

# 加息接近尾声，警惕宏观高波动

## ——美联储 3 月议息会议点评

### 研究院 FICC 组

#### 研究员

孙玉龙

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

### 策略摘要

市场预期较美联储更加鸽派，需警惕加息放缓节奏不及预期带来的美元高波动风险。通胀压力实质性缓解及经济面临进一步下行压力的背景下，美联储减缓加息步伐具备持续性，加息幅度回归每次调整 25bp 的常态，但市场过高的年内暂停加息预期最终恐难以兑现，这可能导致后市美元再度反弹；同时，欧元兑美元的多头拥挤度已处于历史高位，若衰退预期升温引发避险资金回流美国，则需警惕资金再度偏好美元。

对于大宗商品的需求，维持“高利率”环境下，实物需求难有改善的判断。美联储通过加息抬升实体融资成本，抑制经济的需求扩张，从而实现供需平衡。虽然结构性宽松政策平抑金融压力的过快上升风险，但难以明显扭转全球经济步入类衰退的方向，国际大宗商品的压力整体难以削减，重点关注更可能彰显韧性的贵金属板块和与国内工业生产链条上的商品（黑色、化工为主），前者的韧性来自于经济衰退预期下的避险情绪发酵，后者的韧性来自于国内地产和基建投资的持续复苏。

### 核心内容

#### ■ 事件

北京时间 3 月 23 日周四，在美联储 FOMC 货币政策会议上，美联储宣布了 2023 年的第二次加息，加息 25bp 至 4.75%-5%，符合市场预期。

#### ■ 会议要点

会议声明要点如下：一、将基准利率上调至 4.75%-5% 区间，同时，将贴现率从 4.75% 上调至 5%；二、决议声明，美国银行业健康，有韧性，但诸多倒闭事件拖累增长；三、将继续按同样的速度从资产负债表中削减所持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）；四、就业人口增速回暖，运行于强健状态，重申高度关注通胀风险；五、美联储点阵图中值显示，2023、2024 年底利率预期中值分别为 5.1%，4.3%（12 月预期分别为 5.1%，4.1%）2025 年底利率预期中值为 3.1%（12 月预期为 3.1%）；六、下调未来两年美国 GDP 预期，2023 年料仅增长 0.4%，上调 2023 年 PCE 通胀预期至 3.3%，下调 2023 年失业率预期至 4.5%。

会后鲍威尔新闻发布会要点：一、加息行动得到 FOMC 成员强有力的一致支持，表示如有必要，美联储将超预期加息；二、关注银行业危机，准备用所有工具来确保银行系统的安全，一系列银行业倒闭事件可能会影响到美国经济，承诺将从本次银行业危机中汲取教训；三、通胀仍然太高，通胀回落至 2% 还有很长的路要走，那将是一条崎岖不平

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

的道路，劳动力市场仍然紧俏。

### ■ 会议点评

**加息接近尾声，关注高利率的持续影响和联储政策的风险对冲。**3月美联储继续加息“25BP”至4.75-5.0%，但对加息展望的表述从“持续加息”改为“额外紧缩”，预示着加息接近尾声。在这一阶段，宏观环境将继续处在利率紧缩带来的累计影响上——经济增长的放缓和金融风险的上升。为实现货币政策的目标，维系美联储的货币信用，前方需求的回落是必然的，对于商品需求的展望维持负面。

**美联储核心关注点从“俄乌冲突”转向“银行业危机”，前者对通胀有上行压力，后者对通胀有下行压力。**银行业压力的上升通过收紧家庭和企业信贷条件的方式对经济活动和通胀形成影响，美联储对于这种影响程度的预计是“不确定”。虽然鲍威尔在新闻发布会上称银行系统相对健康，硅谷银行是一个例外，但是我们认为在美国收益率曲线自去年7月倒挂至今的累计影响仍将持续发酵，“紧信用”已经是必然，未来宏观需求的回落趋势确定。

**美联储未改变对“QT”政策的表述，继续保持减债的计划，关注未来“QE”的常态化。**对此我们的解读是，虽然美联储继续尝试“货币政策正常化”，但是从2019年货币市场动荡后重启扩表，再到2020年新冠疫情后无限量化宽松，事实已经证明美联储已经进入量化宽松的常态化阶段。在当前美国货币体系总量流动性宽松，但中小银行流动性结构相对紧张背景下，美联储为解决硅谷银行、签名银行和第一共和银行而提供的“临时性”贴现窗口流动性供给可能并不“临时”，预计在后续紧信用的过程中美联储将维持这种“临时性”的流动性供给。叠加当前美联储对“QT”政策的坚持，当前处在结构性宽松和总量性紧缩并存的阶段，事后来看美联储资产负债表预计仍将回到扩张的状态。

