



国信期货交易咨询业务资格 ● 主要结论  
证监许可【2012】116号

国信期货宏观金融团队

分析师：夏豪杰

从业资格号：F0275768

投资咨询号：Z0003021

电话：0755-23510053

邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰

从业资格号：F03115138

电话：021-55007766-305163

邮箱：15721@guosen.com.cn

分析师助理：朱铭晗

从业资格号：F03111477

电话：021-55007766-305167

邮箱：15696@guosen.com.cn

#### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

二十届三中全会聚焦进一步全面深化改革工作，明确要求进一步完善宏观调控制度体系。与此同时，人行近期调整和增设了货币政策工具，结合二十届三中全会对宏观调控制度体系的改革要求，我国货币政策框架将迎来新的操作思路 and 变化。

**支持性货币政策。**我国货币政策的立场是支持性的。从法定目标来看，人行的“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。”从目标层次来看，分为操作目标、中介目标和最终目标。我国货币政策的最终目标一般包括稳定物价、充分就业、经济增长以及国际收支平衡。此外，人行还需要兼顾防范金融风险以及金融改革的工作。

**基础货币发行。**从基础货币投放渠道来说，近年来，外汇占款相对稳定，对其他存款性公司债权重要性相对提升。从货币发行的“锚”来说，2024年上半年我国社融存量、货币供应量的增速大约需要在8.0%。另一方面，2024年6月末社融存量同比增长8.1%，M2同比增长6.2%。尤其是，2024年6月末M1同比下降5.0%。当前，我国货币供应的结构性问题尤其突出。

**货币政策传导机制。**由于MLF中端利率的角色较为突出，因此，与欧美中央银行以短端利率为政策利率的习惯性做法有所差异。为此，如何能够进一步发挥短端利率作为政策利率角色和效能，将是优化货币政策框架的重要工作。利率走廊是人行通过政策利率实现对市场利率进行利率传导的辅助工具。当前人行以SLF利率和超额准备金率作为利率走廊上下限。

**货币政策工具。**近期，人行关于货币政策工具有一定调整和优化，主要是借入国债和增设临时正逆回购两项变化。人行或借由新设的货币政策工具，进一步提高货币政策传导机制效能，进而实现对货币政策框架的优化调整。

**借入国债，侧重防范金融风险。**由于人行以信用方式借入，不形成基础货币投放，即不搞中国版量化宽松（QE）。人行后期可以卖出中长期国债，抬升长期国债利率、压低价格，将从市场收回流动性。人行主要是打压市场对于长期国债的过度偏好。后期，或以此类操作创设新的货币政策工具。

**增设临时正逆回购，侧重优化利率传导。**进一步理顺政策利率品种，人行或借由新设临时正逆回购与7天逆回购的挂钩操作，明确7天逆回购利率作为政策利率的功能，进而逐步淡化MLF对LPR的引导作用。进一步明确短端利率的政策利率角色。进一步收窄利率走廊上下限，提升利率传导效率。



2024年7月15日至18日,中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议(简称“二十届三中全会”)在北京举行,审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。二十届三中全会聚焦进一步全面深化改革工作,确立了进一步深化改革的总目标,并提出到2029年完成本决定提出的改革任务,强调了“七个聚焦”以及需要贯彻的原则,并对进一步全面深化改革做出系统性部署。二十届三中全会提出,科学的宏观调控、有效的政府治理是发挥社会主义市场经济体制优势的内在要求。必须完善宏观调控制度体系,统筹推进财税、金融等重点领域改革,增强宏观政策取向一致性。要完善国家战略规划体系和政策统筹协调机制,深化财税体制改革,深化金融体制改革,完善实施区域协调发展战略机制。可见,宏观调控制度体系的进一步完善,将是未来五年的改革重点。

2024年6月19日,中国人民银行(简称“人行”)行长潘功胜在陆家嘴论坛发表题为《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》的主旨演讲。与此同时,人行近期调整和增设了货币政策工具,结合二十届三中全会对宏观调控制度体系的改革要求,我国货币政策框架将迎来新的操作思路 and 变化。货币政策框架可以归纳为,从货币政策决策到货币政策最终效应的作用体系。货币政策框架主要由货币政策目标、货币发行、货币政策工具、货币传导机制等方面构成,并包含相互之间的有机联系。

