# 美债利率上行短期支撑美元，长期弱美元难言反转

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 FICC 组
侯峻
从业资格号：F3024428
投资咨询号：Z0013950

研究员
蔡劭立
☎ 0755-82537411
✉ caishaoli@htfc.com
从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617

联系人
彭鑫
☎ 010-64405663
✉ pengxin@htfc.com
从业资格号：F3066607

高聪
☎ 021-60828524
✉ gaocong@htfc.com
从业资格号：F3063338

- 近期十年期美债收益率迅速上行，作为全球资产定价的锚，牵动着全球各个大类资产的表现。美股中纳斯达克指数也经历了较大幅度的调整，A 股中的“抱团股”也在此基础上有所反馈。未来美债利率会继续上涨吗？如果上涨的话，投资者关心的另一个定价基准，美元指数是否也会跟随相应的趋势呢？长周期来看，十年期美债名义利率与美元指数相关性约 0.47。即十年期美债利率对于美元指数有相关性，但与投资者所设想的仍有差距。

- 本轮十年期美债名义利率的上行，实际上经历了两阶段不同的逻辑。因为名义利率=实际利率+预期通胀。在春节前夕，基本是由通胀预期的上涨所驱动的；而春节后至今主要是由实际利率迅速上涨所驱动的。近期的美债利率上升，体现为实际利率的震荡与通胀预期的进一步上行。实际利率与通胀预期虽然二者在一定程度上互有因果，但还是有较大的逻辑差异。

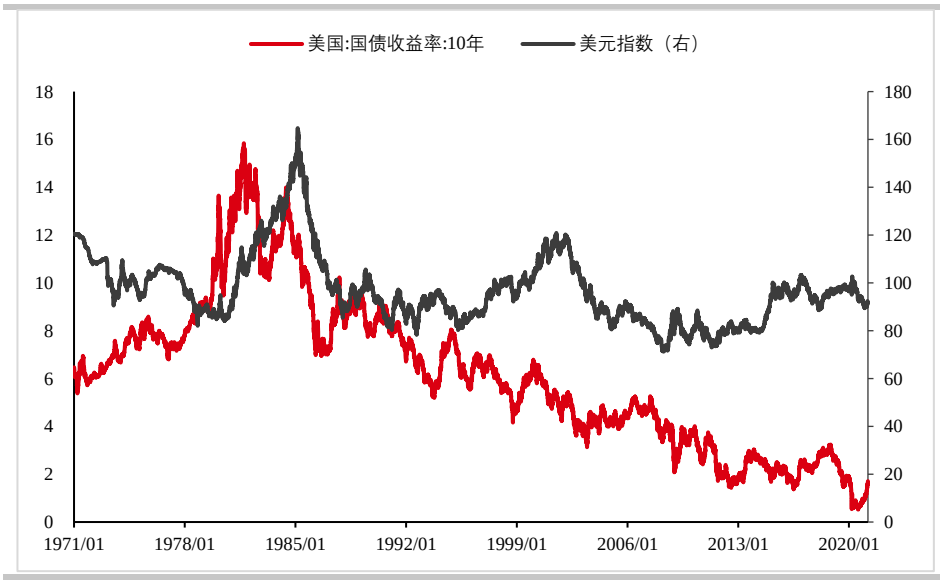
- 美元短期走势主要看美欧强弱对比：疫情方面，美国疫苗接种速度快过欧洲，美国与欧洲新增确认人数差距快速缩小。经济方面，美国经济数据显示的经济基本面修复速度快于欧洲，在 1.9 万亿财政刺激和货币政策依旧宽松的环境下，美国经济复苏的预期强于欧洲。利差方面，美国十年期国债利率的上行推动了美德利差迅速走阔，并且大概率仍将持续一段时间。因此以上方面都显示了对美元的短期支撑。

- 长期来看，一国的汇率更多体现在其经济实力上，本质上是劳动生产率水平的一种外化体现。而美元作为全球中心货币，美联储作为全球央行的“央行“，其价格的决定更为特殊。其币值的强弱对于全球范围的信用扩张和收缩具有显著影响。所以长周期美元除了经济本身的角度外，更重要的是从金融周期的视角看待。全球经济共振复苏下，长期美元仍处于弱势周期。

- 结论：受益于美国目前抗疫工作、经济基本面修复以及利率走高均在短期内强过欧洲，所以美元指数短期内是有支撑因素的。具体而言，这种情况可能会持续至二季度甚至三季度，但进入下半年，这些差异收敛的概率较大，届时美元指数的短期支撑因素将逐步消失。当然值得注意的是，疫情的防控仍面临较大的不确定性，若病毒变异或疫苗失效等因素，可能反过来影响经济恢复进程，这些差异仍可能继续扩大。当然，不论短期走势如何，长期内我们仍倾向于一个全球经济复苏带来的弱势美元长周期。在这种长期维度下，我们认为大宗商品和新兴市场都将在长期内受益。

近期十年期美债收益率迅速上行，作为全球资产定价的锚，牵动着全球各个大类资产的表现。美股中纳斯达克指数也经历了较大幅度的调整，A 股中的“抱团股”也在此基础上也经历了较大的回调。未来美债利率会继续上涨吗？如果上涨的话，投资者关心的另一个定价基准，美元指数是否也会跟随相应的趋势呢？长周期来看，十年期美债名义利率与美元指数相关性约 0.47，即十年期美债利率对于美元指数有相关性，但与投资者所设想的仍有差距。那么决定美债利率以及美元指数走势的主要因素是什么呢？本篇专题对未来美债利率与美元指数作以展望。

图 1：美元指数走势与美国国债利率相关性仅为 0.47　　单位：%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 美债利率上行的原因之一：通胀预期持续上升

