

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

# 国内关注复苏，海外警惕紧缩

## ——大宗商品宏观&中观周度观察20220515

大宗商品策略研究团队

研究员

姜秀铭

从业资格号 F3062206

投询资格号 Z0016472

jiangxiuming@citicsf.com

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

zhengfeifan@citicsf.com



中信期货有限公司

CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

- **4月通胀数据结构问题使短期通胀成为主要矛盾。** 尽管4月CPI出现拐点，但核心CPI环比相比3月缓和局面出现大幅上涨（4月0.6%，3月0.3%，2月0.7%），涨幅一倍。由于核心通胀反映食品和能源外的通胀，这显示出通胀来源的其他矛盾正在显现。观察二手车和卡车价格下跌0.4%(同比上涨22.7%)，连续第三个月下跌，这显示出供应链问题正在缓解；但自有房等效租金（体现租金预期）上涨了0.5%(前值-1.2%)，主要住宅的租金上涨了0.6%(前值0.4%)，使得服务业的通胀隐忧正在酝酿，这是上个月的通胀数据没有显示的，使得紧缩预期重新加强，但幅度仍有约束。预期下个月的核心通胀数据将成为密切关注的核心指标。
- **政策信息方面，周四鲍威尔表态，通胀当前成为最主要调控对象，考虑连续两次加息50bp，未考虑75bp。对于经济，表示“实现软着陆难度很大”**，因为主要问题来自于供给端，并非需求端。这体现出，未来通胀数据变化，将引导美联储政策得变化。2022年2月23日，白宫发布一份拜登政府落实基建投资的事实清单，公布总额约1000亿美元的各类基建项目，涵盖交通、气候、能源、环境、高速宽带等。3月1日，拜登在国会发表首次国情咨文演讲时强调，将开始修复总长超过6.5万英里的公路和1500座年久失修的桥梁，约占全美“状况不佳”公路总长的38%和“存在结构性缺陷”桥梁的3%。
- **美国一季度GDP回落，关注私人投资拉动的来源问题。** 2022年一季度美国实际GDP录得-1.4%（前值6.9%），这是2020年2季度以来唯一负增长的季度。其中外贸平衡恶化使增长减少了3.2%（前值-0.46%），四季度异常出彩的补库需求动力不再，录得-0.8%的增长（前值5.32%），消费拉动并未大幅回落，录得1.27%（前值1.76%），体现了仅有的韧性。值得关注的是，美国私人投资本次拉动1.27%（前值0.17%），同时4月PPI中设备投资数值连续大幅上升，我们认为这或与拜登的新能源汽车促进以及基建有关。但在供应端问题无法解决前，固定资产投资数量难以挽救美国经济需求的回落。

- **疫情或限制了美国就业复苏。**4月美国非农季调后新增非农就业人口 42.8万人（前值 43.1万人）；失业率 3.6%（前值 3.6%，预期3.5%）。新增就业的主要贡献项为服务生产、零售业、休闲和酒店业，贡献力度相比前两月下降。劳动参与率出现下降，3月录得61.6%（前值 62.4%），与疫情前63.3%相比差距扩大，这或与4月份美国新冠感染人数反弹有关，5月日均新增病例接近8万人，而3月已经下降至2.7万人左右。职位空缺率高涨，劳动参与率此时却因疫情回升，同时美国制造业PMI新订单再次回落，显示出美国经济的“滞胀”隐忧渐现。
- **其他国家方面，欧元区依靠服务业支撑经济，但未来仍不容乐观。**制造业PMI初值55.3，（前值56.5），创下 15 个月来的低点；但在整个经济中比重更高的服务业PMI录得57.7，创出 8 个月的新高，从而使综合PMI 54.9，实现复苏，动力主要来自旅游和娱乐等领域的支出出现创纪录的激增。但4月欧元区投资者信心指数继续大幅下降，录得-18（前值-7），同时经济景气指数大幅下降至-43（前值-38.7），显示未来不容乐观。

- **疫情冲击明显，融资需求受阻。**4月疫情对实体经济的影响进一步显现，有效融资孱弱，因此4月社融断崖式走弱，人民币贷款增长明显放缓，同比少增较多。但从货币供应量来看，M1及M2均明显回升，与社融表现明显分化，主要原因是财政资金加速落地，居民及企业部门的存款增加，而居民消费和企业投资受阻。因此当前宽信用的主要矛盾在于实体需求不足，金融机构的流动性是较充裕的。
- **财政积极有为，对冲经济下行。**根据财政部预算草案，2022年广义财政力度极强，积极财政将继续助力基建高增。一季度财政收入与国内经济表现一致，税收收入下滑明显，但是财政支出积极，3月广义财政支出同比继续走强，政府性基金支出主要是专项债的拉动，而公共财政支出也进一步加快，对冲经济下行，助力“稳增长”。根据财联社报道，2022年新增专项债需于6月底前基本发完，则5、6月当月专项债规模将破万亿。
- **地产现状仍较疲软，政策持续发力。**4月29日中央政治局会议提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”，可以看出政策供需两端开始齐发力，需求端因城施策仍将不断推进，供给端有望提出直接改善企业资金环境的举措，政策进入加速期，关注地产的边际修复。
- **制造业产业升级，内生动能较强。**3月国内制造业仍保持着较强的内生动能，核心驱动在于政策的加持，国内制造业产业持续升级，高技术产业强力支持本轮制造业投资增长，并且货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑。疫情对供应链的冲击对4月出口造成较大影响，4月出口明显回落。
- **底部已现，关注复苏。**无论是PMI数据还是金融数据，都指向的是4月国内经济已经见底，未来将步入复苏周期，上海的疫情管控也释放出积极的信号，从5月16日起，上海将分阶段推进复商复市。往后看，对于工业品而言，需求边际向上修复是较为确定的，但商品价格能否上行取决于实际需求释放的强度能否匹配此前已经price in的较强宏观预期，因此需要对高频数据保持紧密跟踪，比如商品房销售的回暖、疫情管控的城市数量、实物工作量的回升强度等。

## ■ 建筑业景气度跟踪：疫情影响施工，需求持续后置

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**进入到5月，螺纹现实需求尚未明显回暖，地产销售的弱势叠加“动态清零”的严格管控，施工需求被抑制，目前需求回归的节奏仍偏慢。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃库存持续高企，表观需求偏弱。**PVC**近期基本面有所改善，库存开始正常去化，表需相对偏强。总体来看，地产竣工端需求同样受到疫情的影响，但程度不及地产施工端。
- **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费：**实物工作量开始回升。
- **挖机与重卡：**随着地产调控趋松，基建蓄力，去年12月以来挖机与重卡的销量同比有见底迹象，但3月以来受疫情影响，销量再度大幅回落，后续关注回升的拐点。

## ■ 制造业景气度跟踪：PMI断崖式走弱，经济底部已现

- **发电量：**3月以来，全国多地疫情散发，一方面需求受到冲击，另一方面供应链受损，因此工业生产受到影响，发电量明显回落。随着疫情的边际缓解，4月中旬及下旬发电量已经明显回升。内陆17省耗煤表现相对正常，但沿海8省电厂耗煤同比明显偏弱，这与东部疫情较为严重有关，疫情扰动对工业生产造成的影响较为明显。
- **汽车：**疫情对汽车产销量两端均有冲击，多地经销商进店和成交都受到影响，汽车零配件供应链运输受阻，4月汽车销量的同比接近腰斩。进入5月，国内疫情高点已过，复工复产循序渐进，支持政策加速落地，汽车产销已经开始边际修复。
- **家电：**1-3月家电产量同比小幅下降1.2%，1-3月白电销量同比-2.27%（前值-2.25%），整体表现相对平稳。
- **出口：**4月越南出口表现强劲，5月前10日韩国出口同比大幅增长，全球贸易需求有韧性。4月国内出口受疫情影响，出口增速大幅回落，但高频数据显示，4月下旬开始，集装箱吞吐量已经开始边际改善，5月出口或有恢复。

## ■ 总结：开始边际回升，关注复苏力度

- 本轮疫情对生产和需求均有明显冲击，在“动态清零”的管控目标下，商品需求的受损程度已超出预期，需求回归的时间窗口也在不断后置，未来继续关注各地疫情状况以及疫情缓解后“需求回补”的节奏和弹性，目前已经有边际修复的迹象。

## 第一部分 大宗商品海外宏观分析

---

整体趋势                      美国经济韧性&收紧，全球各国维持宽松的赌博

---

美国经济                      4月通胀数据使短期“鹰派”或持续

---

欧洲经济                      服务业支撑欧元区经济，但前景不容乐观

---

疫情跟踪                      美国单日新增感染大幅反弹

---

# 一、海外总览：美国经济韧性&收紧，全球各国维持宽松的赌博

- **美国4月PMI继续上扬，但细节指标并不健康。**4月美国Markit制造业PMI录得59.70（前值58.80），继续上扬，然而Markit商务服务指数出现下滑，4月录得54.7（前值58.0，2月56.5），同时4月费城联储制造业指数大降，与3月ISM PMI制造业新订单下滑对应。
- **各国在赌博美联储货币政策的持续性。**上周欧央行行长拉加德表示今年三季度结束购债，但会在结束购债后“一周或几个月后加息”，表现鸽派，在通胀爆表下才表态年底加息；日本央行行长黑田东彦22日表示，哪怕日元贬值，日本央行也要维持宽松货币政策，日本央行不至于对央行加大宽松力度表现得如此脆弱，使得日元继续调贬。但中、欧、日的举动，显示对于美国货币的预期。

制造业PMI	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04
全球	55.90	56.00	55.50	55.40	54.10	54.10	54.30	54.20	54.30	53.20	53.70	52.90	52.20
美国	60.50	62.10	62.10	63.40	61.10	60.70	58.40	58.30	57.70	55.50	57.30	58.80	59.20
欧元区	62.90	63.10	63.40	62.80	61.40	58.60	58.30	58.40	58.00	58.70	58.20	56.50	55.50
德国	66.20	64.40	65.10	65.90	62.60	58.40	57.80	57.40	57.40	59.80	58.40	56.90	54.60
法国	58.90	59.40	59.00	58.00	57.50	55.00	53.60	55.90	55.60	55.50	57.20	54.70	55.70
意大利	60.70	62.30	62.20	60.30	60.90	59.70	61.10	62.80	62.00	58.30	58.30	55.80	54.50
英国	60.90	65.60	63.90	60.40	60.30	57.10	57.80	58.10	57.90	57.30	58.00	55.20	55.80
澳大利亚	61.70	51.50	63.20	60.80	51.60	51.20	50.40	54.80	48.40	48.40	53.20	55.70	58.50
日本	53.60	53.00	52.40	53.00	52.70	51.50	53.20	54.50	54.30	55.40	52.70	54.10	53.50
中国	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40
印度	55.50	50.80	48.10	55.30	52.30	53.70	55.90	57.60	55.50	54.00	54.90	54.00	54.70
巴西	52.30	53.70	56.40	56.70	53.60	54.40	51.70	49.80	49.80	47.80	49.60	52.30	51.80
俄罗斯	50.40	51.90	49.20	47.50	46.50	49.80	51.60	51.70	51.60	51.80	48.60	44.10	48.20
南非	53.70	53.20	51.00	46.10	49.90	50.70	48.60	51.70	48.40	50.90	50.90	51.40	50.30
越南	54.70	53.10	44.10	45.10	40.20	40.20	52.10	52.20	52.50	53.70	54.30	51.70	51.70

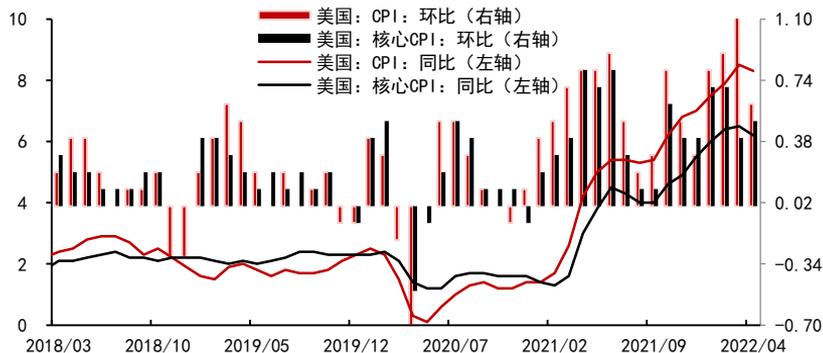
## 二、美国货币政策预测：4月通胀数据使短期“鹰派”或持续

- 5月议息会议公布美联储紧缩方式：（1）利率：上调联邦基金利率50bp至0.75%-1.00%，存款准备金利率由0.4%上调至0.9%，隔夜逆回购利率由0.3%上调至0.8%，将一级信贷利率由0.5%上调至1.0%；（2）缩表：6月1日开始，每月拟减持475亿美元资产，三个月后每月拟减持950亿美元资产。
- 4月通胀数据结构问题使短期通胀成为主要矛盾。尽管4月CPI出现拐点，但核心CPI环比相比3月缓和出现大幅上涨（0.6%,3月0.3%），涨幅一倍，使得紧缩预期重新加强。周四鲍威尔表态，**通胀当前成为最主要调控对象，考虑连续两次加息50bp，未考虑75bp，对于经济，表示“实现软着陆难度很大”，因为主要问题来自于供给端，并非需求端。**

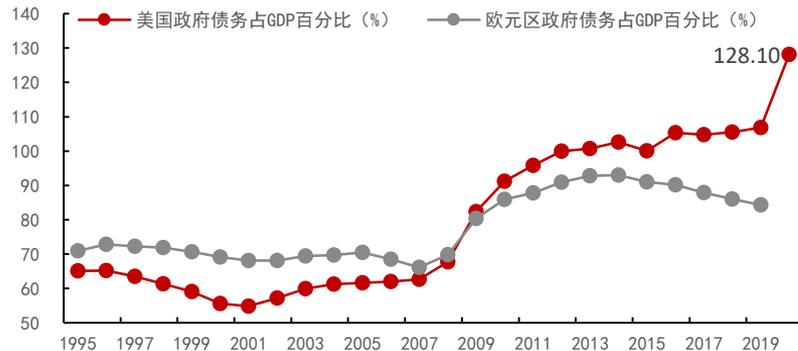
### 美国长短利率倒挂，显示经济衰退预期，限制货币政策



### 核心CPI从降返升，导致预期大幅变化



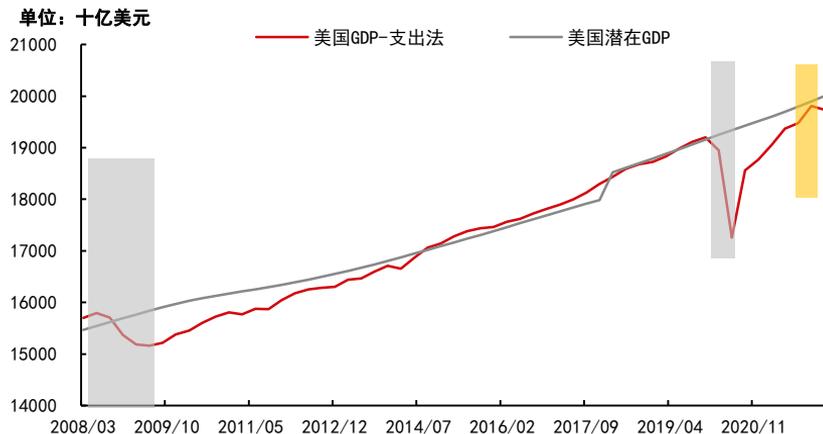
### 长期约束：美国政府债务占GDP比值过高



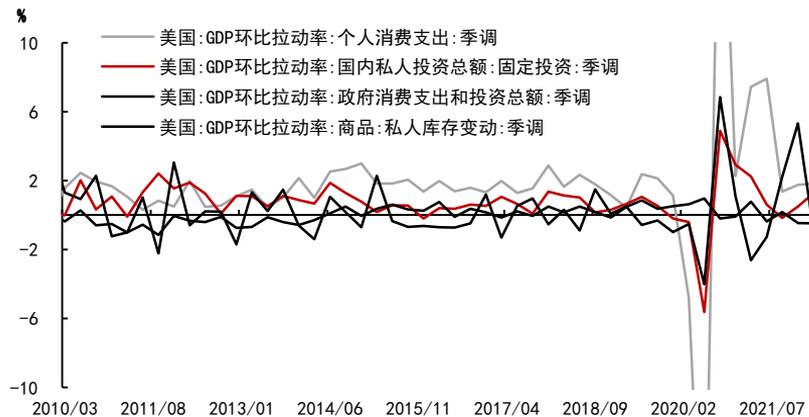
## 二、美国一季度GDP不及预期：关注消费回落 & 固定资产投资上升

- 2022年一季度美国实际GDP录得-1.4%（前值6.9%），这是2020年2季度以来唯一负增长的季度。其中外贸平衡恶化使增长减少了3.2%（前值-0.46%），四季度异常出彩的补库需求也拉低了0.8%的增长（前值5.32%），消费拉动并未大幅回落，录得1.27%（前值1.76%），体现了仅有的韧性。值得关注的是，美国私人投资本次拉动1.27%（前值0.17%）。我们后续将关注私人投资拉动的来源问题。
- 2022年2月23日，白宫发布一份拜登政府落实基建投资的事实清单，公布总额约1000亿美元的各类基建项目，涵盖交通、气候、能源、环境、高速宽带等。3月1日，拜登在国会发表首次国情咨文演讲时强调，将开始修复总长超过6.5万英里的公路和1500座年久失修的桥梁，约占全美“状况不佳”公路总长的38%和“存在结构性缺陷”桥梁的3%。

