



2022年12月4日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com

国内强预期和弱现实背离，海外加息节奏放缓

内容提要

资产价格：海外继续交易加息放缓，国内经济修复预期下股强债弱。11月国内外宏观三大主线边际变化，“疫情防控优化二十条+房地产融资支持政策持续升温+美联储加息节奏放缓”助力全球流动性改善和国内经济基本面复苏预期增强，美元触顶回落，美债走强，全球权益市场呈现普涨行情，国内人民币汇率快速升值，北向资金大幅流入，并形成了股强债弱的基础逻辑，而此前受内外环境双重冲击的港股反弹幅度更大。宏观预期明显改善叠加超储率偏低下资金面逐渐收敛，国内债市则迎来剧烈调整，并引发理财赎回潮和负反馈影响。

国内经济：宏观预期和现实背离加大。宏观三大主线边际变化支撑风险情绪好转，构成资产价格变动主线，但当前宏观基本面现实和预期的背离持续加大，后续预期层面的修复仍需等待经济基本面的验证。一方面宏观预期继续增强，国内疫情防控放松是主要方向，同时证监会宣布在涉房企业股权融资方面调整优化五项措施，信贷、债券、股票融资三箭齐发支撑地产转暖预期。另一方面，基本面的现实仍在走弱，防控边际放松后11月国内疫情快速上升，多地疫情形势严峻，居民生活半径回落下消费和地产拖累持续，小微企业和就业市场压力加大，内需的压力短期仍难缓解，疫情和地产仍是制约经济修复的主要变量。

总的来看，随着疫情防控优化和地产政策的进一步调整，我们认为微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善，但基本面弱现实的逆转尚未到来。疫情上升阶段防控优化的落地效果仍需观察，经济或继续呈现“地产和消费的拖累+基建支撑+出口逐步弱化”的结构，地产供给端纾困组合拳有望推动复工和竣工的恢复，但信用风险能否消除并形成地产链条的良性循环仍存在不确定性，地产投资低位延续时间预计仍将拉长，经济结构仍会继续分化，基本面弱现实的逆转尚未到来。而在外需回落下，扩大内需仍是政策主线，经济增长和企业盈利的实质改善仍有待于政策线索的继续浮现。

宽货币基调延续，兼顾内外平衡：11月疫情防控和地产供给端纾困政策相继出台，政策预期快速增强，同时11月25日央行降准0.25个百分点，释放长期资金约5000亿元，巩固政策稳增长效果。往后看，一方面，当下纾困微观主体活力是关键，货币政策着力点较小，疫情防控政策优化、房地产政策放松已在路上，当前重点更多在于落实好现有政策，宽货币进一步加码的必要性不强，短期降息

请务必仔细阅读正文之后的声明



(OMO/MLF) 概率不大，需要强有力的触发剂驱动。另外一方面，当前经济复苏的现实依然偏弱，国内疫情有所反复，经济高频数据转弱，宽信用进程仍然需要货币偏宽的支撑，宽货币不具备退出条件。降准后的下一政策关注点是 LPR 的变化，以及三支箭后金融机构的跟进落地、中央经济工作会议、政治局会议、明年专项债额度提前下达等。

美联储加息节奏放缓，但进程尚未逆转：核心通胀见顶回落下美联储未来紧缩预期弱化，加息终点下移+加息速度放缓+市场情绪修复，预计美联储 12 月加息幅度放缓至 50bp，美联储 11 月会议纪要也显示大多数美联储官员支持放慢加息步伐，外部流动性收紧压力减轻。但我们认为美联储加息预期逆转的条件仍未被满足，美联储加息预期回落但并未逆转，通胀拐点确认但回落速度仍有不确定性，金融条件收紧向经济下行传导仍然处在早期阶段，保持较高的利率水平一段时间是抑制通胀的关键，讨论降息仍为时尚早，明年一季度的加息或是风险点。

总结：往后看，近期政策一系列稳增长诉求仍有利于风险偏好的稳定，但当前基本面的现实依然偏弱，后续增长预期仍是关键。股市风险情绪改善后需持续关注政策落地后的基本面变化，基本面与现实之间仍存在距离下，权益资产中期向好但短期波动加大，或继续呈现波动中上行，经济增长和企业盈利的实质改善仍有待于政策线索的继续浮现。对于债市来说，政策强预期下利率中枢小幅抬升，尽管经济弱复苏的现实不改，且流动性宽松仍支撑短端，但近期债市对基本面利好明显钝化，反映出债市在中期经济修复改善的预期下呈现弱势格局。预计在防疫优化叠加地产融资支持持续加码下，股强债弱的格局仍将延续，市场仍需继续关注疫情和地产的进一步变化。

风险提示

国内疫情反复超预期，政策力度不及预期，美国通胀下行不及预期，美联储加息节奏放缓不及预期

目录

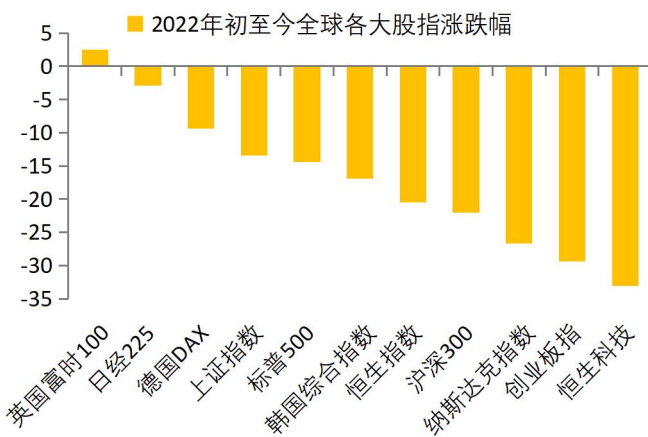
一、	资产价格：海外继续交易加息放缓，国内经济修复预期下股强债弱	4
二、	经济基本面：宏观预期和现实背离加大	9
1.	疫情仍是约束经济修复的主要变量	10
2.	地产供给端纾困组合拳改善市场预期，但高频销售仍未有改善	11
3.	出口逐步弱化	12
三、	政策：宽货币基调延续，兼顾内外平衡	14
四、	海外：美联储加息节奏放缓，但进程尚未逆转	15
五、	风险提示	18
	重要声明	19

一、资产价格：海外继续交易加息放缓，国内经济修复预期下股强债弱

11月国内外宏观三大主线边际变化，“疫情防控优化二十条+房地产融资支持政策持续升温+美联储加息节奏放缓”助力全球流动性改善和国内经济基本面复苏预期增强，全球权益市场呈现普涨行情，此前跌幅最大的港股反弹更为剧烈。

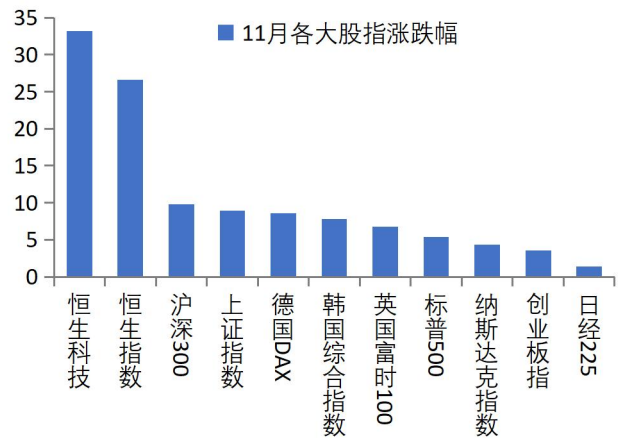
一方面，海外仍是美联储加息放缓的宏观主线的主导，美国核心通胀见顶回落下美联储未来紧缩预期弱化，美元走弱美债走强，支撑流动性改善和估值修复。