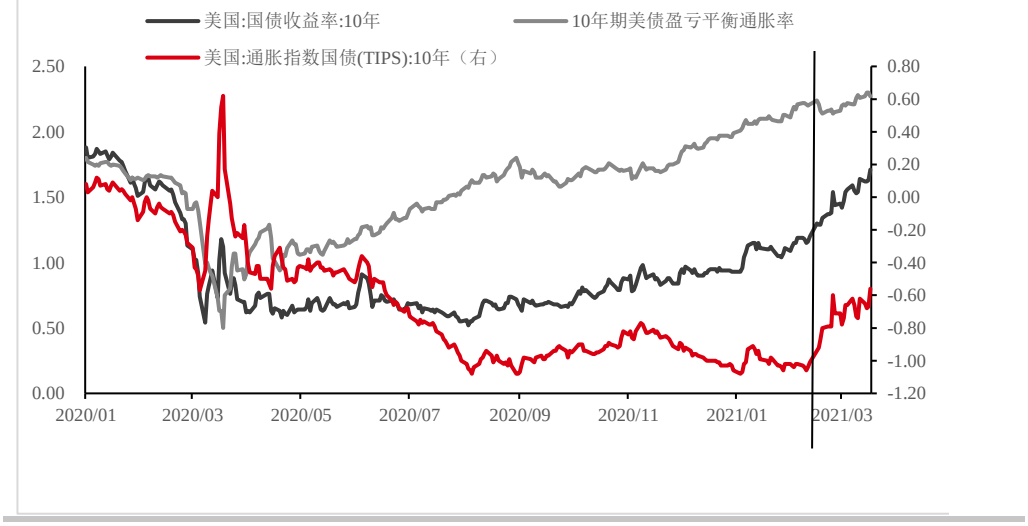
本轮十年期美债名义利率的上行，实际上经历了两阶段不同的逻辑。因为名义利率=实际利率+预期通胀。在春节前夕，基本是由通胀预期的上涨所驱动的；而春节后至今主要是由实际利率迅速上涨所驱动的。近期的美债利率上升，体现为实际利率的震荡与通胀预期的进一步上行。实际利率与通胀预期虽然二者在一定程度上互有因果，比如经济基本面复苏共同推升实际利率与通胀预期，但通常二者还是有较大的逻辑差异。

**大宗商品价格推升通胀预期**

首先需要明确的是，因为十年期国债是可以在市场交易的，其对应的到期收益率为 10 年期国债的名义收益率，十年期的通胀保值债券（TIPs）也是可以交易的，其收益率不受通货膨胀的影响，可以理解为实际收益率。所以二者之差就是市场隐含的通胀预期。它只是市场对未来通胀的预判而不是通胀本身。根据我们的研究，油价是与通胀预期高度相关的。**值得注**

**意的是，通胀预期与通胀本身并不是很匹配，同时油价与实际发生的通胀也不完全匹配。所以市场的主线逻辑普遍高估了油价对于实际通胀的作用。**

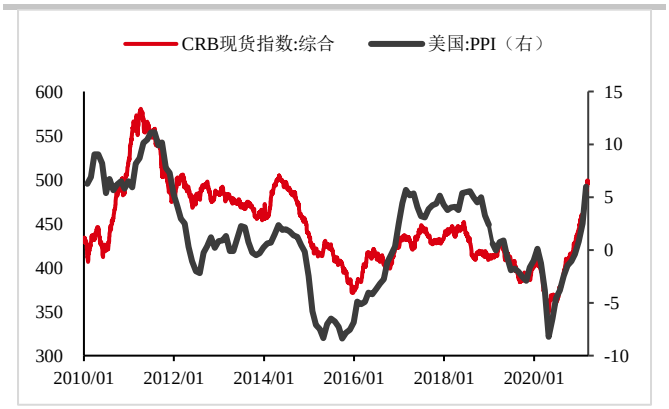
图 2：美债名义利率的驱动分为两个阶段　　单位：%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：全球商品价格推升美国 PPI

单位:%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：全球商品价格推升美国通胀预期

单位:%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：原油价格与通胀预期高度相关

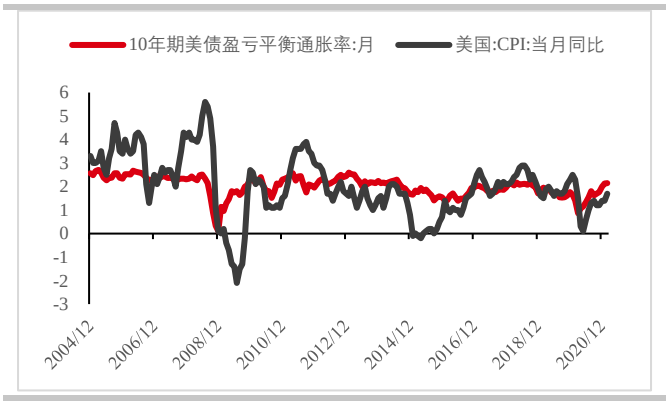
单位:%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：预期通胀与实际通胀并不完全相关

单位:%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

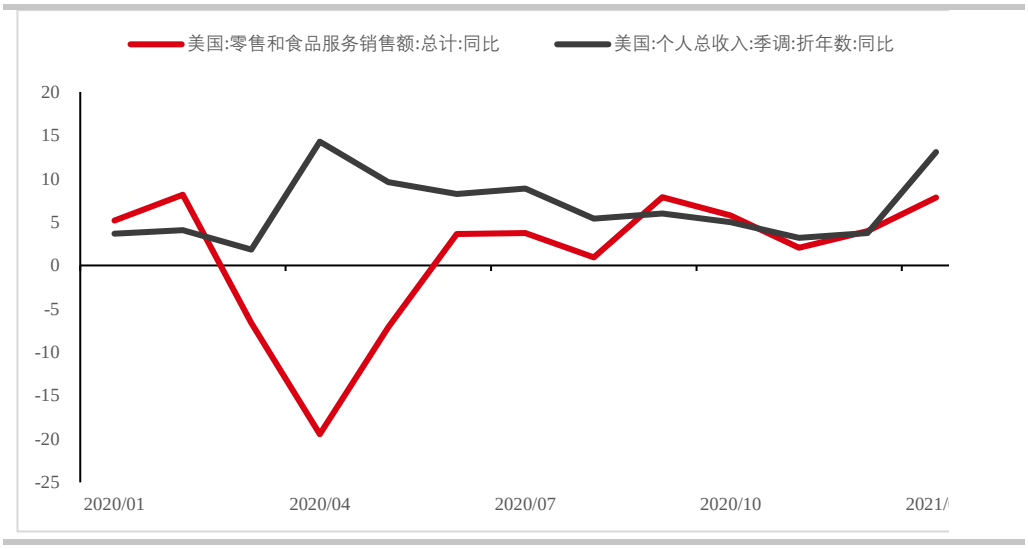
**持续宽松的货币政策以及拜登法案落地推升通胀预期**

除了商品以外，美国宽松的货币政策、拜登法案落地之后的刺激效果都推升了大家的通胀预期。1.9 万亿拜登法案的刺激力度是远超 09 年次贷危机。此次刺激方案 1.9 万亿，连同疫情之初的 3 万亿与去年年底落地的 9000 亿，将美国疫情刺激支出推升至 5.8 万亿，占去年美国名义 GDP 的 27%。

