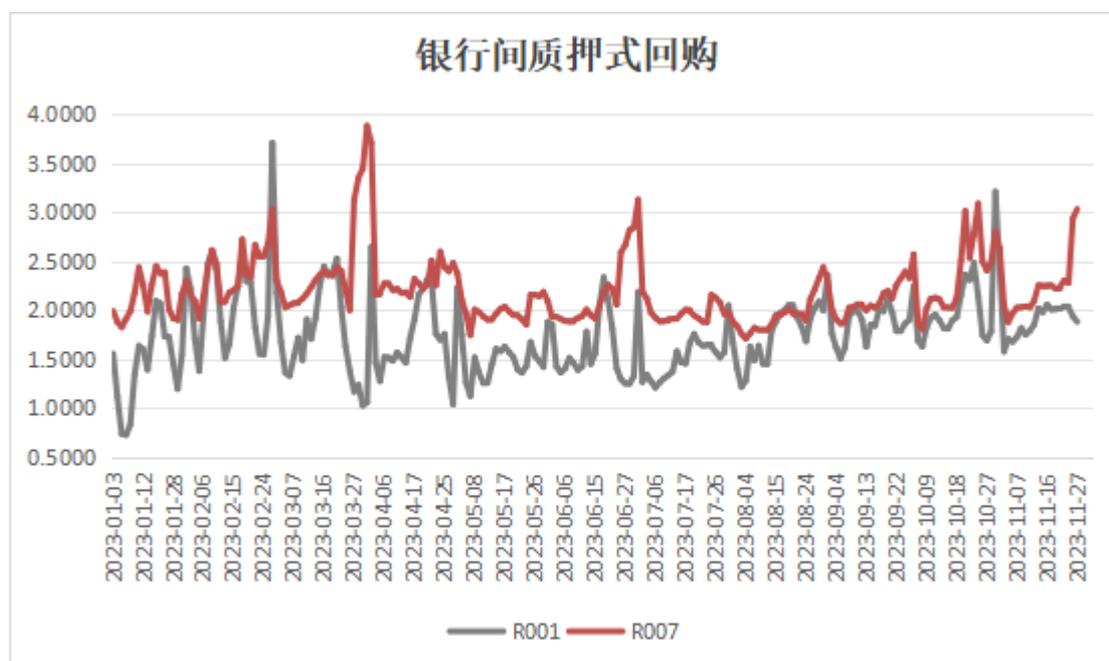
由于地方债发行节奏加快，税期叠加跨季等因素，9月资金利率上行，延续收敛趋势，收紧幅度和公开市场净投放量皆与往年同期一致，符合季节性规律。

10月资金利率于月初回落并于月末上行，资金面先松后紧，这

是由于节假日效应以及月末政府超预期推出的一万亿特别国债。因此，从 R007 的季节性特征来讲，月末资金收紧幅度远超市场预期。

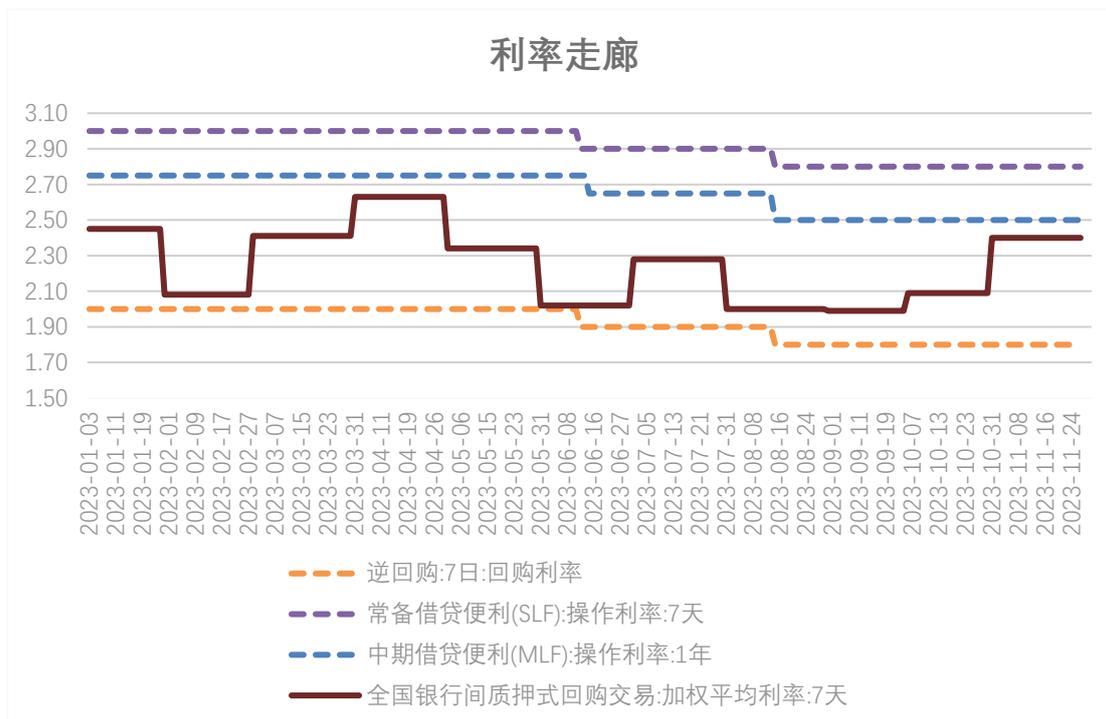
11 月资金面维持偏紧趋势，月末资金面大幅收紧，收紧幅度远超往年同期，且今年 11 月的公开市场净投放量也超过市场预期。

