

海外宏观专题

2023年03月26日

研究员：沈忱 CFA

加息幅度符合预期，但后续不确定性尚存

期货从业证号：

——3月美联储FOMC议息会议简析

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉: shenchen_qh@chinastock.com.cn

1. 会议声明及预测比较

本周，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）在3月议息会议上决定加息25个基点，将联邦基金利率目标区间提升至4.75%-5.00%，符合市场主流预期。和2月相比，本次议息会议声明出现较大变动。首先，FOMC明确表达出对近期包括硅谷银行（SVB）倒闭在内的美国银行业风险事件的关注，在强调美国银行体系稳健而有弹性的同时，也表示潜在的信贷收缩可能会对经济活动、就业和通胀起到压制作用。其次，在后续政策走向上，声明仅表示“一些额外的政策收紧可能是适当的”，这与2月份“持续提高目标区间将是适当的”表述相比，语气明显软化，市场对此普遍解读为美联储释放暂停加息的信号。

相比之下，3月经济预测摘要（SEP）变化相对有限。经济增速预测方面，中位数为0.4%，较去年12月份的预测小幅下降0.1个百分点；集中趋势为0.0%-0.8%，显示多数官员下调了今年的增速预期，但仍认为美国出现衰退的概率不高；预测范围上行0.3个百分点，至-0.2%至1.3%，表明即使部分官员认为美国经济存在衰退的可能，但程度也将较为微弱。失业率方面，预测中位数、集中趋势和范围均低于去年12月，今年一季度强劲的就业表现可能是联储官员对预测做出相应调整的主要原因。而通胀方面，PCE及核心PCE通胀的预测均有所上调，且在官员中具有普遍性，这意味着从保持物价稳定的角度上来说，FOMC目前可能并未做好降息的准备。

表1：3月SEP总览

指标	预测中值				集中趋势				预测范围			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	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	4.0	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	4.0	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物价指数	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
12月预测	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	2.6-4.1	2.2-3.0	2.0-3.0	2.0
核心PCE物价指数	3.6	2.6	2.1	2.0	3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2	2.0	3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	2.0
12月预测	3.5	2.5	2.1	2.0	3.2-3.7	2.2-2.7	2.0-2.2	2.0	3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	2.0
政策路径预测												
联邦基金利率	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