## 第一, 货币政策目标

货币政策目标是货币政策进行操作的目的,或者说,货币政策框架的优化和调整就是为了更好发挥货币政策的效能,进而能够更好地实现货币政策目标。因此,在对货币政策框架进行分析时,可以说,货币政策目标是货币政策框架的基石。

**支持性货币政策。**人行潘功胜行长在2024年陆家嘴论坛上指出,“我国货币政策的立场是支持性的,为经济持续回升向好提供金融支持。”因此,总体来说,我国货币政策的总体目标是发挥对实体经济的支撑作用,进而促进经济增长。当然,货币政策的具体目标还需要分类别,也需要根据不同时期和阶段国民经济的主要矛盾和突出问题,进而采取具有针对性地操作。

**货币政策目标体系。**第一,法定目标。根据《中华人民共和国中国人民银行法》,人行的“货币政策目标是保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长。”可以看出,币值稳定是人行货币政策的法定目标。第二,目标层次。一般来说,中央银行货币政策目标可以分为三个层次,即操作目标、中介目标和最终目标。操作目标是人行可以通过政策工具直接决定的;中介目标是人行观察操作目标的效果以及判断最终目标形势的中间指标;最终目标离政策工具较远,且短期可能无法直接判断,不过最终目标是货币政策真正需要实现的目标。第三,最终目标。我国货币政策的最终目标一般包括稳定物价、充分就业、经济增长以及国际收支平衡。此外,人行还需要兼顾防范金融风险以及金融改革的工作。

表: 货币政策的目标体系

操作目标 (政策工具)	中介目标	最终目标
基础货币 (公开市场操作)	银行信贷规模	稳定物价
短期货币市场利率 (贴现率)	货币供应量	充分就业
银行准备金 (存款准备金率)	利率和汇率	经济增长
		国际收支平衡
		防范金融风险
		金融改革

资料来源:《货币银行学》, 易纲、吴有昌, 2014年。



**货币政策最终目标的相互制约。**虽然人行一般会设立多元化的货币政策最终目标，但是各目标之间在理论上存在相互制约的情况，也就是说，所有最终目标一般不可能同时全部实现。易纲和吴有昌（2014）指出，最终目标之间的相互制约包括物价稳定与充分就业之间的矛盾、物价稳定与经济增长之间的矛盾、物价稳定与国际收支平衡之间的矛盾、经济增长与国际收支平衡之间的矛盾等。第一，物价稳定与充分就业之间的矛盾，主要表现为菲利普斯曲线所描述的失业率与物价变动率之间的负相关关系，即低失业率伴随着高物价，而高失业率伴随着低物价；也就是说，低失业率和低物价一般不可兼得，但是高失业率和物价又会造成“滞胀”。第二，物价稳定与经济增长之间的矛盾，其中一种观点认为物价上涨可以在经济达到潜在产出之前刺激投资和产出的增加，因此无需维持物价稳定，或者说为了寻求经济增长可以适度放任物价上行。第三，物价稳定与国际收支平衡之间的矛盾，当物价上行央行或提高利率，在浮动汇率制下，进而国际资本加速流入，资本项下有顺差；同时，加息抑制需求，出口增加进口减少，经常项下出现顺差；则物价稳定与国际收支平衡并非总是协调一致。第四，经济增长与国际收支平衡之间的矛盾，当国内经济增长，会提升国民收入，从而增大进口并提高对原出口商品的需求，进而会导致国际收支失衡，则经济增长与国际收支平衡无法同时实现。

