



持续的债熊，关注 IH 合约配置

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人：

陈峤

股指国债研究员

☎ 0755-82537411

✉ chenqiao@htfc.com

从业资格号：F3036907

相关研究：

通胀短期压力犹存，央行释放维稳信号

2017-09-10

同存新规落地，期债未见趋势性方向

2016-09-04

期债：持续的债熊，把握趋势性方向

市场在上周一又经历了非常急促和惨烈的下跌，长端利率持续向上突破市场的心理位置。在随后的交易日里，市场虽有修复性反弹，但整体仍然处于弱势整理格局。在过去三年的债券牛市中，经济、通胀、政策、海外和金融监管等多项因素几乎都是对债市利多，因而也就推升了史上最长牛市的诞生。此次债市持续暴跌的背后，更像是上一轮牛市的逆过程，揉合了多条逻辑主线，包括经济增长仍具韧性、金融监管预期加强、海外风险因素累积和输血银行债券配置不高等等，这些利空因素的同时或相继出现主导了此轮国债的持续性暴跌。而今年几乎被忽略的通胀因素明年有望重回市场视野，明年通胀中枢的抬升会进一步约束央行的货币政策，给长债收益率带来上行压力。在多种利空因素仍未看到逆转之前，**此轮债熊的持续时间恐怕比想象中更长。**

期现套利策略方面，过去一周，国债现货整体表现强于期货，继 10 年期国债期货 IRR 下行之后，5 年期国债期货 IRR 也开始出现一定的下行迹象，符合我们的预期。基差角度来看，无论是五债还是十债，其基差水平均出现向上的趋势，国债期货活跃券所对应的净基差重心亦出现上移。**短期内我们仍然坚持做多基差的策略**，原因有二：第一，目前五债和十债主连期货合约的基差水平仍然处于历史较低位置，具备上行空间。第二，在目前的利率水平区间内，利率的每一次上行都会带来 CTD 券的切换，转换期权价值变化有望拉动净基差的重心上移，进一步推升基差上涨。**跨期策略方面**，远-近跨期价差目前出现持续的缩窄迹象，符合我们的预期。考虑到目前十债活跃券净基差几乎维持在正值，五债净基差虽然本周走弱，但重心出现上移，未来有望继续上涨。1712 合约的空头主导移仓现象不会改变，**维持远-近跨期价差短期向下判断。**

期指：大盘深度调整，关注 IH 配置

A 股在突破 3400 点阻力位后迎来急跌，随后在 3400 下方展开拉锯战，指数重心走低。市场依旧处于风格不鲜明的热点混战期，权重与题材皆有表现。此次 A 股形态偏弱的主要原因包括以下三个方面：第一，十月份以后，长端利率出现了明显上升，10 年期国债到期收益率一度突破 3.95%，创逾三年新高。从去年十月份到现在，10 年期国债利率已经上升了 100 多点。在利率上行的背景下，股市估值受到拖累，股指随之下行。第二，市场自 7 月份以来已积累了大量的获利盘，资金有落袋需求。第三，三季报刚刚收官，不少主力机构最近持仓底牌被曝光，引发了资金跟随效应并集中进行新一轮调仓换股。展望后市，两融余额的不断上涨有助于投资者恢复信心，养老金正式亮相将在长线对股市起到积极作用，经济和企业盈利向好在分子端也将利好权益资产定价。但投资者仍需警惕的是，在利率上行的背景下，贴现因子走高将从分母端拖累估值，出于业绩确定性和防御性角度，蓝筹股相对于中小票将出现超额收益，配置上优选大盘指。IH 和 IC 可能出现分化走势，IH 强 IC 弱的格局料将延续。**策略上，对 IH 进行逢低布局，而对中小创相关度较高的 IC 可适时逢高沽空。**

一周市场要闻回顾

- 1、中金所副总经理张晓刚：下一步将有序推进国债期货市场发展，积极推动商业银行等机构参与国债期货，形成多元参与、功能完善的国债期货市场；将加快推出其他年限的国债期货，丰富国债期货产品体系。
- 2、债券回售渐入高峰期。Wind 资讯统计显示，今年前十个月，因行使回售权而兑付的债券规模已达 809.39 亿元，较去年同期增逾 132.3%。未来一年还将有 1.19 万亿存量债券回售到期，其中房地产行业存量债券回售到期规模为 3972.5 亿元，占比 33.33%。
- 3、首批债券收益率及基差利率互换交易顺利达成。全国银行间同业拆借中心 10 月 30 日起新增十年期国债收益率（GB10）、十年期国开债收益率（CDB10）、十年期国开债与国债收益率基差（D10/G10）、三年期中短期票据 AAA 与国开债收益率基差（AAA3/D3）四个利率互换参考利率。
- 4、经济参考报头版刊文称，“双支柱调控框架”是未来我国深化金融体制改革的重要目标。随着国内外经济金融形势的复杂化和供给侧结构性改革的深化，需要不断丰富货币政策和宏观审慎政策“双支柱”框架的内涵和外延，充分发挥好金融宏观调控的积极作用，既防范金融风险，又促进实体经济发展。
- 5、美国总统特朗普：提名鲍威尔为下届美联储主席，以接替耶伦的职位；尊重美联储的独立性；鲍威尔将给美联储带来延续性；不曾与美联储主席候选人们讨论利率问题；希望参议院快速确认鲍威尔的提名；本周不会公布下届美联储副主席人选。
- 6、美国众议院税改委员会纲要文件：将企业税从 35% 降至 20%，目前没有更多细节；将废除奥巴马时代的替代最低税额规定；将为小型企业免除贷款利息；六年后将取消遗产税；计划将维持 401K 退休储蓄计划，但未做进一步说明。
- 7、美联储维持联邦基金利率目标区间在 1.00%-1.25% 不变，一如预期。美联储决议声明称，委员们一致同意此次利率决定；重申基于市场的通胀预期仍然偏低；10 月开始的缩减资产负债计划正在进行中；尽管受飓风影响，但经济活动一直在以“稳健的步幅”增加，就业市场继续增强；预计美国经济将适应 FOMC 循序渐进的加息方式。
- 8、英国央行加息 25 个基点至 0.5%，维持 4350 亿英镑资产购买规模和 100 亿英镑企业债购债规模不变，符合预期。英国央行：经济展望与 8 月大体相似，仍存在大量风险，包括英国脱欧风险等；预计四季度 GDP 增速为 0.4%；预计 2017 年 GDP 增长 1.6%（8 月预计增长 1.7%）；预计 1 年内通胀维持在 2.37%（8 月预计为 2.58%）；市场利率预期央行将在未来三年将进一步加息 25 个基点。

