

## 政策利好刺激经济动能 期债上行受到阻碍

### 内容提要:

- ◆ 整体来看，国债期货在三季度呈现先强后弱的格局，主要受到政策预期与现实的影响，以及资金面的扰动。
- ◆ 三季度整体资金面波动较大，进入 9 月，随着专项债发行提速，银行体系资金面明显收紧，随着央行连续加大资金投放，月初资金面偏紧局面略有缓解。但伴随着月中缴税走款期到来，虽央行公开市场净投放保持增量，叠加国库现金定存助力，但银行间市场资金面仍有所收敛。
- ◆ 8 月多项经济指标出现明显改善，从各项表现来看，除地产外的各项经济数据普遍企稳，工业增加值、社零等指标均超出市场一致预期
- ◆ 7 月下旬以来，国内各项政策密集发布，积极发力国内经济运行重点领域。一系列降准降息政策落地，9 月央行宣布下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。9 月 MLF 并未降息，9 月 LPR 报价与上月持平。9 月降准落地，存量房贷利率下调后，银行息差压力仍然较高，压缩 LPR 加点动力不足。
- ◆ 7 月政治局会议以来，本轮稳增长政策已经初见成效，并直接拉动经济数据全面边际好转，伴随稳增长和地产政策“组合拳”的落地，经济内生动能有望不断增强。
- ◆ 地方债今年发行量较去年同期有所提升，主要原因是再融资券发行提升。8 月以来，地方专项债发行节奏将显著加快。政治局会议定调之后，随后国常会也部署落实地方债发行和使用提速，财政部要求地方债在 9 月底之前要发行完毕，加快了既有的地方债发行计划和速度。
- ◆ 7 月中央政治局会议提出“实施一揽子化债方案”，经过近一个季度的讨论，预计具体的化债方案将在四季度落地。
- ◆ 9 月美联储议暂停加息，美联储年内仍有继续加息可能，美元指数偏强势且人民币偏弱，美债收益率全线走高，内外利差走扩意味着汇率压力仍存。
- ◆ 目前来看，各方面政策利好频出，房地产救市举措不断，宽信用预期再度升温。债市波动仍较大，期债将维持震荡态势，谨慎操作为主，还需关注假期公布的 PMI 数据。中长期看，经济回暖预期加强和利率回升虽然压制国债上行，但是利率难以持续走强，期债不具备深跌基础。

## 宏观经济/国债

### 葛妍

国债期货分析师

从业资格证：F3052060

投资咨询证：Z0017892

TEL：0516-83831165

E-MAIL:

geyan@neweraqh.com.cn

英国萨塞克斯大学管理与金融专业理学硕士，FRM 持有人，中级经济师。主要从事国债及航运期货研究，具备全面的金融风险管理知识框架，擅长基本面分析。

### 近期报告回顾

政策逐步落地 债市再承压

2023-09-01

关注政策落地有效性 期债操作需谨慎

2023-07-28

多因素利好推升债市走强

“短多长空”思路对待

2023-06-05

债市主线围绕政策基本面预期 警惕节后出现拐点

2023-04-28

## 第一部分国债期货行情回顾

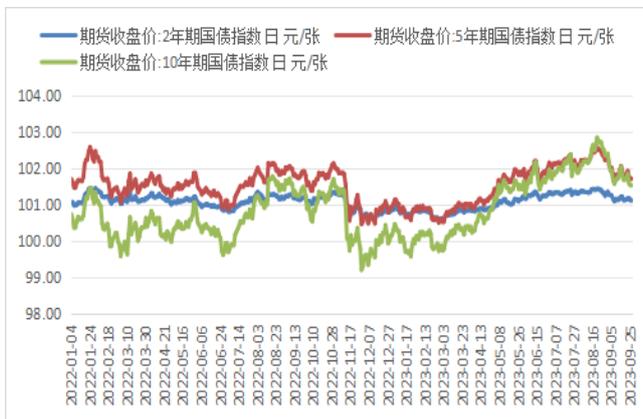
整体来看，国债期货在三季度呈现先强后弱的格局，主要受到政策预期与现实的影响，以及资金面的扰动。

具体来看，7 月期债走势整体偏强，创阶段新高，7 月降息落地后，市场政策预期偏强，但随着时间推移，市场逐步调低政策预期，助推债市上行。7 月政治局会议重要会议落地，政策力度略强于预期，债市出现明显调整。

