



2022年12月23日

二〇二三年度

# 宏观配置年报：东方欲晓，莫道君行早

## ——2023年宏观配置及投资展望

王笑	投资咨询从业资格号：Z0013736	wangxiao019787@gtjas.com
毛磊	投资咨询从业资格号：Z0011222	maolei013138@gtjas.com
戴璐(联系人)	从业资格号：F03107988	dailu026543@gtjas.com
唐立(联系人)	从业资格号：F03100274	tangli026575@gtjas.com
李聂霜玉(联系人)	从业资格号：F03087581	linieshuangyu024249@gtjas.com

### 报告导读：

过去一年的交易主线海外是滞涨与紧缩，国内是疫情反复下的类衰退。明年的主线将是中国复苏与海外软着陆。

从宏观周期定位的角度来看，不论是国内的库存周期、信用周期，还是海外的加息周期，均在当下指向了切换，全球资产配置已经进入新的阶段。而在各类资产胜率变化相对确定的前提下，我们也要关注快交易节奏中盈亏比的动态变化。

国内即将进入新一轮大库存周期的开启，伴随着需求的逐渐回升，美国稍落后我国一个季度左右的身位。国内宽信用也将逐步落地，意味着无风险利率将脱离先前的底部区间。与此同时，海外通胀预期回落与加息周期边际转向仍是当前的核心交易思路。

在大类资产配置上，权益端我们认为国内权益胜率较高，尤其是下游消费行业，具有较高盈亏比。海外估值压力减轻，但盈利短期仍在向下，但在前期的紧缩交易中，美股调整较为充分，因此也具有一定的安全边际，成长或迎来跑赢价值的时间窗口。商品端与中国强相关类品种料中枢抬升，海外原油仍将受到外需冲击的扰动，黄金胜率极高。另外，美债胜率也较高，但需要根据收益率点位持续跟踪盈亏比，中债（尤其是利率债）明年的风险管理需求或较强。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

国泰君安期货研究所

## 目录

1. 宏观回顾与展望.....	3
2. 周期定位与大类资产配置新阶段.....	4
2.1 周期切换与配置偏好.....	4
2.2 国内权益迎风飞扬/海外美股整装待发.....	7
2.3 国内商品中枢抬升/海外商品稍弱一筹.....	10
2.4 国内债市临深履薄/海外美债仍有空间.....	13
3. 商品看宏观.....	16
3.1 宏观经济定位.....	16
3.2 静待经济寻底信号.....	17
3.2.1 工业企业利润.....	17
3.2.2 库存周期.....	18
3.2.3 工业需求.....	19
3.3 不稳定宏观环境下的剧烈波动市场.....	19
4. 另类数据与供应链压力.....	22

(正文)

## 1. 宏观回顾与展望

过去一年的交易主线海外是滞涨与紧缩，国内是疫情反复下的类衰退。2022年至今的全球权益市场表现较差，受到前期美联储快节奏大幅加息的影响，对流动性敏感的成长类资产领跌。在中美年中以来需求共振下行的趋势下，商品供应链端的矛盾不再是交易主线，商品价格中枢也随之回落。

当下国内、海外均出现交易逻辑的转折点，明年的交易情景最可能是中国复苏与海外软着陆。

低基数下，明年的经济增速将较为亮眼，地产、下游消费的复苏是主旋律。从当前的各项政策重心中也能看出，对于经济增长支持的力度越来越大。CPI端或温和上升，尽管猪周期仍处于上行阶段，但放储对冲力度较大，PPI端下半年或开始转正。

明年的货币政策很难再看到今年的宽松情况，结构性的流动性支持仍是央行的主要工作思路。财政端压力犹存，专项债发行规模存在一定惯性。

图 1：2022 年全球权益市场表现（截至 1 月末）

权益市场	A股	上证综合指数	-13.42%
		深证成指	-25.23%
	创业板指数	-29.41%	
	海外	恒生指数	-20.52%
		东京日经225指数	-4.55%
		道琼斯工业平均指数	-4.81%
		标准普尔500指数	-14.39%
		纳斯达克综合指数	-26.70%
		伦敦金融时报100指数	2.55%
		巴黎CAC40指数	-5.79%
	法兰克福DAX指数	-10.13%	

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 2：2022 年部分重点资产表现（截至 1 月末）

商品	LME铜	-15.41%
	LME铝	-14.93%
	布伦特原油	9.84%
	伦敦金现	-3.33%
	伦敦银现	-6.63%
	动力煤	47.33%
	生猪	47.67%
另类资产	比特币	-62.72%
固定收益	10年期国债收益率变动 (bp)	10.96
	美国10年期国债收益率变动 (bp)	216.00
	AA级产业债信用利差变动 (bp)	-91.64

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 3：明年宏观经济数据增速预测

类别	指标	2023年 (预测)	2022年 (预测)	2021年	2020年
总量	GDP	5.3	3.4	8.1	2.3
生产端	工业增加值	5.4	4.4	9.6	2.8
	社会消费品零售	6.2	1.3	13.4	-3.9
投资、内外需	固定资产投资	6.3	6	6.8	2.9
	出口	2.8	10.8	21.5	3.6
	进口	4.4	4.2	23.5	-1.1
价格	CPI	2.3	2.2	0.9	2.5
	PPI	0.3	4.5	5.9	-1.8
货币供给	M2	9.9	11.1	8.4	10.1
外汇	美元/人民币	6.6	7	6.4	6.52

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

## 2. 周期定位与大类资产配置新阶段

### 2.1 周期切换与配置偏好

从库存周期的定位来看，我国从今年4月进入营收、库存增速双降的类衰退主动去库周期，当下已经逐渐进入主动去库尾声。随着各项经济支持政策的密集出台，防疫管理的逐渐放开，需求增速的逐渐回升，我国即将切换进入被动去库周期。历史上我国一大轮库存周期的时长为3年半左右，当下我们也处在新旧大库存周期更迭的时间点。在库存周期视角下，国内的复苏道路十分明确。

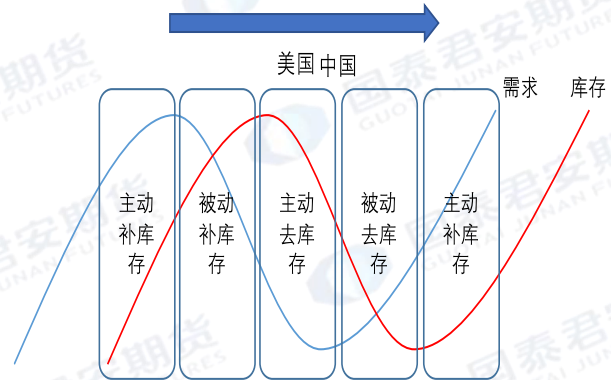
尽管美国大型零售商财报信息显示美国在上半年就出现了库存过高的情况，但运营能力顶尖的零售商如沃尔玛、好市客等的财报，库存情况更像是美国宏观整体库存情况的领先指标。宏观数据的确认下，美国在7月份同样进入了主动去库周期。因此3季度全球资产的表现背景是中、美主动去库周期的共振。由于美元的特殊货币地位与美联储的加降息的领先性，美国库存周期切换的速度快于我国，本轮美国进入需求回升的被动去库时间点大概率在明年2季度。

图 4: 库存周期与经济周期的简易对照



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 5: 中国已在主动去库尾声，而美国略微落后



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 6: 中国的库存周期一轮时长大约是 3 年半，美国的库存周期切换速度更快

中国库存周期时间表

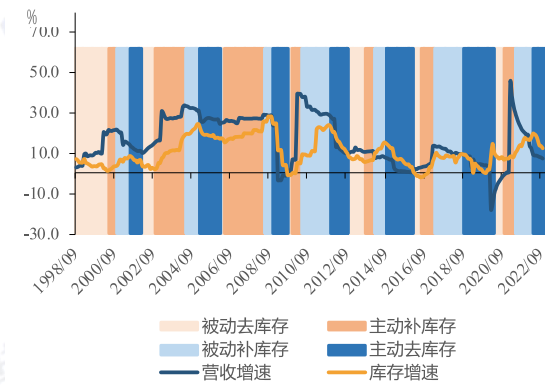
库存周期	时间	被动去库存 (月)	主动补库存 (月)	被动补库存 (月)	主动去库存 (月)	总时长 (月)
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/9	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-至今	7	6	11	至今9	?
平均时长 (月)		9	11	11	13	43

