



国内经济温和筑底 把握“弱复苏”的配置阶段

研究院

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

联系人

彭鑫 FICC 组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

蔡劭立 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

商品期货:农产品、贵金属、内需型工业品(化工、黑色建材等)逢低做多;原油及其成本相关链条、有色金属中性;

股指期货:谨慎偏多。

核心观点

■ 市场分析

中国经济完成筑底,回升幅度相对温和。月度数据:一、5月出口超预期韧性,主要原因是受到疫情后海关通关恢复利好,后续美国可能调降对华关税将对出口有一定支撑;二、前瞻数据中的制造业PMI以及社融存量、金融机构各项贷款余额均录得回升,给出后续经济乐观判断;三、同步数据亦出现明显改善,消费累计同比跌幅迅速收窄,考虑到上海6月才解除封城,预计消费仍有较大的改善空间,投资增速季调环比录得正增长,就业市场也录得改善。

高频数据也较为乐观。中观的5月的汽车销售、5月挖掘机销量数据都录得环比改善,财政部要求“今年新增专项债券要在6月底前基本发行完毕,并力争在8月底前基本使用完毕”,基建6月专项债新增或超万亿,将继续支撑基建改善。微观层面,公路货运流量景气指数、货运枢纽吞吐量景气指数小幅回升,显示国内供应链和物流的阻滞情况有所改善。而统计局公布的30城地产成交数据有企稳改善。

■ 国内资产有望迎来“弱复苏”阶段

“弱复苏”阶段下,关注股指的上涨机会,商品中的能源、有色和软商品板块值得关注。股指方面,2009年至今的十次弱复苏阶段,国内主要股指的平均收益率均超过12%,且胜率大多超过70%。商品方面,能源、软商品、有色金属上涨概率高达90%,平均涨幅均超过11%;商品指数整体上涨概率高达70%。值得关注的是,商品因供应链短板、拉动内需政策炒作,目前或已提前计价了部分“复苏”预期。

从货币与信用角度观察经济,根据3个月SHIBOR利率和中国信贷脉冲指数将货币与信用分成四个周期。自2021年11月以来,我国经济进入“宽货币+宽信用”周期并延续至今。回顾历史5轮“宽货币+宽信用”情境下,商品表现最优,平均涨跌幅为7.7%,上涨概率达到80%;其中贵金属、能源与非金属建材商品表现最好,历史上涨概率为100%,可持续关注。

考虑到本轮基建发力较为明显。我们回顾了近五轮国内的基建刺激阶段,可以显著看

到稳增长政策对 A 股和部分商品的利好明显。五轮基建刺激样本中，上证综指、上证 50、沪深 300 的上涨概率高达 80%，其他国内股指也呈现较大概率上升。Wind 商品整体录得 60% 的概率上涨，分板块来看，软商品、黄金和有色表现亮眼，均有 80% 的概率录得上涨，其他板块的涨跌规律并不明显。

■ 风险

地缘政治风险；全球疫情风险；中美关系恶化；台海局势；乌俄局势。

一、国内经济事实性筑底

中国经济完成筑底，回升幅度相对温和。月度数据：一、5月出口超预期韧性，主要原因是受到疫情后海关恢复利好，后续美国可能调降对华关税将有一定支撑；二、前瞻数据中的制造业PMI以及社融存量、金融机构各项贷款余额均录得回升，给出后续经济乐观判断；三、同步数据亦出现明显改善，累计同比中，消费跌幅迅速收窄，投资增速下降放缓，就业市场也录得明显改善；四、中观数据亦录得改善，5月的汽车销售、5月挖掘机销量数据都录得环比改善，财政部要求“今年新增专项债券要在6月底前基本发行完毕，并力争在8月底前基本使用完毕”，基建也相对乐观。

图1： 中国经济月度热力图 | 单位：%

指标名称	单位	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02	2022/01	2021/12	2021/11	2021/10	2021/09	2021/08	2021/07	2021/06	2021/05
GDP:不变价:当季同比	%				4.8			4			4.90		7.90	
贸易	出口金额:累计同比	13.5	12.5	15.8	16.3	24.1	29.9	31.0	32.2	32.9	33.6	35.1	38.5	40.1
	进口金额:累计同比	6.6	7.1	9.8	15.8	20.1	30.0	31.2	31.2	32.5	35.0	35.4	36.8	36.7
投资	固投:累计同比	6.2	6.8	9.3	12.2		4.9	5.2	6.1	7.3	8.9	10.3	12.6	15.4
	地产投资:累计同比	-4	-2.7	0.7	3.7		4.4	6.0	7.2	8.8	10.9	12.7	15.0	18.3
	制造业投资:累计同比	10.6	12.2	15.6	20.9		13.5	13.7	14.2	14.8	15.7	17.3	19.2	20.4
	基建投资:累计同比	8.16	8.3	10.5	8.6		0.2	-0.2	0.7	1.5	2.6	4.2	7.2	10.4
	PMI	%	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3	50.1	49.2	49.6	50.1	50.4	50.9
消费	社会零售:累计同比	-1.5	-0.2	3.3	6.7		12.5	13.7	14.9	16.4	18.1	20.7	23.0	25.7
	城镇调查失业率	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0
	CPI:当月同比	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3
金融	社会融资规模存量:同比	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	10.7	11.0	11.0
	金融机构:各项贷款余额:同比	11	10.9	11.4	11.4	11.5	11.6	11.7	11.9	11.9	12.1	12.3	12.3	12.2

