

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

国内需求回补短期证伪，海外需求预期继续回落

——大宗商品宏观&中观周度观察20220619

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。

- 美联储公布6月议息会议结果和经济预测，调低经济增长，调升通胀预期，改变了加息预期节奏。美联储宣布将联邦基金利率目标上调75个基点至1.50%-1.75%，并大幅提升对于2022和2023年的联邦基金预期水平，预测2024年将降息，这体现出对于“经济软着陆”的判断。会后美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会表示，“相信美国的经济韧性”以及“今天75个基点的加息幅度异常之大，不认为这种幅度的变动会很常见……”体现出美联储根据通胀相机决策判断和加息的慎重。我们认为，当前三季度经济见顶下行压力比较明确，这使得软着陆压力较大。此外，能源和粮食问题使得单一货币收紧政策无法解决美国通胀问题，而当前金融市场对于美国经济的压力也并非山世纪八十年代可比，并不能照搬80年代的加息手段。因此，更应关注美国供给端对于通胀的调控，而不应完全预期美联储将持续暴力加息。我们可以关注贸易解锁，能源供给调控等措施的影响，这或将改变当前预期。但无论结果如何，实际需求与流动性均显示，大宗商品价格将面对压力。
- 美国5月通胀指标再度爆表创新高，核心通胀环比勉强维持。CPI同比上涨8.6%（前值8.3%），环比1.1%（前值0.6%）。8.6%的同比增幅是1981年12月以来最强劲的。核心通胀同比上涨6%（前值6.2%），环比0.6%（前值经修正0.5%），拉动方面能源仍为主因，粮食和地产上涨明显。我们认为，当前美联储货币收紧对于外生冲击——粮食、能源价格作用较为有限，因此后续关注海外地缘政治的缓和情况。
- 考虑当前海外主要矛盾在于通胀和经济状况的矛盾，我们将持续关注宏观（长短利差）、微观（企业融资约束）、前瞻（美股）三个主要指标，以此跟踪衰退逻辑。可以发现，本周30-5年的长短利差再次跌入负值，美股继续承压，显示经济见顶预期加强，但微观方面，企业融资压力却并未凸显。

- **5月非农数据不好不坏，通胀压力比想象中小。**5月美国非农季调后新增非农就业人口 39万人（前值 42.8修正为43.6万人，但3月数据下修）；失业率 3.6%（前值 3.6%，预期3.5%）。劳动参与率小幅反弹，5月录得62.3%（前值 62.2%）。时薪环比上升幅度不变，平均每周工时不变，关注服务业与酒店业空缺变化。生产端时薪环比上涨0.11%，出现反弹。而5月平均工时录得34.6小时（前值34.6）不变。上个月平均时薪增长了0.3%。其中信息行业薪酬增长0.7%。休闲和酒店行业收入增长0.5%，而专业商业服务收入增长0.3%(年同比增长6.6%)，**对真实通胀有明显拉动作用的是实体经济相关的休闲和酒店收入，因此情况比想象略好。同时4月份空缺有向好倾向，观察5月数据是否空缺上升。**
- **美国消费者信心指数创历史低点。**消费者信心6月录得50.2（前值56.2），创1952年以来新低；5月新屋开工大幅下滑，季调环比录得-14.42%（前值5.48%），均利空美国经济。
- **美国ISM 5月PMI录得55.90（前值55.40），非制造业录得55.90（前值57.10），**考虑到非制造业包含地产、金融服务等，对美国经济贡献更高（80%），因此对美国下行预期不变。制造业PMI构成中，主要依靠制造业订单、生产和供应商交付拉动。然而观察4月制造业订单可以发现，**去除军工和运输后的新的订单同比和环比仍然维持下滑，这显示拉动或主要来自美国调控行为，而供应商交付和物价指数回落显示供应端的通胀压力减轻，有利于通胀缓解。**
- **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。**5月，欧元区制造业PMI初值继续下降，录得54.4（前值55.3），创下 16个月来的低点；整个经济中比重更高的服务业PMI同样出现下降，录得56.3（前值57.7尽管4月HICP通胀指标录得7.4%（前值7.4%），并未进一步上升。**由于核心通胀创造新高，欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行将在7月开启加息，并在9月底之前告别负利率时代。**

- **社融总量回升，结构有望修复。**4月受疫情影响，有效融资需求明显下降，社融大幅走弱，5月随着疫情得到控制，叠加政策发力落地，融资需求开始回升并且好于市场预期，对于国内宏观环境是偏积极的。从货币供应量来看，M2与社融同比增速差再次扩大，创近6年新高，M2持续高增的原因是财政资金的加速落地，增值税留抵退税等政策支持使得财政存款向企业存款转化，而社融的相对较弱则体现了融资需求不足。因此当前宽信用的主要矛盾仍在于实体需求不足，金融机构的流动性是较充裕的。
- **虽受收入掣肘，财政仍然积极。**5月财政收入压力仍然较大，但是积极的地方在于随着地产景气度见底，土地出让收入状况有所好转，而财政支出仍然保持积极态势，助力“稳增长”。财政持续发力叠加国内疫情缓解，5月基建投资明显反弹。
- **地产边际回暖，但是力度较弱。**4月29日中央政治局会议定调“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”。进入5月份，政策继续大幅发力，央行下调首套房贷利率下限20BP，5月LPR调降15个PB，各地“因城施策”持续松绑，但是相比目前居民部门受损的资产负债表和房价预期，政策效果相对有限，目前地产基本面仍未企稳。
- **制造业有韧性，内生动能较强。**5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。5月国内出口超预期，存在4月疫情导致部分出口订单滞后至5月释放的因素，目前国内出口还是保持着较强韧性。
- **需求回补短期证伪，关注需求滞后释放。**5月宏观数据均已出炉，金融数据预示着未来“宽信用”将发力，国内流动性环境相对友好，经济数据确认了环比复苏，6月后国内进入新一轮常态化防控，此后的经济回暖值得期待，因此实际上目前国内宏观环境是比较友好的，近期工业品价格的杀跌一方面受到海外收紧流动性预期的影响，另一方面是计价了此前对于“需求回补预期”的证伪，往后看，政策落地生效与充裕的流动性是国内宏观面定价的重要因子，近期商品房销售也开始明显回暖，值得关注。

■ 建筑业景气度跟踪：淡季仍淡

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**5月中下旬，随着疫情缓解，上海全面复工复产，市场对于6月需求给予了较高预期，但目前来看，现实需求仍较惨淡，需求回补的预期证伪。
- **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库存近期也转为累库，表观需求回落。总体来看，地产竣工端需求的释放受到房企资金约束。
- **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3-4月受疫情影响，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大幅回升，进入复苏周期

- **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月中旬以来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。
- **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：**1-4月家电产量累计同比-2.8%（前值1.2%），4月家电产量当月同比-7%（前值-2.7%）。根据6月的空调排产数据，6月产销有较大压力。
- **出口：**5月越南出口和韩国出口同比回升，全球贸易需求仍有韧性。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，从4月下旬开始，集装箱吞吐量已经开始边际改善，集装箱运价有所回升，5月出口或有恢复。

■ 总结：淡季仍淡，需求回补不及预期

- 进入6月，随着国内疫情得到控制，上海开始全面复工，国内经济环比复苏，但是从工业品现实需求来看，“需求回补”的预期被阶段性证伪，淡季仍淡。

第一部分 大宗商品海外宏观分析

整体趋势 发达国家面临压力，出口导向型国家向好

美国经济 6月议息会议公布，关注供给端变化

欧洲经济 三季度提前加息，经济压力压力却大

疫情跟踪 美国新增维持高位，越南达到低点

一、海外总览：发达国家面临压力，出口导向型国家向好

- **全球经济压力加大，美欧预期均下滑。**5月美国Markit制造业PMI录得57.50（前值59.20），开始下降；欧元区方面，制造业PMI录得54.40（前值55.50），同样下滑。美国一季度GDP从-1.4%下修至-1.5%。5月，欧元区制造业PMI初值继续下降，录得54.4，（前值55.3），创下16个月来的低点；整个经济中比重更高的服务业PMI同样出现下降，录得56.3。
- **大宗商品和基础商品出口导向型国家向好。**巴西、俄罗斯、南非、越南5月制造业PMI都呈现不同程度向好，尤其是俄罗斯和越南。俄罗斯5月录得50.8（前值48.20），重新回到枯荣线以上，这与其近期出口原油收入上升，同时利用资源品保卫汇率成功有关。越南方面5月录得54.70（前值51.70），大幅上升，体现市场对其未来承接部分制造业的预期。

制造业PMI	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05
全球	56.00	55.50	55.40	54.10	54.10	54.30	54.20	54.30	53.20	53.70	52.90	52.30	52.40
美国	62.10	62.10	63.40	61.10	60.70	58.40	58.30	57.70	55.50	57.30	58.80	59.20	57.00
欧元区	63.10	63.40	62.80	61.40	58.60	58.30	58.40	58.00	58.70	58.20	56.50	55.50	54.60
德国	64.40	65.10	65.90	62.60	58.40	57.80	57.40	57.40	59.80	58.40	56.90	54.60	54.80
法国	59.40	59.00	58.00	57.50	55.00	53.60	55.90	55.60	55.50	57.20	54.70	55.70	54.60
意大利	62.30	62.20	60.30	60.90	59.70	61.10	62.80	62.00	58.30	58.30	55.80	54.50	51.90
英国	65.60	63.90	60.40	60.30	57.10	57.80	58.10	57.90	57.30	58.00	55.20	55.80	54.60
澳大利亚	51.50	63.20	60.80	51.60	51.20	50.40	54.80	48.40	48.40	53.20	55.70	58.50	52.40
日本	53.00	52.40	53.00	52.70	51.50	53.20	54.50	54.30	55.40	52.70	54.10	53.50	53.30
中国	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40	49.60
印度	50.80	48.10	55.30	52.30	53.70	55.90	57.60	55.50	54.00	54.90	54.00	54.70	54.60
巴西	53.70	56.40	56.70	53.60	54.40	51.70	49.80	49.80	47.80	49.60	52.30	51.80	54.20
俄罗斯	51.90	49.20	47.50	46.50	49.80	51.60	51.70	51.60	51.80	48.60	44.10	48.20	50.80
南非	53.20	51.00	46.10	49.90	50.70	48.60	51.70	48.40	50.90	50.90	51.40	50.30	50.70
越南	53.10	44.10	45.10	40.20	40.20	52.10	52.20	52.50	53.70	54.30	51.70	51.70	54.70

一、美联储6月议息会议：收紧速度和幅度看通胀，经济压力较大

- 6月16日凌晨，美联储公布6月议息会议结果和二季度经济预测，**调低经济增长，调升通胀预期，改变了加息预期节奏。**
- 美联储宣布将联邦基金利率目标上调75个基点至1.50%-1.75%，并大幅提升对于2022和2023年的联邦基金预期水平，预测2024年将降息，这体现出对于“经济软着陆”的判断。会后美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会表示，“相信美国的经济韧性”以及“今天75个基点的加息幅度异常之大，不认为这种幅度的变动会很常见……”体现出美联储根据通胀相机决策判断和加息的慎重。
- 我们认为，单一货币政策无法解决美国通胀问题，更应关注财政端贸易解锁，能源供给调控等措施的影响，这或将改变当前预期。

美联储6月议息会议经济预测：调低经济增长，调升通胀预期，改变了加息预期节奏

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	1.6-2.2
March projection	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1	3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	3.5-4.3
March projection	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
PCE inflation	5.2	2.6	2.2	2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5	2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0	2.0
March projection	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.3	2.7	2.3		4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5		4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8	
March projection	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4		3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.4	3.8	3.4	2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6	2.3-2.5	3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1	2.0-3.0
March projection	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0

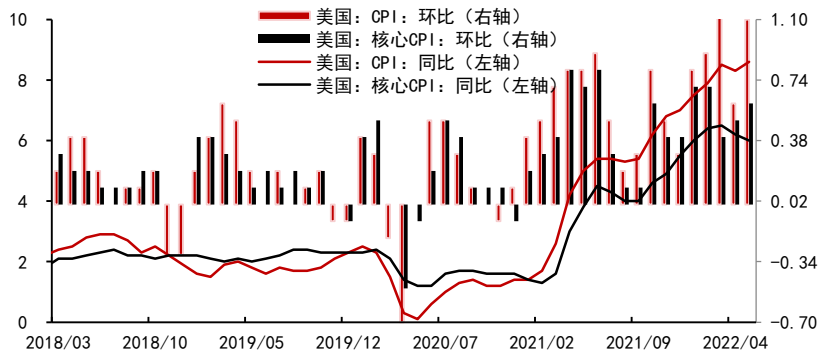
二、美国通胀：5月通胀再创新高，倒逼货币收紧，关注地缘因素

- 美国5月通胀指标再度爆表创新高，核心通胀环比勉强维持。CPI同比上涨8.6%（前值8.3%），环比1.1%（前值0.6%）。8.6%的同比增幅是1981年12月以来最强劲的。核心通胀同比上涨6%（前值6.2%），环比0.6%（前值经修正0.5%），拉动方面能源仍为主因，粮食和地产上涨明显。
- 拜登表示，美国需要“采取更多行动——迅速行动——以降低价格”，并呼吁国会通过立法，降低能源、处方药和运输成本。海外经济观点认为，拜登有小概率会尽快与伊朗协商，释放原油。我们认为，当前美联储货币收紧对于外生冲击——粮食、能源价格作用较为有限，因此后续关注海外地缘政治的缓和情况。

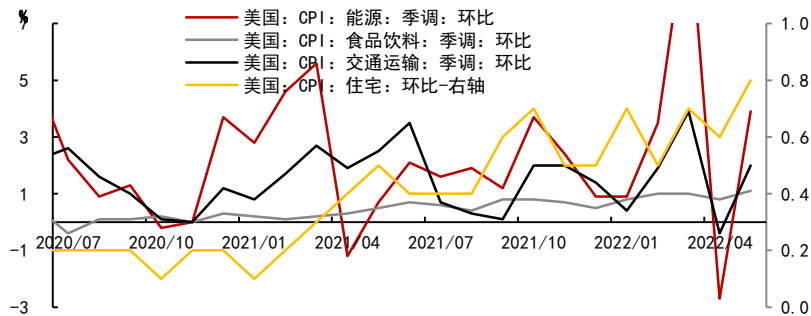
通胀预期：盈亏平衡通胀率大幅下降



美国通胀再爆表，核心通胀环比较为稳定



能源、交通运输、食品饮料、住宅加速上行



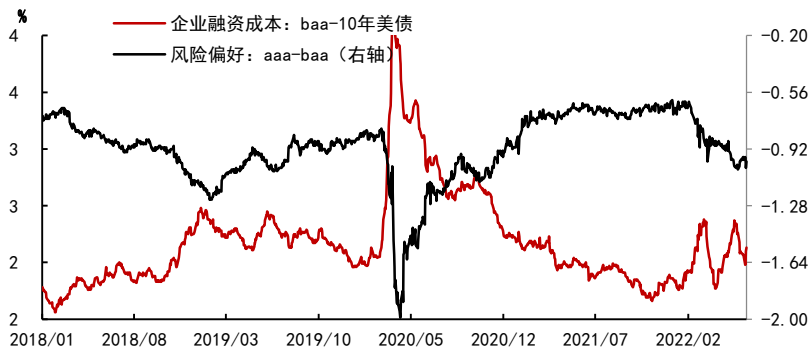
二、货币收紧 & 经济关系：经济压力加大，融资约束尚未体现

- 考虑当前海外主要矛盾在于通胀和经济状况的矛盾，美联储面对经济端的约束，因此我们关注宏观（长短利差）、微观（企业融资约束）、前瞻（美股）三个主要指标，以此跟踪衰退逻辑。
- 宏观：长短利差近期继续下行，30年-5年再度跌入负值区间，显示经济加大。
- 微观：关注企业融资成本，发现本周小幅反弹，但并不明显。
- 前瞻：标普500继续下行，同样体现经济见顶衰退预期。