美国库存周期时间表

库存周期	时间	被动去库存 (月)	主动补库存 (月)	被动补库存 (月)	主动去库存 (月)	总时长 (月)
1	1996/3-1998/9	12	7	8	4	31
2	1998/10-2002/2	6	14	6	3	29
3	2002/3-2003/6	3	10	2	2	17
4	2003/7-2007/3	9	11	18	6	44
5	2007/4-2009/6	6	4	8	9	27
6	2009/7-2013/4	4	20	0	20	44
7	2013/5-2015/11	7	7	3	14	31
8	2015/12-2020/3	12	18	8	14	52
9	2020/4-至今	5	10	12	至今6	?
平均时长 (月)		7	11	7	9	34

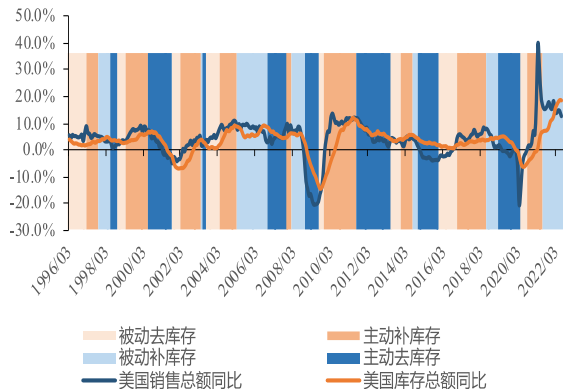
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 7：中国于 2 季度初进入主动去库



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 8：美国于 3 季度进入主动去库



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 9：美中端零售商 1 季度 EPS 大幅不及预期

分类	公司	营收/较一致预期 (亿美金)	EPS/较一致预期(美金)	公布后一日涨跌幅
高端零售	梅西百货	55.39/+2.06	1.08/+0.26	19.31%
	诺德斯特龙	35.69/+2.88	(0.06)/-0.01	14.02%
中端零售	沃尔玛	1415.69/+26.30	1.30/-0.18	-11.38%
	塔吉特	251.70/+6.80	2.19/-0.88	-24.93%
	好市多	525.96/+8.89	3.04/0.01	1.24%
廉价零售	美元树	69.03/+1.42	2.37/+0.37	21.87%
	达乐	87.51/+0.51	2.41/+0.10	13.71%
	TJX	114.06/-1.83	0.68/+0.08	7.12%

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 10：2 季报表现有所好转，库存压力微观转向

分类	公司	营收/较一致预期 (亿美金)	EPS/较一致预期(美金)	公布后一日涨跌幅
高端零售	梅西百货	56.00/+1.10	1.00/+0.15	3.76%
	诺德斯特龙	40.95/+1.26	0.81/+0.01	-19.96%
中端零售	沃尔玛	1528.59/+20.52	1.77/+0.15	5.11%
	塔吉特	260.37/+0	0.39/-0.33	-2.69%
	好市多	707.60/-13	4.30/+0.14	-4.26%
廉价零售	美元树	67.65/-0.21	1.60/+0.01	-10.22%
	达乐	94.26/+0.22	2.98/+0.05	-0.55%
	TJX	118.43/-2.06	0.69/+0.03	2.84%

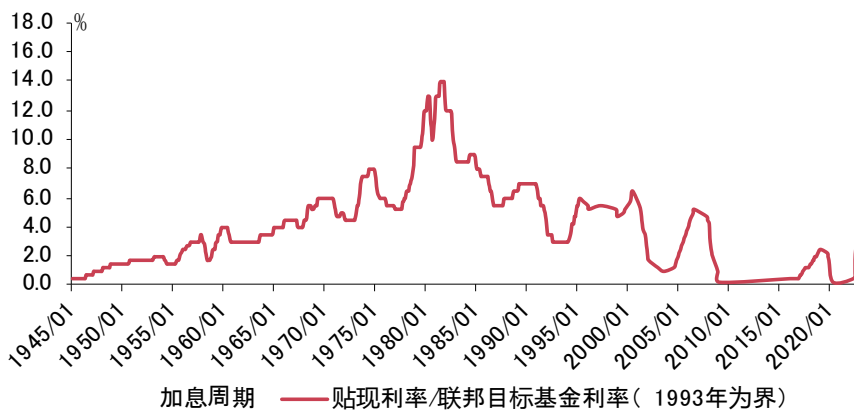
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

从美国加息周期的定位来看，本轮加息周期至今已历时 10 个月，已加息 375bp，特点是速度快，幅度大。二战后美联储共有 15 轮加息周期（含本次），除本次外，此前加息平均时长为 2 年，加息幅度在 150bp 至 775bp 区间内，平均加息幅度为 288bp。

当前美联储会议纪要传递的信息仍然是短期加息节奏放缓和终端目标利率有上调可能性，但本轮加息周期已经处于中后阶段。由于前期加息过快而受到冲击的高风险偏好类资产将迎来配置的窗口期，结合中美库存周期的时滞来看，估值端压力有所释放后，美国资产面临的盈利压力短期仍存，中国资产盈利端的修复更早。

当下的加息周期更类似历史上 1980 年那次 70 年代大滞胀逐渐结束时段的加息周期，不论是成因（俄乌战争/第二次中东石油危机均二次冲击了美国通胀），还是经济基本面情况（CPI 与核心 PCE 剪刀差显示需求的强劲不可持续），都在预示着未来的衰退更有可能是软着陆场景。事实上 NBER 也确实锚定 1981 年 7 月为那一轮加息周期后的衰退开始时间点。因此在加息/衰退周期视角下，美国更可能走向温和型衰退。

图 11：本次加息速度快、幅度大，但这两点均已边际转向



资料来源：圣路易斯联储，国泰君安期货研究

图 12：美联储二战后加息周期统计

加息周期	开始	结束	加息前利率(%)	加息后利率(%)	加息时长(月)	累计加息bp
1	1946年4月	1953年1月	0.50	2.00	82	150
2	1955年4月	1957年8月	1.50	3.50	28	200
3	1958年9月	1959年9月	1.75	4.00	12	225
4	1963年7月	1965年12月	3.00	4.50	29	150
5	1967年11月	1969年4月	4.00	6.00	17	200
6	1973年1月	1974年4月	4.50	8.00	15	350
7	1977年8月	1980年2月	5.25	13.00	30	775
8	1980年9月	1981年5月	10.00	14.00	8	400
9	1982年12月	1984年8月	8.50	11.50	20	300
10	1987年9月	1989年2月	5.50	7.00	17	150
11	1994年2月	1995年2月	3.00	6.00	12	300
12	1999年6月	2000年5月	4.75	6.50	11	175
13	2004年6月	2006年6月	1.00	5.25	24	425
14	2015年12月	2018年12月	0.25	2.50	36	225
15	2022年3月	至今	0.25	-	-	-
				平均值	24	288

资料来源：圣路易斯联储，Wind，国泰君安期货研究

图 13：本次加息周期与 1980 年加息周期更为相似



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

## 2.2 国内权益迎风飞扬，海外美股整装待发

总体来看，每轮底部出现在主动去库周期概率较大，并且偏早中期，源于权益市场的预期周期较远，权益触底反弹往往先于真实需求的回升。随着经济的复苏，权益资产的胜率将不断提升，贯穿整个被动去库周期。因此当下配置权益的安全边际和盈亏比均较高。

从信用周期的角度来看，宽信用的最终落地信号出现时（贷款需求社融存量增速上穿贷款供给 M2 增速），股市往往走牛（此信号偏右侧）。信用扩张的落地代表着盈利端的复苏和预期的全面好转。本轮信用扩张将会以前期受地产弱期压制的居民端的融资意愿扩张作为最终落地环节，我们大概率会在未来一到两个季度内看见这一信号的触发。

从上中下游的角度来看，尽管 PPI-CPI 剪刀差转负已有一段时间，但下游利润在前期疫情防控下迟迟不能好转。但在当下时间点，这一逻辑将逐渐被逆转，下游可选消费将迎来不错的机会。

