



2022年10月17日

## 低利率环境下财富管理市场发展 与驱动(二): 以中国台湾为例

✍ 王笑	投资咨询从业资格号: Z0013736	✉ Wangxiao019787@gtjas.com
✍ 万欣	(联系人) 期货从业资格编号: F03095575	✉ Wanxin025897@gtjas.com
✍ 毛磊	投资咨询从业资格号: Z0011222	✉ Maolei013138@gtjas.com
✍ 李聂霜玉	(联系人) 期货从业资格编号: F03087581	✉ Linieshuangyu024249@gtjas.com
✍ 唐立	(联系人) 期货从业资格编号: F03100274	✉ Tangli026575 @gtjas.com

### 【报告导读】

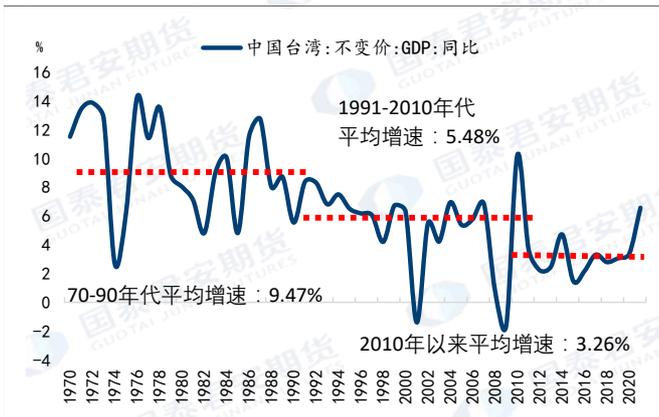
- 1、上世纪90年代以来,中国台湾地区经济从高速增长转向中低速增长,经济增长放缓;产业结构向信息技术转型升级,固定资产投资对经济贡献降低,资金利率开始进入持续下行周期。
- 2、在此过程中,中国台湾居民人均GDP不断增长,目前已突破3万美元。期间家庭财富亦不断积累。居民资产配置中,房地产占比降低,金融资产占比上升。金融资产配置中,居民更青睐久期更长的保险、养老金产品。由于岛内经济与金融市场狭小,中国台湾居民除了配置本土金融产品以外,还较为青睐投向境外的金融产品。
- 3、中国台湾地区公募基金、专户理财产品规模在2018年之前,总规模增长几乎停滞。近几年规模在ETF产品大幅增长的情况下才显著扩张。背后驱动因素或与全球流动性宽松,金融创新与居民投资理念改善,以及政府部门推动一系列金融产品发行有关。
- 4、利率趋势性下行对居民资产投向与机构资产配置均有显著影响。中国台湾地区包括公募基金、专户产品、养老金在资产投向上,投向海外的占比不断提升,这种变化尤其在债券类资产上体现。显示出资方对高收益资产的追求,只能通过购买海外股票、债券,以规避本土资产预期回报偏低的现实。当然,低利率环境对资产配置的影响弹性,需要通过诸如本地金融制度,全球流动性、投资理念等方面产生杠杆放大的作用。海峡两岸同文同种,中国台湾地区居民资产结构变化及机构资产配置方向变化,值得大陆地区借鉴。

【正文】

## 1. 中国台湾低利率环境形成的宏观基本面背景

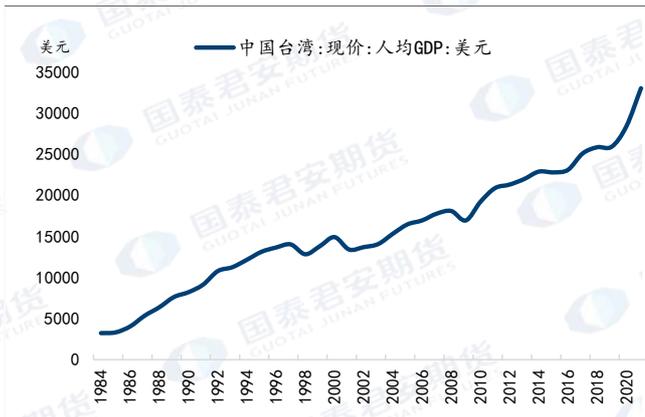
中国台湾地区自上世纪 80 年代开始经济快速腾飞，在 1992 年台湾人均 GDP 突破 1 万美元后，经济增速开始下行，进入增速换挡期。从经济增速来看，逐级下调，从上世纪 90 年代平均 5.5% 的增速，到 21 世纪继续回落至 3.2% 的增速。不过同期，人均 GDP 继续稳步上行，2011 年中国台湾地区人均 GDP 突破 2 万美元，2021 年更是突破 3 万美元。

图 1：中国台湾经济增速逐级下台阶



资料来源：wind、国泰君安期货研究

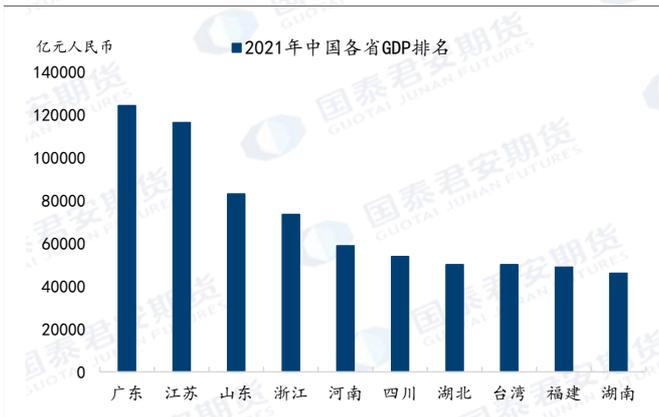
图 2：人均 GDP 在 90 年代突破 1 万美元后持续增加



资料来源：wind、国泰君安期货研究

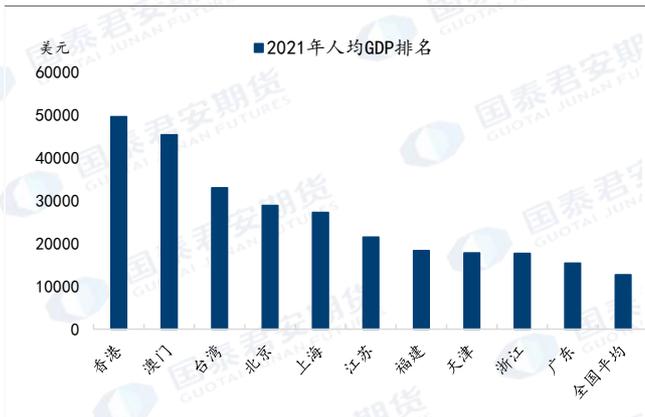
根据 IMF 数据，2021 年中国台湾地区 GDP 为 7747.28 亿美元，在全国排名第七，位于广东、江苏、山东、浙江、河南、四川、湖北之后。人均 GDP 为 33011 美元，位于港澳之后，位居中国第三，高于北京的 2.8 万美元。

