

内生动能仍偏弱，继续看多债市



走势评级： 国债：震荡
 报告日期： 2024 年 01 月 18 日

张粲东 宏观策略分析师
 从业资格号： F3085356
 投资咨询号： Z0018866
 Tel: 63325888-1610
 Email: candong.zhang@orientfutures.com

★23 年增速超过目标，但 12 月经济数据多数不及预期

在地产风险尚未完全出清的背景下，5.2%的增速得之不易。但也要注意，12 月经济数据多数不及市场预期，生产强于需求、终端需求偏弱等结构性问题仍旧存在。供给端：工增当月同比录得 6.8%，预期 6.6%，服务业生产保持了稳定。需求端：1) 居民部门资产负债表承压且预期改善有限，政策虽发力但暂时来看效果不明显，地产数据持续走弱，投资增速跌幅较前值扩大 0.2 个百分点至-9.6%；2) 居民收入回升，社零两年平均同比增速为 2.7%，较前值回升 0.9 个百分点，但不及预期；3) 随着政策发力，全年制造业累计同比增速为 6.5%，前值 6.3%，基建增速也回升 0.3 个百分点至 8.2%。

展望未来，经济内生动能的修复难以一蹴而就，“三大工程”和增发国债等政策正在积极发力，预计总量增速会保持稳定，但需求结构性分化的态势仍会存在。居民资产负债表承压，主动举债、支出的意愿不强，叠加地产风险尚未完全出清，预计商品房销售仍在震荡寻底；房企经营性现金流承压，预计竣工增速将逐渐回落。“三大工程”是解决当前地产困境的关键性政策，目前的政策效果尚不明显，后续需持续跟踪。寒假期间居民出行消费意愿有望继续回升，但对于经济的拉动效果相对有限。受益于产能升级政策、库存周期逐渐筑底回升，制造业投资会具有一定韧性。随着功能财政占比上升，基建的想象空间正在被打开，基建将成为稳增长的关键性力量。

★国债策略展望：建议以偏多思路对待

策略方面：1) 基本面修复的节奏仍然偏慢，建议逢低布局中线多单；2) 做陡曲线策略仍有赔率，但短期曲线大幅走陡概率不高，建议观望；3) 关注正套策略；4) 较为担忧债市调整的投资者可关注空头套保策略。

★风险提示：

人民币汇率超预期贬值，输入性通胀压力上升。

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。

1、23 年增速超过目标，但 12 月经济数据多数不及预期

统计局公布的经济数据好坏参半。去年 12 月规模以上工业增加值当月同比增速为 6.8%，预期 6.6%，前值 6.6%；全年城镇固定资产投资累计增速同比 3.0%，预期 3.0%，前值 2.9%；社会消费品零售总额当月同比增速为 7.4%，预期 8.2%，前值 10.1%。去年四季度 GDP 增速为 5.2%，预期 5.4%；全年经济增速为 5.2%，超过了 5.0%的目标。经济数据公布后，国债期货震荡上涨。

