类别

宏观策略半年报

日期

2021 年 7 月 5 日

建信期货 CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔（宏观贵金属）
020-38909340
hezq@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕（宏观国债）
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬（股指外汇）
021-60635731
dongb@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198



疫情缓解和经济复苏仍是主线，但政策正常化加大市场波动

近期研究报告

《宏观专题-2013 年美联储缩减恐慌再现的可能性》2021.4.24

《宏观专题-拜登政府经济外交政策评估与美元前景展望》2021.4.13

《宏观专题-全球碳中和热潮对宏观市场影响》2021.3.25

《宏观专题-新冠疫苗与新冠疫情的赛跑进入第二阶段》2021.2.5

《贵金属专题-数字货币的技术基础与价格影响因素》2021.1.27

《宏观专题-拜登政府时代的中美关系和宏观市场展望》2020.11.13

观点摘要

- 2020 年 11 月初全球首只新冠疫苗研制成功，始于 2019 年底的全球新冠疫情进入疫情与疫苗赛跑的第二阶段。欧洲疫情和印度疫情的先后爆发以及全球疫苗接种的 S 形进程，使得全球疫情发展和经济复苏异常复杂且充满不确定性；但总体上来说随着疫苗接种的推进，不确定性在逐渐减少二确定性是逐渐增多的。就一般的情况来说，因应疫情扩散和疫情控制的差异，全球各经济体的经济复苏呈现出次第复苏的特征，不用疫苗就能依靠彻底的社交隔离措施和疫情防范措施控制疫情的中国走在复苏的前列，依靠新冠疫苗控制新冠疫情的美国和英国等少数国家在复苏队列上略微落后，缺乏疫苗研发能力和政府财政能力的大多数欧洲国家在复苏队列上更为落后，而除中国外的广大发展中国家则在复苏队列上排在最后。复苏顺序的前后总体而言也意味着经济增长潜力的高低，但由于总体上而言发达国家复苏先于发展中国家，而发达国家的货币流动性对发展中国家的利率汇率以及金融市场有强大的溢出作用，这给疫情控制能力最弱的广大发展中国家的经济复苏带来压力。

- 随着新冠疫苗接种的持续推进和全球新冠疫情趋于缓和，我们预计全球经济次第复苏且消费国复苏对全球经济的正面溢出作用加大，美联储边际收紧货币政策但力度偏弱且会与市场充分沟通。由于疫情错位和次第复苏造成的大宗商品供求关系扭曲程度有所缓和但依然存在，下半年大宗商品整体高位震荡但部分商品有继续上涨潜力；经济增长动能回升和预防性储蓄下降有利于上游涨价更加顺畅地传递到中下游，下半年居民消费物价通胀压力抬升意味着狭义流动性的收紧，相应地不利于股票债券，但对债券的利空意味更浓。总体上看我们认为下半年大类资产表现排序是商品>股票>货币>债券，但货币流动性的收紧将使得所有资产的波动性均有所上升；建议超配与居民消费联系紧密的原油、农产品和消费股，低配利率债和贵金属。

目录

一、上半年宏观市场回顾 ..... - 4 -
二、宏观环境评述 ..... - 5 -
2.1 全球新冠疫情逐渐得到控制 ..... - 5 -
2.2 全球经济呈现次第复苏现象 ..... - 7 -
2.3 美国经济复苏未到转折期 ..... - 8 -
2.4 中国增长无忧重心提升质量 ..... - 10 -
2.5 中外经济政策正常化 ..... - 15 -
三、大类资产市场分析 ..... - 17 -
3.1 商品市场斜率放缓但慎言见顶 ..... - 17 -
3.2 美元指数区间震荡缺乏趋势条件 ..... - 18 -
3.3 中国国债利率阶段性回落接近尾声 ..... - 19 -
3.4 中国股市继续震荡消化估值 ..... - 21 -
四、下半年资产配置建议 ..... - 22 -

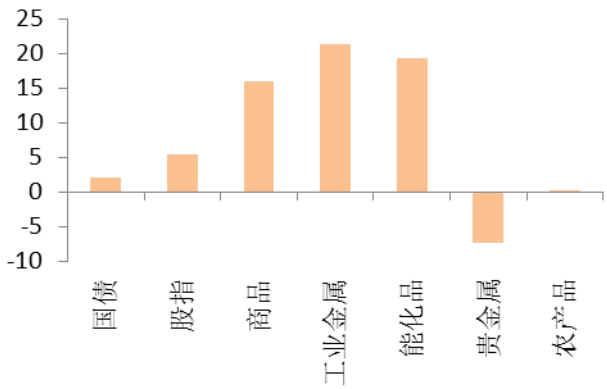
一、上半年宏观市场回顾

2020 年 11 月初全球首只新冠疫苗研制成功(经过临床试验证明免疫有效性),始于 2019 年底的全球新冠疫情进入疫情与疫苗赛跑的第二阶段。欧洲疫情和印度疫情的先后爆发以及全球疫苗接种的 S 形进程,使得全球疫情发展和经济复苏异常复杂且充满不确定性;但总体上来说随着疫苗接种的推进,不确定性在逐渐减少二确定性是逐渐增多的。就一般的情况来说,因应疫情扩散和疫情控制的差异,全球各经济体的经济复苏呈现出次第复苏的特征,不用疫苗就能依靠彻底的社交隔离措施和疫情防范措施控制疫情的中国走在复苏的前列,依靠新冠疫苗控制新冠疫情的美国和英国等少数国家在复苏队列上略微落后,缺乏疫苗研发能力和政府财政能力的大多数欧洲国家在复苏队列上更为落后,而除中国外的广大发展中国家则在复苏队列上排在最后。复苏顺序的前后总体而言也意味着经济增长潜力的高低,但由于总体上而言发达国家复苏先于发展中国家,而发达国家的货币流动性对发展中国家的利率汇率以及金融市场有强大的溢出作用,这给疫情控制能力最弱的广大发展中国家的经济复苏带来压力。

疫情错位和次第复苏是影响 2021 年上半年宏观市场的主线,在疫情错位和次第复苏背景下全球金融市场对经济复苏质量、宏观经济政策和地缘政治风险进行充分博弈。在这个过程中由于中外疫情复苏进程差距较大,因此国内外资产价格波动的相关性也有所下降,甚至在全球定价的大宗商品价格上也是如此。由于中国在新冠疫情爆发短时间内即通过高强度的社交隔离措施和疫情防控措施控制住新冠疫情,随后更凭借世界工厂的地位和疫苗研发能力在疫情错位情况下抢占全球出口市场和防疫物质市场,中国经济自 2020 年 3 月份起就强劲复苏,从 2020 年 3 月份至 2021 年 6 月份中国官方制造业 PMI 持续保持在荣枯分界线 50%上方。由于疫情错位和疫苗研发能力对出口的支持,欧美宽松货币政策和积极财政政策对中国外需的溢出效应,以及宽松货币政策对杠杆率和房地产价格的负面影响,中国早在 2020 年 6 月就边际收紧货币政策,并且在 2021 年开始加强房地产调控政策,这使得中国实际上进入了紧信用周期;而全球新冠疫情形势不稳定、经济下行风险依然存在以及国内居民物价通胀压力不高,客观上让央行缺乏紧货币的实施条件。在“中性货币、紧信用、中性财政”的政策组合以及国际新冠疫情影响下,中国内部需求偏弱(但不衰)而外部需求偏强,映射到资产价格上就是商品表现好于股票债券,而股票债券的相对表现具有阶段性。2021 年上半年中国南华商品指数、万得全 A 指数和中债国债总财富指数分别上涨 16%、5.4%和 2.2%,强弱排序符合我们在 2020 年年报中所提出的观点;在商品中受益于全球经济复苏、碳中和热潮预期和中国房地产的工业金属和能源化工表现较好,农产品价格为国

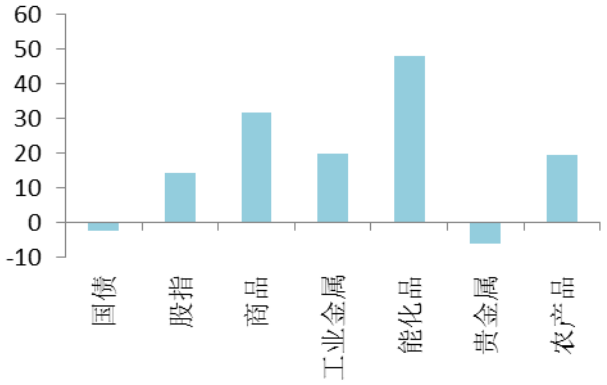
内需求疲软和猪周期所拖累，全球经济复苏背景下贵金属则录得负增长。

图1：2021年上半年中国大类商品表现



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：2021年上半年美国大类商品表现



数据来源：Wind，建信期货研投中心

与中国相比，2021 年上半年美国通过接种疫苗在发达国家中领先控制疫情，再加上拜登政府的积极财政政策，美国的经济表现在发达国家当中相对较好；金融市场对此给予积极评价，2021 年一季度美债利率和美元汇率双双上升，涌入美国的跨市套利资金也推升美国股市；但 4 月份至 5 月份由于拜等政府基建计划遇阻，同时欧洲经济在疫情得到控制的基础上迎头追赶美国，市场焦点从美国转移到性价比更高的欧洲；6 月份开始高涨的通胀压力以及缓解的疫情风险使得市场预期美联储货币政策调整的可能性，并且在美联储 6 月份议息会议上得到证实，美元指数再次探底回升。2021 年上半年美国标普高盛商品指数和 MSCI 美国股票指数分别上涨 31.4%和 14.1%而富时美国国债指数下跌 2.5%，大类资产强弱关系与中国一致但强弱表现更为显著，后疫情时代国际油价的稳健上涨推升美国通胀压力，美国国债利率虽然上行但还没有到大幅度影响美国股市风险偏好的程度，因此美国股市表现相对而言好于中国；在商品中能源指数上涨 48%，工业金属和农产品均约上涨 19.5%，而贵金属下跌 6.4%，相对而言国际能源和农产品价格上涨幅度大于中国同类商品，而中国工业金属商品涨幅大于国际同类商品（这还是在 5 月份之后中国监管层强力打压工业金属价格的情况下），显示出工业国和消费国的物价变动差异性。

