

## 国债期货年度报告：

# 防御至上

## 国债期货年度报告

### 摘要：

明年上半年稳增长政策进一步发力的背景下，经济复苏预期有望升温，债券市场可能因此承压，需以防御的思路对待，考虑到当前基差水平偏低，优先推荐投资者参与空头套保。具体而言：

首先，我们判断全年利率曲线望呈现“N”型走势，即先上后下再上，整体利率中枢上移，上行幅度取决于经济复苏力度，故即使参与空头套保，也需把握好节奏。

其次，当前利率曲线过度平坦化，随着资金面转松，利率曲线有望走阔，则参与做陡套保策略在对冲现券价格波动风险的基础上，还可以获得利率曲线陡峭化带来的额外收益。

最后，套利方面，我们建议预期利率曲线陡峭化的背景下，可以介入多 TS 空 T 或多 T 空 TL 的跨品种套利头寸；同时，近远月价差有望在期限利差扩张的支撑下趋于上行，临近移仓时点可关注多近月空远月的套利机会。

### 投资策略：

参与做陡套保策略：多 TS 空 T 或多 T 空 TL；做多近远月价差。

### 风险提示：

经济复苏低于预期；流动性收紧。

作者姓名：孙玉龙

邮箱：sunyulong@csc.com.cn

电话：023-86769757

期货投资咨询从业信息：Z0019397

发布日期：2023年12月25日

## 目录

一、行情回顾：被拉长的牛市.....	4
（一） 单边行情.....	4
（二） 基差走势.....	6
（三） 移仓交割.....	7
二、基本面：宽货币护航经济.....	10
（一） 经济面.....	10
（二） 资金面.....	13
三、行情展望及策略建议.....	16
（一） 单边方向.....	16
（二） 套利分析.....	18
（三） 移仓展望.....	19

## 图表目录

图表 1: 国债期货各品种主力合约走势.....	5
图表 2: 国债主要期限利率走势 (%).....	5
图表 3: 国债期货跨品种价差走势.....	5
图表 4: 国债主要期限利差走势 (%).....	5
图表 5: 近三年 T03 合约历史同期基差比较.....	6
图表 6: 近三年 T06 合约历史同期基差比较.....	6
图表 7: 近三年 T09 合约历史同期基差比较.....	7
图表 8: 近三年 T12 合约历史同期基差比较.....	7
图表 9: T 主连合约净基差与期限利差.....	7
图表 10: 近三年 T03 合约跨期价差走势比较.....	8
图表 11: 近三年 T06 合约跨期价差走势比较.....	8
图表 12: 近三年 T09 合约跨期价差走势比较.....	8
图表 13: 近三年 T12 合约跨期价差走势比较.....	8
图表 14: 交割量(手).....	9
图表 15: 交割率 (%).....	9
图表 16: 商品房销售增速冲高回落.....	10
图表 17: 30 大中城市商品房日度累计增速.....	10
图表 18: M2-PPI 领先于商品房销售增速 (%).....	11
图表 19: Shibor 利率与商品房销售增速负相关 (%).....	11
图表 20: 猪肉同比与生猪出栏同比 (%).....	11
图表 21: 生猪出栏和存栏增速 (%).....	11
图表 22: PPI 与原油 (%).....	12
图表 23: PPI 与库存周期 (%).....	12
图表 24: 特殊再融资债于 10 月超预期发行 (亿元).....	13
图表 25: 国债下半年放量发行 (亿元).....	13
图表 26: 利率走廊 (%).....	14
图表 27: 近三年同业存单利率 (%).....	15
图表 28: 近三年央行公开市场净投放月度累计比较 (亿元).....	15
图表 29: 近两年 MLF 净投放量 (亿元).....	16
图表 30: MLF 年度净投放量与资金利率.....	16
图表 31: 2017/5~2018/2 (T 对冲 7-10 年).....	17
图表 32: 2017/5~2018/2 (T 对冲 1-3 年).....	17
图表 33: 2018/3~2019/4 (T 对冲 7-10 年).....	17
图表 34: 2018/3~2019/4 (T 对冲 1-3 年).....	17
图表 35: 2020/11~2021/6 (T 对冲 7-10 年).....	18
图表 36: 2020/11~2021/6 (T 对冲 1-3 年).....	18
图表 37: 2021/9~2022/11 (T 对冲 7-10 年).....	18
图表 38: 2021/9~2022/11 (T 对冲 1-3 年).....	18

图表 39: 4TS-T 与资金利率负相关(%) .....	19
图表 40: 社融累计增速与 10y-1y 利率(%) .....	19
图表 41: 基差对跨期价差产生正向推动.....	19
图表 42: 跨期价差与资金利率长期负相关.....	19

## 一、行情回顾：被拉长的牛市

### （一）单边行情

去年 12 月 26 日，国家卫健委官方发布通告，将“新型冠状病毒肺炎”更名为“新型冠状病毒感染”，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，取消入境后全员核酸检测和集中隔离，有序恢复中国公民出境旅游，这标志着新冠疫情正式“收官，今年上半年迎来国内疫情全面放开后的第一个半年，投资者对于国内经济全面复苏抱有较高期待。在此背景下，债券市场却低开高走，再度进入牛市节奏中，成交量最大的 T 主力合约由年初的 98.906 上涨 3.87% 至 102.355，十年期国债收益率由年初的 2.84% 下行 20bp 至 2.64%。

结合基本面的变化节奏，我们可将今年的债市行情分为三个阶段：

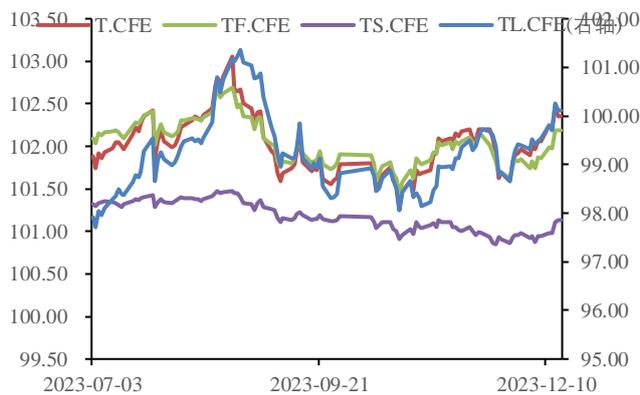
（1）阶段一（2023 年 1 月 5 日-2023 年 8 月 24 日）：经济复苏力度差于预期，期债低开高走。虽然 1-2 月官方制造业 PMI 重新站上荣枯线之上，但回升之势仅持续两个月即戛然而止，并于二季度再度跌破荣枯线，经济呈现出复苏根基不稳固的特征，从而导致市场多头信心重燃，推动期债进入单边上行的格局。期间内宽货币信号较明确，央行分别降准降息两次，8 月 15 日超预期调降 MLF 利率进一步推动期债上涨，但也加速了期债调整时点的到来。

