

内外部压力增加，经济数据普遍走弱



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

国债: 震荡

报告日期:

2025 年 5 月 20 日

★内外部压力增大，经济数据多数不及预期

Q1 经济数据表现偏强主要有两个逻辑: 1) 年初是地产等部门的需求旺季, 政策发力又进一步激发了市场需求; 2) 企业抢出口动力较强, 出口产业链存在韧性。前述 2 个逻辑均存在着可持续性不强的问题。4 月逻辑开始弱化, 经济数据走弱: 1) 居民部门资产负债表修复基础尚不牢固, 随着需求旺季过去, 地产数据普遍走弱, 4 月社零增速也由前值 5.9% 下降为 5.1%; 2) 企业虽然在抢转出口, 但后续外需走弱压力较大, 企业主动增加资本开支的意愿偏弱, 1-4 月制造业累计投资增速为 8.8%, 较前值下降 0.3%。另外出口交货值增速回落, 企业生产也开始走弱。4 月工业增加值增速为 6.1%, 较前值下降 1.6%。内外部压力增加背景下, 财政成为对冲需求走弱的核心力量, 但由于近期专项债发行节奏不及预期, 基建累计增速也小幅降至 10.9%。

Q2 经济数据或将温和走弱, Q3 经济走弱压力将进一步显性化, 预计彼时我国将出台增量政策进行应对。关税豁免期内, 企业抢转出口的动力仍然存在, 经济数据的走弱或是相对温和的。但抢转出口逻辑持续时间有限, 且抢出口本身也是对后续出口需求的透支。随着关税豁免期逐渐度过, 外需压力会逐渐显性化, 而外需走弱也会拖累修复基础本不牢固的内需。预计年中起经济数据走弱压力开始明显增加。财政政策是对冲外需走弱的关键办法, 预计 Q3 我国将会出台增量政策, 届时政策将成为市场博弈的焦点。

★基本面利多债市，维持调整买入思路

由于前期拉动经济数据改善的逻辑存在可持续性不强等问题, 后续经济基本面压力将会逐渐体现, 基本面对于债市的利多影响是确定的。中长线来看, 做多长债的胜率较高, 只是存在着赔率相对不足等问题, 因此回调买入策略的性价比较高。

★风险提示:

财政政策超预期、资金面超预期收敛。

张粲东

宏观策略分析师

从业资格号:

F3085356

投资咨询号:

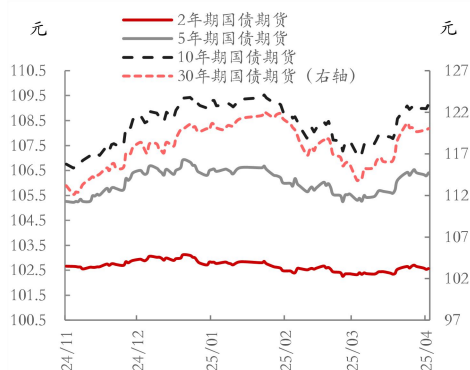
Z0018866

Tel:

63325888-1610

Email:



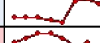
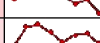
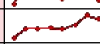



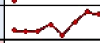






candong.zhang@orientfutures.com



1、内外部压力增大，经济数据多数不及预期

4月经济数据多数较前值走弱。具体来看，4月工业增加值当月同比6.5%，预期6.1%，前值7.7%；社零当月同比5.1%，预期5.5%，前值5.9%；1-4月固定资产投资累计同比4%，预期4.2%，前值4.2%。数据公布后，国债期货震荡上涨。

