

2018 月度报告 · 2018.02

融资需求是根本，关注政策与监管

—2018 年 2 月宏观债券月报

分析员： 何慧
电 话： 021-60281622
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn
咨询证号： Z0011420

目录

摘 要.....	2
第一部分 国内经济分析.....	3
1.1 GDP：净出口超预期，服务业强支撑.....	3
1.2 生产端：工业增速中枢抬升，新旧动能走势分化.....	4
1.3 需求端：地产投资超预期，消费升级渐开启.....	5
1.3.1 投资：全年投资增速下行，地产投资超预期.....	5
1.3.2 消费：全年增速稳中略降，逐渐开启消费升级.....	7
1.4 价格端：通胀走势分化，上游向中下游传导.....	7
1.4.1 CPI 方面：重心转为非食品，医疗保健为主要贡献.....	7
1.4.2 PPI 方面：关注焦点从供给端转向需求端.....	8
第二部分 债券市场分析.....	10
2.1 债市传统分析框架：基本面是基石，融资需求是核心.....	10
2.2 债市分析新视角：融资需求是根本，关注政策与监管.....	10
2.3 债市主线与关注点：由金融防风险回归经济基本面.....	11
2.4 债市策略建议：短期交易可期，趋势机会未到.....	12

摘要

2017 年需求方面三个超预期因素：净出口、房地产投资、基建投资

净出口数据明显好转。背后有低基数、价格、人民币贬值等因素，也与外需好转等数据相匹配。对经济增长的贡献度由负转正，对冲国内经济下行压力。房地产销售超预期。棚户区改造与货币化安置贡献最大，新型城镇化等也有助力。基建保持高增长。地方政府活力增强，找到了新的融资渠道（PPP、产业基金、政府购买），广义财政较为积极，表现在广义财政赤字有可能扩大，财政支出速度快于往年。

债市传统分析框架：基本面是基石，融资需求是核心

传统债市分析框架的基石是基本面分析，着力点又是需求端，通过跟踪经济增长和价格通胀等观察融资需求和货币政策反映。2013 年经济进入“新常态”之后，总量弱化，结构显著，2016 年以来供给侧改革成为主线，需求稳定是基础，供给成为价格放大器和快变量，价格信号“失灵”。基础货币投放方式从外汇占款转为各种粉。金融生态链发生了变化，投资者行为也在剧烈变化，交易性力量主导市场。

债市分析新视角：融资需求是根本，关注政策与监管

回顾 2017 年债市，基本面影响看似弱化，但仍是债市的“地心引力”。2017 年债券熊市存在基本面的基础，总需求好转，经济韧性强，企业盈利好转，融资需求抬头，通胀担忧挥之不去。而金融防风险、去杠杆影响则更为直接且放大了调整的幅度。2017 年的政策取向可以归结为“紧货币、严监管、宽信贷、重实业”。债券的价格是利率，而利率就是资金的价格，本质上离不开对债务融资需求和资金供给的判断。

债市主线与关注点：由金融防风险回归经济基本面

从影响因素来看债券市场的节奏，上半年金融防风险的扰动较大；二到三季度是基本面与货币政策对融资需求影响的重要观察窗口，中长期仍需关注美联储加息等海外因素对国内货币市场的制约。未来核心关注点：经济韧性和融资需求是否会萎缩，金融体系能否变得更加稳定，以及美联储加息和缩表节奏。

债市策略建议：短期交易可期，趋势机会未到

配置价值已经出现，短期交易性机会可期。一季度供求关系确定性改善，但空间有限，随时戛然而止，建议“看空做多”，短周期交易为主。五债期货关注 96 元一线的压力，若有效突破，目标位在 96.8，十债期货关注 92 元一线的压力，若有效突破，目标位在 93.3。

第一部分 国内经济分析

1.1 GDP：净出口超预期，服务业强支撑

2017年GDP增速6.9%，较去年上升0.2个百分点，四季度GDP增速6.8%，与三季度持平，中国宏观经济增速结束了2011年以来持续下滑的态势，转而出现小幅回升。从需求看，4季度消费对经济增长的贡献有所下滑，投资、出口贡献上升。从生产看，工业对经济的拉动有所减弱，而服务业支撑经济保持平稳。

分产业来看，首先从增速的角度，2017年第一产业同比增速升为3.9%（前值3.3%），第二产业为6.1%（前值6.3%），第三产业为8.0%（前值7.7%）；其次从对GDP同比的拉动角度，2017年第一产业对GDP增速拉动0.3个百分点，较2016年保持不变，第二产业拉动2.4个百分点，较2016年下滑0.1个百分点，第三产业拉动4.1个百分点，上升0.2个百分点。可以看出，由工业与建筑业组成的第二产业于2017年小幅走弱，但**由服务业主导的第三产业进展形势较好，对GDP增速起到较强支撑。**

从需求端来看，2017年最终消费支出对GDP增长的贡献率为58.8（2016年为64.6），资本形成总额的贡献为32.1（2016年为42.2），货物和服务净出口的贡献为9.1（2016年为6.8），由此可见，**净出口是推升2017年GDP增速的主要边际动力来源。**

图 1：GDP 及其分项 (%)

