

供需格局边际改善，但债市逆风未消

内容提要

5月初以来，海外经济重启，风险偏好回升，国内经济进入逐季修复阶段，冲击债牛核心，叠加国内货币政策常态化回归，收益率开启上行阶段。而7月以来的利率债供给压力冲击下，供求矛盾下流动性预期转向悲观，收益率曲线“熊平”进一步演绎。

四季度经济仍将维持修复趋势，短期或是房地产、基建、出口、消费共振向上的时期，但回升斜率或将逐步放缓：①销售走高下短期房地产投资韧性仍存，但房企前端拿地和开工放缓下投资压力显现；②专项债大额发行叠加财政拨付加快，基建增速有望重回上升趋势，但上行高度受棚改专项债分流资金以及优质项目不足拖累；③内需仍在向正常化修复，可选消费面临较大补偿空间，疫情长尾效应下内部结构分化仍将延续；④海外经济修复以及订单转移支撑短期外需继续好转，但中期来看出口取决于海外生产和供给修复的节奏。

当前阶段，流动性和供求关系是债市的主要矛盾。预期引导下市场形成货币政策中性的共识，市场利率围绕OMO和MLF运行是核心要点。但在超储率偏低加剧资金面波动、以及结构性存款压降任务下，银行中长期负债不足的压力仍未解除，资金面预期不稳下同业存单发行利率上升仍将制约长端收益率下行空间。

策略建议

经济基本面和货币政策的一致预期下，债市调整最快的时候已经过去，长端收益率对利多和利空均有所钝化。货币供需距离疫情前还有明显落差，利率上行空间有限，去年四季度的利率水平仍是债市重要的“锚”，十年期国债收益率水平3.1-3.2%仍然是较强支撑。9月央行超额续作MLF后存单利率初现企稳迹象，中长期流动性紧张预期有所缓和，缓解长端收益率上行压力。

但经济继续向潜在增速回归、货币政策中性决定了债市还难有趋势性机会，银行负债端压力仍未见实质缓和，仍对债市形成一定压力，收益率仍处于磨顶状态。关注10月中下旬到11月初利率债供给高峰过后，供求关系好转下带来的预期差交易性机会，但在经济渐进修复路径和银行中长期负债压力仍未缓解下，长端收益率下行空间有限，四季度10年期国债收益率震荡区间2.8-3.2%。

风险提示

中美摩擦加剧，逆周期政策超预期，流动性收紧超预期

目录

一、 后疫情时代，债市调整历经六阶段	3
二、 经济基本面向潜在增速回归决定利率处于上行趋势	5
2.1 经济基本面继续向潜在增速回归，债市逆风仍在.....	5
2.2 销售走高下房地产投资韧性仍存，但房企前端拿地和开工放缓下投资压力显现	6
2.3 基建增速有望重回上升趋势	8
2.4 内需仍在向正常化修复，出口短期受海外经济修复及订单转移的支撑9	
三、 货币政策保持中性，短期流动性和供求关系是债市的主要矛盾.....	11
3.1 市场形成货币政策中性共识，引导市场利率围绕政策利率运行.....	11
预期引导下市场形成货币政策中性的共识，市场利率围绕 OMO 和 MLF 运行是核心要点。	11
3.2 流动性收紧担忧升温，收益率曲线加速“熊平”	12
3.3 银行中长期负债风险仍未解除，资金面压力依然是债市的长期压制. 14	
3.4 10 月专项债供给仍然偏多，四季度利率债供给压力较前三季明显减弱	15
四、 债市展望	16
六、 风险提示	19
重要声明	20

一、后疫情时代，债市调整历经六阶段

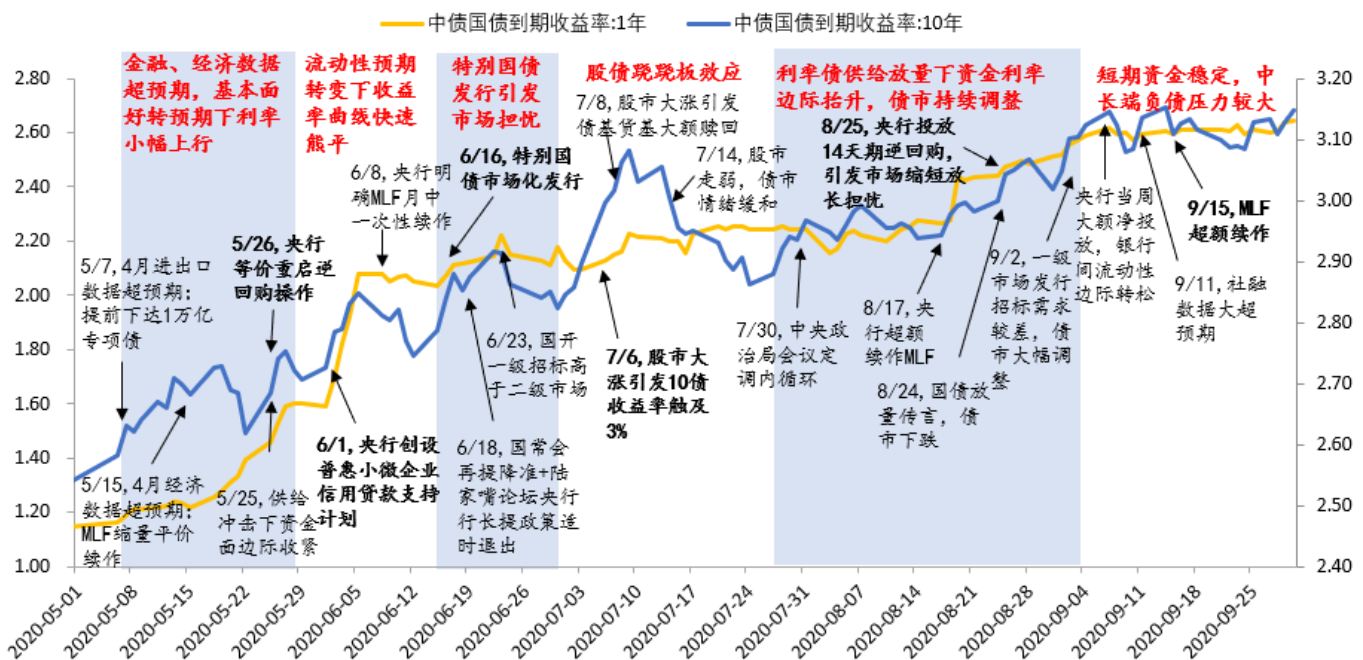
5月初以来，欧美疫情见顶，海外经济重启，风险偏好回升，风险资产表现向好。国内疫情基本得到控制，经济进入逐季修复阶段，冲击债牛核心，叠加国内货币政策常态化回归，收益率开启上行阶段。

债市调整历经六阶段：①基本面好转预期下的利率小幅上行；②资金面边际收敛下短端收益率剧烈调整、收益率曲线快速熊平；③特别国债发行引发市场担忧、债市弱势震荡；④股债跷跷板效应下股市大涨引发的债市快速回调；⑤利率债供给放量下资金利率边际抬升，债市持续向熊平调整；⑥央行大额净投放呵护资金面，短期资金整体保持稳定，但中长端负债压力凸显压制长端收益率表现，债市高位震荡；

7月以来的利率债供给压力冲击下，收益率曲线“熊平”进一步演绎。在5、6月货币政策和资金面向常态化回归后，货币政策基调保持“中性”不变，但利率债的供给放量下资金利率持续边际抬升，加之央行公开市场操作谨慎，市场资金面预期逐渐悲观，10Y国债收益率从7月中旬的2.9%上行至3.1%，而短端收益率上行速度更快，10-1Y长短端期限利差快速收缩超20bp。

熊平的收益率曲线反映市场矛盾并不在经济基本面，而在于供求矛盾下的流动性悲观预期。一方面，利率债供给放量而央行公开市场操作谨慎，7月为特别国债发行大月，而进入8月，前期给特别国债发行让路的地方专项债再度成为利率债供给主力，7、8月分别有6345亿和1.22万亿的政府债券供给，需求承接不足下资金利率边际抬升。另一方面，宽信用政策逐步见效下，资金进入实体经济，信贷扩张消耗超储，超储率持续下降，市场资金面波动加剧。

图1：国债收益率（%）



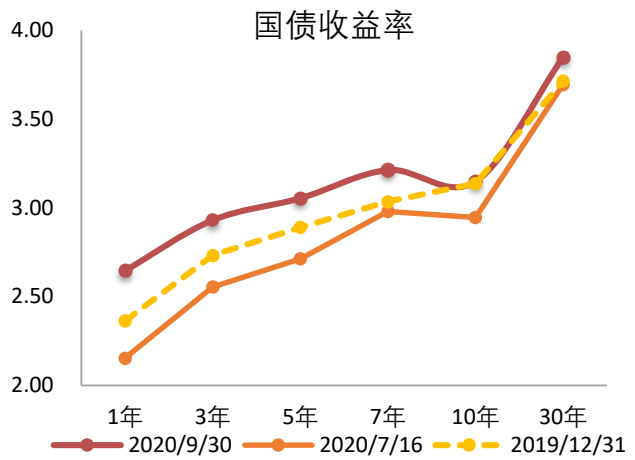
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 2：国债 10-1Y 长短端期限利差 (bp)



