

国泰君安期货·君研海外

海外宏观及大类资产周度报告

国泰君安期货研究所

戴璐 Z0021475

刘雨萱 Z0020476

俞臻洋（联系人） F03131108

孙嘉良（联系人） F03129093

日期：2025年01月26日

CONTENTS

01

周度重点宏观逻辑追踪及FICC观点

- Macro at a Glance
- Thoughts of the Week
- 周度FICC资产观点

02

大类资产周度表现及市场高频数据

- 固定收益 – 海外固收周度表现
- 固定收益 – 美债收益率曲线和信用利差
- 固定收益 – 不同评级信用债相对强弱及欧元区利差
- 固定收益 – 美国国债发行量及一二级市场供需
- 汇率市场 – 主要汇率周度表现
- 汇率市场 – 主要国家国债收益率与美债利差走势
- 汇率市场 – 中国货币政策框架演进
- 汇率市场 – 人民币汇率月频指标
- 汇率市场 – 人民币汇率高频指标
- 大宗商品 – 主要大宗商品周度表现
- 大宗商品 – 主要大宗商品比价及产业链相对强弱
- 海外权益 – 全球主要指数及美股各行业周度表现
- 海外权益 – 周度美股风格表现、估值及盈利追踪
- 海外权益 – 盈利周期定位 – EPS季度同比趋势
- 海外权益 – 波动率与风险情绪指标
- 海外权益 – 美股量化因子表现追踪
- 加密货币 – 加密货币及相关衍生资产
- 资金流量 – 主要大类资产ETF资金流量追踪
- BOJ后YCC时代 – 日元Carry交易体系市场高频数据

03

宏观数据全息图及基本面高频数据

- 实时经济动能 – 实时GDP模型、WEI和板块惊喜指数
- 金融条件 – 央行资产负债表及金融条件指数
- 财政支出 – 美国联邦政府支出明细及债务占GDP比重
- 就业市场 – 美国就业市场周频、月频追踪
- 通胀 – 通胀拆分、核心驱动及通胀预期
- 消费需求 – 美国消费数据周频、月频追踪
- 消费需求 – 收入端：个人收入、工资收入和储蓄
- 消费需求 – 负债端：家庭资产负债表、负债率、逾期率
- 周期定位 – 工业、制造业及库存周期性指标
- 周期定位 – 美国零售商分品种库存
- 信贷周期 – 信贷总量同比、估值和信用市场高频追踪
- 交通物流 – 航空、供应链指数、卡车和航运
- 大宗商品 – 宏观商品高频
- 房地产市场 – 美国房地产权益市场和信用利差
- 房地产市场 – 美国商业地产
- Eurozone – 欧元区经济数据
- Beige Book Takeaways

周度重点宏观逻辑追踪 及FICC观点

01

Macro at a Glance

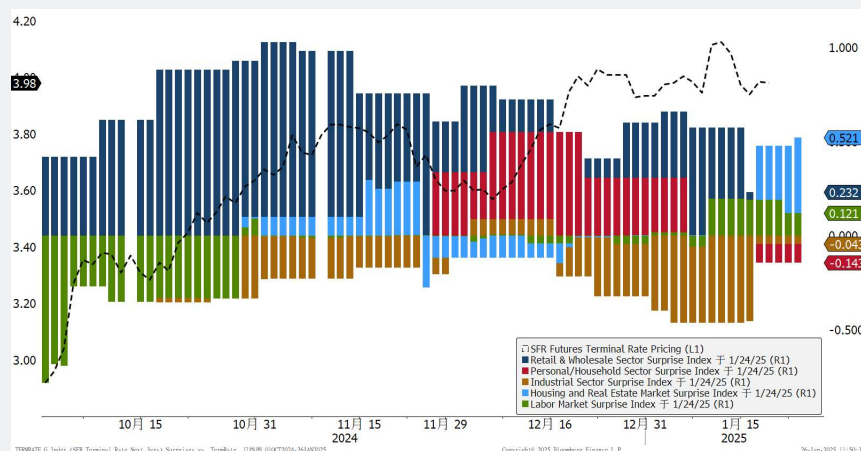
房地产市场在高利率环境下改善，经济经济指数有所反弹，政策“预期差”带来的资产反应

- ◆ 1月美国Marit制造业初值50.1好于预期，服务业52.8较前置高位有所回落。1月密歇根大学消费着信心指数小幅回落。
- ◆ 尽管自四季度美国长期利率水平上升，但美国房地产市场呈现积极信号：成屋销售好于预期，房价环比持稳但同比上行6%，成屋库存回落，美住房市场呈现需求回升且供给边际回落。房地产市场近期数据好于预期也是整体经济惊喜指数反弹的重要驱动力量。
- ◆ 特朗普上任首周盘点——政策“预期差”：1) 全球市场最为瞩目的关税政策暂无实际落地；2) 关注内政（政府治理体系）更胜于外政（关税）；3) 经济问题落脚于通胀，通胀问题归因于油价，政府向市场建立了“控油价+控通胀”的核心经济诉求。
- ◆ 市场消化以上首周政策“预期差”后，认为一方面关税时间点后置和关税具备斡旋空间，使得整体风险情绪尤其是非美资产具备反弹空间；另一方面坚定的“控通胀、控油价”经济诉求使得前期通胀预期进一步回落，我们在上周报告中提升警惕近期自9月份开启的做多通胀预期面临阶段性观点，警惕表达“多通胀预期”范式的策略回落（美债收益率、美元指数和宏观大宗商品等），本周观点兑现。

全球资产中“美强非美弱”在近期基于关税冲击较市场想象温和而出现缓和



房地产数据好于预期是近期经济经济指数有所反弹的主要驱动分项



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

自9月底主推的“做多通胀预期”阶段性进入尾声，商品、通胀预期、利率和美元拐点同步

- ◆ 近期我们提醒自去年9月底我们给出的做多“通胀预期”当下或处于尾声，近期大类资产兑现这一观点。我们对2025上半年真实通胀数据并不看高，故而存在月度真实通胀数据阶段性为市场交易“通胀预期”降温的节奏。更短期看，川普政府关税紧迫度有所放缓，关税焦虑带来的通胀预期回落，叠加近期原油价格回落，通胀预期整体回落，并使得美元指数和美债收益率从高位双双回落。
- ◆ 我们也认为，“通胀预期”阶段性缓和在资产上直接体现为“美元+美债收益率双强”格局冲高回落，此情景有利于全球整体权益市场情绪走暖、非美汇率缓和。在当下宏观“舒适期”内，对权益市场利好相对而言更为顺畅。
- ◆ 同时我们在近期周报中也提示，需注意用“商品上行”来表达交易宏观上的“通胀上行”的策略可能会遇到阻力，商品将和美债、美元拐点同步。既然短期进一步助推通胀预期的情绪端因素边际缓和，则在基本面因素之外推动前期商品计价“通胀上行”的动力亦有缓和。

9月底，我们建议全球资产配置主线从“降息交易范式”转为“多通胀预期”，商品策略从“多估值空需求”转为“结构性多配”

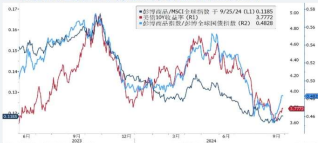
海外宏观及大类资产周度报告 20240929.pdf

Thoughts of the Week

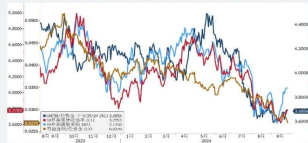
中国剧烈政策变量+海外风险偏好稳定=商品“多估值空需求”转为结构性多配

- ◆ 从商品整体上看，由于我们认为商品板块估值依赖于利率走高（与权益和债券不同），利率走高的背后无论是基于经济增长还是通胀冲击，往往意味着商品在此环境下具有周期属性或防御型。从10Y利率趋势与彭博商品指数/MSCI全球权益和彭博商品指数/全球国债集合指数的趋势对应亦可看出。
- ◆ 从商品内部的角度看，核心在于降息背后意味着经济动能的回落，需求端的承压。商品组合中估值敏感型优于需求敏感型。在这个框架中，贵金属>工业品是主逻辑。因此，我们提醒做空以铜金比（7-8月）、做空油金比（9月）为主策略。
- ◆ 当前商品市场主要矛盾出现切换：中国一系列刺激政策带来巨大逻辑变量，而海外当下经济+货币政策状态不构成显著拖累。故而相应地商品策略应有转变。考虑到全球看，当前存在一致性逆周期政策共振的环境，商品应当作为结构性多配考虑。
- ◆ 结构逻辑在于：多配中国因素弹性商品、谨慎对待海外需求主导商品。

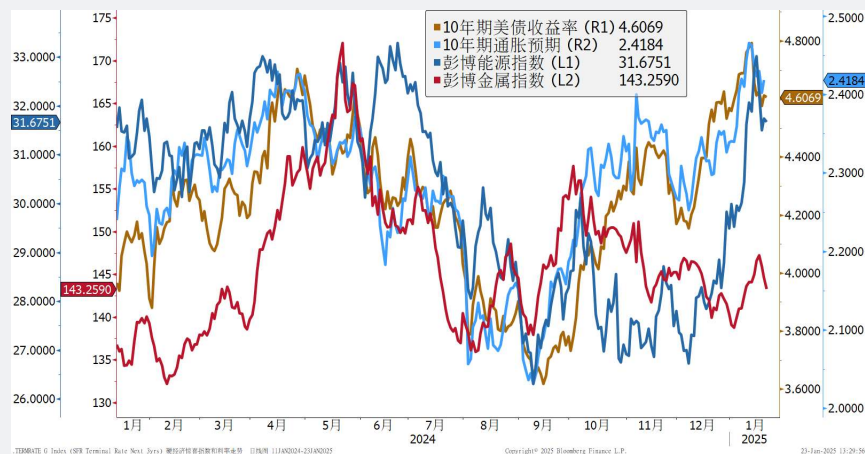
10Y美债利率止跌回升，商/股、商/债相对强于比价回升



铜金比随着利率+通胀预期反弹，油金比受原油供给因素继续回落



宏观商品、通胀预期和10Y美债收益率与美元指数同步拐点



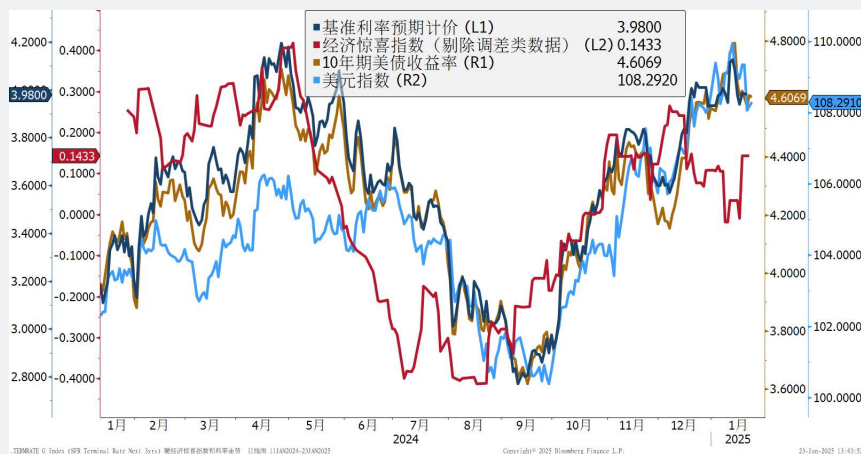
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

美元、利率双强组合高位回落——赋予近期权益和非美汇率反弹，对通胀预期资产谨慎看低

- ◆ 对于美债收益率而言，前期报告中，我们认为当前长端利率进一步上行的驱动并不稳定，配置比例可适度从超短期转向长期。近两周10Y美债收益率一度至4.53%。在新政府长期控通胀、控原油的诉求下，叠加关税风险后置，近期通胀预期或易下难上，在4.65-4.75%附近阻力明显。曲线10-2Y利差走阔，但周报中建议离场等待回调后（5-20bps区间）再入场做多，后续目标60-75bps。
- ◆ 对美元指数而言，我们在最近报告指出，日线级别美元指数指标进入到超买，短期看若缺乏经贸关系摩擦进一步激化，基本面端美国经济韧性或是“美强非美弱”的逻辑在美元上的计价已较为充分，叠加GBP企稳和JPY强势，美元指数如期转为震荡，短期震荡区间高点在110，低点初步看在107.3。中长期看，美元指数持续高估值环境并没有本质变化，前方美元核心驱动仍在特朗普后续政策的节奏和侧重点。短期看，关税风险后置以及关税具备谈判空间，给予当下保持对非美货币的敞口，并利好整体权益市场的反弹环境。
- ◆ 人民币汇率和国内权益市场短期获得反弹窗口期，但关税风险后置而非移除的一致预期使得反弹持续性并不明朗，“且行且看”。

10Y利率和美元指数与美国硬经济指数在前期明显分化后有所回归



日央行在给出清晰信号后完成1月份加息，日元助力美元阶段性回落



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

特朗普就职演说聚焦边境安全、经济、能源、社会文化和行政行政领域，预计“百日新政”期间将集中推出一系列对内政策改革

- ◆ **2025年1月20日，特朗普在华盛顿特区国会大厦圆形大厅正式宣誓就任美国第47任总统。**特朗普将“美国优先”为核心，以开启美国“黄金时代”为首尾，发表了就职演说。据 Chatgpt 模型分析，此次就职演讲论调较2017年更为克制，且充分体现爱国主义基调。“统一” (unite), “一起” (together) 等措辞被频繁使用。
- ◆ **演讲中所提及的行政命令计划，呈现出对内政策优先于高于对外政策的基调：**特朗普在就职演讲中称其将于当天“签署一系列具有历史意义的行政命令”。从所提及的一系列优先发布的行政令来看，预计短期内新政府或优先聚焦于**对内政策：包括边境管控和国家安全、通胀治理、能源战略。这些议题也正是特朗普的最主要民意基础。**
- ◆ 此外，特朗普也提及了**政府效率、种族与性别社会问题、军队改革**，且显示其**扩张领土的意向**（太空探索，威胁收复巴拿马运河，将“墨西哥湾”改名为“美国湾”）。
- ◆ 就职演讲中对华外交议题未提及；对中东外交议题并未重点提及，称将“永不卷入（巴以）战争”。
- ◆ 虽然特朗普在其演讲中提及了**对外关税政策，但顺序相对置后。演讲中未重点提及对内财税政策**，这一需要经过国会的政策领域预计将**反复博弈，落地时间偏于后期。**
- ◆ **从此次演讲所涉及议题的优先次序看，预计未来“百日新政”期间将会集中推出一系列对内政策相关的行政命令，非法移民问题、控制通胀以及能源战略是最为迫切的议题。**我们也建议在未来一周内密切跟踪特朗普新政府在这些政策领域的增量信息和签署的行政命令。

特朗普就职演讲内容总结（以下政策板块按就职演讲次序整理）

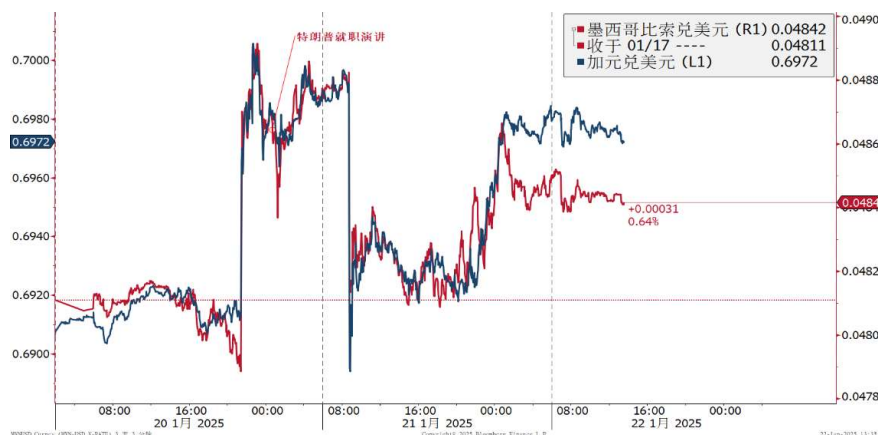
特朗普就职演讲内容总结（政策板块按演讲内容次序整理）	
政策板块	具体演讲内容
边境管控和国家安全	宣布美墨边境进入国家紧急状态，承诺严厉遏制非法移民； 恢复“留在墨西哥”政策； 终止“抓了就放”的做法； 将贩毒集团列为恐怖组织； 援引1798《敌对外侨法》清楚美国本土犯罪网络
通胀治理	将通胀归因为攀升的能源价格； 致力于降低物价
能源战略	宣布实施国家能源紧急状态，大力推动本土能源生产； 取消拜登政府的电动汽车强制政策，支持传统汽车产业发展以保护相关就业岗位
关税	设立“对外税务局”，征收所有关税、税款和收入
行政改革	成立“政府效率部”，优化联邦政府运作； 签署行政命令停止政府审查，恢复言论自由
社会改革	打造一个不看肤色、任人唯贤的社会； 从今往后，美国政府的官方政策将是，只有两种性别，男性和女性
军队改革	恢复因反对新冠疫苗强制令而被开除的军人职位，并提供全额补偿
外交	永不卷入（巴以）战争，中东的人质正返回家园与家人团聚； 将把“墨西哥湾”改名为“美国湾”； 收回巴拿马运河
太空探索	推进太空探索计划，实现将美国宇航员送上火星并插上美国国旗，保持美国在航天领域的全球领导地位

资料来源：Bloomberg, BBC, CNN, 特朗普就职演讲，国泰君安期货研究

- 特朗普于11月称上任首日将签署对加墨两国征收25%关税的行政令，实际却并未兑现

TRUMP 2.0 对加、墨关税政策相关信息追踪	
时间	信息内容
2024年9月24日	特朗普曾在一场集会上誓言，如果当选将对每一辆从墨西哥进入美国的汽车征收 100%的关税 ，而避免这些关税的唯一办法就是汽车制造商在美国生产汽车
2024年11月25日	特朗普称上任后 第一日立即签署行政命令，对加墨征收25%关税 ，以打击非法移民和向美走私毒品的问题
2024年11月26日	特鲁多26日透露，他与特朗普进行了良好的通话，表示加拿大方面会摆事实讲道理，以建设性方式向前推进经贸移民等问题
2025年1月20日	特朗普当天在白宫椭圆形办公室签署一系列行政令时对媒体表示，正考虑对墨西哥和加拿大征收 25%的关税 ，征税行动可能会从今年 2月1日起实施 。强调这些关税是为了迫使两国采取措施应对移民和毒品问题。
2025年1月21日	加拿大总理特鲁多表示如果美国总统特朗普在2月1日对加拿大加征关税，加方将进行反击，并承诺加拿大将以“ 迅速、有力和非常强烈的 ”报复措施予以回应。特鲁多称，如有必要，加拿大将采取报复性关税，他支持一比一对等关税原则