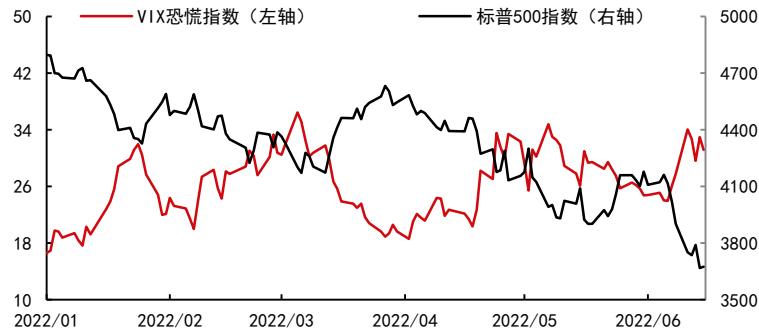
宏观：长短利差周五晚间继续下行，并出现倒挂



微观：企业利润下降，融资成本上升将对美联储约束



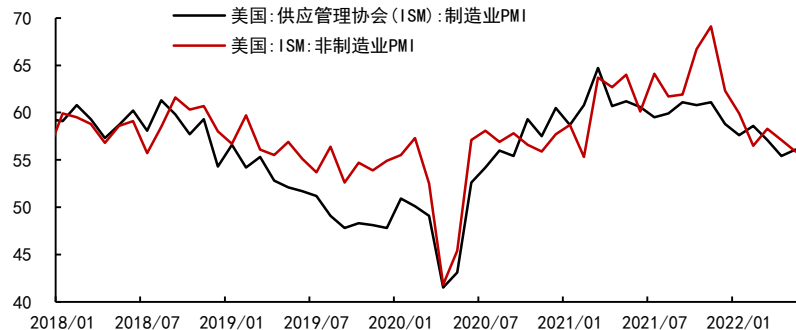
前瞻：股指周五晚间大幅下滑



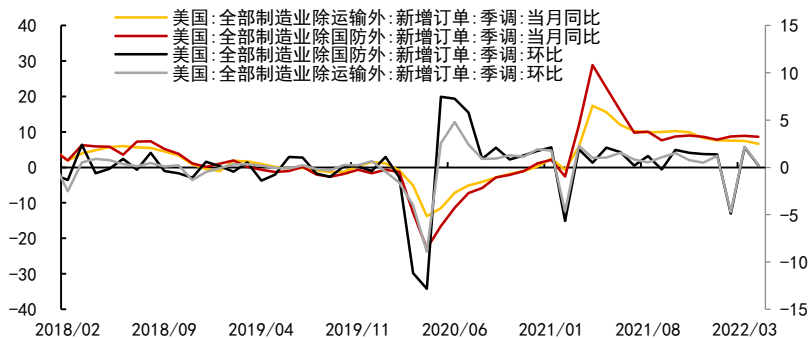
二、美国经济：5月ISM PMI公布，显示供应端缓和及经济压力

- 本周公布ISM 5月PMI，制造业出现反弹，非制造业出现回落，经济下行压力不减。制造业PMI录得55.90（前值55.40），非制造业录得55.90（前值57.10），考虑到非制造业包含地产、金融服务等，对美国经济贡献更高（80%），因此对美国经济下行预期不变。
- 制造业PMI构成中，主要依靠制造业订单、生产和供应商交付拉动。然而观察4月制造业订单可以发现，去除军工和运输后的新的订单同比和环比仍然维持下滑，但供应商交付和物价显示供应端的通胀压力出现回落。

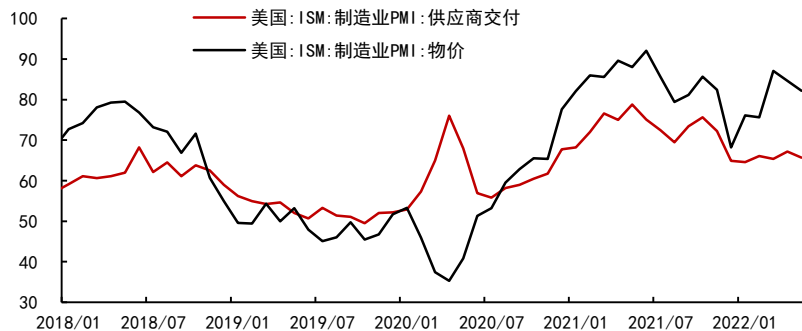
美国5月制造业PMI反弹，但非制造业下滑



拆分美国制造业新增订单，去除运输和军工后显示回落



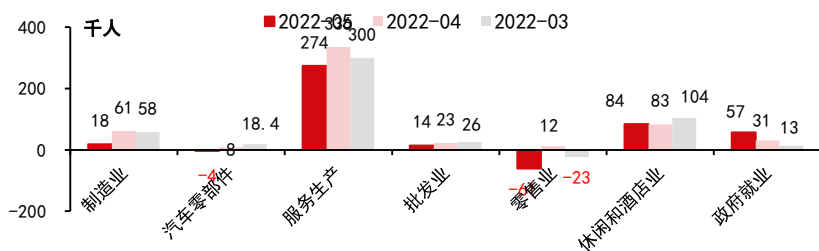
PMI物价和供应商交付回落，显示供应端压力缓解



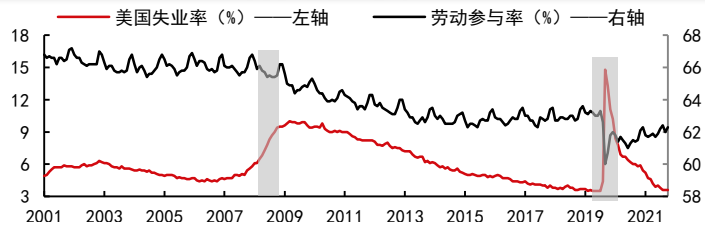
二、美国5月就业分析：不好不坏，工资-通胀螺旋并未出现

- **数据不好不坏，未出现新信息。**5月美国非农季调后新增非农就业人口 39万人（前值 42.8修正为43.6万人，但3月数据下修）；失业率 3.6%（前值 3.6%，预期3.5%）。劳动参与率小幅反弹，5月录得62.3%（前值 62.2%）。
- **时薪环比上升幅度不变，平均每周工时不变，显示通胀压力未恶化，关注服务业与酒店业空缺变化。**生产端时薪环比上涨0.11%，出现反弹。而5月平均工时环比录得34.6小时（前值34.6）不变。上个月平均时薪增长了0.3%。其中信息行业薪酬增长0.7%。休闲和酒店行业收入增长0.5%，而专业商业服务收入增长0.3%(年同比增长6.6%)，对真实通胀有明显拉动作用的是实体经济相关的休闲和酒店收入，4月份空缺有向好倾向，观察5月数据是否空缺上升。

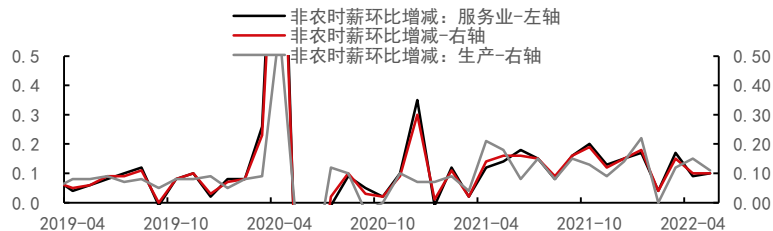
5月新增非农数据：休闲和生产服务继续边际回落



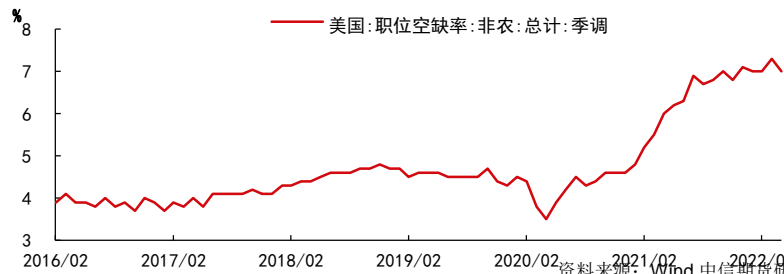
5月劳动参与率回升



5月非农时薪环比与上月持平，并未恶化



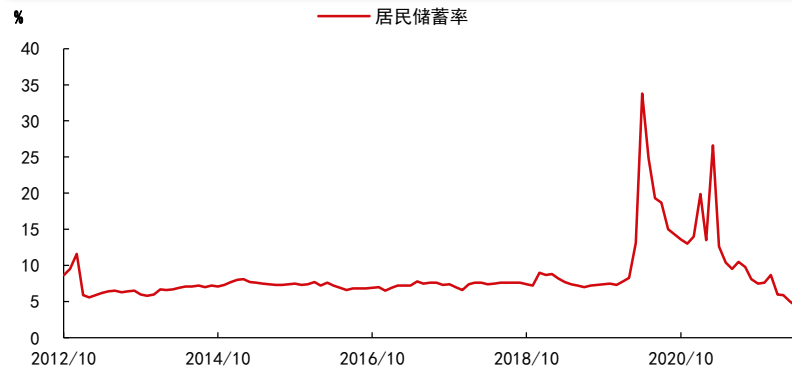
4月美国职位空缺率小幅回落



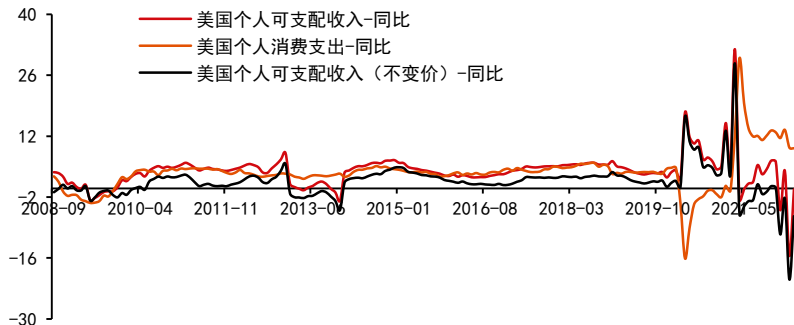
二、消费周期：6月消费者信心指数创1952年以来最低点

- **美国消费者信心指数创历史低点。**消费者信心6月录得50.2（前值56.2），创1952年以来新低，经济见顶压力不断增强。
- **美国4月个人实际可支配收入同比录得-0.27%（前值-20.14%），环比0.02%，自去年11月以来首次转正。消费支出折年数同比9.22%（前值9.33%），相比一季度出现好转。**
- **美国4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8.70%（前值7.32%），环比0.9%（前值1.41%），继续显示韧性。其中机动车及其零部件（2.17%，前值-1.56%），汽车及其他机动车辆（2.19%，前值-1.69%）。家具及装饰（0.65%，前值-0.06%），电子和家用电器（1.05%，前值2.67%）。
- **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%。**

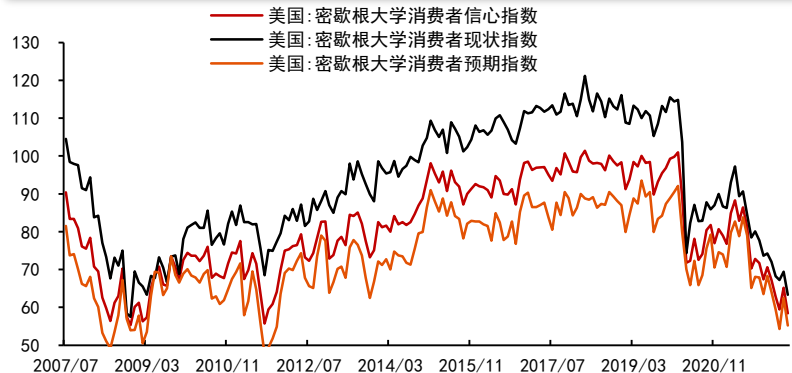
美国4月居民储蓄率继续下滑



美国个人可支配收入4月份略好转，下降-0.27%



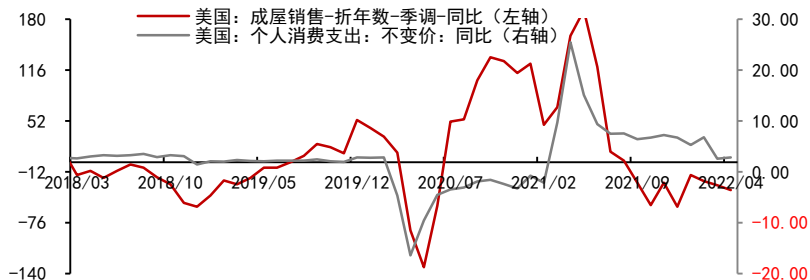
5月消费者信心指数继续下降



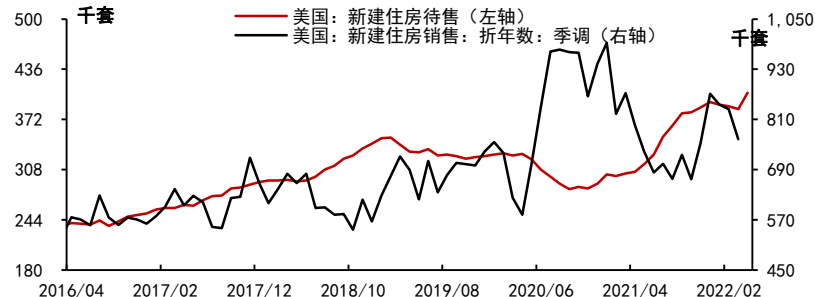
二、美国地产周期：5月新屋开工大幅下滑，利空经济

- 美国5月新屋开工大幅下滑，季调环比录得-14.42%（前值5.48%），利空美国经济。
- 美国4月成屋销售同比继续下降，带动消费同比下滑。美国4月成屋销售同比录得-35%（前值-27%），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（4月同比2.33%，前值6.75%）。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的拉动趋降，将抑制通胀。

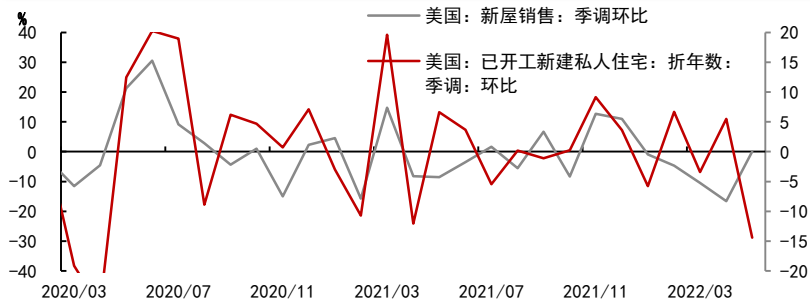
美国成屋销售领先消费支出，4月成屋销售继续下滑



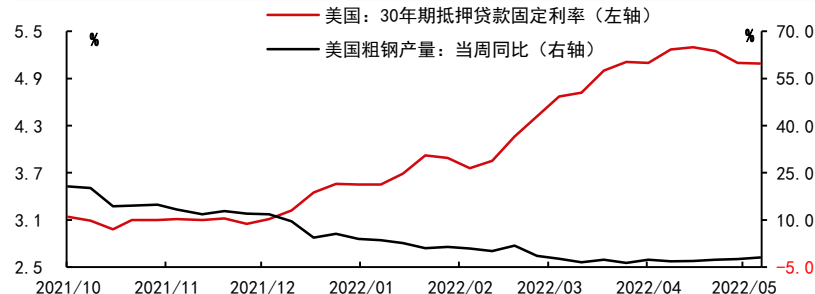
新建住房销售、待售背离，显示见顶预期



美国5月新屋开工环比大幅下滑至-14.42%



高频指标：房贷利率大幅上升，粗钢产量同比跌入负值



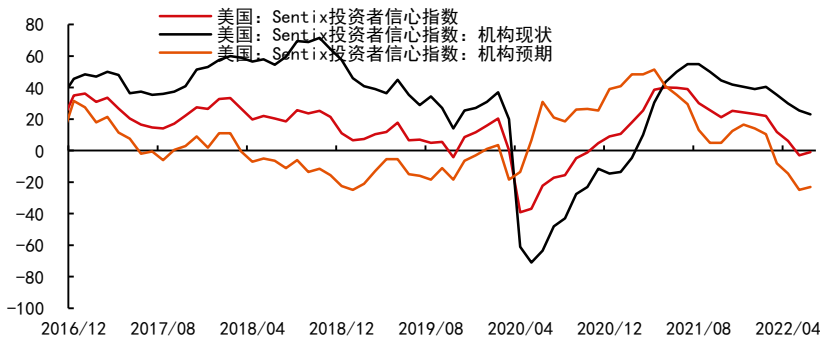
二、制造业和库存周期：5月中小企业乐观指数继续下降

- **美国5月中小企业乐观指数继续下跌。**录得93.10（前值93.20），根据调查报告，中小企业对于半年后的经济预期继续下滑，但企业主同时表示，很难招到满意的劳动，并且5月期间有薪资上升的调整。
- **前瞻性指标看，未来需求见顶预期在加强，投资者信心指数跌入负值。**6月Sentix投资者信心指数录得-1（前值-2.9），继续为负，但比上月略有反弹。6月费城联储制造业指数2.5（前值17.80）。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；6月新订单直接跌入负值，录得-12.40（前值22.10），为新冠疫情以来首次，体现未来美国经济见顶预期不断加强。

美国5月中小企业乐观指数继续下行



6月Sentix投资者信心指数小幅反弹，但仍为负值



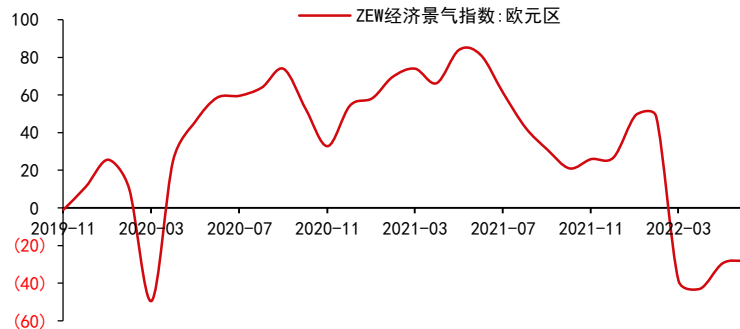
6月费城联储制造业指数大幅下跌，由正转负



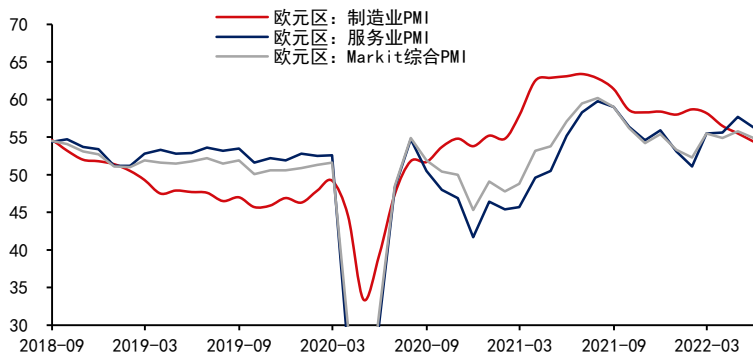
三、欧洲经济：经济压力压力仍大，确定7月加息

- **加息时点确认。**6月9日，欧洲央行召开货币政策会议并正式宣布开启欧元区货币政策正常化进程，这也意味着持续8年之久的欧元区负利率时代即将结束。根据决议，欧洲央行将在7月1日结束“资产购买计划”，7月21日的下次货币政策会议上加息25个基点，并于9月8日的再下次货币政策会议上继续加息，9月的加息幅度则取决于届时的欧元区通胀情况。
- **经济压力仍大。**6月欧元区经济景气指数-28（前值-29.5），相对缓和，但仍在负值区间，并未出现缓解。

