

## A股下探寻底，政策支持升级



金融投资专业理财

### 摘要

A股主要指数1月加速寻底。两市成交量再度回落至低迷。沪指月线再度收绿，深成指以及创业板指跌幅再度扩大。四期指中中小盘走势相对较弱。结合1月市场整体情况来看，市场风险偏好回落，指数于压力位前上行动能边际减弱，指数处于弱势下探阶段。四期指基差贴水走深，IC/IM合约呈显著贴水，IF/IH合约则小幅贴水，雪球敲入以及对冲盘的操作或成为IC与IM基差上行的阻碍。后续基差变动将受到市场情绪与对冲盘两种主要因素的影响，若情绪持续乐观，IH与IF基差或将继续上涨，而IC与IM基差大幅上行的阻力或将较大。持仓方面来看，四期指净空单走阔，处于今年以来较高水平，市场避险情绪仍较浓厚，对冲盘影响亦不能忽视。

国内经济层面上，2023年我国多数经济指标好转，但整体经济仍处于修复阶段。2023年全年GDP同比增长5.2%，完成了5%的增长目标，其中三产为经济主要拉动项，增速贡献占比达到60%以上。工业增加值在基数效应的带动下回升，固定资产投资同比增速在基建和制造业投资边际恢复的共同作用下也有所好转，但与此同时房地产投资所带来的拖累也进一步扩大。2023消费需求快速释放，其中餐饮收入表现亮眼。我国居民收入增速和就业水平整体保持平稳，有望进一步支撑居民消费稳定复苏。

基于当前行情，可以观测到IC/IM空单走阔，IH/IF空单收敛的特征。这或基于市场下行过程中，国家资金有一定的护盘需要，大规模的300etf成交，而多头方向的对冲头寸集中在中小盘股指端口，形成大盘股指短期支撑性相对强于中小盘的格局。同时，若后续指数再度寻底，IC/IM在雪球敲入影响下则难以避免净空单的大幅走阔。因而短线策略或可考虑跨品种价差持有，方向为多300空1000组合；或是通过期限套利，顺应贴水局势，实现多近空远盈利。

瑞达期货研究院  
投资咨询业务资格  
许可证号：30170000

研究员：许方莉  
期货从业资格证号 F3073708  
投资咨询证号：Z0017638  
助理研究员  
廖宏斌 期货从业资格证号：  
F3082507  
王世霖 期货从业资格证号  
F03118150  
曾奕蓉 期货从业资格证号  
F03105260

询电话：0595-86778969  
网 址：www.rdqh.com  
扫码关注客服公众号

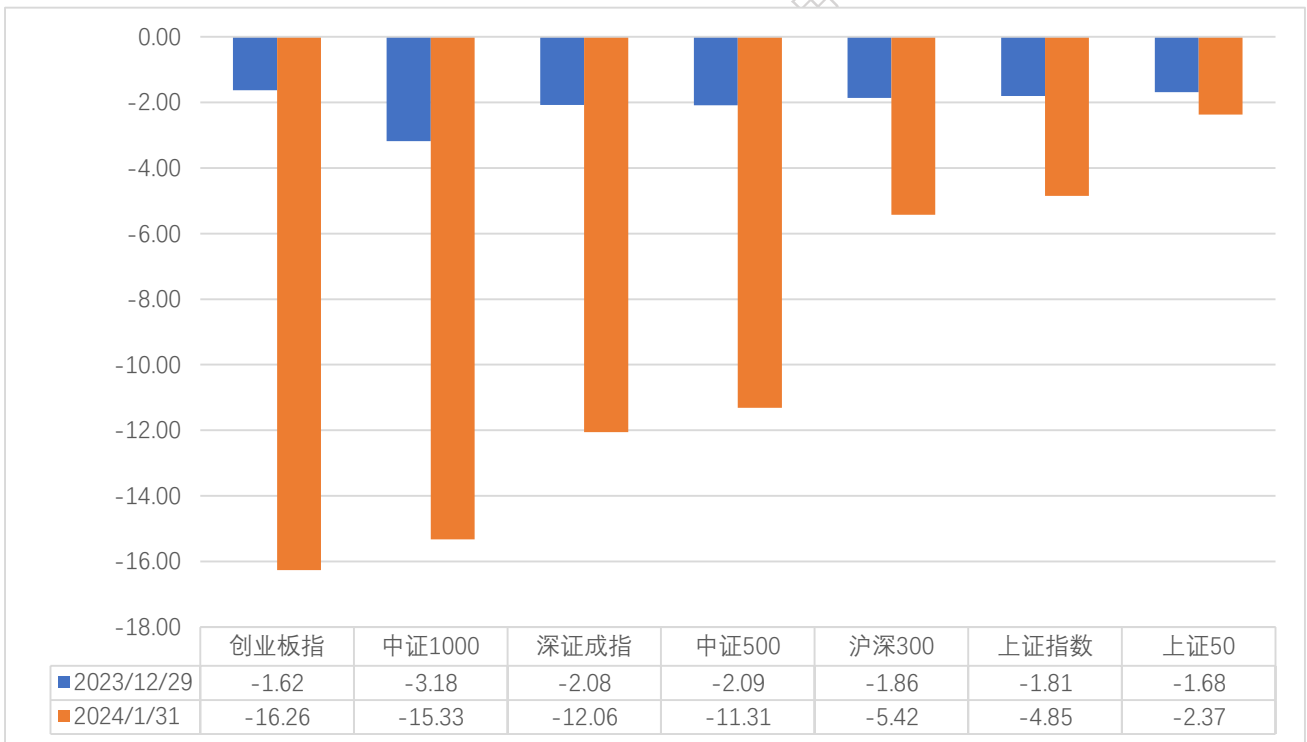
ADS 研究服务



## 一、市场回顾

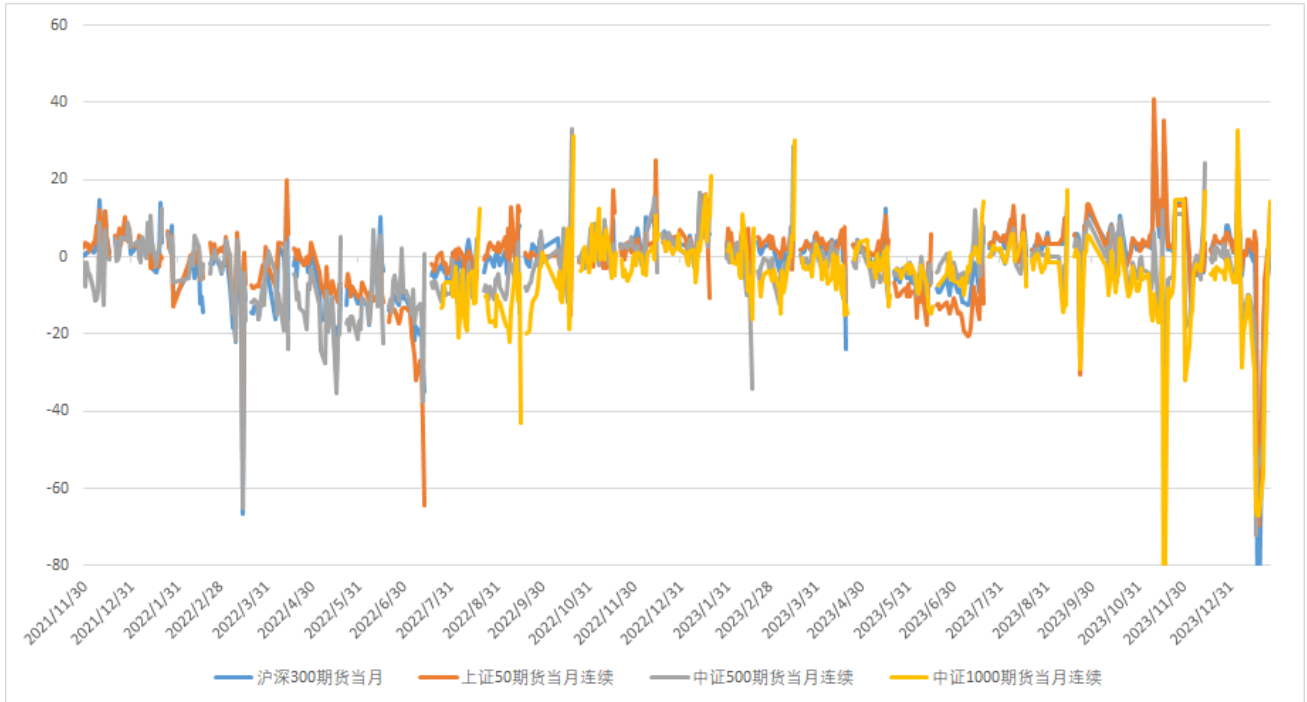
截至1月30日，主要指数本月显著回调，三大指数均录得跌幅，中小盘指数走势偏弱。两市成交量有所回落。沪指加速探底，月跌4.85%，一度失守2800点，深成指以及创业板指跌幅走阔，月度回调分别12.06%以及16.26%。四期指中小盘走势呈弱，沪深300以及上证50分别跌幅达5.42%以及2.37%，中证500及中证1000涨幅达11.31%、15.33%，中小盘股指受情绪下杀明显。四期指基差大幅向下贴水，IC/IM合约呈显著贴水，IF/IH合约小幅贴水，雪球产品集中敲入导致IC与IM基差波动放大。后续基差变动将受到市场情绪与对冲盘两种主要因素的影响，若情绪持续乐观，IH与IF基差或将继续上涨，而IC与IM基差大幅上行的阻力或将较大。持仓方面来看，四期指净空单走阔，处于今年以来较高水平，市场避险情绪仍较浓厚，对冲盘影响亦不能忽视。结合1月市场整体情况来看，市场风险偏好先降后升，政策释放利好作用下，大盘上行动能有所修复。

