



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告 | 宏观大类专题报告 2022-12-15

加息节奏如期放缓

——美联储 12 月议息会议点评

研究院 FICC 组

研究员

孙玉龙

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

孙玉龙

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

联系人

汪雅航

☎ 0755-23887993

✉ wangyahang@htfc.com

从业资格号: F3099648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

我们认为, 12 月议息会议调升目标利率及释放偏鹰信号对于市场的影响较有限, 通胀压力实质性缓解及经济面临进一步下行压力的背景下, 美联储减缓加息步伐具备持续性, 明年加息幅度有望回归每次调整 25bp 的常态。

短期而言, 11 月以来的主要大类资产走势在 12 月美联储加息落地后仍有望延续, **重点关注欧元、发达经济体股指、美债和贵金属的做多机会, 同时, 美元指数倾向延续回落;** 长期而言, 美联储紧缩货币周期和经济衰退预期升温的双重压力之下, 美股和大宗商品仍难以脱离持续调整的局面。

核心内容

■ 事件

北京时间 12 月 15 日周四, 在美联储 FOMC 货币政策会议上, 美联储宣布了 2022 年的第七次加息, 加息 50bp 至 4.25%-4.5%, 符合市场预期。

■ 会议要点

会议声明要点如下: 一、将基准利率上调至 4.25%-4.5% 区间, 同时, 将贴现率从 4% 上调至 4.5%; 二、决议声明重申, 继续加息可能是适宜的; 三、将继续按原定计划缩表——削减所持美国国债和抵押贷款支持证券 (MBS); 四、美国通胀仍然偏高, 这在一定程度上体现出 (供需) 失衡问题; 五、重申就业人口增速稳健, 失业人口仍然保持在低位; 六、美联储点阵图中值显示, 2023、2024 年底联邦基金利率预期中值分别为 5.1%, 4.1% (9 月预期分别为 4.6%、3.9%); 七、进一步上调通胀率预期和失业率预期, 下调未来两年 GDP 预期。

会后鲍威尔新闻发布会要点: 一、美联储目前的侧重点是实现限制性的利率水平, 而非降息, 可能需要在一段时期内维持限制性政策, 将维持 (继续加息的利率路径) 现状, 直至实现 (维持物价稳定和实现充分就业这) 双重职责; 二、在对通胀回落至 2% 有信心之前, 美联储不会降息, 通胀仍然显著高于 2% 的更长周期目标, 通胀预期仍被很好地锚定状态, 在证明通胀回落方面, 需要看到更多实质性的证据; 三、当前中性的失业率偏高, 但失业率上升并不意味着劳动力市场走软, 美国存在一个结构性的劳动力供应短缺, 在平均小时薪资增幅放缓方面, 没有看到太多的进展; 四、经济预期概要 (SEP) 中, 美联储对美国 GDP 的预期不符合爆发经济衰退的标准。

■ 会议点评

通胀回落幅度超预期助力加息节奏放缓，但就业市场高景气度不支持暂停加息。美国 11 月未季调 CPI 年率 7.10%，预期 7.30%，前值 7.70%，通胀持续回落且为 2021 年 12 月以来最小增幅；11 月未季调核心 CPI 年率录得 6%，为 2022 年 7 月以来新低，预期为 6.1%，前值为 6.3%。二手车及能源价格的持续下跌成为拖累美国通胀超预期下行的主要因素，住房和服务项则成为通胀韧性的主要来源，由于国际大宗商品尤其原油较顶部有较大幅度的回落，我们预计 CPI 下行趋势将在明年延续，不排除回落幅度继续超预期的可能。但与此同时，美国就业市场依然保持较强的韧性，11 月非农就业人口新增 26.3 万人，远超预期的 20 万人，失业率维持在 3.7%，并且 11 月平均时薪环比增 0.6%，同比增 5.1%，均超市场预期，其中环比增速创 1 月以来最快，时薪环比超预期增长仍有可能加剧“工资-通胀”的螺旋风险，意味着强劲的就业市场不支持美联储暂停加息或转为降息。

加息步调虽已实质性放缓，但会议调升目标利率中值，释放的政策基调较 11 月更鹰派，原因在于控通胀的长期目标未发生根本转变。一方面，点阵图显示，2023、2024 年底联邦基金利率预期中值均较 9 月进一步上调；另一方面，鲍威尔在发布会上强调将维持限制性的货币政策，几乎再度打消市场对于明年美联储转为降息的念头。我们分析，美联储试图在加息节奏和释放政策信号两者间寻求平衡，此前市场对于美联储的紧缩预期已边际趋弱，如若本次会议上加息幅度降低的同时再释放偏鸽的政策信号，恐导致通胀预期难以削减，将对完成 2% 的通胀目标提出更大的挑战。因此，在通胀趋势回落但绝对水平仍处于高位的背景下，美联储加息步伐预计难以停止。