依照美国国会预算办公室（CBO）的测算，2021 年美国名义产出的缺口约为 4200 亿美元。按照预计，拜登 1.9 万亿刺激计划中有 1.2 万亿的资金会在今年使用，加上去年年底通过的 9000 亿美元。可以估算刺激资金与产出缺口的倍数为 5 倍。同样根据美国国会预算办公室的测算，十年前奥巴马政府应对次贷危机时推出财政刺激计划时，2009 年美国潜在产出缺口为 7980 亿美元，当时国会最终批准的刺激方案为 7870 亿美元，分配给当年指出的规模仅有 3600 亿美元，是不到产出缺口的二分之一。因此从这个角度讲，现任美国政府的刺激规模是 09 年时期的 10 倍。

此次法案不光是支出数额巨大，且有明显通过财政调节收入分配的意图。耶伦上任财长时表示，美国的经济复苏为 K-shape，即中高收入人群的收入不降低反而增加，而底层人民的生活越来越糟糕。此次财政资金的用途主要针对个人，每人 1400 美元的直接补贴、以及每周 300 美元的失业补充将开始发放直到 9 月初，对劳动者更有利。2009 年的 ARRA 中，约有 16%的钱花在了基建上，仅有 30%的资金用于个人救助和个人税收减免。与之相对，今年拜登的刺激计划中仅有 5%的钱用于基建，近一半的钱都用在了个人救助和税收减免上。可以说，拜登倾向于通过直接发钱救济个人，其财政刺激具有明显的“普惠性”特征。此外，拜登还希望能在未来几年将联邦最低工资标准从当前的 7.5 美元/小时提高到 15 美元/小时，以此希望帮助中低收入者。这种直接发钱的“直升机撒钱“模式一方面显著推升通胀预期，另一方面也会带来需求的直接改善。

图 7：转移支付后美国居民收入大幅增长带动零售数据走强　　单位：%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

当然，通胀预期回升本身也可以反应经济向好的趋势，这主要是基本面回暖后需求持续拉动的影响。这部分经济好转也同样会带来实际利率的抬升。

## 美债利率上行的原因之二：实际利率的抬升

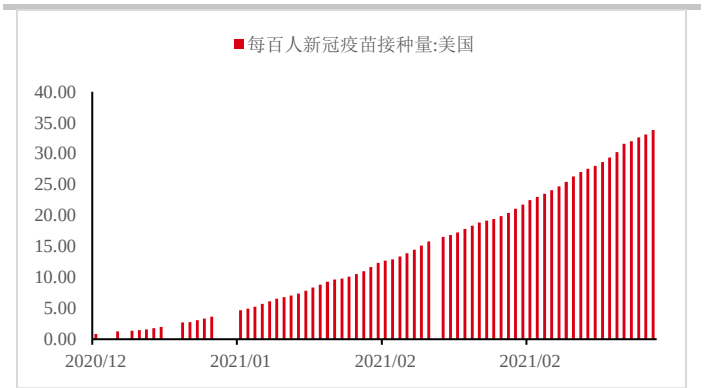
春节过后，美债利率的迅速上行，更多反映的是实际利率的迅速抬升。实际利率抬升同样有两个方面的原因。

**拜登法案落地与疫情控制得力**

一方面是因为美国经济复苏趋势向好：拜登法案刺激落地后的需求复苏，拜登上台后防疫管控加强，疫苗普及持续上升。这些都在近期美国的高频经济数据中得以体现，因此经济内生活力的复苏带动经济内生利率，也就是实际利率的反弹。

图 8：美国疫苗接种人数大幅增加

单位:剂次




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：美国当日新增新冠确诊七日均线

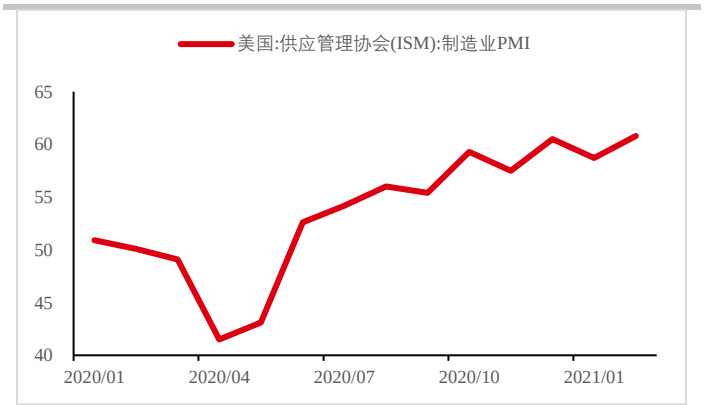
单位:例




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：美国制造业 PMI 持续复苏

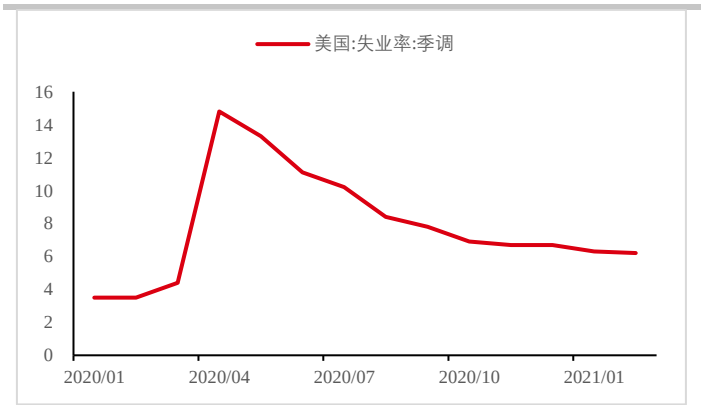
单位:%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：美国失业率持续下滑

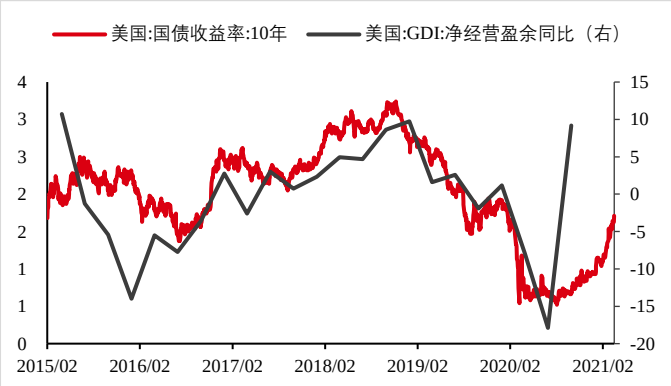
单位:%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：美国国债走势与企业利润高度相关

