中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|宏观季度报告

2021-03-29

海外刺激短暂，国内稳步切换

——2021 年二季度策略报告

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

展望二季度，美国财政刺激提振 4 月商品需求，但随后效果递减。随着美债利率回升，美国房地产难以进一步走强。长期低通胀格局下发达经济体货币继续宽松。二季度我国经济增长动力由房地产和外需向消费稳步切换，预计消费继续修复，但海外供应恢复抑制 5、6 月出口，楼市政策收紧和房贷利率回升可能使得房地产略有走弱。我国货币政策整体中性，侧重对科技创新、绿色发展等领域的支持。



摘要：

一、疫苗接种意愿有待提高，实现群体免疫面临挑战。美国、日本、法国等发达国家接种意愿低于实现群体免疫的水平。根据我国经验，随着疫情缓解疫苗接种意愿可能明显降低。这可能制约后期疫苗接种进度，二季度发达经济体未必能实现群体免疫。

二、美国财政刺激效果递减，房地产难以进一步走强。3 月中旬美国通过 1.9 万亿美元的财政救助计划，这会显著提振 4 月份的商品消费，但从 5 月份开始刺激效果会逐步减弱。美国房地产的高景气度主要由投资型需求推动，住房抵押贷款余额同比减少 3.1%反映居民加杠杆意愿不高。随着美债利率回升，房地产投资型需求可能减弱。

三、我国消费继续修复，出口和房地产可能略有走弱。预防性储蓄释放及疫情进一步缓解有望推动我国消费继续修复。美国财政刺激拉动我国 4 月出口，但二季度发达经济体制造业产能利用率将基本恢复到疫情前水平，这会抑制我国 5、6 月出口。近期楼市政策收紧以及房贷利率回升可能使得二季度商品房销售增速有所回落。一季度房屋新开工的走弱叠加二季度房屋销售的走弱会使得二季度房地产投资增速略有回落。当然，楼市调控的初衷是保持房地产平稳健康发展，因此，二季度房地产走弱会相对缓慢。尽管 1-2 月份制造业投资异常偏低，但考虑到工业企业利润较好以及信贷对制造业的支持，预计二季度制造业投资会有所改善。今年财政政策仍较积极，二季度随着专项债发行加快，基建投资会有显著改善，预计全年增速与去年大体接近。

四、通胀难以持续走高，二季度主要央行按兵不动。全球商品需求增速在 4 月份会因美国财政刺激而有所提升，但随后逐步回落，需求扩张缺乏持续性。由于制造业产能充足、人口老龄化等原因，发达经济体长期低通胀的格局仍然没有改变。发达经济体依然存在较高的失业，更关注长期通胀水平，因此会维持货币宽松。去年下半年以来我国货币政策已经回归中性。考虑到我国经济恢复到潜在水平，再结合政府工作报告及最近的央行货币政策委员会一季度例会的表述，预计二季度我国货币政策整体中性，更多侧重对科技创新、小微企业、绿色发展和制造业等领域的结构性支持。

风险因素：通胀大幅走高、中美关系恶化、病毒变异疫苗失效

宏观研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要：.....1
一、疫苗接种意愿有待提高，实现群体免疫面临挑战.....4
二、美国财政刺激效果递减，房地产难以进一步走强.....5
（一）财政救助提振 4 月消费，但随后刺激效果会逐步减弱.....5
（二）随着美债利率回升，由投资型需求推动的房地产高景气度难以进一步提升.....6
三、我国消费继续修复，出口和房地产可能略有走弱.....8
（一）预防性储蓄释放及疫情进一步缓解有望推动我国消费继续修复.....8
（二）美国财政刺激拉动我国 4 月出口，但海外供应恢复抑制 5、6 月出口.....9
（三）房地产调控可能使得房地产略有走弱，但走弱速度会相对缓慢.....10
四、通胀难以持续走高，二季度主要央行按兵不动.....13
（一）发达经济体长期低通胀格局不变，货币政策维持宽松.....13
（二）我国货币政策整体中性，更多侧重结构性支持.....14
免责声明.....15

图目录

图表 1： 不同时期新冠疫苗接种意愿调查结果.....4
图表 2： 2021 年 1 月接种新冠疫苗意愿调查.....4
图表 3： 美国个人消费支出及其主要分项当季同比增速.....5
图表 4： 美国个人总收入及其分项：折年数(十亿美元).....5
图表 5： 美国零售和食品服务销售额及其分项:季调同比.....6
图表 6： 美国个人储蓄存款占可支配收入比例.....6
图表 7： 美国失业率与劳动参与率.....6
图表 8： 美国消费信贷增速.....6
图表 9： 美国新屋销售与成屋销售.....7
图表 10： 美国住房抵押贷款余额增速.....7
图表 11： 美国新建住宅库存.....7
图表 12： 美国房价同比增速.....7
图表 13： 美国住宅投资与建造支出增速.....8
图表 14： 美国新屋开工与营建许可增速.....8
图表 15： 社会消费品零售总额较 2 年前同期的年平均增速.....8
图表 16： 我国居民收入增速与消费增速.....8
图表 17： 我国出口相对于 3 年前同期的年平均增速.....9
图表 18： 主要经济体产能利用率或产能利用指数.....9
图表 19： 我国固定资产投资及其分项较 2 年前同期的年平均累计同比增速.....10
图表 20： 房贷利率.....10
图表 21： 70 大中城市二手住宅价格环比.....10
图表 22： 房地产相关指标较 2 年前同期的年平均当月同比增速.....11
图表 23： 工业企业利润增速.....12

图表 24： 工业中长期贷款余额:同比 12
图表 25： 我国新增政府债规模(亿元) 12
图表 26： 基建投资主要分项较 2 年前的年平均累计同比增速 12
图表 27： 美国和欧元区制造业产能利用率 13
图表 28： 日本和韩国产能利用指数 13
图表 29： 政府工作报告与央行货币政策委员会一季度例会对货币政策的表述 14
图表 30： 我国 MLF 利率及余额 14
图表 31： 银行间利率与公开市场操作净投放 14

