中信期货 CITIC Futures

中信期货研究|宏观策略周报

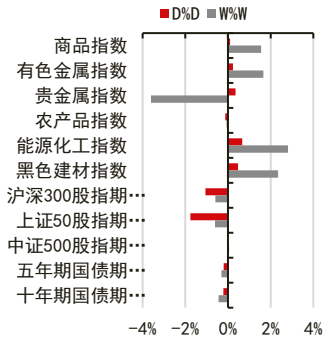
2020-11-16

信用债违约扰动市场，但无需过于忧虑

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

近期永煤等国企债务违约引发市场担忧。我们认为近期部分国企债务违约仍是个案。2016-2019 年间的供给侧改革已经推动国企债务率下降 2.4 个百分点，近几个月我国经济的持续修复也推动国企盈利显著改善，当前出现系统性债务风险的可能性不大。短期来看，流动性可能会受到一些负面影响，部分机构可能通过抛售利率债而令国债期货承压，风险偏好可能也会受到一定的抑制。



摘要：

一、上周经济及市场回顾：

上周一辉瑞疫苗效果超预期推升全球风险偏好，原油及海外股市大幅上涨，而黄金、美债等承压下跌。国内股市受海外影响相对较小，期债受信用债违约事件压制。海外经济增长预期改善导致人民币升值动力有所减弱。

国内商品涨跌幅前五：苯乙烯 11.55%、原油 8.04%、甲醇 7.87%、沥青 6.47%、燃油 6.18%；LPG-5.02%、沪银-4.46%、鸡蛋-3.23%、沪金-2.68%、菜粕-2.36%

沉淀资金流入流出前五（亿元）：甲醇 5.70、铁矿 5.56、苯乙烯 3.76、沪铝 3.59、沪铜 3.51；沪银-7.70、沪金-6.23、焦炭-3.53、苹果-3.23、沪胶-2.34

板块沉淀资金流入流出（亿元）：能源化工 18.55、有色金属 11.68、黑色建材 7.36、农产品-1.20、贵金属-13.92

二、本周重点关注：

近期永煤等国企债务违约引发市场担忧。我们认为近期部分国企债务违约仍是个案，不会导致系统性风险。首先，近期出现债务违约的国企均是负债率高达 80%左右的企业，这类企业是少数，不具有普遍性。当前我国国企负债率为 64.5%，显著低于违约企业。其次，2016-2019 年间的供给侧改革已经推动我国国有企业杠杆率下降 2.4 个百分点，这意味着当前不太可能出现系统性债务危机。最后，尽管今年新冠疫情对企业盈利构成一定冲击，但我国经济已经接近恢复常态，8、9 月份国有企业盈利当月同比增速分别高到 24.9%、51.9%，在这种情况下出现系统性债务风险的可能性不大。

短期来看，债务违约可能还会扰动市场情绪和流动性。永煤控股宣布利息已兑付，债券本金正在筹措。这反映如果个别国企债券违约可能引发对国企的信用危机，那么国资委也不会放任不管。当然，打破刚兑对我国信用市场的建设是有好处的。11 月 13 日包商银行对已发行的 65 亿元"2015 包行二级债" 本金实施全减记。这反映监管层也并不希望让市场形成刚兑预期。债务违约可能还会发生，对市场或有一些扰动。

风险提示：国内政策收紧、中美关系恶化

宏观研究团队

研究员：
刘宾
0755-83212741
liubin@citicsf.com
从业资格号：F0231268
投资咨询号：Z0000038

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482

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。

一、上周经济及市场回顾

上周一辉瑞疫苗效果超预期推升全球风险偏好，原油及海外股市大幅上涨，而黄金、美债等承压下跌。国内股市受海外影响相对较小，期债受信用债违约事件压制。海外经济增长预期改善导致人民币升值动力有所减弱。

图表1： 全球资产 1 周表现

国内商品		海外商品		股指		国债(BP)		外汇		
苯乙烯	11.55%	COMEX 黄金	-3.36%	上证综指	-0.06%	中国 2 年	5.58	人民币	6.6065	0.09%
原油	8.04%	COMEX 白银	-3.46%	深圳成指	-0.61%	中国 5 年	6.43	美元	92.755	0.57%
甲醇	7.87%	LME 铜	0.76%	沪深 300	-0.59%	中国 10 年	6.52	欧元	1.1834	-0.34%
沥青	6.47%	LME 铝	1.76%	上证 50	-0.62%	美国 2 年	2.7	英镑	1.3189	0.25%
燃油	6.18%	ICE 布油	8.44%	中证 500	0.09%	美国 5 年	4.5	日元	104.63	-1.22%
菜粕	-2.36%	NYMEX 原油	8.05%	标普 500	2.16%	美国 10 年	7.8	澳元	0.727	0.17%
沪金	-2.68%	CBOT 大豆	4.22%	纳斯达克	-0.55%	英国 10 年	6.36	加元	1.3137	-0.66%
鸡蛋	-3.23%	CBOT 玉米	1.39%	富时 100	6.88%	德国 10 年	7.2	卢布	77.209	0.31%
沪银	-4.46%	ICE2 号棉花	0.36%	德国 DAX	4.78%	日本 10 年	0.4	雷亚尔	5.4625	-1.56%
LPG	-5.02%	ICE11 号糖	0.34%	日经 225	4.36%					

资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表2： 期货市场沉淀资金及其变化

板块	5日沉淀资金变化(亿)
合计	48.84
金融	26.37
商品	22.47
能源化工	18.55
有色金属	11.68
黑色建材	7.36
农产品	-1.20
贵金属	-13.92

板块	20日沉淀资金变化(亿)
合计	141.64
金融	54.14
商品	87.49
能源化工	33.42
黑色建材	30.64
农产品	26.24
有色金属	16.70
贵金属	-19.50

板块	沉淀资金(亿)
合计	1870.23
金融	758.00
商品	1112.23
农产品	302.26
能源化工	263.10
黑色建材	234.05
有色金属	170.82
贵金属	142.01

品种	5日沉淀资金变化(亿)
甲醇	5.70
铁矿	5.56
苯乙烯	3.76
沪铝	3.59
沪铜	3.51
沪胶	-2.34
苹果	-3.23
焦炭	-3.53
沪金	-6.23
沪银	-7.70

品种	20日沉淀资金变化(亿)
焦炭	12.31
豆油	11.59
棕榈	10.24
螺纹	9.34
甲醇	7.44
沥青	-2.54
郑棉	-2.84
玉米	-6.90
沪银	-8.75
沪金	-10.75

品种	沉淀资金(亿)
铁矿	80.62
沪铜	79.13
沪金	74.29
豆粕	69.82
沪银	67.72
螺纹	58.84
豆油	56.62
焦炭	44.38
棕榈	36.07
TA	35.11

资料来源：Wind 中信期货研究部

说明：沉淀资金按收盘价、交易所保证金标准、单边持仓计算

二、本周重点关注

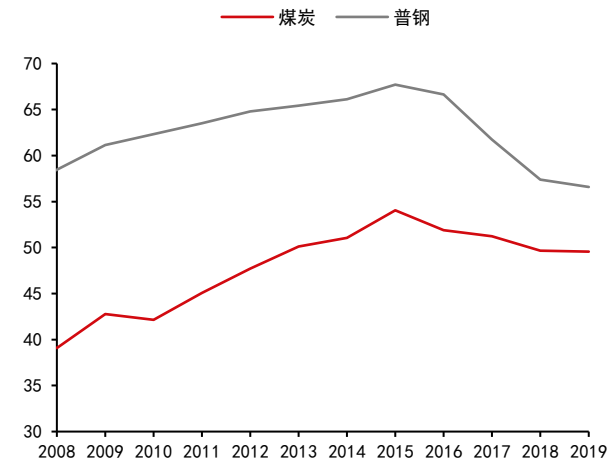
（一）本周重点关注：

近期永煤等国企债务违约引发市场担忧。**我们认为近期部分国企债务违约仍是个案，不会导致系统性风险**。短期来看，流动性可能会受到一些负面影响，部分机构可能通过抛售利率债而令国债期货承压，风险偏好可能也会受到一定的抑制。