图1 主要指数月度涨跌幅



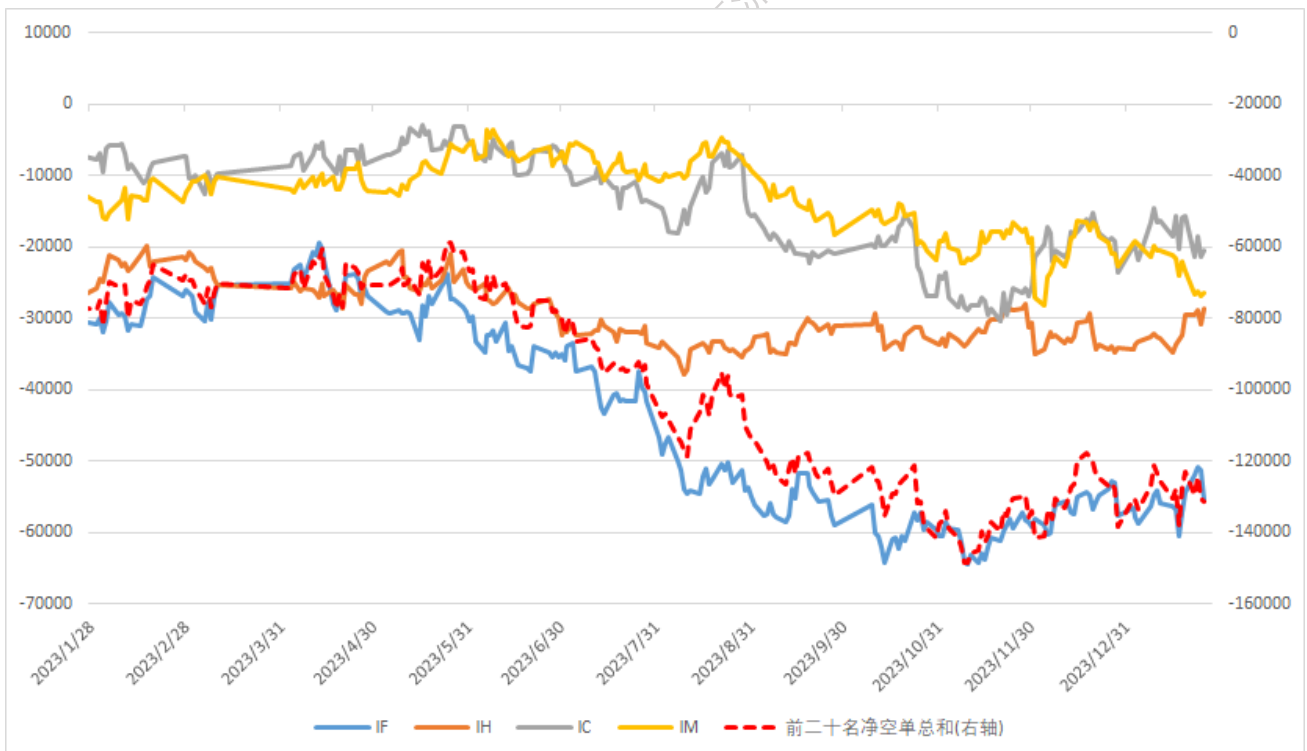
资料来源：瑞达期货、Wind

图2 股指期货主力合约年化基差率



资料来源：瑞达期货、Wind

图3 前二十名净持仓



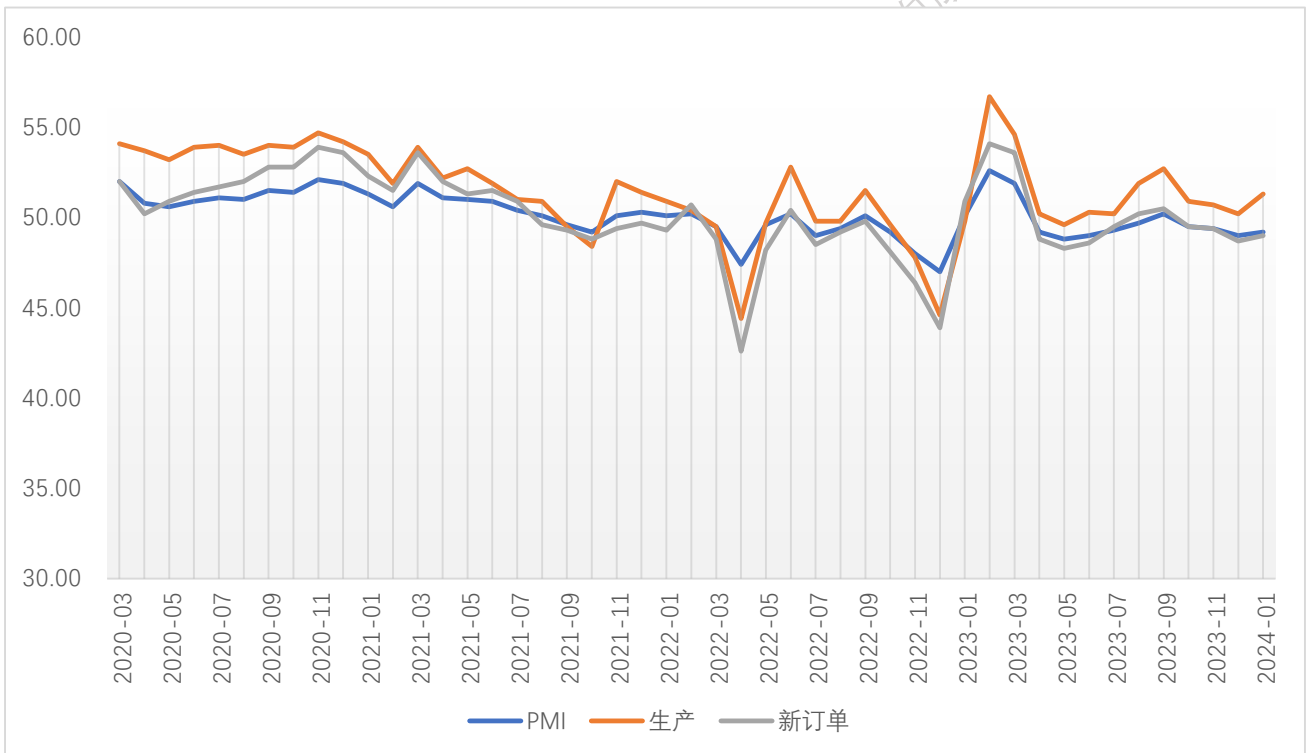
资料来源：瑞达期货、Wind

## 二、 基本面分析

### (一) 景气度稳中有缓，回升向好仍需时日

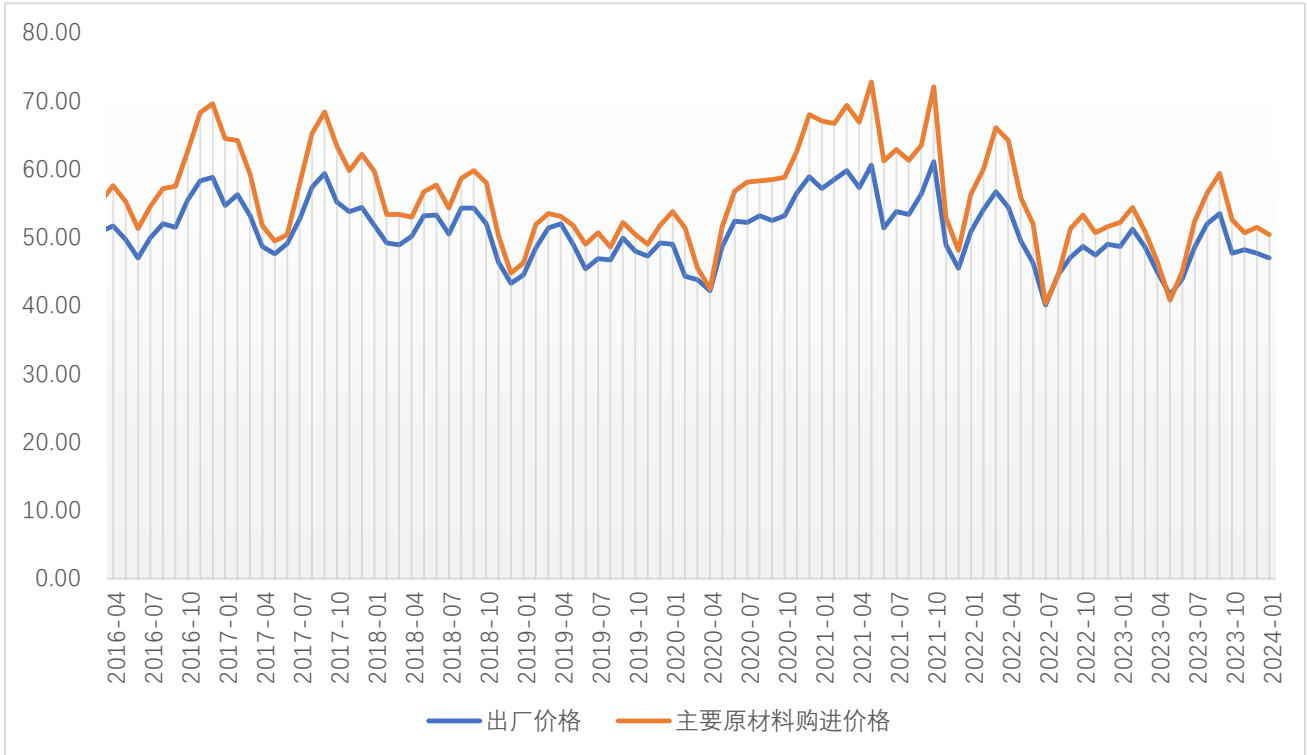
1 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.2%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平有所回升，但仍处于荣枯线下方。非制造业商务活动指数为 50.7%，比上月上升 0.3 个百分点，高于临界点，表明非制造业延续平稳扩张走势。具体看，大型企业 PMI 为 50.4%，比上月上升 0.4 个百分点，高于临界点；中型企业 PMI 为 48.9%，比上月上升 0.2 个百分点，低于临界点；小型企业 PMI 为 47.2%，比上月下降 0.1 个百分点，低于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。**整体看，制造业 PMI 略有下降，非制造业 PMI 超过预期。央行发布《2023 年第三季度中国货币政策执行报告》，明确下一阶段货币政策要做好跨周期和逆周期调节。货币政策将继续保持稳增长、宽信用的政策取向，持续发力。在扩内需蓄力的宏观背景下，后续 PMI 回升值得期待。**