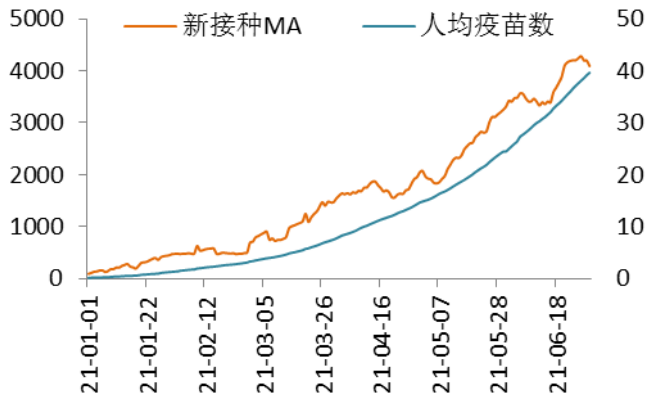
二、宏观环境评述

2.1 全球新冠疫情逐渐得到控制

新冠疫苗接种进程符合 S 形规律，刚开始的时候由于疫苗产能瓶颈、疫苗副作用担忧以及接种工作安排等问题，疫苗接种速度通常来说是比较慢的；而在以上障碍逐一得到克服之后，疫苗接种速度将有一个快速拉升的阶段；但在疫苗接

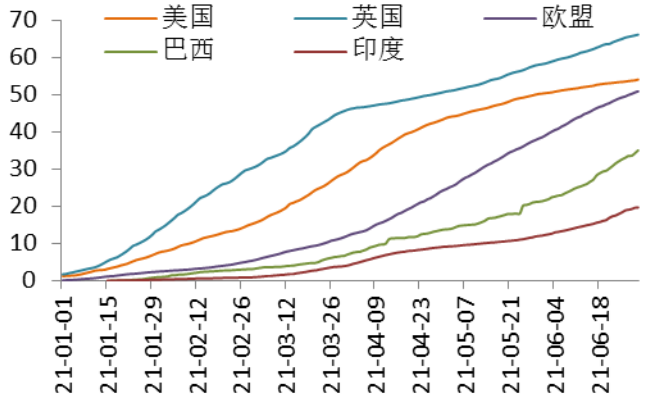
种率达到某一区间之后，疫苗接种速度又将放缓，这是因为还没接种的民众中有些是因身体状况不适合接种疫苗的，有些是企图不接种疫苗而搭便车的（如果其他人都接种疫苗了，那自身不接种疫苗问题也不大）。2020 年 12 月至 2021 年 3 月份全球疫苗接种就处于第一阶段，疫苗接种速度和接种率都上升得比较慢，到 3 月底全球疫苗接种率（至少接种过一剂疫苗的人数占比）仅为 4.4%，全球日均新接种疫苗剂数为 1539 万；但 4 月份之后全球疫苗接种进入加速期，到 6 月底全球疫苗接种率上升到 23.5%或 18.3 亿人，全球日均新接种疫苗剂数为 4106 万，全球总接种疫苗剂数为 30.4 亿剂。假定全球疫苗接种速度维持在每日 4106 万剂，那么到 2021 年底全球接种疫苗数将新增 73.9 亿剂，按每人均接种两剂计算全球疫苗接种率将上升到 70.7%，全球作为一个整体基本达到群体免疫的水平。

图3：全球新冠疫苗接种情况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：区域新冠疫苗接种情况

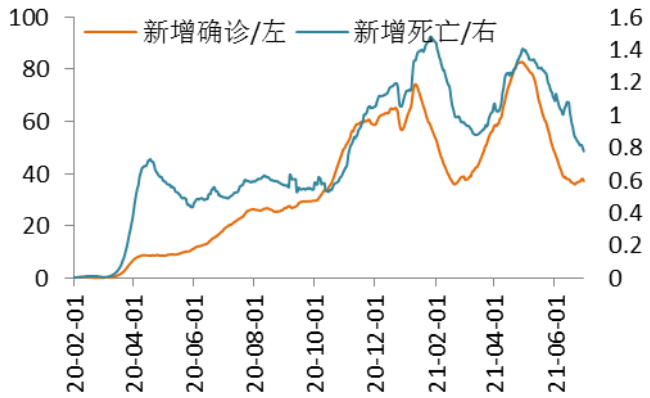


数据来源：Wind，建信期货研投中心

但不同国家之间的接种进度天壤之别，由于新冠疫苗研发能力和生产能力基本上集中在发达国家手中，而这些国家凭借国家财力大幅度囤积新冠疫苗，因此发达国家在新冠疫苗接种方面走在前列；而除中国外的广大发展中国家既没有疫苗研发能力又缺乏财政能力，因此疫苗接种进度相当落后。截止到 6 月底美国、英国和欧盟接种率分别达到 54%、66%和 51%，美国已经进入疫苗接种 S 形的第三阶段；与之相比巴西和印度接种率分别为 35%和 20%，仍处于疫苗接种 S 形的第二阶段早期，中国累计接种新冠疫苗 12.4 亿剂次；而据世卫组织信息，因新冠疫苗短缺的情况越来越严重，90%的非洲国家都无法在 9 月份实现为 10%最紧迫人群接种疫苗的目标。我们预计发达国家整体在 2020 年三季度可达到群体免疫(接种率达到 70%)，但全球要达到群体免疫至少要到 2022 年一季度。由于新冠病毒的强感染性，这意味着先达到群体免疫的经济体仍需严格控制国际往来，并且在国内维持基础的防疫措施。新冠疫情对全球经济的负面冲击会趋于下降，但由疫情导致的经济下行风险依然存在，不可掉以轻心。

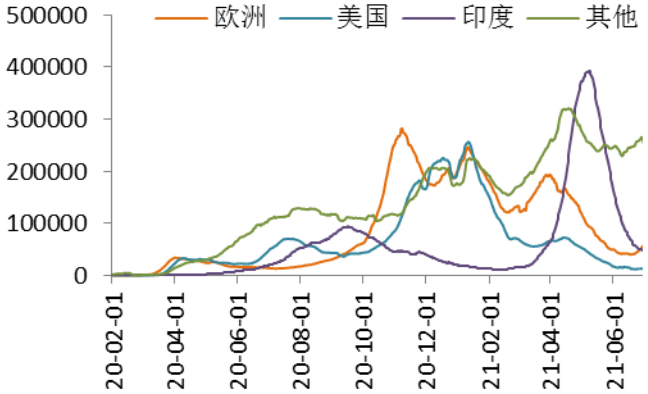
截止 6 月底全球累计确诊新冠病例数为 1.83 亿，总体感染率为 2.35%；累计死亡病例数为 396 万，总体死亡率为 2.17%。从新增确诊病例数看 2019 年 12 月至今全球新冠疫情可分为三个阶段，第一个阶段是从 2019 年 12 月至 2020 年 9 月份的全球扩散阶段，第二个阶段是从 2020 年 10 月份至 2021 年 2 月份的欧美大爆发阶段，第三个阶段是 2021 年 3 月份至 2021 年 6 月份的印度大爆发阶段。分区域看在第三个阶段中欧洲和北美的疫情扩散速度峰值明显减弱，但南美和亚洲疫情难以得到控制，我们认为这说明了新冠疫苗接种的确对防控新冠疫情起到一定作用。随着全球新冠疫苗接种的持续推进，我们倾向于认为新冠疫情最严重的时期已经过去，虽然说新冠疫情局部性爆发的风险难以避免，但新一轮全球性的大爆发可能性相当低。

图5：全球新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：区域新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

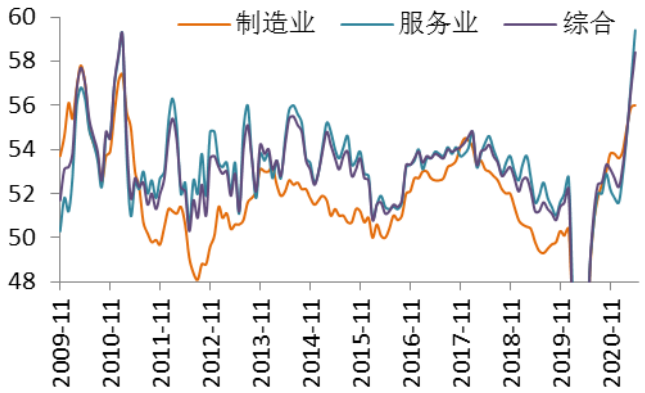
但首次发现于印度的德尔塔毒株由于携带 E484Q 和 L452R 突变，这些突变的综合效应使病毒能部分避开一些中和抗体，因此具有较强的传染性并可能导致免疫逃逸，6 月下旬以来包括英国和俄罗斯在内的部分国家新增病例出现剧增现象。在这种情况下，一方面全球药厂需要时间去改进新冠疫苗的普适性，另一方面已经接种疫苗的民众也需继续做好疫情防控措施，这必然会使得全球经济复苏的步伐有所放缓。截止 6 月底日均新增确诊病例大于 1 万的有巴西（55484）、印度（46915）、哥伦比亚（30567）、俄罗斯（20869）、印尼（20693）、阿根廷（20610）、英国（19047）、美国（13120）和伊朗（10880）等 9 个国家。