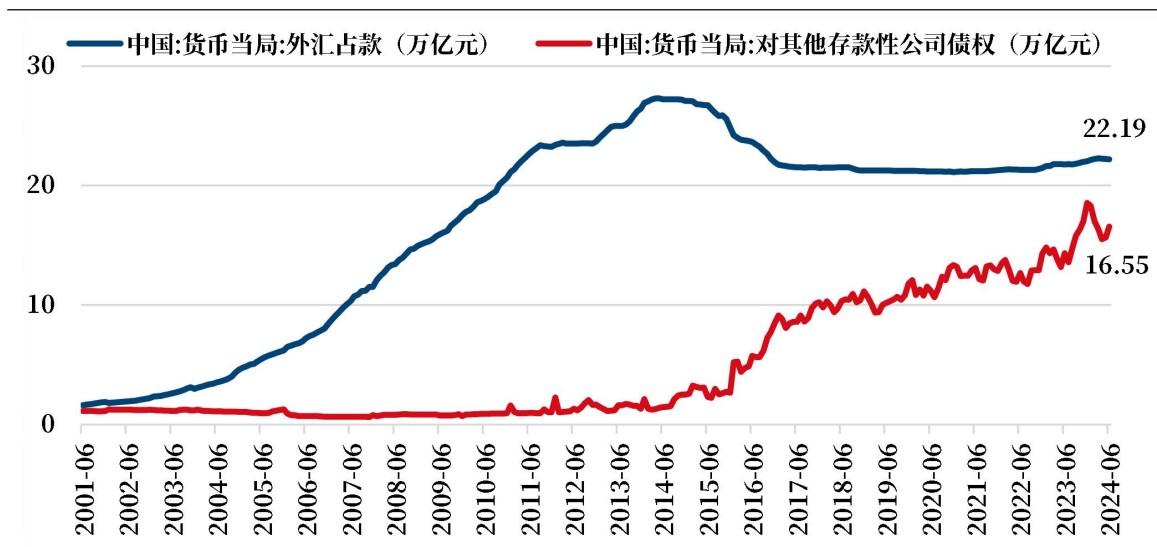
## 第二，基础货币发行

虽然人行是我国货币发行的主管机关，但是，人行的货币发行并非可以做到“肆无忌惮”，也就是所谓的“想印多少就印多少”。人行货币发行除了要与货币政策目标相一致，另外还有两个基本的概念。第一，基础货币投放的渠道，即如何投放；第二，货币发行的“锚”，即投放多少。

### （一）基础货币投放渠道

从基础货币投放渠道来说，目前人行主要包括两大类三小类的货币投放渠道，分别是外汇占款、公开市场操作以及结构性货币政策工具，其中后两个小类在人行资产负债表中统一归为“对其他存款性公司债权”。

图 1：人行基础货币投放渠道



数据来源：wind 国信期货

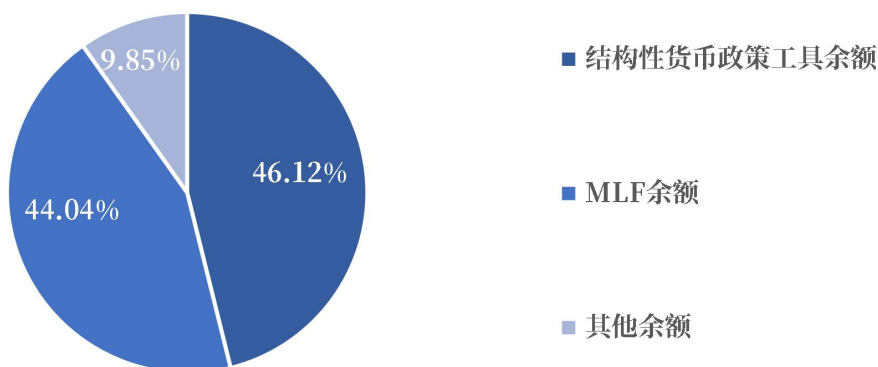
**外汇占款余额相对稳定。**2001年开始，随着中国加入世贸组织，中国出口稳步增长，外汇占款也逐步升高，至2014年达到峰值。但是，外汇占款作为货币投放渠道的主要问题在于，人行的货币发行主要由出