图 3：中国台湾 GDP 位于中国各省中前十位之内



资料来源：wind、国泰君安期货研究

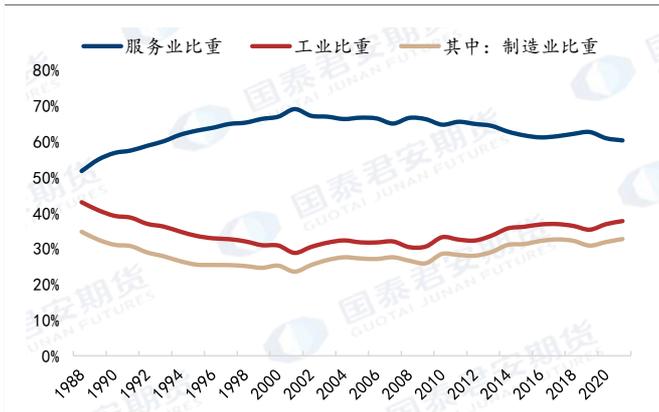
图 4：中国台湾人均 GDP 位居中国第三



资料来源：wind、国泰君安期货研究

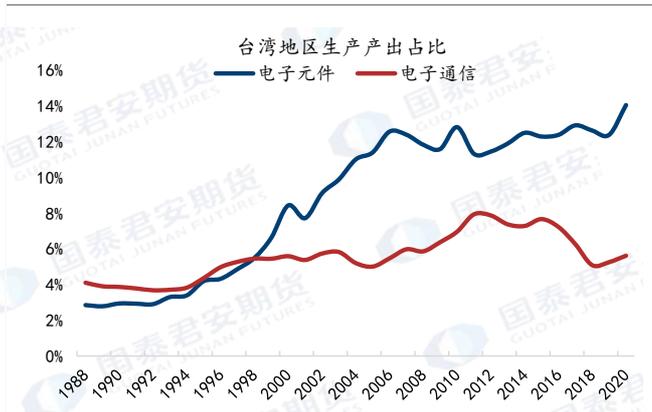
产业以电子、信息产业为主，投资型重资金需求行业占比下降。众所周知，中国台湾地区半导体芯片制造产业高度发达。从产业结构来看，中国台湾地区实体制造业占比并未因第三产业发展而降低，反而制造业在近二十年占比不断上升。经济并不依赖投资驱动，对资金的需求量也出现下降。

图 5：中国台湾地区二三产业占比结构及变化



资料来源：wind、国泰君安期货研究

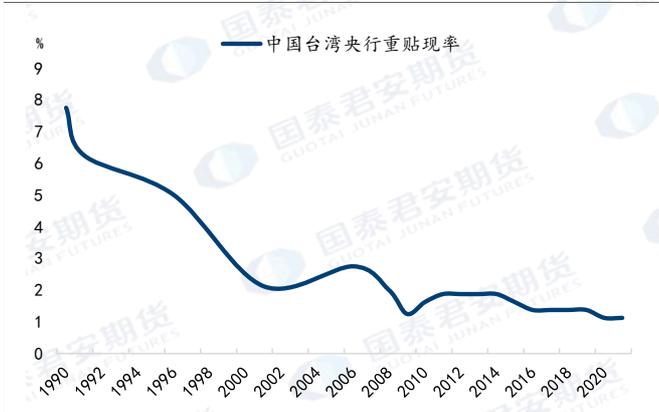
图 6：中国台湾地区电子产业产出占比持续上升



资料来源：wind、国泰君安期货研究

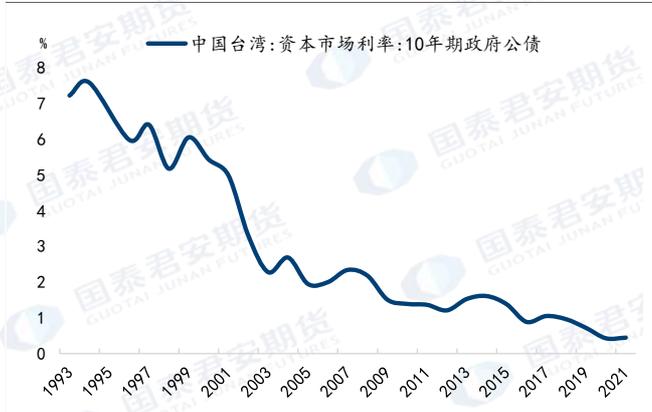
**政策与市场利率携手回落。**在经济增速逐步下行的宏观背景下，政策利率与市场利率与基本面下行保持一致。以中国台湾地区政策利率重贴现率 (Rediscount Rate, 即商业银行向中央银行拆借利率) 为例观察，中长期来看，重贴现率持续下行。不过在全球加息周期，如 2004 年至 2008 年间，亦升息 16 次，彼时将重贴现率从 1.375% 升至 3.625%。而除了此次疫情后的加息之外，中国台湾地区央行上一轮升息为 2011 年 6 月。与此同时，中国台湾公债收益率与政策利率同步下行。10 年期公债收益率在 2016 年首次跌至 1% 以下。