图表 22 银行间质押式回购利率



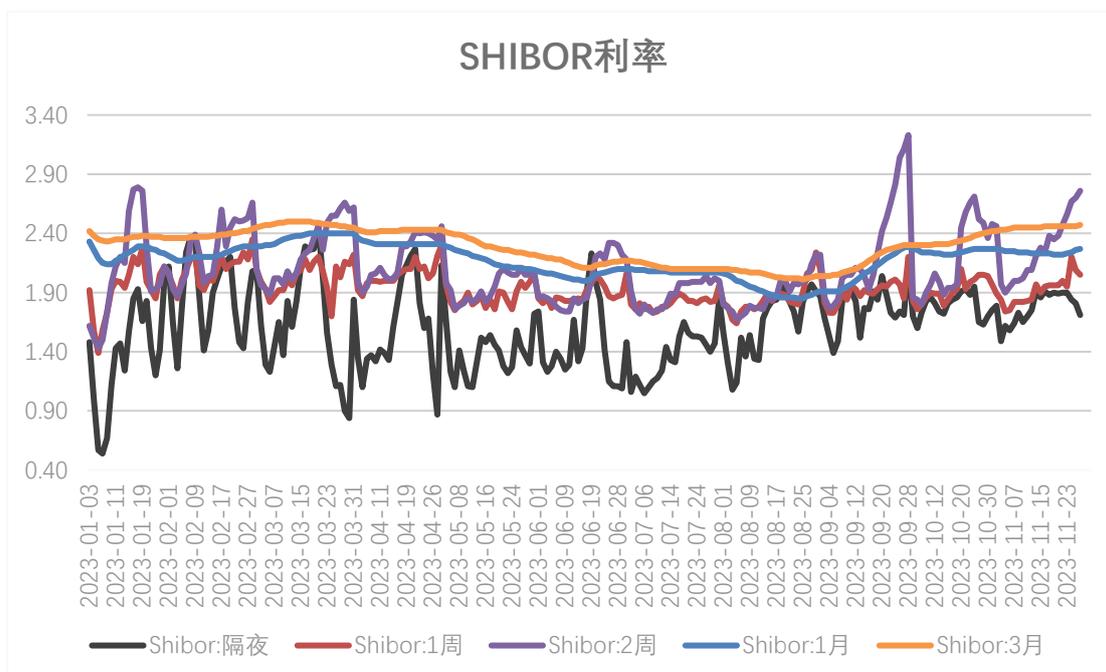
数据来源：iFind

图表 23 年内利率变化情况



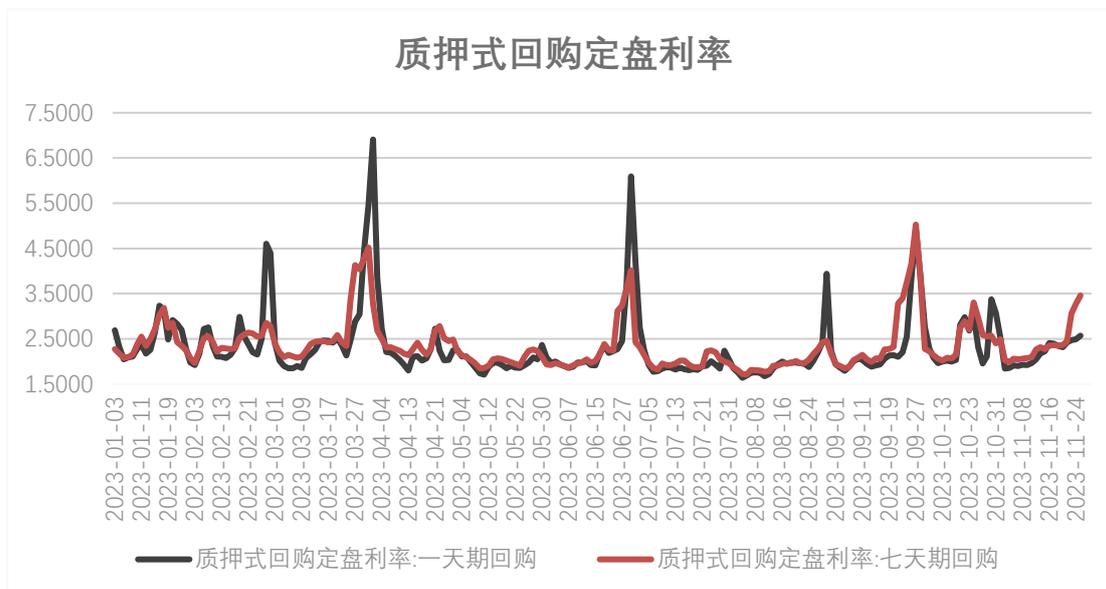
数据来源: iFind

图表 24 SHIBOR 利率



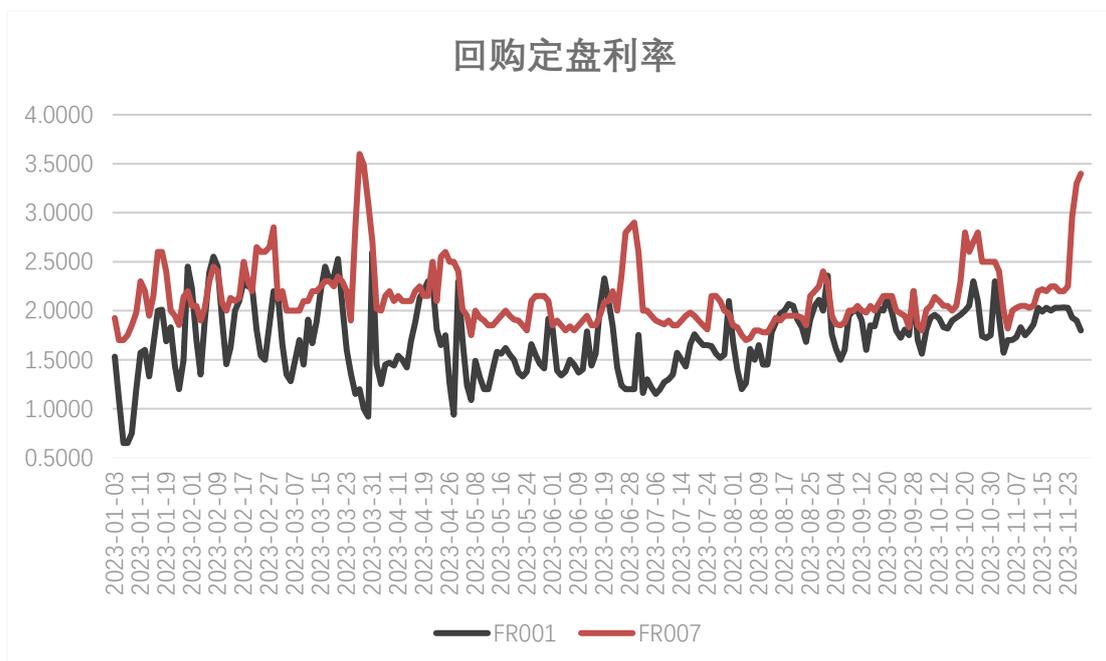
数据来源: iFind

图表 25 质押式回购定盘利率



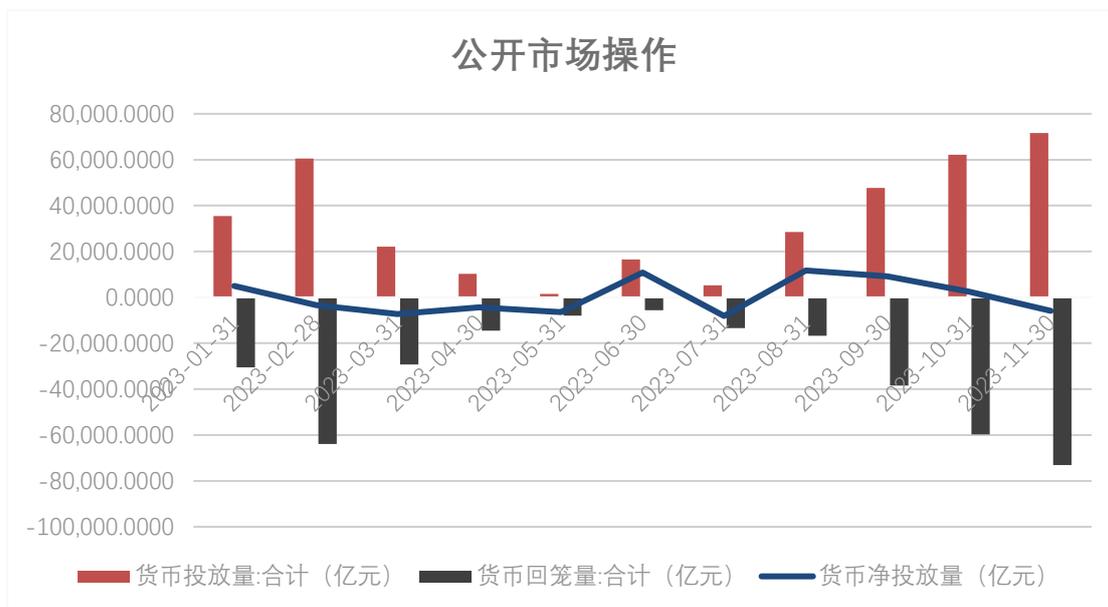
数据来源：iFind

图表 26 回购定盘利率



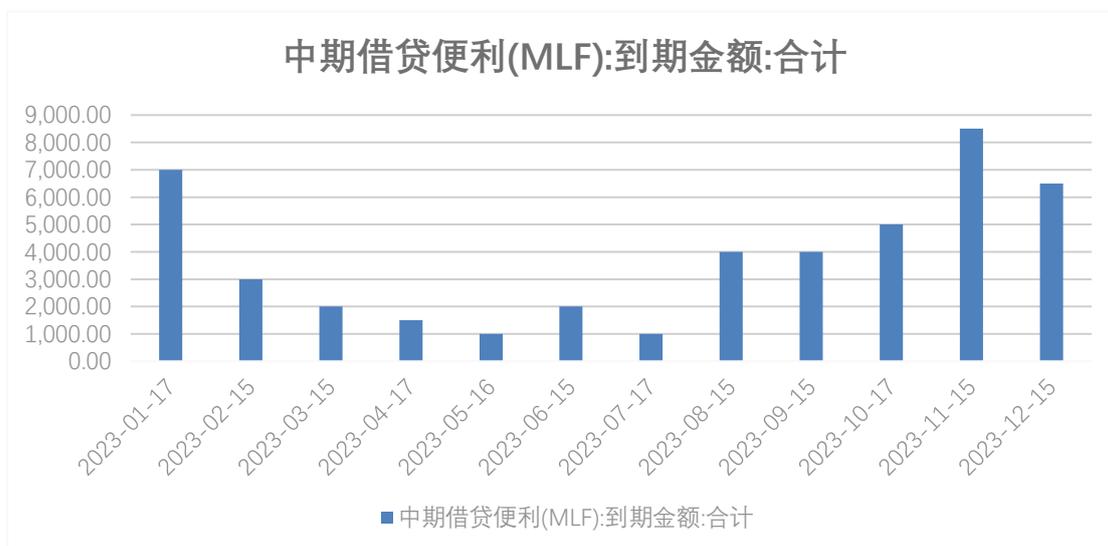
数据来源：iFind

图表 27 公开市场操作



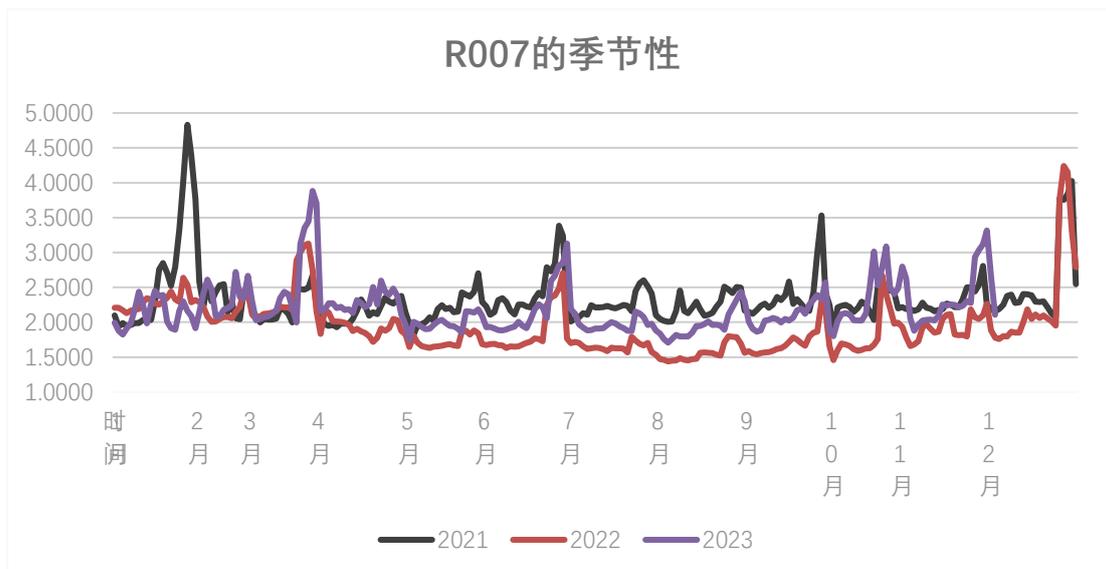
数据来源: iFind

图表 28 中期借贷便利(MLF):到期金额:合计



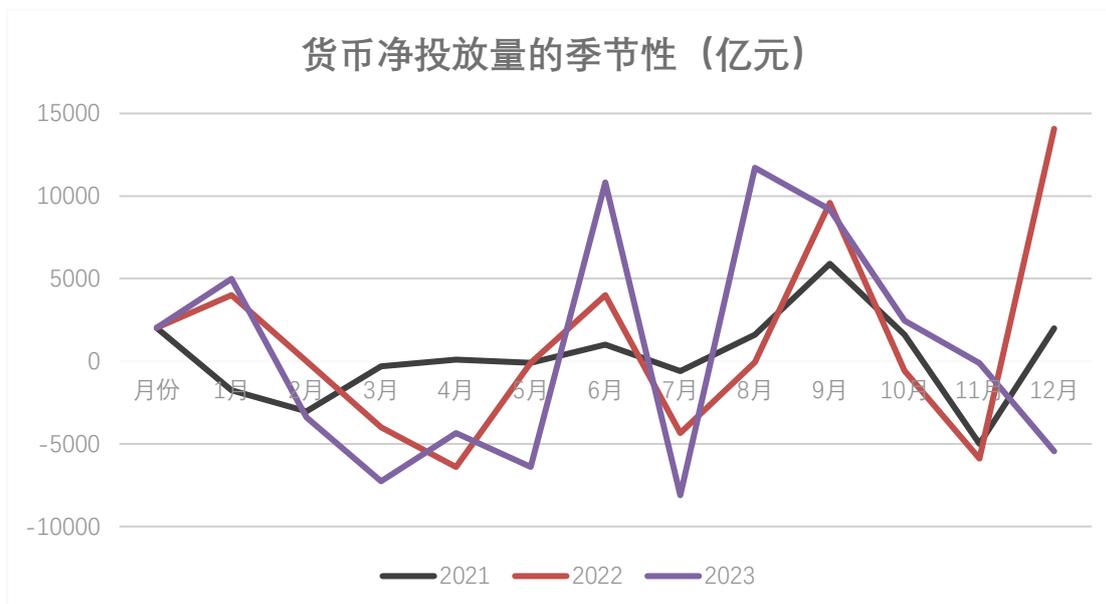
数据来源: iFind

图表 29 R007 季节性情况



数据来源：iFind

图表 30 货币净投放量的季节性（亿元）



数据来源：iFind

## (二) 基本面和政策面

由于降息降准预期落空，市场对于经济复苏的预期升温叠加收

紧的资金面，整体来讲，1月国债期货价格震荡下行，期间由于公布的去年12月制造业PMI数据不算理想，期债价格曾小幅回升。