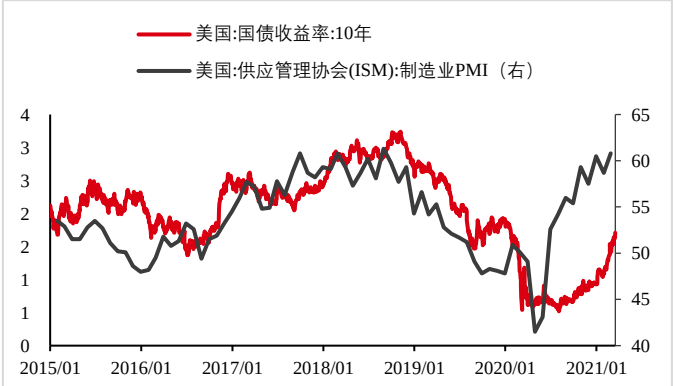
单位:%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：美国国债走势与制造业 PMI 高度相关

单位:%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

历史上看，美国国债十年期收益率与经济本身高度相关。不论是美国制造业 PMI 还是美国企业利润同比增速，都较好的反映了美国十年期国债走势。

**货币政策收紧的“忧虑”**

除了疫情防控得力与经济持续复苏外，另一方面实际利率上升主要反映了货币政策收紧的预期。因为 TIPs10 年期收益率本质上是反映了未来 10 年的平均实际利率。但随着 3 月 18 日联储议息会议宣布联邦基金利率将保持在 0%-0.25%区间不变，同时维持每月 1200 亿美元（800 亿美元国债+400 亿美元 MBS）的资产购买规模不变，直至就业与通胀取得实质性进展。第一，鲍威尔表示美国经济仍旧存在较高的不确定性，现在不是讨论削减 QE 的时候，如果有此打算一定会提前沟通。第二，美联储对因通胀上行的利率上升表示欢迎，鲍威尔承认通胀上行既有低基数效应，也有财政刺激下的需求扩张。认为只有通胀回升到 2%，才会增强联储的可信度。第三，鲍威尔表示除非金融环境恶化，资产价格调整过快，否则美联储不会干预债券市场。此含义表示美联储认为当下的政策是合适的，短时间内不会采取 OT 或者 YCC。

市场对于短期内紧缩货币政策的情绪有较大缓解，一定程度上压制紧缩恐慌。若实际利率再度攀升，更多的还是反应美国经济的持续修复。

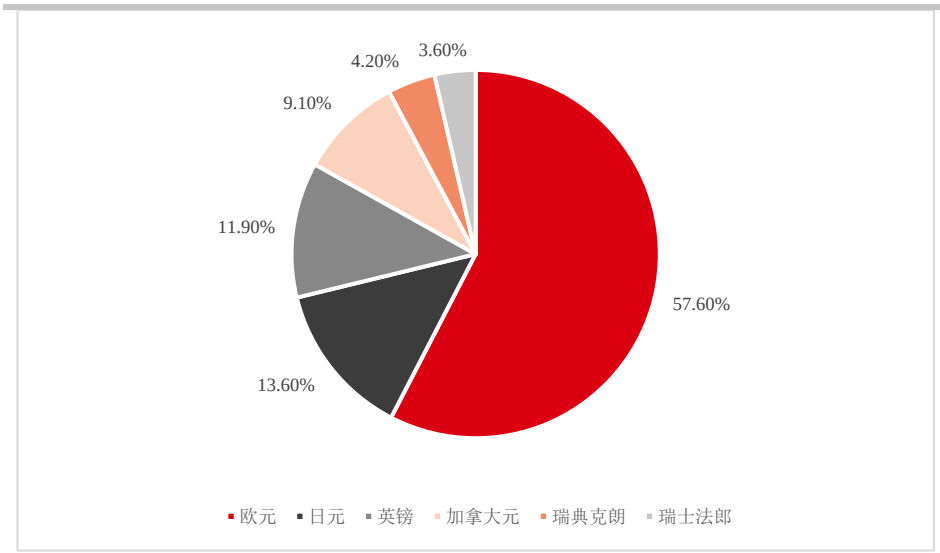
我们预计，伴随疫苗推广带来的全球经济复苏，拜登 1.9 万亿刺激计划的落地，需求回暖将继续拉动大宗商品价格上涨，从而继续维持通胀预期，提振风险偏好。经济基本面的持续修复将支持实际利率的回升，预计未来利率将继续震荡上行。

## 美元指数：短期看美欧强弱对比

市场上，我们常常使用的美元指数是 ICE 美元指数，其名称是因为对应的美元指数期货合约在美洲国际交易所（ICE）交易，是全球广泛使用，交易量最大的货币指数。

美元指数是一种加权指数，包含了若干货币对和权重，历史上其货币篮子和权重经历了数次修改。欧元区成立后，该美元指数仅考虑日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎 6 种货币兑美元汇率，权重则根据当时美国与这些货币所属国家或地区贸易量确定。此后，其组成货币和权重没有再发生变化，即使它们已不再是对美元交易量最大的货币。但是以此为基础美元指数衍生品发展迅猛，成为了国际外汇市场和外汇衍生品市场上最重要的基石。虽然可能该美元指数与美国目前经贸关系反应的汇率并不完全匹配，但因为其交易的广泛性和衍生品定价的基础性，它可以反映更多交易层面的信息。

图 14： ICE 美元指数的构成




数据来源：ICE 华泰期货研究院

从权重可以看出，该美元指数中欧元占比高达 57.6%，因此短期决定美元指数表现的关键因素实际上是美国与欧洲的强弱对比，体现在**经济基本面修复，疫情控制情况，以及利率差异上。**