图 1：年初至今全球各大股指涨跌幅（%）



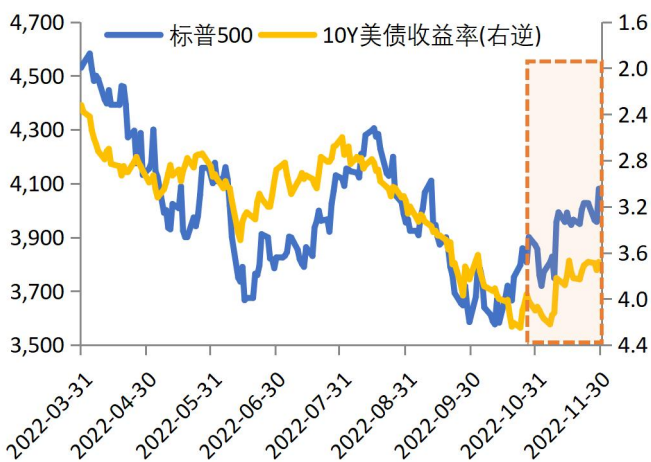
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：当月各大股指涨跌幅（%）



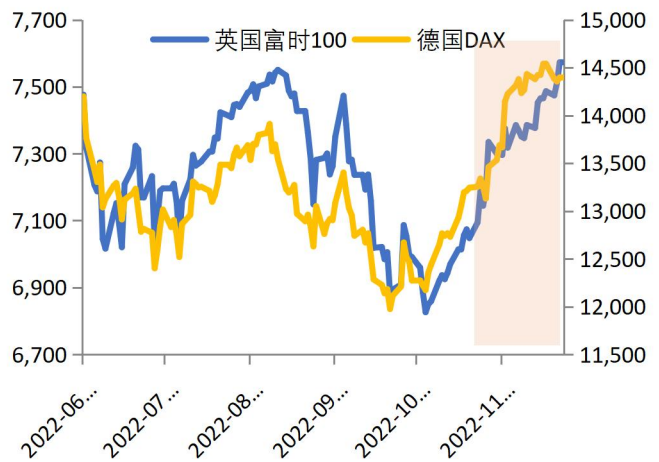
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：美股美债延续反弹（%）



资料来源：Wind，优财研究院

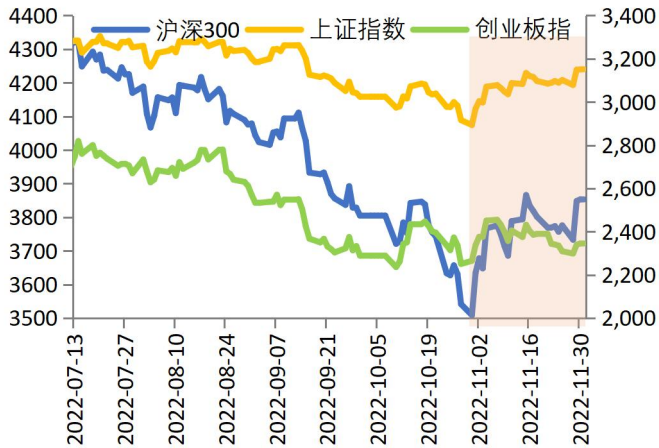
图 4：欧洲股市延续反弹（%）



资料来源：Wind，优财研究院

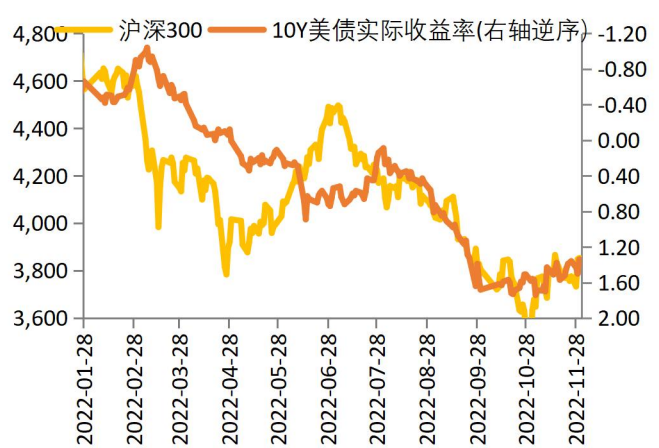
另一方面，国内则体现为疫情和地产拖累减弱下的修复行情，“疫情防控优化二十条+地产政策纾困加码”下经济修复预期明显增强，人民币汇率快速升值，北向资金大幅流入，形成了近期股强债弱的基础逻辑。其中沪深300上涨幅度较大，而创业板指数整体仍偏震荡，尤其前期受内外环境双重冲击的港股反弹幅度更大。

图 5: A 股三大指数月内上涨 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 沪深 300 上涨幅度居前 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

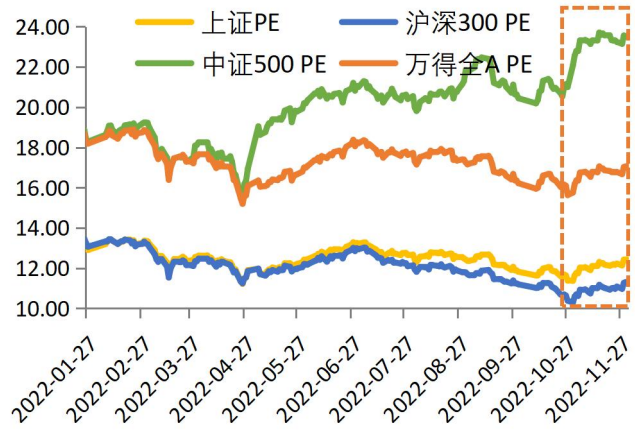
从估值角度看，10 月底我们判断股市已处于底部区间，股债相对回报率 10 月底升破历史区间上沿，而随着 11 月股市上涨后，A 股主要指数 PE 均有所回升，上证风险溢价 ERP 则回落，10 月底上证综指 PE 和 ERP 分别为 12.43 和 5.16(上月底 11.36, 6.16%)，不过当前股债相对回报率仍处于高位区间，股市性价比仍较债市明显占优。

图 7: 上证风险溢价 ERP 小幅回落 (%)



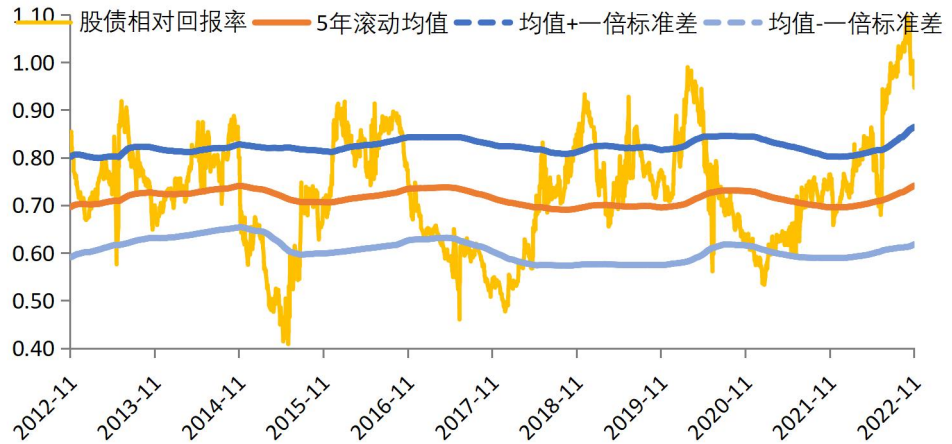
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: A 股主要指数 PE 有所分化, 整体下行 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图9：股票相对性价比仍较债市明显占优

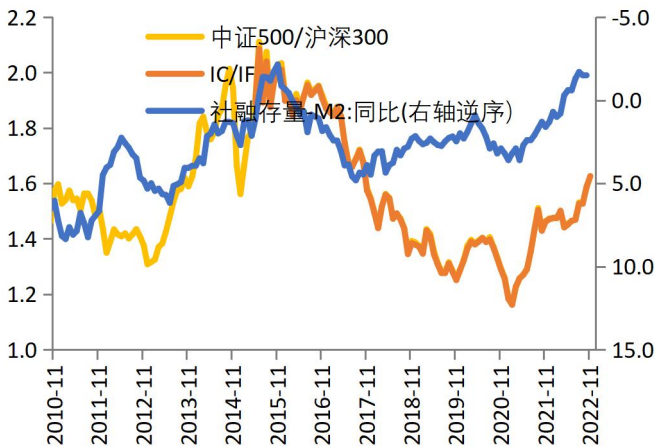


资料来源：Wind，优财研究院

从风格结构上看，今年股市风格表现出小盘跑赢大盘的现象，与持续走低的“社融-M2增速”以及中美利差保持一致。一方面经济增长缺乏动力下大盘股面临盈利受损的压力；另一方面，流动性充裕的环境引发资金“脱实向虚”，私人部门融资增速低于M2，市场追逐跟经济相关性弱、更具有想象空间的小盘股。同时美联储年内快速加息推升美债收益率加快回升，约束外资流入，中美利差回落下500/300比价走强。