2月期债价格趋势为上升回落再反弹。月初到月中的价格上行，是由于尽管经济呈复苏态势，但并未超出市场预期，而临近下旬的价格回落，则是由资金面超预期收紧导致的。

3月期债价格受央行超预期降准的政策的影响，震荡上行。期债价格上行的另外一个原因则是公布的2月经济数据疲软，市场对于经济复苏的态度悲观。而尽管第一季度的GDP增速超预期，但基本上PMI数值超预期回落，显示经济复苏的内需动能不足，市场对于经济复苏的持续性持怀疑态度，因此，4月期债整体上行。

期债于5月继续走强的主要原因之一为资金面转松。此外，基本上，PMI数值回落，且低于荣枯线；地产销售依旧表现平平，而票据利率回落幅度较大，信贷投放可能进一步放缓。基本面的弱势，风险资产的大幅回调以及市场风险偏好下行都对债市较为友好。

6月由于降息，债市迎来大幅波动，总体而言6月期债呈现震荡格局。基本上，公布的5月PMI数值略低于预期，经济依然偏弱，因此，6月期债的震荡格局是由弱基本面，紧资金面和降息政策之间的博弈造成的。

基本上，经济数据复苏仍然不及预期以及宽松的资金面对于

7月债市有所支撑，以致期债价格先上升后回落。期债价格回落的主要原因则是月末政治局会议释放的政策信号好于前期预期。

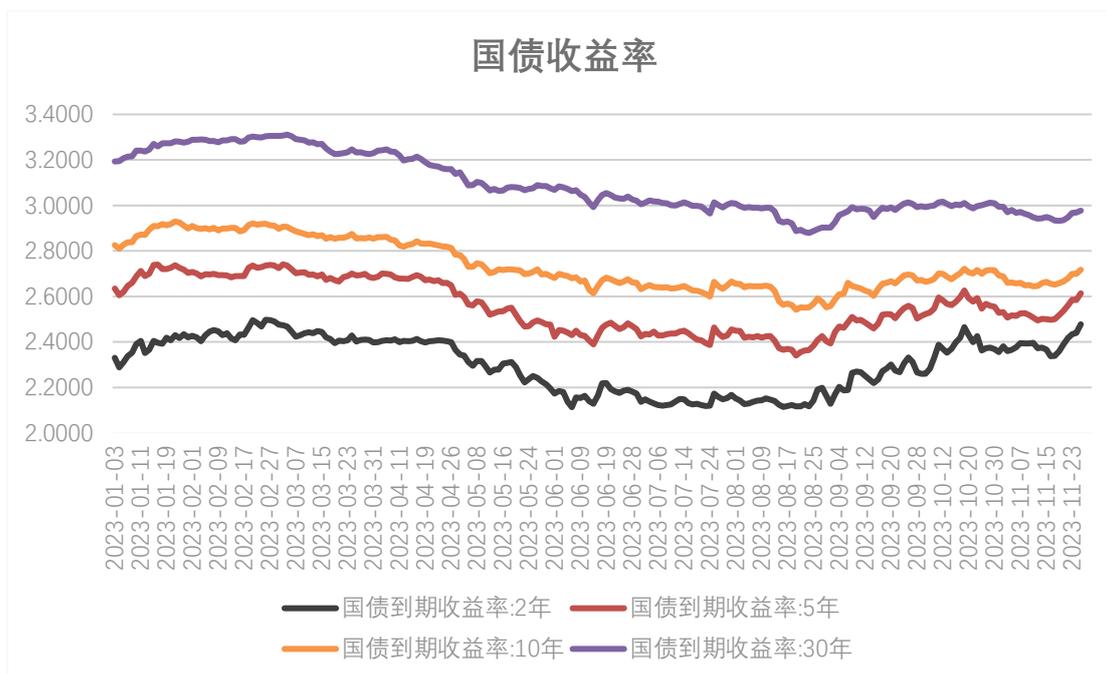
8月基本上，PMI指数不及预期，叠加碧桂园事件继续发酵，信托产品暴雷，国内高频数据表现不及预期，债市下行的空间不大。政策面上，央行超预期降息博弈积极的财政政策叠加股市利好政策频出，总体来讲，8月期债维持震荡。