（2）阶段二（2023 年 8 月 25 日-2023 年 10 月 19 日）：流动性超季节性收紧，期债调整。虽然降准降息落地，但市场再次上演“利好兑现即利空，降息降出资金紧”的剧情。8 月下旬以来，市场期待的宽松局面并未到来，资金利率以比去年同期更高的斜率上行，给债市施加一定压力。与此同时，地产放松政策密集出台，特殊再融资债超预期放量发行以及万亿国债增发计划落地等利空叠加，期间内市场悲观情绪持续升温。

（3）阶段三（2023 年 10 月 20 日至今）：债券供给压力边际减弱，重要会议未如预期释放强刺激信号，期债再度回升。特殊再融资债集中在 10 月发行，11 月政府债供给压力显著减轻，四季度万亿国债增发计划已被充分预期，此阶段市场开始聚焦年底重要经济会议：政治局会议和中央经济工作会议，然而会议最终强调经济高质量发展，并未释放强刺激信号，市场预期明年经济增长目标可能调降。利多因素密集的背景下，市场暂时忽视同业存单利率与 MLF 利率倒挂的现象，选择交易货币宽松预期。随着 12 月 22 日多家商业银行下调存款挂牌利率，货币宽松预期得到验证进一步推动期债上行。

总体而言，今年债券延续牛市，且涨幅较 2022 年进一步扩大，中途虽受到债券供给压力、监管层表达抑制资金空转的意图及资金超预期紧张等因素的扰动，但经济复苏乏力奠定了有惊无险的债牛基础，使得多头趋势维持至年底。不过，由于资金利率中枢整体较去年抬升，这使得期限利差持续压缩，长限合约表现相对更强，尤其是新上市的 TL 表现不俗。

图表 1：国债期货各品种主力合约走势



图表 2：国债主要期限利率走势 (%)

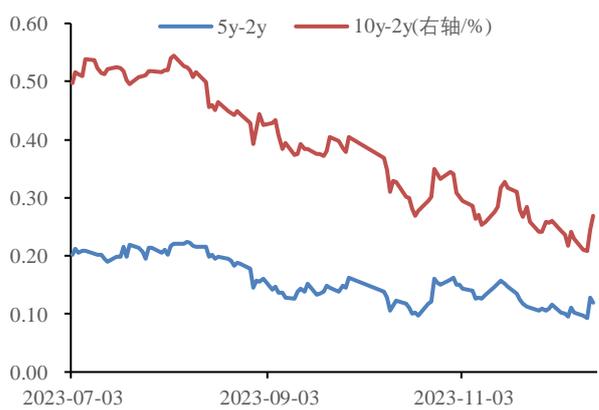


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 3：国债期货跨品种价差走势



图表 4：国债主要期限利差走势 (%)



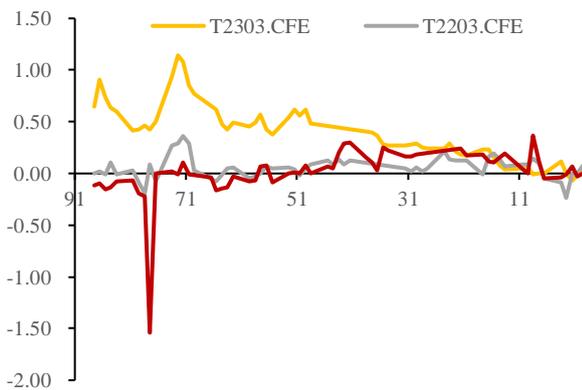
数据来源：Wind、中信建投期货

## （二）基差走势

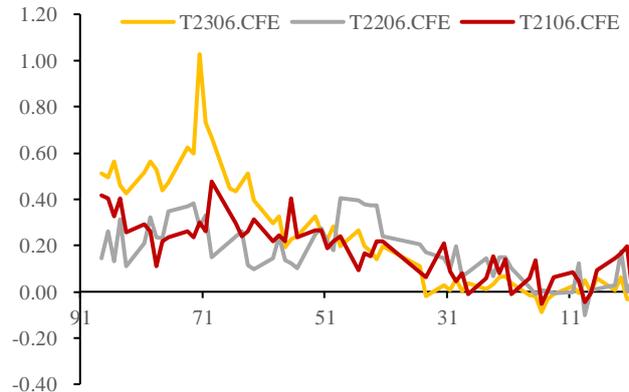
对比 T 合约近三年 03、06、09、12 合约的基差水平可以发现，T2303 和 T2306 合约的基差中枢水平高于前两年同期。主要原因在于：一方面，去年四季度市场对于经济复苏的预期逐步升温，叠加理财赎回压力陡增，套保需求在去年 11 月集中爆发，将基差水平抬升；另一方面，去年底利率曾升至 2.9% 之上，市场预期超过 3% 的概率增加，导致 CTD 券由短久期券向长久期券切换，转换期权价值的提升对于基差水平的进一步上升也贡献了力量。

不过，由于今年利率高开低走，多头情绪甚强，利率再度远离 3% 的点位，叠加利率曲线持续平坦化，由 2309 合约开始，基差不可避免地加速收敛，致多数品种的净基差水平基本进入负值区间。总体而言，当前极低的基差水平反映市场对于明年债市依然非常乐观。