图 7：台湾政策利率“重贴现率”从 8% 降至目前的 1.63%



资料来源：wind、国泰君安期货研究

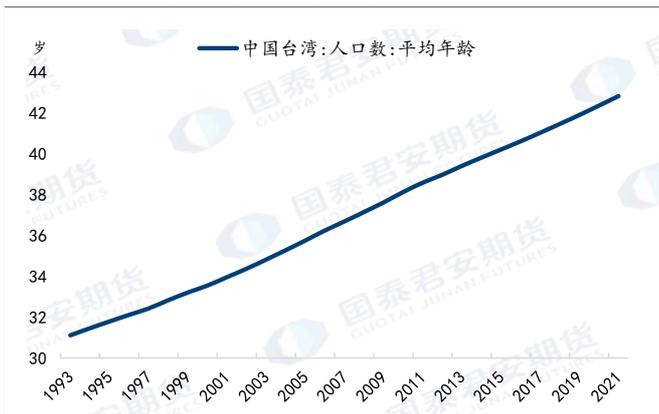
图 8：台湾 10 年期公债收益率从 7% 降至最新的 1.78%



资料来源：wind、国泰君安期货研究

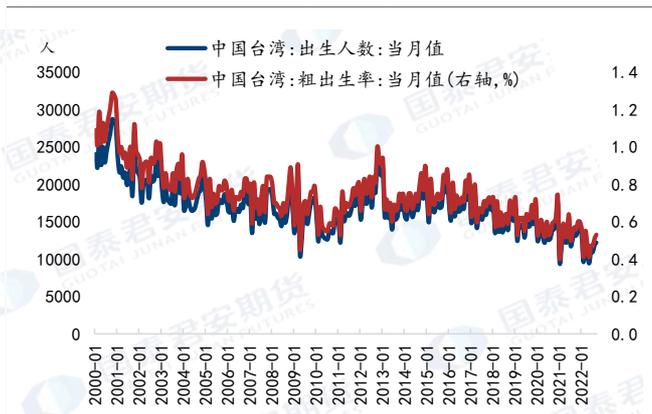
**人口老龄化问题凸显。**进入到发达经济体增长区间，中国台湾地区也面临日益严峻的人口老龄化问题。一方面，低生育率、少子化问题严峻。2020 年台湾地区出生人口数首度低于死亡人数。而到了 2021 年，全年出生人数 15 万 3820 人，续创历史新高。另一方面，老龄化日益严重。国际上将 65 岁以上人口占总人口比率达到 7%、14% 及 20%，分别称为高龄化社会、高龄社会及超高龄社会。台湾地区已于 1993 年成为高龄化社会，2018 年转为高龄社会，推估将于 2025 年迈入超高龄社会。人口老龄化对居民资产配置需求的中长期影响逐步显现，居民保险和退休金产品投资需求增加。

图 9： 2021 年台湾人口平均年龄为 42.8 岁



资料来源: wind、国泰君安期货研究

图 10： 21 世纪以来台湾出生率不断创下新低



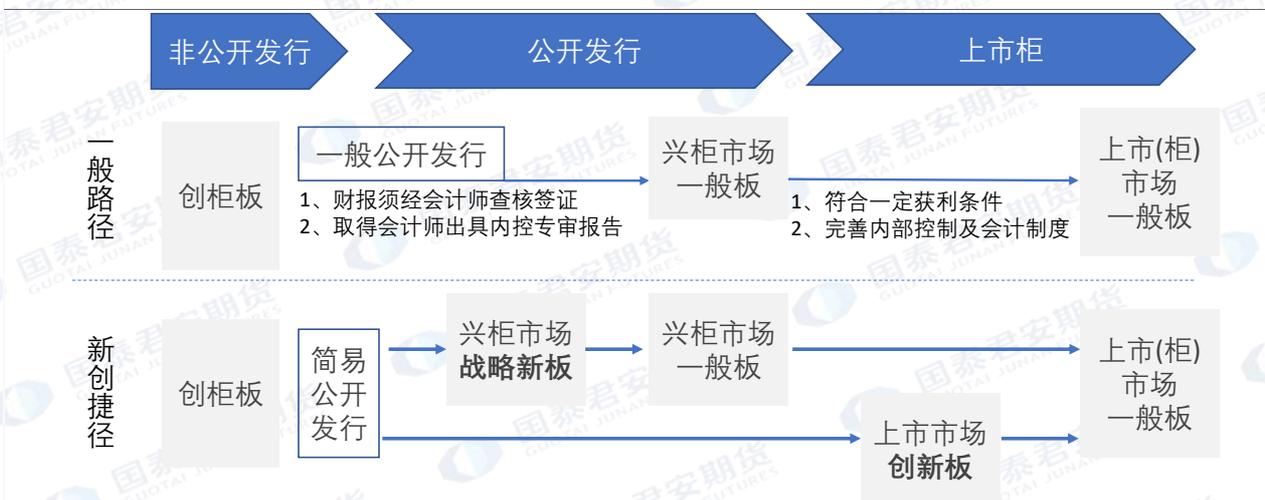
资料来源: wind、国泰君安期货研究

## 2. 中国台湾多层次资本市场介绍

### 2.1 整体发展概况

中国台湾资本市场为多层次架构，自上而下为上市、上柜、兴柜到创柜。上市指已经公开发行并于集中市场以公开挂牌买卖的股票，公司申请上市必须符合证交所规定条件，包含设立年限（至少五年以上）、资本额及获利能力等。上柜指已公开发行但仅于柜台买卖中心买卖的股票，公司申请上柜必须符合证交所规定条件，申请条件较上市股票宽松。兴柜市场是上市或上柜之前的预备市场，目前兴柜市场又分为：“一般板”（一般投资人都可交易），“战略新板”（买方限合格投资人）。其中“战略新板（Pioneer Stock Board；简称 PSB）”为 2021 年 7 月增设。战略新板公司也是在兴柜市场挂牌，只是将来要先转换到兴柜一般板至少两个月，然后才可以申请上市或上柜。创柜板主要取其“创意柜台”之意涵为命名，系定位为提供具创新、创意构想之非公开发行微型企业“创业辅导筹资机制”，提供“股权筹资”功能但“不具交易功能”，所以企业可以自由选择投资人，而投资人若要卖出股份，则必须自己寻找买家。2021 年，台湾证券交易所设立“创新板”。挂牌的企业属于上市公司，若公司在“创新板”待满 2 年，且符合基本条件，即可转为一般板的上市股票。依照证交所规定，上市挂牌公司需拥有关键核心技术及创新能力（如物联网、人工智能、大数据等新技术应用），或是创新经营模式的创新事业。

图 11： 台湾多层次资本市场构成



资料来源: PWC、国泰君安期货研究。

从发展历史来看，中国台湾于1994年成立柜台买卖中心推动柜台买卖业务，其挂牌之标准与台湾证交所上市挂牌相较，对资本额、获利率、股权分散等要求标准较低。2002年兴柜市场成立，确立了台湾多层次的资本市场架构，满足不同规模企业发展需求。登录兴柜条件则和一般申请上市（柜）不同，并无设立年限、获利标准及股权分散程度等要求，即使刚成立、或亏损不少的公开发行人，都可以于兴柜市场登录。兴柜市场让企业在上市、上柜前预做准备，以熟悉公司治理、内部人股权转让及内线交易等相关规范。主管机关积极推动中小或微型企业直接金融筹资管道，于2014年推出创柜板，锁定资本额新台币5000万元以下的非公开发行公司（若取得目的主管机关推荐则不受资本额限制）对拟登录创柜板之创新企业，提供辅导筹资机制。