口形势以及人民币汇率决定，进而间接受到主要贸易伙伴的国际贸易政策以及海外央行货币政策的影响，致使人行控制力相对较弱。因此，2014年后，人行为了提高货币发行的相对稳定，逐步提高了“对其他存款性公司债权”的使用，外汇占款在达到峰值后缓慢下降。2024年6月，人行资产负债表中，资产总额为43.65万亿元，其中，外汇占款为22.19万亿元（占比50.84%），对其他存款性公司债权为16.55万亿元（占比37.92%）。

**对其他存款性公司债权重要性相对提升。**这项货币投放渠道，主要是人行对商业银行等存款机构进行再贴现再贷款、公开市场操作（MOM、MLF、PSL、SLF等）以及结构性货币政策工具等产生的债权。根据人行数据，2024年3月末，货币当局对其他存款性公司债权为16.35万亿元，其中结构性货币政策工具余额为7.54万亿元（占比46.12%），MLF余额为7.20万亿元（占比44.04%），其他为1.61万亿元（占比9.85%），结构性货币政策工具和MLF的作用较为突出。

图2：人行对其他存款性公司债权构成（2024年3月末）



数据来源：wind 国信期货

## （二）货币发行“锚”

从货币发行的“锚”来说，人行目前执行的是，“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。其中，“经济增长”为实际GDP增速；“价格水平预期目标”相对定性，可根据CPI和PPI所构成的物价总体水平以及其可能的趋势进行判断，或根据年度政府工作报告关于物价水平的预期目标进行确定。2024年上半年，我国GDP实际增速为5.0%，2024年全年物价水平预期目标为3.0%，因此，按照人行货币发行“锚”来看，2024年上半年我国社会融资规模（简称“社融”）、货币供应量的增速大约需要在8.0%。另一方面，根据人行的数据，2024年6月末社融存量同比增长8.1%，广义货币（M2）同比增长6.2%。因此，总体来说，社融存量同比与人行货币发行“锚”相当；M2增速相对偏小。但是，尤其需要注意的是，2024年6月末狭义货币（M1）为同比下降5.0%，已经连续2个月同比下滑，且下滑幅度为有统计数据以来的最低值。以上各项指标说明，当前，我国货币供应总量相对稳定，但是货币供应的结构性问题尤其突出。

## 第三，货币政策传导机制

货币政策传导机制，主要是人行通过对货币政策进行价格操作，即政策利率，进而影响市场利率，达





到调控市场主体融资成本并影响市场主体投资和消费规模的目的；人行还可以通过对货币政策进行数量操作，以基础货币投放量和回收量，即基础货币发行，进而影响市场总体流动性水平。