### 美国一季度GDP数据不及预期



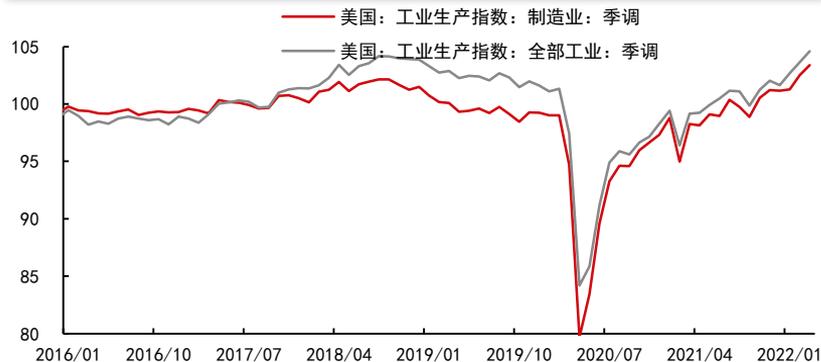
### 关注固定资产投资对美国经济的拉动 & 消费回落



## 二、美国经济：3月初性显示短期预期，4月前瞻指标继续下滑

- **3月同步指标工业生产指数和产能利用率公布，显示美国经济韧性，汽车端贡献突出，显示供给端改善。**3月份工业生产指数增长0.9%，制造业产出增长了0.9%，主要来自于汽车及其零部件增长7.8%（前值-4.6%），汽车制造产能利用率上升，综合显示芯片短缺问题短期得到缓解，有助于通胀回落。此外，美国钢铁产能利用率环比变化-2.46%（前值-3.06%），煤炭开采5.26%（0.98%），油气开采1.02%（-0.48%），显示当前需求回落以及供应端的投入改善预期。
- **前瞻经济指标下滑。**美国4月ISM PMI从3月份的57.1降至4月55.4。这是近一年半以来的最低水平，制造业新订单指标继续下滑至53.5，前值53.8。

### 美国3月工业生产指数显示经济韧性



### 美国ISM制造业新订单持续下滑



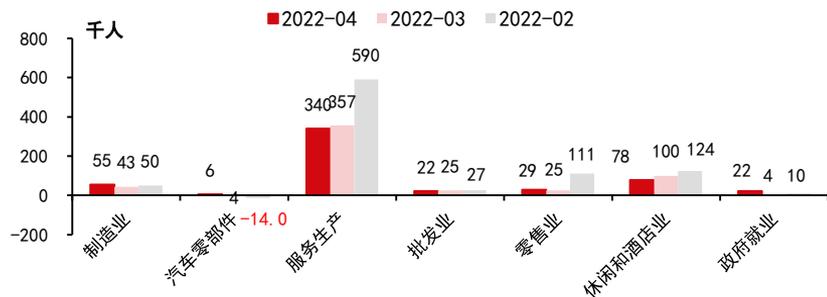
### 汽车产能利用率返升，家具及其相关下降



## 二、美国4月就业分析：劳动参与率下降，或与近期新冠反弹有关

- **疫情或限制了就业复苏。**4月美国非农季调后新增非农就业人口 42.8万人（前值 43.1万人、）；失业率 3.6%（前值 3.6%，预期3.5%）。新增就业的主要贡献项为服务生产、零售业、休闲和酒店业，贡献力度相比前两月下降。劳动参与率出现下降，3月录得61.6%（前值 62.4%），与疫情前63.3%相比差距扩大，这或与4月份美国新冠感染人数反弹有关，5月日均新增病例8.03万人，而3月已经下降至2.7万人左右。
- **时薪环比上升，平均每周工时边际回落，需求放缓。**生产端时薪环比上涨0.2%，出现反弹。而3月平均工时环比录得34.6小时（前值34.6）不变。

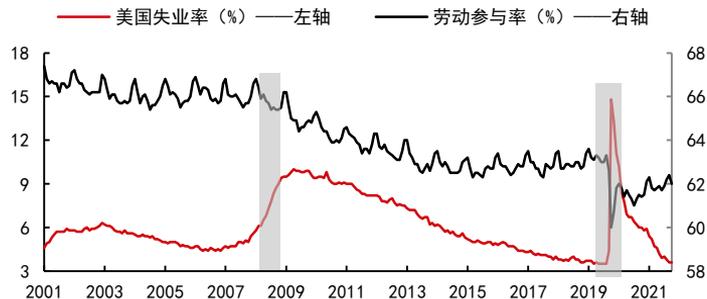
### 4月新增非农数据：休闲和生产服务继续边际回落



### 4月开始新冠感染人数大幅反弹，相比3月升1.5倍



### 4月劳动参与率下降，或与近期新冠疫情反弹有关



### 美国职位空缺率一致维持在高位



## 二、美国通胀：4月通胀拐点到来，但质量不及预期，不确定性上升

- 昨晚公布美国4月CPI数据，环比上涨0.3%，同比增长8.3%，低于3月份创下的8.5%，也略低于1982年1月创下的8.4%的历史最高水平，显示拐点。  
**但核心CPI上个月上涨了0.6%，是3月份涨幅的两倍，上涨幅度三个月来最高，使得本次拐点数据不及预期。**
- **租金预期上涨，供应链问题缓解。**自有房等效租金（体现租金预期）上涨了0.5%(前值-1.2%)，主要住宅的租金上涨了0.6%(前值0.4%)。二手车和卡车价格（体现供应链问题）下跌0.4%(同比上涨22.7%)，这是连续第三个月下跌，但新车价格上涨1.1%(同比上涨13.2%)。**数据显示，美国供应链问题确实缓解，但地产租金和积极财政政策等事项对核心通胀产生了新的冲击。**

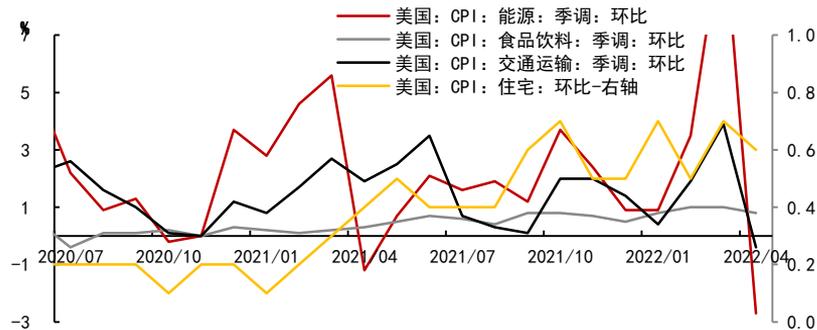
### 通胀预期：降至2.59%，但或和美联储减持相关



### 业主等价租金反映租金预期上升，二手车价格继续为负



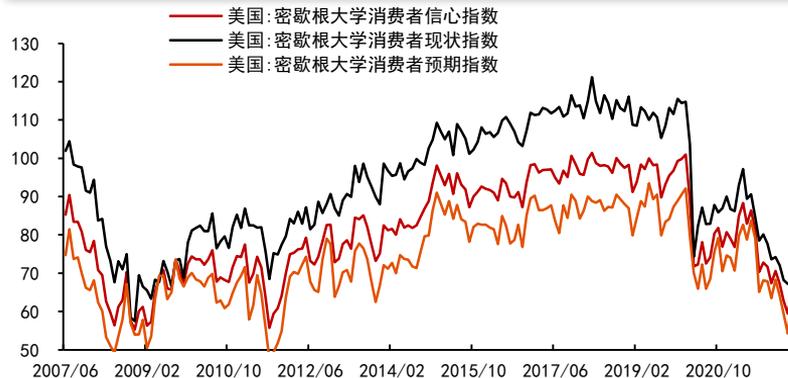
### 能源、交通运输出现缓解



## 二、消费周期：3月美国零售和食品销售增速下滑

- **美国3月零售和食品服务销售月率涨势趋缓。**美国3月零售和食品服务销售月率同比录得6.97%（前值17.66%），环比0.5%（前值0.79%），相比上月开始回落。上月强势的商品零售部分涨势不再，其中机动车及其零部件（0.83%，前值6.87%），汽车及其他机动车辆（0.93%，前值7.34%）。家具及装饰（-0.97%，前值7.46%），电子和家用电器（-0.59%，前值2.06%）。
- **消费前瞻性指标呈下降趋势。**消费者信心3月录得61.7（前值61.2），呈趋势性下降走势，通常其领先实际消费1个季度。
- **美国居民储蓄率回归到2019年前低位。**2022年三月为6.2%，2019年12月为7.3%。

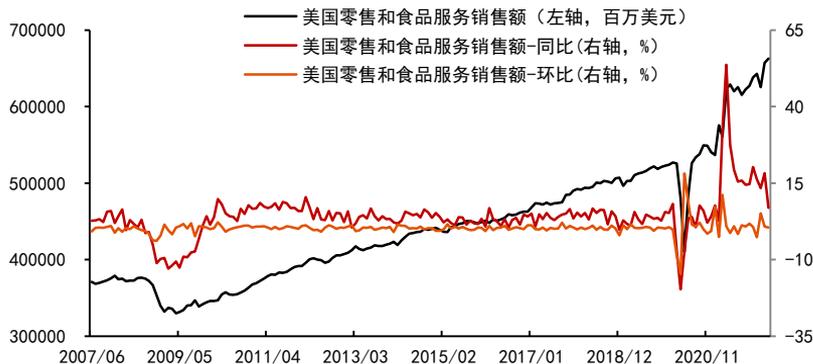
### 消费者信心指数呈大幅下滑趋势，强烈抑制经济信号



### 美国居民储蓄率回归到2019年前低位



### 3月美国零售和食品销售同比和环比增速下滑



## 二、美国地产周期：3月成屋、新屋销售均下滑、领先消费

- 本周公布美国新屋销售数据，录得76.3万套（前值77.2万套），与房屋待售数据背离，预期将对美国经济复苏形成压力。
- 美国3月成屋销售同比继续下降，抑制未来商品需求和美国经济。美国3月成屋销售同比录得-27%（前值-15%），环比-2.70%（前值-6.73%）。通常其领先房地产价格和房屋新开工，同时领先美国消费需求。当前新屋开工较好，或来自成屋库存偏低，2月为86万套，低于19年同期167万套。
- 美国房贷利率持续上升，粗钢产量同比下降，预期房地产对美国经济拉动趋降，将抑制通胀。

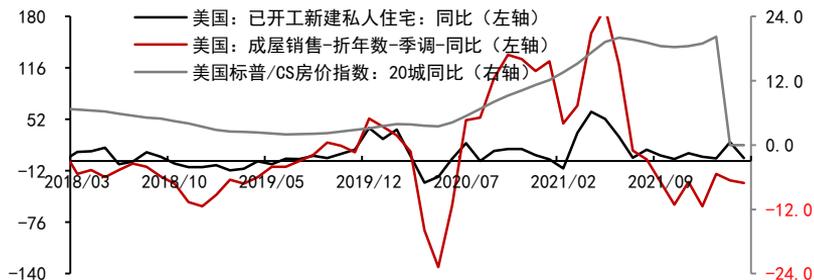
### 美国成屋销售领先消费支出，3月成屋销售回落



### 新建住房销售、待售背离，显示见顶预期



### 美国房屋建设维持韧性，支撑了当前的景气度



### 高频指标：房贷利率大幅上升，粗钢产量同比跌入负值



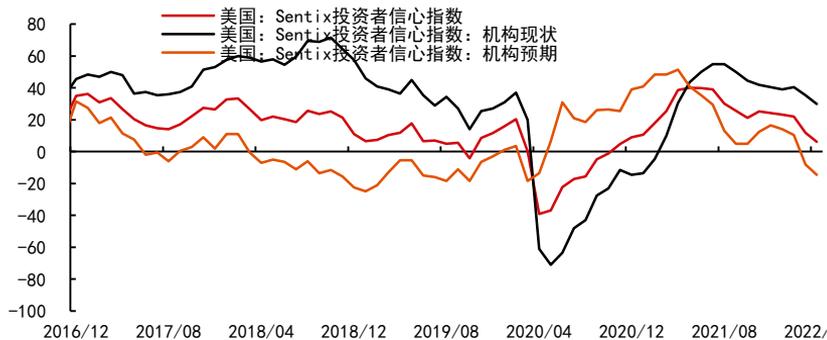
## 二、制造业和库存周期：费城领先指标回落，预计半年后衰退

- 美国3月产能利用率上升，制造业库销比仍然处于低位。美国1月制造商库存销售比录得1.45%（前值1.46%），仍处于低位，与四季度美国GDP依靠补库周期拉动对应。产能利用率方面，3月录得78.24（前值77.49），继续上升，体现当前需求仍然较好。
- 但从前瞻性指标看，未来需求见顶预期在加强。4月Sentix投资者信心指数继续大幅下滑，录得6.1（前值11.90），为2020年11月以来最低点。4月费城联储制造业指数17.80（前值25.80）。费城联储调查6个月后的商业活动预期，对未来活动的预期指数跌至8.2（前值22.7），为2008年12月经济衰退以来的最低水平。4月份的下降是由预期疲软的新订单、交货时间和就业导致的。预期支付价格从3月份接近纪录的水平略有下降。体现未来美国经济见顶预期不断加强。

### 美国3月产能利用率维持高位



### 4月Sentix投资者信心指数下滑



### 4月费城联储制造业指数继续下滑



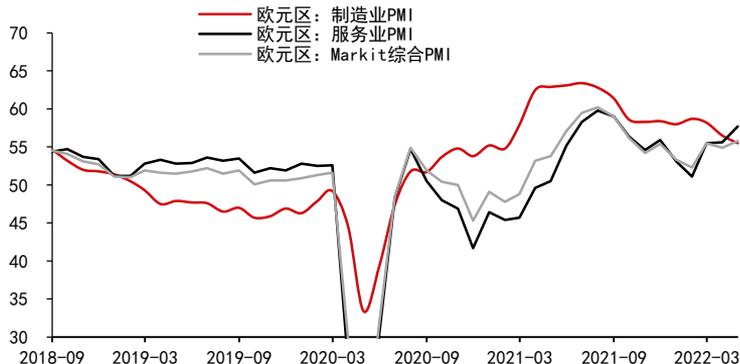
### 三、欧洲经济：服务业支撑欧元区经济，但前景不容乐观

- 4月，欧元区制造业PMI初值55.3，（前值56.5），创下15个月来的低点；但在整个经济中比重更高的服务业PMI录得57.7，创出8个月的新高，从而使综合PMI 54.9，实现复苏，**动力主要来自旅游和娱乐等领域的支出出现创纪录的激增。**
- 但4月欧元区投资者信心指数继续大幅下降，录得-18（前值-7），同时经济景气指数大幅下降至-43（前值-38.7），显示未来不容乐观。
- 货币方面，欧央行维持3季度停止债券购买和四季度加息的观点。