图 15： 美元指数与美欧实际利差的历史关系 单位：%

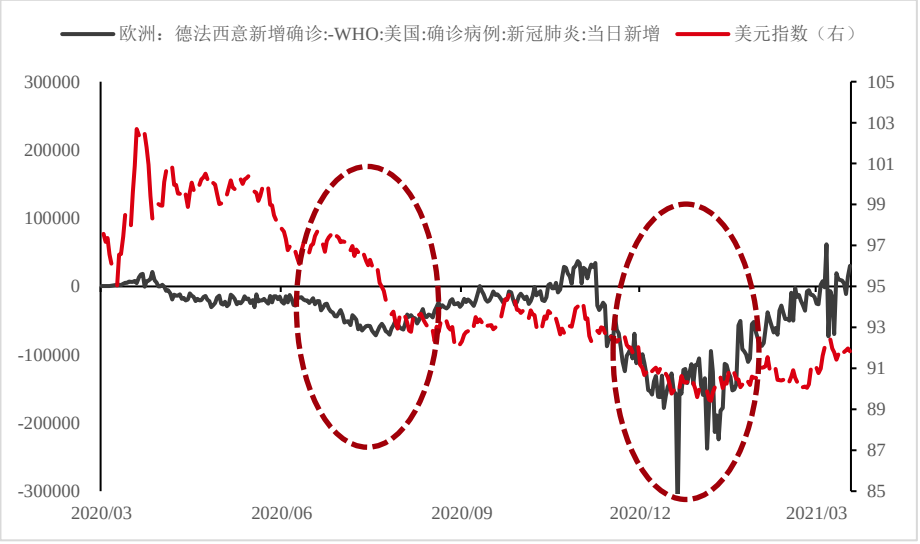



数据来源：Wind 华泰期货研究院

在过去的 2020 年，全年美元指数自 3 月流动性危机的高点 102 跌至 90 以下，累计跌达 10%。因为去年市场最大的主题是新冠疫情防控，所以去年的美元指数基本由美国与欧洲的疫情控制情况的差异所决定，且经常呈现出欧洲控制得力，美国相对较差的局面。全年美元

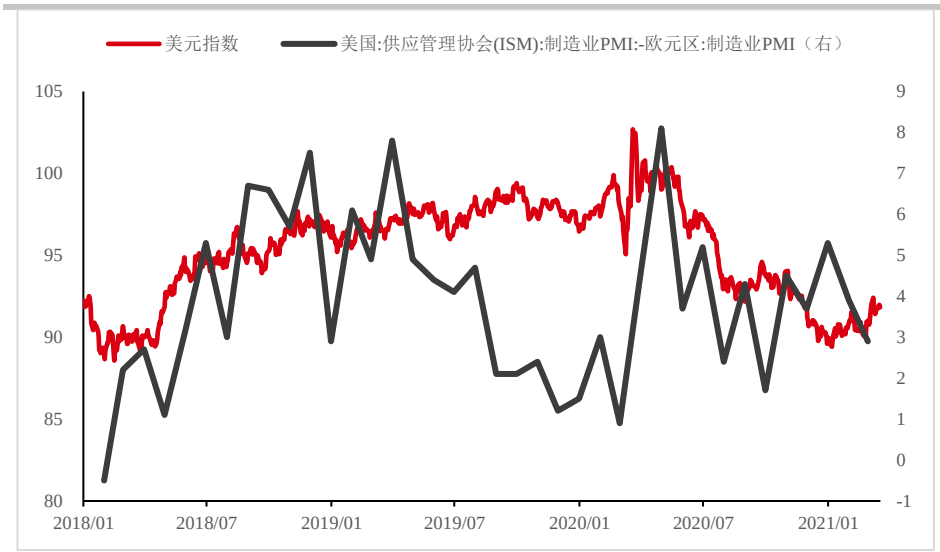
贬值最迅速的两个时段，7 月从 97 跌至 92 和 11 月从 93 跌至 89 分别对应美国的第二和第三波疫情，而欧洲彼时正好处于疫情相对稳定或者缓解期，所以推动了美元的迅猛下跌。

图 16： 美元指数与美欧疫情差异的情况 单位：人




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： 美元指数与美欧 PMI 差异的情况 单位：%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

进入 2021 年以来，美元指数走出反弹行情，美国与欧洲的强弱对比同样起到了关键作用。

具体来看，疫情方面，美国疫苗接种速度快过欧洲，美国与欧洲新增确认人数差距快速缩小。经济方面，美国经济数据显示的经济基本面修复速度快于欧洲，在 1.9 万亿财政刺激和货币政策依旧宽松的环境下，美国经济复苏的预期强于欧洲。利差方面，美国十年期国债利

率的上行推动了美德利差迅速走阔，并且大概率仍将持续一段时间。因此以上方面都显示了对美元的短期支撑。

**这也解释了为什么美国利率最近的快速反弹并没有带来美元的同比迅速反弹。**因为利率只是美国与欧洲的差异之一，虽然阶段性美国的疫情和基本面强于欧洲，但是欧洲的疫情防控与经济修复也不差，同时伴随美债利率走强，欧洲主要国家国债利率也跟随上涨。所以美元虽然反弹，但是幅度不及美债的变动。

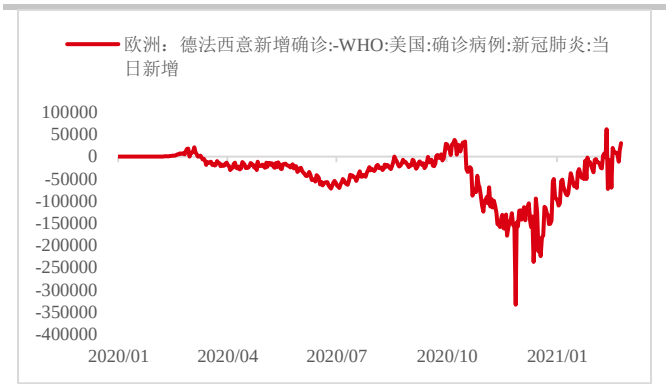
**疫情防控对比**

拜登上台以后，一改特朗普政府时期的消极防疫，从隔离政策、宣传民众佩戴口罩、以及医疗等方面出台一系列疾控措施，比特朗普时期有巨大改进。新增确诊人数，也从一月份开始增速明显小于欧洲。此外，随着新冠疫苗的研发成功和大规模投产，疫情的变化关键开始决定于疫苗分发效率和疫苗接种率。截止 3 月 15 日，美国的百人新冠疫苗接种量为 32.62 剂次。而欧洲四国均值（法德意西）仅为 12.22 剂次。从百人新冠疫苗接种衡量的接种率来看，美国的接种率是欧洲的不到 3 倍，且增速更快。从疫苗角度分析，预计未来美国的“疫情优势”将继续一段时间，因而美元的反弹基础也可能持续。