首先，近期出现债务违约的国企均是负债率很高的企业，这类企业是少数，不具有普遍性。从上市公司数据来看，目前煤炭行业资产负债率在 49.5%左右，并不算高。永煤控股的资产负债率高达 77.8%，远高于行业平均水平，其债务违约尤其自身负债率过高的原因。当前，我国国企资产负债率为 64.5%，虽然不算低，但明显低于近期违约企业 80%左右的资产负债率。因此，当前我国国企的债务风险尚在可控范围内。

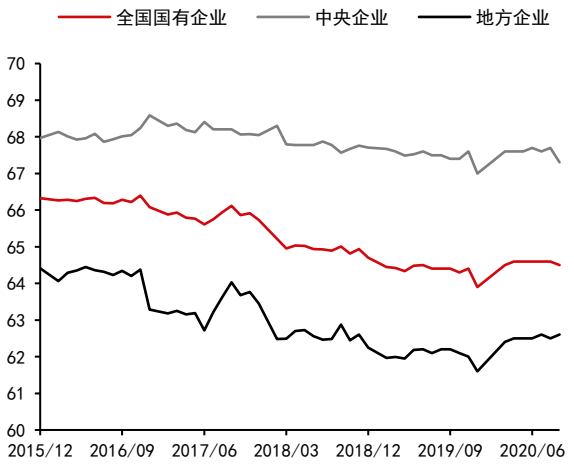
其次，2016-2019 年间的供给侧改革已经推动我国企业杠杆率明显下降，这意味着当前不太可能出现系统性债务危机。2016 年以来，我国通过供给侧改革逐步推动企业杠杆率下降。钢铁行业效果非常显著，资产负债率从 67.7%下降至 56.6%，煤炭行业的资产负债率也下降 4.5 个百分点。2016-2019 年间，国有企业资产负债率也下降 2.4 个百分点。在杠杆率已经明显下降的背景下，我国出现系统性债务危机的可能性不大。

图表：煤炭及钢铁行业上市公司资产负债率(%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表：国有企业资产负债率(%)



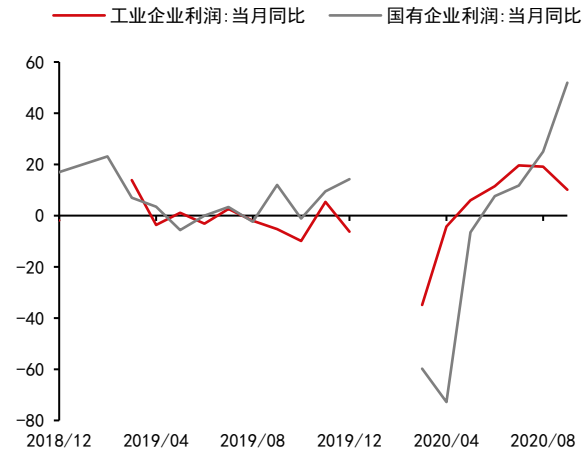
资料来源：Wind 中信期货研究部

最后，尽管今年新冠疫情对企业盈利构成一定冲击，但我国经济已经接近恢复常态，企业盈利当月同比显著增长，在这种情况下出现系统性债务风险的可能性不大。今年 5 月份以来，我国工业企业盈利当月同比就已经转正，6-9 月份均维持了 10%以上的增长。国有企业盈利当月同比增速也从 6 月份转正，8、9 月份

同比增速分别高到 24.9%、51.9%。1-9 月份，工业企业盈利累计同比减少 2.4%，也接近转正；国有企业累计盈利表现差一些，同比减少 16%，但考虑到近 2 个月国企当月盈利的高增长，国有企业也不太可能出现系统性债务风险。

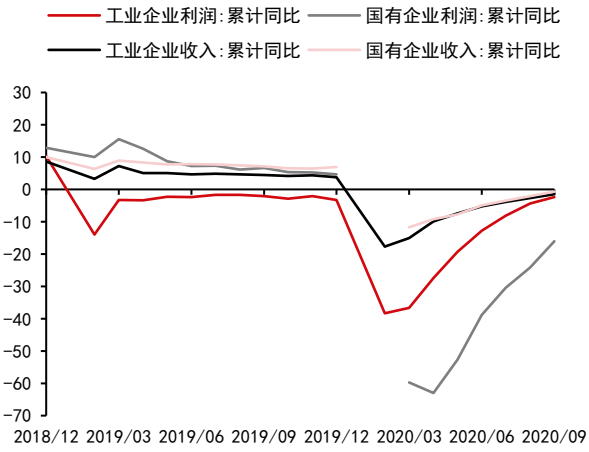
短期来看，债务违约可能还会扰动市场情绪和流动性。永煤控股宣布，“20 永煤 SCP003”3238.52 万元利息已兑付，债券本金 10 亿元正在筹措。这反映如果个别国企债券违约可能引发对国企的信用危机，那么国资委也不会放任不管。当然，打破刚兑对我国信用市场的建设是有好处的。11 月 13 日包商银行对已发行的 65 亿元"2015 包行二级债" 本金实施全减记。这反映监管层也并不希望让市场形成刚兑预期。债务违约可能还会发生，对市场或有一些扰动。

图表：工业企业和国有企业利润当月同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表：工业企业和国有企业的利润、收入增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）周末要闻

财政部原部长楼继伟表示，中国经济复苏走在全球前列，已经到了研究宽松货币政策有序退出的时候，但要把退出的节奏掌握好，必须有序退出，早做研究。

民航局：10 月份，民航运输生产恢复速度有所放缓，共完成运输总周转量 86.7 亿吨公里，**恢复至去年同期的 77.5%**；完成旅客运输量 5032.3 万人次，恢复至去年同期的 88.3%。

上海出台燃料电池汽车产业创新发展实施计划：到 2023 年，规划加氢站接近 100 座并建成运行超过 30 座，形成产出规模约 1000 亿元，推广燃料电池汽车接近 10000 辆。

接近监管部门人士 11 月 13 日表示，监管部门对债券市场违法违规行为一直保持“零容忍”态度，如发现逃废债这类行为，将进行严厉打击，维护市场良好秩序。

因发生"无法生存触发事件"，11 月 13 日包商银行对已发行的 65 亿元"2015 包行二级债" 本金实施全减记，并对任何尚未支付的累积应付利息总计 5.85 亿

元不再支付，堪称史上首次。

美国商务部暂时不会执行针对 TikTok 的禁令。该禁令原定于 12 日生效，生效后包括苹果公司应用商店在内在线软件商店必须下架 TikTok，亚马逊等在线云存储平台也必须停止美国境内 TikTok 的操作。

中国期货业协会最新数据显示，截至 9 月全国 149 家期货公司净利润为 59.36 亿元，同比大增 40.42%；客户权益为 7358.02 亿元，同比增长 55.04%。

高通发言人证实，该公司已经获得部分产品向华为供货的许可证，其中包括一些 4G 产品。

美国 11 月密歇根大学消费者信心指数初值 77，预期 82，前值 81.8。

欧元区第三季度 GDP 同比修正值降 4.4%，预期降 4.3%，初值降 4.3%。欧元区 9 月季调后贸易帐为顺差 240 亿欧元，为 2020 年 2 月以来新高，预期顺差 225 亿欧元，前值顺差 219 亿欧元。

