



东吴期货

SOOCHOW FUTURES

# 悲观预期释放 股指震荡回升

姓名：陈梦赞

投资咨询证号：Z0018178

2023年7月5日



# 目录

CONTENTS

01 主要观点

02 行情回顾

03 估值：回落至底部区域

04 基本面：库存尚未触底

05 流动性：增量资金不足

# 01

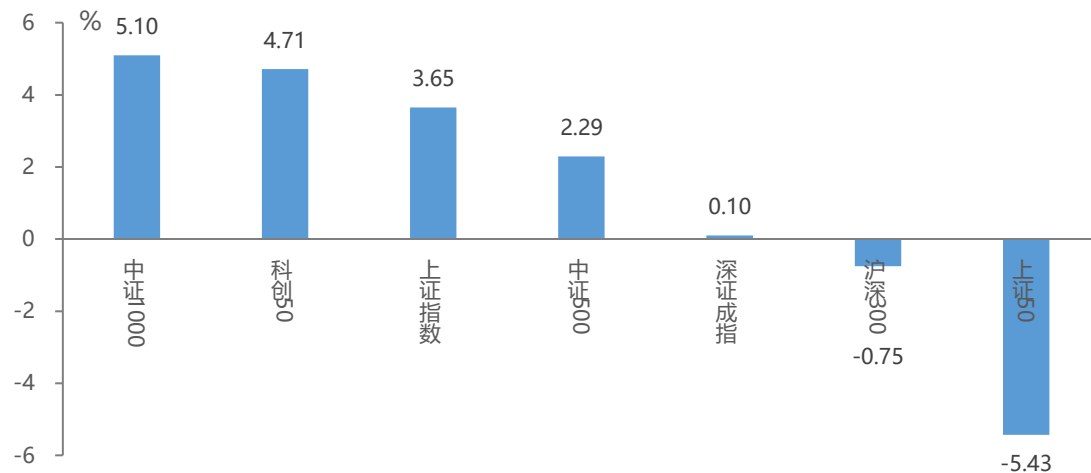
## 主要观点

- **主要观点：**二季度以来经济复苏明显放缓，内生需求不足制约复苏斜率。目前国内库存周期仍处于主动去库阶段，库存周期节奏取决于内外需共同作用，内需恢复需要观察稳增长政策力度和落地效果。企业盈利当前大概率已经触底，但未来反弹速度可能仍然偏慢。
- 美国通胀超预期下行，但核心通胀保持韧性。美联储6月暂停加息，但从点阵图来看，美联储预计年内还有两次加息。在美联储加息周期尚未完全结束之前，国内开启新一轮降息，内外货币政策错位，同时国内经济基本面修复不及预期，使得人民币短期存在贬值压力。但今年大趋势仍然是国内经济复苏动能修复、美联储货币政策转向宽松，因此中长期来看人民币将再度走强。
- 从估值和风险溢价等指标来看，目前指数已经回落至相对底部区间。与去年十月底以及历史上五次市场底部对比，当前估值略高于当时水平，但已经回落至相对低位。从风险溢价来看，目前沪深300和上证50的风险溢价回到1倍标准差附近，相对于债券而言，股票的配置价值逐步显现。
- 由于一揽子稳增长政策即将出台，政策预期升温，同时考虑到当前估值水平处于历史低位，指数未来下行空间不大。在前期调整过程中，悲观预期已经充分反映，经济基本面将逐步企稳，指数也将重回震荡上行通道，反弹高度主要取决于国内经济修复斜率。由于增量资金不足，结构性行情仍将延续。受到政策预期催化，IH为代表的价值风格短期有望反弹，但在经济弱复苏尚未改变之前，IC、IM等成长风格仍然占优。
- 风险提示：美联储收紧超预期，地缘冲突升级，稳增长效果不及预期

# 02

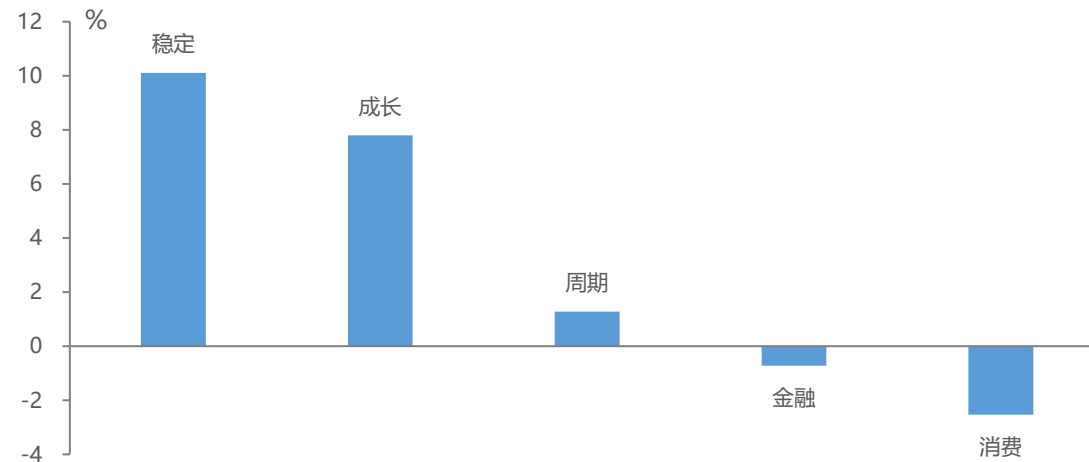
## 行情回顾

主要指数上半年涨跌幅



资料来源：Wind、东吴期货研究所

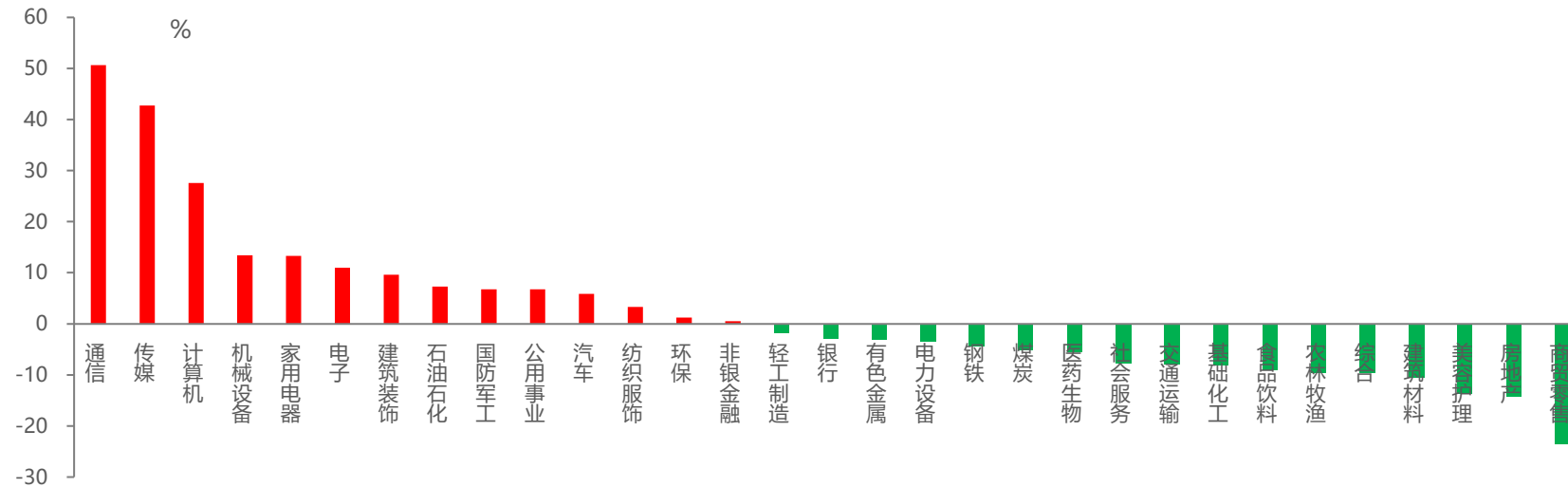
风格指数上半年涨跌幅



资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 上半年市场整体呈冲高回落走势。年初，在疫情冲击趋缓后，国内经济复苏预期改善。在国内经济复苏和美联储放缓加息的预期支撑下，北向资金加速流入。3月国内经济复苏斜率出现放缓，海外银行业风险事件爆发，导致市场风险偏好回落。5月，由于市场对经济的预期较为悲观、人民币快速贬值、美国债务上限危机等因素同时扰动，市场出现明显调整。端午节前后，人民币汇率继续承压，AI板块表现不佳，市场出现明显调整。

行业上半年涨跌幅

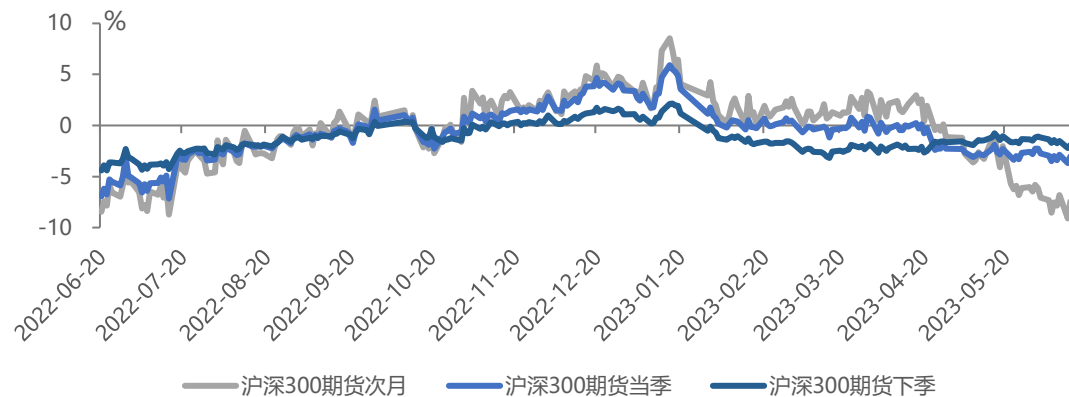


资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 今年以来，TMT板块领涨，商贸零售、美容护理、食品饮料等消费板块和房地产、建筑材料等地产链跌幅居前。