图 12：经济转型期中国台湾资本市场发展历程

年份	内容
1991	放宽银行办理衍生性金融商品业务。首度核准外资来台发行债券。
1993	统一内、外资证券商业务范围。1995 全面开放银行承作票券业务。逐步放松外资投资台股的限制。
1997	成立台湾期货交易所。
1998	推出股指期货。
2000	再次修订《证券交易法》，开放库藏股，开放第二类股上柜，开放全权委托待客操作，提高商业银行投资股票市场比例。
2001	颁布实施《金融控股公司法》，走向金融混业经营。
2002	成立兴柜市场，开放证券商经营新台币利率衍生品等业务。
2003	取消 QFII，完全开放外资投资台股。台湾第一档 ETF “台湾 50 指数” 问世。
2005	首档不动产投资信托受益证券 (REITs) 挂牌上市。
2009	第一档指数型权证挂牌上市，首 2 档境外 ETF (恒中国、恒香港) 挂牌上市，首档连结式 ETF (宝沪深) 顺利挂牌上市。
2010	首档追踪中国 A 股表现之境外 ETF 挂牌上市。
2011	首档以 QFII 方式、直投中国大陆 A 股之 ETF 挂牌上市。
2014	首档杠杆/反向 ETF 挂牌上市。
2015	首档黄金期货 ETF 挂牌上市，首档原油期货 ETF 挂牌上市。
2016	ETF 双币交易机制正式上线。
2017	债券 ETF 停徵证交税十年 (至 2026 年)，首二档债券 ETF 上市：FH 彭博高收益债及 FH 彭博新兴债。
2018	无获利企业也可上市的多元条件上市方案正式上路。
2019	首批指数投资证券 (ETN) 上市。
2020	盘中零股交易实施 (零股即投资者手中握有的不足一手 (100 股) 的零星股票)。
2021	增加 ETF 分割及反分割机制，“台湾创业板”正式开板。

资料来源：台湾证券交易所、国泰君安期货研究

## 2.2 资本市场现况规模

根据台湾证券交易所 2021 年年报披露，近年来台湾证券交易所持续推出多元化商品以活络市场。截至 2021 年 6 月底，120 档上市 ETF 资产规模达新台币 7,473 亿元，涵盖股票、海外债券、商品（石油、黄金、白银、铜、黄豆）、汇率（美元、日圆）、REITs 等多元资产类别，并包含杠杆、反向、期货等交易型商品，

所追踪之指数更囊括美国、欧洲、日本、中国大陆、香港、印度及越南等市场，便利投资人布局全球。此外，指数投资证券(ETN)于2019年4月推出，截至2021年6月底已有16档上市ETN，包括11档本土ETN、3档境外ETN、2档杠杆型及反向型ETN。

### 2.3 资本市场走势回顾：80年代牛市泡沫终结后，台股宽基指数横盘30年之久

中国台湾地区在上世纪80年代经济高速增长崛起时期，股票市场与日本相类似，出现一轮类似“疯牛”的走势，台湾加权指数从1986年的不到1000点，一直涨到1990年的12000点。但随后台湾经济增速下行，经济迈入持续的转型期，台股宽基指数持续横盘一直到2020年疫情全球大放水之后才突破当年高点，即横盘持续30年之久。从行业指数表现来看，台股食品、水泥等行业表现较好。一些热门行业如生技医疗、通信网络行业指数表现并不佳。

图 13： 台湾加权指数横盘 30 年



资料来源：wind、国泰君安期货研究

图 14： 台股表现分化



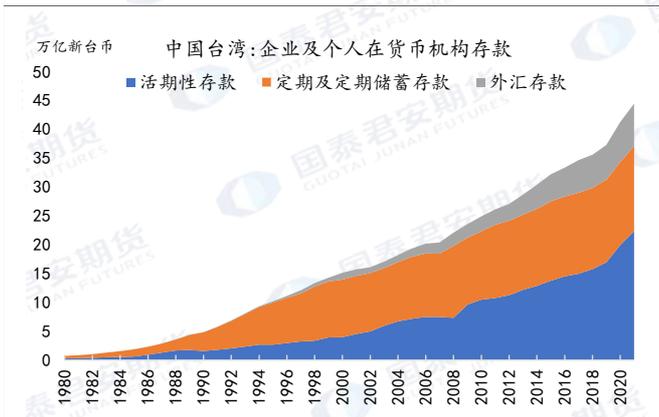
资料来源：wind、国泰君安期货研究

## 3. 中国台湾地区居民金融资产配置结构特征

### 3.1 金融资产在全部财富配置中占比趋势性上升

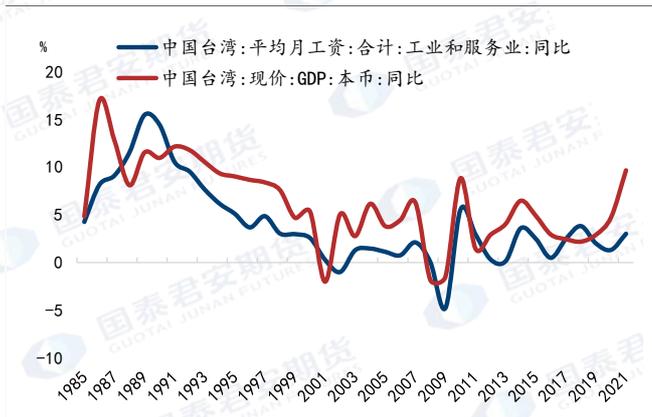
中国台湾居民财富持续积累。上世纪80年代前后，中国台湾经济起飞，居民收入大幅增加，因此有了“台湾钱淹脚目”的俗语。虽然在90年代开始经济迈入转型期，经济增速逐步回落，但居民财富持续不断积累。2021年，据瑞士信贷统计，中国台湾每人平均财富为23.89万美元(717万港币)，台湾地区每人财富中位数为9.3万美元，其中，金融资产为376万新港币，其他类资产为341万新港币。根据德国安联人寿保险集团发表的疫情前全球财富报告中表示，在疫情前一年，中国台湾的净金融资产增加5.2%，台湾人均净金融资产为97850欧元，进步3名，超越日本，紧追新加坡之后，排名全球第4。