（三）本周重要经济数据及事件

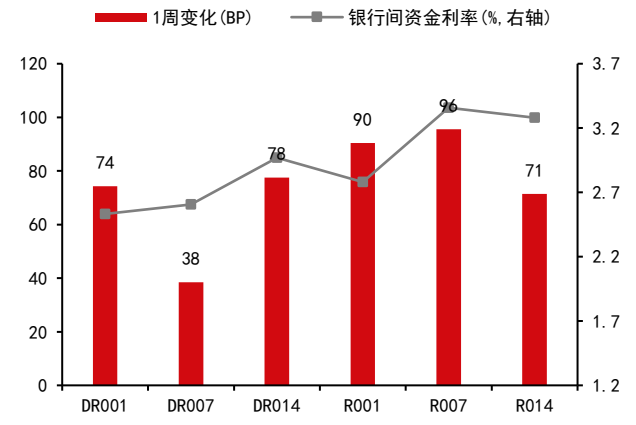
图表3： 重要经济数据及事件

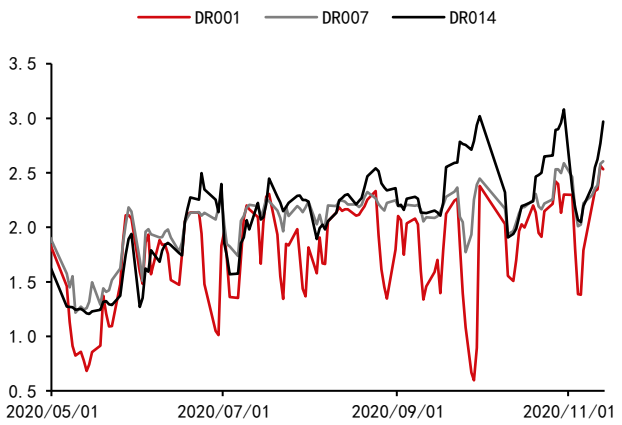
日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2020/11/16	7:50	日本	第三季度 GDP(初值):同比(%)	-9.9	--	--
2020/11/16	10:00	中国	10 月工业增加值:当月同比(%)	6.9	6.48	--
2020/11/16	10:00	中国	10 月固定资产投资:累计同比(%)	0.8	1.75	--
2020/11/16	10:00	中国	10 月社会消费品零售总额:当月同比(%)	3.3	5.19	--
2020/11/17	18:00	欧盟	9 月欧元区:营建产出:环比(%)	2.6	--	--
2020/11/17	21:30	美国	10 月零售和食品服务销售:同比:季调(%)	5.36	--	--
2020/11/17	21:30	美国	10 月核心零售总额:季调:环比(%)	1.38	--	--
2020/11/17	22:15	美国	10 月工业产能利用率(%)	71.54	--	--
2020/11/17	22:15	美国	10 月工业总体产出指数:环比(%)	-0.63	--	--
2020/11/17	23:00	美国	11 月 NAHB 住房市场指数	85	--	--
2020/11/17	23:00	美国	9 月商业库存:季调(百万美元)	1,919,154	--	--
2020/11/18	18:00	欧盟	10 月欧元区:CPI:同比(%)	-0.3	--	--
2020/11/18	21:30	美国	10 月新屋开工:私人住宅(千套)	125	--	--
2020/11/18	23:30	美国	11 月 13 日 EIA 库存:商业原油增量(千桶)	4,277	--	--
2020/11/19	17:00	欧盟	9 月欧元区:经常项目差额:季调(百万欧元)	19,940	--	--
2020/11/19	21:30	美国	11 月 14 日当周初次申请失业金人数(万人)	70.9	--	--
2020/11/19	21:30	美国	11 月 07 日持续领取失业金人数:季调(万人)	678.6	--	--
2020/11/19	23:00	美国	10 月成屋销售:环比折年率(%)	9.36	--	--
2020/11/19	23:00	美国	10 月成屋销售折年数(万套)	654	--	--
2020/11/20	7:50	日本	10 月 CPI:同比(%)	0	--	--
2020/11/20	9:35	日本	11 月制造业 PMI(初值)	48	--	--
2020/11/20	15:00	德国	10 月 PPI:同比(%)	-1	--	--

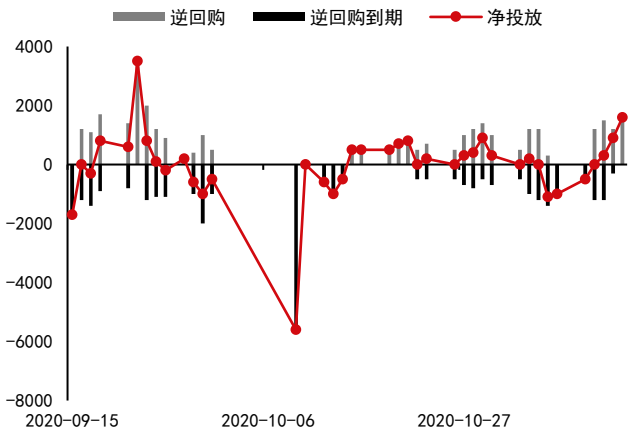
资料来源：Wind 中信期货研究部

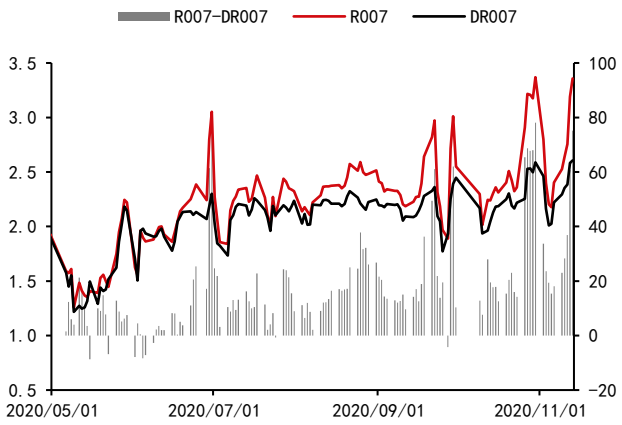
三、流动性跟踪

图表4： 银行间市场流动性跟踪



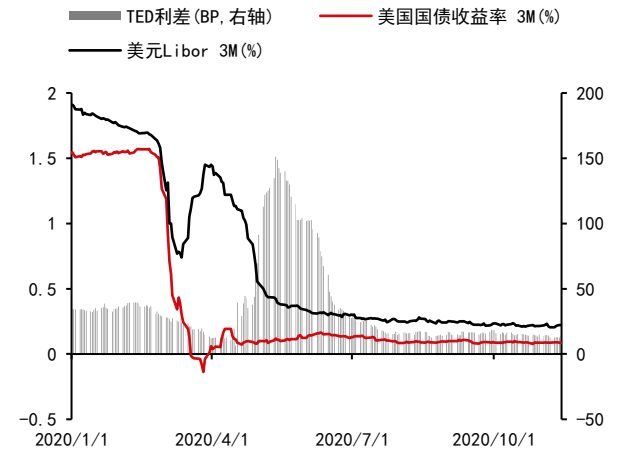






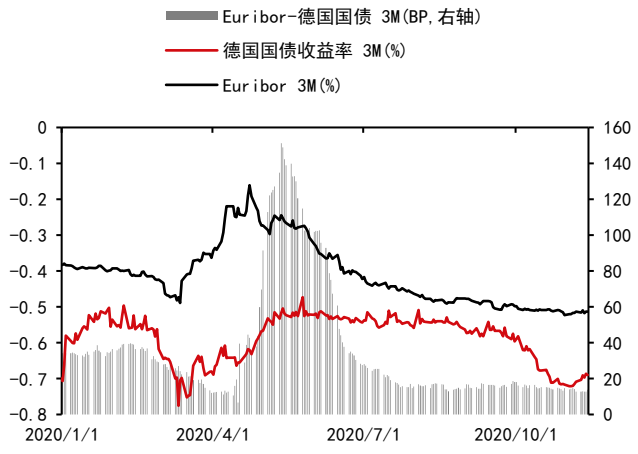
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5： 美元 Libor 及 TED 利差