图 4 PMI 及主要分项 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图 5 PMI 及主要分项 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

## (二) 工业生产维持高增，基数效应或是原因

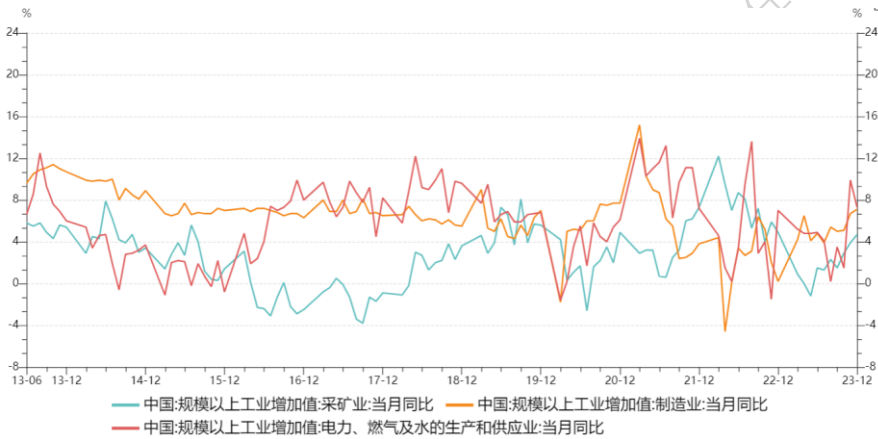
2023年全年工业增加值同比从22年的3.6%回升至4.6%，而12月同比增速较11月的6.6%上行至6.8%。分行业而言，汽车制造和黑色金属冶炼行业的2年复合增速回落，化学原料、电气机械、有色金属冶炼的2年复合增速保持较高增速区间。电力热力生产行业的2年复合增速大幅上行3.2个百分点至7.2%。而医药制造业、纺织业和农副食品的2年复合增速仍然为负。12月出口增速在低基数下从11月的0.5%进一步上行至2.3%，与工业增加值增速的表现相互印证。此外，全年发电量同比增速从22年的2.2%上行至5.2%，12月同比增速从11月的8.4%略回落至8%，两年复合增速继续回升、工业生产加快和寒冬天气均有所影响。

图6 规模以上工业增加值同比增长率 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图7 三大门类工业增加值同比增速（%）

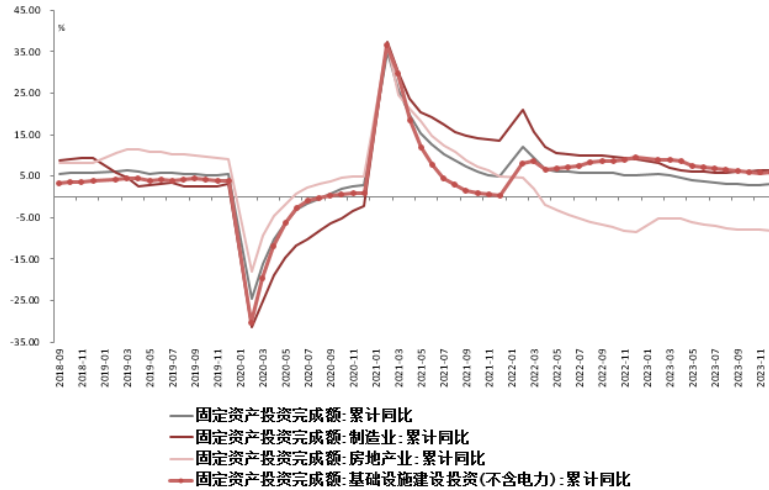


资料来源：瑞达期货、Wind

### （三） 固投增速下滑，宽财政支撑基建

固投表现好转。2023年我国固定资产投资同比增长3.0%，较上月增加0.1个百分点，全年表现较为稳定。分领域看，基础设施投资增长5.9%，制造业投资增长6.5%，房地产开发投资下降9.6%。房屋销售金额、面积降幅仍继续扩大，景气水平低，拖累总体投资，而生产端表现的稳定支撑制造业投资小幅上涨。其中民间投资下降0.4%，降幅比上月份收窄0.1个百分点，但远低于疫情前水平，企业信心不足，对未来市场发展仍有担忧。

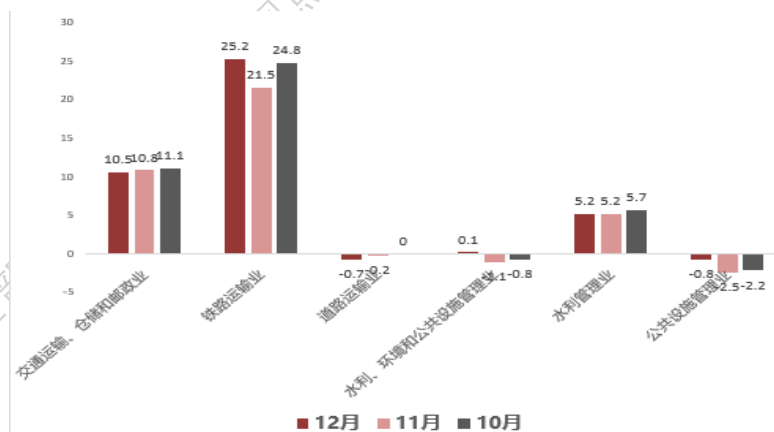
图8 投资端企稳恢复



资料来源：瑞达期货、Wind

财政支出加快，推动基建回升。2023 年全年基建投资增长 5.9%（1-11 月累计同比增速 5.8%）。从分项看，12 月公用事业、交运、水利环保和公共设施管理业投资增速分别为 12.7%、7.7%和 12.1%，其中水利环保和公共设施管理业投资增速较 11 月的-3.8%有明显好转，资金支持力度明显得到增强，或反映中央财政资金支出加快落实进而推动基建增速企稳。

图9 基建投资细分项

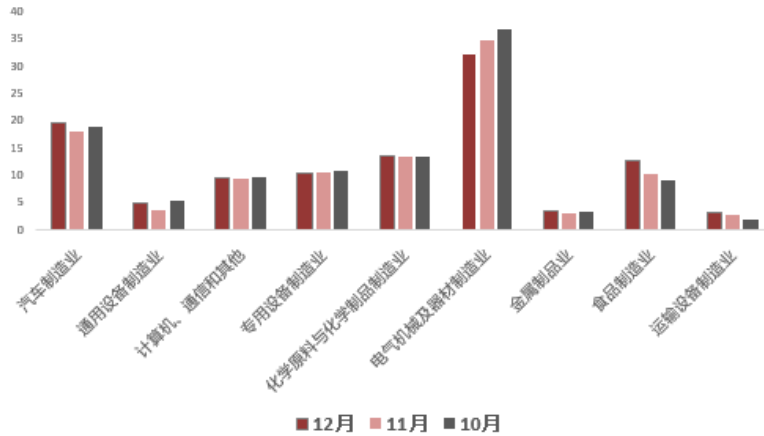


资料来源：瑞达期货、Wind

制造业投资增速连续上升，但结构上未发生较大变化，依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主，高技术制造业增速远高于整体。其中，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长9.93%、11.4%。其余行业中，食品制造业、有色金属制造业表现较好，分别回涨2.4和1.6个百分点。随着2024年企业盈利或持续回升，叠加大规模设备更新改造等政策支持，制造业投资仍有上涨动能。