数据来源：Wind 华泰期货研究院

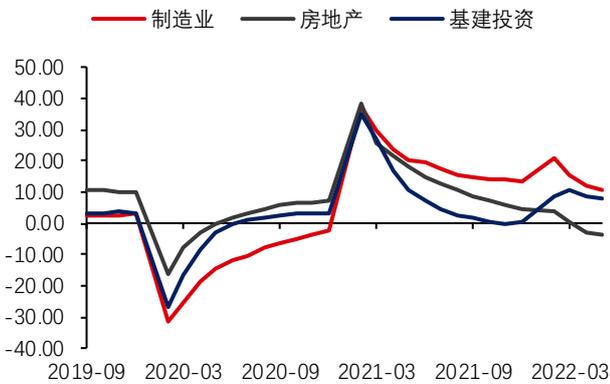
同步指标筑底企稳

投资数据环比改善。2022年1-5月固定资产投资完成额累计同比增长6.2%，较上月增速下降0.6个百分点，但降幅已经明显放缓，且5月的固定资产投资季调环比录得增长0.72%。分项来看：1-5月基建投资完成额累计同比增长8.16%，前值为8.26%；1-5月制造业投资完成额累计同比增长10.6%，前值为12.2%；地产投资增速环比也录得改善，5月的当月环比增长2.3%。

基建投资发力稳增长。在政府强调“适度超前开展基础设施建设”的指导下，基建投资发力稳增长的趋势较为明朗。1-5月电、热、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公

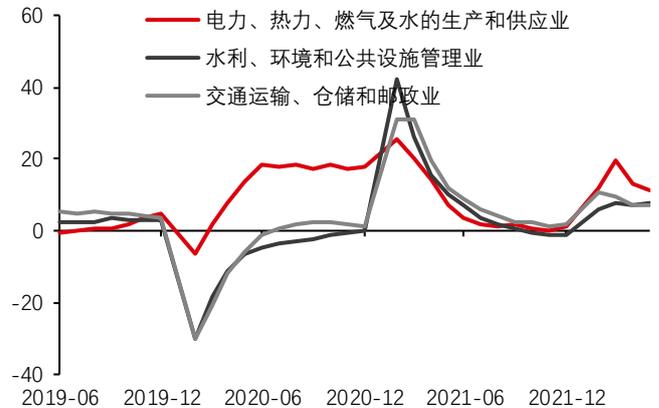
共设施管理业，交通运输、仓储和邮政业累积同比增速，分别为 11.5%，7.9%，6.9%，前值分别为 13%，7.2%，7.4%。水利环境和公共设施投资有明显的企稳改善。需要指出的是，财政部此前已经明确表示，“根据各地发行计划，今年已下达的专项债券额度基本能够在 6 月发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕。”预计后续基建将持续发力稳增长。

图2： 固定资产投资分项累计同比 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

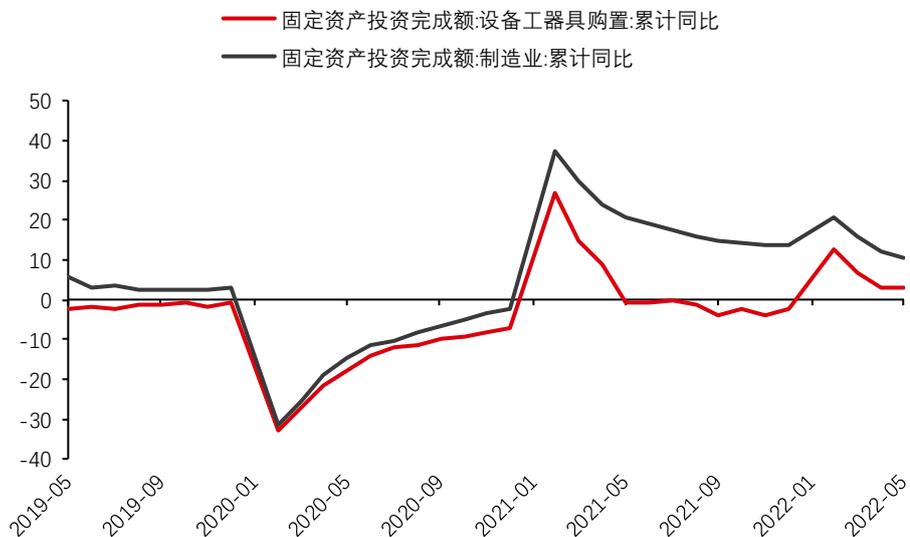
图3： 基建投资各分项 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