明年转为降息的难度大，但回归 25bp 的调升常态将是大势所趋。一方面，通胀保持高位粘性，就业强劲促使美联储加息步伐不停；另一方面，持续收紧的货币政策加剧经济下行压力，为保护经济软着陆，美联储升息幅度始终与市场主流预期保持一致。因此，我们判断，虽然 12 月议息会议的表述略偏鹰派，但加息幅度符合主流预期，且加息节奏放缓的看法得以兑现，预计明年初加息幅度进一步降至 25bp 的概率更高，美联储加息步伐放缓已是趋势。

■ 行情分析

12 月发布会后，大类资产的波动幅度弱于 11 月，风险资产分化，原油表现较佳，美股下跌。道指下跌 0.42%，标普 500 下跌 0.61%，纳指下跌 0.76%；美债利率先上后下，10Y 收跌至 3.485%，2Y 收跌至 4.224%；美元指数跌 0.2%，伦敦金现跌 0.12%；布伦特原油期货涨 2.63%，WTI 原油期货涨 2.71%。可以明显看出，除了释放的政策基调鹰于市场预期以外，12 月议息会议并未提供更多增量信息，主要内容较 11 月并无二致，因此对市场的影响较有限。

CME“美联储观察”显示市场预期明年2月加息50个基点的概率增加。FOMC声明后联邦基金利率期货显示，在下次会议上加息25个基点的概率为61%，低于美联储声明前的72.6%。掉期交易显示，美联储明年2月加息50个基点的概率增加。利率期货显示，美联储将在明年5月达到4.9%的终端利率，此前为4.85%。

11月议息会议以来，海外紧缩预期边际减弱，主要国家利率下行，风险资产迎来反弹，股指、商品呈企稳回升的态势。具体来看，恒生指数、LME镍、美棉、COMEX白银、Wind煤焦钢矿和MSCI新兴市场领涨；VIX、比特币、韩国10Y、美国10Y、法国10Y和英国10Y利率领跌。量价方面，欧元兑美元汇率、软商品量价齐升，继续走强概率较大；美国10Y利率、VIX量价齐降，或延续下跌。

中长期而言，需要警惕10Y-2Y美债利率倒挂加深信号下的持续交易衰退预期的风险。虽然美国就业市场依然保持较强韧性，但随着通胀的持续超预期回落，经济下行压力将进一步凸显，衰退交易情境已成为近期市场主线并有望延续至明年，美债10y利率与2y利率出现1980年代初以来最严重的倒挂，已达到近80bp。通过复盘衰退时期的资产价格表现来看，一、股指表现较为中性，并非必然下跌，纳指上涨概率为57%，道指上涨概率为43%；二、商品下行概率较大，黄金相对抗跌，原油及其他主要商品上涨概率仅14%，黄金上涨概率超50%；三、美元指数易涨难跌，美债利率易跌难涨，美元上涨概率超70%，美债利率上涨概率仅14%。

美联储2023年将继续加息，但加息幅度有望回归每次调整25bp的常态，伴随着加息节奏的放缓，美元下行趋势将延续。结合以上分析，我们复盘了历史上美元见顶+经济衰退情境下（筛选标准为，历史上美元指数突破110后回落，并且制造业PMI跌破枯荣线并持续下行）主要大类资产的表现，并得出三点结论：一是美股和黄金受益最显著，大概率录得上涨，美债利率见顶回落；二是整体商品承压，原油跌幅领先，较大概率录得调整；三是A股受到一定拖累，但样本不足。

我们认为，历史上美元见顶+经济衰退情境下，美股和黄金表现最好，源于彼时美国经济已处于（类）衰退阶段，美联储已步入降息周期中后半段，流动性宽松环境下，美债实际利率已降至低位，对于美股和黄金的估值均起到更明显的抬升作用；然而，衰退时期全球需求疲软，通胀预期大幅降温对于商品的打压甚至宽松流动性的支撑，使得商品上涨整体承受更大的阻力。

虽然近期大类资产的表现类似于美元见顶+经济衰退情景下的历史表现，但我们认为相较以往，当下的宏观环境有明显不同，主要体现在美联储货币政策周期的差异上。我们筛选出的两段宏观情境均处于降息周期中，而对于当前，虽然我们认为美联储加息节奏有望放缓，但加息周期难以转向，意味着美股和大宗商品将面临更大的来自于美联储紧缩货币周期和经济衰退预期升温的双重施压。

综上所述，我们认为，12 月议息会议调升目标利率及释放偏鹰信号对于市场的影响较有限，通胀压力实质性缓解及经济面临进一步下行压力的背景下，美联储减缓加息步伐具备持续性，明年加息幅度有望回归每次调整 25bp 的常态。