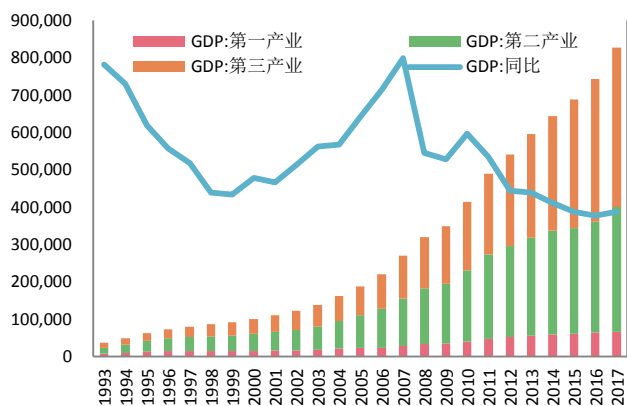
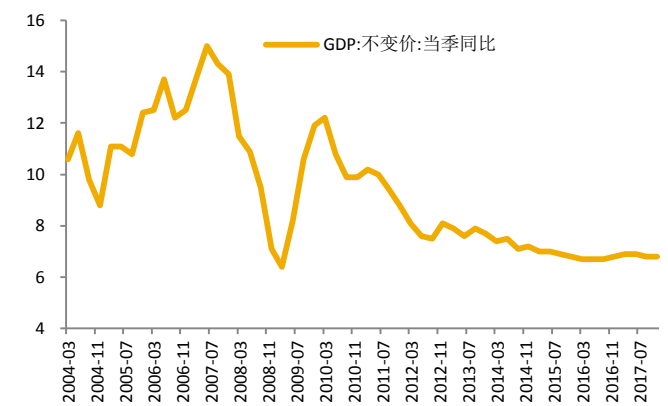
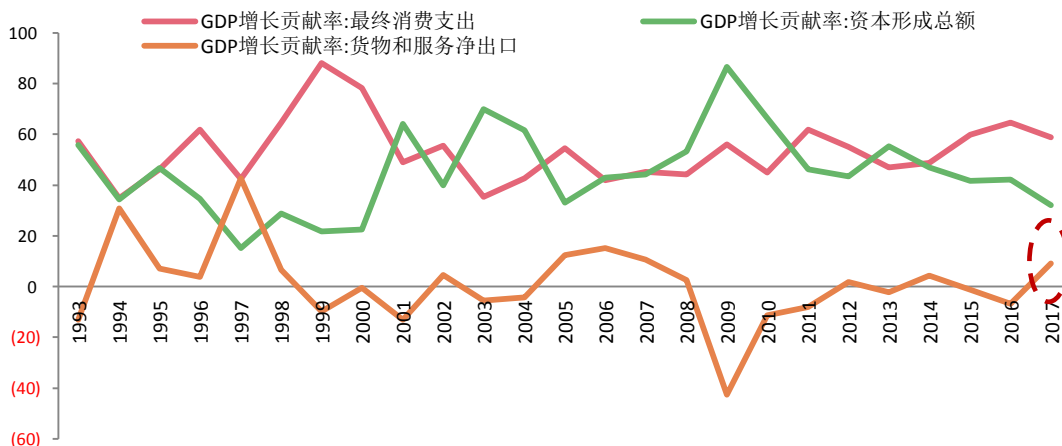


图 2：GDP 不变价 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 3：GDP 增长贡献率 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

1.2 生产端：工业增速中枢抬升，新旧动能走势分化

2017年规模以上工业增加值增速6.6%，较2016年的6.0%上升0.6个百分点。工业增加值增速水平的提升受2017年出口回暖的正面影响较大：一是出口依存度较高的高新技术相关行业增加值的大幅趋势攀升，二是工业增加值增速个别月的大幅上升与出口增速走势特征基本契合；但在下半年出口增速升势放缓、传统过剩产能工业限产趋严的背景下，整体工业增加值增速走势出现了明显回落。

从三大行业的角度来看，2017年电热力燃气水的供应业工业增加值增速升至7.9%（前值6.1%），制造业工业增加值增速小幅升至7.2%（前值6.9%），在限产与去库存的背景下，采矿业工业增加值增速继续保持弱势，2017年保持为-1.3%。

图4：工业增加值 (%)

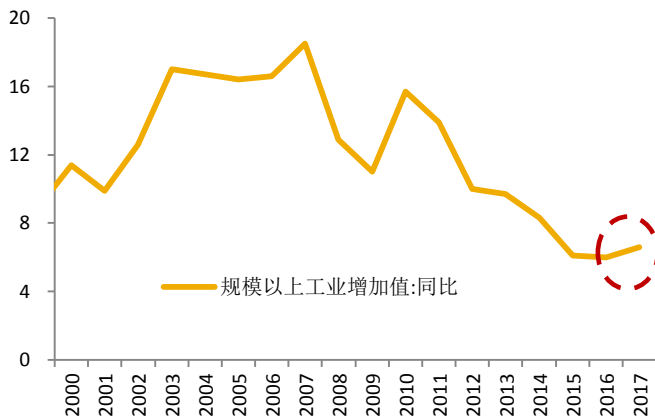
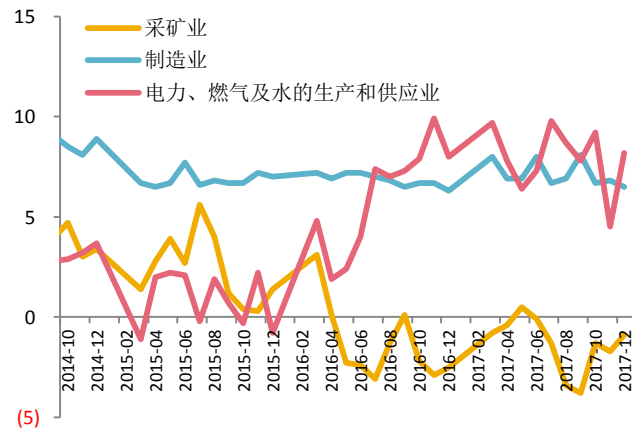
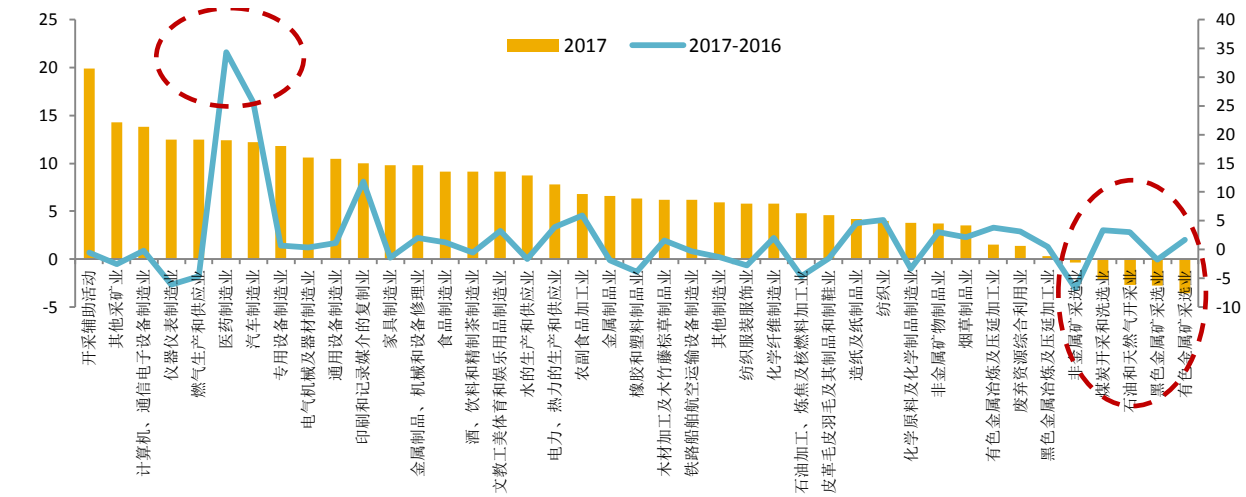