资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

图表6： Euribor 及其与德国国债利差



资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

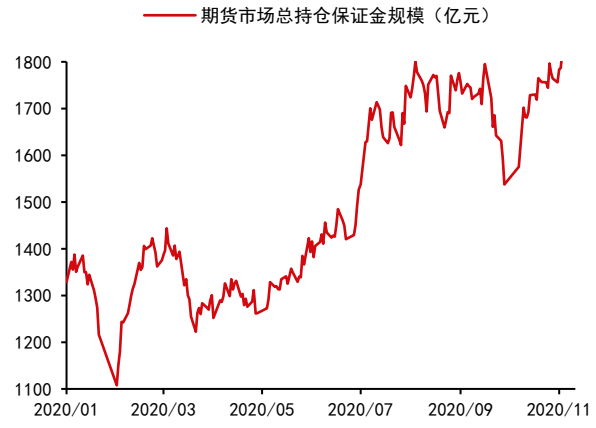
四、期货市场数据跟踪

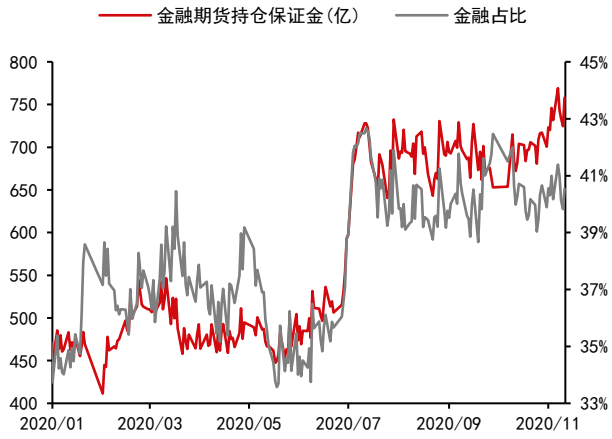
图表7： 国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日涨跌幅	5日涨跌幅	1日沉淀资金变化（亿）	5日沉淀资金变化（亿）	沉淀资金（亿）
合计			50.41	48.84	1870.23
金融			33.28	26.37	758.00
商品			17.14	22.47	1112.23
贵金属	0.36%	-3.61%	-2.59	-13.92	142.01
黑色建材	0.47%	-0.06%	1.89	-1.20	234.05
有色金属	0.23%	2.81%	2.64	18.55	170.82
能源化工	0.66%	2.34%	12.94	7.36	263.10
农产品	-0.13%	1.66%	2.26	11.68	302.26

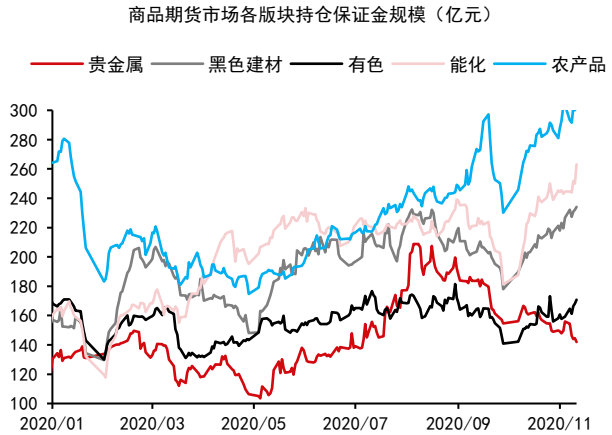
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表8： 国内期货市场板块沉淀资金









资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9： 国内商品期货品种表现（按价格涨跌幅排序）

品种	5日涨跌幅	振幅	活跃度	20日涨跌幅
苯乙烯	11.55%	10.95%	2.65	25.05%
原油	8.04%	12.56%	1.84	-4.32%
甲醇	7.87%	8.80%	1.24	8.67%
沥青	6.47%	7.69%	1.00	-5.50%
燃油	6.18%	9.75%	2.00	-6.77%
低硫燃油	5.91%	9.91%	0.53	-2.17%
铁矿	5.29%	7.53%	1.58	4.61%
焦煤	4.86%	5.54%	0.98	2.35%
TA	4.40%	6.34%	0.77	-5.79%
玻璃	4.15%	4.55%	2.09	5.34%
沪铝	4.10%	4.68%	0.59	5.88%
沪铅	3.36%	3.12%	0.95	2.30%
PP	3.30%	4.56%	2.15	4.15%
尿素	3.12%	4.93%	1.23	8.65%
苹果	3.03%	6.85%	1.64	-11.31%
锰硅	2.81%	2.83%	0.98	1.03%
塑料	2.73%	4.82%	1.26	4.15%
PVC	2.71%	5.96%	0.98	6.43%
连豆	2.22%	4.45%	1.83	13.65%
棕榈	2.22%	5.18%	3.49	9.50%
沪镍	2.20%	5.32%	2.73	-0.79%
20号胶	1.86%	7.75%	0.78	4.70%
纸浆	1.66%	3.11%	0.84	0.43%
沪铜	1.47%	2.26%	0.65	1.46%
豆油	1.40%	3.93%	1.24	7.60%
螺纹	1.28%	2.71%	0.50	4.91%
动煤	1.25%	3.78%	1.14	4.23%
红枣	1.15%	2.90%	0.96	-1.28%
淀粉	1.14%	3.13%	0.89	-1.08%
热卷	1.09%	2.22%	0.44	5.48%
玉米	1.03%	3.06%	0.48	-0.27%
郑棉	0.93%	3.31%	0.79	-2.63%
粳米	0.55%	0.74%	0.89	4.09%
沪锌	0.33%	3.35%	1.20	5.43%
郑糖	0.08%	1.51%	0.86	-3.11%
焦炭	-0.08%	5.80%	2.03	14.18%
棉纱	-0.15%	2.92%	1.49	-5.68%
沪锡	-0.19%	1.59%	1.15	0.08%
菜油	-0.23%	3.73%	2.93	6.51%
乙二醇	-0.75%	5.87%	1.46	-7.15%
纯碱	-0.88%	2.89%	1.74	-8.40%
豆粕	-1.03%	3.78%	0.77	-0.77%
硅铁	-1.48%	2.25%	0.91	-0.77%
豆二	-1.80%	4.57%	2.05	1.53%
沪胶	-1.96%	8.08%	3.46	4.32%
不锈钢	-1.96%	4.09%	0.76	-6.21%
菜粕	-2.36%	3.95%	1.84	0.30%
沪金	-2.68%	4.84%	1.07	-1.73%
鸡蛋	-3.23%	3.94%	1.08	-0.68%
沪银	-4.46%	9.37%	2.26	-0.43%
LPG	-5.02%	5.89%	1.67	-6.08%