图 14：我国权益宽基指数不同库存周期下的回报统计

库存周期	时长（月）	区间收益			
		上证50	沪深300	中证500	中证1000
<b>主动去库存</b>					
2001/7-2002/1	7				
2005/2-2006/2	13	2.43%	1.76%	-4.86%	-9.23%
2008/11-2009/7	9	99.61%	104.09%	113.34%	119.33%
2011/11-2012-9	11	-5.36%	-10.33%	-16.17%	-19.34%
2014/9-2016/1	17	21.81%	20.20%	11.25%	20.54%
2018/9-2020/3	19	3.92%	7.98%	6.38%	10.42%
2022/4-至今					
<b>被动去库存</b>					
1998/9-2000/5	21				
2002/2-2002/10	9				
2006/3-2006/5	3	24.95%	31.01%	45.74%	39.50%
2009/8-2009/10	3	6.19%	6.60%	9.71%	9.26%
2012/10-2013/8	11	-2.26%	0.31%	12.76%	22.33%
2016/2-2016/6	5	0.23%	1.95%	8.72%	17.41%
2020/4-2020/10	7	14.62%	20.01%	14.15%	14.67%
<b>主动补库存</b>					
2000/6-2000/10	5				
2002/11-2004/4	18				
2006/6-2008/5	24	153.99%	159.07%	152.74%	162.36%
2009/11-2010/4	6	-16.92%	-15.81%	-1.50%	3.47%
2013/9-2014/1	5	-10.09%	-8.58%	0.32%	5.46%
2016/7-2017/3	9	9.49%	7.87%	3.20%	-1.90%
2020/11-2021/4	6	-1.42%	1.14%	0.32%	-5.40%
<b>被动补库存</b>					
2000.11-2001/6	8				
2004/5-2005/1	9				
2008/6-2008/10	5	-36.08%	-39.32%	-46.89%	-47.61%
2010/5-2011/10	18	-3.31%	0.71%	1.03%	8.66%
2014/2-2014/8	7	7.99%	7.31%	11.37%	11.95%
2017/4-2018/8	17	5.43%	-3.06%	-22.49%	-35.50%
2021/5-2022/3	11	-18.53%	-19.05%	-4.91%	-0.19%

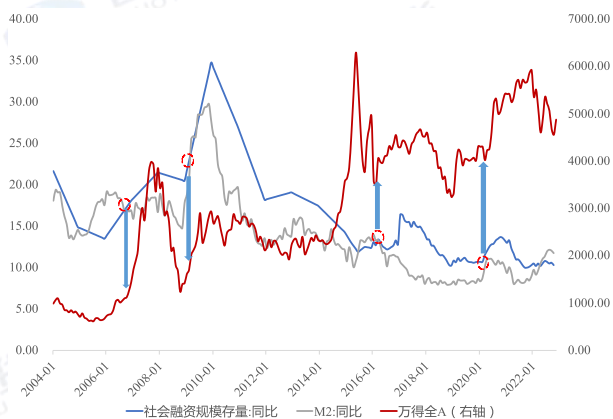
  

库存周期	上证50		沪深300		中证500		中证1000	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	80%	4.70%	80%	4.90%	60%	1.85%	60%	1.60%
被动去库存	80%	8.75%	100%	11.98%	100%	13.21%	100%	21.63%
主动补库存	40%	-4.73%	60%	-3.85%	80%	0.59%	60%	0.41%
被动补库存	40%	-8.90%	40%	-20.68%	40%	-2.38%	40%	-2.54%

剔除极值：主动去库存2008/11-2009/7周期与主动补库存2006/6-2008/5周期数据

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 15: 宽信用逐步落地, 权益胜率提高



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 16: 下游企业利润终将修复 (剪刀差转负)



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

美股在不同美国库存周期下的表现与胜率规律与中国相似。由于美国仅处在主动去库中期, 当下加息速度放缓估值压力减轻的同时, 盈利端仍在向下。

在前期的加息紧缩交易中, 美股调整较为充分, 具有一定的安全边际, 料美股向下空间有限。本次加息周期下的表现在历史统计上偏弱, 最大回撤排名靠前 (尤其是纳斯达克指数), 当下我们观察到传统加息周期下表现较强的防守型、刚性支出型行业 (公共事业、能源、医疗) 表现出转弱趋势, 往后我们或能看到美股的风格切换, 成长或逐渐跑赢价值。

从衰退视角来看, 我们发现在温和衰退下, 美股并不会会有大幅向下的走势。结合当前美国居民杠杆率来看, 整体经济硬着陆的概率有限。



图 17: 美股不同库存周期下的回报统计

库存周期	时长 (月)	区间收益率		
		道琼斯	标普500	纳斯达克
<b>主动去库存</b>				
1998/6-1998/9	4	-12.39%	-10.30%	-10.60%
2000/12-2002/2	3	-6.31%	-16.17%	-29.91%
2003/5-2003/6	2	1.53%	1.13%	1.68%
2006/10-2007/3	6	2.26%	3.11%	2.32%
2008/10-2009/6	9	-9.42%	-5.10%	6.63%
2011/7-2013/4	22	22.21%	23.62%	20.77%
2014/10-2015/11	14	1.89%	3.09%	10.32%
2019/2-2020/3	14	-15.43%	-7.18%	2.22%
2022/7至今				
<b>被动去库存</b>				
1996/3-1997/2	12	23.10%	22.51%	18.85%
1998/10-1999/3	6	13.90%	17.08%	38.95%
2001/9-2002/2	6	14.23%	6.32%	15.53%
2003/7-2004/3	9	12.17%	13.72%	14.94%
2007/4-2007/9	6	6.37%	2.99%	6.99%
2009/7-2009/10	4	5.90%	4.93%	3.37%
2013/5-2013/11	7	6.42%	10.74%	17.48%
2015/12-2016/11	12	9.75%	7.58%	6.32%
2020/4-2020/8	5	16.78%	20.19%	32.46%
<b>主动补库存</b>				
1997/3-1997/9	7	20.68%	25.12%	37.98%
1999/4-2000/5	14	-2.47%	6.40%	33.74%
2002/3-2003/3	13	-23.18%	-26.08%	-27.32%
2004/4-2005/2	11	5.29%	8.70%	6.85%
2007/10-2008/1	4	-9.19%	-11.03%	-16.41%
2009/11-2011/6	20	20.01%	20.54%	29.33%
2013/12-2014/6	7	1.51%	6.05%	5.54%
2016/12-2018/5	18	23.55%	20.83%	38.25%
2020/9-2021/6	10	24.19%	27.79%	29.88%
<b>被动补库存</b>				
1997/10-1998/5	8	19.59%	19.26%	11.63%
2000/6-2000/11	6	-0.32%	-9.60%	-34.50%
2003/4-2003/5	2	4.37%	5.09%	8.99%
2005/3-2006/9	19	11.19%	13.15%	12.96%
2008/2-2008/9	8	-11.54%	-12.35%	-7.91%
2014/7-2014/9	3	2.90%	2.16%	2.83%
2021/7/1-2022/6	12	-11.91%	-13.88%	-24.83%

库存周期	道琼斯		标普500		纳斯达克	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	44%	-3.13%	44%	-2.33%	67%	-1.25%
被动去库存	100%	12.07%	100%	11.78%	100%	17.21%
主动补库存	67%	6.71%	78%	8.70%	78%	15.32%
被动补库存	57%	2.04%	57%	0.55%	57%	-4.40%

资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 18: 美股历次加息周期表现统计下, 本次较弱

加息周期	纳斯达克综合指数	道琼斯工业平均指数	标准普尔500指数
1946/4-1953/1	-	40.14%	40.62%
1955/4-1957/8	-	13.79%	19.13%
1958/9-1959/9	-	18.72%	13.62%
1963/7-1965/12	-	39.38%	33.70%
1967/11-1969/4	-	7.59%	10.31%
1973/1-1974/4	-32.35%	-16.24%	-22.17%
1977/8-1980/2	57.87%	0.19%	17.45%
1980/9-1981/5	19.02%	6.36%	5.68%
1987/9-1989/2	-10.03%	-13.01%	-10.24%
1994/2-1995/2	0.16%	4.67%	4.33%
1999/6-2000/5	26.61%	-4.09%	3.49%
2004/6-2006/6	6.07%	6.85%	11.34%
2015/12-2018/12	32.51%	33.87%	22.65%
2022/3至今	-19.36%	-0.26%	-9.94%
平均值	12.48%	10.63%	11.53%