2.2 全球经济呈现次第复苏现象

随着全球逐渐从黑天鹅新冠疫情的冲击中稳定下来并在做好防疫措施的情况下恢复生产，2020 年 7 月份起全球经济初步回归到开始于 2019 年四季度但为新冠疫情所中断的加库存周期；而在 2020 年 11 月至 2021 年 1 月份为第二轮新冠疫情短暂影响后，2021 年 2 月份起全球经济进入更加猛烈的恢复期，2021 年 5 月份

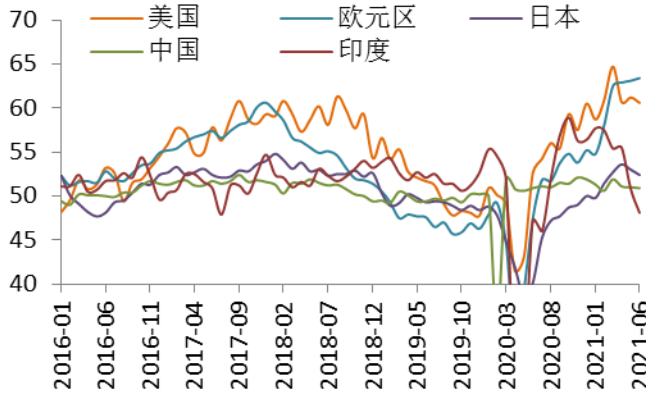
摩根大通全球综合 PMI 上升到 58.4%，连续 3 个月超过上一轮景气期的顶点。全球疫情错位使得全球经济复苏之路更缓但持续时间也会更长。

图7：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：主要经济体制造业PMI



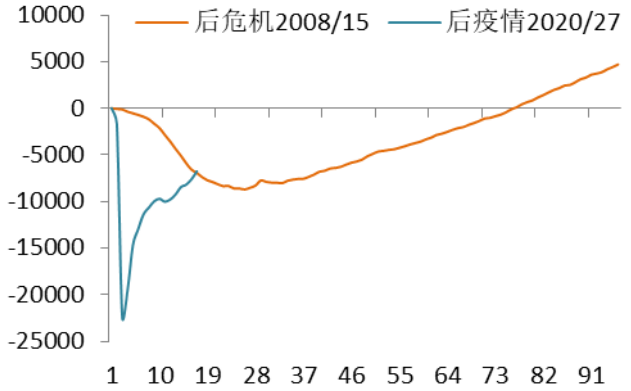
数据来源：Wind，建信期货研投中心

我们预计在新冠疫苗接种的支持下，全球经济仍将继续处于复苏通道，但会呈现出一些新的特征。其一是复苏势头会有所放缓，原因是率先进入复苏轨道的中美两国的财政货币政策已经或将要调整，因此对经济的刺激力度在边际下降，而其他国家的复苏后劲虽然存在，但它们的经济体量和财政能力不如中美两国。其二是随着经济复苏向纵深推进，之前受疫情影响较大的服务业的服务后劲将大于制造业，这意味着同等强度的经济复苏对大宗商品的需求将有所下降，由疫情错位导致的大宗商品牛市接近尾声；但随着经济复苏更均衡进行以及居民消费意愿的提升，上游物价上涨将能够更加顺畅地向中下游传递，因此居民消费通胀压力并不低，PPI/CPI 剪刀差有望收窄。

2.3 美国经济复苏未到转折期

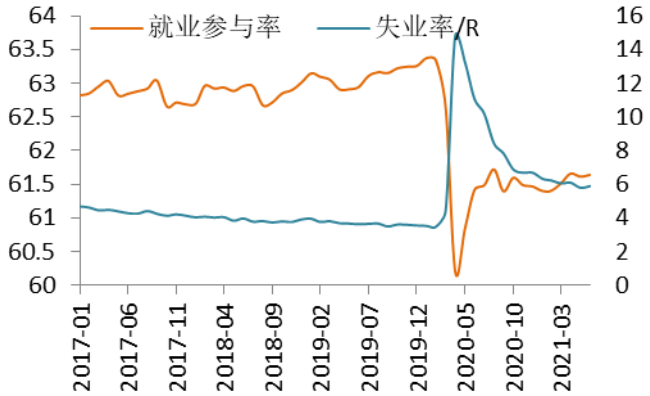
6 月份美国新增非农就业 85 万，好于市场预期的 71 万；美国连续两个月新增非农就业超过 50 万，说明在美国政府调整政策削弱由积极财政政策带来的供给瓶颈后，在疫情得到控制美国经济特别是服务业加速恢复后，美国就业市场也在加速修复。截止 2021 年 6 月份，美国因新冠疫情而丧失的非农劳动力岗位数缩小到 598.5 万，美国就业市场自新冠疫情冲击中修复的程度达到 69.8%；作为对比，2013 年 5 月份美联储开始讨论缩减 QE 规模时，美国就业市场自金融危机冲击中恢复的程度为 68.7%。在家庭就业报告中，美国 6 月份失业率小幅上升到 5.9%，较疫情前的 3.5%尚相差 2.4 个百分点，5 月份就业参与率大致维持在 4 月份的 61.6%附近。总体看美国 6 月就业数据说明供给约束有所缓解，但从空缺职位数看供给紧俏招工难的情况依然存在，这说明美国薪资增速依然存在上行压力，美国面临积极财政政策与宽松货币政策环境下的物价与工资螺旋上涨的通胀压力。

图9：美国累计新增非农就业



数据来源：Wind，建信期货研投中心

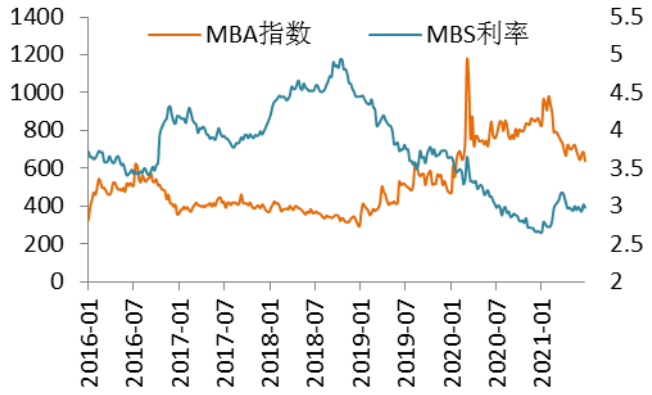
图10：美国失业率和就业参与率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

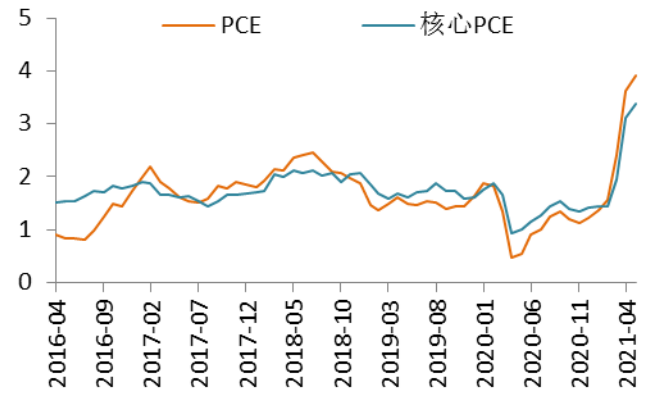
2020 年至今房地产市场成为美国经济恢复的主要驱动力，美国房地产市场火热受到若干因素的作用，其一是 2009 年至 2019 年美国家庭部门持续修复资产负债表，2019 年底美国家庭部门债务杠杆率 73.5%，已经回到 2001 年年底的水平，也就是说美国居民部门具备再次加杠杆的条件；其二是新冠疫情爆发后，美国政府先后几轮疫情救助计划使得居民收入不但没有下降反而大幅上升，2020 年居民收入增速甚至超过 2019 年，由于防疫隔离措施和预防性储蓄的关系居民消费同比下滑，因此 2020 年美国居民储蓄大幅上升；其三是 2020 年至今美联储为应对新冠疫情而实施高强度宽松货币政策，美国房贷利率下跌至 2003 年以来新低，这使得美国居民购房利息成本大幅下降；低债务压力、低房贷利率和高收入增速共同推动美国房地产热潮。往后看美国居民的购房能力随着经济复苏还将增强，房贷利率略为上升但还是远低于上一轮周期的水平，但原材料短缺和房价大涨的确会抑制居民购房热情，我们预计美国房地产热潮将略有降温但远未到结束时候，房地产热潮对美国经济的拉动作用还将继续存在。

图11：美国抵押贷款利率和数量



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图12：美国通货膨胀增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2021 年 5 月份美国 PCE 物价指数和核心 PCE 物价指数分别同比增长 3.9%和

3.4%,均达到2009年以来的阶段性高点,5月PPI和CPI同比增速也分别达到6.5%和5%。美国高通胀压力来源于几个方面，其一是疫情错位使得国际大宗商品供不应求，其二是欧美宽松货币政策推升金融资产的流动性溢价，其三是OPEC+减产限产和拜登政府新能源政策预期持续推高油价，其四是美国大规模财政政策进一步扭曲美国供需状况。往前看由于基数效应的逐步减退，美国整体通胀通胀度数会在下半年有所下降；但内涵于拜等政府积极财政政策的通胀压力并不会消失，反而会随着美国经济的复苏以及通胀传递渠道的顺畅而更加显现，我们预计美国薪资和核心CPI上升压力还会持续较长时间。