9月期债震荡偏弱，主要是因为资金面持续偏紧以及政策面上地产政策不断发力。9月MLF平价加量续作和央行降准，支持央行继续加大信贷投放，扭转市场对于经济的悲观预期也是债市承压的另一原因。基本上，经济和金融数据好坏参半，对债市影响有限。

基本上，10月公布的PMI数据不及市场预期，缺乏内需动能，金融数据总量继续回升，但结构一般，经济还处于修复阶段。政策面上，10月超预期追加1万亿国债提升了对经济增长的预期，利空国债。总体来说，10月期债价格延续震荡趋势。

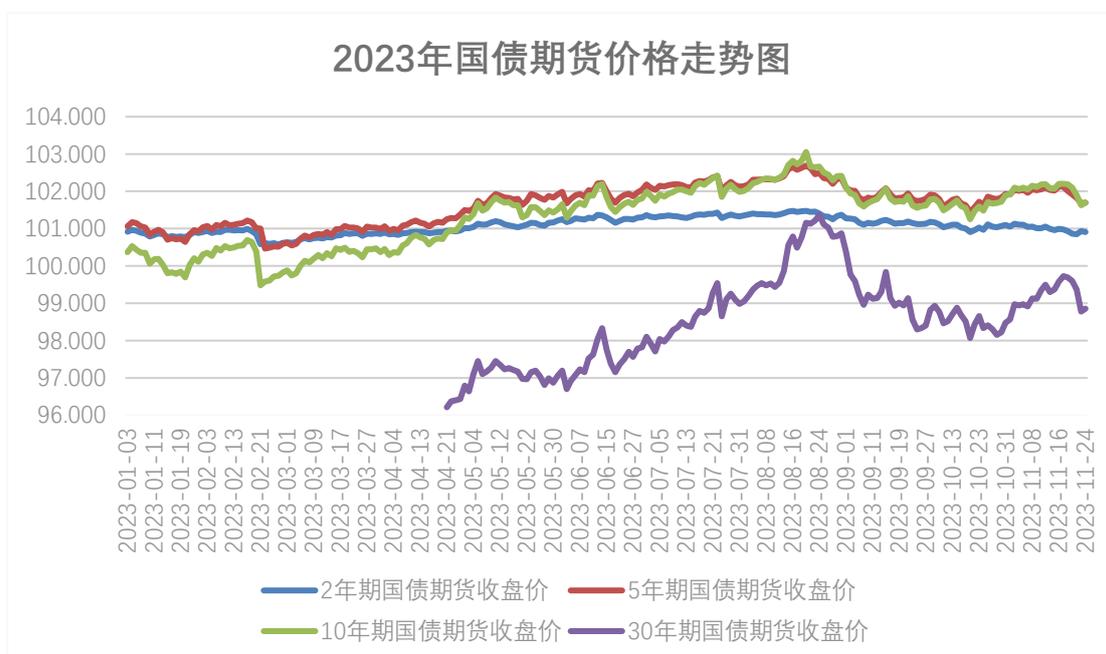
11月上旬由于基本面数据不及预期博弈月中降准预期，期债价格延续震荡。11月中旬由于降准落空，债市明显承压。11月下旬受宽地产发力和资金面偏紧预期压制，在政策层再度提及“资金空转”背景下，债市整体显著调整。

图表 31 国债收益率



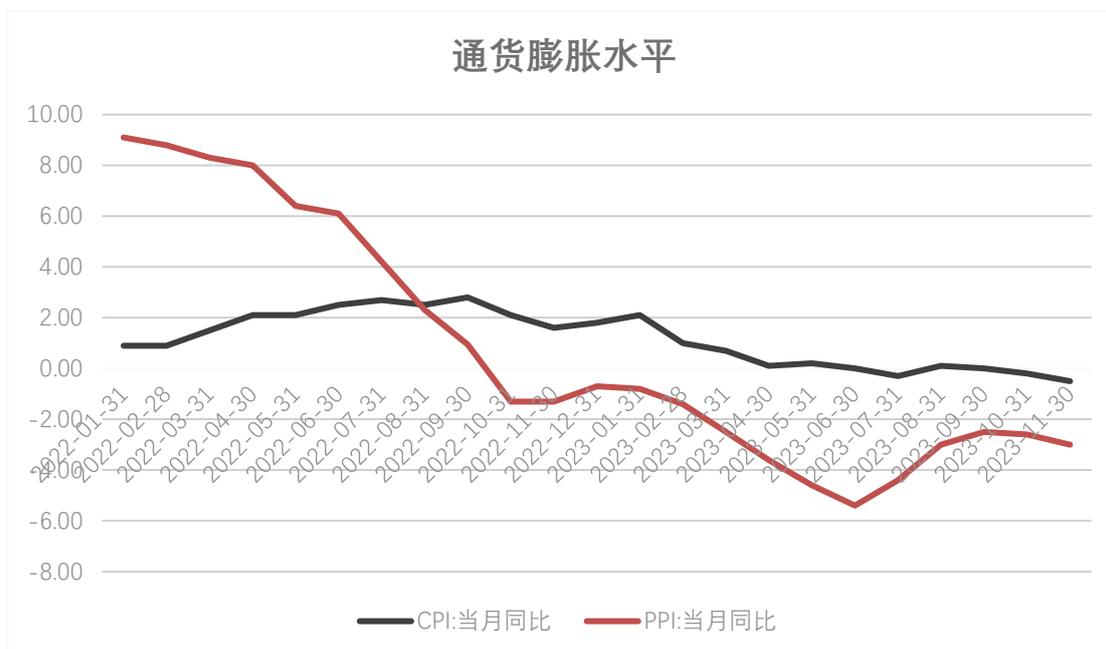
数据来源：iFind

图表 32 2023 年国债期货价格走势



数据来源：iFind

图表 33 通货膨胀水平



数据来源：iFind

### (三) 海外因素

受到美国非农就业走弱和 CPI 持续放缓的推动，1 月美债收益率整体下行。1 月下半月由于第四季度的经济数据博弈美联储 2 月议息会议的预期，美债维持震荡。总体来说，1 月海外通胀回落，加息节奏放缓，海外因素对国内货币政策的压制进一步转弱。

2 月美国经济数据总体超预期，如大部分的就业、通胀、个人消费支出及 PMI 等数据表现超过预期，但部分数据如耐用品订单等则出现不及预期的情况。市场对于美联储的加息预期升温，美元指数和美债收益率连续走高，中美利差倒挂加深，对债市形成一定压力。

3月欧美大多数经济数据回落，例如美国三月份公布的制造业PMI数据为46.3，非制造业PMI为51.2，均出现了明显的回落，中美利差倒挂减弱，利好债市。4月欧美市场经济延续紧缩，且美联储议息会议如期加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调至5%-5.25%，降低了市场对于美联储继续加息的预期，美元指数与美债收益率回落，对国内期债压力减弱。

5月受到银行危机再次发酵以及美国债务上限问题迟迟未能解决的影响，海外金融市场风险偏好仍然偏低。基本上，美国经济数据向好，非农数据表现超预期，市场对于经济衰退的担忧减弱。此外，美联储对于6月是否暂停加息陷入分歧，6月停止加息预期有所降温，美元指数与美债收益率连续反弹走高，中美利差倒挂再度走阔。