资料来源：Wind 中信期货研究部

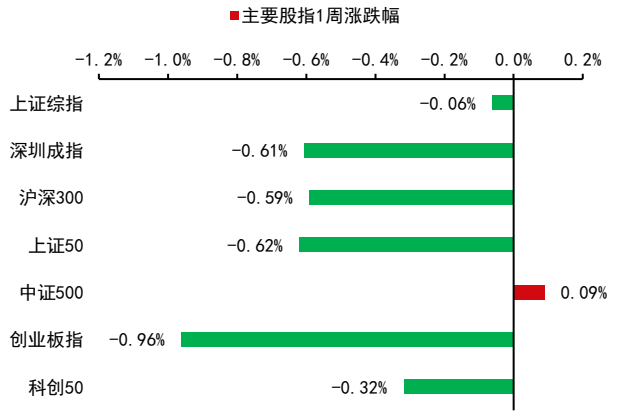
图表10： 国内商品期货沉淀资金及其变化

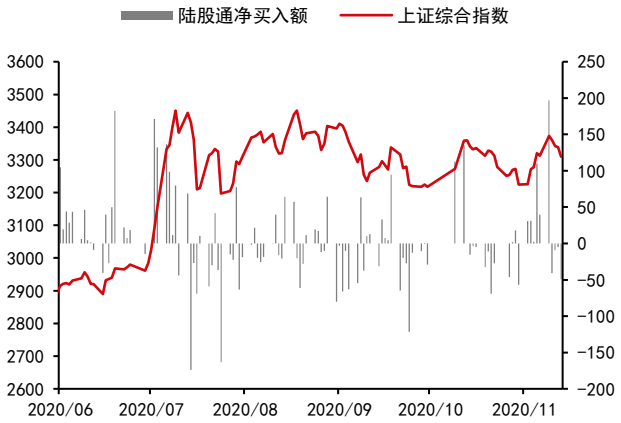
品种	5日沉淀资金变化(亿)	品种	20日沉淀资金变化(亿)	品种	沉淀资金(亿)
甲醇	5.70	焦炭	12.31	铁矿	80.62
铁矿	5.56	豆油	11.59	沪铜	79.13
苯乙烯	3.76	棕榈	10.24	沪金	74.29
沪铝	3.59	螺纹	9.34	豆粕	69.82
沪铜	3.51	甲醇	7.44	沪银	67.72
TA	3.39	TA	5.83	螺纹	58.84
PP	3.12	苯乙烯	5.70	豆油	56.62
棕榈	3.06	沪镍	5.53	焦炭	44.38
沪镍	2.83	沪铝	5.15	棕榈	36.07
鸡蛋	2.16	菜油	4.10	TA	35.11
玻璃	1.63	铁矿	3.98	沪镍	34.59
焦煤	1.44	郑糖	3.29	沪胶	34.25
郑糖	1.43	PVC	2.91	玉米	33.27
乙二醇	1.31	热卷	2.71	原油	30.46
原油	1.19	鸡蛋	2.70	沪铝	27.50
塑料	1.19	动煤	2.24	甲醇	26.76
螺纹	1.16	豆粕	2.23	郑棉	25.84
动煤	1.03	PP	2.18	郑糖	22.05
纯碱	0.93	纸浆	1.93	沪锌	19.27
纸浆	0.85	乙二醇	1.83	PP	19.21
锰硅	0.79	沪锌	1.74	热卷	16.74
LPG	0.65	沪铜	1.72	沥青	16.49
不锈钢	0.41	塑料	1.61	菜油	14.98
连豆	0.39	苹果	1.43	塑料	13.83
低硫燃油	0.39	燃油	1.42	玻璃	13.28
沪铅	0.32	纯碱	1.31	燃油	12.13
热卷	0.25	不锈钢	1.18	乙二醇	12.08
沪锌	0.23	焦煤	1.14	苯乙烯	11.82
尿素	0.21	连豆	0.86	苹果	11.66
淀粉	0.09	20号胶	0.86	PVC	11.26
20号胶	0.09	尿素	0.64	鸡蛋	9.70
沪锡	0.08	沪铅	0.58	纸浆	9.70
粳米	0.05	锰硅	0.46	焦煤	9.24
红枣	0.04	低硫燃油	0.17	动煤	8.43
棉纱	-0.03	菜粕	0.16	连豆	7.93
PVC	-0.04	豆二	0.09	菜粕	6.93
菜油	-0.05	沪胶	0.08	LPG	6.76
豆粕	-0.29	LPG	0.07	沪锡	5.82
豆二	-0.32	粳米	0.01	不锈钢	5.04
硅铁	-0.35	红枣	-0.09	低硫燃油	4.90
豆油	-0.39	棉纱	-0.15	20号胶	4.54
郑棉	-0.73	玻璃	-0.21	沪铅	4.49
玉米	-1.15	原油	-0.25	锰硅	3.92
燃油	-1.26	硅铁	-0.28	纯碱	3.90
沥青	-1.63	淀粉	-0.49	淀粉	3.75
菜粕	-2.23	沪锡	-1.24	硅铁	1.99
沪胶	-2.34	沥青	-2.54	尿素	1.48
苹果	-3.23	郑棉	-2.84	豆二	1.41
焦炭	-3.53	玉米	-6.90	粳米	0.77
沪金	-6.23	沪银	-8.75	棉纱	0.74
沪银	-7.70	沪金	-10.75	红枣	0.71