持续的债熊，把握趋势性方向

海外忧虑再起，紧缩拐点已现

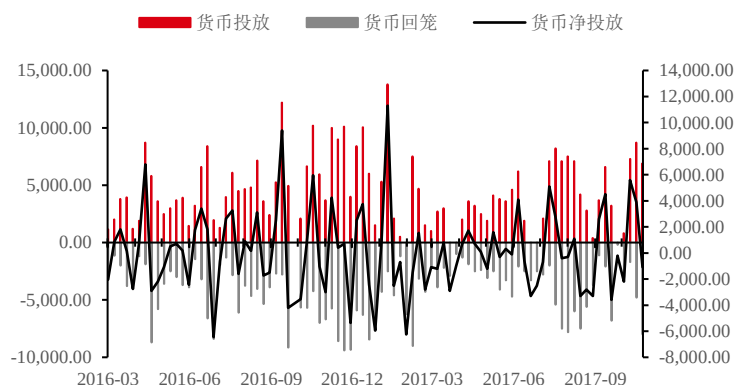
美联储 11 月货币政策会议决定，维持 1%-1.25% 的联邦基金利率目标区间不变。这一决定符合此前市场的共识预期。会议声明称，虽然受到飓风相关干扰，但经济活动在“以稳健的速度增长”。FOMC 预计，经济形势发展将保证美联储循序渐进加息。关于通胀，会议声明提到，剔除食品和能源以外的通胀项目仍然疲软，预计近期通胀同比增速仍会低于 2%，中期将稳定在 2% 左右。利率决议公布后，CME “美联储观察”显示，美联储 12 月加息 25 个基点至 1.25%-1.5% 区间的概率上升为 96.2%。随后，英国迎来自 2007 年 7 月以来的首次加息。在 11 月 2 日的货币政策会议上，英国央行宣布加息 25 个基点，符合市场预期。自此，英国央行成为美联储、欧央行之后第三个退出宽松政策的主要央行。英国央行会议纪要显示，所有成员均认同，未来的任何加息预计都将是渐进且有限的。经济展望与 8 月份大体相似，仍存在大量风险，包括英国脱欧风险等。基于当前市场收益率，英国央行预计，通胀率将在三年预测期的末期达到 2% 的目标。近日来，**全球经济稳中向好格局未改，货币收紧从美国逐步传导向欧洲和英国**，总结来看，美联储 10 月启动缩表，11 月会议声明进一步暗示 12 月将会加息，下一任美联储主席鲍威尔亦大概率将延续其渐进式加息的政策立场，欧央行宣布明年 1 月开始将每月 QE 规模从 600 亿欧元减半并至少维持至 9 月，英央行时隔十年首次加息，**全球渐进式紧缩拐点已经启动。全球利率水平趋势性的抬升对国内的传导效应或将进一步发酵，同时也会影响中国货币政策选择的空间。**

央行续作 MLF，资金面改善

央行上周通过逆回购操作投放货币总计 6900 亿元，逆回购到期量达到 8000 亿元，按逆回购口径计算，净回笼资金 1100 亿元。央行 11 月 3 日开展 4040 亿 1 年期 MLF 操作，高于本月到期总量 3960 亿，中标利率 3.2%，与上次持平。这是央行年内第 13 次开展 MLF 操作，此次 MLF 超额续作 80 亿元。统计显示，11 月份共有 3960 亿 MLF 到期，11 月 3 日到期量为 2070 亿元，另外两笔 MLF 分别将于 12 日到期 665 亿元，16 日到期 1225 亿元。按考虑 MLF 的全口径计算，本周净投放 870 亿。目前，市场对央行的 MLF 操作已基本形成稳定预期。从近阶段操作风格来看，都是在当月首笔到期日一次性续作全月量，并实现小幅超额对冲，且投放期限均为一年期的长钱。目前来看，11 月份也同样延续了这一操作思路。货币市场利率在跨月，紧张态势缓解，利率出现下行。R001 加权平均利率为 2.5947%，较上周下跌 33.22 个基点；R007 加权平均利率为 3.0346%，较上周下跌 67.68 个基点；R014 加权平均利率为 3.7634%，较上周跌 70.31 个基点；R1M 加权平均利率为 4.6167%，较上周跌 13.80 个基点。shibor 隔夜为 2.6050%，较上周跌 14.09 个基点；shibor1 周为 2.8516%，较上周跌 5.39 个基点；shibor2 周为 3.7923%，较上周涨 0.81 个基点；shibor3 月为 4.3599%，

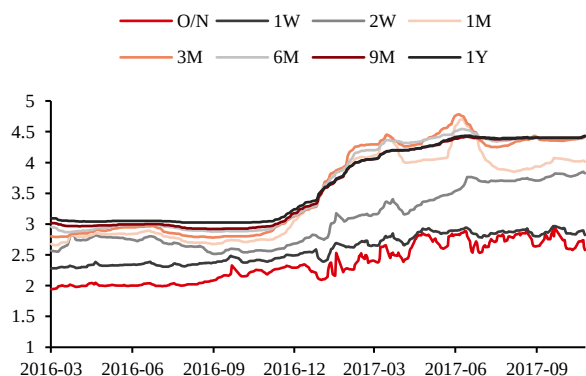
较上周涨 3.16 个基点。资金面“紧平衡”或仍将持续。从历史情况来看，11 月的资金面并无明显的季节性规律，流动性抽水因素力量一般，但在超储处于低位的大环境下，后续的缴税与月末的扰动可能会被放大，资金面有收紧的压力。不过中旬缴税因素开始前，资金面可能仍维持偏松的状态。

图 1: 公开市场操作



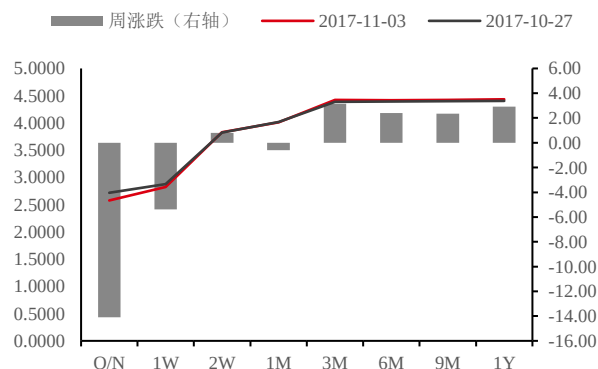
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 2: SHIBOR 利率走势



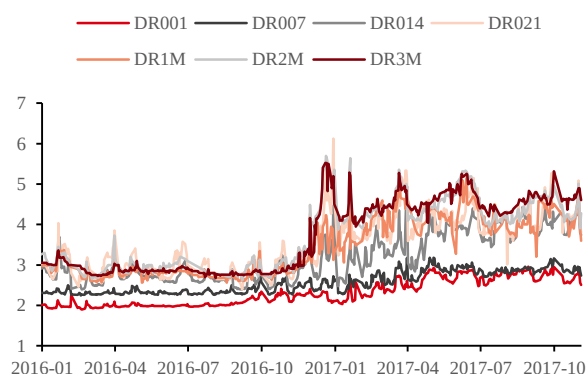
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 3: SHIBOR 利率周涨跌幅



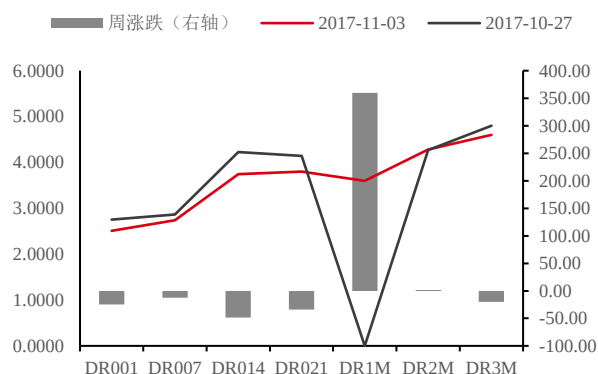
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 4: DR 利率走势