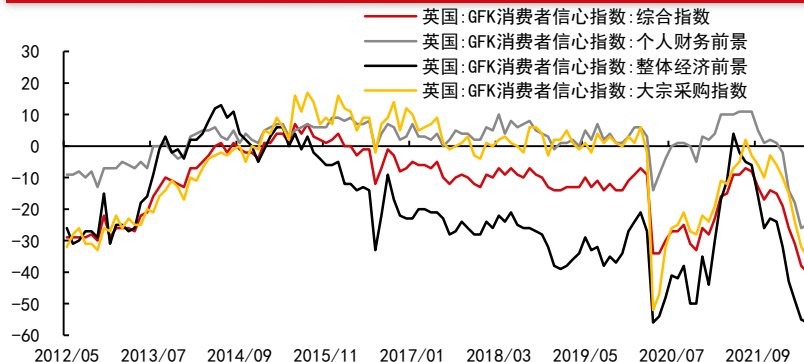
6月欧元区经济景气指数反弹，但仍为负值



5月欧洲经济整体下滑



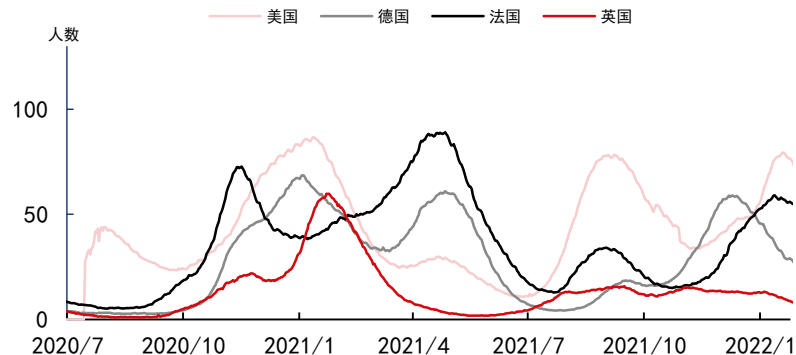
欧洲消费者信心跌至指数产生以来最低点



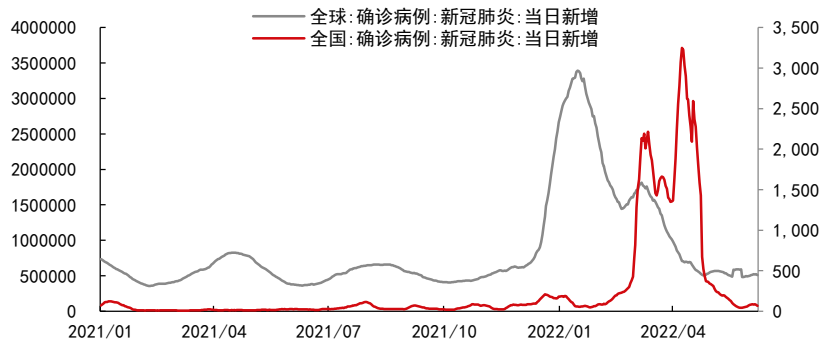
四、疫情跟踪：全球疫情影响持续下降，国内疫情缓和

- **全球Omicron逐步得到控制，美国大幅反弹。**欧元区逐渐走向群体免疫，新增人数减少，但美国近期新增感染大幅反弹，单日已增至10万人以上，这对于服务业就业是明显压制，同时限制美联储货币政策对通胀的效果，反而导致经济下行压力加大。
- **国内疫情从高位回落。**至6月18日，国内7日平均新增感染人数下降至64人，**当前国内疫情已经得到明显控制。**

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

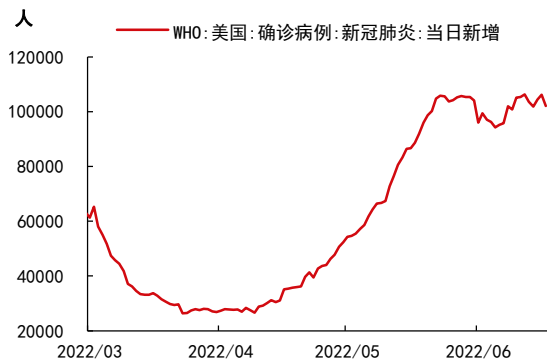


全球新冠死亡七日平均新增近期回落

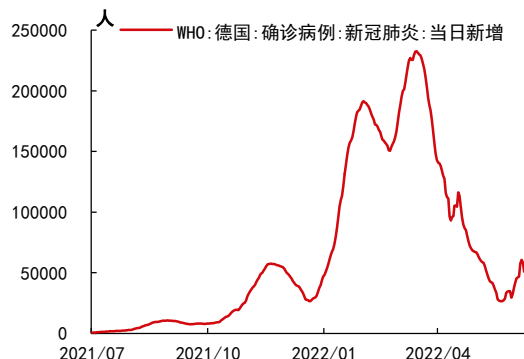


四、疫情跟踪：美国新增维持高位，越南达到低点

美国新增病例维持高位



德国新增病例出现反弹



澳大利亚日新增病例大幅下降



越南回落明显，单日新增1000人



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 疫后经济复苏，社融明显回升

财政 虽受收入掣肘，支出仍然强劲

基建 五月明显反弹，基建延续发力

房地产 边际有所回暖，但是力度较弱

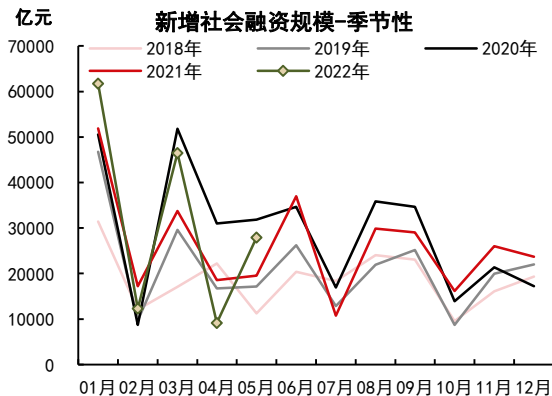
制造业 鼓励产业升级，内生动能较强

出口 五月大幅反弹，再度超出预期

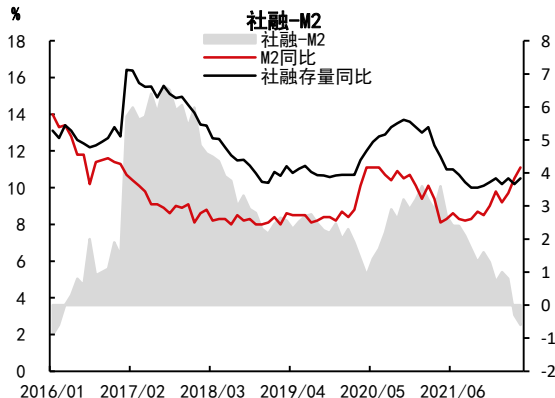
二、社融（总量）：疫后经济秩序恢复，5月社融明显回升

- 5月新增社融27900亿元，同比多增8399亿元，好于市场预期；社融同比增速10.50%，较上月上升0.3个百分点。
 - 4月受疫情影响，有效融资需求明显下降，社融大幅走弱，5月随着疫情得到控制，叠加政策发力落地，融资需求开始回升并且好于市场预期，对于国内宏观环境是偏积极的。
- 5月M2同比增速11.10%，较上月上升0.6个百分点；M1同比增速4.6%，较上月下降0.6个百分点。
 - M2与社融同比增速差再次扩大，创近6年新高。M2持续高增的原因是财政资金的加速落地，增值税留抵退税等政策支持使得财政存款向企业存款转化，而社融的相对较弱则体现了融资需求不足。
 - M1与M2增速剪刀差也扩大到-6.5%（前值-5.4%），扩张速度有所加快，体现的是企业资金活化不足以及商品房销售的冷清。

5月新增社融反弹



社融-M2仍在走弱，融资需求低迷



社融存量同比与钢材价格

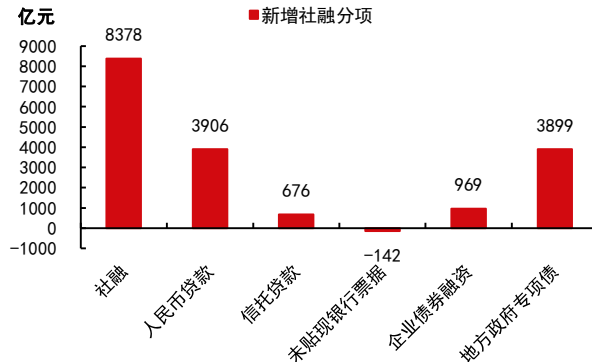


二、社融（结构）：票据冲量为重，按揭贷款仍弱

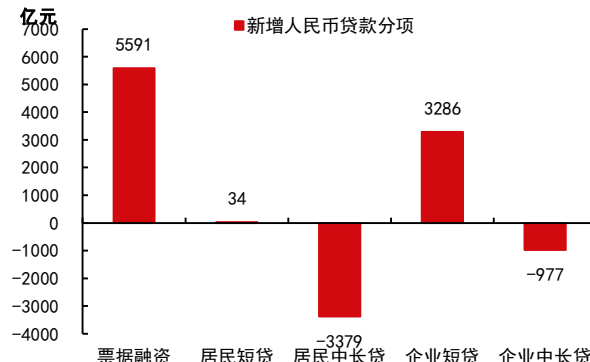
■ 从结构来看，票据与短贷仍然是主导力量，疫情冲击后，企业生产经营开始恢复，对于上海地区来说，大部分产业链是“从0到1”的修复，需要短期融资来迎接复工复产。但对于中长期贷款来说，其修复是比较慢的，企业经营恢复一切正常后，才会加码中长期的资本开支或扩张。

■ 居民中长期贷款有所回升，但同比来看仍然处于极低水平，这与目前的商品房销售情况是相互印证的，虽然地产政策在持续松绑，但还尚未完全扭转仍居民偏悲观的购房意愿。

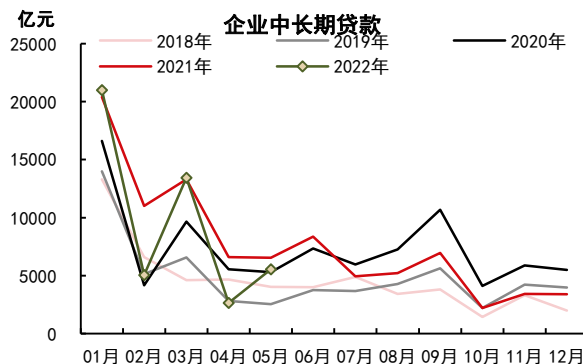
5月新增社融分项同比增减



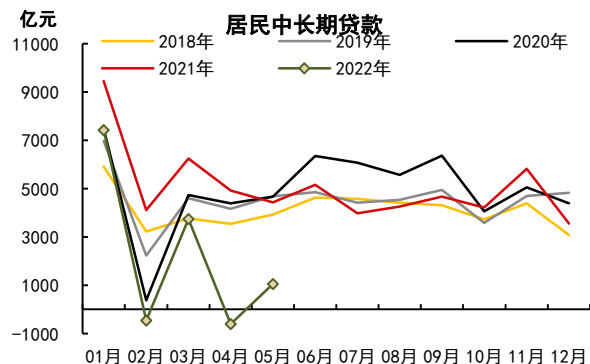
5月新增人民币贷款分项同比增减



新增企业中长期贷款小幅回升



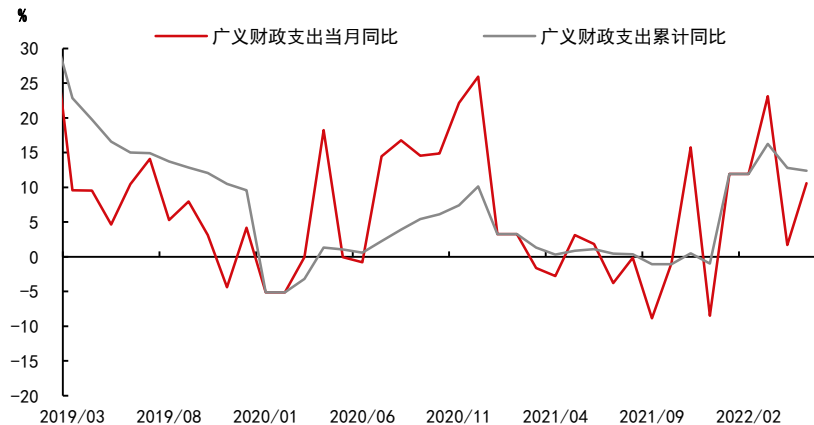
新增住房贷款转正，但同比仍弱



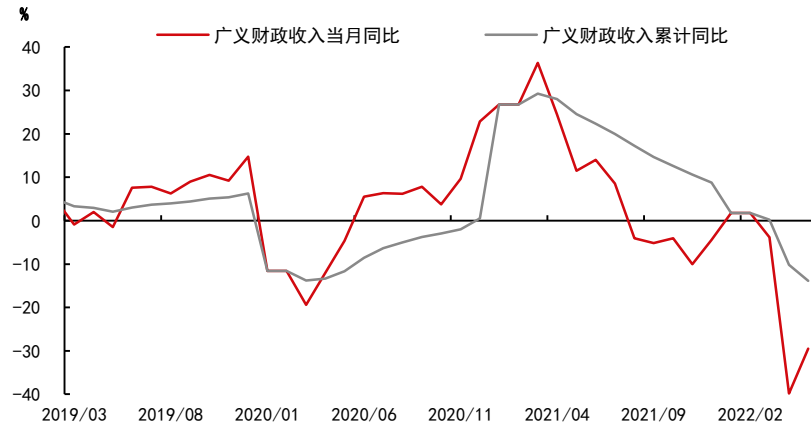
二、财政：虽受收入掣肘，支出仍然强劲

- **广义财政收入边际改善**：5月公共财政收入同比为-32.5%，较4月-41.3%的同比降幅略有收窄；5月政府性基金收入同比为-19.2%，较4月-34.4%有所收窄。1-5月财政收入完成预算的进度为41%，为近年最低水平，下半年追赶进度压力较大。
- **广义财政支出仍然较强**：5月广义财政支出同比增长10.6%（前值1.7%），1-5月累计同比12.4%（前值12.8%），财政收入的下行在一定程度上掣肘了财政支出的力度，但专项债发行规模反弹支撑广义财政支出。
- 总体来看，5月财政收入压力仍然较大，但是积极的地方在于随着地产景气度见底，土地出让收入状况有所好转，而财政支出仍然保持积极态势，助力“稳增长”。

广义财政支出明显反弹



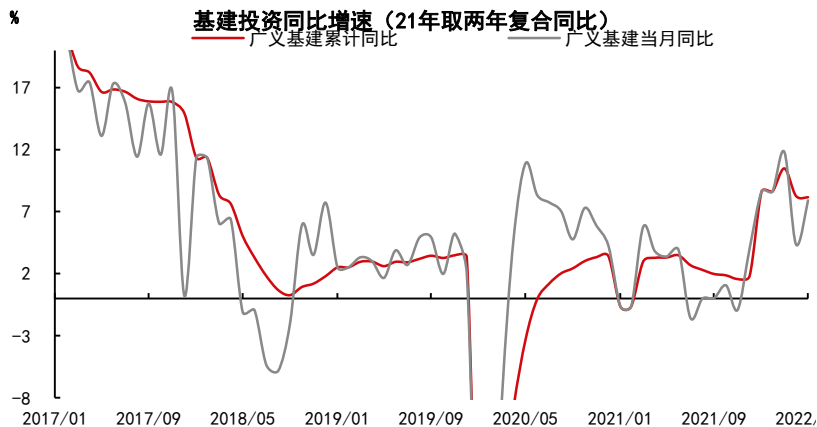
广义财政收入边际改善



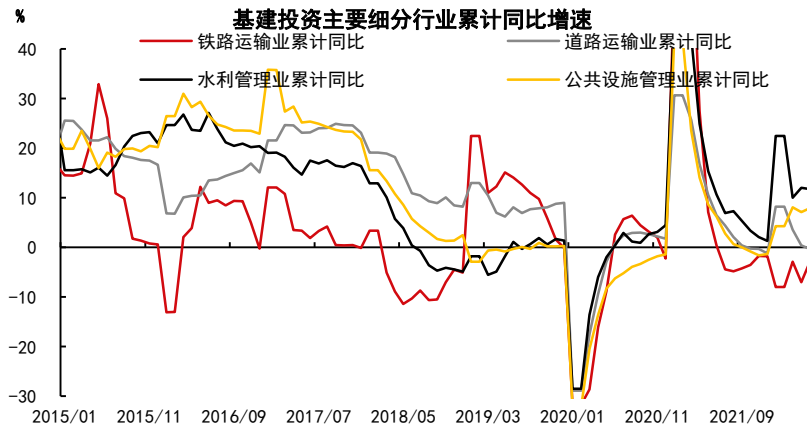
二、基建：五月明显反弹，基建延续发力

- **5月基建投资明显反弹**：1-5月基建累计同比为8.2%（前值8.3%），5月基建当月同比7.9%（前值4.3%）。
- **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。**
- 具体来看，信息传输业投资增长10.6%，增速比1-4月份加快7.5个百分点；公共设施管理业投资增长7.9%，增速加快0.8个百分点；生态保护和环境治理业投资增长1.7%，增速加快1.4个百分点；铁路运输业投资下降3.0%，降幅收窄4.0个百分点；水利管理业投资增长11.8%，增速回落0.2个百分点。
- **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，是稳增长的重要抓手。**