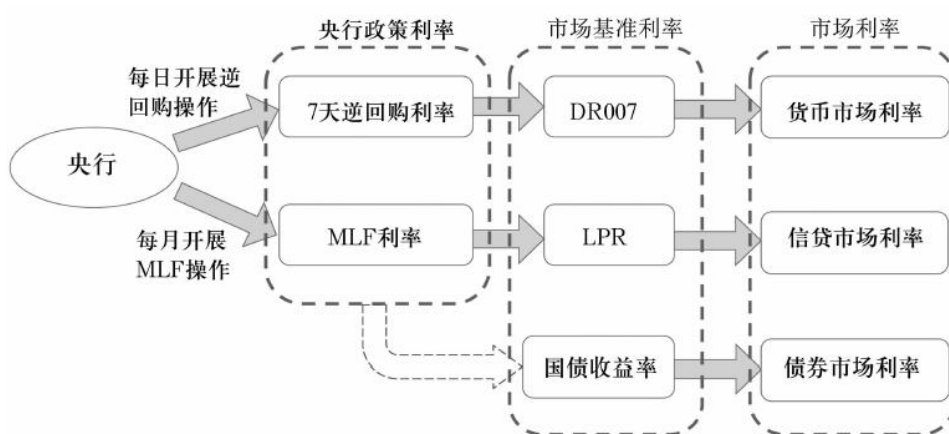
表：我国主要利率品种

利率品种	现行利率水平 (截至 2024 年 7 月 22 日)	简介
公开市场操作 (OMO) 利率	7 天 1.7%	短期限逆回购 (央行向市场提供流动性) 操作利率
中期借贷便利 (MLF) 利率	1 年期 2.5%	央行投放中期资金的利率
常备借贷便利 (SLF) 利率	7 天 2.7% = 7 天 OMO 利率+100 个基点	央行在利率走廊上限向金融机构按需提供短期资金的利率
贷款市场报价利率 (LPR)	1 年期 3.35% 5 年期以上 3.85%	报价行按自身对最优质客户执行的贷款利率报价的算术平均
存款基准利率	活期 0.35% 1 年期 1.5%	人民银行公布的商业银行对客户存款指导性利率
超额准备金利率	0.35%	央行对金融机构超额准备金支付的利率，是利率走廊下限
法定准备金利率	1.62%	央行对金融机构法定准备金支付的利率
上海银行间同业拆借利率 (Shibor)	隔夜 1.647% 3 个月 1.894%	由信用等级较高银行自主报出的同业拆借利率算术平均数
国债收益率	10 年期在 2.25%附近	通过市场交易形成的债券市场利率参考指标

来源：Choice 国信期货

**政策利率。**目前，我国利率调控机制中MLF的影响相对突出但逆回购的影响相对偏小；但是，由于MLF中端利率的角色较为突出，因此，与欧美中央银行以短端利率为政策利率的习惯性做法有所差异。造成这种情形的原因在于，我国货币市场发展相对不够完善，短端利率的影响力相对不足。为此，如何能够进一步发挥短端利率作为政策利率角色和效能，将是优化货币政策框架的重要工作。

图 3：我国利率体系和调控框架



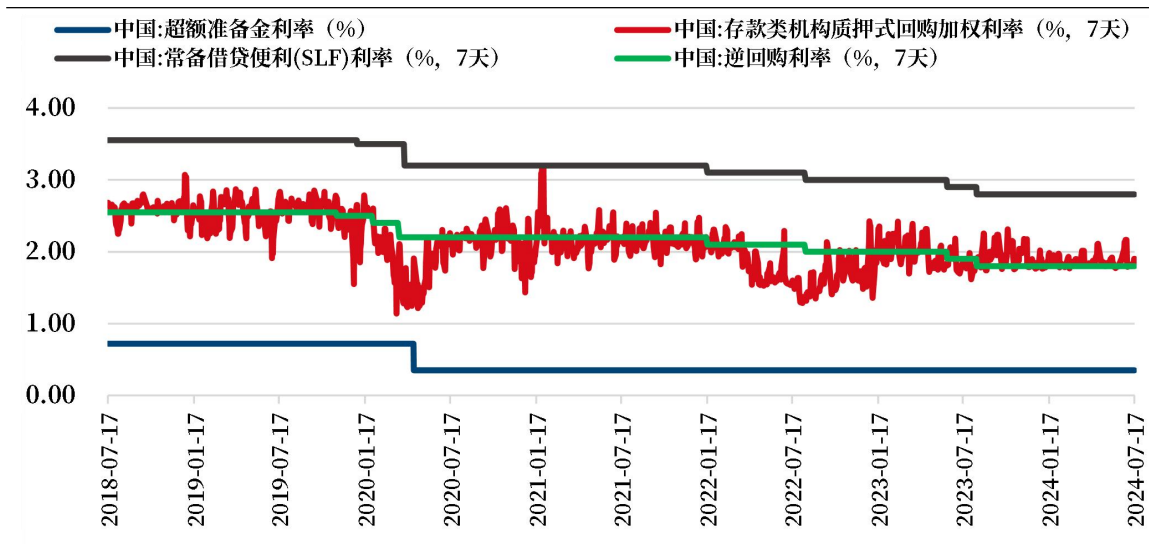
数据来源：《中国的利率体系与利率市场化改革》，易纲，2021 年。

**利率走廊。**利率走廊是人行通过政策利率实现对市场利率进行利率传导的辅助工具。当前人行以常备借贷便利 (SLF) 利率和超额准备金率作为利率走廊上下限。其中，SLF 是人行按需向金融机构提供短期资金的工具，由于金融机构可按SLF利率从央行获得资金，就不必以高于SLF利率的价格从市场融入资金，