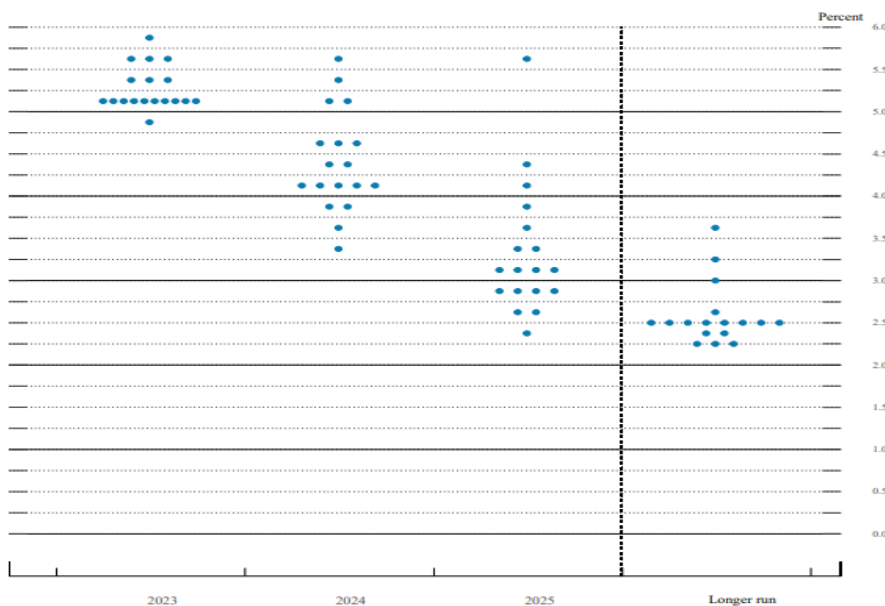
表2: 两次FOMC声明比较

2月议息会议声明	3月议息会议声明
Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased somewhat but remains elevated.	Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have picked up in recent months and are running at a robust pace; the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.
最近的指标显示支出和生产温和增长。近几个月工作增长表现强劲, 失业率维持低位。通胀出现一定缓和仍然居高不下。	最近的指标显示支出和生产温和增长。近几个月工作增长有所回升且势头强劲; 失业率维持低位。通货膨胀仍然居高不下。
Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship and is contributing to elevated global uncertainty. The Committee is highly attentive to inflation risks.	The U.S. banking system is sound and resilient. Recent developments are likely to result in tighter credit conditions for households and businesses and to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects is uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.
俄乌冲突正在导致巨大的人道主义和经济困境并加剧全球不确定性。委员会高度关注通胀风险。	美国的银行体系是健全和有弹性的。最近的事态发展可能导致家庭和企业的信贷条件收紧, 并压制经济活动、就业和通胀。这些影响的程度尚不确定。委员会仍然高度关注通货膨胀风险。
The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 4-1/2 to 4-3/4 percent. The Committee anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the extent of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 4-3/4 to 5 percent. The Committee will closely monitor incoming information and assess the implications for monetary policy. The Committee anticipates that some additional policy firming may be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the extent of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.
委员会寻求在长期内实现就业最大化和2%的通胀率。为了支持这些目标, 委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至4.5%-4.75%。委员会预计, 持续提高目标区间将是适当的, 以获得足够严格的货币政策立场, 使通货膨胀随着时间的推移恢复到2%。在决定未来目标区间的上调幅度时, 委员会将考虑货币政策的累积紧缩效应, 货币政策对经济活动和通胀影响的滞后性, 以及经济和金融动态。此外, 委员会将继续按照此前公布的方案, 减持国债、机构债以及机构抵押贷款支持债券。委员会坚定承诺使通胀重回2%的目标。	委员会寻求在长期内实现就业最大化和2%的通胀率。为了支持这些目标, 委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至4.75%-5%。委员会将密切监测后续信息, 并评估其对货币政策的影响。委员会预计, 一些额外的政策收紧可能是适当的, 以便获得足够严格的货币政策立场, 使通货膨胀随着时间的推移恢复到2%。在决定未来目标区间的上调幅度时, 委员会将考虑货币政策的累积紧缩效应, 货币政策对经济活动和通胀影响的滞后性, 以及经济和金融动态。此外, 委员会将继续按照此前公布的方案, 减持国债、机构债以及机构抵押贷款支持债券。委员会坚定承诺使通胀重回2%的目标。
In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.
为了评估合适的货币政策立场, 委员会将继续监测后续信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险, 委员会会就适当调整货币政策立场做好准备。委员会的评估将考虑广泛的信息, 包括对劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期, 以及金融和国际动态的解读。	为了评估合适的货币政策立场, 委员会将继续监测后续信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险, 委员会会就适当调整货币政策立场做好准备。委员会的评估将考虑广泛的信息, 包括对劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期, 以及金融和国际动态的解读。

数据来源: 美联储、银河期货

3月点阵图在对未来利率调整的路径描述上也验证了这一点，即今年美联储不会降息。绝大多数（10位）票委将今年目标利率水平设置在5.1%，对应目标区间为5.0%-5.25%，据当前还有一次25bp的加息。与此同时，仅1位票委认为当前利率水平是合适的，另有7位票委甚至认为后续需要更大幅度的抬升目标利率水平。而在更长期限上，虽然大部分票委（14位）倾向于在明年某个时刻开启降息，但对目标利率的预期分化依旧较为明显，参考意义相对有限。