图表1：4月经济数据一览

指标	环比	25/04	25/03	25/02	24/12	24/11	24/10	24/09	24/08	走势图
工业增加值：当月同比	-1.6	6.1	7.7	5.9	6.2	5.4	5.3	5.4	4.5	
服务业生产指数：当月同比	-0.3	6.0	6.3	5.6	6.5	6.1	6.3	5.1	4.6	
固定资产投资：累计同比	-0.2	4.0	4.2	4.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	
制造业：累计同比	-0.3	8.8	9.1	9.0	9.2	9.3	9.3	9.2	9.1	
制造业：当月同比	-0.9	8.2	9.2	9.0	8.3	9.3	10.0	9.7	8.0	
基建：累计同比	-0.7	10.9	11.5	10.0	9.2	9.4	9.4	9.3	7.9	
基建：当月同比	-3.0	9.6	12.6	9.9	7.4	9.7	10.0	17.5	6.2	
地产开发投资：累计同比	-0.4	-10.3	-9.9	-9.8	-10.6	-10.4	-10.3	-10.1	-10.2	
社零：当月同比	-0.8	5.1	5.9	4.0	3.7	3.0	4.8	3.2	2.1	
商品：当月同比	-0.8	5.1	5.9	3.9	3.9	2.8	5.0	3.3	1.9	
餐饮：当月同比	-0.4	5.2	5.6	4.3	2.7	4.0	3.2	3.1	3.3	
出口：当月同比	-4.2	8.1	12.3	-3.0	10.7	6.6	12.7	2.4	8.6	
进口：当月同比	4.2	-0.2	-4.4	1.5	0.9	-3.9	-2.3	0.2	0.1	
城镇调查失业率	-0.1	5.1	5.2	5.4	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	
31个大城市城镇调查失业率	-0.1	5.1	5.2	5.2	5.0	5.0	5.0	5.1	5.4	

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

Q1经济数据表现偏强主要有两个逻辑：1)年初是地产等部门的需求旺季，政策发力又进一步激发了市场需求；2)企业抢出口动力较强，出口产业链存在韧性。前述2个逻辑均存在着可持续性不强的问题。4月逻辑开始弱化，经济数据走弱：1)居民部门资产负债表修复基础尚不牢固，随着需求旺季过去，地产和消费等终端需求再度走弱；2)企业虽然在抢转出口，但后续外需走弱压力较大，企业主动增加资本开支的意愿偏弱。另外出口交货值增速已经回落，企业生产也开始走弱。内外部压力增加背景下，财政成为对冲需求走弱的核心力量，但由于近期专项债发行节奏不及预期，基建增速也开始小幅下降。

Q2经济数据或将温和走弱，Q3经济走弱压力将进一步显性化，预计彼时我国将出台增量政策进行应对。关税豁免期内，企业抢转出口的动力仍然存在，经济数据的走弱或是相对温和的。但抢转出口逻辑持续时间有限，且抢出口本身也是对后续出口需求的透支。随着关税豁免期逐渐度过，外需压力会逐渐显性化，而外需走弱也会拖累修复基础本不牢固的内需。预计年中起经济数据走弱压力开始明显增加。财政政策是对冲外需走弱的关键办法，预计Q3我国将会出台增量政策，届时政策将成为市场博弈的焦点。

1.1 生产端：工业、服务业生产均韧性走弱

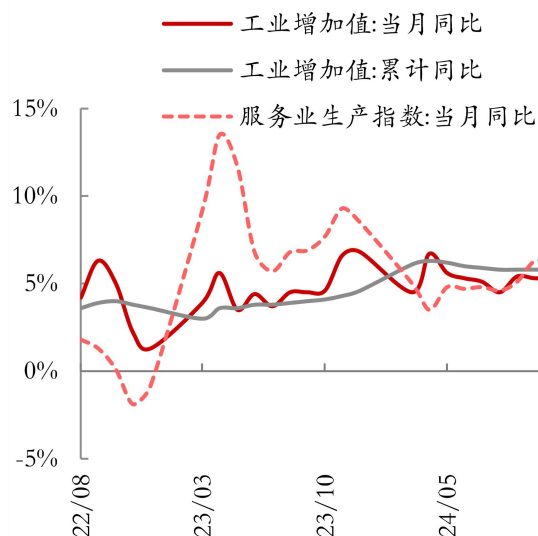
4月工业增加值当月同比6.5%，预期6.1%，前值7.7%；环比增速为2.2%，略低于季节性平均水平，综合来看，工业生产正在韧性走弱。一者，去年同比基数较高；二者，出口交货值增速明显下降，外需等终端需求走弱也拖累了生产表现。政策发力是工增同比尚未大幅走弱的关键原因，高技术产业增加值持续高速增长。

4月，采矿业、制造业和电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速分别为5.7%、6.6%和2.1%，分别较前值下降3.6、1.3和1.4个百分点。具体来看：1) 天气转暖导致煤炭等商品需求量下降，采矿业增加值增速下降。2) 受外需压力逐渐上升影响，计算机通信、运输设备制造业、纺织业等行业增加值均较前值下降。3) 4月汽车销售增速有所下降，4月汽车制造业增加值增速为9.2%，较上个月下降2.3个百分点。4) 设备更新等政策加力扩围对工业生产带动明显，4月电气机械及器材制造业增加值增速为13.4%，较前值上升0.4个百分点。