8 月期债走势依然强势，经济仍是弱现实，实际下行压力较大，稳增长政策依然处于待落地层面，助推债市上行。在“降息”意外落地后，期债更是大幅上行，续创新高。从上涨幅度来看，年限越长的合约涨幅越大，30 年期上市以来价格不断攀升，成为期债表现最强的品种，价格波动幅度较其他品种明显更大。

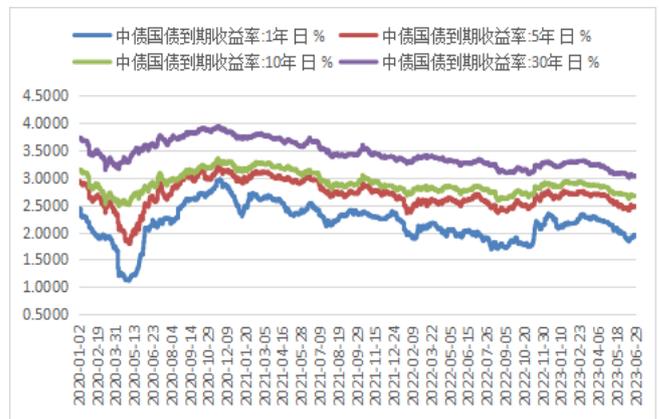
8 月末，金融与实体端均加码以稳定市场预期，伴随着稳增长政策密集落地，止盈和需求有所增加，债市连续调整。9 月，央行意外降准携手增量 MLF 落地，同日公布的 8 月超预期走强的经济数据亦施压，连续利多出尽迎利空，期债掉头走弱。

图 1. 国债期货震荡上行



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 2. 中债国债到期收益率重心下移



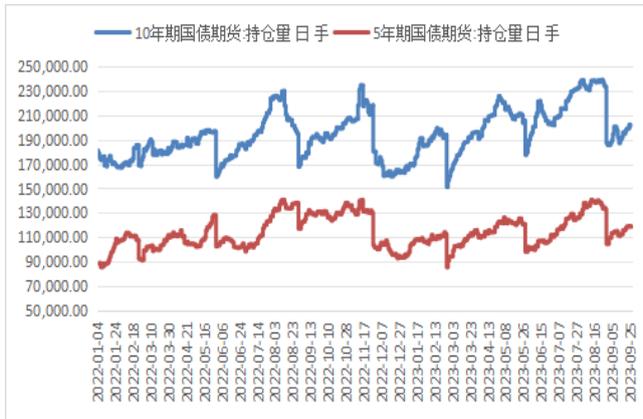
资料来源：IFind 新纪元期货研究

三季度整体资金面波动较大，按月份来看，7 月中旬资金面波动放大，宽松局面显收敛，随后公开市场继续加码净投放，7 月末银行间资金市场情绪整体稳定。8 月税期前后流动性波动略超预期，受到专项债发行有所加速，带动政府债供给上升的扰动，另外还受到税期以及政策打击“资金空转”等因素影响。随着央行公开市场逆回购持续放量对冲，市场情绪得到了进一步安抚。

进入 9 月，随着专项债发行提速，银行体系资金面明显收紧，随着央行连续加大资金投放，月初资金面偏紧局面略有缓解。但伴随着月中缴税走款期到来，虽央行公开市场净投放保持增量，叠加国库现金定存助力，但银行间市场资金面仍有所收敛。

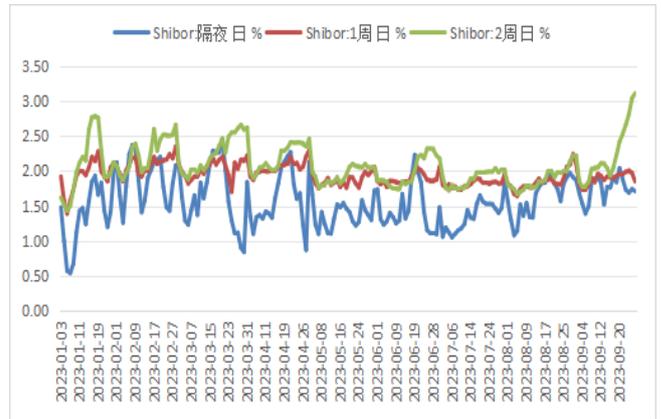
9 月最后一周，不论存款类还是非银都加大跨月资金安排，十一与中秋假期叠加，加上非银节后还要多调休两日，休息时间也令跨季资金价格易上难下，隔夜 Shibor 在连续快速走低后开启反弹，交易所国债逆回购多个品种年化利率也持续攀升并突破 4%，创出 4 月以来新高。