图5：当月上、中、下游 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图6：不同行业工业增加值 (%)



数据整理：中辉期货研发部

从新旧动能产业的角度来看，作为高新技术典型代表的五大行业（通用设备制造、专用设备制造、电气机械制造、计算机通信制造和仪器仪表制造）工业增加值增速于2017年出现显著攀升，全年增速均处于10%以上的较高水平，是今年工业增加值增速抬升的主要动力来源；而在去产能、环保限产的背景之下，传统过剩行业旧动能于2017年明显动能减弱，2017年钢材产量增速-0.6%（前值2.8%），有色金属产量增速1.1%（前值2.5%），焦炭产量增速-2.1%（前值2.5%），水泥产量增速-0.4%（前值4.3%），平板玻璃产量2.8%（前值5.3%）；另外在汽车购置税优惠减弱的背景之下，汽车产量增速也出现大幅下滑，2017年水平低至3.3%，

而前值高达 15.6%。由此可见，虽然整体工业增加值水平相对平稳，但其内部新旧动能的切换较为显著。

预计 2018 年工业生产新旧动能切换的分化走势继续显现。不过，考虑到基数抬升之下，出口增速继续大幅走强概率相对小，对当前高新技术行业工业生产拉动力可能将相对减弱，而新时代先进制造业的进一步培育也难以一蹴而就，由此 2018 年旧动能减弱对整体工业生产增速的负面拉动力量可能更为显著。

1.3 需求端：地产投资超预期，消费升级渐开启

1.3.1 投资：全年投资增速下行，地产投资超预期。

2017 年固定资产投资累计同比增速 7.2%，较去年下滑 0.9 个百分点，2017 年房地产投资、制造业投资、基建投资累计同比增速分别为 7.0%、4.8%、14.93%，其中房地产和制造业投资增速分别较 2016 年上升 0.1 和 0.6 个百分点，基建投资增速下滑 0.78 个百分点。

房地产投资：低库存背景下下行压力有限

2017 年楼市严格调控背景下，房地产投资增速仍略有上升的主因是土地购置的扩大与生产资料价格的大幅上涨。虽然调控背景之下楼市销售增速大幅下滑，新开工增速和施工面积增速均有走弱，但加大供地供应与生产资料价格的大幅上涨维稳并小幅推升了整体的房地产投资增速。

房地产投资体现出几方面的矛盾，如投资与销售的背离，土地购置与开工的背离，与以往周期不尽相同。背后行业集中度提升、土地门槛提升、开发商预期等都有关系。

2018 年地产投资存在不确定性，支撑因素在于房企补库存、长效机制下的租赁住房建设等，但棚户区改造面临高基数等效应，供地节奏能否真正加快值得关注。此外，地产投资资金来源出现明显分化，自身造血能力下降（销售回款），依靠输血提升（贷款以及其他资金来源）。但融资渠道也在明显收窄，这是面临的最大难题。预计较今年继续小幅下行，对 GDP 增长的贡献率出现下降。

基建：经济强韧性背景下对冲功能弱化

基建投资增速走势持续小幅下行完全符合预期，未来在高增速转为高质量的指导方针和地方政府债务监管趋严的背景之下，预计将继续延续下行趋势。

2017 年狭义财政支出同比增速将较快回落，经济增速好转之后，基建对冲经济下行的意义降低。但广义财政大概率收缩，中央与地方财权的再分配，87 号文等规范地方政府行为的文件出台，财政部控制 PPP 入库资格，发改委叫停部分省市地铁项目，资管新规对非标的控制力度。换届之后的地方政府行为至关重要，投资冲动与政策取向相悖，投资重心也会向“补短板”倾斜。

2018 年，财政政策的压力有增无减，预计仍将保持“积极财政政策”的总基调。无论如何，基建仍是对冲经济下行的重要抓手，目前看下行的担忧要比超预期的可能性大。

制造业投资：结构分化，高端制造值得期待

2017 年供给侧改革去产能，导致多数企业没有新投资热情。但设备更新、技术改造、资产负债表出现修复对投资增速均有贡献。未来制造业投资同样面临的是新旧动能切换，过剩产能行业严格限制新增产能，先进制造业的投资与产能培育则将受到政府方面的较大支持，如此一进一退，制造业投资增速将维持平稳。

关注两点：1、制造业企业盈利好转、产能利用率提升、负债率下降，有望带来投资意愿的提升；2、供给侧改革重心向补短板演进，从而对制造业投资产生的正面贡献。

综合来看，2018 年房地产投资与基建投资将是影响固定资产投资增速的主要负面因素，而制造业尤其是高端制造业有望成为新增亮点。

图 7: 固定资产投资和民间投资 (%)