4月服务业生产增速为6.0%，前值6.3%。一方面，4月服务消费表现偏弱，对生产端形成拖累；另一方面，经济企稳回升的预期尚不牢固，也对服务业生产形成负面冲击。

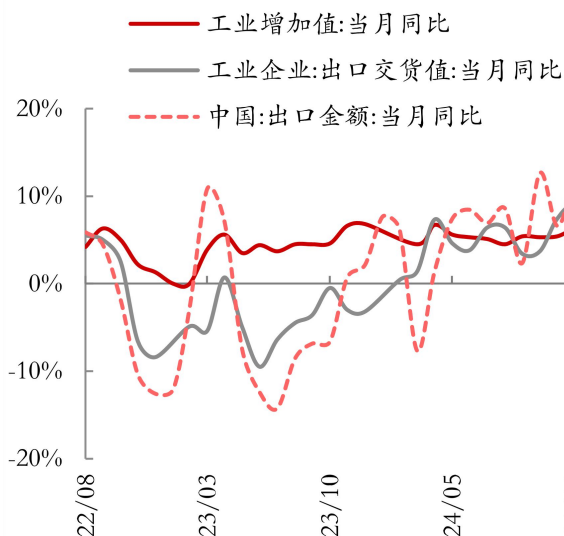
展望未来，生产增速仍将小幅下降。工业生产方面，外需等终端需求的走弱压力会越来越明显，出口依存度较高的行业生产增速将会受到明显影响，工增走弱的方向相对较为确定。但也要注意，“两新”等政策对于生产端的支撑效果是较为明显的，装备制造、高技术制造业等行业的生产增速仍将维持高位，预计工增同比的回落幅度不会很大。终端需求偏弱也会拖累服务业生产表现，但我国出台了较多提振服务消费的政策，预计服务业生产增速也不会大幅走弱。

图表2：工增、服务业生产指数同比均下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表3：出口交货值增速明显下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