资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 19: 最大回撤视角下, 成长跌幅较深, 盈亏比高

加息周期	纳斯达克综合指数	道琼斯工业平均指数	标准普尔500指数
1973/1-1974/4	59.90%	45.08%	48.20%
1977/8-1980/2	24.91%	25.77%	19.75%
1980/9-1981/5	25.17%	22.99%	23.71%
1982/12-1984/8	31.50%	15.59%	18.88%
1987/9-1989/2	35.89%	36.13%	33.51%
1994/2-1995/2	13.70%	9.68%	8.94%
1999/6-2000/5	67.54%	19.91%	27.77%
2004/6-2006/6	18.63%	14.91%	14.05%
2015/12-2018/12	30.12%	37.09%	33.92%
2022/3至今	37.77%	22.44%	27.54%
平均值	34.51%	24.96%	25.63%
跌幅排名(总计10次)	3	6	5

资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 20：加息周期中表现抢眼的防守型板块已经开始转弱

加息周期	非必需消费	必需消费	医疗	工业	信息技术	材料	房地产	通信设备	公共事业	金融	能源
1994/2-1995/2	-8.90%	14.94%	28.37%	-1.31%	19.11%	-0.01%	-	-0.83%	-7.90%	7.00%	3.73%
1999/6-2000/5	-0.57%	-17.00%	-2.29%	3.67%	41.04%	-18.10%	-	-12.68%	2.47%	1.22%	2.55%
2004/6-2006/6	6.53%	6.56%	0.41%	18.60%	-0.99%	22.96%	-	15.91%	36.01%	13.52%	66.96%
2015/12-2018/12	24.48%	0.26%	18.51%	15.80%	49.42%	14.79%	1.09%	-7.69%	21.86%	21.86%	-5.86%
2022/3-2022/10	-27.21%	-6.66%	-5.34%	-6.99%	-24.17%	-15.25%	-26.53%	-35.75%	-11.24%	-11.47%	19.61%
2022/11至今	6.25%	7.51%	6.26%	6.73%	12.14%	9.56%	8.44%	13.50%	6.09%	6.95%	-1.10%
平均值	0.10%	0.94%	7.65%	6.08%	16.09%	2.32%	-5.66%	-4.59%	7.88%	6.51%	14.31%

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

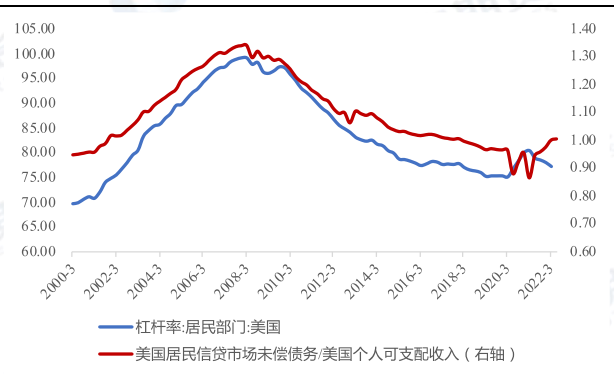
图 21：温和衰退下，美股表现并不差

衰退期开始前两年			衰退开始时间点	衰退期开始后两年		
纳斯达克	道琼斯	标普500		纳斯达克	道琼斯	标普500
-	0.82%	0.48%	1948年11月	-	25.20%	22.17%
-	6.79%	10.49%	1953年7月	-	69.17%	75.84%
-	3.45%	4.72%	1957年8月	-	37.18%	31.80%
-	31.99%	25.16%	1960年4月	-	10.58%	19.99%
-	-11.57%	-4.57%	1969年12月	-	11.23%	10.90%
-10.06%	-1.09%	2.10%	1973年11月	-15.73%	4.67%	-4.92%
60.40%	13.76%	27.91%	1980年1月	16.47%	-0.54%	5.47%
49.74%	12.51%	26.12%	1981年7月	43.63%	25.92%	24.17%
13.14%	36.49%	30.93%	1990年7月	32.54%	16.82%	19.11%
-25.24%	0.95%	-9.80%	2001年3月	-27.12%	-19.10%	-26.90%
20.27%	23.77%	17.63%	2007年12月	-14.45%	-21.39%	-24.06%
17.80%	1.52%	8.86%	2020年2月	60.51%	33.39%	48.06%
18.01%	12.56%	14.82%	平均值	13.69%	5.68%	5.85%

平均值从1973年以后计算

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 22：美国居民杠杆率处于安全区间



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

### 2.3 国内商品中枢抬升，海外商品稍弱一筹

商品对于真实需求的回升更为看重，历史上底部与权益一样，位于主动去库的概率较大。与权益不同的是，商品的弱势表现往往持续到主动去库的中后期才开始逐渐稳固。

临近年末，在各方面的经济支持政策密集出台背景下，国内强相关品种也将随着我国迈入新一轮库存周期而迎来需求端的提振，中枢将上移。

尽管当前中美仍然在主动去库的共振中，但由于中国领先于美国进入新周期，与中国需求强相关的品种表现应更强一些。

图 23：国内商品不同库存周期下的回报统计

库存周期	时长 (月)	区间收益					
		南华综合	南华工业品	南华能化	南华金属	南华贵金属	南华农产品
<b>主动去库存</b>							
2001/7-2002/1	7						
2005/2-2006/2	13	16.32%	52.54%	42.44%	58.02%		-5.67%
2008/11-2009/7	9	35.53%	58.90%	64.21%	56.42%		13.37%
2011/11-2012-9	11	3.23%	2.46%	3.66%	0.20%		2.09%
2014/9-2016/1	17	-15.01%	-19.55%	-17.15%	-22.83%	-11.23%	-6.67%
2018/9-2020/3	19	-10.81%	-12.93%	-30.00%	10.34%	15.59%	-11.09%
2022/4-至今							
<b>被动去库存</b>							
1998/9-2000/5	21						
2002/2-2002/10	9						
2006/3-2006/5	3	13.12%	32.61%	39.25%	31.28%		-2.13%
2009/8-2009/10	3	2.21%	4.32%	1.39%	5.35%		-0.65%
2012/10-2013/8	11	-5.81%	-6.84%	-3.57%	-5.59%	-27.38%	-3.18%
2016/2-2016/6	5	20.70%	16.76%	19.22%	17.21%	15.20%	23.68%
2020/4-2020/10	7	7.92%	9.63%	4.10%	23.15%	14.20%	13.17%
<b>主动补库存</b>							
2000/6-2000/10	5						
2002/11-2004/4	18						
2006/6-2008/5	24	7.10%	3.45%	-1.46%	4.28%		7.69%
2009/11-2010/4	6	1.33%	2.52%	2.07%	2.40%		-0.22%
2013/9-2014/1	5	-7.17%	-9.40%	-12.08%	-3.15%	-8.21%	-3.62%
2016/7-2017/3	9	23.45%	34.74%	37.23%	37.27%	-6.19%	4.08%
2020/11-2021/4	6	20.76%	24.82%	20.78%	28.90%	3.79%	4.89%
<b>被动补库存</b>							
2000.11-2001/6	8						
2004/5-2005/1	9						
2008/6-2008/10	5	-35.57%	-43.52%	-44.57%	-43.58%		-25.69%
2010/5-2011/10	18	4.57%	-2.60%	-6.18%	-4.20%		14.79%
2014/2-2014/8	7	-6.45%	-6.95%	-8.33%	-2.25%	-2.88%	-5.86%
2017/4-2018/8	17	10.19%	17.28%	13.16%	15.78%	-15.07%	-2.73%
2021/5-2022/3	11	30.25%	33.51%	46.00%	14.03%	-6.37%	29.67%

库存周期	南华综合		南华工业品		南华能化	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	60%	-7.53%	60%	-10.01%	60%	-14.49%
被动去库存	80%	7.62%	80%	11.30%	80%	12.08%
主动补库存	80%	9.09%	80%	11.23%	80%	9.31%
被动补库存	60%	0.60%	40%	-0.46%	40%	0.02%

剔除极值：主动去库存2008/11-2009/7周期与2008/11-2009/7周期数据

库存周期	南华金属		南华贵金属		南华农产品	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	67%	4.09%	33%	2.18%	40%	5.22%
被动去库存	80%	4.28%	67%	0.67%	40%	5.18%
主动补库存	80%	3.94%	33%	-3.53%	60%	2.56%
被动补库存	40%	4.04%	0%	-8.11%	40%	2.03%