因此SLF利率可视为利率走廊的上限。超额准备金利率是央行对金融机构存放在央行的超额准备金付息的利率，由于金融机构总是可以将剩余资金放入超额准备金账户，并获得超额准备金利率，就不会有机构愿意以低于超额准备金利率的价格向市场融出资金，因此超额准备金利率可视为利率走廊的下限。

图 4：我国短期政策利率和利率走廊



数据来源：wind 国信期货

## 第四，货币政策工具

人行现有主要货币政策工具，包括公开市场业务、存款准备金、利率政策、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、结构性货币政策工具等等。近期，人行关于货币政策工具有一定调整和优化，主要是借入国债和增设临时正逆回购两项变化。人行或借由新设的货币政策工具，进一步提高货币政策传导机制效能，进而实现对货币政策框架的优化调整。

### （一）借入国债，侧重防范金融风险

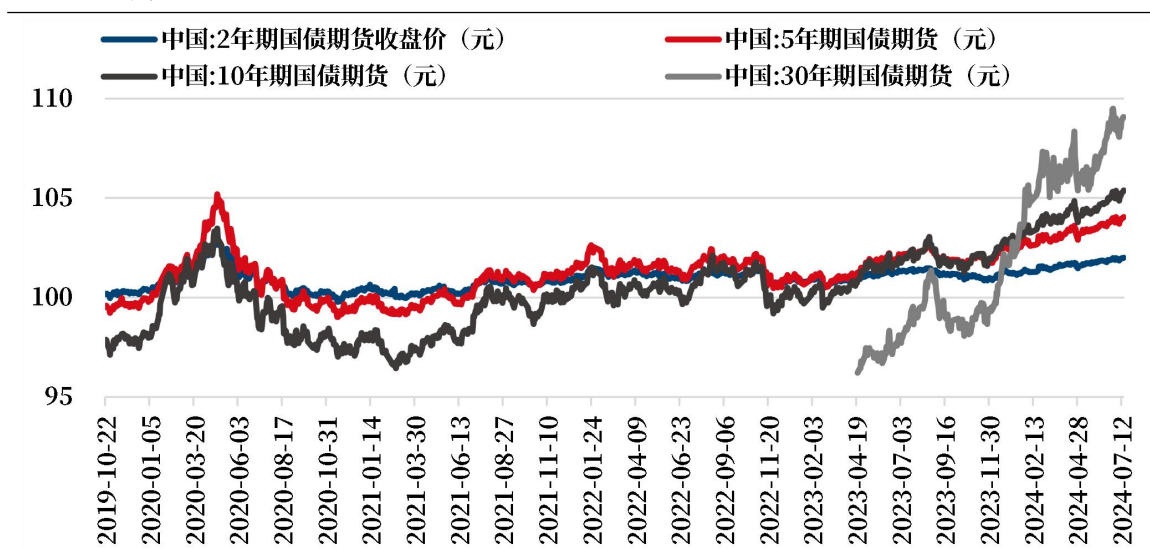
2024 年 7 月 1 日，根据人行消息，为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。2024 年 7 月 5 日，根据金融时报报道，中国人民银行已与几家主要金融机构签订了债券借入协议，可供出借的中长期国债有数千亿元，将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债。

人行借入国债，从操作步骤上来说，总体可以分为四步，第一步国债借入，第二步国债卖出，第三步国债买入，第四步国债归还。人行目前明确表示尚在第一步，后期第二步和第三步是可选操作，根据国债市场行情进行操作。关于第一步，由于人行以信用方式借入，不形成基础货币投放，即不搞中国版量化宽松（QE）；且短期内不影响融出国债金融机构的国债需求，即第一步或仅转移国债持有方。第二步，人行后期可以卖出国债，由于借入的为中长期国债，考虑到当前长期国债利率较低、价格较高，通过抛售长期国债，可以抬升长期国债利率、压低价格，人行抛售国债将从市场收回流动性。需要注意的是，人行是可以卖出，但并非必须卖出，即人行或根据市场行情适时操作并开展预期管理，主要是打压市场对于长期国债的过度偏好。人行通过控制远端利率，操作上与日本央行收益率曲线控制政策（YCC）相似。对大类资产配置的影响来看，人行此次操作或增加国债多头压力，对固收类产品造成一定资金分流。