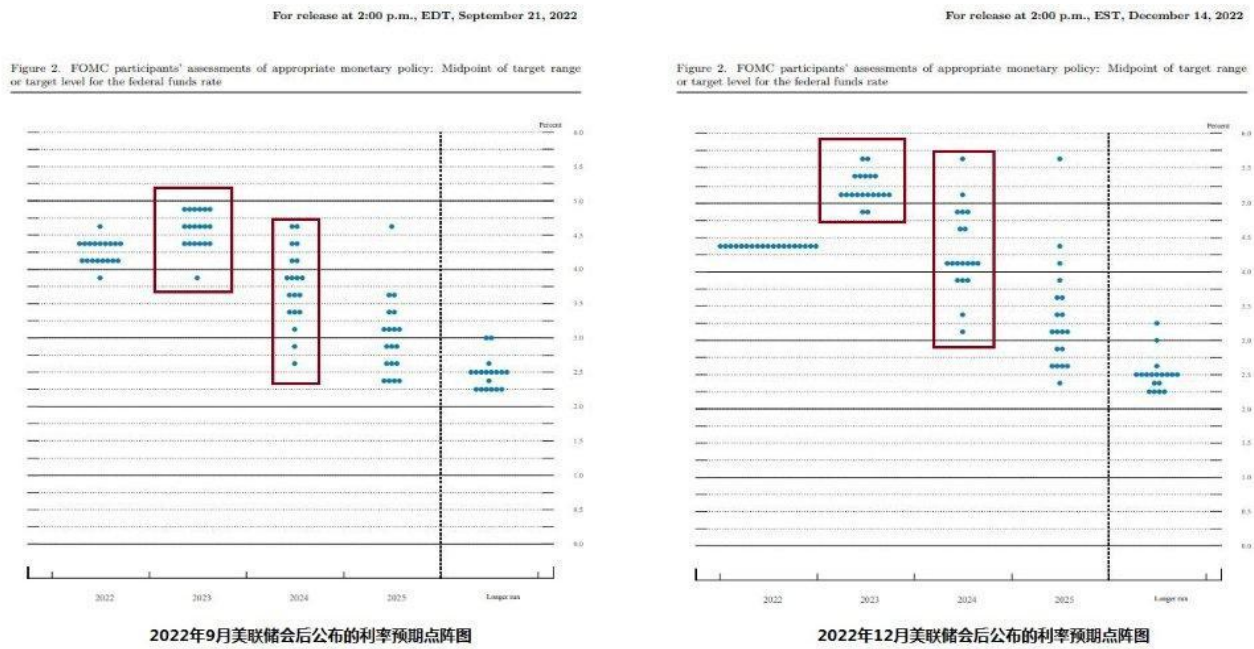
短期而言，11 月以来的主要大类资产走势在 12 月美联储加息落地后仍有望延续，**重点关注欧元、发达经济体股指、美债和贵金属的做多机会，同时，美元指数倾向延续回落；**长期而言，美联储紧缩货币周期和经济衰退预期升温的双重压力之下，美股和大宗商品仍难以脱离持续调整的局面。

表 1： 近几次重要 FOMC 议息会议摘要

	2022 年 12 月会议	2022 年 11 月会议	2022 年 9 月会议	2022 年 7 月会议
经济活动	当前中性的失业率偏高, 但失业率上升并不意味着劳动力市场走软, 美国存在一个结构性的劳动力供应短缺, 在平均小时薪资增幅放缓方面, 没有看到太多的进展	劳动力市场非常强劲, 职位空缺指标现在变得异乎寻常的重要, 并未看到薪资/物价螺旋上升, 就业市场过热, 劳动力供不应求。	最近的指标显示支出和生产增长放缓, 劳动力市场供需关系相当紧俏, 仍然缺乏 (供需) 平衡关系, 就业市场非常可能会出现某种程度上的软着陆。	没有迹象表明经济步入衰退, 劳动力依然强劲, 劳动力供给受到抑制, 部分证据表明, 劳动力需求可能略微放缓。
通胀	通胀仍然偏高, 这在一定程度上体现出 (供需) 失衡问题。	通胀仍然偏高, 这在一定程度上体现出 (供需) 失衡问题。	通胀仍然高企, 反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。	通胀仍然居高不下, 反映出与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨和更广泛的物价压力。
对后续经济和通胀的观点	经济预期概要 (SEP) 中, 美联储对美国 GDP 的预期不符合爆发经济衰退的标准。	美国经济仍有机会软着陆, 但窗口正在变窄。没人知道美国经济会否衰退, 也没人知道衰退程度会有多深	没有人知道 (加息/收紧货币政策) 过程是否会造成美国经济衰退。部分通胀由供给引起, 商品价格已经见顶, 供给冲击减弱可缓解通胀压力。	俄乌冲突正在造成巨大的民生和经济困难。冲突和相关事件正在给通胀制造额外的上行压力, 并正在拖累全球经济活动。此外, 供应链断裂可能会加剧。委员会高度关注通胀风险。
利率和购债规模	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 4.25% 至 4.5%, 认为需要继续加息直至 (对美国经济) 具有“实质性的限制性”。在 2023 年开始后仍将继续加息, 使得中位利率预期将进一步达到 5.1% 的峰值, 之后, 加息周期才会与高通胀的苦战取得胜利后暂告一段落。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券 (MBS)。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 3.75% 至 4%, 认为需要继续加息直至 (对美国经济) 具有“实质性的限制性”。可能会在 12 月份讨论缩小加息幅度, 但现在就考虑暂停加息还显得非常操之过急。将继续按原定计划削减所持美国国债和抵押贷款支持证券 (MBS)。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 3% 至 3.25%, 并预计继续上调该目标区间将是合适之举, 2022 年还将加息 100-125 个基点。短期内, 未计划出售 MBS。	委员会决定将联邦基金利率的目标区间上调至 2.25% 至 2.5%, 并预计继续上调该目标区间将是合适之举。此外, 如 5 月份发布的《缩减美联储资产负债表规模的计划》所述, 将按计划在 9 月加速缩表, MBS 和国债每月缩减上限均提升一倍。