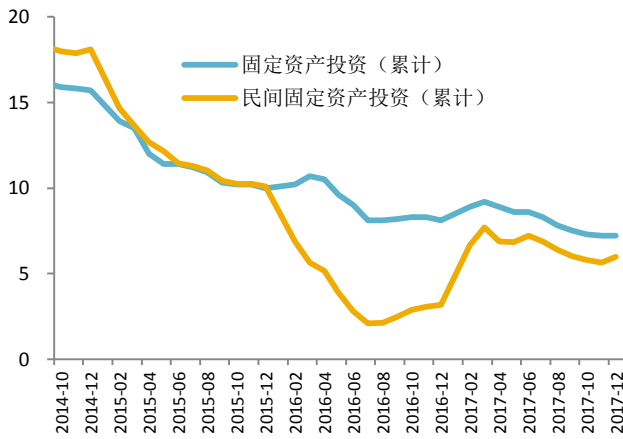
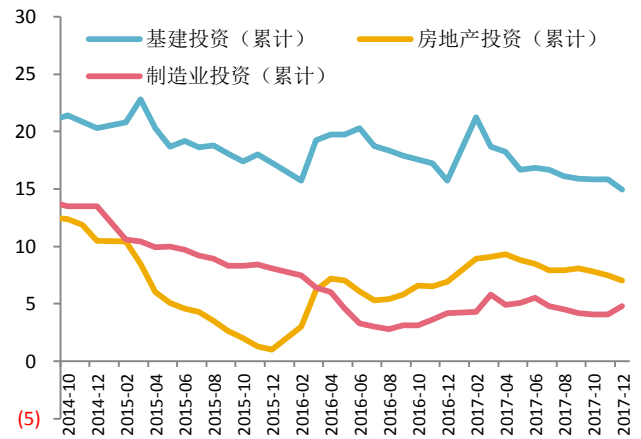


图 8: 基建、地产、制造业投资 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 9: 地产投资与销售 (%)

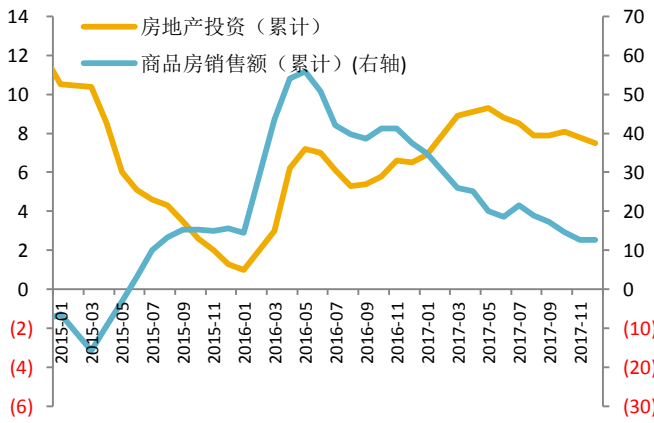
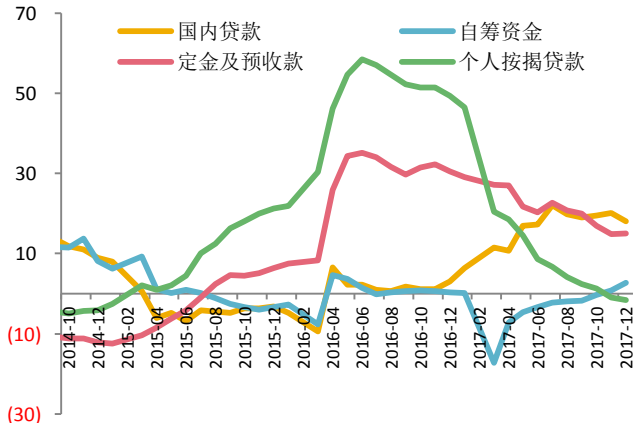


图 10: 地产资金来源 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 11: 基建投资与财政支出 (%)

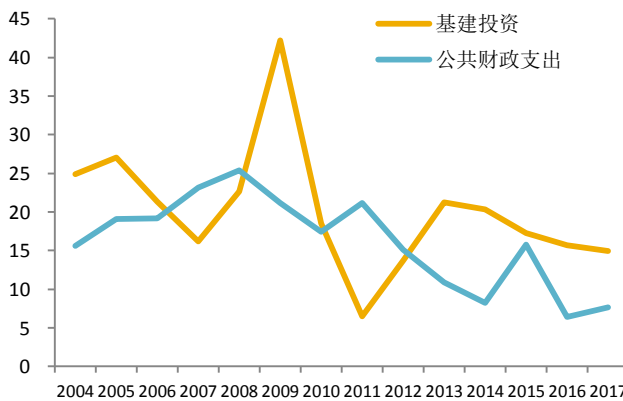


图 12: 广义财政支出 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 13: 工业企业利润 (%)

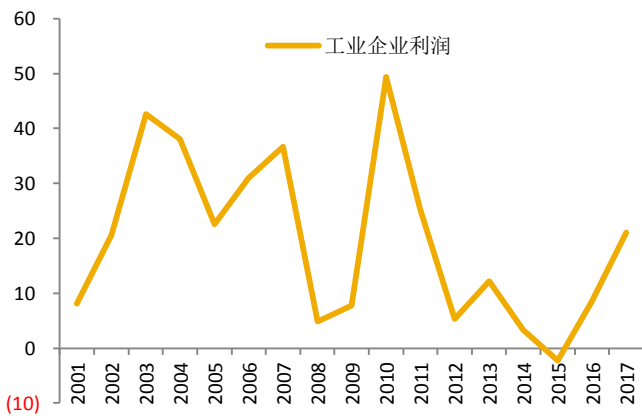
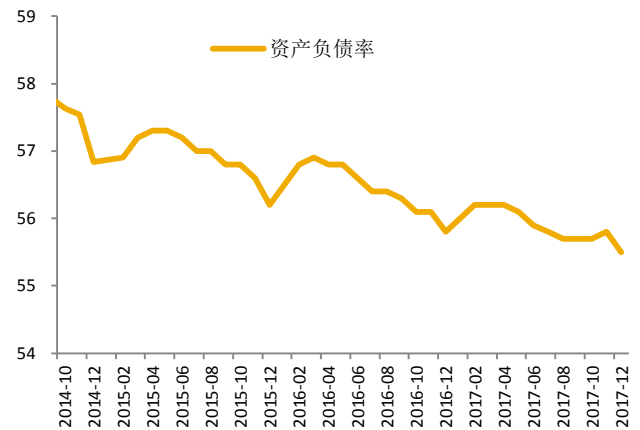