墨西哥比索与加元收到特朗普关税威胁影响，总统就职日至当前波幅剧烈



资料来源: Bloomberg, BBC, CNN, 国泰君安期货研究

中美近期互动增强，但仍应对中美关系长期战略的方向性逆转保持谨慎态度

- ◆ **中美近期互动增强，主要体现在：**一、1/17日中美两国元首通话，同意就两国建立战略沟通渠道，达成一系列共识，并就当前关心的重大问题保持经常性联络。特朗普称与国家主席习近平进行了“非常好”的电话通话，且“并未谈论太多关税问题”；二、韩正将出席1/20日特朗普总统就职典礼，意在展示中国高层对于特朗普新政府的友善态度；三、1月21日《华尔街日报》援引知情人士消息，报道称特朗普会在上任100天内访华，意在加强与国家主席习近平的关系；四、曾被中方制裁的对华“鹰派”前参议员鲁比奥确认担任国务卿后，王毅同美国国务卿鲁比奥于1/24日通话，阐述中方在台湾问题方面的立场，提示美方谨慎行事，鲁比奥予以较为积极的回应，表示美方愿意与中方坦诚沟通，以更加成熟和谨慎的方式管理双边问题。根据外交部稿件，鲁比奥表示美方不支持台湾独立，希望台湾问题以海峡两岸都能接受的方式和平解决。其表态和立场可以解读为美国支持中国和平统一。
- ◆ 虽然近期中美间外交关系表现出趋于温和，且特朗普在媒体采访和发言中多次释放愿意与中方合作沟通的信号。预计在特朗普正式访华之前或有意使中美关系维持较友好态势，中方将“听其言观其”，再看是否向其发出邀请。
- ◆ 然而，我们提示仍应对中美关系的长期战略逆转保持谨慎态度，未来是否出现方向性变化仍有待观察，特朗普上任后将出现较多短期情绪博弈，资产价格盈亏比“且行且看”。

特朗普在当选后举行的首场记者会中谈及中美关系是表示：“中美间可以共同解决世界上所有的问题”



资料来源：Bloomberg，BBC，CNN，Congressional Research Service，USCODE，国泰君安期货研究

对华关税政策在中美关系趋于温和的背景之下有所缓和，短期关税作为“谈判筹码”的作用充分得到体现

- ◆ 在中美近期互动加强的背景之下，叠加特朗普就职演说期间未提及对华关税，并表示与习近平总书记进行良好通话，且未谈论过多关税问题，**市场普遍对华关税预期偏向于缓和，未来或有回旋空间。**
- ◆ 然而，特朗普关税战略较为模糊，中美博弈的不确定性因素依旧存在：
- ◆ 一，特朗普称2/1“对华商品施加10%关税”。虽然特朗普称将在2月1日对华征收10%关税，但这一力度显著低于预期，显示未来潜在对华特定关税区间可能在10%-60%不等。且在短期内，我们认为特朗普关心的根本性问题并非“关税本身”，而是利用“关税”作为谈判筹码，就“TikTok所有权”以及所谓“芬太尼”问题与中方开展谈判，实际与特朗普利用加、墨关税作为威胁以解决当地移民和毒品问题的底层逻辑并无差别：
- ◆ 1. 特朗普称由于中国向墨、加运送芬太尼，其政府计划2月1日对华征收**10%关税**。2. 特朗普表示，对中国征收关税或取决于就TikTok的所有权达成的协议，已签署行政命令，要求TikTok“不卖就禁用”法律在75天内暂不执行。若TikTok在截止期后继续在美运营，美国“应有权获得TikTok 50%的股份”，若中方拒绝达成协议，那么“肯定”会对中国征收可能高达**100%的关税**。1月26日，特朗普称正与多人收购TikTok进行讨论，或在**30天内**做出决定。**未来有关“TikTok所有权”以及所谓“芬太尼”等特朗普政府所关心问题的谈判进程尤为关键**，将直接影响对华关税落实的力度和时点。
- ◆ 二，1月23日在接受FOX媒体采访时，特朗普称宁愿不对中国加关税 (I' d rather not have to use it)，但同时表示对中国这是一种巨大的力量 (but it' s a tremendous power over China)。
- ◆ 对于以上措辞我们的解读是：一方面，在第一轮特朗普关税开启前，特朗普意在通过模棱两可的措辞为中美谈判留有回旋余地，同时起到威慑性作用。另一方面，所提名的经济顾问贝森特正式确认并上任前，特朗普仍需避免施加此前所宣称的高额关税，引起市场过激反应。
- ◆ 参议院当前以67对23票通过了贝森特的提名，最终投票将在北京时间周二进行。此前贝森特在参议院听证会中指出特朗普政府下，**关税将发挥三个作用：1.纠正“不公平贸易”，2.增加收入 3.取代经济制裁的谈判策略**。近期，美方将关税作为“谈判工具”的作用已充分得到显示。

特朗普称将在2月1日对华征收10%关税，但力度显著低于原计划的60%，短期内特朗普或用关税作为谈判TikTok所有权以及芬太尼问题的“筹码”

TRUMP 2.0对华关税政策增量信息追踪	
时间	信息内容
竞选期间	特朗普在竞选期间曾多次在不同场合中提出如果当选总统，将对中国所有进口商品征收高达 60%的关税
2024/11/25	特朗普称上任后即签署行政令，对华额外征收 10%关税 ，知道中国解决芬太尼走私问题位置
2025/1/21	特朗普称由于中国向墨、加运送芬太尼，计划 2/1日对中国征收10%关税
2025/1/21	当回应与习近平对话中有关的问题时说，未谈及太多关税问题
2025/1/21	特朗普表示，对中国征收关税可能取决于TIKTOK所有权达成的协议，已经签署行政令，要求“不卖就禁用”法律在未来75天内暂不执行。如果在截至日期后继续在美运营，美国应有权获得一半股份。如果中方拒绝达成协议，则肯定会对中国征收可能高达 100%的关税
2025/1/23	在接受FOX采访时特朗普称，宁愿不对中国加关税，但同时表示对中国是巨大力量

资料来源：Bloomberg，BBC，CNN，国泰君安期货研究

对全球普遍关税计划不明确，短期对华、对全球关税缓和，非美资产或迎来喘息空间，当前依旧维持对华40%平均关税+低全球普遍关税的基准情形

- ◆ **根据特朗普向媒体的发言，全球普遍关税优先级低于预期：**当被问及是否会针对所有国家实施普遍关税时，特朗普回答“可能会，但仍没有准备好如何做。”
- ◆ **特朗普计划向欧盟征收关税，但时点和力度却未提及：**特朗普称欧盟和其他国家与美国的贸易失衡令人不安，“欧盟对我们非常非常不好，所以要向他们征收关税。这是你得到公平的唯一方法。”
- ◆ **由于对华关税以及对全球普遍关税优先级低于预期，且对欧盟关税计划不明晰，我们依旧维持此前对于特朗普2.0关税偏鸽派的基准情形：**竞选期间提出的偏“鹰”政策未落实，**对华加征平均关税40%（低于原计划的60%）**，且对全球征收关税的力度和范围不及竞选期间的计划，**普遍关税平均水平为10%**，尤其针对关键高端制造领域、中间品和资本品征收关税，对小比例难以替代的终端消费品有一定豁免。**潜在的新一轮中美贸易摩擦也会分三个阶段进行（2025Q3、2026Q1、2026Q3）**，依次对制造业中间品（机械、光学、电子等商品）、资源品（金属、煤炭等商品）与终端消费品（纺织服装、轻工制造、家用电器等商品）加征关税。关税实际落地时间将推后至**2025第四季度**。
- ◆ **高盛基于特朗普近期发言，当前下调全球普遍关税基准至25%，**认为将针对关键进口商品（占美国总进口10%-20%），**对中国进口商品征收大约20个百分点关税的概率从90%下调至70%**，但仍将其作为基础情景假设，预计相关措施可能在**第二季度**实施。
- ◆ **若以上策略落地，长期来看：其一，**预计大类资产配置或再次出现US Exceptionalism的范式。**其二，**中国高端制造业受负面冲击较大，但企业在无显著全球普遍关税的情形下，依旧可以通过转口贸易或出海建厂等形式来对冲美国直接制裁对成本的负面影响。中国消费品相关企业也将受到关税负面冲击，出口目的地将从美转移至他国。
 - **根据静态GTAP模型测算，**在我们的基准情景下，美国选择提高对中国出口美国的商品平均关税至40%，对其他国家商品征收10%关税。测算显示，中国对美国出口将降低42.8%，导致中国出口总额降低8.5%，进一步导致中国实际GDP下降1.2%，美国实际GDP下降0.4%。
- ◆ **短期来看，**鉴于短期内近期中美关系以及特朗普对于对华关税的缓和态度，我们认为对华实施关税的**优先级将有所滞后**，中美之间也将拥有更多谈判空间。对华关税落实的力度和时点将依赖于有关**“Tiktok所有权”**以及所谓**“芬太尼”**等特朗普政府所关心问题的谈判进程是否顺利。
- ◆ 若全球关税风险持续性缓和，关税未能如期实施，叠加当前美国3月降息概率已经回归，美国经济数据若进一步支撑美国降息预期升温，且日央行加息预期持续对美形成压力，当前**美债收益率+美元双强或出现逆转态势**，兑现我们近期观点海外策略报告观点，这也意味着非美国家资产整体迎来一定的反弹空间。**但基准预期下方关税风险被延后而非移除，一方面，风险“悬而未决”制约反弹空间；另一方面国内逆周期政策应对的预期也会相对后置，风险情绪反弹整体“且行且看”，依旧建议把握汇率套期保值窗口期，不做中长期政策方向押注。**

资料来源：《美国制造业回流指数报告》，国泰君安期货研究

周度 FICC 资产观点

资产	周度观点	主要逻辑
美元	0	美国经济韧性+对未来特朗普2.0 政策不确定性和Pro增长的长期计价构成美元中长期偏强逻辑。但短期（日线级别）美元有所超买，叠加关税缓和+通胀回落，美元短期从走强转为震荡回落，低点看至107.3。关注后续政策变化。
美元兑日元	0	日央行12月会议纪要显示多个委员仍为1月份加息的可能性仍旧存在，为近期日元带来一定支撑。均衡日元模型显示日元被动低估，关注日元兑欧元、英镑的交叉汇率偏强机会。
在岸人民币	0	内部基于全面刺激政策，中国经济中长期预期层面出现关键性拐点；外部关税风险短期缓和，美元指数回落，以人民币为首的非美汇率处在短期舒适期，可在在岸人民币靠近7.20附议防御性提升套保比例，并择机购汇。
10年期美债收益率	-1	期限溢价代表的美国经济韧性带动长端利率上升，FOMC确认了货币政策端向鹰派校准，“通胀焦虑”明显但通胀预期实际有所下行。10Y进一步上行需要新一轮数据推动，短期看继续上行存在阻力，配置适度从超短期转为长期。
2年期美债收益率	0	近期数据使得3月降息概率回归，特朗普对美联储行为施加影响，短端利率有所回落但相对稳定。10-2Y利差走阔，但短期建议回调后（5-20bps区间）再入场做多，后续目标60-75bps。
伦敦金现	0	美元指数回落支撑金价回升，新高下趋势上行情绪仍流畅。但是上行斜率有限，关注1月FOMC会议美联储鹰派预期，黄金位置谨慎看多观点。
金银比	1	上周提示金银比上行本周策略兑现，金银比攀高至89。我们依旧持有这样的观点，金银比在黄金单边上行高度不明、原油价格回落扰动通胀预期之际，适合继续看多逻辑。

偏弱

中性

偏强

大类资产周度表现 及市场高频数据

02

固定收益 - 海外固定收益周度表现一览

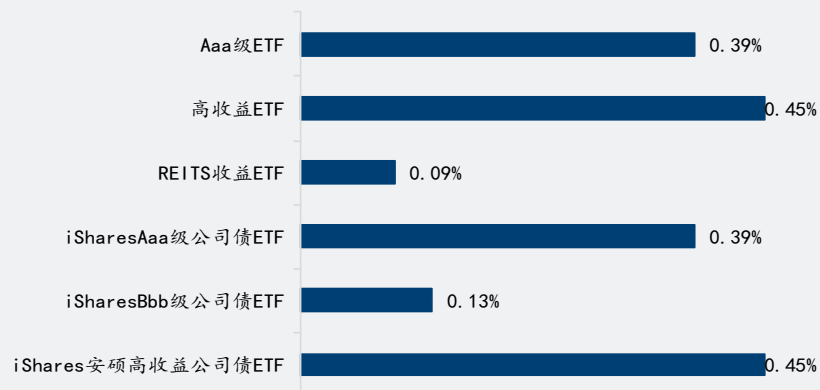
各期限美债收益率周度变化

美债收益率	2025/1/24	周度变化(bp)
3M美债收益率	4.30	0.83
2年美债收益率	4.27	-1.71
10年美债收益率	4.62	-0.56
30年美债收益率	4.85	-1.14
10年期TIPS收益率	2.20	0.8

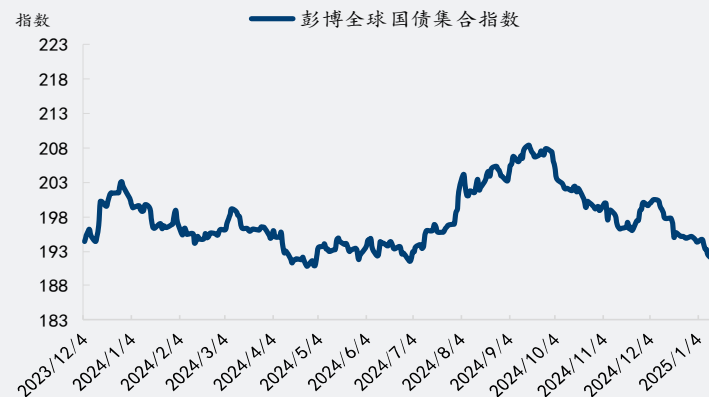
主要发达国债收益率周度变化

DM国债收益率	2025/1/24	周度变化(bp)
10年期德债收益率	2.57	3.4
10年期英债收益率	4.63	-3.1
10年期日债收益率	1.22	2.7
10年期意大利债收益率	3.65	0.9
10年期西班牙债收益率	3.18	1.3

美国信用债ETF周度表现



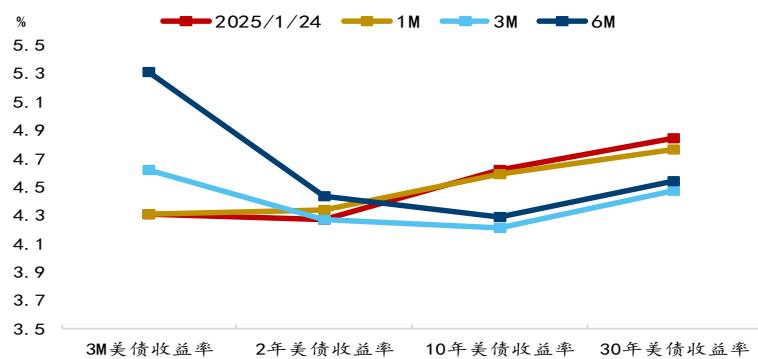
彭博全球国债集合指数



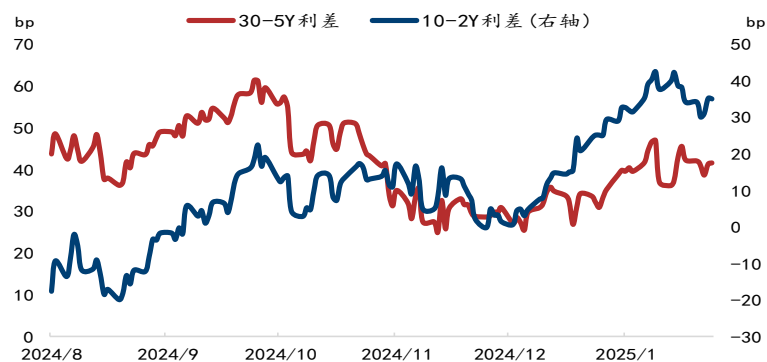
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

固定收益 - 美债收益率曲线和信用利差追踪

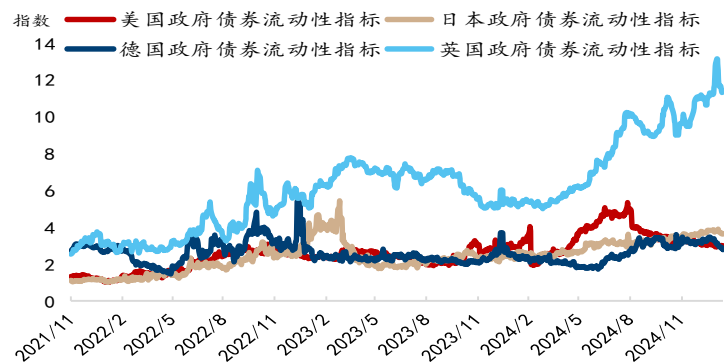
美债收益率曲线1月、3月和6月变化



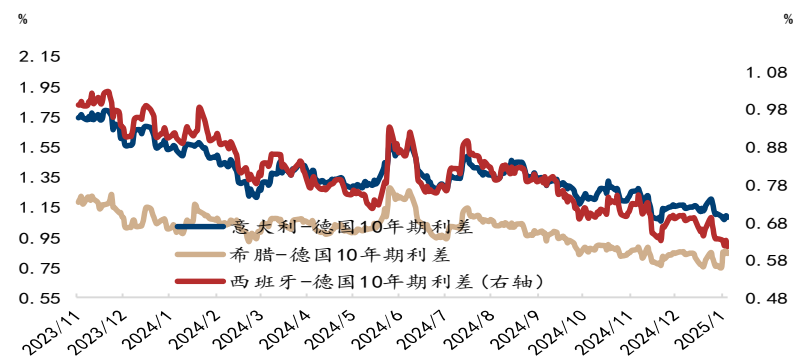
美债收益率长短利差



主要发达国家政府债券流动性指标



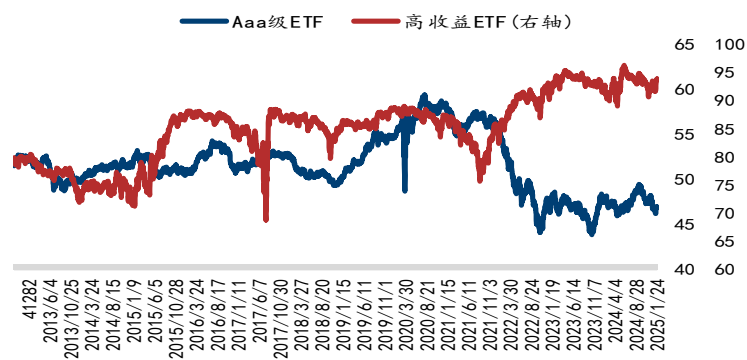
欧元区国债收益率利差



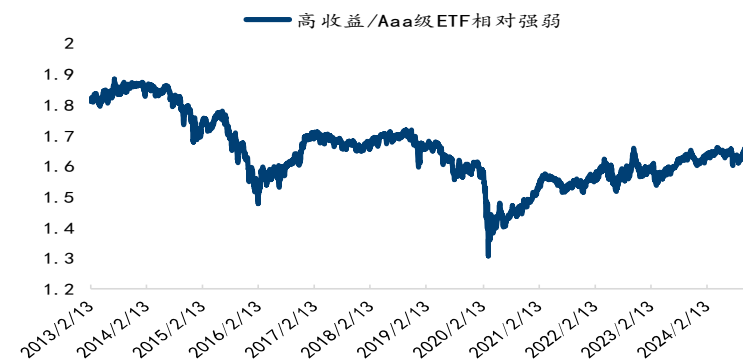
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