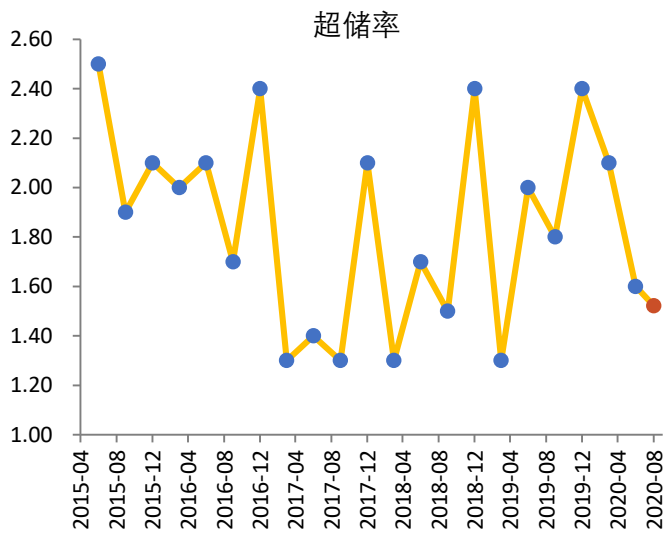
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 3：国债收益率曲线 (%)



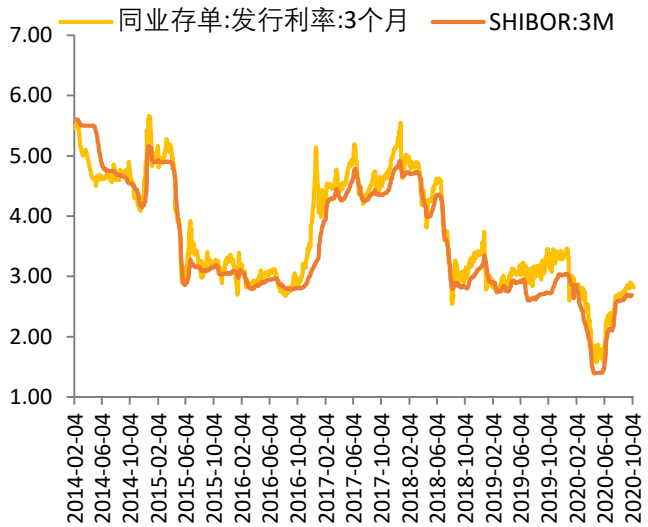
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 4：超储率 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

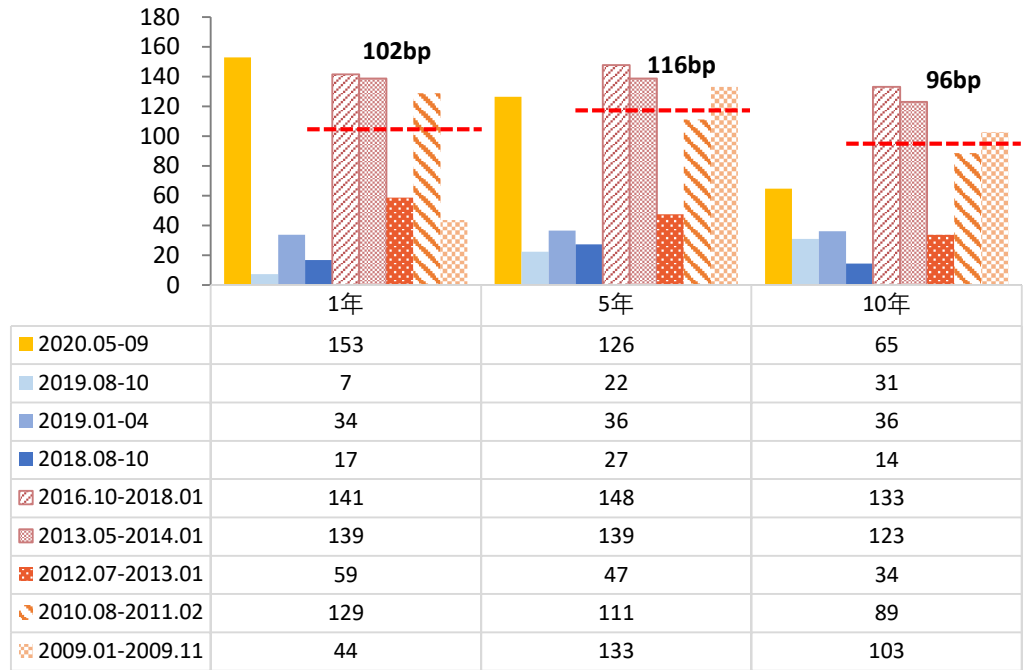
图 5：中期资金利率持续上行 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

5 月以来中短端调整幅度较大，对前期风险有比较充分的释放。对比以往几轮熊市以及近几年来债市调整阶段的利率上行幅度，其中 10Y 国债收益率回调幅度 (65bp) 已明显超出 18 年以来的几次回调上行幅度均值 (27bp)，但仍弱于前几轮熊市的上行幅度 (均值 96bp)，而中短端收益率回调幅度 (1 年期 153bp，5 年期 126bp) 显著超出近几轮调整幅度，且和过去几轮熊市上行幅度相当。

图 6：往轮债市调整利率上行幅度对比 (bp)



资料来源：Wind，金信期货研究院

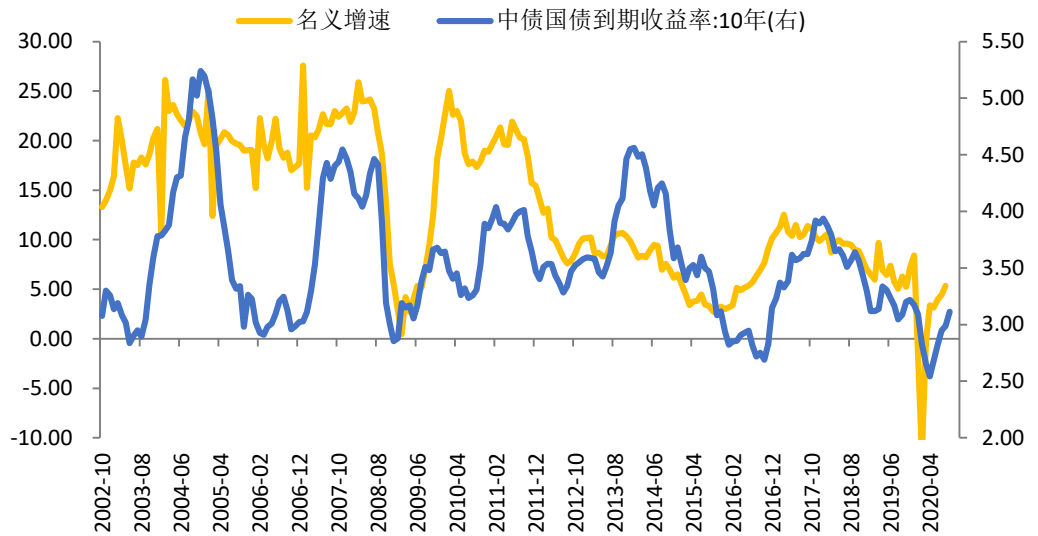
二、经济基本面向潜在增速回归决定利率处于上行趋势

2.1 经济基本面向潜在增速回归，债市顺风仍在

二季度以来长端收益率持续上行，反映的是经济基本面修复和货币政策回归中性的状态。国内疫情得到控制，多国疫苗进展也在持续推进，经济修复的预期不断得到强化。金融数据走高下继续支撑 8 月经济延续修复，出口、制造业和房地产投资均强于预期，消费同比增速年内首次转正，内需走强同时带动生产走高。

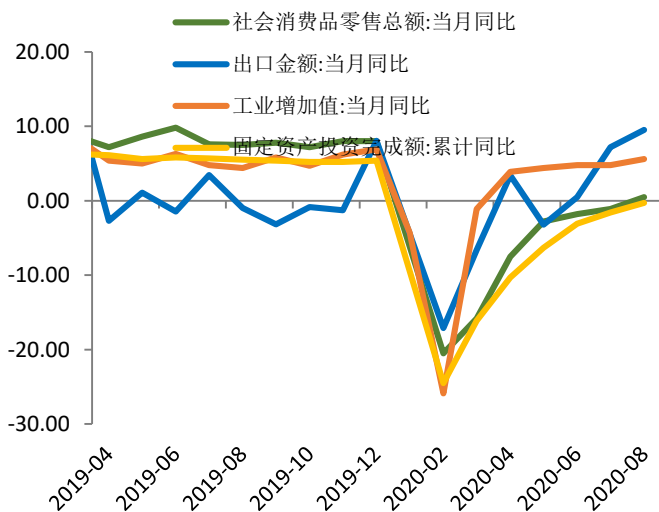
四季度经济仍将维持修复趋势，回升斜率或将逐步放缓。地产仍有韧性，基建投资有望继续上行，短期或是房地产、基建、出口、消费共振向上的时期，总需求依然延续回升趋势，但回升斜率或将逐步放缓。