值得注意的是当前欧洲各国疫情控制同样取得了较好的效果，在疫苗接种进度方面，英国的疫苗接种进度领先于美国，欧元区主要经济体疫苗接种工作也在持续推进。从疫情控制的角度来看，我们观察美国以及欧元区主要经济体的当日新增病例 7 日移动平均值，在曲线的表现上，除法国以外，近期欧美国家新增疫情人数均处在下降的趋势当中，而相较美国的疫情增长人数，欧元区的疫情控制效果更好。从疫苗接种情况上来看，根据每百人新冠疫苗接种量，欧元区主要经济体的疫苗接种工作也在持续推进，因此从疫情角度来看，欧洲主要经济体也处于疫情修复时期。**不过值得注意的风险是，疫苗极其具体效果存在巨大的变数风险，金融市场未必能对专业的医学信息予以充分定价，比如欧洲发现的新冠病毒变异毒株和疫苗有效性等问题。**同时疫苗的生产、分配、接种等环节均存在较多的不确定性。近日，欧洲多国领导人表示第三波疫情可能已经来袭，法国卫生总局 16 日宣布，发现一种新冠变异病毒可以逃避核酸检测，法国首都巴黎将进入为期一个月的封锁状态。同样，德国、意大利、匈牙利、波兰、捷克等国家也进入新又一轮的封锁。

图 18： 美国疫情防控速度快于欧洲

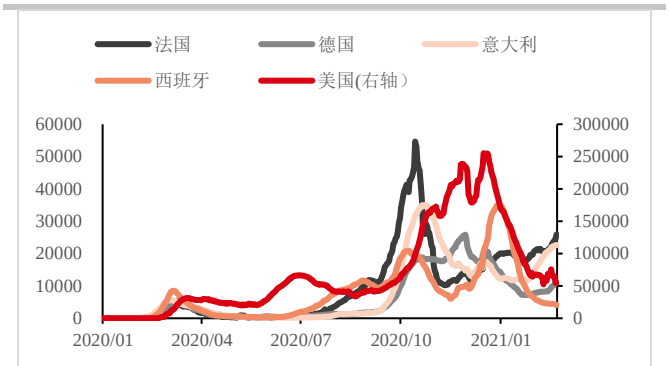
单位:例




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 19： 发达经济体新增病例 7 日平均

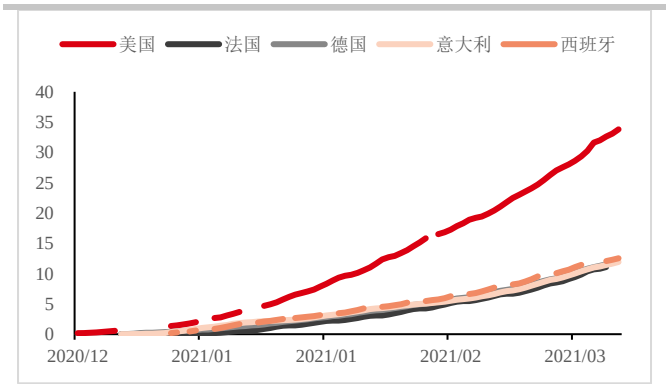
单位：例




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20： 每百人新冠疫苗接种计量

单位:剂次




数据来源：Wind 华泰期货研究院

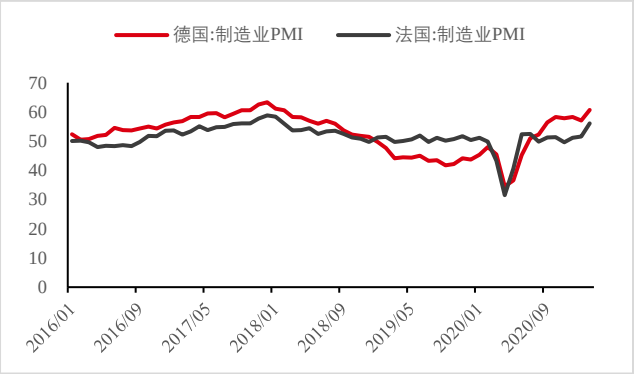
**经济基本面对比**

最新的高频月度经济数据显示：消费、生产、投资信心指数和 PMI 等经济基本面数据也显示美国的经济基本面修复速度快于欧洲。消费方面，1 月份美国零售数据同比增长 7.83%，2 月份美国的零售数据同比 2.39%，已经恢复至疫前中枢水平，而欧元区 19 国零售指数同比 1.6%，弱于美国复苏水平。生产方面， 2 月美国制造业 PMI 仍旧领先欧元区制造业 PMI2.9%。此外，美国最新的 1.9 万亿美元包括现金支票、失业救助和疫苗接种等措施的财政刺激，将为美国经济持续复苏提供支撑。从欧洲主要经济体的经济修复情况来看，英国和欧元区主要经济体制造业也处在持续修复的过程当中。从欧洲主要经济体的经济修复情况来看，当前美国和欧元区整体制造业 PMI 均处于持续上升的趋势当中，欧元区经济基本面也在持续修复，2 月份欧元区制造业 PMI 报 57.9%。而从欧洲主要国家的具体情况来看，我们可以看到如英国、德国和法国的制造业 PMI 指数近期同样有所上升，德国 2 月份制造业 PMI 报 60.7%，作为欧元区最重要的制造业大国，

德国制造业的恢复对于欧元区经济具有重要意义。**因此当前美国的经济复苏预期虽好，但并未与欧洲形成较大差异。相较于美债收益率的快速上行，美元指数反弹速度相对较为缓慢。**

图 21： 德国法国制造业 PMI

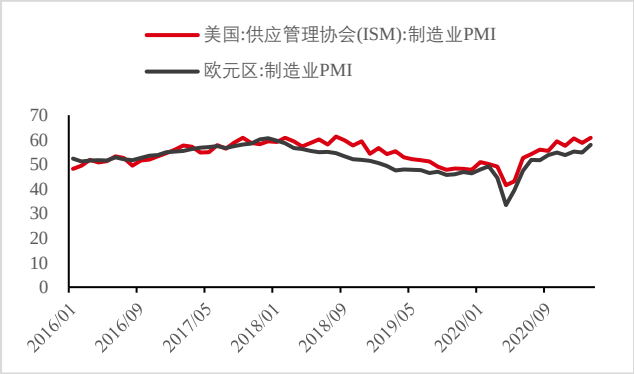
单位:%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22： 美国与欧洲 PMI 复苏对比