图1：3月FOMC点阵图



数据来源：美联储、银河期货

2. 鲍威尔新闻发布会要点

2.1 硅谷银行的特殊性

首先，鲍威尔认为 SVB 在未投保存款的比例和资产风险特征方面都是一个异类，并不是银行体系普遍存在的问题。这一点我们可以从美国银行定期向监管部门提供的财务报告（call report）等数据中得以证实。首先，SVB 无保险国内存款比例高达 93.9%，而随着存款开始离开银行体系以寻求更高的收益，截至 2022 年四季度，美国大型银行的无保险存款占其存款总额的比例已从 2021 年第四季度 49.2% 的峰值降至 2022 年四季度的 45.9%，接近 2019 年底的 44.4%。

图2: 美国大型银行无保险存款总额, 万亿

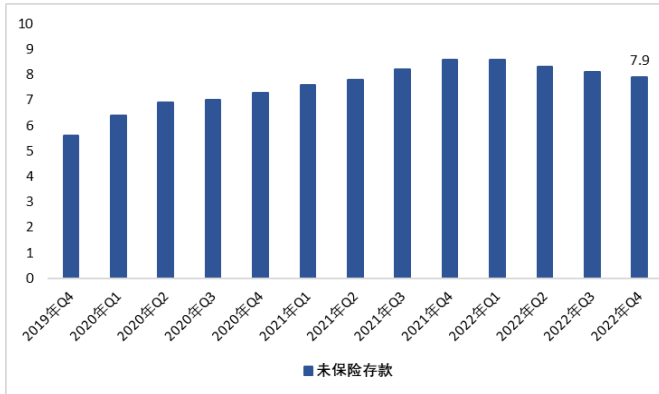
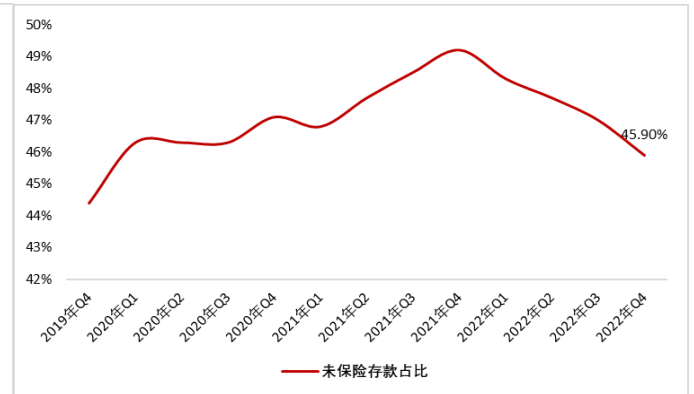


图3: 美国大型银行无保险存款占总存款比例



数据来源: 公开新闻整理、银河期货

其次, 截至 2022 年底, 财报显示 SVB 总资产约为 2118 亿美元, 其中约 913 亿美元为 HTM 投资组合, 占比约 43%。而这其中又有 566 亿美元是非常长期、有机构担保的抵押贷款支持证券 (Agency-issued MBS), 占有 HTM 资产比例的约 62%。10 年或 10 年以上到期时间以及 MBS 的负凸性特征, 使得 SVB 的这部分资产在利率上行的环境中面临较高的久期风险, 这成为压垮 SVB 的另外一个重要因素。

