

当前美股和美债的探讨（综述）

——宏观资产杂谈系列五

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

2026年5月，长期美债利率上涨触及关键点位。我们提示投资者关注下半年流动性收紧对于风险资产特别是美股带来的调整风险。

核心观点

■ 美股和利率关系考察

核心关注点：加息→美债利率升→美股降。对于美元资产未来的走势，需要重点关注在加息预期进一步走强背景下美债利率继续上升带来的压力。

逻辑：流动性收紧强于经济增长。短期美债利率 2s3m 定价了流动性的松紧，改变量在伊朗冲突开始的3月份由负转正，显示出市场从去年的降息定价转向加息定价。长期美债利差 2s10s 定价了经济增长的预期方向（通常意义上的期限利差），我们注意到定价流动性和经济增长强弱对比的短期美债利差和长期美债利差之差（2s3m-2s10s）在2个月后的5月份也出现转正，背后市场定价的流动性收紧强于经济增长预期的压力是值得密切关注的，转正的速度或将带来市场的风险偏好调整的程度。

■ 美股美债的结构差异

宏观：当前美国宏观面类似于90年代（互联网驱动的投资扩张，盈利扩张），假定历史重演，美联储政策回到90年代，即从2024-25年的短期缓降息的状态切换至最终加息。相比较市场对于美联储在90年代加息预期的定价，当前资产负债表是否重回收缩（“沃什冲击”）是更值得关注的变化点，短期流动性扰动带来的市场调整压力可能会被放大。

美股：下半年处在“高估值、高供给、低需求”的状态，美股或存在20%调整空间。当前市场已将大量乐观预期提前定价，若未来盈利增速放缓或不及预期，估值收缩的压力将显现。微观结构上，随着中国对于跨境资金流动的金融监管加强，其形成的衍生影响或抑制美股的需求空间，叠加美股三大巨型IPO，或引发从科技板块到整体权益资产的资金再平衡。

美债：下半年处在“低估值、低供给、低需求”的状态，长期美债利率或再次突破5%。微观结构上，美国财政部下半年或逆转操作，通过大规模发行短债从市场回笼资金。而沃什缩表的最终实施将意味着美联储停止为财政赤字提供流动性支持，每年减少约5000亿美元美债购买，加剧供需的进一步失衡，映射到长债利率再次突破5%。

■ 风险

流动性风险上升，地缘冲突风险加大

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

目录

宏观事件	1
核心观点	1
利率不升，美股不降.....	3
2022 年以来美元资产的五个阶段.....	3
关注市场对美联储加息定价变化	4
美债美股相关性考察.....	5
市场定价达到强负相关	6
美股：高估值、高供给、“低”需求.....	7
美债：低估值、低供给、“低”需求.....	12

图表

图 1: 美股 2022 年以来走势 单位: 指数点	3
图 2: 美债收益率 2022 年以来走势 单位: %.....	3
图 3: 收益率曲线变化和美股走势_右轴对比 单位: BP, 指数点_对数坐标.....	4
图 4: 衍生品市场定价的未来加息概率再次回升 单位: %PCT.....	4
图 5: 美债利差_左轴、美股收益率和美股市盈率的历史走势 单位: %PCT, 倍数, BP.....	5
图 6: 美债利差、美股收益率和美股市盈率相关性 单位: 100%.....	6
图 7: 美联储资产同比和每股收益 单位: %YOY, %.....	6
图 8: 利差、美联储资产和市盈率 单位: BP, 万亿美元, 倍	6
图 9: 美国金融条件扔宽松 单位: 指数点	7
图 10: 金融条件的款式支撑经济景气 单位: 指数点	7
图 11: 美国企业盈利 2020 年后快速扩张, 其中金融行业盈利占比在 2022 年加息后才有所修复 单位: 万亿美元_左轴, %PCT_右轴	8
图 12: 美国企业盈利增速自 2025 年三季度开始有所修复, 其中金融行业的盈利增速显著快于非金融行业 单位: %YOY.....	8
图 13: 美股 PE 估值和商品指数 单位: 倍, 指数点	8
图 14: 美股估值(纵轴)和波动率(横轴) 单位: 指数点	8
图 15: AI 产业的一个简化模型.....	9
图 16: 美国 GDP 增长分项贡献率 单位: %YoY	9
图 17: 消费和 6 个月后资本支出 单位: 指数点	9
图 18: 美股融资融券比高位 单位: %YOY, 100%	11
图 19: 融资余额达到 1.3 万亿美元 单位: 万亿美元.....	11
图 20: 美债收益率曲线变化 单位: %.....	12
图 21: 十年期美债的影响因素 单位: %, %PCT.....	12
图 22: 美国财政赤字短期收敛, 美债发行呈现短久期化 单位: 千亿美元	13
图 23: 美债持有者结构变化 单位: 万亿美元	13
图 24: 不同美债持有方变化情况 单位: %YOY.....	13
图 25: 美联储总资产及其变化 单位: %, 万亿美元.....	14
图 26: 美联储总资产及其变化 单位: %, 万亿美元.....	14

利率不升，美股不降

趋势上，我们认为对于美股未来的走势，需要关注在加息预期进一步走强背景下美债利率继续上升带来的压力（加息→美债利率升→美股降）。

2022 年以来美元资产的五个阶段

回顾 2022 年以来美债利率和美股的走势，大致可以划分成五个阶段。

首先在 2020 年开启的天量宏观扩张和 2022 年俄乌冲突的到来，通胀显现出并非“临时性”的特征，美联储从开始的观望转向快速加息（+425 个基点/2022 年）应对，美股持续调整（I）。

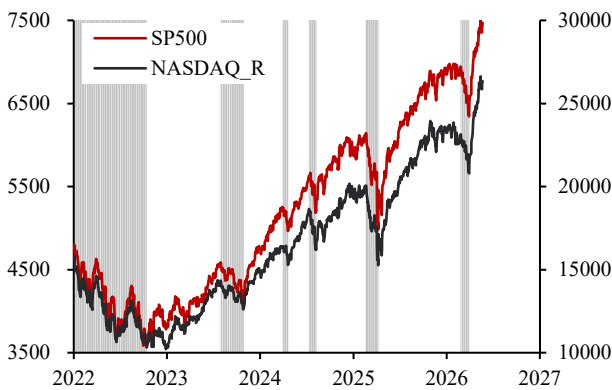
随着 2023 年美联储继续加息（+525 个基点）和缩表，通胀预期逐渐趋于稳定，强势货币政策条件下收益率曲线转向倒挂（II）。