单位:%

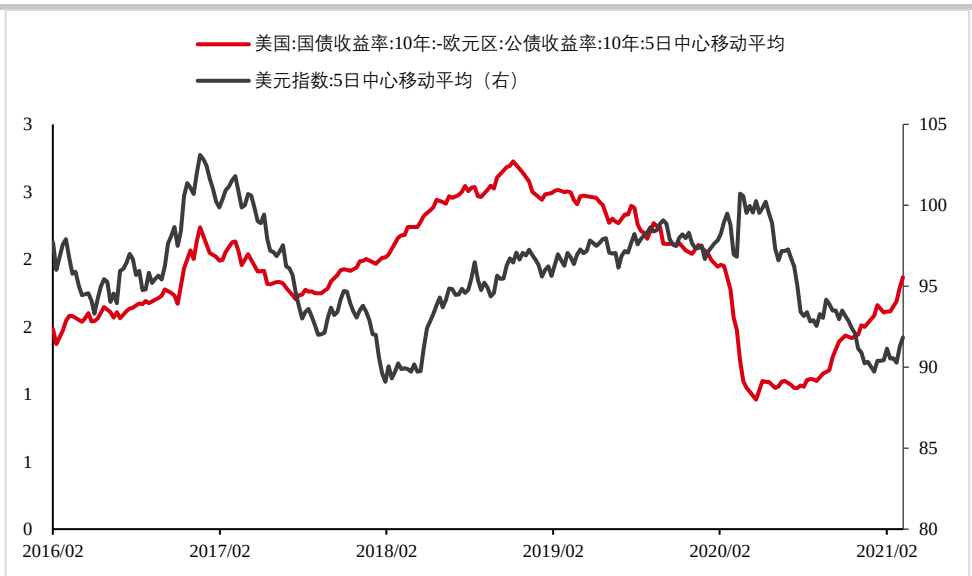



数据来源：Wind 华泰期货研究院

**美欧利差**

在全球货币政策保持宽松、总需求修复预期下，伴随疫苗推广带来的全球经济复苏，拜登 1.9 万亿刺激计划的落地，需求回暖将继续拉动大宗商品价格上涨，从而继续维持通胀预期，提振风险偏好。经济基本面的持续修复将支持实际利率的回升，美债利率持续上行。受此影响，美德利差迅速走阔。根据历史经验，可以看到过去十几年美德利差与美元指数走势趋势相同。美德等利差二季度大概率还会持续扩张，对短期美元走势有支撑。

图 23： 美欧十年期债券利差仍处于扩大趋势 单位：%



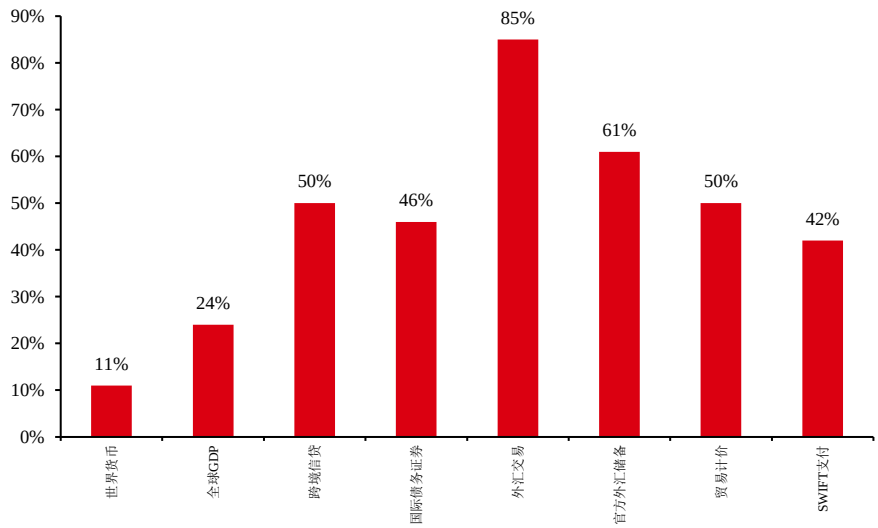

数据来源：Wind 华泰期货研究院

综上所述，2021 年至今已经更改了 2020 年欧洲疫情控制强于美国的格局。目前整体情况而言，疫情控制、经济基本面修复以及利差走阔的因素下，美国短期内确实较欧洲各方面均有一定优势，这也体现在了美元指数的短期走势上，并可能持续一定时间。但我们依然提示：第一，美债利率只是因素之一，所以并没有反映出十年期美债利率与美元的同比例反弹。第二，欧元区的各项情况短期内弱于美国，但依然处于上升通道之中。第三，金融市场很难对专业的医学情况予以充分的定价，疫苗生产分配、病毒变异等各种风险其实存在巨大的不确定性，短时间内这种美强欧弱的格局可能因黑天鹅发生巨大的变化。

## 美元指数：长期仍处于弱势

汇率是宏观经济中最复杂的变量之一，受到各种力量的博弈与牵连。长期来看，一国的汇率更多体现在其经济实力上，本质上是劳动生产率水平的一种外化体现。而美元作为全球中心货币，美联储作为全球央行的“央行“，其价格的决定更为特殊。其币值的强弱对于全球范围的信用扩张和收缩具有显著影响。所以长周期美元除了经济本身的角度外，更重要的是从金融周期的视角看待。

图 24： 美元仍是全球最重要的国际货币




数据来源：Wind 华泰期货研究院

由图可见，尽管美国的 GDP 仅占全球的四分之一，与美国直接有关的国际贸易仅占全球贸易总额的 11%，但美元在全球的支付中占比超过 40%，在全球贸易计价、国际间借贷和国际间债券标价和发行交易中的占比在 50%左右。这表明，**美元的强弱会影响全球持有美元的央行、机构、投资者、居民的资产负债表，进而引起各方资产组合的调整。伴随着美元信**

**用的扩张与收缩，全世界也会因此产生整体的信贷周期、资本流动周期，债务与杠杆周期，最终反过来影响美元指数的走势本身。**

**全球复苏需要弱势美元**

长周期的美元走势，更核心的逻辑取决于全世界的经济复苏情况。由图可见，弱势的美元和大宗商品的长期牛市是息息相关的，当然二者不是简单的线性因果关系，而应该是全球复苏的共同表象，且二者互为因果。这里可能的原因有：在布雷顿森林体系崩溃后，美元与黄金脱钩，成为了实质意义上的世界货币。虽然这些年挑战美元全球货币体系地位的声音不绝于耳，但是根据之前论述的数据，不论是国际贸易还是国际信贷，美元依然遥遥领先于世界上其他主流货币。全球经济的复苏需要更多的美元用于贸易以及借贷，所以弱势的美元会持续输出美元至新兴市场，对应着全球经济的复苏周期和全球美元信用的扩张周期。

图 25：　美元走势与大宗商品走势呈现负向关系




数据来源：Wind 华泰期货研究院

另一个论据是弱势美元带来的新兴市场蓬勃发展。当全球经济向好之时，全球资本的风险偏好得以修复，因此会继而使资本流出发达国家进入新兴市场，表现为新兴市场的资本流入和美元走弱。但本质依然是全球经济的良好复苏。