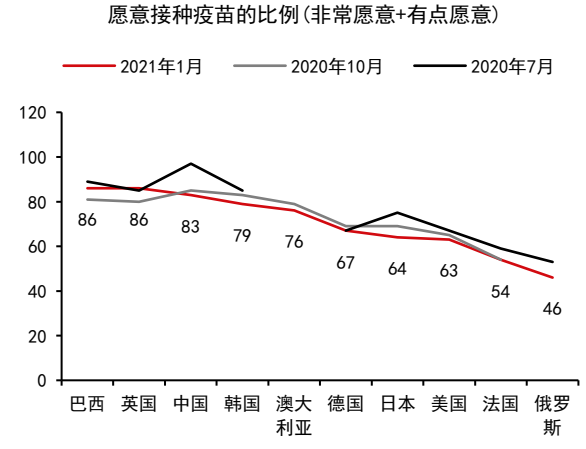
年初以来，全球疫苗接种快于预期，疫情明显缓解，经济总体趋于修复。我国经济结构分化，工业生产明显好于国内需求。大宗商品的涨价引发市场对通胀的担忧。展望二季度，虽然全球疫情仍会趋势性缓解，但是接种意愿制约后期疫苗接种进度。美国 1.9 万亿美元财政救助计划会显著提振 4 月商品消费，但随后刺激效果会逐步减弱。随着美债利率回升，美国房地产难以进一步走强。二季度我国经济增长动力由房地产和外需向消费稳步切换，预计消费继续修复，但海外供应恢复抑制 5、6 月出口，楼市政策收紧和房贷利率回升可能使得房地产略有走弱。长期低通胀格局下发达经济体货币继续宽松。我国货币政策整体中性，侧重对科技创新、绿色发展等领域的支持。

一、疫苗接种意愿有待提高，实现群体免疫面临挑战

年初以来，全球疫苗接种快于预期，市场对疫苗接种较为乐观。但我们认为接种意愿不高可能制约后期疫苗接种进度，二季度发达经济体未必能实现群体免疫。

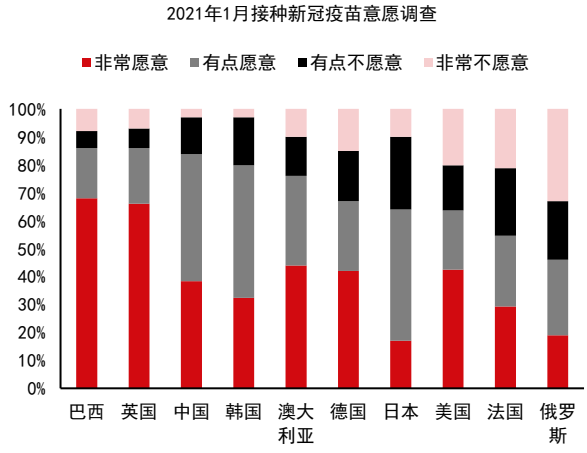
从接种意愿来看，美国、日本、法国等发达国家接种意愿低于实现群体免疫的水平，并且随着时间的推移接种意愿可能还会降低。实现群体免疫需要 70%-80%的人口产生抗体。根据益普索(IPSOS)在去年 7 月份、10 月份和今年 1 月份的三次调查数据来看，美国、日本、法国等发达国家的接种意愿一直低于 70%，达不到实现群体免疫的水平。而且，随着时间的推移疫苗接种意愿总体是趋于走低的。从我国经验来看，在疫情得到持续的控制之后，接种意愿显著降低。根据 IPSOS 调查，我国居民疫苗接种意愿已经降至 83%，显著低于去年 7 月份时 97%的水平。尤其值得注意的是，我国居民非常愿意接种疫苗的比例只有 38%，处于较低水平。我国疾控中心的调查结论也是类似的。756 名浙江省医疗卫生人员受访者对新冠疫苗紧急使用和上市后使用的接种意愿分别为 42.46%和 27.65%，明显低于此前报道中普通人群约 90%的新冠疫苗接种意愿。

图表1： 不同时期新冠疫苗接种意愿调查结果



资料来源：IPSOS 中信期货研究部

图表2： 2021 年 1 月接种新冠疫苗意愿调查



资料来源：IPSOS 中信期货研究部

尽管当前发达国家疫苗接种进度较快，但后期接种进度可能受制于接种意愿，二季度未必能实现群体免疫。非常愿意接种疫苗的居民全部接种完之后，发达国家疫苗接种进度大概率会放缓。一方面，有点愿意接种疫苗的居民会比较犹豫，未必会马上接种疫苗；另一方面，气温回升和疫苗接种会共同推动疫情的缓解，这会降低未接种疫苗居民的感染风险，使得他们倾向于暂时不接种。发达国家不太可能推行强制接种。实现群体免疫面临提高接种意愿的挑战，这在二季度未必能够实现。

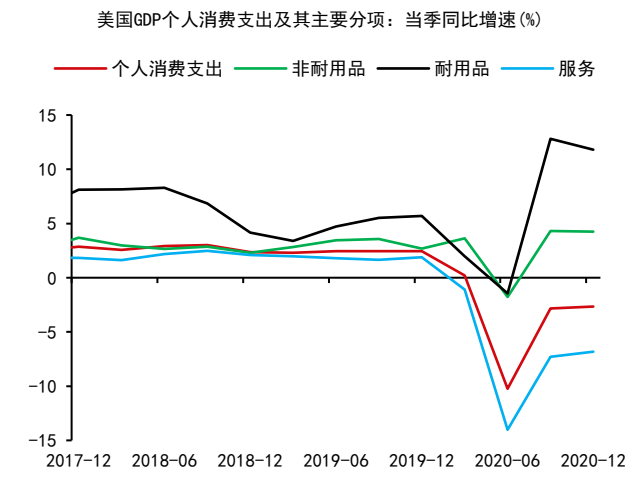
二、美国财政刺激效果递减，房地产难以进一步走强

去年下半年美国商品消费率先修复并超过疫情前水平，主要因为财政刺激的影响。美国房地产对全球大宗商品需求也有一定的带动。3 月中旬美国又通过 1.9 万亿美元的财政救助计划。这会显著提振 4 月份的商品消费，但 5 月份开始刺激效果会逐步减弱。美国房地产的高景气度主要由投资型需求推动，随着美债利率回升，二季度美国房地产景气度难以进一步提升。