剔除极值：主动去库存2008/11-2009/7周期与2008/11-2009/7周期数据

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

黄金在过去 30 年处于持续的海外利率中枢下降环境，配置价值从原先的抗通胀变成了抗通缩。今年以来各国央行增持黄金热情达到 55 年高峰。在美联储加息边际转向背景下，黄金重回高胜率资产行列。

原油的海外需求端仍将受到冲击，供给端处于持续的政治经济博弈。

图 24：海外商品在美国不同库存周期下的回报统计

库存周期	时长 (月)	区间收益率		
		黄金	原油	LME铜
<b>主动去库存</b>				
1998/6-1998/9	4	0.30%	13.82%	-0.61%
2000/12-2002/2	3	9.23%	-18.88%	-14.18%
2003/5-2003/6	2	-5.28%	2.13%	-3.33%
2006/10-2007/3	6	10.25%	12.16%	-6.73%
2008/10-2009/6	9	29.13%	3.07%	19.62%
2011/7-2013/4	22	-9.75%	-2.34%	-28.49%
2014/10-2015/11	14	-9.07%	-48.29%	-31.87%
2019/2-2020/3	14	21.31%	-64.21%	-23.93%
2022/7至今				
<b>被动去库存</b>				
1996/3-1997/2	12	-8.36%	-5.45%	-6.16%
1998/10-1999/3	6	-4.02%	16.23%	-13.62%
2001/9-2002/2	6	1.05%	-7.21%	9.34%
2003/7-2004/3	9	20.38%	17.09%	66.85%
2007/4-2007/9	6	9.73%	24.27%	3.01%
2009/7-2009/10	4	9.42%	10.87%	12.91%
2013/5-2013/11	7	-10.24%	0.82%	-3.38%
2015/12-2016/11	12	10.72%	33.48%	23.59%
2020/4-2020/8	5	16.79%	126.17%	28.77%
<b>主动补库存</b>				
1997/3-1997/9	7	-4.83%	3.77%	-10.08%
1999/4-2000/5	14	-4.52%	55.47%	11.39%
2002/3-2003/3	13	10.93%	17.98%	-3.72%
2004/4-2005/2	11	12.93%	38.44%	22.13%
2007/10-2008/1	4	16.69%	-2.94%	-5.48%
2009/11-2011/6	20	26.85%	23.47%	34.87%
2013/12-2014/6	7	9.96%	7.06%	-4.89%
2016/12-2018/5	18	13.28%	24.80%	23.79%
2020/9-2021/6	10	-6.54%	82.67%	40.29%
<b>被动补库存</b>				
1997/10-1998/5	8	-5.45%	-27.89%	-15.28%
2000/6-2000/11	6	-6.24%	4.06%	2.91%
2003/4-2003/5	2	7.72%	14.57%	6.60%
2005/3-2006/9	19	40.15%	13.56%	130.84%
2008/2-2008/9	8	-9.66%	-1.18%	-24.14%
2014/7-2014/9	3	-5.55%	-7.14%	-6.31%
2021/7/1-2022/6	12	-0.54%	43.02%	-15.20%

库存周期	黄金		原油		铜	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	56%	4.44%	44%	-14%	11%	-11%
被动去库存	67%	5.05%	78%	24%	67%	13%
主动补库存	67%	8.31%	89%	28%	56%	12%
被动补库存	29%	2.92%	57%	6%	43%	11%

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 25：今年前三季度各国央行黄金增持量创 55 年新高



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

## 2.4 国内债市临深履薄，海外美债仍有空间

国内利率底部往往出现在当下的主动去库期，经济衰退时货币政策往往会加大宽松力度，本次的宽货币周期将逐渐结束，宽信用落地可期。当进入下一轮库存周期的被动去库期后，10 年期中债收益率中枢将上移。

尽管短期资金面央行具有呵护的态度，但不论是央行 3 季度货币政策执行报告中体现的中期政策面态度，还是长期经济基本面走势，都在指向债券的（尤其是利率债）胜率下降。

近两年扩容迅速的理财产品赎回压力值得持续的关注，未来大类资产配置框架中，股债将迎来再平衡。

图 26：中债收益率、信用利差在不同库存周期下的回报统计

库存周期	时长 (月)	区间收益率变化 (bp)	
		10年期国债收益率	3年期AA产业债利差
<b>主动去库存</b>			
2001/7-2002/1	7		
2005/2-2006/2	13	-191	
2008/11-2009/7	9	51	
2011/11-2012-9	11	-15	-104
2014/9-2016/1	17	-114	-29
2018/9-2020/3	19	-102	-69
2022/4-至今			
<b>被动去库存</b>			
1998/9-2000/5	21		
2002/2-2002/10	9	-22	
2006/3-2006/5	3	8	
2009/8-2009/10	3	20	
2012/10-2013/8	11	46	-11
2016/2-2016/6	5	-1	-9
2020/4-2020/10	7	64	-53
<b>主动补库存</b>			
2000/6-2000/10	5		
2002/11-2004/4	18	107	
2006/6-2008/5	24	99	
2009/11-2010/4	6	-21	
2013/9-2014/1	5	51	99
2016/7-2017/3	9	51	-108
2020/11-2021/4	6	-9	-4
<b>被动补库存</b>			
2000.11-2001/6	8		
2004/5-2005/1	9	29	
2008/6-2008/10	5	-145	
2010/5-2011/10	18	52	
2014/2-2014/8	7	-19	-98
2017/4-2018/8	17	11	153
2021/5-2022/3	11	-26	4

库存周期	10年期国债收益率		3年期AA产业债利差	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	20%	-74	0.00%	-67
被动去库存	67%	19	0.00%	-24
主动补库存	67%	46	33.00%	-5
被动补库存	50%	-16	67.00%	20

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

以往的主动去库存期下，美债收益率往往下行伴随着美元指数的上行，意味着尽管美国需求萎靡但对比非美经济体仍具有韧性。

当前来看，核心通胀回落、劳动力市场转松、需求继续回落已成定局，短期的劳动力市场微观数据反复无法改变交易的大逻辑转向，美元指数与美债收益率均跌破上行趋势线。美债胜率较高，但需要关注下行的斜率与点位来判定潜在盈亏比的变化，尤其是在明年通胀中枢大概率无法回落至 2% 以内的情况下。

图 27：美元指数、美债收益率在美国不同库存周期下的回报统计

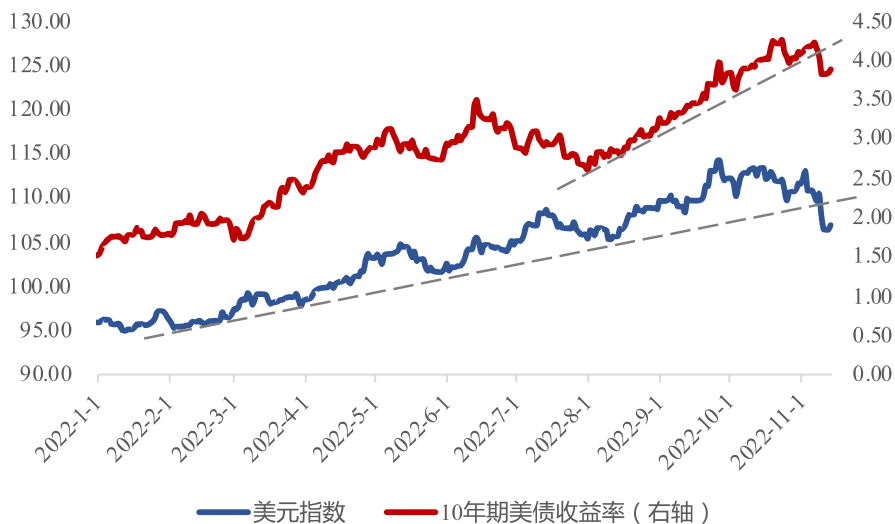
库存周期	时长 (月)	区间收益率		bp变动	
		美元指数	10年期美债收益率	高收益企业债利差	
<b>主动去库存</b>					
1998/6-1998/9	4	-4.91%	-100	258	
2000/12-2002/2	3	9.00%	-24	-97	
2003/5-2003/6	2	1.57%	17	-66	
2006/10-2007/3	6	-2.80%	4	-44	
2008/10-2009/6	9	-6.34%	-48	-562	
2011/7-2013/4	22	10.64%	-112	-103	
2014/10-2015/11	14	15.32%	-14	210	
2019/2-2020/3	14	2.85%	-203	485	
2022/7至今					
<b>被动去库存</b>					
1996/3-1997/2	12	9.74%	22	273	
1998/10-1999/3	6	6.76%	61	-133	
2001/9-2002/2	6	5.01%	28	-199	
2003/7-2004/3	9	-9.58%	-63	-126	
2007/4-2007/9	6	-4.62%	-4	146	
2009/7-2009/10	4	-2.50%	-11	-162	
2013/5-2013/11	7	-3.18%	59	-35	
2015/12-2016/11	12	2.91%	10	-228	
2020/4-2020/8	5	-6.91%	8	-261	
<b>主动补库存</b>					
1997/3-1997/9	7	2.45%	-80	-25	
1999/4-2000/5	14	7.45%	93	140	
2002/3-2003/3	13	-16.49%	-159	64	
2004/4-2005/2	11	-8.87%	-17	-108	
2007/10-2008/1	4	-1.71%	-81	259	
2009/11-2011/6	20	-0.52%	-3	-223	
2013/12-2014/6	7	-0.51%	-51	-47	
2016/12-2018/5	18	-8.20%	38	-59	
2020/9-2021/6	10	-1.58%	76	-237	
<b>被动补库存</b>					
1997/10-1998/5	8	5.06%	-28	19	
2000/6-2000/11	6	7.68%	-55	289	
2003/4-2003/5	2	-4.03%	-52	35	
2005/3-2006/9	19	2.33%	14	-8	
2008/2-2008/9	8	7.44%	32	329	
2014/7-2014/9	3	5.46%	-6	36	
2021/7/1-2022/6	12	13.68%	174	255	