往后看，随着美联储加息节奏放缓，美债收益率见顶回落，11月中美利差底部回升，沪深300逐渐呈现略强于500的走势，未来待实体信用宽松进入兑现阶段后，大小盘风格切换或将延续。

图10：资金流向决定大小盘风格 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

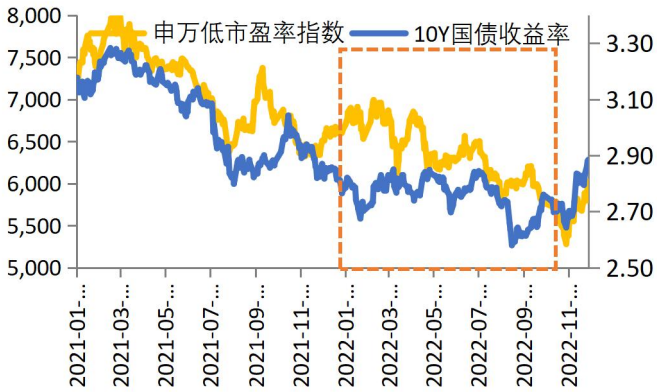
图11：中美利差与大小盘风格结构 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

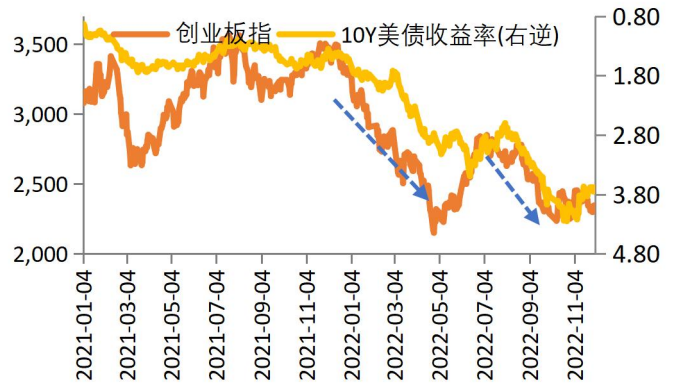
同时在今年稳增长的权益资产定价主线逻辑外，全球无风险利率的走势是主要扰动因素，其短期斜率的高低决定扰动风险的程度大小，国内成长类资产与其同步性较高。

图 12: 国债收益率与低市盈率指数表现 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 全球无风险利率扰动高市盈率板块 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

从资产价格来看，“国内疫情防控优化、房地产政策供给端纾困加码、以及美联储紧缩预期弱化”三大宏观主线的边际改善无疑提振市场预期和风险偏好，内外矛盾改善下风险资产受益于三重逻辑改善的共振。一方面，美国核心通胀见顶下海外紧缩预期弱化，外部流动性收紧压力减轻，另一方面，国内疫情防控优化助力经济基本面复苏，叠加房地产政策加码或实现量变到质变的转变，地产行业逐渐筑底，内需支撑有望增强。

往后看，近期政策一系列稳增长诉求仍有利于风险偏好的稳定，但当前基本面的现实仍然偏弱，后续增长预期仍是关键。股市风险情绪改善后需持续关注政策落地后的基本面变化，基本面与现实之间仍存在距离下，权益资产中期向好但短期波动加大，或继续呈现波动中上行。经济增长和企业盈利的实质改善仍有待于政策线索的继续浮现。

图 14: 股市流动性仍有支撑 (%)

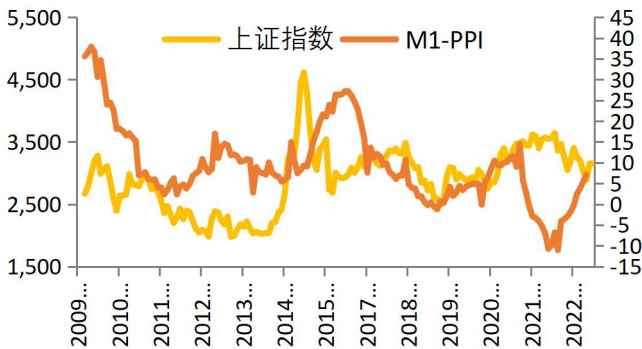
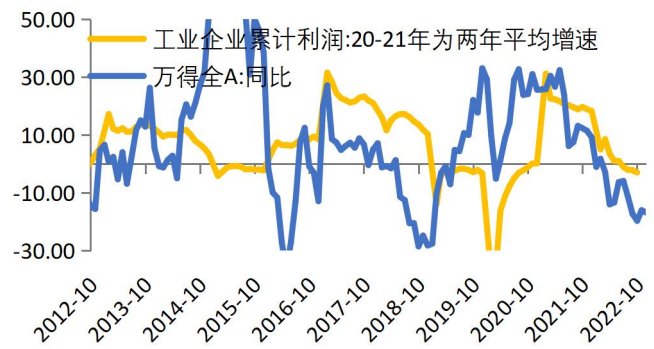


图 15: 股市业绩走弱压力仍然较大 (%)

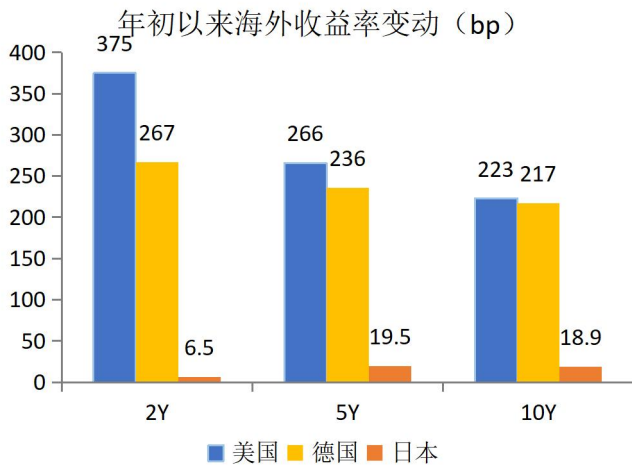


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

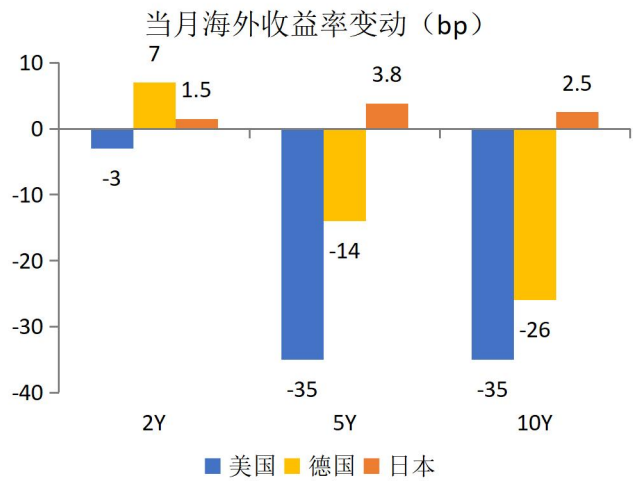
11月海外交易主线延续美联储加息节奏放缓，海外国债长端收益率多数回落，美债十年期国债收益率下行35个bp至3.75%，而短端仍受加息进程尚未结束的影响，短端收益率仅小幅下行，10-2Y收益率曲线倒挂程度加大，加剧美国衰退预期。

图 16：年初以来海外收益率变动 (bp)