总体上看，随着疫苗接种的推进和疫情逐渐得到控制，欧美经济特别是服务业将在2021年下半年继续复苏，虽然从复苏后劲来说欧洲可能强于美国，但美国的体制优势和美元的储备货币优势不容小觑。在美国政府一连串积极财政政策的刺激下，随着美国预防性储蓄的逐步释放，我们预计美国经济复苏还将维持较长时间,美国经济复苏将对其他国家产生正面的溢出作用;但在经济下行风险消退、经济复苏持续推进和通胀压力高企的综合影响下,美联储将推进货币政策正常化,也会给全球金融市场带来压力。

2.4 中国增长无忧重心提升质量

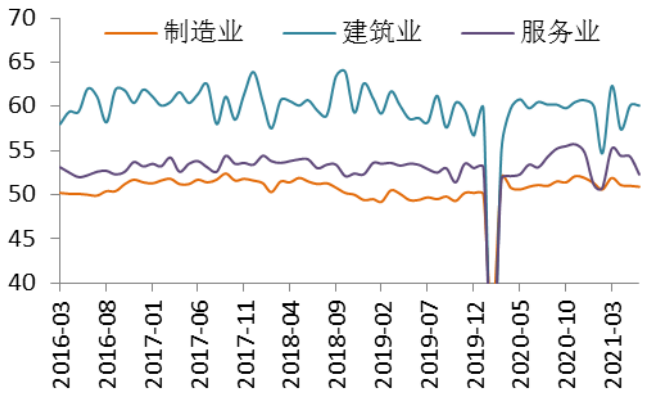
在2020年快速控制疫情率先实现经济复苏后，2021年中国经济显得波澜不惊。我们认为这与高层对经济政治形势的认识有密切关系，这种认识在4月底的政治局会议中有清晰表述：要用好稳增长压力较小的窗口期，凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点，为十四五时期我国经济发展提供持续动力。

2021年中国所面临的的国际国内环境是异常复杂的，在国际方面，虽然新冠疫情的发展具有一定程度的不确定性，但随着新冠疫苗接种的逐步推进，全球经济形势大概率是向好的；全球经济形势改善对我国经济会产生三方面影响，一是海外经济复苏对我国经济有正面的外溢作用，二是全球疫情缓和会减少海外经济体对中国防疫物质的替代性需求，三是欧美经济体经济恢复会导致经济政策正常化，但总体而言由于全球疫情错位所造成的全球经济次第复苏特征，2021年甚至到2022年上半年外部需求基本上不用太过担心。但是在政治形势上就不是那么乐观，虽然说跟中国打了两年多贸易战的特朗普政府终于下台了，但随着中国的强势崛起以及中美均势的根本性改变，美国政坛对中国的一致敌对态度已经形成；新上台的拜登政府强调重夺美国在全球事务的领导地位，说白了就是遏制中国崛起回到美国独霸全球的年代，2021年拜登政府非但没有取消特朗普政府时期强加

的贸易壁垒，反而联合欧洲日本等所谓民主盟友指责制裁中国，挑拨中国大陆与台湾的关系。

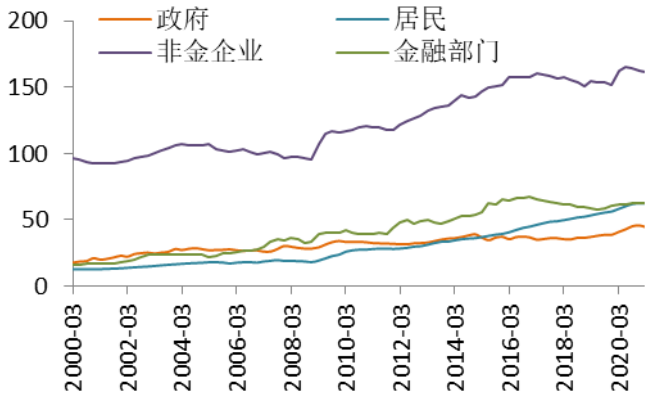
因此中国改革开放以来的国际政经环境确实是发生了很大改变，这要求中国经济政策相应地作出三点改变，一是长期以来的外向型经济发展模式需要作出根本性调整，国内大循环的重要性被提到更高的程度，当然这并不是说要放弃外循环，但内外需求的比重要调整到更加均衡的水平；二是由于欧美经济体对中国崛起的警戒心大幅度增强，这意味着中国通过借助欧美先进科技水平和管理水平提升全要素生产率的难度上升，中国产业升级结构调整要更加依赖本土培养的科技人才和资金投入；三是在外部政经环境恶化的情况下，中国要加快从粗放式经济增长模式向集约式可持续发展模式的转变，并且要更加注重防范系统性金融风险和地缘政治风险。

图13：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图14：中国债务杠杆率



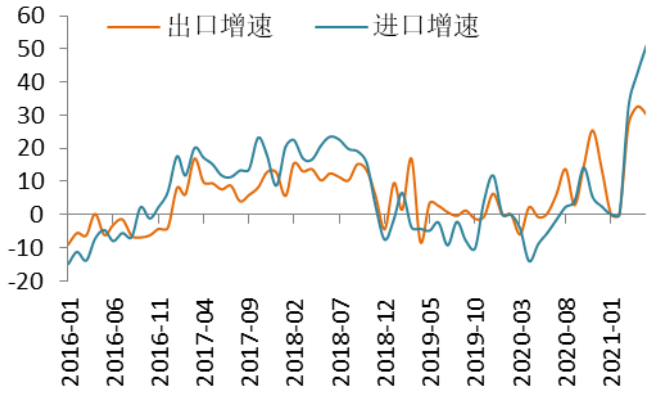
数据来源：Wind，建信期货研投中心

在这样一个讨论的基础上我们进一步分析 2021 年上半年的中国经济政策和宏观经济表现。相对于我们在 2020 年年报中的分析预测，2021 年上半年中国经济表现是外需和房地产表现依然很强，从外需和房地产到内需和制造业投资的增长动力切换进展得不是很明显，经济政策方面则是紧信用过强而紧货币不足，当然这些又与 2021 年上半年的国际疫情发展和国际政经形势有关。

中国 2021 年 1-5 月份出口增速大幅度上升，一方面有基数效应的影响，另一方面也与国际疫情发展和全球经济复苏形势有关系。由于疫苗的可得性差异，2021 年发达国家首先控制住新冠疫情而大部分发展中国家疫情还是比较严峻，发达国家需求和发展中国家供给之间的差额进一步扩大，这部分替代性需求大部分涌向中国，而且发展中国家疫情严峻使得中国防疫物资出口继续保持旺盛势头。展望下半年，我们认为以上支持中国出口的因素大致得以维持，发展中国家疫情可能

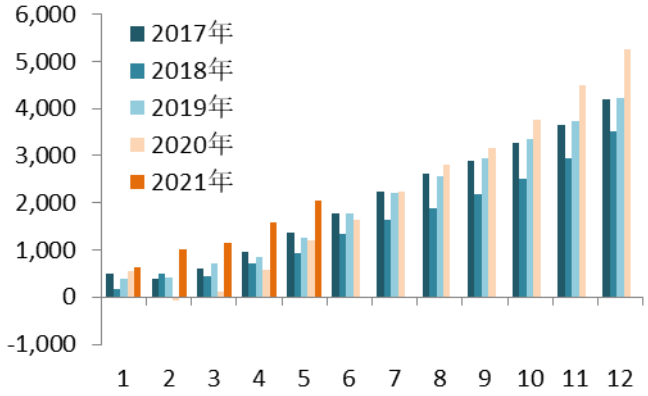
有所好转，但同时发达国家复苏的外溢作用还会扩大，因此中国的外部需求并不会发生根本性的改变。

图15：中国进出口增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

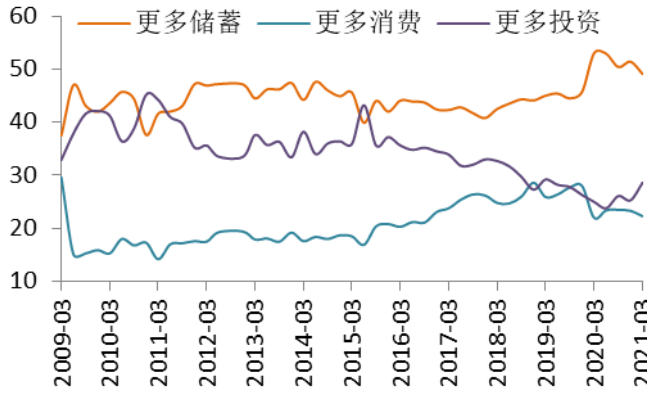
图16：中国年度累计贸易盈余



数据来源：Wind，建信期货研投中心

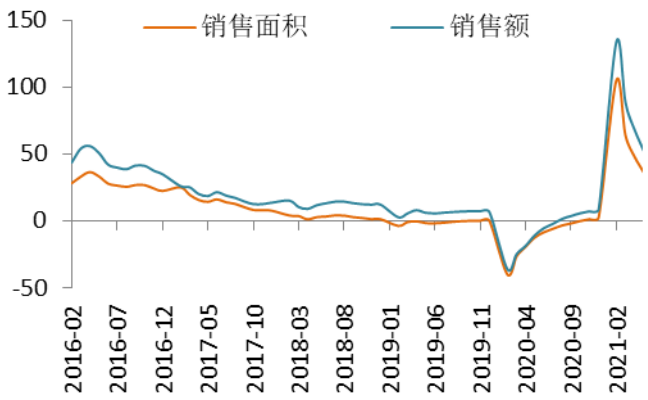
中国2021年1-5月份社会消费品零售总额累计17.4万亿元，相比2019年同期两年复合平均增长3.9%，是复苏较慢的领域之一。居民消费复苏慢于预期有两个原因，其一是新冠疫情对个人收入的冲击以及全球新冠疫情的不确定性抑制了居民消费意愿并提升了预防性储蓄，从央行进行的城镇储户问卷调查可以看出，新冠疫情爆发后倾向于更多储蓄的储户占比上升到2009年以来的新高，虽然该比例从2020年二季度以来持续下降，但到2021年一季度该比例读数还是远高于疫情前水平，与之形成明显对比的是选择更多消费的储户占比则下降到2016年四季度以来的新低。其二是2020年以来房价上涨预期与房地产销售相互促进，投资意愿的上升挤出了居民消费；2021年1-5月中国房地产累计销售7.05万亿元，两年复合平均年度增长16.7%。