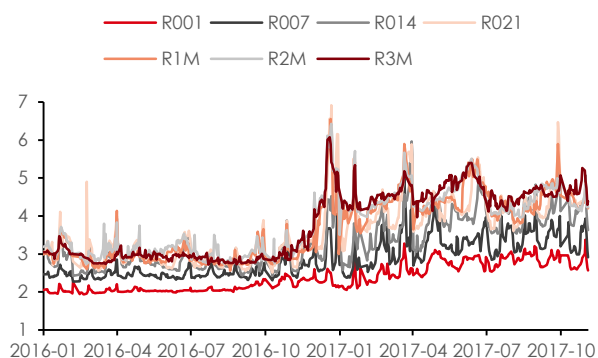
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 5: DR 利率周涨跌幅



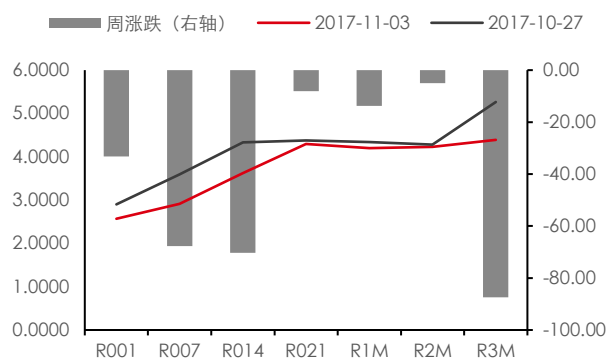
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 6: R 利率走势



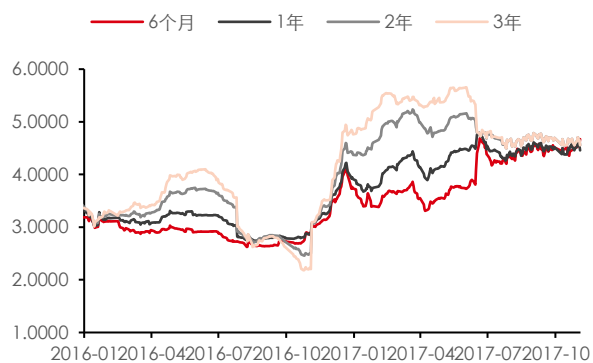
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 7: R 利率周涨跌幅



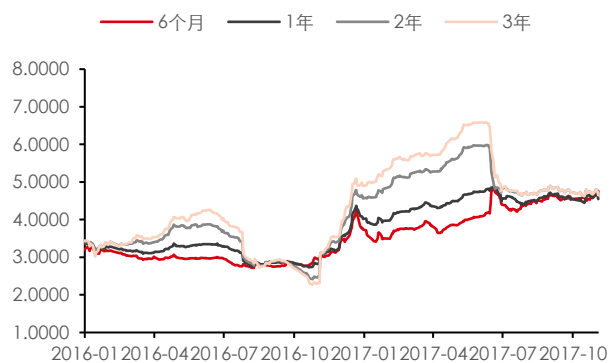
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 8: 国有银行同业存单利率



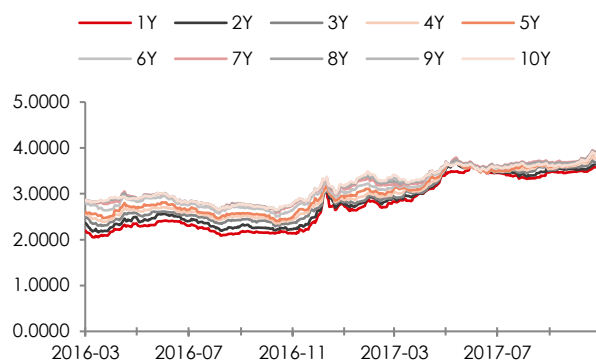
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 9: 商业银行同业存单利率



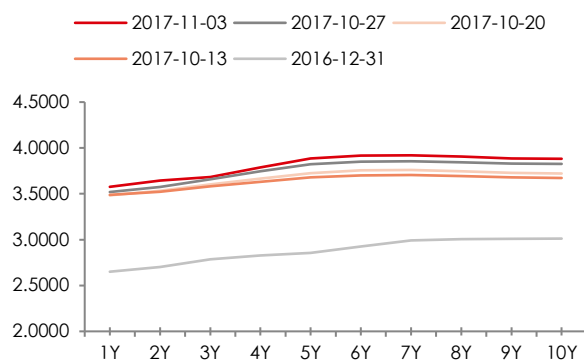
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 10: 各期限国债利率曲线



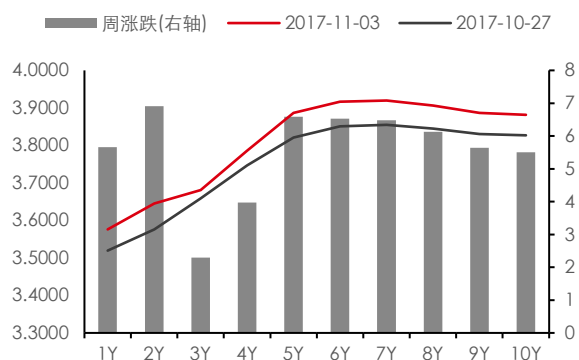
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 11: 国债收益率期限结构



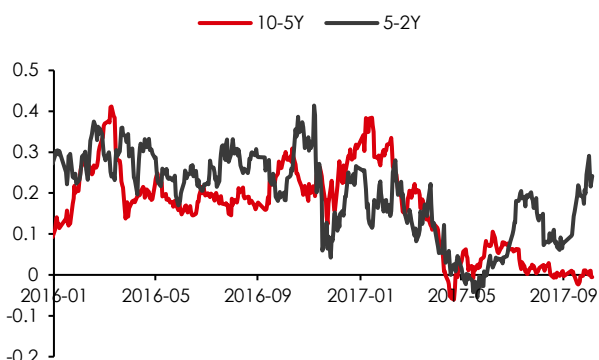
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 12: 国债收益率周涨跌幅



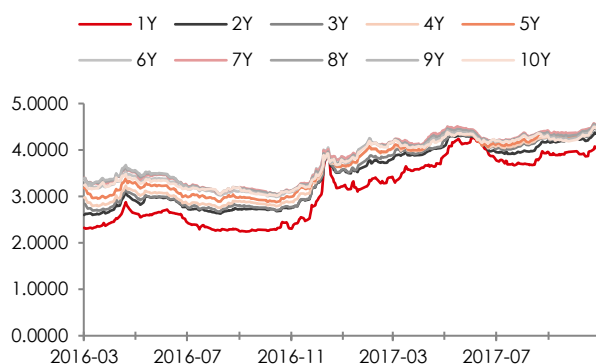
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 13: 国债期限利差



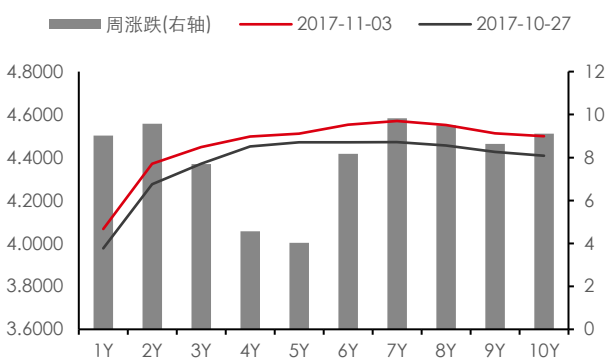
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 14: 各期限国开债利率曲线