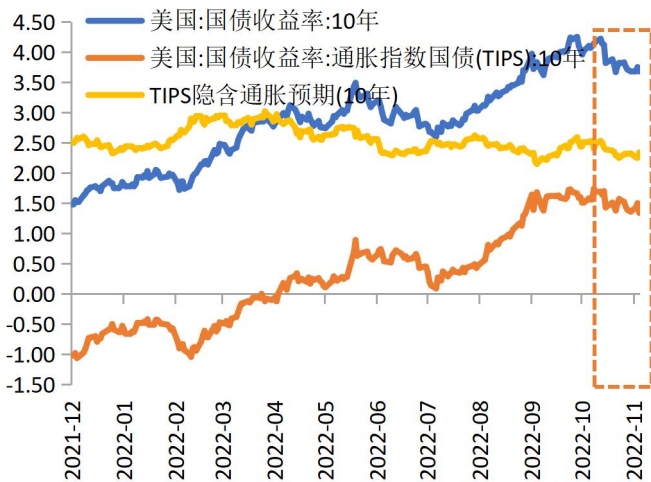
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：11月海外收益率变动 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：美债收益率回落 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

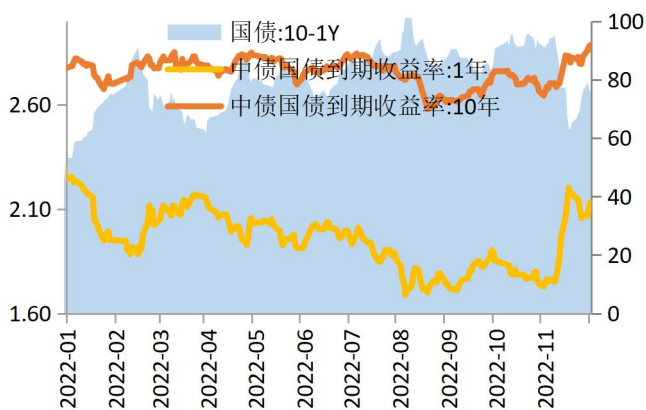
图 19：美债 10-2Y 收益率曲线倒挂 (bp, %)



资料来源：Wind，优财研究院

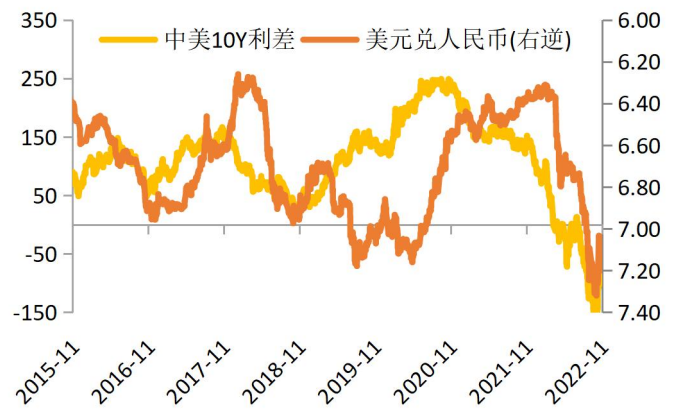
国内方面，疫情防控优化和地产融资政策持续加码下市场宏观预期明显改善，叠加超储率偏低下资金面逐渐收敛，债市迎来剧烈调整，并引发理财赎回潮和负反馈影响。尽管经济弱复苏的现实不改，利率中枢预计小幅抬升，流动性宽松仍支撑短端，但近期债市对基本面利好明显钝化，反映出债市在中期经济修复改善的预期下呈现弱势格局。预计在防疫优化叠加地产融资支持持续加码下，股强债弱的格局仍将延续，市场仍需继续关注疫情和地产的进一步变化。

图 20：国内收益率快速上行调整（%，bp）



资料来源：Wind，优财研究院

图 21：中美利差倒挂收窄下人民币升值（bp）



资料来源：Wind，优财研究院

二、经济基本面：宏观预期和现实背离加大

宏观三大主线边际变化支撑风险情绪好转，构成资产价格变动主线，但当前宏观基本面现实和预期的背离持续加大，后续预期层面的修复仍需等待经济基本面的验证。一方面宏观预期继续增强，国内疫情防控放松是主要方向，同时证监会宣布在涉房企股权融资方面调整优化五项措施，地产“第三支箭”落地继续支撑地产转暖预期，叠加此前的第二支箭”、“地产金融 16 条”、保交楼再贷款、大行意向授信等，信贷、债券、股票融资三箭齐发。

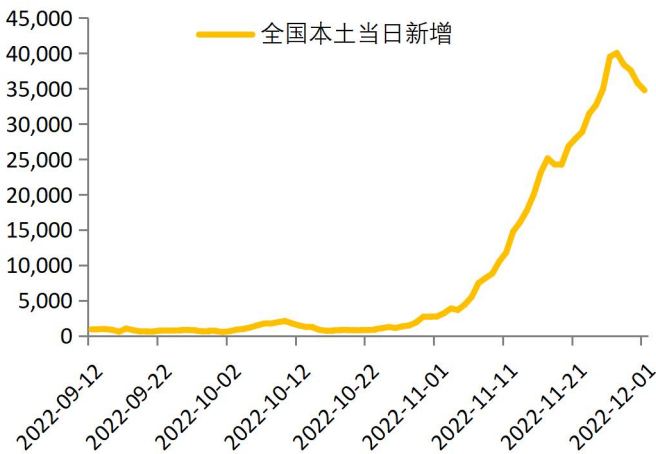
另一方面，基本面的现实仍在走弱，防控边际放松后 11 月国内疫情快速上升，多地疫情形势严峻，制约供需两端修复，居民生活半径回落下服务业景气指数回落幅度尤甚，小微企业和就业市场压力加大，内需的压力短期仍难缓解。同时，地产高频销售偏弱局

面仍未好转，地产信用风险仍面临居民和企业预期双弱的现实约束，疫情和地产仍是制约经济修复的主要变量。

1. 疫情仍是约束经济修复的主要变量

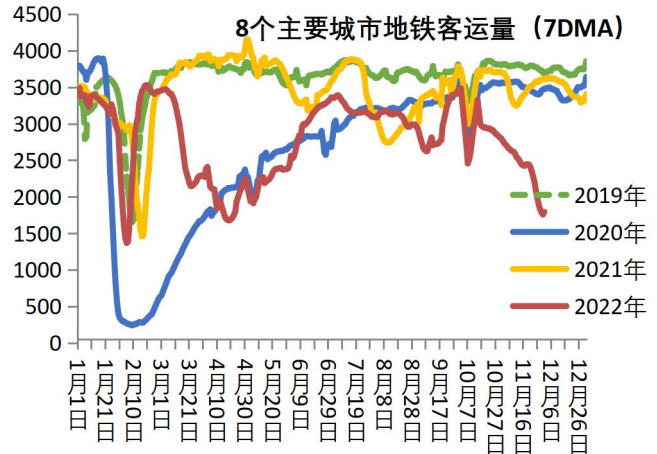
疫情防控的优化在预期层面起到改善作用，但放松的同时也加大了疫情回升的不确定性，国内疫情快速上行，多地疫情形势严峻，主要城市地铁客运量快速回落至上海封控期间水平，居民生活半径的收窄对消费和购房仍将形成明显负面拖累，11月30大中城商品房销售同比降幅扩大，预期改善后防控优化的落地效果仍待观察。同时疫情的升温也制约生产和需求两端修复，服务业景气指数回落幅度尤甚，小微企业和就业市场压力加大。

图 22：全国当日新增确诊（例）



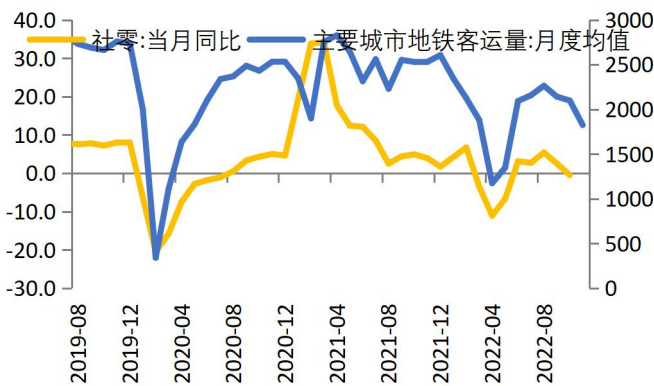
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：8 个主要城市地铁客运量（万人次）