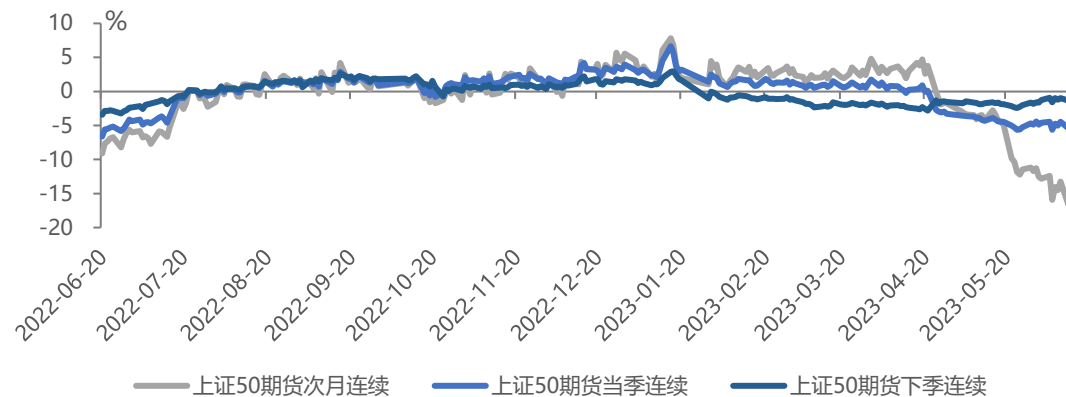
## 2.3 升贴水

IF年化基差率



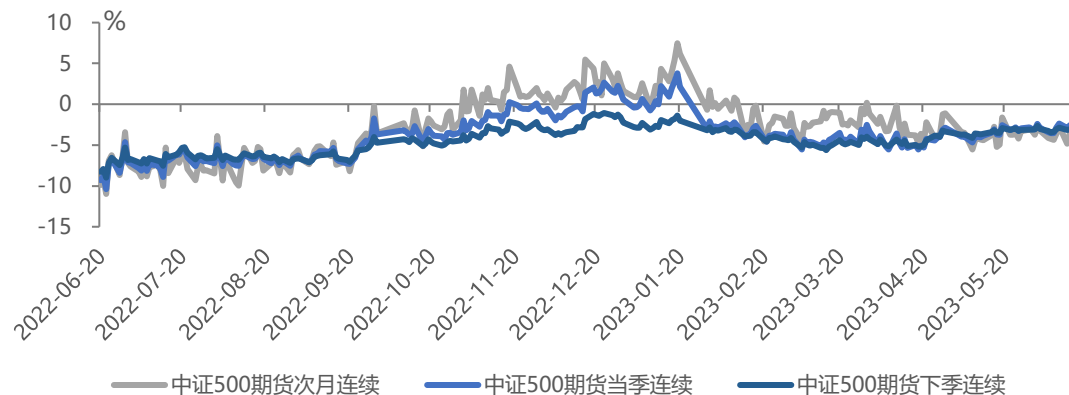
资料来源: Wind、东吴期货研究所

IH年化基差率



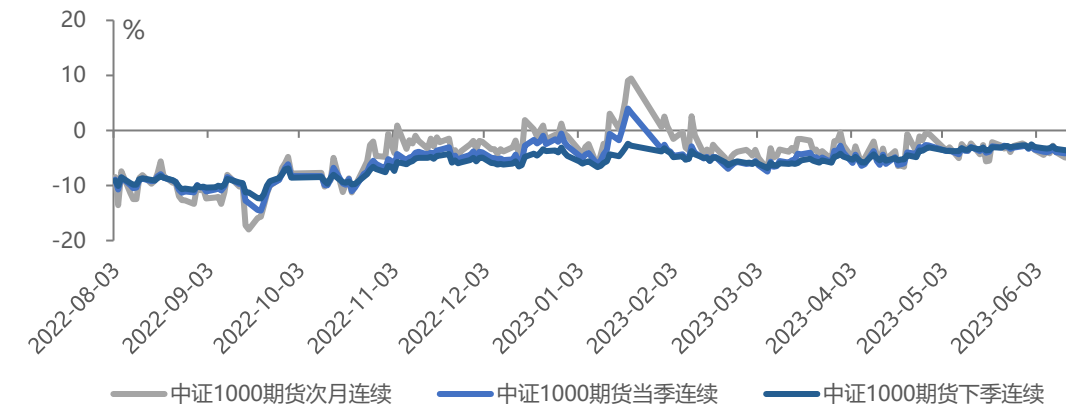
资料来源: Wind、东吴期货研究所

IC年化基差率



资料来源: Wind、东吴期货研究所

IM年化基差率



资料来源: Wind、东吴期货研究所

- 自去年下半年以来, IC和IM贴水逐步收窄。由于中性产品规模萎缩, 对冲空头力量减弱, 同时雪球产品发行导致对冲多头增加, 多空差距缩小, 使得贴水收窄。



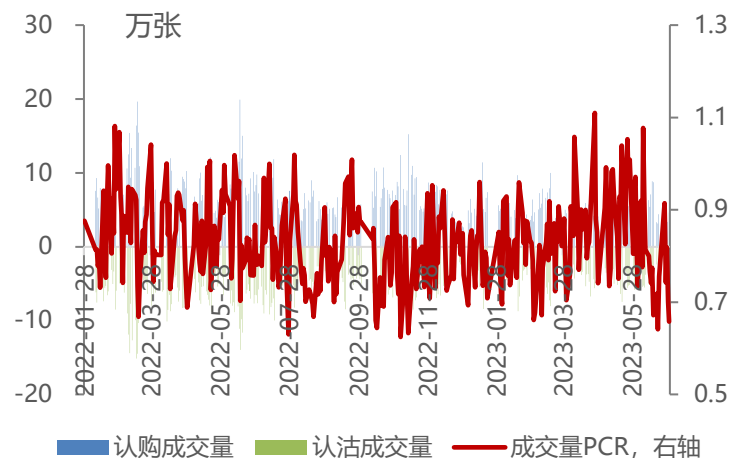


资料来源：Wind、东吴期货研究所

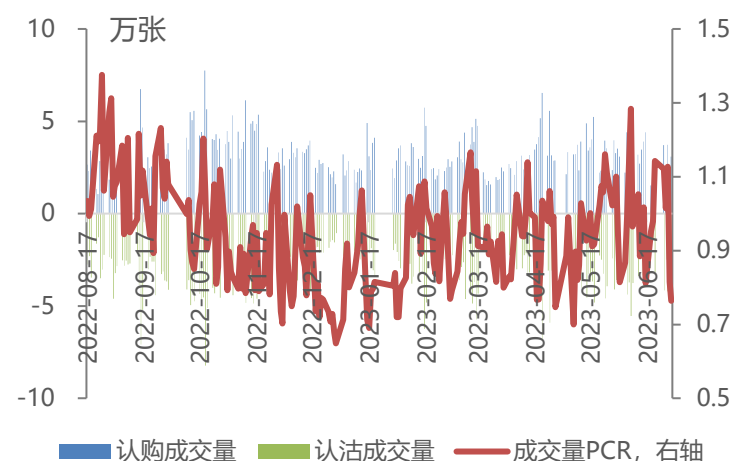
- 上半年由于成长风格表现好于消费和金融风格，代表小盘成长风格的中证500和中证1000相对占优，导致IH/IC整体下行。

## 2.5 期权持仓量PCR下降

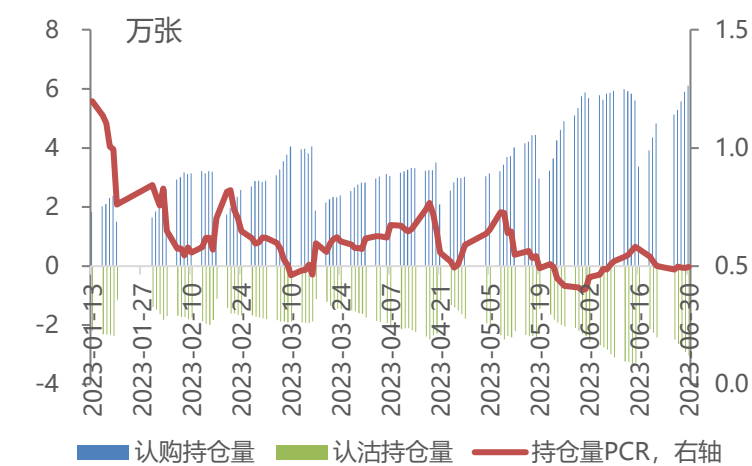
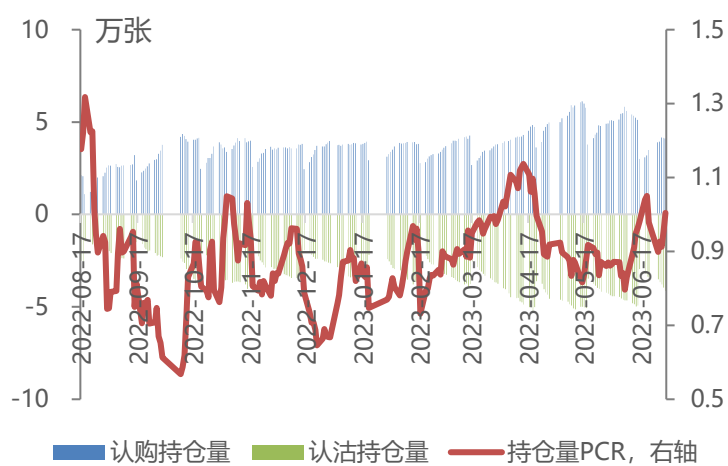
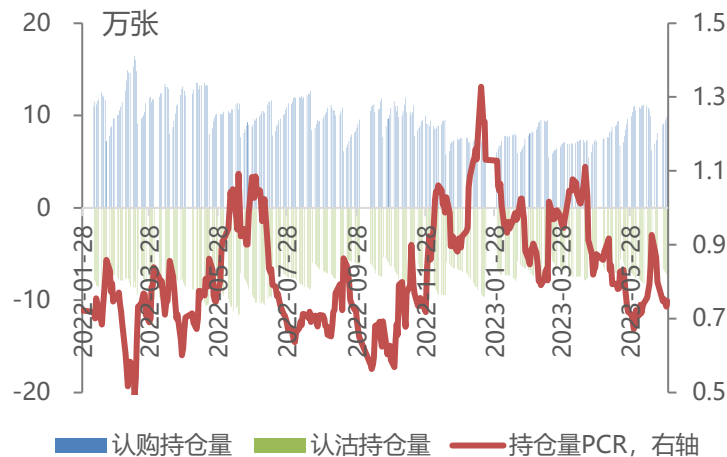
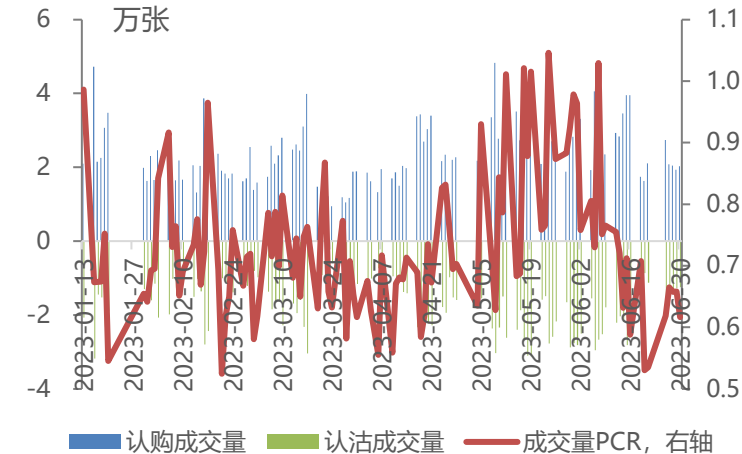
### 沪深300股指期权PCR