图表 5：近三年 T03 合约历史同期基差比较

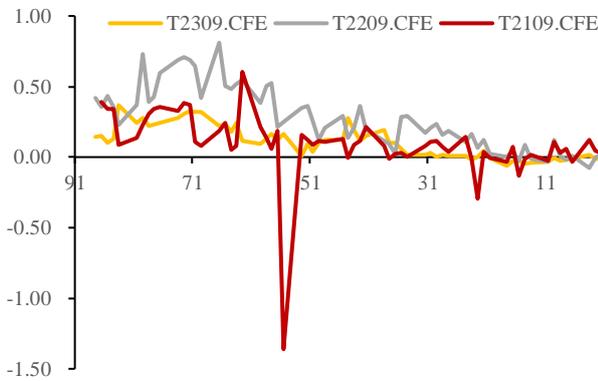


图表 6：近三年 T06 合约历史同期基差比较

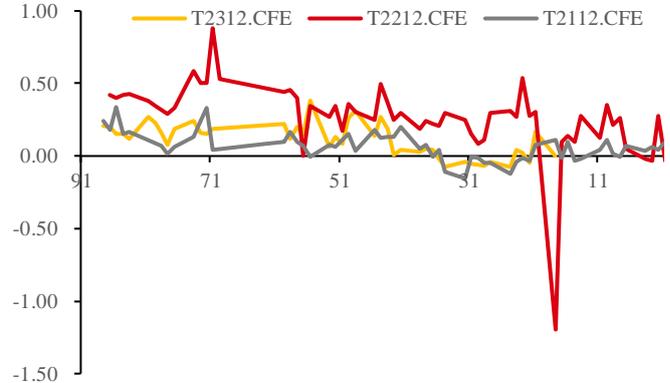


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 7：近三年 T09 合约历史同期基差比较

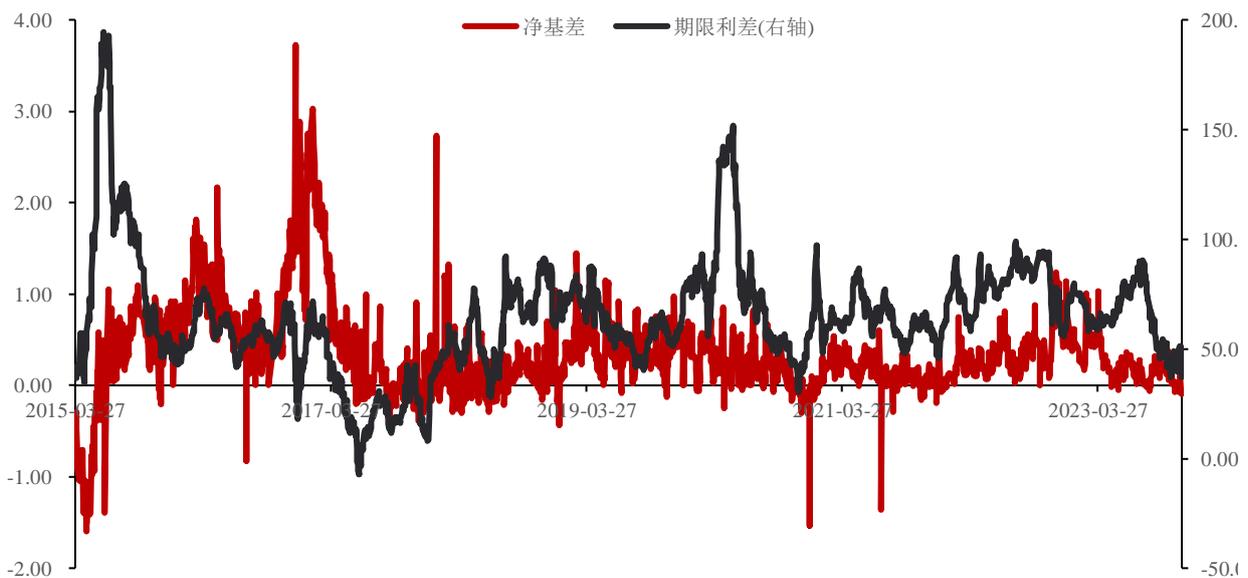


图表 8：近三年 T12 合约历史同期基差比较



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 9：T 主连合约净基差与期限利差



数据来源：Wind、中信建投期货

### （三）移仓交割

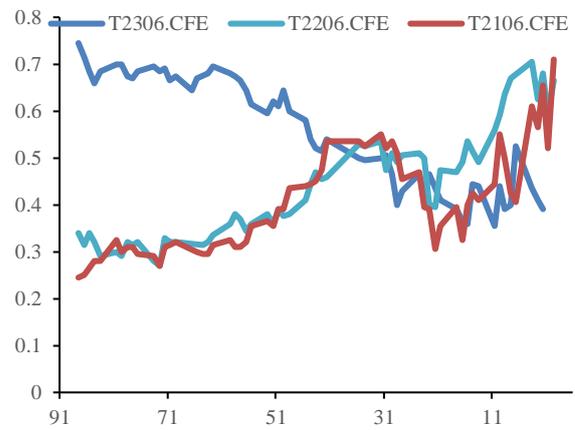
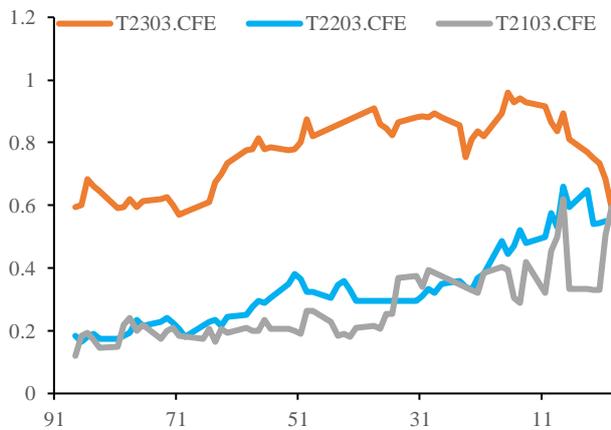
移仓方面，重点关注流动性最佳的 T 合约，今年除一季度外，其余季度的移仓均由多头主导，使得移仓时点近月与远月的价差呈下行态势。多头主导移仓的动力来源于两方面：一是今年债市多头情绪较强，临近交割时，多头更倾向于移仓至远月；二是下半年低基差吸引了不少投资者参与近月合约的正套，使得

近月合约的空头力量较强。

正如图 10-14 所示，T2303 的跨期价差在移仓时尚且维持在 0.9 元附近，至 T2306 和 T2309 合约时便降到了 0.4~0.5 元附近，T2312 更是进一步收敛至 0.25 元附近，这与基差中枢持续下降密不可分。连续三次移仓价差均显著收敛的情形在历史上并不多见，市场对于远端债市行情的乐观程度可见一斑。

图表 10：近三年 T03 合约跨期价差走势比较

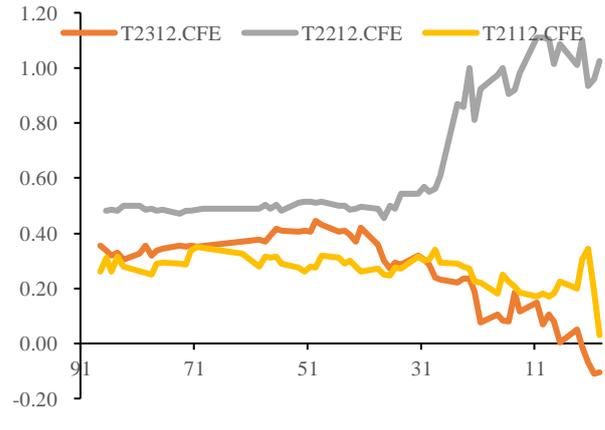
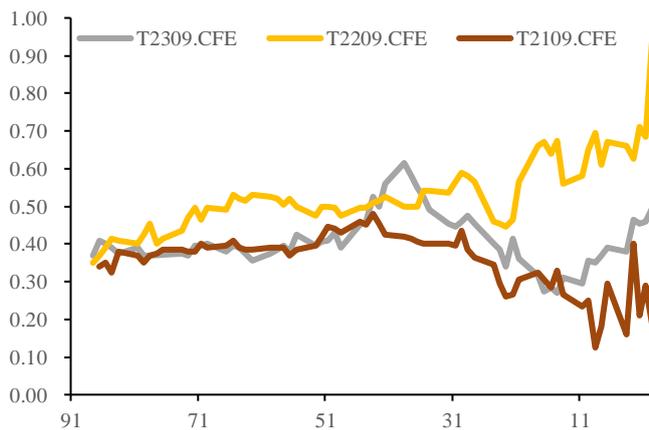
图表 11：近三年 T06 合约跨期价差走势比较