**美联储 SEP 展望报告对收益率曲线进行了微调，以试图缓和市场的短期紧张。**相比较去年12月SEP展望报告，美联储3月份报告做了部分调整，对于经济增长预期，3月SEP继续调低短期预期但是调高长期预期，以显示出对于当前信用环境收紧带来的进一步影响，2023年调低0.1%，2024年调低0.4%，2025年调高0.1%；对于失业率预期，调低了2023年0.1%，但是调高了2025年0.1%；对于通胀预期，3月SEP调高了2023年PCE通胀0.2%，核心PCE通胀0.1%，但2024年仅调高了核心PCE通胀0.1%，显示出美联储对于当前通胀韧性的判断，这和我们报告《高通胀下的资产配置》给出的通胀预期一致；对于利率预期，联储维持今年5.1%的预期预期不变，意味着3月加息25BP后未来预期上仅存在0-1次的加息可能，符合联储声明释放出的加息终点信号。总体而言，3月份SEP展望降低了对短期实际利率预期，但是提高了对长期实际利率的预期，试图改善当前倒挂的收益率曲线对金融环境的压力。

### ■ 行情分析

3月利率决议公布后,主要资产大幅波动,股指先涨后跌,利率大幅下行。道指收跌-1.63%,标普500收跌1.65%,纳指收跌1.6%;美债利率跳水,10Y收跌至3.44%,2Y收跌至3.937%;美元指数跌0.88%,伦敦金现涨1.23%;布伦特原油期货涨0.62%,WTI原油期货涨0.4%。3月议息会议释放的信号依然偏鸽派,对于贵金属和美债的提振较明显,但股指仍受衰退预期升温的抑制。

近一个月,全球风险资产边际走弱,且波动率加大。比特币和贵金属领涨,发达经济体的债券利率领跌,反映出避险情绪升温是3月全球大类资产的主要定价逻辑。推动风险偏好大幅下降的力量来自于硅谷银行破产引发的连锁反应,使得全球投资者对于金融危机再度爆发的担忧加剧。

掉期互换市场比美联储更加鸽派。美联储最新点阵图显示,2023年底的联邦基金利率预期料维持在5.1%水平,但隔夜互换指数(OIS)却显示美联储将比其自身预期更早进入降息周期,在年底前利率就可能从峰值下调50个基点,这意味着市场正预期年内可能有多达2次的降息。

中长期而言,需要警惕10Y-2Y美债利率持续倒挂信号下,衰退预期升温的风险。虽然美国就业市场依然保持较强韧性,但随着通胀的持续超预期回落,经济下行压力将进一步凸显,衰退交易情境继续主导全年,美债10y利率与2y利率出现1980年代初以来持续时间最长的倒挂。通过复盘衰退时期的资产价格表现来看,一、股指表现较为中性,并非必然下跌,纳指上涨概率为57%,道指上涨概率为43%;二、商品下行概率较大,黄金相对抗跌,原油及其他主要商品上涨概率仅14%,黄金上涨概率超50%;三、美元指数易涨难跌,美债利率易跌难涨,美元上涨概率超70%,美债利率上涨概率仅14%。

市场预期较美联储更加鸽派,需警惕加息放缓节奏不及预期带来的美元高波动风险。通胀压力实质性缓解及经济面临进一步下行压力的背景下,美联储减缓加息步伐具备持续性,加息幅度回归每次调整25bp的常态,但市场过高的年内暂停加息预期最终恐难以兑现,这可能导致后市美元再度反弹;同时,欧元兑美元的多头拥挤度已处于历史高位,若衰退预期升温引发避险资金回流美国,则需警惕资金再度偏好美元。

对于大宗商品的需求,维持“高利率”环境下,实物需求难有改善的判断。美联储通过加息抬升实体融资成本,抑制经济的需求扩张,从而实现供需平衡。虽然结构性宽松政策平抑金融压力的过快上升风险,但难以明显扭转全球经济步入类衰退的方向,国际大宗商品的压力整体难以削减,重点关注更可能彰显韧性的贵金属板块和与国内工业生产链条上的商品(黑色、化工为主),前者的韧性来自于经济衰退预期下的避险情绪发酵,后者的韧性来自于国内地产和基建投资的持续复苏。