### 中证1000股指期权PCR



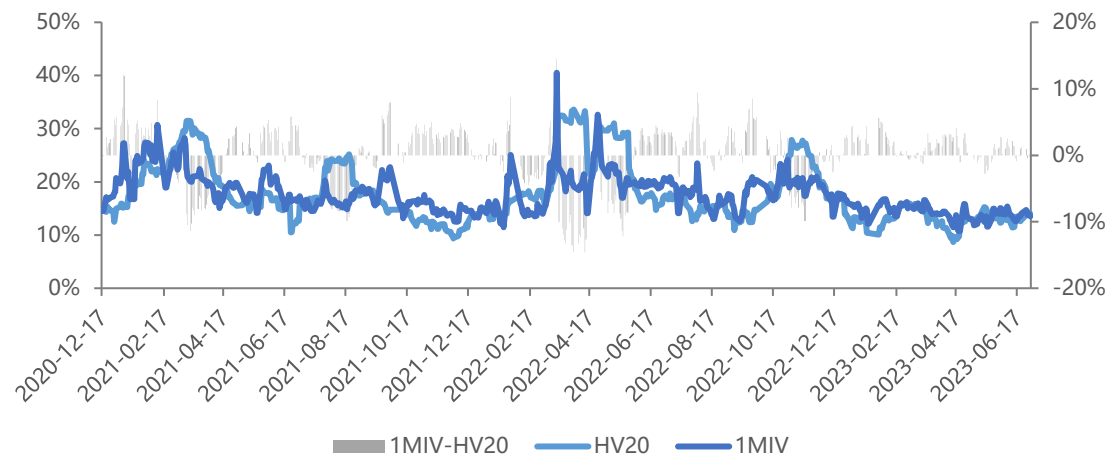
### 上证50股指期权PCR



资料来源: Wind、东吴期货研究所

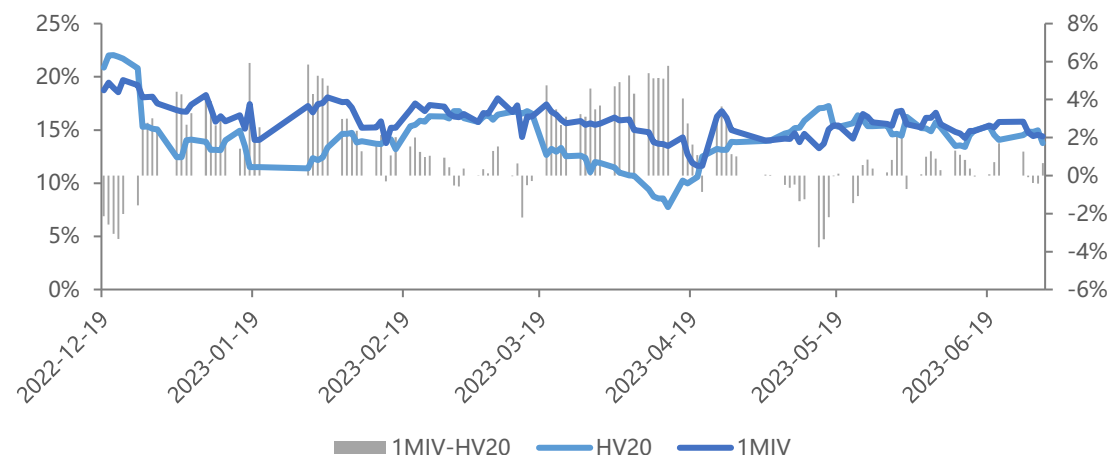
## 2.6 期权隐含波动率低位运行

沪深300股指期权隐含波动率和历史波动率走势



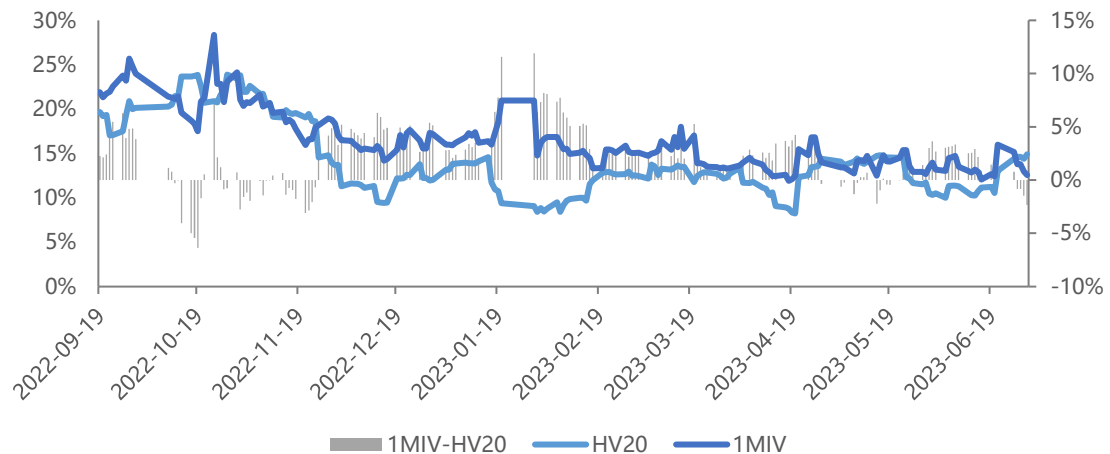
资料来源: Wind、东吴期货研究所

上证50股指期权隐含波动率和历史波动率走势



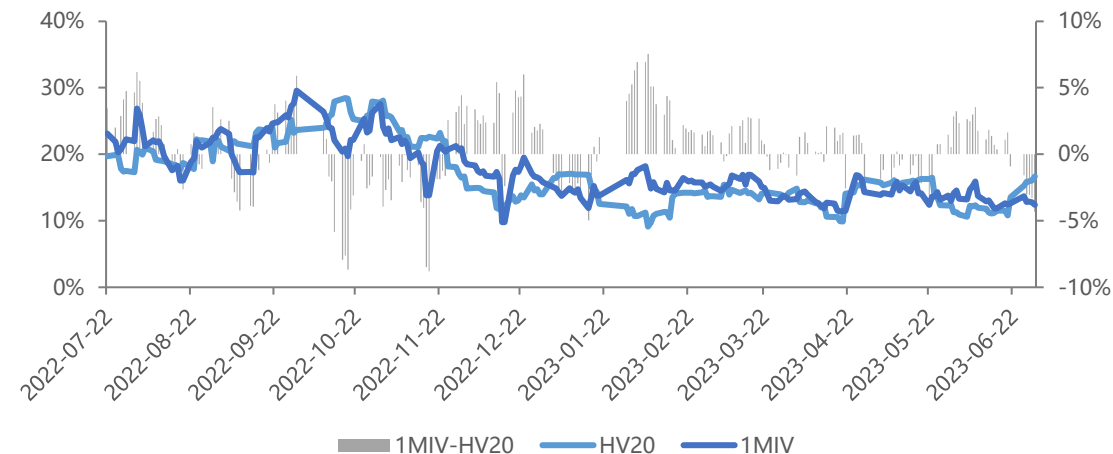
资料来源: Wind、东吴期货研究所

南方中证500ETF期权隐含波动率和历史波动率走势



资料来源: Wind、东吴期货研究所

中证1000股指期权隐含波动率和历史波动率走势



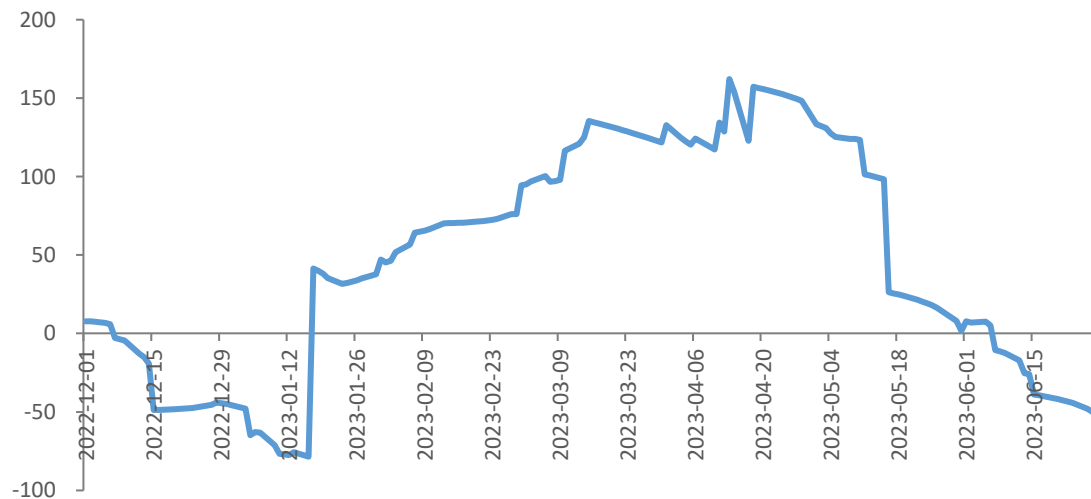
资料来源: Wind、东吴期货研究所

03

**估值：回落至底部区域**

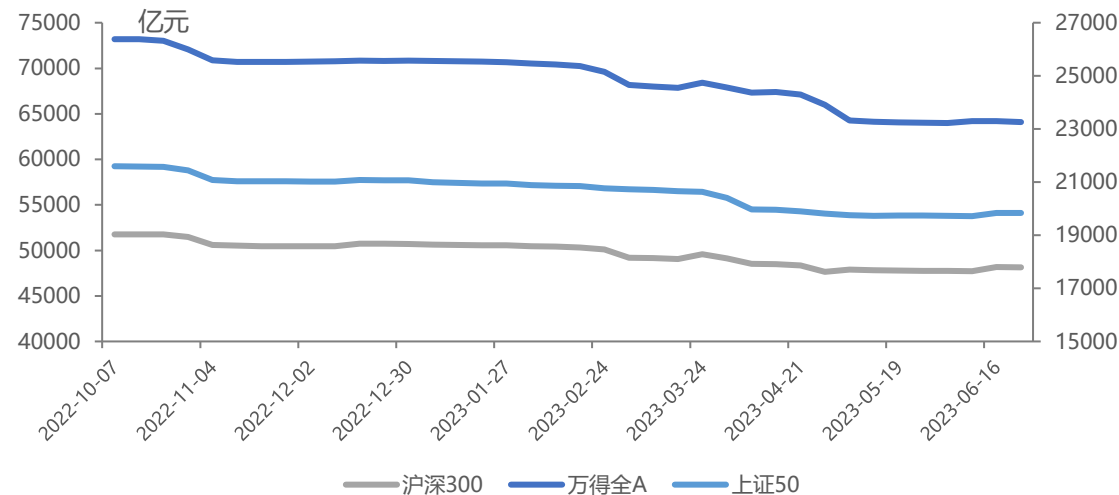
## 3.1 盈利预测逐步企稳

### 花旗中国经济意外指数



资料来源：Wind、东吴期货研究所

### 净利润预测

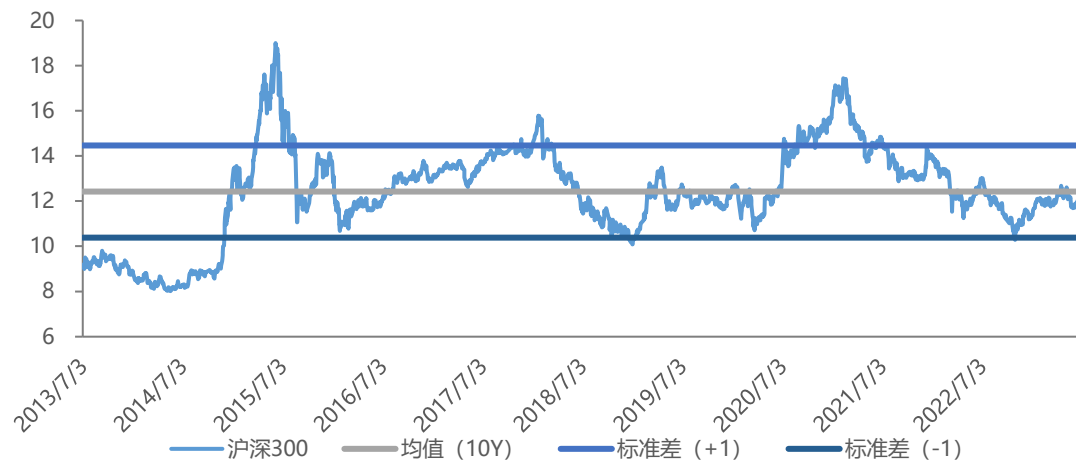


资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 4月份，PMI回落至临界点以下，固定资产投资、工业生产等多项经济数据走弱，整体表现低于市场预期，反映出在一季度积压需求释放后，经济修复斜率明显放缓。
- 自3月开始，分析师盈利预测明显下修，市场对A股盈利能力修复信心不足，但近期逐步企稳。

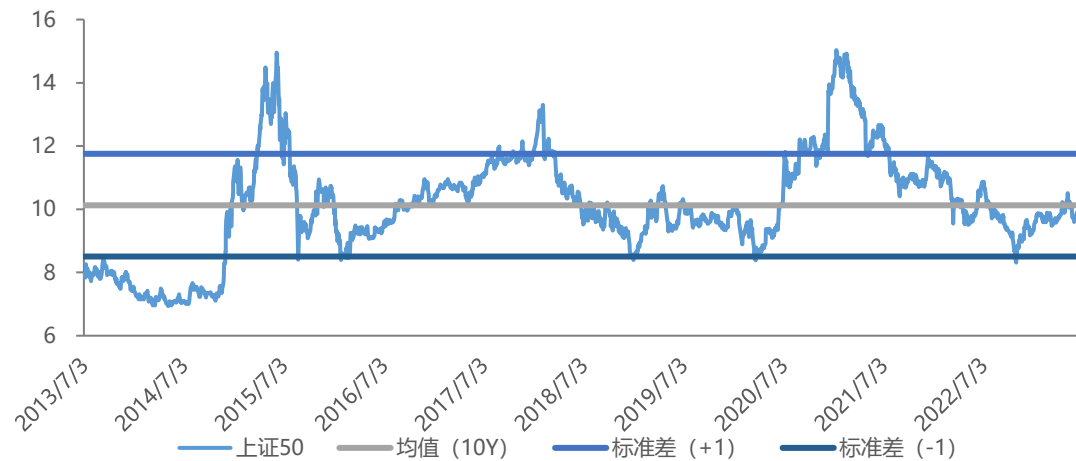
## 3.2 估值回落至相对低位

沪深300 PE为11.68倍，处于近十年来28.29%分位



资料来源：Wind、东吴期货研究所

上证50 PE为9.66倍，处于近十年来38.46%分位



资料来源：Wind、东吴期货研究所

中证500 PE为23.08倍，处于近十年来22.93%分位



资料来源：Wind、东吴期货研究所

中证1000 PE为36.67倍，处于上市以来36.12%分位



资料来源：Wind、东吴期货研究所

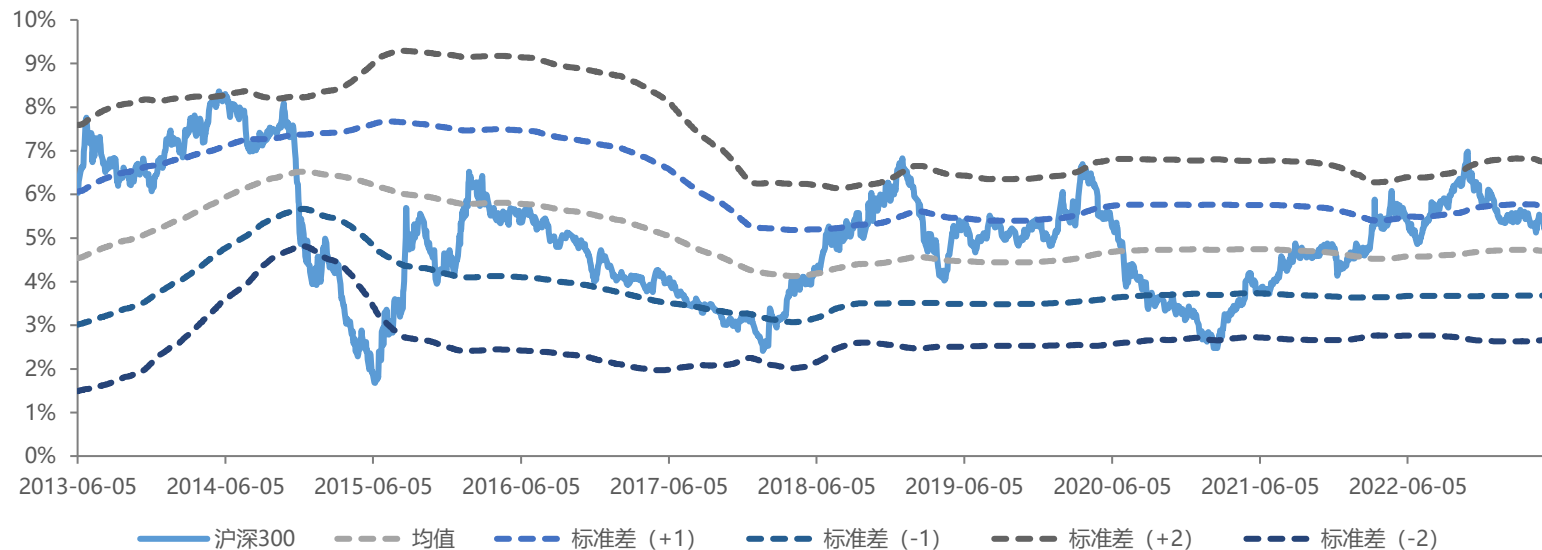
当前估值与历史市场底部对比

熊市低点	PE			分位点（上市以来，%）			风险溢价		
	万得全A	沪深300	中证500	万得全A	沪深300	中证500	万得全A	沪深300	中证500
2005-06-06	18.4	13.3	-	34.1	49.4	-	2.8	4.8	-2.7
2008-10-28	13.8	12.8	17.8	10.8	41.7	2.2	4.0	4.6	2.4
2013-06-25	12.0	8.9	28.4	1.2	4.8	39.1	4.8	7.6	-0.1
2016-01-27	17.7	10.9	39.5	28.5	15.6	66.7	2.8	6.3	-0.4
2019-01-04	13.3	10.3	16.4	7.8	10.7	0.2	4.4	6.6	3.0
中位数	13.8	10.9	23.1	10.8	15.6	20.7	4.0	6.3	-0.1
2022-04-27	15.6	11.5	16.2	17.3	22.1	0.1	3.6	5.9	3.3
2022-10-31	15.8	10.3	22.1	17.7	10.8	12.9	3.7	7.1	1.9
2023-06-29	17.5	11.6	22.9	27.4	19.5	15.5	3.0	5.9	1.7