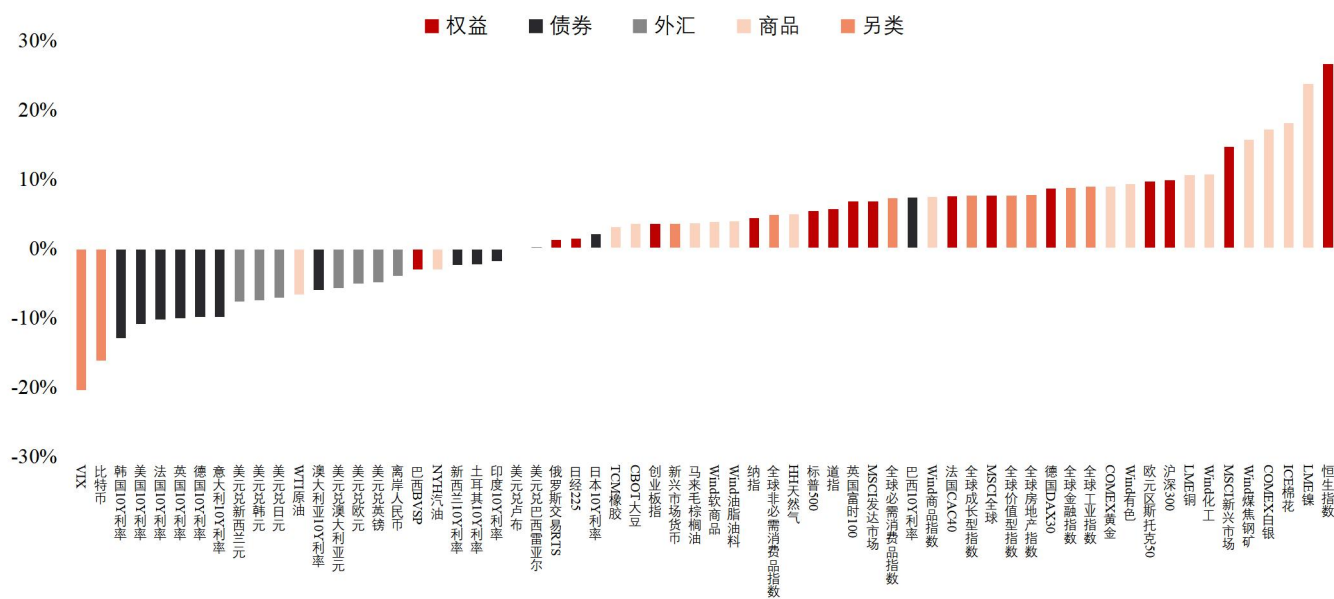
资料来源: Wind 纽约联储 华泰期货研究院

图 1： 12 月和 9 月利率预期点阵图对比 | 单位：%



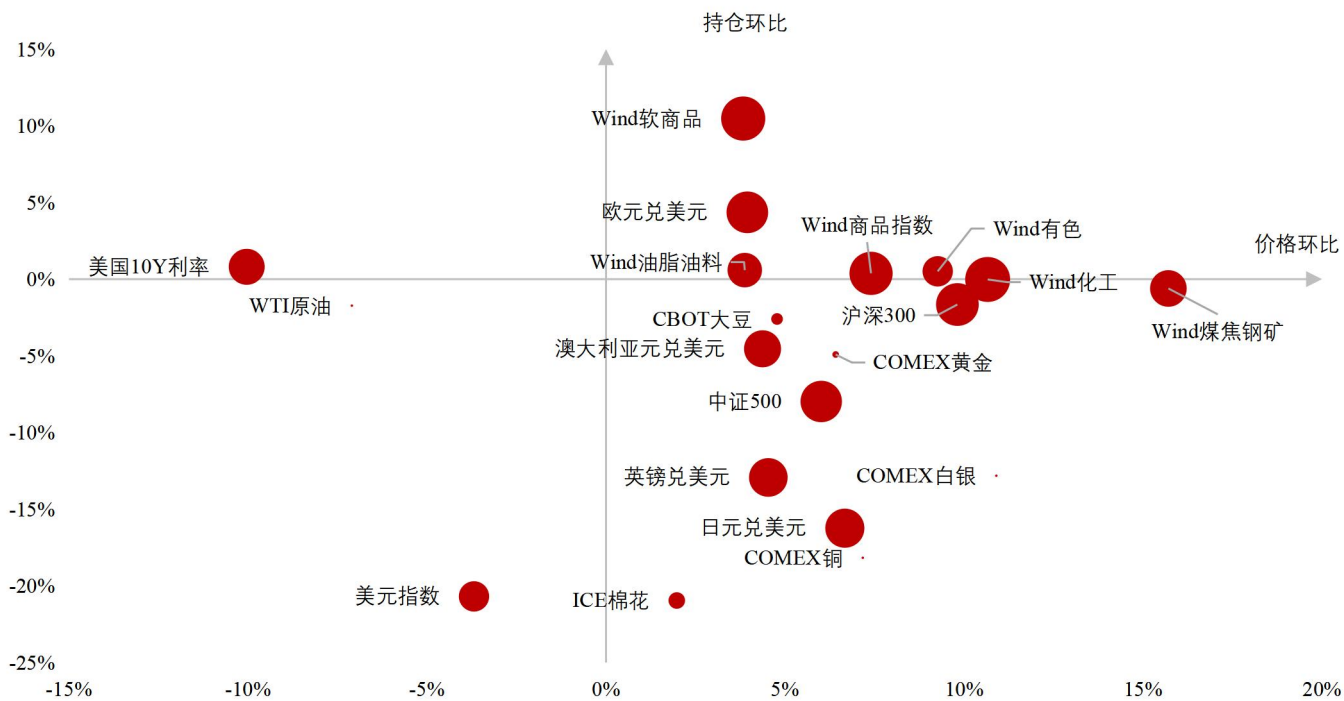
数据来源：Wind 纽约联储 华泰期货研究院

图 2： 11 月全球大类资产表现（10/31-11/30） | 单位： %



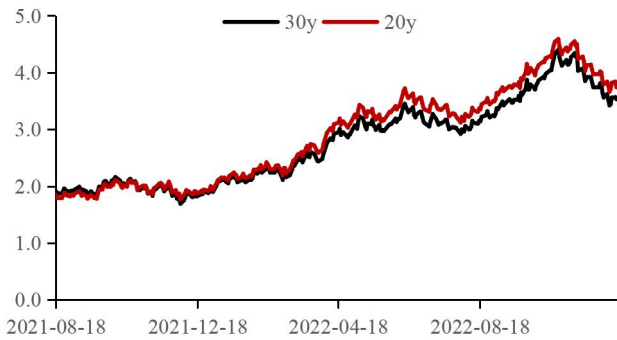
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 全球大类资产量价观察 (外盘资产 10/25-11/29, 内盘资产 10/31-11/30) | 单位: %



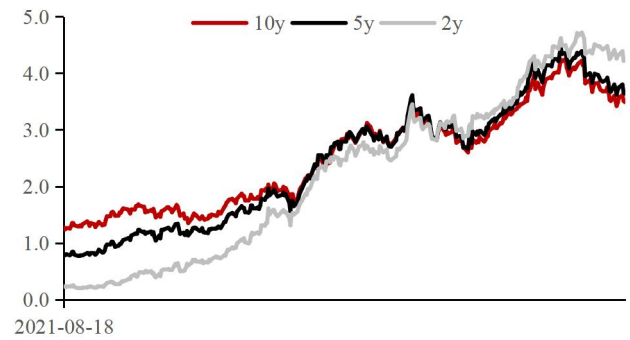