图 3. 持仓量有所缩量



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 4. Shibor 保持平稳



资料来源：IFind 新纪元期货研究

## 第二部分宏观经济与政策分析

### 一、宏观经济回顾与展望

#### (一) 经济弱复苏

8 月多项经济指标出现明显改善，规模以上工业增加值同比 4.5%、预期 4.2%、前值 3.7%；社会消费品零售总额同比 4.6%、预期 3.5%、前值 2.5%；固定资产投资累计同比 3.2%、预期 3%、前值 3.4%。从各项表现来看，除地产外的各项经济数据普遍企稳，工业增加值、社零等指标均超出市场一致预期。

#### 1、生产改善

8 月工业增加值同比增速从 7 月的 3.7% 增加至 4.5%，其中制造业同比增长 5.4%，前值 3.9%，两年平均增速也回升至 4.2%，前值 3.3%，季调环比增速上升 0.49pct 至 0.5%。供需两端出现积极因素，推升企业生产修复。需求也出现了边际回暖，PMI 新订单指数时隔 5 个月重返扩张区间。供给方面，产业升级和绿色转型对生产带动增强。集成电路、光电子器件等高技术产品和充电桩、太阳能电池等新能源产品生产高速增长。此外，季节性、高温多雨天气影响减弱，带动生产企稳。

#### 2、社零增速高于预期

8 月社零消费同比显著加快，商品消费边际改善较多。8 月社零同比增长 4.6%，前值 2.5%，两年复合同比增长 5.0%，前值 2.6%，增速明显加快。分项来看，商品消费同比增长 3.7%，前值 1.0%，自 4 月份以来首次出现同比改善；餐饮消费同比分别增 12.4%，前值 15.8%，餐饮收入增速弱于商品零售，未延续此前两个月连续回升的态势，与服务业生产指数四年平均增速小幅走弱相呼应，原因或是暑期出游热从 8 月下旬开始降温有关，出行数据明显下行。

### 3、投资超预期

8 月固定资产投资同比增速高于预期，制造业、基建和房地产投资增速均有所回升。制造业投资单月同比增速和两年复合增速均出现抬升，随着融资成本持续回落和需求逐步好转，企业扩产意愿有所恢复。基建投资增速上行，极端天气影响有所减弱，叠加专项债发行加速。地产方面，8 月，商品房销售面积和销售额单月同比增速止跌回升，受销售改善拉动，新开工和地产开发投资跌幅收窄。

8 月，极端天气影响减弱，叠加专项债发行加速，广义基建投资增速自 7 月的 5.3% 恢复至 8 月的 6.3%。基建投资分项中，电热水投资增速维持高位且小幅提升，对基建投资起到重要支撑作用，而水利公共设施投资和交运仓储投资同比增速有小幅下滑。考虑到 8 月专项债券发行提速，近期国务院、财政部等均指出后续加快专项债发行使用、推动项目加快落地等，将继续对基建投资带来支撑。

8 月，商品房销售面积和销售额单月同比增速止跌回升，受销售改善拉动，新开工和地产开发投资跌幅收窄。8 月以来，政策力度明显加大，政策放松的城市数量也急剧增加，认房不认贷、调降首付比例、调降存量房贷利率三大强力政策同时出台，且一线城市和强二线城市均陆续执行，预计将对接下来四个月的地产销售构成支撑，在去年低基数的背景上，地产销售增速有望震荡上行。

8 月制造业投资单月同比增速和两年复合增速均出现抬升，与制造业 PMI 连续三个月环比恢复指向一致，随着融资成本持续回落和需求逐步好转，企业扩产意愿有所恢复。分行业来看，电气机械、汽车、专用设备、化工的同比增速较高，是制造业投资的主要拉动项，指向当前制造业复苏的核心驱动力依然是产业升级。