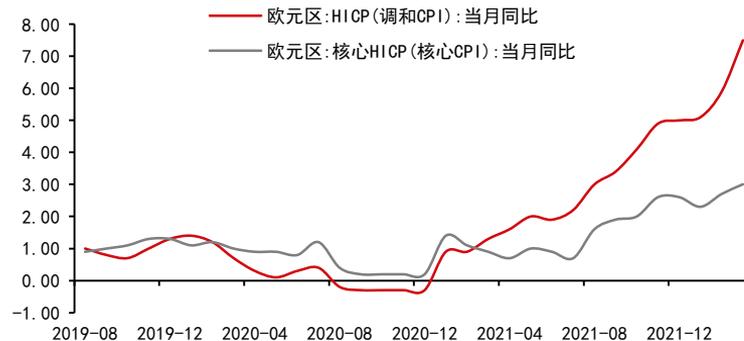
#### 4月欧元区经济景气指数大幅下降至-43



#### 4月服务业支撑欧元区经济



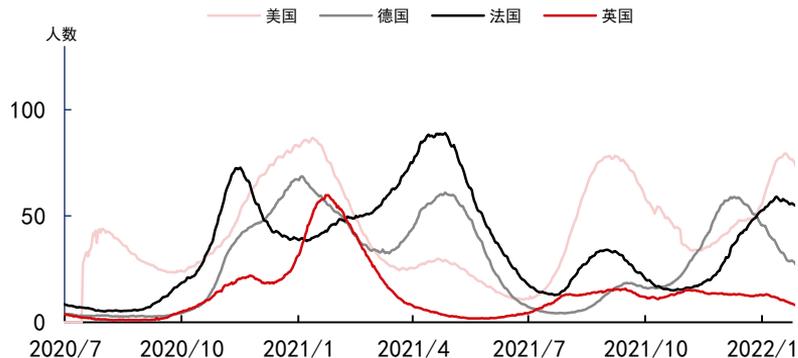
#### 3月欧元区通胀上升到达7.5%，市场压力加大



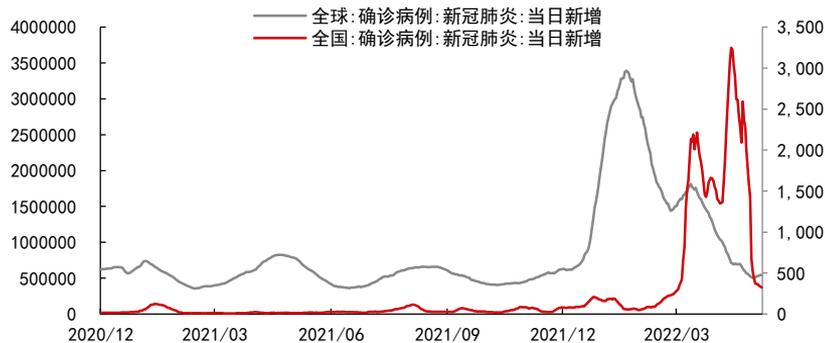
# 四、疫情跟踪：全球疫情影响持续下降，国内无症状感染者上升

- **Omicron**逐步得到控制，欧美受到影响越来越小。国内疫情持续在得到有效控制范围内；美国新增大幅下降，欧元区逐渐走向群体免疫。对经济的影响则是，美国或因此对货币收紧政策持续慎重。
- 国内疫情从高位回落。至5月15日，国内7日平均新增感染人数下降至324人，5月7日为329人，**体现出近期疫情情况出现了缓和。**

## 全球部分国家每百万人新冠重症ICU人数近期下降



## 全球及全国当日新增病例



## 全球新冠死亡七日平均新增近期回落

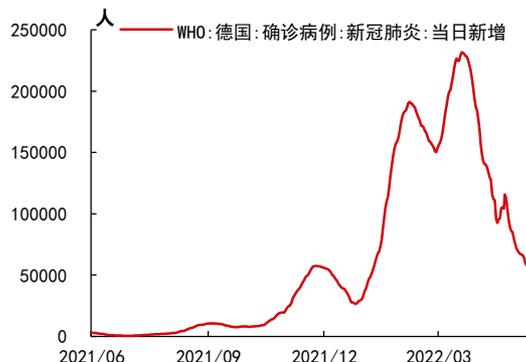


# 四、疫情跟踪：美国大幅度反弹

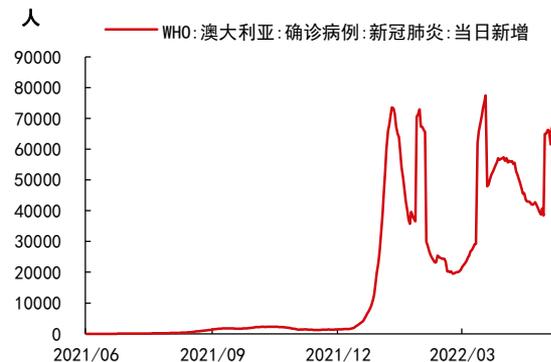
## 美国新增病例4月反弹



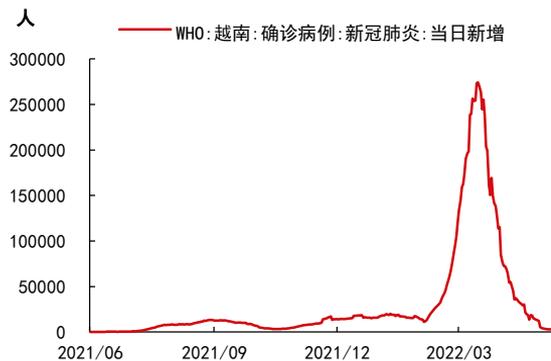
## 德国新增病例大幅下降



## 澳大利亚日新增病例大幅下降



## 越南新增病例明显回落



## 英国新增病例明显回落



## 南非新增病例继续回落



注：均为7日平均数据

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 第二部分 大宗商品国内宏观需求分析

社融 疫情影响融资，四月已是底部

---

财政 财政积极有为，对冲经济下行

---

基建 高增预期兑现，仍将继续发力

---

房地产 现状仍较疲软，政策持续发力

---

制造业 鼓励产业升级，内生动能较强

---

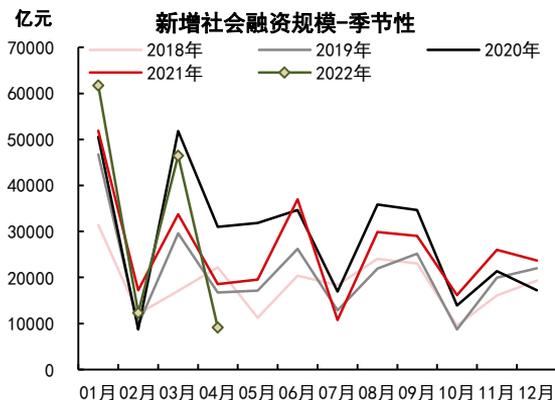
出口 四月大幅回落，份额有所减少

---

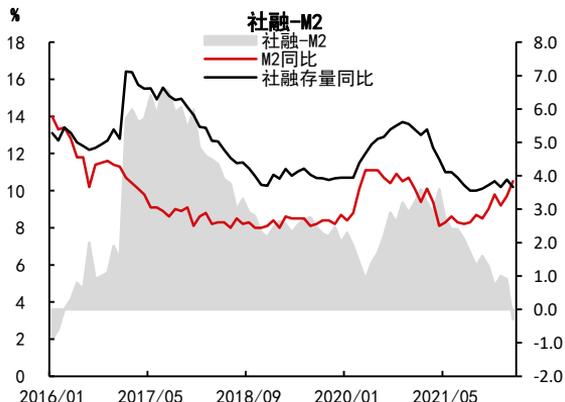
## 二、社融（总量）：疫情影响融资，但4月已是底部

- 4月新增社融9102亿元，同比少增9468亿元；社融同比增速10.20%，较上月下行0.4个百分点，大幅低于市场预期。
  - 4月份当月人民币贷款增长明显放缓，同比少增较多，反映出近期疫情对实体经济的影响进一步显现，叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素，企业尤其是中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。
- 4月M2同比增速10.50%，较上月上升0.8个百分点；M1同比增速5.1%，较上月回升0.4个百分点。
  - 货币供应量与社融信贷数据呈现明显分化。在疫情冲击下，财政资金加速落地，但资金落地后，居民消费和企业投资受阻。
  - 人民银行结存利润上缴进度靠前发力，2022年以来已上缴8000亿元，全年上缴利润将超1.1万亿元，直接增强财政可用财力。4月份财政性存款增加410亿元，同比少增5367亿元，体现了货币政策和财政政策协调联动，支持助企纾困、稳就业保民生，共同发力稳定宏观经济大盘。

### 4月新增社融大幅低于市场预期



### 社融-M2仍在走弱，融资需求低迷



### 社融存量同比与钢材价格



## 二、社融（结构）：住房贷款再次转负，票据冲量特征延续

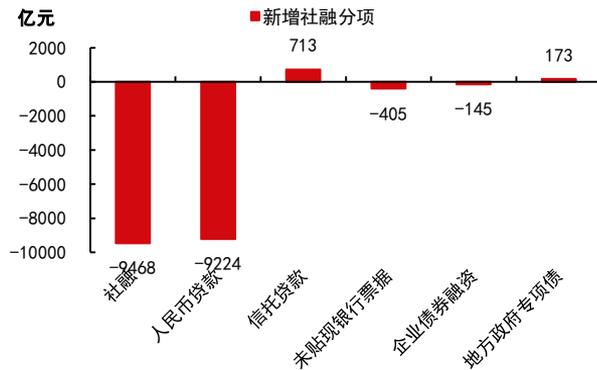
■ 本月央行没有公布居民短贷和中长贷的数据，但是公布了消费贷和住房贷的规模。住户贷款减少2170亿元，同比少增7453亿元。

➢ 住房贷款减少605亿元，同比少增4022亿元。在疫情冲击下，尽管地产政策持续放松，但地产销售仍未起色。

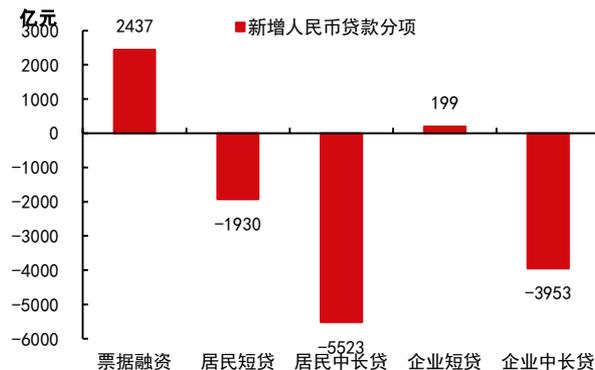
➢ 不含住房贷款的消费贷款减少1044亿元，同比少增1861亿元；经营贷款减少521亿元，同比少增1569亿元。指向消费仍然疲软。

■ 企业中长贷走弱，票据延续冲量。实体投资意愿弱，有效需求不足。

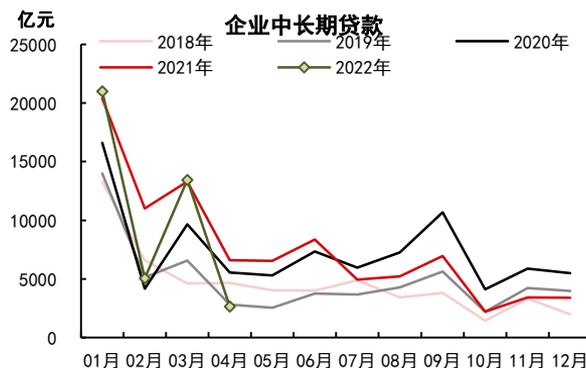
### 4月新增社融分项同比增减



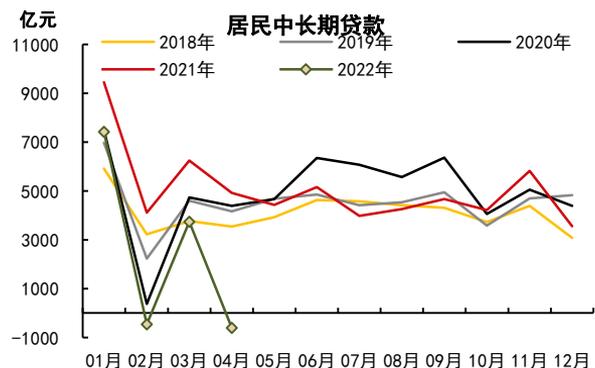
### 4月新增人民币贷款分项同比增减



### 企业中长期贷款明显改善



### 住房贷款再次转负

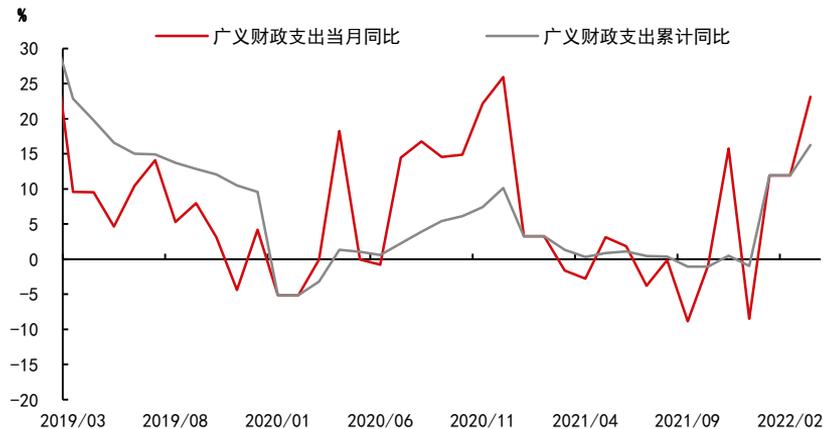


注：由于本月央行没有公布居民短贷和中长贷的数据，但是公布了消费贷和住房贷的规模，因此图中4月居民中长贷用住房贷款代替。

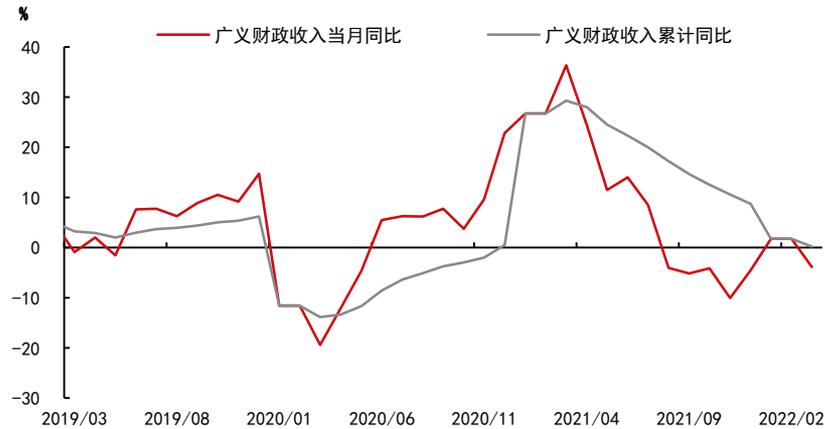
## 二、财政：支出继续加快，收入延续低迷

- **广义财政支出继续加快**：3月，广义财政支出同比增长23.1%、高于1-2月的11.9%，其中，一般财政支出同比增长10.4%、高于1-2月的7%；政府性基金支出同比增长69.1%、高于1-2月的27.9%。
- **广义财政收入延续低迷**：3月，广义财政收入同比下降3.8%，而1-2月同比增长1.8%，其中，政府性基金拖累显著，当月同比降幅继续在20%以上，一般财政收入同比增长3.4%、亦低于1-2月的10.5%。

### 广义财政支出情况



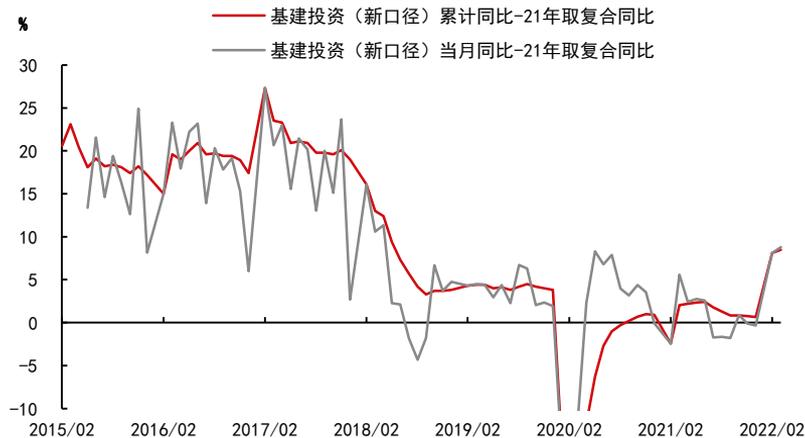
### 广义财政收入情况



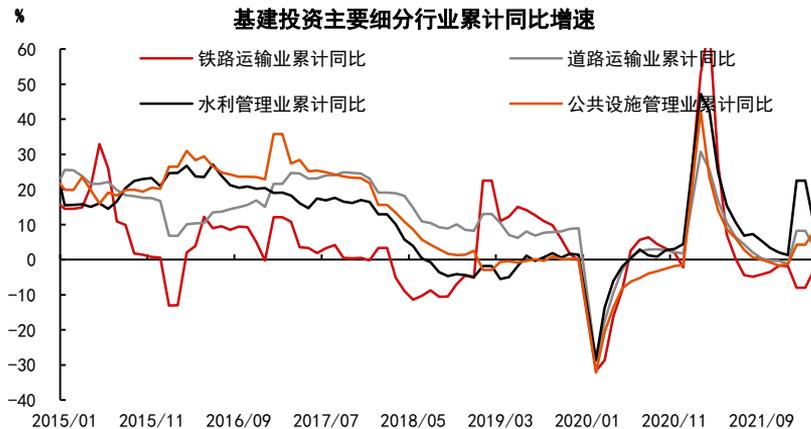
## 二、基建：高增预期兑现，仍将继续发力

- **1-3月基建投资预期兑现**：1-3月同比增速为8.5%，含电力的基建增速为10.5%，兑现高增预期。
- **稳增长政策的明确诉求、充裕的财政资金、提前筹划的项目规划是基建发力的三个核心原因**。今年财政预算大幅增加，财政力度超出市场预期，其中一般公共预算支出同比为8.4%，政府性基金预算支出同比为22.3%，财政资金充裕。
- **基建总量上高增长，而结构上略有分化**。电力、热力的生产和供应业增长**20.8%**，水利管理业投资增长10%，公共设施管理业投资增长8.1%，道路运输业投资增长3.6%，而铁路运输业投资则下降2.9%。对于基建的结构性机会主要关注“**加快推进重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施建设，有序推进老旧小区改造，加快城市管网更新改造、防洪排涝等设施建设。**”
- **4月26日中央财经委会议和4月29日中央政治局会议均强调“全面加强基础设施建设”，基建发力确定性强。**