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 12：近三年 T09 合约跨期价差走势比较

图表 13：近三年 T12 合约跨期价差走势比较

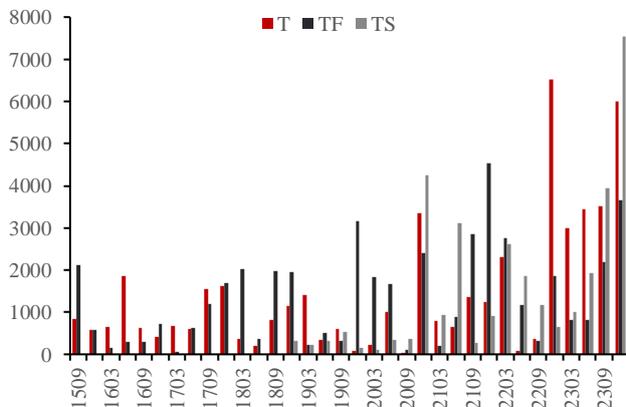
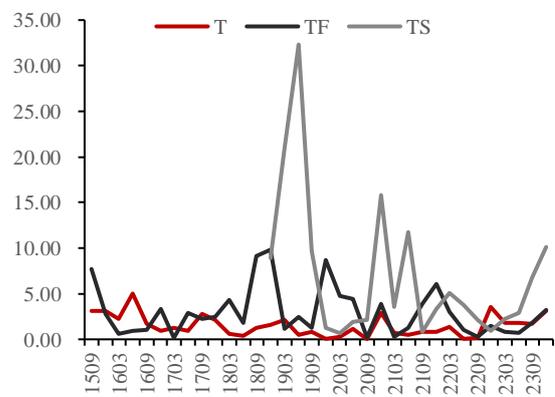


数据来源：Wind、中信建投期货

交割方面，全年期债经历了四个合约的交割，（不考虑 TL 合约）总交割量达到分别为 4816 手、6188 手、9665 手和 17206 手，交割量呈现逐季攀升的态势，显著高出 2022 年。各品种的交割率亦保持了良好的升势，TS 交割率始终位居榜首，最近一次 2312 合约的交割率达到 10.96%。我们认为，之所以 2312 合约的交割率进一步提升，这与低基差状态吸引较多投资者参与 2312 合约正套并进行交割密不可分。

今年四个品种 TL、T、TF 和 TS 的平均交割券集中度为 93.99%、77.1%、90.92%、94.6%，反映交割券集中度与可交割券紧密相连，故 T 最低，TS 最高。对于最近的 2312 合约而言，TF 和 T 合约交割券集中度超 99%，分别主要集中交割 230002.IB 和 230013.IB，我们观察到，这两只交割券流动性较佳且在移仓前基本稳定成为 CTD 券，交割券的不确定性风险几乎没有，成为最终提升 2312 合约交割率的重要因素。

由此可见，近一年来流动性最佳的 T 合约更容易成为日常利率管理的重要工具（套保、套利），而流动性欠佳的 TL 和 TS 合约更容易成为交割品种。考虑到当前基差仍处于较低水平，预计 2403 合约的交割率依然不低。

**图表 14：交割量(手)**

**图表 15：交割率(%)**


数据来源：Wind、中信建投期货

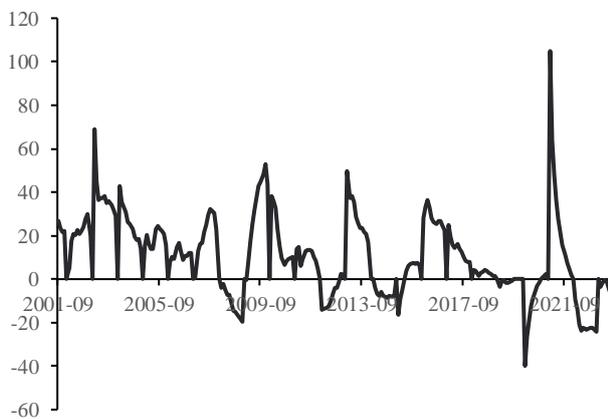
## 二、基本面：宽货币护航经济

### (一) 经济面

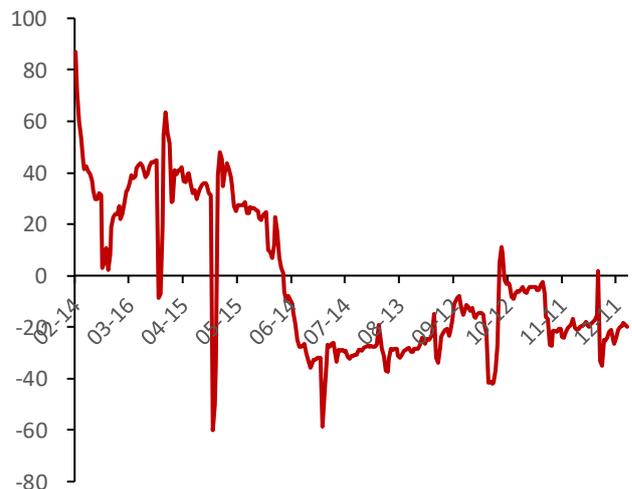
今年市场期待的疫后经济持续复苏的格局并未出现，制造业 PMI 经历过年初短暂的回升后，二季度再度进入收缩区间，经济指标不断表现为冲高回落的特征，始终难见显著提速，尤其是地产销售增速和通胀指标处于负值区间的时间明显长于以往周期。几番波动后，市场似乎已形成了经济在 2024 年也难有亮眼表现的一致预期，对于稳增长政策的效果难寄厚望，那么，明年经济是否会如当下的市场预期那般继续维持低迷姿态呢？我们认为，要解答这个问题，仍需从地产、通胀和工业周期三个层面入手。