高利率状态下美联储货币政策维持观望状态（利率不变，缩表延续）（III）。

而随着 2024 年全球政治风险的逐渐抬头，在美联储资产负债表持续收缩带来的流动性压力也逐渐显现，美联储于年四季度开启了降息操作，并在 2025 年四季度再次阶段性降息并结束了缩表操作（IV）。

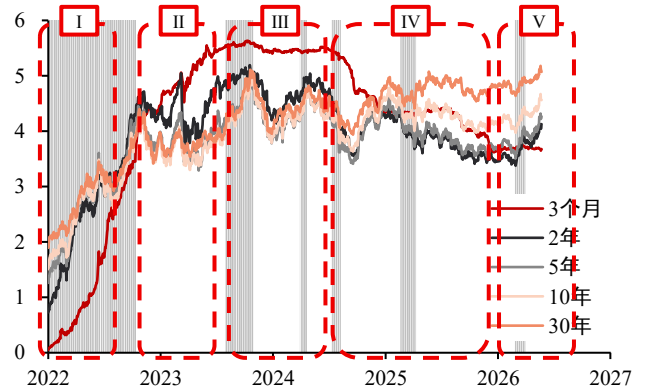
2026 年以来在美国主导的地缘压力（1 月份委内瑞拉、3 月伊朗）再次抬头的影响下，通胀预期再次回升，市场重启了美联储加息的定价（V）。

图 1：美股 2022 年以来走势 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院
*阴影部分为美股调整阶段

图 2：美债收益率 2022 年以来走势 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院
*阴影部分为美股调整阶段

2023 年以来美债利率基本上维持在 3.3-5.1 之间区间波动（见图 2），期间美股虽然有调整阶段，但整体上保持震荡上行不断创出新高的状态（见图 1）。

而截止 2026 年 5 月，美债长端利率再次出现了向上突破的迹象，相对 3 个月期利率和基准利率的利差持续拉大，我们需要关注的是若这一状态延续，对于美股的调整风险将持续增加，即重回（I）阶段的可能。

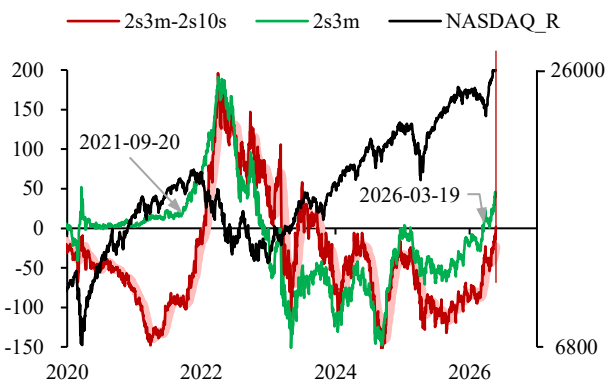
关注市场对美联储加息定价变化

事实上，无论是现券市场还是期货市场，对于加息的定价都在上升。

现券市场上（见图 3），我们以美债利率 2 年期和 3 个月期的利差（2s3m）作为市场对美联储加息预期的代理指标，以美债利率 10 年期和 2 年期的利差（2s10s）作为经济增长和通胀驱动的期限溢价，可以发现自 2020 年 3 月 2s3m 利差便转正，但是直到 9 月 2s3m 利差才扩大至 25 个基点以上并持续定价美联储加息的路径。而对于美股市场的负面影响直到 2022 年 1 月才得到反应（相隔 3-4 个月），彼时“利差之差”（2s3m-2s10s）出现明显的转正信号，意味着市场定价的美联储加息带来的流动性收紧影响（2 年期和 3 个月期利差：2s3m）开始并持续强于经济增长的影响（10 年期和 2 年期利差：2s10s），这种影响也开始反映在权益市场的调整上。

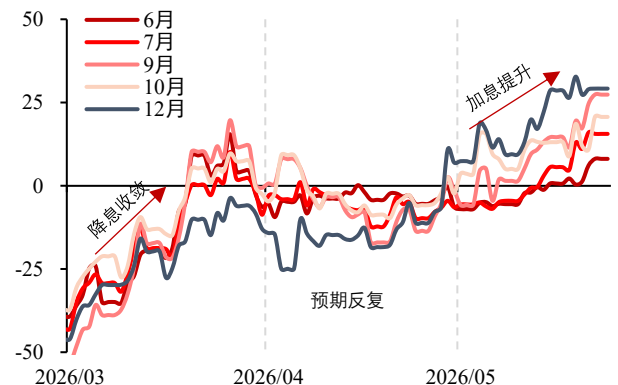
回到现在，我们注意到 2s3m 利差在伊朗冲突开始的 3 月份再次转正，并在 2 个月后的 5 月份，利差之差（2s3m-2s10s）也再次回正，背后市场定价的流动性收紧强于经济增长预期的压力是我们认为值得密切关注的。

图 3：收益率曲线变化和美股走势_右轴对比 | 单位：BP，指数点_对数坐标



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：衍生品市场定价的未来加息概率再次回升 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

衍生品市场上（见图 4），我们通过直接观察联邦基金利率期货或利率互换市场的定价来判断市场对于美联储货币政策的加息预期。对于 2026 年开始的地缘局势，我们可以发现 2026 年市场的货币政策预期转变经历了三个阶段，从 3 月份伊朗冲突开始阶段的“不降息”转向 4 月份局势反复变化之下的观望，然后随着美国“60 天战争授权法案”到期和中美俄双边会晤进行对表，5 月份开始随着原油供给受限对于经济的压力和通胀的推力传导逐渐显现，市场对美联储的利率定价转向了“加息”。