图 14: 资产负债率 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

1.3.2 消费: 全年增速稳中略降, 逐渐开启消费升级

2017 年社零总额累计同比 10.2%，较去年小幅下滑 0.2 个百分点。主要分项中，2017 年房地产相关消费中的家电家具与建筑装潢增速为 6.7%，较 2016 年下滑 3.2 个百分点；车辆购置税优惠减弱背景下，汽车销量也有明显走弱，2017 年汽车类零售额增速 5.6%，较 2016 年下滑 4.5 个百分点；2017 年原油价格走强之下，石油及制品消费增速对整体消费提供了较强支撑，2017 年全年该分项增速水平为 9.2%，2016 年仅为 1.2%。预计 2018 年房地产相关消费、汽车消费预计仍是主要的下拉动力来源。

正面因素主要在于十九大精准扶贫、农村土地盘活、乡村振兴、特色小镇等对边际消费倾向的带动，以及消费升级大趋势，预计 2018 年消费增速仍将基本平稳。

需要关注的是，对互联网金融的清理将抑制相关消费信贷的投放能力。

图 15: 社会消费品零售总额 (%)

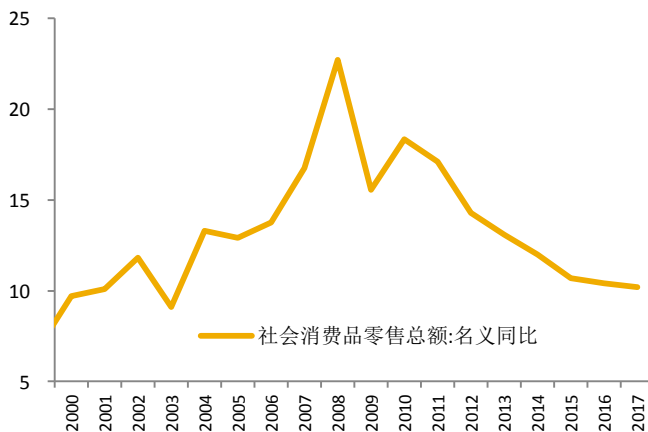
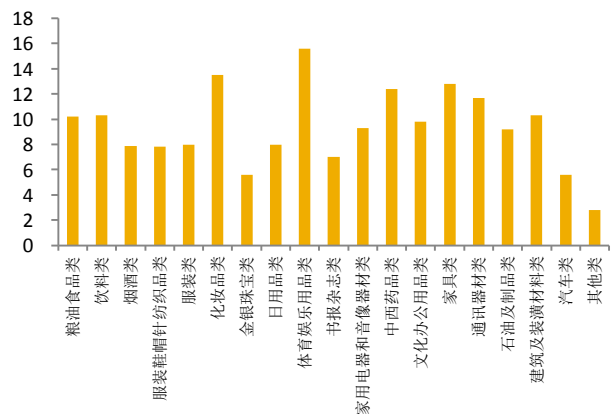


图 16: 2017 年各行业零售额累计同比 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

1.4 价格端: 通胀走势分化, 上游向中下游传导

1.4.1 CPI 方面: 重心转为非食品, 医疗保健为主要贡献

2017 年通胀总温和, 全年中枢 1.9% 附近, 仍处于政策“合意”的水平, 但结构性变化显著。食品和非食品背离是 17 年通胀保持低位的原因。2017 年之前食品项和非食品项共同对 CPI 形成正向的推动作用, 并且食品项的贡献力量始终大于非食品项。而这一现象, 在 2017 年之后发生了显著变化, 食品项由正转负,

并持续对 CPI 形成负的贡献力量，尤其是在 2017 年年初对 CPI 形成较大幅度的拖累，随后虽有所回升，但仍在负区域运行。相反，非食品项却在 2017 年稳步回升。

进一步来看，医疗保健近几年持续向好，是非食品项的主要贡献，另外，交通和通信也于 2017 年由负转正，成为新增亮点。随着我国经济结构调整和收入水平的提高，预计服务类项目对 CPI 的贡献率会继续上升，成为驱动物价上涨主力也将成为新的常态。需要注意的是，医疗保健价格上涨源于改革，更像是一次性因素。

图 17: CPI 指数 (%)

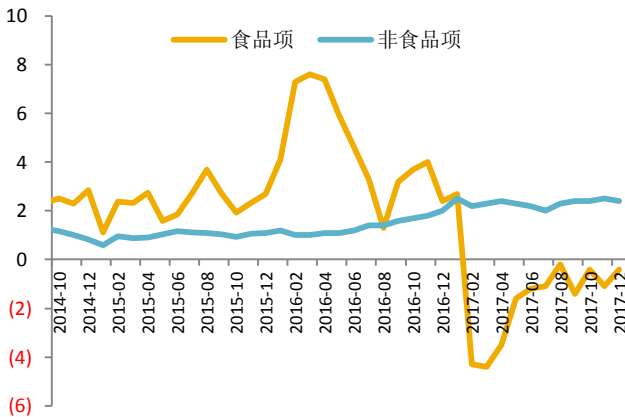
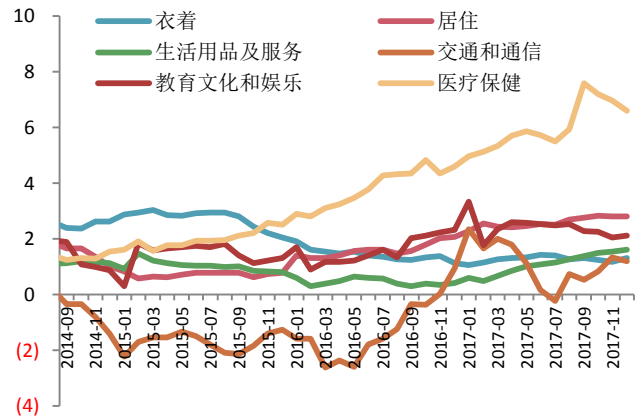