图17：央行城镇储户问卷调查



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图18：中国房地产销售增速



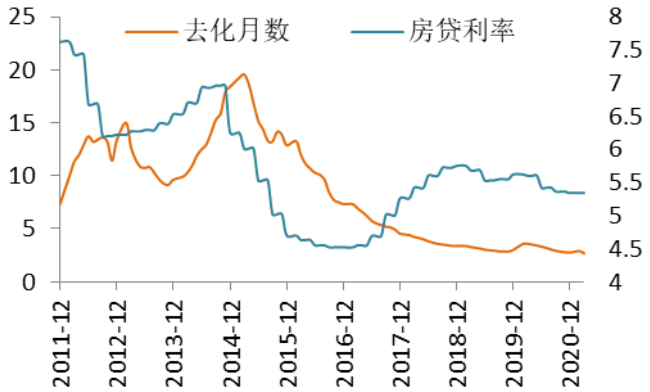
数据来源：Wind，建信期货研投中心

展望下半年，我们依然认为居民消费还会继续改善，原因是随着全球疫情逐

渐得到控制以及服务场所的开放，预防性储蓄的下降将促进居民消费意愿，提升服务业消费空间；其二是随着房地产调控的持续加强和房价上涨预期的减弱，房地产销售对居民消费的挤出效应也会减弱。但上述两点的改善都会是缓慢的，2021年下半年居民消费可能还会是比较弱。

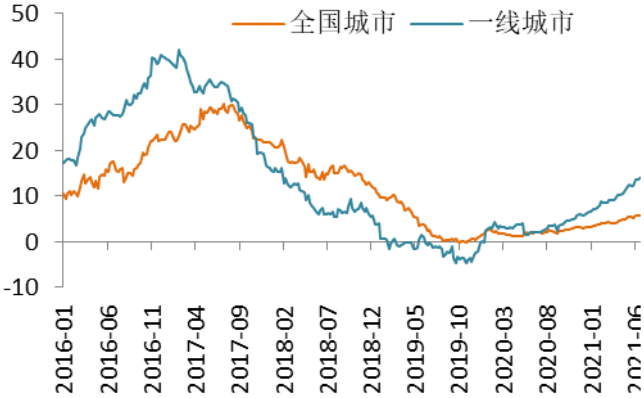
中国2020年以来的房地产市场与全球的房地产热潮相呼应而不仅仅是中国的独有现象，一个根本性的原因是疫情冲击下全球央行纷纷实施宽松货币政策以稳定金融市场和总需求，但防控疫情所要求的的社交隔离措施使得供应跟不上需求，因此包括大宗商品在内的实物资产均存在通胀压力，股票债券等金融资产的流动性溢价则有所提升，那么既具有实物属性又有金融属性的房地产就成为最确定的资产之一。在中国还有一个个别的原因，就是2016年房地产去库存以及后续几年的房地产调控，使得房地产库存持续保持低位，低库存使得房价易涨难跌，这是2020年以来中国房价普涨特别是一线城市房价大涨的重要原因之一。由于一线城市房价原本就高，又是商品房需求的集中地区，因此一线城市房价大涨引发强烈的房价上涨预期，很容易就形成“低库存&低利率-房价上涨-房价上涨预期-房价销售放量-房价进一步上涨”的恶性循环。

图19：房贷利率和去化月数



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图20：二手房挂牌价同比增速



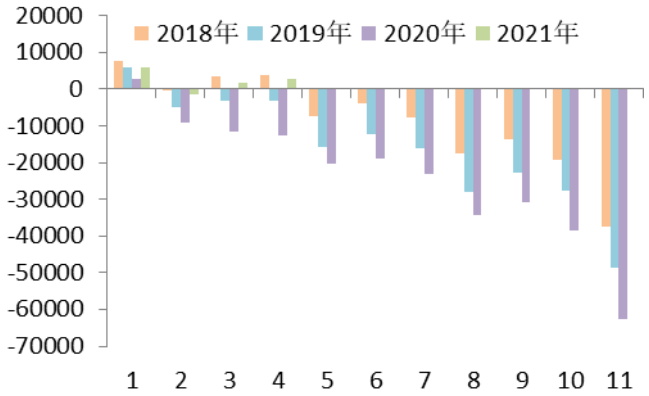
数据来源：Wind，建信期货研投中心

上半年的房地产调控沿袭前几轮的紧信用模式，就是通过行政手段抑制房地产贷款可得性，但房贷利率基本上跟随了整个贷款市场的下行趋势；由于紧信用引发经济增长动力衰减担忧，故而在货币方面保持中性偏松的流动性。如果这种调控模式不改变，我们认为房地产仍将保持高景气度。首先我们前面分析到本轮房地产周期是与全球房地产周期联系在一起的，其根本驱动力在于疫情冲击下的紧急刺激政策和预防性储蓄一方面提升购房能力另一方面增强购房意愿，后续经济复苏会继续增强购房能力，经济复苏和预防性储蓄下降对购房意愿的影响大致相互抵消，那么能既能影响购房能力又能影响购房意愿的房贷利率就是关键一环。

如果在中性偏松货币环境下房贷利率没有实质性提升，那么各项贷款会继续通过各种途径流向房地产，采用行政手段抑制房贷可得性效果甚微。据此可以判断2021年下半年房地产销售、房地产投资和房价都会保持相当的韧性，当然由于基数效应的关系，同比增速应该是逐步回落的。

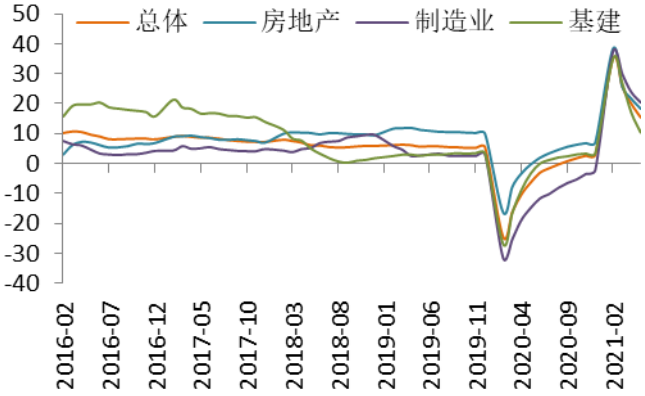
2021年1-5月份基础设施建设投资累计同比增长10.4%，增速明显低于同期城镇固定资产投资增速15.4%；由于基建投资资金大部分来源于财政，因此基建增速集中反映了财政政策。2020年底中央经济工作会议提出积极的财政政策要更可持续，年初的全国财政工作会议强调为今后应对新的风险挑战留出政策空间、抓实化解地方政府隐性债务风险工作，这就在国家层面为2021年财政政策定下收缩的调子。2021年1-5月份全国财政收入累计增长24.2%，而财政支出累计增长3.6%，财政收缩程度甚于2019年。

图21：年度累计财政盈余



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图22：固定资产投资增速



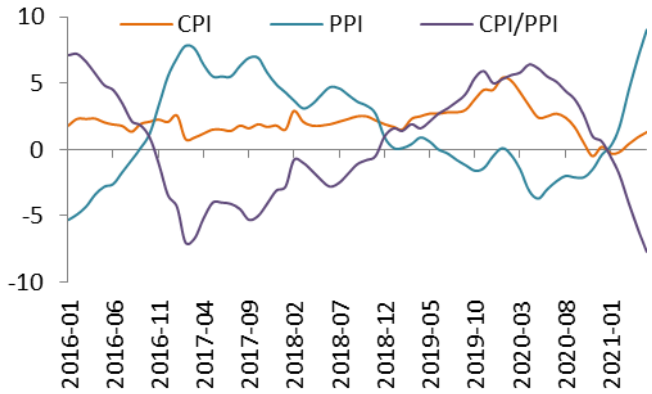
数据来源：Wind，建信期货研投中心

但下半年的基建投资可能有所改善，全年出现较为明显的财政后置特征。首先是6月7日财政部部长刘昆在全国人大常委会作《关于2020年中央决算的报告》时表示，2020年防范化解重大风险取得积极成效，地方政府隐性债务风险得到缓释，这意味着因化解地方政府隐形债务风险而耽误的基建工作可以继续推进；其次是今年专项债发行明显偏后，2019-2020年一季度专项债已经大量发行，而2021年4月份专项债发行才开始上量，这意味着相关的基建投资要到三季度才能真正实施。总体上看基建投资的改善和房地产投资的小幅回落大致可以相互抵消。