美债美股相关性考察

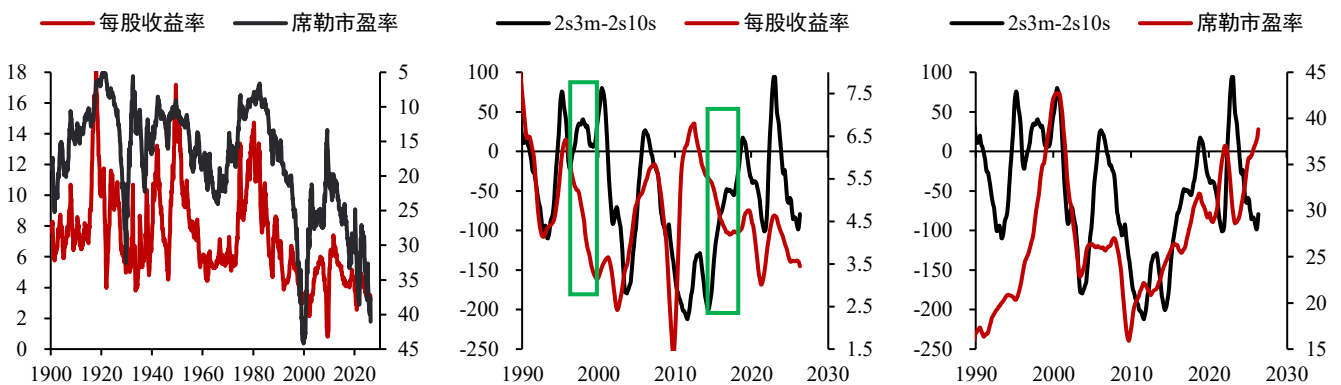
我们认为从相关性切入美股、美债等美元资产的研究是适宜的。为考察上述构造的“利差之差”指标对于压力的影响，我们进一步将美股拆分成每股收益率和市盈率两个维度，以平滑后的月频指标为考察样本，观察利差（2s3m-2s10s）、收益率（标普 500 指数每股收益率）和市盈率（标普 500 指数席勒市盈率）三者之间的相关性。

（1）长周期来看，每股收益率和市盈率之间大致呈现负相关关系，符合一般估值定价公式：

$$P = EPS \times PE$$

（2）缩短周期来看，“利差之差”和每股收益率、市盈率之间的关系并非稳定。每股收益率的回落、市盈率的回落驱动宏观政策“逆周期”调节，2s3m 更倾向于降息定价，放松流动性。1990 年代在每股收益率回落，但市盈率持续扩张的背景下，宏观政策进入到了不确定的抉择空间——最终我们看到美联储在 90 年代短期缓降息的状态下，最终又走向了加息。

图 5：美债利差_左轴、美股收益率和美股市盈率的历史走势 | 单位：%pct，倍数，BP

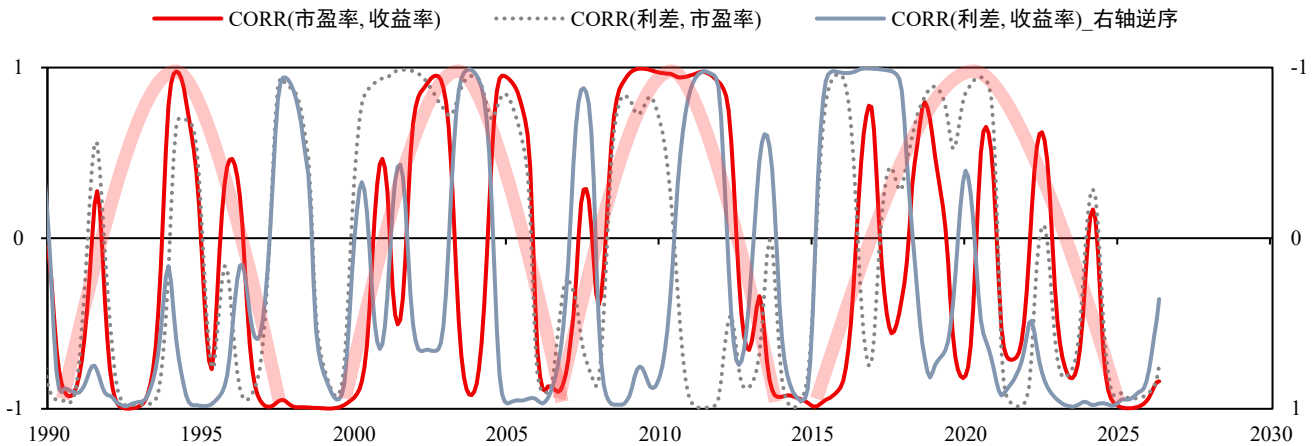


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

市场定价达到强负相关

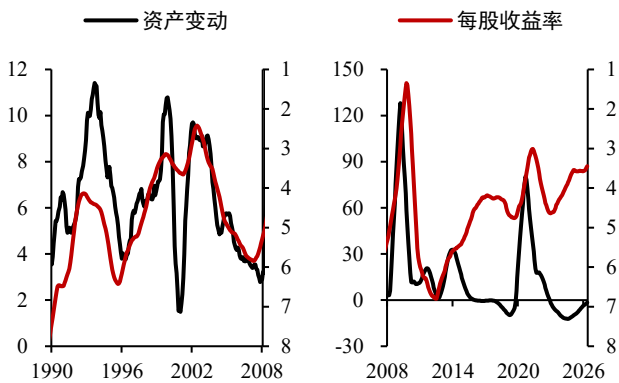
以每股收益率和市盈率相关性 CORR1 作为衡量标准，1990 年以来 CORR1 的负相关性保持 8 年左右的周期性变化——在 97 年、06 年、14 年以及现在均达到强负相关状态（见图 6），其中 15 年以来的周期被拉长，和美联储加息变慢的政策节奏相一致。