图表 1：12 月经济数据一览

	指标	环比	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	走势图	两年平均 增速变化	23/12	23/11
生产	工业增加值：当月同比	0.2	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5	3.7	4.4	3.5	5.6		-0.4	4.0	4.4
	服务业生产指数：当月同比	-0.8	8.5	9.3	7.7	6.9	6.8	5.7	6.8	11.7	13.5		0.2	3.7	3.5
投资	固定资产投资：累计同比	0.1	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.8	4.0	4.7		0.0	4.0	4.1
	制造业：累计同比	0.2	6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7	6.0	6.0	6.4		0.0	7.8	7.8
	制造业：当月同比	1.1	8.2	7.1	6.2	7.9	7.1	4.3	6.0	5.1	5.3		1.2	7.8	6.6
	基建：累计同比	0.3	8.2	8.0	8.3	8.6	9.0	9.4	10.2	9.5	9.8		0.1	9.9	9.8
	基建：当月同比	5.4	10.7	5.4	5.6	6.8	6.2	5.3	11.7	8.8	7.9		1.0	10.5	9.6
	地产开发投资：累计同比	-0.2	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2		-0.2	-9.8	-9.6
消费	社零：当月同比	-2.7	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4		0.9	2.7	1.8
	商品：当月同比	-3.2	4.8	8.0	6.5	4.6	3.7	1.0	1.7	10.5	15.9		1.3	2.3	1.0
	餐饮：当月同比	4.2	30.0	25.8	17.1	13.8	12.4	15.8	16.1	35.1	43.8		-1.7	5.7	7.3
进出口	出口：当月同比	1.8	2.3	0.5	-6.6	-6.8	-8.5	-14.2	-12.3	-7.4	7.4		-0.3	-5.4	-5.1
	进口：当月同比	0.8	0.2	-0.6	3.0	-6.3	-7.2	-12.1	-6.9	-5.2	-8.8		2.3	-3.7	-6.0
就业	城镇调查失业率	0.1	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2	5.2	5.2		0.1	5.1	5.0
	31个大城市城镇调查失业率	0.0	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.4	5.5	5.5	5.5		0.0	5.0	5.0

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

在地产风险尚未完全出清的背景下，5.2%的增速得之不易。但也要注意，12 月经济数据多数不及市场预期，结合其他经济指标来看，经济内生动能仍旧疲弱。结构方面，12 月生产强于需求，终端需求弱于基建和制造业。供给端，工业增加值增速超市场预期，环比增速基本符合季节性，服务业生产基本保持了稳定。需求端：1) 12 月稳地产政策虽集中推出，但政策效果并不明显。2) 社零数据不及预期，环比季节性回升但整体低于历史同期水平。居民实际收入增速虽回升，但对于消费的提振效果并不明显。3) 在产能升级政策的引导下，制造业投资增速具有一定韧性，但企业部门主动举债、增加资本开支的意愿并不强。4) 基建增速小幅回升，增发国债的资金已经开始投入项目。

展望未来，经济内生动能的修复难以一蹴而就，“三大工程”、产能升级和增发国债等政策正在积极发力，预计总量增速会保持稳定，但需求结构性分化的态势仍会存在。居民资产负债表承压，主动举债、支出的意愿整体不强，叠加地产风险尚未完全出清，预计商品房销售仍在震荡寻底；房企经营性现金流承压，预计竣工增速将逐渐回落。“三大工程”是解决当前地产困境的关键性政策，目前的政策效果尚不明显，后续需持续跟踪。寒假期间居民出行消费意愿有望继续回升，但对于经济的拉动效果相对有限。受益于产能升级政策、库存周期逐渐筑底回升，制造业投资会具有一定韧性。随着功能财政占比上升，基建的想象空间正在被打开，基建将成为稳增长的关键性力量。

1.1 生产端：工增同比继续超预期，服务业基本保持稳定

12 月工增同比为 6.8%，预期值 6.6%，前值 6.6%；两年平均增速为 4.0%，前值为 4.4%；环比增速为 0.43%，前三年同期平均环比增速为 0.46%。工业生产基本维持了稳定。

分行业来看，采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业以及高技术制造业工增两年平均同比分别为 4.8%、3.6%、7.1%和 4.6%，前值分别为 4.9%、4.3%、7.1%和 4.1%。分行业拆解制造业可以发现：1) 受益于产能升级相关政策的汽车制造业（两年平均增速为 7.04%，前值 12.8%，后同）、电气机械及器材制造业（增速为 10.45%，前值 11.3%）以及有色金属冶炼和压延制造业（增速为 9.6%，前值 9.8%）工增增速普遍回落，近期新能源等新产业也出现了产能过剩问题，生产端略显乏力。2) 黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业工增两年平均同比均回落，这主要是受到了建筑、地产行业需求不足的影响。3) 食品饮料、纺织相关的行业工增两年平均同比普遍出现回升，这也能和相关领域表现亮眼的社零数据相印证，但增速绝对水平仍然不高。