图 7：经济基本面继续向潜在增速回归决定利率上行趋势不改（%）



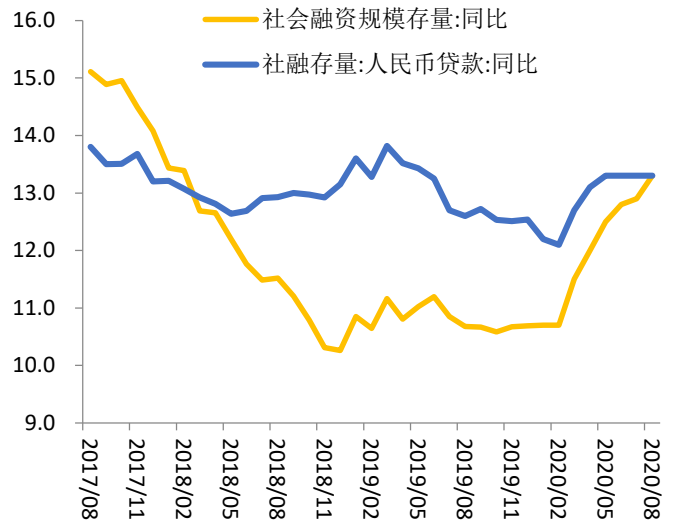
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 8：8 月经济数据（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 9：社融存量增速（%）



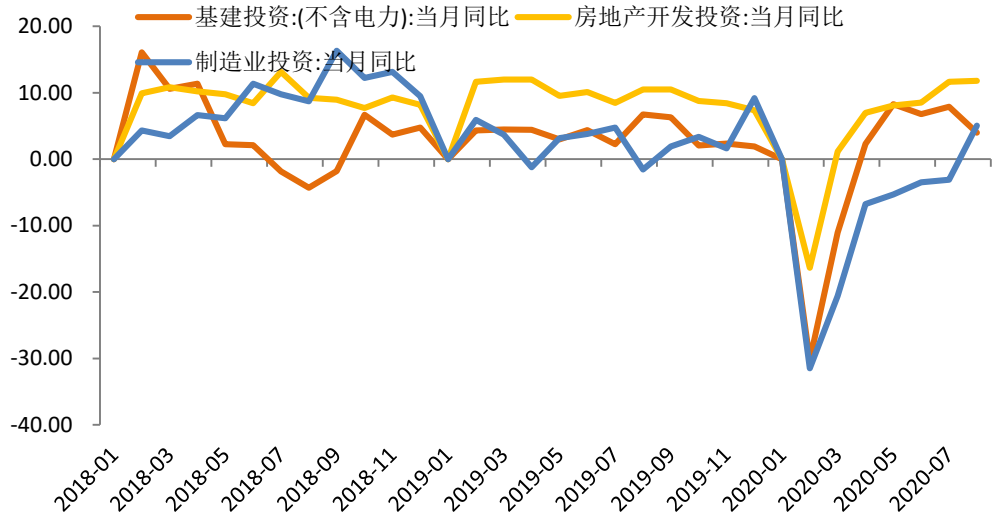
资料来源：Wind，金信期货研究院

2.2 销售走高下房地产投资韧性仍存，但房企前端拿地和开工放缓下投资压力显现

房地产投资的韧性来源于销售的火热，但房企前端拿地和开工行为已有所放缓。房贷利率低位推动居民购房热情，居民中长贷保持高位，销售回款明显加快，尤其是在 7 月房地产政策态度明确从紧后带来居民的集中购房行为，楼市走热，商品房销售增速持续加快。但房地产融资政策收紧下销售回款成为房企主要资金来源，8 月国内贷款同比增速疫情后首次降至负增长，融资政策收紧下房地产前端拿地和开工均在放缓，房企预期走弱。

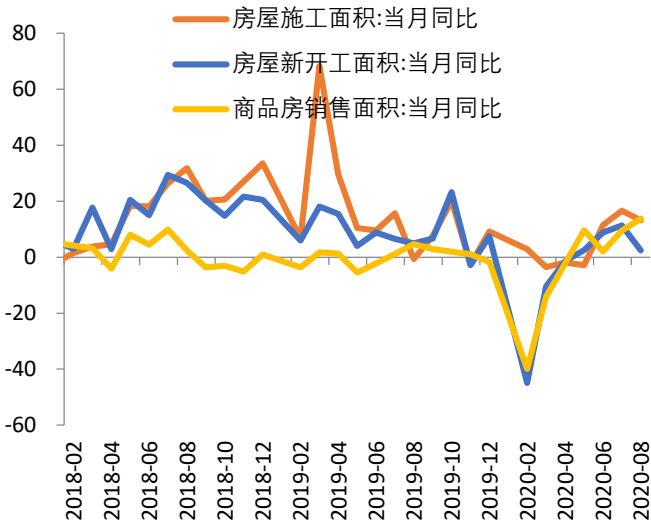
短期地产韧性仍存，但三季度地产投资和销售或将触顶，地产投资压力显现。尽管8月以来棚改专项债发行对地产资金有一定支持，但随着政策持续收敛、房企拿地开工意愿走弱，居民前期抢跑难以持续，9月高频数据显示全国销售有所降温，房地产下行压力初显。

图 10：固定资产投资分项：当月同比 (%)



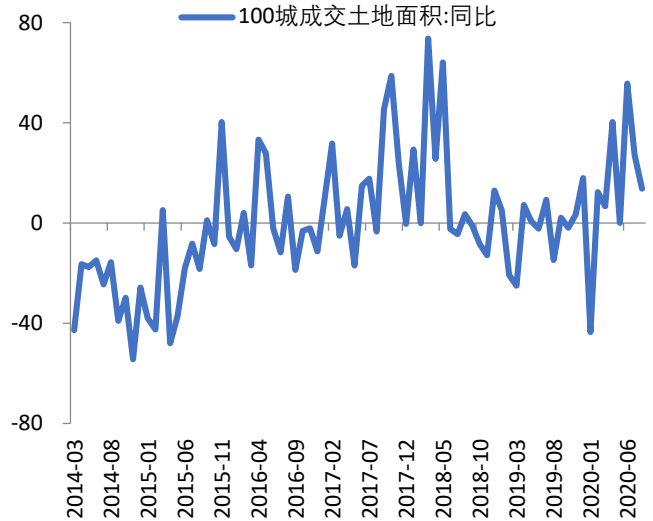
资料来源： Wind，金信期货研究院

图 11：房地产施工、新开工、销售面积同比 (%)



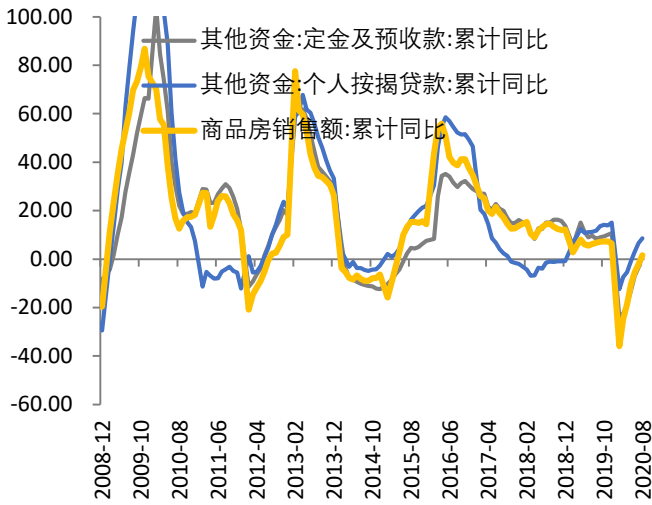
资料来源： Wind，金信期货研究院

图 12：百城土地成交面积:当月同比 (%)



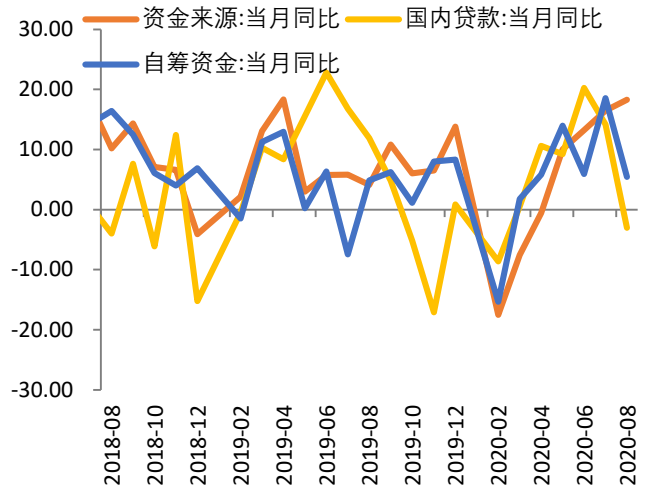
资料来源： Wind，金信期货研究院

图 13: 销售回款支撑资金来源 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 14: 国内贷款同比降至负增长 (%)