## ■ 风险

**美元反弹;加息预期再升温;银行业风险加大**

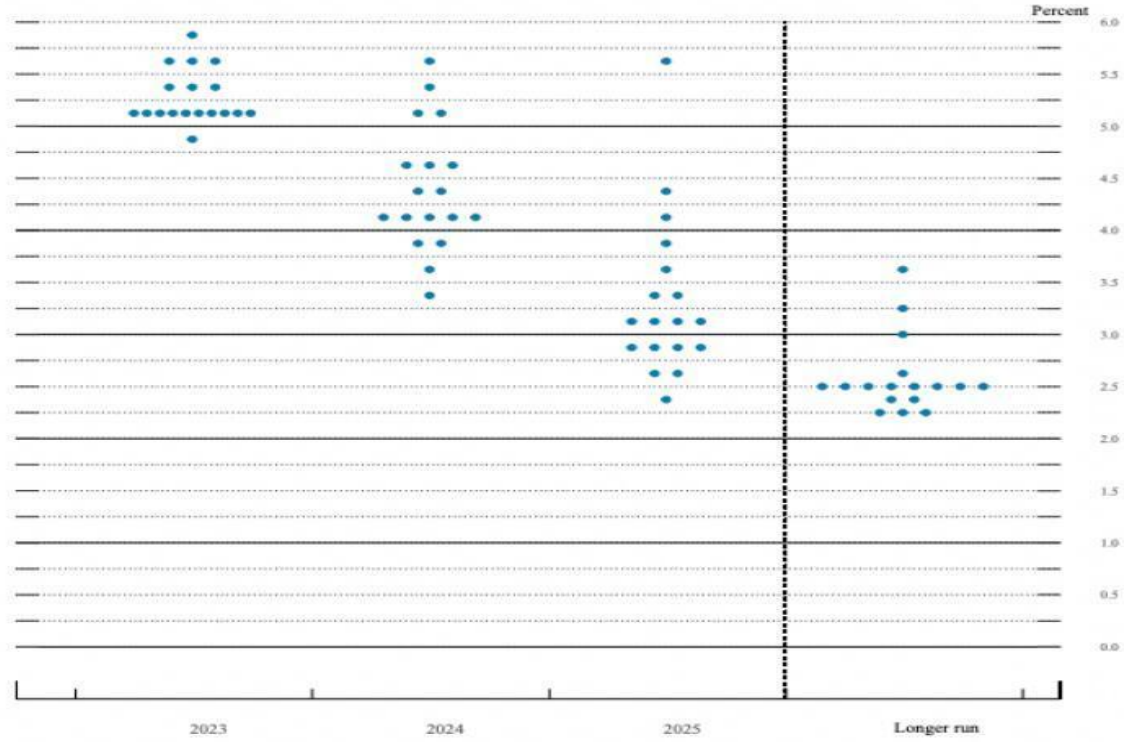
**表 1： 近几次重要 FOMC 议息会议摘要**

	2023 年 3 月会议	2023 年 2 月会议	2022 年 12 月会议	2022 年 11 月会议
经济活动	失业率保持低位, 就业增长势头强劲, 劳动力市场 (的供需关系) 仍然“极端紧俏”。薪资增速表现出放缓迹象, 劳动力需求大幅超过工人供应。	失业率保持低位, 就业增长势头强劲, 劳动力市场 (的供需关系) 仍然“极端紧俏”。JOLTS 职位空缺数据“可能是一个重要的就业指标”。	当前中性的失业率偏高, 但失业率上升并不意味着劳动力市场走软, 美国存在一个结构性的劳动力供应短缺, 在平均小时薪资增幅放缓方面, 没有看到太多的进展	劳动力市场非常强劲, 职位空缺指标现在变得异乎寻常的重要, 并未看到薪资/物价螺旋上升, 就业市场过热, 劳动力供不应求。
通胀	通胀已经在一定程度上放缓, 但仍然偏高, 远高于 2% 的既定目标	通胀已经在一定程度上放缓, 但仍然偏高。	通胀仍然偏高, 这在一定程度上体现出 (供需) 失衡问题。	通胀仍然偏高, 这在一定程度上体现出 (供需) 失衡问题。
对后续经济和通胀的观点	调低短期经济预期, 调高长期经济预期, 调高通胀预期, 通胀仍将持续保持韧性。	存在可以让通胀降至 2%, 同时不会出现经济大幅衰退的路径, 美国经济仍可能软着陆。	经济预期概要 (SEP) 中, 美联储对美国 GDP 的预期不符合爆发经济衰退的标准。	美国经济仍有机会软着陆, 但窗口正在变窄。没人知道美国经济会否衰退, 也没人知道衰退程度会有多深
利率和购债规模	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.75% 至 5%, 如有必要, 美联储将超预期加息。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券 (MBS)。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.5% 至 4.75%, 正在讨论再加息几次至限制性水平, 之后就暂停。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券 (MBS)。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.25% 至 4.5%, 认为需要继续加息直至 (对美国经济) 具有“实质性的限制性”。在 2023 年开始后仍将继续加息, 使得中位利率预期将进一步达到 5.1% 的峰值, 之后, 加息周期才会与高通胀的苦战取得胜利后暂告一段落。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券 (MBS)。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 3.75% 至 4%, 认为需要继续加息直至 (对美国经济) 具有“实质性的限制性”。可能会在 12 月份讨论缩小加息幅度, 但现在就考虑暂停加息还显得非常操之过急。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券 (MBS)。