- 与去年十月底以及历史上五次市场底部对比，目前估值略高于当时水平，但也已经回落至相对低位。

### 3.3 沪深300风险溢价回到1倍标准差

沪深300风险溢价



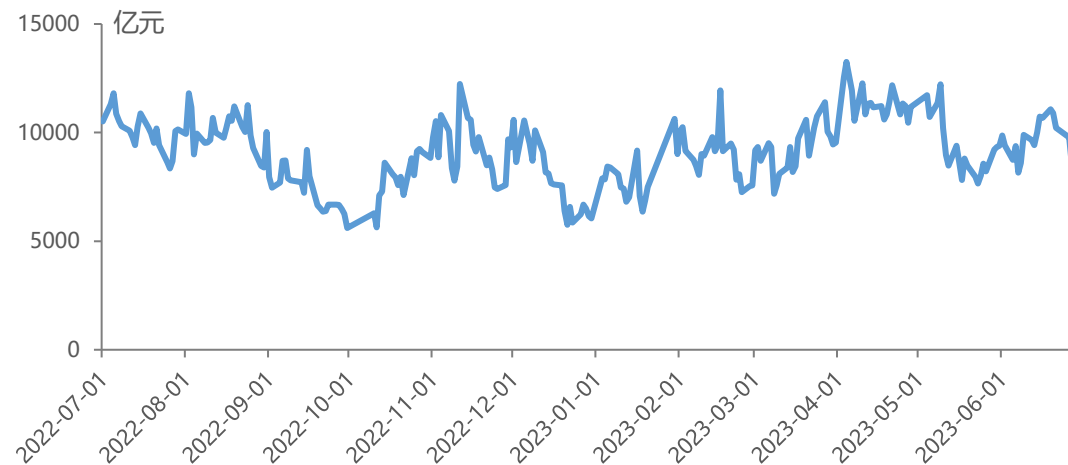
资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 去年10月，沪深300和上证50风险溢价曾突破2倍标准差位置，反映出市场极度悲观的预期。目前沪深300和上证50的风险溢价回到1倍标准差附近，权益资产性价比凸显。截至6月30日，沪深300的风险溢价为5.92%，处在近十年来78.39%的分位；上证50的风险溢价为7.71%，处在近十年来73.07%的分位；万得全A的风险溢价为3.04%，处在近十年来73.58%的分位。

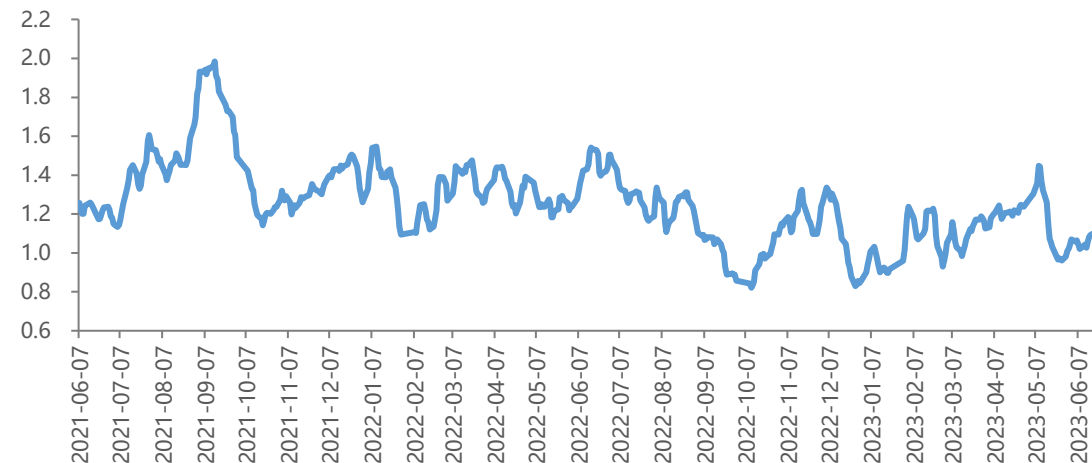


### 3.4 市场情绪回落

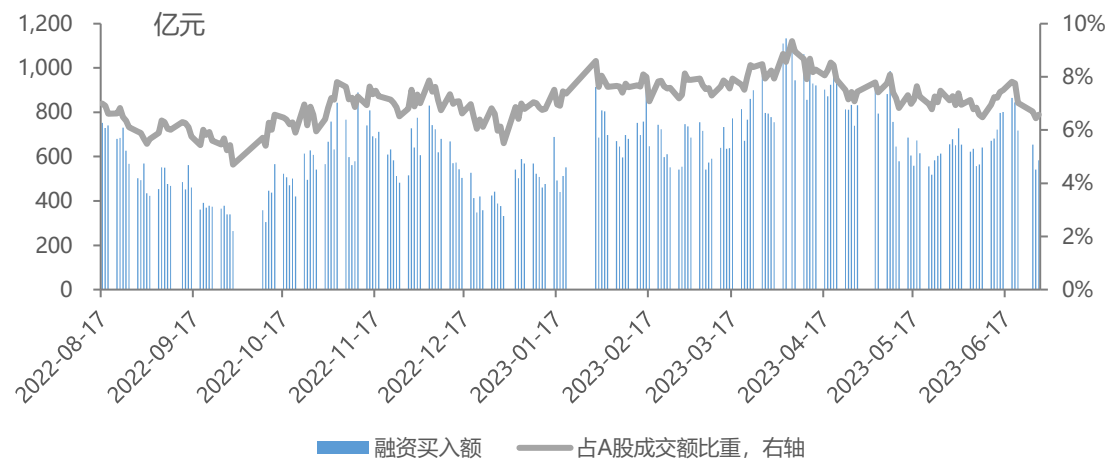
两市成交额（5日平均）



万得全A换手率（5日平均）



融资买入额占A股成交额比重



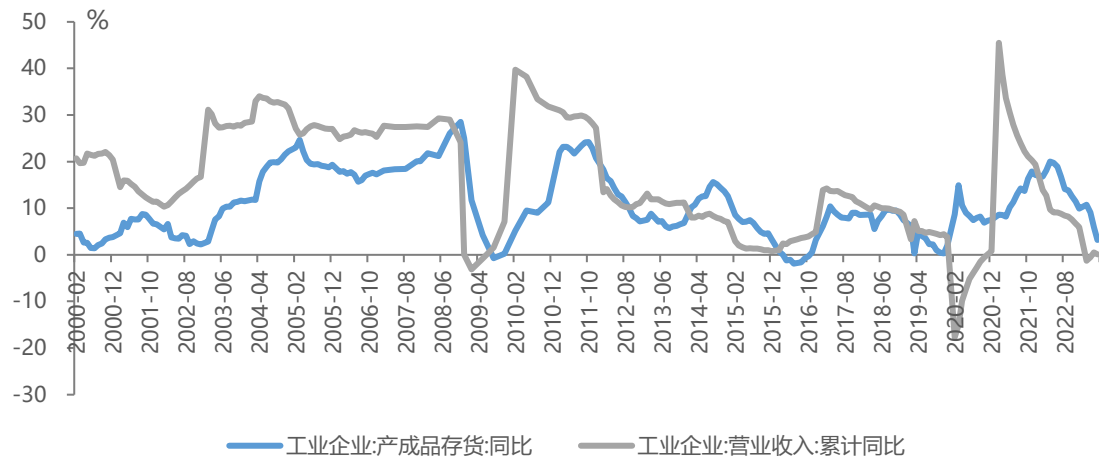
- 5月以来，市场情绪整体较弱。日均成交额、换手率、融资买入额占A股成交额比重均出现明显回落。

04

**基本面：库存尚未见底**

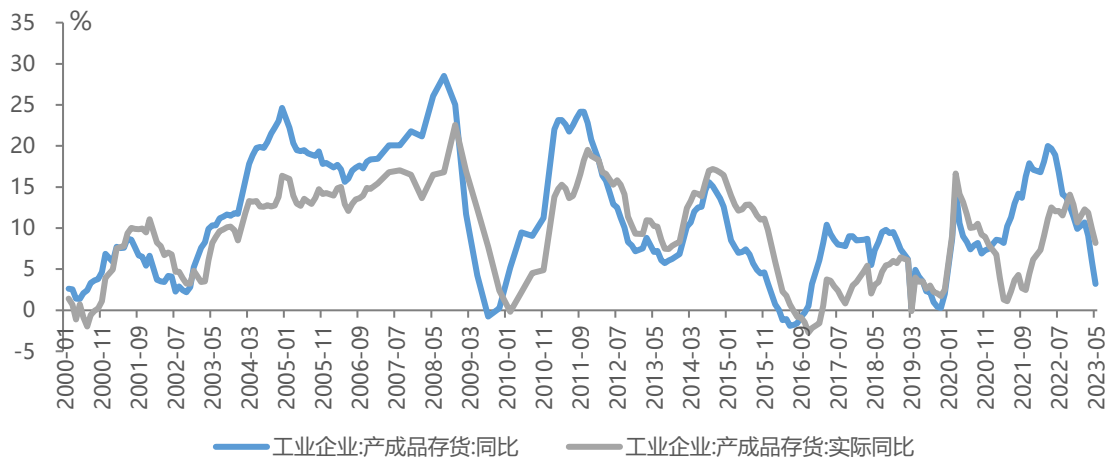
## 4.1 企业仍在主动去库

### 名义库存周期



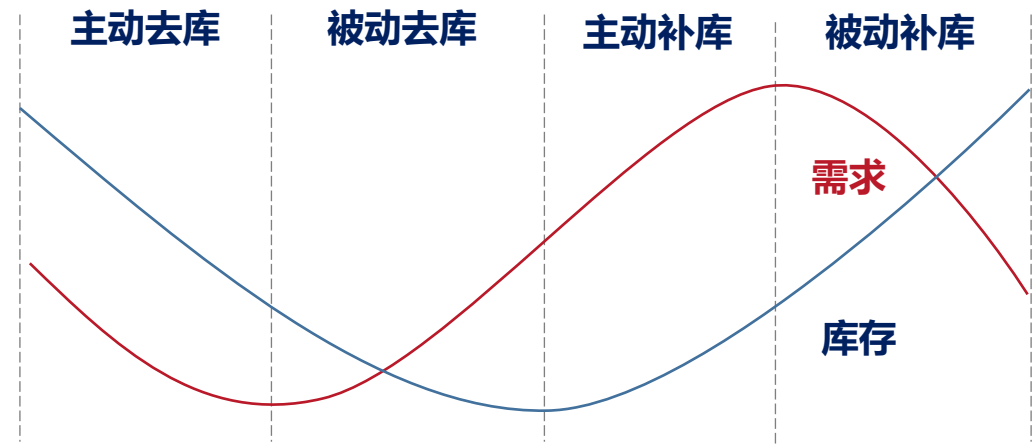
资料来源：Wind、东吴期货研究所

### 实际库存周期



资料来源：Wind、东吴期货研究所

### 库存周期阶段划分

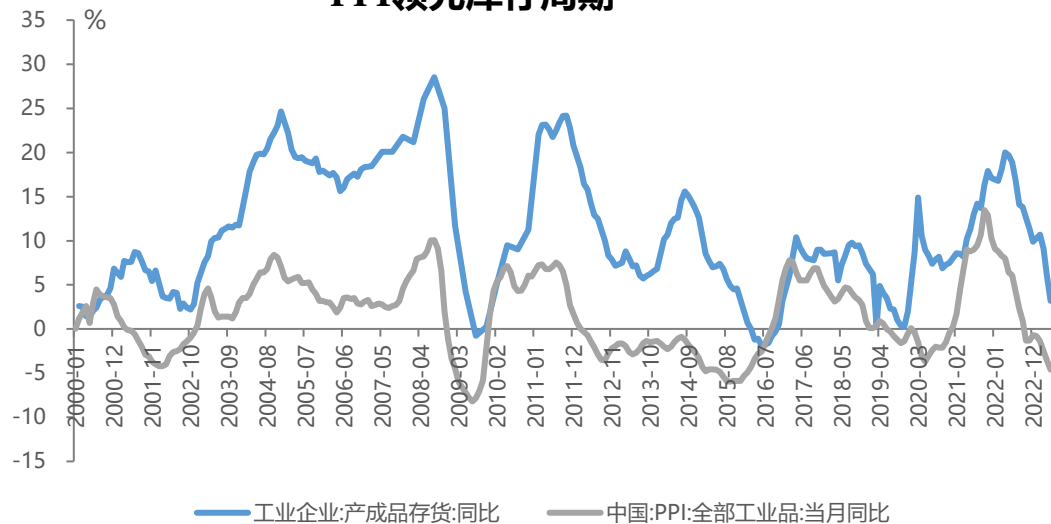


资料来源：东吴期货研究所

- 当前国内库存周期仍处于主动去库阶段。5月产成品库存同比增速为3.2%，较4月下降2.7个百分点，实际库存同比增速为8.2%。1-5月营业收入累计同比增速为0.1%，较1-4月下降0.4个百分点。
- 企业当前经营压力仍然较大，去库速度较慢。5月库销比为59.5%，仍处于历史高位，同时应收账款周转天数、产成品周转天数也都处于历史高位。