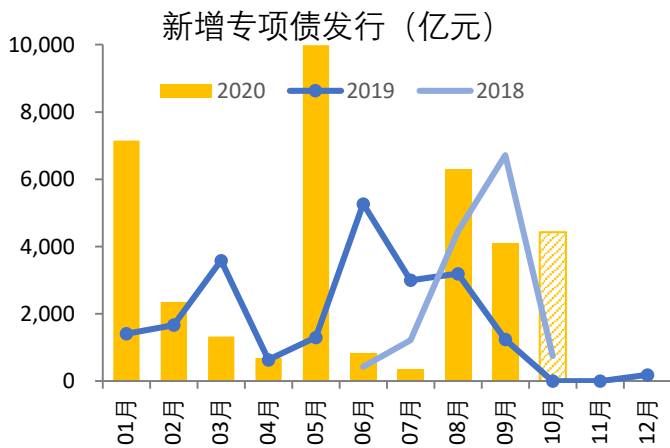
资料来源: Wind, 金信期货研究院

2.3 基建增速有望重回上升趋势

8 月基建增速意外放缓, 或受基数扰动、财政资金拨付时滞、棚改专项债分流资金、以及优质项目不足的影响。受给特别国债发行让路影响, 6-7 月地方专项债发行明显减少, 专项债年内发行进度不及去年, 叠加 8 月发行资金的拨付时滞, 拖累基建投资增速。

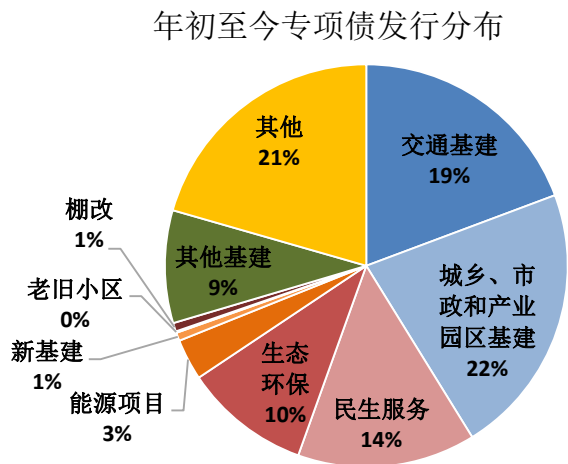
专项债大额发行叠加财政拨付加快, 基建增速有望重回上升趋势, 但上行高度受棚改专项债分流资金以及优质项目不足拖累。通常 8-10 月为基建赶工期, 随着天气条件好转, 叠加 9、10 月专项债发行规模仍然较高以及财政拨付的加快, 基建投资有望重回上升区间。但由于专项债的融资与收益平衡的要求, 真正符合发行条件的优质项目较少, 专项债面临项目不足的情况, 叠加 8 月以来仅支持已开工项目的棚改专项债对基建资金形成一定分流, 全年增速受到压制。

图 15: 新增专项债发行 (亿元)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 16: 专项债发行分布 (%)

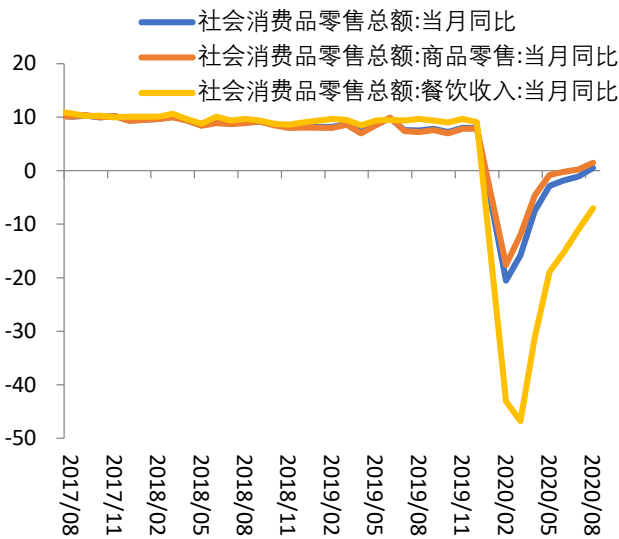


资料来源: Wind, 金信期货研究院

2.4 内需仍在向正常化修复，出口短期受海外经济修复及订单转移的支撑

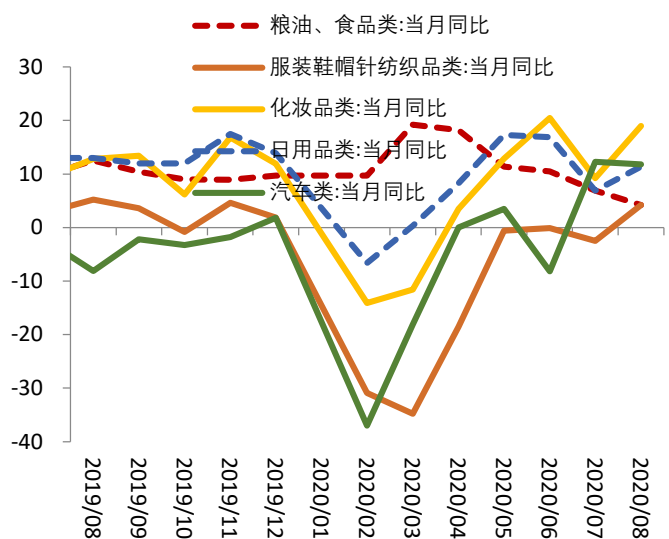
内需仍在向正常化修复，可选消费面临较大补偿空间，疫情长尾效应下内部结构分化仍将延续。二季度以来，经济改善结构表现为生产快于需求的特征，消费恢复最慢，且必选消费明显好于可选消费。而8月以来，疫情影响逐渐减弱，线下消费改善有加速迹象，当月消费同比转正，全国电影票房回升，可选消费面临较大补偿空间，随着地产竣工和房地产销售的加快，地产后期周期消费业存在改善动力。但失业率的高企和可支配收入的负增长格局决定年内消费增速仍难出现大幅回升，疫情的长尾影响下必选消费仍将持续高于可选消费。

图 17: 社零增速 (%)



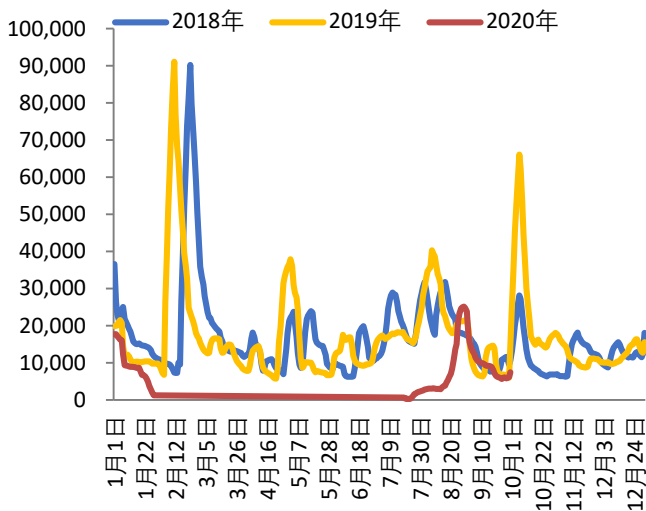
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 18: 必选和可选消费分项 (%)



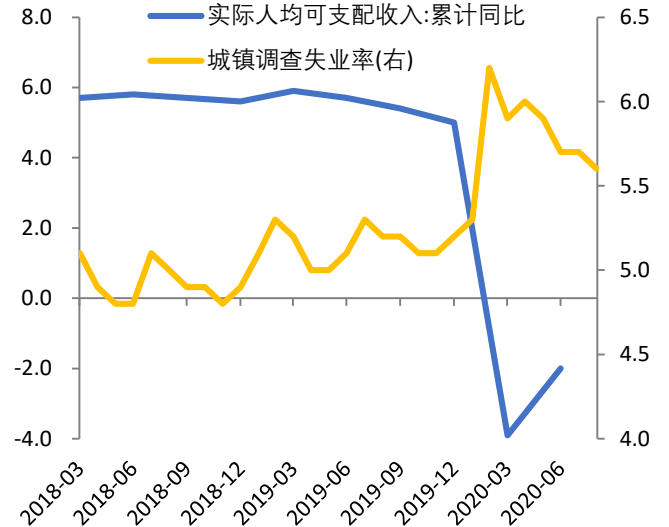
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 19: 当日电影票房:全国(7DMA) (万元)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