资料来源: Wind 纽约联储 华泰期货研究院

图 1： 3 月议息会议利率点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



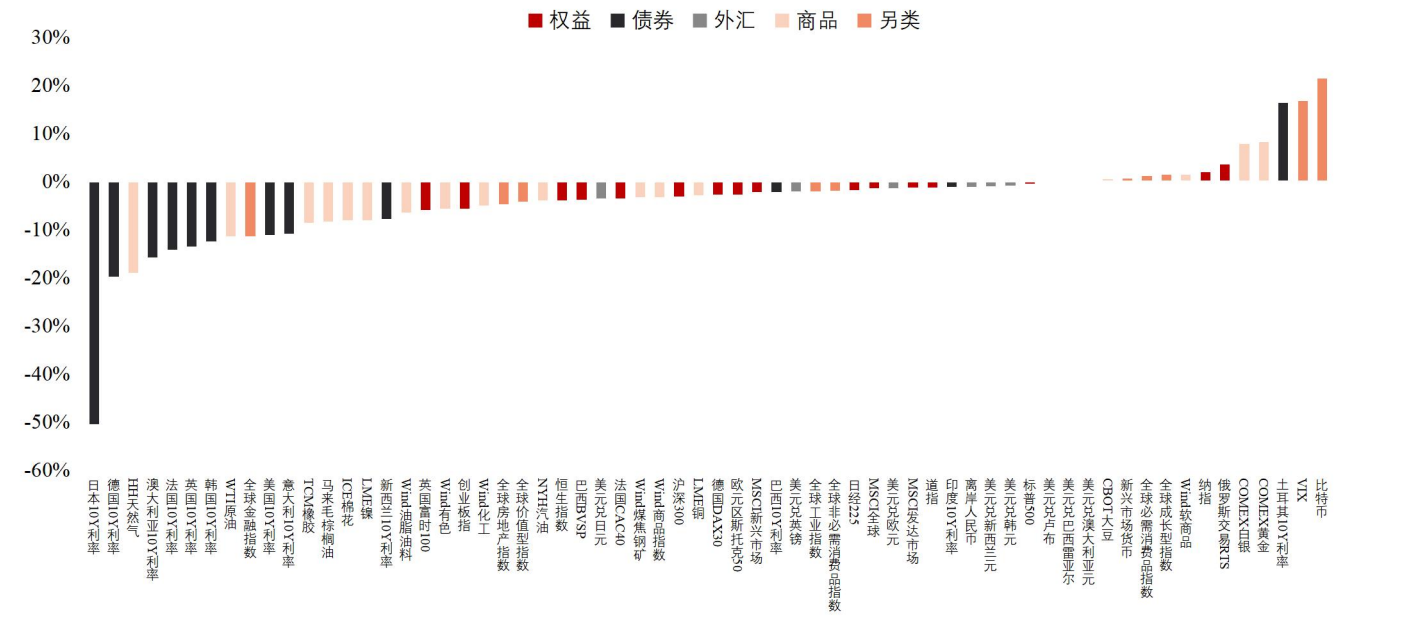
数据来源： Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 2： 经济和加息路径预测 | 单位： %

	中值				集中趋势				范围			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
实际GDP	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
12月预测	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
失业率	4.5	4.6	4.6	4	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
12月预测	4.6	4.6	4.5	4	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
PCE	3.3	2.5	2.1	2	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2
12月预测	3.1	2.5	2.1	2	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2
核心PCE	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
12月预测	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
加息路径												
利率	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6
12月预测	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3

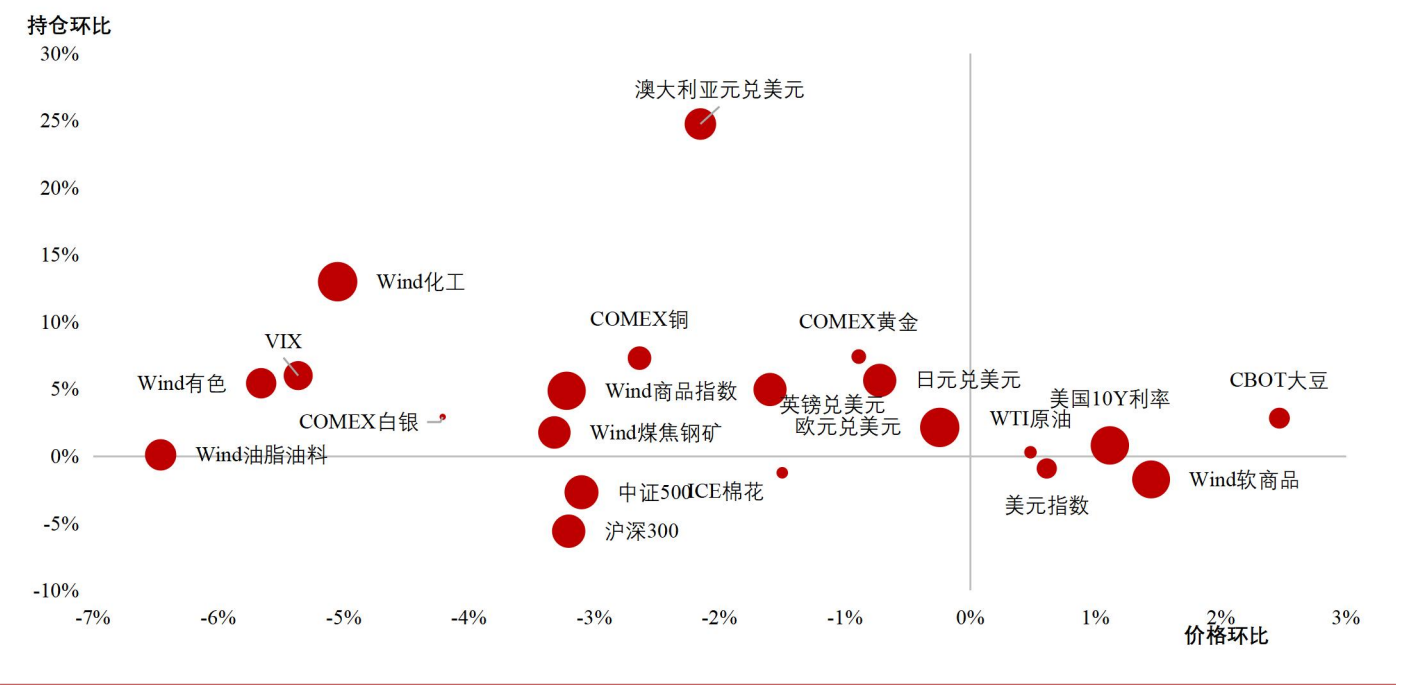
数据来源： Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图3： 近一月全球大类资产表现