图10 制造业投资细分项

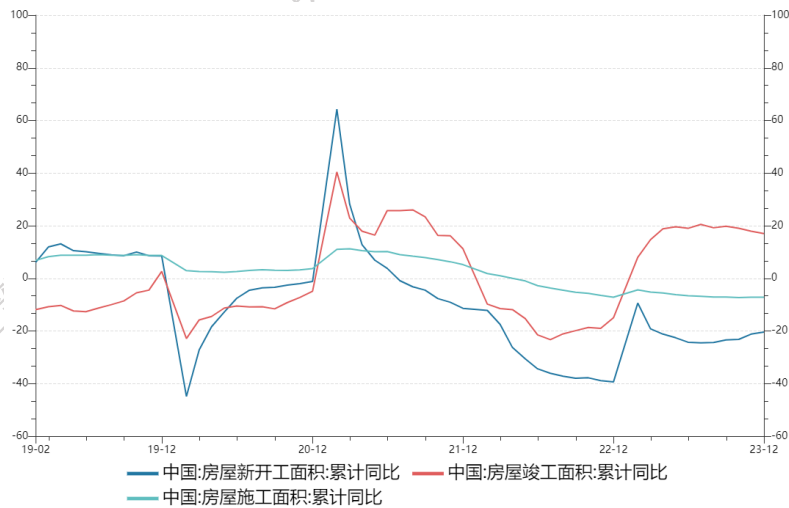




资料来源：瑞达期货、Wind

房地产销售、开工、投资同比降幅进一步放缓。尽管一线降首付、降利率和调整普宅标准等新政出台，商品房销售面积和金额同比降幅仍从-10.2%和-8.5%进一步走扩至-12.7%和-17%。新开工面积同比转负至-10.4%，竣工提速至 15.4%。多数指标均显示出居民购房需求未有明显改善，房地产行业偏冷。从地产资金来源看，自筹资金仍是主要拖累。个人按揭贷款同比下降 9.1%，大幅转弱，销售回款能力恶化。从信贷来看，居民中长期贷款继续同比少增，在地产市场低迷和预期尚未改善情况下，居民信贷需求或难以明显回升。房地产市场仍处于底部阶段，市场购房需求疲软。

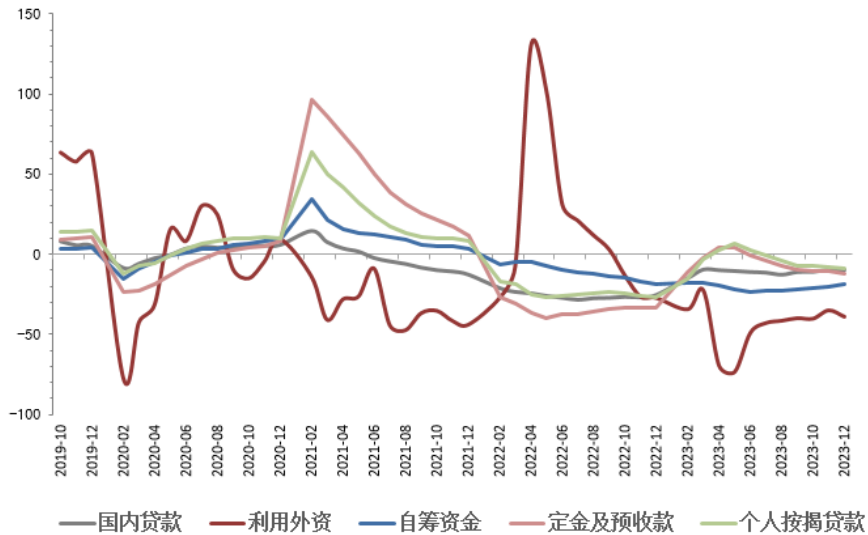
图11 地产新开工、竣工和施工当月同比



资料来源：瑞达期货、Wind

图12 房地产投资结构走弱（资金来源累计同比）





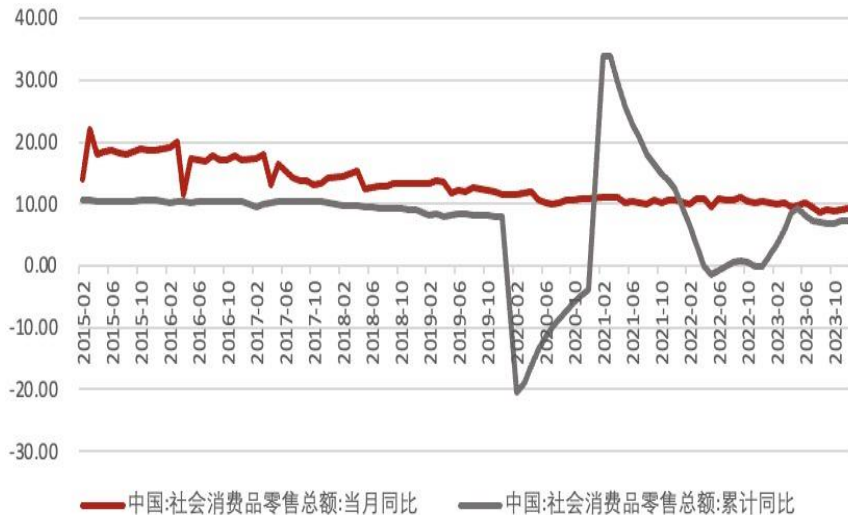
资料来源：瑞达期货、Wind

#### (四) 社零同比小幅放缓，餐饮支撑作用明显

受 12 月社零同比增长较上月下降 2.7 个百分点至 7.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 7.9%，较 11 月下降 1.7 个百分点；商品零售、餐饮收入增速分别较 11 月上升 1.3、下降 1.7 个百分点至 2.3%、5.7%，从结构上看，服务消费表现持续好于商品零售，餐饮消费维持高增速。

从限额以上企业商品零售品类来看，金银珠宝、化妆品类、服装鞋帽等品类的大幅增长对 12 月的消费增速起到重要支撑，同比分别较上月增长 18.7、13.2、4.0 个百分点至 29.4%、9.7%和 26.0%，体现一定春节消费的特征；中西药品、家用电器、文化用品、烟酒、日用品等增速环比下降明显，其中中西药品消费由于去年疫情爆发影响，基数效应明显，增速大幅下降。此外，汽车消费降温明显对 12 月消费增速形成一定的拖累，汽车类同比增速较 11 月下降 10.7 个百分点至 4.0%。实际上，年初以来汽车消费表现明显强于其他商品品类消费，后续居民对存量汽车的置换需求或仍将持续释放，对消费增速形成一定支撑。

图13 社会消费品零售总额增速



资料来源：瑞达期货、Wind

### (五) 延续政府债券支撑特征，有效信贷需求仍显不足

社融增速小幅提升，政府债券仍为主要支撑项。12月社融增量为1.94万亿元，同比增速9.5%，较上月提升0.1个百分点。12月新增政府债融资9279亿，同比大幅多增6470亿，12月份万亿国债加速推进和特殊再融资债发行继续支撑社融增长。从其他社融分项来看，表现仍偏弱。12月新增人民币贷款11050亿、同比少增3351亿；企业债融资和非金融企业股票融资同比分别少增2262亿元和935亿元，地方政府继续推进化债背景下，城投平台融资减少且仍有提前兑付现象以及股权再融资政策下，IPO节奏放缓，企业整体融资需求不足；信托贷款融资有所改善，同比多增1,112亿，但对社融的拉动较为有限，同时票据冲量下对未贴现票据规模形成一定压缩，未贴现银行承兑汇票同比多减1315亿元。

信贷略弱于季节性，实体部门信贷需求仍显低迷。12月人民币贷款增加11700亿元，同比少增2000亿元，也低于近五年均值约500亿元。企业部门方面，整体较为低迷，企业中长贷、短贷、票据同比分别少增3498亿元、多减219亿元、少增351亿元，主要原因或受到2022年企业中长贷的同期高基数影响，相比2019-2021年同期的平均水平并不低。往后看，2023年12月新一轮PSL落地以及10月万亿国债增发或将对企业中长期信贷有一定拉动作用。居民部门方面，居民贷款同比多增468亿元，其中中长期贷款继续同比少增，在房地产市场低迷和预期尚未改善情况下，居民信贷需求或难以明显回升；居民短贷同比多增872亿元，或受居民跨年活动消费和元旦假期旅游出行拉动。

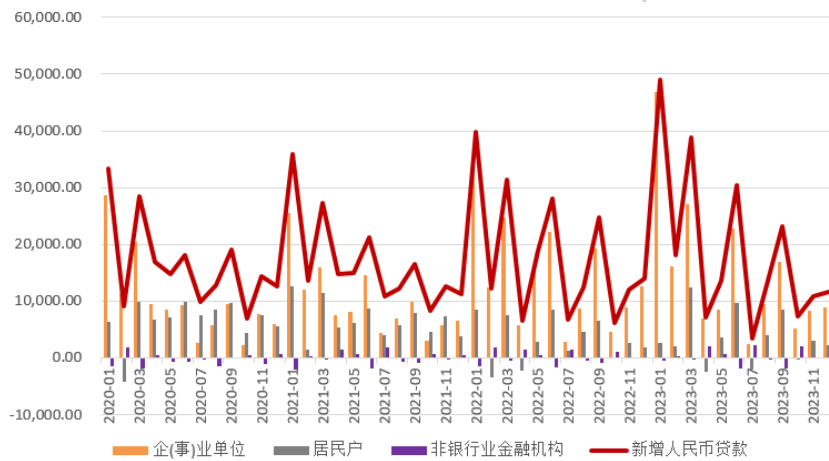
M1同比增速止跌但仍维持低位，两大剪刀差或表明内需仍然偏弱。M1同比增长1.3%，与上月持平，结束自2023年4月以来的持续下跌，但仍处于低位，反映资金活化程度仍然偏低。12月M2同比增长9.70%，较上月回落0.3个百分点。“社融-M2”同比增速差继续小幅收窄至0.2%；“M2-M1”剪刀差收窄，主要由M2下行贡献，但差值仍然较大，社会对未来的预期偏弱，资金活化程度仍有待提高。

