中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|宏观专题报告

2021-01-31

新发展阶段的流动性特征

——流动性系列专题之一

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

过去 4 年我国流动性总量克制，侧重结构性投放。“十四五”时期强调跨周期政策设计，稳住货币总量，保持宏观杠杆率稳定。未来 5 年流动性总量仍将克制，注重结构优化。在经济下行时对流动性投放不宜期待过高，在经济恢复过程中流动性回收可能较快。货币政策会重点支持符合新发展理念的相关领域，包括科技创新、小微企业、绿色发展等。房地产很难再出现流动性过度充裕的情况。



摘要：

流动性的松紧不仅取决于短期流动性投放，也受到中长期经济格局和货币政策特征的影响。

过去 4 年我国流动性总量克制，侧重结构性投放，这在“十三五”规划中就已经勾勒出来。2017 年以来，我国 M2 增速与实际 GDP 增速之差处于历史低位，反映流动性投放较为克制。在总量克制的情况下，过去几年尤其是 2020 年我国流动性侧重结构性投放。这两个特征与我国推行供给侧结构性改革，注重防风险、去杠杆有关。

“十四五”强调跨周期政策设计，稳住货币总量。货币政策基调源于对经济格局的判断。未来五年我国经济格局与过去五年总体类似。“十四五”时期我国以深化供给侧结构性改革为主线，消费侧重扩大规模，投资侧重优化结构。因此未来 5 年货币政策总体稳健，侧重结构性货币政策工具的运用。“十四五”规划强调跨周期政策设计，建设现代中央银行制度。跨周期政策设计关注中长期的可持续发展，要求跨越经济周期稳住货币总量，在经济下行时货币宽松不能过大；在经济恢复后，货币宽松要及时退出。现代中央银行制度包含四个方面，有四大任务，其中币值稳定是首要目标。在当前经济环境下，建设现代中央银行需要管好货币总闸门，这意味着未来 5 年货币在宽松时会保持定力。建设现代中央银行制度要求健全现代货币政策框架，具体来讲就是以保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配为货币政策中介目标，保持宏观杠杆率稳定，完善结构性货币政策工具体系。

未来 5 年流动性总量仍将克制，注重结构优化。在经济下行时期，对流动性投放不宜期待过高，在经济恢复过程中，流动性回收可能会较快。未来 5 年央行会继续侧重结构性的流动性投放。**货币政策会重点支持符合新发展理念的相关领域，包括科技创新、小微企业、绿色发展等。房地产很难再出现流动性过度充裕的情况。**

风险因素：房价大跌导致货币大幅放松，通胀高企导致货币大幅收紧

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、过去 4 年我国流动性总量克制，侧重结构性支持.....3
二、“十四五”强调跨周期政策设计，稳住货币总量.....6
（一）“十四五”以深化供给侧结构性改革为主线，扩大消费规模，优化投资结构.....6
（二）“十四五”货币政策总体稳健，强调跨周期政策设计，建设现代中央银行.....6
（三）跨周期政策设计关注中长期的持续发展，要求跨越经济周期稳住货币总量.....7
（四）建设现代中央银行制度强调管好货币总闸门，完善结构性货币工具.....8
三、未来 5 年流动性总量仍将克制，注重结构优化.....9
免责声明.....10

图目录

图表 1： 我国 M2 增速、GDP 增速及其差值(%).....3
图表 2： 近几年推出的结构性货币政策.....4
图表 3： 我国杠杆率.....5
图表 4： 70 大中城市新建住宅价格同比.....5
图表 5： “十三五”规划关于货币金融的表述.....5
图表 6： “十四五”规划关于经济发展格局的表述.....6
图表 7： “十四五”规划关于宏观调控与货币金融的表述.....7
图表 8： 央行关于扩周期政策设计的表述.....7
图表 9： 现代中央银行制度的内涵.....8
图表 10： 现代货币政策框架的内涵.....9