图 6：美债利差、美股收益率和美股市盈率相关性 | 单位：100%



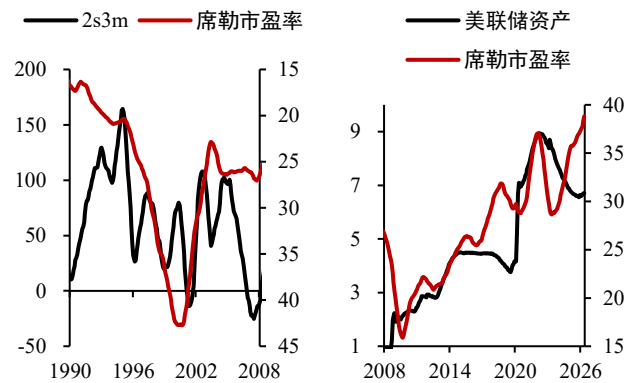
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：美联储资产同比和每股收益 | 单位：%YoY, %



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：利差、美联储资产和市盈率 | 单位：BP, 万亿美元, 倍



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

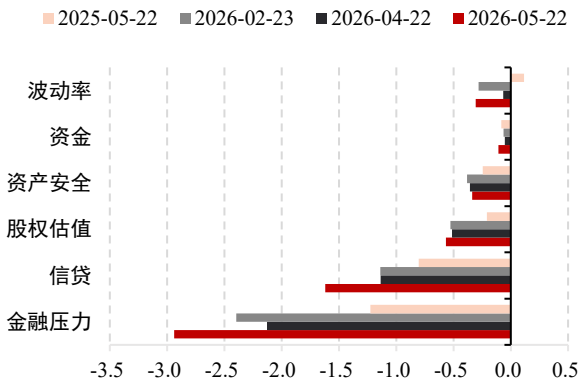
无论是所谓自由经济形态还是财政引领时代，货币均是其中重要的驱动因素。利率（流动性）的宽松（2s3m↓），推动金融条件改善（市盈率↑），继而修复宏观经济预期（盈利或每股收益率↑），驱动经济周期的改善（2s10s↑）。伴随着经济的改善通胀

趋于回升，利率（流动性）逐渐趋于收紧（ $2s3m \uparrow$ ），流动性的变动逐渐收窄和经济之间的缺口直至封闭（ $2s3m-2s10s > 0$ ），市场的定价预期逐渐转变。

相关性显示，市场的定价从美联储资产负债表的相对量驱动（图 7 左）转向资产负债表的绝对量驱动（图 8 右）。因而在 2025 年 12 月美联储通过 RMP 操作购买短债驱动资产负债表规模再次进入扩张之后，美国流动性的紧张也逐渐趋于改善。截止到 5 月下旬，美国金融市场条件维持宽松状态，信用利差保持在历史相对低位，支撑经济维持在景气区间。特别的 5 月标普美国服务业 PMI 指数虽然降至低于预期的 50.9，但继续保持在低景气状态之中。

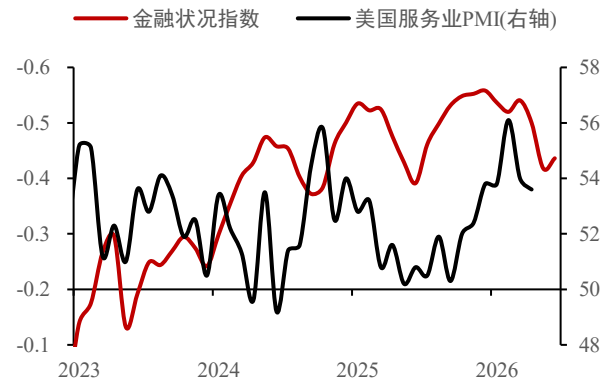
站在当前时点，相比较市场对于美联储加息预期的定价，其资产负债表是否重回收缩（即新一届联储带来的“沃什冲击”）是更值得关注的变化点。特别是在美国货币市场保持平衡状态下，短期流动性扰动带来的市场调整压力可能会被放大。

图 9：美国金融条件总体宽松，但资金流动性分项不稳定性最大 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：金融条件的相对宽松支撑了经济保持景气 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美股：高估值、高供给、“低”需求

在盈利的带动下，美股处于估值历史新高。

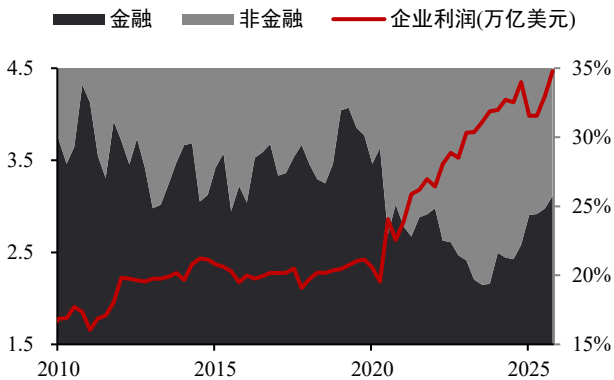
(1) 估值：标普 500 指数当前动态市盈率 22 倍，处于历史 86%分位数；席勒市盈率达到 40 倍，接近 2000 年互联网泡沫峰值 (44.19)；

(2) 盈利：2026 年一季度标普 500 整体 EPS 同比增长 26%，剔除亚马逊、Meta 和谷歌的一次性收益，增速仍达 18%；

美股“高估值+高盈利”的组合，使得美股在美债收益率上升的情况下仍能维持高位。当

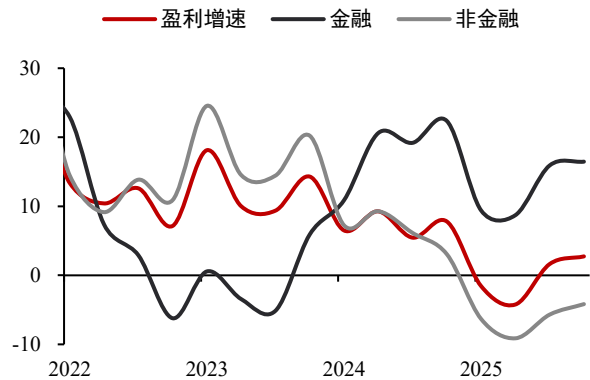
前市场已将大量乐观预期提前定价，投资者对业绩的奖励力度远低于历史均值，表明市场对盈利质量的敏感度正在提高。若未来盈利增速放缓或不及预期，估值收缩的压力将迅速显现。