### 1-3月基建投资同比8.5%，预期兑现



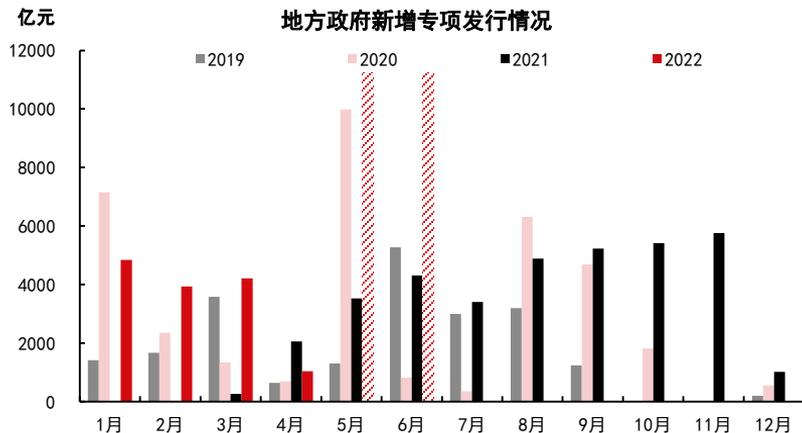
### 基建投资结构上有分化



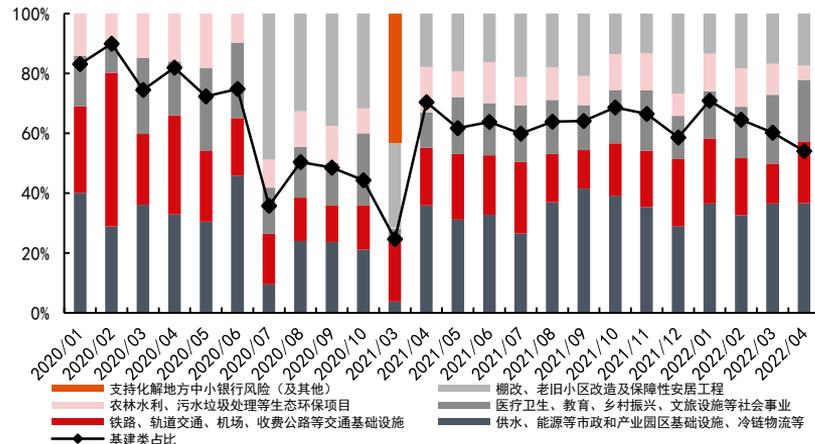
## 二、基建：专项债资金发行与投向跟踪

- 去年12月财政部提前下达地方2022年新增专项债券额度1.46万亿元，3月30日又向各地下达了剩余的新增专项债券限额。
- 财联社5月6日电，记者从多位地方财政系统人士处了解到，五一假期期间监管部门紧急通知地方，要求地方进一步加快专项债发行节奏，2022年新增专项债券须于6月底前基本发完。5、6月份新增专项债月均发行规模将超过1万亿。
- 截止5月14日，本月专项债已经发行2230.87亿元。
- 1-4月专项债用投向基建的比例约为65%，其中1月为71%，2月为65%，3月为60%，4月为54%。

### 5、6月专项债发行将大幅放量



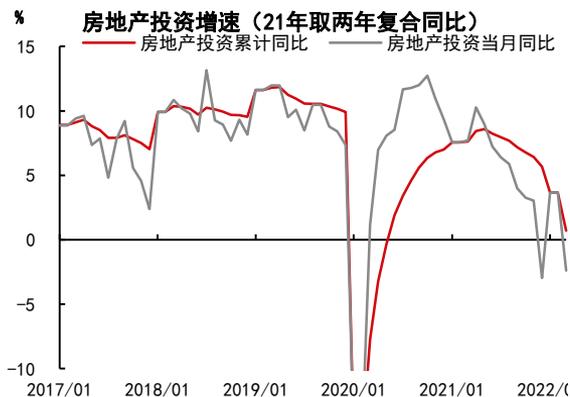
### 专项债资金投向情况



## 二、房地产：现状仍较疲软，政策持续发力

- **3月地产投资同比转负，楼市压力仍大。**一季度地产投资同比增长0.7%，其中3月当月同比转负至-2.4%。
- 一季度房地产开发企业到位资金同比下降19.6%，降幅较1-2月的-17.7%再度扩大，与地产投资延续较大分化，房企预售资金解冻以及房企加快资金下发与使用，使得地产投资表现相对较强。
- **4月29日中央政治局会议提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”**，可以看出政策供需两端开始齐发力，需求端因城施策仍将不断推进，供给端有望提出直接改善企业资金环境的举措，政策进入加速期，关注地产的边际修复。

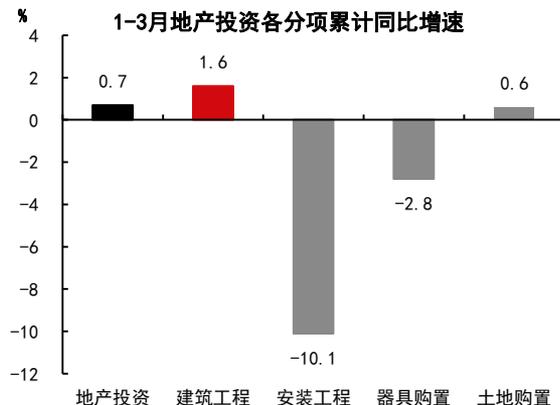
### 3月房地产投资同比转负



### 房地产开发投资完成额与到位资金



### 地产投资各细项累计同比增速



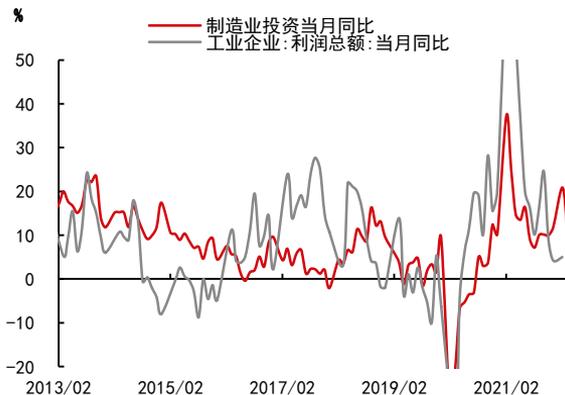
## 二、制造业：鼓励产业升级，内生动能较强

- 1-3月制造业投资同比增长15.6%（前值20.9%），三年平均同比增长为3.9%（前值4.4%）。3月国内制造业仍保持着较强的内生动能，核心驱动在于政策的加持，国内制造业产业持续升级，高技术产业强力支持本轮制造业投资增长，并且货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑。
- 1-3月全国规模以上工业企业利润同比增长8.5%，增速较1-2月回升2个百分点，减税降费、助企纾困多措并举，工业企业利润保持平稳增长，但由于外部输入性通胀压力加大，新冠肺炎疫情多点散发，给工业经济平稳发展带来诸多挑战，企业生产经营困难增多。
- 从库存周期的角度来看，1-2月工业企业营业收入与产成品库存均回落，初步呈现主动去库迹象，3月库存水平的逆势反弹主要源自疫情的短期冲击，企业主动去库存阶段仍在延续。

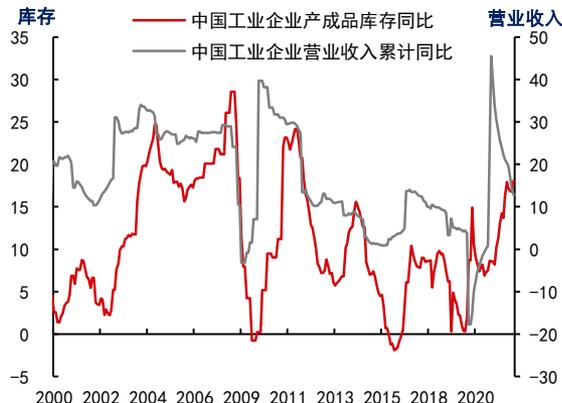
### 1-3月制造业投资三年平均同比回落



### 1-3月工业企业利润增速有所回升



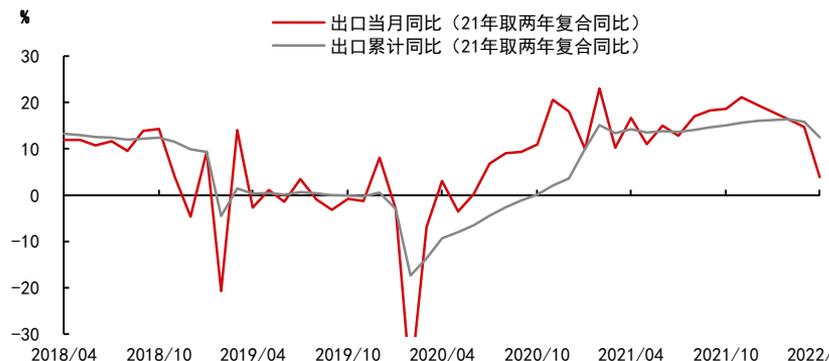
### 工业企业初步显示主动去库



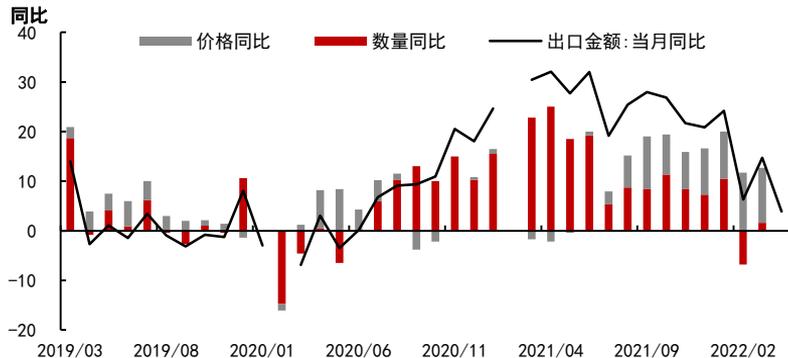
## 二、出口：4月大幅回落，份额有所减少

- 1-4月我国出口累计增长12.5%，4月当月增3.9%。
- 4月出口的大幅走弱主要缘于上海疫情导致的供应链效率降低，出口份额或有减少，邻国越南4月出口同比增长30.42%。
- 4月当月机电产品出口同比-0.12%，高新技术产品同比-5%。

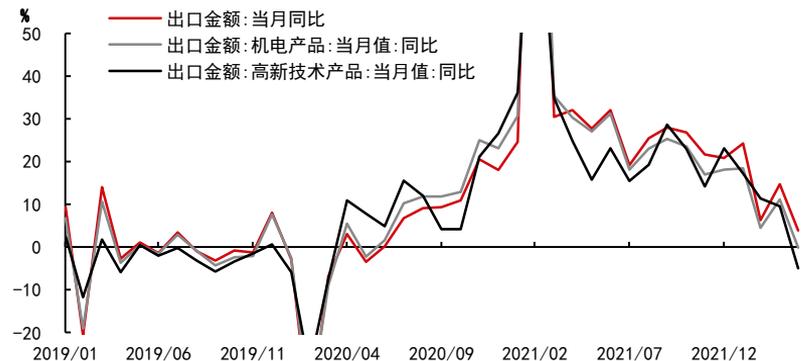
### 中国出口（美元计）同比增速



### 出口高增主要是价格因素主导



### 机电产品与高技术产品出口受阻



## 第三部分 大宗商品国内中观景气跟踪

---

地产基本面跟踪      疫情影响预期，地产现实承压

---

建筑业需求跟踪      疫情约束施工，需求不断后置

---

制造业需求跟踪      **PMI**大幅走弱，经济底部已现

---

中观需求总结      疫情影响持续，需求不断后置

---

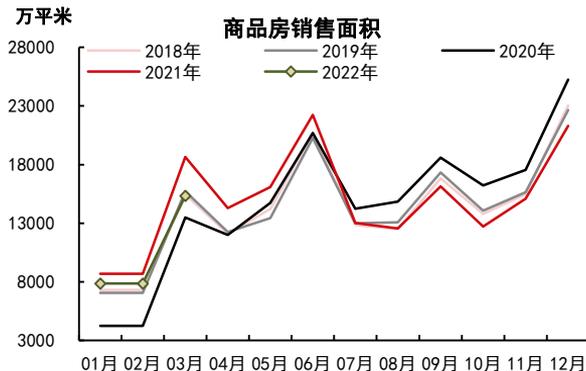
### 三、建筑业需求（地产数据）——销售：疫情影响，雪上加霜

■ 3月受全国多地疫情影响，居民线下购房活动受到约束，商品房销售雪上加霜。

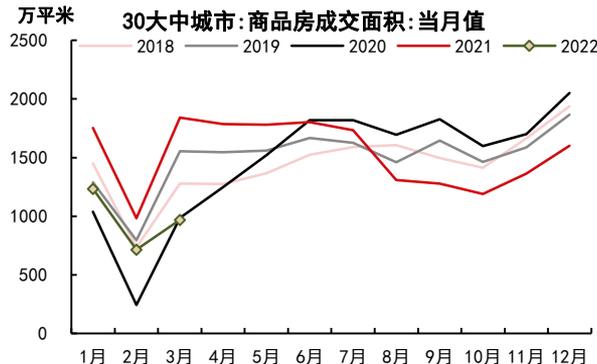
■ 房贷利率可以较好的表征政策趋松的强度，利率下降一般领先地产销售回升3-6个月左右，根据贝壳研究院数据，个人住房贷款平均利率从去年9月至今年4月，已经连续7个月下降，房贷利率已经创近四年以来的新低。

■ 当前地产景气度尚未进入“良性循环”的状态，多地“因城施策”频频放松，需求端政策有利于加速市场底部的显现。

#### 1-3月商品房销售面积同比-13.8%



#### 3月份30城商品房销售面积同比-47%



#### 同步指标：居民中长期信贷



#### 领先指标：房贷利率

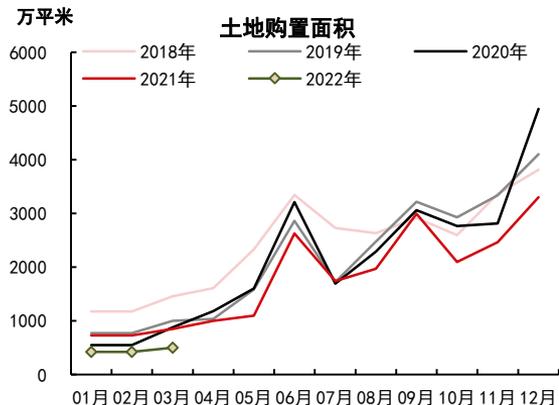


### 三、建筑业需求（地产数据）——土地：整体延续弱势运行

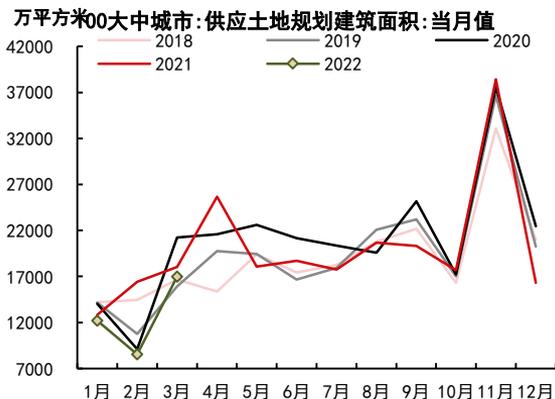
#### ■ 土地市场整体依旧保持弱势：

- 土地购置面积：呈现大幅走弱，绝对值处于极低水平，1-3月同比增速-41.5%（前值-42.3%），3月当月同比-41%。
- 100大中城市供应土地规划建筑面积：1-3月同比-20.1%（前值-29%），3月当月同比-5.72%（前值-47.9%）
- 100大中城市成交土地规划建筑面积：1-3月同比-34.3%（前值-28.5%），3月当月同比-42.5%（前值-27.7%）