固定收益 - 不同评级信用债相对强弱及欧元区国债利差

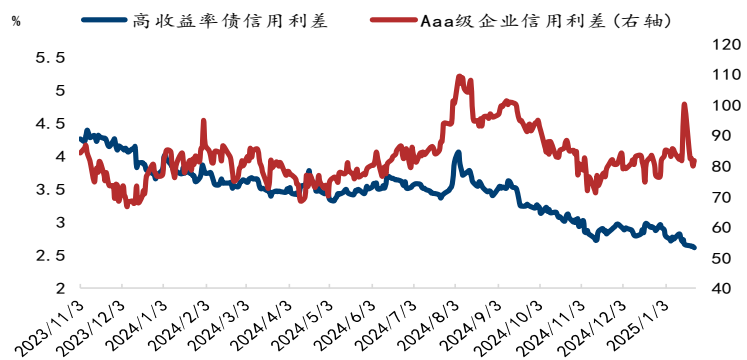
Aaa与高收益信用债ETF



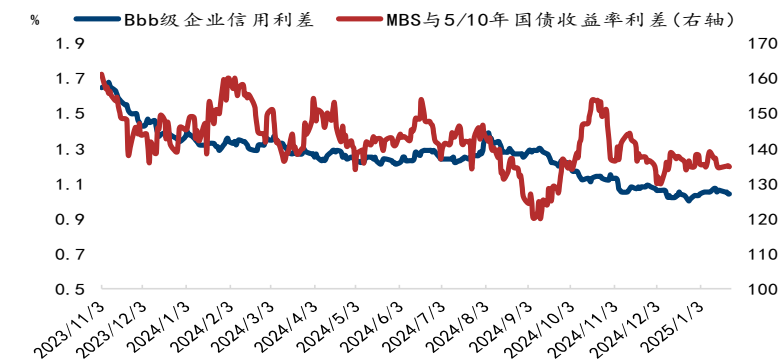
高收益/Aaa级ETF相对强弱



高收益信用债和Aaa级信用债信用利差



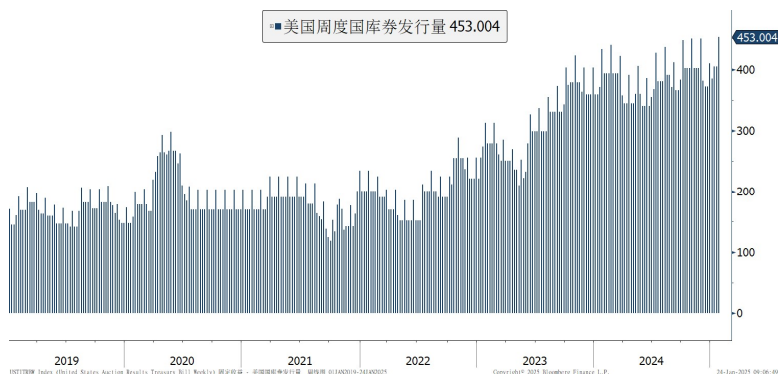
Bbb级信用债和MBS信用利差



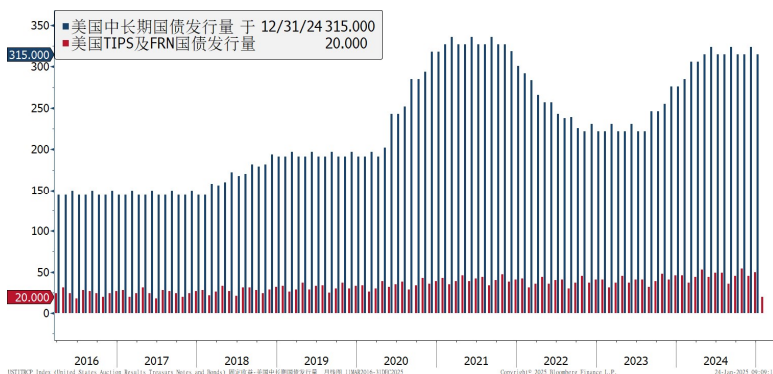
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

固定收益 - 美国国债发行量及一二级市场供需指标

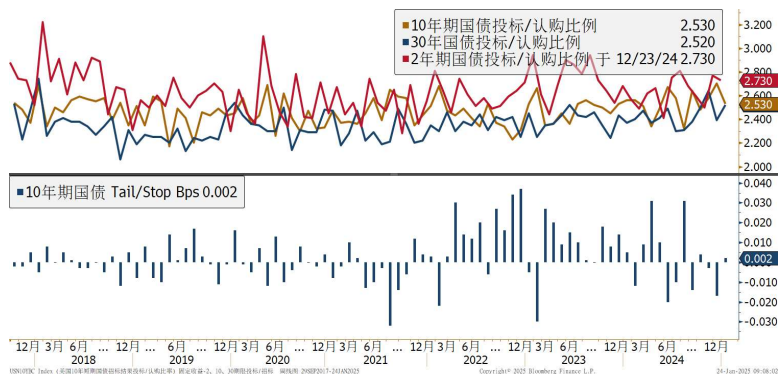
美国短期国库券发行量（周度）



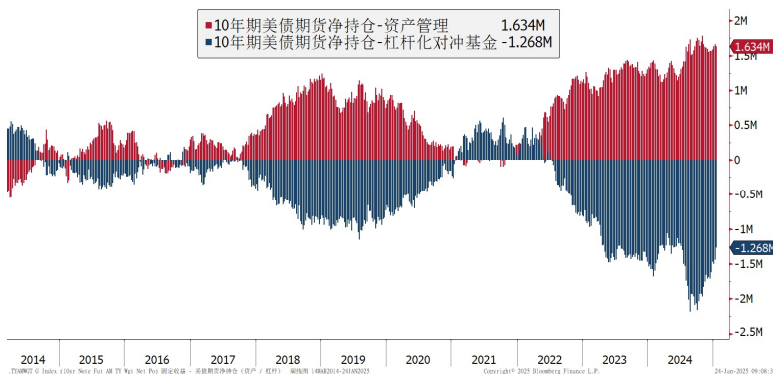
美国中长期国债和FRN及TIPS国债发行量



2、10、30年美国国债投标/认购比例



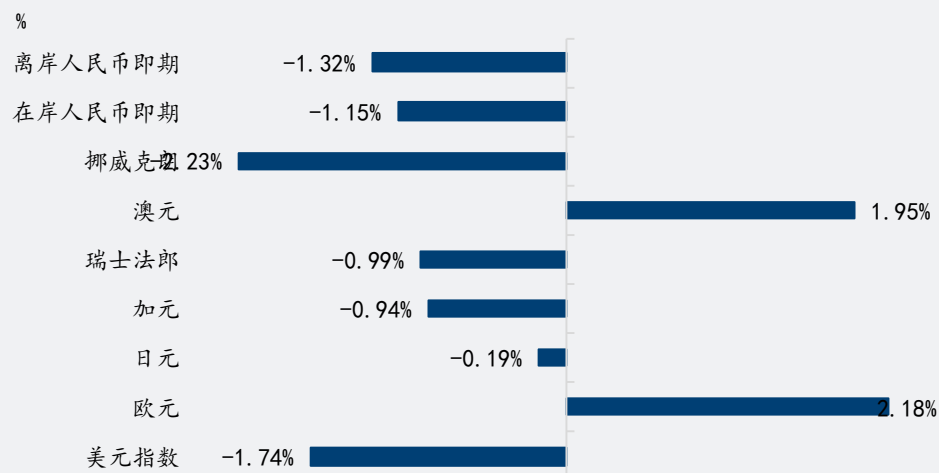
美债期货持仓（资产管理和杠杆性对冲基金）



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

汇率市场 - 全球主要汇率周度表现一览

主要汇率周度表现



	2025/1/24	周度变化
美元指数	107.4430	-1.74%
欧元	1.0497	2.18%
日元	156.0000	-0.19%
加元	1.4341	-0.94%
瑞士法郎	0.9059	-0.99%
澳元	0.6314	1.95%
挪威克朗	11.1938	-2.23%
在岸人民币即期	7.2411	-1.15%
离岸人民币即期	7.2443	-1.32%

汇率市场 - 主要国家国债收益率与美债利差走势

10年期美债与G7国家平均利差



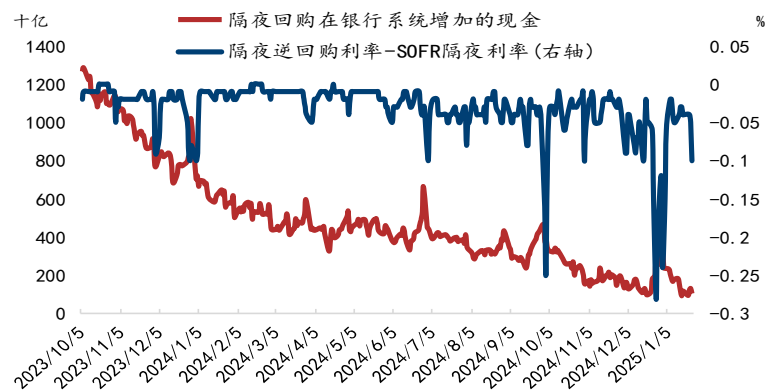
美德2年期国债收益率利差



美德、美日10年期国债收益率利差



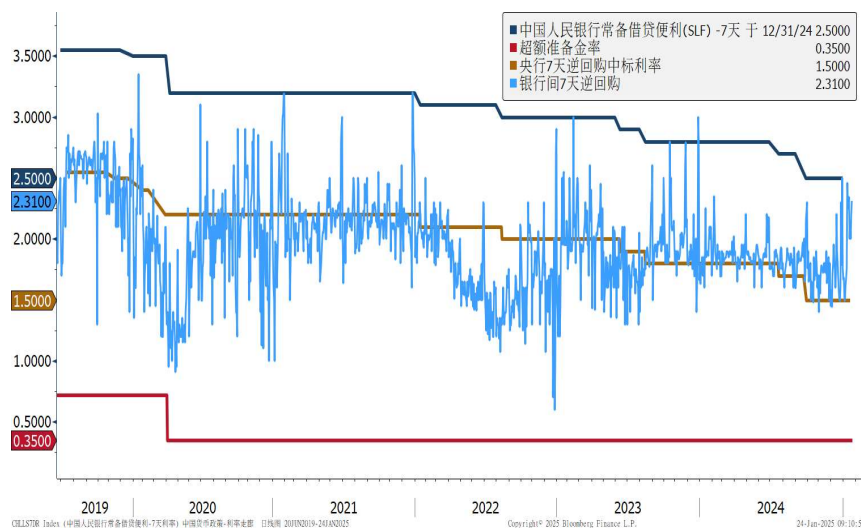
美国隔夜逆回购量及逆回购与SOFR利差



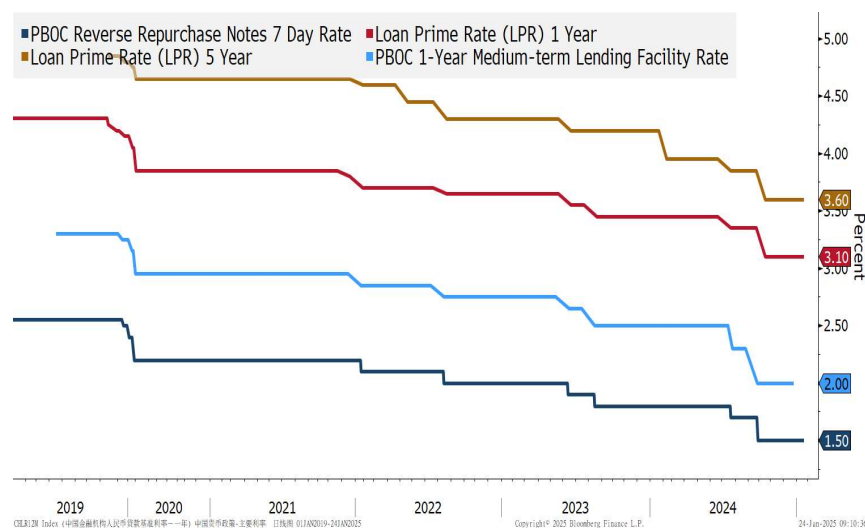
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

汇率市场 – 中国货币政策框架演进

银行间7天逆回购做为“政策利率”，SLF作为顶部、超额储蓄金率作为底部形成中国“利率走廊”，当前区间较宽



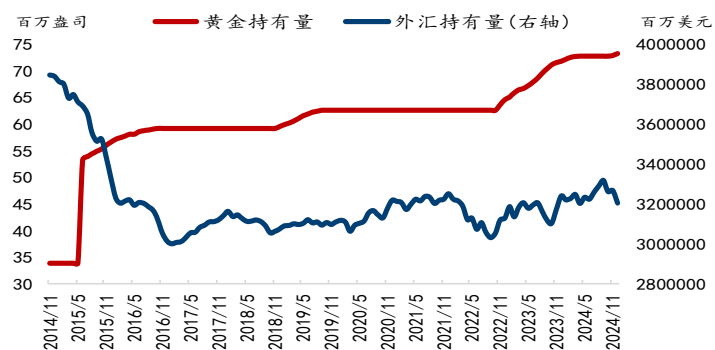
传统工具：中国主要政策利率工具依赖MLF作为政策指引利率



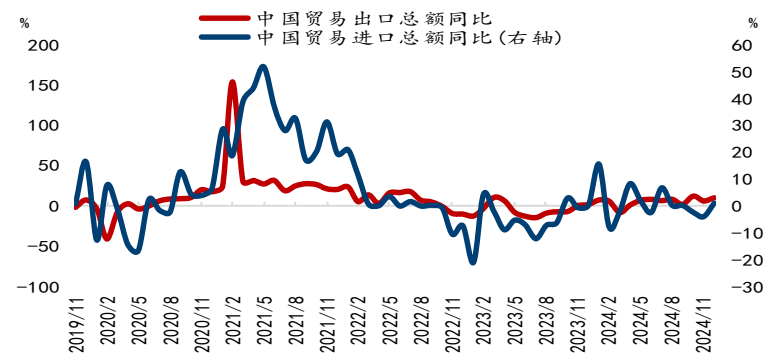
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率月频指标

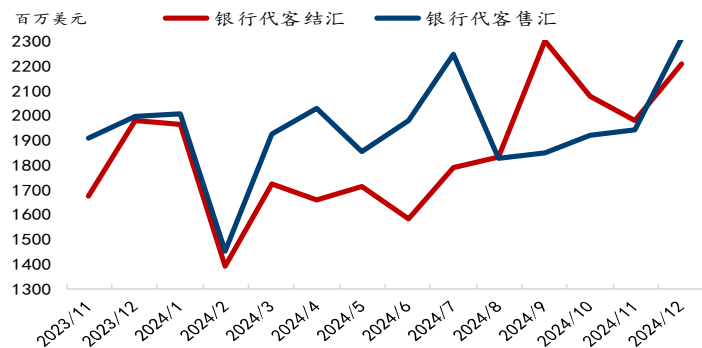
中国央行黄金与外汇储备



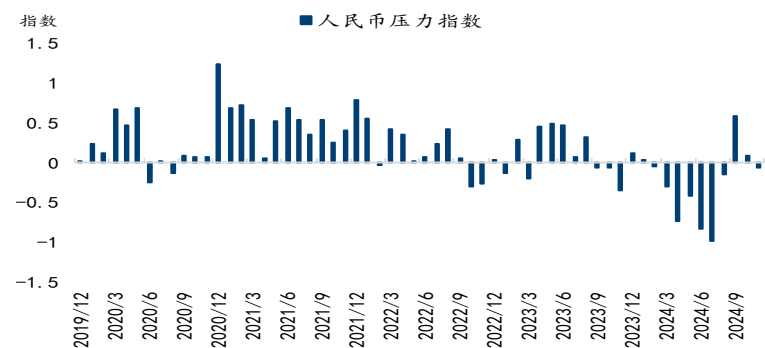
中国进出口同比



银行结售汇



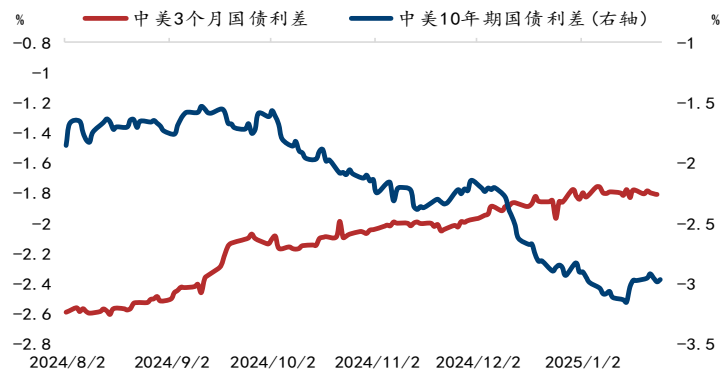
人民币月度压力指数



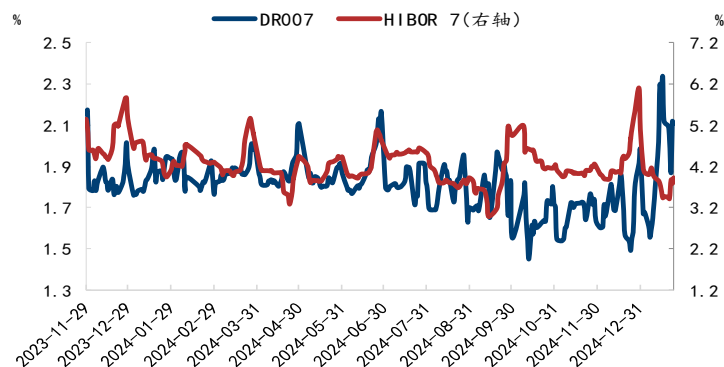
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率高频指标