图14 社会融资规模



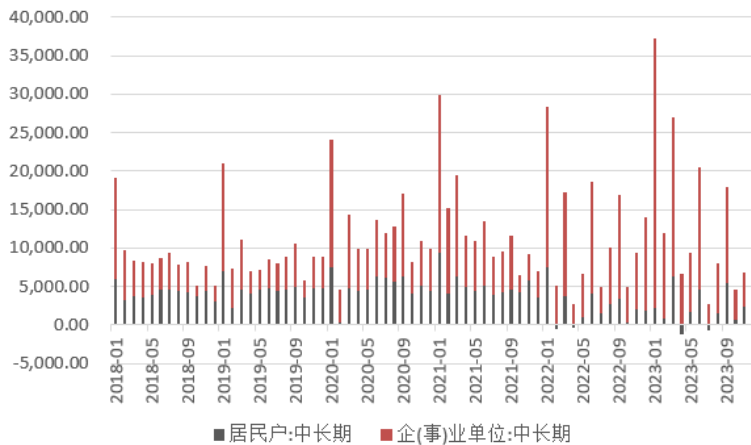
资料来源：瑞达期货、Wind

图15 新增信贷及其分项



资料来源：瑞达期货、Wind

图16 新增人民币中长期贷款（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

图17 实体部门信心有待释放



资料来源：瑞达期货、Wind

### 三、重要会议——央行超预期降准降息

1月24日下午，中国央行行长潘功胜在北京出席国务院新闻办公室发布会时称，央行将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性约1万亿元。此外，1月25日将下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。本次央行降准，符合市场预期，但力度略超预期。主要是巩固经济回升向好态势，推动消费和内需加快恢复需要宏观政策保驾护航；同时，国内多次重要会议中提及加大宏观政策调节，市场对货币政策适度加力已有较为充分预期。首先，本次降准继续释放积极稳增长信号。此次央行调降50个基点，幅度超预期，显示货币政策支持实体经济力度明显加大，释放央行推动经济回稳向好的决心。年初央行降准释放加大货币政策实施力度，提振市场信心，助力经济加快恢复。其次，降准将有助于金融机构宽信用开展。央行通过降准，释放长期限、低成本、稳定流动性，有助于增强金融机构信贷投放能力，稳定银行金融机构整体负债成本，为金融机构进一步合理让利实体经济拓展空间。最后，降准将有助于稳定资金面。央行通过公开市场操作、降准等多种工具配合，平抑短期资金面波动，畅通政策传导；同时更好配合积极的财政政策实施。

### 四、股指资金供需对比

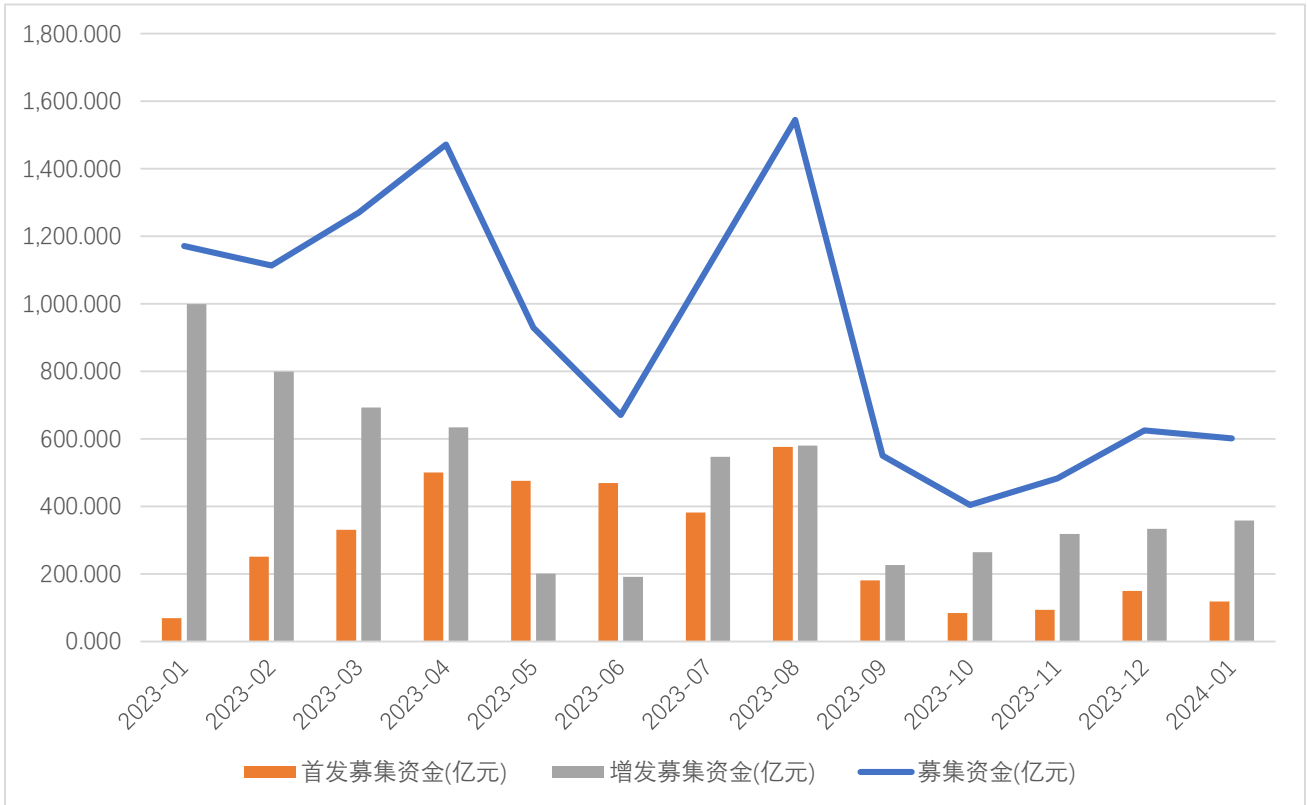
#### （一）资金消耗

##### 1、一级市场

据wind数据统计，截至1月30日，2024年1月股权融资规模为601.16亿元，与2023年12月基本

持平。募集家数总共 61 家，相较于 12 月份 63 家而言变化不大。1 月份首发募集资金总 118.83 亿元，首发资金较上月小幅回落，增发募集资金总额为 358.24 亿元，增发资金规模较上月明显上升。目前，对于中长期资金入市效果尚未达到预期，关于 IPO 收紧以及大股东减持限制等政策措施均在短期层面上暂时缓解资金流出，是阶段性的政策，中长期资金入市而是要靠市场化进程下完成真正实现注册制发行。

图 18 一级市场对资金消耗情况



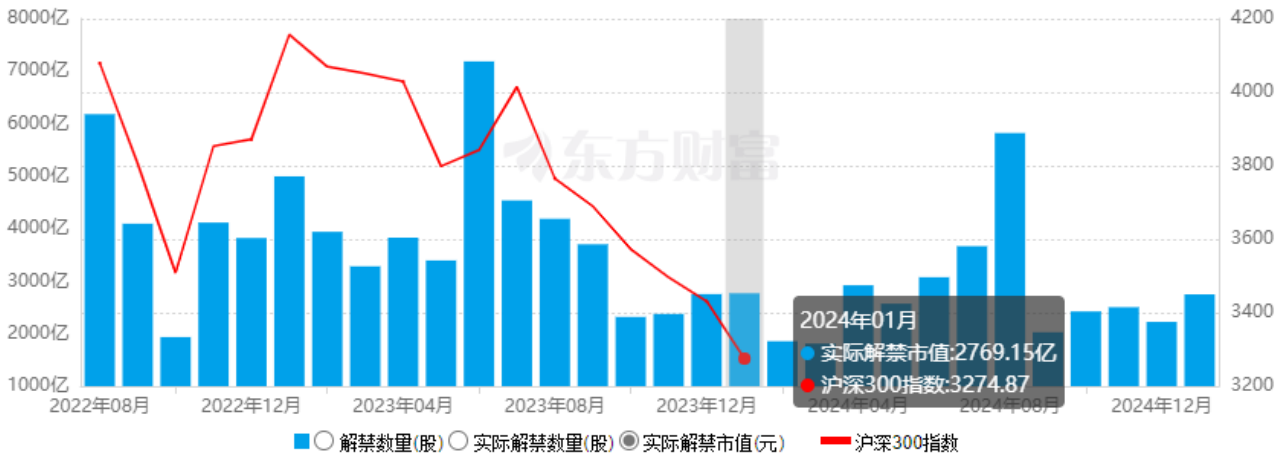
资料来源：瑞达期货、Wind

## 2、大股东二级市场及回购交易情况

截至1月30日，从重要股东二级市场交易公告来看，1月份重要股东期间回购总金额为143.41亿元，相较于12月份有所上升。回购家数为465家，亦呈上升模式。随着中国证监会此前就“活跃资本市场、提振投资者信心”推出一揽子措施，沪市公司维护价值投资意识不断强化，回购增持内在动力显著增强，以实际行动提振投资者信心。此外，1月份减持市值为121.33亿元，减持家数为198家，相较于12月份而言有所下降。1月份增持市值为60.45亿元，增持家数为165家，相较于12月份下降。1月份净减持市值为60.87亿元，减持下降是1月份净减持幅度下降的主要原因。此外，1月28日，证监会出台进一步优化融券机制，具体包括：一是全面暂停限售股出借；二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。这两项措施的推出，将会从一定程度上改善之前A股市场融券机制的漏洞，避免限售股“不受限”的问题。受此影响，对A股市场融券占比高、限售股比重高的上市公司，可能会形成积极的影响。此外，这一次全面