M1 同比、社融增速与地产销售增速的中长期走势几乎趋于一致，今年金融信贷数据未有良好表现的核心症结在于地产景气度的持续低迷。在地产宽松政策密集出台的背景下，无论从月度公布的商品房销售面积增速，还是日度更新的 30 大中城市销售情况来看，仍无法顺利转入复苏轨道中。

图表 16：商品房销售增速冲高回落



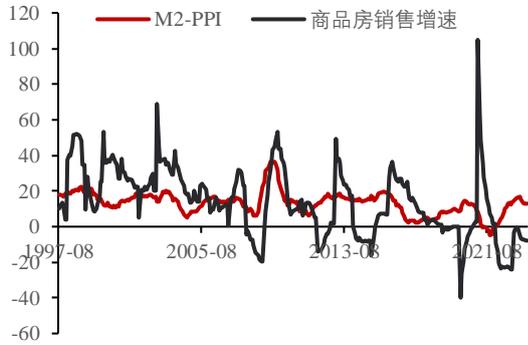
图表 17：30 大中城市商品房日度累计增速



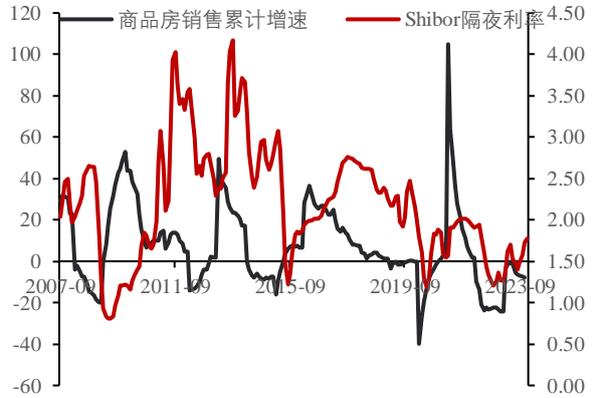
数据来源：Wind、中信建投期货

商品房销售增速的企稳依赖于宽货币向宽信用传导机制的顺畅度，体现为 M2-PPI 领先于商品房销售增速，Shibor 利率下行后往往迎来商品房销售的提速。M2-PPI 于去年初见底回升，Shibor 利率经历过一段下行，从而带来地产于今年初出现阶段回暖的迹象；然而，当前 M2-PPI 似有触顶回落的迹象，Shibor 利率仍处于上行趋势，预示着地产销售当前的降速趋势仍难以扭转。

图表 18: M2-PPI 领先于商品房销售增速(%)



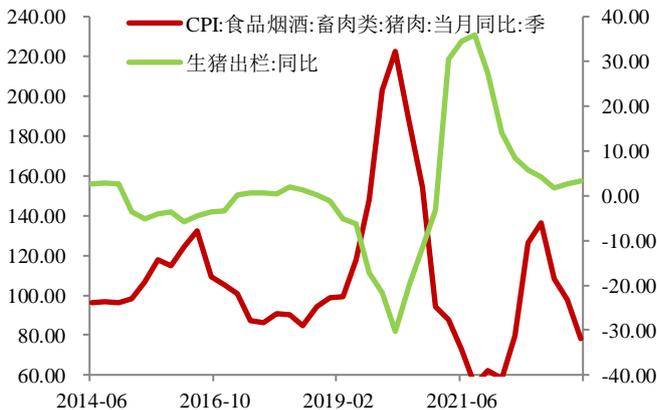
图表 19: Shibor 利率与商品房销售增速负相关(%)



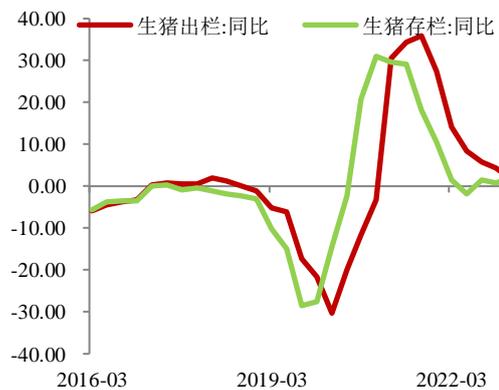
数据来源: Wind、中信建投期货

今年 11 月 CPI 创下年内新低, PPI 继续维持负增速, 类通缩格局未发生转变。从主要权重项猪肉来看, 其存栏和出栏的增速自 2021 年持续下降, 相对于以往周期, 存栏降速的拖尾效应较长, 并未对猪肉价格形成强有力的支撑。换言之, 本轮猪肉周期严重钝化, 在需求持续疲弱的背景下, 下行尾部被动拉长, 未来猪肉价格的企稳依赖于库存的大幅去化, 目前仍未见此迹象呈现。

图表 20: 猪肉同比与生猪出栏同比(%)



图表 21: 生猪出栏和存栏增速(%)



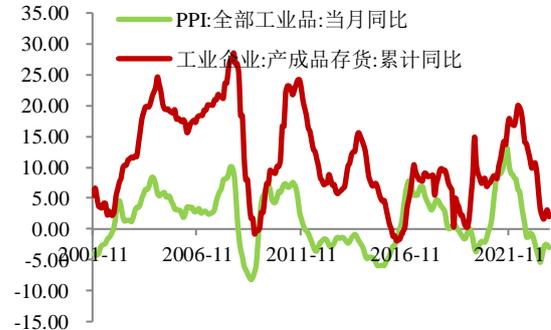
数据来源: Wind、中信建投期货

从工业库存周期来看, PPI 的回升有助于工业库存周期转入补库阶段, 但从国际原油价格的表现来看, 11 月布伦特原油期货价格同比跌幅扩大, 或预示 PPI 近期仍难出现回升, 这意味着去库周期依然未结束。当前工业产成品库存增速为 2%, 若按照当前下行速率, 则需要至少一个季度才能进入负值区间, 可能半年左右推动补库周期开启。

图表 22：PPI 与原油(%)



图表 23：PPI 与库存周期(%)



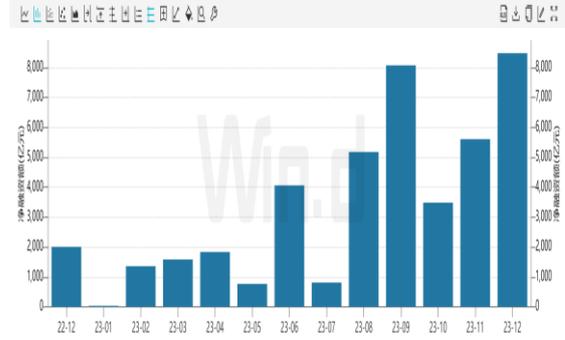
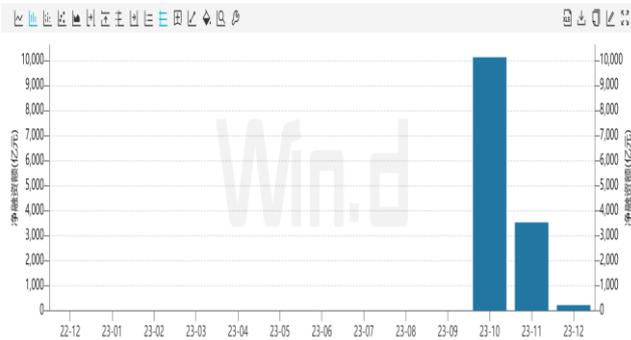
数据来源：Wind、中信建投期货