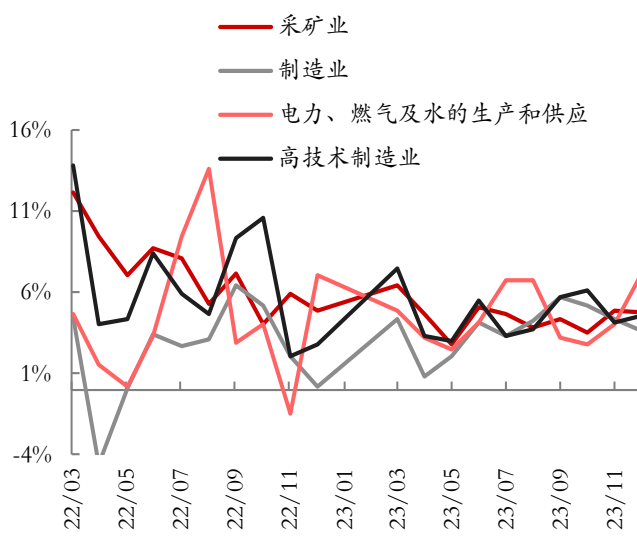
12 月服务业生产指数同比增速为 8.5%，前值为 9.3%，两年平均同比增速为 3.7%，较前值小幅回升 0.2 个百分点。近期服务业生产端的两年平均增速基本保持了稳定。

图表 2：工业和服务业生产增速基本保持了稳定



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：电力、燃气和水的生产供应业表现较强、高技术制造业生产增速回升（两年平均）



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

我国生产能力整体较强，历次经济修复过程中生产端都是率先修复的。展望未来，从总量上看，得益于政策发力、需求提振，库存周期逐渐开启，生产端仍将维持修复的

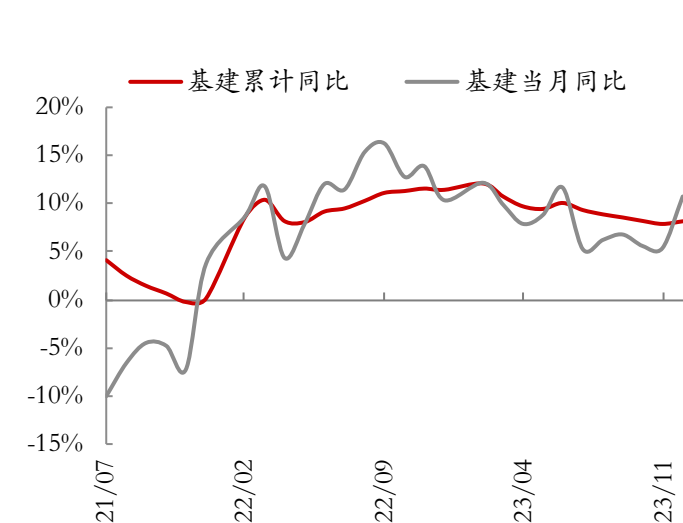
态势，但值得注意的是生产两年平均增速持续高于消费、产能过剩逐渐凸显，制造业企业扩大生产的意愿会受到负面影响。综合来看，若终端需求启动乏力，那么生产端修复的斜率也会比较低。从结构上看，制造业生产预计会受到中下游产能过剩行业的拖累；部分更为接近补库存的上游行业生产端将会维持韧性；受益于政策发力，高技术行业的生产增速将高于制造业整体水平。

1.2 需求端：政策发力提振基建、制造业，地产数据持续走弱

2023 年全年基建累计增速为 8.24%，前值 7.96%；两年平均增速为 9.87%，前值 9.79%；狭义基建累计增速由 5.8% 升至 5.9%，两年平均增速由 7.34% 小幅回升至 7.64%。随着财政资金逐渐到位，基建增速出现小幅回升。