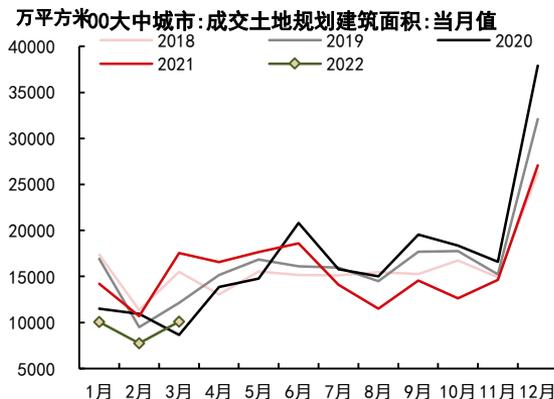
#### 土地购置面积同比-42.3%，大幅走弱



#### 100大中城市供应土地规划建筑面积



#### 100大中城市成交土地规划建筑面积



### 三、建筑业需求（地产数据）——开工：继续走弱

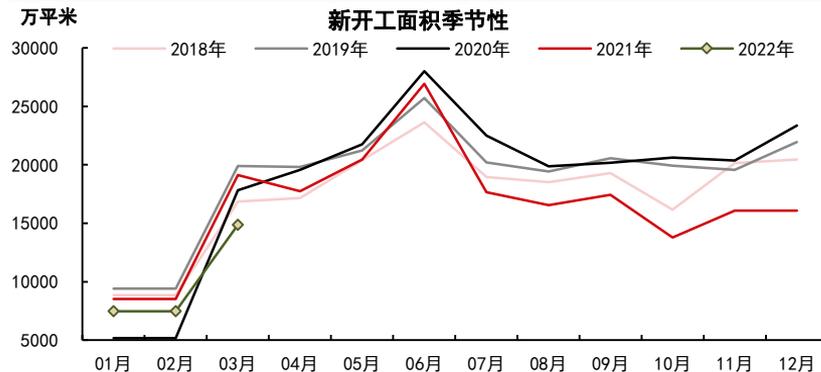
#### ■ 3房屋新开工面积的同比降幅继续走弱：

- 3月新开工当月同比-22.2%；
- 1-3月新开工累计同比-17.5%（前值-12.5%）。

#### ■ 挖机销量与新开工面积基本同步，3月疫情影响，挖机销量同比大幅走弱，新开工压力仍大。

#### ■ 百城土地成交面积预示着新开工面积仍在下行。

#### 3月房屋新开工面积同比降幅继续走弱



#### 同步指标：挖掘机销量



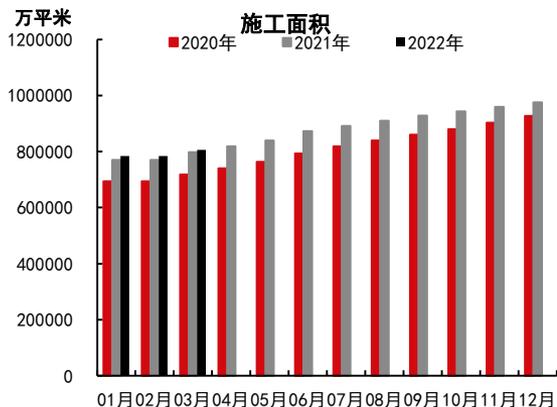
#### 领先指标：百城土地成交面积



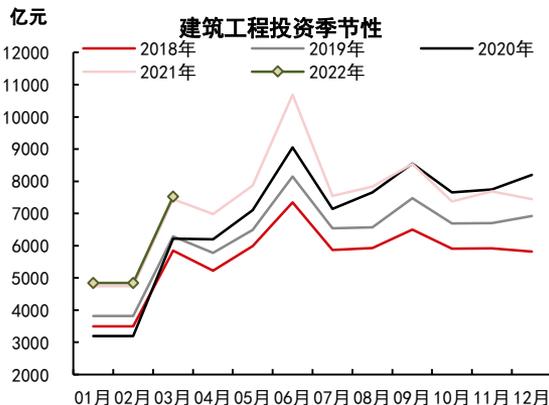
### 三、建筑业需求（地产数据）——施工：在建项目支撑投资

- 房屋施工面积仍然录得正增长：1-3月施工面积80.6亿平方米，同比1%（前值1.8%）。
- 建筑工程投资同比重新转正：去年9月以来建安投资同比开始持续转负（12月同比降幅甚至达到-9.6%），今年以来，在“保交付”的要求下，建安投资韧性较强，1-3月累计同比增长0.9%（前值1.1%），3月当月同比0.5%。
- 去年底以来，各地区坚持“保交付、保民生、保稳定”，积极推动前期停建缓建的房地产项目复工复产，推进在建项目的建设。一季度，施工期在一年以上的房地产项目，投资增长速度超过10%。随着房地产项目施工建设推进，一季度，房地产开发投资当中建筑安装工程投资同比增长0.9%，拉动房地产投资增长超过0.5个百分点。

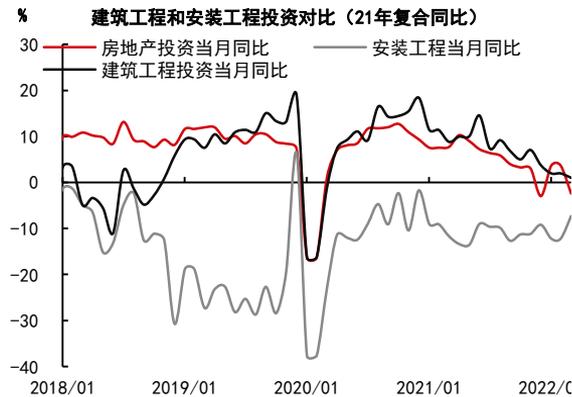
#### 存量施工面积同比1%，小幅增长



#### 建筑工程投资-季节性



#### 建安投资拉动地产投资



### 三、建筑业需求（地产数据）——竣工：竣工周期步入尾声

- 1-3月竣工面积同比-11.5%（前值-9.8%），去年全年同比11.2%。3月当月同比-15.5%。
- 往后看，根据新开工对竣工的领先作用，竣工周期开始步入尾声。

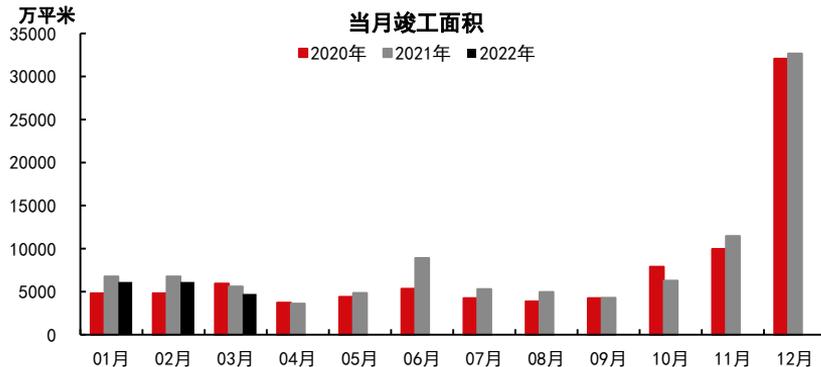
#### 领先指标：新开工领先竣工



#### 1-3月竣工面积同比-11.5%

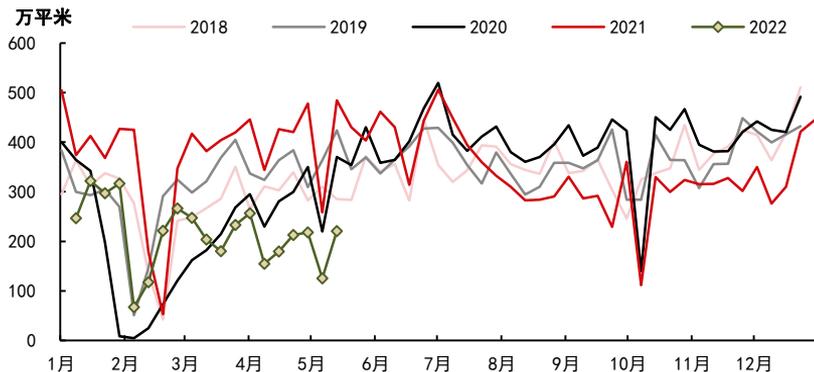


#### 竣工面积-季节性

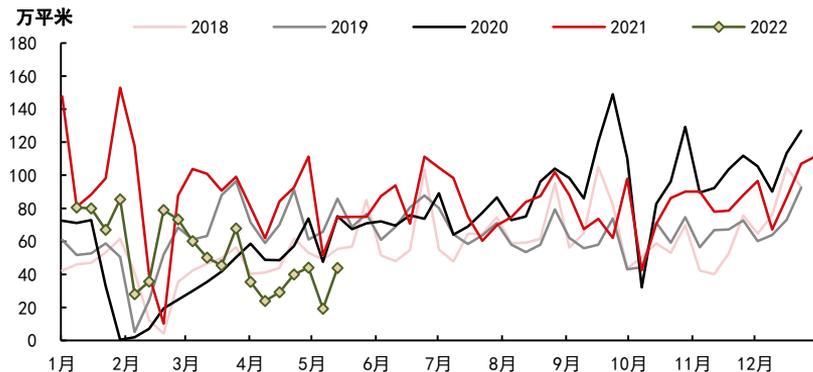


# 三、建筑业需求——地产高频数据：30大中城商品房成交面积

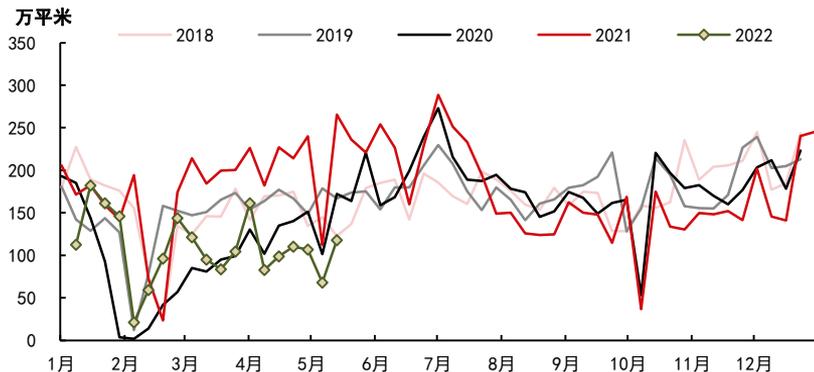
## 30大中城商品房成交面积



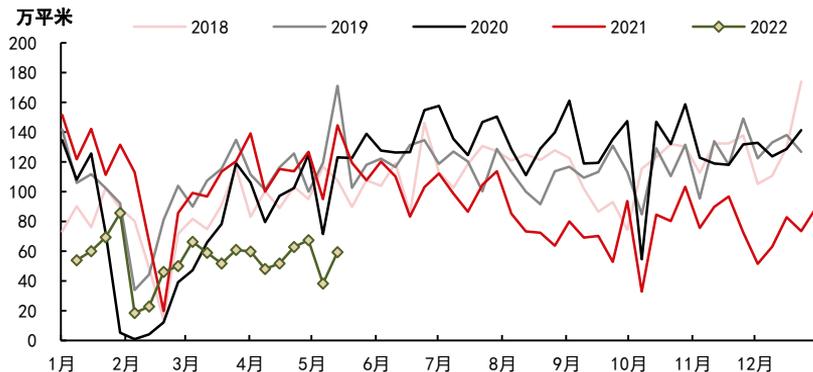
## 30大中城：一线城市商品房成交面积



## 30大中城：二线城市商品房成交面积

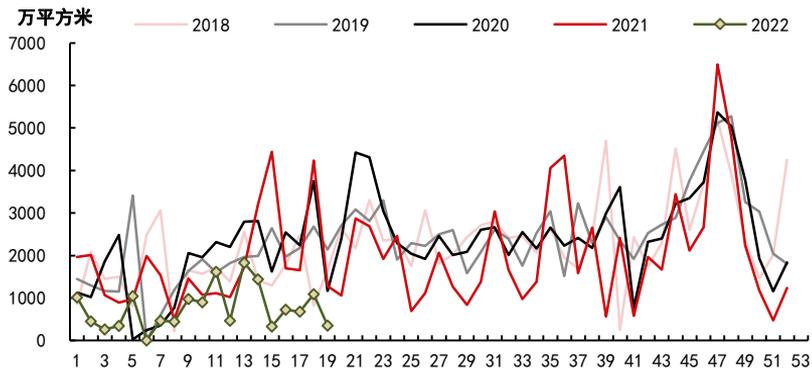


## 30大中城：三线城市商品房成交面积

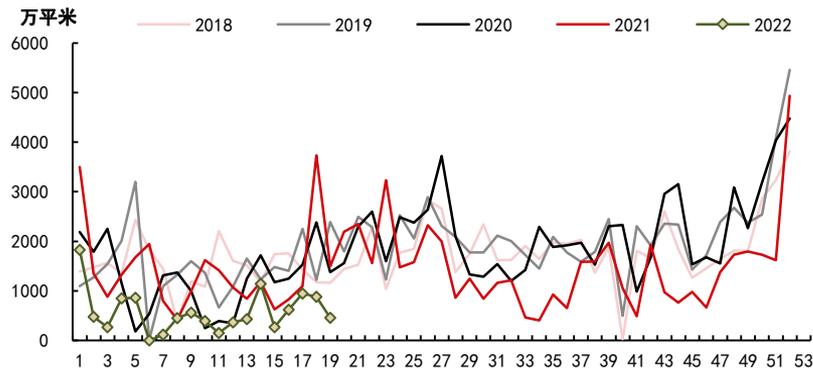


### 三、建筑业需求——地产高频数据：100大中城市土地相关数据

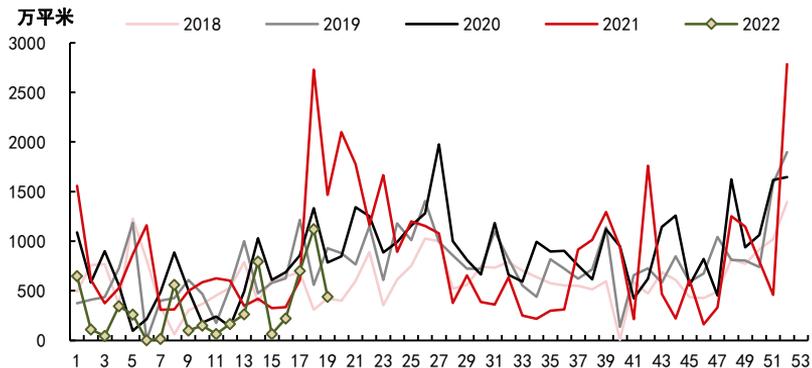
#### 100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



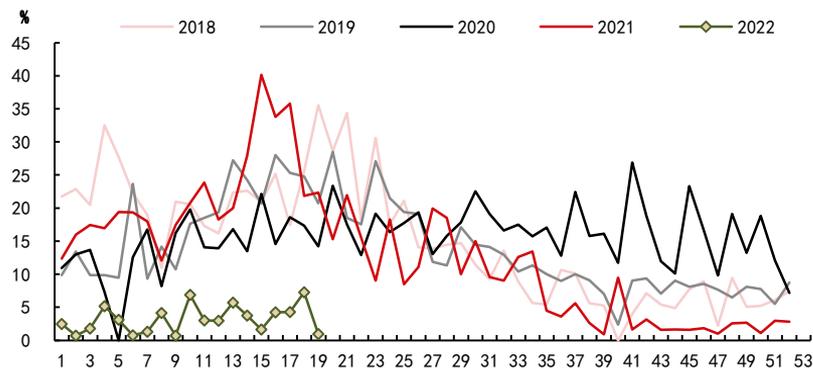
#### 100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