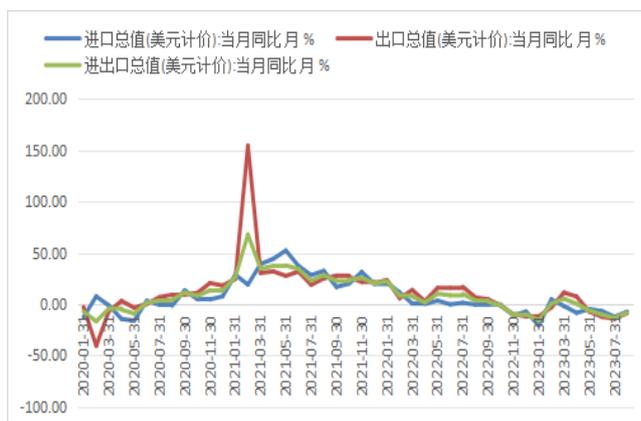
7 月政治局会议以来，本轮稳增长政策已经初见成效，并直接拉动经济数据全面边际好转，伴随稳增长和地产政策“组合拳”的落地，经济内生动能有望不断增强。

图 5. 餐饮消费有所回落



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 6. 进出口有所回升



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

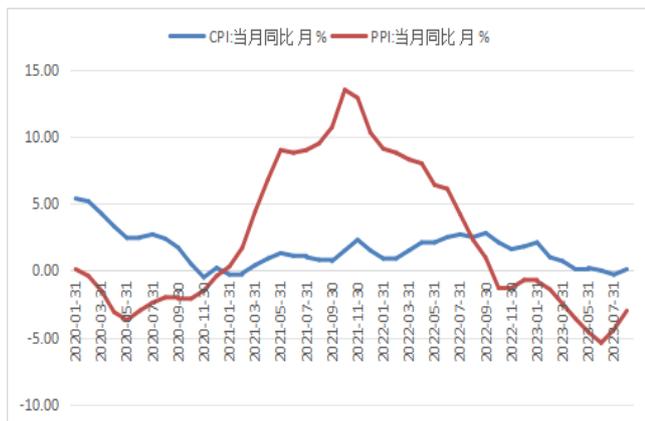
### 4、进出口有所回升好于预期

2023 年 8 月我国进、出口金额同比降幅均有所收窄，贸易顺差同比收敛。8 月商品出口 2849 亿美元，同比降幅收窄至-8.8%，前值-14.5%，市场预期为-9.5%，商品进口 2165 亿美元，同比下降 7.3%，贸易顺差 683.6 亿美元。1-8 月商品出口金额累计 2.22 万亿美元，同比-5.6%，进口金额累计 1.67 万亿美元，同比-7.6%，贸易顺差累计 0.56 万亿美元。

8 月美元计价出口同比降幅较 7 月收窄，同比数值改善 5.7 个百分点，且好于市场预期，主要受到基数效应的影响，但仍需注意环比的改善情况。去年的低基数对本月的同比改善贡献较大，从基数效应来看，去年的低基数大约拖累出口 3.6 个百分点的下降，比 7 月要少 4.8 个百分点，贡献主要的同比改善。虽然环比改善贡献只有 0.9 个百分点，但这也是出口超预期的地方。从环比来看，8 月环比增长 1.11%（前值-1.24%），显著好于近三年的平均季节性，为 4 月份以来首次。本月出口改善也与海外需求改善有关，欧美国家以及东盟的 PMI 指数均触底反弹，意味着海外需求或将迎来拐点。往后看，本月出口增速的回升受益于去年基数的降低，这种基数的影响在 9 月份会有所反复。

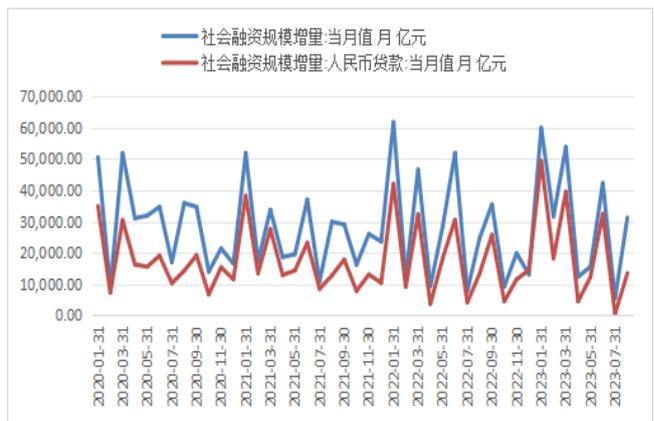
8 月进口同比降幅收窄，同比下降 7.3%，较前值有所改善，且好于市场预期。环比看，本月进口环比增长 7.6%，显著好于 2020-2022 年间的均值 2.0%，也高于疫情前 2016-2019 年间的同期均值。与出口类似，需求改善是主要原因。8 月 PMI 生产指数继续改善，虽然不及疫情前平均的季节性，但是在加速向平均的季节性回归，这是进口改善的一大。往后看，随着政策调控不断发力，效果不断显现，稳增长政策可能会推动未来进口继续回暖，加外需可能开始回暖，进口改善仍存空间。