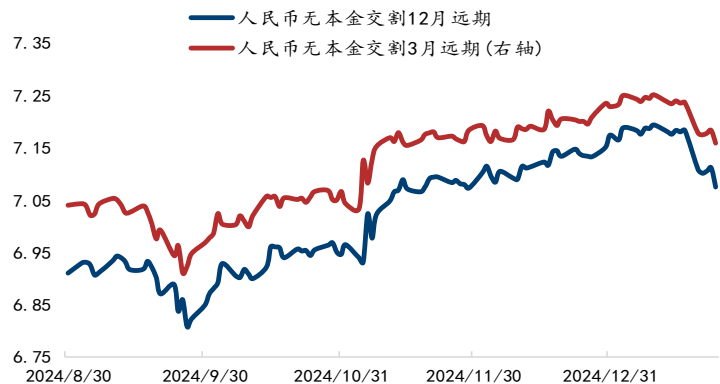
中美10年期、3个月国债收益率利差



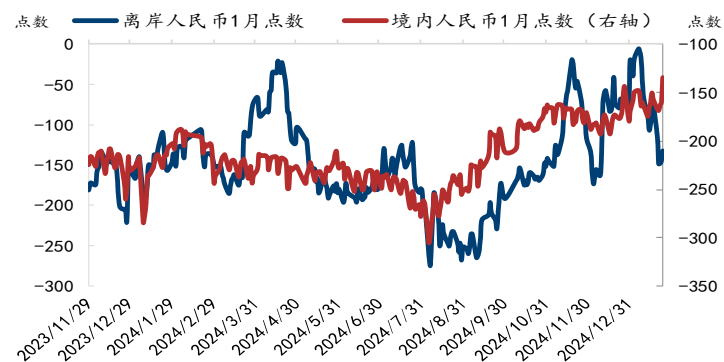
DR007及Hibor7天利率走势



无本金交割人民币远期3月及12月远期



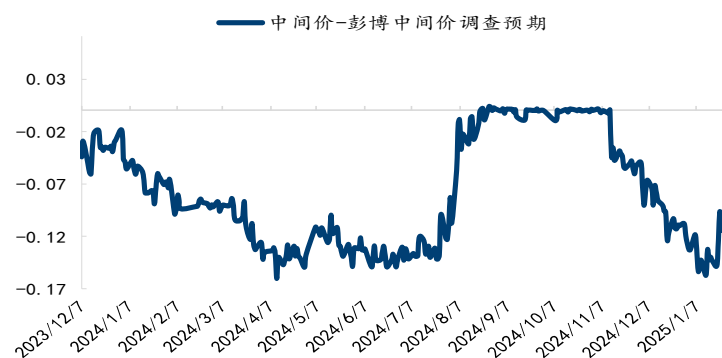
离岸人民币与在岸人民币1个月点数



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率高频指标

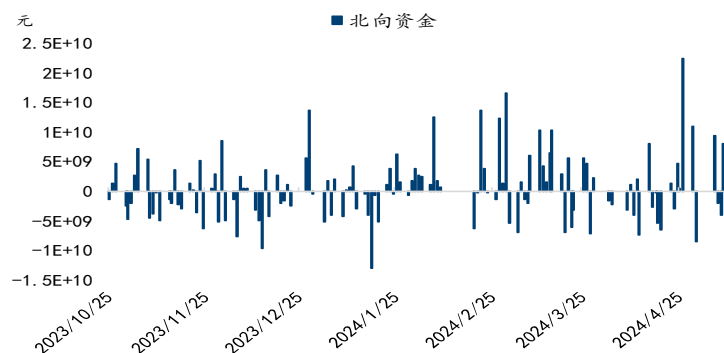
人民币中间价与彭博中间价预期价差



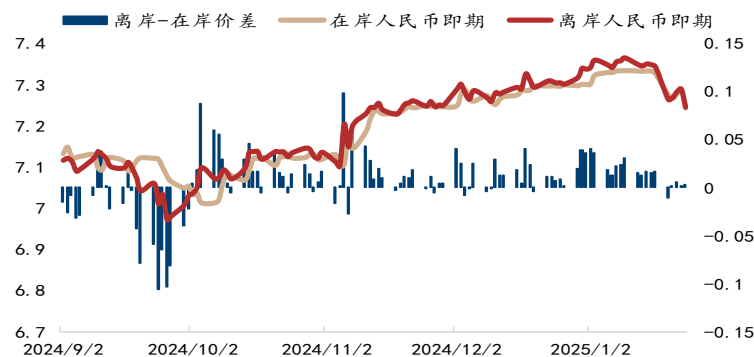
人民币日度压力指标及CNH 1M 隐含波动率



北向资金净流入/出

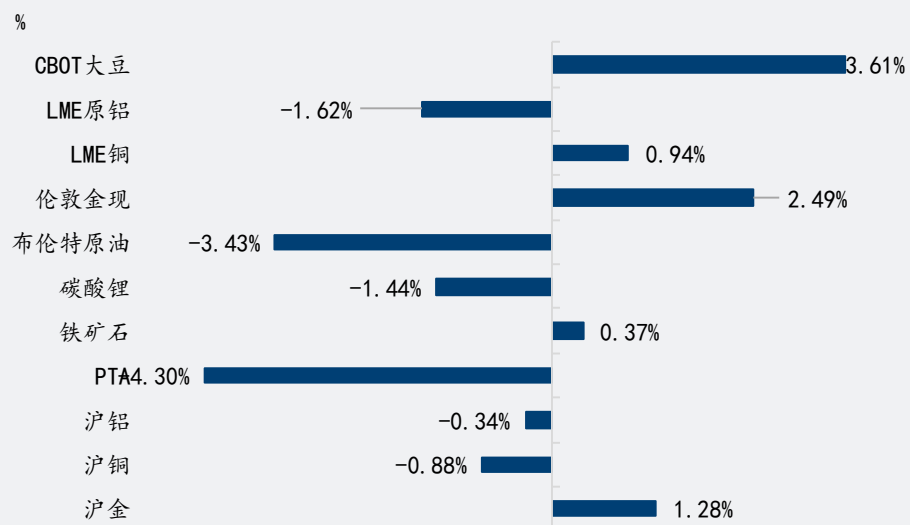


离岸人民币与在岸人民币价差



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

大宗商品 - 全球主要大宗商品周度表现一览

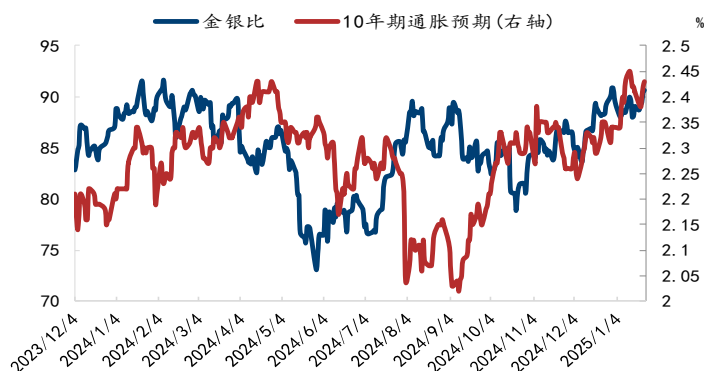


	2025/1/24	周度变化
沪金	649	1.28%
沪铜	75870	-0.88%
沪铝	20400	-0.34%
PTA	5024	-4.30%
铁矿石	807	0.37%
碳酸锂	79580	-1.44%
布伦特原油	79	-3.43%
伦敦金现	2771	2.49%
LME铜	9276	0.94%
LME原铝	2641	-1.62%
CBOT大豆	1056	3.61%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

大宗商品 - 主要大宗商品比价及产业链相对强弱

金银比与通胀预期



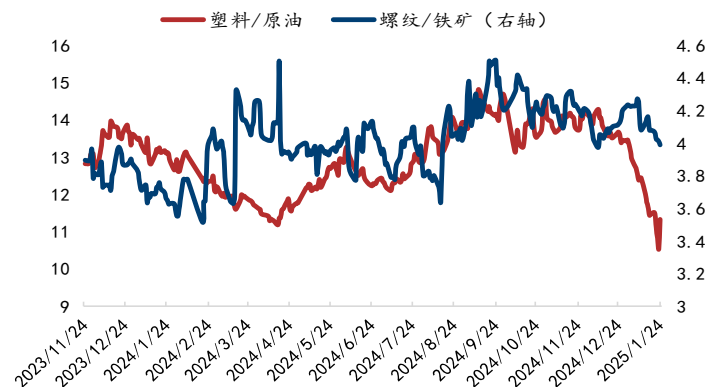
金铜比与美债10-2利差



金油比与通胀预期



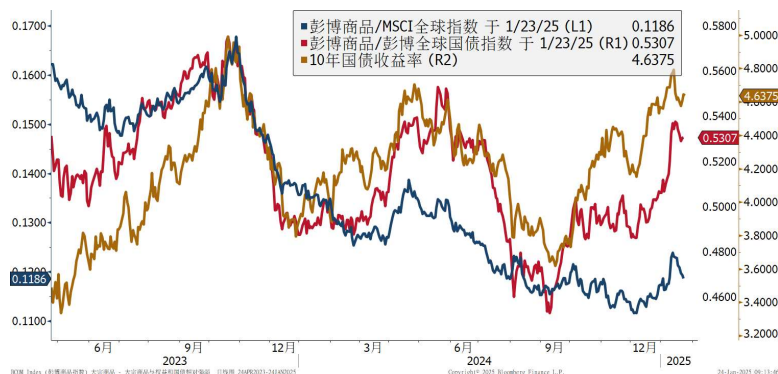
能化及黑色金属产业链下游/上游相对强弱



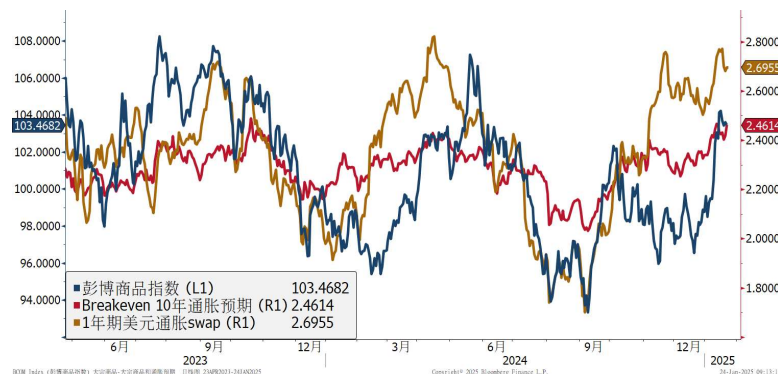
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

大宗商品 - 大宗商品价格与其在权益、债券市场的映射

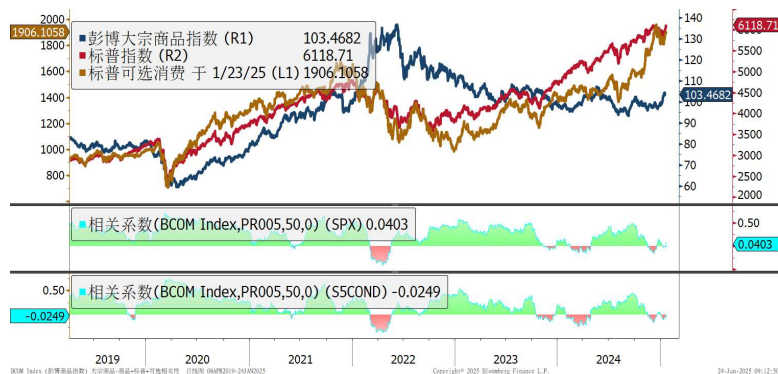
大宗商品与全球权益和国债指数相对强弱



彭博大宗商品指数与10年期Breakeven、1年期通胀swap走势



上游彭博大宗商品和下游权益周期消费板块滚动相关性

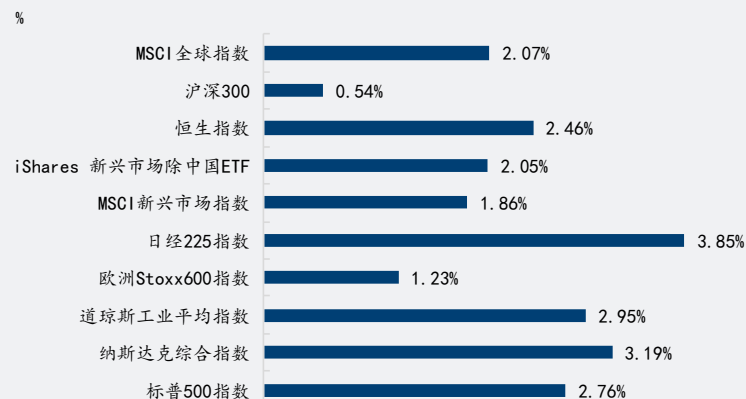


主要大宗商品与其对应权益板块指数走势对比



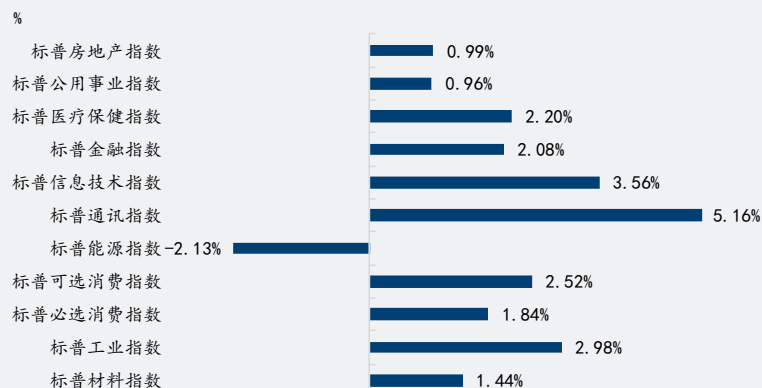
海外权益 - 全球主要指数及美股行业周度表现一览

全球主要指数周度表现



主要指数	2025/1/24	周度变化
标普500指数	6101.24	2.76%
纳斯达克综合指数	19954.30	3.19%
道琼斯工业平均指数	44424.25	2.95%
欧洲Stoxx600指数	530.07	1.23%
日经225指数	39931.98	3.85%
MSCI新兴市场指数	1090.02	1.86%
iShares 新兴市场除中国ETF	57.20	2.05%
恒生指数	20066.19	2.46%
沪深300	3832.86	0.54%
MSCI全球指数	872.91	2.07%

标普指数分行业周度表现

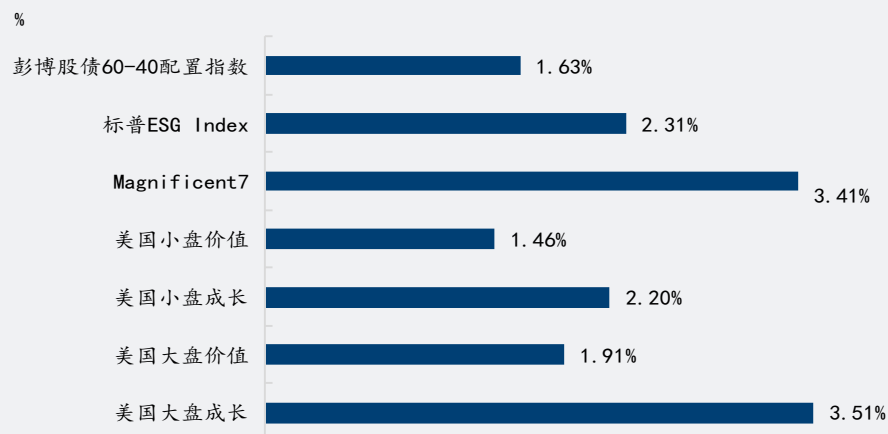


行业	2025/1/24	周度变化
标普材料指数	560.25	1.44%
标普工业指数	1194.15	2.98%
标普必选消费指数	853.33	1.84%
标普可选消费指数	1895.767	2.52%
标普能源指数	694.23	-2.13%
标普通讯指数	362.66	5.16%
标普信息技术指数	4687.66	3.56%
标普金融指数	845.58	2.08%
标普医疗保健指数	1681.5	2.20%
标普公用事业指数	404.23	0.96%
标普房地产指数	258.82	0.99%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

海外权益 - 周度美股风格表现、估值及盈利追踪

美股风格板块周度表现



风格	2025/1/24	周度变化
美国大盘成长	28.9	3.51%
美国大盘价值	27.21	1.91%
美国小盘成长	295.33	2.20%
美国小盘价值	206.64	1.46%
Magnificent7	173.19	3.41%
标普ESG Index	531.99	2.31%
彭博股债60-40配置指数	1907.48	1.63%

全球主要指数估值及历史均值

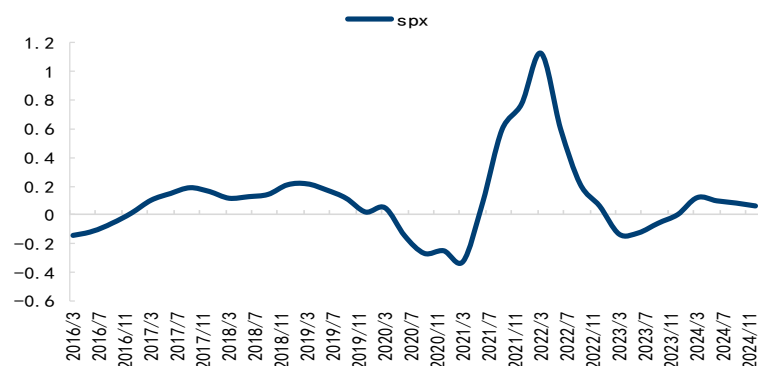
估值 (PE Ratio)	2025/1/24	五年平均	10年平均
标普500指数	25.63	21.82	19.95
纳斯达克综合指数	36.43	34.03	28.92
道琼斯工业平均指数	23.14	20.21	18.83
欧洲Stoxx600指数	14.85	15.70	15.65
日经225指数	19.65	22.44	20.51
MSCI新兴市场指数	13.71	13.84	13.22
恒生指数	9.66	10.85	11.29
沪深300	14.47	13.93	13.81
MSCI全球指数	20.97	18.78	17.58

全球主要指数预测EPS及实际EPS同比

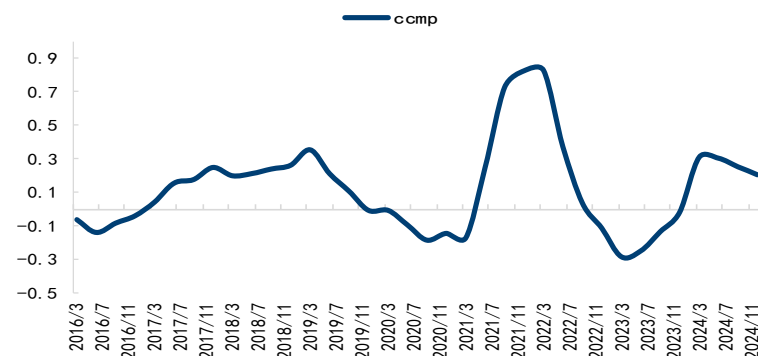
盈利 (EPS) 同比	Best EPS	EPS 同比
标普500指数	238.09	6.3%
纳斯达克综合指数	547.72	20.2%
道琼斯工业平均指数	1,919.52	11.4%
欧洲Stoxx600指数	35.70	-12.6%
日经225指数	2,032.12	48.4%
MSCI新兴市场指数	78.87	7.8%
恒生指数	2,077.64	3.0%
沪深300	264.86	-6.8%
MSCI全球指数	41.59	4.6%