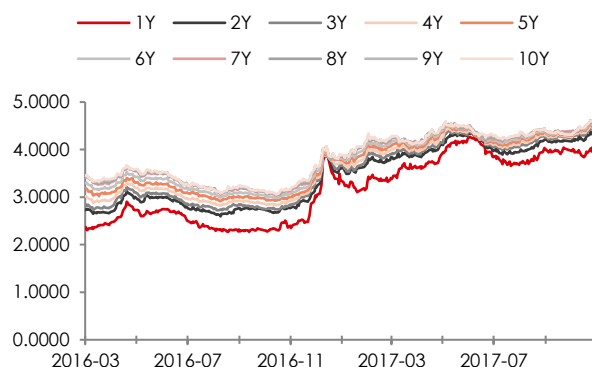
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 15: 国开债收益率期限结构



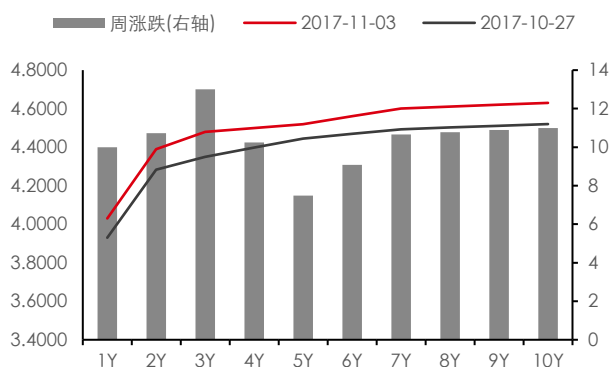
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 16: 各期限进出口行&农发行债利率曲线



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 17: 进出口行&农发行债期限结构



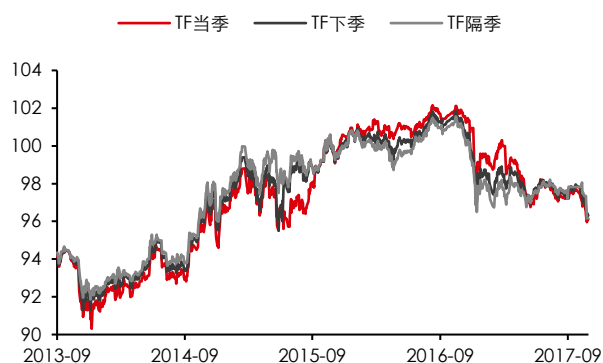
数据来源: Wind 华泰期货研究所

持续的债熊，把握趋势性方向

市场在上周一又经历了非常急促和惨烈的下跌，长端利率持续向上突破市场的心理位置，10年期国债现券收益率突破3.95%，创逾三年新高。在随后的交易日里，市场虽有修复性反弹，但整体仍然处于弱势整理格局。债券资产下跌的幅度超出了市场的预期，很多地方值得反思。在过去三年的债券牛市中，经济、通胀、政策、海外和金融监管等多项因素几乎都是对债市利多，因而也就推升了史上最长牛市的诞生。此次债市持续暴跌的背后，更像是上一轮牛市的逆过程，揉合了多条逻辑主线，包括经济增长仍具韧性、金融监管预期加强、海外风险因素累积和输血银行债券配置不高等等，这些利空因素的同时或相继出现主导了此轮国债的持续性暴跌。而今年几乎被忽略的通胀因素明年有望重回市场视野，明年通胀中枢大幅抬升会进一步约束央行的货币政策，给长债收益率带来上行压力。在多种利空因素仍未看到逆转之前，本轮债熊的持续时间恐怕比想象中更长。即使本轮超跌过后迎来反弹，债熊的趋势仍然难以被逆转，投资者应谨慎对待市场短期波动，在超跌反弹的市场中博收益风险很大，建议把握趋势性方向。

期现套利策略方面，过去一周，国债现货整体表现强于期货，继10年期国债期货IRR下行之后，5年期国债期货IRR也开始出现一定的下行迹象，符合我们的预期。基差角度来看，无论是五债还是十债，其基差水平均出现向上的趋势，国债期货活跃券所对应的净基差重心亦出现上移。短期内我们仍然坚持做多基差的策略，原因有二：第一，目前五债和十债主连期货合约的基差水平仍然处于历史较低位置，具备上行空间。第二，在目前的利率水平区间内，利率的每一次上行都会带来CTD券的切换，转换期权价值变化有望拉动净基差的重心上移，进一步推升基差上涨。跨期策略方面，远-近跨期价差目前出现持续的缩窄迹象，符合我们的预期。考虑到目前十债活跃券净基差几乎维持在正值，五债净基差虽然本周走弱，但重心出现上移，未来有望继续上涨。1712合约的空头主导移仓现象不会改变，维持远-近跨期价差短期向下判断。

图 18: TF 走势



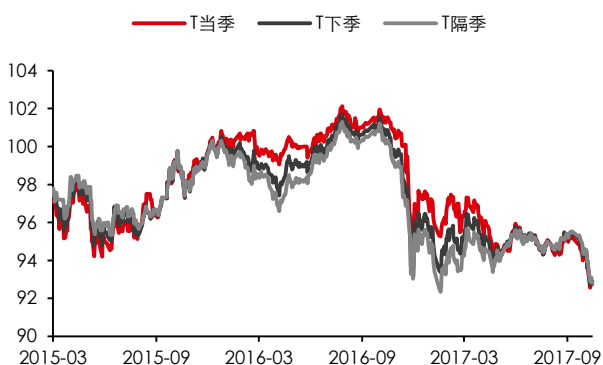
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 19: TF 总成交量&总持仓量



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 20: T 走势



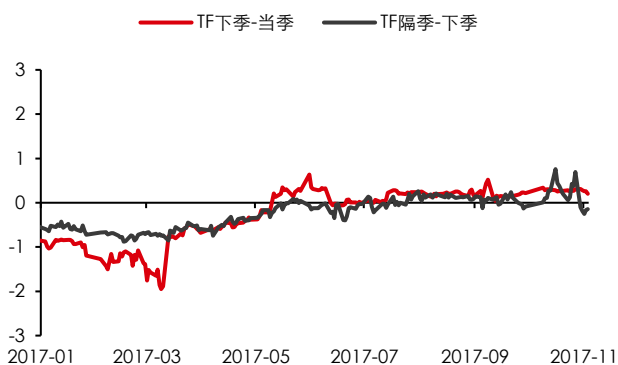
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 21: T 成交量



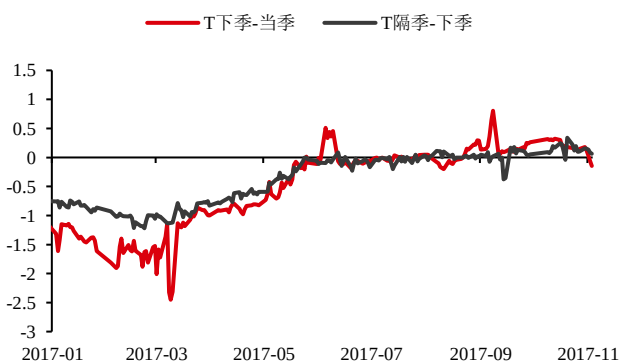
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 22: TF 跨期价差