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4： 长债利率走势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： 短中债利率走势 | 单位：%



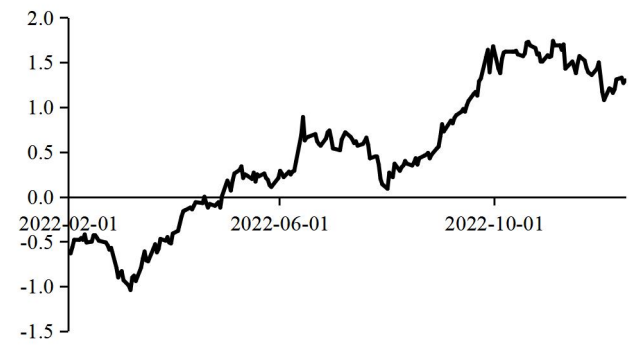
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6： 名义利率与通胀预期 | 单位：%



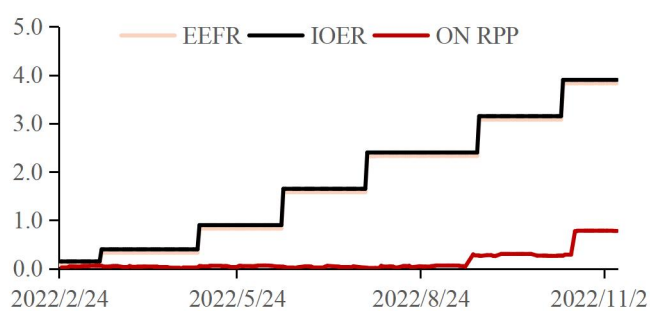
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 实际利率 | 单位：%