图 18: 非食品分项 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

1.4.2 PPI 方面：关注焦点从供给端转向需求端

2017 年 PPI 同比全年 6.3%，较 2016 年提升了 7.7 个百分点，政府去产能和环保限产的力度超市场预期，全年 PPI 同比呈 M 型走势，依旧是生产资料主导 PPI 走向。从行业看，涨幅较大的主要集中于石油、燃气、黑色加工、非金属矿物等中上游行业。

展望 2018 年，受制于高基数效应和需求走弱，PPI 高位弱势震荡的概率较大。一方面，供给侧改革和环保力度边际减弱，去产能已经取得一定成果，产能利用率达 2013 年以来的最高点。另一方面，终端需求或将受到地产和基建的拖累。未来 PPI 的主导因素将从供给端逐步转向需求端，叠加高基数效应，PPI 高位弱势震荡的概率较大。去产能、去库存见效之后，需求扩张容易产生非线性变化。PPI 向 CPI 传导存在但有限，关注服务价格和油价。

图 19: CPI 与 PPI 指数 (%)

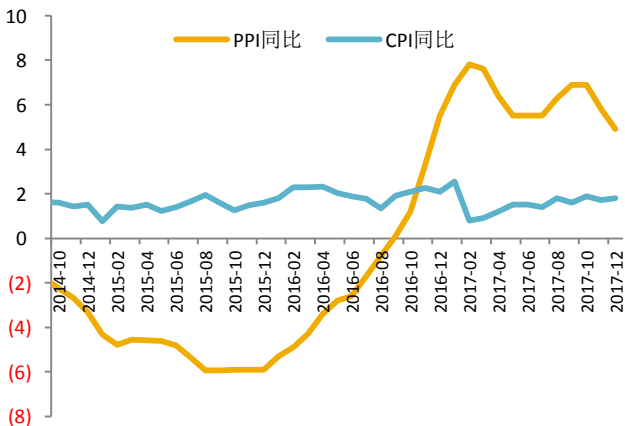
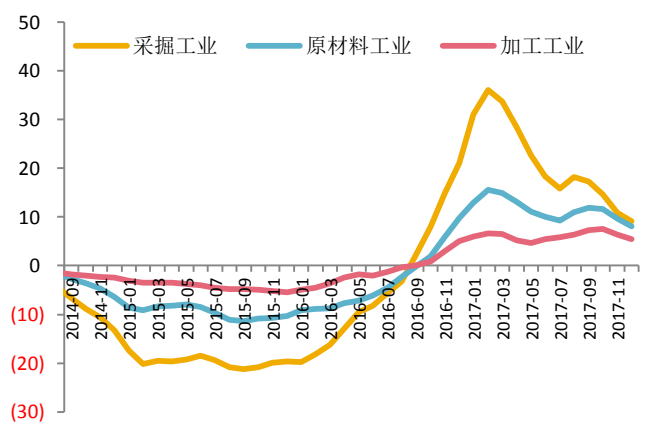
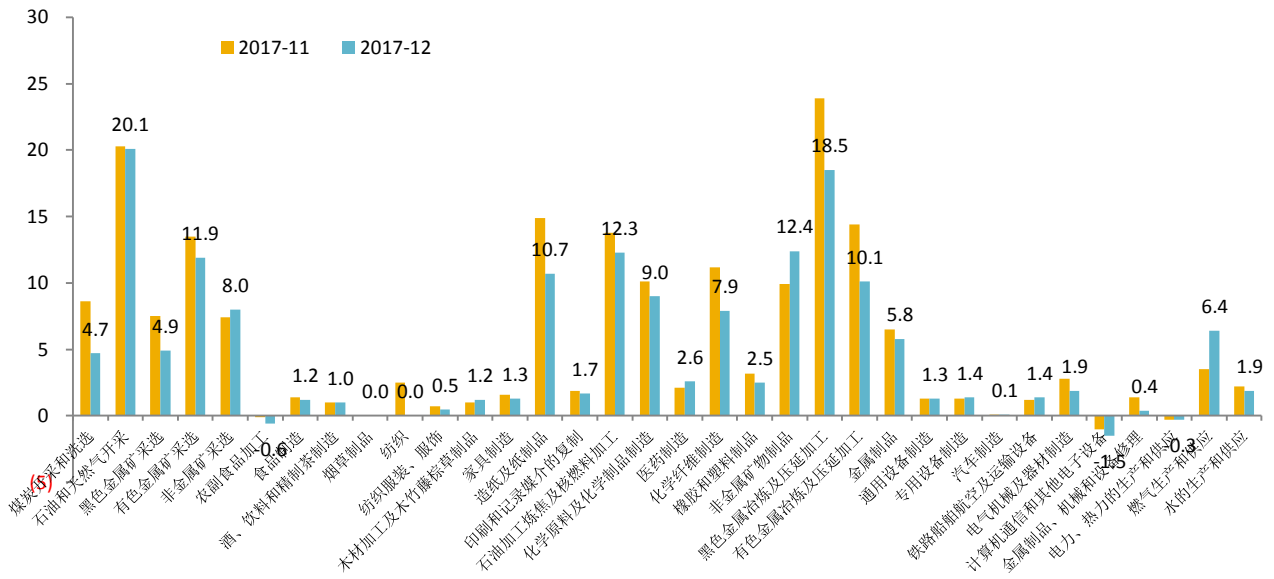