图 11：美国企业盈利 2020 年后快速扩张，其中金融行业盈利占比在 2022 年加息后才有所修复 | 单位：万亿美元_左轴，%pct_右轴



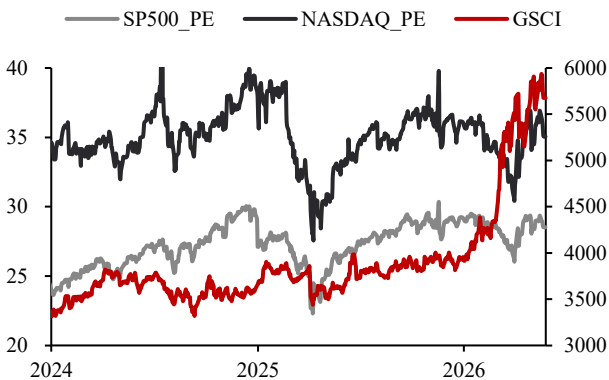
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：美国企业盈利增速自 2025 年三季度开始有所修复，其中金融行业的盈利增速显著快于非金融行业 | 单位：%YoY



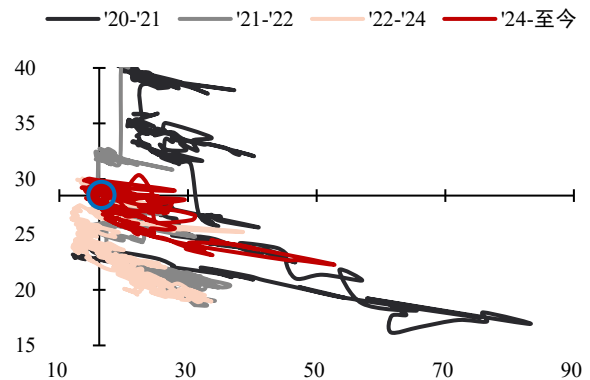
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 13：美股 PE 估值和商品指数 | 单位：倍，指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 14：美股估值(纵轴)和波动率(横轴) | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

我们需要警惕美股高估值故事的延续存在“卖铲人”证伪的风险（微观层面盈利由上游的投资驱动，宏观层面经济增长的边际动力转向投资，见图 16）。

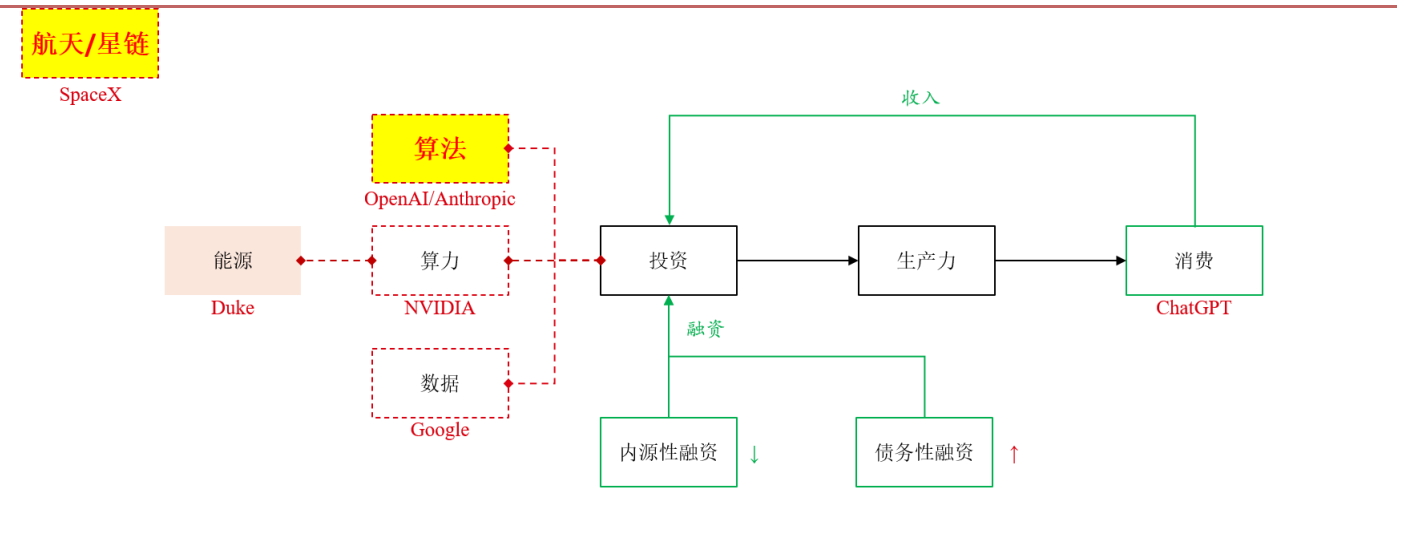
一方面，从政策推动来看，美国永久化 100% 首年全额加速折旧是本轮 AI 资本开支泡沫的核心政策推手，人为地前置利润、延后折旧压力，带来短期投资的大幅扩张。这

一政策使得会计折旧（5~6年）与GPU真实经济淘汰周期（2~3年）之间产生严重错配，一旦未来下游企业AI落地ROI持续不及预期（这一可能性假设是存在的），相关的AI订单将从政策驱动下的扩张转向实效考核下的收缩，驱动AI产业链的盈利拐点：

第一拐点：毛利率下滑。这一拐点最早可能在2026下半年随着下游订单先行走弱而到来，进一步地，到2027年随着美国税收红利边际衰减，叠加存量硬件集中进入隐性减值周期，这一压力将进一步增大。