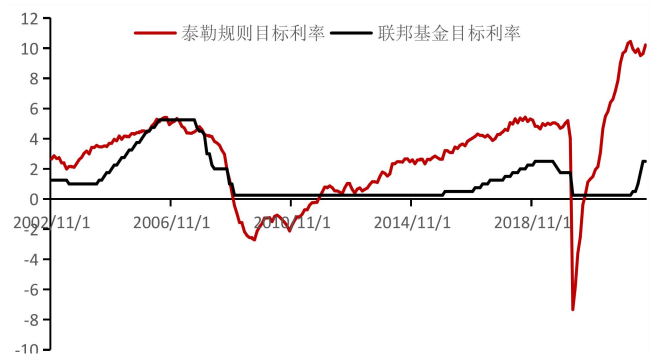
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8： 联邦基金有效利率走廊 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9： 泰勒规则目标利率 | 单位：%



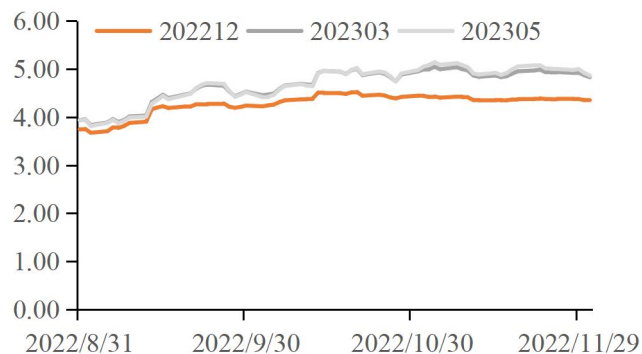
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 10： 失业率走势对加息影响较大 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11： 彭博利率期货隐含目标利率 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12： 美国 CPI 各分项环比热力图 | 单位：%

指标名称	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11
CPI	0.10	0.40	0.40	0.10	0.00	1.30	1.00	0.30	1.20	0.80	0.60	0.60	0.70
核心CPI	0.20	0.30	0.60	0.60	0.30	0.70	0.60	0.60	0.30	0.50	0.60	0.60	0.50
能源	-1.60	1.80	-2.10	-5.00	-4.60	7.50	3.90	-2.70	11.00	3.50	0.90	0.90	2.40
食品与饮料	0.50	0.60	0.70	0.80	1.10	1.00	1.10	0.80	1.00	1.00	0.80	0.50	0.70
住宅	0.40	0.50	0.70	0.80	0.40	0.80	0.80	0.60	0.70	0.50	0.70	0.50	0.50
服装	0.20	-0.70	-0.30	0.20	-0.10	0.80	0.70	-0.80	0.60	0.70	1.10	1.10	0.70
交通运输	-1.10	0.70	-0.60	-2.30	-2.10	3.80	2.00	-0.40	3.90	1.90	0.40	1.40	2.00
医疗保健	-0.50	-0.50	0.80	0.70	0.40	0.70	0.40	0.40	0.50	0.20	0.70	0.30	0.30
娱乐	0.50	0.70	0.10	0.20	0.30	0.30	0.40	0.40	0.20	0.70	0.90	-0.10	-0.20
教育与通信	0.70	0.00	0.10	0.10	-0.20	0.20	-0.10	-0.20	-0.20	0.00	0.10	0.10	0.00
其他商品与服务	0.70	0.50	0.30	0.70	0.40	0.50	0.50	0.40	0.50	1.10	0.80	0.50	0.20

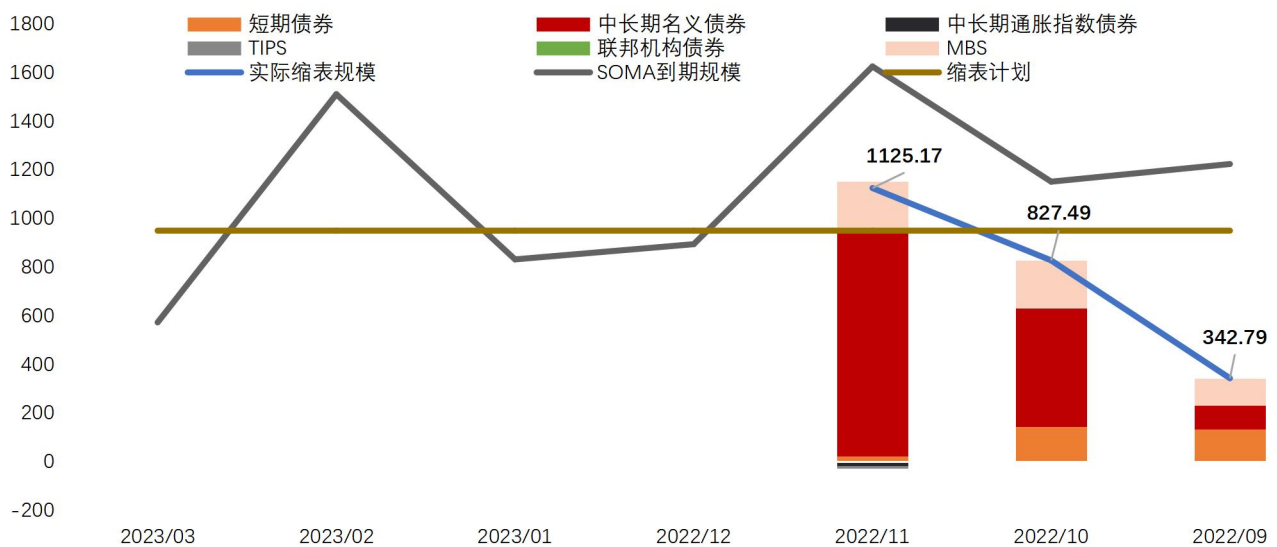
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13: 美国经济月度热力图 | 单位: %