以上分析表明，经济向上的拐点恐难以出现在明年上半年，则由此角度看，是否我们仍可继续放心地看多债市呢？其实不然，回顾今年各类经济指标与利率的关系，我们可以发现，利率往往走在经济数据之前，对政策预期更加敏感。在经济持续低迷的情形下，会倒逼稳增长政策更加密集出台，对债市反而形成打压。

今年底两次重要会议强调高质量发展是首要任务，似乎弱化了强刺激需求，这也推动了 30 年国债期货的进一步走高。但我们认为，关于政府是否实行强刺激手段这一方面，明年极易形成预期差，即稳增长政策超预期，主要原因在于，无论从今年不断出台的地产放松政策方案，还是下半年超预期增发特殊再融资债和万亿国债的政策举动来看，政府稳增长的意愿依然不弱。而且，如果我们判断经济的内生性复苏在年中开始，则经济预期提前一个季度左右回升，那么利率将更可能在明年一季度迎来向上拐点。

图表 24：特殊再融资债于 10 月超预期发行(亿元)

图表 25：国债下半年放量发行(亿元)

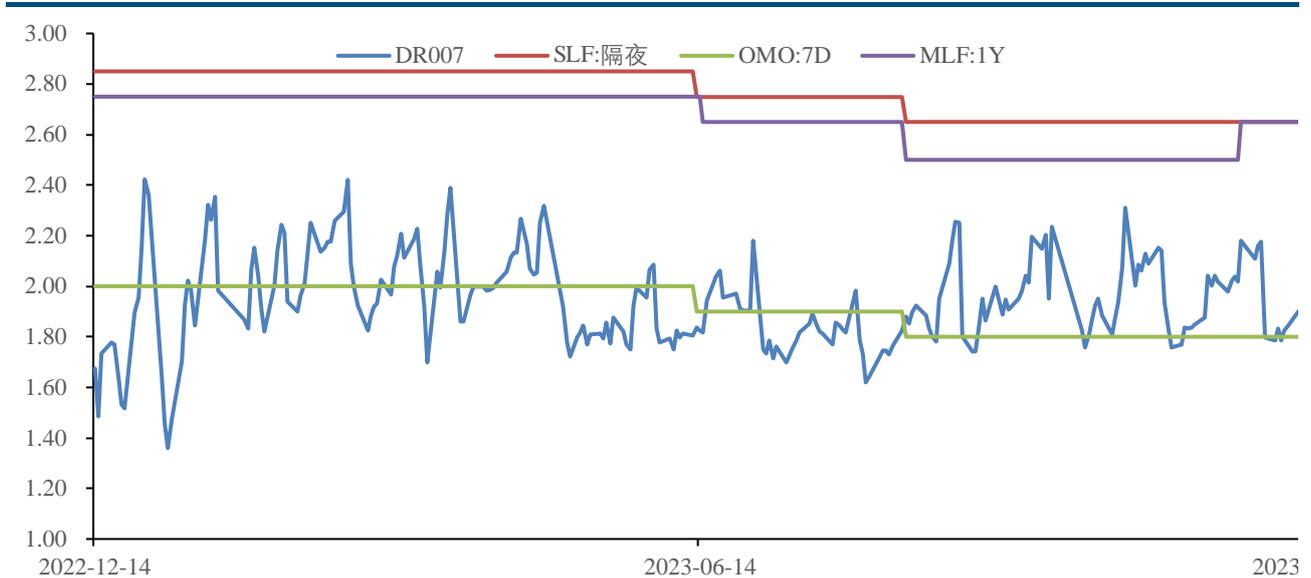


数据来源：Wind、中信建投期货

## (二) 资金面

今年流动性相对于去年而言边际收紧，DR007 利率的运行区间由低于利率走廊下限 30bp 左右的区域升至高于近 40bp 的附近波动，主要源于财政投放对流动性的支撑效应减弱。今年央行于 6 月和 8 月调降公开市场操作利率两次，OMO 利率和 MLF 利率于 6 月均调降 10bp，8 月分别调降 10bp、15bp。两次下调政策均属于随行就市的操作，并非真正意义上的放松流动性，因为 DR007 利率的波动中枢在此之前已有下行，调降逆回购利率信号意义大于实际宽松效果，主要反映货币政策稳健宽松的基调。

图表 26：利率走廊(%)