#### 100大中城市:成交土地总价:住宅类用地



#### 100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地

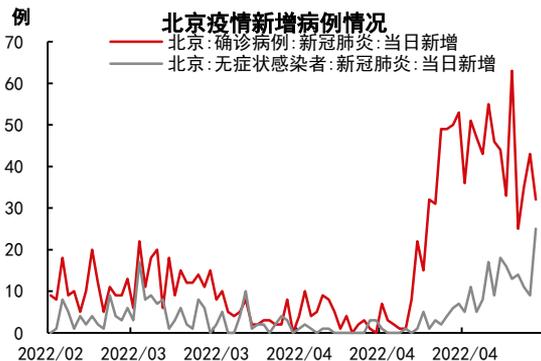


# 国内疫情跟踪——主要疫情发生省份

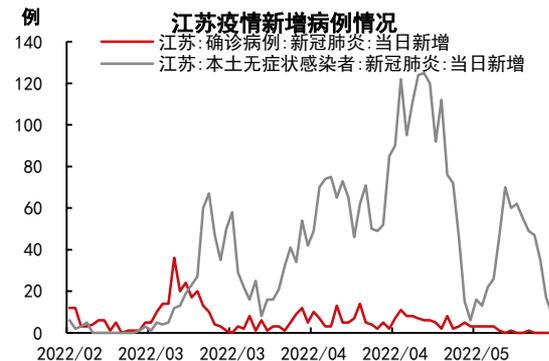
## 上海新增病例



## 北京新增病例



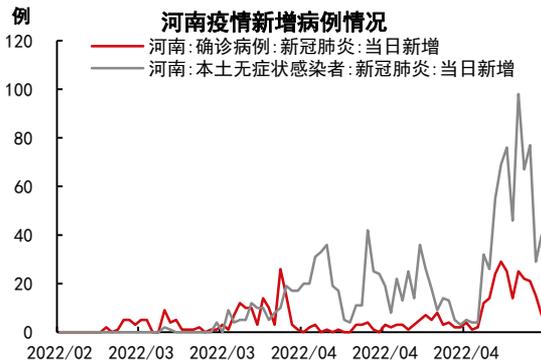
## 江苏新增病例



## 广东新增病例



## 河南新增病例



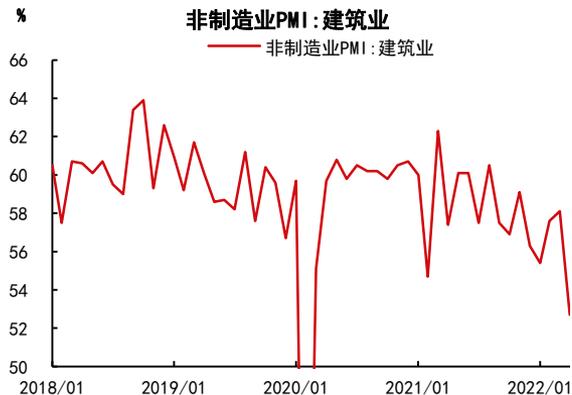
## 四川新增病例



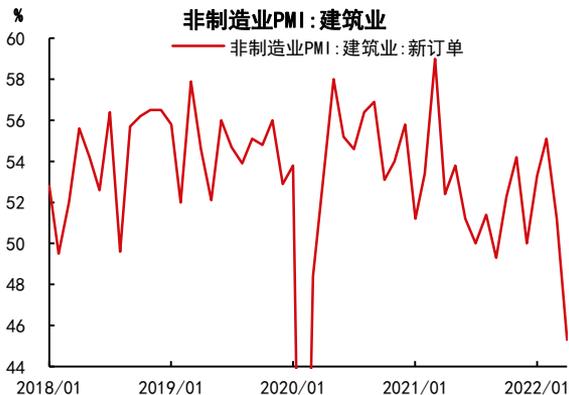
### 三、建筑业需求——建筑业PMI：4月疫情冲击显著

- 4月建筑业商务活动指数为**52.7%**，低于上月**5.4**个百分点，疫情对工地施工的影响较大，新订单和业务活动预期指数均大幅下滑。
- **基建发力托底建筑业需求**。土木工程建筑业商务活动指数为**61.0%**，连续两个月位于高位景气区间，且新订单指数为**52.3%**，延续扩张走势，表明随着部分重大基础设施建设适度超前，土木工程建筑业保持较快施工进度，对经济社会恢复发展起到一定支撑作用。

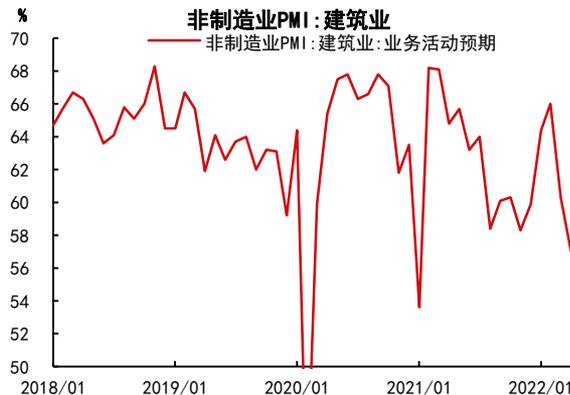
#### 建筑业PMI回落



#### 建筑业新订单指数大幅回落



#### 建筑业业务活动预期指数大幅回落



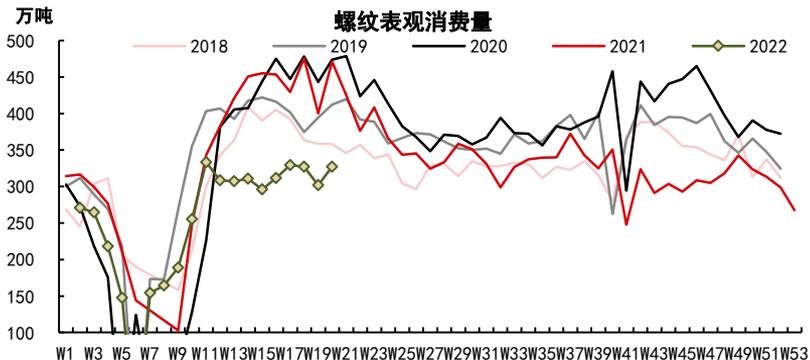
### 三、建筑业需求（施工）——螺纹：需求回归较慢

- 螺纹下游需求：地产60-70%，基建30%-40%。
- 3月以来受全国多地疫情影响，螺纹表需和建材成交均逆季节性回落，螺纹表需的同比降幅均在30%以上，疫情对需求的冲击明显。
- 进入到5月，螺纹现实需求尚未明显回暖，地产销售的弱势叠加“动态清零”的严格管控，施工需求被抑制，目前需求回归的节奏仍偏慢。

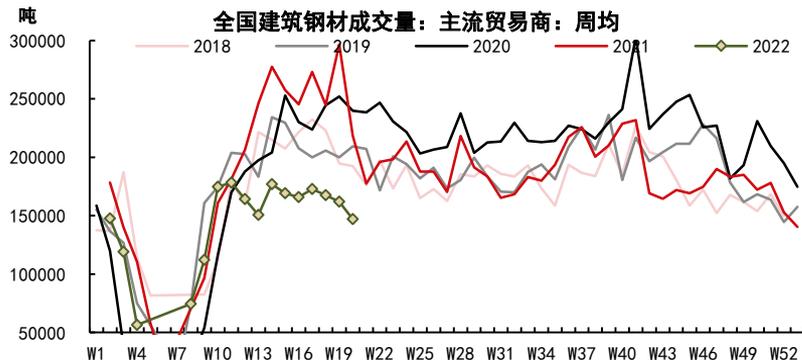
#### 螺纹表观消费量与混凝土产量



#### 螺纹表观消费回升较慢



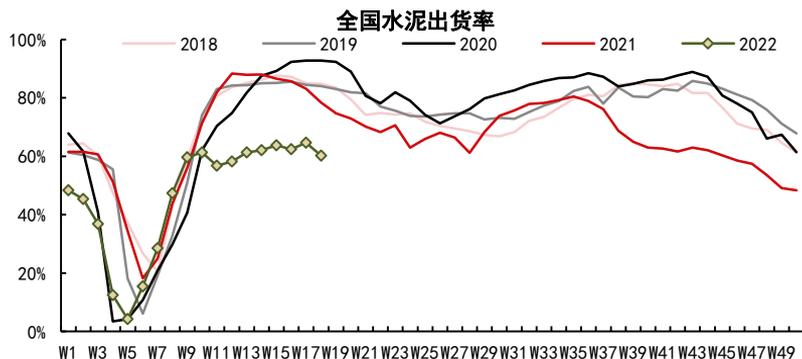
#### 建材成交量持续偏弱



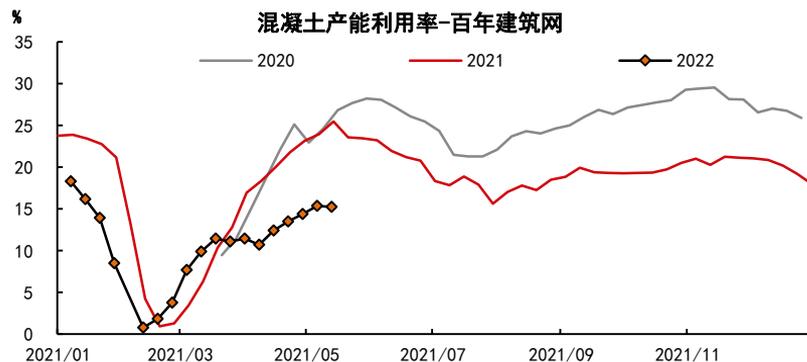
### 三、建筑业需求（施工）——水泥：出货率缓慢回升

- 水泥下游需求：基建、房地产以及农村建设，各占1/3。  
1-3月水泥产量同比为-12.1%，粗钢产量同比为-10.5%。
- 5月上旬，受持续疫情防控，以及部分地区叠加强降雨天气影响，下游需求环比明显减弱，不同地区企业出货率下降10%-20%不等。

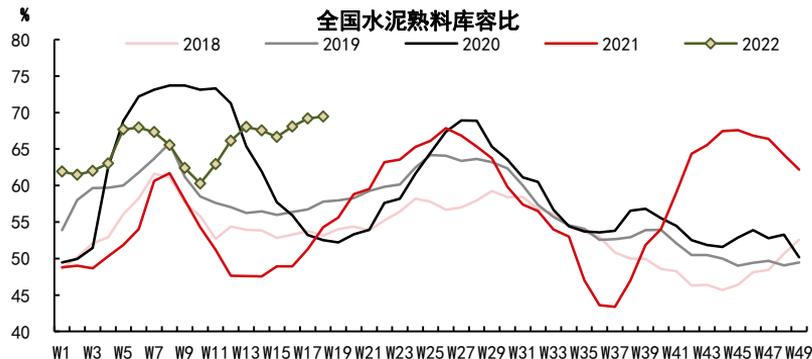
#### 水泥出货率缓慢回升



#### 混凝土产能利用率开始回升



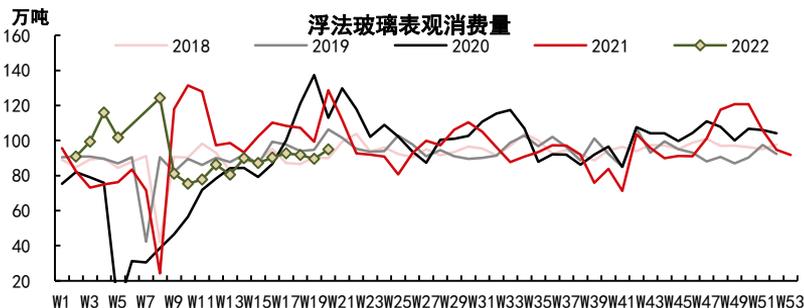
#### 库存呈现明显逆季节性



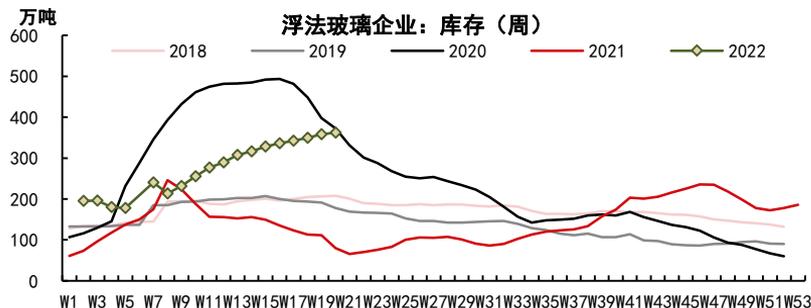
### 三、建筑业需求（竣工）——玻璃与PVC：逆季节性累库

- 玻璃75%的需求用于地产，PVC50%的需求用于地产。
- 玻璃库存持续高企，表观需求偏弱。PVC近期基本面有所改善，库存开始正常去化，表需相对偏强。
- 总体来看，地产竣工端需求同样受到疫情的影响，但程度不及地产施工端。

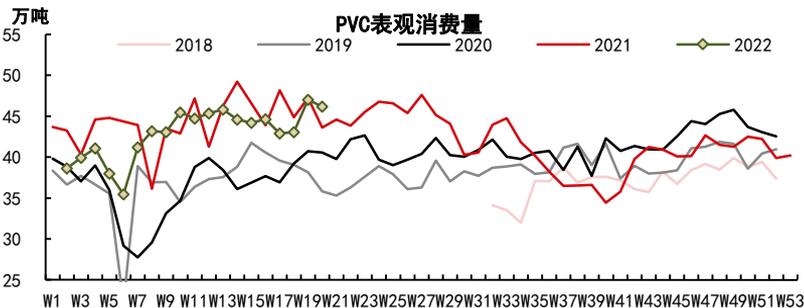
#### 玻璃表观消费量偏弱



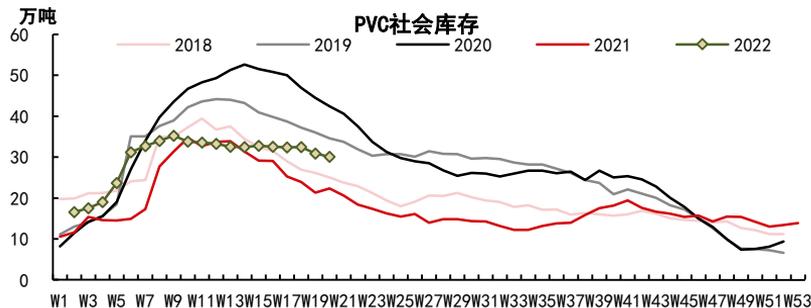
#### 玻璃企业库存延续逆季节性累库



#### PVC表观消费量反弹



#### PVC社会库存有加速去化迹象



# 三、建筑业需求——基建中观高频跟踪：蓄力待发

## ■ 1. 交运、仓储和邮政业（占基建36%）

➢ 跟踪石油沥青开工率：开始回升。

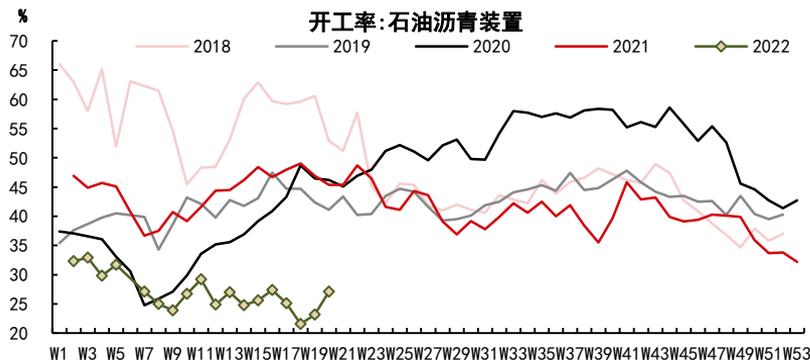
## ■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业（占基建18%）