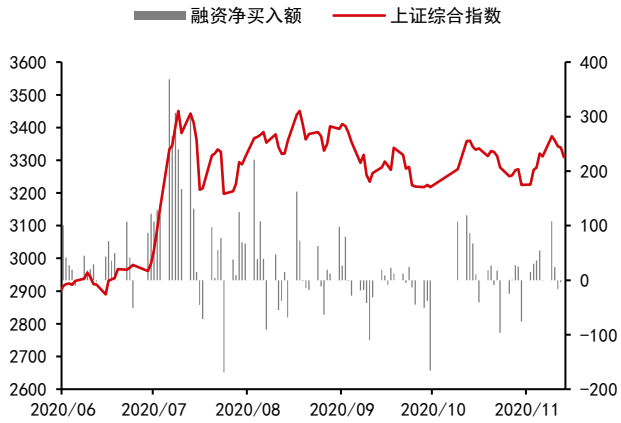
资料来源：Wind 中信期货研究部

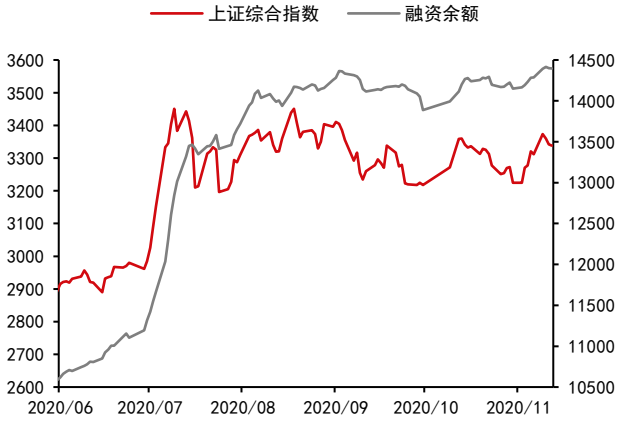
五、国内金融市场跟踪

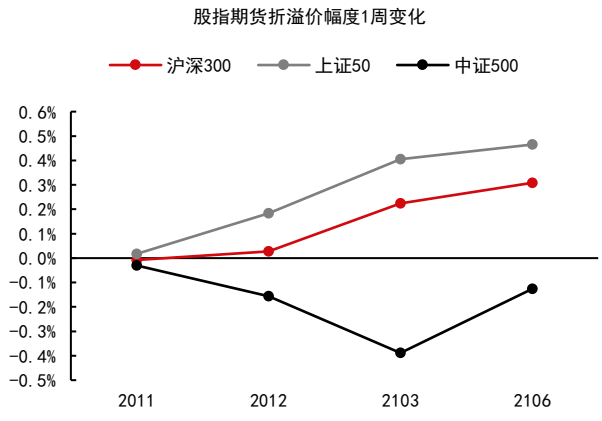
图表11： 国内股票市场

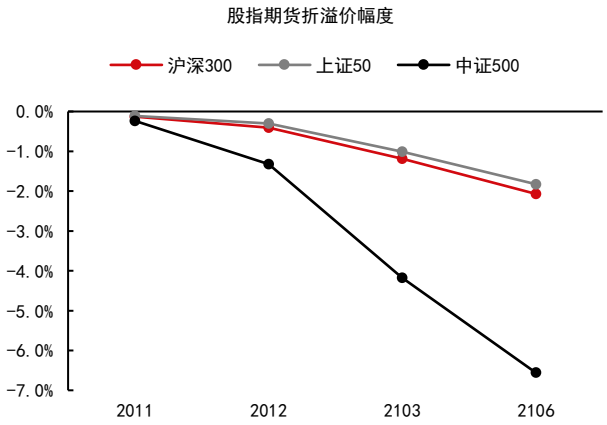








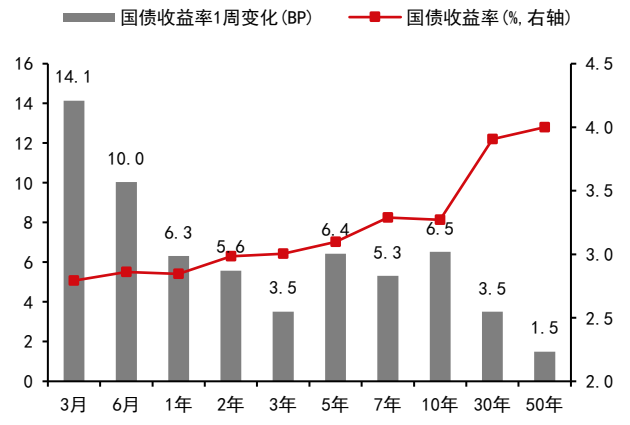


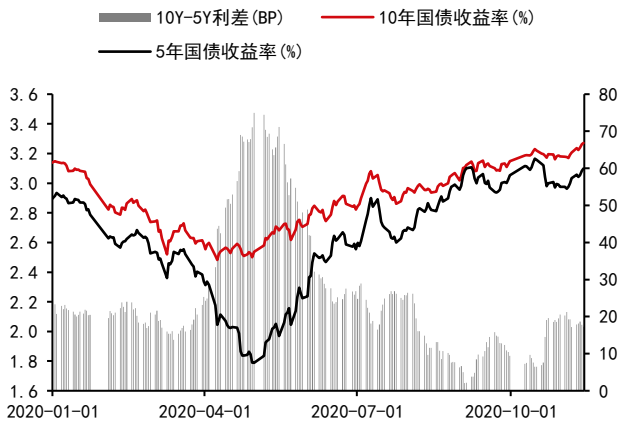


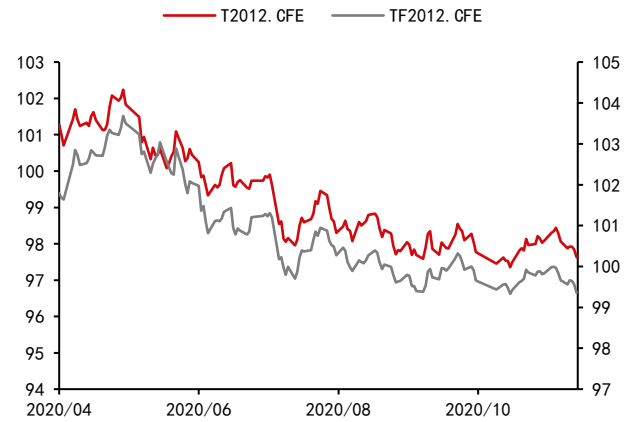
资料来源：Wind 中信期货研究部

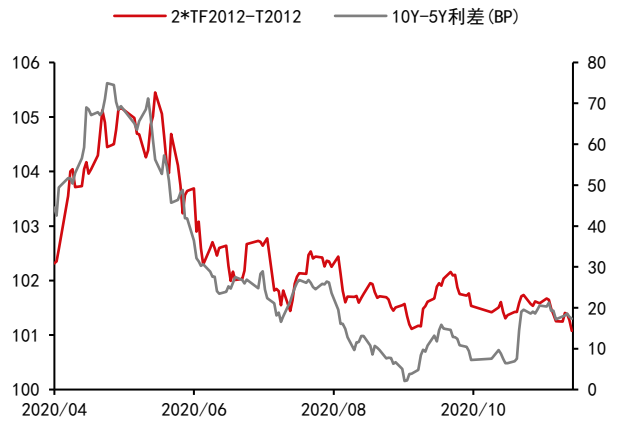
折溢价：期货价格/现货价格-1

图表12： 国内债券市场





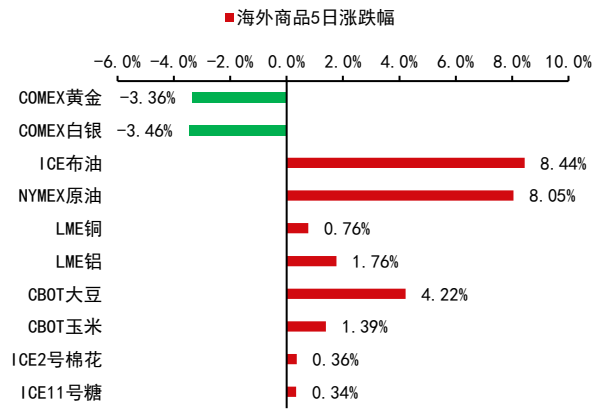


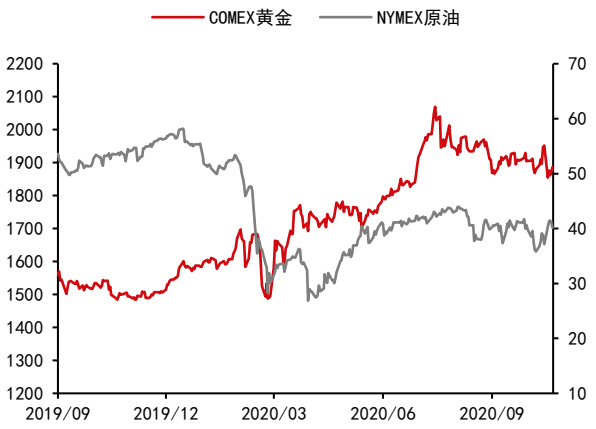