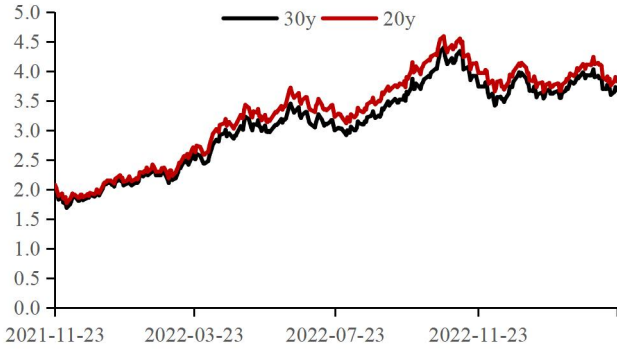
数据来源： Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图4： 近一月全球大类资产量价观察



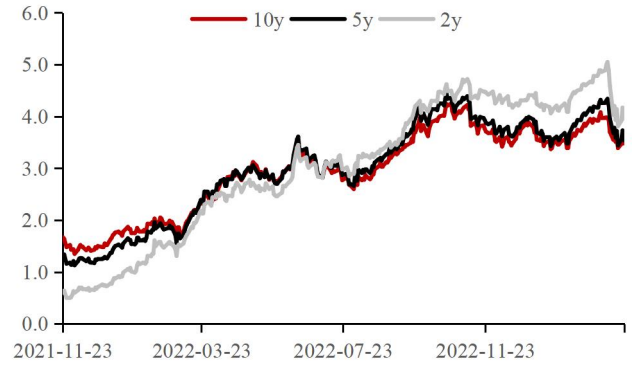
数据来源： Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图5：长债利率走势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6：短中债利率走势 | 单位：%



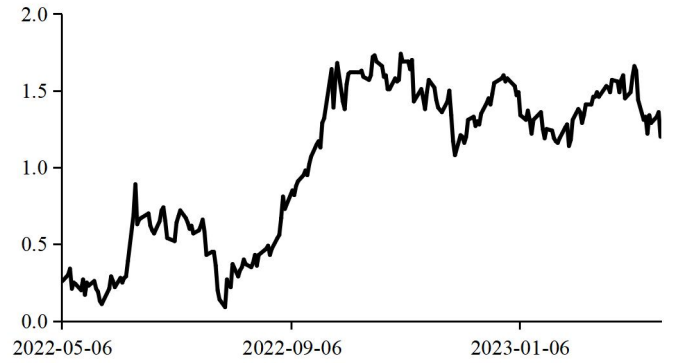
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7：名义利率与通胀预期 | 单位：%



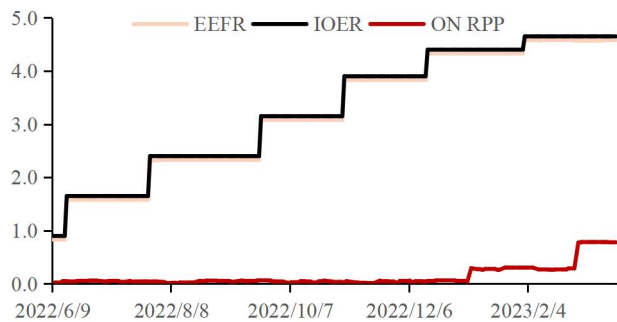
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8：实际利率 | 单位：%



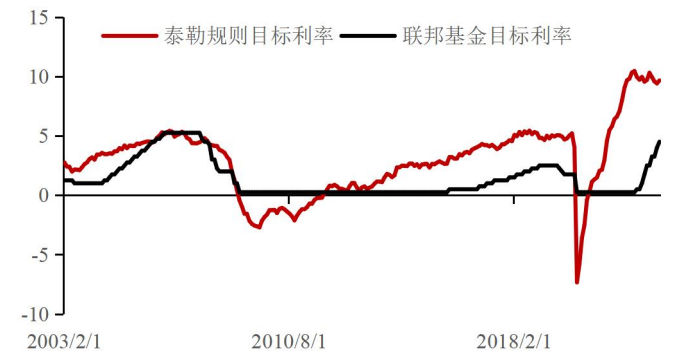
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9：联邦基金有效利率走廊 | 单位：%