图 7. 通胀回升



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 8. 社融数据表现超预期



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

## （二）金融数据回温

8 月金融数据总量超预期，但结构上依然存在不足。8 月新增社融 3.12 万亿，同比多增 6488 亿，存量规模同比增长 9.0%，为二季度以来首次环比回升，得益于稳增长发力。结构上看，政府债券错位发行是主要拉动项。政府债券当月新增 1.18 万亿，同比多增 8755 亿，8 月以来，财政部指导地方加快专项债券发行使用节奏，要求力争新增专项债 9 月底前基本发行完毕。预计后续政府债或将继续对社融提供支撑。

票据高企支撑信贷总量，结构有待进一步转好。当月新增人民币贷款 1.36 万亿，同比多增 1100 亿。虽然整体上同比多增再度转正，指向信贷开始边际回暖；票据高企支撑信贷总量，结构有待进一步转好。8 月信贷总量录得 13600 亿，同比小幅多增 1100 亿。

企业端来看：企业单位贷款增加 9488 亿元，同比多增 738 亿元。其中，短期贷款减少 401 亿元，同比多减 280 亿元；中长期贷款新增 6444 亿元。企业端中长期贷款在高基数影响下较 2022 年同比少增 909 亿元，近期以来出台一系列稳增长政策，企业对于未来的预期得到修复。结构上票据冲量特征仍然显著，居民中长贷再度弱于

季节性，企业融资意愿、居民提前还贷均未有明显改善，或更多指向当前信贷结构仍然较为脆弱，向上动能有待确认。

M1 与 M2 均有所回落。8 月 M2 录得 10.6%，环比回落 0.1 个百分点，连续六个月持续回落，但降幅有所趋缓。主要高基数影响，另外，居民存款和企业存款同比少增共同导致 M2 增速下滑。M1 录得同比 2.2%，延续走弱趋势。除高基数效应外，还受到经济复苏力度较弱，房地产需求疲软，居民和企业受收入预期不稳的影响。

整体上看，8 月数据呈现出总量回升，但结构有待改善的格局，在当前经济修复呈弱修复态势、企业资产负债率高位运行、叠加物价低迷拖累企业现金流的情况下，我国仍需加强对信用扩张的持续性和稳定性的支持力度。随着稳增长政策持续发力，一揽子利好政策正密集落地，各项政策的逐步落地生效。未来更多增量政策仍值得期待，银行信贷需求和风险水平有望逐步改善。

### （三） 物价触底回升

2023 年 8 月，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.1%，环比上涨 0.3%；全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 3.0%，环比上涨 0.2%；工业生产者购进价格（PPIRM）同比下降 4.6%，环比上涨 0.2%。

8 月 CPI 同比增速由负转正，主因非食品端支撑。8 月，CPI 同比转正至 0.1%、上月为-0.3%，环比持平于 0.2%。其中，食品环比由降转涨至 0.5%、低于近年同期均值的 1.3%，受鲜果供给上量拖累明显，但前期拖累较大分项、猪肉，环比转正至 11.4%。相较于食品端，非食品环比 0.2%、延续高增，近 10 年同期为 0.01%左右。能源价格大幅反弹，对 CPI 同比的拖累减少 0.28 个百分点，国际油价上涨的带动较强。8 月，非食品环比中，交通通信超季节性涨价、环比维持高位至 1%，细分项中交通工具用燃料拉动明显、环比创同期新高至 4.8%，与 PPI 中原油链相关分项涨价也相互印证。此外，暑期出行活动增多等，带动服务价格延续上涨。

8 月 PPI 同比、环比增速均回升。8 月，PPI 同比降幅收窄 1.4 个百分点至-3%，环比由负转正至 0.2%、上月为-0.2%。PPI 降幅收窄主因生产资料拉动，生活资料价格相对平稳。大类环比中，生产资料由负转正至 0.3%、上月为-0.4%，采掘和原材料环比均转正，加工工业环比降幅收窄 0.2 个百分点；生活资料环比收窄 0.2 个百分点至 0.1%，除食品外、其他分项多有拖累。受部分工业品需求改善、国际原油价格上涨等因素影响。石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业环比增速分别为 5.6%和 5.4%，环比改善幅度较大。PPI-CPI 剪刀差连续两月收窄，工业企业经营情况有望改善。