2021年中国PPI大幅上行CPI温和上扬，整体走势类似于2017年上半年。PPI大幅上行源自大宗商品价格的带动，但其中也有区分，生产资料类PPI涨幅较大而生活资料类PPI涨幅温和，原因是中国很早就收缩经济刺激政策抑制国内需求。以逆周期生猪价格波动为主要原因的食品价格拖累整体CPI涨幅，但5月

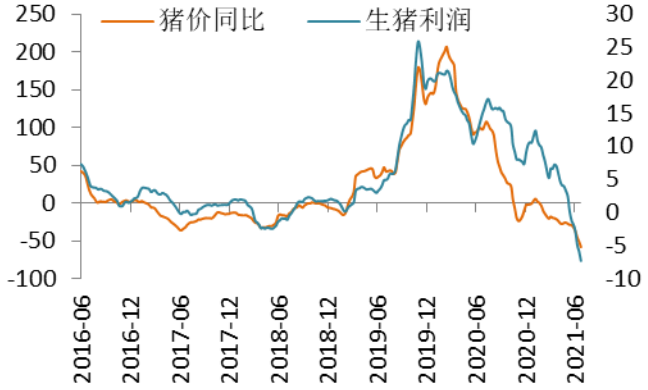
份非食品 CPI 已经上升到 1.6%。展望下半年我们预计大宗商品价格整体高位震荡若干商品继续小幅冲高，在基数效应的影响下 PPI 同比增速震荡回落；猪价暴跌之下生猪养殖已经出现严重亏损，发改委启动猪肉临时收储托底猪价，因此猪肉价格对整体 CPI 的拖累作用逐步减轻；而在全球经济持续复苏和国内服务业恢复的带动下，上游商品涨价向中下游的传递将更加顺畅，我们预计 CPI 同比涨幅仍将温和上行。

图23：中国通货膨胀增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图24：生猪价格与养殖利润



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2.5 中外经济政策正常化

2020 年在黑天鹅事件新冠疫情的冲击下，全球各个国家政府均尽全力实施刺激经济政策，以避免社会经济崩溃。而在新冠疫情逐渐缓和、社会经济回到正轨之后，各个国家政府的经济政策也在逐渐正常化。只是由于新冠疫情扩散差异、新冠疫情对经济冲击差异以及政策理念差异，导致不同国家政府的经济政策正常化也有很大差异。

中国在 2020 年凭借严格的社交隔离措施和集中救助的防疫措施控制好新冠疫情，从而率先从新冠疫情冲击中恢复。由于中短期内外部需求无忧，中国很快实现经济政策正常化，并且把经济政策重心由稳增长转移到提升增长质量，达至效率更高的增长动态平衡路径上。面对在一个人口大国跨越中等收入陷阱的艰巨任务，在国际政经格局急剧恶化的背景下，中国的对策是实施跨周期宏观政策调控，使得宏观经济增长保持在合适区间内；对各种实体金融风险苗头维持更高的警惕度，避免来自于经济体内部风险累积导致的系统性风险冲击；进而稳步有序地推进各项改革，在一个比较可控的框架内将国民经济引导至以国内需求为主、以服务业为主、效率更高、质量更高、稳健性更强的增长路径上。在这样一个政策基调下，我们对宏观经济政策的感知是既加强又放松，在顶层设计和方向指引方面有所加强，对宏观经济运行区间的掌控和系统性风险的发现处理方面有所加

强，对基础设施之上的市场运行管理有所放松。

2020 年上半年中国宏观经济政策的核心是应对房地产热潮，为此央行采取紧信用和中性偏松的货币政策，考虑到外部需求改善稳增长无忧且处理地方政府隐性债务问题则实施了偏紧的财政政策。我们前面分析已经指出这样一个政策组合无法解决房地产问题，2021 年下半年中国 PPI 增速下降 CPI 增速上升，外部需求和房地产继续成为中国经济增长动力，这对于中国控制房地产风险和培育国内大循环的中长期政策意图无补于事。有可能的政策组合是趁美联储收紧货币政策的机会一方面加大财政力度另一方面收紧货币政策（财政后置&中性偏紧货币），在紧货币和房地产税的帮助下抑制房地产热潮，进而可以释放出为房地产热潮所压抑的居民消费和制造业投资。至于是否如此，我们拭目以待。

美联储 6 月 16 日议息会议维持联邦基金利率目标区间和现有 QE 购买步伐不变，将隔夜逆回购利率和超额准备金利率分别提高 5BP，并且与会官员大部分预期美联储 2023 年加息两次。在持续加快的新冠疫苗接种的支持下，5 月份以来全球各区域的新冠疫情都在缓解，因此新冠疫情为美国经济带来的潜在下行风险明显下降了；但由于新冠疫苗全球分配严重不均，而全球新冠疫情何时达到群体免疫程度取决于最落后国家，因此目前也不宜过于乐观。美联储在议息会议声明中提到“疫苗接种方面的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景面临的风险仍然存在”。在通货膨胀方面，美联储继续坚持暂时因素的说法，以为维持现有宽松货币政策提供理由；但面对持续超预期的通胀数据，美联储主席鲍威尔也不得不承认通胀压力可能会比美联储预期得更高更持久。

尽管美联储继续维持现有的宽松货币政策不变，但利率点阵图则透露了美联储的真实想法。具体而言，认为美联储应该在 2022 年加息的与会官员数量从 3 月会议的 4 位增加到 6 位，但令市场震惊的是认为美联储应该在 2023 年加息的与会官员数量从 3 月会议的 7 位增加到 13 位，形势完全逆转（与会官员一共有 18 位），并且对 2023 年底联邦基金利率目标区间的中位预测为[0.5%,0.75%]，亦即美联储会在 2023 年以 0.25%的幅度加息 2 次。从前次紧缩的情况来看，美联储在 2013 年 5 月发出缩减 QE 信号，从 2014 年初开始缩减 QE，从 2015 年底开始加息，按此节奏美联储可能最早从 2021 年 10 月最晚从 2022 年初开始缩减 QE。

总体而言，由于全球新冠疫情有所缓解但未根除，美国经济持续复苏但复苏势头有所放缓，通货膨胀压力高企且可能更加持久，宽松货币政策对美国经济市场的扭曲效应更加明显，美联储认为有必要释放逆转货币政策基调的信号，但并不准备马上显著收紧货币政策。由于 6 月份经济数据显示美国就业市场稳步改善，

且通胀预期继续高企，我们认为美联储很可能从 7 月议息会议开始讨论缩减 QE，并在 8 月份 Jackson Hole 全球央行会议上对紧缩路径做完整阐述，最终从今年 10 月份或者明年初开始缩减 QE。

三、大类资产市场分析

3.1 商品市场斜率放缓但慎言见顶

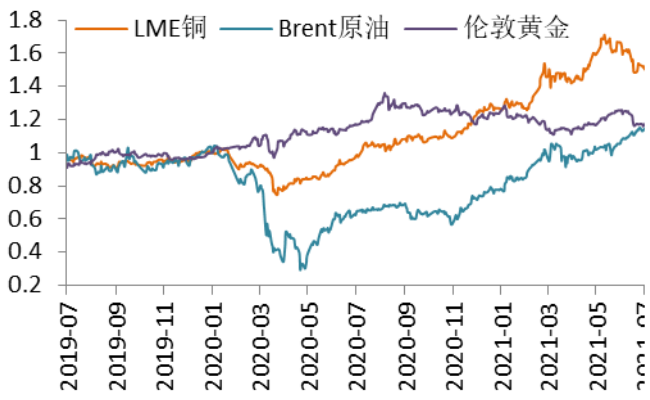
2020 年 1-3 月份大宗商品价格在新冠疫情冲击和美元流动性冲击下出现程度不同的下跌，其中 WTI 原油因短期库存压力出现世所罕见的负油价现象。从 2020 年 4 月至 2021 年上半年大宗商品价格整体上震荡上行，主要原因是新冠疫情发展特点（生产国首先控制新冠疫情，随后是消费国，最后才是资源国）使得大宗商品供不应求，全球国家政府为应对新冠疫情冲击而实施的经济刺激政策进一步加剧大宗商品供不应求状况（总需求回升较快，供应则受限于疫情）；而全球央行普遍实施宽松货币政策，充裕的货币流动性客观上经由通胀预期提升了市场对大宗商品的兴趣，美国拜登政府的积极财政政策倾向和清洁能源立场对工业商品价格有着中期提振作用。除此之外，有三个因素对商品价格上涨的结构性差异产生影响，其一是中国在 2015 年底开始的供给侧改革中大力化解过剩产能，结果是 2016 年以来中国商品走势总体上强于海外，截止 2021 年 6 月底中国南华商品指数已经较 2019 年底上涨 24%而美国高盛标普商品指数才刚刚回到 2019 年底水平；其二是肇始于国际政经格局调整而又为新冠疫情所放大的地缘政治风险对全球大宗商品贸易的阻碍越来越显著，这使得相关商品价格波动远大于其他价格，中国黑色产业链商品价格的整体强势是典型例子；其三是全球碳中和热潮有可能改变相关工业金属和能源的中长期供需关系，并因此使得相关商品价格在现货需求不足的情况下仍然保持坚挺。