海外权益 - 盈利周期定位 - 主要指数 EPS 季度同比趋势

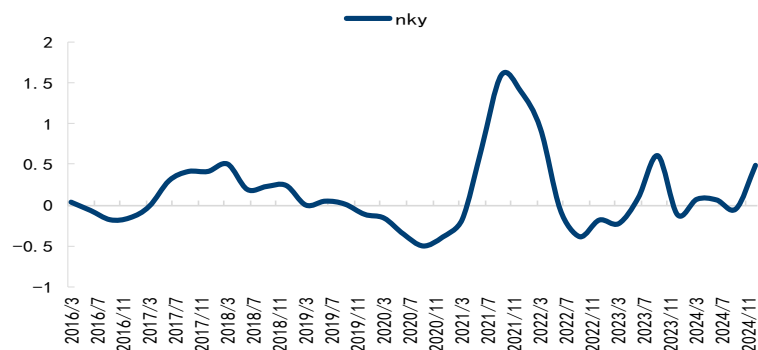
标普指数 EPS 同比趋势



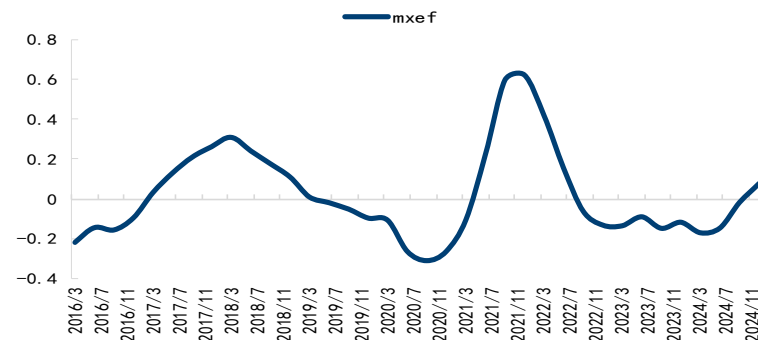
纳斯达克 EPS 同比趋势



日经指数 EPS 同比趋势

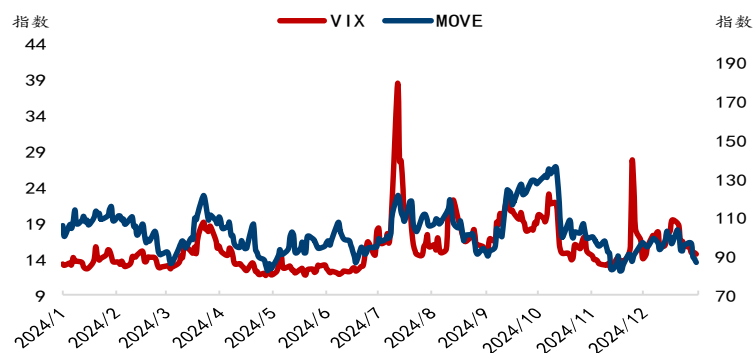


MSCI 新兴市场指数 EPS 同比趋势

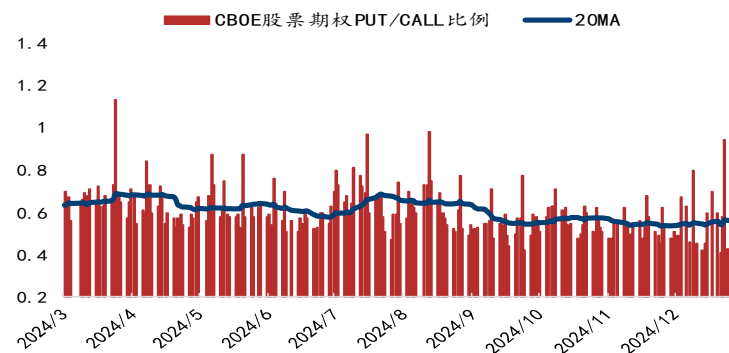


海外权益 - 波动率与风险情绪指标

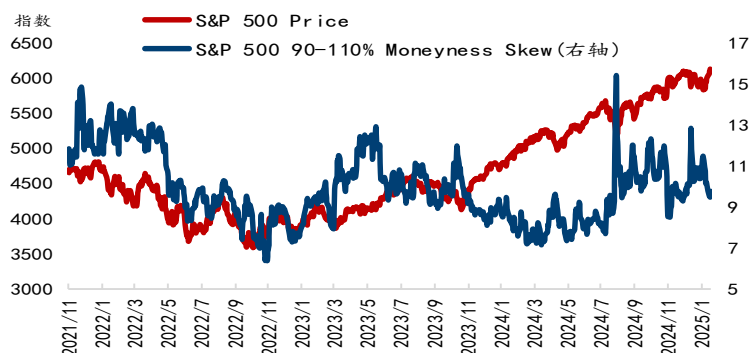
芝加哥标普波动率 VIX 指数与ICE 债券波动率 MOVE 指数



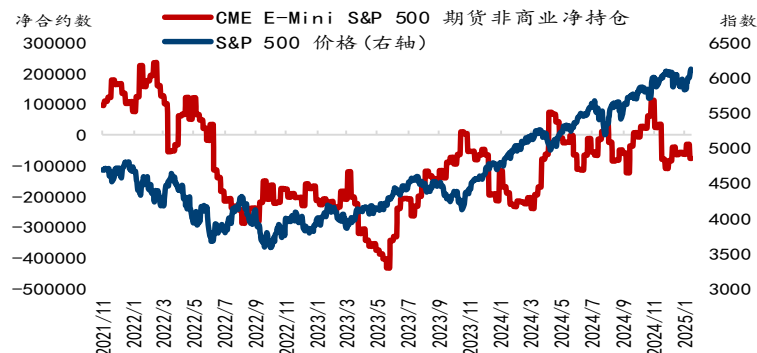
CBOE期权PUT/CALL比例



S&P 500 90-110%偏度



CME E-Mini S&P 500期货非商业净持仓



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

海外权益 – Tracking Factors

美国股票市场量化因子YTW总回报表现追踪



海外权益-美国股票市场因子表现 日线图 01JAN2024-24JAN2025

Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

24-Jan-2025 09:14:20

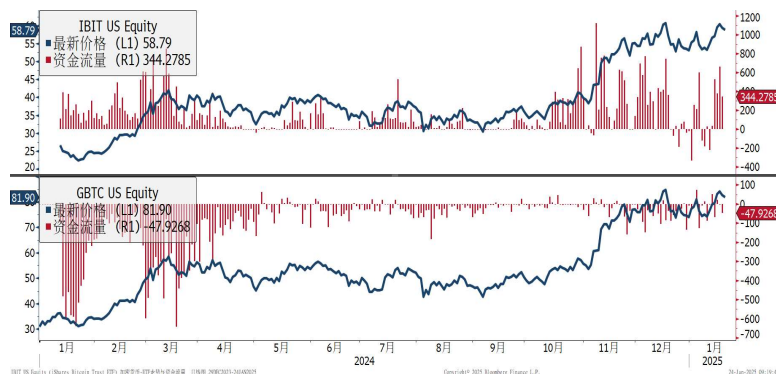
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

加密货币 - BTC、ETH及相关衍生资产

比特币、以太坊、黄金与美元



主要比特币ETF与其资金流量追踪



比特币期货主力合约与非商业净持仓



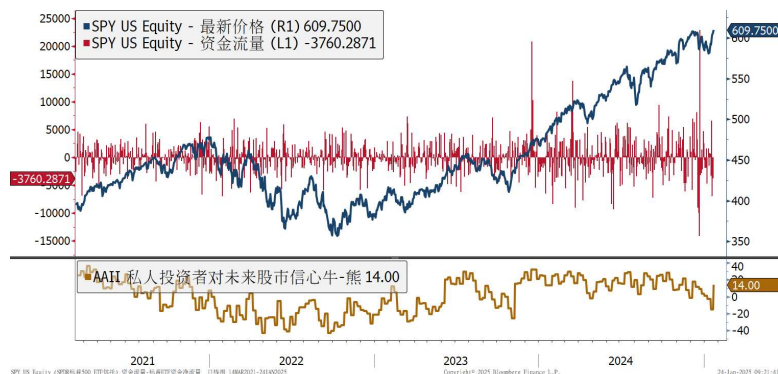
比特币相关股票表现



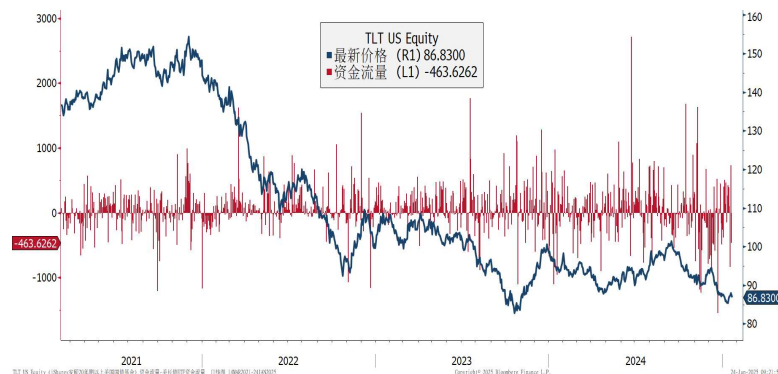
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

资金流量 - 主要大类资产ETF资金流量追踪

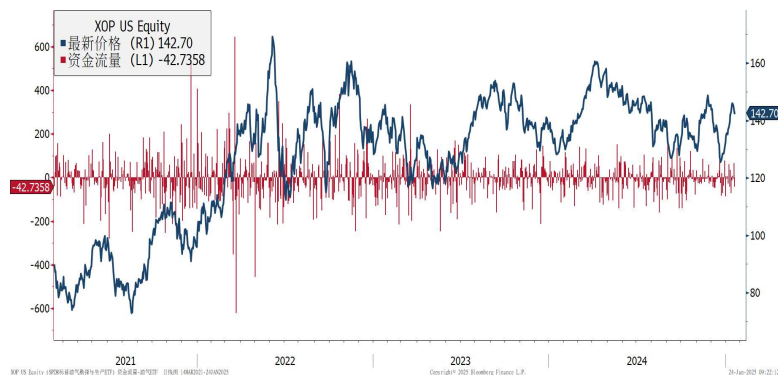
标普500ETF资金流量追踪



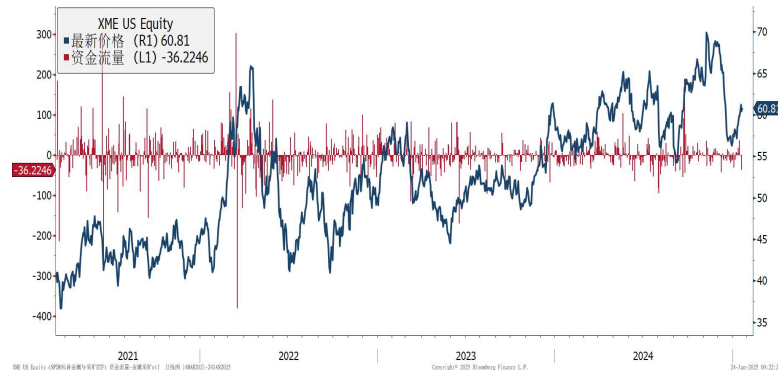
美长债ETF资金流量追踪



油气勘探与生产ETF资金流量追踪



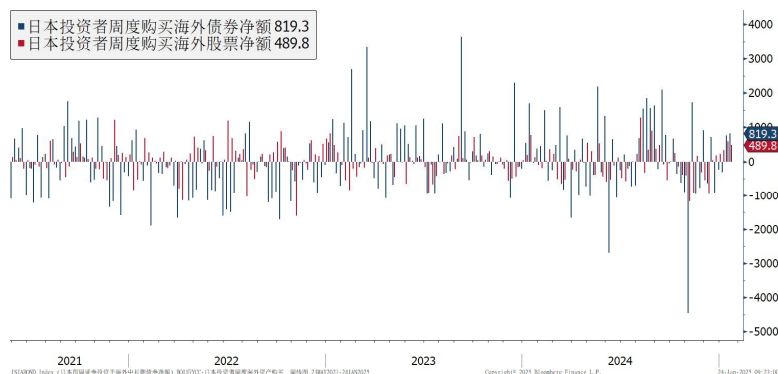
金属与采矿ETF资金流量追踪



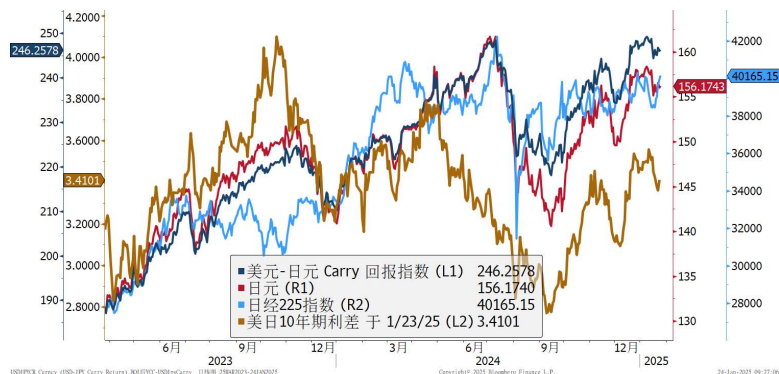
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

BOJ 后 YCC 时代 - 日元 Carry 交易体系市场高频数据追踪

日本投资者购买海外债券&股票净额（周度）



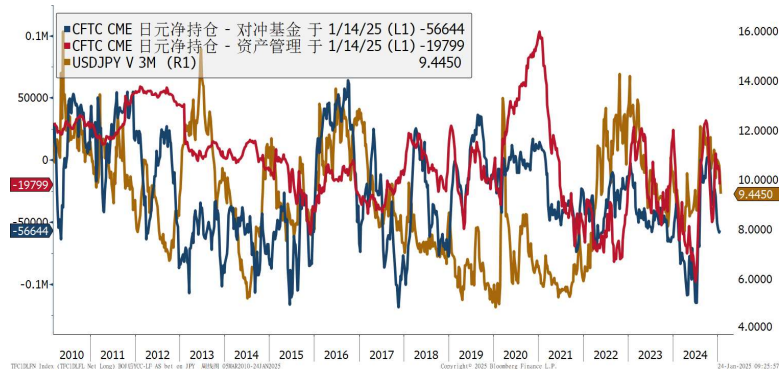
美元-日元 Carry 回报指数、日元和权益市场指数



USDJPY 1年期汇率对冲成本、日元3M波动率和2Y利差



CFTC CME 日元对冲基金和资产管理机构日元净持仓



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

宏观数据全息图 及基本面高频数据

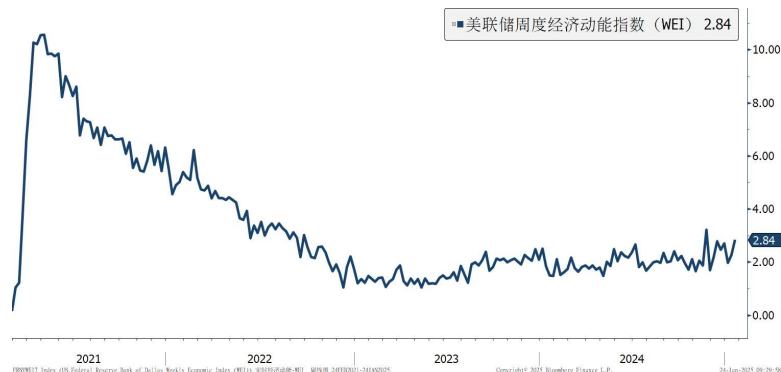
03

实时经济动能 - 实时GDP模型、WEI和板块经济惊喜指数

美联储名义及实际实时GDP模型（季环比折年率）



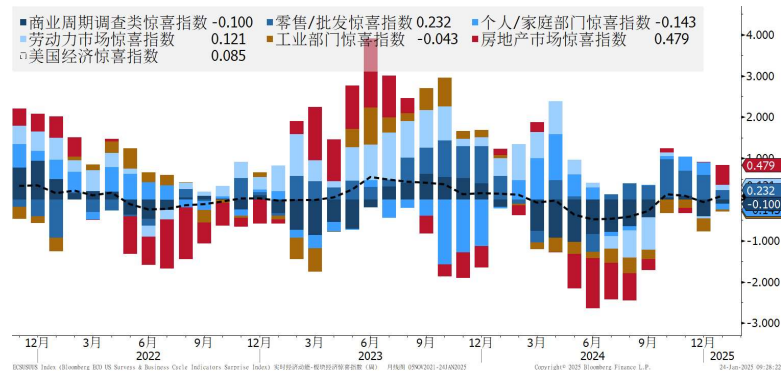
美联储周度经济动能指标（WEI）



美欧中经济体花旗经济惊喜指数



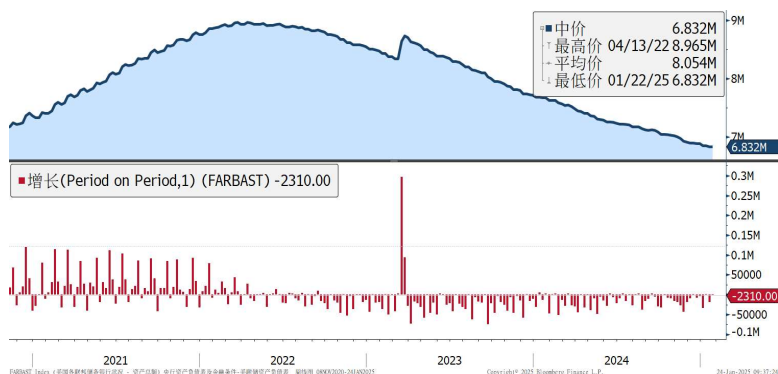
美国经济各板块经济惊喜指数



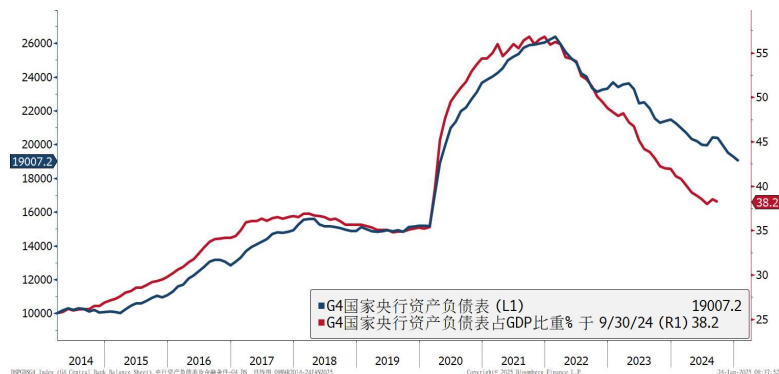
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