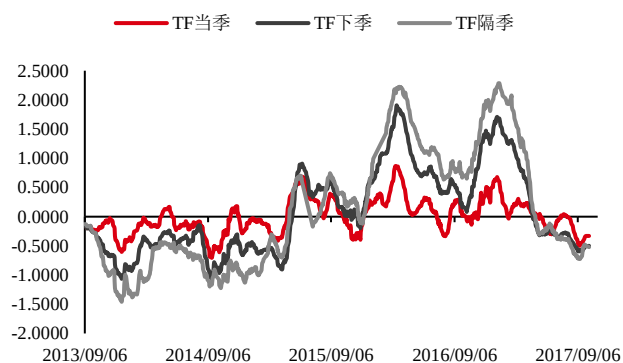
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 23: T 跨期价差



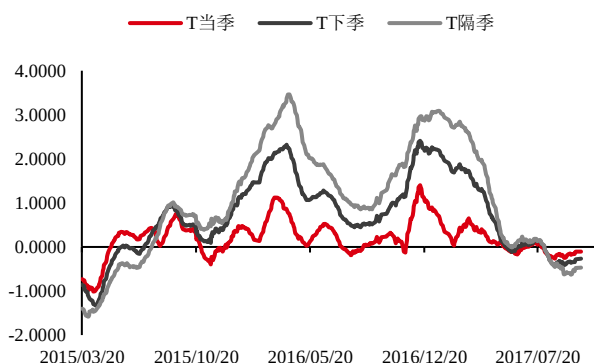
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 24: TF 合约基差 20 日均值



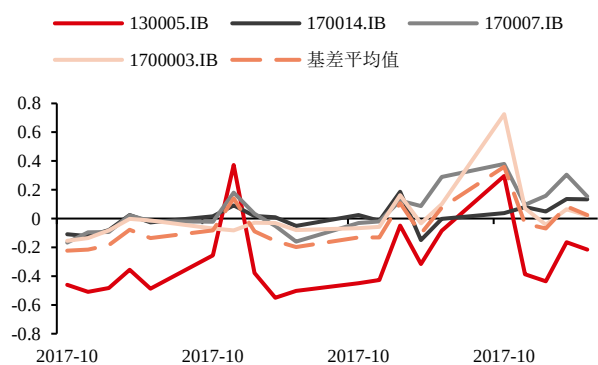
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 25: T 合约基差 20 日均值



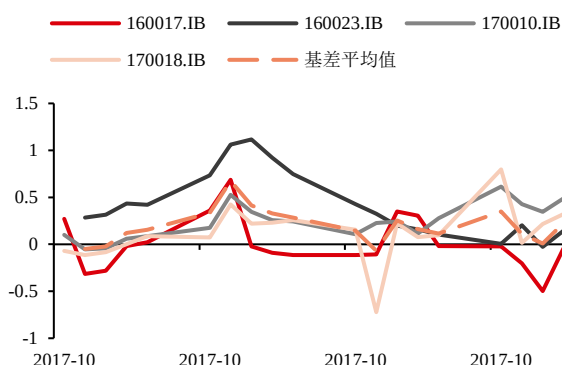
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 26: TF 活跃券基差



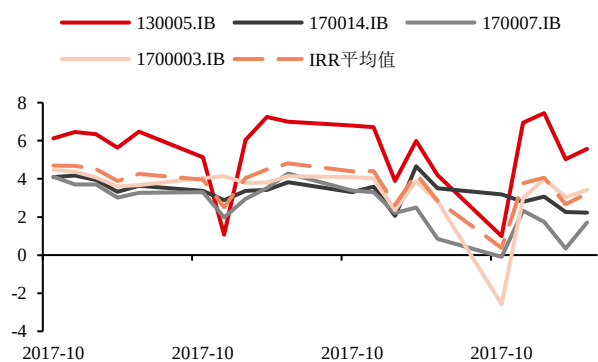
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 27: T 活跃券基差



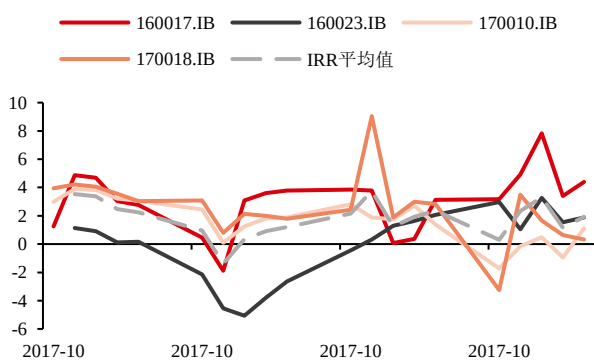
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 28: TF 活跃券 IRR



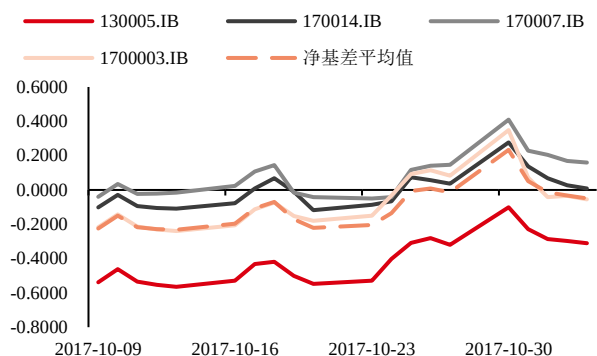
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 29: T 活跃券 IRR



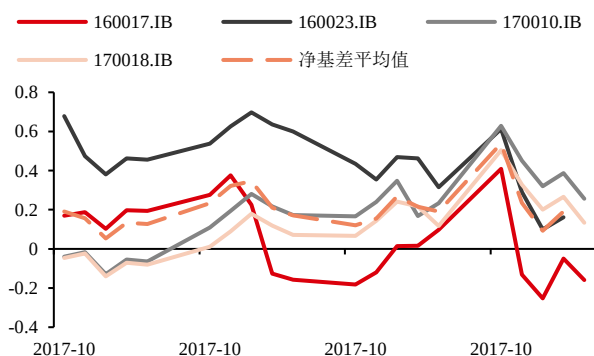
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 30: TF 活跃券净基差



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 31: T 活跃券净基差



数据来源: Wind 华泰期货研究所

大盘深度调整，关注 IH 配置

两融突破万亿，养老资金入市

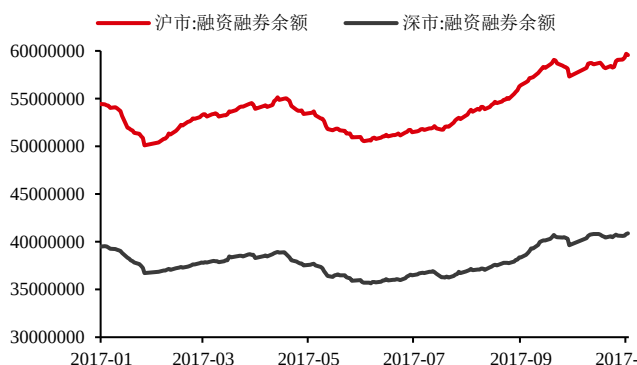
A 股具备杠杆效应的融资融券业务近期再次开始活跃，数据显示，截至 11 月 2 日，A 股融资融券余额为 10044.06 亿元，突破万亿大关。上交所融资融券余额报 5956.02 亿元，其中，融资余额报 5919.39 亿元，融券余额报 36.64 亿元；深交所融资融券余额报 4088.04 亿元，其中，融资余额报 4076.85 亿元，融券余额报 11.19 亿元。沪深两市两融余额突破万亿元关口具有很大的信号意义，首先是市场的情绪在转暖，投资者信心得到提高。从某种程度上也折射出杠杆资金对于当前场内部分优质标的价值的认可与推崇。其次是场内融资额的扩大，整个市场现在不仅是存量资金在运作，也开始有新鲜的增量资金入市了。根据历史数据来看，两融余额的增减基本与 A 股行情走势呈正相关，此前两融余额突破万亿后，上证指数都经历了一波明显的上涨行情。除了两融带来的资金增量，基本养老保险基金投资也稳步开展，参考社保基金 10%-15% 的股票投资比例，养老金将为股市带来 430 亿元-645 亿元增量资金，在长线上利好 A 股市场。