6月如约暂停加息，但美联储暗示年内还会加息两次，且由于欧美核心通胀数据和就业数据持续超预期，高息环境将维持更长时间，对人民币汇率的企稳和债市带来持续的压力。

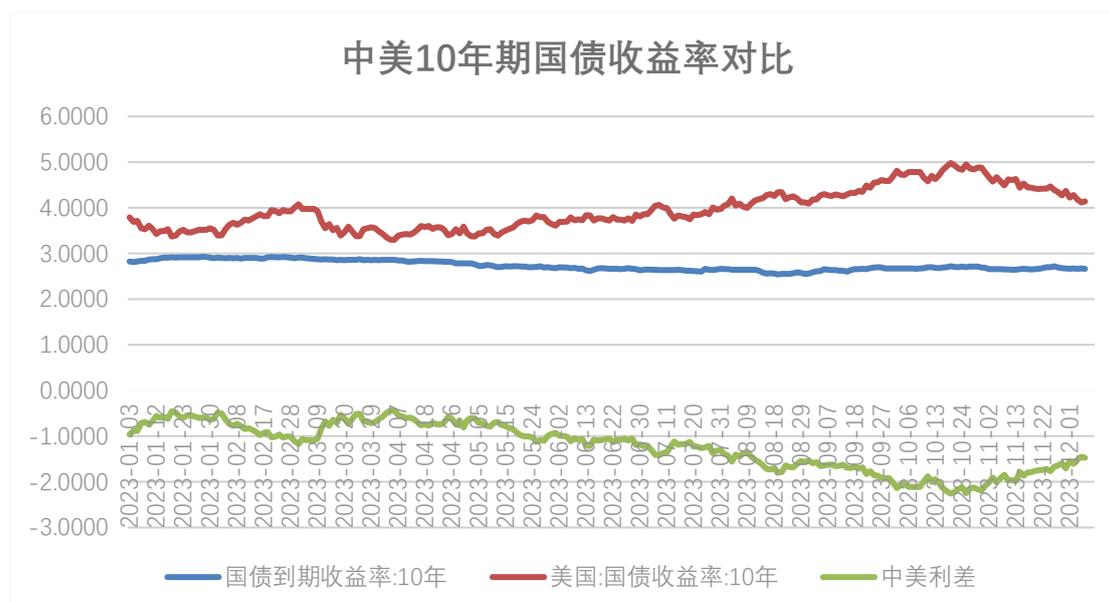
美国7月基本上，经济数据有所回落，但仍保持较强的韧性，政策面上，7月如约加息25bp，符合市场预期，中美10年期国债利差倒挂幅度高达120bp左右。8月美国债务负担较高且不断增长，三大评级机构之一惠誉下调了美国的信用评级，美国非农数据低于预期，劳动力市场有所降温，美国或将保留加息的选项，但9月继续加息的可能性降低，中美利差倒挂仍然不断走阔。

美国 9 月公布的非农数据超预期强劲，第二季度美国实际 GDP 增速略微放缓，这表明美国经济仍运行良好，但有降温迹象。9 月美联储暂停加息，符合市场预期，且市场对 11 月加息的预期升温。此外，巴以冲突加剧，市场避险情绪升温。

美国 10 月公布的 GDP 数据强劲，支持利率在高位停留更久，美债收益率维持高位震荡，国际资本仍有一定外流压力。美联储 10 月暂停加息，且市场预计 12 月继续暂缓加息，中美利差倒挂的压力有所减弱。

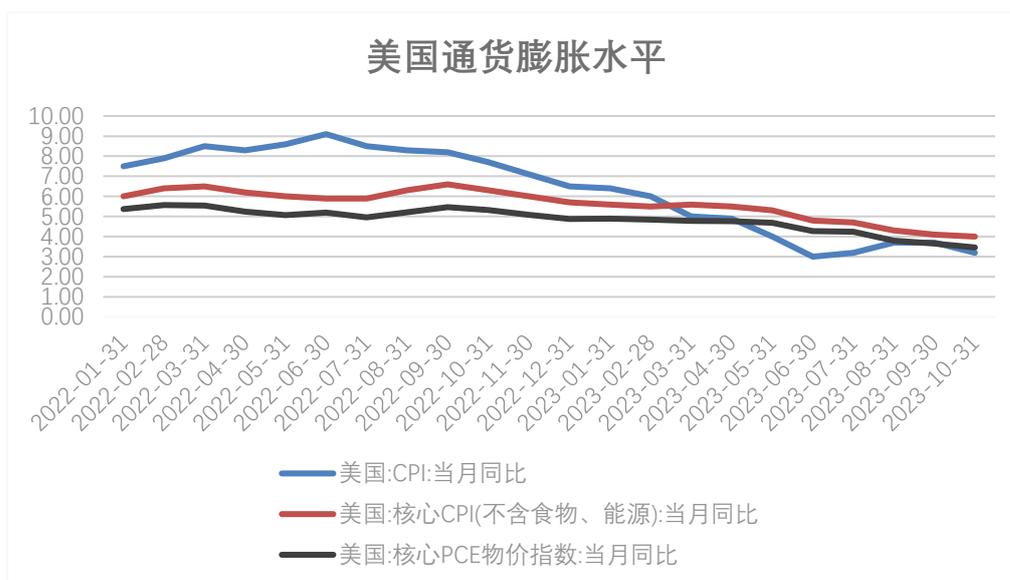
11 月公布的经济数据表明美国经济开始走弱，叠加降息预期提前以及美债供需关系改善影响下，美债利率和美元指数均显著回落，汇率对国内货币政策的掣肘逐步减弱。

图表 34 中美 10 年期国债收益率对比



数据来源：iFind

图表 35 美国通货膨胀水平



数据来源：iFind

## 二、 展望后市

### (一) 资金面

中央政治局会议定调 2024 年经济工作，会议指出要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。

这一指示已经体现在 2023 年的财政政策上，例如第四季度增发了一万亿国债，体现出“强化逆周期和跨周期调节”的政策意图，既稳定了 2023 年四季度经济增长，又推动了 2024 年上半年经济加快恢复，因此，明年将会延续这一政策基调。此外，预计 2024 年财政赤字率可超过 3%，这对外释放政策加力的信号。

资金面上，积极的财政政策和稳健的货币政策都将导致明年的资金利率整体较今年小幅下降，资金面整体较今年偏向宽松。看好财政支出发力，预计明年资金面先松后紧。由于 8 月以来，地方债发行加速叠加国债超发，财政存款增速震荡上行，财政资金淤积明显，预计明年财政支出力度大于发债力度。此外，从季节性的角度来看，除非公开市场操作超预期，资金面一般在 4-5 月和 7-8 月较为宽松。

## (二) 基本面和政策面

基本上，预计 2024 年经济增长稳中向好，国际货币基金组织于 11 月上调了对于中国经济增长的预期，预计 2024 年中国 GDP 将增长 4.6%。此外，世界银行、摩根大通、高盛集团等多家金融机构也纷纷上调对于中国经济增长的预期。中国人民大学主办的“中国宏观经济论坛”年度报告指出，预计 2024 年，随着周期性因素的筑底回升，经济增速会进一步向上修复，会从 2023 年行业分化的状态转为更均衡的增长，价格有望实现温和增长，微观主体的经济复苏体感会明显提升。普遍来讲，市场对于中国 2024 年的 GDP 增速预期要低于对今年的增速预期--5.3%。

政策面上，明年的政策基调将是“稳中求进、以进促稳、先立后破”。首先，这意味着适度宽松的货币政策和更加积极的财政政策，即 2024 年还将继续降准降息。其次，会有防范化解重点领域风险，包括房地产、地方债、中小金融机构等的政策出台。尤其是楼市方

面，尽管 2023 年频出利好政策，房地产销售相关数据仍未逆转负增长的态势，因此，2024 年将继续出台相关政策，以扭转楼市的现状，预计 2024 年城中村改造会进一步放松，一线城市的首套和二套房首付比例、房贷利率等或将继续下调，保障房投资建设有望加快推进。最后，扩内需稳外需将是明年政策面上的重中之重。2023 年的经济修复较弱的原因之一便是内需动能不足，因此，要在消费和投资方面综合发力，以扩内需。此外，2023 年外需也比较低迷，我国外贸运行压力不小，因此，2024 年政策面上需加强对稳住外贸基本盘的重视。

### (三) 海外因素

2023 年以来，中美利差倒挂，货币政策的放松受到制约，经济复苏的情况不及预期。市场预计 2024 年上半年美国或仍将维持高息，这是由于美国通胀有粘性，且美联储官员曾表示为了缓解通胀，不排除进一步加息的可能性。但整体来讲。美国通胀有望于 2024 年缓解，一旦缓解，就会带来美债利率的快速下行，或将缓解中美利差倒挂的压力。此外，2024 年美国有望开启降息周期，只是降息周期开启的时间点尚不明确，美联储及市场对此有所分歧。