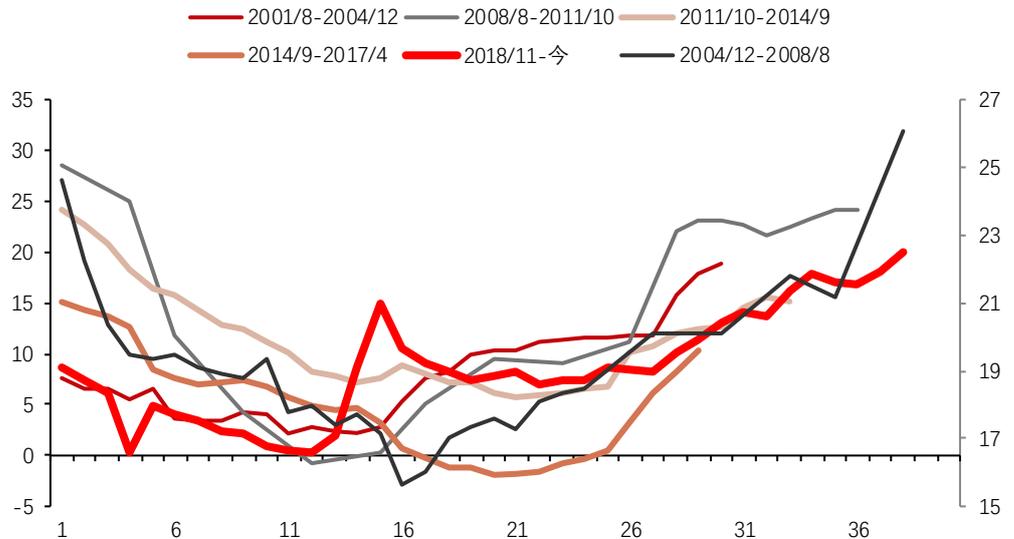
1-5 月制造业投资累计同比增长 10.6%，较 12.2% 的前值有所下滑，投资中的设备工器具购置累计同比增速录得 2.8%，前值为 3%。而 5 月工业增加值环比改善 0.7%，出口也出现超预期韧性，对制造业投资有一定支撑。本轮补库周期市场较为超预期。2019 年 11 月至 2022 年 4 月的本轮补库周期已经持续 29 个月，远超上三轮平均 16 个月的补库周期，短期国内稳增长政策支持，以及出口韧性的支撑下，补库周期有望延续。

图4： 制造业投资增速 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

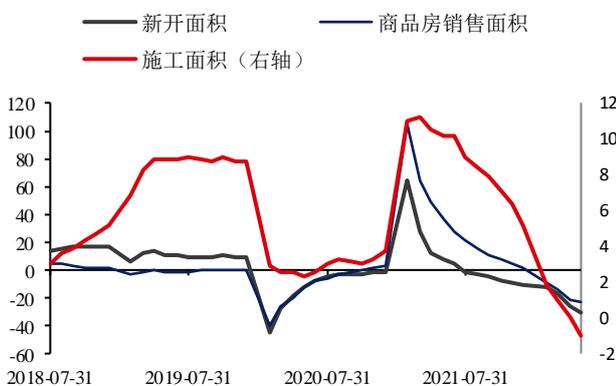
图5： 国内本轮库存周期变化 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

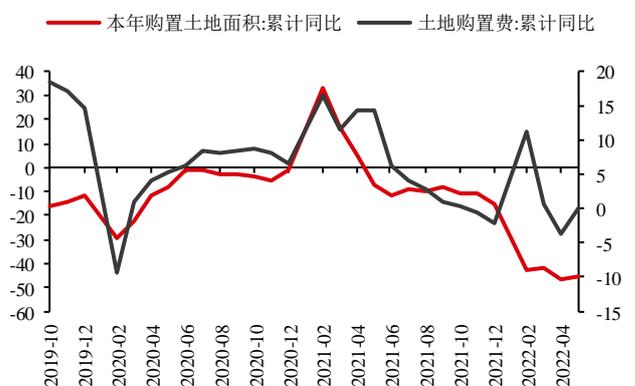
房地产市场环比改善，但松绑政策刺激效果不明显。尽管从累计同比看，房地产投资的各个分项跌幅进一步扩大，但环比上是有改善的积极信号：5月商品房销售面积，新屋开工面积，施工面积，竣工面积环比增速分别为7.2%，2.3%，-1%，-17.1%。5月购置土地面积环比增长14.2%。4月以来，全国各省市松绑地产市场的范围持续扩大、力度也有所增强，但从数据来看并未出现明显提振，地产开发商和居民信心仍未明显改善，地产仍处于筑底阶段。