（一）财政救助提振 4 月消费，但随后刺激效果会逐步减弱

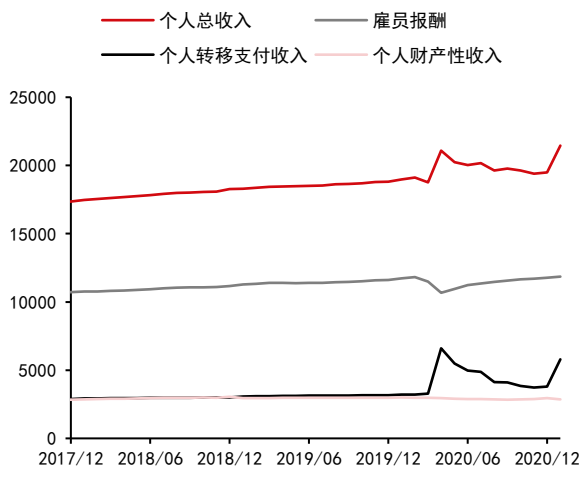
去年下半年美国商品消费率先修复并超过疫情前水平，主要因为财政刺激的影响，但这种刺激效果是暂时的。财政补贴使得美国个人总收入不仅没有因为工资收入减少而降低，反而超过了疫情前的水平。去年 12 月底，美国推出 9000 亿美元财政救助，包括 600 美元/人的刺激支票，这使得今年 1 月份美国个人总收入显著增加，从而推动零售和食品服务销售额同比增速提高到 9.5%。由于刺激支票对消费的提振是暂时的，因此，2 月份美国零售和食品服务销售额同比增速回落至 6.3%。

图表3： 美国个人消费支出及其主要分项当季同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

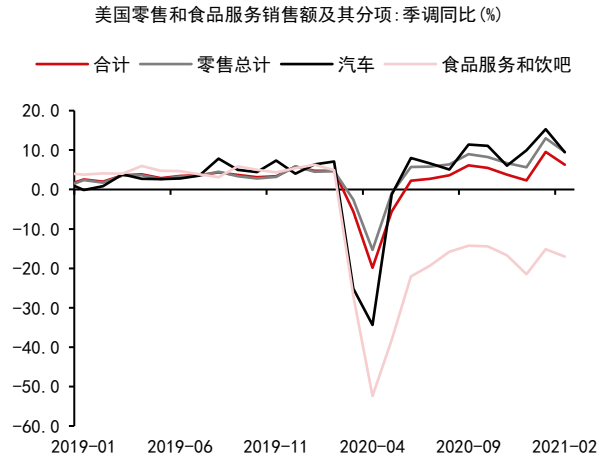
图表4： 美国个人总收入及其分项：折年数(十亿美元)



资料来源：Wind 中信期货研究部

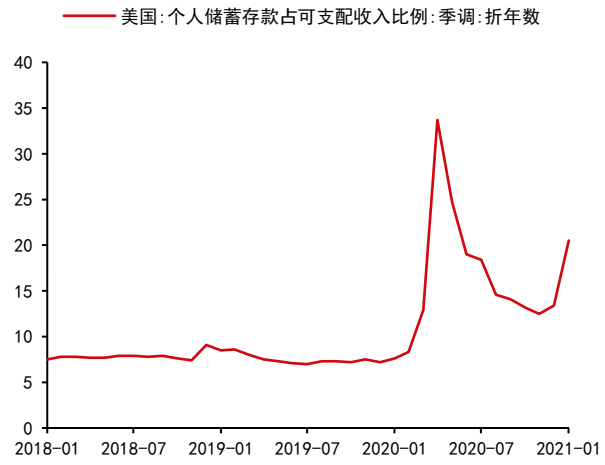
我们预计美国 3 月中旬 1.9 万亿的财政刺激会显著推高 4 月份的消费，但从 5 月份开始刺激效果就会逐步减弱，美国消费增速会逐步回落。3 月中旬美国通过 1.9 万亿美元的财政救助计划，包括 1400 美元/人的刺激支票。一次性刺激支票在 3 月份基本发放完毕,这会显著提振 3 月与 4 月份的消费数据。与此前类似，从 5 月份开始，这种刺激效果会逐步减弱。虽然美国就业的改善会使得居民收入增加从而拉动消费，但这种效应相对于财政刺激消退的影响要小。而且，当前美国居民消费意愿并不强。消费信贷增速较低可以反映这一点。

图表5： 美国零售和食品服务销售额及其分项:季调同比



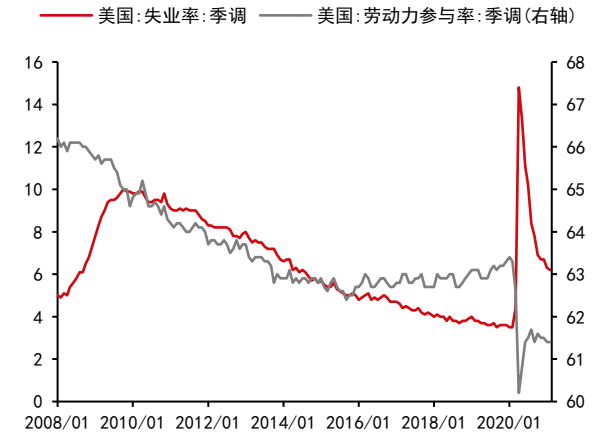
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6： 美国个人储蓄存款占可支配收入比例