表3: SVB 资产负债表

(Dollars in millions, except par value and share data)	December 31,	
	2022	2021
Assets		
Cash and cash equivalents	\$ 13,803	\$ 14,586
Available-for-sale securities, at fair value (cost of \$28,602 and \$27,370, respectively, including \$530 and \$61 pledged as collateral, respectively)	26,069	27,221
Held-to-maturity securities, at amortized cost and net of allowance for credit losses of \$6 and \$7 (fair value of \$76,169 and \$97,227, respectively)	91,321	98,195
Non-marketable and other equity securities	2,664	2,543
Total investment securities	120,054	127,959
Loans, amortized cost	74,250	66,276
Allowance for credit losses: loans	(636)	(422)
Net loans	73,614	65,854
Premises and equipment, net of accumulated depreciation and amortization	394	270
Goodwill	375	375
Other intangible assets, net	136	160
Lease right-of-use assets	335	313
Accrued interest receivable and other assets	3,082	1,791
Total assets	\$ 211,793	\$ 211,308
Liabilities and total equity		
Liabilities:		
Noninterest-bearing demand deposits	\$ 80,753	\$ 125,851
Interest-bearing deposits	92,356	63,352
Total deposits	173,109	189,203
Short-term borrowings	13,565	71
Lease liabilities	413	388
Other liabilities	3,041	2,467
Long-term debt	5,370	2,570
Total liabilities	195,498	194,699
Commitments and contingencies (Note 21 and Note 26)		
SVBFG stockholders' equity:		
Preferred stock, \$0.001 par value, 20,000,000 shares authorized; 383,500 and 383,500 shares issued and outstanding, respectively	3,646	3,646
Common stock, \$0.001 par value, 150,000,000 shares authorized; 59,171,883 and 58,748,469 shares issued and outstanding, respectively	—	—
Additional paid-in capital	5,318	5,157
Retained earnings	8,951	7,442
Accumulated other comprehensive income (loss)	(1,911)	(9)
Total SVBFG stockholders' equity	16,004	16,236
Noncontrolling interests	291	373
Total equity	16,295	16,609
Total liabilities and total equity	\$ 211,793	\$ 211,308

(Dollars in millions)	December 31, 2022									
	Total		One Year or Less		After One Year to Five Years		After Five Years to Ten Years		After Ten Years	
	Net Carry Value	Weighted Average Yield	Net Carry Value	Weighted Average Yield	Net Carry Value	Weighted Average Yield	Net Carry Value	Weighted Average Yield	Net Carry Value	Weighted Average Yield
U.S. agency debentures	\$ 486	1.91 %	\$ 1	2.39 %	\$ 118	2.50 %	\$ 367	1.72 %	\$ —	— %
Residential MBS:										
Agency-issued MBS	57,705	1.56	—	1.65	25	2.38	1,066	2.32	56,614	1.54
Agency-issued CMO - fixed rate	10,461	1.48	—	—	90	1.47	129	1.71	10,242	1.48
Agency-issued CMO - variable rate	79	0.74	—	—	—	—	—	—	79	0.74
Agency-issued CMBS	14,471	1.63	39	0.45	153	0.86	966	1.93	13,313	1.62
Municipal bonds and notes	7,416	2.82	29	2.26	235	2.48	1,362	2.74	5,790	2.85
Corporate bonds	703	1.86	—	—	115	1.72	588	1.88	—	—
Total	\$ 91,321	1.66	\$ 69	1.25	\$ 736	1.90	\$ 4,478	2.43	\$ 86,038	1.63

数据来源：公开新闻整理、银河期货

相比之下，在全美未保险存款比例排名前10的银行中，除了已经倒闭的SVB和签名银行，同时满足高未保险存款比例和高HTM资产比例的银行并不多，因此SVB确实存在一定的特殊性。

表4：美国未保险存款比例排名前10的银行

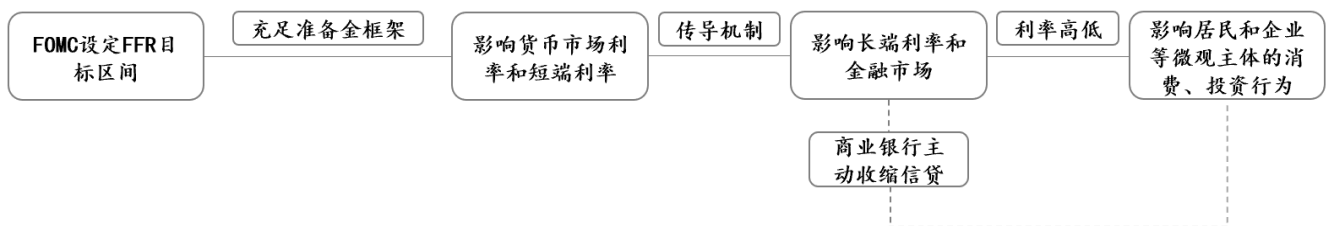
Bank	未保险存款占比	贷款+HTM证券与总存款之比
Bank of New York Mellon	96.5	31.2
Silicon Valley Bank	93.9	94.4
State Street Bank and Trust Co	91.2	40.1
Signature Bank	89.7	93.3
Northern Trust Co	83.1	54.5
Citibank	77	64.6
CIBC Bank USA	73.2	87.1
HSBC Bank USA NA	72.5	47.4
City National Bank	70.4	93.6
First Republic Bank	67.7	110.6