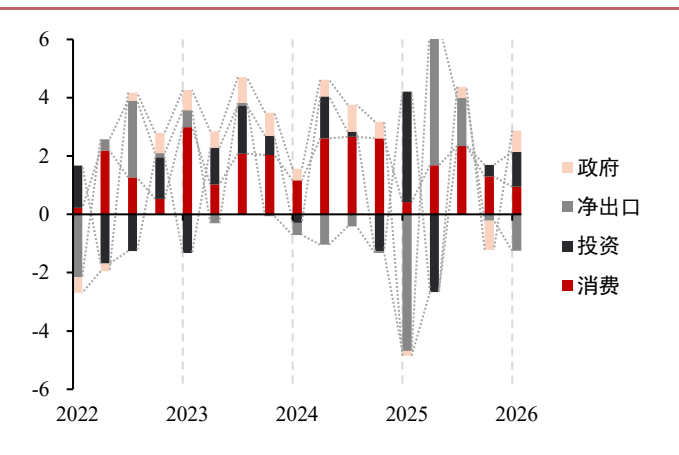
第二拐点：盈利系统性坍塌。这一拐点的驱动在于下游需求向上游的传导预期证伪，随着2028年存量大批量硬件经济性报废，带来大额资产减值，形成资本开支的断崖。

图 15：AI 产业的一个简化模型



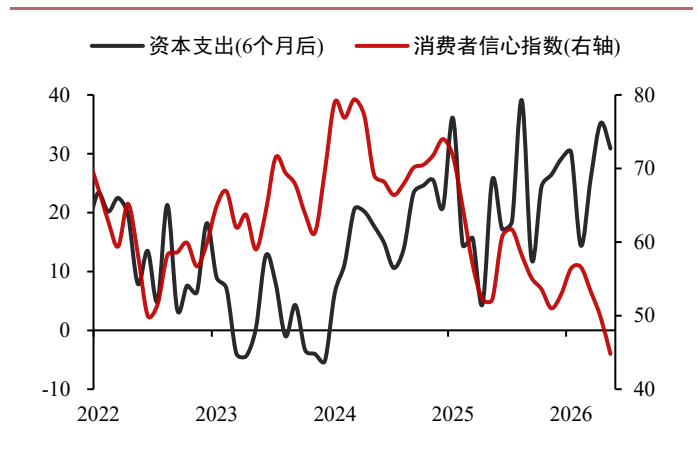
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：美国 GDP 增长分项贡献率 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 17：消费和 6 个月后资本支出 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

另一方面，从现实的情况来看，下游消费存在不稳定性。贝恩调查 951 家企业发现，全球 AI 支出逾 1 万亿美元后，40% 企业实现的成本节约仅 10% 以下，远低于预期。其中 44% 大型企业以“未兑现的节约”为下轮 AI 投资背书，形成“结构性循环赌注”。这点从宏观层面也可见一般（见图 17）。

供给侧扩张：关注下半年美股 IPO。

SpaceX、OpenAI 以及 Anthropic 等科技企业将在 2026 年下半年掀起史上最大规模 IPO 潮，合计募资超 1600 亿美元，相当于 2025 年美股 IPO 总规模（2500 亿美元）的 64%。而估值将突破 3.0 万亿美元，对于美股科技权重（或达 50%）带来重塑，SpaceX 和 OpenAI 市值之和将占标普 500 指数权重约 8%-10%，或进一步加剧美股“头部效应”。下半年美股科技股的 IPO 或对于市场的流动性形成较大考验，关注其成为本轮科技牛市的估值临界点的可能性。

表 1：美股三大 IPO 简况

公司	预计上市时间	估值区间(万亿美元)	募资规模(亿美元)	行业
SpaceX	2026 年 6 月 12 日	1.75-2.0	750	太空
OpenAI	2026 年 9 月	0.85-1.0	600	AI
Anthropic	2026 年 10 月	0.4-0.5	300-400	AI
合计	-	3.0-3.5	1650-1750	-

资料来源：华泰期货研究院根据公开数据整理

需求侧收缩：关注中国金融监管加强形成的衍生影响。

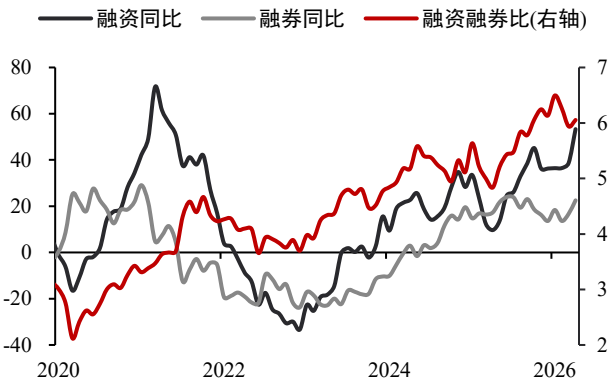
一方面，下半年科技巨头 IPO 上市后有望快速纳入标普 500、纳斯达克 100 等指数，带来被动资金流入。若美股市场缺乏增量，则对于指数存量带来压力——2026 年下半年科技巨头 IPO 将开启美股指数纳入的“超级周期”，纳斯达克 100 的 15 天快速纳入与标普 500 的 6 个月缩短门槛将大幅加速被动资金流入节奏。三大巨头合计带来 8000-12000 亿美元被动资金流入，超过 2025 年美股 IPO 总募资额（450 亿美元）的 20 倍。短期（纳入前后 1-2 周）可能引发科技板块资金再平衡，部分资金从现有权重股（苹果、微软）流向新纳入标的。

表 2：指数跟踪资金总规模估计

指数	主要 ETF	总跟踪资产规模	单家公司权重（预估）	被动流入规模
纳斯达克 100	QQQ/QQQM/VGT	约 4.5 万亿美元	SpaceX:5-6%； OpenAI:3-4%； Anthropic:3-4%	SpaceX:2250-2700 亿； OpenAI:1350-1800 亿； Anthropic:1350-1800 亿
标普 500	SPY/VOO/IVV	约 11 万亿美元	SpaceX:3-5%； OpenAI:2-3%； Anthropic:2-2.5%	SpaceX:3300-5500 亿； OpenAI:2200-3300 亿； Anthropic:2200-2750 亿
罗素 1000 / 富时指数	各类 ETF	约 3 万亿美元	按市值比例	合计约 1500-2000 亿美元