资料来源：Wind 中信期货研究部

六、全球金融市场跟踪

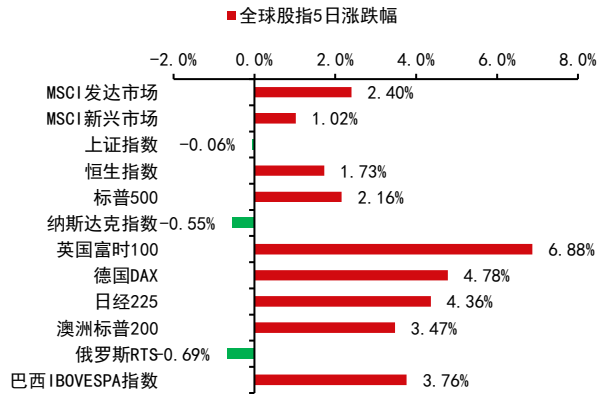
图表13： 海外商品





资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

图表14： 全球股票市场



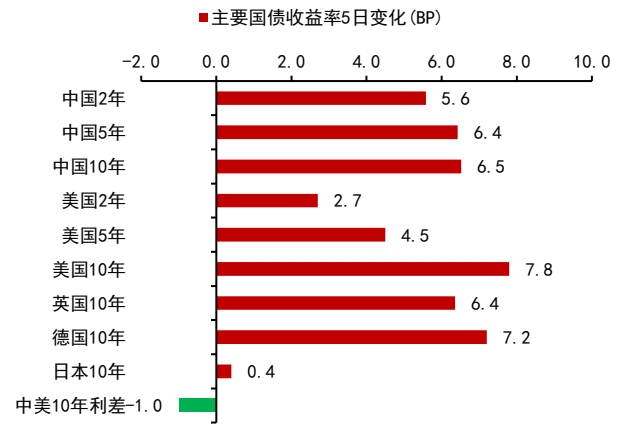






资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

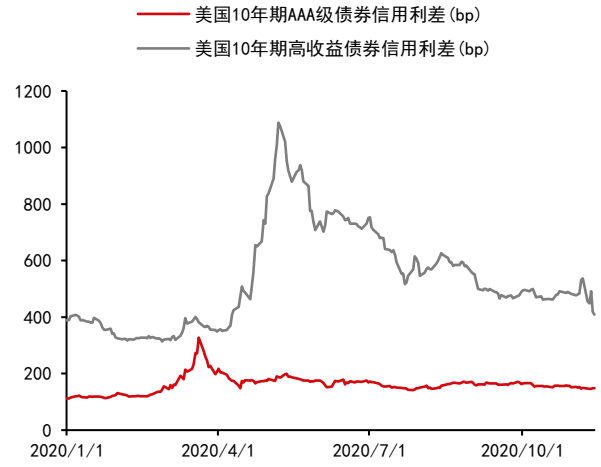
图表15： 全球债券市场





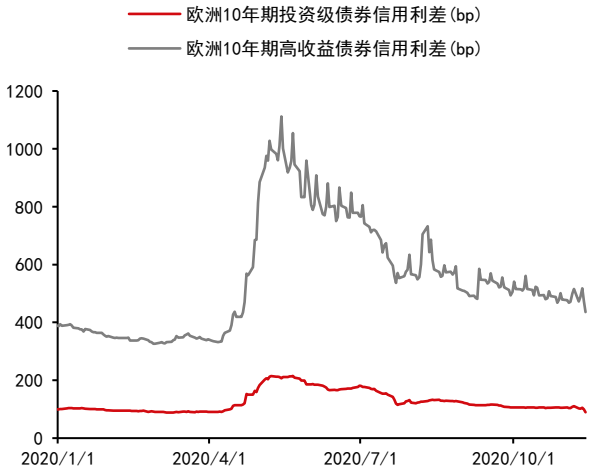
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表16： 美债信用利差



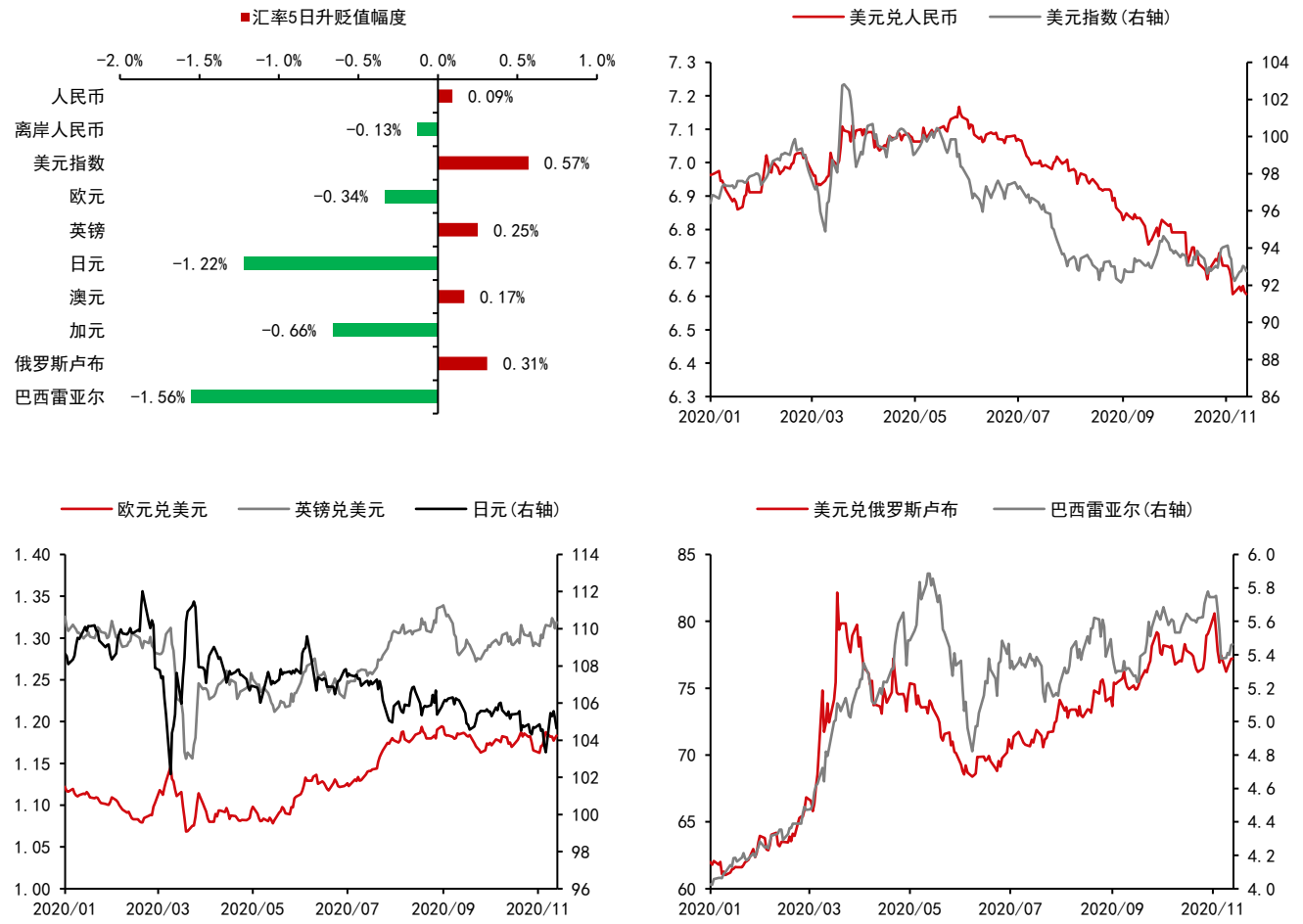
资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