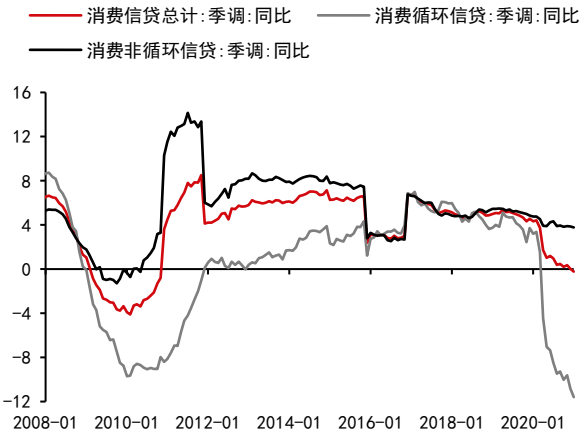
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7： 美国失业率与劳动参与率



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表8： 美国消费信贷增速



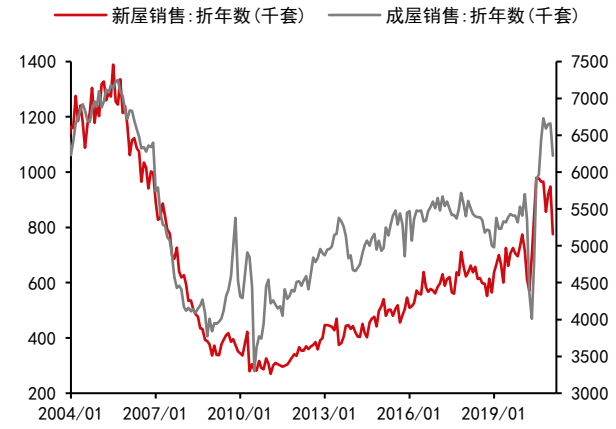
资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）随着美债利率回升，由投资型需求推动的房地产高景气度难以进一步提升

美国房地产的高景气度主要由投资型需求推动，随着美债利率回升，二季度美国房地产景气度难以进一步提升。2 月份美国新屋销售与成屋销售明显回落，这可能寒潮影响有关。随着气候好转，美国房屋销售有望恢复到较高的水平。不

过，我们并不认为美国房地产景气度会进一步提升。去年下半年以来，美国住房抵押贷款余额增速趋势性下降，目前同比减少 3.0%。这说明低利率并没有刺激居民加杠杆。本轮美国房地产回升主要因为低利率刺激投资需求。一方面，在利率下降之后，房地产租金收益率相对于债券收益率的优势会扩大；另一方面，利率下降会推升投资性购房需求，从而推升房价，这会增加房地产投资的吸引力。当前的投资型购房可能较少依赖房贷，因此美国住房抵押贷款余额增速并未提高。年初以来，美国国债收益率显著回升。这会使得房地产投资的吸引力下降。不过，目前美国货币政策尚未转向，利率提升有限，房地产投资仍有一定吸引力。我们预计二季度美国房地产仍会维持较高的景气度，但景气度进一步提升的可能性不大。

图表9： 美国新屋销售与成屋销售



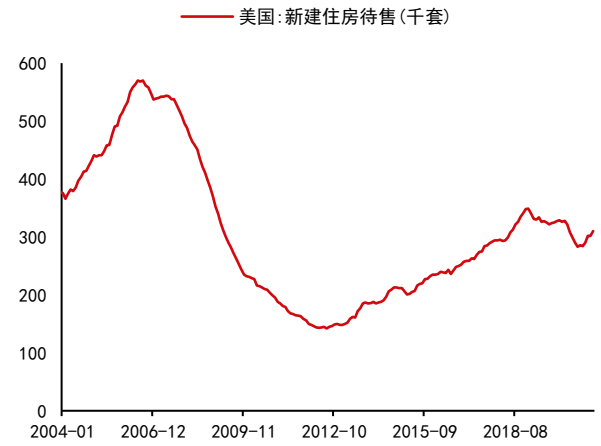
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表10： 美国住房抵押贷款余额增速



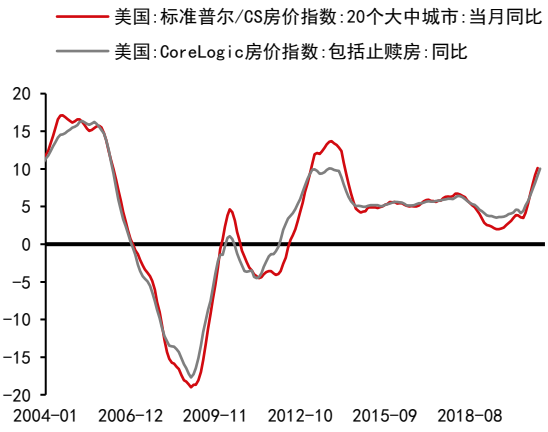
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表11： 美国新建住宅库存



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表12： 美国房价同比增速



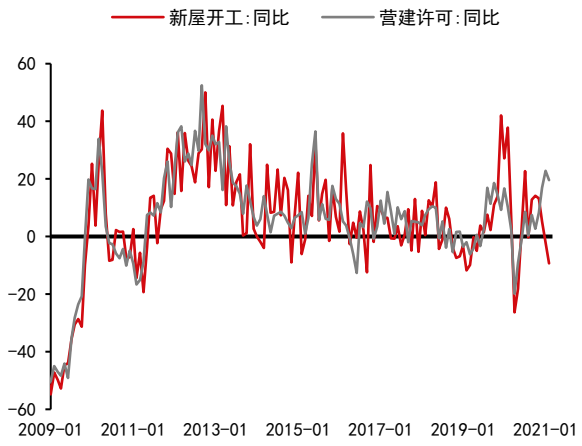
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表13： 美国住宅投资与建造支出增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表14： 美国新屋开工与营建许可增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