库存周期	美元指数		10年美债收益率		高收益企业债利差	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	67%	3.48%	33%	-40	44%	16
被动去库存	44%	0.26%	67%	12	22%	-81
主动补库存	22%	3.11%	33%	-20	33%	-26
被动补库存	86%	5.38%	43%	11	86%	136

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 28：美债收益率、美元指数均跌破上升趋势线，技术面方向明确



资料来源：圣路易斯联储，Wind，国泰君安期货研究

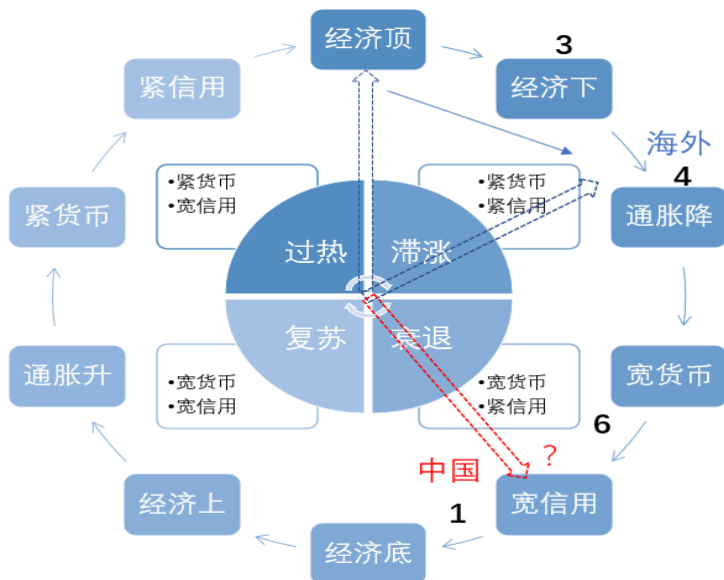
### 3. 商品看宏观

#### 3.1 宏观经济定位

我们认为当前国内正处于三周期分析框架下的第 6 至第 1 阶段的过渡期，疫情防控的持续优化与地产“三支箭”的相继出台将带来下游消费的复苏与居民端贷款需求的扩张。

海外方面，随着海外景气度指标的持续回落以及美国核心通胀的下降，我们认为目前海外处于从阶段 3 向阶段 4 的过程中。

图 29：三周期分析框架



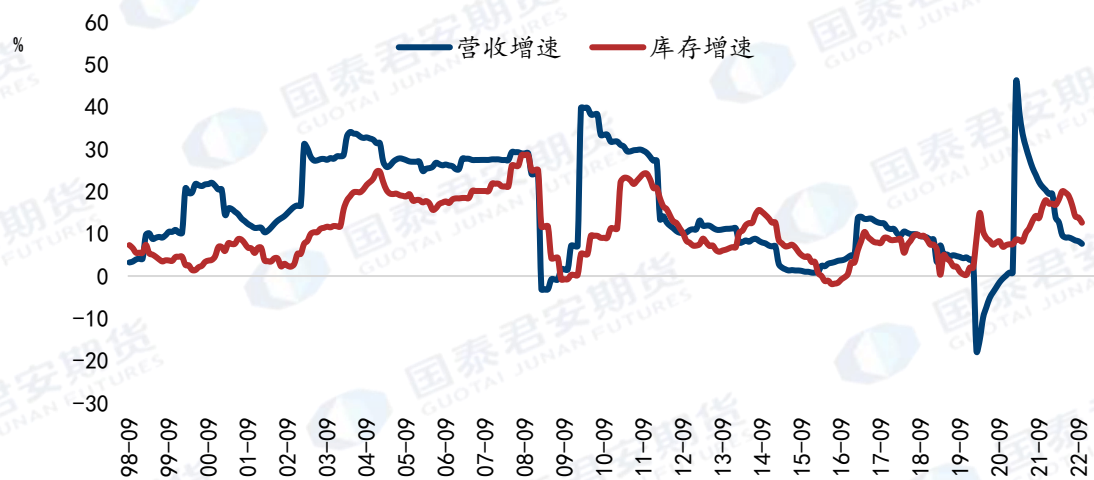
资料来源：Wind，国泰君安期货研究



### 3.2 静待经济寻底信号

从经济的定位和周期来看，中国在 2022 年提前进入了衰退期，而当前在经济发展的路径非常清晰的情况之下，我们认为中国经济在 2023 年可能出现一个非常明确的寻底信号。中国经济之前一直面临着大幅下滑的局面，其中核心原因之一就是宽信用的路径没有被很好地现。当 20 大以后地产端出现实质性利好，宽信用的路径是极有可能被落实的，因此中国在未来一段时间需要通过宽货币和宽信用的手段来帮助实现经济寻底。从库存周期来看，当前实体经济的库存周期已经从主动去库进入到被动去库，从库存端也是可以观察到经济向上的探头趋势。商品的高频交易数据可以帮助我们更好地验证经济出现拐点的信号，所以可以从商品看宏观的角度去观察三个指标的变化来检测未来寻底的迹象：分别是企业利润结构、库存周期、工业需求。

图 30：从主动去库到被动去库甚至主动补库

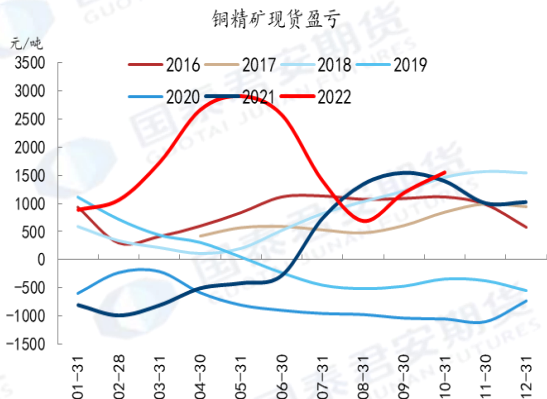


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

#### 3.2.1 工业企业利润

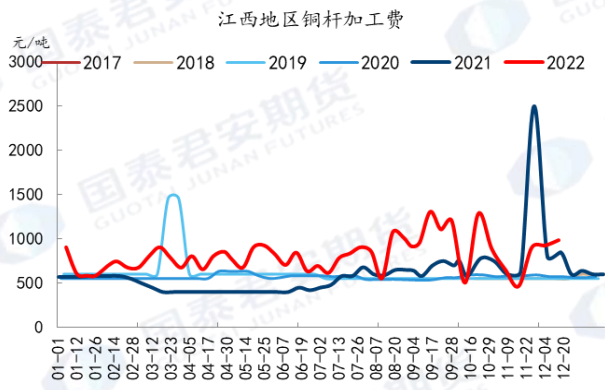
我们观察到部分工业企业利润正在从上游向中下游过渡，有色可能是最先利润下移的代表，如铜矿的加工利润是在向下游转移，主要是由于上游原材料的下跌。但这种过渡在整个大宗商品里并不明显，部分化工企业里面的利润还在从上游向中游转移，所以当前仍然是上游在挤压产业的利润，事实上挤压的幅度是在削弱的，且有部分产业的利润已经向中下游移动了。