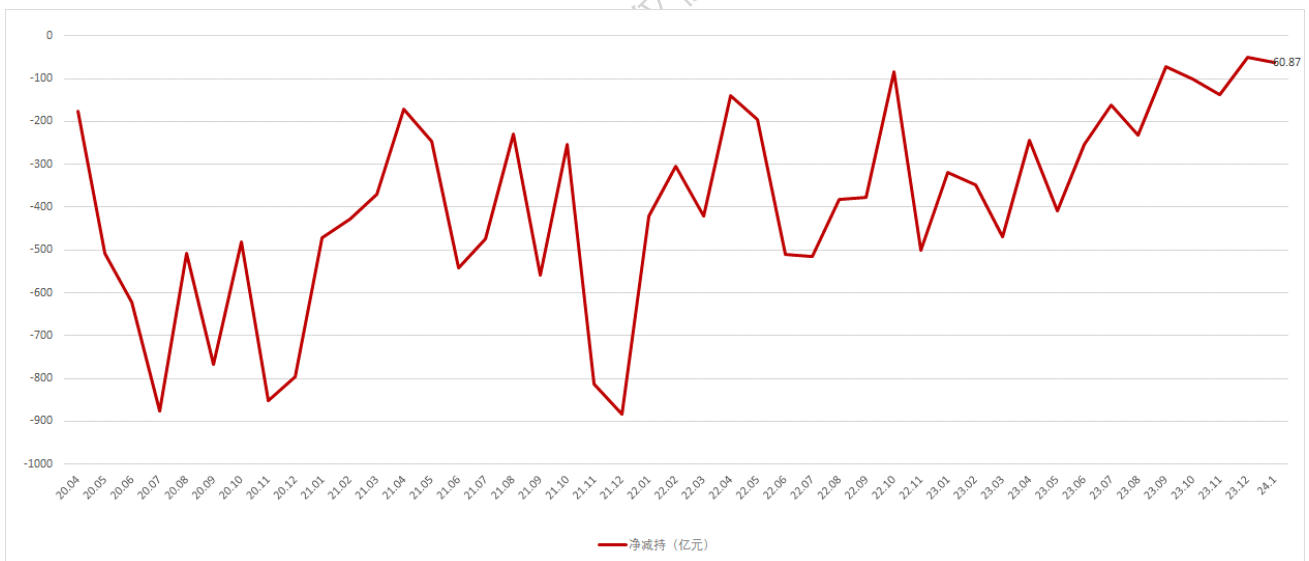
暂停限售股出借规则的出台，也是在去年10月新规基础上的进一步完善。当时强调阶段性收紧融券和战略投资者配售股份出借，并且将融券保证金进行一定幅度的上调。此外，还取消了上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借股份等。近期来看，从央行超预期降准到全面暂停限售股出借，A股市场政策环境持续吹暖风，对节前市场行情的走势或比较有利。