图6： 房地产各分项 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： 开发商拿地 | 单位：%

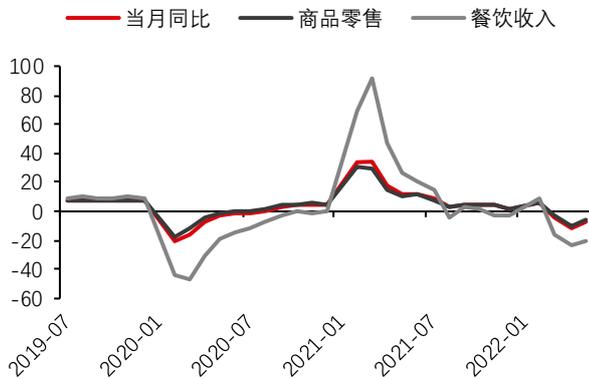


数据来源：Wind 华泰期货研究院

消费跌幅收窄。5月社会消费品零售总额当月同比增长-6.7%，跌幅有所收窄，其中5

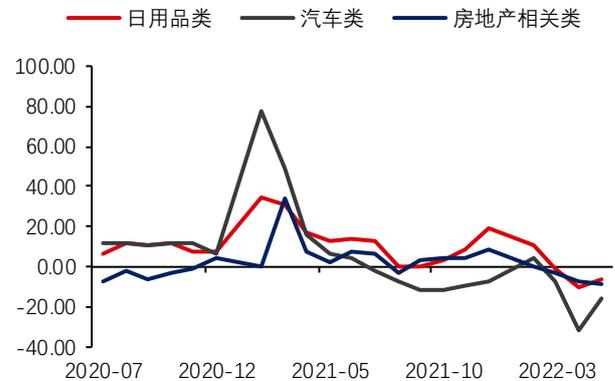
月的餐饮收入和商品零售当月同比分别为-21.1%和-5%，1-5月网上商品和服务零售总额累计同比增长2.9%，前值为3.3%。限额以上零售销售各大分类跌幅均有所收窄，收窄幅度从大到小排序依次为汽车、通讯器材、化妆品、金银珠宝、服装鞋帽、建筑及装潢材料，考虑到上海6月开始解除封城，预计后续消费仍有望进一步恢复。

图8： 消费的各项增速 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 消费的各项增速 | 单位：%

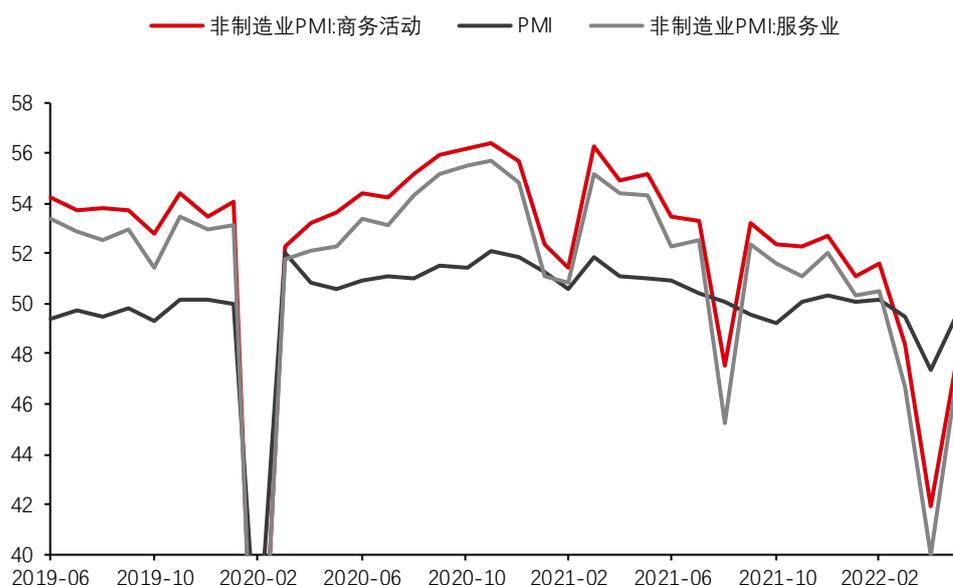


数据来源：Wind 华泰期货研究院

前瞻指标给出积极信号

景气指标大幅回升。2022年5月中采制造业PMI录49.6，前值为47.4，各大分项全面回升：其他PMI也录得明显改善，5月非制造业PM中的商务活动、服务业分别录得47.8、47.1，前值分别为41.9、40；建筑业PMI小幅回落至52.2，较前值下降0.5个百分点。5月的城镇调查失业率录得5.9%，前值为6.1%，而31个大城市调查失业率录得6.9%，前值为6.7%，两者有所分化。

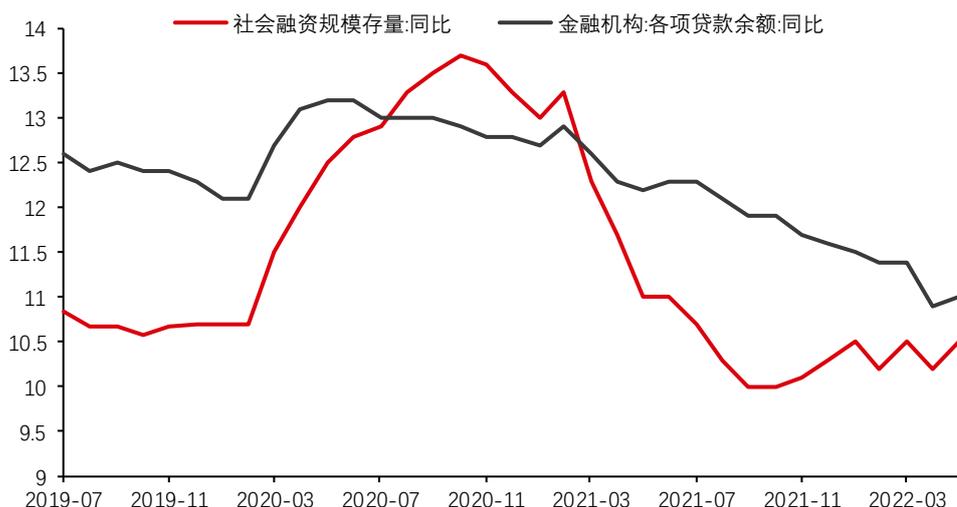
图10： 中采 PMI | 单位：%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