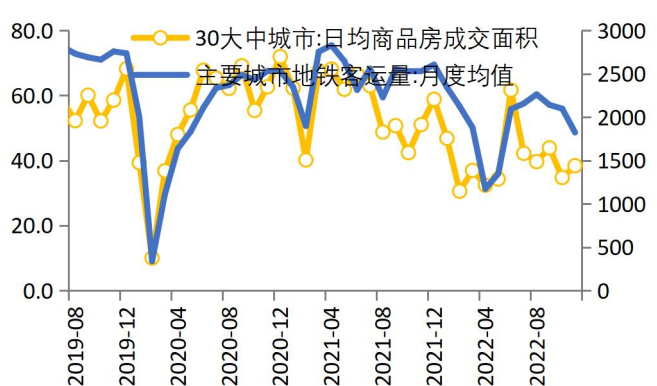
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：居民活动减弱仍约束消费改善（%）



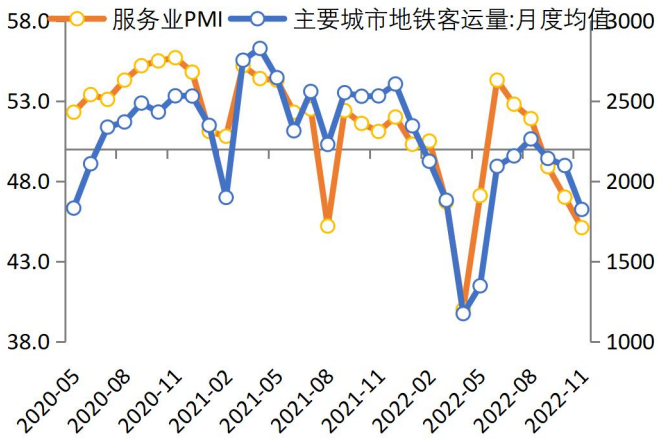
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：居民生活半径影响房地产销售场景（%）



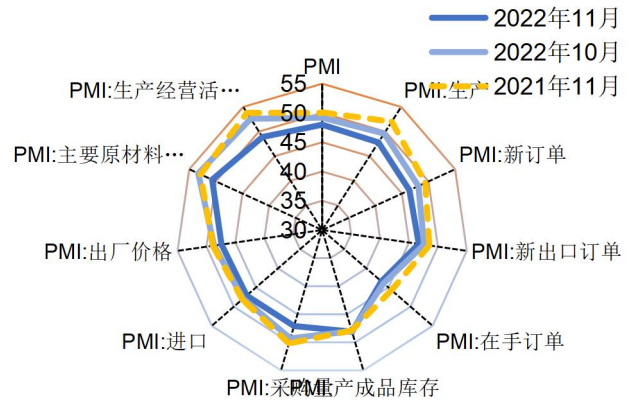
资料来源：Wind，优财研究院

图 26: 生活半径回落下服务业景气回落尤甚 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 11 月制造业 PMI 供需双弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

2. 地产供给端纾困组合拳改善市场预期，但高频销售仍未有改善

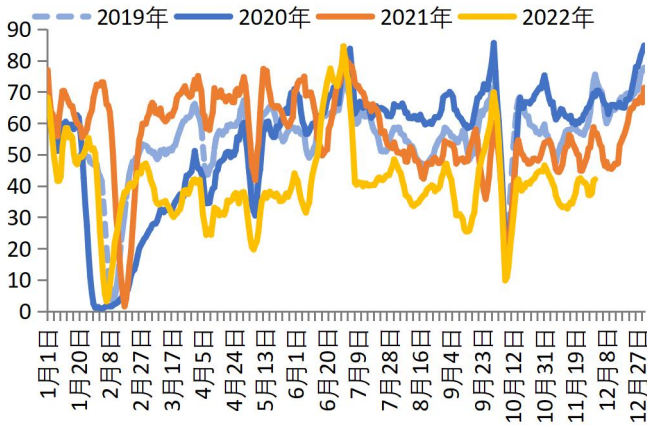
11 月地产纾困政策持续加码，近期证监会再度宣布在涉房企股权融资方面调整优化五项措施，叠加此前的“第二支箭”、“地产金融 16 条”、保交楼再贷款、大行意向授信等，信贷、债券、股票融资三箭齐发支撑地产转暖预期。

供给端纾困政策的升温有利于地产信用风险的缓释，竣工和复工端或率先修复，房地产投资边际拖累减弱。我们认为供给端纾困政策的升温有利于地产信用风险的缓释，并降低资产负债表风险，房地产政策加码或实现量变到质变的转变，居民和房企预期偏弱的矛盾有望逐步缓解，从而打破房地产投资链条的负循环与负反馈。预计竣工和复工端率先修复，而后向销售、开工、拿地逐步传导，房地产投资边际拖累有望减弱。

但房价预期扭转+房企资产负债表和信心重塑仍需要时间，信用风险能否消除并形成地产链条的良性循环仍存在不确定性，主动拿地的修复需要更长时间，短期仍是预期强于现实，地产拐点仍为时尚早，地产投资低位延续时间预计仍将拉长。

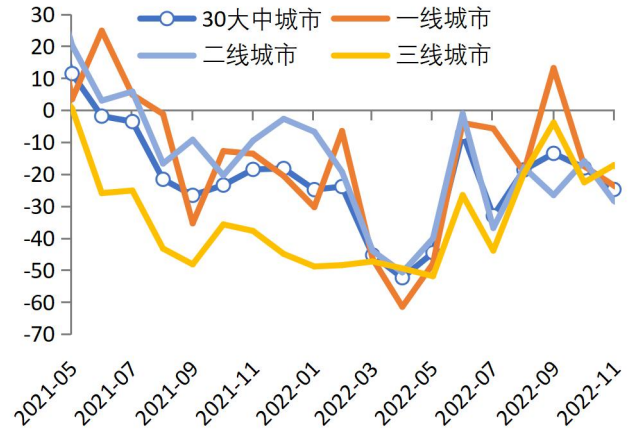
从政策意图的角度来看，地产政策放松更多的是保交楼保民生的目标，避免土地财政风险以及实现地产软着陆，居民加杠杆空间不足下地产趋势性走弱难以改变，“房住不炒”大框架不变下预计销售和预期都回不到原来高位的状态。未来密切关注销售的变化，是房企内源性融资状况以及主动投资意愿的重要影响关键，地产投资链条的良性循环仍有待销售的边际改善。

图 28: 30 城商品房成交面积:7DMA (%)



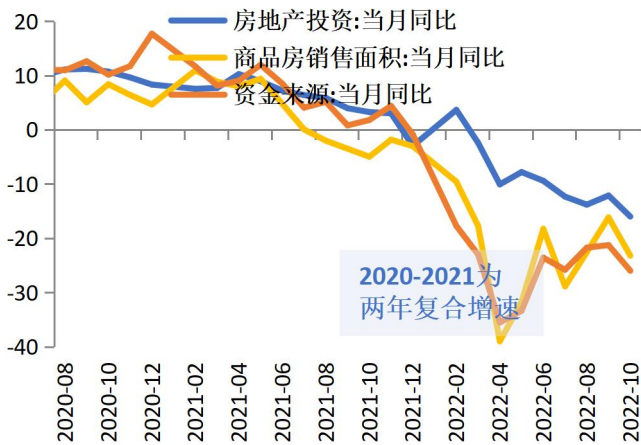
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 居民生活半径影响房地产销售场景 (%)