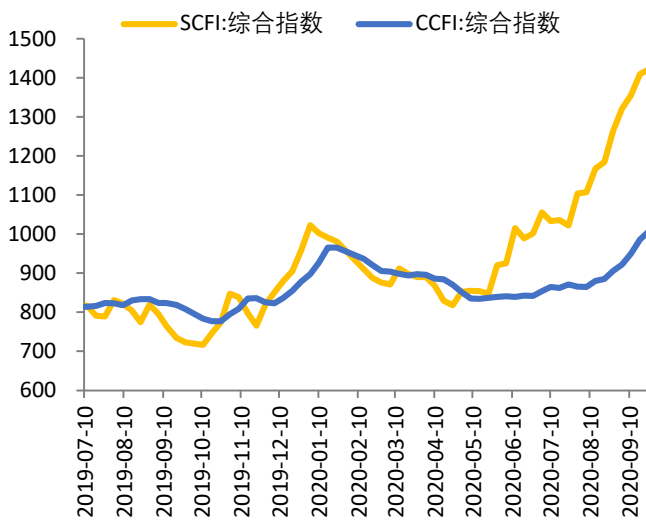
图 20: 人均可支配收入&失业率 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

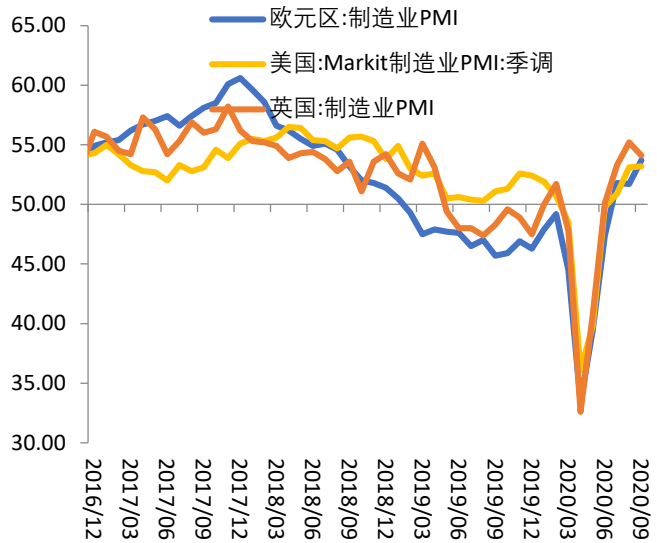
海外经济修复以及订单转移支撑短期外需继续好转，但中期来看出口取决于海外生产和供给修复的节奏。尽管9月欧洲疫情快速反弹，但疫情防控经验下二次爆发的影响相对减弱，欧美 PMI 继续改善，且疫情扰乱海外供应链下，订单转移继续支撑国内疫情相关出口。高频数据显示出口集装箱运价指数继续上涨，韩国出口金额由负转正，我国出口增速仍可能进一步上行，但年底疫苗投产等将推动外部产能修复，或对出口形成防疫物资订单回流的反向压力。

图 21: 出口集装箱运价指数



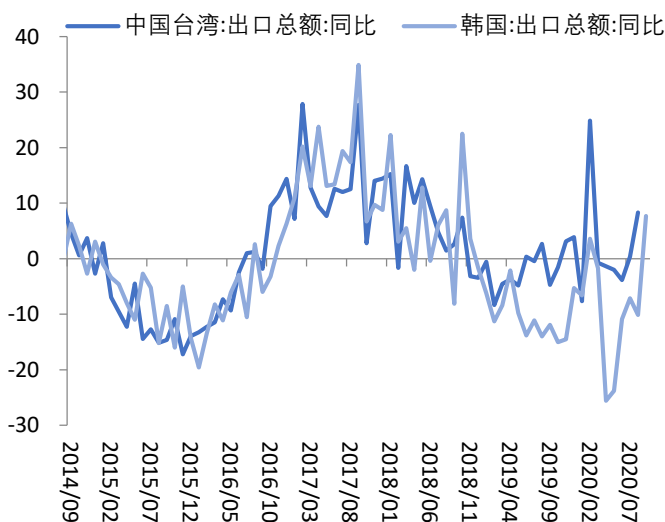
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 22: 美欧英制造业 PMI



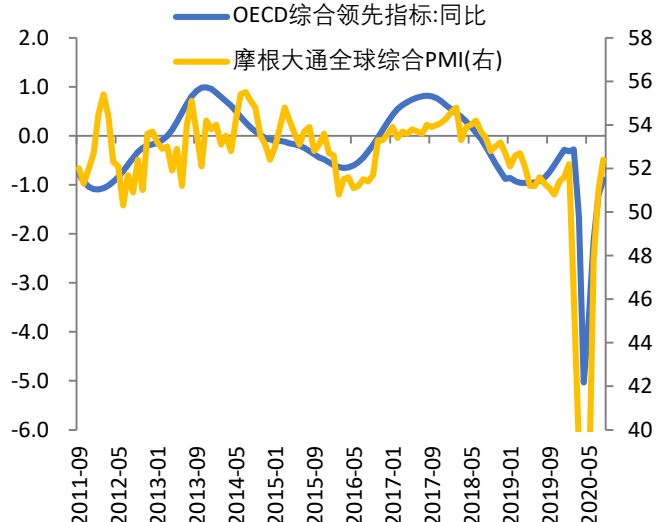
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 23: 台湾韩国出口增速好转 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 24: OECD 领先指标带动全球 PMI 回升 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

三、 货币政策保持中性，短期流动性和供求关系是债市的主要矛盾

3.1 市场形成货币政策中性共识，引导市场利率围绕政策利率运行

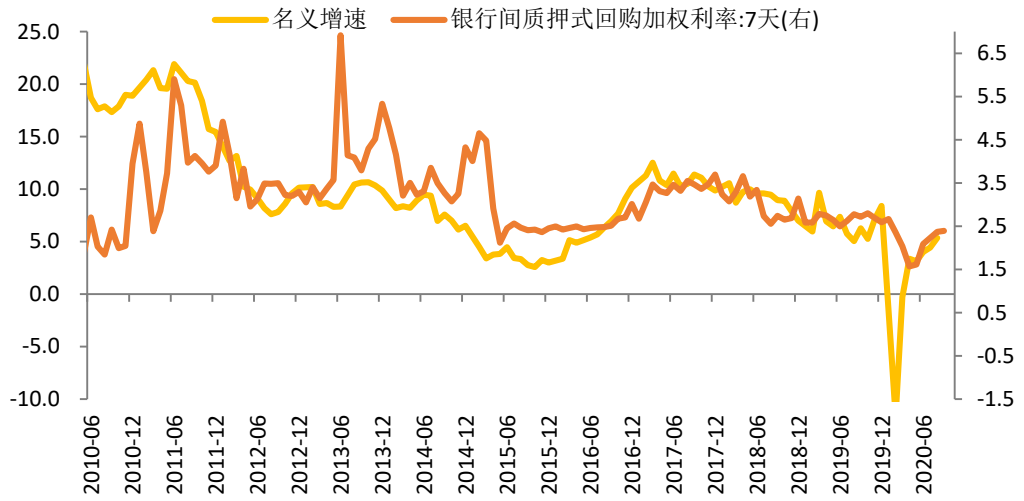
预期引导下市场形成货币政策中性的共识，市场利率围绕OMO和MLF运行是核心要点。5月以来货币政策向常态化回归，资金利率逐步向7天期OMO回归，二季度货币政策执行报告确认货币政策中性预期，市场利率围绕OMO和MLF运行是核心要点。央行将维持“稳货币”的政策基调，“灵活适度、精准导向”，更强调政策的“直达性”，一季度的“加强货币政策逆周期调节”调整为“完善跨周期设计和调节”，并强调坚持实施“正常的货币政策”。

图 25：二季度货币政策执行报告确认货币政策中性预期

央行二季度货币政策执行报告	
总体基调	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，报纸货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、抗通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。
	坚持把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。
	深化金融供给侧结构性改革，推动金融、科技和产业形成良性循环和三角互动，协调好本外币政策，处理好内外经济平衡，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
货币政策展望	一是稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。从疫情防控和经济发展实际出发，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行，发挥与就业、产业、投资、消费等政策的合力。
	二是积极发挥再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用，做好稳企业保就业工作。
	三是发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济。牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。

资料来源：Wind，金信期货研究院

图 26: 资金利率大致与名义利率相匹配 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

3.2 流动性收紧担忧升温, 收益率曲线加速“熊平”

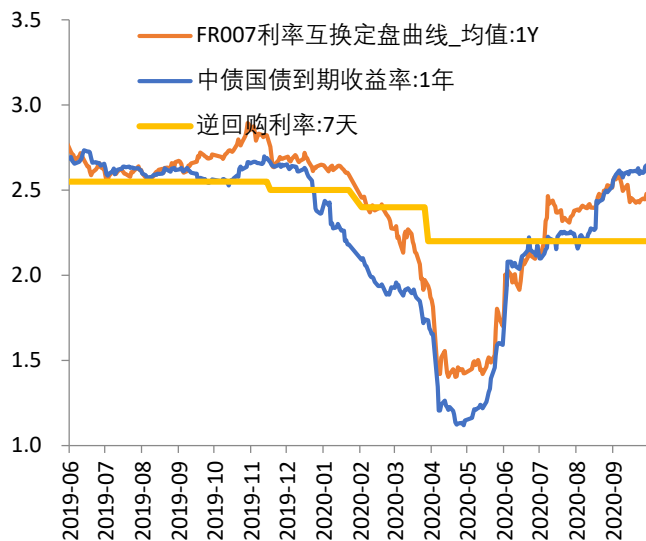
流动性收紧担忧升温推升短端收益率上行, 收益率曲线加速“熊平”。二季度以来, DR007 围绕 7 天期逆回购利率为中枢波动, 短期资金相对稳定, R007 与政策利率的利差目前仍在合理范围。但投资者对流动性收紧的担忧持续升温, 1 年期股份制同业存单发行利率向上突破 3%, 明显超出 2.95% 的一年期 MLF 利率, 且与 R007 的利差明显高于去年同期水平, 反映在短期资金面整体保持稳定的环境下, 银行中长期负债不足引发资金面预期不稳。短端收益率易上难下, 并带动长端收益率调整, 收益率曲线“熊平”进一步演绎。