### (四) 综合判断

综上所述，预计 2024 年资金面先松后紧，利好政策频出，汇率对于货币政策的压制减弱，国债期货收益率或将先下后上。尽管 12

月的政治局会议指示 2024 年的政策基调会比较积极，但基本面数据并不能及时反映积极的政策，所以预计 2024 年上半年经济还在修复的阶段，经济复苏的强预期博弈弱现实，关注政策对于经济的刺激效果是否能超预期，理想的情况下，下半年内需动能增强，基本面数据利空债市。

# 股指期货：寒冬已至，春风不远

## 一、指数行情回顾

图表 36 2023 年全球股指涨跌幅

指数名称	1月3日开盘*	12月7日收盘	涨跌幅
纳斯达克综指	10562.06	14339.99	35.77%
日经225	25834.90	32858.31	27.19%
标普500	3853.29	4585.59	19.00%
德国DAX	14116.07	16628.99	17.80%
法国CAC40	6580.09	7428.52	12.89%
韩国综指	2230.98	2492.07	11.70%
道琼斯工业平均	33148.90	36117.38	8.95%
俄罗斯RTS	966.38	1051.21	8.78%
澳大利亚普通股	7221.70	7384.70	2.26%
富时100	7451.74	7513.72	0.83%
恒生指数	19570.43	16345.89	-16.48%

数据来源：弘业期货 iFind

2023 年，国际市场主要指数以上涨为主。其中纳斯达克综合指数涨幅明显，全年涨幅超 35%，其次日经 225 指数涨幅超 27%居第二，美国标普 500 指数涨幅近 20%位居第三。德国、法国、韩国、俄罗斯、澳大利亚、英国等发达国家股市表现较好。香港恒生指数全年以震荡下行行情为主，整体下跌超 16%，排名靠后。

图表 37 2023 年中国股指涨跌幅

指数名称	1月3日开盘*	12月7日收盘	涨跌幅
北证50	942.61	1003.04	6%
上证指数	3087.51	2966.21	-4%
中证1000	6286.81	6020.83	-4%
中证500	5861.55	5481.14	-6%
科创50	960.51	847.48	-12%
沪深300	3864.84	3391.28	-12%
上证50	2628.67	2274.83	-13%
深证成指	11003.05	9519.91	-13%
创业板指	2339.98	1877.21	-20%

数据来源：弘业期货 iFind

国内市场 2023 年以下跌为主，其中仅北证 50 指数在年内走出深 V 走势后，涨幅为正，达 6%，创业板指年初涨至相对高点之后一路下行，全年下跌近 20%，排名靠后。与股指期货相关的四大指数中，中小盘指数中证 1000 和中证 500 指数跌幅较小，跌幅个位数，大盘指数沪深 300 和上证 50 跌幅较大，跌超 10%。

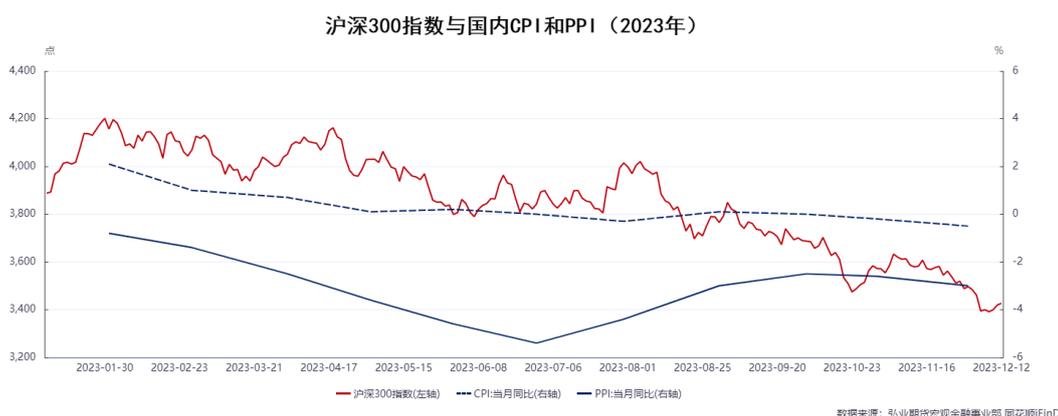
图表 38 沪深 300 指数与通胀（历史）



回顾 2000 年以来数据，我国 CPI 波动幅度小于 PPI，且从整体来看，PPI 与股指走势相关度较 CPI 与股指关联度更高，在某些时间段表现更加明显。但是由于导致 PPI 涨跌的原因在历史上存在不

同，所以与股市关联度也存在一些差异。在 2008 年及 2010 年前后，我国 CPI 阶段性上涨，通货膨胀表现明显，股市也出现较大幅度上涨。近年来 CPI 表现较为稳定，波动较小，疫情结束之后甚至有通缩的担忧。目前我国上市企业中，制造行业占比较高，原材料价格涨跌对于公司营业及利润影响较大，PPI 在反映原材料价格涨跌的同时，也会反映工业需求的强弱，所以在一些市场需求稳定、工业品价格上涨的情况下，企业利润受损，股指下跌，但是近年来市场需求明显不足，工业品价格下降，同时股指也表现较弱。

图表 39 沪深 300 指数与通胀（2023 年）



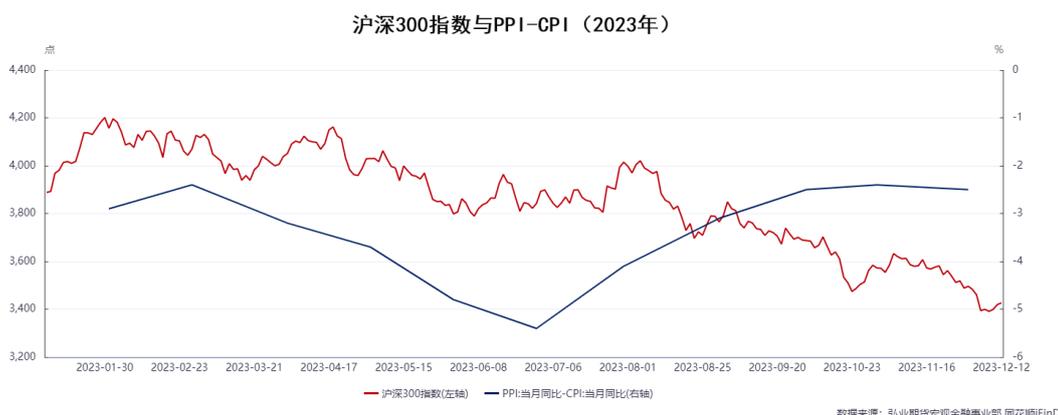
2023 年，我国 CPI 和 PPI 整体走弱，其中 CPI 从年初时的 2% 左右下滑至年末出现负值，居民消费不振，价格走低，市场感受较为明显，PPI 表现出两个阶段的特征，上半年出现大幅下滑，在年中出现低位之后，下半年渐趋上涨，其中受到大宗商品价格下降影响较大。国内股市在经济数据表现及对市场预期的反馈下，整体震荡下行。

图表 40 沪深 300 指数与 PPI-CPI 剪刀差（历史）



2000 年以来，我国 PPI-CPI 剪刀差经历过几轮扩张和收窄历程，如今又再次处于剪刀差负值区间。回顾历史，在 2007、2009、2014 及 2018 年左右，出现剪刀差收窄及达到负值的过程，期间伴随股市出现较为明显的上涨行情，另有一些区间出现相反行情。剪刀差的出现及变化，在不同的历史区间由不同的因素所导致，应该综合分析判断。

图表 41 沪深 300 指数与 PPI-CPI 剪刀差（2023 年）



2023 年以来，PPI-CPI 剪刀差一直处于负值区间，且在年中负值拉大，后又逐渐有所回归。上半年，受到国际大宗商品价格下行

影响，生产资料价格下降幅度较大，PPI 整体跌幅较大，CPI 位于 0-2% 区间弱势下行，导致剪刀差负值出现先缩小后扩大的情况，下半年，受高基数和需求不振以及季节性等因素影响，CPI 继续走低至 0 值以下，但是在原材料价格走势影响下，PPI 却有所反弹，下跌幅度缩小，剪刀差负值向 0 值逐渐回归。