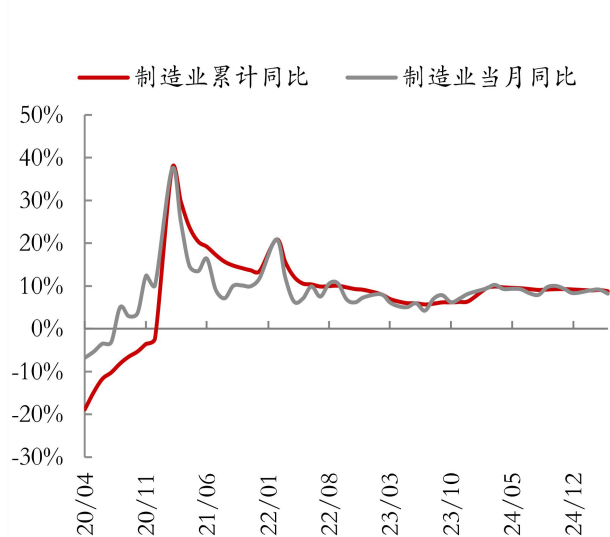
图表4：4月各行业增加值增速一览

上下游	行业	生产变化	25/04	25/03	24/12	24/11	24/10	24/09	24/08	24/07	24/06	迷你图
上游采掘	煤炭开采和洗选业	-4.30%	6.30%	10.60%	2.70%	3.70%	4.50%	3.20%	3.30%	4.70%	4.20%	
	石油和天然气开采业	-2.50%	4.30%	6.80%	2.20%	5.30%	5.80%	2.00%	4.00%	5.70%	4.40%	
中上游原材料	化学原料及化学制品制造业	-0.80%	8.00%	8.80%	9.40%	9.50%	6.90%	4.60%	5.90%	8.60%	9.20%	
	橡胶和塑料制品业	-1.60%	6.00%	7.60%	9.70%	7.70%	7.20%	6.90%	5.40%	7.30%	8.60%	
	非金属矿物制品业	-0.50%	0.40%	0.90%	-0.10%	-2.30%	-2.60%	-3.80%	-5.50%	-2.90%	-0.40%	
	黑色金属冶炼及压延加工业	-1.90%	5.80%	7.70%	8.70%	6.70%	4.00%	2.70%	-2.10%	-1.50%	3.30%	
	有色金属冶炼及压延加工业	1.00%	7.50%	6.50%	9.70%	7.40%	7.70%	8.80%	6.60%	9.40%	10.20%	
中下游加工	金属制品业	-2.20%	7.70%	9.90%	7.90%	6.00%	7.30%	9.30%	9.70%	9.30%	6.40%	
	通用设备制造业	-1.50%	7.80%	9.30%	7.70%	4.40%	2.40%	4.60%	2.20%	3.20%	3.40%	
	专用设备制造业	-1.00%	3.70%	4.70%	4.60%	3.00%	3.00%	4.00%	2.90%	2.50%	3.40%	
	电气机械及器材制造业	0.40%	13.40%	13.00%	9.20%	5.20%	5.10%	6.10%	2.60%	2.80%	4.40%	
下游消费	计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.30%	10.80%	13.10%	8.70%	9.30%	10.50%	10.60%	11.30%	14.30%	11.30%	
	农副食品加工业	1.90%	7.30%	5.40%	6.10%	4.70%	1.30%	1.70%	-0.10%	0.20%	0.90%	
	食品制造业	-0.10%	7.00%	7.10%	8.40%	5.80%	4.20%	4.10%	6.90%	7.10%	4.80%	
	酒、饮料和精制茶制造业	-1.80%	5.50%	7.30%	3.60%	1.50%	3.00%	5.60%	5.20%	2.70%	7.20%	
	纺织业	-2.80%	2.90%	5.70%	4.60%	5.40%	3.80%	5.10%	4.40%	5.90%	5.10%	
	汽车制造业	-2.30%	9.20%	11.50%	17.70%	12.00%	6.20%	4.60%	4.50%	4.40%	6.80%	
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-1.40%	17.60%	19.00%	10.60%	7.90%	4.40%	13.70%	12.00%	12.70%	13.10%	
	医药制造业	1.00%	2.20%	1.20%	2.80%	5.40%	7.80%	11.00%	2.80%	1.50%	6.20%	

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

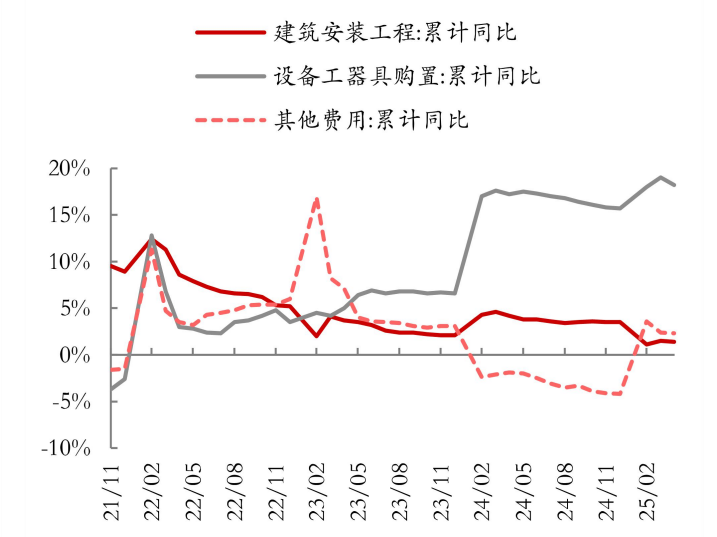
1.2 需求端：制造业、基建增速均小幅下降，地产数据再度边际恶化

图表5：制造业投资增速小幅下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表6：设备工器具购置增速处于高位



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

1-4月，制造业累计投资增速为8.8%，前值为9.1%；4月当月制造业投资增速为8.2%，前值为9.2%。和工业增加值增速较为类似，制造业投资增速也是韧性走弱的。终端需求不强、企业主动投融资意愿较低导致制造业投资增速下降，这和4月企业中长贷明显同比少增能够对应；由于设备更新等政策仍在生效，制造业投资增速的降幅相对不大。分行业看：1）由于外需走弱压力增加而内需也未能显著改善，出口依存度较高的汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电气机械及器材制造业

投资增速均较前值下降；2) 设备更新政策持续发力，1-4 月设备工器具投资增速为 18.2%，较前值小幅下降 0.8 个百分点，但仍明显高于制造业整体增速；1-4 月通用设备制造业投资增速为 17.9%，较前值上升 0.7 个百分点。