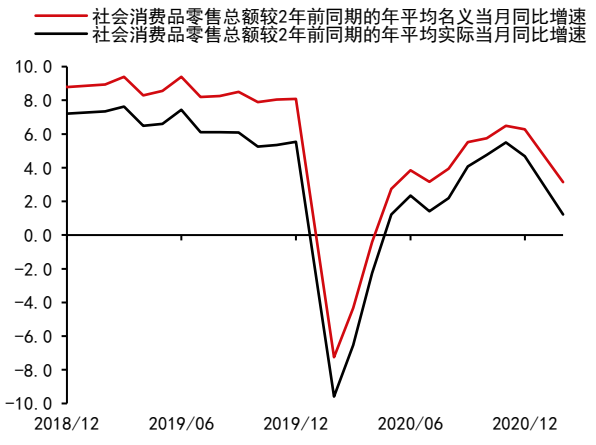
三、我国消费继续修复，出口和房地产可能略有走弱

随着疫情持续得到控制，我国消费有望继续修复。不过，海外供应的逐步恢复可能使得我国出口略有走弱，房地产调控可能使得房地产略有走弱。当然，我国出口和房地产的走弱会较为缓慢。

（一）预防性储蓄释放及疫情进一步缓解有望推动我国消费继续修复

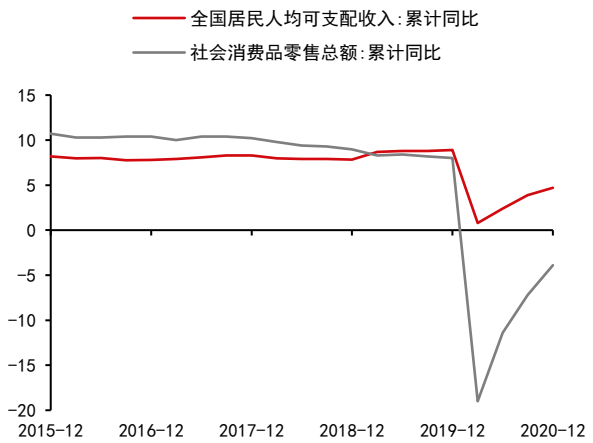
去年四季度我国生产已经超过疫情前水平，但是消费仍明显偏低，这主要是因为在全球疫情尚未结束的背景下，居民仍倾向于适当储蓄。今年 1-2 月份我国消费增速在剔除掉基数效应之后明显偏低，1 月份疫情扩散可能是重要原因。随随着全球疫情的进一步缓解，居民预防性储蓄有望逐步释放，服务消费也有望改善。我们预计二季度我国消费继续修复。

图表15： 社会消费品零售总额较 2 年前同期的年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表16： 我国居民收入增速与消费增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）美国财政刺激拉动我国 4 月出口，但海外供应恢复抑制 5、6 月出口

今年 1-2 月份我国出口看起来强劲，但其实剔除掉一些特殊因素之后增长动能已经略有减弱。1-2 月我国出口同比增 60.6%主要因为基数效应和就地过年的影响。剔除掉这两个因素，今年 1-2 月份出口环比增长动能可能已经减弱。我们在报告《特殊因素推高出口增速，但外需增长或已趋缓——1-2 月外贸数据点评》中对此进行了详细讨论，此处不再赘述。

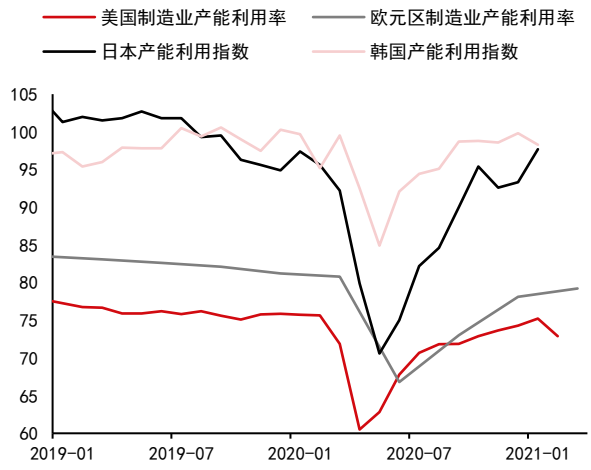
海外供应的逐步恢复是 1-2 月份我国出口边际走弱的主要原因，今年二季度主要经济体制造业产能利用率将基本恢复到疫情前水平。去年下半年以来，主要经济体制造业产能利用率趋势性恢复，到去年年底接近恢复到疫情前水平。1 月份美国制造业产能利用率达到 75.2%，仅略低于疫情前 75.7%的水平。2 月份产能利用率回落与寒潮天气有关，是暂时的。按照近几个月的恢复速度，今年 3 月份美国制造业产能利用率就可恢复到疫情前水平。欧元区制造业产能利用率也达到 79.2%，接近恢复到疫情前 81%的水平，预计二季度大体恢复到疫情前水平。日本、韩国也是如此，预计 3 月份大体恢复到疫情前水平。

图表17： 我国出口相对于 3 年前同期的年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表18： 主要经济体产能利用率或产能利用指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

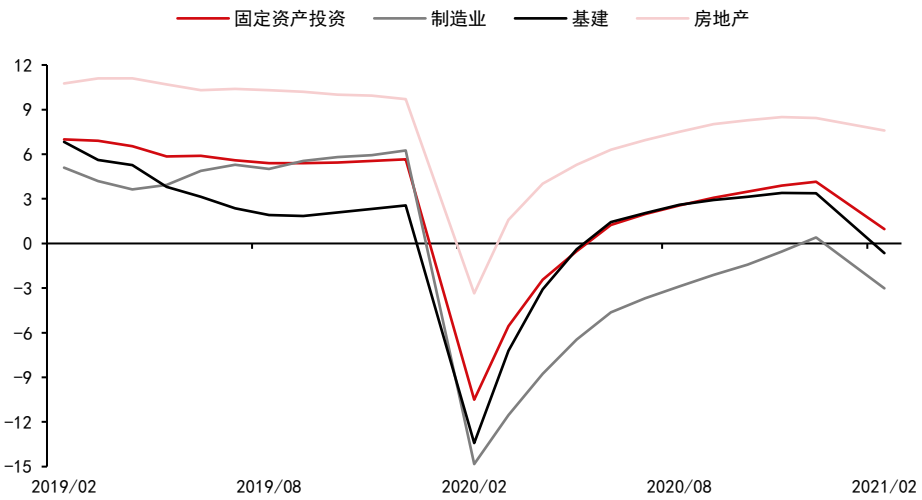
发达国家制造业产能利用率的恢复会使得我国出口增长动能减弱，但我国出口增速即便回落，幅度也不会很大。一方面，发展中国家疫情控制相对减慢，产能利用率恢复可能相对慢一些。另一方面，美国商品消费超过了疫情前水平，对我国出口需求构成支撑。