图 19 限售解禁市值



资料来源：瑞达期货、Wind

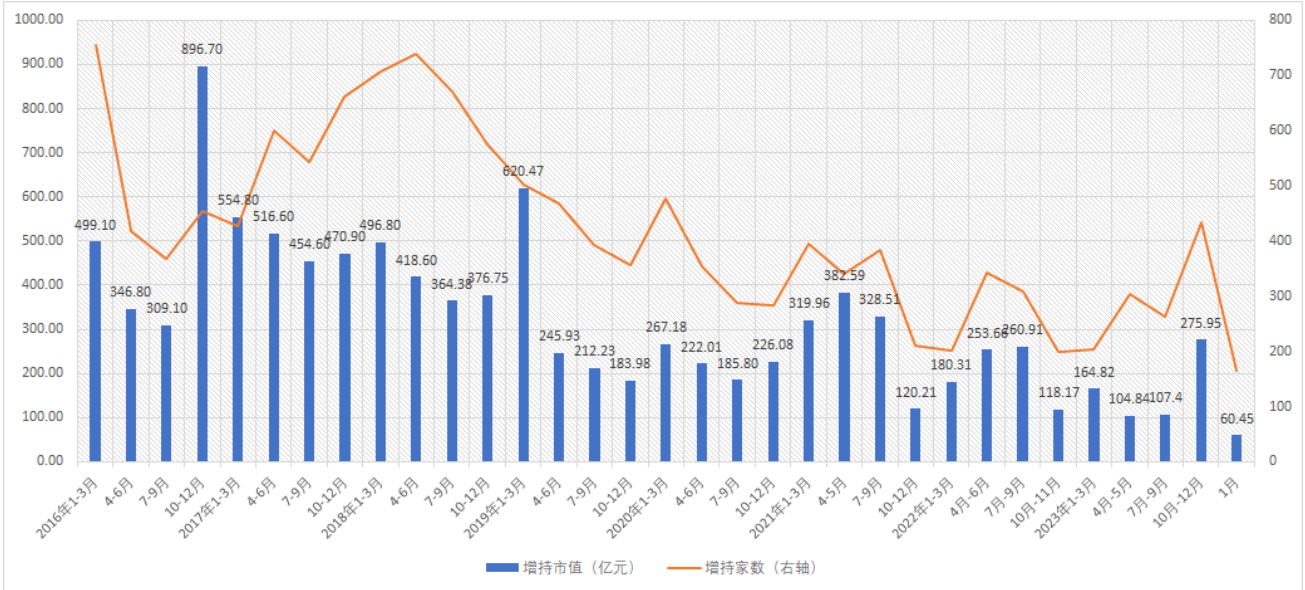
图 20 大股东净增（减）持变化



资料来源：瑞达期货、Wind

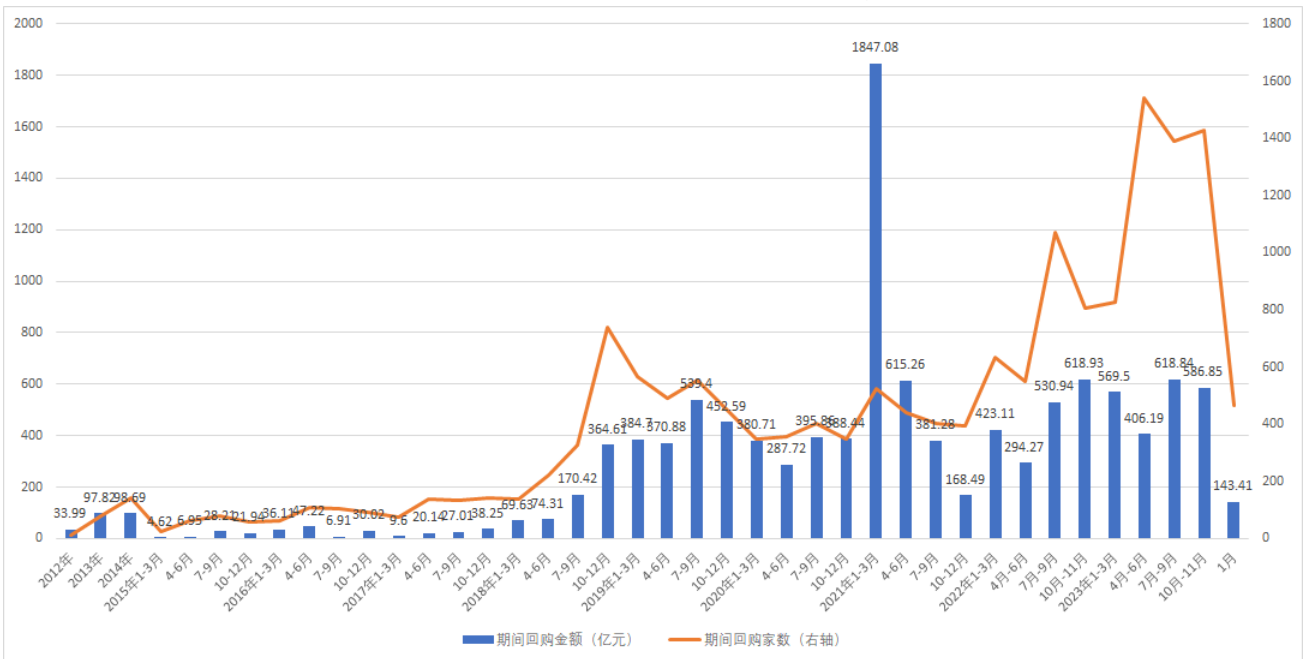
图 21 大股东增持情况





资料来源：瑞达期货、Wind

图 22 股票回购统计



资料来源：瑞达期货、Wind

## （二）资金供给

### 1、基金持仓变动

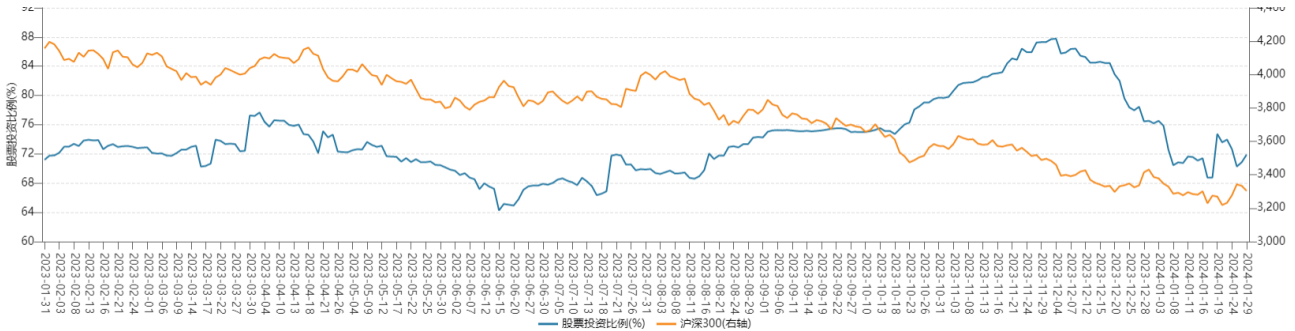
截至1月30日，开放式基金股票投资比例为71.89%，与12月相比仍小幅回落。1月份，股票投资比例呈现快速下行，随着行情转暖，又出现修复趋势。随时市场步入底部阶段，性价比提升使得基金持有股票意愿上升。自2023年8月份以来，随着A股逐步接近阶段性底部，增持回购上升助力市场信心回稳。

一方面，中央汇金、险资、社保基金等逆势加仓，股票ETF基金成为资金流入的新渠道；另一方面，产业



资本减持规模和预案大幅减少，股票增持与回购增加，外资也从前期持续净卖出的状态开始逐渐回流。截至 2023 年三季度末，证金、汇金及旗下资管计划持股市值达 2.73 万亿元，与二季度末基本持平，相较于 2021 年增超 1200 亿元；社保基金持股市值接近 4140 亿元，较二季度末略有下降。将时间拉长来看，2023 年三季度末社保基金、企业年金的持股市值均达到 2013 年以来最高峰。

图 23 基金分类股票投资比例

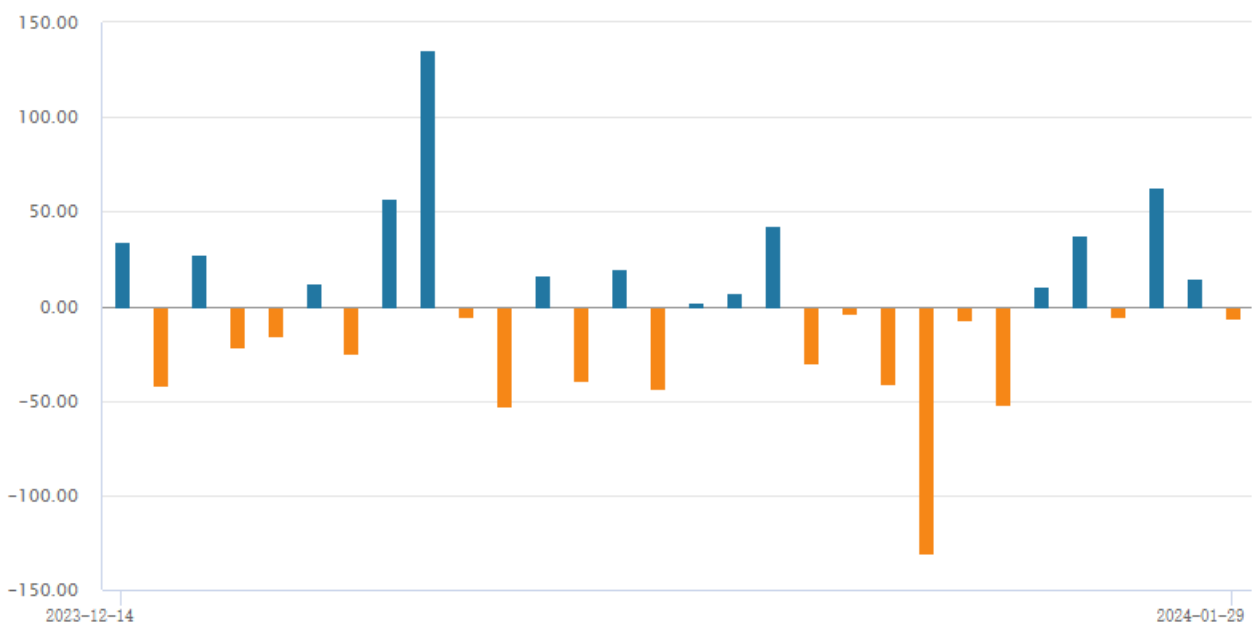


资料来源：瑞达期货、Wind

## 2、外资加速流出

截至 1 月 30 日，1 月份北向资金相较于 12 月份而言净流出趋势加速，陆股通净流出 182.07 亿元。沪股通净流入 123.83 亿元，深股通净流出 305.90 亿元。随着通胀超预期放缓以及美联储鸽派信号，美债收益率见顶回落，人民币趋于升值，外资流出压力得到缓解；另外，国内经济增长预期仍然向好，对年底政策的宽松预期亦吸引资金入市。回顾 2015 年以及 2018 年 A 股市场底部区间，均伴随着外资大幅卖出的情况，然而可以关注到低估值下，外资大幅加码 A 股市场的意愿亦较高，底部回升阶段多数伴随着外资后续大幅净流入的情况，静待全球市场流动性环境改善，权益资产风险偏好有望于明年继续回升。

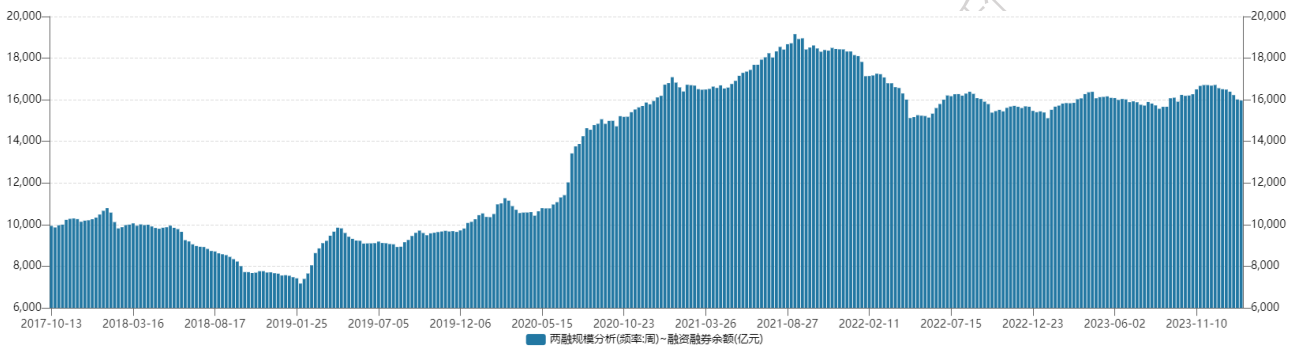
图 24 陆股通资金近 30 日流向（亿元）（日）



### 3、两融余额

截至1月30日，两融余额为15966.23亿元，较12月末明显下降，其中融资、融券余额均下降。1月份融资期间买入额为10189.28亿元，融资买入情绪下降。从融资买入额占A股成交额比例来看，1月融资买入额10189.28亿，占A股成交额比例为6.88%，相较于12份而言亦有所下降，当前市场空头情绪仍处于释放进程中。随着汇金增持消息叠加万亿国债政策支撑，带动资金做多情绪回暖。然当前国内经济仍处于弱复苏阶段，政策对经济的效力尚未完全体现，不排除后续情绪再度降温的情况。

图 25 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图 26 融资买入额占 A 股成交额比例 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