图 20: 上、中、下游 PPI 同比 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 21: PPI 分行业同比 (%)



数据整理：中辉期货研发部

第二部分 债券市场分析

2.1 债市传统分析框架：基本面是基石，融资需求是核心

传统债市分析框架的基石是基本面分析，着力点又是需求端，通过跟踪经济增长和价格通胀等观察融资需求和货币政策反映。在 2013 年以前，通过 CPI 和 M2 两个指标基本可以较为完美的刻画甚至预判利率走势。房地产销量也是利率走势非常好的前瞻指标。

◆ 总需求分析（快变量）：

- ◇ 固定投资（地产投资、基建投资、制造业投资）（高资本消耗）→融资需求→①直接融资（股市、债市）②表内融资（银行信贷·存款准备金率）→银行间流动性→债市
- ◇ 消费（居民消费、政府消费）→通胀预期→债市
- ◇ 净出口（出口、进口）→外汇占款→银行间流动性→债市
- ◇ 需求管理政策（产业政策、货币政策、财政政策）→利率债→融资需求→债市
- ◇ 存量债务、政策性银行→融资需求→债市
- ◇ 投资者构成→债市

◆ 总供给分析（慢变量）

- ◇ 人口、资本、技术
- ◇ 供给侧改革

但这种分析框架很难解释 2013 年开始债市发生的一系列变化。主要表现在以下几个方面：

首先，基本面发生了变化，进入“新常态”之后，看总量不如看结构，看宏观不如看中观，看周期不如看政策。一方面，2016 年以来供给侧改革成为主线，需求稳定是基础，供给成为价格放大器和快变量，价格信号“失灵”。另一方面，房地产价格、销量与房地产投资之间的关系弱化。此外，地方政府投融资冲动再次升温且找到了政府购买、产业基金、PPP 等新的融资渠道。金融数据作为前瞻指标的有效性大为降低。

第二、货币政策发生了变化，基础货币投放方式变了，从外汇占款转为各种粉；“货币政策+MPA”双支柱的宏观政策框架；政策目标更加多元化，倒逼去杠杆；海外欧美货币政策转向的牵制加大。

第三、金融生态链发生了变化，投资者行为也在剧烈变化，交易性力量主导市场。

第四、利率的传导和反馈机制有所变化。

2.2 债市分析新视角：融资需求是根本，关注政策与监管

回顾 2017 年债市，基本面影响看似弱化，但仍是债市的“地心引力”。2017 年债券熊市存在基本面的基础，净出口、房地产、基建均超预期，总需求好转，经济韧性强，企业盈利好转，融资需求抬头，通胀担忧挥之不去。而金融防风险、去杠杆影响则更为直接且放大了调整的幅度。

2017 年的政策取向可以归结为“紧货币、严监管、宽信贷、重实业”。这是债市面临的最不利的组合，债市分析需要新视角。我们知道，债券的价格是利率，而利率就是资金的价格，本质上离不开对债务融资需求和资金供给的判断。

1，紧货币：表现为全球退出货币宽松，美联储开始加息与缩表周期，国内也逐步上调公开市场操作利率。银行间市场资金成本提高，倒逼金融去杠杆。

2, 严监管: 2017 年是金融监管大年, 详细监管政策见 2018 年 1 月月报《监管层面文件汇总》, 严监管直接导致表外配债力量减弱。

3, 宽信贷: 宽信贷导致银行表内将有限资源向信贷倾斜, 负债端缺口大, 同业存单融资需求强。

4, 重实业: 导致融资需求仍旺盛。

本轮债市逻辑链条:

◆ 金融防风险

◇ 严监管: 去杠杆→理财及非银(委外链条、同业存单)→需求减少→债市

◇ 紧货币: 货币政策(双支柱, 不松不紧)→银行(配置)→需求减少→债市

◆ 经济基本面

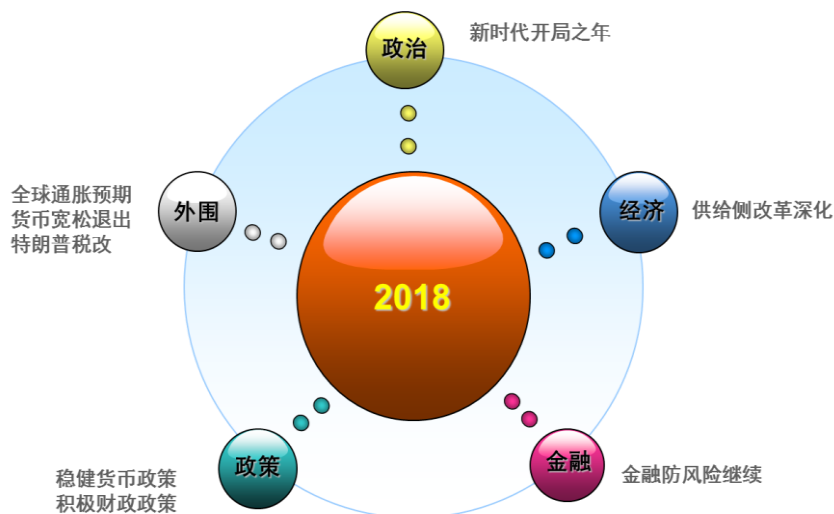
◇ 经济基本面(供给侧改革、需求端平稳)→重实业→货币政策→银行→宽信贷→债市

◆ 海外市场

◇ 人民币汇率、美联储加息、中美利差等→债市

2.3 债市主线与关注点: 由金融防风险回归经济基本面

图 22: 2018 年整体环境



数据整理: 中辉期货研发部

从影响因素来看债券市场的节奏, 上半年金融防风险的扰动较大; 二到三季度是基本面与货币政策对融资需求影响的重要观察窗口, 中长期仍需关注美联储加息等海外因素对国内货币市场的制约。未来核心关注点: 经济韧性和融资需求是否会萎缩, 金融体系能否变得更加稳定, 以及美联储加息和缩表节奏。