图 15: 中国台湾企业及个人存款余额为 1.39 万亿美元



资料来源: wind、国泰君安期货研究

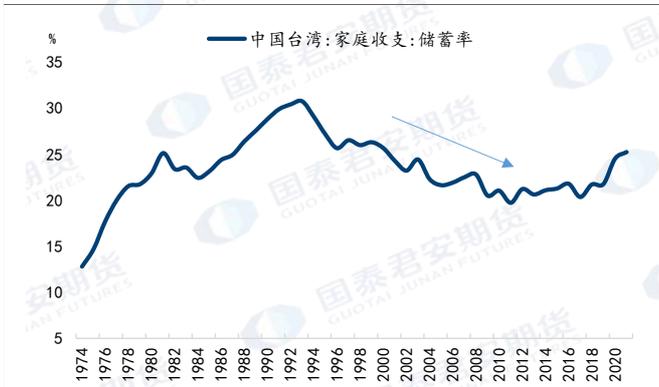
图 16: 随着经济增速下行, 中国台湾居民工资增速下行



资料来源: wind、国泰君安期货研究

**中国台湾地区储蓄率整体下降。**上世纪 80 年代中国台湾经济腾飞后, 台湾民众的储蓄率逐步上升, 1993 年最高触及 30.74%, 随后, 由于一系列的金融开放使台湾人可以累积的财富工具变多, 同时自由化和消费主义盛行, 储蓄率逐年下滑, 进入到 21 世纪后, 中国台湾的储蓄率维持在 20% 的水平。不过受疫情冲击消费打击, 疫情后中国台湾家庭储蓄率创 27 年最大增幅。

图 17: 90 年代中期开始台湾储蓄率整体呈下滑态势



资料来源: wind、国泰君安期货研究

图 18: 中国台湾家庭部门资产配置结构占比(%)

	2016 年	2020 年
房地产	43.4	37.2
现金与活期性存款	11.92	13.41
定期性存款及外汇存款	13.67	12.53
有价证券	14.02	16.96
人寿保险准备及退休基金准备	18.56	21.45
其他本土金融性资产	5.22	5.51

资料来源: 中国台湾统计资讯网、国泰君安期货研究

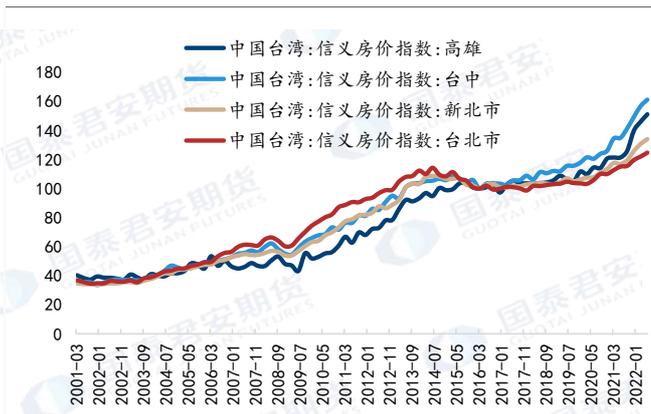
**中国台湾地区房价稳步上行但房地产配置占比下降。**从居民资产配置情况来看, 虽然长期看台湾地区房价稳步上行, 但居民资产配置中住房占比出现下降。分析原因, 一方面住房投资占用资金规模较大, 且台湾房价出租比较高, 持有成本较大; 加之金融类资产相比不动产来说更具流动性, 受到更多有闲钱又追求稳定资产模式客户的青睐。根据台湾统计资讯网数据, 2020 年相比 2016 年台湾居民房地产配置占比下降 6 个百分点。

图 19: 长期看中国台湾地区房价持续稳步上行



资料来源: wind、国泰君安期货研究

图 20: 近几年台中、高雄房价上涨明显



资料来源: wind、国泰君安期货研究

备注: 土地按市价重评价。房地产包含房屋及营建工程、建地、非建地。有价证券包括政府债券、本土公司债、金融债券、共同基金、上市上柜公司股权及其他企业权益。其他国内金融性资产包括附条件交易、非金融部门放款、短期票券、应收应付款及其他债权债务净额。

**中国台湾地区居民金融资产配置占比不断提升。**在台湾居民金融资产配置中，泛现金类产品占比稳定在 25%左右；在金融产品中，配置保险和年金热情最高，约占 20%；其次为有价证券，约占 15%。

**居民参与股市程度较高。**从居民参与股市程度观察，中国台湾地区居民参与股市的比例较高。全台 2320 万人，截止 2022 年 9 月共有 1194 万股民，约占全部人口的一半。2021 年全年有交易人数 550 万人，连两年创新纪录，较疫情前约 300 万人显著增加。

图 21: 截止 2022 年 9 月末台湾证券交易所投资人开户数

年 龄 层		0—19	20—30	31—40	41—50	51—60	61 以上	其他 (法人)	总计
		开 户 人 数	男 193,775	777,363	1,001,263	1,118,253	1,011,353	1,622,583	-
	女 177,473	716,779	1,005,183	1,248,481	1,215,433	1,763,505	-	6,126,854	
	合 计 371,248	1,494,142	2,006,446	2,366,734	2,226,786	3,386,088	88,054	11,939,498	
占 比		3.15%	12.56%	16.85%	19.87%	18.7%	28.41%	0.7%	100%

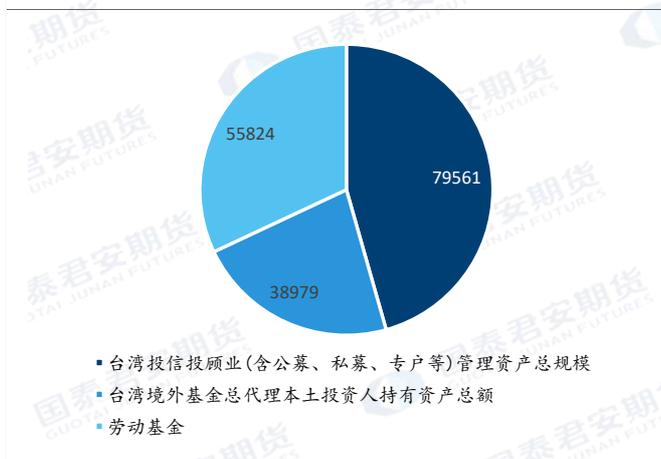
资料来源: 台湾证券交易所、国泰君安期货研究。投资人新开户人数仅计入无帐户新开户者。

#### 4. 资管行业角度看，近年来规模增长提速，投向海外占比高

基于数据的可得性，以及泛资管行业构成，我们统计了投信投顾业(包含公募、私募、专户等)、养老金行业及境外投资基金三大资管部门行业规模。截止到 2021 年年底，中国台湾投信投顾业管理资产总规模