需要强调的是，4 月份我国出口可能相对较强，主要因为美国财政刺激的外溢效应。

（三）房地产调控可能使得房地产略有走弱，但走弱速度会相对缓慢

去年下半年我国固定资产投资逐步修复，但今年 1-2 月份增速显著下滑，主要因为基建和制造业投资增速下滑，而房地产投资仍保持较高增速。展望二季度，**我们预计房地产投资增速可能略有回落，而基建和制造业投资增速相对于 1-2 月份会明显修复，但增速未必会回到去年四季度的水平。**

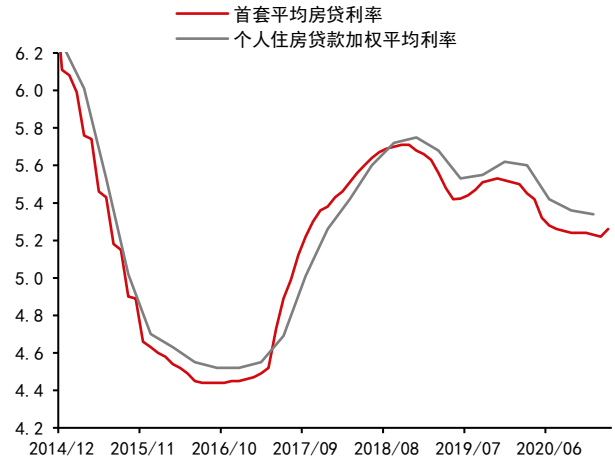
图表19： 我国固定资产投资及其分项较 2 年前同期的年平均累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

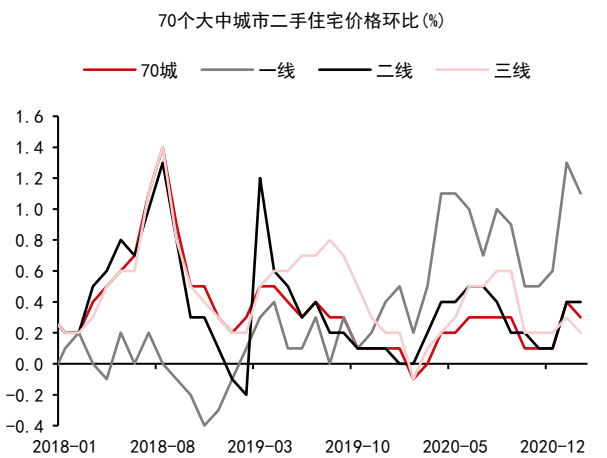
近期楼市政策收紧以及房贷利率回升可能使得二季度商品房销售增速有所回落。今年年初以来楼市热度偏高，一线城市尤其如此。主要城市陆续出台调控政策，监管严查违规房贷，对新发放房贷的资金来源的审核更为严格。这可能使得部分城市房贷发放放缓。2 月份首套平均房贷利率已经有所回升可能反映了这种变化。随着楼市政策收紧，2 月份房价环比涨幅普遍有所放缓。考虑到这些因素，二季度商品房销售增速可能略有回落。

图表20： 房贷利率



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表21： 70 大中城市二手住宅价格环比

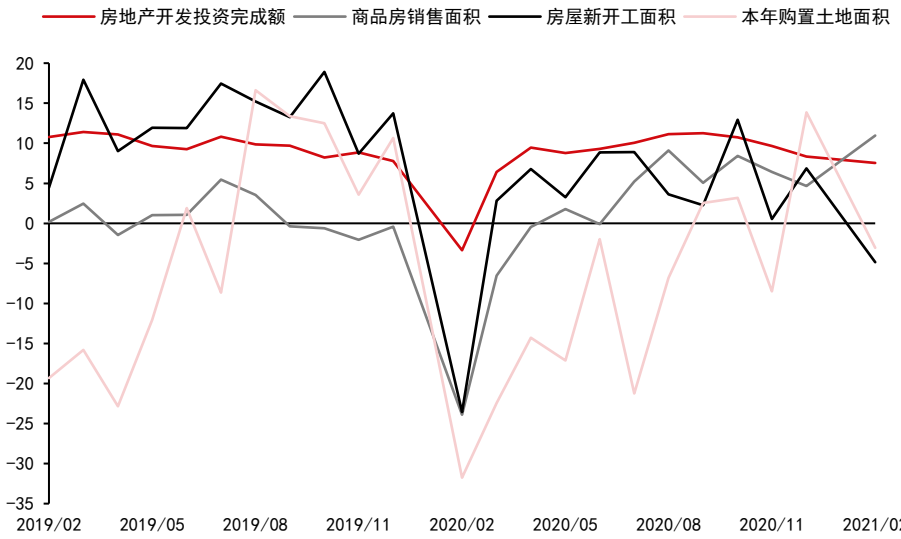


资料来源：Wind 中信期货研究部

一季度房屋新开工的走弱叠加二季度房屋销售的走弱会使得二季度房地产投资增速略有回落。开发商相对于居民对调控政策更为敏感。今年 1-2 月份房屋新开工及购置土地面积增速已经明显回落。二季度房屋销售的走弱会使得房地产短周期回落更为确定。这些因素会使得二季度房地产投资增速略有回落。

需要强调的是，楼市调控主要是为了抑制楼市过热，政策的初衷仍是保持房地产平稳健康发展。因此，房贷政策的收紧不会很大。二季度房地产走弱会相对缓慢。

图表22： 房地产相关指标较 2 年前同期的年平均当月同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