图 31：铜精矿现货盈亏



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 32：江西地区铜杆加工费

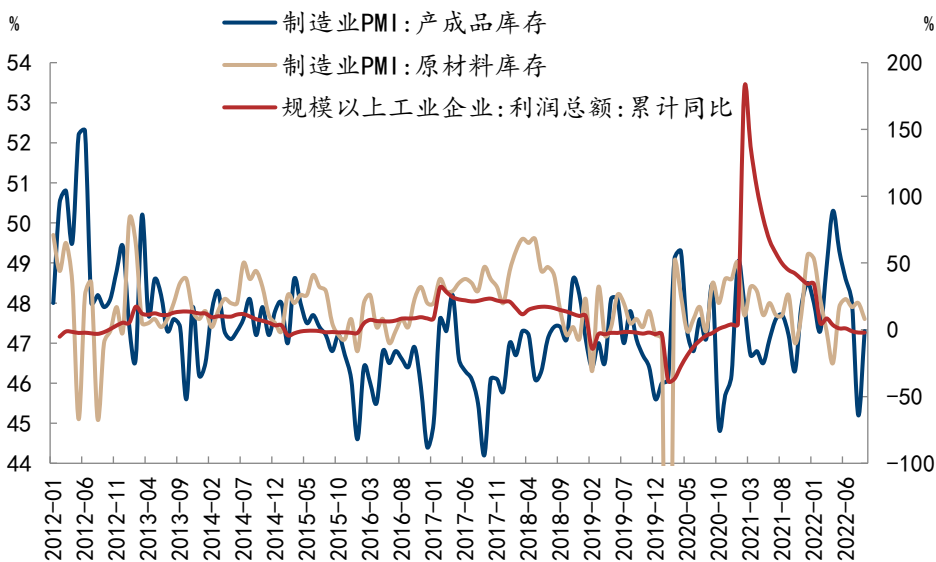


资料来源：钢联，国泰君安期货研究

### 3.2.2 库存周期

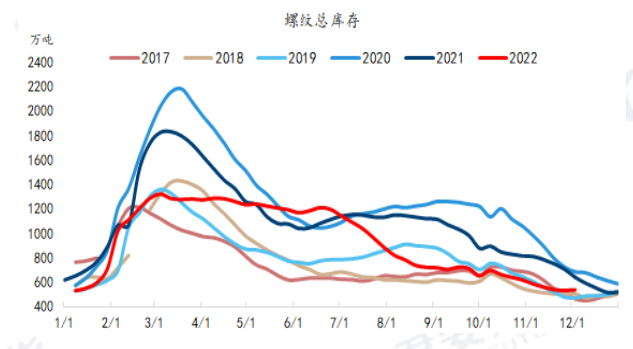
在 2022 年 4 月份之后，中国的库存周期就进入到了一个营收下降，库存下降的主动去库期，但这并不代表库存已经到了绝对的底部。因为我们发现铜、螺纹、甚至包括一些农产品，它们的部分生产企业还处在一个硬扛库存的阶段，所以整个库存的结构还在主动去库中，并没有完全进入到被动去库。但是有部分品种，比如说当前跟新能源相关比较高的有色跟化工的部分行业是有可能持续看到一个库存的绝对底部，进而进入到一个被动去库周期。

图 33：制造业 PMI，原材料、产成品库存



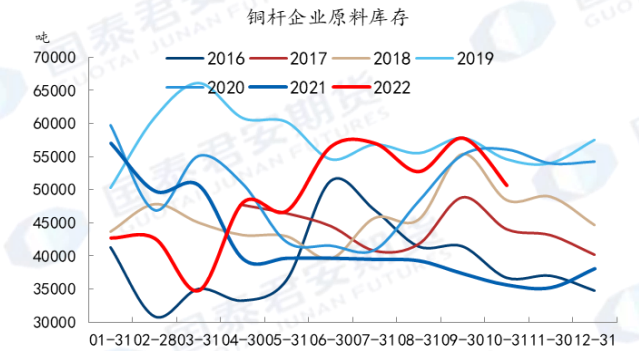
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 34：螺纹总库存



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 35：铜杆企业原料库存



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

### 3.2.3 工业需求

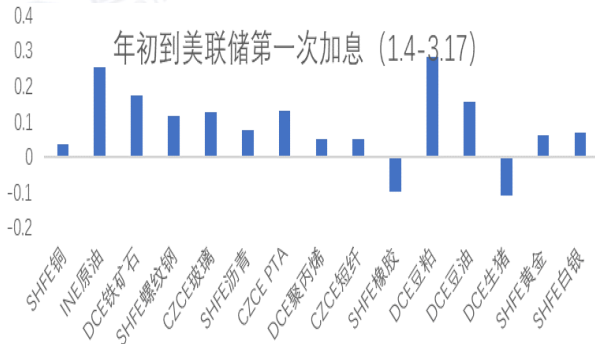
从工业需求来看，需求的好转程度是按照基建地产、制造业、终端消费来排序的。黑色系商品反映出基建有明显起色，地产相对疲软，而制造业内部的分化也是汽车相对较好，机械尚可，家电较弱。这也意味着经济修复的过程中，仍然是依赖强政策性投资的基建为主来拉动的。当前地产虽出现了一些修复，但效果并不显著。制造业的利好相对来说只集中在跟新能源相关的行业，其他的行业修复也非常不明显。终端消费相对来说是比较差的，需要等待疫情结束来带动消费的回升。

## 3.3 不稳定宏观环境下的剧烈波动市场

纵观整个 2022 年，商品市场多次在宏观与基本面的背离下产生剧烈波动，宏观驱动无法与商品形成良好的共振时，就会呈现互相割裂的状态，进而使商品行情陷于区间震荡。同时，宏观经济有着极强的驱动力多次引发商品的趋势性走势，如海外通胀、能源危机等。当商品开始逐渐以宏观来定价时，需要叠加横向的视角来分析市场的变化。

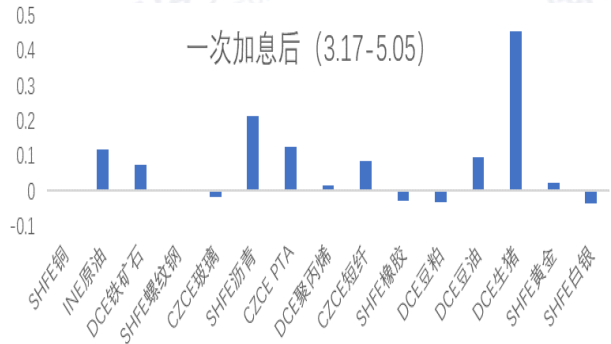
海外的高通胀及美联储的加息节奏可以说是扰动 2022 年整个商品市场的一条主要交易逻辑，但不难发现加息变化对于商品市场的冲击正在逐渐钝化，且通胀似乎已经不再仅锚定于商品的价格。部分大宗商品在前期衰退预期交易时下跌过猛，一旦出现通胀数据缓和时就会出现超预期的明显反弹，比如铜、生猪、黄金等，这是过去一年整个商品价格领域展现给市场的第一个宏观的逻辑。但事实上通胀的问题仍在延续，核心通胀尚未有拐头迹象。经济也需要足够长的时间去冲淡、稀释实体产业结构性问题的冲击，并且有足够的时间重塑实体产业。只要美联储紧缩的力度弥合不了商品供需缺口缩窄的速率，紧缩预期就很难消除，而紧缩预期无法消除又将持续对需求端（或需求端的预期）形成压制，美国经济寻求软着陆的过程无异于钢丝绳上的平衡。