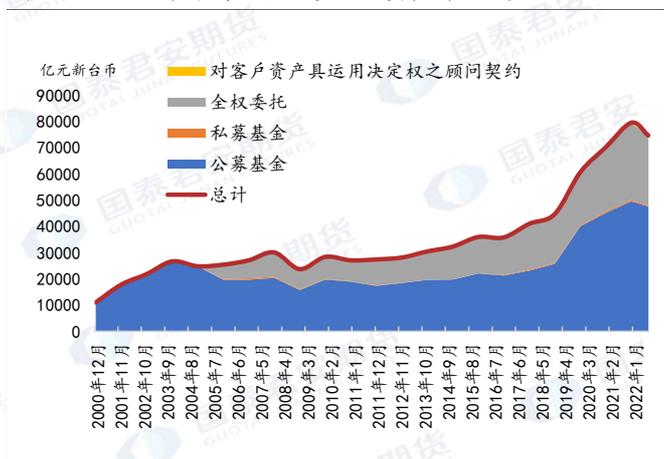
为 79561 亿元新台币，台湾境外基金总代理本土投资人持有资产总额 38979 亿元新台币，劳动基金（养老金）55824 亿元新台币，三项合计 174346 亿新台币，约合 5470 亿美元。

图 22：中国台湾地区公私募基金及养老金规模占比较大



资料来源：中国台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

图 23：近 5 年来中国台湾地区资产管理市场规模大增



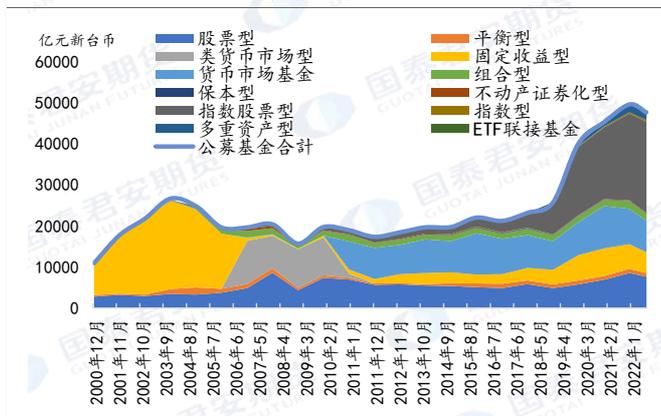
资料来源：中国台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

‘全权委託投资 (Fully Fiduciary Discretionary Investment)’ 业务俗称“代客操作”，是由投资人将一笔资产(可包含现金、股票或债券)委任给受托人(如投信、投顾或期货经理事业公司)，由受托人的专业投资经理人依双方约定的条件、投资方针、投资人可承受的风险范围等进行证券投资及期货之交易。

#### 4.1 中国台湾公募基金行业发展规模与配置

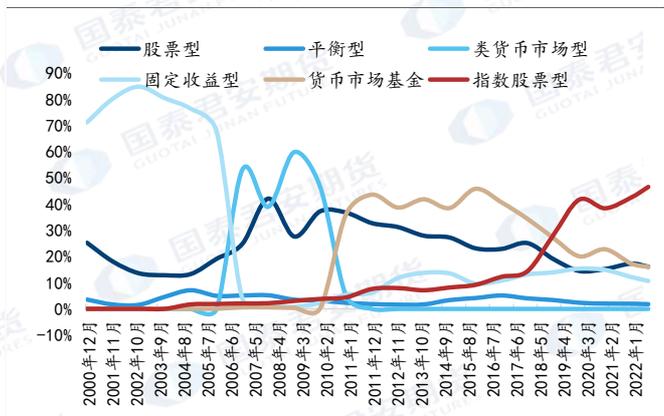
公募基金规模增长曾长期停滞，近几年由 ETF 带动明显。自 2000 年以来，台湾地区公募基金管理资产总规模在 2000 年至 2005 年期间增长较快，主要由固定收益型产品增长贡献。随后一直到 2019 年，台湾公募基金管理资产总规模才出现明显增长。2018 年年末公募基金管理规模为 2.57 万亿，到 2021 年年末为 4.96 万亿，接近翻倍。主要是权益类产品，包括股票型、指数股票型基金贡献为主，特别是 ETF 类产品。

图 24：公募基金管理资产总规模



资料来源：中国台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

图 25：公募基金不同资产占比变化



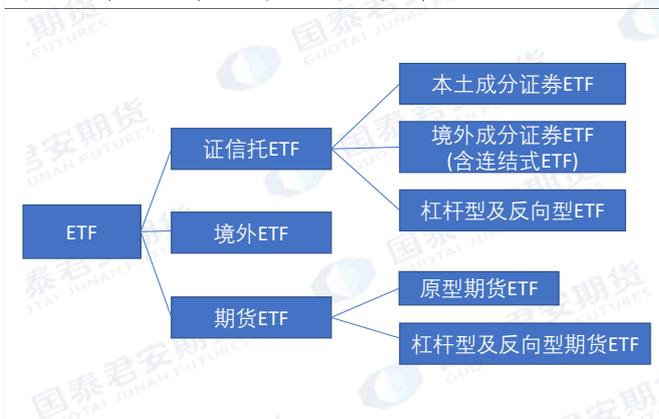
资料来源：中国台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

备注：平衡型基金介于债券型及股票型基金之间，可以同时持有多种资产，包括股票、债券、现金。组合型基金，即 FOF。指数股票型基金，即 ETF。

公募基金最大构成结构演变：固收→类货币→货基→ETF。从近 20 年中国台湾公募基金资产规模的变动趋势来看，既存在着本土影响因素，又跟随政策监管导向与金融市场时代发展的脉络演进。从 2000 年到

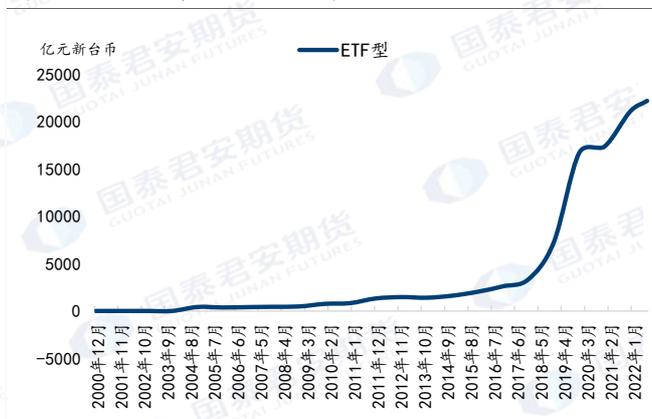
2005 年，公募基金中固定收益型产品占比最高。随后类货币市场基金占比上升。期间股票型基金占比也出现了缓慢上升趋势。在 2011 年至 2015 年期间，货币市场基金占比最高。而自 2015 年开始，指数股票型基金(即 ETF)占比持续提升，到 2021 年占比已超过 50%，成为最大的公募基金资产。