5月信贷数据同样企稳改善。金融机构贷款余额和社会融资存量5月分别增长11%、10.5%，较上月多增0.1、0.3个百分点。但从结构上来看仍有优化的空间，社会融资增速主要是考政府债券贡献，而新增人民币贷款中短期贷款的供需也较为突出。

图11: 5月信贷数据同样企稳改善 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

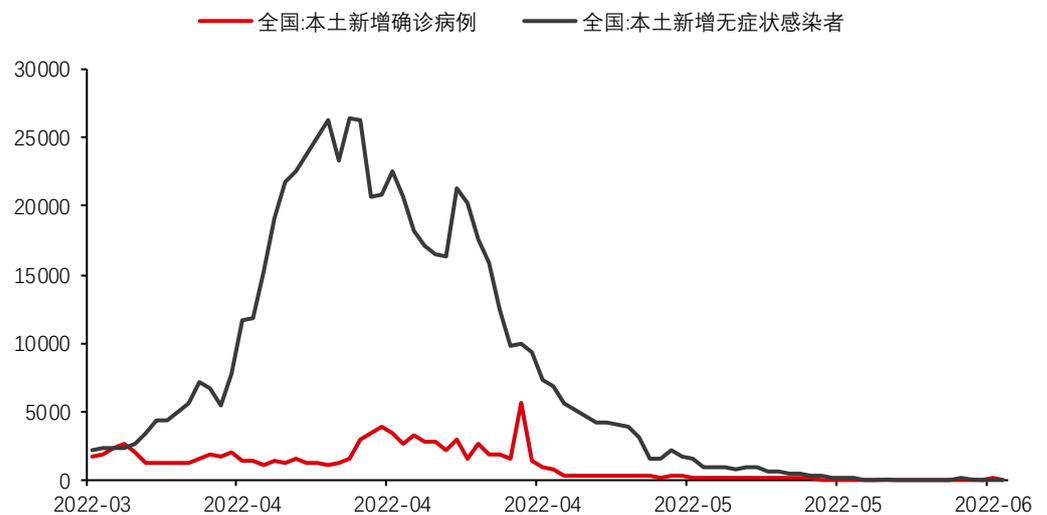
二、国内资产有望迎来“弱复苏”阶段

近期国内稳增长信号愈发明朗，政府稳增长决心凸显。4月29日政治局会议释放积极信号后，各部委持续跟进，当前基建稳增长发力的趋势已经较为明朗，而房地产预

期也有所改善。5月15日，央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》。5月20日5年期LPR利率如期下调15bp。5月25日总理在全国电视电话会议上凸显当下稳增长的决心，随后不少地方政府纷纷跟进出台稳增长政策，包括鼓励汽车消费、扩大消费电子市场规模、推动家电消费、松绑房地产市场等政策。5月31日，国务院印发6方面33项措施全力稳经济，涵盖7项财政政策、5项货币金融政策、6项稳投资促消费政策、5项保粮食能源安全政策、7项保产业链供应链稳定政策、3项保基本民生政策。

部分地区仍存在疫情风险，但整体可控。6月11日至今上海、北京等地仍存在社会面的新增病例，仍将考验各地的疫情防控工作和拖累经济复苏进程，但整体的新增数量和传播风险均较此前明显下降，目前看整体疫情风险可控。

图12：国内本轮疫情新增确诊病例显著减少 | 单位：例



数据来源：Wind 华泰期货研究院

高频经济数据也有小幅改善。

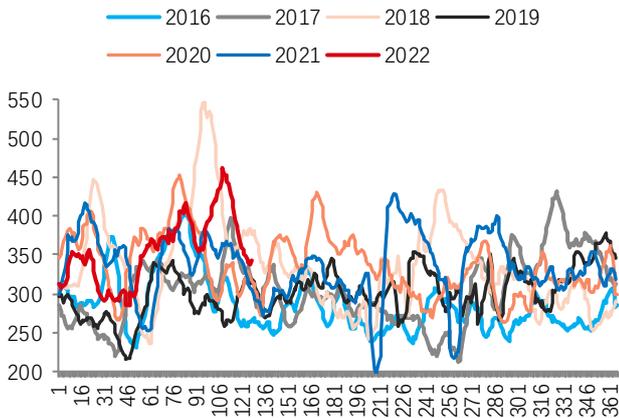
中观的5月国内挖掘机销量同比下滑幅度有所收敛。微观层面，公路货运流量景气指数、货运枢纽吞吐量景气指数小幅回升，显示国内供应链和物流的阻滞情况有所改善。并且考虑财政部要求6月底前完成专项债发行，基建6月专项债新增或超万亿。而统计局公布的30城地产成交数据有所改善，但仍处于低位。整体来看，基建明显发力，而地产仍处于低位筑底阶段。

图13： 中国百万辆卡车物流景气指数有所回升-基于北斗大数据 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图14： 上海集装箱船港口堵塞指数基本恢复正常（日度） | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图15： 国内的周频地产销售数据有所改善 | 单位：套