图表17： 欧洲信用利差



资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

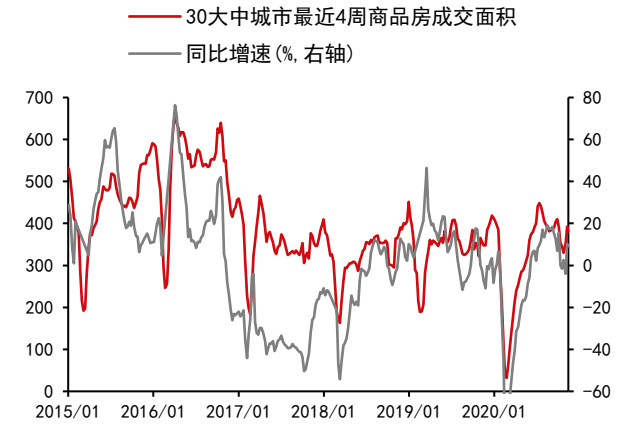
图表18： 全球外汇市场



资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

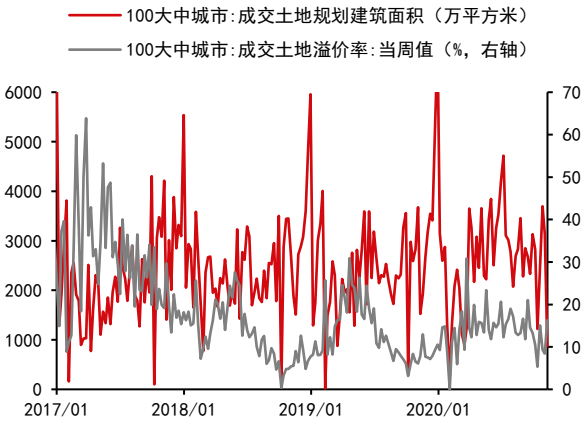
七、宏观高频数据跟踪

图表19： 30 大中城市商品房成交



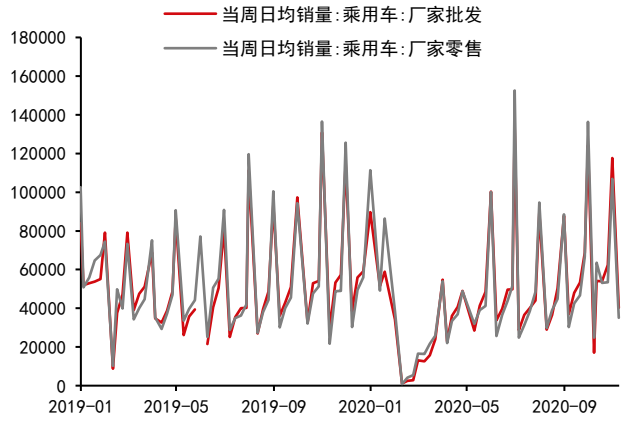
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表20： 100 大中城市土地成交



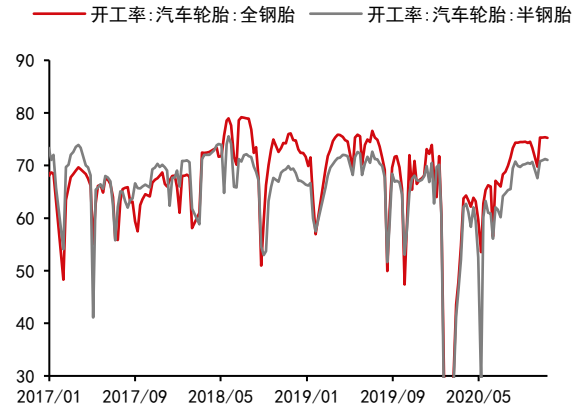
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表21： 乘用车厂家当周日均销量



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表22： 汽车轮胎开工率



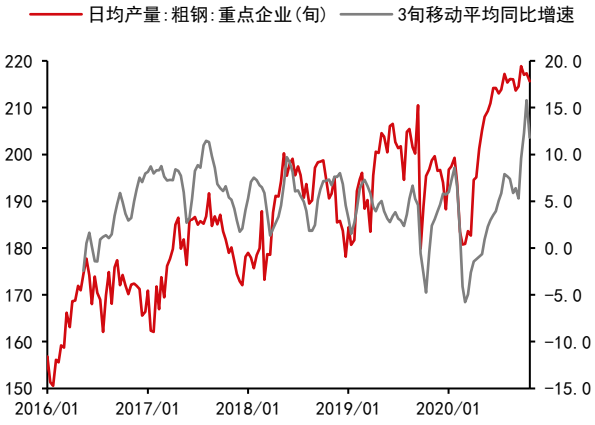
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表23： 全国高炉开工率



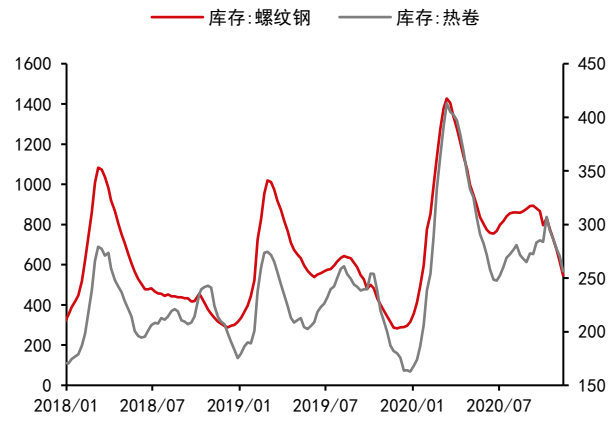
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表24： 重点企业日均粗钢产量



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表25： 螺纹钢和热卷社会库存



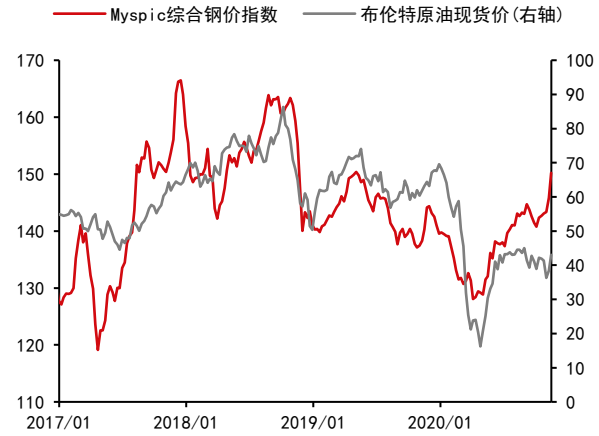
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表26： 水泥价格指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表27： 钢材及原油价格



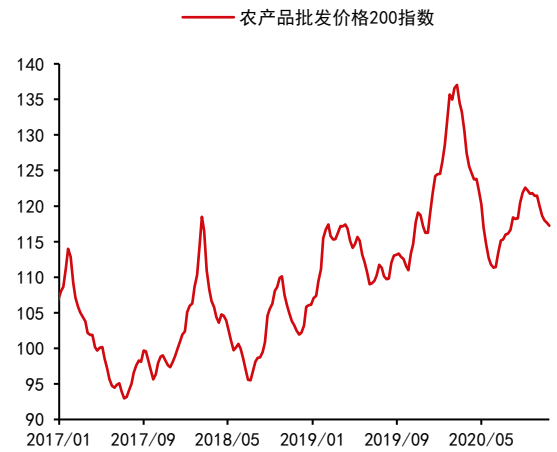
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表28： 生产资料价格指数



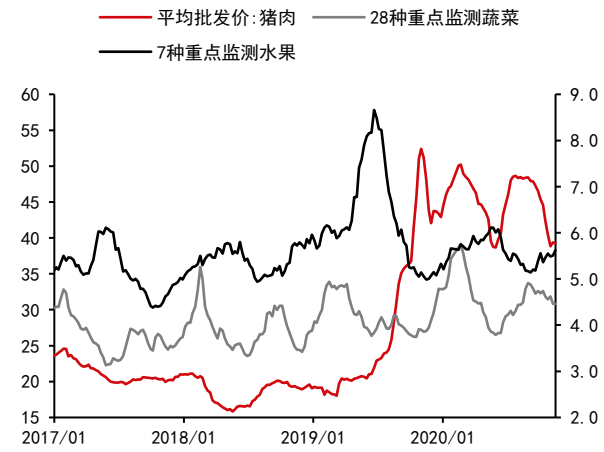
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表29： 农产品批发价格指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表30： 主要农产品价格



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此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的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

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因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。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。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述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。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

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