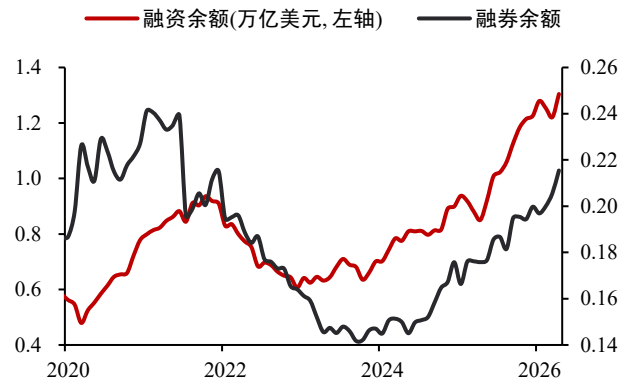
资料来源：华泰期货研究院根据公开数据整理

图 18：美股融资融券比高位 | 单位：%YoY, 100%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 19：融资余额达到 1.3 万亿美元 | 单位：万亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

另一方面，5 月 22 日中国证监会联合工信部、央行、外汇局等八部门发布《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》。老虎证券、富途控股、长桥证券等境外券商由于无内地牌照，其通过 APP/网络向境内用户提供美股开户、交易、资金划转，属非法经营证券业务，对富途拟罚没 18.5 亿元，老虎拟罚没 4.1 亿元，没收全部违法所得，并给了两年过渡期（2026 年 5 月 22 日至 2028 年 5 月 22 日），期间对于存量账户只许卖出、不许买入和入金。由于富途 2024 年客户总资产突破 7433 亿港元，老虎客户总资产达 417 亿美元¹，两家合计客户资产超过人民币 9800 亿元人民币，对于跨境资金流

¹ 参考：36kr《富途、老虎遭证监会重罚：100 万炒美股大陆精英，账户进入 2 年倒计时》

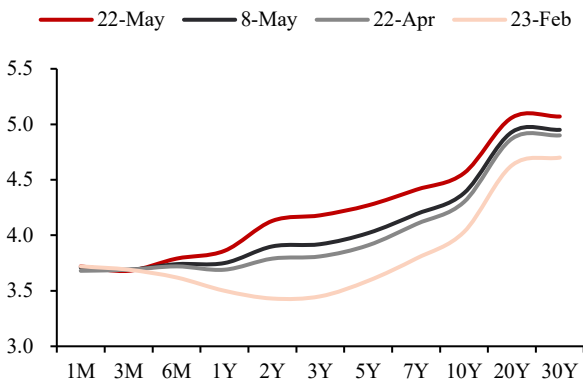
动的影响预计逐渐加强。

美债：低估值、低供给、“低”需求

当前美债收益率曲线呈现“熊陡”形态——长端收益率上行速度显著快于短端，导致期限利差 2s10s 的扩大（见图 20）。具体表现为：

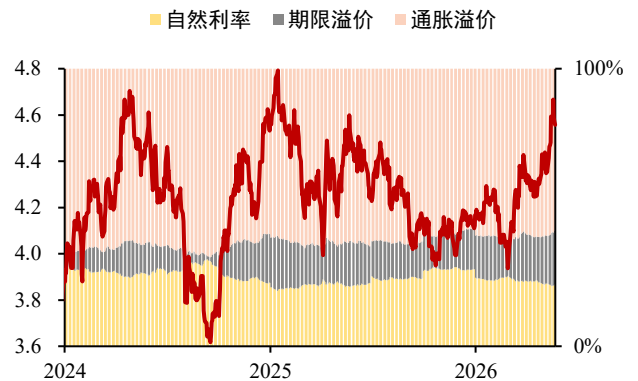
- (1) 2 年期美债收益率稳定在 4.1%，显示市场对美联储加息预期基本消化；
- (2) 10 年期美债收益率从年初的 4.16% 升至当前约 4.5%-4.6%，接近历史高位；
- (3) 30 年期美债收益率突破 5.0%，创下 2007 年以来新高；
- (4) 10 年期和 2 年期利差（2s10s）达到 52BP，长端收益率的上升速度明显快于短端。

图 20：美债收益率曲线变化 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 21：十年期美债的影响因素 | 单位：%，%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

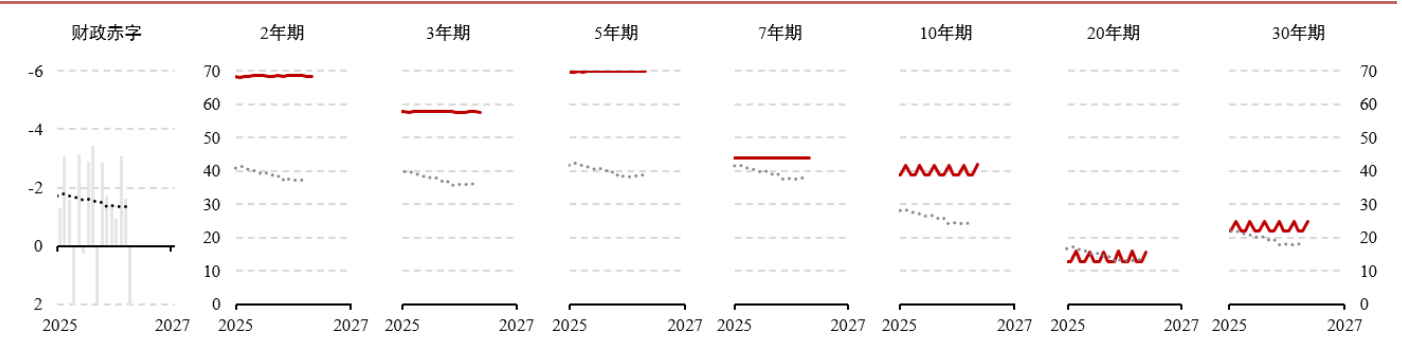
美债“熊陡”形态主要源于财政赤字的扩大和加息预期的回升。一方面，市场在经历了中东持续地缘冲突的影响后，对美联储维持高利率甚至重启加息的预期升温；另一方面，经济承受地缘压力之后市场对于主要经济体财政赤字扩大和通胀担忧推升了期限溢价。美债收益率的上行从前期的反映通胀和降息预期开始转向对美国长期债务可持续性的担忧定价（见图 21）。