图 32: 两融余额



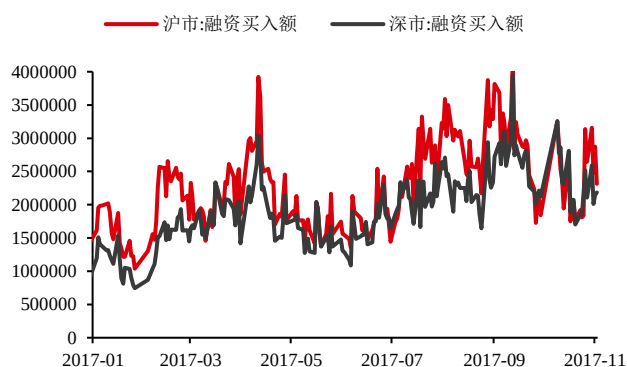
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 33: 沪深融资融券余额



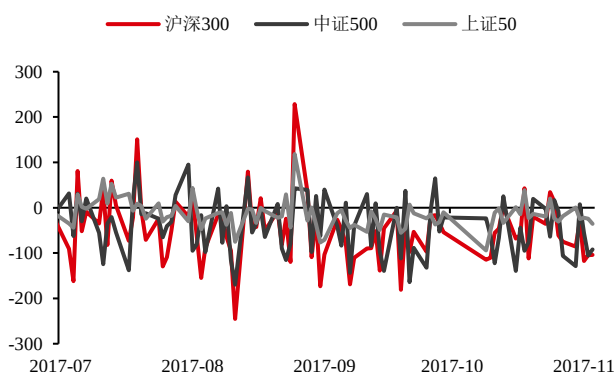
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 34: 融资买入情况



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 35: 资金净流入



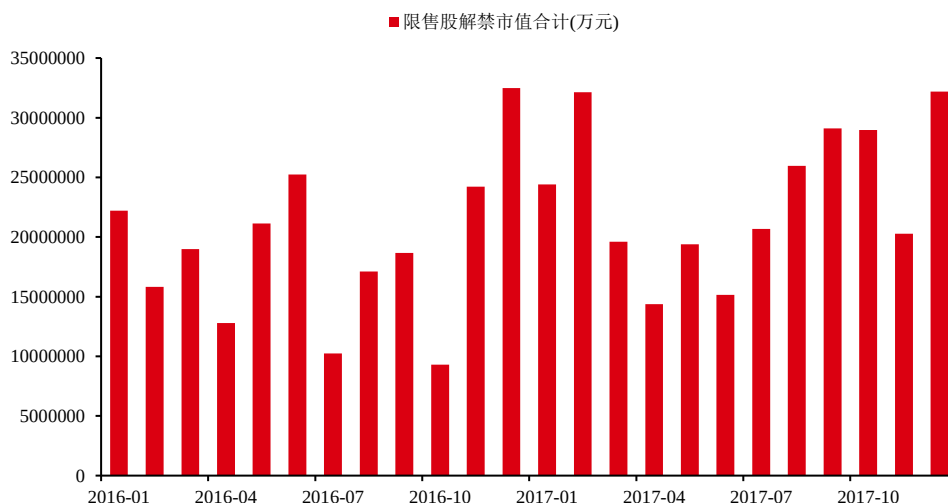
数据来源: Wind 华泰期货研究所

解禁压力相对缓解，警惕医药解禁风险

11月A股解禁市值约为1891亿元，较10月的2855亿元环比下降约33%。2017年全年解禁规模约为2.79万亿元，四季度为7846亿元；其中11月解禁规模为1891亿元，占全年解禁规模的6.78%，低于全年月度解禁均值2326.86亿元。其中，11月解禁压力主要集中在2个交易日，其他时间解禁规模相对偏小。11月解禁规模较大的交易周有：11月6日-11月12日（523.64亿）、11月20日-11月26日（752.44亿）。以上2个交易日解禁规模共计1276.08亿，占11月份的67.48%。从行业上来看，11月份，解禁规模最大的行业为医药生物，规模为373.15亿，占11月比重为18.9%其次为传媒、电子元器件等，解禁额分别约为249、204亿元，占比分别为12.4%、10.4%，而10月解禁额分别为38、562亿元。家电、建材、非银行金融无解禁，10月解禁规模分别为47、6、47亿元。从上市板上来看，主板、中小板、创业板分别为890.37亿、755.67亿、328.59亿，占总规模比重分别为45.1%、38.3%、16.6%。解禁公司家数方面，主板、中小板、创业板分别为45家、46家、24家，占解禁公

司总数比重分别为 39%、40%、21%。解禁市场为 A 股市场运行的影响因素之一，在解禁压力放缓的情景下，再综合其他因素，我们仍然看好 A 股行情。

图 36: A 股解禁规模

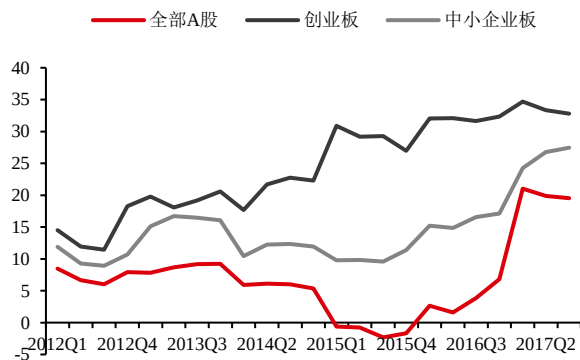


数据来源: Wind 华泰期货研究所

三季报披露结束, A 股整体盈利改善

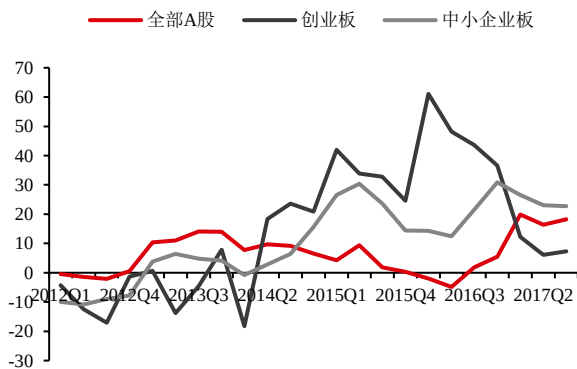
截止至 17 年 10 月 31 日, 全部 A 股 3402 家公司公布了 17 年三季报。A 股三季报收入下滑, 但盈利却出现小幅改善。A 股总体的三季报收入增速 19.52%, 中报收入增速为 19.88%, 盈利增速 18.27%, 中报盈利增速为 16.37%; A 股剔除金融的三季报收入增速为 22.48%, 中报收入增速 23.47%, 盈利增速 35.10%, 中报盈利增速为 33.34%。三季度股市和商品期货市场投资环境的改善是 A 股上市公司投资收益提升的主要原因。中小板营收持续改善, 但盈利增速却出现持续性的下滑, 中小板总体的三季报收入增速为 27.45%, 中报收入增速为 26.76%, 盈利增速 22.72%, 中报盈利增速为 23.05%。创业板营收下滑, 盈利增速虽相对改善但仍然低于一季度的水平, 创业板总体的三季报收入增速为 32.77%, 中报收入增速为 33.33%, 盈利增速 7.35%, 中报盈利增速为 6.16%。总体来看, 中小板和创业板的盈利增速持续的低于同期的主板剔除金融两油的盈利增速。行业来看, 日常消费、医疗保健、金融服务、工业和公用事业的收入连续加速, 其余板块的收入增速均相比中报有所回落。必需消费的收入增速连续改善, 凸显必需消费品在 A 股整体收入下行时期需求稳步增长的业绩优势, 也是今年经济中消费韧性在 A 股盈利中的体现。净利润增速方面, 信息技术、日常消费、医疗保健、金融服务、电信服务和公用事业净利润同比较中报有所上升, 中游制造相比中报仍维持稳定。