图 27: DR007 围绕 7 天期逆回购利率波动 (%)



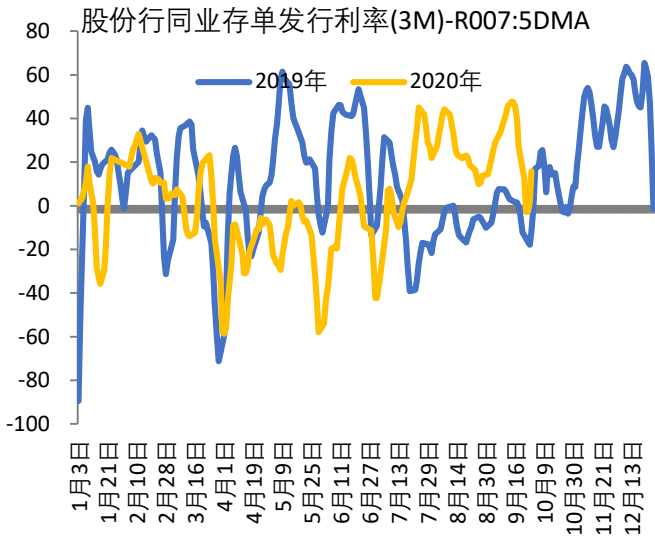
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 28: 市场流动性预期持续收紧 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 29: 资金面压力体现在中长期资金利率上行(bp)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 30: 同业存单利率持续上行 (%)

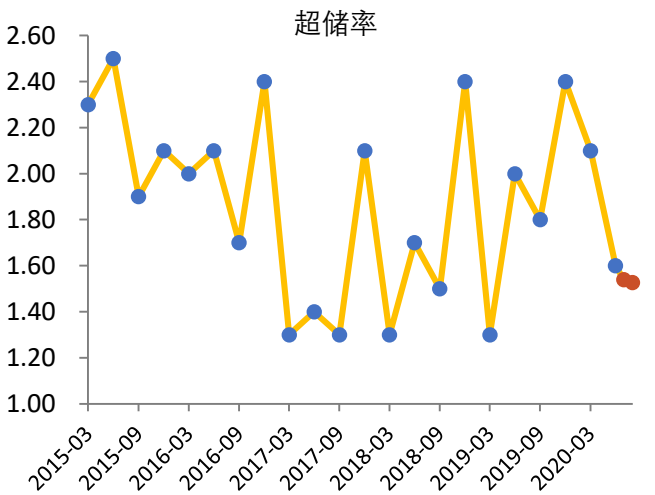


资料来源: Wind, 金信期货研究院

一方面，超储率偏低加剧资金面波动。在利率债供给放量 and 央行持续的净回笼下，银行间超储率逐渐下降并处于偏低状态，资金利率持续边际抬升且波动持续加大，尽管央行在 8 月加大公开市场投放，但以短期资金续作为主的公开市场操作未能有效缓解市场预期，资金面分层现象也愈发严峻。

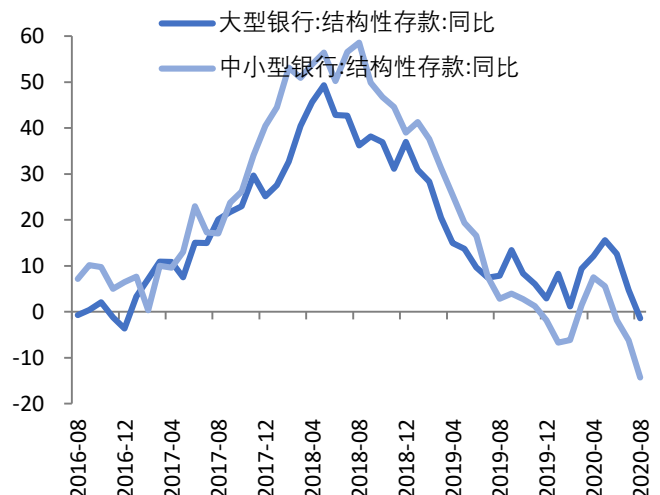
另一方面，结构性存款压降直接导致商业银行存款减少，银行中长期负债不足下存单发行需求攀升。在监管严查结构性存款下，截至 8 月底，结构性存款规模已经从此前高点 12.1 万亿元回落到 9.4 万亿元，提前一个月完成 9 月底压降至 9.6 万亿的目标，同比增速快速下滑并转为负增长，缺存款现象再度出现。

图 31: 超储率位于低位 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 32: 结构性存款持续压降 (%)



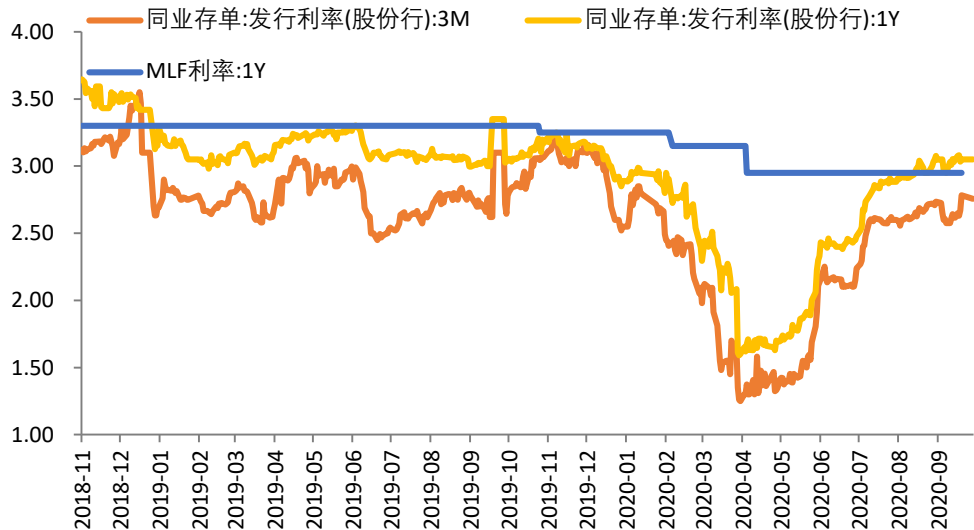
资料来源: Wind, 金信期货研究院

3.3 银行中长期负债风险仍未解除，资金面压力依然是债市的长期压制

央行超额续作 MLF 资金缓解中长期资金面压力。作为银行主要的负债来源之一，同业存单发行利率自三季度以来持续上升，成为了制约长端利率下行的一大重要因素。而按照二季度货币政策执行报告，引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行是中性的货币政策的核心要点，和 DR007 以 7 天期逆回购利率为中枢波动类似，同业存单发行利率的重要参照锚即是 MLF 利率。但 9 月初同业存单利率持续上行超出 MLF 利率并突破 3% 向上，9 月中旬，央行在持续的大额逆回购净投放操作后超额续作 MLF 资金，缓解中长期资金压力的同时传递央行维持流动性合理充裕的态度，流动性悲观预期有所缓解，同业存单利率也一度下行企稳。

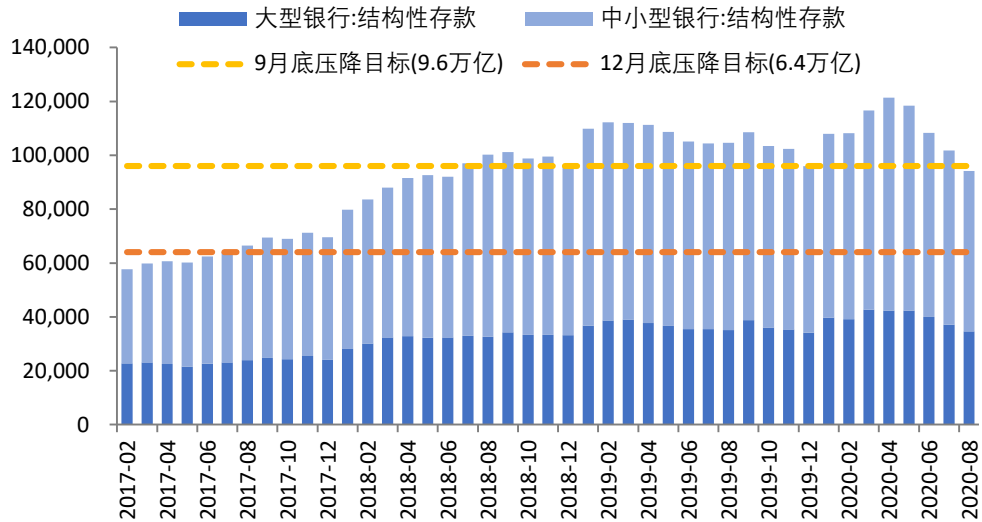
同业存单利率仍存上行风险，银行中长期负债风险仍未解除。一方面偏低的超储率仍将加大资金利率的波动，市场资金面预期难以明显改善；另一方面，按照此前的窗口指导要求，结构性存款规模“9 月底前压降至年初水平，12 月底前压降至年初的 2/3 水平”，结构性存款到年底仍面临压降任务，银行缺少稳定长期资金下同业存单发行或将量价齐升，MLF 利率大概率仍将是存单利率的下限，仍将持续制约收益率的表现。