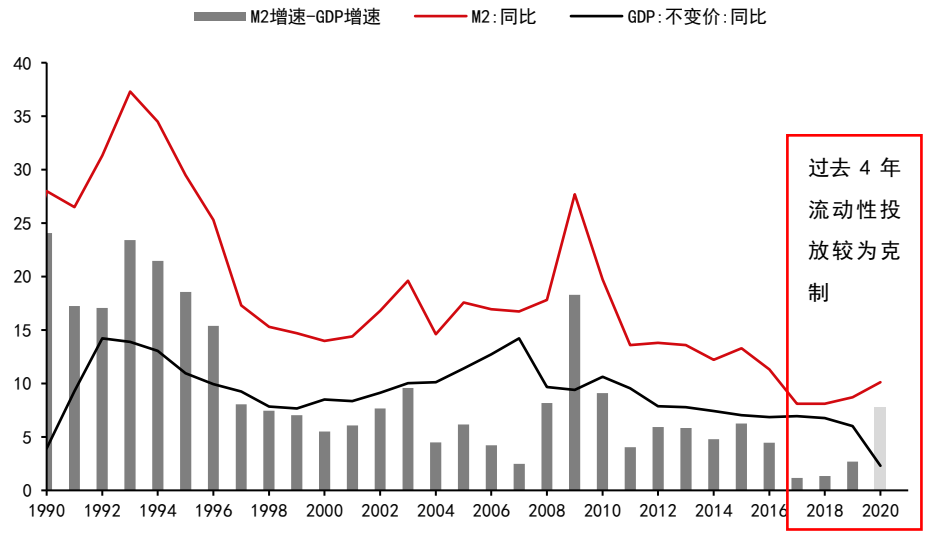
流动性直接受到货币松紧的影响，而货币松紧的变化不仅取决于短期的因素，也受到中长期经济格局和货币流动性特征的影响。本文是我们流行性系列专题报告的第一篇。首先我们回顾过去几年我国流动性特征，然后从中长期的视角探讨未来五年我国经济发展格局和货币政策特征，进而推演中长期的流动性特征。

一、过去 4 年我国流动性总量克制，侧重结构性投放

过去几年我国流动性有两个主要特征：一是流动性投放较为克制；二是更加侧重结构性货币投放。这两个特征与我国推行供给侧结构性改革，注重防风险、去杠杆有关。这种货币流动性特征此前在“十三五”规划中就已经勾勒出来。

2017 年以来，我国 M2 增速与实际 GDP 增速之差处于历史低位，反映流动性投放较为克制。M2 增速代表流动性水平，M2 增速与实际 GDP 增速之差可以衡量流动性的充裕程度。2017-2020 年我国 M2 增速分别为 8.1%、8.1%、8.7%、10.1%，处于过去 30 年的最低水平，其中 2017-2019 年均低于 9%，2020 年为对冲疫情影响略高，但未超过此前的最低值 11.3%(2016 年)。从 M2 增速与实际 GDP 增速之差来看，2017-2019 年该指标分别为 1.2、1.4、2.7、7.8 个百分点，其中前 3 年均处于过去 30 年的最低水平，仅 2020 年偏高。**如果剔除掉 2020 年 GDP 偏低因素，以 6%的潜在 GDP 增速计算，2020 年 M2 增速与 GDP 增速差值仅 4.1%，也处于过去 30 年的最低水平附近**。因此，过去 4 年我国流动性投放总量是较为克制的。

图表1： 我国 M2 增速、GDP 增速及其差值(%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

在总量克制的情况下，过去几年尤其是 2020 年我国流动性侧重结构性投放。近几年我国越来越多地采用结构性货币政策工具。我国于 2014 年引入定向降准。近几年普惠金融定向降准已经成为常态。2018 年底央行宣布增设定向中期借贷便利，利率较普通中期借贷便利有一定优惠，主要用于支持小微企业和民营企业。2020 年新冠疫情对我国经济造成较大冲击。央行较多地采用了结构性的政策工具，

包括 2 次定向降准分别释放 5500、4000 亿元资金，3 次规模分别为 3000、5000、10000 亿的专项再贷款再贴现，LPR 报价利率结构性下调，创设普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持工具。相比较而言，2020 年总量型货币政策工具运用明显少于结构性货币政策工具，仅 1 次全面降准释放 8000 亿资金，2 次下调 MLF 利率合计 30BP。