图 26： 美元走弱有助于新兴市场股票的表现

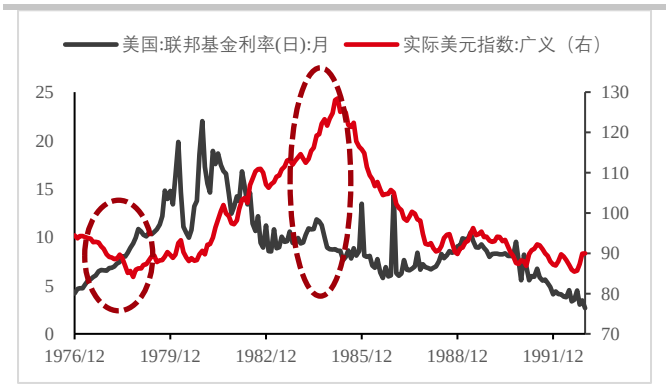



数据来源：Wind 华泰期货研究院

**长周期美元与货币政策**

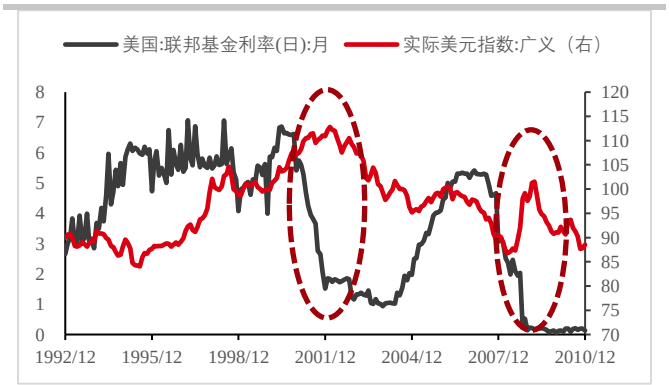
短周期中，美欧的利差是驱动美元指数短期走势的一个关键因素。那么长周期中，美国的货币政策具体扮演了什么样的角色？整体而言，美元指数所包含的周期是长于货币政策周期的。一轮完整的美元周期中，可以看到包含了 2 至 3 轮的美国货币政策周期。一般来说，美元会受到美联储加息而走强，但不可一一对应，比如 1986 年开始的加息也没有带来美元指数的走强，2003 年的加息也未改变美元的弱势。同时，美联储的宽松也会带来美元走弱，但也绝不是每次都如此。所以长期内视角下不应该仅仅跟随美联储货币政策而判断长期趋势。

图 27： 1978-1995 美元周期 单位:%




数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 28： 1995-2002 美元周期 单位：%

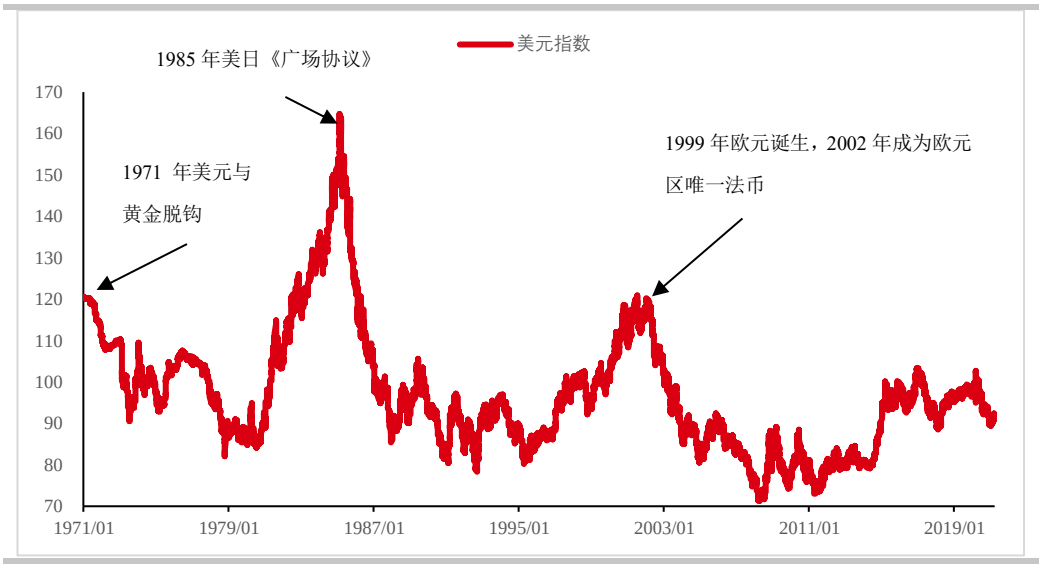



数据来源：Wind 华泰期货研究院

新冠疫情的发生，伴随着美联储在 2020 年 3 月至 4 月的大规模宽松货币政策可能是美元指数由强转弱的关键转折因素。2002 年 2 月至 2011 年 7 月是上一轮美元弱势周期，持续 9 年，足以包含一轮完整的美国经济周期和一轮完整的美联储加息和降息周期。可以这么理解：第一，具有金融属性的美元周期，驱动着全球层面的经济周期。而美联储的货币政策更多的考虑本国的经济周期。第二，美联储的货币政策周期相对美元周期来说是一个短周期，引导全球信用扩张与收缩的美元周期是一个包含美国国内短期债务周期的长周期。

**美元趋势性贬值还可能需要催化剂**：拉长视角来看，从布雷顿森林体系解体至今，每一轮大周期的拐点都需要历史性的事件催化。比如 1971 年的美元与黄金脱钩，1985 年的美日《广场协议》，1999 年诞生的欧元区。去年欧洲推出的 7500 亿复苏基金，意味着更团结的欧盟，亦向欧洲的财政一体化卖出新的一步，有可能是一种标志性的事件。当然，越是历史级的事件，越是应该谨慎确认，让子弹再飞一会。

图 29： 长周期美元走弱需要催化剂




数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 结论

我们认为，美国目前抗疫工作、经济基本面修复以及利率走高均在短期内强过欧洲，所以美元指数短期内是有支撑因素的。具体而言，这种情况可能会持续至二季度甚至三季度，但进入下半年，这些差异收敛的概率较大，届时美元指数的短期支撑因素将逐步消失。当然值得注意的是，疫情的防控仍面临较大的不确定性，若病毒变异或疫苗失效等因素，可能反过来影响经济恢复进程，这些差异仍可能继续扩大。当然，不论短期走势如何，长期内我们仍倾向于一个全球经济复苏带来的弱势美元长周期。在这种长期维度下，我们认为大宗商品和新兴市场都将在长期内受益。

## 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

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com