1-5月基建投资同比8.2%，5月当月同比7.9%



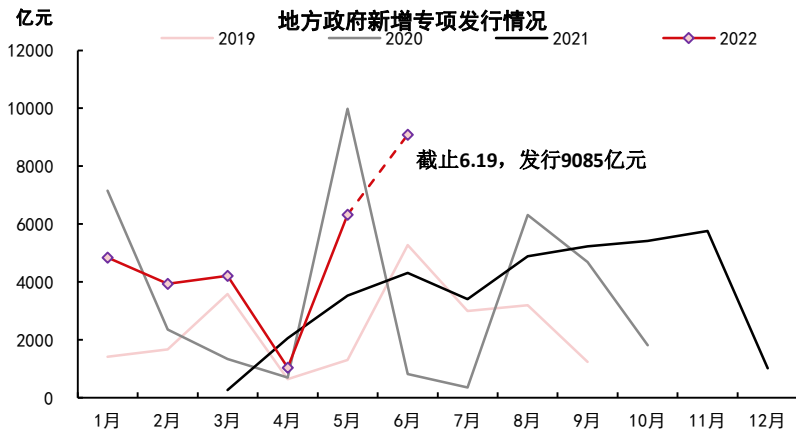
基建投资结构上有分化



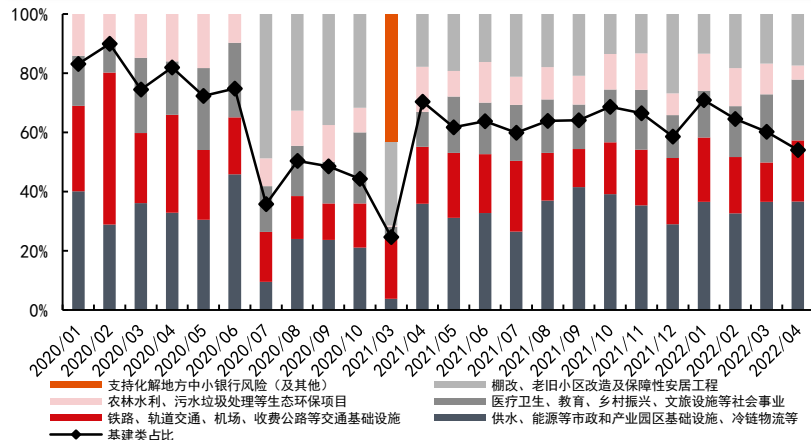
二、基建：专项债资金发行与投向跟踪

- 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。在5月25日，稳住经济大盘电视电话会议中，财政部表示“要确保用于项目建设的3.45万亿元地方政府专项债券于6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用到位。”
- 5月专项债发行6319.62亿元。预计6月专项债发行规模将超万亿，截止6月19日已经发行9085亿元。
- 1-4月专项债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%。

6月专项债发行预计将大幅放量



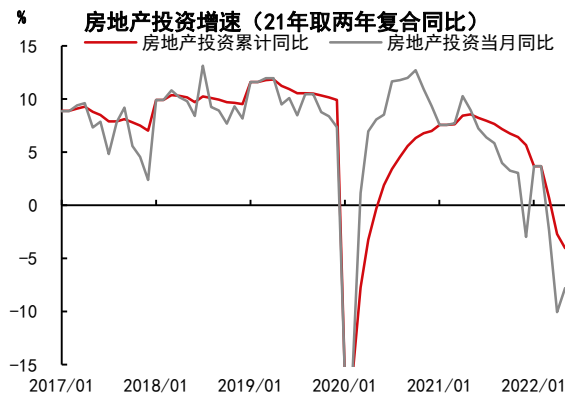
专项债资金投向情况



二、房地产：边际有所回暖，但是力度较弱

- 5月地产投资边际回暖，但力度较多。1-5月地产投资累计同比-4%（前值-2.7%），5月当月同比-7.8%（前值-10.1%）。
- 5月房企到位资金情况仍然严峻。1-5月房地产开发企业到位资金同比下降-25.8%（前值-23.6%），5月当月同比-33.4%（前值-35.5%）。
- 4月29日中央政治局会议定调“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”。进入5月份，政策继续大幅发力，央行下调首套房贷利率下限20BP，5月LPR调降15个PB，各地“因城施策”持续松绑，但是相比目前居民部门受损的资产负债表和房价预期，政策效果相对有限，目前地产基本面仍未企稳。

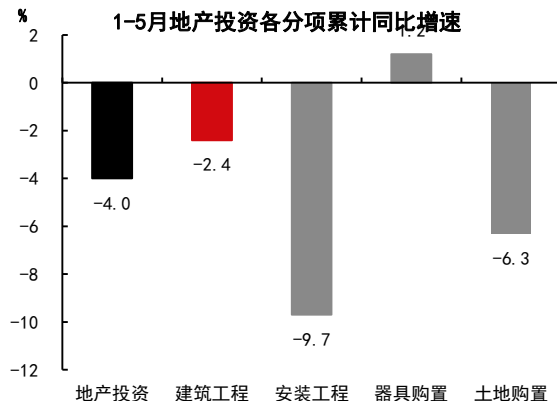
5月房地产投资边际回暖



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

■ 1-5月制造业投资同比增长10.6%

（前值12.2%），三年平均同比增长为4.3%（前值4.1%）。制造业投资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。

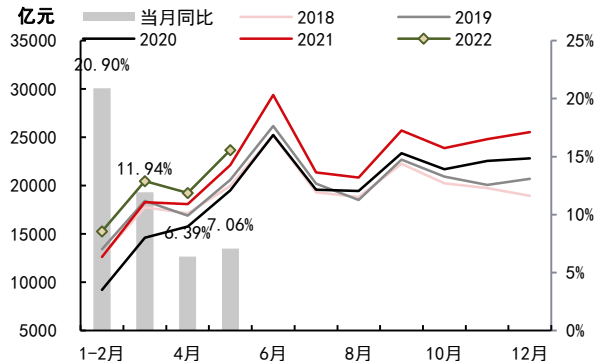
■ 工业企业受国内疫情短期冲击及国际形势更趋复杂严峻等因素影响，4月份利润短期承压明显。

■ 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，3-4月库存水平的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。

制造业投资保持韧性



制造业投资额（换算值）



工业企业利润与制造业投资



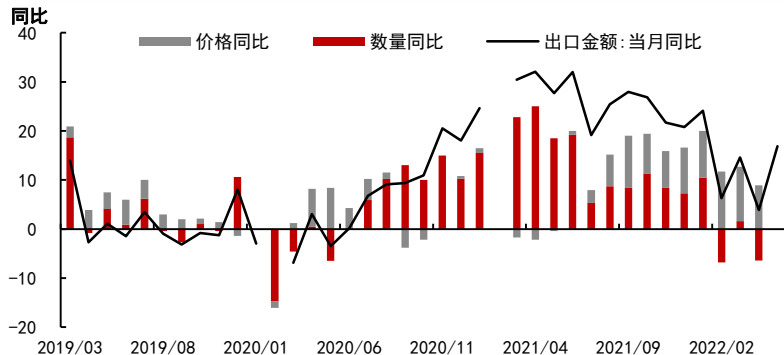
疫情导致工业企业被动累库



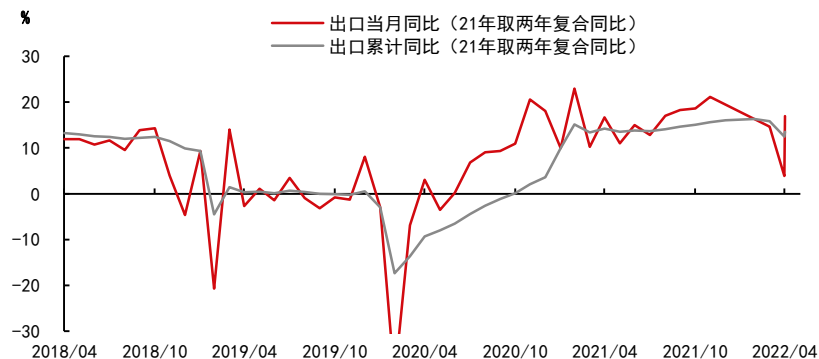
二、出口：五月大幅反弹，再度超出预期

- 中国5月出口（以美元计）同比增16.9%，预期增7.3%。
- 5月国内出口超预期，存在4月疫情导致部分出口订单滞后至5月释放的因素，目前国内出口还是保持着较强韧性，究其缘由，主要是海外需求仍相对旺盛，5月美国与全球PMI数据回升，邻国韩国、越南出口也保持较高增速，其次国内供应链效率回升以及政策对外贸的支持也对国内出口形成支撑。

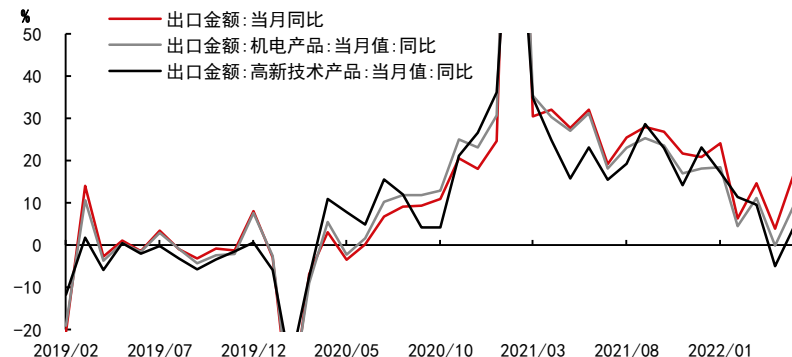
出口高增主要是价格因素主导



中国出口（美元计）同比增速



机电产品与高技术产品出口反弹



第三部分 大宗商品国内中观景气跟踪

地产基本面跟踪 销售压力较大，地产尚未企稳

建筑业需求跟踪 疫情影响缓解，需求初步释放

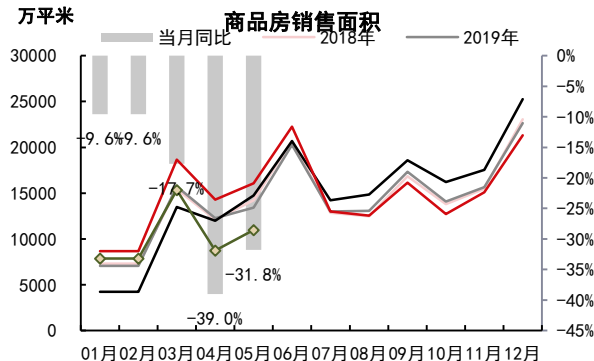
制造业需求跟踪 **PMI**大幅回升，进入复苏周期

中观需求总结 疫后需求释放，关注需求弹性

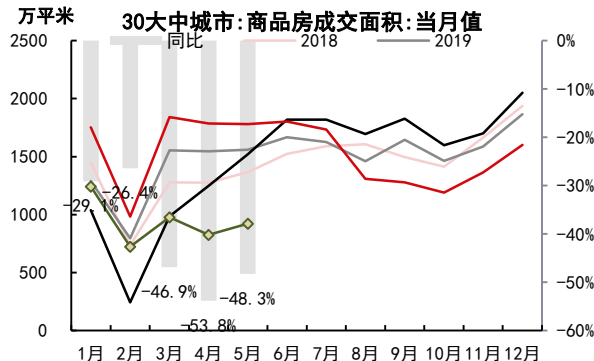
三、建筑业需求（地产数据）——销售：小幅回暖，有待观察

- 5月地产销售有所回暖。30城高频数据显示6月以来地产销售环比回升较快，有待继续观察。
- 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。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5月，已经连续8个月下降，5月房贷利率较去年最高点回落83BP，继续创近四年以来的新低。
- 5月央行下调首套房贷利率下限20个BP，5年期LPR调降15个BP。
- 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。

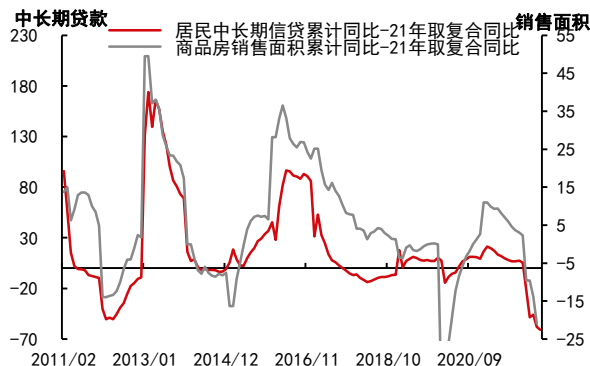
5月商品房销售面积同比-31.8%



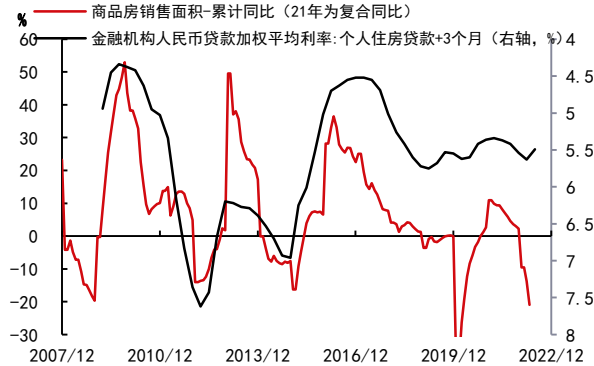
5月份30城商品房销售面积同比-48%



同步指标：居民中长期信贷



领先指标：房贷利率

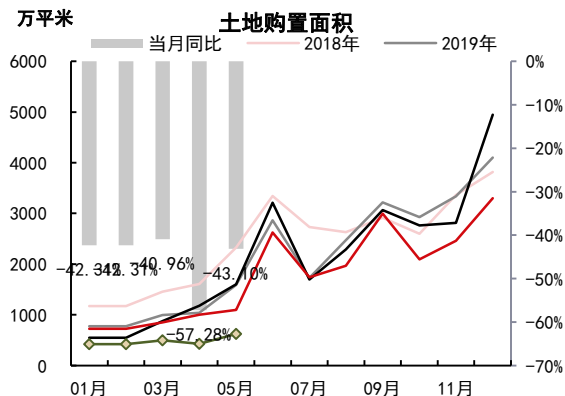


三、建筑业需求（地产数据）——土地：延续弱势

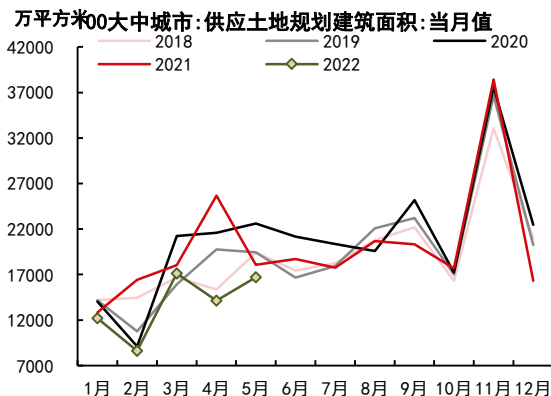
■ 土地市场整体依旧保持弱势：

- 土地购置面积：1-5月同比增速-45.7%（前值-46.5%），5月当月同比-43.7%（前值-46.5%）。
- 100大中城市供应土地规划建筑面积：1-5月累计同比-24.5%（前值-28.7%），5月当月同比-20.02%（前值-44.99%）
- 100大中城市成交土地规划建筑面积：1-5月累计同比-34.07%（前值-31.7%），4月当月同比-41.96%（前值-29.05%）

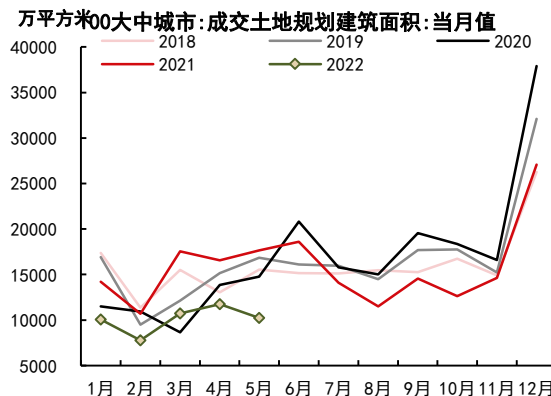
土地购置面积同比-43.1%，仍然较弱



100大中城市供应土地规划建筑面积



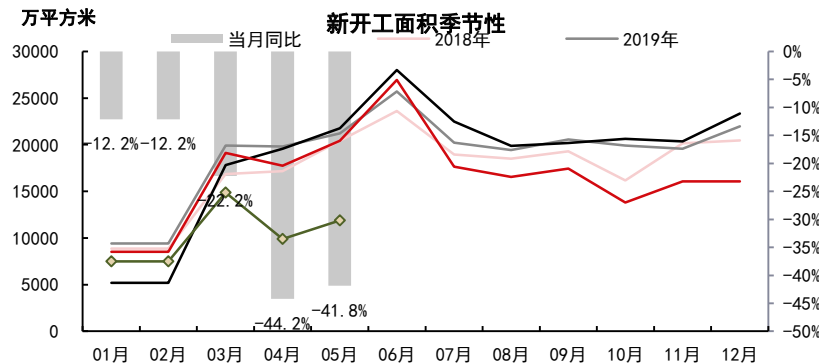
100大中城市成交土地规划建筑面积



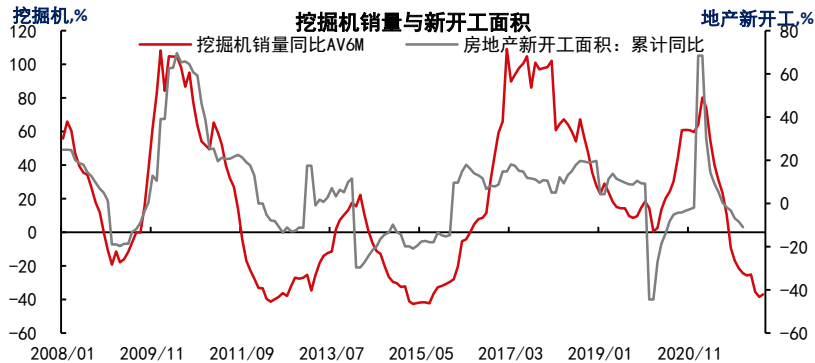
三、建筑业需求（地产数据）——开工：压力仍大

- 房屋新开工面积的同比降幅继续大幅走弱：
 - 5月新开工当月同比-41.8%（前值-44.2%）；
 - 1-5月新开工累计同比-30.6%（前值-26.3%）。
- 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。
- 根据百城土地成交面积的领先作用，新开工仍在下行。