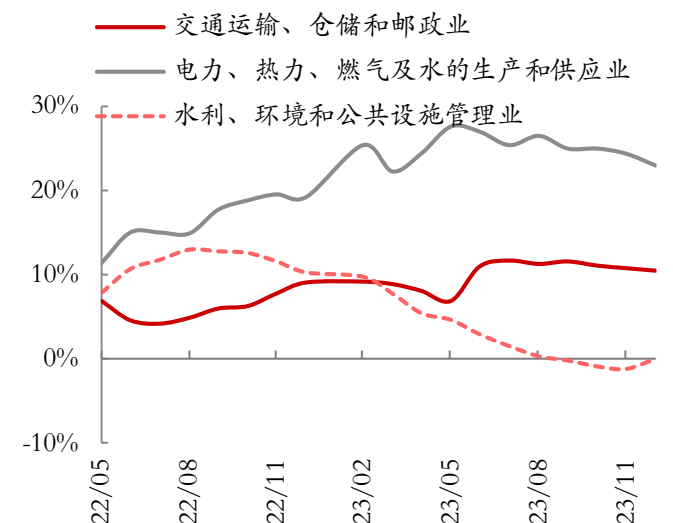
从结构上看，全年交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水的生产供应业和水利、环境和公共设施管理业累计投资增速分别为 10.5%、23.0% 和 0.1%，分别较前值变化-0.3、-1.4 和 1.2 个百分点。交运仓储和电热水生产供应业维持了较高的增速，水利、环境和公共设施管理业增速略有回升。去年末增发国债主要投向防汛救灾领域，目前资金正在支出，水利相关行业应有所受益。

图表 4：基建增速回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：水利、环境和公共设施管理业投资增速回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

展望未来，基建增速中枢将逐渐上升。私人部门主动举债、投资意愿相对疲弱的情况下，政府部门发力稳基建的重要性有所提升，而上调目标赤字率意味着中央政府加杠杆的空间被打开，预计今年中央政府的目标赤字率将略高于去年，后续财政资金将是较为充足的。和对投资收益要求较高的专项债不同，国债资金可以投向一些更偏民生类的基建项目，项目的储备也是更为充足的。另外，去年增发的 1 万亿元国债中，5000 亿元将在今年使用。预计今年全年的广义基建增速有望达到 12%-15% 的区间内。

近期需重点关注基建的实物工作量，石油沥青装置开工率等指标出现小幅回落，道路运输等行业的实物工作量或暂时偏慢。

全年制造业累计同比增速为 6.5%，前值 6.3%，两年平均同比为 7.8%，前值 7.8%；12 月单月的投资增速为 8.2%，前值 7.1%。随着稳增长政策不断推出，叠加库存周期逐渐筑底，制造业投资仍然维持了韧性。从结构上看，已经公布的数据显示，受产能升级政策影响较大的行业投资增速仍然较高，和上月相比表现略显分化，整体上看，各行业的投资增速仍是相对稳定的。

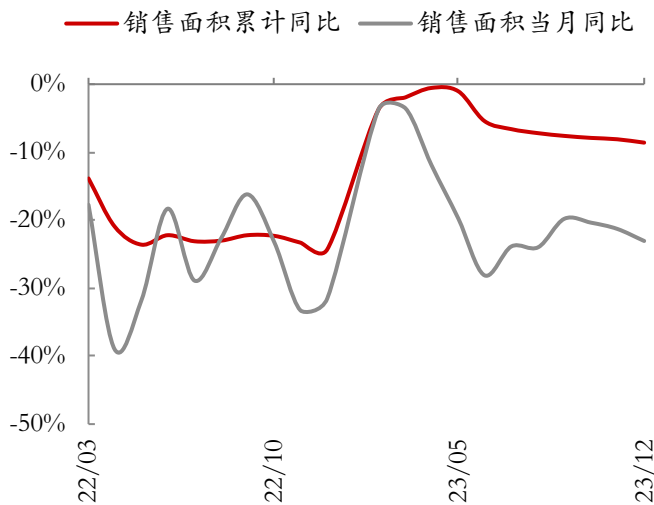
展望未来，制造业投资增速整体将呈现韧性回落的走势。今年制造业投资增速整体高于固定资产投资增速和 GDP 增速，但在结构性产能过剩问题的制约下，制造业维持高速增长的情况是较难持续的。企业部门自发的增加债务、投资扩产的意愿相对较低，传统制造业投资增速将维持低迷。但近期会议频繁强调做好“五大篇文章”，预计政策仍将重点支持新兴产业、高技术产业，在上述产业的支撑下，制造业投资增速回落的节奏不会过快。