金融条件 - 央行资产负债表及金融条件指数

美联储资产负债表及周度环比变化



G4国家央行资产负债表占GDP比重



美国金融条件指数：高盛 & 美联储模型



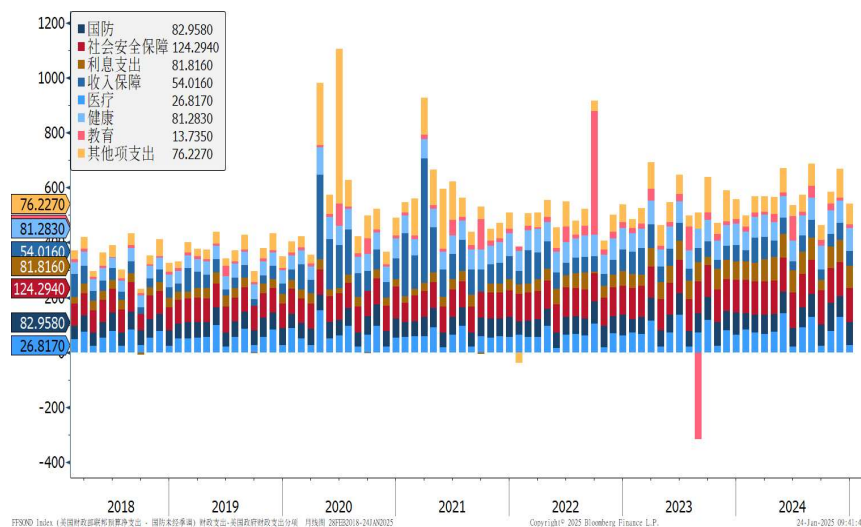
欧元区金融条件指数与美国金融条件指数对比



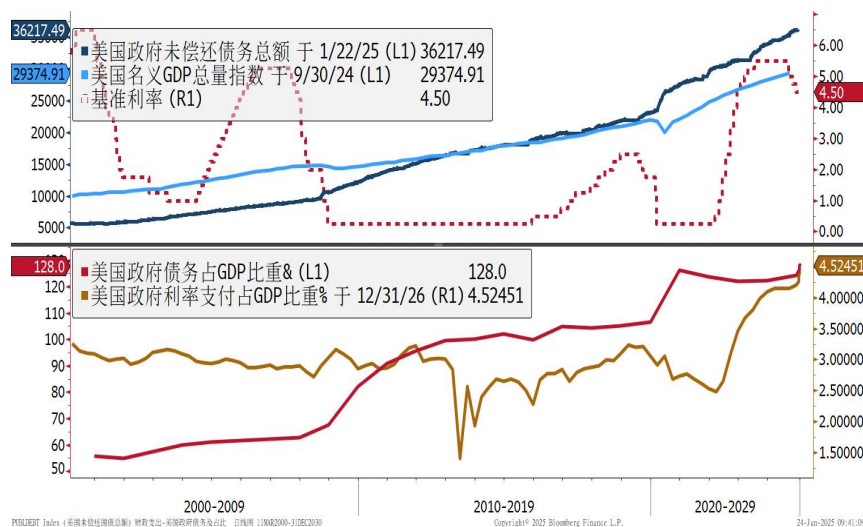
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

财政支出 - 美国联邦政府支出明细及债务占GDP比重

美国联邦政府财政支出分项明细（月度）



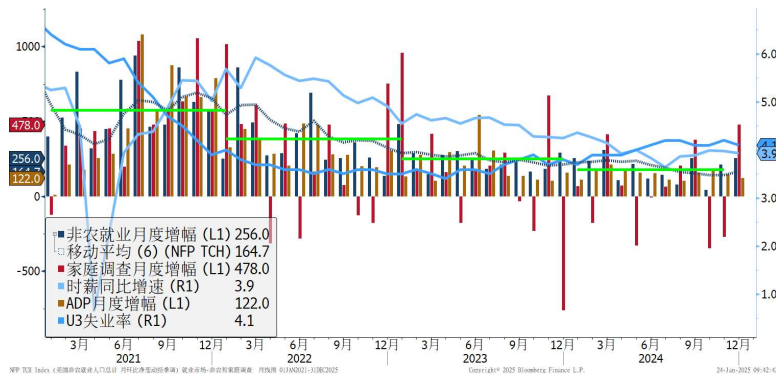
美国政府债务总额、占GDP比重及付息比重



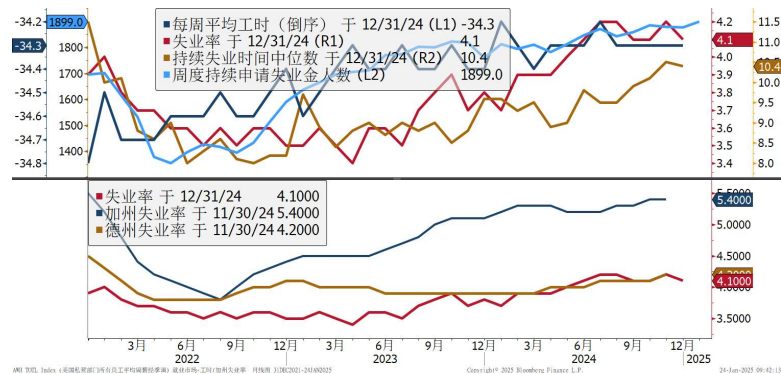
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

就业市场 – 美国就业市场周频、月频追踪

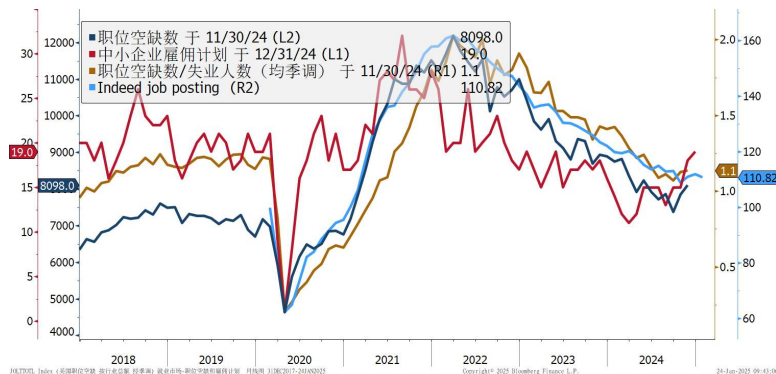
月度增幅和薪资增速：非农、家庭调查、ADP和薪资同比



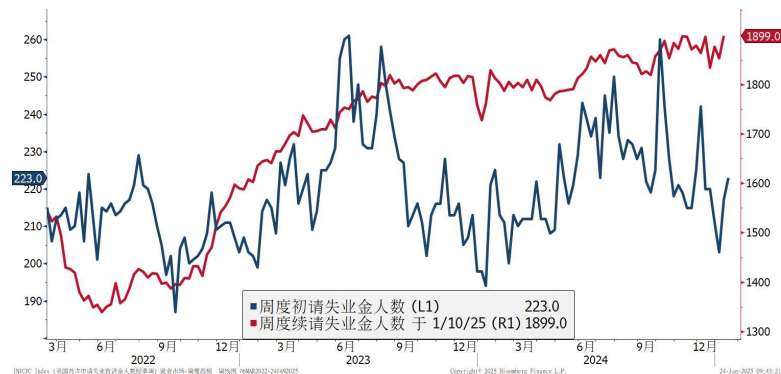
前瞻性指标：工时（倒序）和加州失业率



需求类指标：职位空缺数和中小企业雇佣计划



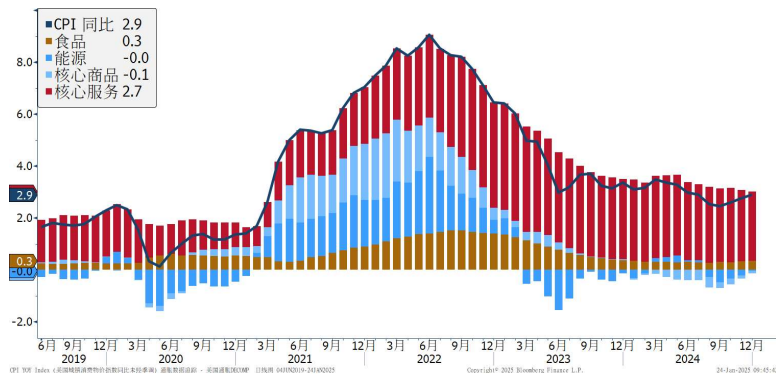
周度高频：初请失业金人数和续请失业金人数



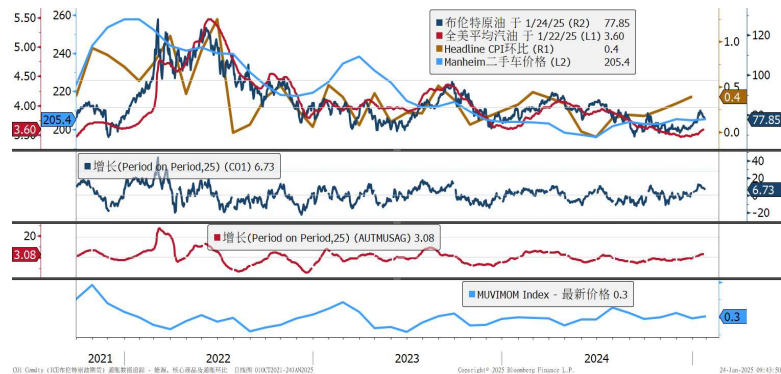
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

通胀 – 通胀拆分、核心驱动及通胀预期

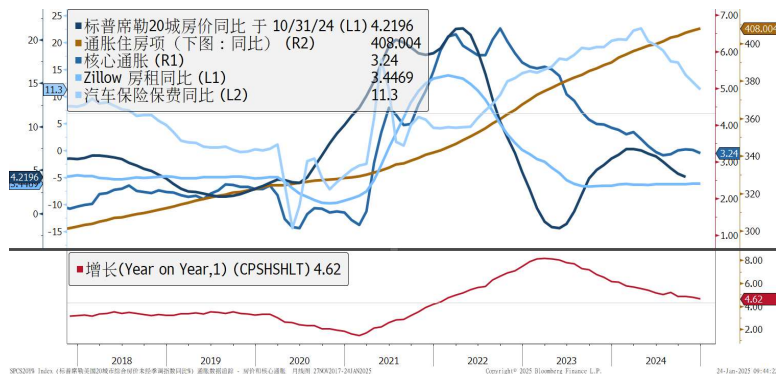
美国通胀同比数据拆分



Headline通胀同比趋势与能源、核心商品



核心通胀同比趋势与房价、房租、保费



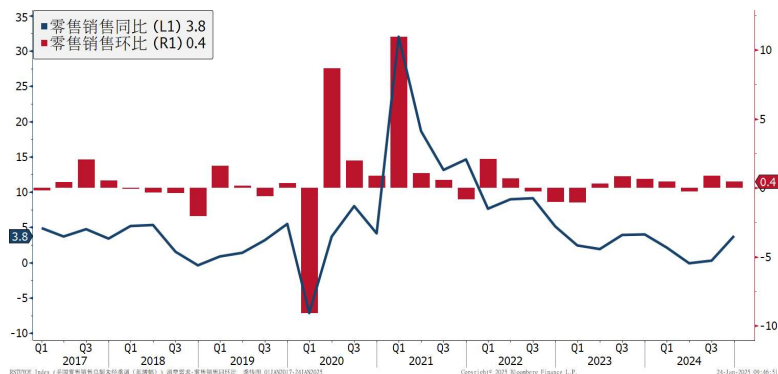
Breakeven通胀预期和消费者调查通胀预期



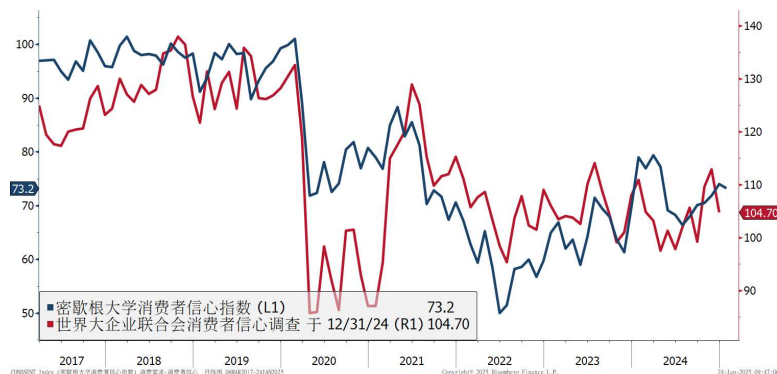
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

消费需求 – 美国消费数据周频、月频追踪

零售销售同比及环比



消费者信心调查指数



红皮书商业零售销售同比（周度）和零售销售同比



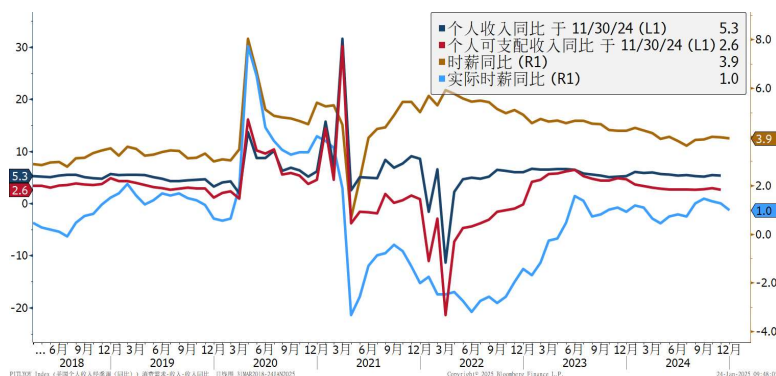
住房抵押贷款申请（周度）、成屋销售和新建房屋销售



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

消费需求 - 收入端 - 个人收入、工资收入、储蓄和其他收入

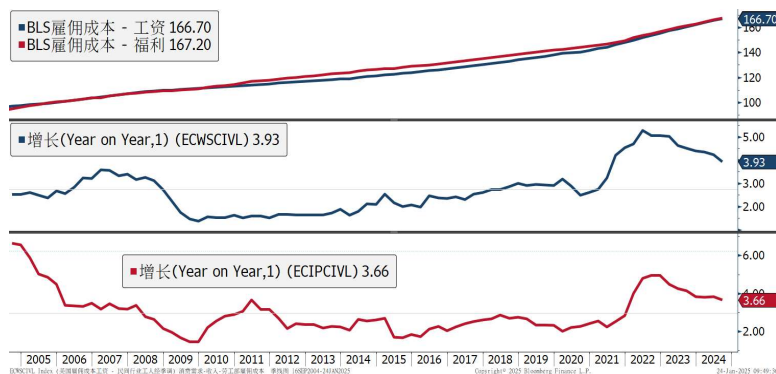
个人收入、可支配收入和时薪同比增速



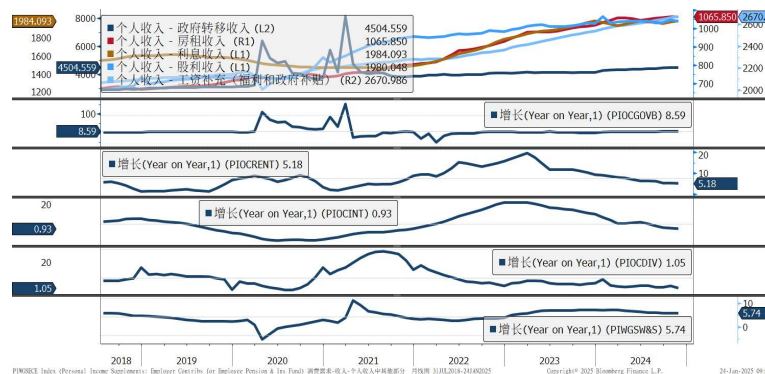
个人储蓄和储蓄占可支配收入比例



美国劳动力雇佣成本（季度）



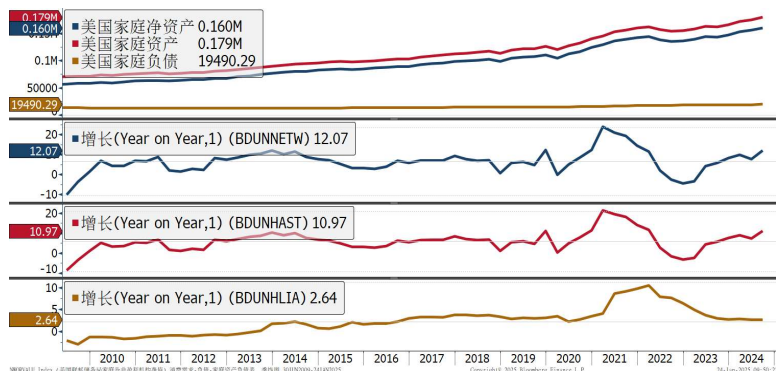
个人收入中除工资收入的其他项



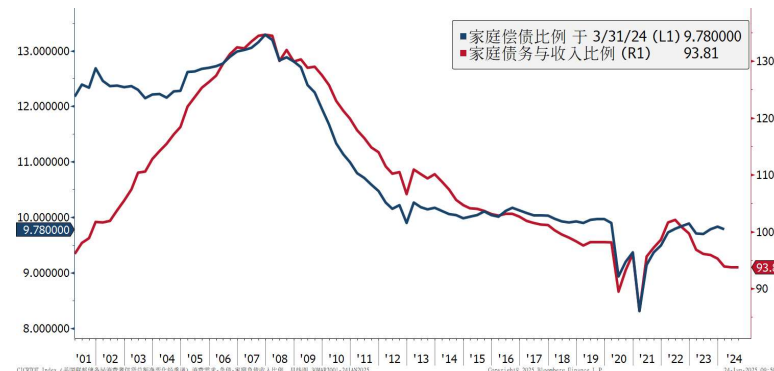
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