图 37: 营业收入



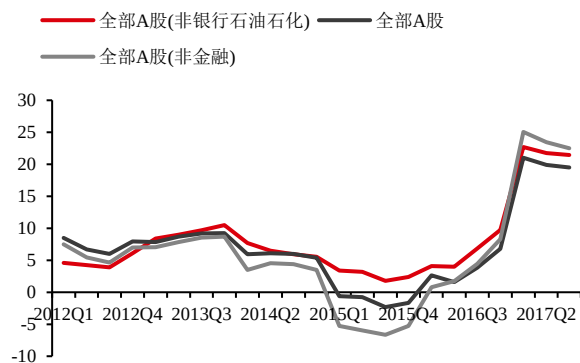
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 38: 净利润增速



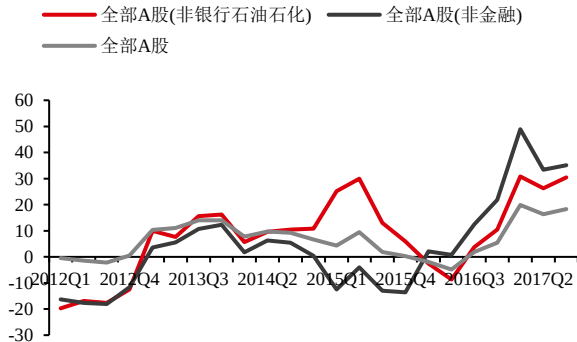
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 39: A 股营业收入



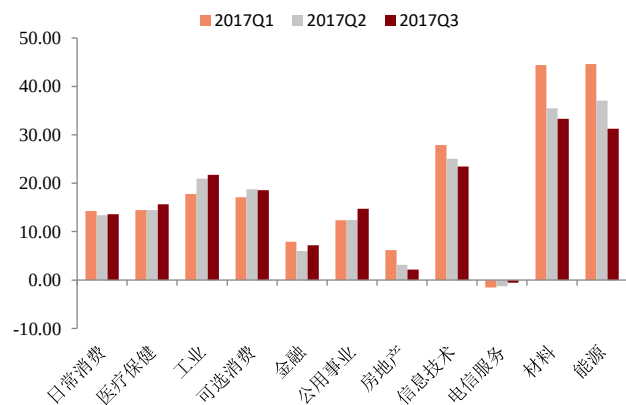
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 40: A 股净利润增速



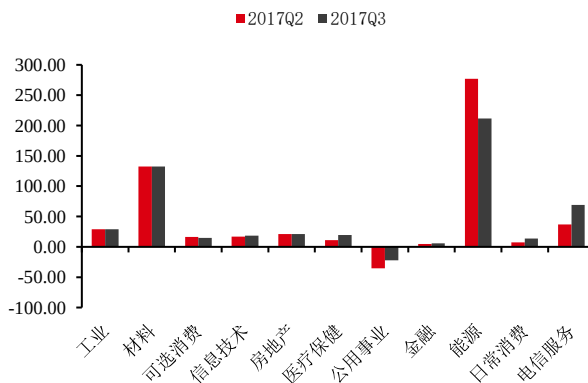
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 41: 行业营业收入



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 42: 行业净利润增速



数据来源: Wind 华泰期货研究所

大盘深度调整，关注 IH 配置

A 股在突破 3400 点阻力位后迎来急跌，随后在 3400 下方展开拉锯战，指数重心走低。市场依旧处于风格不鲜明的热点混战期，权重与题材皆有表现。以板块来看，周度表现最好的板块分别是食品饮料、交通运输、银行和医药生物，分别上涨 1.66%、1.37%和 0.49%，表现最差的板块分别是计算机、通信、综合和采掘板块，分别下跌 5.14%、4.21%、3.37%和 3.13%。周期板块偃旗息鼓，而大消费板块和金融板块仍然保持相对的强势。此次 A 股形态偏弱的主要原因包括以下三个方面：第一，十月份以后，长端利率出现了明显上升，10 年期国债到期收益率一度突破 3.95%，创逾三年新高。从去年十月份到现在，10 年期国债利率已经上升了 100 多点。在利率上行的背景下，股市估值受到拖累，股指随着下行。第二，市场自 7 月份以来已积累了大量的获利盘，资金有落袋需求。第三，三季报刚刚收官，不少主力机构最近持仓底牌被曝光，引发了资金跟随效应并集中进行新一轮调仓换股。展望后市，两融余额的不断上涨有助于投资者恢复信心，养老金正式亮相将在长线对股市起到积极作用，经济和企业盈利向好在分子端也将利好权益资产定价。但投资者仍需警惕的是，在利率上行的背景下，贴现因子走高将从分母端拖累估值，出于业绩确定性和防御性角度，蓝筹股相对于中小票将出现超额收益，配置上优选大盘指。IH 和 IC 可能出现分化走势，IH 强 IC 弱的格局料将延续。策略上，对 IH 进行逢低布局，而对中小创相关度较高的 IC 可适时逢高沽空。

图 43： 行业日涨跌幅

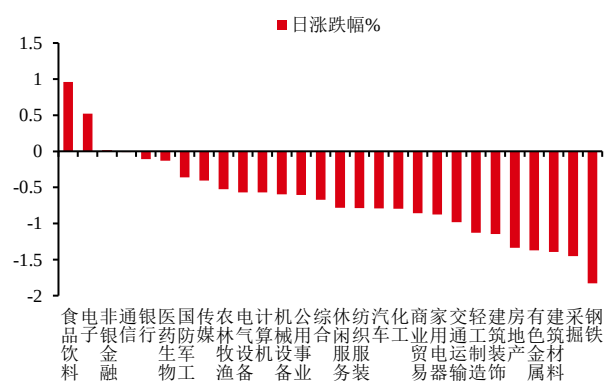
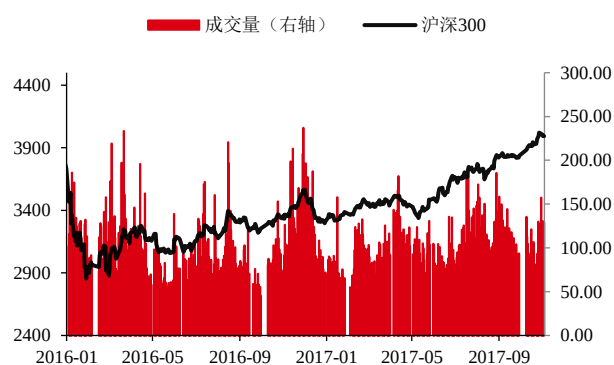
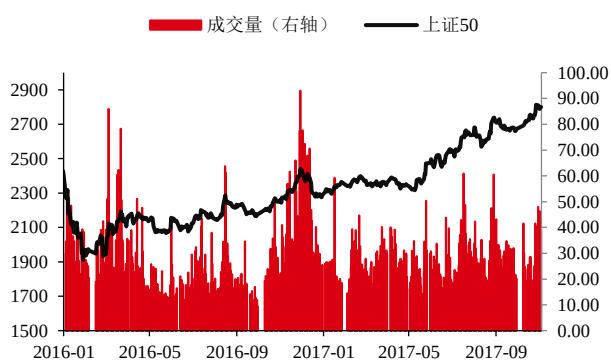