5月房屋新开工面积压力仍大



同步指标：挖掘机销量



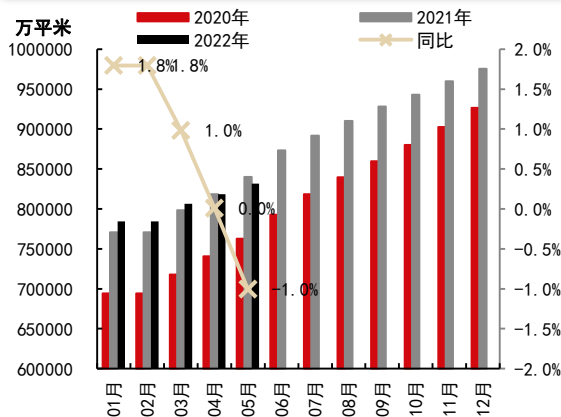
领先指标：百城土地成交面积



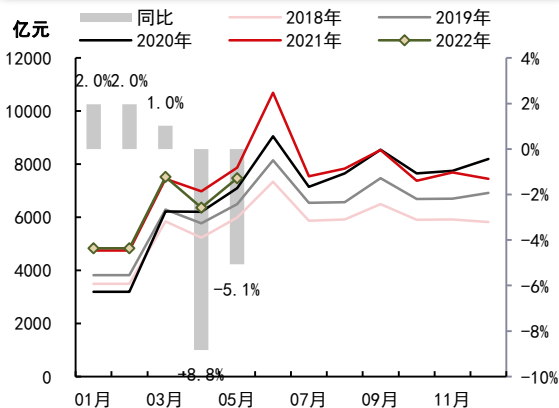
三、建筑业需求（地产数据）——施工：同比转负

- **房屋施工面积**：1-5月施工面积83.2亿平方米，同比-1%（前值0%），上一次同比转负是在1997年。
- **5月建筑工程投资边际回暖**：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，建筑工程投资韧性较强，一季度累计同比增长1.6%，4月疫情导致存量施工也出现明显放缓，因此4月建筑工程投资大幅走弱，4月当月同比-8.8%，1-4月累计同比降至-1.5%。随着疫情缓解，5月建筑工程投资当月同比回升至-5.1%。

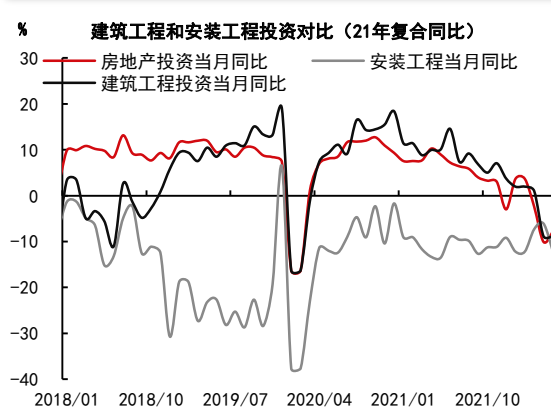
存量施工面积同比转负



建筑工程投资-季节性



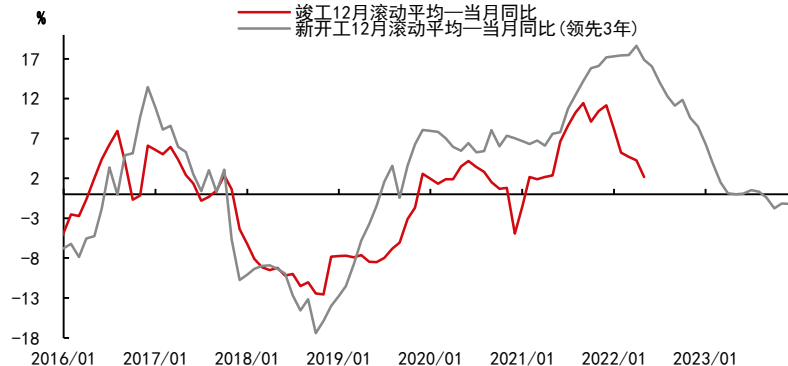
建安投资拉动地产投资



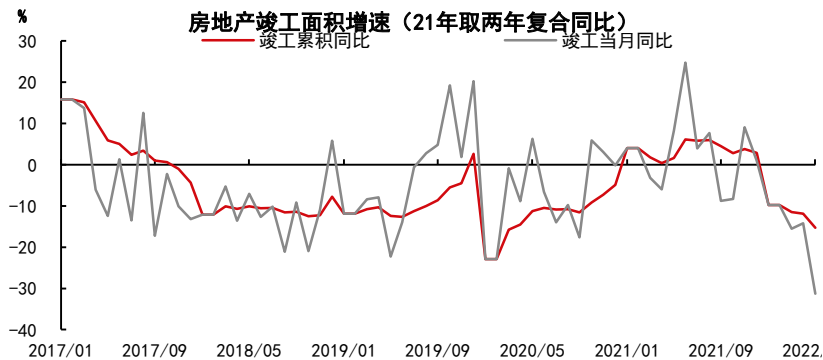
三、建筑业需求（地产数据）——竣工：本月意外大幅走弱

- 1-5月竣工面积同比-15.3%（前值-11.9%），去年全年同比11.2%。5月当月同比-31.4%（前值-14.2%）。
- 5月竣工大幅意外走弱，侧面体现了房企资金压力，相对于新开工及施工，竣工端理应表现更加韧性。
- 根据新开工对竣工的领先作用，竣工周期步入尾声。

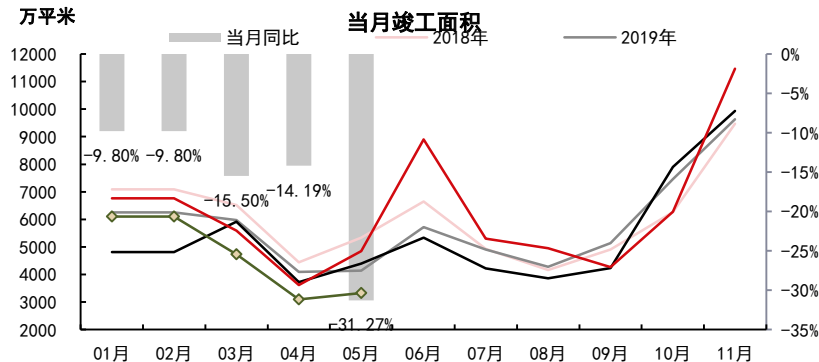
领先指标：新开工领先竣工



1-5月竣工面积同比-15.3%

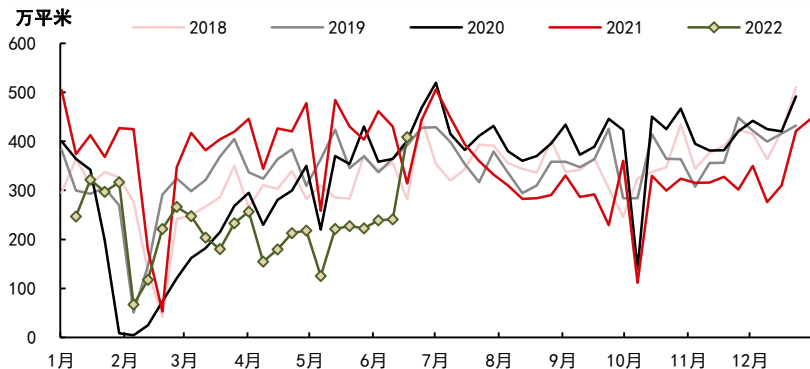


竣工面积-季节性

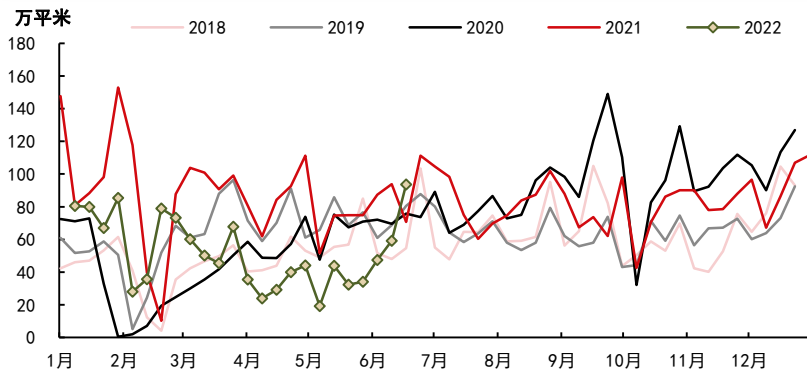


三、建筑业需求——地产高频数据：30大中城商品房成交面积

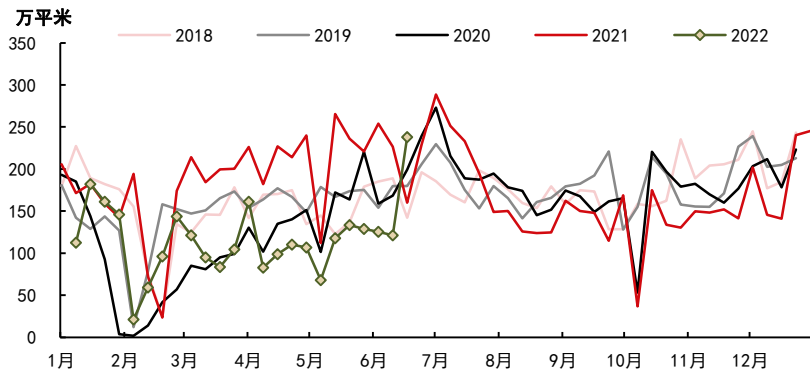
30大中城商品房成交面积



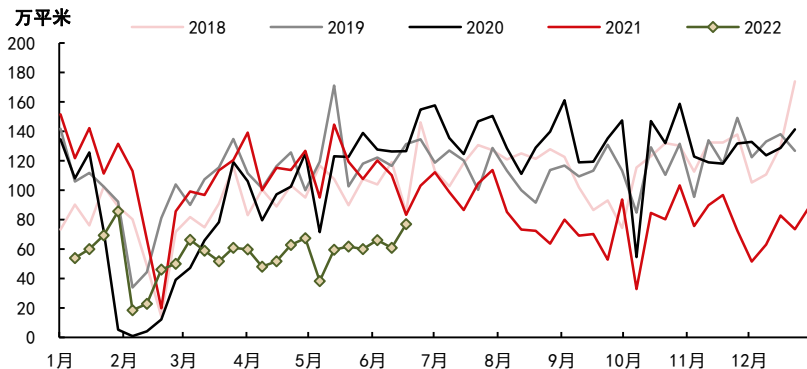
30大中城：一线城市商品房成交面积



30大中城：二线城市商品房成交面积

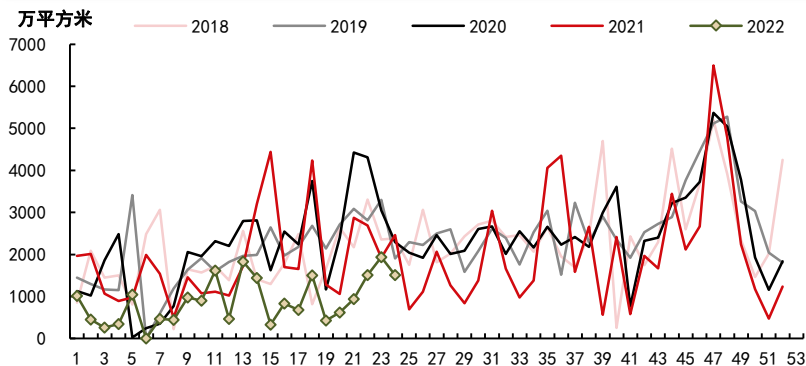


30大中城：三线城市商品房成交面积

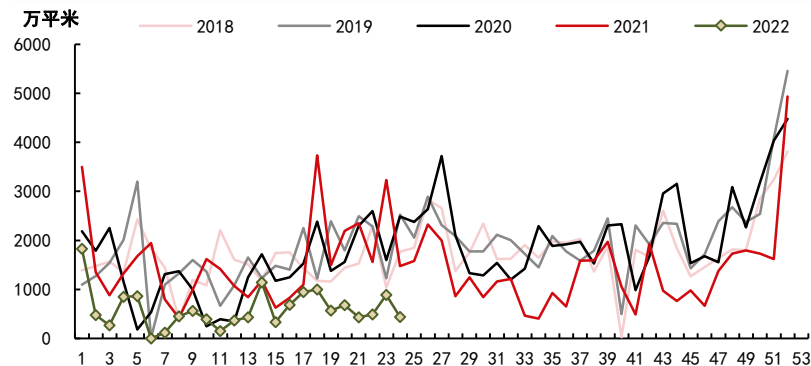


三、建筑业需求——地产高频数据：100大中城市土地相关数据

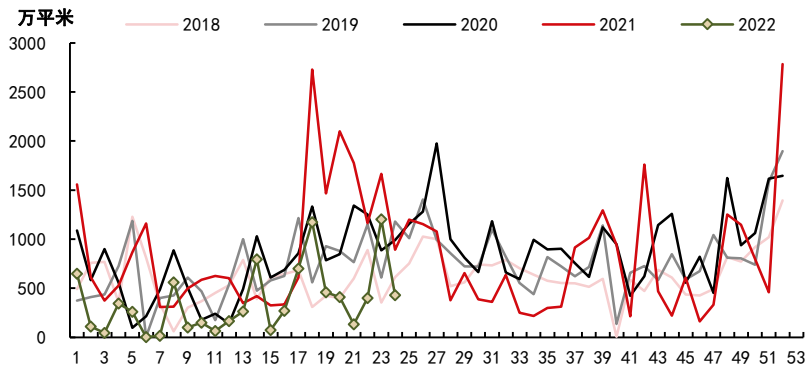
100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



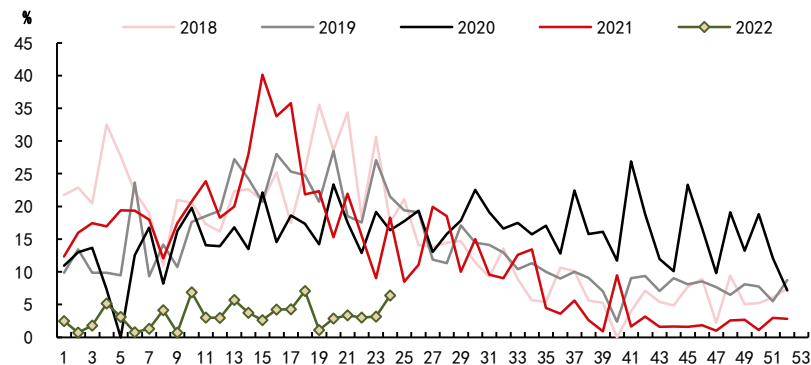
100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