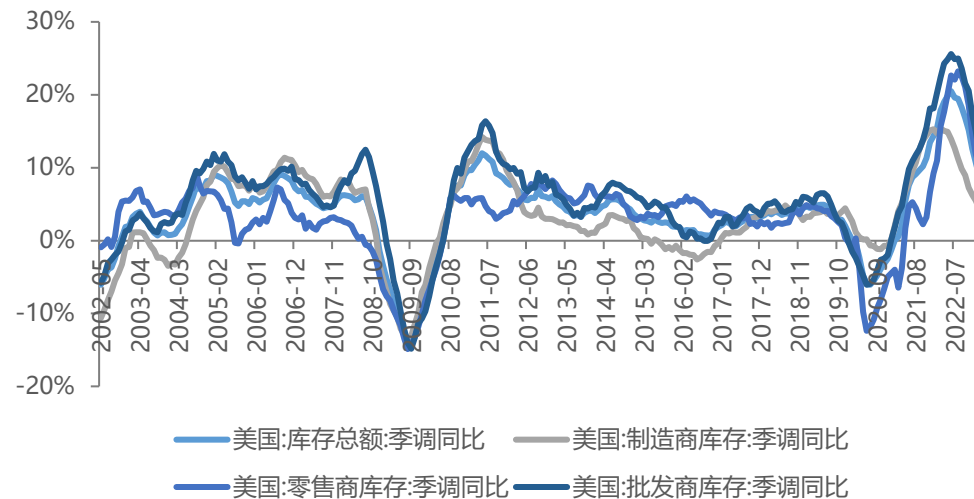
## 4.2 美国同步去库

### PPI领先库存周期



资料来源：Wind、东吴期货研究所

### 美国库存周期

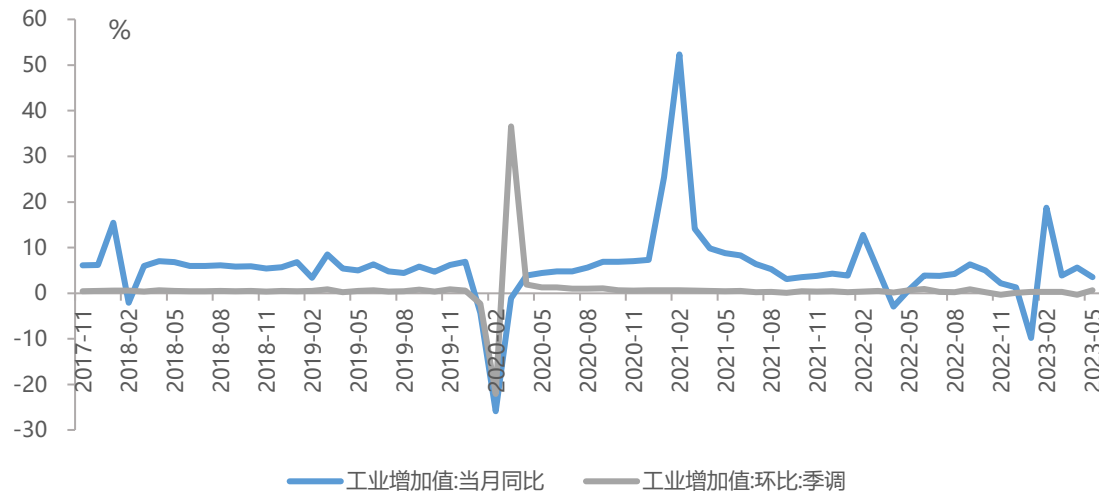


资料来源：Wind、东吴期货研究所

- PPI与库存周期走势较为相似，且领先库存周期约1-2个季度。若PPI年中触底，则库存周期有望三季度末或四季度触底。
- 未来我国库存周期节奏取决于内外需共同作用，内需恢复需要观察稳增长政策力度和落地效果。美国自2022年6月开始主动去库，当前中美同处去库阶段，外需难以提振出口表现。

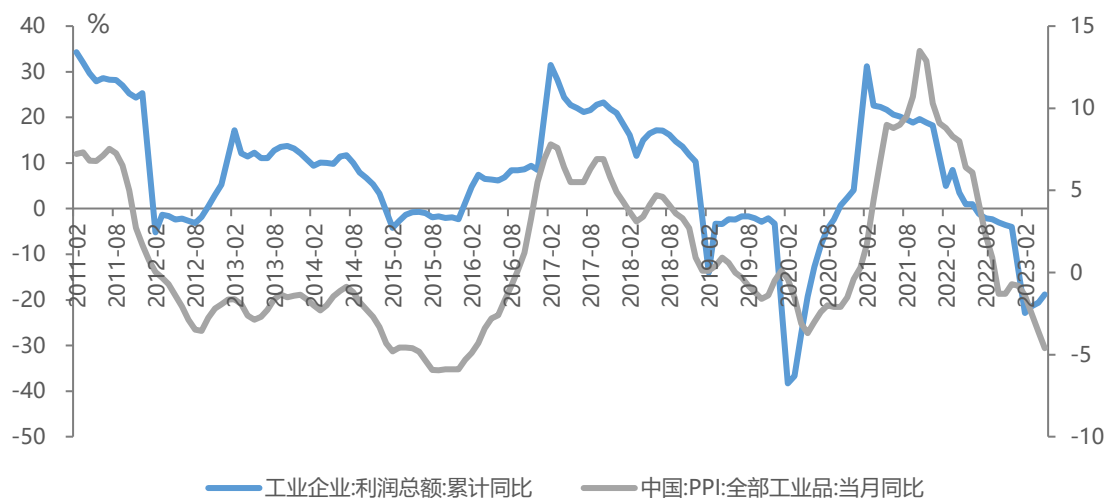
## 4.3 工业利润降幅收窄

### 工业增加值增速



资料来源: Wind、东吴期货研究所

### 工业企业利润累计同比增速

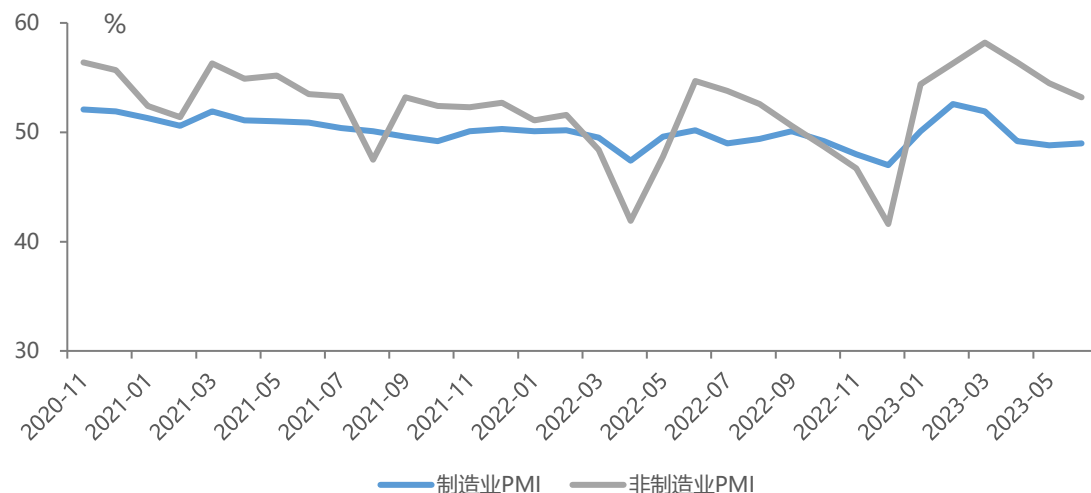


资料来源: Wind、东吴期货研究所

- 工业企业利润降幅收窄。1-5月规模以上工业企业利润同比下降18.8%，5月同比下降12.6%，降幅收窄5.6个百分点，5月营收增速由正转负。对利润进行拆解：今年以来价格和利润率是盈利的主要拖累项，但近期边际出现一定变化。5月PPI同比降幅扩大，“价”继续拖累利润表现，5月工业增加值同比增速放缓，“量”贡献下滑，5月营收利润率小幅反弹至5.19%，是企业利润降幅收窄的主要推动因素。
- PPI与盈利周期相关性较强，盈利周期拐点略领先于PPI拐点，因此当前企业盈利大概率已经触底。未来稳增长政策将进一步发力，企业盈利有望继续修复，但考虑到经济弱复苏，修复速度可能仍然偏慢。

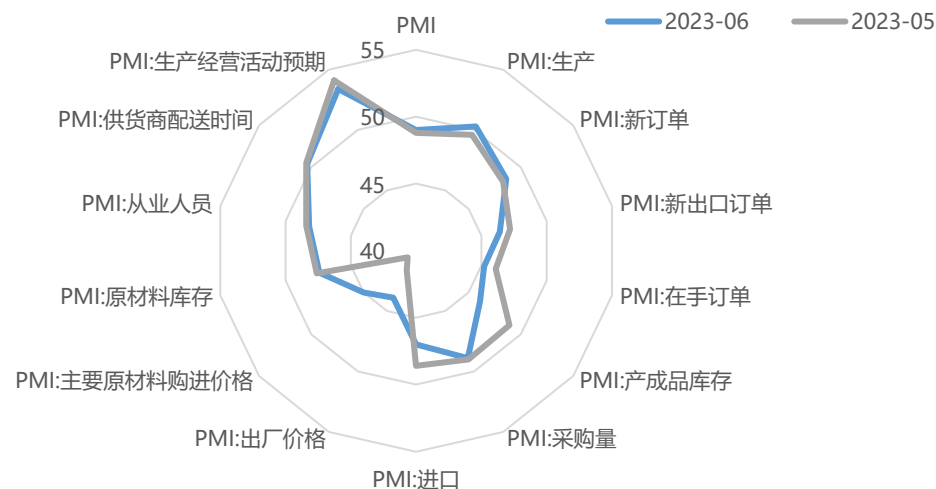
## 4.4 制造业景气度边际改善

制造业PMI



资料来源：Wind、东吴期货研究所

PMI分项环比变化 (%)

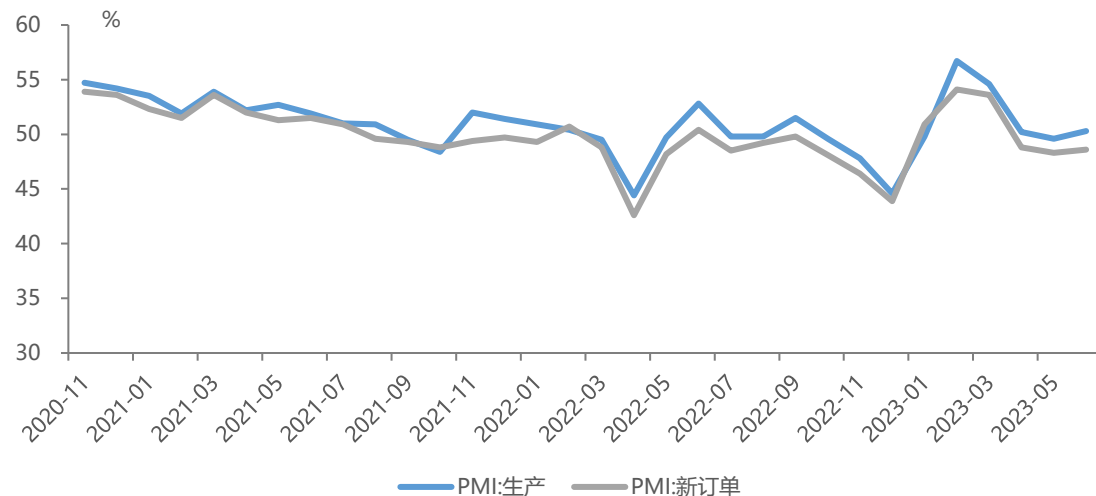


资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 6月制造业PMI为49%，较上月上升0.2个百分点，虽然仍处于收缩区间，但景气度出现边际改善。
- 6月非制造业商务活动指数为53.2%，较上月下降1.3个百分点，但仍保持扩张态势，非制造业景气度好于制造业。分行业看，服务业商务活动指数下降1个百分点至52.8%，建筑业商务活动指数下降2.5个百分点至55.7%。
- 不同规模企业景气度有所分化，大型企业重回扩张区间，中型企业PMI也有所回升，但小型企业PMI继续下滑。

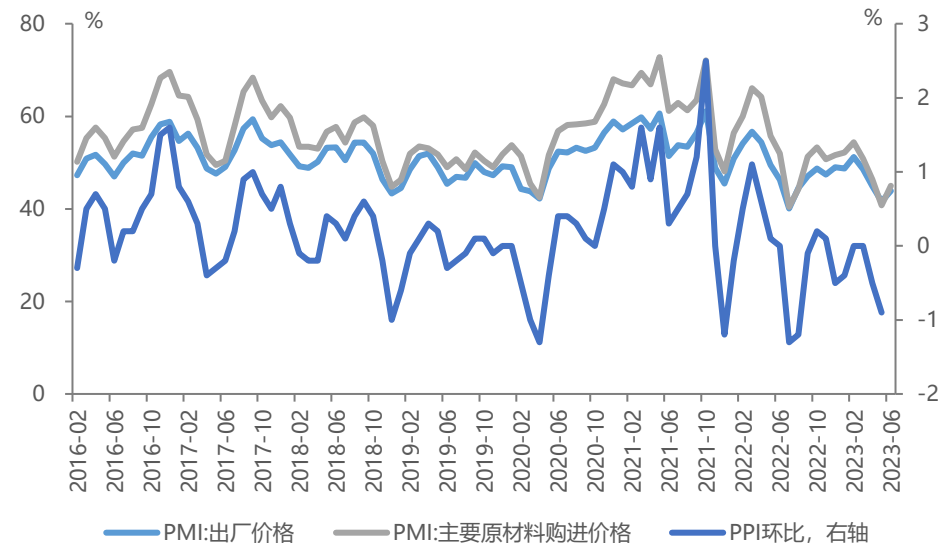
## 4.4 内需有所恢复

### 制造业PMI生产和新订单指数



资料来源：Wind、东吴期货研究所

### PMI价格分项和PPI走势

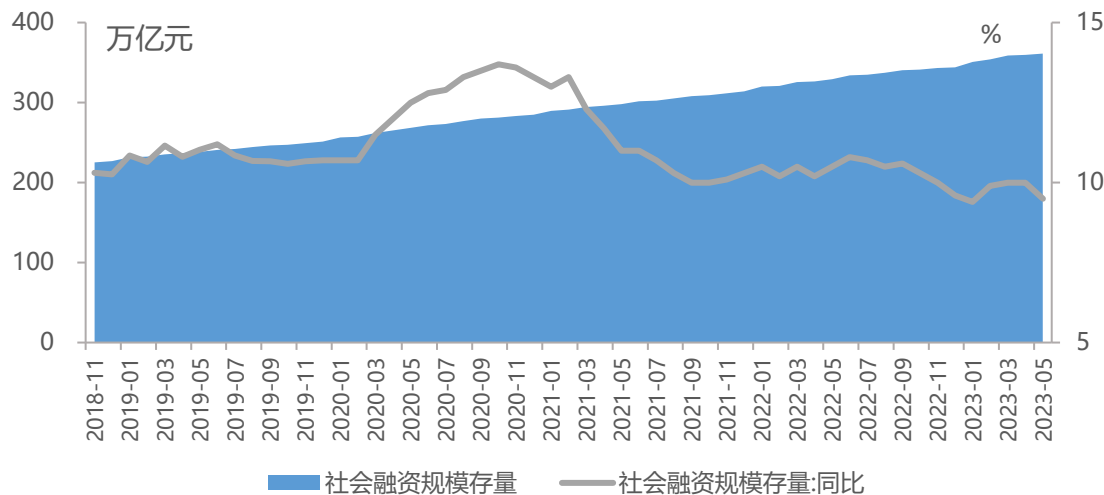


资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 产需两端均有所回升，生产指数回升0.7个百分点至50.3%，新订单指数回升0.3个百分点至48.6%，内需有所恢复。但新出口订单指数为46.4%，较上月下降0.8个百分点，外需尚未回暖。
- 产成品库存加速去化。原材料库存、产成品库存指数分别为47.4%、46.1%，较上月下降0.2个、2.8个百分点。
- 价格指数上行，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为45.0%和43.9%，较上月上升4.2和2.3个百分点。由于PMI价格分项和PPI走势相关性较高，6月PPI环比有望改善。