图 36：2022 年美联储第一次加息部分商品涨跌幅



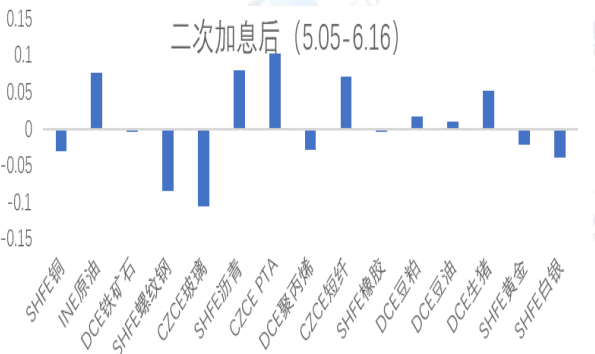
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 37：2022 年美联储第二次加息部分商品涨跌幅



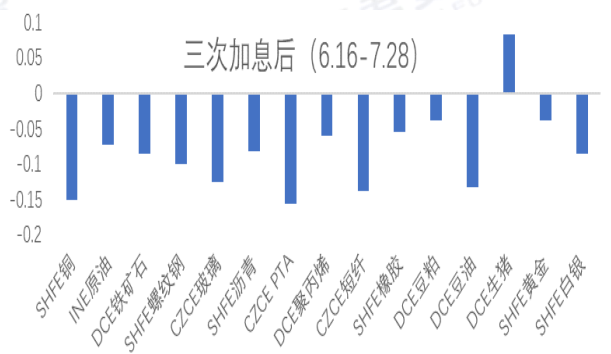
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 38：2022 年美联储第三次加息部分商品涨跌幅



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

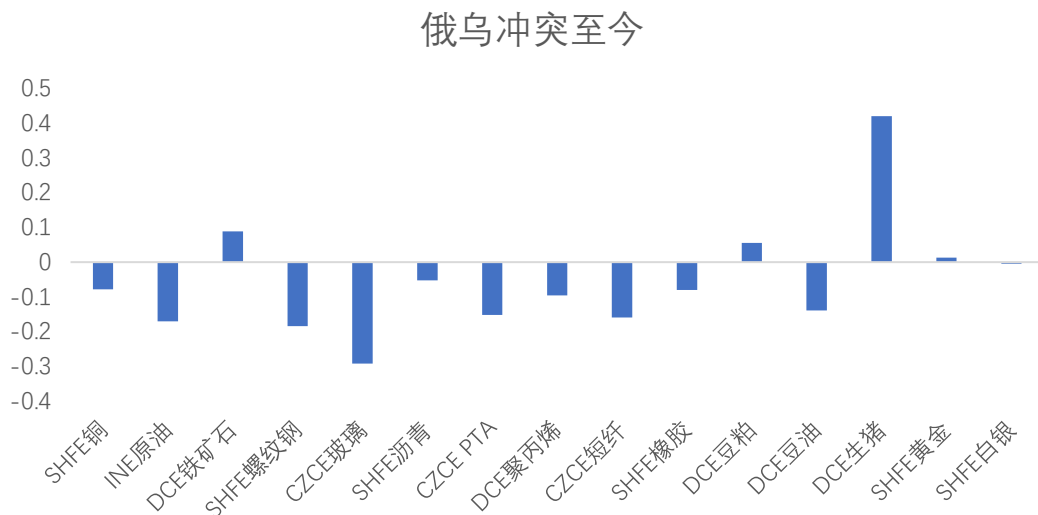
图 39：2022 年美联储第四次加息部分商品涨跌幅



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

从 2021 年开始，能源危机就在不断地影响商品的定价，比如双碳和欧洲的电力危机。俄乌冲突本身对于市场的边际影响的确是在不断走弱，但我们观察到欧洲的能源危机对于部分大宗商品的绝对影响仍在持续。如果从商品的角度去看从 2022 年 3 月份的数据至今，原油（天然气）和农产品的走势依然保持着强势。美国劳动力市场仍旧具有韧性，工资增速远在趋势线之上，意味着滞后的住房仍在攀升。在普遍通胀的传导下，核心 CPI 同比超预期的概率较大。所以能源和农产品这两个板块的强势走势可能是整体通胀会继续上行的风险因素，因为政策和货币调控无法代替商品的产出。

图 40：俄乌冲突至今部分商品涨跌幅



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

国内疫情形势依旧严峻，疫情防控之下的经济修复频频受阻，我们通过追踪宏观高频数据发现，下调整体开工率依然保持颓势，房地产和汽车销售依旧不景气。从经济周期定位来看，国内经济也正处在下行周期。但在 2022 年 11 月 1 号之后，房地产企业发债融资等项目的开始实质性推进，银行以及银保监会均明确表示支持优质地产企业，继续发债融资，鼓励信托等资管方式支持地产企业合理融资。宽信用路径似乎能对地产下滑趋势力挽狂澜，这或许是 2023 年经济筑底的一个最大的底气。以上这三条宏观经济路径或许依然会对 2023 年的金融市场形成持续影响，仍然将会是宏观最明显的三条主线。

图 41：同比增速（%），2021 年为两年平均复合增速



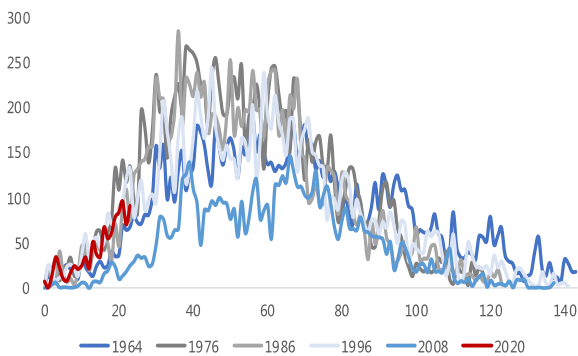
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

总的来说，我们认为 2023 年经济的抓手仍然是要靠基建和地产持续发力，新的增长点可能会来自制造业和终端消费。与新能源相结合的板块，特别是基建里面的铜和锌拥有绝对库存底部，可能是支撑未来经济的动能所在，但真正的经济筑底仍需等待全部大宗商品的库存出现拐点。我们认为之后有足够大的体量带动中国经济向上走的行业仍然是房地产，地产端相对能有更多实质性的利好，宽信用的路径大概率会实现，似乎是能够看到中国经济底持续地寻找到，进而逐渐进入到复苏期。商品和经济也一样，我们认为短期也已经走在了一个寻底的路上。供应端的问题相对更加棘手，2023 年更多的是看需求端的起色，基建地产需求被动弱势修复，消费迟滞等待修复，逐渐筛选出刚需。我们认为 2023 年的一季度到二季度可能会看到中国经济的绝对底部出现，进而出现一个非常明显的回升，将会促使更多商品逐渐找到底部。但当前很多商品在高估值情况之下，明年的交易走势也将会受到海外通胀、加息衰退路径，以及俄乌冲突之下欧洲能源危机的持续扰动，因此商品内部也会出现不同的走势分化。短期之内商品见底的路径还无法完全实现，商品整体可能仍然是以震荡修复为主，风险在于低库存之下出现的非理性炒作。

#### 4. 另类数据与供应链压力

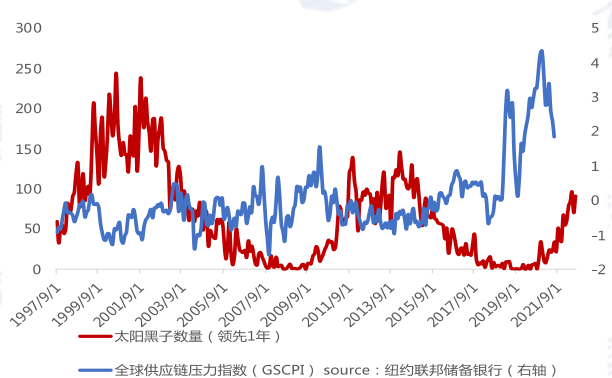
我们使用代表太阳活动强弱的太阳黑子数据作为供应链压力的领先指标，领先 1 年的太阳黑子数量与供应链压力成反比。当下我们仍处于本轮太阳黑子周期上升阶段，这可能预示着全球供应链压力的持续缓解，明年供给端非突发的压力或继续减轻。

图 42: 本轮太阳黑子数量仍处于上行通道 (红线)



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 43: 供应链压力或继续减轻



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

**风险提示:** 地缘政治冲突恶化; 政经不确定性上升; 大宗商品供给端冲击激化; 海外货币政策紧缩持续时间和力度超预期; 疫情影响超预期等等。

## 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