100大中城市:成交土地总价:住宅类用地

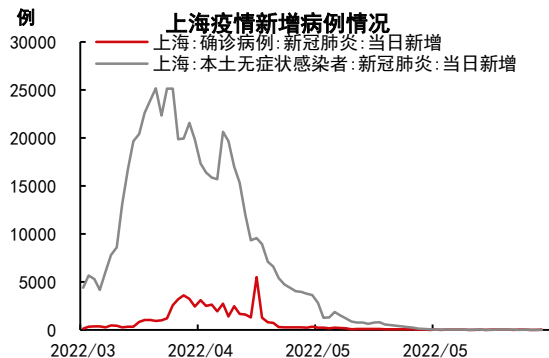


100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地

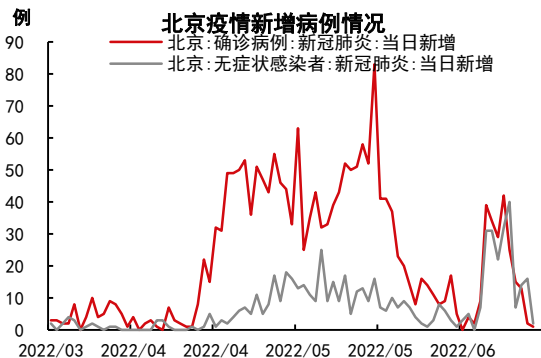


国内疫情跟踪——主要疫情发生省份

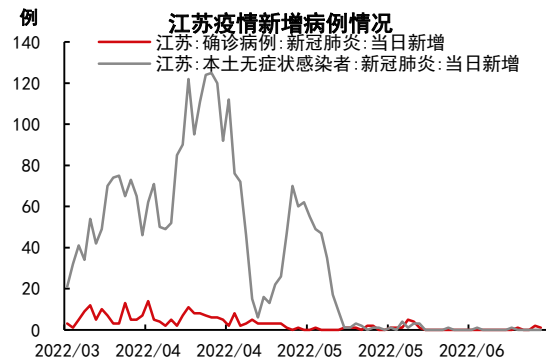
上海新增病例



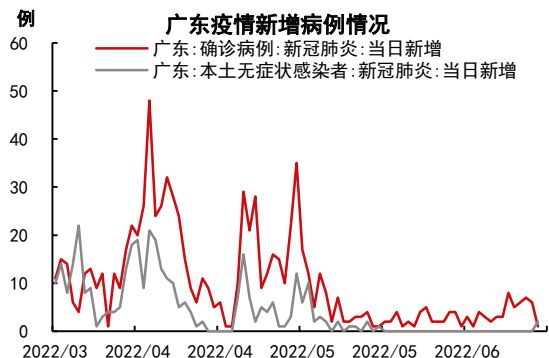
北京新增病例



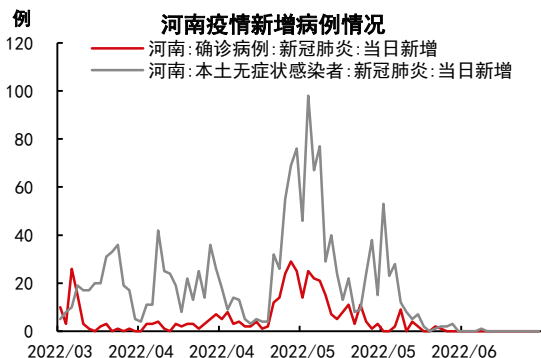
江苏新增病例



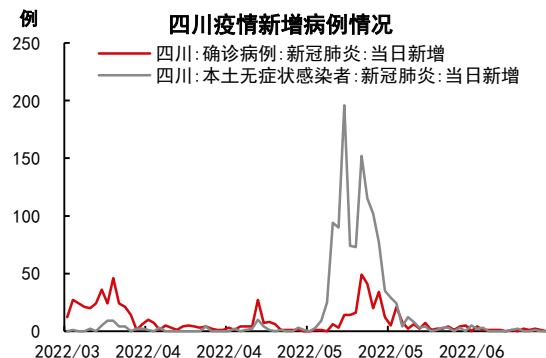
广东新增病例



河南新增病例



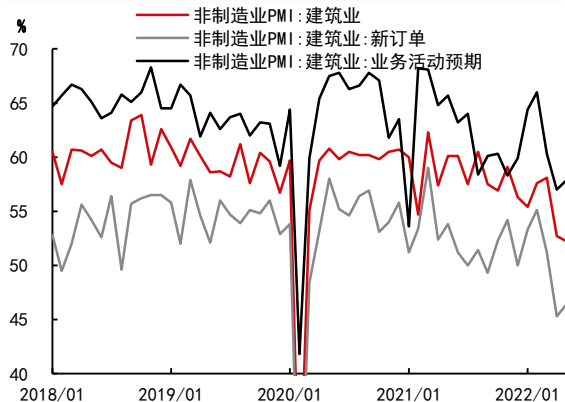
四川新增病例



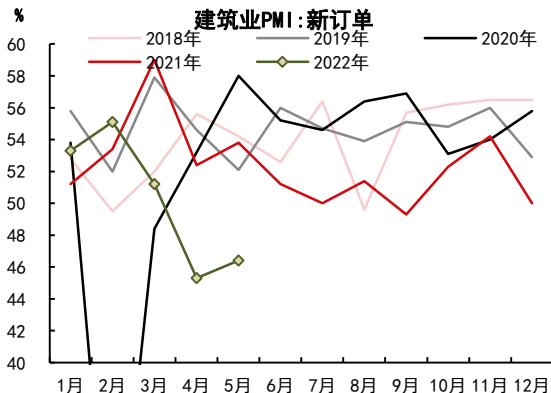
三、建筑业需求——建筑业PMI：基建持续推进

- **5月建筑业商务活动指数为52.2%**，低于上月**0.5个百分点**。建筑业PMI的回落主要是投入品价格分项贡献了主要力量，其从4月的60.3%大幅下降至5月的52.4%。
- **基建持续推进**。土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数分别为**62.7%**和**59.1%**，高于上月**1.7个**和**6.8个百分点**，均在上月较高基数水平上继续上行，表明近期基础设施建设持续推进，为稳增长提供有力支撑。

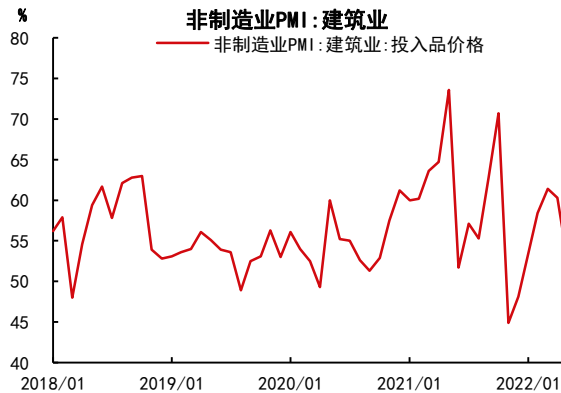
5月建筑业PMI延续小幅回落



建筑业新订单指数小幅回升



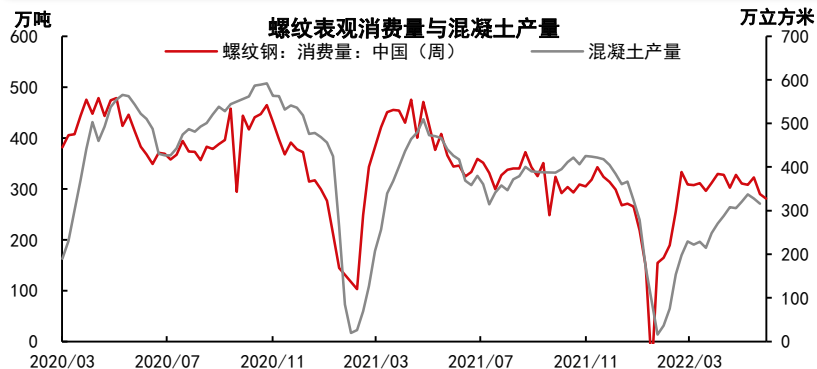
投入品价格指数大幅回落



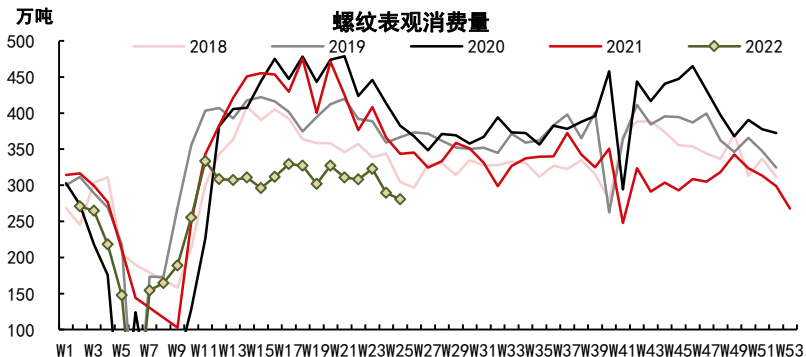
三、建筑业需求（施工）——螺纹：淡季仍淡

- 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。6月以来，由于天气原因，需求并未回暖，淡季仍淡，需求回补预期短期证伪。

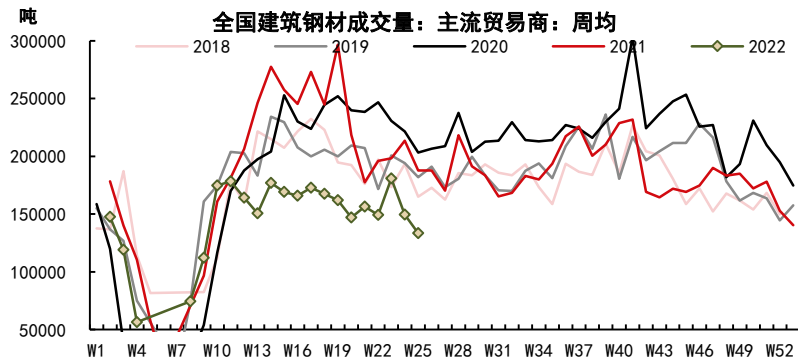
螺纹表观消费量与混凝土产量



螺纹表观消费量有企稳回升迹象



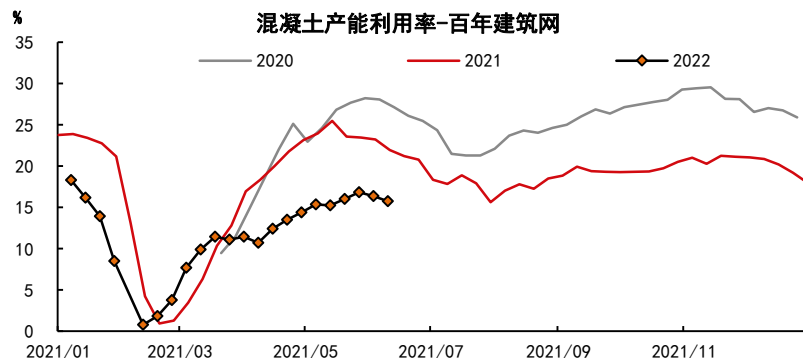
本周建材成交量大幅回升



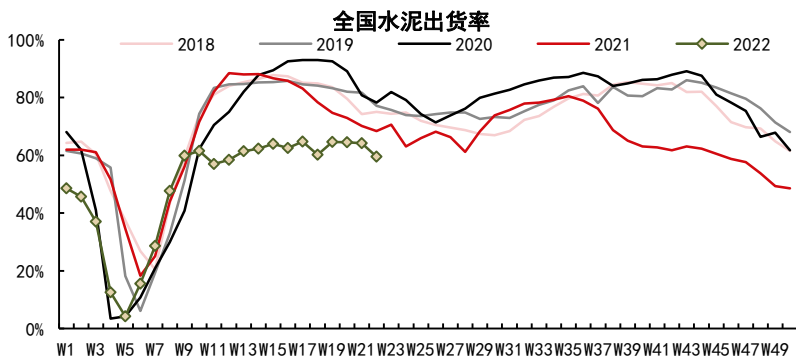
三、建筑业需求（施工）——水泥：淡季仍淡

- 水泥下游需求：基建、房地产以及农村建设，各占1/3。1-4月水泥产量同比为-14.8%，粗钢产量同比为-10.3%。
- 6月中旬，受传统淡季因素影响，国内水泥市场需求弱势运行，重点地区企业水泥平均出货率维持在6成左右，库存居高不下，市场竞争愈演愈烈，多数地区价格跌至成本线附近，局部地区跌破完全成本，面临亏损。

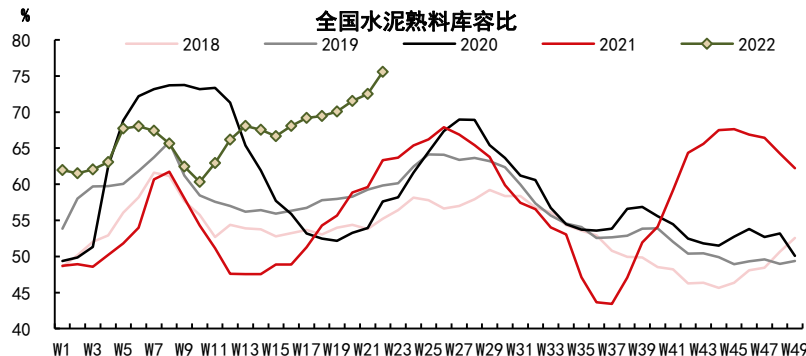
混凝土产能利用率开始回升



水泥出货率缓慢回升



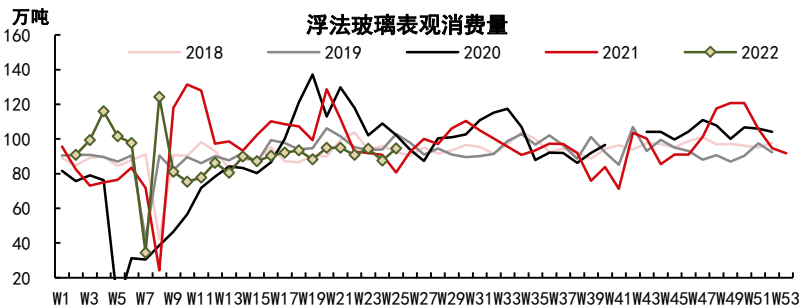
库存呈现明显逆季节性



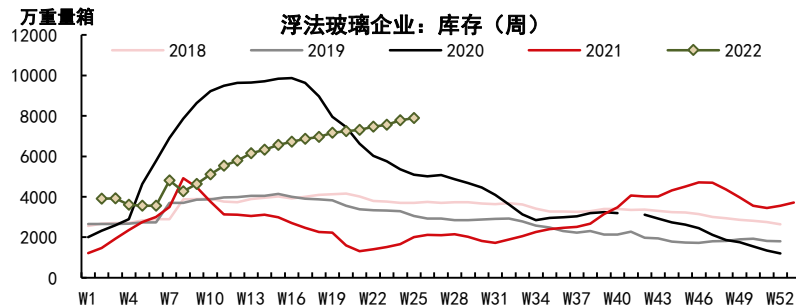
三、建筑业需求（竣工）——玻璃与PVC

- 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近期需求也明显放缓，库存转为累库。总体来看，地产竣工端需求同样受到疫情影响，但程度不及地产施工端。

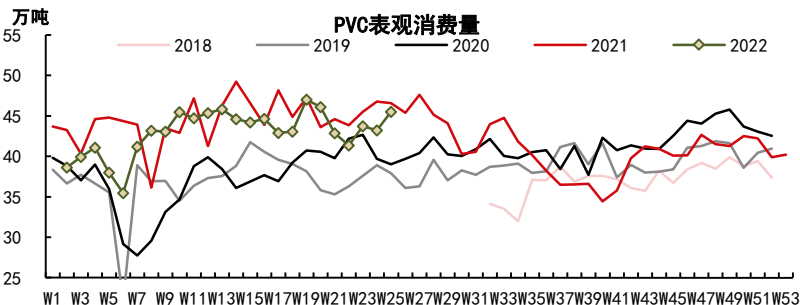
玻璃表观消费量偏弱



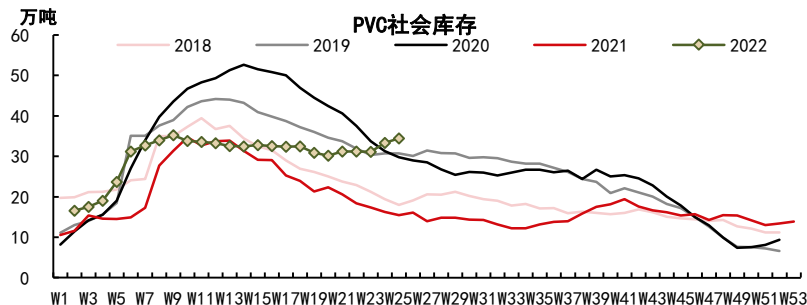
玻璃企业库存延续逆季节性累库



PVC表观消费量有所走弱



本周PVC社会库存转为累库



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：低位震荡。

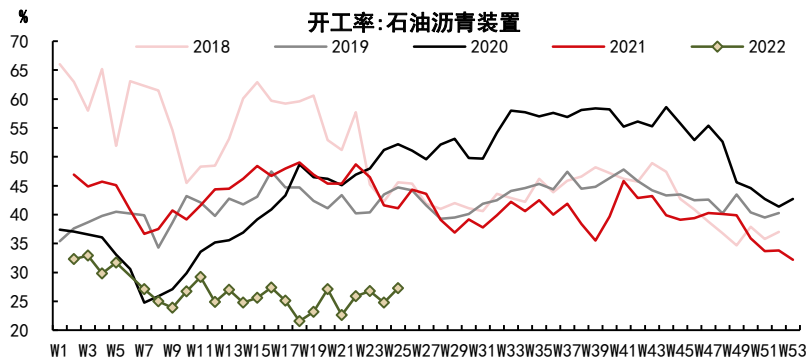
■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业（占基建18%）