图表2： 近几年推出的结构性货币政策

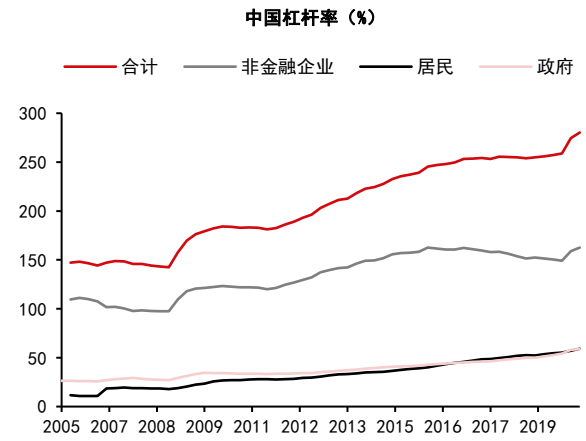
时间	主要货币政策
2017 年 2 月 27 日	按照**定向降准**相关制度，根据相关金融机构 2016 年度支持“三农”和小微企业考核结果，动态调整金融机构存款准备金率。
2017 年 3 月 13 日	印发《中国人民银行办公厅关于做好 2017 年信贷政策工作的意见》，坚持稳中求进工作总基调，**着力提高信贷政策定向结构性调整功能，着力推动供给侧结构性改革取得实质性进展。**
2018 年 1 月 25 日	**普惠金融定向降准全面实施**。
2018 年 4 月 18 日	中国人民银行印发《关于加强宏观信贷政策指导 推动金融更好服务实体经济的意见》，着力加强宏观信贷政策指导，充分**发挥宏观信贷政策的结构性调控功能**，引导银行业金融机构回归本源、防范风险，增强服务实体经济的能力和水平。
2018 年 12 月 19 日	中国人民银行决定，从 2019 年 1 月起**增设定向中期借贷便利**（TMLF）工具，鼓励商业银行等金融机构将资金更多地配置到实体经济，尤其是小微企业、民营企业等重点领域。
2019 年 1 月-7 月	1 月 23 日、4 月 24 日、7 月 23 日 分别开展**定向中期借贷便利**操作 2575、2674、2977 亿元，**利率较中期借贷便利优惠 15BP。**
2019 年 9 月 6 日	全面降准 0.5 个百分点，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行**定向降准 1 个百分点。**
2020 年 1 月-4 月	开展**定向中期借贷便利操作**，合计金额 2966 亿元。
2020 年 2 月 7 日	**设立 3000 亿元专项再贷款**。中央财政按企业实际获得的贷款利率贴息 50%。
2020 年 2 月 10 日	**LPR 报价利率结构性下调**，1 年期降 10BP，而 5 年期仅下降 5BP，主要为了抑制房地产过热
2020 年 3 月 16 日	**实施普惠金融定向降准，释放长期资金约 5500 亿元。**
2020 年 2 月 10 日	**LPR 报价利率结构性下调**，1 年期降 20BP，而 5 年期仅下降 10BP，主要为了抑制房地产过热
2020 年 2 月 26 日	**增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。**其中，支农、支小再贷款额度分别为 1000 亿元、3000 亿元，再贴现额度 1000 亿元。
2020 年 3 月 31 日	**增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元**，引导中小银行将获得的全部资金以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款
2020 年 4 月 3 日	**实施定向降准，释放长期资金约 4000 亿元。**
2020 年 6 月 1 日	**创设普惠小微企业贷款延期支持工具**，提供 400 亿再贷款资金，预计支持普惠小微企业贷款延期本金约 3.7 万亿。 **创设普惠小微企业信用贷款支持工具**，提供 4000 亿再贷款资金，预计带动银行发放 1 万亿普惠小微企业信用贷款。

资料来源：中国人民银行网站 中信期货研究部

过去 4 年我国流动性投放总量克制、结构分化的特征与我国推行供给侧结构性改革，注重防风险、去杠杆有关。2008 年金融危机之后，我国采取大力度货币放松及财政刺激。这固然稳定了经济增长、保住了就业，但也导致杠杆率快速上升、房价快速上涨的不良后果。2009-2014 年间，为追求经济增长速度，我国货币易松难紧，杠杆率持续快速上升，部分行业因过度刺激而出现产能过剩。2014-2016 年间，为化解房地产库存较高的问题，我国大幅下调利率水平。这解决了房地产库存问题，但同时带来了房价暴涨的不良后果。总的来讲，2009-2016 年间