数据来源：公开新闻整理、银河期货

2.2 银行信贷紧缩对加息的替代作用

充足准备金框架下，美联储通过“地板系统”（Floor System）确保有效联邦基金利率处于目标区间内，从而影响货币市场利率和短端利率，进而再通过利率传导机制影响长端利率和整个金融市场，并最终使得微观主体的消费、投资等需求随着利率高低而相应做出调整。这是美联储实现其政策目标的正常路径。不过，鲍威尔的发言显示，联储官员认为部分银行出现风险事件后，商业银行存款外流将使得其主动收缩信贷，从资金供给端抑制需求，与资金价格走高（加息）起到类似的效果。

图4：美国货币政策传导路径

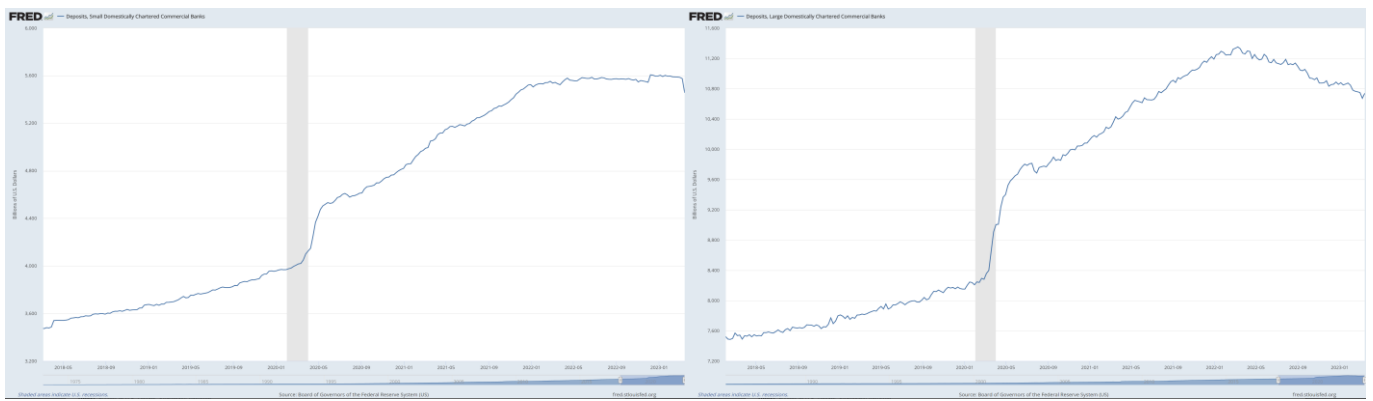


数据来源：银河期货

美联储最新公布的全美商业银行数据显示，SVB 倒闭当周，小银行存款单周净流出约 1200 亿美元，从 3 月 8 日的 5.576 万亿降至 3 月 15 日的 5.456 万亿。与此同时，大银行存款单周净流入约 667 亿元，从 10.673 万亿升至 10.740 万亿。同比来看，实际上 2021 年年初开始，美国商业银行存款增速就已经逐步放缓，大型商业银行在去年四季度出现负增长，其原因我们认为一方面可能是随着利率抬升，相较于货币基金等，活期存款的机会成本增加；另一方面，随着疫情结束，美国财政对居民部门的补贴退出，也带动居民超额储蓄回落。