消费需求 - 负债端 - 家庭资产负债表、负债率、逾期率

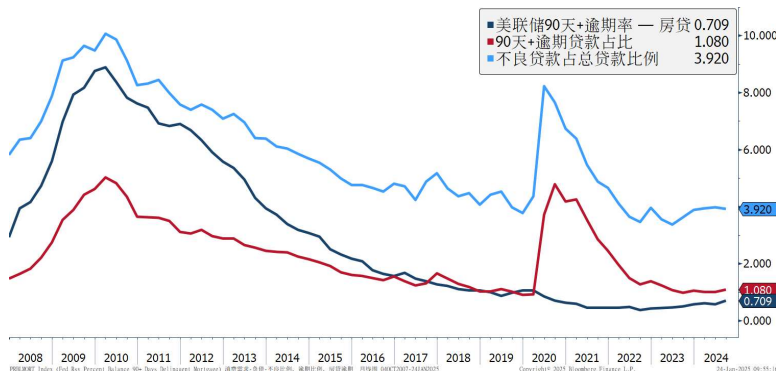
美联储美国家庭净资产、资产和负债总量和同比趋势（季度）



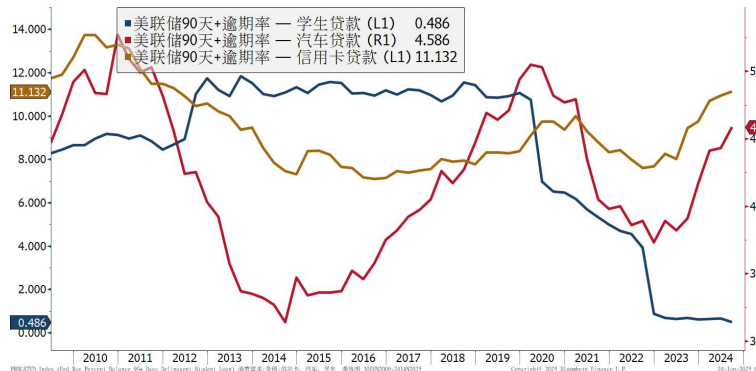
家庭负债比例及负债与收入比例（季度）



美国不良贷款占比、信贷整体逾期率占比和房贷逾期率



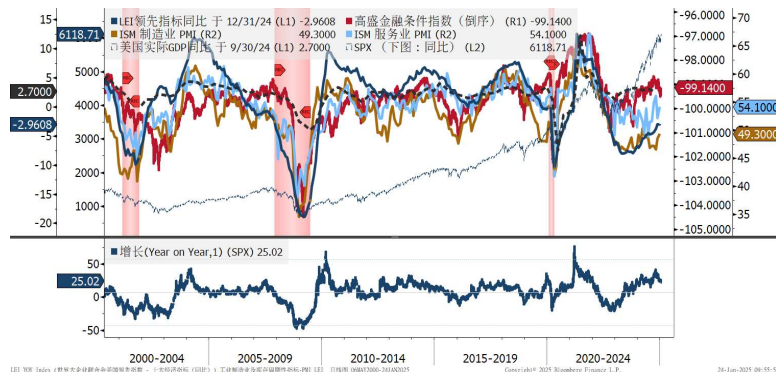
信用卡贷款、汽车贷款和学生贷款90天+逾期率



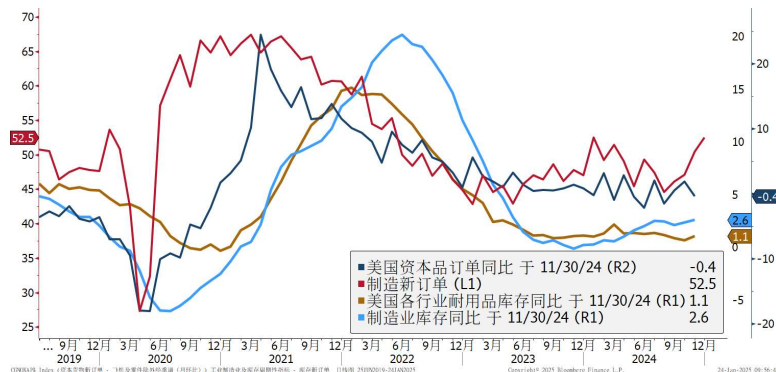
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

周期定位 - 工业、制造业及库存等周期性指标追踪

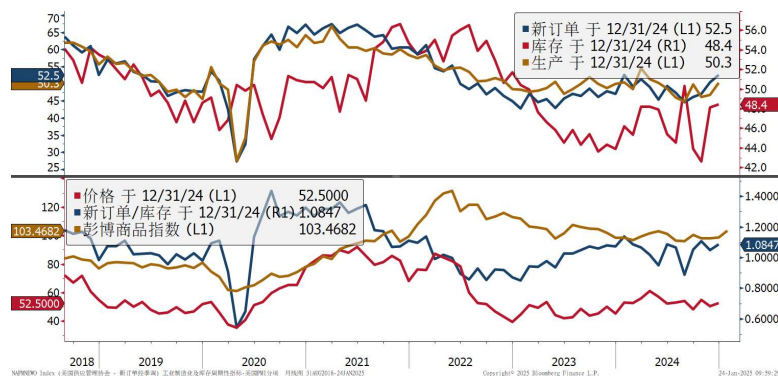
LEI 领先指标同比、ISM PMI 和美国金融条件指标



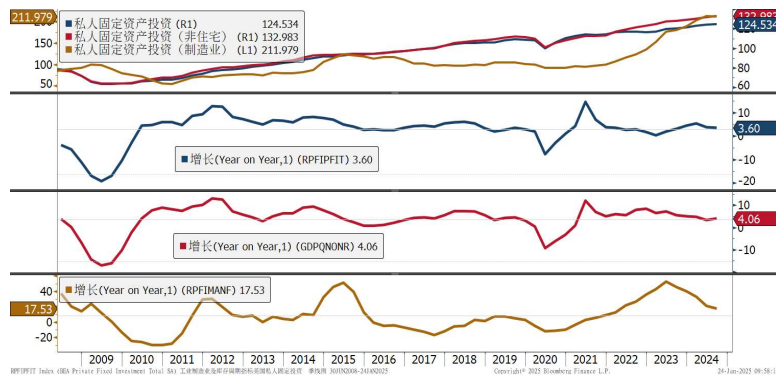
资本品、制造业新订单及库存同比



美国 ISM 制造业 PMI 及分项



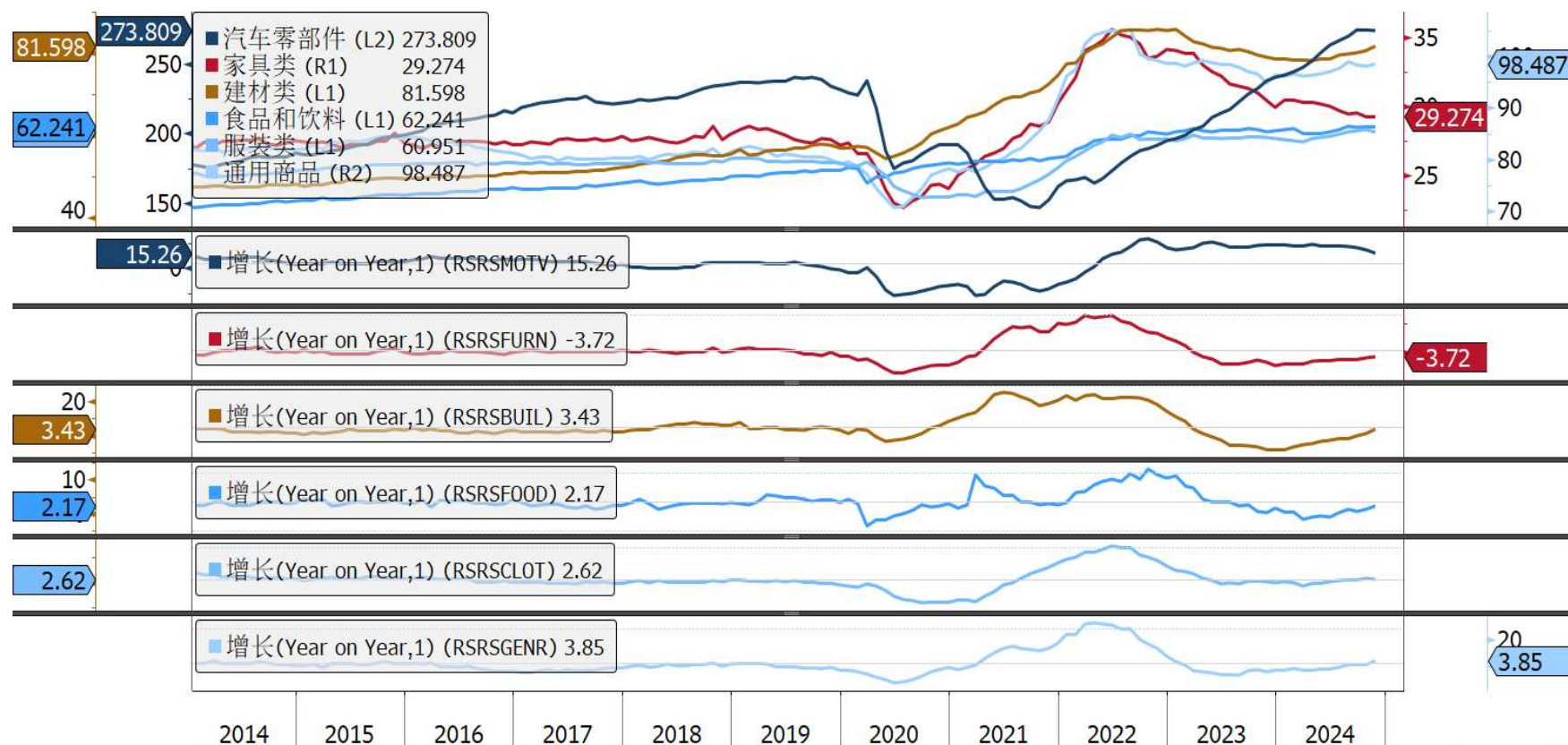
美国固定私人投资同比增速



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

周期定位 - 美国零售商分品种库存跟踪

美国零售商分产品库存数量及同比增速



RSRSMOTV Index (零售商库存 - 车辆及零件经季调) 周期定位-零售商库存 月线图 31JAN2014-25JAN2025

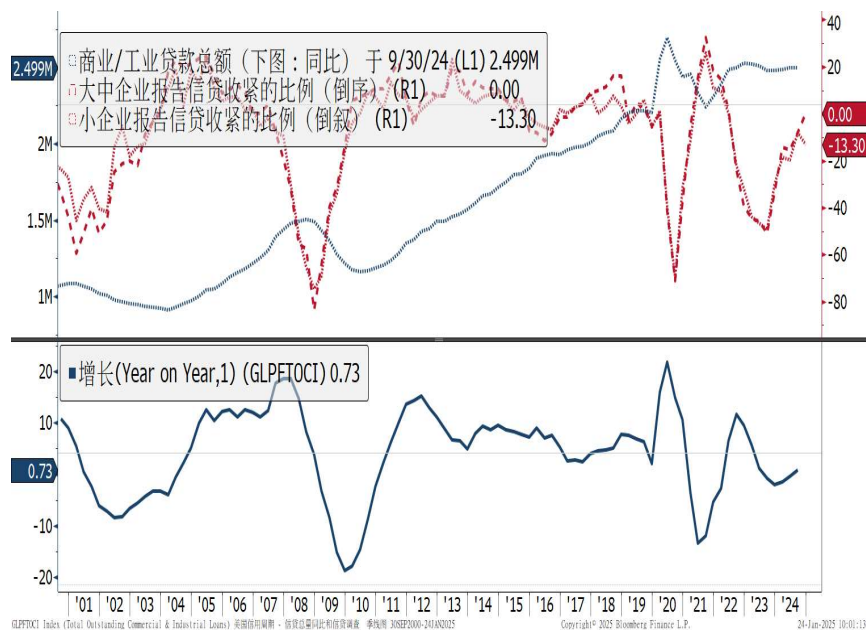
Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

24-Jan-2025 10:00:04

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

信贷周期 - 美国信贷总量同比、估值和信用市场高频追踪

美国信贷总量同比和企业信贷调查



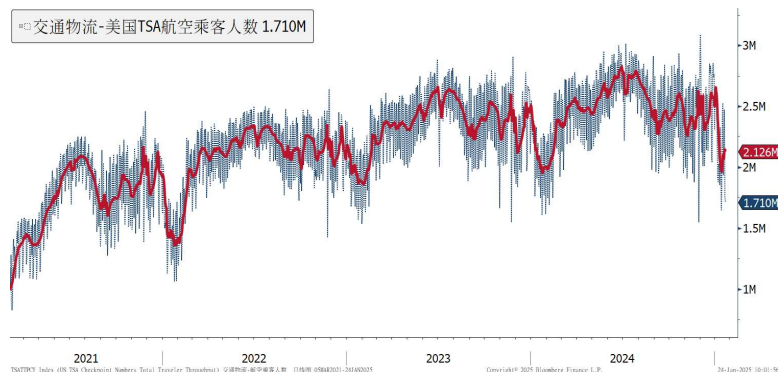
标普指数估值和高收益企业信用利差



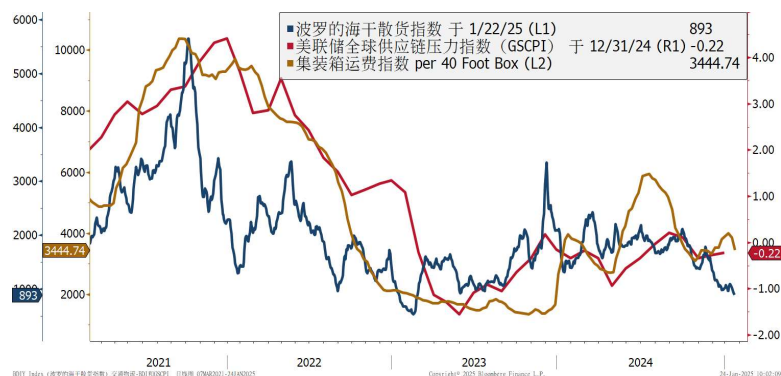
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

交通物流 - 航空、供应链指数、卡车和航运

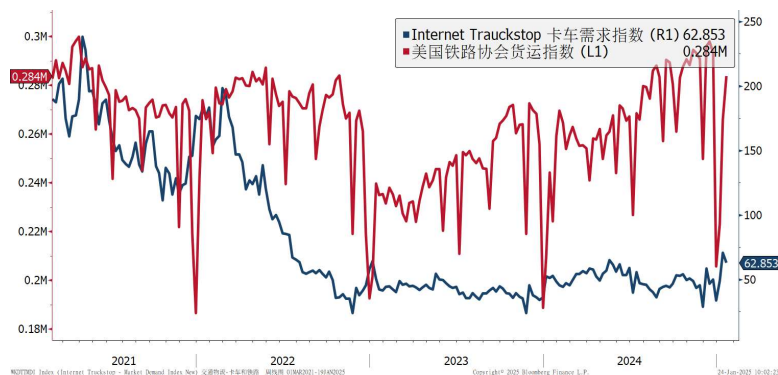
美国TSA航空乘客人数（7日平均）



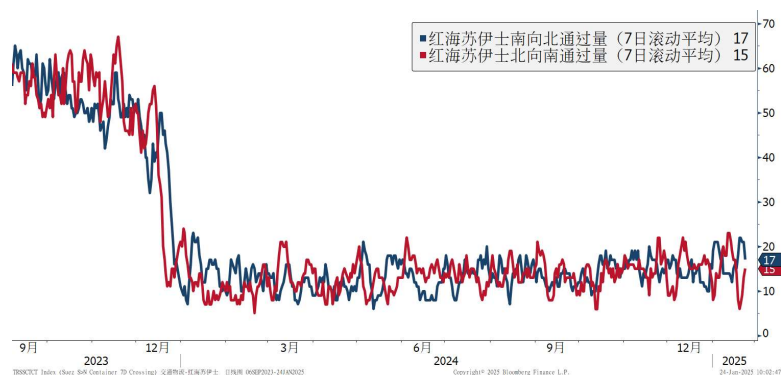
美联储供应链指标和波罗的海干散货指数



卡车指数需求指数和铁路协会货运指数



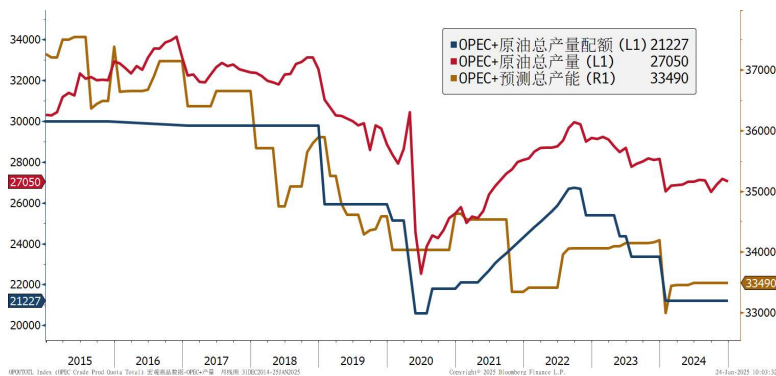
红海-苏伊士运河通过量



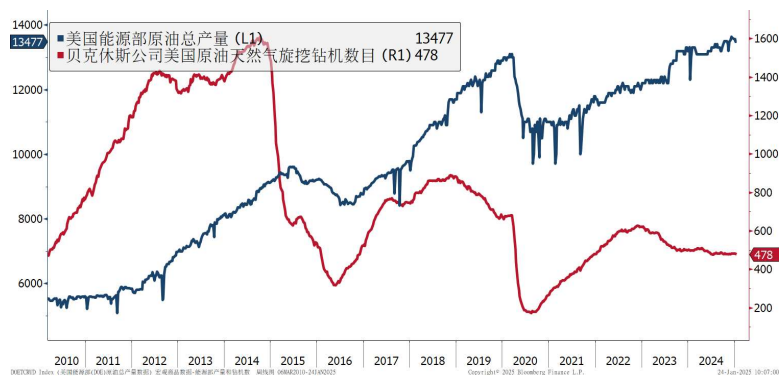
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