图 45: 沪深 300 走势



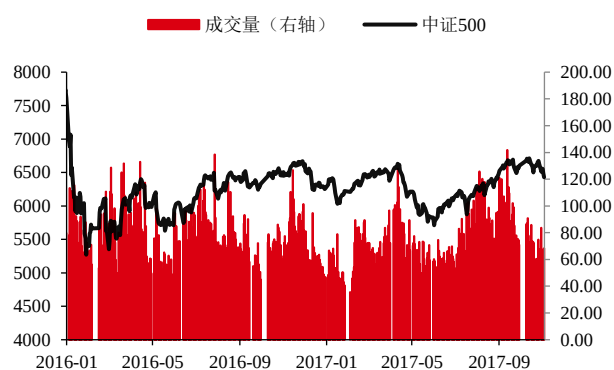
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 46: 上证 50 走势



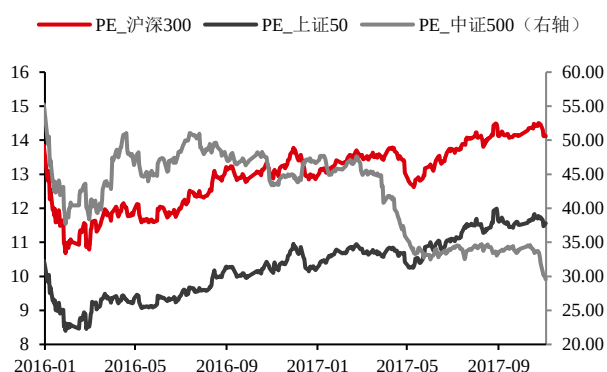
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 47: 中证 500 走势



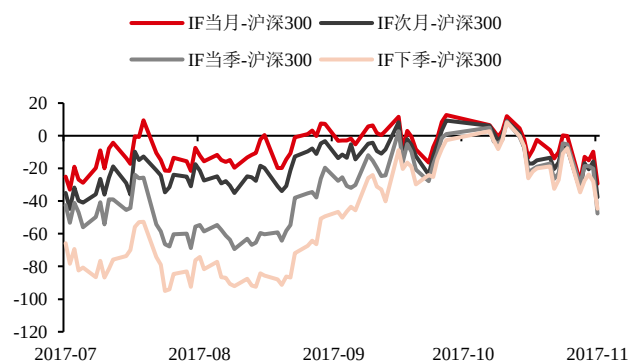
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 48: PE



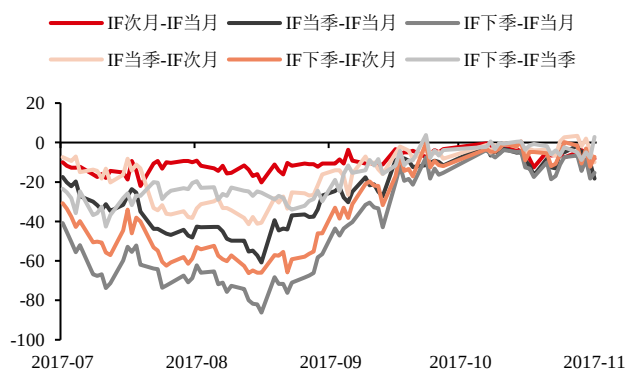
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 49: IF 基差



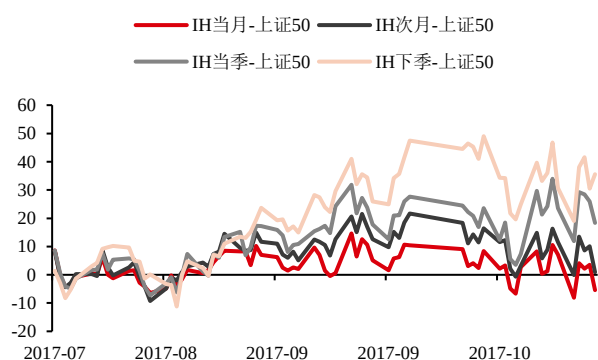
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 50: IF 跨期价差



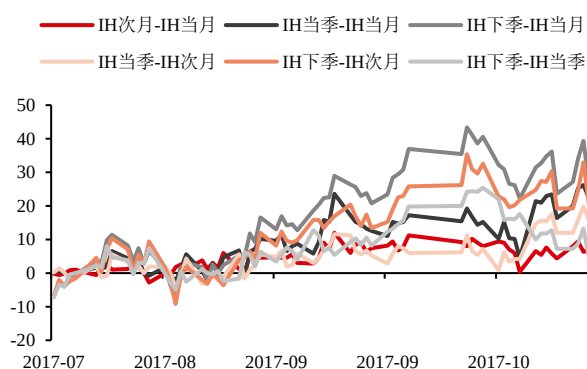
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 51: IH 基差



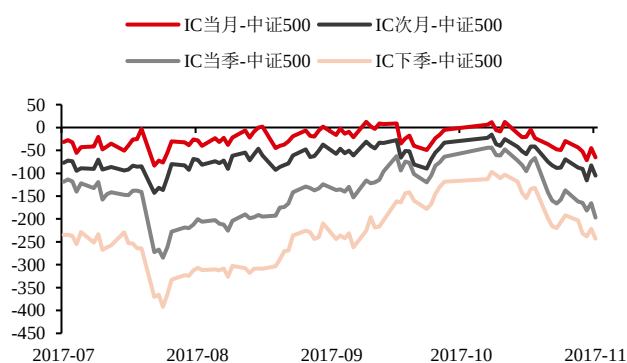
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 52: IH 跨期价差



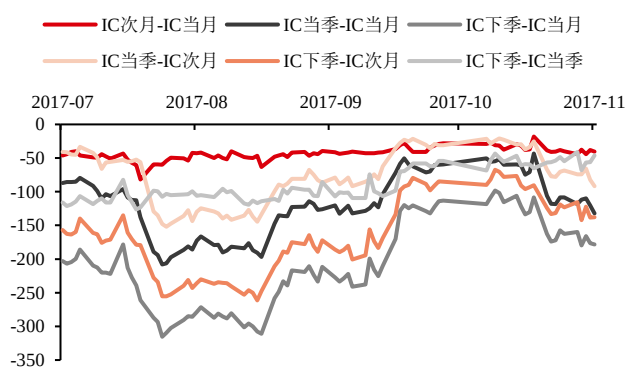
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 53: IC 价差



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 54: IC 跨期价差



数据来源: Wind 华泰期货研究所

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，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。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2017版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com