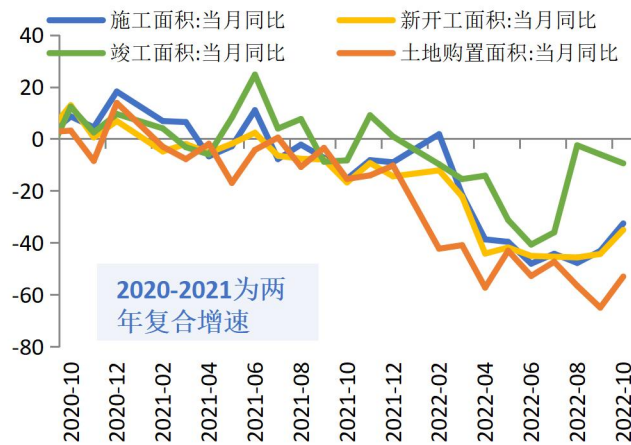
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 房地产投资再度回落 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 竣工>开工>拿地 (%)

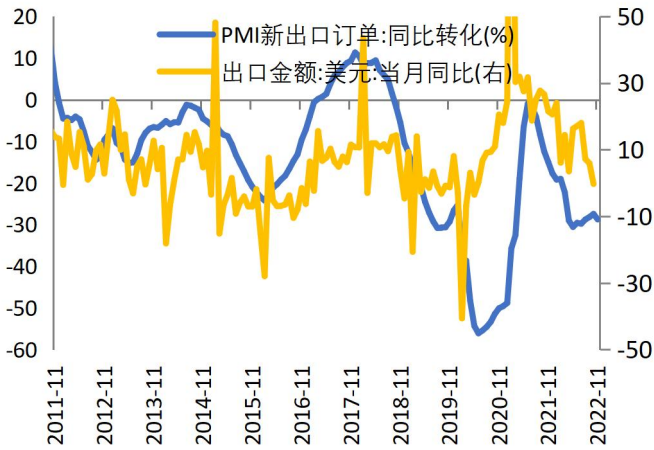


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 出口逐步弱化

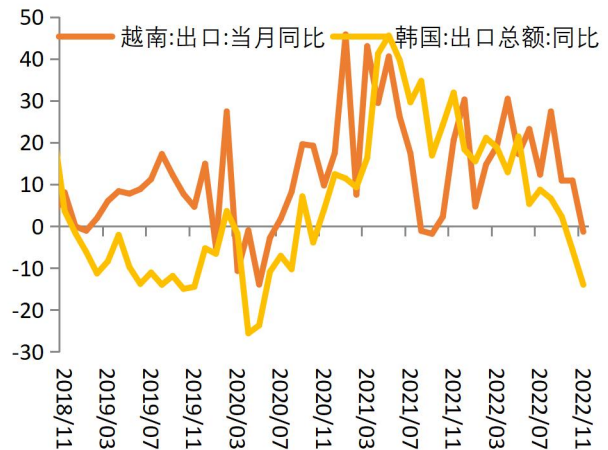
全球经济放缓下外需回落+美国去库周期+价格贡献减弱，出口下行仍是未来一年无法回避的挑战。1) 摩根大通全球制造业 PMI 回落至收缩区间，印证海外衰退渐进下外需回落压力；2) 美国制造业去库周期形成，对中国进口减弱；3) 越南韩国 11 月出口增速回落加快，并回落至负值区间；4) 新出口订单仍在荣枯线下方走弱，出口正面临外需和份额的双重压力。

图 32：新出口订单走弱反映外需回落压力（%）



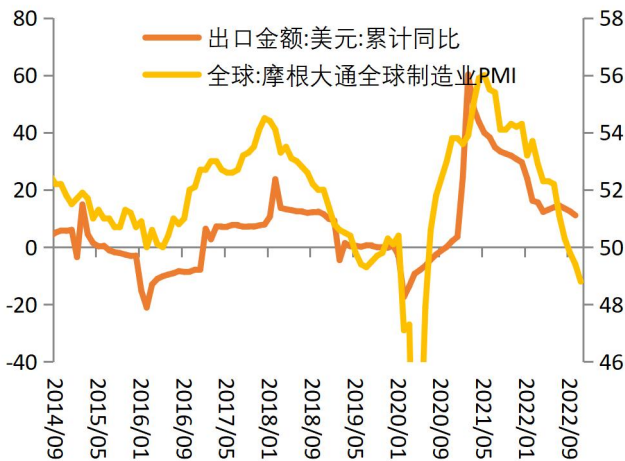
资料来源：Wind，优财研究院

图 33：韩国越南 11 月出口增速向下（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 34：全球制造业景气度低于 50 约束外需（%）



资料来源：Wind，优财研究院

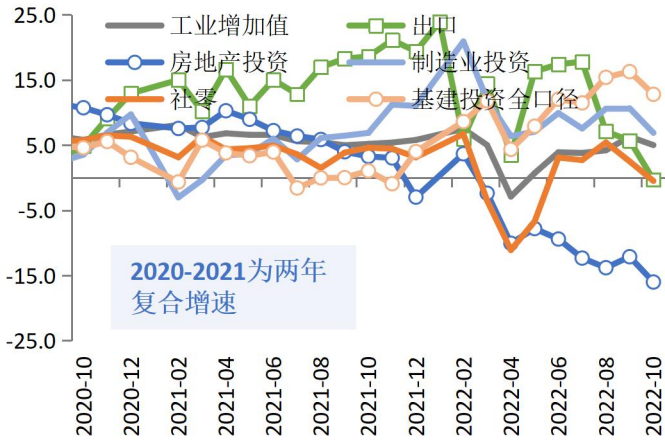
图 35：美国制造业去库约束进口增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

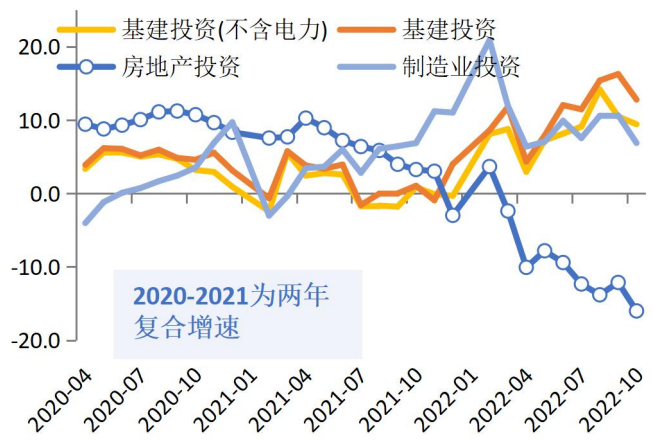
总的来看，随着疫情防控优化和地产政策的进一步调整，我们认为微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善，但基本面弱现实的逆转尚未到来，疫情上升阶段防控优化的落地效果仍需观察，经济或继续呈现“地产和消费的拖累+基建支撑+出口逐步弱化”的结构，地产供给端纾困组合拳有望推动复工和竣工的恢复，但信用风险能否消除并形成地产链条的良性循环仍存在不确定性，地产投资低位延续时间预计仍将拉长，经济结构仍会继续分化，基本面弱现实的逆转尚未到来。而在外需回落下，扩大内需仍是政策主线，经济增长和企业盈利的实质改善仍有待于政策线索的继续浮现。

图 36：各项经济同比均有所回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 37：地产投资拖累继续加大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

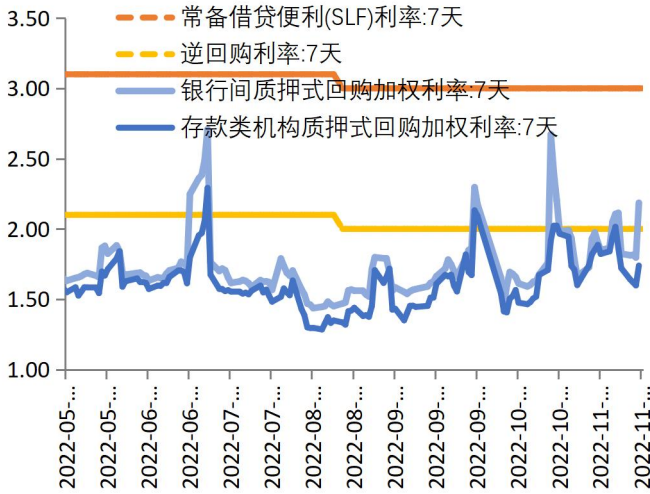
三、政策：宽货币基调延续，兼顾内外平衡

11月疫情防控和地产供给端纾困政策相继出台，政策预期快速增强，同时11月25日央行降准0.25个百分点，释放长期资金约5000亿元，巩固政策稳增长效果。

我们认为，此次降准意图在于：1) 国内疫情有所反复，房地产尚未企稳，经济高频数据转弱，货币政策还仍需要有所作为，稳住经济大盘。2) 9月开始央行投放力度边际趋缓，大行等对流动性的预期出现变化，四季度稳信贷压力下稳定金融机构的预期是关键，央行降准也是对全国性商业银行信贷工作座谈会和“金融支持地产十六条”的配合。3) 超储率偏低环境下基础货币存在一定缺口，仍需央行中长期流动性投放。