大宗商品 - 宏观商品高频数据

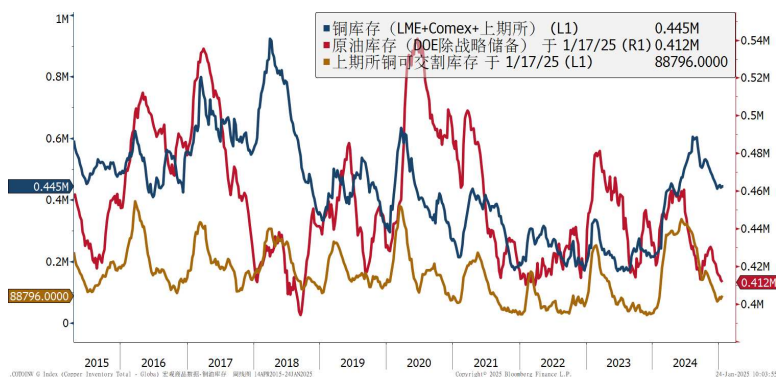
OPEC+ 原油产量配额、总产量及预测产量



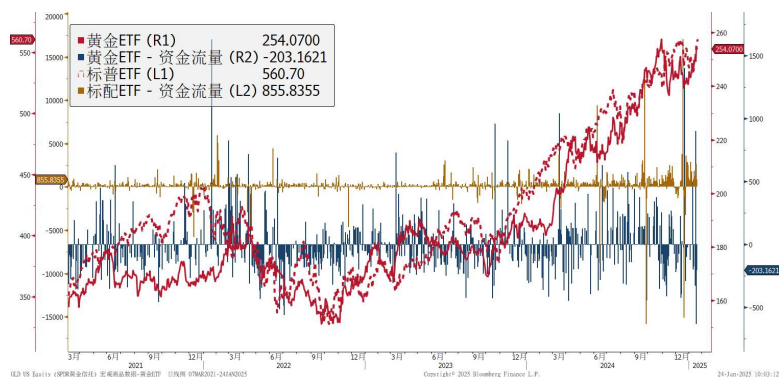
美国能源部原油总产量及原油天然气钻井数



全球原油和铜库存变化



黄金ETF和标普ETF资金流量高频数据



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

房地产市场 - 美国房地产权益市场和信用利差

美国房地产指数、房贷利率及信贷、销售数据



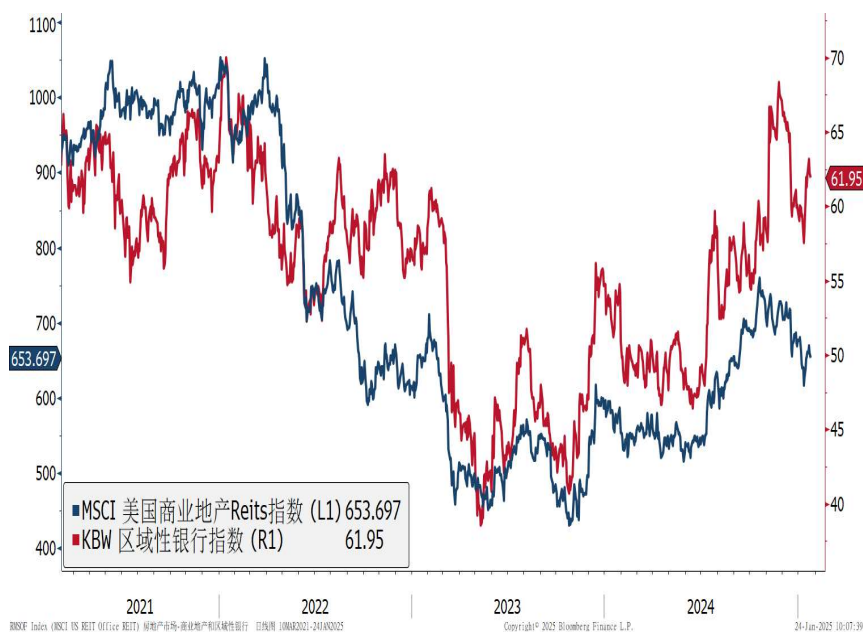
美国MBS信用利差和长期利率水平



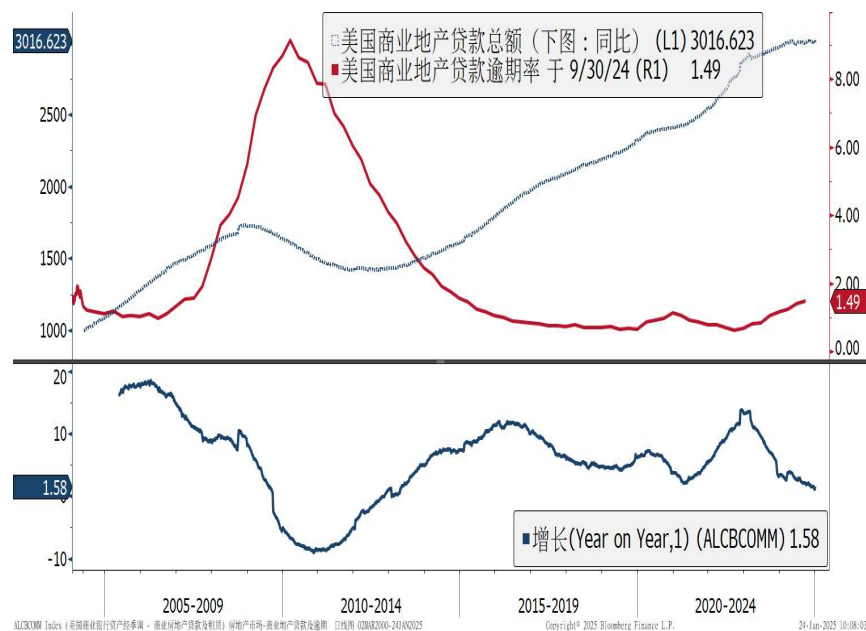
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

房地产市场 - 美国商业地产

美国商业地产指数和区域性银行指数

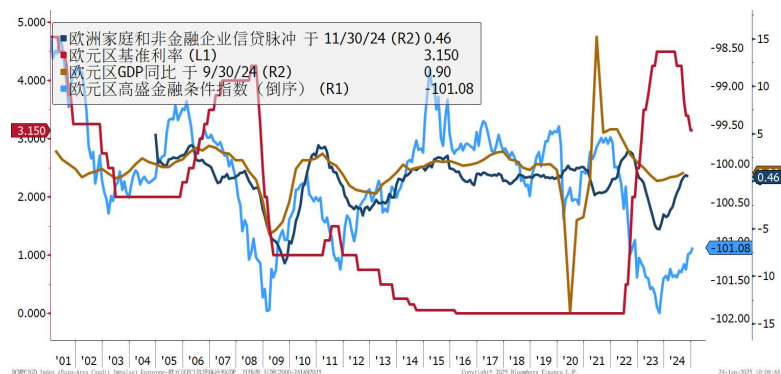


商业地产贷款总额同比及商业地产逾期率

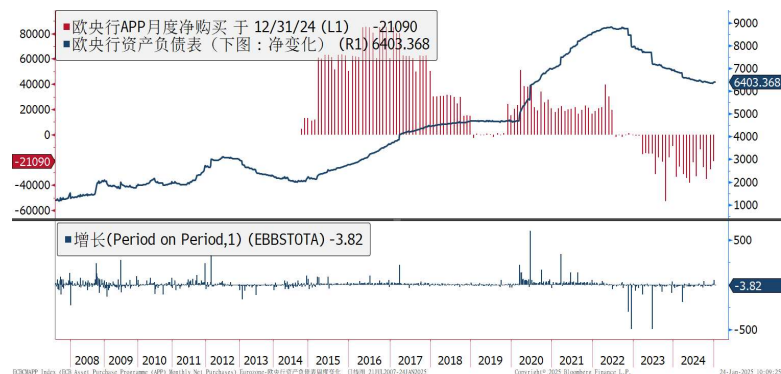


Eurozone – 宏观概览

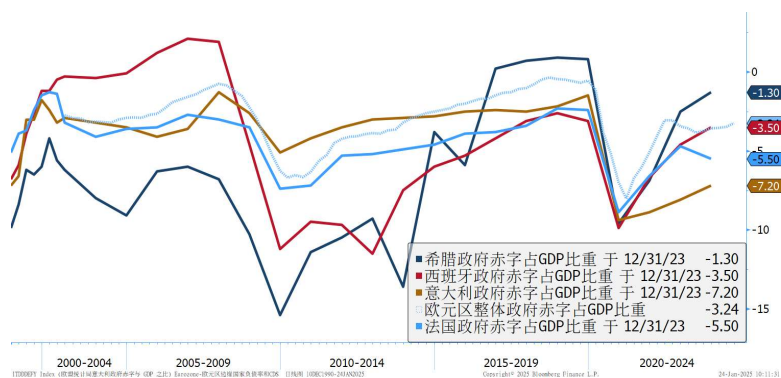
欧元区金融条件指数、信贷脉冲和GDP同比趋势



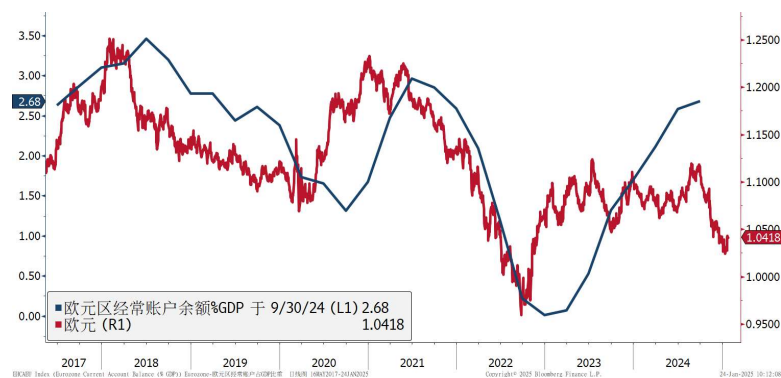
欧央行资产负债表及周度净变化



欧元区边缘国家赤字率和主权债务风险追踪



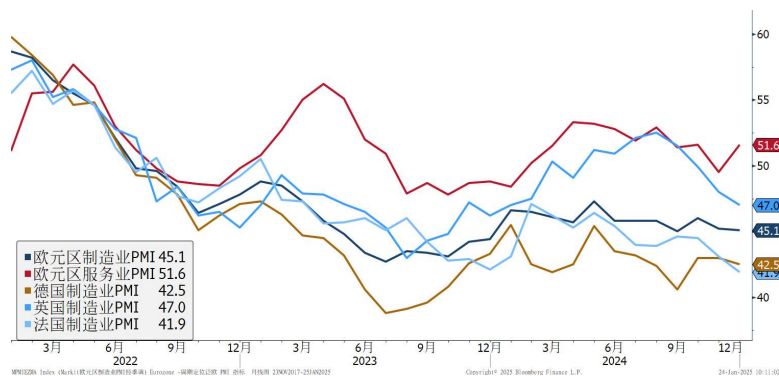
欧元区经常账户占GDP比重及欧元



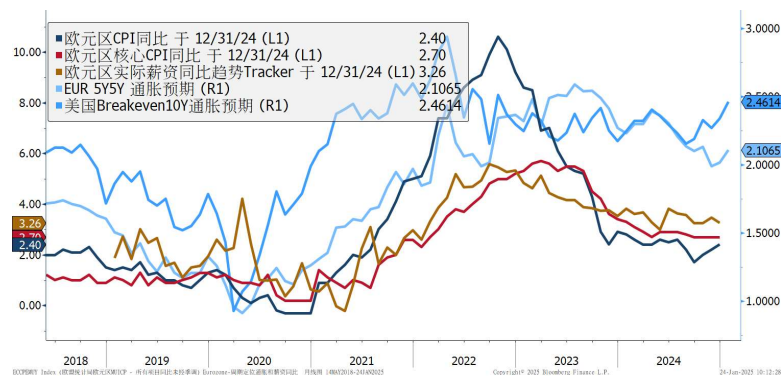
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Eurozone – 周期定位

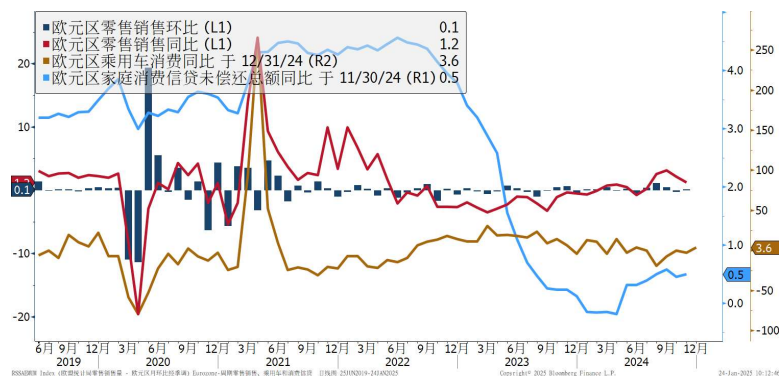
泛欧地区制造业及非制造业 PMI 指标



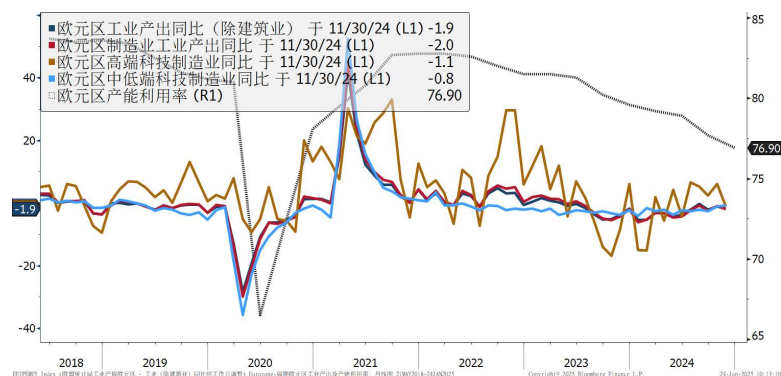
欧元区Headline通胀、核心通胀和薪资增速同比趋势



欧元区零售销售同环比、乘用车消费同比及未偿还消费信贷



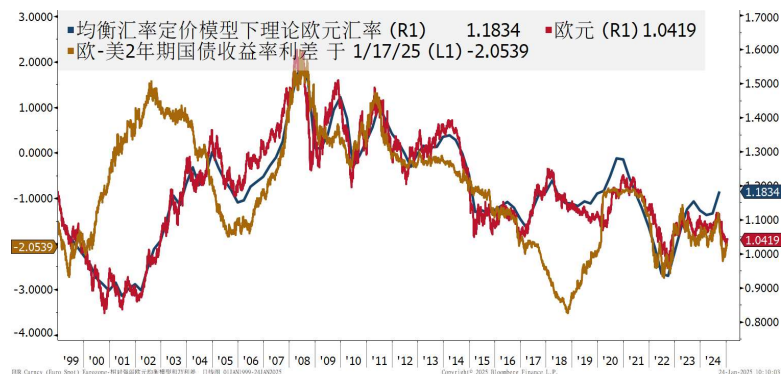
欧元区工业产出、制造业产出同比及产能利用率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Eurozone – 相对强弱

欧元、欧元均衡模型理论汇率和欧-美2年期利差



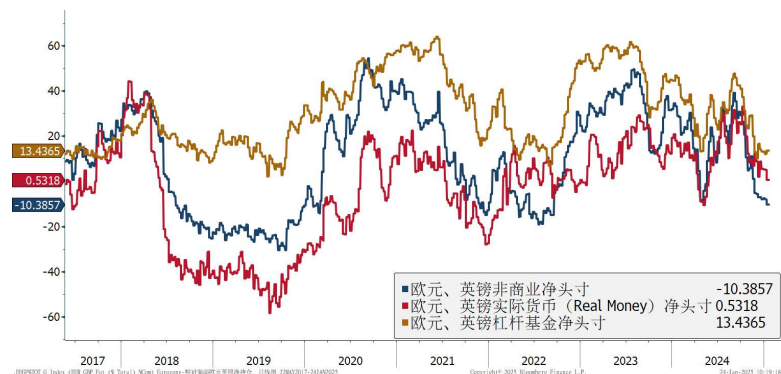
美欧经济惊喜指数对比和欧元区消费者信心



美欧 PMI 差和美元指数



欧元和英镑非商业、实际货币和杠杆基金净头寸



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Beige Book Takeaways

美联储褐皮书（1/15 公布）中联储12个辖区经济动能描述可视化

- ◆ 1/15日，美联储《褐皮书》报告反映出在去年11月底至12月间，美国12个地区经济活动皆以小幅至温和的幅度增长，较上期报告显现出更强的经济韧性，但不同行业和领域依旧存在差异。经济总体活动方面，得益于假日销售强劲且超出预期，大多数地区消费者支出适度上升。
- ◆ 制造业总体略有下降，多个地区表示制造商正在囤积库存，以应对预期的更高关税。
- ◆ 非金融服务部门总体略有增长，地区亮点包括休闲和酒店业以及交通运输业的增长，特别是航空旅行。金融服务提供商报告贷款适度增长，资产质量总体变化不大，但贷款人对小企业和低收入家庭的违约表示担忧。住宅房地产活动总体保持不变。
- ◆ 物价方面，整体较上一期报告有所上行，增长率从平稳到适度不等。由于近月流感导致禽类和蛋类供应缩水，进而推高食品价格。健康保险等保险价格有所增长。零售和制造业部门有价格持平或下降的情况。12个地区普遍预计2025年更高的关税可能推动价格上涨。
- ◆ 就业市场方面，11个地区与上期情况基本维持不变，克利夫兰地区就业持稳，未再上行。在多个服务行业中特别是医疗保健行业，就业继续增长。建筑行业的就业人数略有增加，而制造业的就业人数保持不变。多个地区的受访者表示难以找到技术工人，且裁员情况较为少见。大多数地区的工资增长加快至适度水平。部分地区反映对未来的人力需求具有不确定性。

2025年1月美联储褐皮书各辖区当前经济表现总结						
	芝加哥	圣路易斯	明尼亚波利斯	堪萨斯	达拉斯	旧金山
经济活动	小幅上行	小幅上行	小幅上行	温和上行	温和上行	小幅上行
就业市场	小幅上行	持平	小幅上行	温和上行	小幅上行	持平
价格	温和上行	温和上行	小幅上行	温和上行	温和上行	持平
制造业	小幅走弱	小幅上行	温和走弱	-	温和上行	小幅走弱
农业和自然资源	持平，但低于去年同期水平	持平	疲软	-	小幅上行	小幅走弱
能源	-	-	持平	温和走弱	持平	-
消费支出	温和上行	温和上行	温和上行	小幅上行	-	-
商业支出	小幅走弱	-	-	-	-	-
建工与住宅	持平	-	小幅上行	-	持平	-
商业房地产	持平	持平	小幅走弱	持平	持平	持稳，需求放缓
住宅房地产	小幅走弱	-	持续上行	持平	-	持稳
银行和金融市场	小幅走弱	持平	-	-	-	-
零售和旅游	-	-	-	-	保持强势	温和上行
服务	-	持平	-	-	温和上行	小幅上行
	波士顿	纽约	费城	克利夫兰	里士满	亚特兰大
经济活动	小幅上行	小幅上行	小幅上行	温和上行	温和上行	温和上行
就业市场	持平	小幅上行	小幅上行	持平	持平	持稳
价格	持平	温和上行	温和上行	温和上行	温和上行	温和上行
制造业	持平	温和走弱	小幅走弱	持平	小幅走弱	持续走弱
农业和自然资源	-	-	-	-	-	温和走弱
能源	-	-	-	-	-	温和上行
消费支出	-	温和上行	小幅上行	温和上行	温和上行	温和上行
建工与住宅	-	持续走弱	小幅走弱	温和上行	-	-
商业房地产	持平	小幅上行	持平	温和上行	小幅上行	持平，但整体仍疲软
住宅房地产	温和上行	保持强势	持平	温和上行	小幅走弱	温和上行
银行和金融市场	-	小幅走弱	持稳，但低于去年同期	温和上行	温和上行	温和上行
零售和旅游	温和上行	强势	小幅上行	-	温和上行	温和上行
服务	-	持平	-	温和上行	持平，但需求减弱	-
交通	-	-	-	-	持平，但需求减弱	小幅上行
人力资源服务	-	-	-	-	-	-

注：美联储褐皮书中表述经济动能描述时所用词语有差别，modestly译为“温和”；generally / largely flat, stable均译为“持平”；slightly译为“小幅”；improve, increase, strengthen, edge up, upstuck, upswing译为“上行”；decline, weaken, loosen译为“走弱”；continue译为“持续”；remain译为“保持”；strong译为“强势”。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

THANK YOU

FOR WATCHING