2023 年上半年，欧美国家爆发中小银行业金融危机，实际就是随着欧美央行不断加息，债券收益率持续上行，债券价格相对下行，从而持有的债券估值相对下行，致使中小银行资本充足率遭遇危机。与欧美中小银行业相类似，我国中小金融机构同样存在风险防范较差、资本结构单一，并且大量持有中长期国债。在债券市场上，中长期国债一度出现所谓“资产荒”的现象。因此，人行始终关注中小金融机构的潜在风险，并在多个政策性文件和场合进行风险提示。但是，口头的风险提示效果似乎并未引起重视，人行此次借入国债，重点意在开展防风险警示工作以及预期管理。

图 5：国债期货价格



数据来源：wind 国信期货

总体来说，人行此次操作的政策意图仍有待观察，后期或以此类操作为基础创设新的货币政策工具。更具体地，由于人行借入的是无固定期限，后期可拉长操作时间，通过错时操作和不同久期国债的搭配，人行或将国债买卖作为货币投放的新渠道。同时，在此背景下，降准降息以及 MLF 或形成配合，进而保持流动性相对充裕，提升货币政策有效性。

## （二）增设临时正逆回购，侧重优化利率传导

2024 年 7 月 8 日，根据人行消息，为保持银行体系流动性合理充裕，提高公开市场操作的精准性和有效性，从即日起，人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日 16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20bp 和加点 50bp。

相比于人行借入国债，主要针对防风险及可能的新设货币投放渠道；人行增设临时正逆回购，或主要针对进一步优化政策利率传导机制。2024 年 7 月 22 日，根据人行官网消息，公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.80% 调整为 1.70%。同日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024 年 7 月 22 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.35%，5 年期以上 LPR 为 3.85%；即 1 年期和 5 年期以上 LPR 分别调降 10 个基点。从操作规律上看，暗含新操作思路。7 月 15 日，中期借贷便利（MLF）利率未做调整；人行或借由新设临时正逆回购与 7 天逆回购的挂钩操作，明确 7 天逆回购利率作为政策利率的功能，进而逐步淡化 MLF 对 LPR 的引导作用。

利率走廊方面，当前人行以常备借贷便利（SLF）和超额准备金率作为利率走廊上下限，但是上下限幅度较宽，目前在 245 个基点；新设临时正逆回购，利率走廊上下限将收窄至 70 个基点左右，可以更为精确





地发挥政策利率的引导和信号作用，提升利率传导效率。关于借入国债，由于人行此次引导5期以上LPR下调10个基点，或致使远端利率下行价格升高。但是，这并不符合人行关于提示中长期债券的风险，因此，人行短期内或进行中长期国债卖出，进而压低中长期债券价格，提示相关市场风险。从流动性角度来说，人行卖出国债会收回流动性，但是，预计人行或主要以价格操作为主，卖出国债规模短期内或不大，对流动性或不形成较大冲击。

当然，关于利率走廊的另外一种声音认为，由于利率走廊实际是人行根据商业银行的货币需求提供无限流动性的工具。目前来看，新工具似乎并不具有这样的功能。但是，不可否认的是，新设工具对于优化利率走廊的功能具有较为突出的作用。

## 第五，总结

二十届三中全会聚焦进一步全面深化改革工作，明确要求进一步完善宏观调控制度体系。与此同时，人行近期调整和增设了货币政策工具，结合二十届三中全会对宏观调控制度体系的改革要求，我国货币政策框架将迎来新的操作思路 and 变化。

货币政策框架可以归纳为，从货币政策决策到货币政策最终效应的作用体系。货币政策框架主要由货币政策目标、货币发行、货币政策工具、货币传导机制等方面构成，并包含相互之间的有机联系。