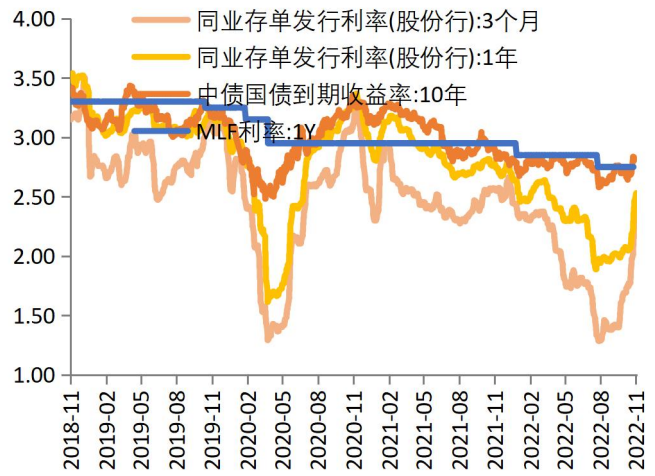
往后看，一方面，当下纾困微观主体活力是关键，货币政策着力点较小，疫情防控政策优化、房地产政策放松已在路上，当前重点更多在于落实好现有政策，宽货币进一步加码的必要性不强，短期降息（OMO/MLF）概率不大，需要强有力的触发剂驱动。另外一方面，当前经济复苏的现实依然偏弱，国内疫情有所反复，经济高频数据转弱，宽信用进程仍然需要货币偏宽的支撑，宽货币不具备退出条件。降准后的下一政策关注点是LPR的变化，以及三支箭后金融机构的跟进落地、中央经济工作会议、政治局会议、明年专项债额度提前下达等。

图 38: 市场利率向政策利率收敛 (%)



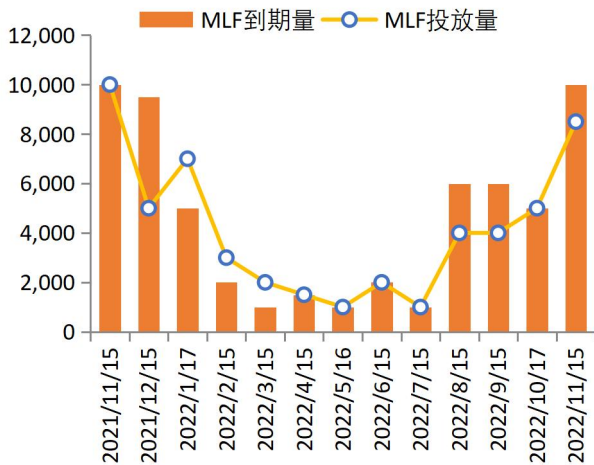
资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 同业存单利率向 MLF 政策利率收敛 (%)



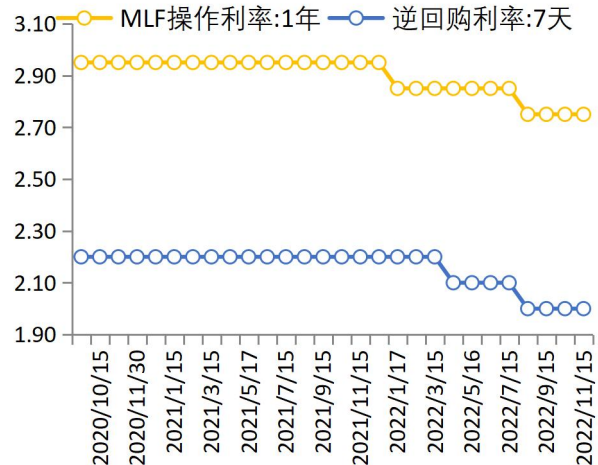
资料来源: Wind, 优财研究院

图 40: MLF 小幅缩量+结构性工具补充 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 41: 政策利率维持不变 (%)



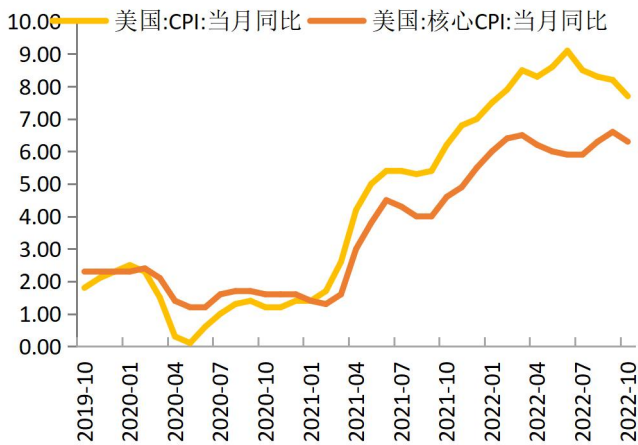
资料来源: Wind, 优财研究院

四、海外：美联储加息节奏放缓，但进程尚未逆转

核心通胀见顶回落下美联储未来紧缩预期弱化，加息终点下移+加息速度放缓+市场情绪修复，预计美联储 12 月加息幅度放缓至 50bp，外部流动性收紧压力减轻。美国 10 月 CPI 不及预期，市场预期美联储 12 月加息幅度放缓至 50bp，外部流动性收紧压力减轻。10 年期美债收益率快速下行推动全球流动性改善，同时美元下行也缓解非美市场的资产估值压力，推动全球长久期资产的估值修复。

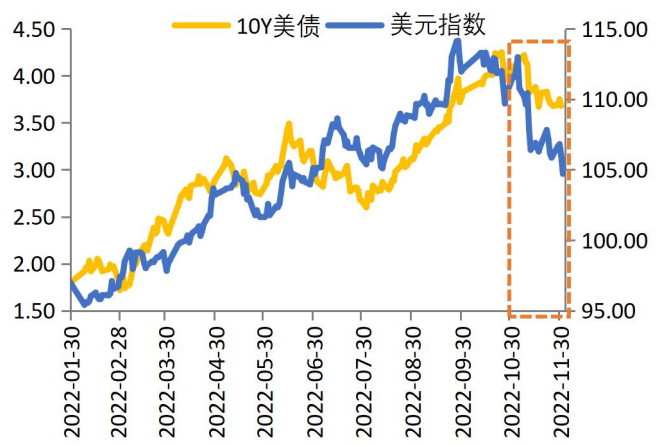
美联储会议纪要显示，大多数美联储官员支持放慢加息步伐：一些美联储官员希望在加息步伐放缓前看到更多数据；与会者表示，鉴于货币政策存在不确定的滞后性，较慢的加息速度将更好地让 FOMC 评估实现目标的进展情况。数名官员得出结论称，对于委员会实现目标至关重要的联邦基金利率最终峰值水平将略高于先前的预测。美联储内部经济学家在会上告诉委员们，明年经济衰退可能性升高至 50%左右。与会者一致认为，通胀压力几乎没有减轻的迹象；与会者普遍指出，通胀前景的风险仍向上行倾斜。