图表 42 美元指数与美国货币政策



观察近 10 年来，美元指数和美联储货币政策呈现出不同阶段的特点。2014-2020 年，美联储政策利率逐渐走高。2008 年经济危机之后，美联储为应对危机，先后出台三轮量化宽松政策，降低政策利率的同时，大量购入资产，有效帮助美国走出衰退。随后在 2016 年 12 月、2017 年 3 月和 2017 年 6 月三次加息，但是节奏相对缓慢，对于市场影响较小，本轮加息缩表最高在 2018 年底将目标利率提升至 2.25% 至 2.5% 的水平，之后为应对经济发展放缓等问题，美联储在 2019 年开始降息。这个阶段，从 2014 年开始，美元指数由低位逐渐上行，从 80 左右一路上涨至接近 100，随后出现震荡，最高超过 100 大关，在 2017 年前后高位下调至 90 一线，之后在加息

政策的影响下，震荡上行回到 100 左右。第二阶段可以将新冠肺炎疫情的爆发作为起点，2020 年 3 月，为应对疫情带来的影响，美联储先后两次宣布激进降息，同时启动规模庞大的量化宽松计划刺激经济。此轮低息政策一直持续到 2022 年 3 月，美联储开启加息周期，经过多轮次的加息政策，当前维持在 5.5% 的高位，美联储宣布暂停加息，市场预期 2024 年将有多轮降息。本阶段美元指数出现先降后升再降的走势，与美联储利息政策及美国国内经济情况高度相关。疫情初始，美联储激进降息导致美元指数下行，随后经济表现出现稳定，市场预期美联储即将加息，多重因素影响下，美元指数开始转向，在美联储加息周期真正开始后，美元指数上涨趋势更加强烈，最高值超过 110，随后在对联储暂停加息的预期中，美元指数缓缓走低，如今在 100-110 区间震荡。

图表 43 股指与北向资金



2020 年以来，北向资金累计净买入金额表现出先增后减的走势，按年来看，当年净买入额分别为 2089.32 亿元、4321.69 亿元、897.21 亿元和 274.67 亿元（不完全数据）。外资流入对于国内市场

整体走势有较为明显的关联。2023年1-10月，美债收益率出现较大上涨行情，最高涨至超5%，同时外资流出较多，对于国内股市影响较大。10月以来，美元指数走低，同时美债收益率从高位下行，人民币升值，A股市场重新回到外资视野，按月来看，北向资金净流出金额降低，逐渐出现净买入的趋势。

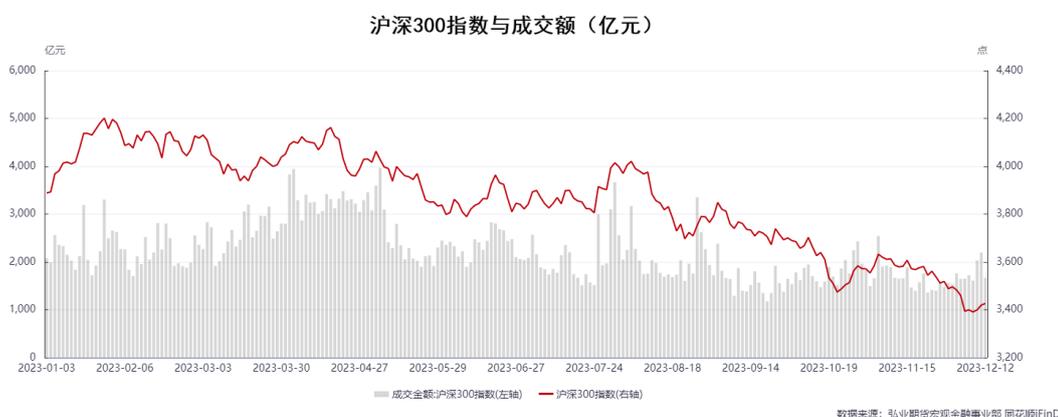
图表 44 2023 年中国股指涨跌幅



回顾 2023 年四大股指涨跌幅走势，可以看到在不同阶段表现出较为分化的特征。以年初第一个交易日作为基准点，在上半年，四大指数最高上涨幅度不超 10%，下半年 8 月之后全部进入下跌区间，最低下跌近 15%。分项来看，开年之后第一个上涨区间，大盘股指数涨幅明显高于中小盘指数，但是持续性及最高涨幅均弱于中小盘指数，从策略角度来说，上半年投资 500 和 1000 指数收益将高于投资 50 和 300 指数。年中 6 月-8 月期间，中小盘指数虽出现回

撤，但整体仍较年初处于盈利区间，大盘指数此时已出现亏损。8-11 月份区间，市场大小盘指数走势表现较为接近，整体以大幅度下跌为主，10 月市场走出阶段性低点之后，二者继续明显分化，其中大盘指数表现显著不及中小盘指数。整体来看，在市场下行行情中，投资者对于市场不同规模股票的参与度和观点差异较大，且对于中小盘股票认可度更高，更利于投机获利。

图表 45 沪深 300 指数与成交额



2023 年，沪深 300 指数作为大盘蓝筹股的代表，走势呈现出上半年表现较为平稳，下半年回调明显，屡次探底的特点，从交易数据来看，第二季度成交额为全年最多，下半年成交额下滑严重，市场参与度显著降低。

图表 46 中证 1000 指数与成交额



2023 年，中证 1000 指数作为中小盘股票的代表，上半年走势较为平稳，下半年出现几轮较为明显下探，但是又在市场行为下出现恢复行情。第二季度成交额整体最高，全年差异较小，市场参与度全年较为平均。

## 二、 期货市场回顾

图表 47 上证 50 指数与基差

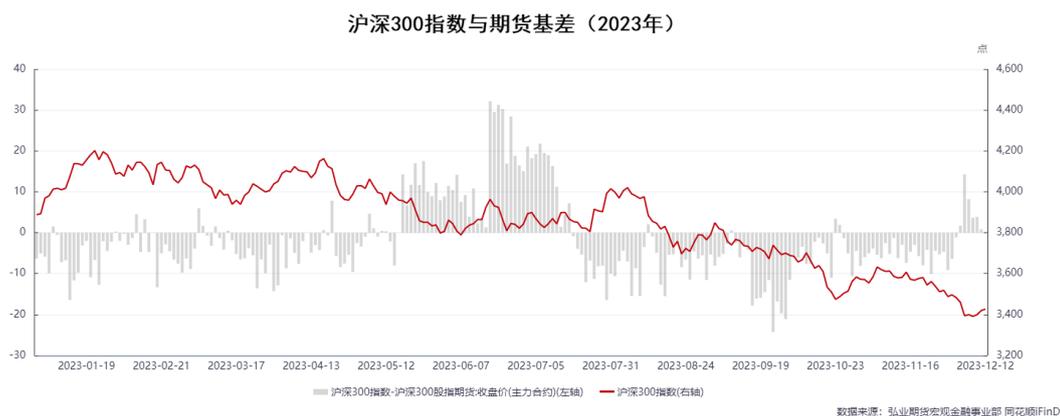


图表 48 上证 50 股指期货结算价与持仓量



2023 年，上证 50 指数 1-5 月份期货升水，5-6 月份期货贴水，随后再次转为以期货升水为主的情况。指数期货持仓量全年在 12 万手左右及以上区域，年中持仓量显著增加，接近 15 万手，表明期货市场此时对于股指关注度较高，分歧较大，随后下半年股指下行，期货持仓量有所萎缩。