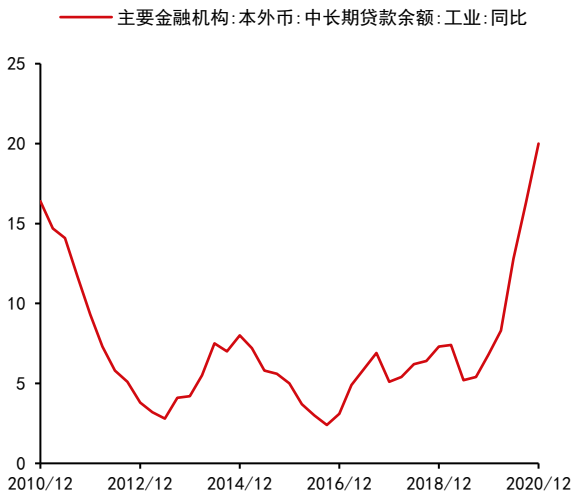
尽管 1-2 月份制造业投资异常偏低，但考虑到工业企业利润较好以及信贷对制造业的支持，预计二季度制造业投资会有所改善。2020 年工业企业盈利同比增长 4.1%，显著好于 2019 年-3.3%的水平。今年 1-2 月份工业企业盈利同比增长 179%；剔除基数效应，较 2019 年同期的年平均增速也高达 31.2%。这主要是因为工业品需求和价格表现加好。二季度工业品需求和价格即便有所走弱，幅度也不会很大。我们预计二季度工业企业盈利仍会维持较高水平。较好的盈利会对制造业投资构成支撑。此外，当前货币政策对制造业的支持力度相对更大。2020 年工业中长期贷款余额同比增长 20%，显著高于 2019 年 6.8%的水平；制造业中长期贷款余额同比增长 35.2%，也处于较高水平。今年 1-2 月份，非金融企业新增中长期贷款较 2019 年同期同比增长 64.2%，也处于较高水平。央行货币政策委员会 2021 年第一季度例会表示“引导金融机构增加制造业中长期贷款”。我们预计今年制造业中长期贷款增速仍会维持较高增速。综合考虑，我们预计二季度制造业投资会有所改善。

图表23： 工业企业利润增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

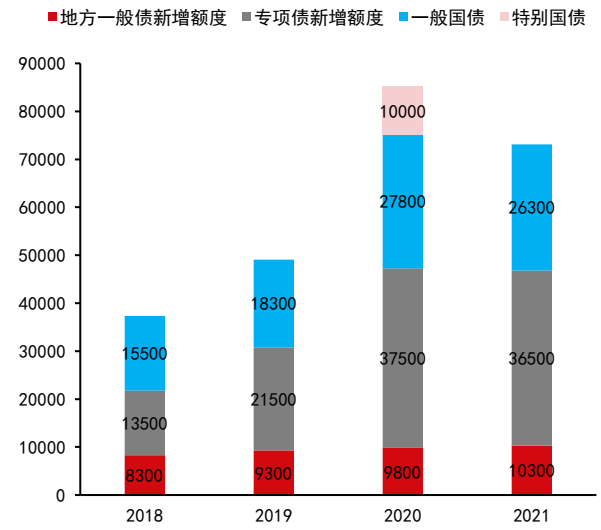
图表24： 工业中长期贷款余额:同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

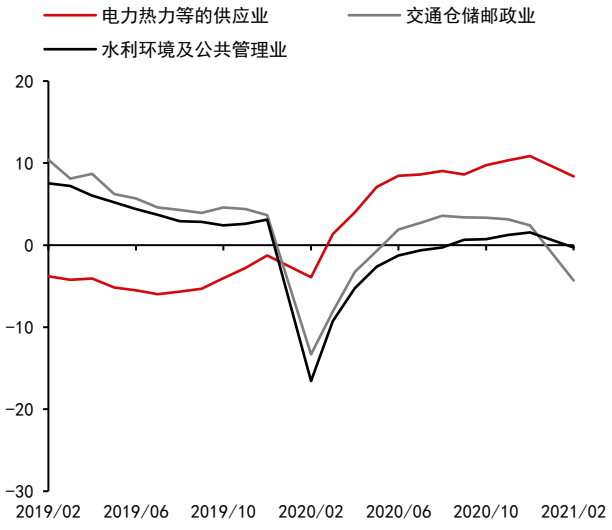
今年财政政策仍较积极，二季度随着专项债发行加快，基建投资会有显著改善，预计全年增速与去年大体接近。政府工作报告提出今年我国财政赤字率拟按3.2%左右安排，这仍高于3%的正常水平上限，财政政策仍较积极。今年新增专项债为3.65万亿，虽然比去年减少2.6%，但规模依然较高。去年项目储备不足使得财政资金运用不充分，预计今年的资金使用效率会更高。综合来看，我们预计今年基建增速与去年大体接近。一季度由于专项债发行较少基建投资偏弱。随着专项债发行加快，二季度基建投资会有显著改善。

图表25： 我国新增政府债规模(亿元)



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表26： 基建投资主要分项较2年前的年平均累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

四、通胀难以持续走高，二季度主要央行按兵不动

大宗商品的涨价引发市场对高通胀的担忧，但我们认为通胀难以持续走高，二季度主要央行将按兵不动。

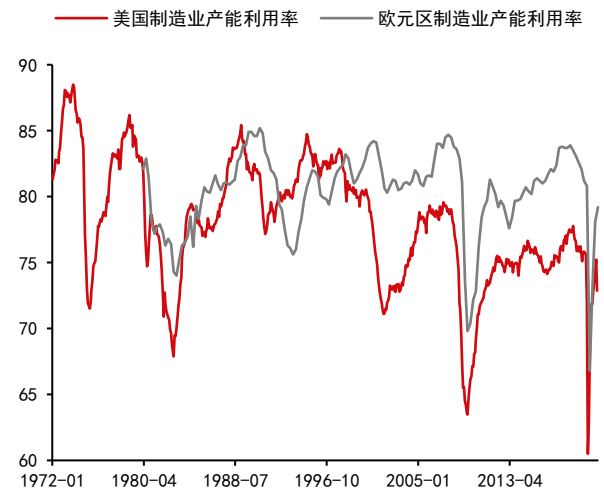
（一）发达经济体长期低通胀格局不变，货币政策维持宽松

首先，全球商品需求增速在 4 月份会有所提升，但随后逐步回落，需求扩张缺乏持续性。 美国财政刺激对 4 月份商品需求的拉动会较为明显。但这种拉动效果在 4 月份之后会逐步减弱。二季度美国房地产景气度也难以进一步提高。我国房地产增速在二季度可能略有走弱。综合来看，全球商品需求增速在 5 月份之后会减弱，需求扩张缺乏持续性。这会限制大宗商品价格的上涨。