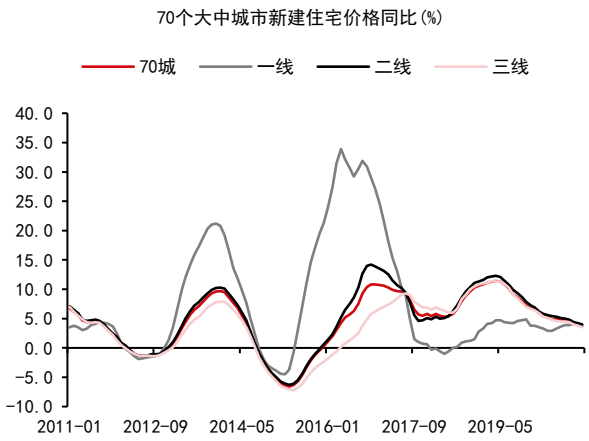
偏宽松的流动性投放虽然在短期稳住了经济和就业，但也带来了明显的不良后果。汲取过去的经验，我国从 2016 年开始逐步推动供给侧结构性改革，并提出防风险、控杠杆的目标。要控制杠杆，就必须控制货币供应量。因此，2017-2019 年间我国流动性投放较为克制，杠杆率也得到有效控制。为支持供给侧结构性改革，货币流动性投放也更加侧重结构优化。因此，**过去 4 年我国流动性投放特征与中长期的宏观政策取向有密切关系**。

图表3： 我国杠杆率



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4： 70 大中城市新建住宅价格同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

过去 4 年我国宏观政策取向早在“十三五”规划中就已经勾勒出来。2015 年 11 月 3 号，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》正式发布。“十三五”规划提出“实现金融风险监管全覆盖”，“防止发生系统性区域性金融风险”，过去 4 年的防风险、控杠杆就是为了实现这一规划目标。“十三五”规划提出“创新调控思路和政策工具，在区间调控基础上加大定向调控力度”，因此过去 4 年央行推出了多种结构性货币政策工具。“十三五”规划提出“发展普惠金融，着力加强对中小微企业、农村特别是贫困地区金融服务”，因此央行推出普惠金融定向降准政策。过去 4 年的宏观政策可以从“十三五”规划中找到线索。

图表5： “十三五”规划关于货币金融的表述

主题	内容
加强金融宏观审慎管理制度建设	健全符合我国国情和国际标准的监管规则，**实现金融风险监管全覆盖……防止发生系统性区域性金融风险**
创新和完善宏观调控方式	按照**总量调节和定向施策并举**、短期和中长期结合、国内和国际统筹、改革和发展协调的要求，完善宏观调控，采取相机调控、**精准调控措施，适时预调微调**，更加注重扩大就业、稳定物价、调整结构、提高效益、防控风险、保护环境。 **创新调控思路和政策工具，在区间调控基础上加大定向调控力度**，增强针对性和准确性。
加快金融体制改革，提高金融服务实体经济效率	建多层次、广覆盖、有差异的银行机构体系，扩大民间资本进入银行业，**发展普惠金融，着力加强对中小微企业、农村特别是贫困地区金融服务……**

资料来源：中信期货研究部

二、“十四五”强调跨周期政策设计，稳住货币总量

前面我们指出“十三五”期间的货币流动性特征可以从“十三五”规划中找到线索。因此，本文基于“十四五”规划推演未来 5 年的货币政策基调。

（一）“十四五”以深化供给侧结构性改革为主线，扩大消费规模，优化投资结构

货币政策基调源于对经济格局的判断。未来五年我国的经济格局与过去五年总体类似。“十四五”时期我国经济以深化供给侧结构性改革为主线，消费侧重扩大规模，投资侧重优化结构。2017 年党的十九大提出“中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。”这标志着我国经济发展进入新的阶段，未来的经济发展将更侧重解决发展不平衡问题。也正是从 2017 年开始，我国货币开始进入稳健增长时代。“十四五”规划提出“以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线”。这与过去 5 年是类似的。比较新的提法是“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。构建“双循环”关键是扩大内需。一是扩大消费，促进消费升级；二是保持投资适度增长，优化投资结构。以前我国拉动投资主要靠房地产和老基建。当前我国房地产和老基建投资规模已经较为庞大，缺乏增长空间。因此，未来投资更多的是优化结构，而不是追求规模。相对而言，我国消费规模增长空间较大。2016-2019 年间，最终消费支出对我国 GDP 的贡献在 62%左右，显著低于美国、德国、日本等发达国家 75%-80%左右的水平。因此，从经济发展趋势来看，我国消费增长空间更大。