图 33：同业存单发行利率突破 MLF 利率向上 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 34：商业银行结构性存款仍面临压降压力（亿元）



资料来源：Wind，金信期货研究院

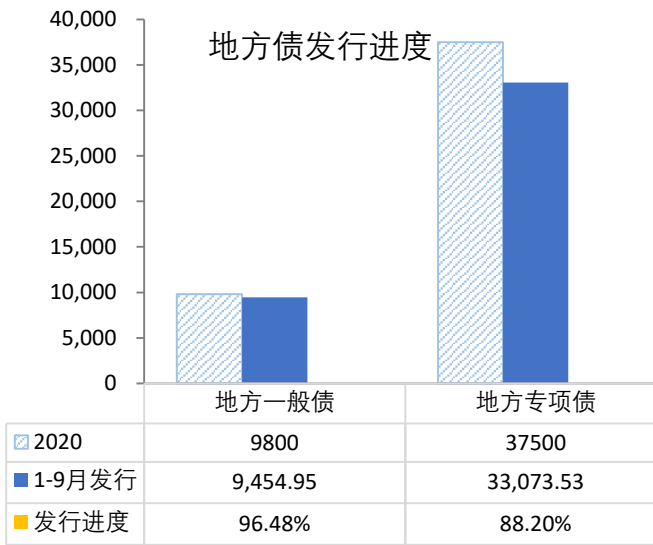
3.4 10月专项债供给仍然偏多，四季度利率债供给压力较前三季明显减弱

特别国债发行以来，供求矛盾就一直成为债市的核心关注点，8、9月利率债净发行均超万亿规模，需求难以承接供给的局面导致债市在经济基本面和货币政策预期较为充分的背景下仍面临较强的压力。今年年内国债（含特别国债）、新增一般债、新增专项债净发行额分别为3.78万亿，0.98万亿和3.75万亿，加上预计政金债净发行2.1万亿，全年利率债净供给将达到10.6万亿左右。

从当前的发行情况来看，1-9月地方债发行进度约90%，年内还剩约345亿以及4426亿的一般债和专项债额度，按财政部10月底前发行完毕的规定，10月依然是专项债发行高峰，预计10月份地方债净供给在4000亿左右。

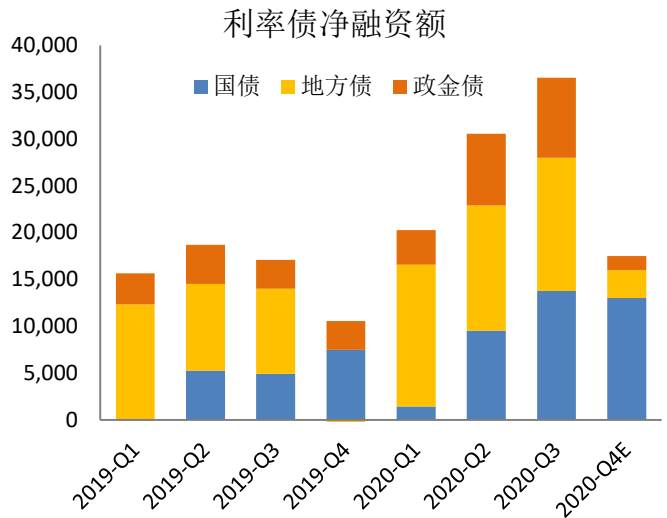
而由于7、8月，一般国债发行为特别国债“让路”，国债发行预计将集中于四季度发行，而往年通常四季度为政府债券发行的传统淡季，因此四季度国债供给压力依然不小，约为1.3万亿左右，叠加约1500亿左右的政金债净供给，我们预计四季度利率净供给规模在1.7万亿左右，供给压力较前三季明显减弱，尤其是在10月底专项债发行完毕的要求下，10月后利率债供给高峰正式过去。

图 35: 地方债发行进度 (亿元)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 36: 利率债净融资量 (亿元)

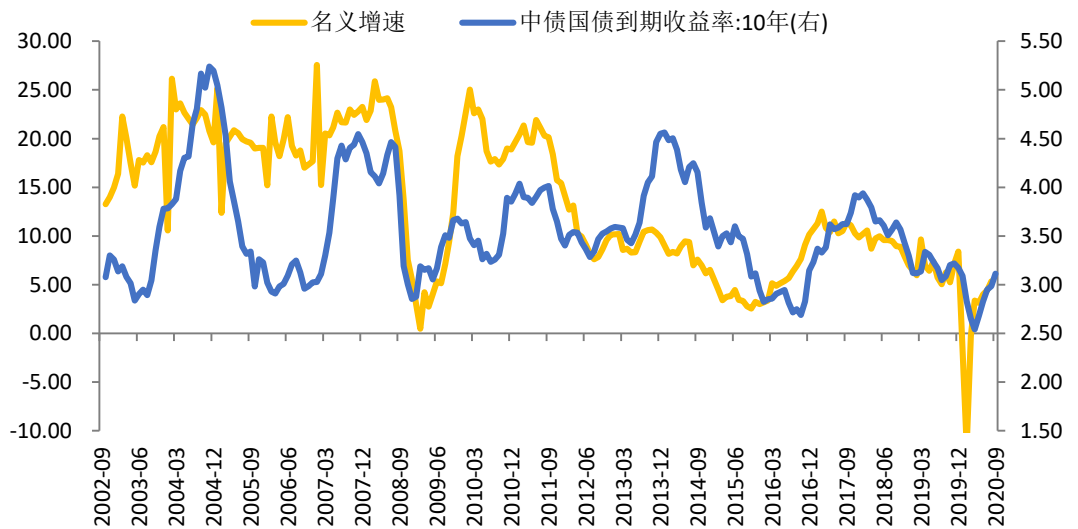


资料来源: Wind, 金信期货研究院

四、 债市展望

经济渐进式修复和货币政策中性决定债市逆风仍将持续。长端收益率受中长期资本回报率、即名义 GDP 增速因素的影响, 经济增速决定利率的方向。国内疫情基本得到控制后经济常态化回归, 经济逐季改善是确定路径, 决定债市环境仍处于较为不利的状态。年底时点疫苗投产逐渐临近, 今年一季度经济增速挖坑效应下, 明年一季度或是名义 GDP 同比顶部, 而后环比增速更具观察意义。

图 37: 名义增速 VS 十年期国债收益率 (%)

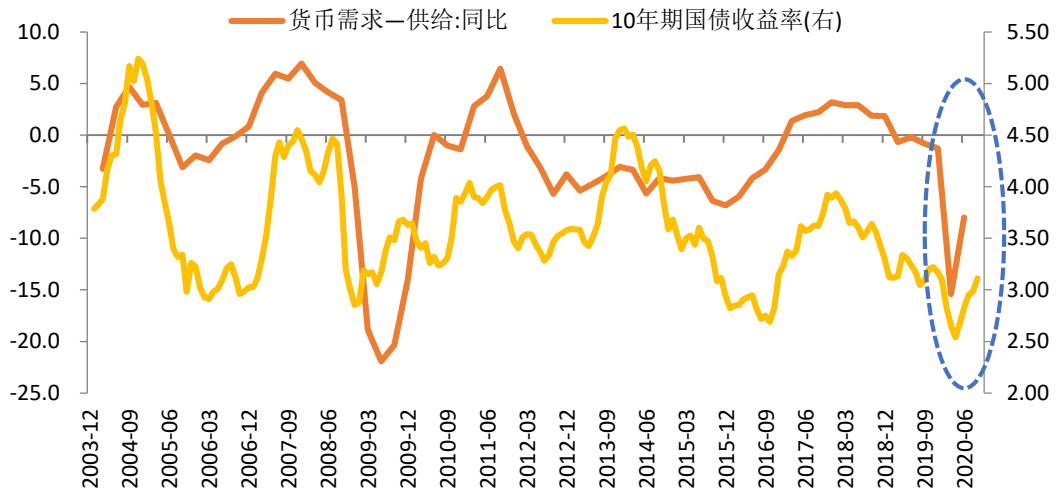


资料来源: Wind, 金信期货研究院

经济基本面和货币政策的一致预期下，债市调整最快的时候已经过去。不过当前市场对此已有较为充分的预期，9月央行呵护资金后流动性紧张预期有所缓和，但长端收益率对利多和利空均有所钝化，利率水平整体处于横盘状态。当前长短端期限利差处于偏低的位置反映市场对经济基本面预期较为一致，而供求关系一度成为债市的主导因素。1年期国开收益率与利率互换FR007利差回升接近18年年中水平，考虑到货币政策仍维持中性基调不变，短端利率呈现一定超调迹象。