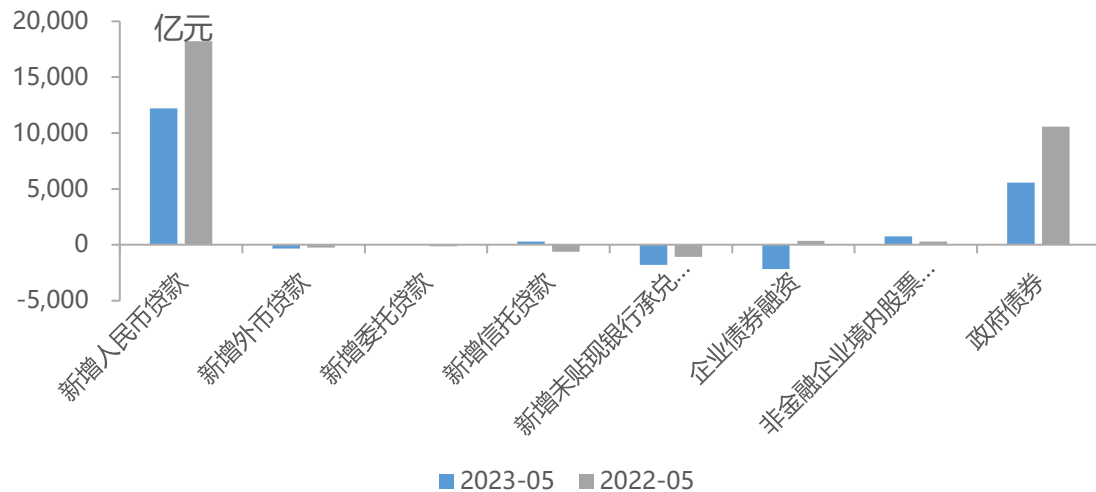
## 4.5 融资需求疲软

社融增速



资料来源: Wind、东吴期货研究所

社融构成



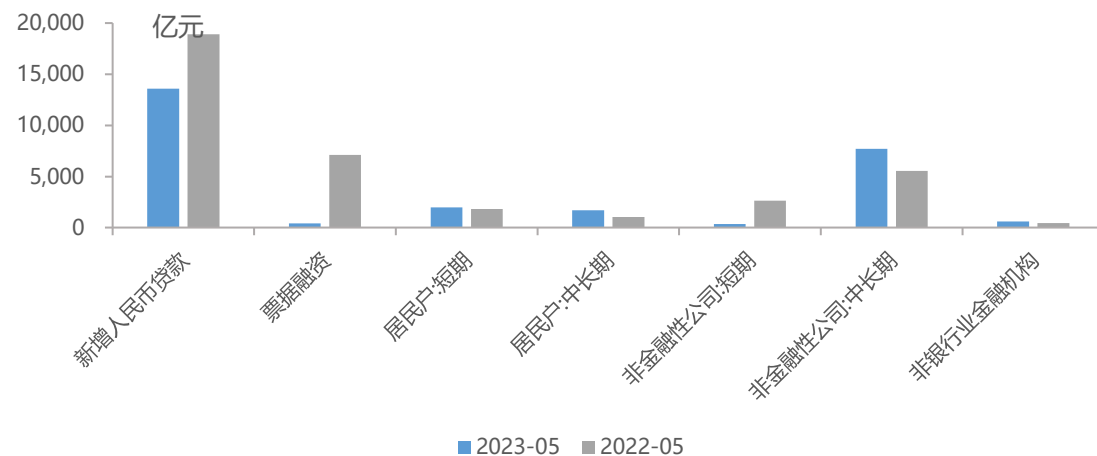
资料来源: Wind、东吴期货研究所

- 5月新增社融1.56万亿元，不及市场预期，同比少增1.28万亿元。社融存量同比增速下降0.5个百分点至9.5%。在一季度信贷大额投放后，5月延续回落态势。
- 对实体经济发放的人民币贷款增加1.22万亿元，同比少增6030亿元。企业债券减少2175亿元，同比多减2541亿元，政府债券增加5571亿元，同比少增5011亿元，直接融资放缓。



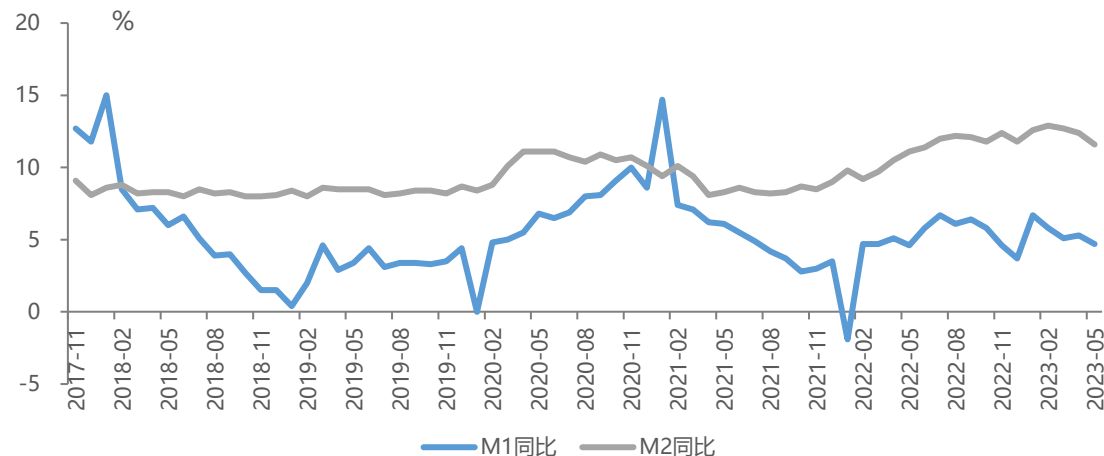
## 4.5 居民贷款仍处低位

新增贷款构成



资料来源: Wind、东吴期货研究所

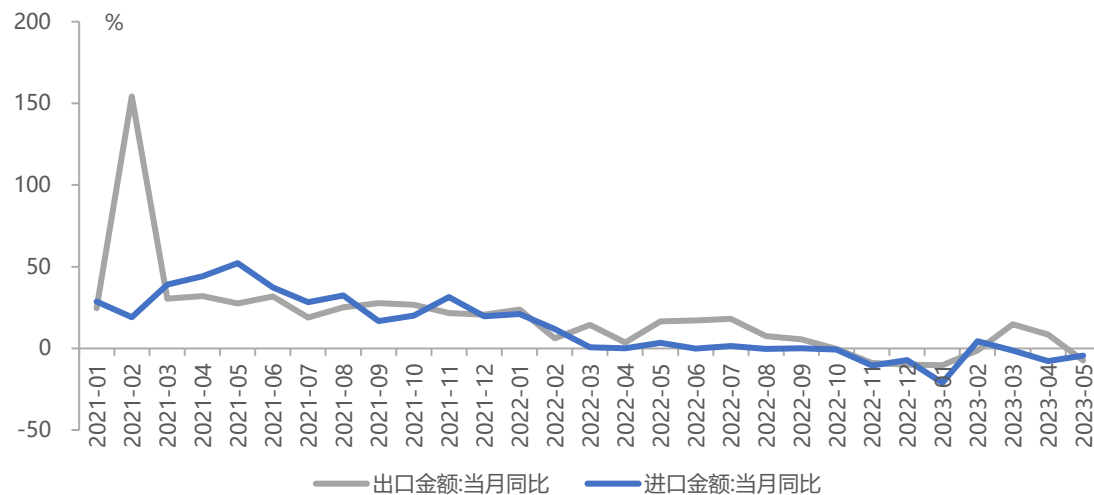
M1 M2同比增速



资料来源: Wind、东吴期货研究所

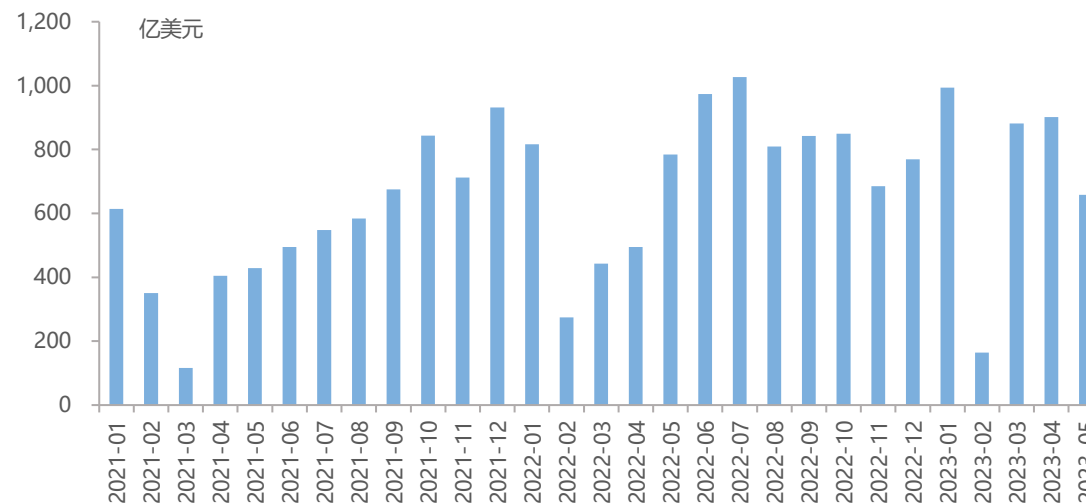
- 5月新增人民币贷款1.36万亿元，同比少增5300亿元。从结构来看，企业部门表现仍然较好，居民部门仍处低位。
- 企业中长期贷款延续高增。短期贷款增加350亿元，同比少增2292亿元。中长期贷款增加7698亿元，同比多增2147亿元。居民短贷由负转正，但仍处于低位水平。5月居民短贷增加1988亿元，同比多增148亿元。居民中长贷增加1684亿元，同比多增637亿元。

以美元计进出口增速



资料来源：Wind、东吴期货研究所

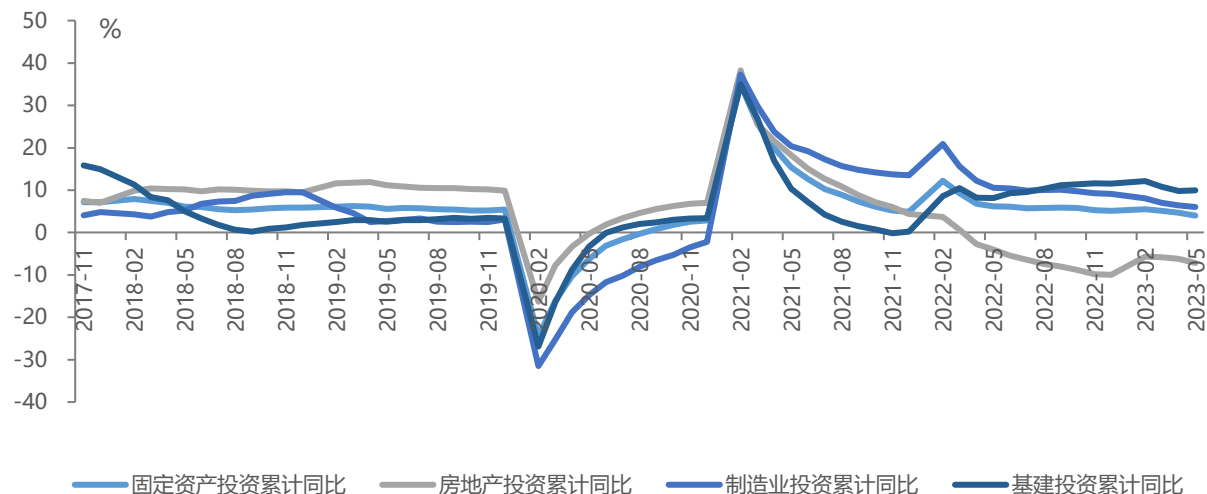
贸易差值



资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 以美元计价，5月出口同比下降7.5%，较上月下降16个百分点，两年复合增速下降至3.8%。
- 从区域来看，对主要国家出口都出现放缓。从产品来看，机电产品增幅转负，劳动密集型增速继续走弱。
- 5月进口同比下降4.5%，较上月收窄3.4个百分点，大宗商品中原油、铜降幅收窄。