关注 1: 金融防风险力度

从十九大报告及中央经济工作会议提出的三大攻坚战来看, 金融防风险是 2018 年的首要任务。刘鹤在达沃斯论坛的演讲中也表示金融防风险是未来三年的工作重心。加上全球货币政策转向大潮, 需要有做好持久战的心理准备。由此来看, 2017 年的政策组合“去杠杆、紧货币、严监管、宽信贷、重实业”有望延续。金融防风险、去杠杆的第一步最直接的影响就是重挫债市需求。但是后续的影响将更为复杂化, 不完全是利空。资管新规打击债市需求, 规范地方政府债务打击融资需求。政策的着力点不同, 对债市的影响也不同。

目前来看, 金融去杠杆已初见成效, 现在正在进入后半程, 而且去杠杆的重心似乎正在向实体层面转变。

金融工作会议提出“降低国企杠杆率是重中之重”。同业去杠杆重创债市需求，而实体去杠杆会否对实体融资需求或金融资产供给产生影响值得中期关注。从社融与 M2 增速的背离可以看出，实体经济融资需求尚未明显弱化，但金融体系去杠杆导致债市需求萎缩。

关注 2：经济基本面及货币政策

国内基本面方面，市场已经形成了经济有韧性的一致预期。新时代开局第一年、供给侧改革推进、金融防风险的背景下，基建面临地方政府投资冲动与金融支持弱化的矛盾，房地产面临销量明显下行与投资不弱的背离，消费面临扶贫支持与互联网金融严控的对冲，净出口面临外需稳定和贸易摩擦增大的不确定性。通胀担忧仍明显，变数在于油价和供给侧改革传导效应，但总体处于较为温和的水平。国内政策方面，稳健的货币政策更强调中性，放松需要触发剂，加码的概率也不大。供给侧改革转向做加法，补短板、扶贫环保等均指向财政压力，但广义财政面临收缩，货币政策的配合压力将越来越大。

关注 3：全球通胀及美联储加息节奏

2018 年全球关注点从抵御经济下行到警惕通胀。全球退出货币宽松，美联储开始加息和缩表周期，观察其节奏与力度。

关注 4：债市投资者结构

从债市投资者结构来看，银行保险等配置盘的配置力量减弱，主要源于有限资源的信贷支持与地方债支持，同时激烈机制不足，而保险又青睐非标。缺少配置资金却同时面临较大的利率债供给压力。另一方面，券商基金等非银交易盘在过去几年急剧膨胀成为债市的主要力量，而这些机构在金融防风险与去杠杆中首先受到重击，并且容易产生负反馈从而放大波动。

风险点：金融防风险去杠杆力度过大，经济韧性再次超预期，货币政策超预期偏紧，以及全球再通胀及预期升温。

图 23：社会融资规模（亿元）

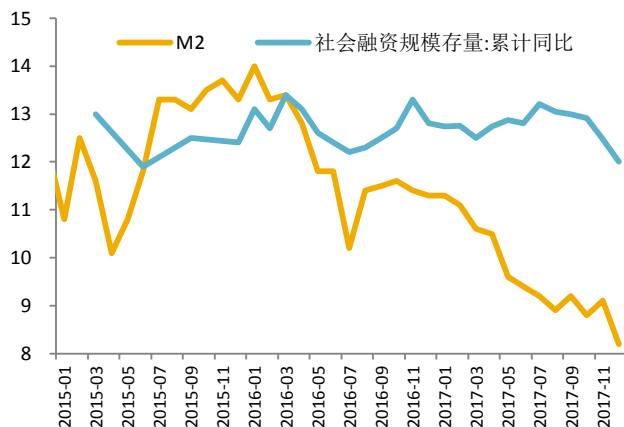
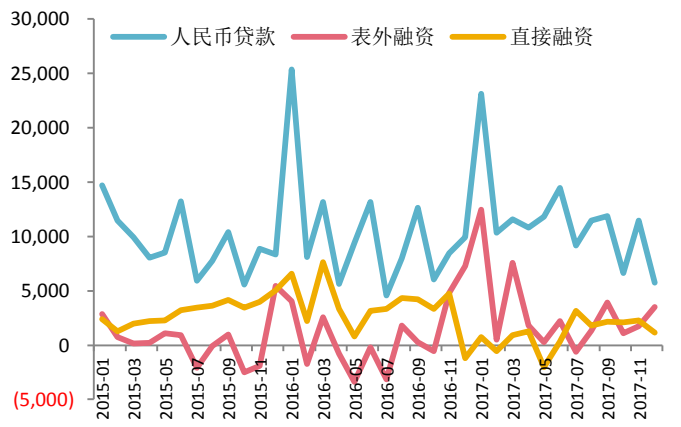


图 24：社融的结构变化（亿元）



数据来源：wind, 中辉期货研发部

2.4 债市策略建议：短期交易可期，趋势机会未到

配置价值已经出现，短期交易性机会可期。一季度供求关系确定性改善，但空间有限，随时戛然而止，建议“看空做多”，短周期交易为主。五债期货关注 96 元一线的压力，若有效突破，目标位在 96.8，十债期货关注 92 元一线的压力，若有效突破，目标位在 93.3。

趋势性机会还需要观察，表外需求力量弱化，表内调整速度较慢，债市供求关系逆转还需要时间和触发剂。关注融资需求、金融生态链重塑、政策预期差和外部环境等变化。当金融生态链真正开启重塑之后，对债市反而不悲观，关注政策落地、基本面的牵引和货币政策正常化，等待事件性冲击；债券与权益资产相对性价比重新趋于平衡，债有配置价值，股有结构性机会。

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货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。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！