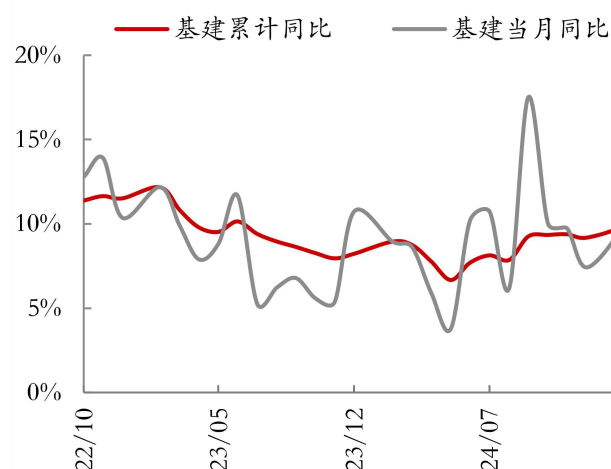
展望未来，制造业仍会高速增长，但结构分化的问题会比较明显。一方面，近年来终端需求不强、供给相对过剩，企业利润增速持续承压，而后续外需走弱压力逐渐显性化会进一步加剧企业的经营压力，预计外需依存度较高、产能利用率偏低的行业的投资增速有自发下降的压力。另一方面，发展新质生产力、加快产能升级需要制造业投资快速增长，设备更新等各类政策也正在积极发力，预计受益于政策、科技含量较高的行业的投资会高速增长，部分行业的投资增速还会上升。

图表7：4月各行业投资增速一览

	行业	环比	25/04	25/03	25/02	24/12	24/11	24/10	24/09	24/08	24/07	24/06	走势图
上游原材料	化学原料及化学制品制造业	-0.8	1.3	2.1	6	8.6	9.6	11.2	10.1	10	9.9	8.4	
	有色金属冶炼及压延加工业	-1.5	16.4	17.9	16.1	24.2	25.3	25.9	24.8	26.2	23.7	19.8	
	金属制品业	-0.7	11.5	12.2	10.8	16.6	16.3	15.8	16.4	17.3	18.1	16	
中下游加工	通用设备制造业	0.7	17.9	17.2	21.6	15.5	14.9	14.2	14.9	13.8	13.8	14	
	专用设备制造业	0.5	8.4	8.1	9	11.6	11.7	11.9	12	12.8	13.3	12.6	
	电气机械及器材制造业	-0.1	-7.5	-7.4	-8.6	-3.9	-3.4	-2.8	-1.6	-0.3	1.4	3.5	
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.5	9	10.5	9.6	12	12.6	13.2	13.1	14.2	14.5	15.3	
下游消费	农副食品加工业	-0.2	18.4	18.6	17.4	18	18.2	18.8	19.4	19.6	21.2	21.8	
	食品制造业	-1.4	16.6	18	21	22.9	24.5	23.5	23.5	26.1	26.8	27	
	纺织业	1.2	14.7	13.5	13.6	15.6	16.2	15.2	14.6	13.5	13.1	14.3	
	汽车制造业	-0.9	23.6	24.5	27	7.5	7.2	5.9	5.8	5.4	5	6.5	
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-8.5	29.6	37.9	37.3	34.9	30.6	33	31.8	30.7	30.1	28.2	
	医药制造业	-1.8	2.6	4.4	3.5	6.9	6	6.2	7.4	7.3	8.5	7.1	

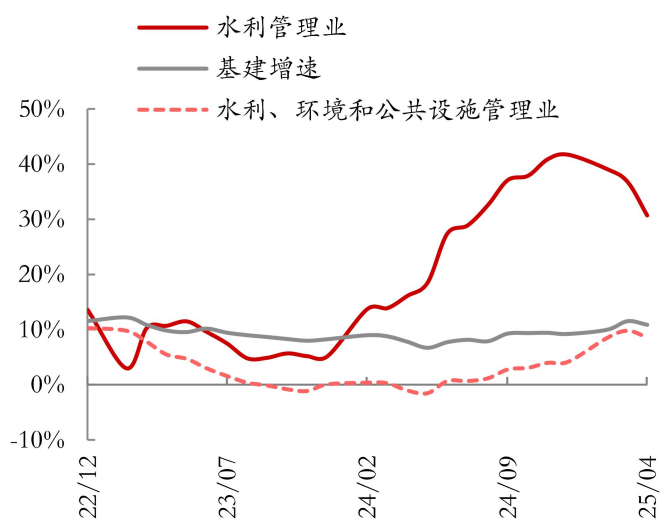
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表8：基建投资增速小幅下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表9：水利管理业投资增速明显回落