图 26：中国台湾 ETF 产品种类多样



资料来源：中国台湾证券交易所、国泰君安期货研究

图 27：近几年 ETF 规模成倍增长



资料来源：中国台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

### 境外配置占比较高

中国台湾地区为海岛经济，早期经由发展出口导向型、劳动密集型产业导致经济快速崛起，90 年代台湾人均 GDP 突破 1 万美元，经济逐步进入转型升级阶段；此时恰逢中国改革开放，中国台湾地区经济发展与规模扩大的动力主要来自与中国大陆的相互贸易与投资。随著 2001 年台湾正式加入 WTO，有关外资投入本土资本市场及经营业务限制放宽，台湾资本市场国际化发展也迈向崭新阶段。

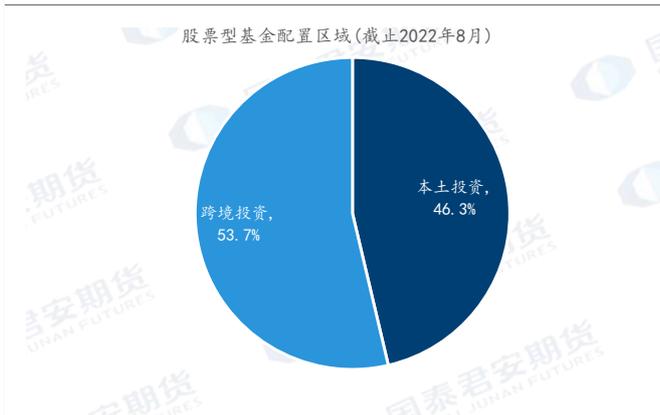
根据中国台湾投信投顾公会数据，基金资产投向中，投向境外的占比较高，其中又以固收型、组合型基金最高，远超 50%。考虑到台湾经济低速增长格局，面对利率下行的长期趋势，在台债长久无利可图，只能退出本土市场，并将重心放在境外主权债券上。

图 28：经济转型期台湾基金行业资产投向境外占比

	股票型基金	平衡型	固收型	货币市场基金	组合型	ETF
投向境外占比	53.7%	66.8%	71.7%	0.5%	98.3%	65.1%

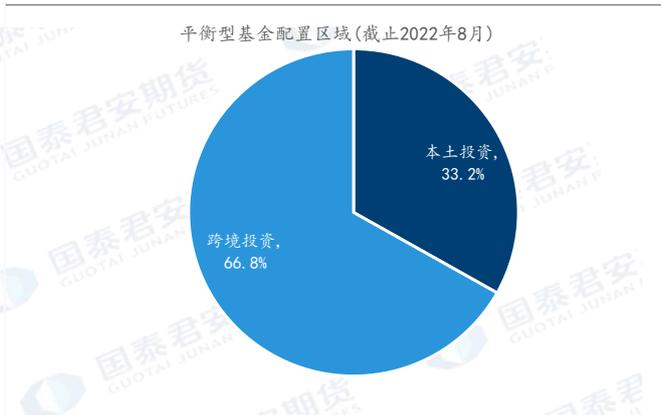
资料来源：台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

图 29：股票型基金境外投资占比超过 50%



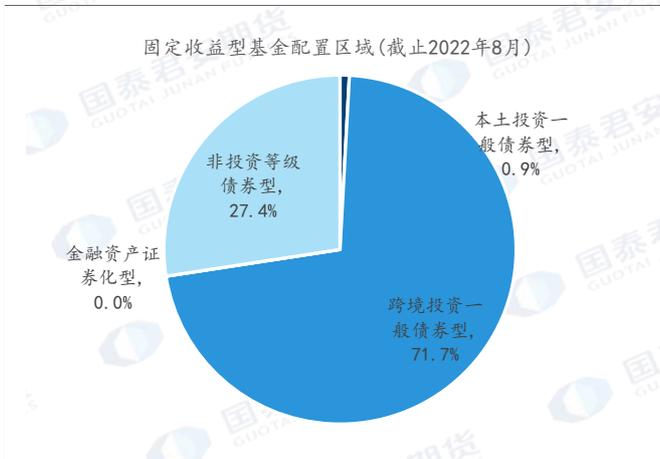
资料来源：中国台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

图 30：平衡型基金境外投资占比达 66.8%



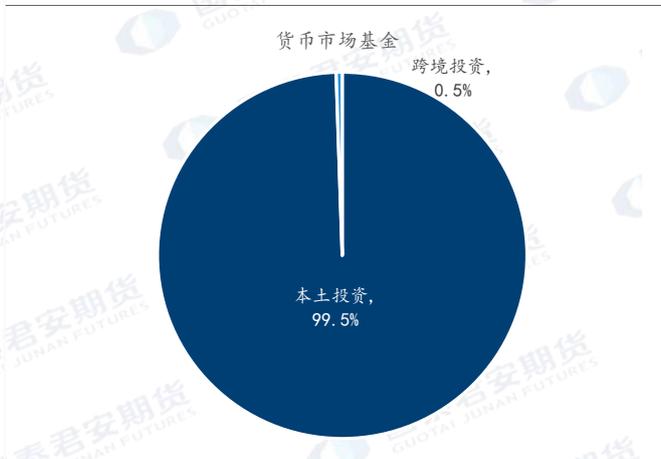
资料来源：中国台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

图 31：固收型基金中跨境债券投资占比达 71.7%



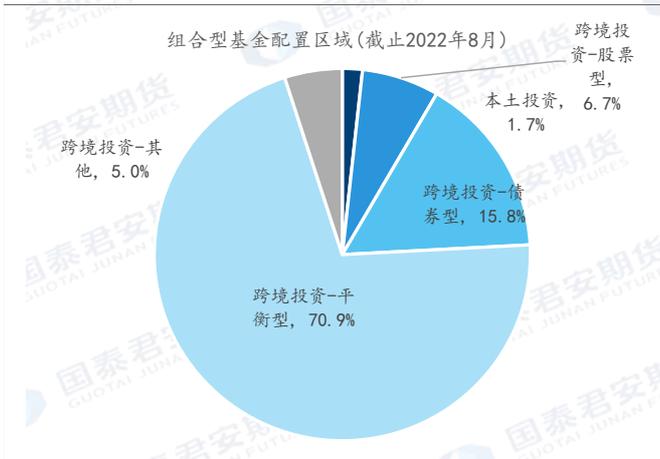
资料来源：中国台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