预计，年内 CPI 和 PPI 增速将继续震荡回升，但回升的高度和斜率存在一定不确定性。包括低基数效应的影响，以及政策密集加码，对于国内消费和投资需求的恢复的助推，最后还有强油价支撑。

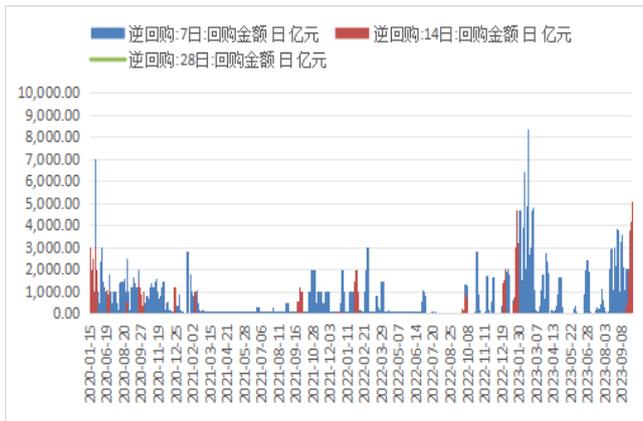
## 二、货币政策灵活精准

7 月 MLF、LPR 均保持不变，6 月 MLF 及 LPR 报价刚刚下调，因此 7 月报价持稳符合市场普遍预期。

8 月 15 日，央行宣布 7 天逆回购操作利率下调 10bp 至 1.8%，MLF 利率下调 15bp 至 2.50%，各期限常备借贷便利利率下调 10BP。本次利率下调，不管是从力度还是时间点上，均超出市场预期。6 月政策性降息刚刚落地，回顾 MLF 操作利率调整历史，除 2020 年 4 月疫情严重影响，MLF 操作利率曾在 2 月和 4 月连续两次下调外，其它调整间隔时间至少为 5 个月。此次为首次仅时隔 2 个月就再次下调 MLF 利率，且降幅扩大 5bp。在期限结构上，本次降息呈现出非对称特征，短端(7 天)政策利率调降幅度小于长端(1 年)，这有助于提升政策效能、节约政策

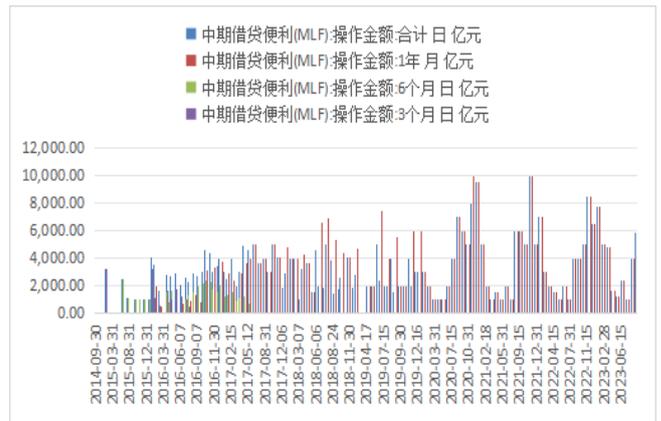
空间。

图 8：逆回购投放有所增加



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 10：MLF 增量续作

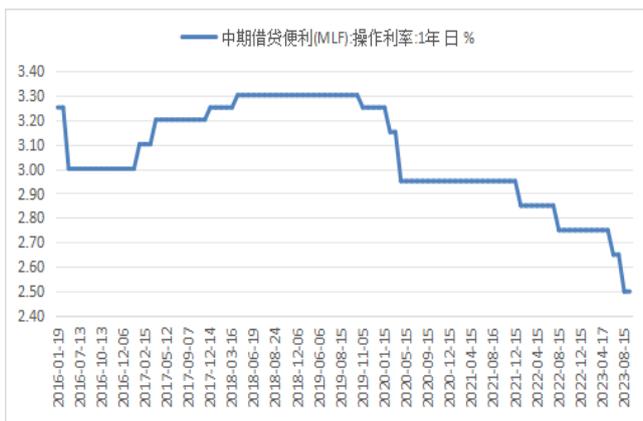


资料来源：IFind 新纪元期货研究

降息后 LPR 报价下调幅度不及市场预期，8 月 21 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新贷款市场报价利率 (LPR)，1 年期 LPR 下调 10 个基点、5 年期以上 LPR 不变。本次降息针对短期利率，而长期利率保持不变，重在稳定银行净息差。