资料来源：Wind，东证衍生品研究院

1-4月，广义基建累计增速为10.85%，前值为11.5%；狭义基建增速为5.8%，前值为5.8%；4月当月广义基建增速为9.57%，前值为12.58%。综合来看，基建增速正从高位小幅回落。今年财政节奏整体前置，Q1基建投资高速增长，但今年新增专项债发行节奏不及市场预期，叠加部分中央主导的基建行业投资增速也在下降，4月基建增速开始走弱。具体来看，1-4月交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水的生产和供应业和水利、环境和公共设施管理业投资增速分别为3.9%、25.5%和8.6%，分别较前值变化+0.1、-0.5和-1.2个百分点。1-4月水利管理业累计投资增速为30.7%，较前值下降6.1个百分点，是拖累基建增速下降的关键分项，一者去年基数相对较高，这会影影响当期同比读数；二者23年末增发的国债所获资金主要投向水利管理业，彼时所筹资金可能已经用完大半，后续还需关注是否有增量资金投入水利管理业。

展望未来，短期基建增速或存在小幅下降压力，但随着后续政策发力，基建增速会再度上升。今年新增专项债发行节奏相对偏慢，这和去年上半年的情况是比较类似的，能够获得稳定现金流的项目相对缺乏是导致专项债发行进度偏慢的核心原因。专项债发行节奏相对偏慢、基数逐渐抬高，水利管理业同比读数下降，后续基建增速面临小幅下降压力。但预计Q3会出台增量的财政政策，同时政府也会加快专项债发行节奏，后续基建增速能够再度上升。

图表10：4月地产数据一览

分类	指标 (%)	变化	25/04	25/03	25/02	24/12	24/11	24/10	24/09	24/08	走势图
房企资金来源	合计:累计同比	-0.4	-4.1	-3.7	-3.6	-17.0	-18.0	-19.2	-20.0	-20.2	
	国内贷款:累计同比	3.1	0.8	-2.3	-6.1	-6.1	-6.2	-6.4	-6.2	-5.1	
	自筹资金:累计同比	1	-6.8	-5.8	-2.1	-11.6	-11.0	-10.5	-9.1	-8.4	
	其他资金:定金及预收款:累计同比	-1.9	-3.0	-1.1	-0.9	-23.0	-25.2	-27.7	-29.8	-30.2	
	其他资金:个人按揭贷款:累计同比	-1.5	-8.5	-7.0	-11.7	-27.9	-30.4	-32.8	-34.9	-35.8	
销售	商品房销售面积:累计同比	0.2	-2.8	-3.0	-5.1	-12.9	-14.3	-15.8	-17.1	-18.0	
	商品房销售额:累计同比	-1.1	-3.2	-2.1	-2.6	-17.1	-19.2	-20.9	-22.7	-23.6	
投资	竣工面积:累计同比	-2.6	-16.9	-14.3	-15.6	-27.7	-26.2	-23.9	-24.4	-23.6	
	施工面积:累计同比	-0.2	-9.7	-9.5	-9.1	-12.7	-12.7	-12.4	-12.2	-12.0	
	新开工面积:累计同比	0.6	-23.8	-24.4	-29.6	-23.0	-23.0	-22.6	-22.2	-22.5	
	开发投资完成额:累计同比	-0.4	-10.3	-9.9	-9.8	-10.6	-10.4	-10.3	-10.1	-10.2	

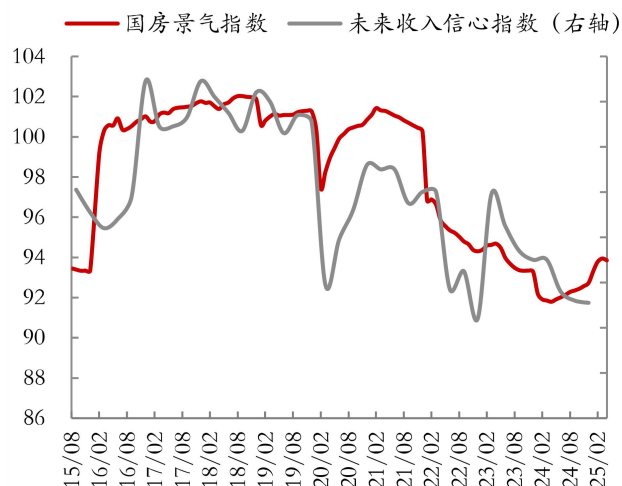
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

地产数据再度普遍走弱。除国内贷款、新开工面积等少数指标同比读数较前值改善外，大多数地产指标同比读数再度下降。居民部门购房意愿不强，1-4月商品房销售额累计增速录得-3.2%，较前值下降1.1个百分点，新房销售的疲弱也体现为定金及预收款、个人按揭贷款同比增速下降。房企资金来源承压，1-4月地产开发投资增速录得-10.3%，较前值下降0.4个百分点。