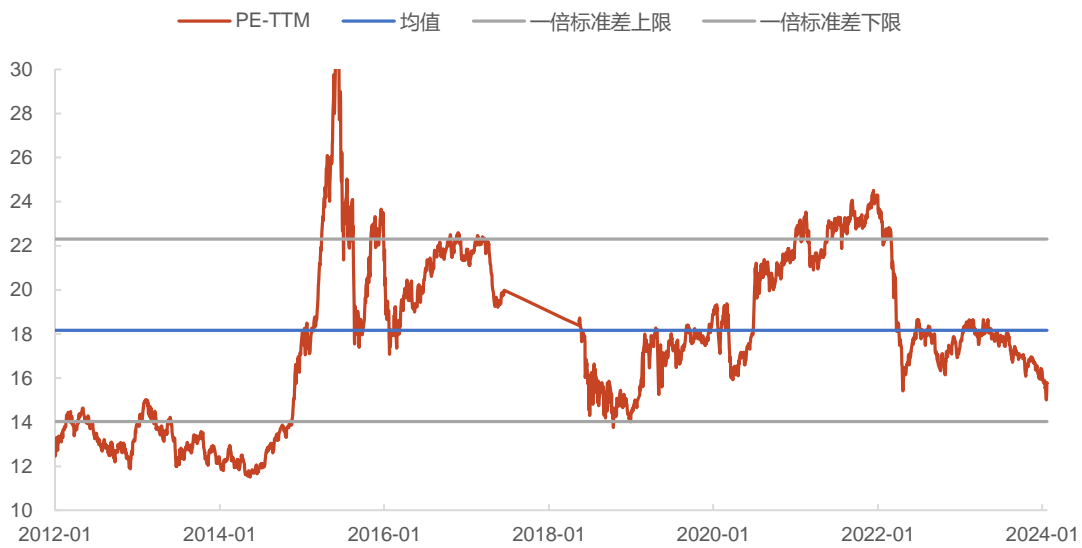
## 五、市场估值分析

当下权益市场估值和基本面情形相匹配，低估可能性更大。截至1月30日，全部A股市盈率处于15.78倍，随着市场再度寻底，估值相较于上月有所回落。主要宽基指数估值均调整至历史25分位位置，沪深300以及中证500显著低于历史25分位。股债ERP为3.84，超过一倍标准差上限。风险溢价上行可能既体现股债周期运行，也反映资产估值中枢发生变化，这导致了近年来股债估值的运行区间不

再固定，继而削弱了资产价格均值回归特征。资产估值中枢的变化或能体现在我国经济目前面临四个重大结构性变化：人口增速放缓、地产周期下行、逆全球化加深、居民杠杆率趋平。长期结构性因素可以改变经济主体的长期预期，最终影响资产估值中枢。对于风险溢价来讲，增长中枢越低、通胀中枢越高、宏观波动越大，投资者要求的风险补偿越高，中枢上移幅度可能越大。

目前处于经济弱修复、流动性宽松、政策加码的阶段，低估值意味着市场或接近寻底阶段，是否企稳需等待政策对市场信心的提振。海外上，若美债利率企稳、美联储逐渐退出加息周期，伴随着中国制造业的复苏，国内货币、财政、资本市场政策加码，极具性价比的 A 股市场有望磨底后向上，回归理性价值。

图 27 全 A 市盈率 (TTM-整体法)



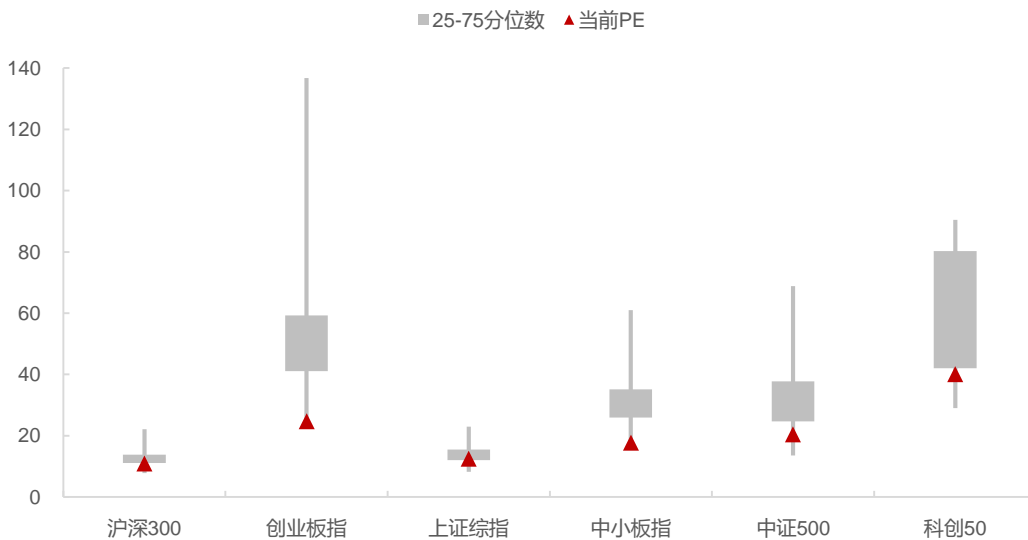
资料来源：瑞达期货、Wind

图 28 股债风险溢价



资料来源：瑞达期货、Wind

图 29 A 股主要宽基 PE 估值



资料来源：瑞达期货、Wind

## 六、二月份股指走势展望

A股主要指数1月加速寻底。两市成交量再度回落至低迷。沪指月线再度收绿，深成指以及创业板指跌幅再度扩大。四期指中小盘走势相对较弱。结合1月市场整体情况来看，市场风险偏好回落，指数于压力位前上行动能边际减弱，指数处于弱势下探阶段。四期指基差贴水走深，IC/IM合约呈显著贴水，IF/IH合约则小幅贴水，雪球敲入以及对冲盘的操作或成为IC与IM 基差上行的阻碍。后续基差变动将受到市场情绪与对冲盘两种主要因素的影响，若情绪持续乐观，IH 与IF 基差或将继续上涨，而IC 与IM 基差大幅上行的阻

力或将较大。持仓方面来看，四期指净空单走阔，处于今年以来较高水平，市场避险情绪仍较浓厚，对冲盘影响亦不能忽视。

海外层面，预计二季度美联储可能选择“预防式降息”。美联储目前的经济预测或过于乐观；其次，伴随通胀回落，美联储有空间去调降名义利率，防止实际利率过高。而对于A股而言，复盘历史，随着美联储收紧货币政策，美元指数走强与A股多种风格之间多数表现为负向关系，其中金融、消费以及稳定风格在指数走强期间表现更弱，数据层面显示着的规律或指向当降息周期开启时，A股受到内外共振影响走升的概率更高。

国内经济层面上，2023年我国多数经济指标好转，但整体经济仍处于修复阶段。2023年全年GDP同比增长5.2%，完成了5%的增长目标，其中三产为经济主要拉动项，增速贡献占比达到60%以上。工业增加值在基数效应的带动下回升，固定资产投资同比增速在基建和制造业投资边际恢复的共同作用下也有所好转，但与此同时房地产投资所带来的拖累也进一步扩大。2023消费需求快速释放，其中餐饮收入表现亮眼。我国居民收入增速和就业水平整体保持平稳，有望进一步支撑居民消费稳定复苏。

图31 沪指K线图



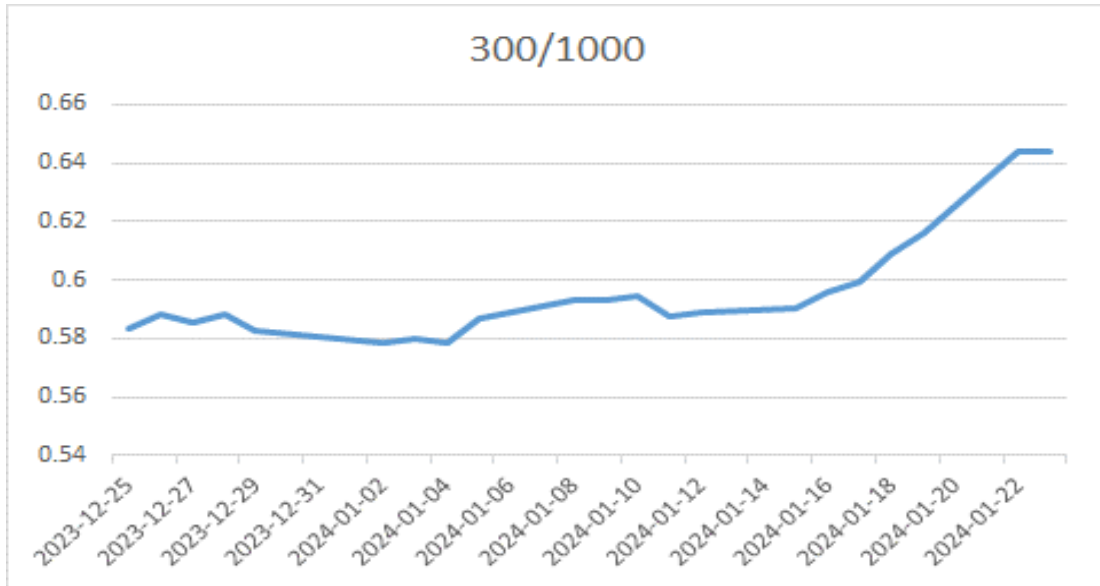
资料来源：瑞达期货、Wind

## 六、期指交易策略

基于当前行情，可以观测到 IC/IM 空单走阔，IH/IF 空单收敛的特征。这或基于市场下行过程中，国家资金有一定的护盘需要，大规模的 300etf 成交，而多头方向的对冲头寸集中在中小盘股指端口，形成大盘股指短期支撑性相对强于中小盘的格局。同时，若后续指数再度寻底，IC/IM 在雪球敲入影响下则难以避免净空单的大幅走阔。因而短线策略或可考虑跨品种价差持有，方向为多 300 空 1000 组合；或是通过期限套利，顺应贴水局势，实现多近空远盈利。

图31 沪指K线图

图31 沪深300与中证1000相对趋势



资料来源：瑞达期货、Wind

## 二月策略：

### 1) 多 IF2403 空 IM2402

参考入场指数点位：-1529 附近

方向：多

止盈设置：-1000

止损设置：-1705

盈亏比：3：1

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。