图表 6：制造业投资增速维持韧性



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：12 月商品房销售面积同比增速跌幅继续扩大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

地产数据继续走弱。居民部门主动加杠杆的意愿暂未见起色，政策虽在积极发力，但数据显示暂时的效果不是很明显。全年商品房销售面积跌幅扩大 0.5 个百分点至 -8.5%，两年平均同比增速跌幅也扩大了 0.8 个百分点至 -16.8%。销售承压，房企资金来源中的定金及预收款、个人按揭两项两年平均增速跌幅也在扩大。受政策的影响，国内贷款分项两年平均增速为 -18.2%，前值为 -18.9%，虽跌幅收窄，但整体仍是深度负增长的。房地产开发投资两年平均同比下降 9.8%，降幅比前值扩大了 0.2 个百分点。

12 月地产救助政策密集出台，一方面，北京、上海进一步放松了限制性政策；另一方

面，“三大工程”也在积极推进，央行开展了 3500 亿元的 PSL 操作，PSL 是先贷后借的操作模式，这意味着银行已经投放了相关的贷款。但整体来看，地产相关数据改善的幅度并不明显。在居民部门资产负债表承压且预期尚未明显改善的情况下，放松限制性政策等传统的需求侧管理政策信号意义强于实际的效果。相较之下，“三大工程”的布局是更为长远的，从理论上讲，其能够改变商品房市场的供需结构、增加开发商的资金来源并拉动投资，在 14 号文出台之后，“三大工程”的资金来源也变得更为清晰。但目前来看，政策的落地会面临一些现实的问题。比如，保障性租赁住房要做好成本与收益的平衡，我国核心城市的租售比普遍偏低，若以市场价格收购商品房，成本将相对略高。根据央行公布的数据，截至去年三季度末，租赁住房贷款支持计划、保交楼贷款支持计划等工具实际投放的额度仍然偏低。展望未来，一是要持续关注政策落地的节奏与实际效果；二是要关注政策是否会进一步发力解决当前风险，比如政府增加交付资金的规模等。

图表 8：12 月地产数据一览

分类	指标 (%)	变化	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	走势图	两年平均增速变化	23/12	23/11
房企资金来源	合计:累计同比	-0.2	-13.6	-13.4	-13.8	-13.5	-12.9	-11.2	-9.8	-6.6		0.20	-20.0	-19.8
	国内贷款:累计同比	-0.1	-9.9	-9.8	-11.0	-11.1	-12.8	-11.5	-11.1	-10.5		0.78	-18.0	-18.8
	自筹资金:累计同比	1.2	-19.1	-20.3	-21.4	-21.8	-22.9	-23.0	-23.4	-21.6		0.19	-19.1	-18.9
	其他资金:定金及预收款:累计同比	-0.3	-11.9	-10.9	-10.4	-9.6	-7.3	-3.8	-0.9	4.4		0.26	-23.3	-23.1
销售	商品房销售面积:累计同比	-0.3	-9.1	-8.1	-7.6	-6.9	-4.3	-1.0	2.7	6.5		0.62	-18.3	-17.6
	商品房销售额:累计同比	-0.5	-8.5	-8.0	-7.8	-7.5	-7.1	-6.5	-5.3	-0.9		0.78	-16.8	-16.0
	商品房销售面积:累计同比	-0.3	-6.5	-5.2	-4.9	-4.6	-3.2	-1.5	1.1	8.4		0.63	-17.2	-16.6
投资	施工面积:累计同比	-0.9	17.0	17.9	19.0	19.8	19.2	20.5	19.0	19.6		2.00	-0.3	-2.3
	施工面积:累计同比	0	-7.2	-7.2	-7.3	-7.1	-7.1	-6.8	-6.6	-6.2		0.35	-7.2	-6.9
	新开工面积:累计同比	0.8	-20.4	-21.2	-23.2	-23.4	-24.4	-24.5	-24.3	-22.6		0.07	-30.5	-30.6
	开发投资完成额:累计同比	-0.2	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2		0.20	-9.8	-9.6