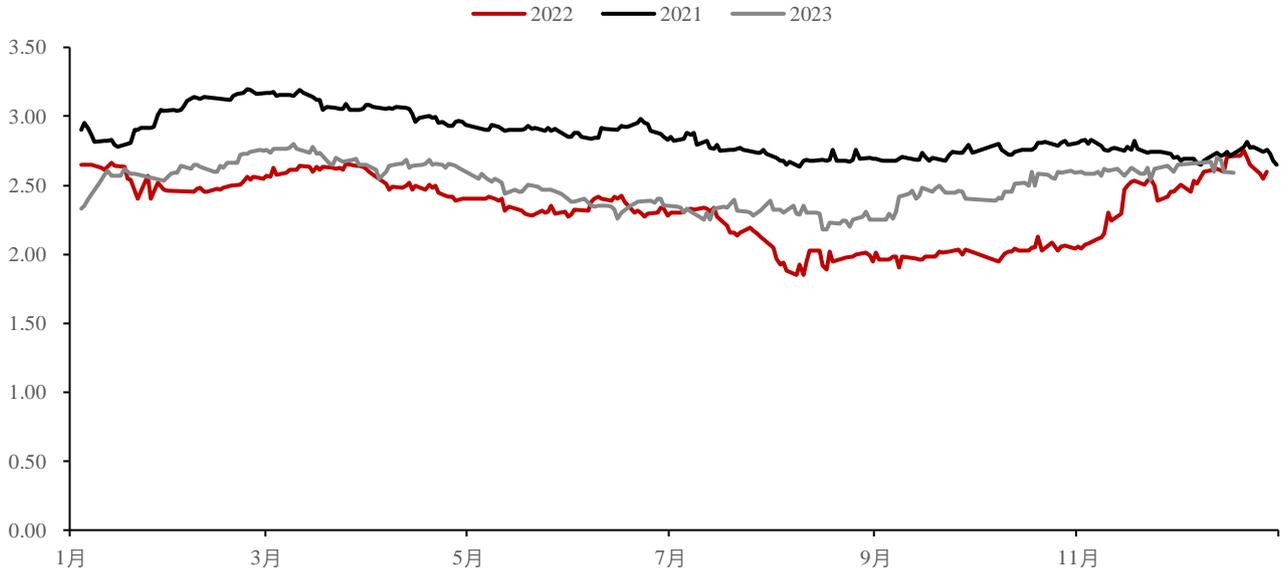


数据来源：Wind、中信建投期货

今年三季度，同业存单收益率出现了超季节性抬升的情况，反映银行为主的金融机构面临更紧张的流动性格局，主要原因在于特殊再融资债和国债供给放量的背景下，机构承接力面临考验。与此同时央行也加大了公开市场投放力度，公开市场净投放量显著超过去年同期，且11月15日1年期MLF净投放量创有记录以来的历史新高，反映央行仍有意呵护市场流动性。

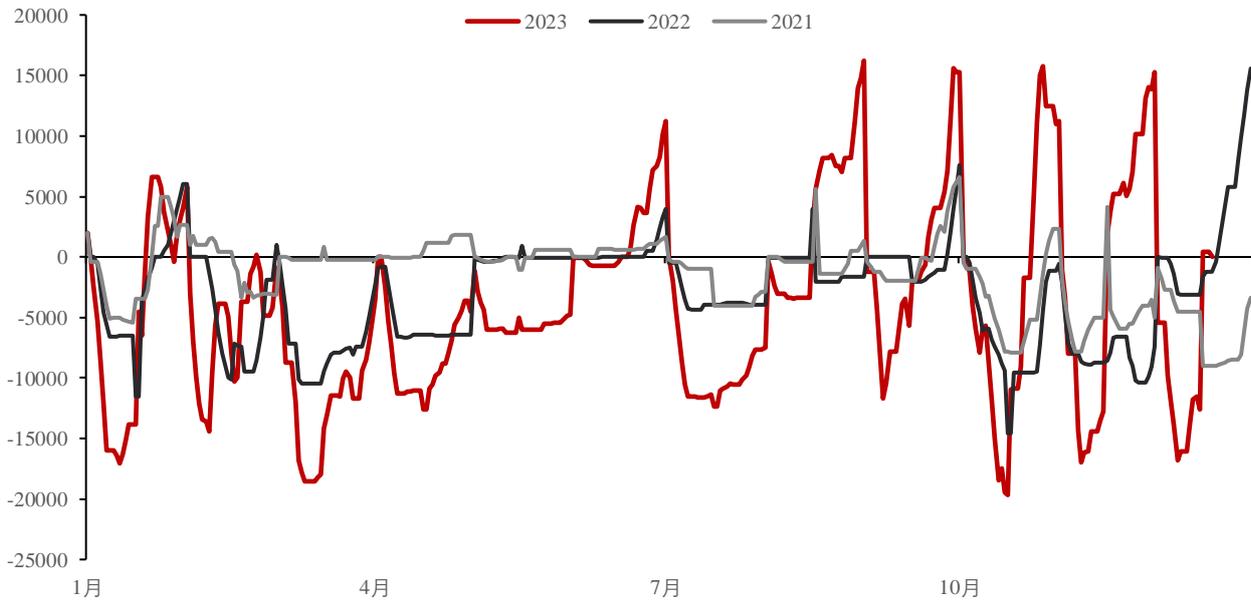
根据历史经验，央行加大货币投放量后的大概1-2个季度内，资金利率的上行空间有较大概率会被遏制，且以年度来看，MLF净投放与R007均值总体呈现负相关关系。综合而言，随着今年下半年继续超量续作1年期MLF，明年上半年资金面难以比现在更紧。

图表 27：近三年同业存单利率(%)



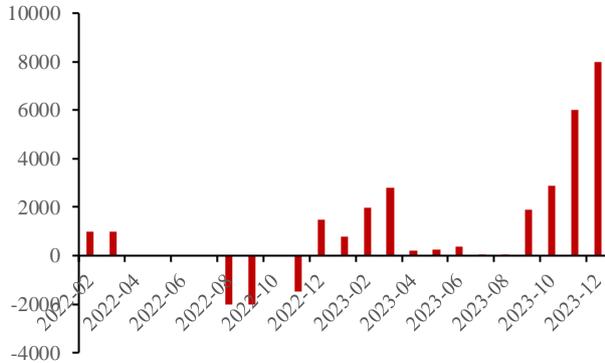
数据来源：Wind、中信建投期货

图表 28：近三年央行公开市场净投放月度累计比较(亿元)

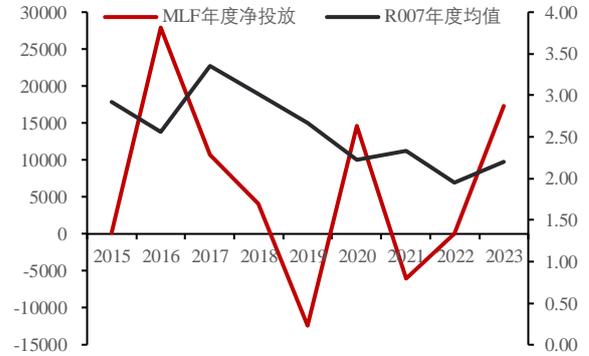


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 29：近两年MLF净投放量（亿元）



图表 30：MLF 年度净投放量与资金利率



数据来源：Wind、中信建投期货

## 三、行情展望及策略建议

### （一）单边方向

我们认为，明年利率曲线呈现“N”型走势，即先上后下再上，整体利率中枢上移，则对应期债的单边策略是做空为主，年中适度关注利空阶段出尽的逢低做多机会。作出这样判断的主要依据在于，今年债市的核心逻辑是经济复苏预期被证伪，流动性相对 2022 年更紧。事到如今，经济根基不稳固已是明牌，投资者对于政策不会强刺激更是深信不疑，但对于可能出现的经济超预期局面预估并不充分，此处的预期差很可能带动期债在明年一季度急转直下。换言之，今年极度牛平的利率曲线有极大概率在明年上半年流动性转为宽松叠加稳增长政策超预期的背景下进入熊陡的局面。

在预期利率曲线陡峭化的局面更显著的情形下，我们更加推荐做陡套保策略。我们此前在专题报告《低基差的应对之道》中提过，相对于传统的期限匹配套保策略，嵌入做陡利率曲线思路的套保策略在净基差收敛后期转至净基差扩张的过程中将起到显著改善套保收益的作用。该策略面临的唯一风险为利率曲线维持牛平，而根据上文分析，明年利率曲线继续牛平的概率较低。