➢ 铜杆开工率：4月中下旬开始回升。

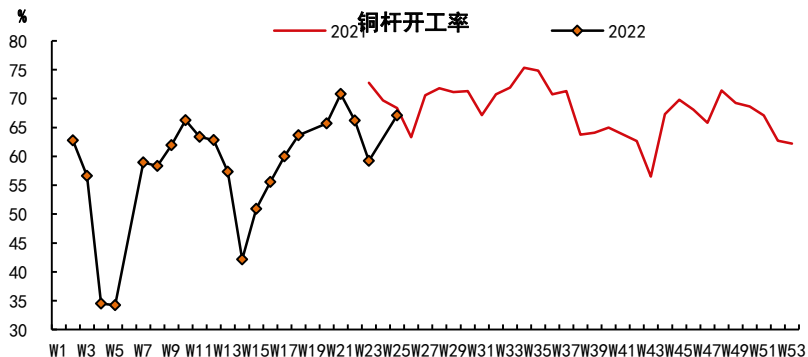
■ 3. 水利、环境和公共设施管理业（占基建46%）

➢ 跟踪球墨铸铁管的加工费：处于高景气。

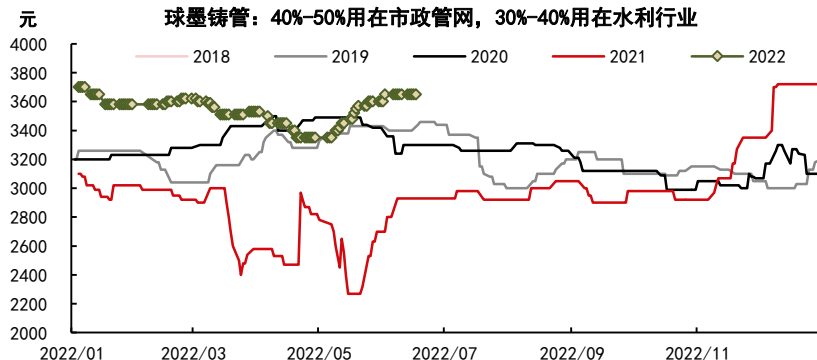
交运投资：石油沥青装置开工率



电网投资：铜杆开工率



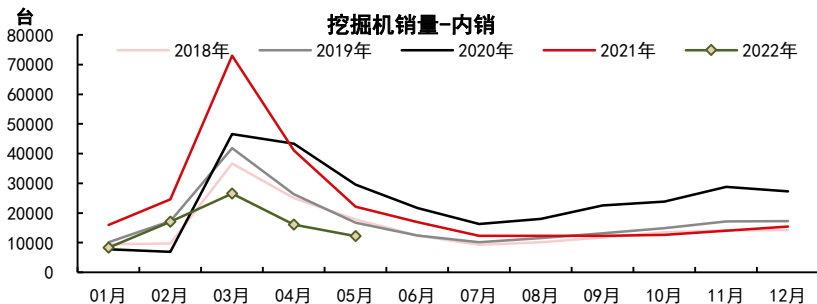
水利投资：球墨铸管的加工费



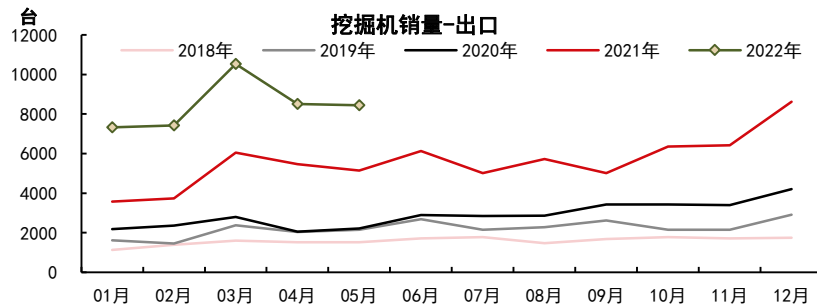
三、建筑业需求——挖机与重卡：产销小幅回暖

- 5月挖机销量同比增速为-24.2%（前值-47.3%），5月重卡销量同比增速-70.9%（前值-77.3%）。
- 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3-4月受疫情影响，销量再度大幅回落，后续关注回升的拐点。

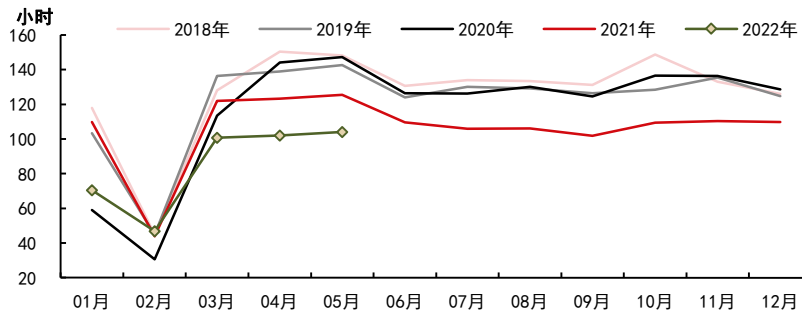
5月挖掘机内销同比-44.8%（前值-61%）



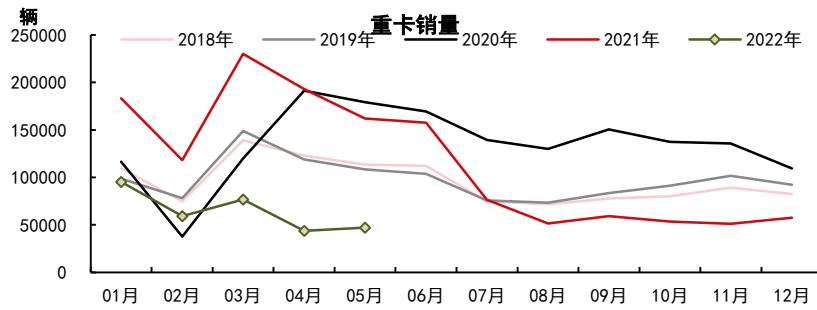
5月挖掘机出口仍强，同比64%



5月挖掘机开工小时数小幅回升



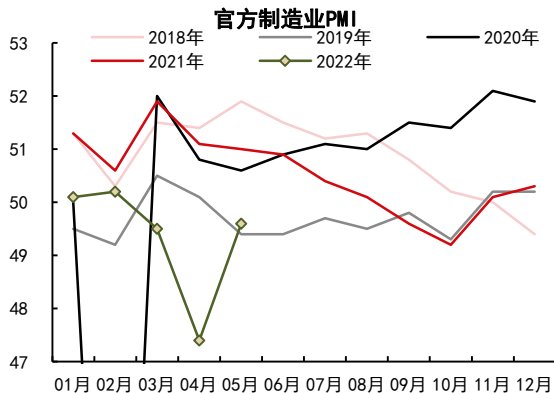
4月重卡销量同比-77.3%（前值-66.6%）



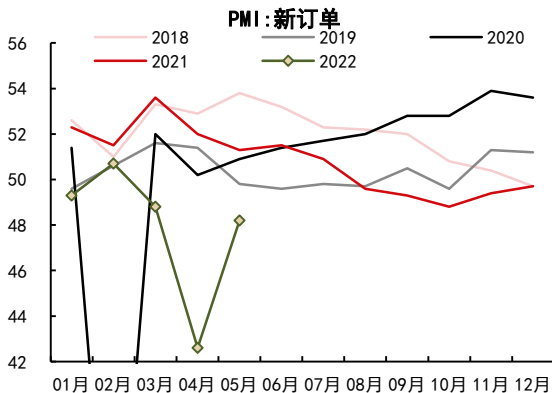
四、制造业需求——制造业PMI：经济环比复苏

- 5月份，受疫情影响较大的地区复工复产逐步推进，制造业PMI在4月份较低基数水平上回升至49.6%。
- PMI数据是环比指标，5月PMI明显回升但仍处于50%的临界点以下，表征的是经济开始减速收缩，目前的复苏力度明显不及20年初的疫后需求，主要原因是疫情的“长尾”影响，5月上海地区也尚未全面复工，此外本轮地产周期的下行压力更大，因此与2020年后的疫情相比，目前市场对本轮复苏的预期更多是U型而非V型。
- 但是在当前阶段，经济环比恢复的意义更为重要。6月1日起，上海进入全面恢复正常生活秩序的阶段，大部分产业链将迎来从0到1的需求修复并且还伴随着需求回补的力量，所以存在阶段性的需求脉冲的可能，当前的国内宏观面的核心是交易“环比向上的弹性”而非“同比偏弱的压力”。

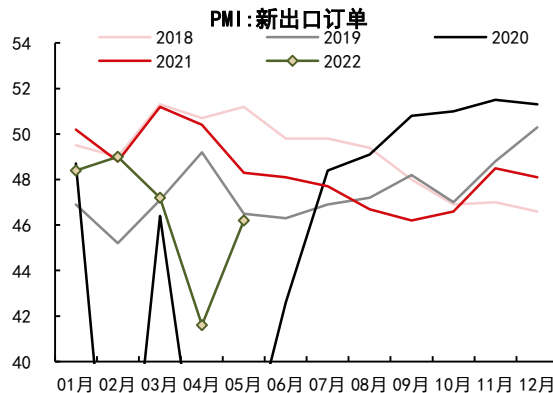
5月制造业PMI大幅反弹



5月PMI新订单指数大幅反弹



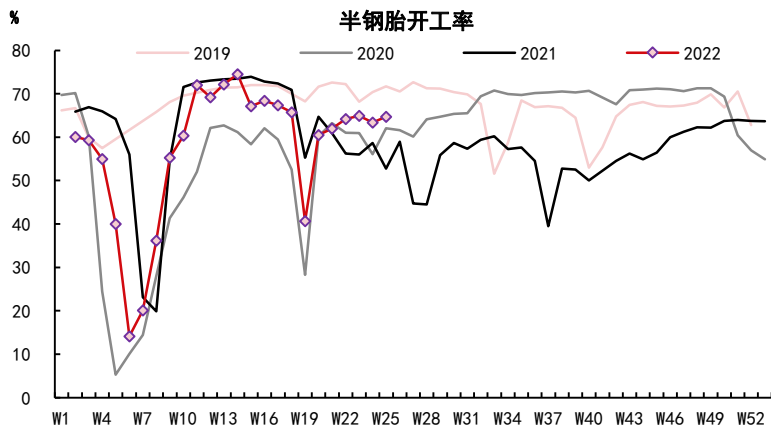
5月PMI新出口订单回升



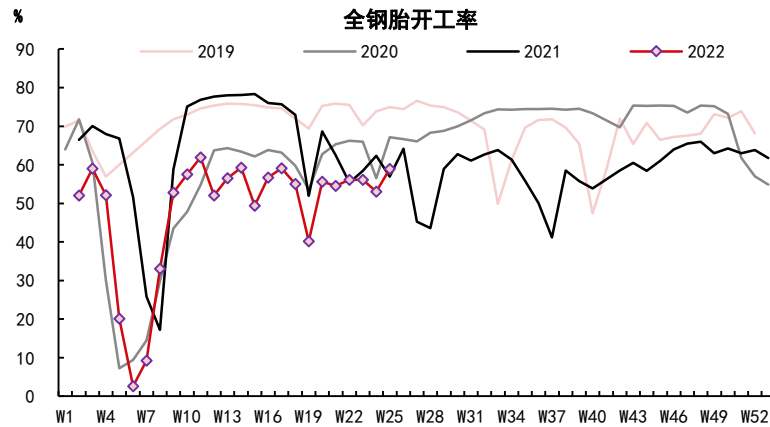
四、制造业需求——轮胎开工

- 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。
- 6月17日当周轮胎开工率：半钢胎开工率**64.71%**（+1.35），全钢胎开工率**58.97%**（+5.94）。

半钢胎开工率相对偏强

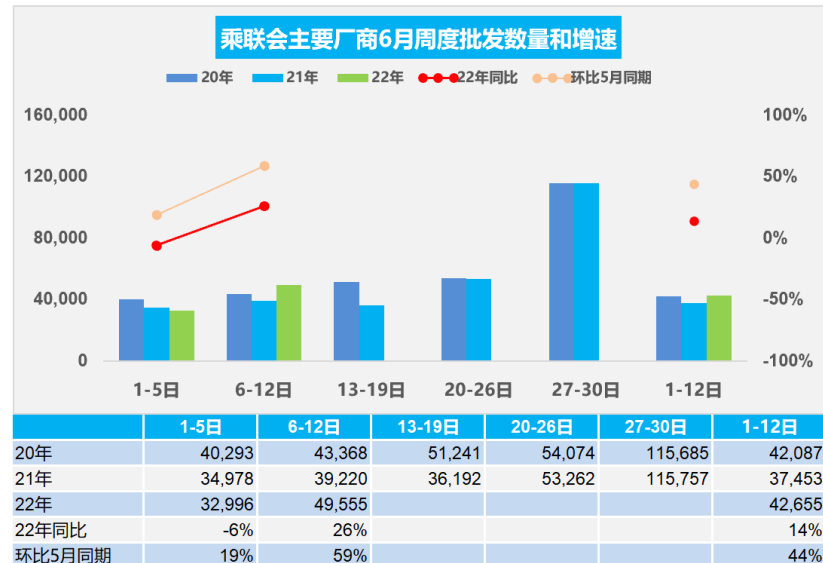
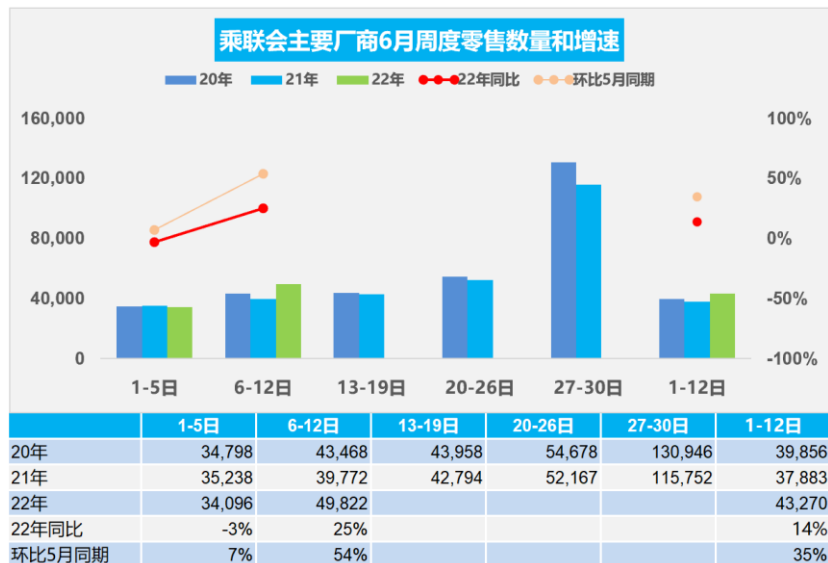


全钢胎开工率相对偏弱



四、制造业需求——乘用车销售：复苏较快

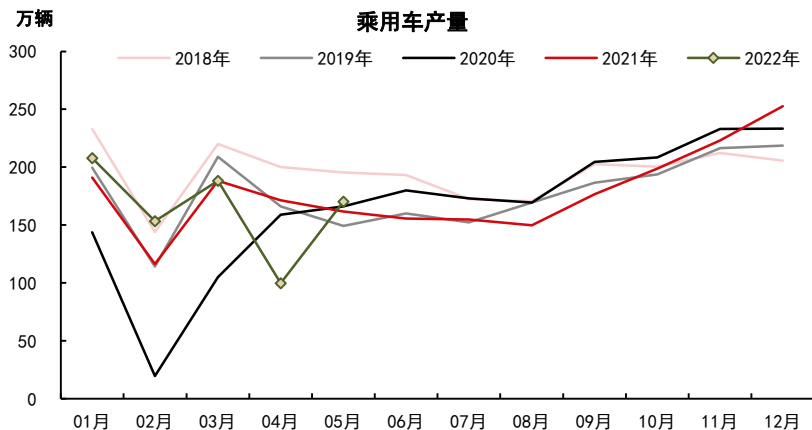
- 6月6-12日，乘用车零售34.9万辆，同比增长25%，环比上周增长17%，较上月同期增长54%；乘用车批发34.7万辆，同比增长26%，环比上周下降2%，较上月同期增长59%。
- 近期各级政府已经出台了一揽子提振经济、促进消费政策，从6月初的情况来看，这些政策已经收到了初步成效，多项产销指标回暖。由于6月的复产复工呈现良好的全面恢复特征，主力汽车生产城市全面恢复，各企业努力抢抓进度实现增量，确保上半年的收尾取得良好的业绩，但在全面复工复产后，仍未得到根本解决的芯片问题仍然困扰着各家车企。



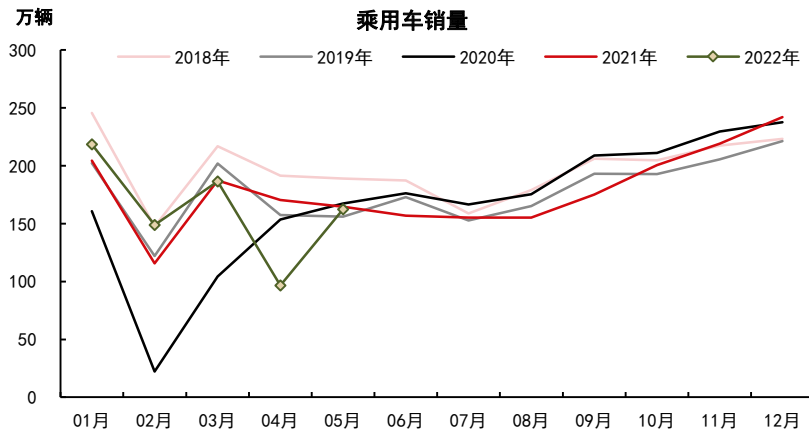
四、制造业需求——乘用车产销：减征购置税，未来弹性强

- **5月乘用车产销反弹**：5月乘用车产量同比5.2%（前值-41.9%），1-5月累计同比-1.1%（前值-2.6%）；5月乘用车销量同比-1.4%（前值-43.4%），1-5月累计同比-3.6%（前值-4.2%）。
- 5月23日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道，确保运行在合理区间。在汽车方面，包括要促消费和有效投资，放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。此外，汽车央企发放的900亿元货车贷款，要银企联动延期半年还本付息。
- 根据乘联会估计，减征购置税政策预计会拉动200万辆乘用车销售，从原来预期的2022年下降6%的增速预期，回升到2022年的增长4%，提升10个百分点的国内零售增长速度，拉动效果显著。