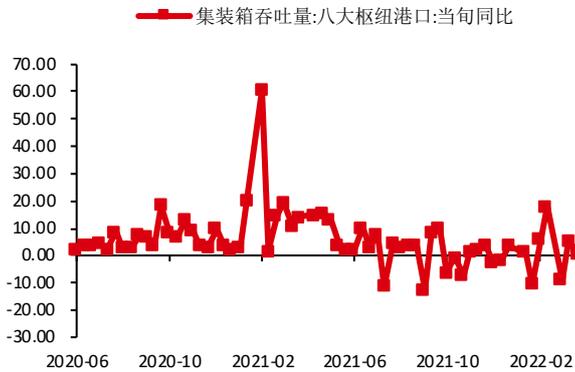


数据来源：Wind 华泰期货研究院

国内随着复工复产提速，沿海地区外贸进出口回升明显。5月份，沿海八大集装箱枢纽港口集装箱吞吐量同比增长4.1%。其中外贸增长7.4%，增速加快5.5个百分点，反映制造业进出口处于回升态势；内贸同比减少5.6%，降幅较前期扩大1.2个百分点，主要是内循环受到本轮疫情影响。分港口看，大连港增长9.8%，青岛港增长10%，宁波舟山港增长18%，深圳港增长17%，天津港外贸增速16.9%，上海港外贸集装箱吞吐量恢复至去年同期9成。6月8日国务院常务会议听取了稳增长稳市场主体保就业专项督查情况汇报，具体稳外贸的政策上，会议提出一要进一步发挥各级稳外贸稳外资、物流保通保畅等机制作用，及时协调解决外贸外资企业复工达产、项目建设等方面困难；二要通

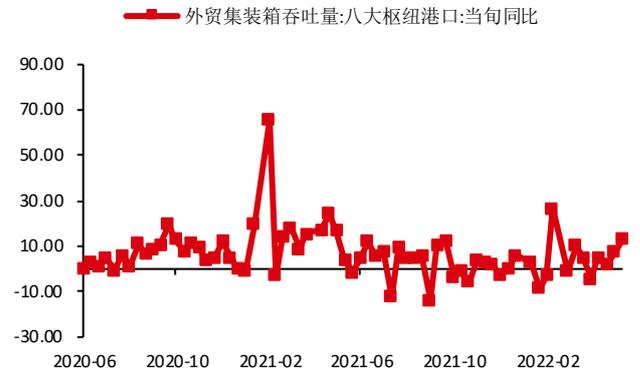
过多种优惠政策促进外贸保稳提质。目前疫情对供应链的影响程度逐步减小，且政策对于稳外贸的支持力度较大，短期国内出口支撑较强。

图16： 八大枢纽港口集装箱吞吐量旬度同比 | 单位：%



数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图17： 八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量旬度同比 | 单位：%



数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

“弱复苏”阶段下，关注股指的上涨机会，商品中的能源、有色和软商品板块值得关注。

股指：2009年至今的十次弱复苏阶段，国内主要股指的平均收益率均超过12%，且胜率大多超过70%。

商品：能源、软商品、有色金属上涨概率高达90%，平均涨幅均超过11%；商品指数整体上涨概率高达70%。值得关注的是，商品因供应链短板、拉动内需政策炒作，目前已提前计价了部分“复苏”预期。

表1： 国内弱复苏阶段商品表现 | 单位：%

	非金属建材	谷物	贵金属	化工	煤焦钢矿	能源	软商品	油脂油料	有色	商品指数
09年7月-09年12月	-6.6%	3.9%	19.6%	19.1%	-15.0%	4.2%	26.1%	9.9%	30.4%	26.8%
10年8月-10年11月	3.3%	4.4%	9.0%	18.2%	3.2%	3.0%	33.1%	13.8%	5.3%	10.0%
12年9月-12年12月	0.9%	0.8%	-15.8%	7.3%	9.9%	1.9%	2.3%	-6.7%	-3.2%	-2.1%
13年6月-13年11月	-4.3%	-0.2%	6.9%	8.2%	1.2%	6.7%	0.5%	4.1%	5.1%	5.1%
14年3月-14年7月	-7.5%	2.8%	3.9%	-1.6%	-9.0%	-8.5%	-8.8%	-3.4%	10.1%	5.7%
16年1月-16年12月	35.3%	0.6%	18.0%	57.4%	86.1%	56.9%	26.2%	23.6%	24.6%	27.8%
17年7月-17年10月	-8.9%	0.5%	-0.9%	-0.3%	-11.2%	0.6%	3.1%	-1.3%	7.9%	-1.9%
18年3月-18年5月	1.5%	3.1%	1.7%	3.3%	6.9%	8.4%	13.4%	-0.2%	4.9%	4.6%
19年2月-19年4月	5.9%	4.5%	-2.1%	-2.2%	-0.2%	5.1%	1.2%	-0.4%	0.0%	-1.3%
20年5月-20年12月	26.4%	30.0%	9.0%	19.5%	38.4%	32.1%	17.5%	32.7%	25.4%	28.3%
上涨概率	60.0%	90.0%	70.0%	70.0%	60.0%	90.0%	90.0%	50.0%	90.0%	70.0%