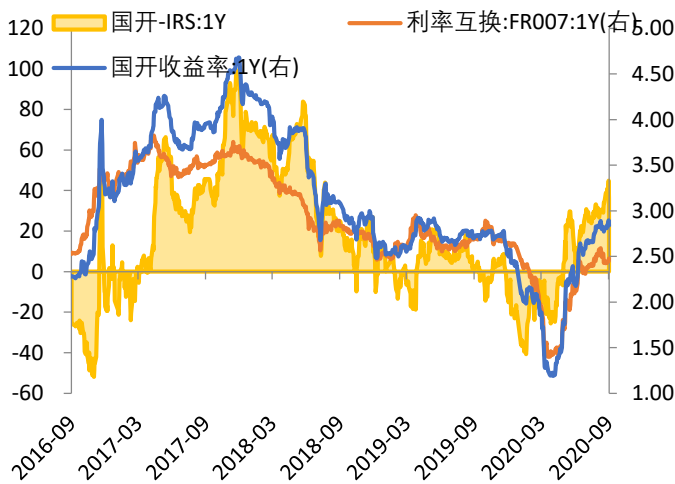
货币供需距离疫情前还有明显落差，利率上行仍有边际。以名义增速表征的货币需求继续好转，广义货币表征的货币供给持平，货币供需进一步收敛，对应利率中枢上移；但货币供需较去年年底仍明显宽松，利率上行空间有限，去年四季度的利率水平仍是债市重要的“锚”，十年期国债收益率水平3.1-3.2%仍然是较强支撑。

图 38：货币供需边际趋紧，但距离疫情前还有明显落差（%）



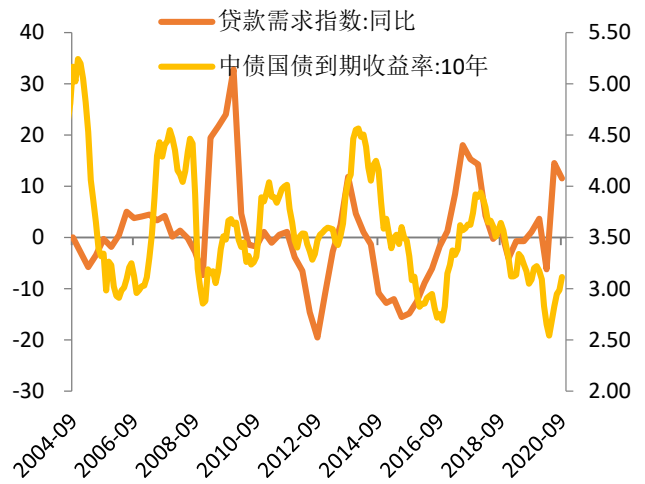
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 39：短端收益率调整超出资金面预期（bp，%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 40：贷款需求指数拐点逐步出现（%）

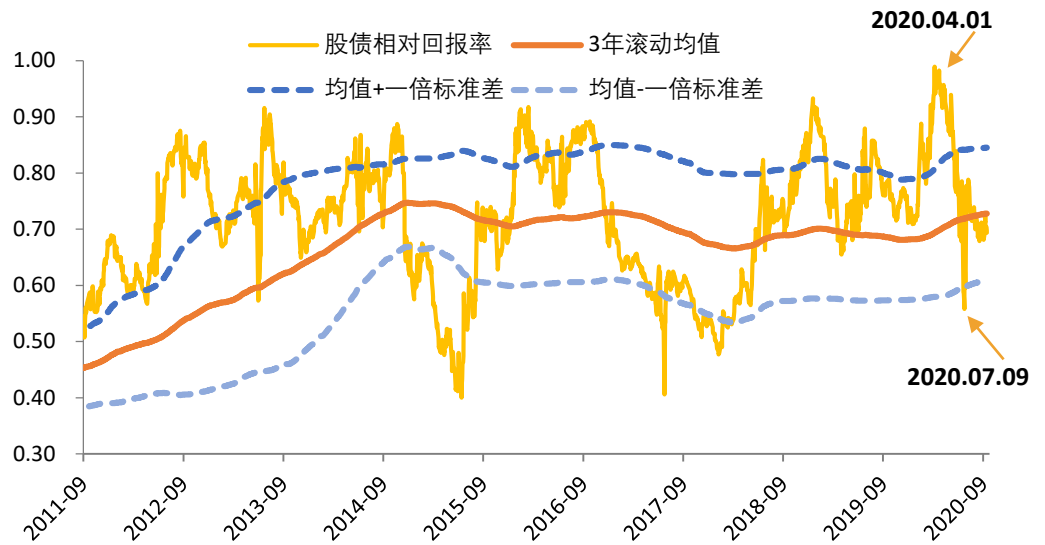


资料来源：Wind，金信期货研究院

从“沪深 300 股息率/10 年期国债收益率”来看，股债性价比在经历前期快速波动后当前处于 3 年滚动均值附近，两者整体处于均衡水平。

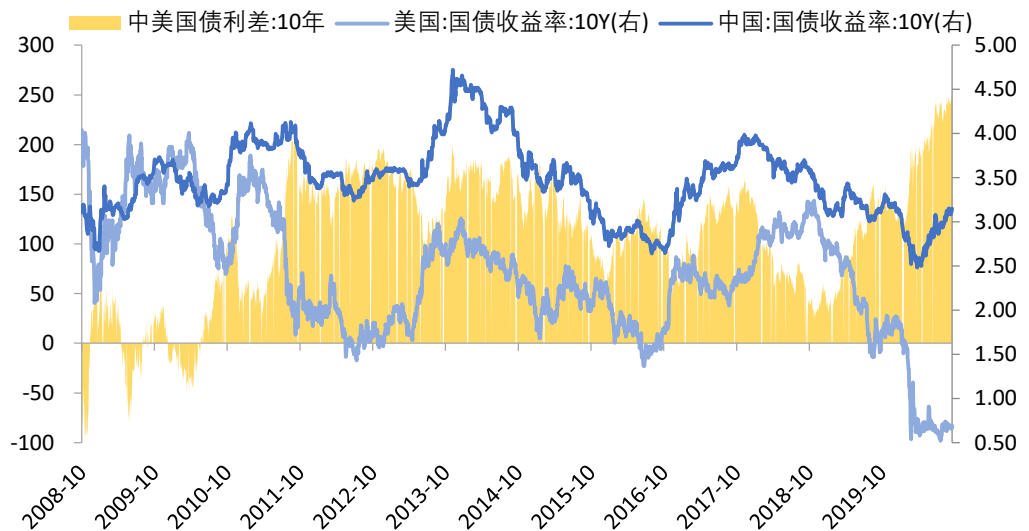
而从横向比较来看，美债维持低位震荡下中美利差上行超 240bp，国内债市相比全球仍有相对吸引力。

图 41：股债性价比处于均衡水平



资料来源： Wind，金信期货研究院

图 42：中美利差位于绝对高位 (bp, %)



资料来源： Wind，金信期货研究院

经济继续向潜在增速回归、货币政策中性决定了债市还难有趋势性机会，关注 10 月中下旬到 11 月初利率债供给高峰过后，供求关系好转下带来的预期差交易性机会。9 月央行超额续作 MLF 后存单利率初现企稳迹象，中长期流动性紧张预期有所缓和，缓解长端收益率上行压力。但经济继续向潜在增速回归、货币政策中性决定了债市还难有趋势性机会。超储率偏低下资金面波动仍然较大，银行负债端压力仍未见实质缓和，同业存单发行利率仍存上行风险，仍对债市形成一定压力，收益率仍处于磨顶状态。未来随着利率债供给高峰逐渐过去后（10 月中下旬到 11 月初），或在资金面预期好转下带来预期差的交易性机会，但在经济渐进修复路径和银行中长期负债压力仍未缓解下，长端收益率下行空间有限，四季度 10 年期国债收益率震荡区间 2.8-3.2%。

后续密切关注美国大选及疫苗情况，向上突破的压力在于疫苗的推出或拜登上台推出超预期刺激计划，而向下突破的动力在于经济增速修复节奏不及预期，今年推升社融增速上行的主力为政府融资的扩张，而明年政府信用扩张放缓、社融高基数、房住不炒、地方政府问责制不改基调下，明年社融增速大概率将逐渐下行，或将逐步打开利率下行空间。

五、风险提示

中美摩擦加剧，逆周期政策超预期，流动性收紧超预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。