前期地产数据普遍跌幅收窄，是因为924以来出台的政策陆续生效，刺激了旺季本就有回升动力的需求。但地产市场企稳的基础不牢：居民部门主动加杠杆的动力仍然较弱，4月居民部门新增中长贷规模再度转负。在宏观预期高度不确定、居民部门现金流量表未明显改善的情况下，居民部门主动增加债务的意愿不强。

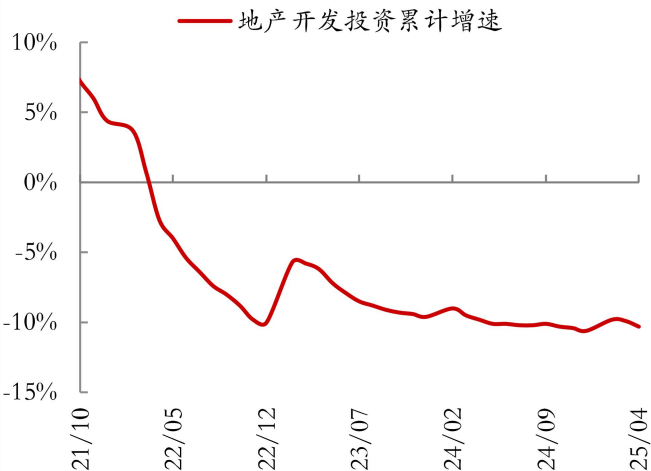
展望未来，短期内直接出台强力政策刺激地产需求的概率不高，增加有效供给撬动有效需求应是稳地产的核心思路。降息等政策已经落地，且4月政治局会议强调，持续巩固房地产市场稳定态势，总体来看短期内出台政策刺激需求的概率不高。稳地产更关注长效机制。近期中央明确指出，着力推动“好房子”建设，这意味着推动地产继续回归消费品属性。消费品属性中，居民会更为关注房子本身质量的好坏而非房价能否持续上涨，消费者愿意为品质更好的消费品付费。推动“好房子”建设即增加地产端的有效供给从而来撬动有效需求，推动刚需向改善型需求转变。短期内由于增量政策相对不多，地产数据或将继续走弱，Q3可关注增量财政政策对于地产的提振。

图表 11: 地产景气指标小幅下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 地产开发投资增速下降



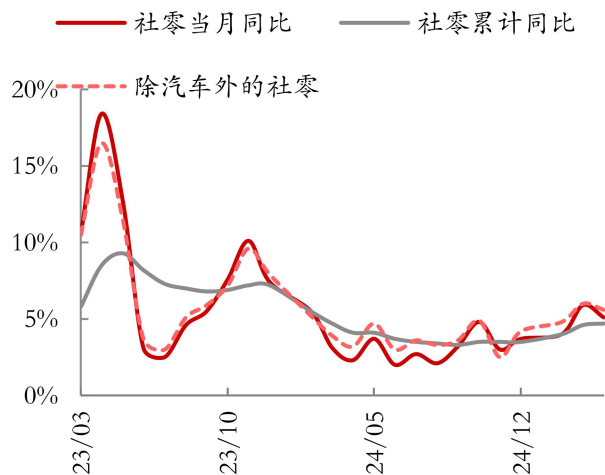
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

1.3 需求端：社零增速回落，汽车等大宗消费品表现偏弱

4月社零增速录得5.1%，预期5.5%，前值5.9%；环比增速录得0.24，略低于近3年同期平均水平。汽车对于社零增速的拖累比较明显，汽车等大宗消费的走弱和地产数据走弱所显露出的信息是一致的，居民部门自发主动支出的意愿不足。具体来看：1）4月出行社交类消费品社零增速为1.2%，较前值下降3.2个百分点，其中汽车零售增速为0.7%，较前值下降4.8个百分点。另外，受油价下降等因素的影响，4月石油制品的零售增速录得-5.7%，较前值下降3.8个百分点。2）可选消费零售增速录得22.3%，较前值上升3个百分点。不同类型的可选消费品零售增速表现分化，以旧换新和金价上涨分别是文化办公用品和金银珠宝零售增速回升的重要原因，通讯和日用品零售增速较前值下降。3）受以旧换新政策影响，家电、家具等分项零售增速均较前值回升。