图25：中美商品走势对比



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图26：中国分类商品走势



数据来源：Wind，建信期货研投中心

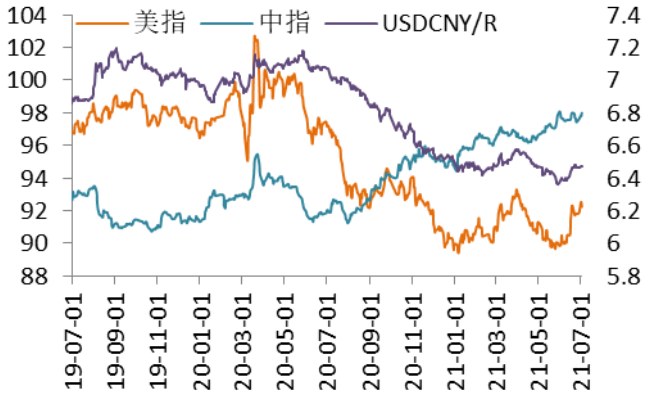
2021 年 5 月份由于黑色产业链商品集体涨停，以及大宗商品价格大幅上涨对社会经济秩序的扰动，中国开始通过会议喊话、加强监管、加大供给和释放储备等方式调控大宗商品市场；而在猪肉价格持续大幅度下跌，生猪养殖户普遍亏损后，发改委宣布开展猪肉收储工作托底猪价。展望下半年，我们认为大宗商品价格上涨斜率放缓的概率非常大，大宗商品整体上由持续上涨转为高位盘整格局，但目前就断言大宗商品见顶为时尚早，而且某些商品还有明显上涨的潜力。从供求关系上看，由于消费国率先复苏而资源国落后，欧盟的 7000 亿欧元欧洲复苏基金将进入实操阶段，美国拜登政府基建计划必定推出，不确定性的只是金额大小问题，因此大宗商品价格供不应求的状况即使有所缓解但还会继续存在，这就注定了大宗商品不存在趋势性下跌的动力；从货币流动性上看，即使美联储开始缩减 QE 规模（最早也得 10 月份），那也是货币流动性从过度泛滥到合理充裕，远未到流动性紧缩的地步，更不用说各国央行政策利率大多保持在历史低位，因此货币政策对商品价格的支撑可以继续期待。具体来看，我们判断工业金属大概率维持高位震荡态势，因为工业金属的供应弹性随着疫情缓和可以迅速恢复，而全球经济的次第复苏则有力支撑了工业金属的需求；随着全球疫情缓和和交通的恢复，能化商品价格有继续冲高的潜力，风险在于伊朗核协议谈判和伊朗原油出口的冲击、高油价下 OPEC+继续减产限产的决心以及美国页岩油的复产进度；随着美国经济复苏和美债实际利率的回升，我们预计贵金属还有调整空间，但积极财政政策带来的中长期通胀预期降为贵金属提供底部支撑。

3.2 美元指数区间震荡缺乏趋势条件

2021 年 1 月至 3 月份，美元指数在 89.2 附近探底后回升至 93.5 附近，因为美欧疫情防控差异以及美国两届政府的积极财政政策，使得美国经济复苏早于欧洲同行，经济增长势头推动美债利率回升，利差因素驱动跨境套利资金，为美元汇率提供基本面支撑，而海外疫情也为美元汇率提供部分避险需求。3 月至 5 月份美元汇率持续下跌至 89.5 附近，因为美国拜登政府新推出的基础建设计划因夹带私货遭到共和党和工商界强烈反对，美国积极财政政策预期对美元美债的影响逐步减弱；美债收益率因为海外疫情恶化所带来的避险需求而有所企稳，而欧洲地区疫情逐步缓解以及欧洲经济恢复势头逐步赶上美国也削弱了美元的基本面支撑。6 月份以来美国经济数据初步摆脱美国政府积极财政政策所带来的的扰动，而通胀数据爆表令到市场预期美联储紧缩时间提前，美元指数在 89.5 上方蓄势震荡；6 月 16 日美联储议息会议决定上调隔夜逆回购利率和超额准备金利率，虽然尚未开始讨论缩减 QE 但利率点阵图显示 2023 年将加息两次，这实际上是美联储首次明确货币政策边际收紧，随后美元指数大幅上升到 92.5 附近。展望下半年，我们认为美元指数将受到多空两方面因素的共同影响，其一是全球新冠疫情逐渐

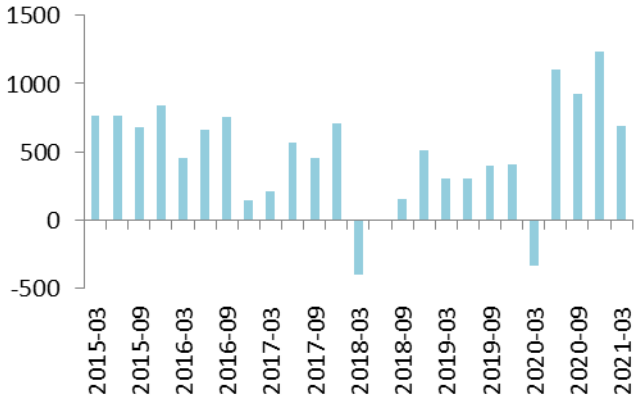
平息以及欧洲经济复苏势头好于美国所导致的避险需求下降，其二是在美国经济加快复苏和通胀压力高企情况下美联储率先调整货币政策所带来的利差因素支撑，在这两方面因素的影响下美元指数大概率呈区间震荡走势，预计 2021 年下半年美元指数波动中枢为[89.5，94.5]。

图27：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图28：中国经常项目盈余



数据来源：Wind，建信期货研投中心

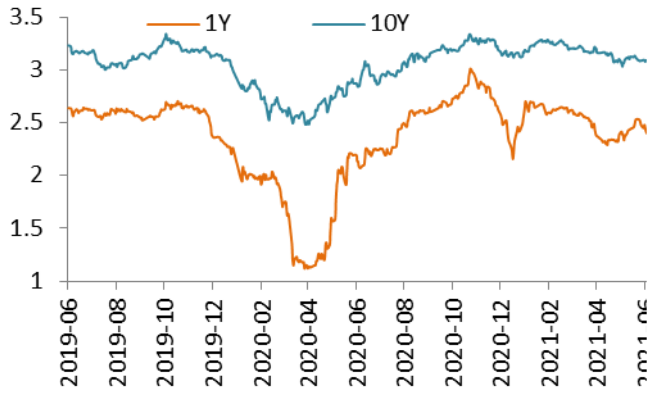
2021 年上半年人民币兑美元汇率大体上跟随美元指数波动，但人民币汇率指数持续偏强上行，这一方面是因为中国在国际疫情错位发展情况下继续实现历史规模的贸易盈余，而海外疫情也使得中国人国际旅游维持在冰点水平，两者共同推动经常项目持续改善，2021 年一季度中国贸易盈余录得 694.5 亿美元，较 2019 年同期大增 130%，巨额贸易盈余转化为人民币汇率升值压力；另一方面是中国经济先于美国复苏使得中国国债利率先于美债利率回升，中美国债利差也吸引了海外投资资金，但 2021 年美债利率回升后中美利差收窄，的确使得人民币指数上升斜率有所放缓。展望 2021 年下半年，根据前面分析经常项目盈余对人民币汇率的支撑继续存在，而央行也已经通过政策调整来适当对冲；美国经济加速汇率以及美联储边际收紧货币政策应该会使得美国国债利率有所回升，那么中美国债利差对人民币汇率的支撑会继续减弱，两者综合考虑人民币汇率指数上升斜率会进一步放缓。进一步考虑到美元指数底部探明区间震荡，那么人民币兑美元汇率的年度顶部大概率已经出现，但贬值空间暂时来说也不会太大，由于人民币汇率贬值给国内带来的输入性通胀压力不会过于明显。

3.3 中国国债利率阶段性回落接近尾声

2020 年 5 月份至 11 月中旬，由于中国经济自疫情冲击中率先复苏，而且中国央行也于 2020 年 6 月份起边际收紧货币政策，中国国债收益率呈熊平上行，此阶段因 2020 年 11 月信用债违约引发的流动性冲击而达到顶峰；随后央行释放流动性以平缓流动性风暴对市场的冲击，短端利率带动长端利率呈牛陡回落，但部

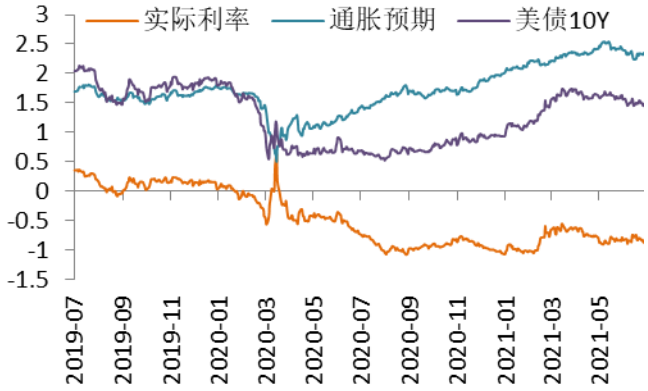
分金融机构乘机加杠杆套取利差引起央行警惕，2021 年 1 月中旬央行意外收紧银根，国债收益率再次整体上行，但上行空间相对有限；2021 年 2 月份至今，由于央行在抑制房地产热潮中采取紧信用松货币的政策组合，社会融资增速回落而狭义流动性泛滥，这使得国债收益率在通胀压力下也逐步回落。展望下半年，我们现有政策组合在解决房地产问题上是无济于事的，监管层有可能趁美联储收紧货币政策的机会一方面加大财政力度另一方面收紧货币政策（财政后置&中性偏紧货币），在紧货币和房地产税的帮助下抑制房地产热潮，进而可以释放出为房地产热潮所压抑的居民消费和制造业投资；在这样一个政策组合下广义流动性收缩放缓而狭义流动性开始收缩，这将不利于国债利率的进一步下行，并且在经济增长动能增强、居民消费物价 CPI 和美国国债利率回升的综合影响下开始新一轮的上行，国债期限利差先扩大后收窄。