图5：美国国内小型银行存款总额

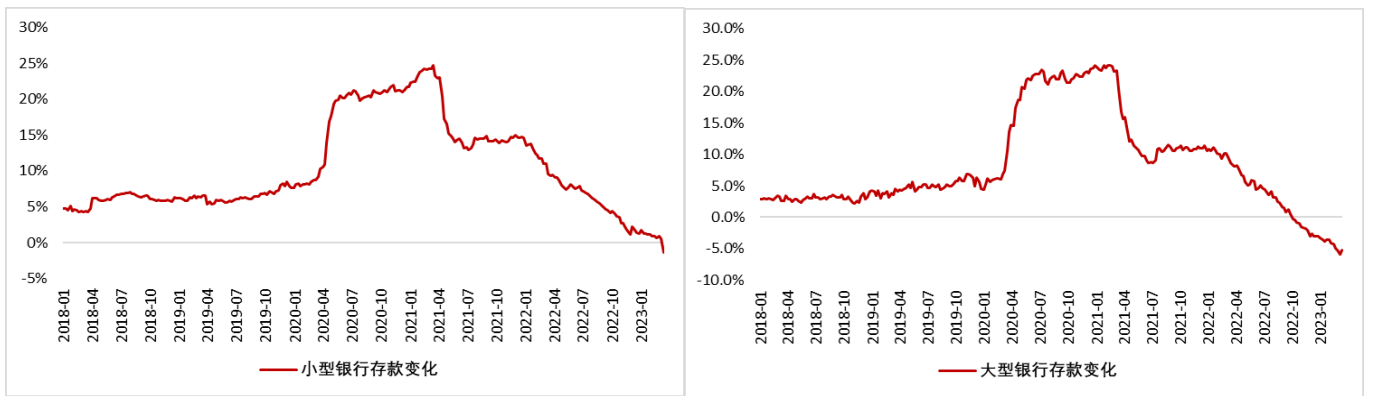
图6：美国国内大型银行存款总额



数据来源：美联储、银河期货

图7：美国国内小型银行存款变化同比

图8：美国国内大型银行存款变化同比



数据来源：美联储、银河期货

SVB 倒闭后，小银行面对的挤兑风险上升，负债端的不确定性增加了其对流动性的需求，信贷等资产端势必也将相应受到扰动。数据显示，小银行信贷相关资产约 4.532 万亿美元，占全部美国国内银行的信贷比例高达 40.7%，因此一旦风险扩大，其对实体经济的影响显然不可忽视。

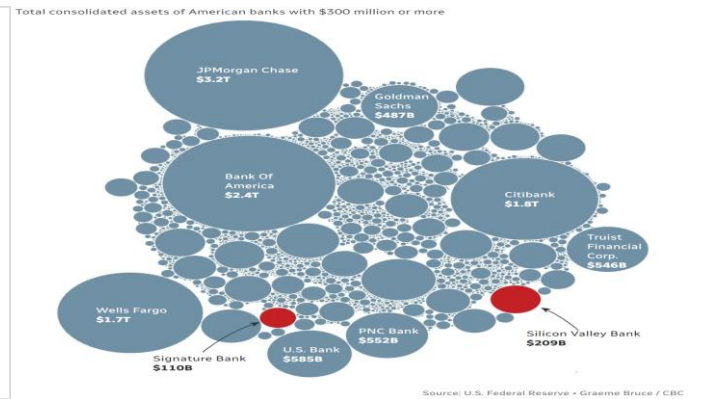
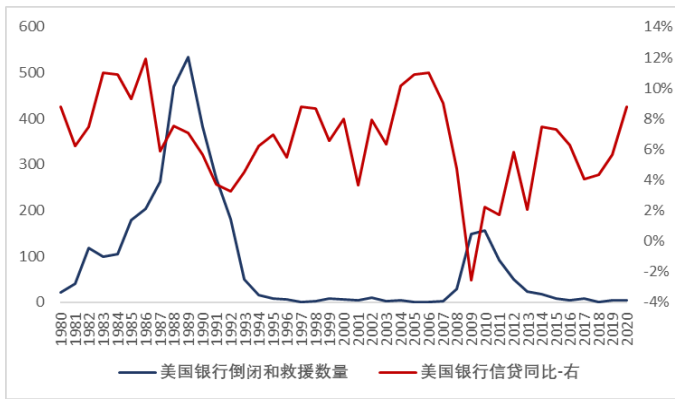
鲍威尔在新闻发布会上强调，目前信贷收缩的力度和持续性均属未知，很难评估其对经济的实际影响。从历史数据上看，上世纪 80-90 年代初和次贷危机期间，美国本土大量银行倒闭均使得银行信贷增速明显收缩。次贷危机期间虽倒闭或接受救助的银行数量相对较少，