平均涨跌幅 4.6% 5.0% 4.9% 12.9% 11.0% 11.0% 11.5% 7.2% 11.1% 10.3%

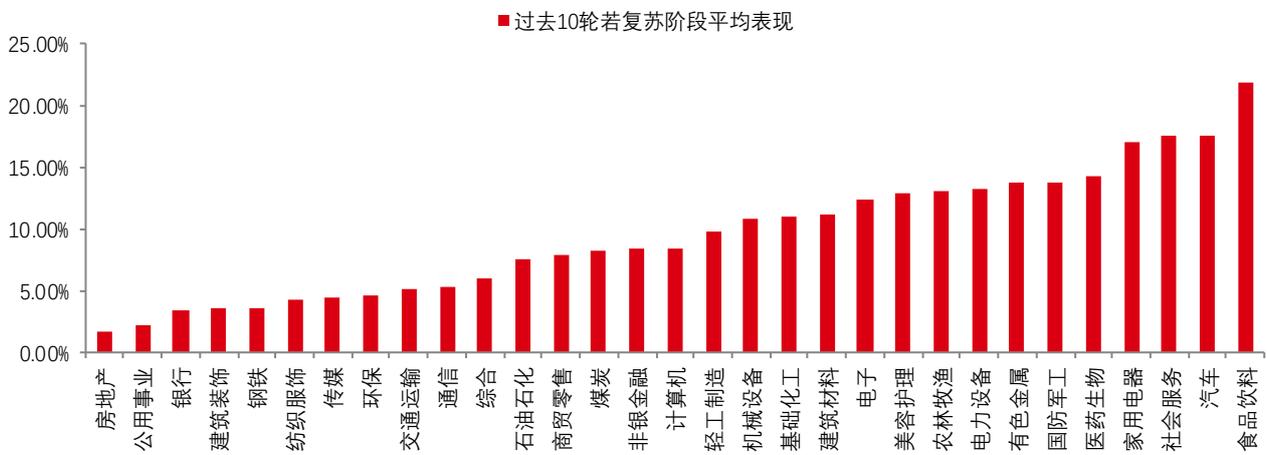
资料来源: Wind 华泰期货研究院

表2: 过去十轮弱复苏时间区间内国内主要股指表现情况 | 单位: %

	万得全 A	沪深 300	上证 50	中证 100	中证 500	中证 1000	上证综合指数	深证成份指数	创业板指数
09 年 7 月-09 年 12 月	15.38%	10.43%	4.63%	7.05%	28.01%	30.80%	8.94%	15.62%	
10 年 8 月-10 年 11 月	9.36%	7.53%	-1.77%	2.37%	19.75%	20.62%	5.53%	12.10%	18.84%
12 年 9 月-12 年 12 月	8.71%	13.22%	19.08%	16.03%	2.36%	-0.32%	10.20%	9.03%	-1.38%
13 年 6 月-13 年 11 月	1.73%	-6.29%	-9.64%	-8.26%	3.46%	11.28%	-3.42%	-7.66%	29.91%
14 年 3 月-14 年 7 月	8.05%	7.30%	10.88%	9.67%	4.88%	3.26%	6.09%	7.64%	-8.23%
16 年 1 月-16 年 12 月	-4.94%	-4.58%	0.72%	-1.34%	-10.31%	-12.42%	-5.84%	-12.46%	-21.24%
17 年 7 月-17 年 10 月	7.00%	9.75%	10.23%	11.56%	6.20%	1.25%	6.18%	7.90%	1.84%
18 年 3 月-18 年 5 月	-4.75%	-6.09%	-8.06%	-7.07%	-5.51%	-5.16%	-5.45%	-5.92%	-2.58%
19 年 2 月-19 年 4 月	22.93%	20.50%	17.83%	19.89%	23.60%	26.75%	17.57%	25.90%	27.73%
20 年 5 月-20 年 12 月	25.42%	31.48%	26.72%	32.43%	15.60%	13.37%	19.95%	31.53%	39.57%
胜率	80.00%	70.00%	70.00%	70.00%	80.00%	70.00%	70.00%	70.00%	50.00%
平均表现	15.35%	13.93%	12.78%	13.85%	15.28%	14.49%	11.79%	13.97%	13.45%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

图18: 过去 10 轮弱复苏阶段行业表现情况 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

从货币与信用角度观察经济, 根据 3 个月 SHIBOR 利率和中国信贷脉冲指数将货币与信用去分成四个周期, 分别为宽货币+宽信用、紧货币+宽信用、紧货币+紧信用与宽

货币+紧信用四个周期。不同的货币信用组合会对资产价格造成不同影响，因此可以作为观察大类资产结构性轮动的工具。

自 2021 年 11 月以来，我国经济进入“宽货币+宽信用”周期并延续至今。回顾历史 5 轮“宽货币+宽信用”情境下，商品表现最优，平均涨跌幅为 7.7%，上涨概率达到 80%；其中贵金属、能源与非金属建材商品表现最好，历史上涨概率为 100%，可持续关注。