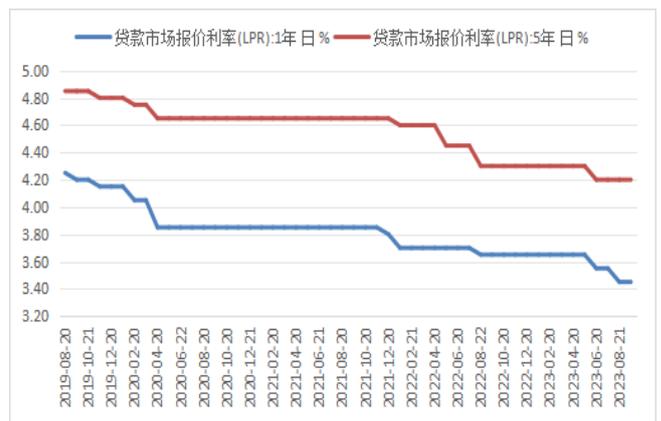
9 月 14 日，央行宣布下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点(不含已执行 5%存款准备金率的金融机构)。此举是继 3 月降准之后的年内第二次全面降准，释放流动性约 5000 亿元。次日，央行净投放约 1900 亿 MLF 资金，并下调 14 天逆回购中标利率。9 月 MLF 宽幅超额续作与降准同日落地，体现了央行压降银行负债成本、支持信贷投放的决心。八月下旬以来，资金面明显收紧，降准的呼声逐渐走高。出于维护跨季期间流动性合理充裕的考虑，央行选择 9 月降准，符合市场预期，而同时加大 MLF 净投放力度，反映其重点保证中长期流动性的充裕，可能是在为下一步“宽信用”提前准备。

图 11：MLF 有所下调



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 12：LPR 利率非对称下调



资料来源：IFind 新纪元期货研究

目前来看，LPR 与 MLF 的相关性有所弱化，降准以及银行存款利率调整均有可能触发 LPR 调降，2023 年 9 月 MLF 并未降息，9 月 LPR 报价与上月持平。9 月 1 年期 LPR 报价 3.45%，5 年期以上 LPR 报价 4.2%。1 年期和 5 年

期 LPR 报价均与上月持平。9 月 MLF 量宽价平，LPR 报价缺乏下调引导。9 月降准落地，存量房贷利率下调后，银行息差压力仍然较高，压缩 LPR 加点动力不足。考虑到 9 月存量房贷利率下调，人民币汇率贬压仍在，为稳定银行净息差，LPR 暂持稳符合市场预期。

### 三、利率债供给压力

截至 2023 年 9 月 27 日，2023 年前 3 季度一级市场共发行利率债 19.52 万亿元，净融资为 7.68 万亿元，而 2022 年同期一级市场共发行利率债 17.41 万亿元，净融资为 7.49 万亿元。较去年同期，今年前 3 季度利率债总发行量和净融资额都有一定的提升。

地方债方面，今年发行量较去年同期有所提升，主要原因是再融资券发行提升。8 月以来，地方专项债发行节奏将显著加快。政治局会议定调之后，随后国常会也部署落实地方债发行和使用提速，财政部要求地方债在 9 月底之前要发行完毕，加快了既有的地方债发行计划和速度。

2023 年前 3 季度地方政府债一共发行 1799 只，发行额 7.07 万亿元，比 2022 年同期多发 0.72 万亿元，发行规模创历史同期新高。其中地方政府一般债、专项债分别发行 2.25 万亿元（占比 31.8%）、4.82 万亿元（占比 68.2%），与 2022 年同期相比分别变动 0.31、0.41 万亿元，发行规模上，一般债和专项债都有一定程度的提升。与 2022 年同期相比，今年前三季度新增债发行量减少，而再融资债发行规模则上升明显，今年前 3 季度地方政府发行的再融资券规模只能覆盖到期量的 81%，接续比例有所下降，同时地方债的发行期限仍然较长，超长期限地方债发行占比达到 39.9%。