但总资产规模占比更大，叠加房地产因素，信贷收缩的幅度也更加明显。

回到当前，已经被联邦存款保险公司（FDIC）接管的 SVB 和签名银行综合总资产合计规模略超 3000 亿美元，占比尚小，但若后续市场信心坍塌，事态持续恶化不免将导致更多银行出现经营困境，信贷收缩程度也将更加显著。

图9：美国银行倒闭救援数量与信贷增速

图10：美国主要商业银行资产规模



数据来源：Wind、公开资料整理、银河期货

3. 巨大的分歧与两难的选择

3月点阵图显示，FOMC 后续还将再加息一次，将联邦基金利率目标区间提升至 5.00%-5.25%，并保持这一利率水平至年底。但这与市场对于利率调整路径的预期存在极大差距。截至周五收盘，联邦基金利率期货暗示美联储加息周期可能已经结束，7月或将开启降息，至年底合计降息 100bps，至 3.75%-4.00%，相较点阵图的预测值相差 125bps。

虽然鲍威尔在记者会上表示，后续政策将反映实际发生的情况，而不是 SEP 中的预测数据，但其也多次强调降息并非今年基准情况。市场与政策制定者步调不一，且出入明显，预期差的存在意味着后续潜在的资产价格波动可能依旧较大。

和市场相比，美联储官员对降息极其谨慎，我们认为，主要还是由于此前公布的 1-2 月通胀和就业数据显示，美国核心服务业通胀粘性较高以及劳动力市场表现仍较为强劲所致。美国劳动力市场供需失衡，非农职位空缺维持高位使得薪资增幅回落偏慢，而薪资增长又从生产成本和收入支出两个方面对价格，尤其是服务业价格起到支撑作用，使其更具粘性。在抗通胀与维护金融稳定方面，联储官员面临着两难选择，并似乎一定程度上寄希望于风险事件带动国内商业银行信贷条件收紧，压制过热的劳动力市场和高企的通胀。

图11: 利率调整路径预测

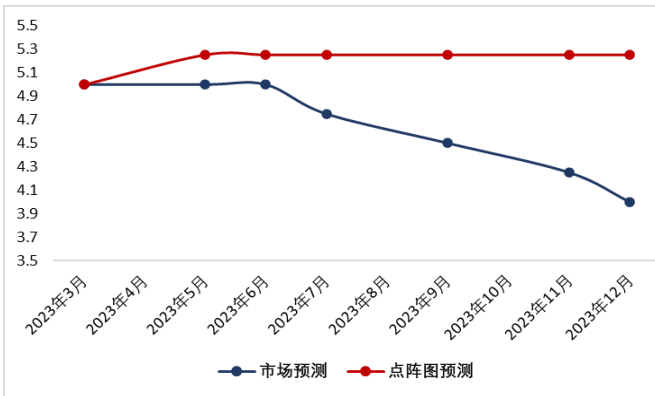
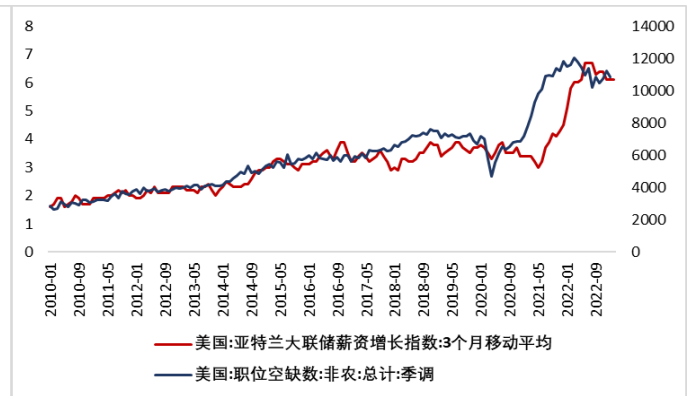