图表 31：2017/5~2018/2 (T对冲 7-10 年)



图表 32：2017/5~2018/2 (T对冲 1-3 年)



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 33：2018/3~2019/4 (T对冲 7-10 年)



图表 34：2018/3~2019/4 (T对冲 1-3 年)



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 35：2020/11~2021/6（T对冲 7-10 年）



图表 36：2020/11~2021/6（T对冲 1-3 年）



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 37：2021/9~2022/11（T对冲 7-10 年）



图表 38：2021/9~2022/11（T对冲 1-3 年）



数据来源：Wind、中信建投期货

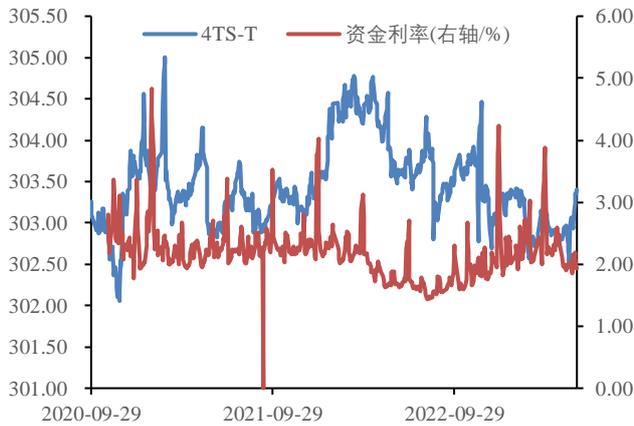
## （二）套利分析

今年货币政策维持宽松基调，金融信贷也未有明显扩张，且债牛仍延续，为何今年流动性相对去年偏紧？去年的流动性宽松局面离不开财政支持效应，而今年该效应递减抬升整体资金利率中枢，明年该差异消失叠加央行加码流动性投放呵护市场，故我们判断流动性易松难紧。

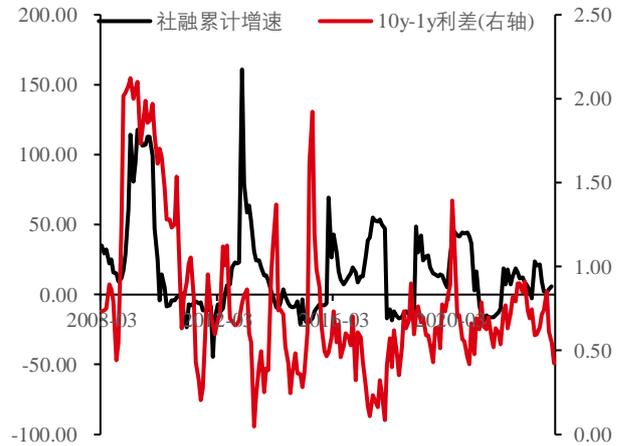
对于长端利率而言，经济预期也是非常重要的影响因素，2022 年下半年至今利率曲线扁平化的主导因素中，经济预期降温亦占据了重要成分。提振经济预期的有效手段是促进信用扩张，预计明年稳增长意愿仍不低，财政继续发力的情况下，仍有望见到信用扩张，历史经验表明，期限利差往往领先社融增速提升，主要反映经济复苏预期升温。综上所述，明年上半年重点关注期限利差阶段扩张带来的做陡利率曲线的机

会。

图表 39：4TS-T 与资金利率负相关(%)



图表 40：社融累计增速与 10y-1y 利率(%)

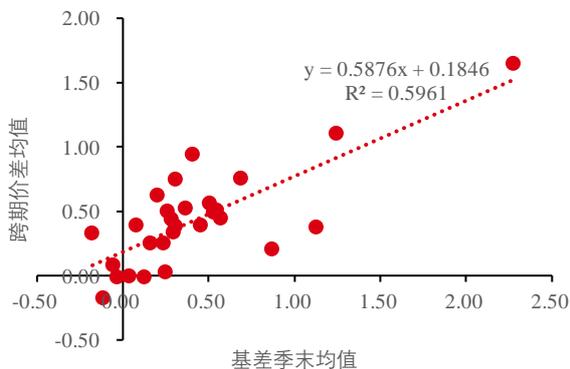


数据来源：Wind、中信建投期货

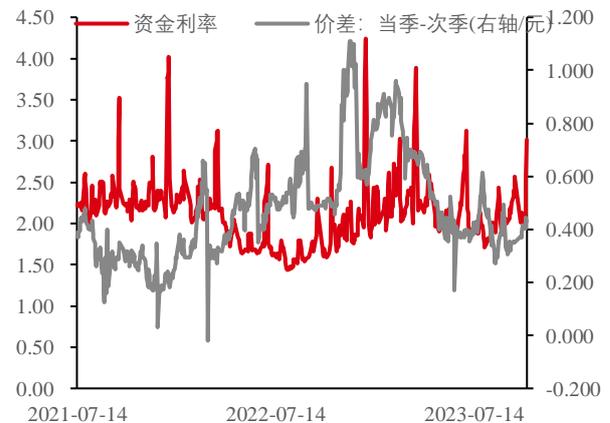
### (三) 移仓展望

跨期价差长期看基差趋势和资金面，短期看 IRR 和利率趋势。展望明年上半年，基差中枢上移叠加资金面转松的背景下，近远月跨期价差倾向于扩张，对应的移仓节奏为：多头晚移，空头早移；年中或下半年，需要警惕资金面再度边际收紧带动跨期价差收敛。

图表 41：基差对跨期价差产生正向推动



图表 42：跨期价差与资金利率长期负相关



数据来源：Wind、中信建投期货

综上所述，明年上半年稳增长政策进一步发力的背景下，经济复苏预期有望升温，债券市场可能因此承压，需以防御的思路对待，考虑到当前基差水平偏低，优先推荐投资者参与空头套保。具体而言：

首先，我们判断全年利率曲线望呈现“N”型走势，即先上后下再上，整体利率中枢上移，上行幅度取决于经济复苏力度，故即使参与空头套保，也需把握好节奏。

其次，当前利率曲线过度平坦化，随着资金面转松，利率曲线有望走阔，则参与做陡套保策略在对冲现券价格波动风险的基础上，还可以获得利率曲线陡峭化带来的额外收益。

最后，套利方面，我们建议预期利率曲线陡峭化的背景下，可以介入多 TS 空 T 或多 T 空 TL 的跨品种套利头寸；同时，近远月价差有望在期限利差扩张的支撑下趋于上行，临近移仓时点可关注多近月空远月的套利机会。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

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

获取更多投研报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）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。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有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。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投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。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相

关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或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。亦不得从未经中信建投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)**