图 32：货币市场基金以本土投资占比为主



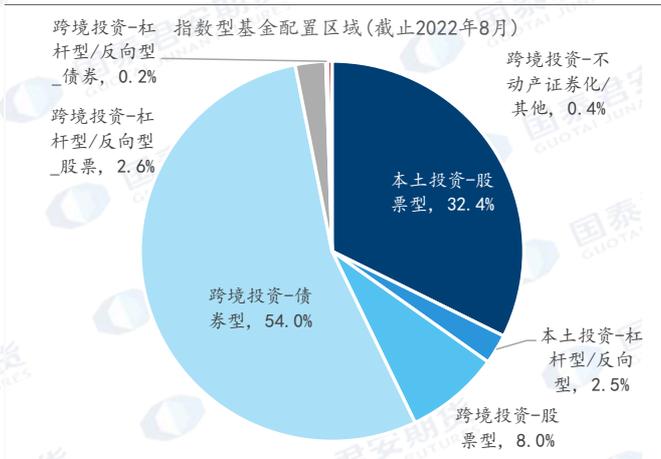
资料来源：中国台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

图 33：组合型基金境外配置占比达 98.3%



资料来源：中国台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

图 34：ETF 境外配置占比 65.1%



资料来源：中国台湾投信投顾公会、国泰君安期货研究

## 4.2 中国台湾养老金发展规模与配置

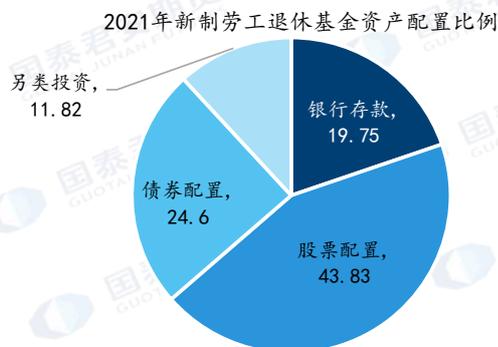
中国台湾地区养老金由劳动基金运用局管理经营。在进行投资过程中，为分散风险并参考国际投资趋势，将各基金资产适度依基金性质与法令的限制，分别配置在股票、债券及另类资产等投资项目，进行多元化投资布局，降低投资组合波动，以建构一个能兼顾基金收益，又能分散风险的投资组合。

图 35：2021 年中国台湾地区养老金管理规模

基金名称	基金规模 (新台币/亿元)	运用绩效	
		收益(新台币/亿元)	收益率(%)
新制劳工退休基金	31458	2836.8	9.66
旧制劳工退休基金	9475	921.5	11.22
<b>劳工退休基金小计</b>	<b>40933</b>	<b>3758.3</b>	<b>10</b>
劳工保险基金	8447	730	9.71
就业保险基金	1442	15.1	1.07
职灾保护专款	104	0.8	0.74
积欠工资垫偿基金	149	6.9	5.18
<b>劳动基金合计</b>	<b>51075</b>	<b>4511.1</b>	<b>9.65</b>
国保基金	4717	404.2	9.88
农退基金	32	0.2	1.97
<b>管理规模总计</b>	<b>55824</b>	<b>4915.5</b>	<b>9.67</b>

资料来源：劳动基金运用局、国泰君安期货研究

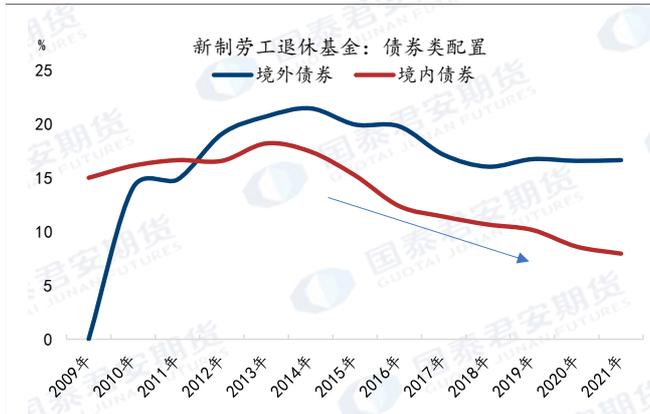
图 36：新制劳工退休基金股票配置居首



资料来源：劳动基金运用局、国泰君安期货研究

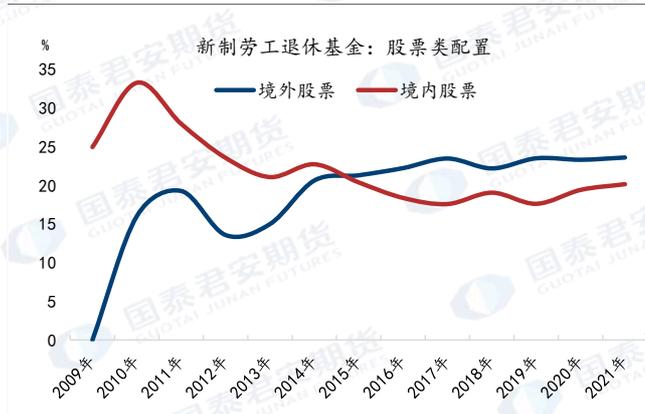
**偏好股票类资产，境外投资占比持续提升。**从规模来看，中国台湾地区养老金规模最大部分为新制劳工退休基金，截止到 2021 年基金规模为 3.15 万亿新台币。从资金投向上来看，偏好股票类资产，以及降低本土债券配置比重，是新制劳工退休基金近年来的投资趋势。2021 年，台湾新制劳工退休基金债券配置占比为境内债券配置占比，自 2013 年的 18.19%一直下跌至 2021 年的 7.96%，而境外股票配置比例不断提升，目前已成为单一种类最大的配置去向。

图 37：新制劳工退休基金债券配置增长及内外投向占比



资料来源：劳动基金运用局、国泰君安期货研究

图 38：新制劳工退休基金股票配置增长及内外投向占比



资料来源：劳动基金运用局、国泰君安期货研究

## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

#### 国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

#### 国泰君安期货客户服务电话 95521