图表6： “十四五”规划关于经济发展格局的表述

主题	内容
经济发展	**以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线**，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，统筹发展和安全，加快建设现代化经济体系，**加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局**，推进国家治理体系和治理能力现代化，实现经济行稳致远、社会安定和谐，为全面建设社会主义现代化国家开好局、起好步。

资料来源：中信期货研究部

（二）“十四五”货币政策总体稳健，强调跨周期政策设计，建设现代中央银行

“十四五”时期的经济格局决定了未来 5 年货币政策总体稳健，不会大水漫溉，侧重结构性货币政策工具的运用。这与过去 5 年基本类似。货币扩张对投资的拉动效果会较好。由于“十四五”时期我国投资主要是优化结构，并不需要大规模的货币扩张。过于宽松的流动性环境反而容易导致过度投资和产能过剩，并推动房价过快上涨，催生房价泡沫。因此，未来 5 年我国货币政策会保持克制。投资结构优化需要结构性货币政策的支持，预计未来 5 年我国会继续大量使用结构性货币政策工具。

“十四五”规划比较新的提法是搞好跨周期政策设计，建设现代中央银行制度。关于这两点下文将详细讨论。

图表7： “十四五”规划关于宏观调控与货币金融的表述

主题	内容
宏观调控	完善宏观经济政策制定和执行机制，重视预期管理，提高调控的科学性。加强国际宏观经济政策协调，**搞好跨周期政策设计**，提高逆周期调节能力，促进经济总量平衡、结构优化、内外均衡。
货币金融	**建设现代中央银行制度**，完善货币供应调控机制，稳妥推进数字货币研发，健全市场化利率形成和传导机制。构建金融有效支持实体经济的体制机制，提升金融科技水平，增强金融普惠性。深化国有商业银行改革，支持中小银行和农村信用社持续健康发展，改革优化政策性金融。全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。推进金融双向开放。完善现代金融监管体系，提高金融监管透明度和法治化水平，完善存款保险制度，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，对违法违规行为零容忍。

资料来源：中信期货研究部

（三）跨周期政策设计关注中长期的持续发展，要求跨越经济周期稳住货币总量

跨周期政策设计关注中长期的持续发展。跨周期政策设计是与逆周期政策相对的一个概念。逆周期政策关注短周期的经济波动，通过逆周期的货币政策降低经济的短周期波动。在当前全球经济增长乏力、我国经济增速下台阶的背景下，各国的逆周期货币政策主要体现为货币放水，刺激经济增长。这样的短周期政策是有弊端的，不仅透支了未来的货币宽松空间，也容易导致资产价格过快上涨。因此，我国强调跨周期政策设计关注的是中长期的可持续发展，不能为了短期稳增长过度透支未来的政策空间。

跨周期政策设计要求跨越经济周期稳住货币总量。在经济下行时期，货币宽松力度不能过大；在经济恢复后，货币宽松要及时退出甚至适当收紧。目前央行经常提及跨周期政策设计，但具体论述很少。央行货币政策司司长孙国峰在《健全现代货币政策框架》中论述道“货币政策中介目标要保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配……这一中介目标锚定方式有利于搞好跨周期政策设计，跨越经济周期稳住货币总量。”这可能反映了央行对当前跨周期政策的定调——跨越经济周期稳住货币总量。央行主要通过“保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”来实现这一目标。我们认为这意味着在经济下行时期，货币宽松力度不能过大；在经济恢复后，货币宽松要及时退出甚至适当收紧。。

图表8： 央行关于扩周期政策设计的表述

来源	内容
《孙国峰：健全现代货币政策框架》	货币政策中介目标要保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配……**这一中介目标锚定方式有利于搞好跨周期政策设计，跨越经济周期稳住货币总量**。