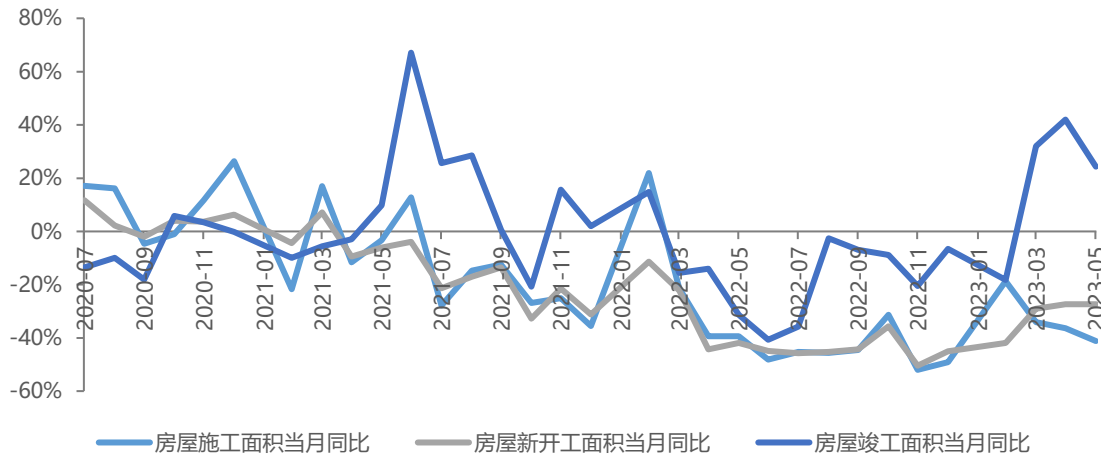
固定资产投资累计同比



资料来源: Wind、东吴期货研究所

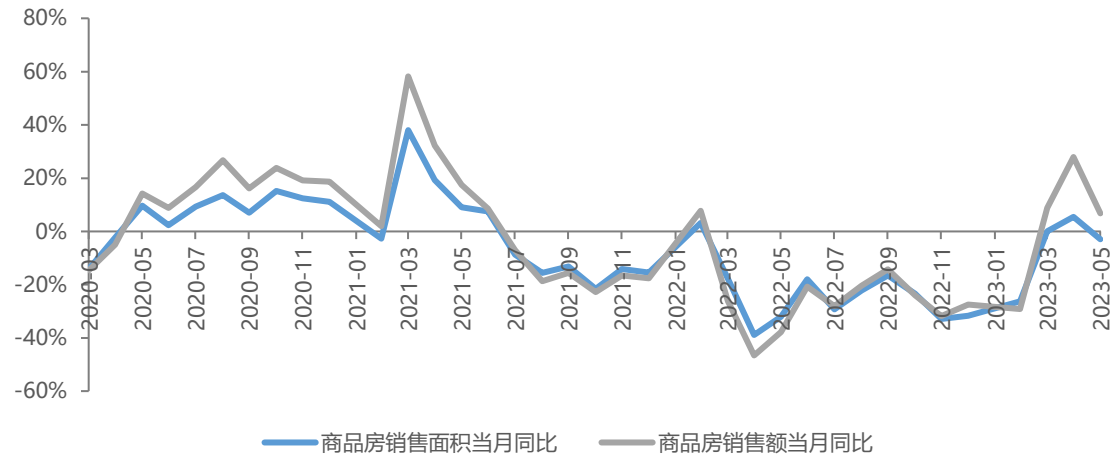
- 固定资产投资环比企稳，地产投资降幅仍在扩大，电力行业带动基建投资增速上行，制造业增速小幅回落。1-5月份，固定资产投资累计同比增速回落0.7个百分点至4%，低于市场预期的4.5%。5月单月同比增速下行2.1个百分点至1.6%，5月环比增速为0.11%，环比增速转正。
- 分项来看，5月房地产投资同比下降10.5%，降幅较上月扩大3.3个百分点。狭义基建投资同比增速下滑3个百分点至4.9%，而广义增速则回升2.8个百分点至10.7%，广义和狭义基建走势分化，主要是因为电力、热力、燃气及水生产和供应业5月增速较高，抬升了广义基建水平。制造业投资5月同比增长5.1%，增速较上月回落0.2个百分点，企业扩产意愿仍然偏弱。
- 从两年复合增速来看，固定资产投资增速以及基建和制造业投资增速均有所改善，但房地产投资跌幅继续扩大。

### 房地产施工、竣工、新开工当月同比



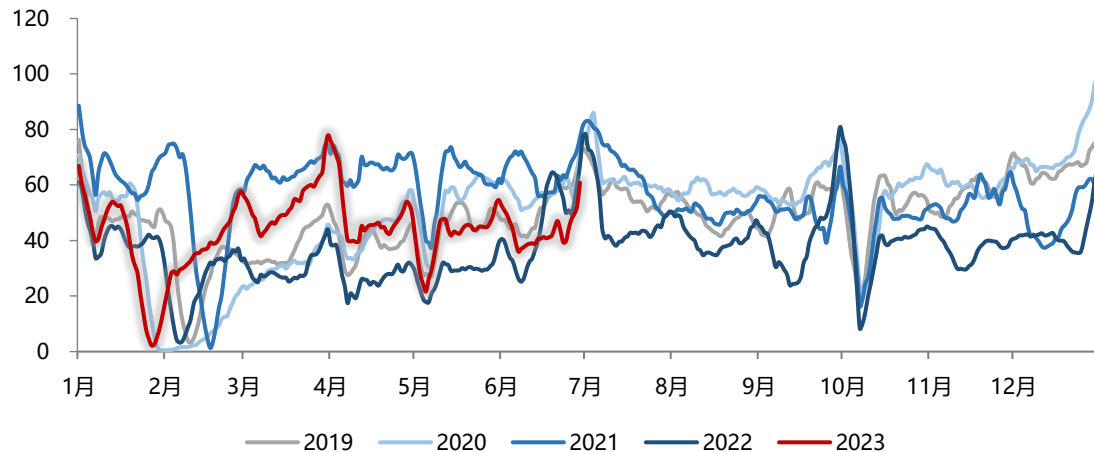
资料来源：Wind、东吴期货研究所

### 商品房销售当月同比



资料来源：Wind、东吴期货研究所

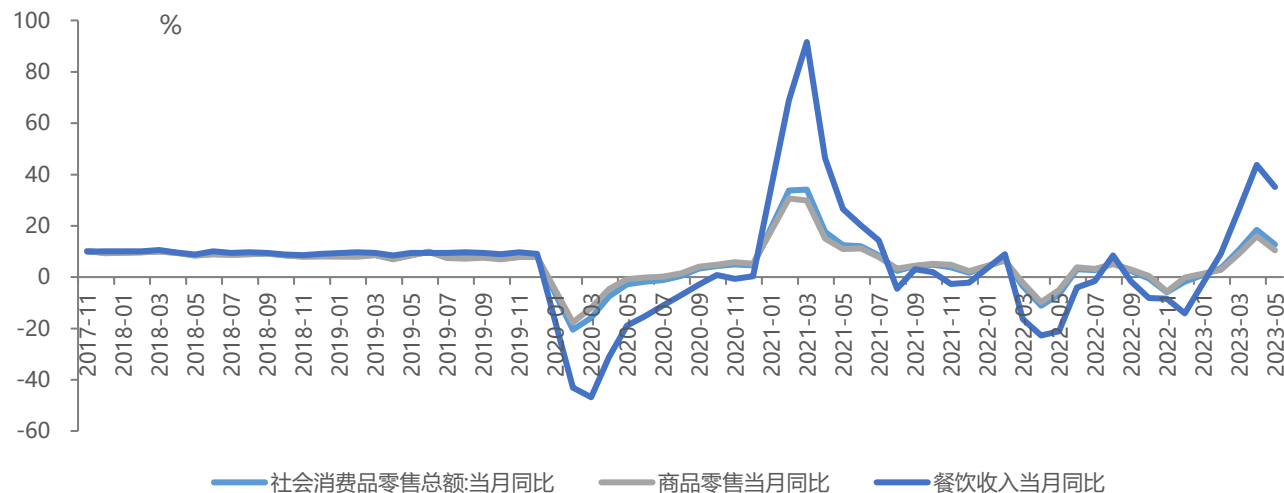
### 30大中城市商品房成交面积（7DMA）



资料来源：iFind、东吴期货研究所

- 5月房地产销售面积同比增速下降8.4个百分点至-3%，销售额同比增速下降21.1个百分点至6.8%。
- 二季度以来地产销售表现持续低迷，6月30大中城市商品房日均成交面积仍处于近年来同期低位，仅高于去年同期水平。
- 生产方面，5月竣工面积同比保持较高增速，但增速有所放缓。新开工面积同比降幅与上月持平，施工面积同比降幅继续扩大，从两年复合增速来看，新开工面积降幅略有收窄，而施工面积降幅继续走扩。

社零同比增速



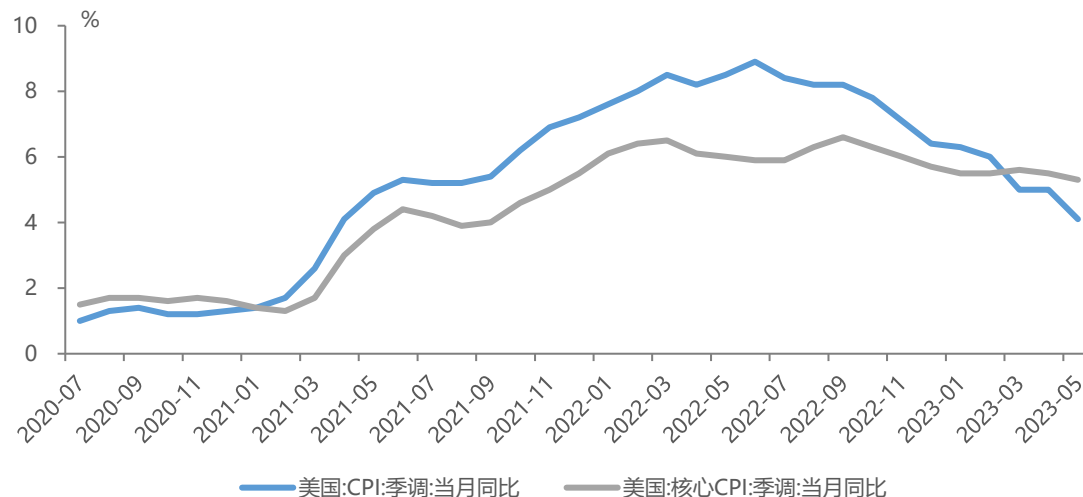
资料来源: Wind、东吴期货研究所

- 消费整体复苏不强。5月社会消费品零售总额同比增长12.7%，较上月下降5.7个百分点，低于市场预期，两年复合增速小幅回落至2.5%。按消费类型分，5月商品零售同比增长10.5%，餐饮收入同比增长35.1%，虽然餐饮表现仍好于商品消费，但餐饮收入两年复合增速出现放缓，而商品消费复合增速小幅回升。商品消费中，通讯器材、汽车两年复合增速明显改善，家电、家具、建材等地产相关消费仍然偏弱，拖累整体社零表现。

05

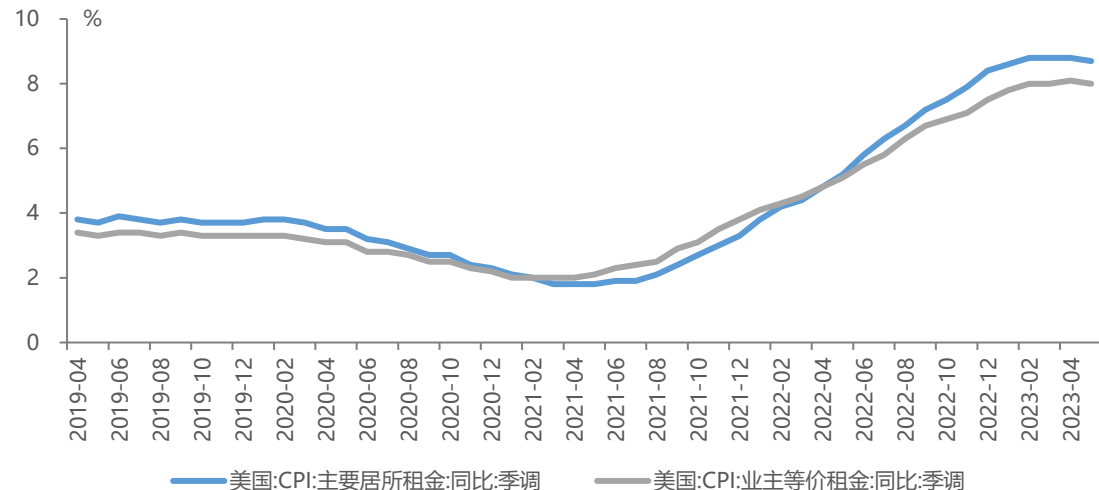
**流动性：增量资金不足**

### 美国CPI当月同比



资料来源: Wind、东吴期货研究所

### 美国CPI住房分项同比



资料来源: CME、东吴期货研究所

- 5月美国通胀超预期下行, 但核心通胀保持韧性。5月美国CPI同比上升4%, 低于预期的4.1%, 前值4.9%, 已经连续11个月回落。5月CPI季调环比为0.1%, 低于预期的0.2%, 前值0.4%。5月核心CPI同比上升5.3%, 符合预期, 前值5.5%, 季调环比为0.4%, 符合预期, 前值0.4%。
- 分项来看, 能源价格大幅回落是此次CPI下行的主要驱动, 5月能源价格环比大幅下降3.6%。但核心通胀压力仍大, 住房和二手车制约核心通胀下行速度。5月住房价格反弹, 环比回升0.2个百分点至0.6%, 二手车环比持平于4.4%, 维持高位。

### 6月和3月点阵图对比



资料来源: iFind、东吴期货研究所

- 美联储6月议息会议暂停加息，宣布将联邦基金利率目标区间维持在5%-5.25%，符合市场的预期。但从点阵图来看，美联储预计年内还有两次加息，和此前市场预计7月最后一次加息相比，鹰派程度明显超出市场预期。根据美联储决议声明，此次暂停加息是为了评估更多的信息以及对货币政策的影响。
- 会后鲍威尔表示目前尚未对7月是否加息做出决定，强调今年不会降息。美联储此次在议息会议上偏鹰的表态，有助于约束市场的乐观情绪，避免影响当前政策的紧缩效果。考虑到核心通胀压力，7月仍有可能继续加息，但9月之后的加息路径不确定性较大。
- 6月21日、22日鲍威尔连续两天在国会听证会上发表鹰派言论，他表示美联储仍致力于让通胀回至2%的目标，当前经济温和扩张，劳动力市场紧张，今年再次加息是合适的，还有可能会加息两次。