图 42：美国 10 月 CPI 回落不及预期 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

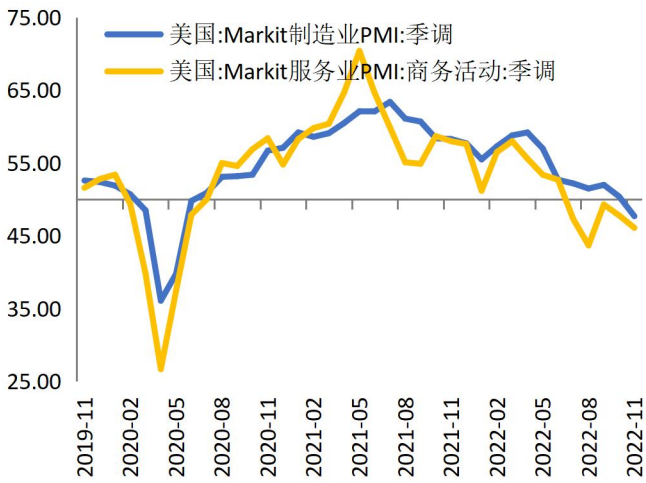
图 43：美元和美债收益率回落 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

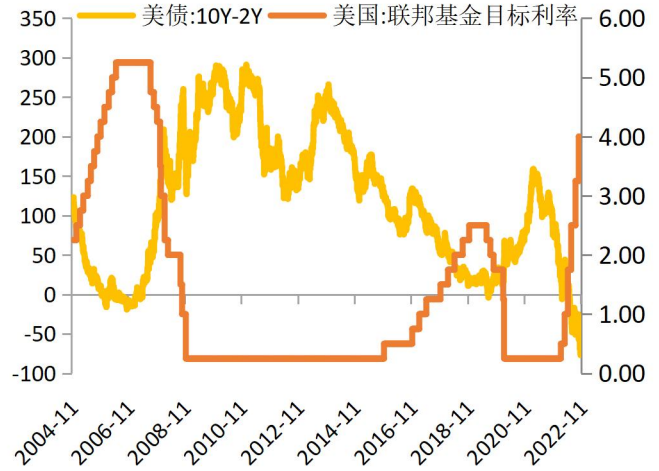
明年欧美经济衰退从预期开始变为现实，美联储加息拐点仍是重要的博弈点，美联储货币政策取决于通胀和就业的回落顺序和程度。结构上看，金融条件收紧的传导路径有先后：地产→商品→设备投资→服务和就业，当前高利率敏感的地产投资已有显著下滑，房屋销售年初即进入回落通道，带动长期通胀预期筑顶回落，高通胀侵蚀居民实际收入下消费者信心大幅受挫，叠加 10-2 年期美债利差倒挂超过 70bp，市场交易美国衰退预期升温。

图 44: (%)



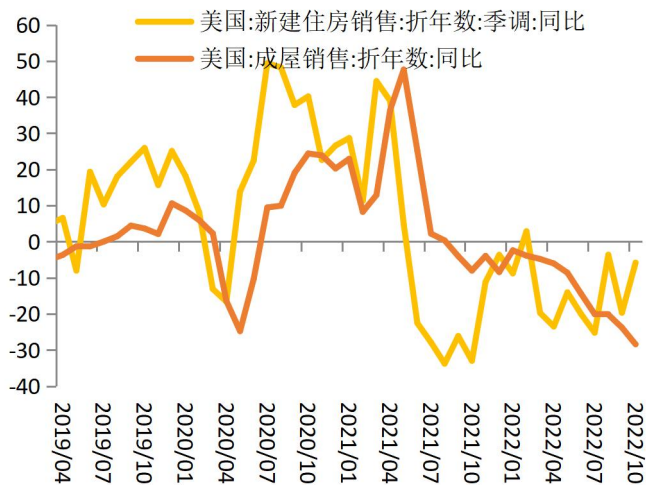
资料来源: Wind, 优财研究院

图 45: 美债 10-2Y 收益率曲线倒挂 (bp, %)



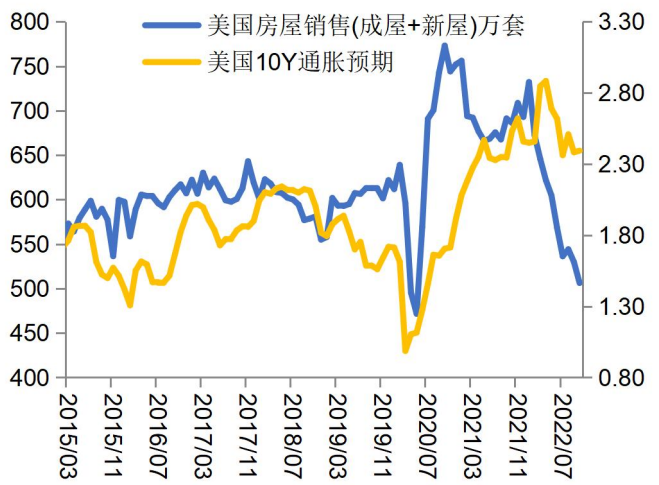
资料来源: Wind, 优财研究院

图 46: 美国房屋销售负增长 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 47: 美国房屋销售回落制约通胀预期 (万套, %)

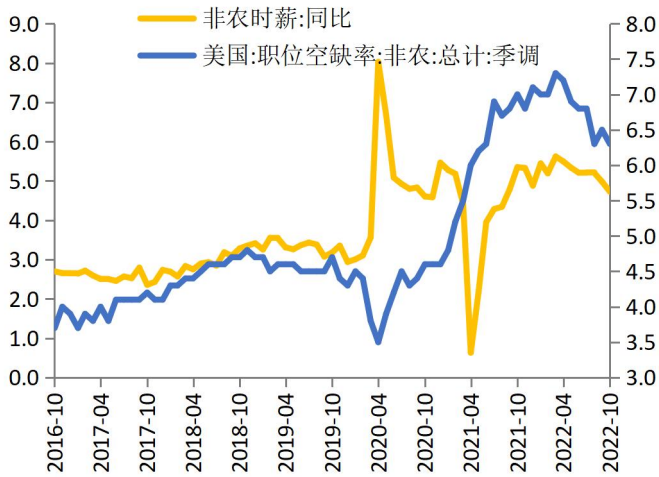


资料来源: Wind, 优财研究院

但我们认为美联储加息预期逆转的条件仍未被满足, 美联储加息预期回落但并未逆转, 通胀拐点确认但回落速度仍有不确定性, 金融条件收紧向经济下行传导仍然处在早期阶段, 保持较高的利率水平一段时间是抑制通胀的关键, 讨论降息仍为时尚早, 明年一季度的加息或是风险点。尽管美国通胀拐点基本确认, 但回落速度仍有不确定性, 偏紧的劳动力市场意味着工资-核心服务通胀的上行未被打破, 仍不能低估美国通胀的粘性, 且金融条件收紧向经济下行传导仍然处在早期阶段, 经济韧性依然相对偏强。通胀数据

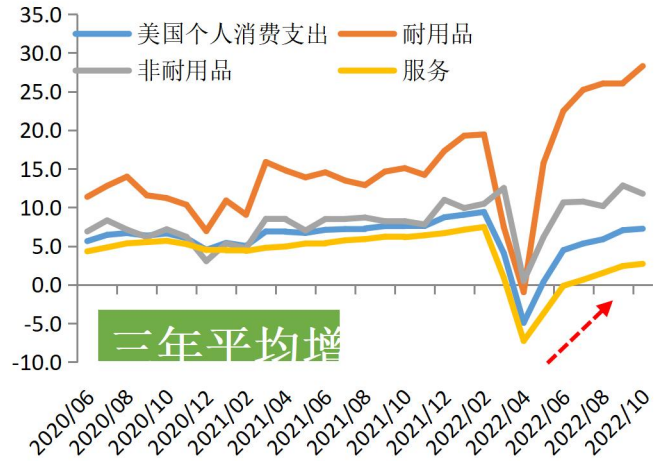
超预期回落后，加息终点下移+加息速度放缓+市场情绪修复，但持续紧缩的金融条件是抑制通胀的关键，“higher for longer”的路径仍未有太大改变。1979-1984年沃尔克控制高通胀的经验也告诉我们，要控制通胀，限制性的货币政策需要持续一定时间，过快的金融条件缓和带来的是居高不下的通胀问题。

图 48：偏紧的劳动力市场强化了薪资高增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 49：美国个人消费仍有韧性（%）



资料来源：Wind，优财研究院

五、风险提示

国内疫情反复超预期，政策力度不及预期，美国通胀下行不及预期，美联储加息节奏放缓不及预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，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。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>