➢ 4月中下旬铜杆开工率开始回升。

## ■ 3. 水利、环境和公共设施管理业（占基建46%）

➢ 跟踪球墨铸铁管的加工费：处于高位。

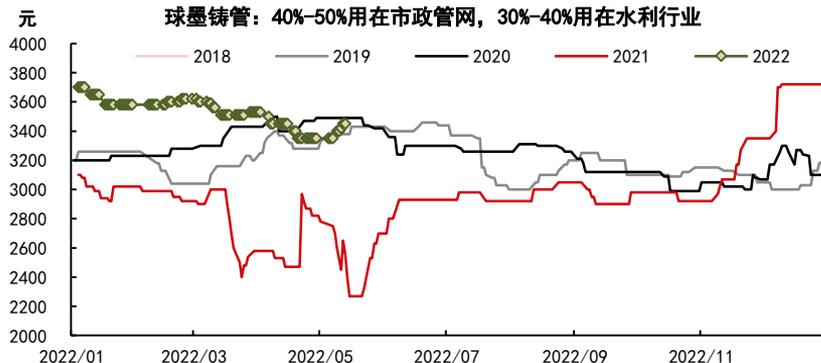
### 交运投资：石油沥青装置开工率



### 电网投资：铜杆开工率



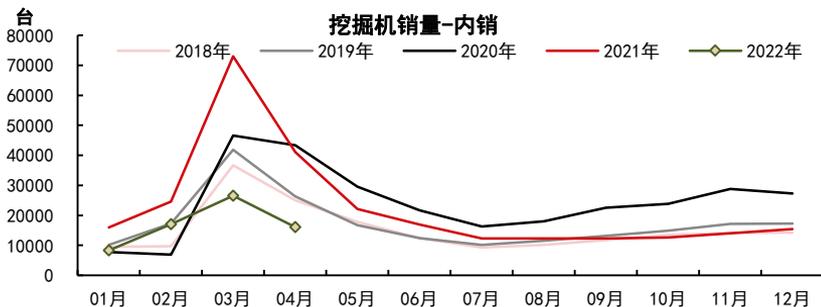
### 水利投资：球墨铸管的加工费



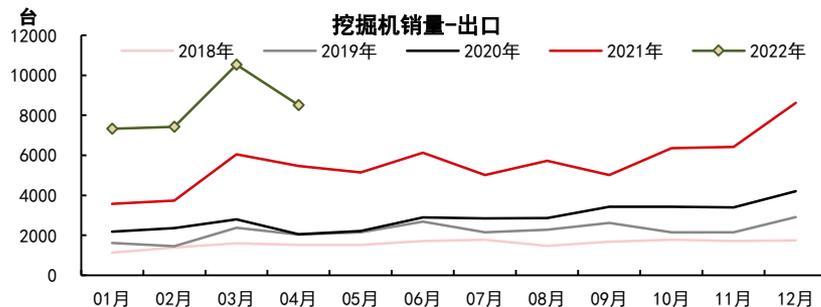
### 三、建筑业需求——挖机与重卡：3月挖机销量大幅走弱

- 4月挖机销量同比增速为-47.3%（前值-53.1%），3月重卡销量同比增速-66.6%（前值-50%）。
- 随着地产调控趋松，基建蓄力，去年12月以来挖机与重卡的销量同比有见底迹象，但3月受疫情影响，销量再度大幅回落，后续关注回升的拐点。

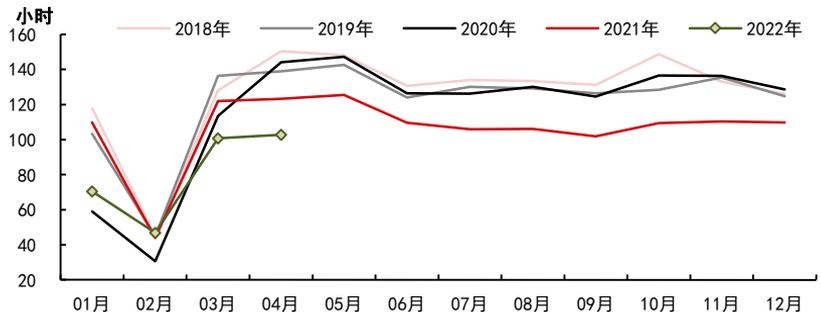
#### 4月挖掘机内销同比-61%（前值-63.6%）



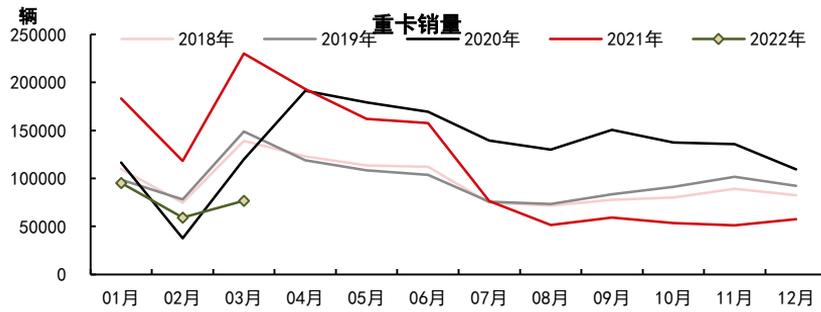
#### 4月挖掘机出口同比有所回落，同比55.4%



#### 4月挖掘机开工小时数表现较弱



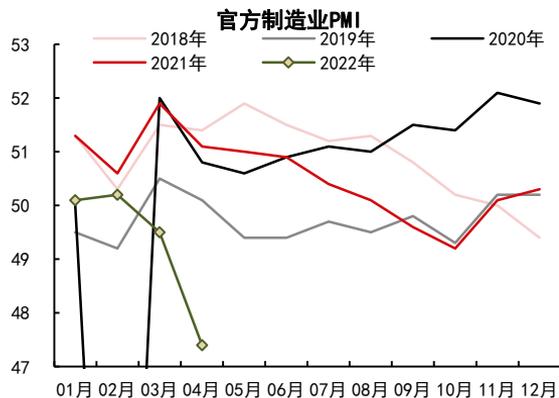
#### 3月重卡销量同比-66.6%（前值-50%）



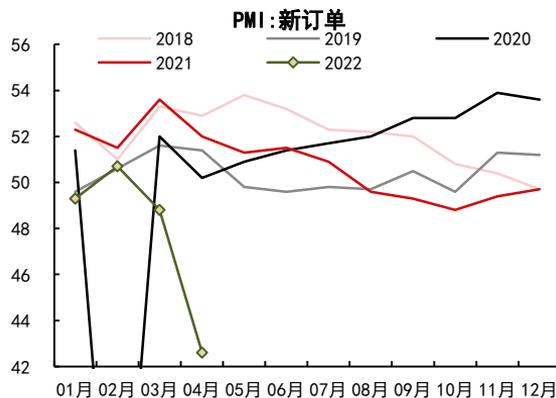
## 四、制造业需求——制造业PMI：4月或是经济底

- 本轮疫情点多、面广、频发，部分企业减产停产。生产指数和新订单指数分别为44.4%和42.6%，比上月下降5.1和6.2个百分点，企业生产明显下降，市场需求继续走低。同时，本月供应商配送时间指数继续下降，产成品库存指数升至近年高点，不少企业反映物流运输困难加大，甚至出现主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅、库存积压等情况，上下游相关企业生产经营均受到较大影响。
- 4月PMI断崖式走弱，若把本轮疫情类比为“缩小版的”2020年2月，那么4月或是经济底，随着疫情的缓解，未来将步入复苏周期，但是不确定性在于本轮经济复苏可能会持续受到疫情的扰动，导致强度偏弱。

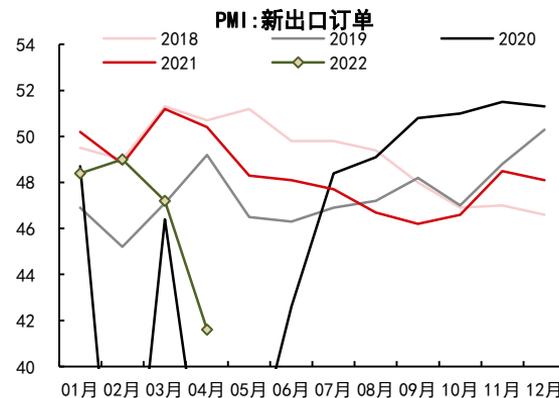
### 4月制造业PMI大幅回落



### 4月PMI新订单指数大幅回落



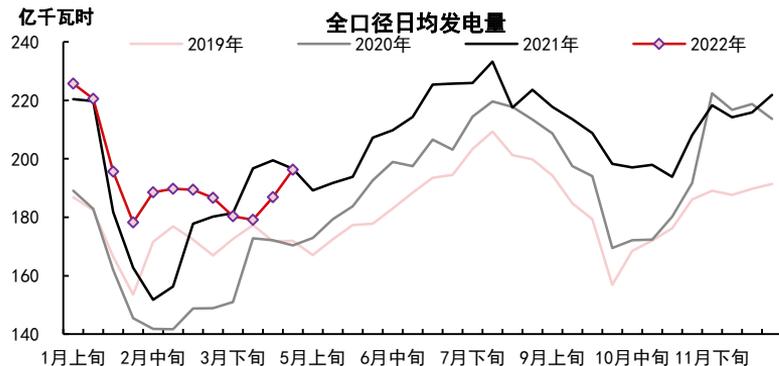
### 4月PMI新出口订单明显回落



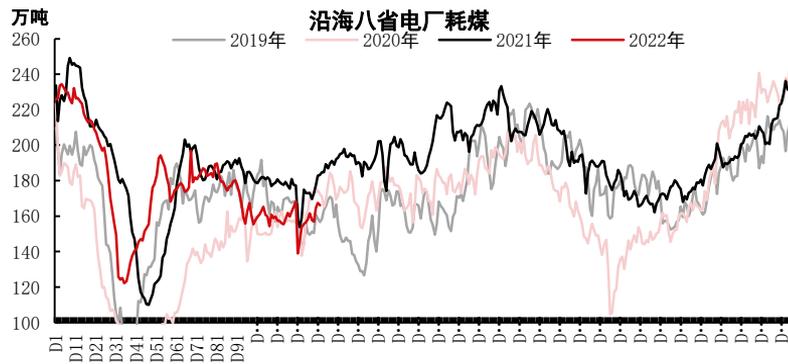
## 四、制造业需求——发电量：4月中旬开始明显回升

- 3月以来，全国多地疫情散发，一方面需求受到冲击，另一方面供应链受损，因此工业生产受到影响，发电量明显回落。4月中旬及下旬发电量已经明显回升。
- 内陆17省耗煤表现相对正常，但沿海8省电厂耗煤同比明显偏弱，这与东部疫情较为严重有关。

### 4月中旬及下旬发电量明显回升



### 日度数据：沿海八省电厂耗煤



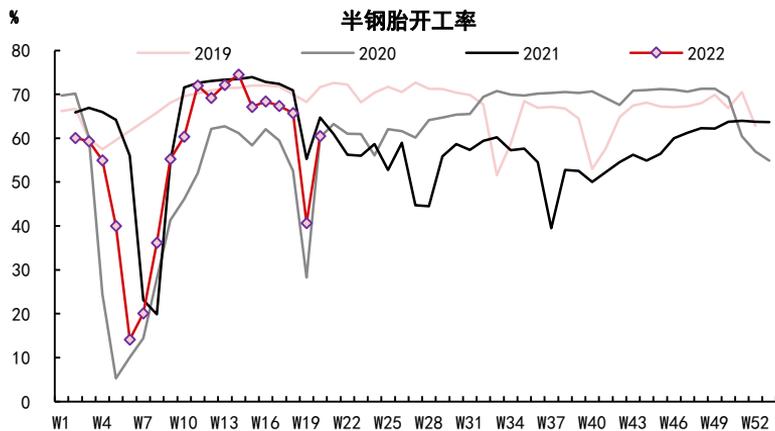
### 日度数据：内陆17省电厂耗煤



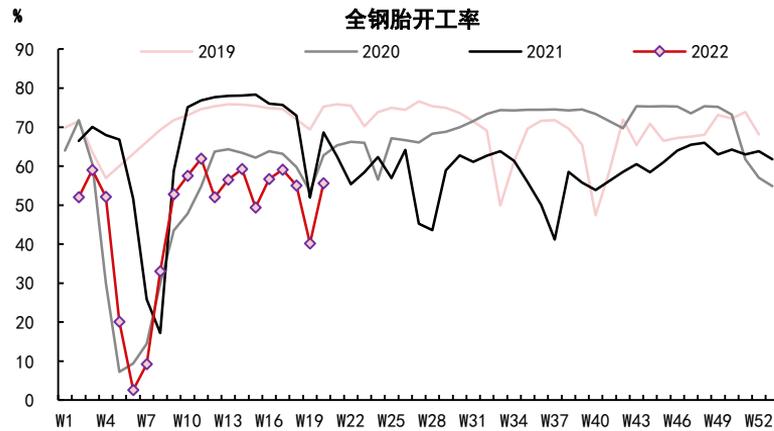
## 四、制造业需求——轮胎开工

- 全钢胎一般用于卡车和小部分轻卡，半钢胎一般用于轿车和大部分轻卡。
- 5月14日当周轮胎开工率：半钢胎开工率60.5%（+19.85），全钢胎开工率55.64%（+15.46）。

### 半钢胎开工率相对偏强



### 全钢胎开工率相对偏弱



## 四、制造业需求——乘用车销售：5月同比降幅开始收窄

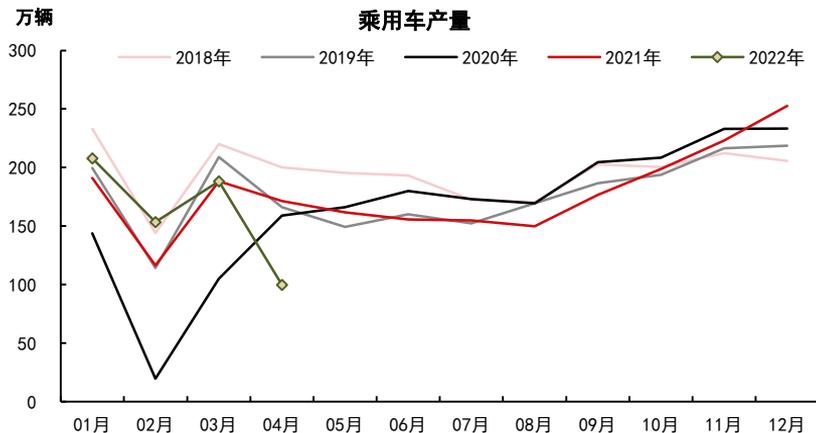
- 5月第一周，狭义乘用车市场零售达到日均3.2万辆，同比下降21%，狭义乘用车市场批发达到日均2.8万辆，同比下降17%，表现仍偏弱，但相对今年4月的第一周均值分别增长29%和14%。随着部分地区恢复正常运行，乘用车市场零售有一定改善，厂商产销有一定的恢复趋势。
- 相对于4月份28个省市的疫情多点散发，5月的状态会有明显改善，3-4月延迟消费需求应该有一定的释放，有利于5月的零售逐步恢复。对于5月份市场，“五一”第一周订单和交车环比4月有明显改善，但是同比去年“五一”有较大的同比下降，市场复苏压力还是很大，而且北京、郑州等地疫情加剧，现在严格的防疫政策，5月同比去年估计还会有较大负增长。



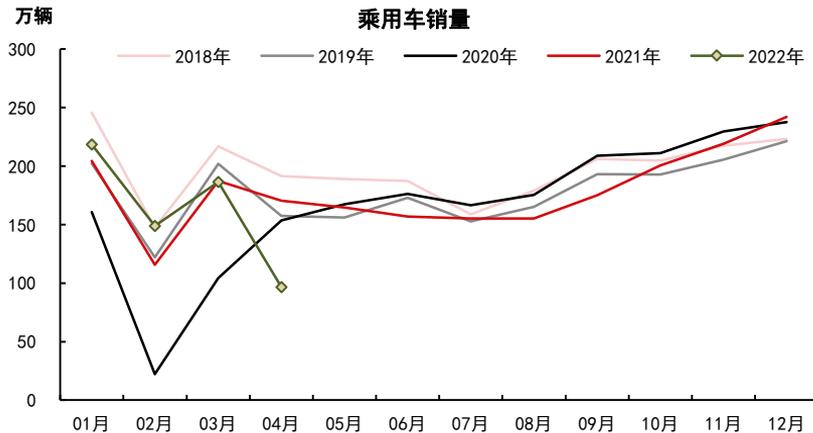
## 四、制造业需求——乘用车产销：疫情影响，产销存压

- **4月乘用车产销同比接近腰斩**：4月乘用车产量同比-41.9%（前值-0.1%），1-4月累计同比-2.6%（前值11%）；4月乘用车销量同比-43.4%（前值-0.6%），1-4月累计同比-4.2%（前值9%）。
- 4月新冠疫情在全国各地都有散发扩散，全国有29个省在4月报告有确诊病例或无症状感染者，上海、吉林、山东、广东、河北等地的经销商4S店客户进店和成交都受到影响。4月零售降幅较大，同比增速数值的可对比月度是2020年的3月零售同比下降40%。
- 目前国内疫情高点已过，复工复产循序渐进，支持政策加速落地。长春的汽车制造能力在5月快速满血复活。上海部分企业4月中下旬开始的复工复产逐渐推进，5月供给面临逐步改善的状态，将尽快满足产业链的正常供给需求。目前汽车产业链企业逐渐从“救火式”应急反应，转变为常态化的高韧性供应链管理。