目前，扩大基建投资仍是政策主线，而专项债券作为当前地方政府带动扩大有效投资的重要手段，在稳增长背景下也发挥着积极作用。

### 四、政策不断落地

7 月下旬以来，国内各项政策密集发布，积极发力国内经济运行重点领域。7 月 24 日中央政治局会议召开，会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，提振市场预期。8 月地产政策不断优化调整，一线城市“认房不认贷”以及二线城市全面解绑限购政策，存量房贷利率调整正式落地，将对地产销售构成支撑。

货币政策方面：一系列降准降息政策落地，部分银行下调新一轮存款挂牌利率，另外央行下调外汇存款准备金率，在近期人民币汇率波动较大的背景下，释放“稳”的信号。资本市场方面：国内出台调降印花税、收紧 IPO、限制再融资和大股东减持等活跃资本市场政策，一系列利好提升市场风险偏好。本轮稳增长政策已经初见成效，并直接拉动经济数据全面边际好转，伴随稳增长和地产政策“组合拳”的落地，经济内生动能有望不断增强。

7 月中央政治局会议提出“实施一揽子化债方案”，经过近一个季度的讨论，预计具体的化债方案将在四季度落地。近期债务监测平台增加了“防范化解地方债务方案”模块，地方正组织填报相关数据，包括地方财政经济、相关资产、土地储备等基础数据及预算支出压减计划、拖欠账款化解计划、地方债化解计划等。化债政策会对债市产生一定影响，可能会对市场风险偏好有所提振：还会增加政府债券的供给，债券供给会对资金面形成一定影响，但冲击整体有限。

## 五、美联储按兵不动

9 月 20 日美联储议息会议如市场所料宣布暂停加息，将联邦基金利率的目标区间维持在 5.25-5.50%，但却释放了大量鹰派立场的气息，引发市场对美联储“更长升息周期”政策的担忧。英国央行、日本央行按兵不动；欧央行加息 25BP。美联储年内仍有继续加息可能，美元指数偏强势且人民币偏弱，美债收益率全线走高，内外利差走扩意味着汇率压力仍存。从国内市场看，考虑到国内经济修复边际提速、央行汇率调控工具储备仍然充分等利好因素支撑，预计人民币不具备大幅贬值条件。在“以我为主”的货币政支撑下，外部因素对资金面水平影响有限。

## 第三部分 国债期货市场展望

经济数据方面，8 月末开始，金融与实体端均加码以稳定市场预期。伴随着稳增长政策密集落地，止盈和需求有所增加，债市连续调整。经济数据方面，8 月经济数据边际改善，商品价格的上涨带动生产端的快速修复，需求端来看，内需好转外需改善，进出口的降速双双触底反弹；社零增速明显高于市场预期，暑期出行的季节性因素存在；投资端，依然受地产的恶化所拖累，房地产开发投资增速的下行还在加速，制造业增速有所反弹，基建增速依旧在 10% 以下，但好于预期。

政策方面，7 月下旬以来，国内各项政策密集发布，积极发力国内经济运行重点领域。一系列降准降息政策落地，9 月央行宣布下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。9 月 MLF 并未降息，9 月 LPR 报价与上月持平。9 月降准落地，存量房贷利率下调后，银行息差压力仍然较高，压缩 LPR 加点动力不足。

海外方面，9 月美联储暂停加息，美元指数偏强势且人民币偏弱，美债收益率全线走高，内外利差走扩意味着汇率压力仍存。

中秋国庆假期，央行适时增加流动性供给，并灵活调整资金期限结构，为资金面“护航”，释放出明确的稳定季末、假期前后流动性的态度，促进货币市场平稳跨季跨节。长假后仍需关注央行公开市场操作情况以及资金面波动。市场资金面仍偏紧，债市短线有所支撑。目前来看，各方面政策利好频出，房地产救市举措不断，宽信用预期再度升温。资金面扰动加大，债市波动仍较大，期债将维持震荡态势，谨慎操作为主，还需关注假期公布的 PMI 数据。中长期看，经济回暖预期加强和利率回升虽然压制国债上行，但是利率难以持续走强，期债不具备深跌基础。

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司机构

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

### 南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

### 成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

### 深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

### 上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200120

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

### 徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

### 南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210018

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653

邮编：100007

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

### 广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

### 苏州营业部

电话：0512-69560991

邮编：215028

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

### 南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226001

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

### 重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8