指标名称	单位	2022/11	2022/10	2022/09	2022/08	2022/07	2022/06	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02	2022/01	2021/12	2021/11
Markit制造业PMI	%	47.70	50.40	52.00	51.50	52.20	52.70	57.00	59.20	58.80	57.30	55.50	57.70	58.30
投资 全部制造业:新增订单:当月同比	%		6.35	6.54	6.78	7.65	9.50	9.19	9.76	8.88	8.50	6.86	8.13	9.17
成屋+新建住房销售	万套		1,075.00	1,059.00	1,139.00	1,025.00	1,082.00	1,177.00	1,179.00	1,282.00	1,383.00	1,480.00	1,448.00	1,389.00
新增非农就业人数	万人	26.30	26.10	26.30	31.50	52.80	37.20	39.00	42.80	43.10	67.80	46.70	19.90	21.00
就业 失业率	%	3.70	3.70	3.50	3.70	3.50	3.60	3.60	3.60	3.60	3.80	4.00	3.90	4.20
非农职位空缺数	万人		1,033.40	1,068.70	1,028.00	1,117.00	1,104.00	1,130.30	1,168.10	1,185.50	1,134.40	1,128.30	1,144.80	1,092.20
CPI:当月同比	%	7.10	7.70	8.20	8.30	8.50	9.10	8.60	8.30	8.50	7.90	7.50	7.00	6.80
消费 零售和食品服务销售额:同比	%		7.85	8.98	10.95	8.45	9.38	9.36	8.25	7.39	17.57	13.44	16.05	19.92
个人可支配收入:同比	%		2.81	2.70	1.25	1.19	1.97	1.43	-1.50	-16.29	2.74	-6.06	5.60	5.99
个人消费支出:同比	%		7.91	8.36	8.50	8.59	9.26	9.28	8.93	9.19	13.48	12.01	13.39	13.71
财政 财政收入:同比	%	-10.35	12.18	6.14	13.17	2.80	2.57	-16.12	96.65	17.77	16.73	20.91	40.62	28.08
财政支出:同比	%	5.95	-9.49	74.93	19.20	-14.83	-11.83	-23.58	-16.45	-45.23	-9.44	-36.73	3.75	29.53
贸易 出口金额:同比	%		13.60	22.16	21.24	21.83	22.68	21.78	21.55	17.77	20.33	15.30	19.80	21.13
进口金额:同比	%		13.85	14.72	13.99	16.95	20.28	23.43	24.22	27.49	23.90	20.82	21.32	20.84

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 美联储缩表结构 | 单位: 亿美元



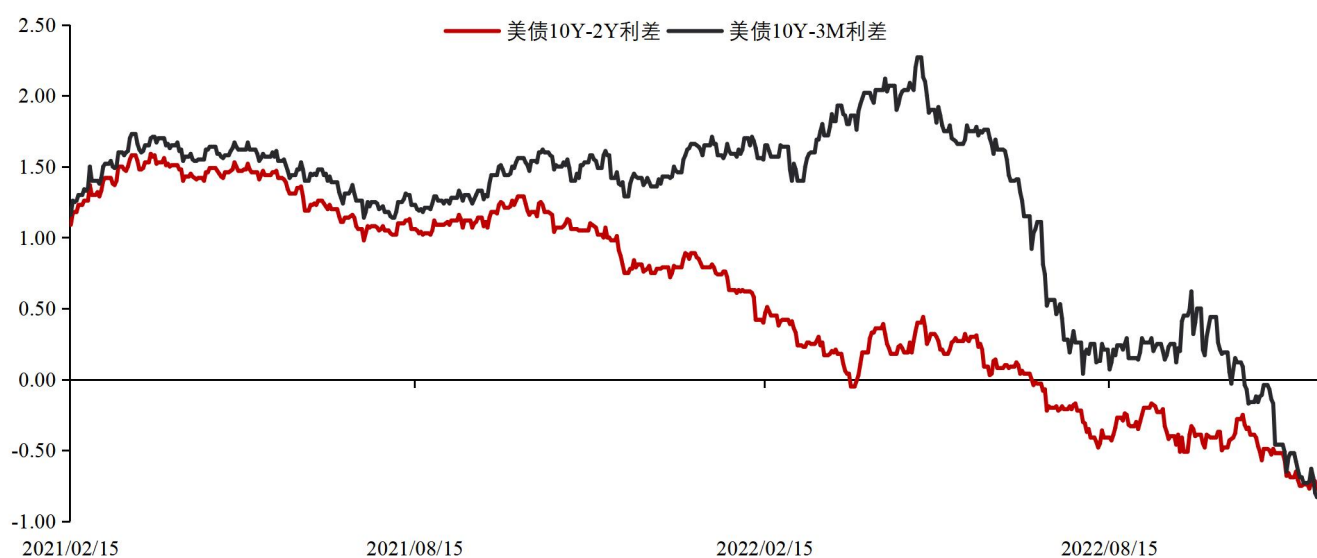
数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 2： 2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性 | 单位：%