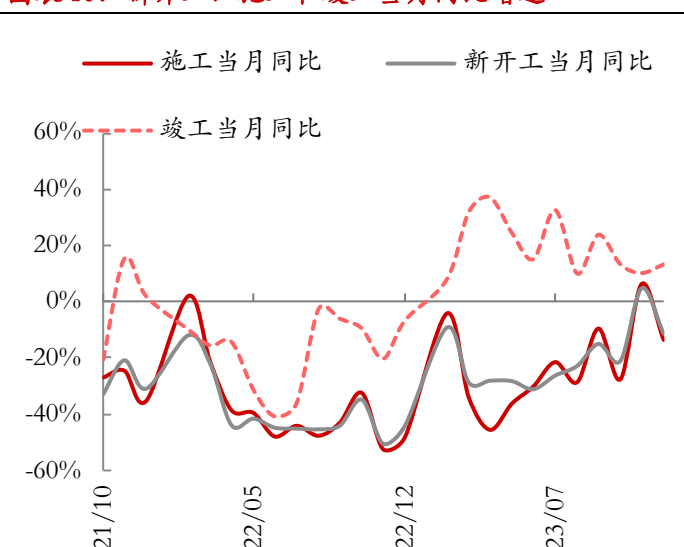
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 9：房地产投资跌幅继续扩大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：新开工、施工和竣工当月同比增速



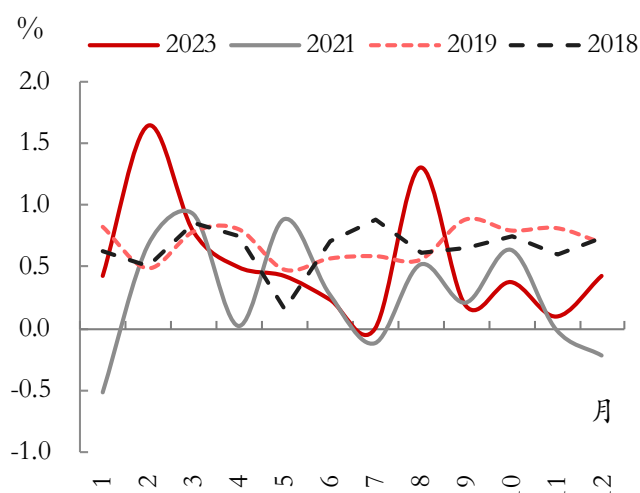
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

1.3 需求端：消费持续修复，但修复空间不宜高估

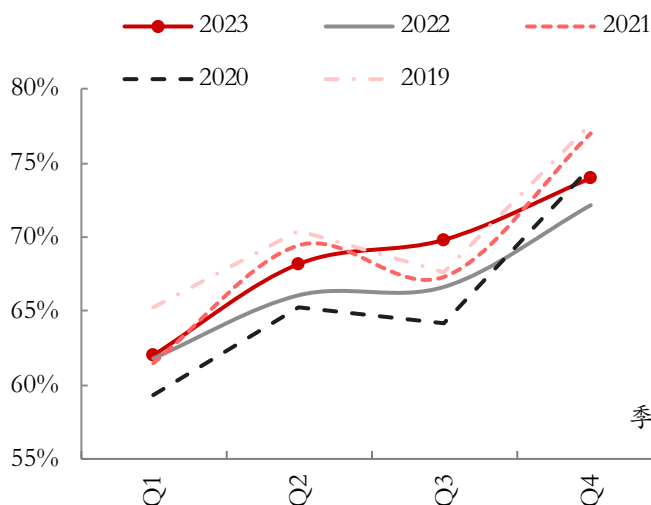
12月社零同比为7.4%，较前值回落2.7个百分点；两年平均同比增速为2.7%，较前值回升0.9个百分点；环比增速为0.42%，高于过去五年同期均值0.04个百分点。综合来看，社零仍在缓慢修复进程中，但同比、环比增速较疫情前仍有差距。统计局数据显示居民实际可支配收入持续回升，这应是消费修复的主要原因。居民部门的消费倾向也在环比回升，但四季度消费倾向表现略弱于季节性水平。