其次，发达经济体长期低通胀的格局仍然没有改变，这会限制通胀水平的持续抬升。2008 年经济危机之后发达国家进入低通胀格局。这有多方面原因。首先，当前发达经济体制造业产能充足。近几年，美国制造业产能利率大体处于 75%的水平，显著低于 1970s 高通胀时期 85%的水平。日本、韩国也是类似的。其次，人口老龄化导致需求增长相对缓慢。这方面日本尤其典型。最后，商品贸易全球化压低了发达国家商品价格。这些因素当前并未改变。因此，发达国家低通胀的格局仍将维持，这也会限制通胀水平的持续抬升。

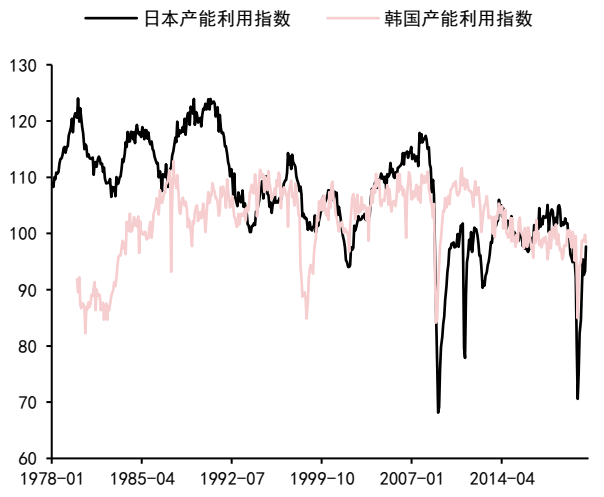
总的来讲，虽然大宗商品涨价会带来短期通胀水平上升，但发达经济体更关注长期通胀水平。由于当前商品涨价及通胀上升主要是短期的，而且发达经济体依然存在较高的失业，因此发达经济体会维持货币宽松。

图表27： 美国和欧元区制造业产能利用率



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表28： 日本和韩国产能利用指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）我国货币政策整体中性，更多侧重结构性支持

去年下半年以来我国货币政策已经回归中性，预计二季度继续维持中性。由于我国经济已经恢复到潜在水平，货币政策没必要继续放松。政府工作报告及最近的央行货币政策委员会一季度例会均表示“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”、“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。这意味着货币政策整体中性。近期央行对 MLF 等额续作、公开市场操作净投放为 0 等可以印证当前货币政策维持中性。

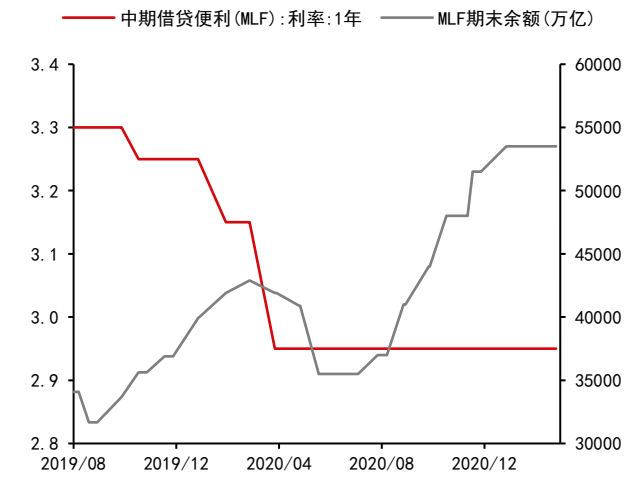
在整体中性的格局下，当前我国货币政策更多侧重结构性支持。当前我国货币政策侧重对科技创新、小微企业、绿色发展和制造业的支持，预计相关领域受支持力度相对更大一些。

图表29： 政府工作报告与央行货币政策委员会一季度例会对货币政策的表述

	相关表述
整体基调	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。
结构性特征	1、使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体，对受疫情持续影响行业企业给予定向支持。 2、引导金融机构增加制造业中长期贷款。 3、以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。

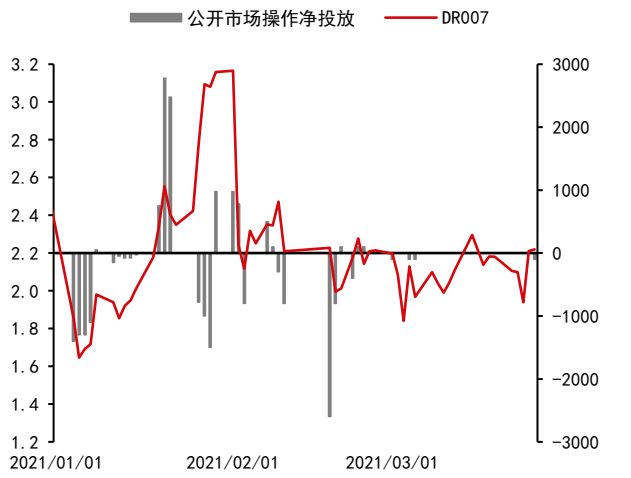
资料来源：中信期货研究部

图表30： 我国 MLF 利率及余额



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表31： 银行间利率与公开市场操作净投放



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明， 本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任 何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com