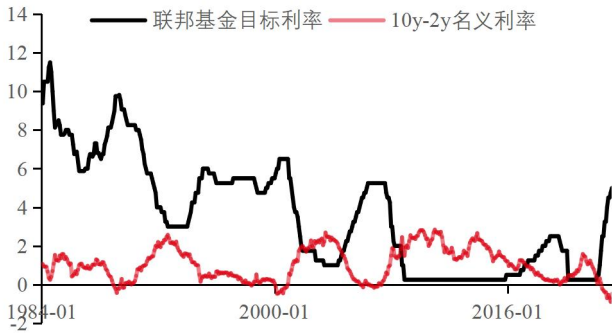
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图10：泰勒规则目标利率 | 单位：%



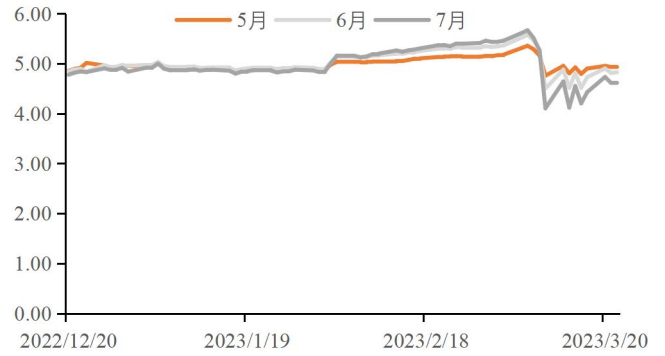
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 11：加息引发利差持续倒挂 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：彭博利率期货隐含目标利率 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13：美国 CPI 各分项环比热力图 | 单位：%

指标名称	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
CPI	0.40	0.50	0.10	0.20	0.50	0.40	0.20	0.00	1.20	0.90	0.40	1.00	0.70
核心CPI	0.50	0.40	0.40	0.30	0.30	0.60	0.60	0.30	0.60	0.60	0.50	0.30	0.50
能源	-0.60	2.00	-3.10	-1.40	1.70	-1.70	-3.90	-4.70	6.90	3.40	-1.00	8.20	2.70
食品与饮料	0.30	0.50	0.50	0.60	0.70	0.70	0.80	1.00	1.00	1.10	0.80	0.90	1.00
住宅	0.50	0.80	0.70	0.50	0.60	0.70	0.80	0.50	0.80	0.80	0.60	0.70	0.60
服装	0.80	0.80	0.20	0.10	-0.20	0.00	0.30	-0.10	0.70	0.40	-0.10	0.30	0.60
交通运输	0.20	0.40	-1.60	-0.70	0.70	-0.40	-1.60	-2.30	3.30	1.80	-0.10	2.80	1.30
医疗保健	-0.50	-0.40	0.30	-0.40	-0.30	0.70	0.60	0.40	0.60	0.40	0.40	0.50	0.20
娱乐	0.90	0.50	0.20	0.50	0.80	0.10	0.30	0.40	0.30	0.40	0.40	0.20	0.70
教育与通信	0.10	0.40	0.10	0.70	0.00	0.10	0.10	-0.10	0.10	-0.10	-0.10	-0.20	0.00
其他商品与服务	0.90	0.60	-0.10	0.70	0.50	0.30	0.70	0.40	0.50	0.50	0.40	0.50	1.10