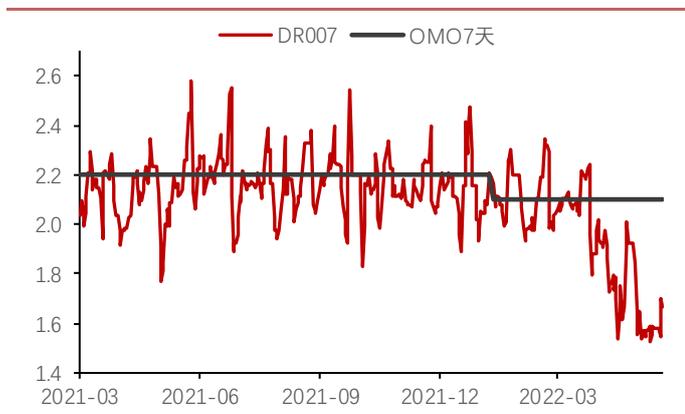
表3：国内“宽货币+宽信用”宏观情境下大类资产走势 | 单位：%

宽货币+宽信用	万得全 A	沪深 300	中证 500	上证 50	上证综指	深证成指	创业板指	商品指数	非金建材	煤焦钢矿	油脂油料	贵金属	软商品	能源	有色	化工	十年国债	两年国债
08.11-09.04	51%	43%	68%	34%	32%	43%		30%			18%	11%	13%	33%	32%	44%	0.1	-0.7
12.06-12.08	-8%	-10%	-10%	-9%	-8%	-14%	-3%	1%	1%	-15%	7%	11%	-0.2%	4%	1%	-4%	0.1	0.5
15.06-16.06	-27%	-29%	-31%	-26%	-32%	-27%	-22%	-8%	12%	14%	13%	15%	12%	15%	-11%	-7%	-0.8	0.1
18.12-19.06	25%	27%	19%	28%	19%	27%	21%	9%	10%	17%	6%	10%	-1%	10%	-0.2%	-1%	-0.01	0.1
20.03-20.05	6%	5%	7%	4%	4%	8%	11%	6%	7%	14%	-2%	8%	1%	2%	11%	13%	0.1	-0.1
平均涨跌幅	9.3%	7.1%	11%	6.2%	3.2%	7.4%	1.9%	7.7%	7.7%	7.4%	8.2%	11%	5.0%	13%	6.5%	8.8%	0.09	0.02
上涨概率	60%	60%	60%	60%	60%	60%	50%	80%	100%	75%	80%	100%	60%	100%	60%	40%	60%	60%
21.11-至今	-20%	-18%	-21%	-14%	-14%	-25%	-34%	15%	-2.5%	11%	27%	5.8%	2.4%	36%	6.0%	19%	-0.02	-0.2

资料来源：Wind 华泰期货研究院

备注：国债涨跌幅均使用收益率加减来计算

图19：DR007 利率持续低于 OMO7天利率 40BP | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图20：国内的周同业存单利率持续低于政策利率 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

随着国内经济下行压力的持续加大，政府通过基建投资稳增长的意愿也持续上升。我们回顾了近五轮国内的基建刺激阶段，可以显著看到稳增长政策对 A 股和部分商品的利好明显。五轮基建刺激样本中，上证综指、上证 50、沪深 300 的上涨概率高达 80%，其他国内股指也呈现较大概率上升。Wind 商品整体录得 60% 的概率上涨，分板块来看，软商品、黄金和有色表现亮眼，均有 80% 的概率录得上涨，其他板块的涨跌规律并不明显。

表4：历史上基建刺激下的国内资产表现 | 单位：%

	上证综指	美元兑人民币	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	Wind 商品指数	Wind 软商品	Wind 油脂油料	Wind 煤焦钢矿	Wind 有色	Wind 化工	黄金	原油
2008/10-2009/12	89.56%		92.35%	114.9%	187.1%	212.2%	-0.17%	80.19%	33.80%	29.59%		93.76%	68.16%	51.08%
2012/5-2013/11	-6.40%	86.10%	-7.93%	-7.34%	5.14%	19.10%	-4.33%	-7.42%	0.56%	-11.2%	-19.2%	-5.38%	-14.8%	-21.1%
2016/3-2017/5	3.65%	-21.8%	14.54%	8.21%	-4.90%	-14.3%	5.91%	15.29%	29.97%	-0.06%	36.77%	19.39%	15.36%	2.99%
2018/7-2019/8	0.60%	3.29%	13.03%	8.09%	-5.76%	-6.60%	4.68%	-3.90%	-13.3%	-1.05%	-14.4%	2.19%	-16.1%	24.89%
2020/1-2020/9	8.11%	33.56%	10.23%	14.57%	15.15%	16.11%	-1.72%	9.96%	2.27%	15.79%	14.05%	10.91%	-3.67%	18.96%
平均涨跌幅	19.11%	25.30%	24.44%	27.69%	39.35%	45.30%	0.87%	18.83%	10.66%	6.60%	4.31%	24.17%	9.80%	15.37%
上涨概率	80.00%	75.00%	80.00%	80.00%	60.00%	60.00%	40.00%	60.00%	80.00%	40.00%	50.00%	80.00%	40.00%	80.00%
2021/5-至今	-18.7%	-32.9%	-26.7%	-28.3%	-19.5%	-18.9%	2.97%	5.17%	25.35%	28.02%	-5.78%	14.63%	14.17%	-0.26%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com