资料来源： 中信期货研究部

（四）建设现代中央银行制度强调管好货币总闸门，完善结构性货币工具

建设现代中央银行制度是十九届四中全会《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》首次提出。这一目标也被写进了“十四五”规划。央行行长易纲专门撰文论述了如何建设现代中央银行制度。

现代中央银行制度包含四个方面，有四大任务，其中币值稳定是首要目标。现代中央银行制度包含四个方面：现代货币政策框架、金融基础设施服务体系、系统性金融风险防控体系和国际金融协调合作治理机制。建设现代中央银行制度是为了实现央行的四大任务——币值稳定、充分就业、金融稳定、国际收支平衡。币值稳定是我国央行的首要目标。

在当前经济环境下，建设现代中央银行需要管好货币总闸门，这意味着未来 5 年货币在宽松时会保持定力。资本市场通常将“管好货币总闸门”的表述看成是央行收紧货币政策的标志。我们注意到易纲行长在论述现代中央银行目标时特别强调管好货币总闸门。这主要是因为 2015 年以前我国货币易松难紧。不强调管好货币总闸门，货币就容易过于宽松。管好货币总闸门也是为了防范系统性金融风险，而金融稳定是现代中央银行的四大任务之一。因此，当前经济背景下，央行特别强调管好货币总闸门。这意味着未来 5 年货币政策在宽松时会保持定力。

图表9： 现代中央银行制度的内涵

主题	内容
现代中央银行**制度**	**现代货币政策框架**、**金融基础设施服务体系**、**系统性金融风险防控体系**和**国际金融协调合作治理机制**的总和。
现代中央银行**目标**	建立有助于实现**币值稳定**、**充分就业**、**金融稳定**、**国际收支平衡四大任务**的中央银行体制机制，**管好货币总闸门**，提供高质量金融基础设施服务，**防控系统性金融风险**，管控外部溢出效应，促进形成公平合理的国际金融治理格局。

资料来源：《易纲：建设现代中央银行制度》 中信期货研究部

现代中央银行制度的四大组成部分之一是现代货币政策框架。现代货币政策框架以保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配为货币政策中介目标，保持宏观杠杆率稳定，完善结构性货币政策工具体系。央行货币政策司司长孙国峰对现代货币政策框架进行了较为系统的论述，包括优化的货币政策目标、创新的货币政策工具、畅通的货币政策传导机制。2017 年以前，我国货币政策的中介目标是货币供应量，政府每年都会设定 M2 增速的预期目标。从 2018 年开始，我国不再具体设定 M2 增速的具体目标，转而强调保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率稳定。由于我国经济进入高质量发展阶段，不能简单依靠放松货币刺激经济。因此，货币政策会更多地强调创新和完善结构性货币政策工具体系精准滴灌。

图表10： 现代货币政策框架的内涵

主题	内容
优化的货币政策目标	**以币值稳定为首要目标，更加重视就业目标。** **货币政策中介目标要保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配**……这一中介目标锚定方式有利于搞好跨周期政策设计，**跨越经济周期稳住货币总量**……这一锚定方式实际上将**稳定宏观杠杆率**的机制内嵌进了货币政策中介目标之中。 完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率的央行政策利率体系，有效实现操作目标。
创新的货币政策工具	在保持流动性合理充裕的同时，**创新和完善结构性货币政策工具体系精准滴灌**，构建金融有效支持实体经济的体制机制，引导金融机构加大对符合新发展理念相关领域的支持力度，**加大对科技创新、小微企业、绿色发展等重点任务的金融支持**，增强经济内生增长动力。
畅通的货币政策传导机制	健全市场化利率形成和传导机制。 深化人民币汇率市场化改革，把握好内部均衡和外部均衡的平衡。

资料来源：《孙国峰：健全现代货币政策框架》 中信期货研究部

三、未来 5 年流动性总量仍将克制，注重结构优化

通过前面的讨论我们看到未来 5 年我国货币政策仍然是总量克制、结构优化的格局。这也决定了未来流动性的基本特征。

第一，未来 5 年流动性总量会较为克制，在经济下行时期，对流动性投放不宜期待过高，在经济恢复过程中，流动性回收可能会较快。

第二，未来 5 年央行会继续侧重结构性的流动性投放。货币政策会重点支持符合新发展理念的相关领域，包括科技创新、小微企业、绿色发展等。房地产很难再出现流动性过度充裕的情况。

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