图29：中美国债收益率曲线



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图30：美债实际利率和通胀预期



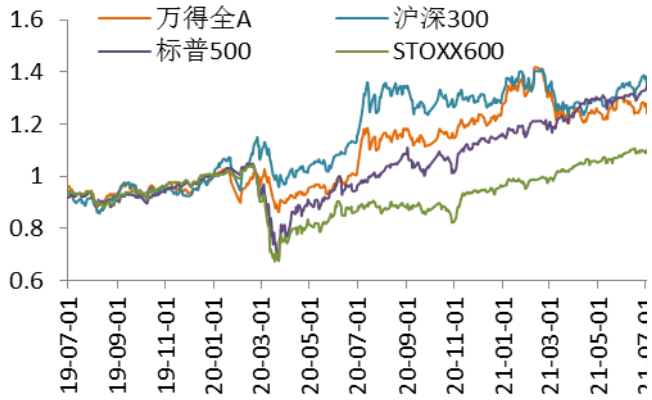
数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于新冠疫苗研发成功、美国疫情控制较好以及拜登政府的积极财政政策前景，2020 年 11 月至 2021 年 3 月份美国国债收益率出现新一轮的上行，3 月底 10 年期国债收益率最高达到 1.74%，美债收益率快速上行对全球高估值资产都带来调整压力；但随后先是拜登政府的积极财政政策产生供给收缩的副作用，接着是印度疫情大规模爆发，然后是中国打压大宗商品价格抑制通胀预期，美债收益率高位回落 1.45%附近。展望 2021 年下半年，我们预计随着疫苗接种的持续推进以及美国经济加速恢复，美债实际利率将有一轮新的上升过程；而国际油价随着疫情缓解而持续上行，以及美国复苏驱动由制造业转到服务业，将使得美国通胀预期持续维持在一个较高水平，那么下半年 10 年期美债收益率大概率会重新上升，并且在美联储缩减 QE 的刺激下有可能突破 2%的关键点位。由于美联储还将继续维持联邦基金利率目标区间不变，并且全球货币流动性继续保持较为充裕的水平，我们预计美债短端利率略为上升但上升幅度较小，美债期限利差趋于扩大。

3.4 中国股市继续震荡消化估值

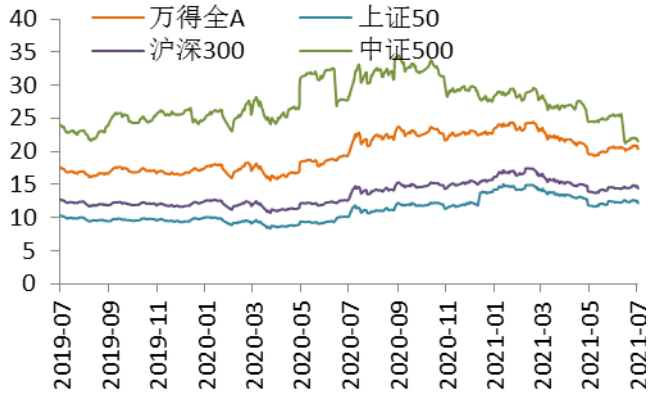
2021年上半年中国万得全A指数上涨5.45%,涨幅大于债券而小于大宗商品;但不同类型股票之间走势差异较大，基本上呈现出大盘蓝筹股走势较弱而中小盘股走势偏强的特征,上证50指数下跌3.9%而创业板指数上涨14.13%。整体而言，年初至春节前所有股票都因为节日因素以及流动性驱动而惯性冲高；春节之后股市画风大变，美债利率上升引发高估值资产调整压力；3月份至6月份中国股市结构性反弹，中小盘股票震荡上涨甚至创下2018年底反弹以来新高，而大盘蓝筹股底部震荡消化估值压力。从国际上看，美股欧股基本上延续了自2020年3月份以来的震荡上涨趋势，但随着美债利率上升，美股上涨斜率也有所下降；而随着欧洲疫情得到控制以及欧洲经济复苏势头逐步好转，欧股上涨斜率小幅放大；年初港股因估值优势被南下资金爆炒一轮，但随着估值洼地被填平，3月份过后港股走势与A股差不多。

图31：中外股票指数比较



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图32：各板块估值水平走势



数据来源：Wind，建信期货研投中心

展望下半年，我们认为A股将继续震荡消化估值，整体股市上有顶下有底，中小股延续结构性牛市。从政策面看，下半年经济政策组合有可能从“紧信用、中性偏松货币、紧财政”调整为“中性信用、中性货币、中性财政”，紧信用和紧财政对企业盈利和风险偏好的抑制有所缓解，但货币流动性边际收紧则对股市估值施加新的压力，总体上看政策面略为有利股市；从基本面看，财政后置、预防性储蓄下降以及欧美经济加速复苏，将有利于中国经济增长动能的重新加强，从而从基本面上支持A股，上面两点因素是下半年中国A股不太会出现趋势性下跌的原因。从估值因素看，在经过春节后的调整后，A股估值水平有所下降，但还处于中值水平附近，没有产生绝对意义上的估值洼地，从性价比角度考虑目前点位难以吸引到足够动能推动股指大幅上行；从外部因素看，美股持续反弹之后估值水平已经较高，后期面对美债利率上行压力和包含在积极财政政策中的增税

可能性，有可能使得美股出现较大幅度的调整，美股调整引发的系统性风险自然会对A股产生一定程度上的冲击，因此估值因素和外部担忧也将制约A股反弹高度，总体上看A股还将延续区间震荡走势。

四、下半年资产配置建议

随着新冠疫苗接种的持续推进和全球新冠疫情趋于缓和，我们预计全球经济次第复苏且消费国复苏对全球经济的正面溢出作用加大，美联储边际收紧货币政策但力度偏弱且会与市场充分沟通。由于疫情错位和次第复苏造成的大宗商品供求关系扭曲程度有所缓和但依然存在，下半年大宗商品整体高位震荡但部分商品有继续上涨潜力；经济增长动能回升和预防性储蓄下降有利于上游涨价更加顺畅地传递到中下游，下半年居民消费物价通胀压力抬升意味着狭义流动性的收紧，相应地不利于股票债券，但对债券的利空意味更浓。总体上看我们认为下半年大类资产表现排序是商品>股票>货币>债券，但货币流动性的收紧将使得所有资产的波动性均有所上升；建议超配与居民消费联系紧密的原油、农产品和消费股，低配利率债和贵金属。

表1：大类资产配置建议

大类	细分	3个月	6个月	影响因素
货币	货币	超配 20%	超配 25%	欧美经济复苏和中国财政后置增强中国经济增长动能，使得央行有能力收紧货币政策抑制房地产热潮；
债券	利率债	低配 25%	低配 20%	欧美经济复苏和中国财政后置增强中国经济增长动能，居民消费物价上涨和狭义流动性收紧不利于债券估值；
	信用债	低配 25%	低配 25%	中国经济增长动能增强改善信用债基本面，但狭义流动性收紧不利于债券估值；
股票	蓝筹股	低配 7.5%	低配 7.5%	经济增长动能增强以及狭义流动性收紧使得中国股市继续区间震荡消化估值，美债引领全球债券利率上行不利于高估值蓝筹股；
	中小盘股	超配 7.5%	超配 7.5%	经济增长动能增强以及狭义流动性收紧使得中国股市继续区间震荡消化估值，相对而言收益弹性更大的中小盘股有估值优势；
商品	黄金	低配 5%	低配 5%	全球疫情缓解和欧美经济复苏削弱贵金属的避险需求，由大宗商品价格上涨引致的通胀预期高位盘整但上升空间有限，贵金属整体仍处于2020年8月份以来的中级调整格局；
	原油	超配 10%	超配 10%	全球经济次第复苏和OPEC+减产限产改善原油中长期基本面，但美国页岩油复产和伊朗原油出口冲击抑制原油上涨空间；
主要事件和风险				新冠疫情，美联储Tapper，美股调整，央行政策；

数据来源：Wind，建信期货研究中心

【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 021-60635739　　有色金属研究团队 021-60635734　　黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738　　农业产品研究团队 021-60635732　　量化策略研究团队 021-60635726

免责申明：本报告谨提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对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“建信期货研投中心”，且不得对本报告进行任何有悖愿意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
电话：021-60635548　邮编：200120

深圳分公司
地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
电话：0755-83382269　邮编：518038

山东分公司
地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
电话：0531-81752761　邮编：250014

上海浦电路营业部
地址：上海市浦电路 438 号 1306 室(电梯 16 层 F 单元)
电话：021-62528592　邮编：200122

北京营业部
地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
电话：010-83120360　邮编：100031

福清营业部
地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
电话：0591-86006777/86005193　邮编：350300

郑州营业部
地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
电话：0371-65613455　邮编：450008

宁波营业部
地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
电话：0574-83062932　邮编：315000

总部专业机构投资者事业部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼
电话：021-60636327　邮编：200120

西北分公司
地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
电话：029-88455275　邮编：710075

浙江分公司
地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
电话：0571-87777081　邮编：310003

上海杨树浦路营业部
地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
电话：021- 63097527　邮编：200082

广州营业部
地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室
电话：020-38909805　邮编：510620

泉州营业部
地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
电话：0595-24669988　邮编：362000

厦门营业部
地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
电话：0592-3248888　邮编：361000

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
邮编：200120　　全国客服电话：400-90-95533
邮箱：service@ccbfutures.com　　网址：http://www.ccbfutures.com