供给侧：美债发行的压力增加

短期来看，美国财政部补充流动性需求上升。美国财政部 5 月 6 日再融资声明显示，继
请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

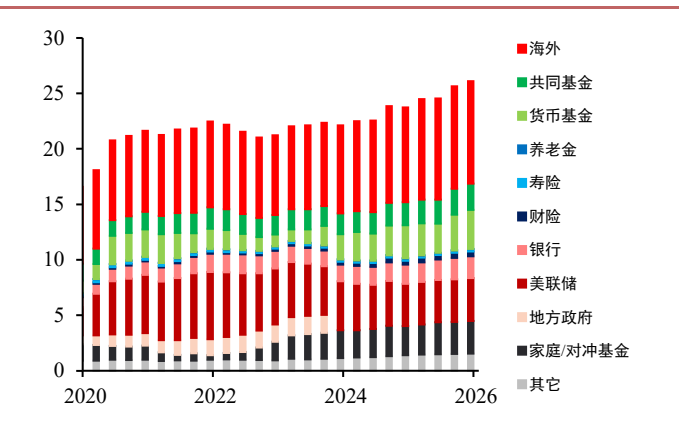
续保持 1250 亿美元的季度再融资规模不变，增加短期国库券的发行规模。财政部预计，TGA 现金余额将在 6 月底达到 9000 亿美元，并在 7 月底可能触及 1 万亿美元的峰值。这意味着，在经历了数周的流动性注入后，财政部即将逆转操作，通过大规模发行短债从市场回笼资金。

图 22：美国财政赤字短期收敛，美债发行呈现短久期化 | 单位：千亿美元



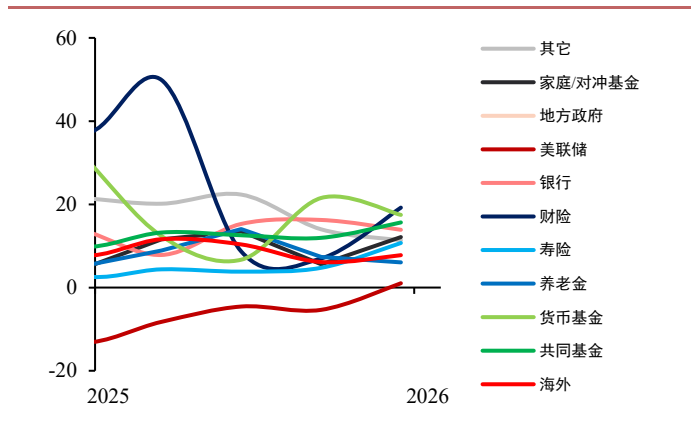
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 23：美债持有者结构变化 | 单位：万亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 24：不同美债持有方变化情况 | 单位：%YoY



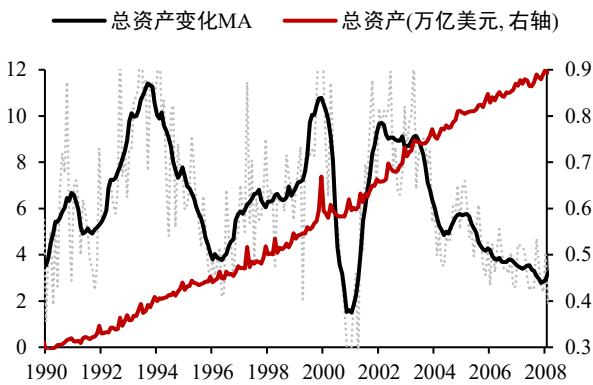
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

长期来看，美国已经进入到两党共识的、长期的大财政阶段。美国国会预算办公室 3 月发布的长期预算展望显示，联邦债务/GDP 比率将在 2027 年超过历史峰值（二战时的 106%），并在 2030 年逼近 120%。2026 财年联邦赤字预计为 1.9 万亿美元，占 GDP 的 6.5%。当前美国财政面对的是高赤字、高再融资、高利息支出的情况。如果短端利率继续推高，市场也继续定价更高的利率，对财政更敏感的长端收益率也会通过预期和期限溢价受到影响，降低增量持有意愿。

需求侧：关注沃什冲击

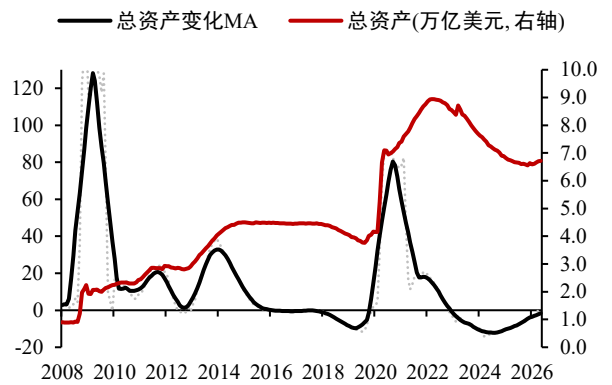
2026 年 5 月凯文·沃什正式就任美联储主席，其主张将美联储资产负债表从 6.7 万亿美元压缩至 3 万亿以下，减持 1.5 万亿美债、清仓 2.1 万亿 MBS，美联储将从美债最大买家转为潜在卖家，直接改变供需结构。美联储当前持有 4.45 万亿美元美债（占美联储总资产 66%，为 2008 年 3 月以来最高），沃什缩表的最终实施将意味着美联储停止为财政赤字提供流动性支持，每年减少约 5000 亿美元美债购买，可能通过主动抛售而非仅被动到期方式缩减持仓，加速供给压力释放。对于美国财政部而言，2026 年美国有 10 万亿美元国债需再融资，加剧供需失衡风险。

图 25：美联储总资产及其变化 | 单位：%，万亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 26：美联储总资产及其变化 | 单位：%，万亿美元



数据来源：iFinD 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