5月乘用车产量同比5.2%



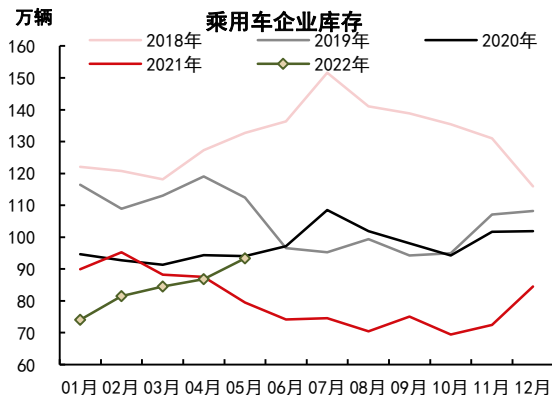
5月乘用车销量同比-1.4%



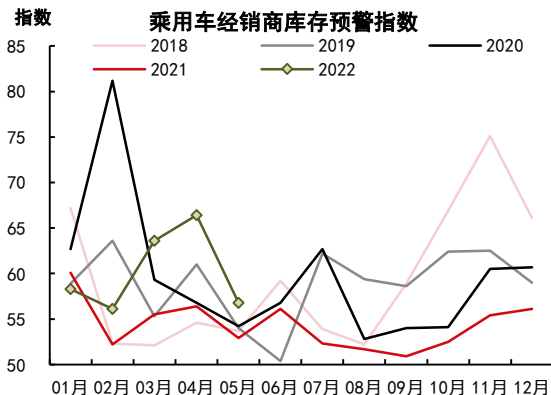
四、制造业需求——乘用车库存：经销商压力开始缓解

- **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。
- 6月进入传统淡季，加之去年受芯片短缺影响，销量基数较低。考虑到6月疫情防控形势相比5月会有所放宽，上海及周边地区加速复工复产，新车供应问题将有效缓解，经销商也面临第二季度及上半年的销量冲刺，预计前期疫情抑制的购车需求，在6月份将部分释放，汽车市场将恢复正常水平，乘用车销量同比由负转正。但是大部分经销商难以完成上半年任务。

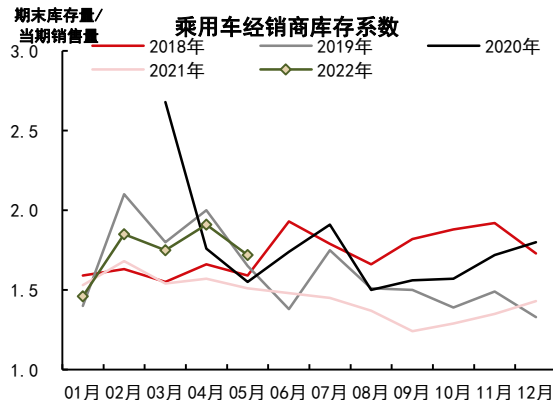
乘用车企业库存-中汽协



乘用车经销商库存预警指数



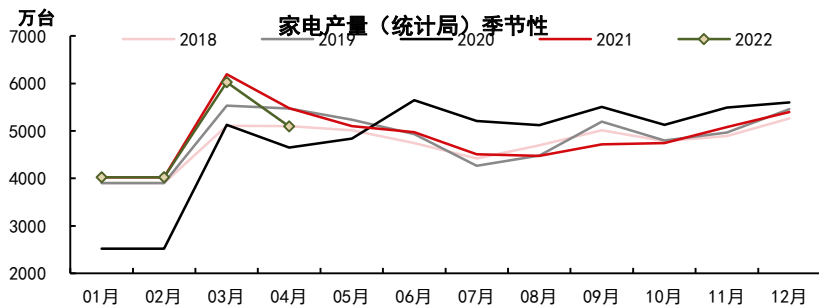
乘用车经销商库存系数



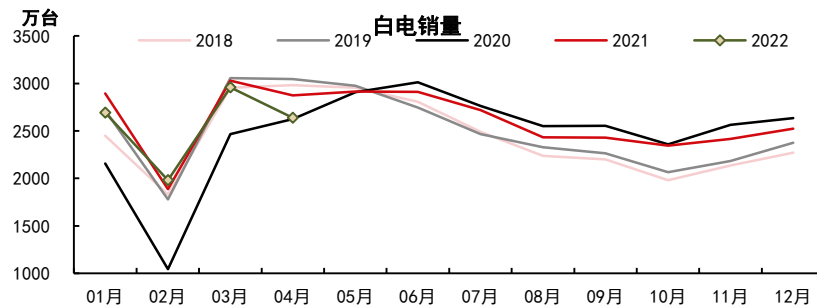
四、制造业需求——家电：疫情冲击，产销回落

- 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1-4月家电产量累计同比-2.8%（前值1.2%），4月家电产量当月同比-7%（前值-2.7%）。
- 2022年1-4月白电销量同比-3.86%（前值-2.27%），4月白电销量当月同比-8.2%（前值-2.3%）。

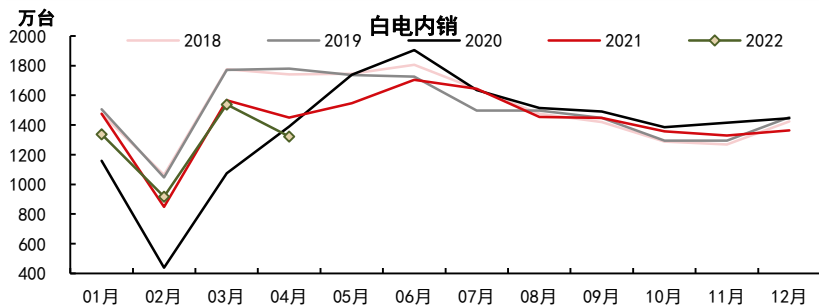
家电（空调、冰箱、洗衣机、电视）产量



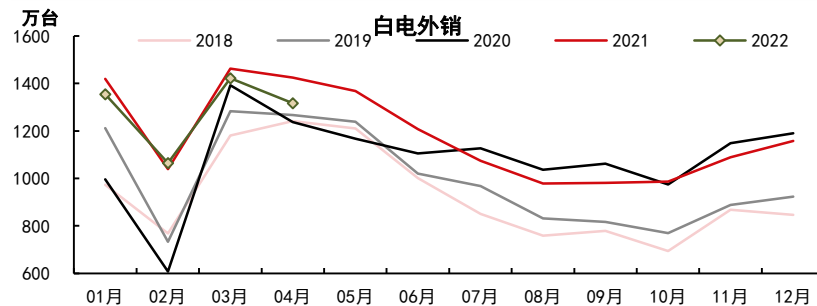
白电总销量-季节性（产业在线）



白电内销-季节性（产业在线）

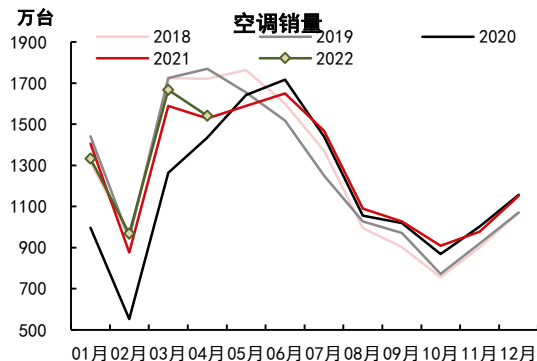


白电外销-季节性（产业在线）

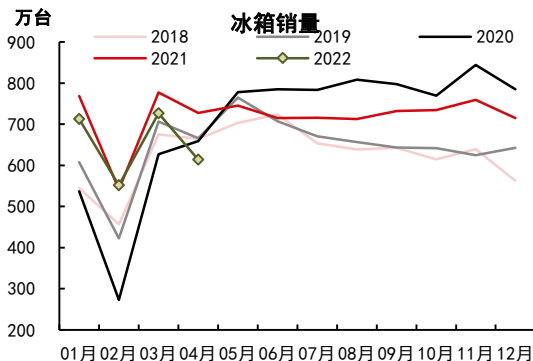


四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

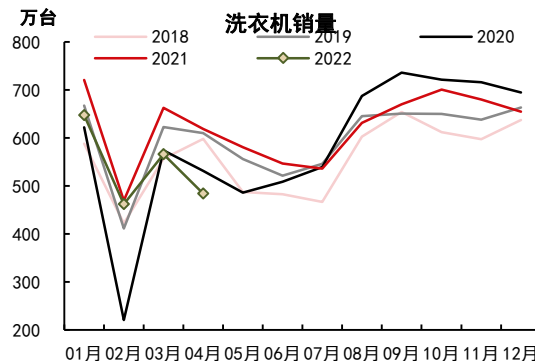
空调销量



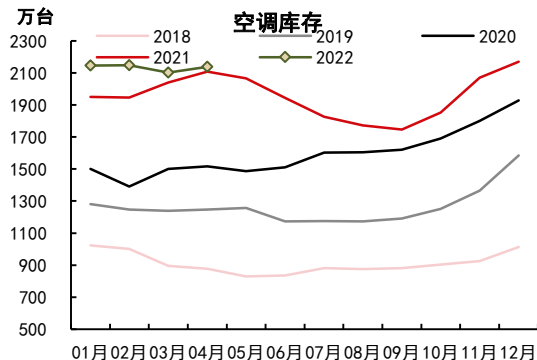
冰箱销量



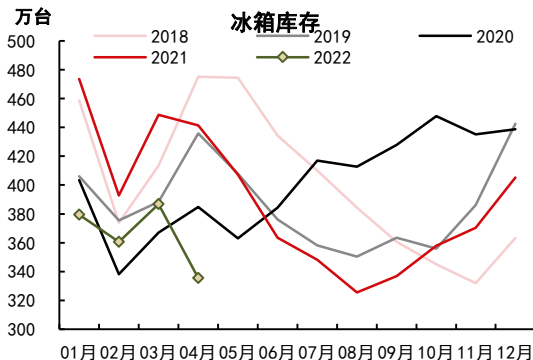
洗衣机销量



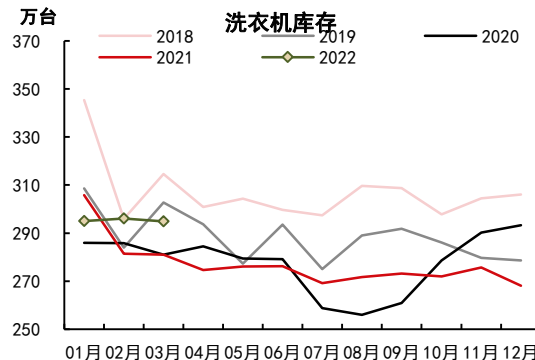
空调库存较高



冰箱库存大幅减少

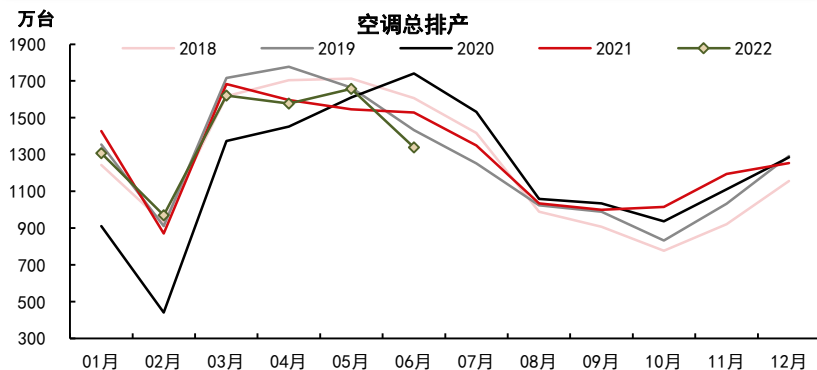


洗衣机库存处于低位

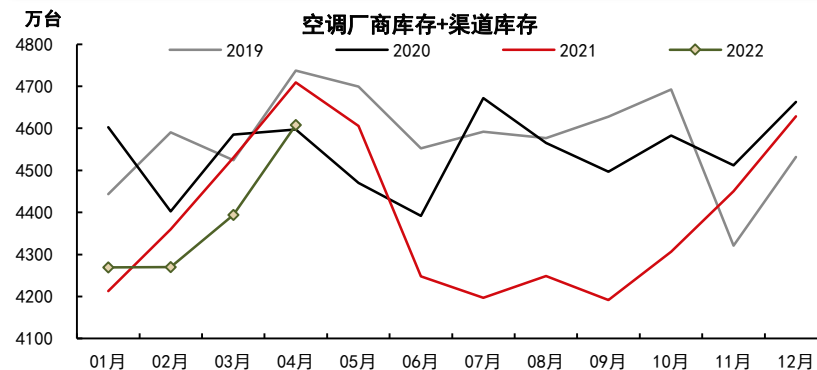


四、制造业需求——空调：排产与库存

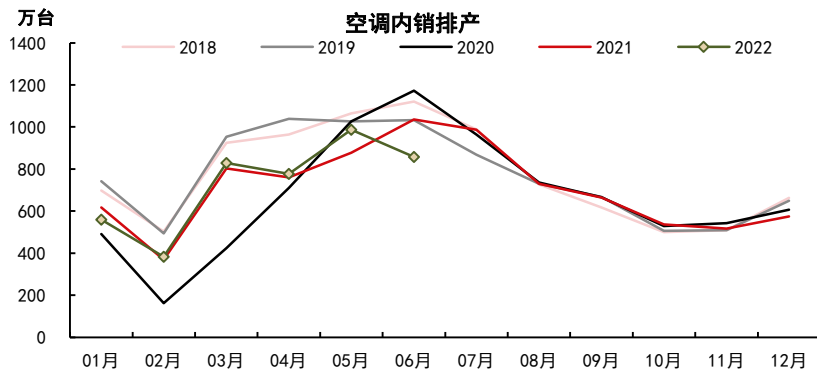
6月空调排产1339万台，同比-12.4%



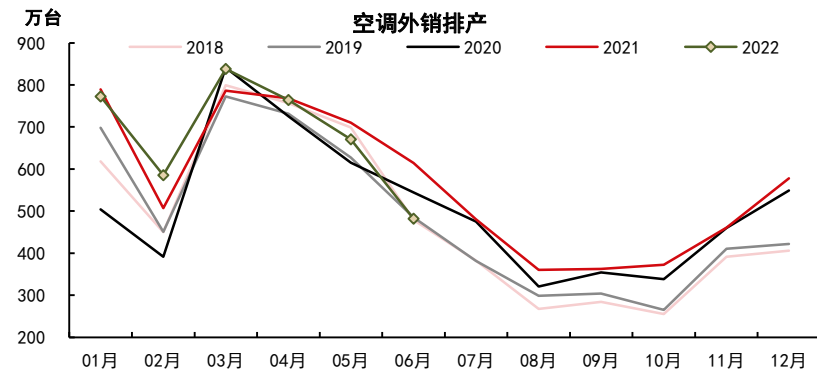
4月空调总库存4608万台，同比-2.2%



6月空调内销排产857万台，同比-17.3%



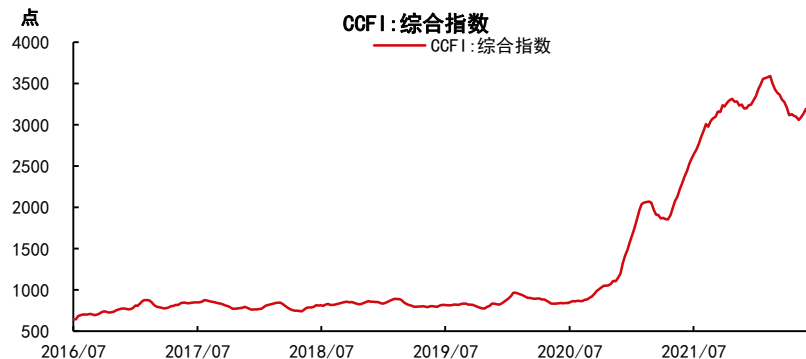
6月空调外销排产482万台，同比-21.6%



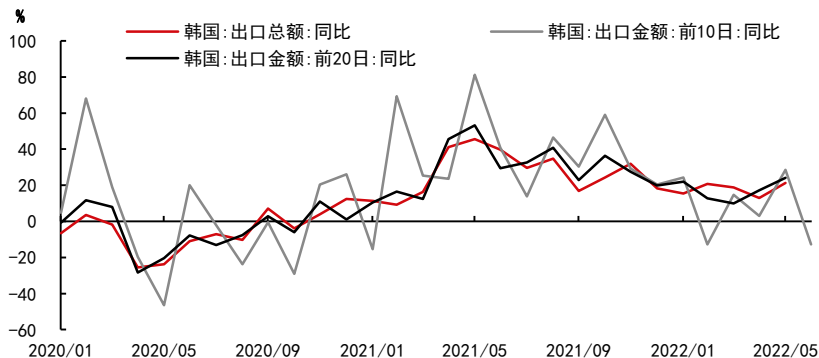
四、制造业需求——出口（高频）：出口仍有韧性

- 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，5月下旬录得较高增速，同比13%。

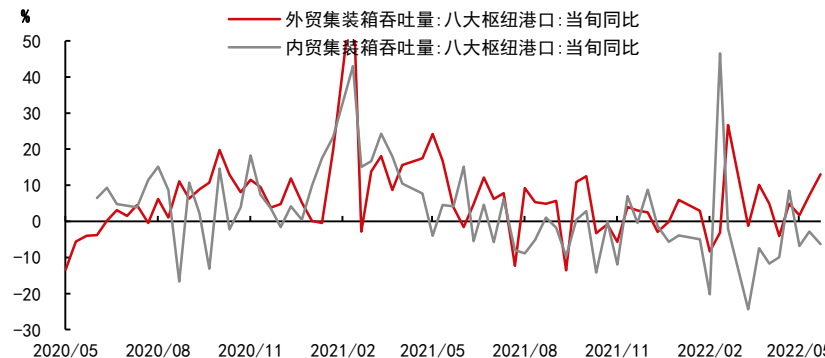
高频同步指标：中国出口集装箱运价指数有所反弹



邻国出口：韩国6月前10日出口同比大幅回落



高频同步指标：4月下旬外贸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