### 4月乘用车产量同比-41.9%



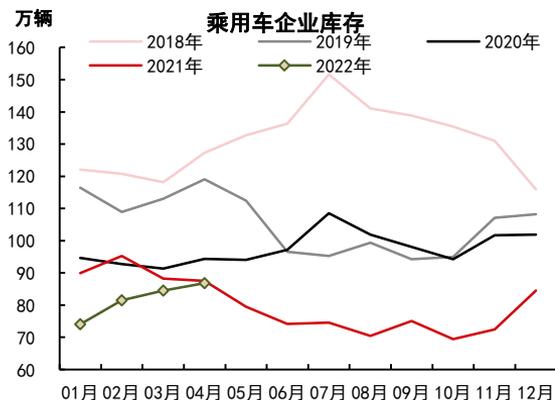
### 4月乘用车销量同比-43.4%



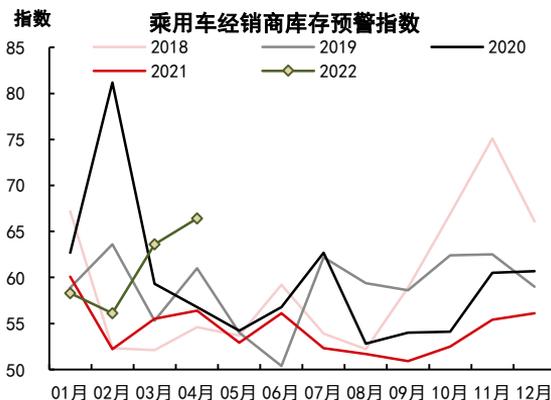
## 四、制造业需求——乘用车库存：经销商库存压力较大

- **经销商库存预警指数**：PMI编制原理，库存预警指数越高，市场的需求越低，库存压力越大，经营压力和风险越大。
- **经销商库存系数**：即期末库存量/当期销售量，反映汽车经销商所经销的汽车品牌当前的库存深度。
- 目前经销商库存处于中高位，但由于疫情下的生产不足，在途库存占比上升，部分热销车型生产短缺，导致供需结构不匹配且调整难度大；缺少旺销车型的零售增量，也使库存系数有虚高问题。不少经销商的库存中包含“在途车辆”，交不了车就回不了款，不仅不能满足客户新增定单需求，而且容易导致客户退车。目前的库存状态，加剧经销商端的资金困难，纾困难题较为突出。

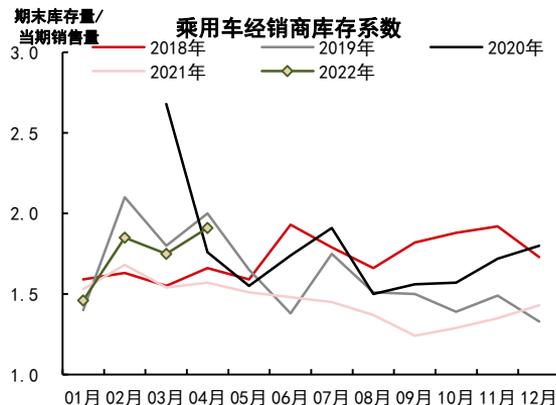
### 乘用车企业库存-中汽协



### 乘用车经销商库存预警指数



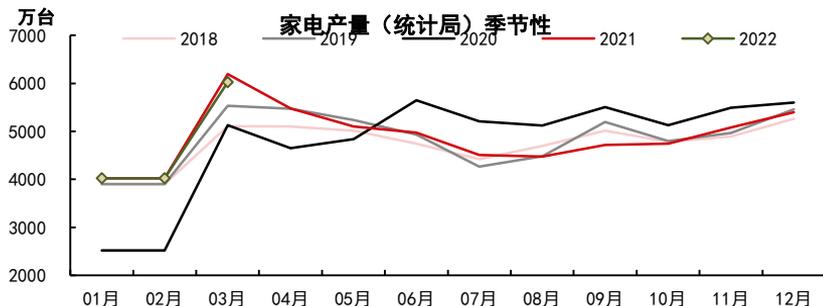
### 乘用车经销商库存系数



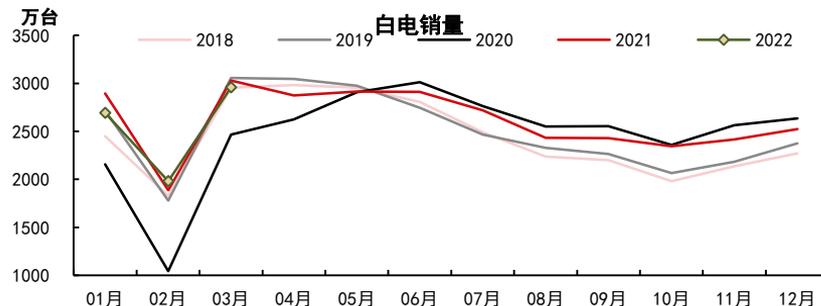
## 四、制造业需求——家电：外销偏强，内需较弱

- 2021年家电产量同比2.4%（两年复合同比0.5%），2021年白电销量同比3.8%（两年复合同比-2.4%）。
- 2022年1-3月家电产量累计同比-1.2%（前值0%），1-3月白电销量同比-2.27%（前值-2.25%）。

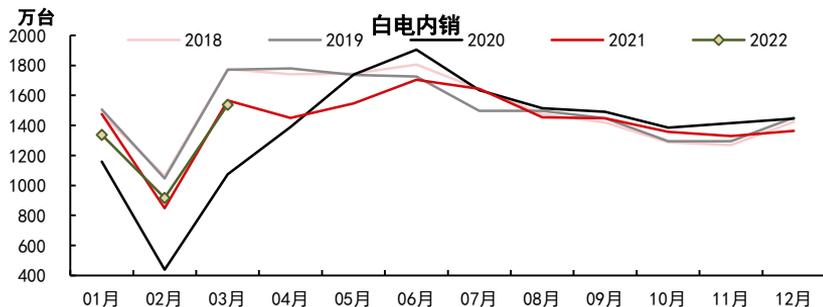
### 家电（空调、冰箱、洗衣机、电视）产量



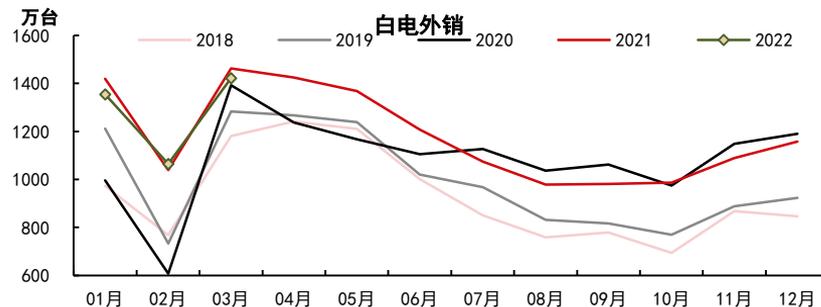
### 白电总销量-季节性（产业在线）



### 白电内销-季节性（产业在线）

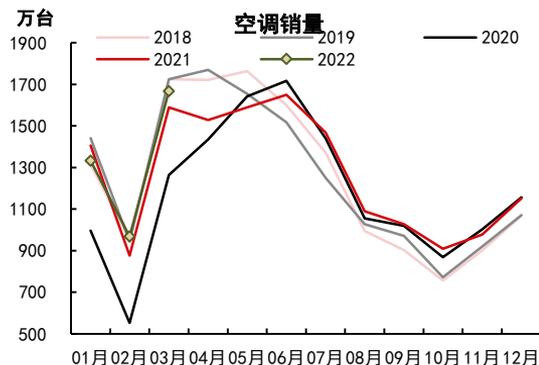


### 白电外销-季节性（产业在线）

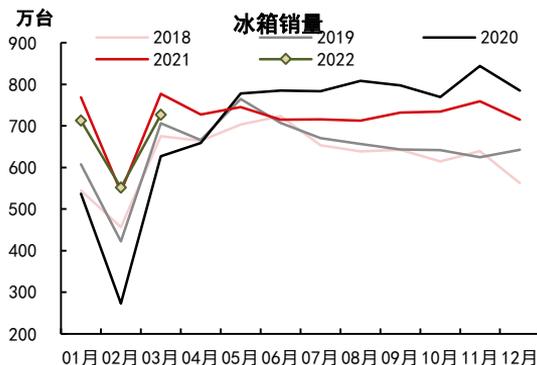


# 四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

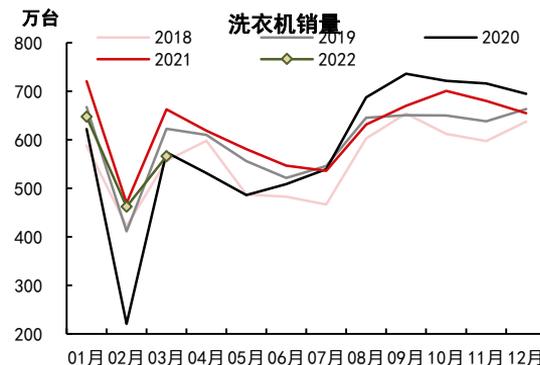
## 空调销量



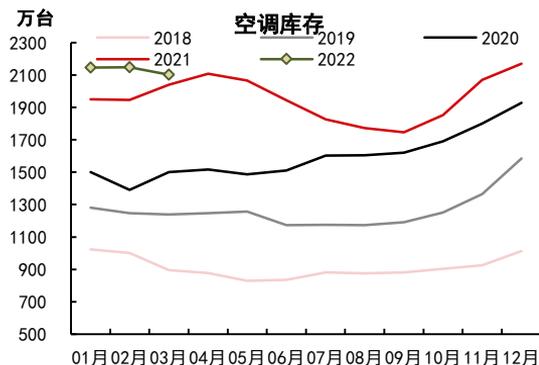
## 冰箱销量



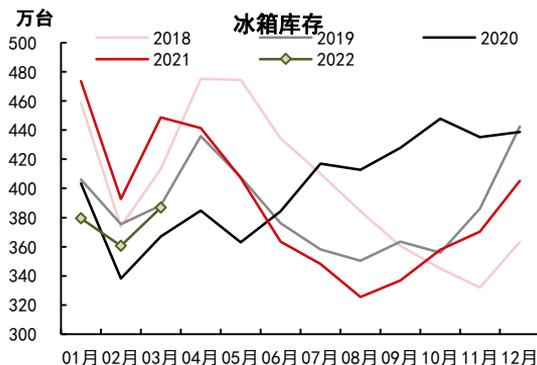
## 洗衣机销量



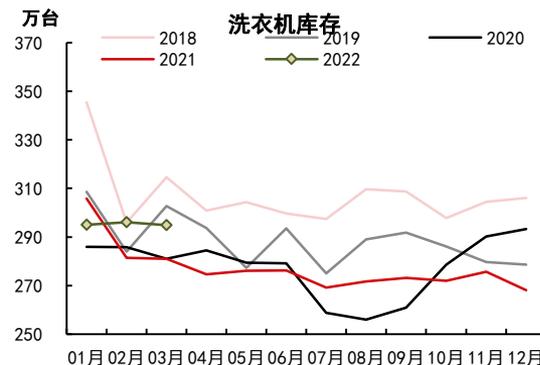
## 空调库存较高



## 冰箱库存大幅减少

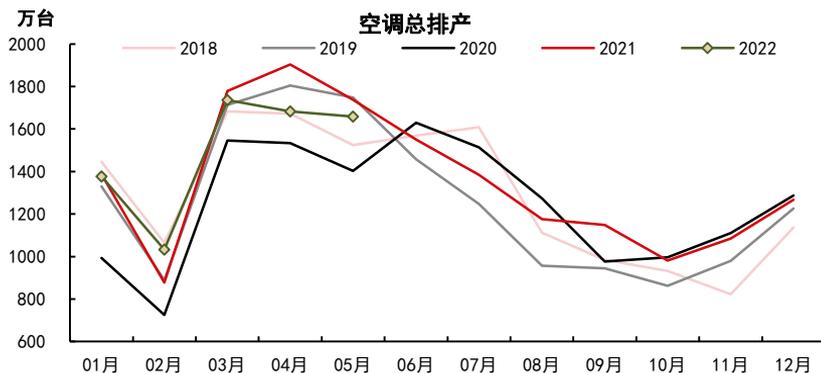


## 洗衣机库存处于低位



# 四、制造业需求——空调：排产与库存

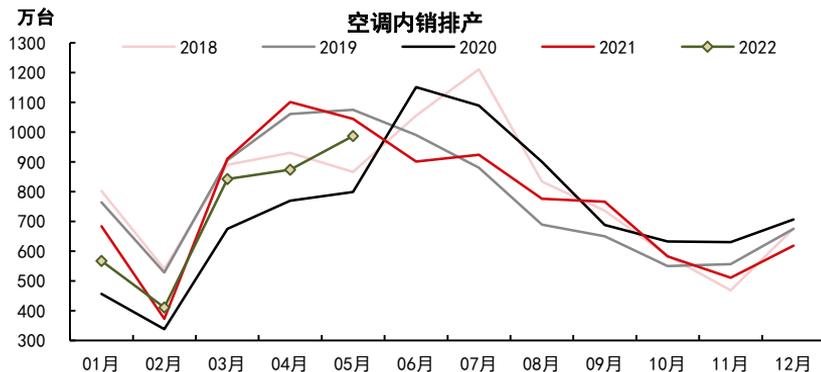
### 5月空调排产1658万台，同比-4.6%



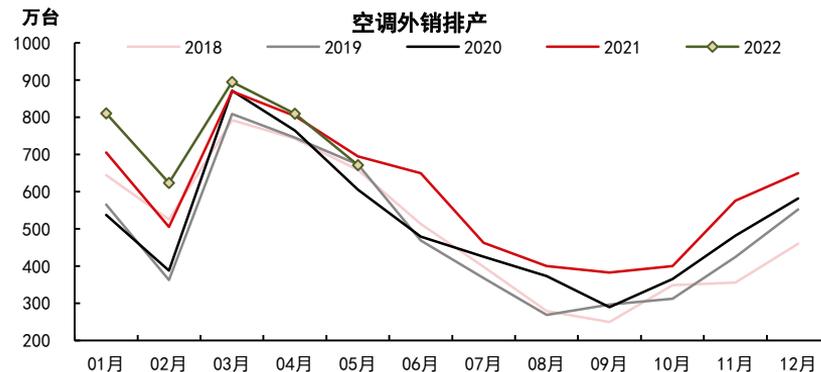
### 3月空调总库存4394万台，同比-3%



### 5月空调内销排产987万台，同比-5.5%



### 5月空调外销排产671万台，同比-3.3%



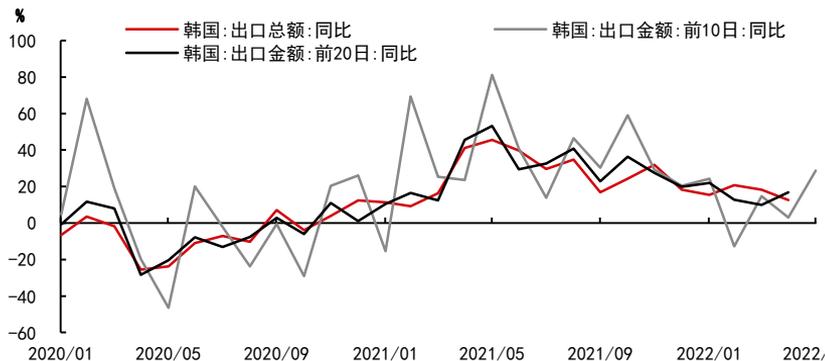
## 四、制造业需求——出口（高频）：5月出口边际改善

- 中国出口集装箱运价指数（CCFI）和八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量是跟踪出口的高频同步指标。
- 邻国出口（韩国和越南）对我国出口的指示意义主要来自对全球贸易需求的同步反应。
- 受疫情影响，4月集装箱吞吐量明显走弱，但4月下旬已经呈现边际改善，关注后续出口的恢复。

### 高频同步指标：中国出口集装箱运价指数见顶回落



### 邻国出口：韩国4月出口同比延续回落



### 高频同步指标：4月下旬集装箱吞吐量开始改善



# 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。



中信期货  
CITIC Futures

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）

北座13层1301-1305室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

---

致謝