	美元指数	纳指	沪深 300	CRB 综指	10Y 中债利率	10Y 美债利率
纳指	0.503864	1				
沪深 300	0.155775	0.697077	1			
CRB 综指	-0.32079	0.426803	0.593739	1		
10Y 中债利率	-0.67326	-0.47028	-0.33303	0.332823	1	
10Y 美债利率	-0.3375	-0.6707	-0.56828	-0.52562	0.618534	1
美联储资产负债规模	0.434983	0.903195	0.684515	0.567008	-0.49639	-0.84967

资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： 代表衰退计价的美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差近期处于持续下行阶段 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 3： 美国往轮衰退周期下大类资产表现 | 单位： %

	美元指数	纳指	道指	10Y 美 债利率 绝对变 化	CRB 综 合	CRB 食 品	CRB 油 脂	CRB 家 畜	CRB 金 属	CRB 工 业原料	CRB 纺 织品	黄金	原油
2020/1-2020/4	1.70%	-13.84%	-2.86%	-0.87	-12.60%	-15.97%	-13.36%	-17.38%	-15.37%	-10.20%	-3.56%	7.48%	-56.41%
2014/10-2015/3	13.22%	2.22%	5.83%	-0.41	-9.57%	-12.85%	-17.31%	-19.06%	-17.21%	-7.23%	0.90%	1.95%	-35.71%
2011/12-2012/7	3.23%	7.00%	13.08%	-0.36	0.09%	5.58%	2.46%	6.49%	-5.92%	-3.54%	-7.29%	2.75%	-1.60%
2008/7-2008/12	10.89%	-22.87%	-32.19%	-1.74	-31.47%	-29.33%	-47.33%	-43.46%	-49.27%	-32.80%	-9.29%	-5.77%	-52.90%
1997/10-1998/12	-1.54%	23.37%	37.59%	-1.19	-21.05%	-21.29%	-21.17%	-34.52%	-25.57%	-20.87%	-12.05%	-7.69%	-47.40%
1989/5-1991/1	-20.45%	10.33%	-7.17%	-0.57	-8.72%	-8.29%	-9.78%	1.31%	-21.36%	-10.74%	1.39%	1.16%	13.72%
1980/11-1982/2	24.35%	-17.01%	-13.80%	1.31	-16.49%	-16.66%	-14.35%	-5.55%	-18.71%	-15.88%	-14.73%	-41.49%	-1.61%
平均涨跌幅	4.49%	-1.54%	0.07%	-0.55	-14.26%	-14.12%	-17.26%	-16.02%	-21.92%	-14.47%	-6.37%	-5.94%	-25.99%
上涨概率	71.43%	57.14%	42.86%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%	28.57%	0.00%	0.00%	28.57%	57.14%	14.29%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： 历史上美元见顶+经济衰退下资产表现 | 单位： %

美元指数突破110后见顶 回落+制造业PMI跌破50并 持续下行		上证综指	美元指数	道指	纳指	10Y美债利率 (绝对变化)	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业 原料	CRB:纺织 品	黄金	原油
2002年9月	2003年4月	-3.80%	-9.01%	11.70%	24.93%	0.26	4.37%	1.27%	10.88%	8.78%	10.73%	6.57%	6.03%	4.03%	-11.86%
1985年2月	1985年9月		-17.64%	3.48%	-1.35%	-1.6	-8.93%	-14.35%	-23.85%	-15.21%	-2.98%	-5.48%	-13.15%	13.21%	-2.55%
平均涨跌幅		-3.80%	-13.32%	7.59%	11.79%	-0.67	-2.28%	-6.54%	-6.48%	-3.22%	3.88%	0.55%	-3.56%	8.62%	-7.21%
胜率		0.00%	0.00%	100.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	100.00%	0.00%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

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

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com