**支持性货币政策。**货币政策目标是货币政策进行操作的目的，是货币政策框架的基石。我国货币政策的立场是支持性的。从法定目标来看，人行的“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。”从目标层次来看，分为三个层次，即操作目标、中介目标和最终目标。我国货币政策的最终目标一般包括稳定物价、充分就业、经济增长以及国际收支平衡。此外，人行还需要兼顾防范金融风险以及金融改革的工作。

**基础货币发行。**人行货币发行除了要与货币政策目标相一致，另外还有两个基本的概念。第一，基础货币投放的渠道，即如何投放；第二，货币发行的“锚”，即投放多少。从基础货币投放渠道来说，主要包括外汇占款和其他存款性公司债权。近年来，外汇占款相对稳定，对其他存款性公司债权重要性相对提升。从货币发行的“锚”来说，人行目前执行的是，“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。2024年上半年我国社融存量、货币供应量的增速大约需要在8.0%。另一方面，2024年6月末社融存量同比增长8.1%，广义货币（M2）同比增长6.2%。因此，总体来说，社融存量同比与人行货币发行“锚”相当；M2增速相对偏小。尤其是，2024年6月末狭义货币（M1）为同比下降5.0%。当前，我国货币供应总量相对稳定，但是货币供应的结构性问题尤其突出。

**货币政策传导机制。**主要是人行通过对货币政策进行价格操作和数量操作，进而影响市场利率和流动性，达到调控市场主体融资成本并影响市场主体投资和消费规模的目的。目前，我国利率调控机制中MLF的影响相对突出但逆回购的影响相对偏小；但是，由于MLF中端利率的角色较为突出，因此，与欧美中央银行以短端利率为政策利率的习惯性做法有所差异。造成这种情形的原因在于，我国货币市场发展相对不够完善，短端利率的影响力相对不足。为此，如何能够进一步发挥短端利率作为政策利率角色和效能，将是优化货币政策框架的重要工作。利率走廊，是人行通过政策利率实现对市场利率进行利率传导的辅助工具。当前人行以常备借贷便利（SLF）和超额准备金率作为利率走廊上下限。

**货币政策工具。**人行现有主要货币政策工具包括公开市场业务、存款准备金、利率政策、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、结构性货币政策工具等等。近期，人行关于货币政策工具有一定调整和优化，主要是借入国债和增设临时正逆回购两项变化。人行或借由新设的货币政策工具，进一步提高货币政策传导机制效能，进而实现对货币政策框架的优化调整。





**借入国债，侧重防范金融风险。**人行借入国债，从操作步骤上来说，总体可以分为四步。第一步国债借入，第二步国债卖出，第三步国债买入，第四步国债归还。人行目前明确表示尚在第一步，后期第二步和第三步是可选操作。第一步，由于人行以信用方式借入，不形成基础货币投放，即不搞中国版量化宽松（QE）。第二步，人行后期可以卖出中长期国债，可以抬升长期国债利率、压低价格，将从市场收回流动性。人行或根据市场行情适时操作并开展预期管理，主要是打压市场对于长期国债的过度偏好。总体来说，人行此次操作的政策意图仍有待观察，后期或以此类操作为基础创设新的货币政策工具。

**增设临时正逆回购，侧重优化利率传导。**相比于人行借入国债，主要针对防风险及可能的新设货币投放渠道；人行增设临时正逆回购，或主要针对进一步优化政策利率传导机制。2024年7月22日，根据人行官网消息，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.80%调整为1.70%。同日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024年7月22日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.35%，5年期以上LPR为3.85%；即1年期和5年期以上LPR分别调降10个基点。从操作规律上看，暗含新操作思路。7月15日，中期借贷便利（MLF）利率未做调整；人行或借由新设临时正逆回购与7天逆回购的挂钩操作，明确7天逆回购利率作为政策利率的功能，进而逐步淡化MLF对LPR的引导作用。利率走廊方面，当前人行以常备借贷便利（SLF）和超额准备金率作为利率走廊上下限，但是上下限幅度较宽，目前在245个基点；新设临时正逆回购，利率走廊上下限将收窄至70个基点左右，可以更为精确地发挥政策利率的引导和信号作用，提升利率传导效率。



#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。