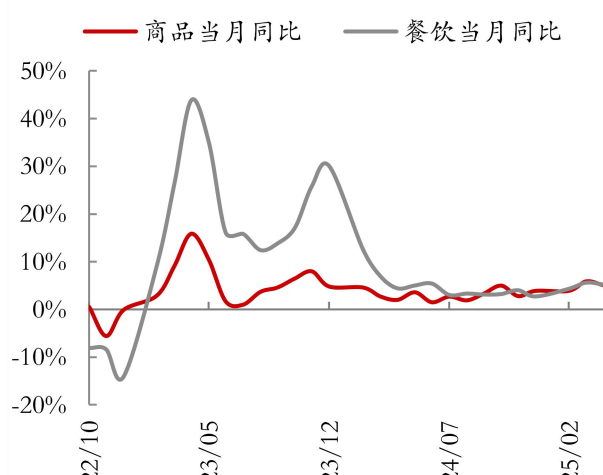
展望未来，社零面临的压力依然存在。消费需求持续释放需要私人部门现金流量表、资产负债表的压力均减轻，后续宏观环境不确定性较高，而我国直接出台政策改善居民现金流量表的概率不高，因此社零增速存在着边际走弱的压力。

图表 13: 4 月社零增速小幅下降



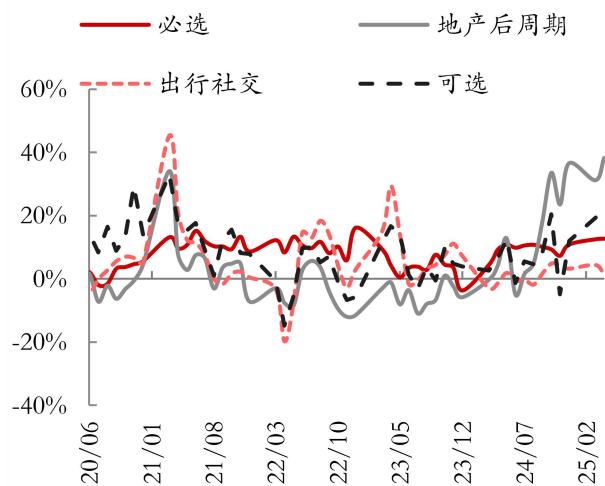
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 商品零售和餐饮收入增速均下降

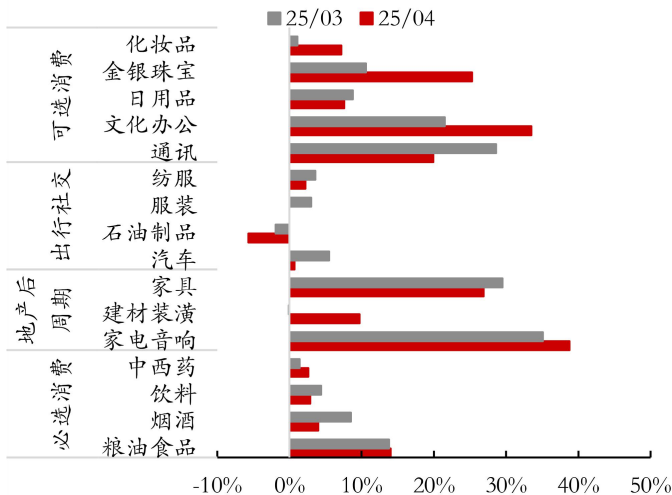


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 以旧换新带动地产后周期类商品社零高增 图表 16: 各行业社零增速变化



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

2、基本面利多债市，维持调整买入思路

由于前期拉动经济数据改善的逻辑存在可持续性不强等问题，后续经济基本面压力将会逐渐体现，基本面对于债市的利多影响是确定的。中长线来看，做多长债的胜率较高，只是存在着赔率相对不足等问题，因此回调买入策略的性价比较高。

后续基本面压力逐渐体现，而汇率贬值压力相对可控，货币政策整体宽松的概率较大，预计后续资金利率中枢有望小幅下行，资金面会处于均衡偏松的状态上。当前收

益率曲线形态较平，后续曲线应逐渐震荡走陡。TS 的超涨现象已经有明显改观，做陡曲线策略中短端头寸用现货和期货布局均可。

策略方面：

- 1) 中线依然看多，建议关注逢低布局中线多单的策略。
- 2) 期货正套机会明显下降，只有部分合约仍有小幅正套机会。
- 3) 做陡曲线机会初步出现，后续需密切关注资金利率变化。

3、风险提示

财政政策超预期，资金面超预期收敛。

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