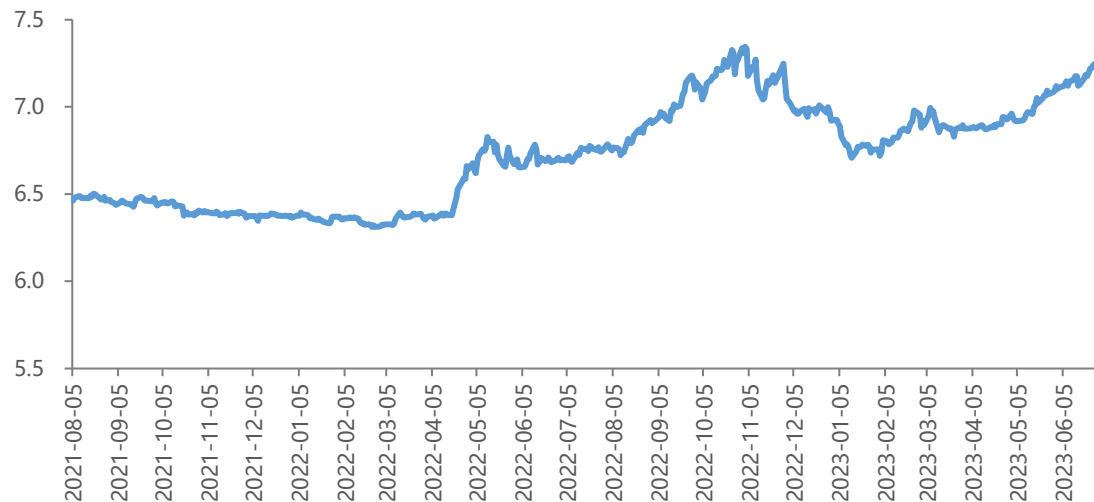
### 美联储经济预测

Percent												
Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2	1.6-2.5
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9	3.5-4.4
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0	2.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4		3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0	
March projection	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6	2.4-3.6
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6

资料来源：美联储、东吴期货研究所

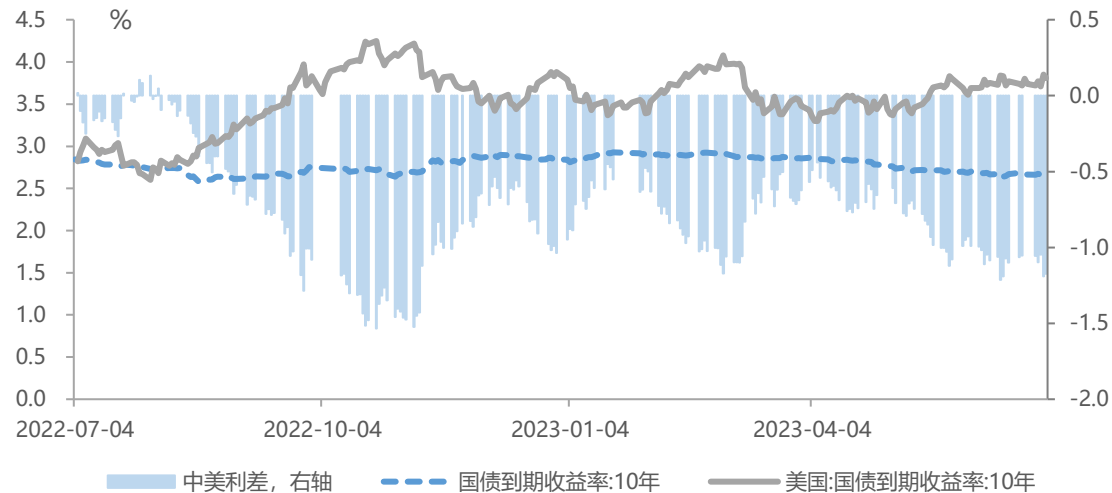
- 在6月经济预测中，美联储上调GDP预测，从3月的0.4%上调至1%；下调失业率预测，从4.5%下调至4.1%；上调核心PCE预测，从3.6%上调至3.9%；上调联邦基金利率预测，从5.1%上调至5.6%。以上调整说明美联储认为经济仍有韧性，同时通胀压力难以快速缓解，需要在较高的利率水平上停留更久。

### 美元兑离岸人民币



资料来源：Wind、东吴期货研究所

### 中美利差

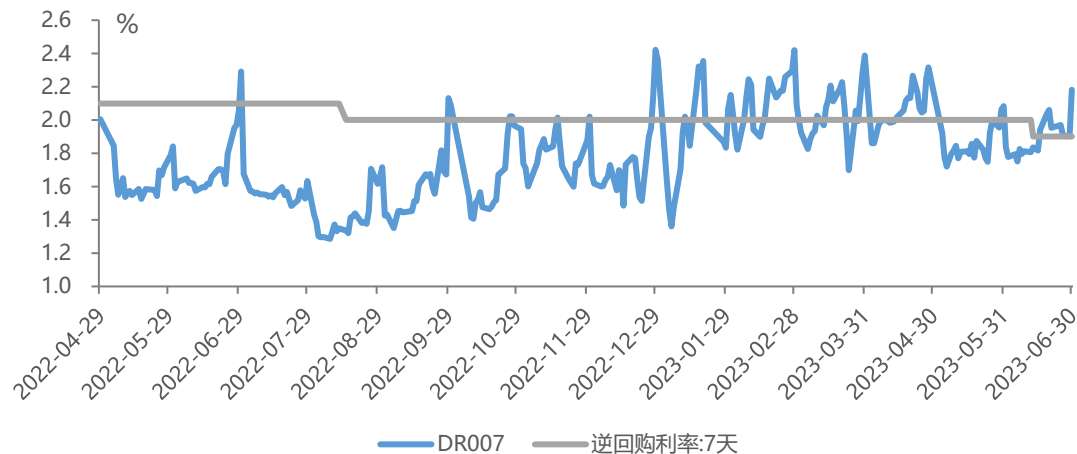


资料来源：Wind、东吴期货研究所

- 在美联储加息周期尚未完全结束之前，国内开启新一轮降息，内外货币政策错位，同时国内经济基本面修复不及预期，使得人民币短期存在贬值压力，中美利差倒挂程度加深。但今年大趋势仍然是国内经济复苏动能修复、美联储货币政策转向宽松，因此中长期来看人民币将再度走强。

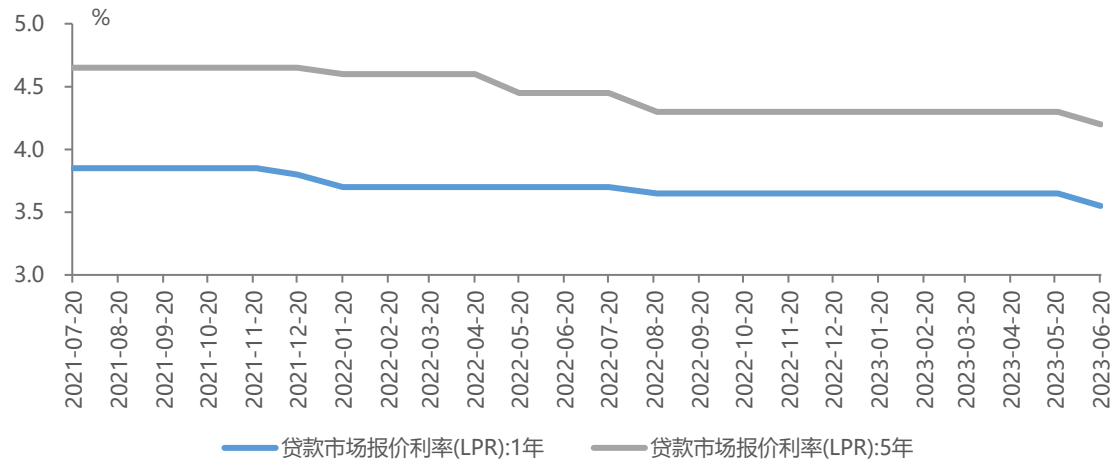
## 5.5 稳增长政策开始加力

DR007走势



资料来源：Wind、东吴期货研究所

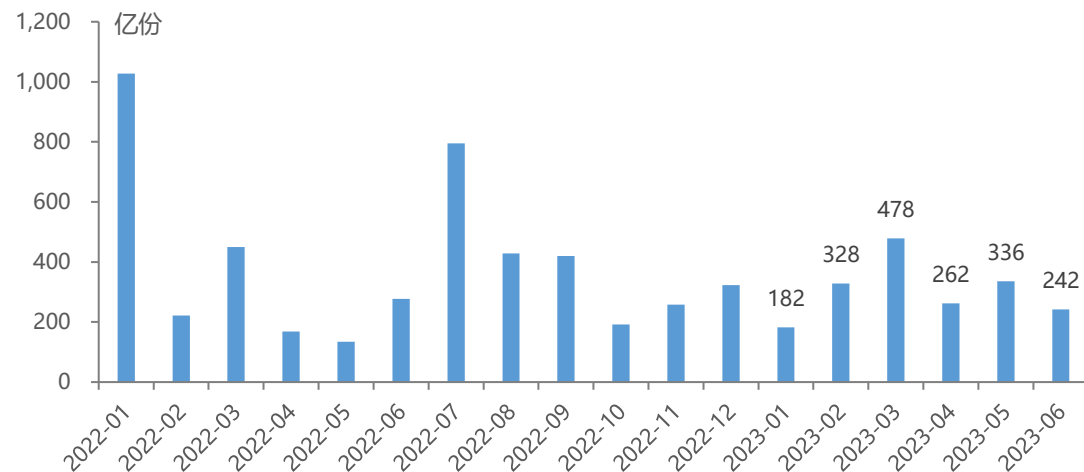
LPR报价



资料来源：Wind、东吴期货研究所

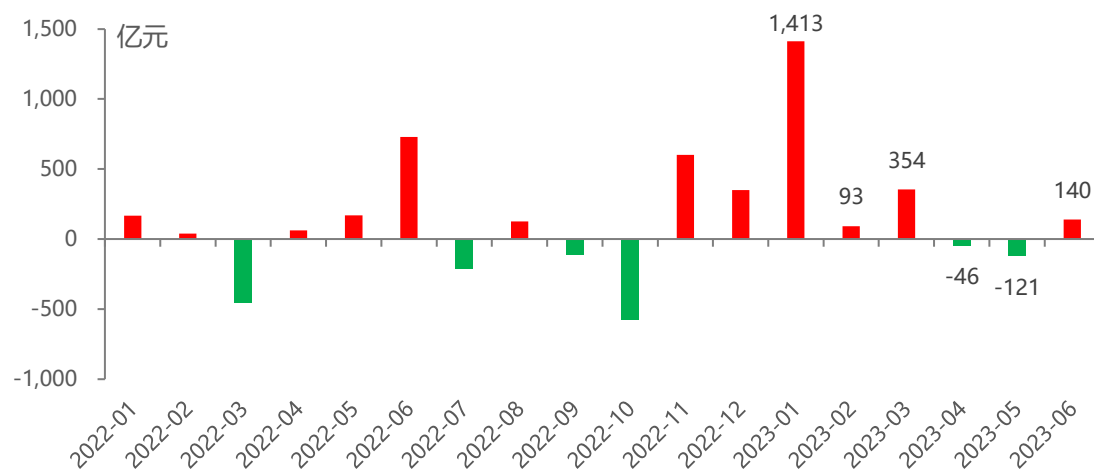
- 6月以来，7天期逆回购利率、MLF操作利率接连下降。6月20日，央行公布最新的LPR报价，1年期和5年期同步下调10个基点，这是自去年8月以来首次下调。此次LPR利率下调可以降低贷款利率，提振购房者认购积极性，刺激实体融资需求。另外，LPR下调能够释放积极的政策信号，货币政策保持宽松，有助于稳定市场预期。
- 在MLF利率下调后，LPR下调已在市场预期之内。但此次1年期和5年期对称下调，5年期下调幅度略不及市场预期，反映出当前相对克制、谨慎的政策取向。在降息周期开启后，财政、产业、结构性货币政策工具等一揽子稳增长政策仍需协同发力，未来市场将继续观察政策力度和实际落地效果，7月政治局会议将是重要时点。

### 新成立偏股型公募基金份额



资料来源: Wind、东吴期货研究所

### 北向资金净流入统计



资料来源: Wind、东吴期货研究所

- 今年以来新成立偏股型基金一直较为低迷,上半年合计成立1829亿份。
- 上半年北向资金合计净流入1833亿元,4月、5月连续两个月净流出。在人民币汇率承压的情形下,外资流出压力较大。

指数资金来源跟踪

	沪深300				上证50				中证500				中证1000			
	北向	两融	ETF	合计	北向	两融	ETF	合计	北向	两融	ETF	合计	北向	两融	ETF	合计
2022/10/31	-615	-63	75	-603	-361	11	32	-318	7	-87	29	-51	33	-16	27	45
2022/11/30	471	-78	113	507	196	-46	-19	130	112	42	145	300	14	172	-51	134
2022/12/31	300	-167	196	329	83	-57	-43	-17	15	-36	61	40	8	-23	14	-2
2023-01-31	1074	73	72	1218	483	-40	-9	435	181	-4	35	212	137	18	19	174
2023-02-28	136	131	-223	44	63	47	-16	94	7	50	-253	-196	-21	103	-149	-68
2023-03-31	21	85	-19	87	-95	7	-19	-108	54	23	4	81	154	82	42	277
2023-04-28	-218	-38	48	-207	-186	-42	-7	-235	67	-15	-23	29	36	14	83	133
2023-05-31	-99	-22	44	-76	-145	12	25	-109	-25	-22	24	-23	9	11	-21	-2
2023-06-30	-20	-161	72	-110	-133	-85	46	-172	8	-76	37	-32	62	-30	10	43
合计	894	68	-6	956	-13	-100	19	-95	291	-45	-175	71	377	198	-17	558

资料来源：Wind、东吴期货研究所

谢谢！

请联系东吴期货研究所，期待为您服务！

400-680-3993

<http://yjs.dwfutures.com>

本报告由东吴期货研究所制作及发布。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，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，投资需谨慎！