图表 11：社零环比增速回升，但仍低于疫情前水平

图表 12：四季度居民消费倾向略弱于季节性水平

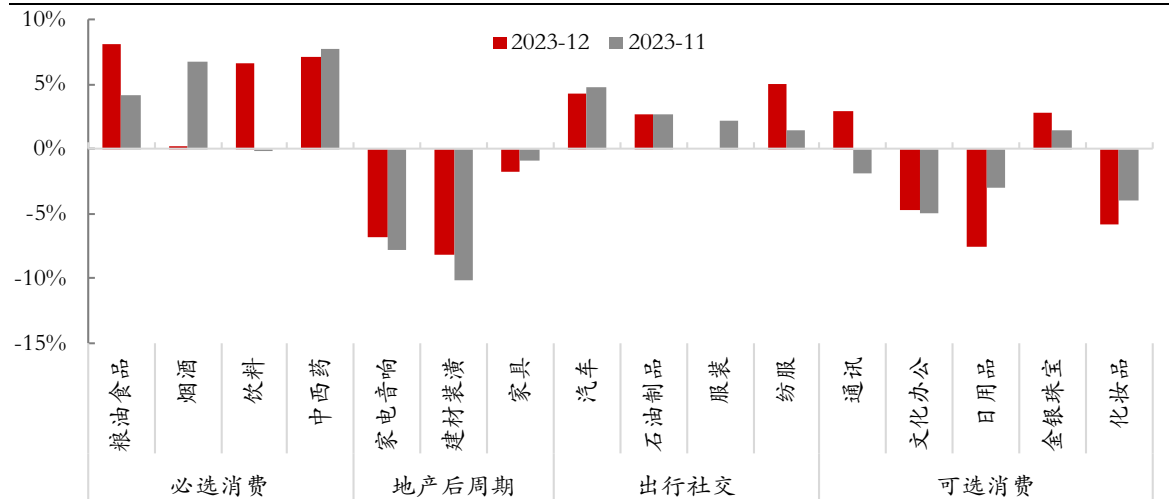


资料来源：Wind，东证衍生品研究院



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 13：各行业社零两年平均同比增速变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

结构方面：1) 餐饮收入的同比和两年平均同比增速均明显高于商品收入。疫后餐饮收入增速快速回升，一方面与积压需求持续释放有关；另一方面在减少购房后，居民部门也增加了餐饮相关支出。但值得注意的是，12 月餐饮收入的两年平均增速为 5.67%，较前值回落 1.67 个百分点，后续需关注餐饮收入增长的可持续性。2) 必选类消费品社零两年平均同比普遍增速较高，且较前值回升，比如粮油食品（现值 8.1%；前值 4.1%）、饮料（现值 6.6%；前值-0.1%）。可选类消费品表现整体不如必选类，表现较好的分项包括：受益于寒潮天气的纺服（现值 5.0%；前值 1.5%）、金银珠宝（现值 2.8%；前值 1.5%）和通讯（现值 3.0%；前值-1.9%）；其余行业社零两年平均同比增速普遍偏低且比前值低。

展望未来，随着疫情积压的出行需求继续释放，叠加购房资金转向餐饮等领域，消费仍将修复。但修复的空间不宜高估，一者“收入-消费”循环尚未完全启动，通胀水平持续不及市场预期，单凭市场力量继续大幅提升居民收入和消费存在难度；二者居民部门去杠杆、提前还贷的现象仍在持续，新增存款规模也难以持续同比多增；三者去年暑期居民部门出行需求已经有所释放，未来出行、社交类需求修复的空间也将较为有限。