图表 49 沪深 300 指数与基差



图表 50 沪深 300 股指期货结算价与持仓量

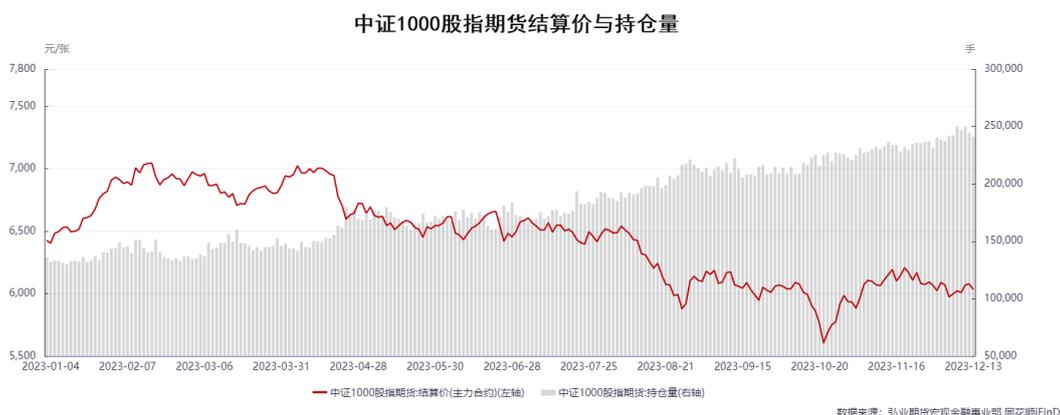


2023 年，沪深 300 指数走势与上证 50 指数相似度较高，基差情况也较为相似。期货持仓表现出不同，上半年持仓在 20 万手附近波动，变动较小，8 月及之后期货持仓显著增加到 25 万手以上。

图表 51 中证 1000 指数与基差



图表 52 中证 1000 股指期货结算价与持仓量



2023 年，中证 1000 指数作为中小盘股票代表，全年以期货贴水为主，偶有升水情况出现，市场对于指数期待较高。期货持仓方面，表现出全年上涨爬坡的情况，从年初不到 15 万手升至年末接近 25 万手。

图表 53 中证 500 指数与期货基差





2023年，中证500指数与1000指数走势表现较为接近，基差特征也比较一致。期货持仓方面，全年持仓变动较小，均在28-30万手附近徘徊，投资者对于该品种关注度较高，受指数行情变化影响较小。

### 三、 股指期货总结

2023年，我国经济围绕复苏的主线展开，政策层面利好纷纷出台，然而市场预期在经济数据面前出现阶段性差异，年初出现“中特估”、人工智能以及芯片半导体等行情，年末市场情绪较低，整体以下行为主。国外受美国经济情况和美联储利息政策影响较大，美债收益率先走高再回落，美联储加息逐渐进入尾声，外资整体以流出为主，年末流入势头显现。国内市场出现历史性底部，配置性价比显著增强。面对2024年，中央经济工作会议定下方向，我国经济长期向好的基础没有变，国内当前主要面临有效需求不足等问题和挑战，投资者及市场信心亟待恢复。总体来说，2024年股市上涨的积极因素大于消极因素，投资者可关注股指期货及期权等衍生品

工具，积极配置相关资产。

## 大类资产的选择

美联储货币转向宽松的时点还无法确定，所以我们统计了在利率维持高位时间和降息开启后的大类资产走势情况。美债方面，随着利率到达高位和出现下降，美债的收益率和胜率将会有着较好的表现。以史为鉴，在历史上的降息周期内，美债收益率均出现了较为同比的走弱，也就是说其价格反弹。我们统计了 1980 年以来的多次美联储停止加息直至降息结束周期，投资美债的胜率为 100%，平均资产回报率为 7%。美债在停止加息以及降息周期表现出了遥遥领先的投资优势。

图表 54 美债收益率&联邦基金利率



同时表现较为稳定的还有以黄金为代表的贵金属。80 年代以来，通胀预期逐渐被美联储锚定，市场有了更好地对抗通胀的工具，贵金属价格的最大影响转变为美债实际收益率，而不再过多的受到通胀的影响，所以现在通胀与美国货币政策一同放缓的情况下

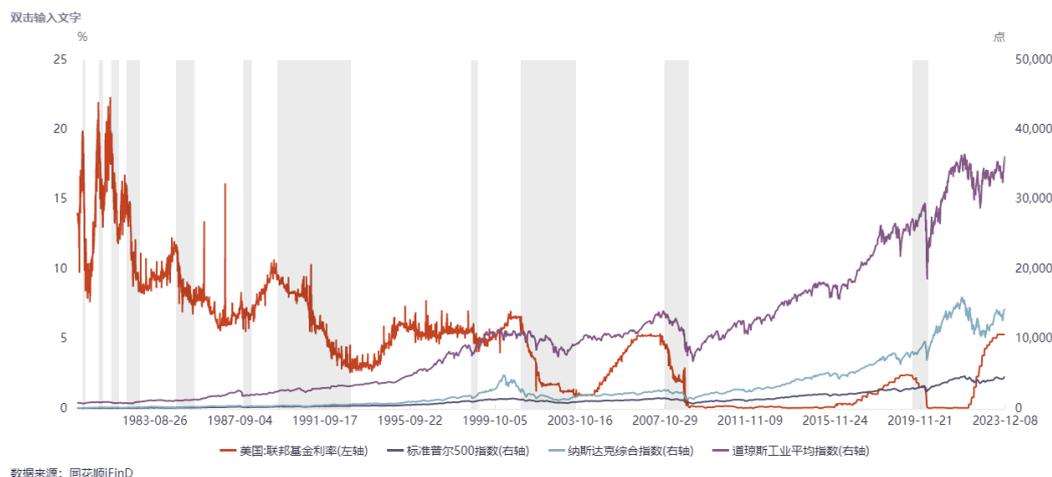
我们认为黄金依然能够获得较好的表现。80年代以来，黄金在降息周期的胜率约为63.64%，平均资产回报率约为8.55%，尤其是1989年以来的5次降息区间均获得了正收益。值得注意的是黄金价格还会受到其他因素的影响，例如风险事件等，所以其收益率的标准差较高。

图表 55 金价&联邦基金利率



权益类市场上，货币市场的宽松有助于提振市场风险情绪，所以近期美国股票市场出现了较为明显的反弹，但风险也同样存在，如果美联储降息过程中经济出现明显走弱，未能“软着陆”，权益类市场会有很大的概率收起影响变现转弱。整体来看，降息周期内美股的表现弱于美债与黄金。1980年以来，每个降息区间标普500平均收益率约为2.81%，胜率约为54.54%，纳斯达克平均收益率约为4.18%，胜率约为63.63%。

图表 56 美股&amp;联邦基金利率



国内方面，美债利率降低或将缓解人民币贬值的压力，同时美国利率的降低将会减轻外资流出的压力，整体来看利好人民币资产的表现。具体来看，国内商品端可能受到宏观政策刺激的提振维持震荡偏强的表现，但是海外商品预计跟随经济走弱而无法获得良好的收益。虽然国内面临需求不足、地产等支柱性行业修复较慢的问题，但财政扩张将会继续为商品端带来提振力量。总体来看我们并不建议过多配置商品，可关注财政政策带来的工业品方面机会。

期债方面，12月的政治局会议指示2024年的政策基调会比较积极，预计央行将会采取更加积极的财政政策和更加宽松的货币政策，楼市和内需等重点领域也将迎来一波利好政策。此外，美联储加息周期已经结束，海外因素对于货币政策的压制也将减弱。整体来看，期债价格或将呈现“V”字行情，债市的转折点则取决于各项利好政策实施的效果是否能超预期。

国内权益类市场方面，2023年，我国经济围绕复苏的主线展开，政策层面利好纷纷出台，然而市场预期在经济数据面前出现阶段性差异，年初出现“中特估”、人工智能以及芯片半导体等行情，年末市场情绪较低，整体以下行为主。国外受美国经济情况和美联储利息政策影响较大，美债收益率先走高再回落，美联储加息逐渐进入尾声，外资全年整体以流出为主，但年末流入势头显现。国内权益类市场出现历史性底部，配置性价比显著增强。面对2024年，中央经济工作会议定下方向，我国经济长期向好的基础没有变，国内当前主要面临有效需求不足等问题和挑战，投资者及市场信心亟待恢复。总体来说，2024年股市上涨的积极因素大于消极因素，投资者可关注股指期货及期权等衍生品工具，积极配置相关资产。

综合来看，我们较为推荐的配置是美债+黄金+中国权益类市场的组合。虽然美债收益率已由接近5%的高位回落至4.15%附近，但下方空间仍存，美债价格存在走强的机会，我们认为现在依然是配置美债的一个较好时点。随着美债实际收益率的走弱，黄金也是值得配置的方向，近几年黄金价格持续走强，虽然现已来到2000美元/盎司上方的历史高位，但我们依然认为其配置价值显著高于其他大类资产（2024贵金属年报：预期差引发变化，贵金属曙光初现）。国内权益类市场在年末出现历史性底部，配置性价比显著增强。2024年中国股市上涨的积极因素大于消极因素。

## 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。