数据来源：Wind 华泰期货研究院

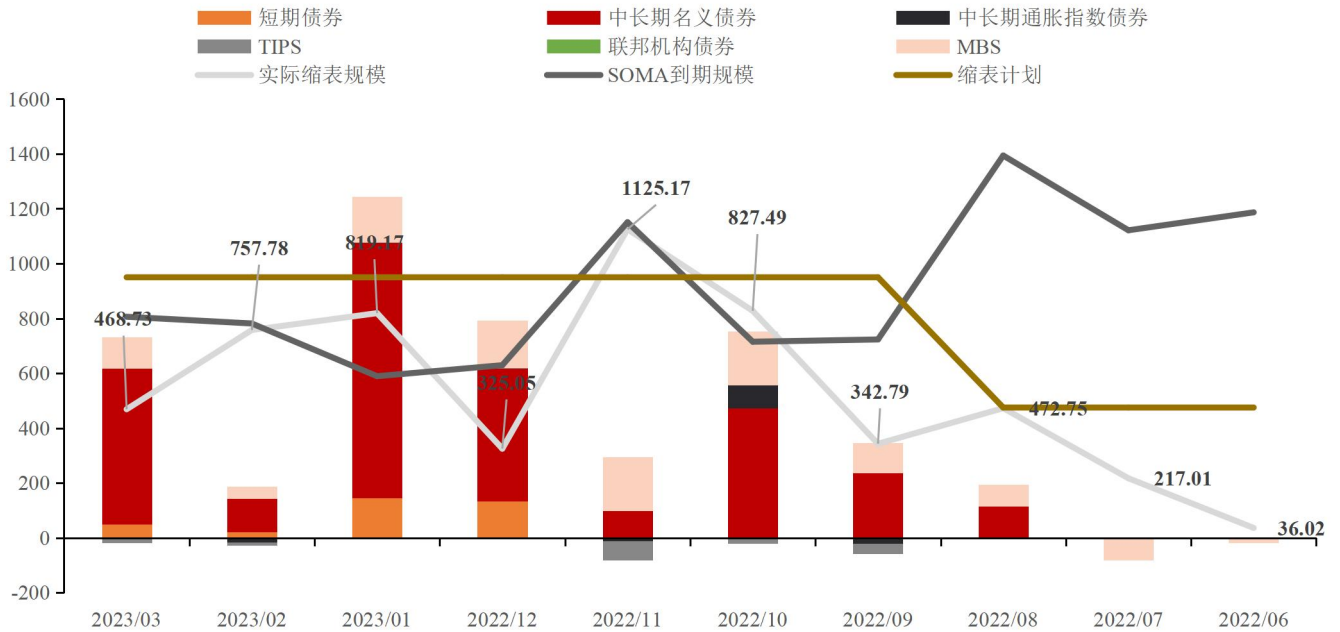


图 14: 美国经济月度热力图 | 单位: %

指标名称	单位	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10	2022/09	2022/08	2022/07	2022/06	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02
GDP:不变价:同比	%			0.9		1.9		1.8		3.7				
Markit制造业PMI	%	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0	51.5	52.2	52.7	57.0	59.2	58.8	57.3
投资 全部制造业:新增订单:当月同比	%		-0.4	2.8	1.8	5.7	6.5	6.8	7.7	9.5	9.2	9.8	8.9	8.5
成屋+新建住房销售	万套		1,070	1,028	995	1,033	1,018	1,123	1,031	1,084	1,176	1,176	1,276	1,382
新增非农就业人数	万人	31.1	51.7	22.3	26.3	26.1	26.3	31.5	52.8	37.2	39.0	42.8	43.1	67.8
就业 失业率	%	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.8
非农职位空缺数	万人		1,082	1,123	1,075	1,047	1,085	1,020	1,138	1,096	1,144	1,176	1,203	1,160
CPI:当月同比	%	6.0	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	8.3	8.5	9.1	8.6	8.3	8.5	7.9
消费 零售和食品服务销售额:同比	%	5.6	8.1	5.2	6.0	7.9	9.1	11.0	8.5	9.4	9.4	8.3	7.4	17.6
个人可支配收入:同比	%		8.4	4.4	4.2	4.0	3.5	1.9	1.5	2.0	1.4	-1.5	-16.3	2.7
个人消费支出:同比	%		7.9	7.4	7.3	8.0	8.5	8.7	8.7	9.3	9.3	8.9	9.2	13.5
财政 财政收入:同比	%	-9.6	-3.8	-6.5	-10.4	12.2	6.1	13.2	2.8	2.6	-16.1	96.7	17.8	16.7
财政支出:同比	%	3.6	40.3	6.3	6.0	-9.5	74.9	19.2	-14.8	-11.8	-23.6	-16.5	-45.2	-9.4
贸易 出口金额:同比	%		13.3	7.1	10.5	13.6	22.5	21.5	22.0	22.3	21.5	21.7	17.6	20.1
进口金额:同比	%		3.5	1.6	2.1	13.5	14.4	13.8	16.8	20.0	23.1	23.9	27.2	23.5

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 美联储缩表结构 | 单位: 亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 2： 2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性 | 单位：%

	美元指数	纳指	沪深 300	CRB 综指	10Y 中债利率	10Y 美债利率
纳指	0.503864	1				
沪深 300	0.155775	0.697077	1			
CRB 综指	-0.32079	0.426803	0.593739	1		
10Y 中债利率	-0.67326	-0.47028	-0.33303	0.332823	1	
10Y 美债利率	-0.3375	-0.6707	-0.56828	-0.52562	0.618534	1
美联储资产负债规模	0.434983	0.903195	0.684515	0.567008	-0.49639	-0.84967

资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： 代表衰退计价的美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差持续处于低位震荡状态 | 单位：%