图12: 职位空缺与薪资增长



数据来源: CME、Wind、银河期货

图5: 美国2月CPI读数

美国	环比:季调						同比:未季调 (截至2月)
	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	
CPI	0.4	0.5	0.2	0.1	0.5	0.4	6
食品	0.8	0.7	0.6	0.4	0.5	0.4	9.5
能源	-1.7	1.7	-1.4	-3.1	2	-0.6	5.2
核心CPI	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	5.5
核心商品	0	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	0	1
新车	0.7	0.6	0.5	0.6	0.2	0.2	5.8
二手车	-1.1	-1.7	-2	-2	-1.9	-2.8	-13.6
服务	0.8	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	7.3
住房租金	0.7	0.7	0.6	0.8	0.7	0.8	8.1

数据来源: 美国劳工部、银河期货

4. 后续展望

美联储官员一直强调将依据数据制定政策,这使得每一次议息会议的结果都是“有依据”和符合市场主流预期的。但考虑到数据存在的滞后性,这也意味着美联储似乎有可能始终落后于实际的事态发展。回溯去年启动加息前后,彼时市场上也不乏诟病联储低估通胀影响的声音,并对政策“behind the curve”提出质疑。

本轮针对美国中小商业银行的流动性救助工具主要分为三类,即传统美联储贴现窗口,新成立的银行定期融资计划(BTFP),以及对被FDIC接管后的SVB和签名银行新实体提供流动性支持。受此影响,近期美联储资产负债表重回扩张态势,但这些临时性、被动型政策工具与主动型的量化宽松还是存在较大区别的,这一点鲍威尔也在发布会上也有所阐述。

不过值得注意的是,一方面,为防止风险蔓延,维护金融市场稳定,美联储加大了对商业银行体系的救助力度,银行准备金规模大幅增加;另一方面,联储却又一定程度上“寄希望于”金融市场出现的动荡使得商业银行主动收紧信贷进而带动劳动力市场和通胀进一步降

温，这在政策逻辑层面似乎存在一定矛盾。

对于后续事态发展，我们认为可能存在三种情形。1. 救助政策有效，银行业风险并未扩散，市场担忧逐渐缓解，银行信贷收紧程度和持续性对需求端影响较小，劳动力市场降温有限，美联储继续提高利率峰值水平。若这种情况发生，带来的冲击可能最大，海外权益、债券价格或均面临调整，而美元指数则有望反弹。

2. 救助政策效果较差，银行业风险扩大，更多银行陷入经营困境，信贷持续收紧导致经济运行转弱并逐步进入衰退阶段。在此情况下，通胀读数显著回落，美联储开启降息，这可能更符合投资者对当前利率市场的定价逻辑，但考虑到衰退强度存在不确定性，我们认为，市场当前对权益和商品等资产的定价偏乐观。

3. 救助政策有效，但银行业风险并未充分释放，信贷收紧给需求端带来一定影响，使得劳动力市场降温、通胀读数逐步回落的同时，刚好又并未触发经济衰退，联储不需要继续大幅提高利率水平，但可能将峰值维持一段较长的时间。这或是最符合 3 月 SEP 和点阵图所描述的状态，但“刚刚好”的实现难度不言而喻。而相较于其他资产，我们认为在此情况下海外债市面临的调整将更为明显。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通

知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799