2、经济修复节奏偏慢，债市仍略偏强

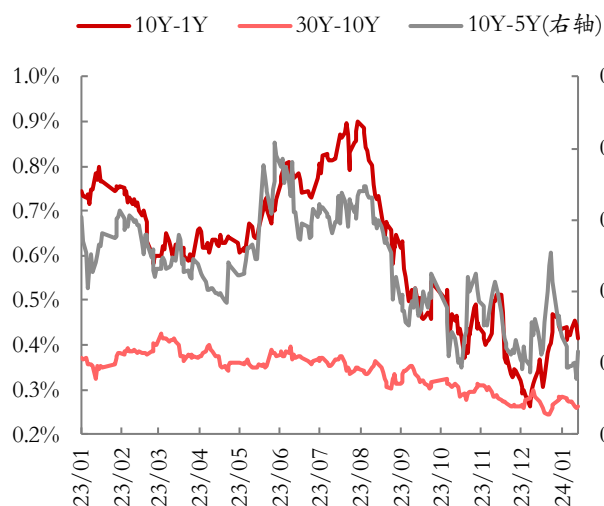
降息预期落空后，债市调整的时间较短，整体仍然处于偏多的行情之中。近期债市对于基本面的博弈再度升温。综合 12 月各项经济指标来看，内生的终端需求仍旧较为疲弱，且短期内迅速好转的概率不高，政策虽然在积极发力，但生产水平偏高又引发了产能过剩问题，压低了通胀水平。从更长期的维度来看，人口增速也正在下降，市场对于人口等基本面因素进行了重新定价，这主要体现为 30 年期国债表现较强，30Y-10Y 利差持续压缩。

近期市场对于宽货币政策的交易有所缓和，但债市并未明显调整说明市场依旧期待未来的宽货币政策。通胀水平较低、实际利率水平偏高的环境下，央行降息仍有必要，3 月将是下一个观察利率政策的窗口期。资金方面，开年以来，央行连续大额净回笼资金，月中虽开始净投放流动性，但降准预期落空，整体来看资金面宽松的幅度不及市场预期，短端利率表现略偏弱。

期货方面，短期内，市场将整体维持偏强走势，预计基差仍将是易压难上的格局。近期 TS 和 TF 主力合约上的正套机会比较明显，建议布局相关策略。曲线方面，虽然 TS 表现持续偏弱，收益率曲线已经较为平坦，但春节前资金面易紧难松，做陡曲线尚需等待。另外，近期国债整体走强，但财政政策发力等扰动因素依旧存在，若较为担忧国债调整，建议关注空头套保策略，基差水平较低的环境下，布局空头套保策略成本很低。

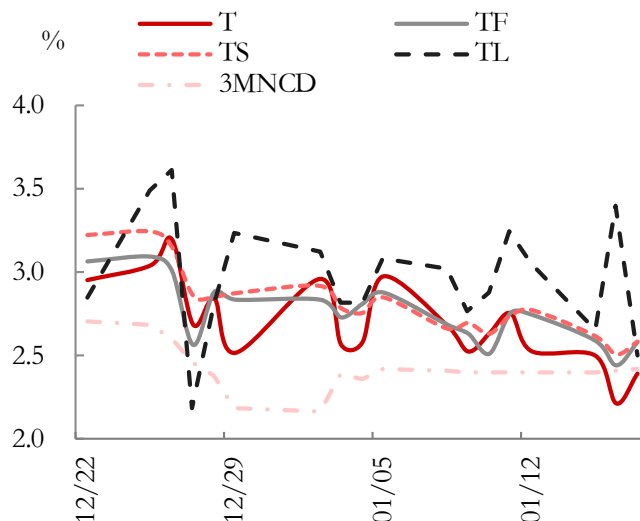
策略方面：1) 建议逢低布局中线多单；2) 做陡曲线策略仍有赔率，但短期内曲线大幅走陡的概率不高，暂以观望为主；3) 关注正套策略；4) 较为担忧债市调整的投资者可关注空头套保策略。

图表 14: 短端偏弱, 超长债表现较强



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: TS 和 TF 主力合约上的正套机会相对明显



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、风险提示

人民币汇率超预期贬值, 输入性通胀压力上升。

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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，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。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

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。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

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