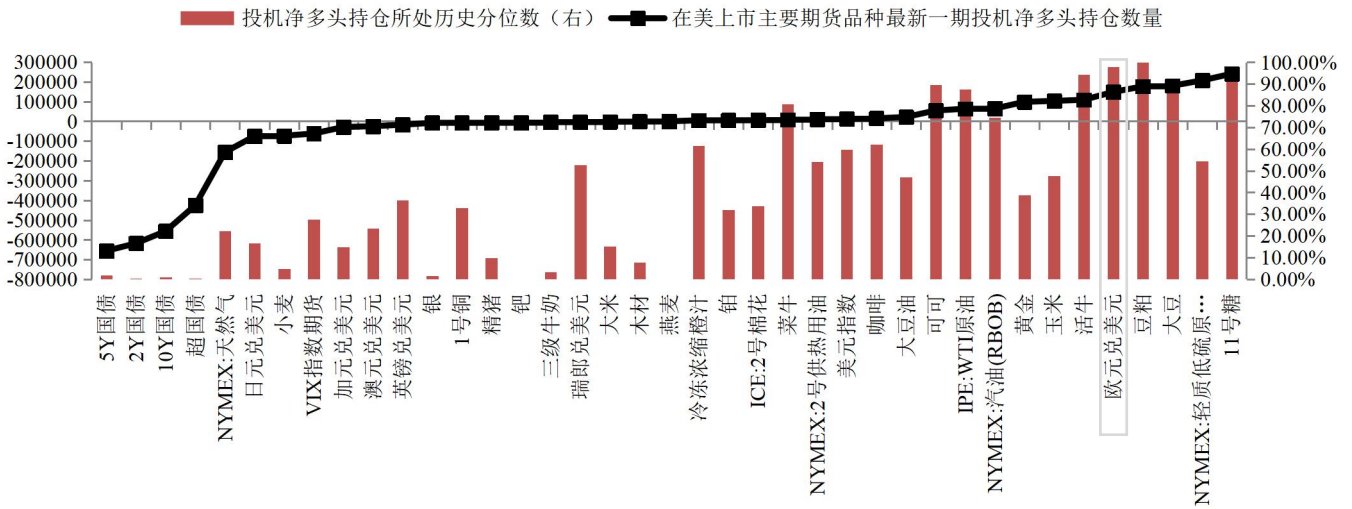
数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 3： 美国往轮衰退周期下大类资产表现 | 单位：%

	美元指数	纳指	道指	10Y 美债利率绝对变化	CRB 综合	CRB 食品	CRB 油脂	CRB 家畜	CRB 金属	CRB 工业原料	CRB 纺织品	黄金	原油
2020/1-2020/4	1.70%	-13.84%	-2.86%	-0.87	-12.60%	-15.97%	-13.36%	-17.38%	-15.37%	-10.20%	-3.56%	7.48%	-56.41%
2014/10-2015/3	13.22%	2.22%	5.83%	-0.41	-9.57%	-12.85%	-17.31%	-19.06%	-17.21%	-7.23%	0.90%	1.95%	-35.71%
2011/12-2012/7	3.23%	7.00%	13.08%	-0.36	0.09%	5.58%	2.46%	6.49%	-5.92%	-3.54%	-7.29%	2.75%	-1.60%
2008/7-2008/12	10.89%	-22.87%	-32.19%	-1.74	-31.47%	-29.33%	-47.33%	-43.46%	-49.27%	-32.80%	-9.29%	-5.77%	-52.90%
1997/10-1998/12	-1.54%	23.37%	37.59%	-1.19	-21.05%	-21.29%	-21.17%	-34.52%	-25.57%	-20.87%	-12.05%	-7.69%	-47.40%
1989/5-1999/1/1	-20.45%	10.33%	-7.17%	-0.57	-8.72%	-8.29%	-9.78%	1.31%	-21.36%	-10.74%	1.39%	1.16%	13.72%
1980/11-1982/2	24.35%	-17.01%	-13.80%	1.31	-16.49%	-16.66%	-14.35%	-5.55%	-18.71%	-15.88%	-14.73%	-41.49%	-1.61%
平均涨跌幅	4.49%	-1.54%	0.07%	-0.55	-14.26%	-14.12%	-17.26%	-16.02%	-21.92%	-14.47%	-6.37%	-5.94%	-25.99%
上涨概率	71.43%	57.14%	42.86%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%	28.57%	0.00%	0.00%	28.57%	57.14%	14.29%

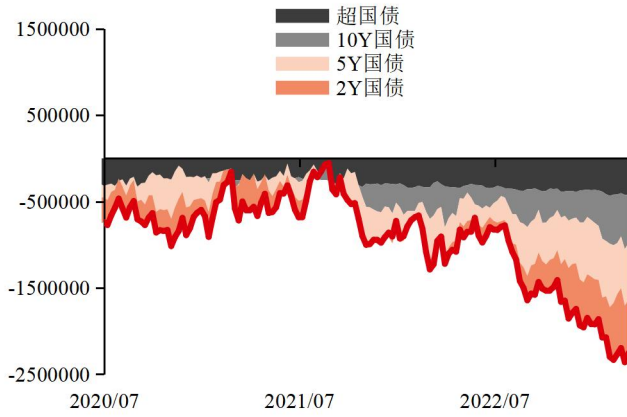
资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： 在美上市主要期货品种净多持仓情况



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 18：美国国债期货投机净多头持仓 | 单位：张



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 19：美元指数与非商业净多头



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 免责声明

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

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

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

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)