



金融投资专业理财

曲线延续熊平走势 货币政策更重结构

摘要

11月中上旬呈现持续反弹修复行情，市场主要交易经济数据不及预期以及博弈月中降准预期，长端表现较为强势，而后降准预期暂时落空叠加资金面趋紧导致短端明显承压。11月下旬受宽地产发力和资金面偏紧预期压制，以及政策层再度提及“资金空转”背景下，债市整体显著调整，曲线延续平坦化特征。**国内经济基本面来看**，11月PMI数据环比继续回落，通胀低位运行，房地产市场深度调整尚未结束，需求端增长动能能否持续转强仍待验证，基本面环境对债市仍有支撑。**政策面上看**，11月MLF投放更为积极但降准预期落空，或意味着短期内货币宽松预期降温。三季度货币政策执行报告表明货币政策仍维持宽松取向但将更重视结构性发力，后续需重点关注年底几大关键会议定调以及央行对货币政策的表态。**资金面上看**，跨年阶段将至、万亿国债待发等因素影响下，且央行再提“资金空转”，市场流动性易紧难松，预计12月资金面仍将维持紧平衡格局，同业存单利率短期难以显著下行，对债市仍有些许扰动。如果后续降准落地，资金面有望回归中性。**海外及汇率方面**，美国经济开始显现走弱迹象，叠加降息预期提前以及美债供需关系改善影响下，美债利率和美元指数均显著回落，但短期内美国经济在高利率环境下尚未暴露脆弱性，10年期美债收益率或将维持筑顶格局，汇率对国内货币政策的掣肘或将逐步减弱。**对债市而言**，短期内货币宽松预期降温叠加流动性易紧难松，市场对资金面预期偏谨慎，短债收益率或仍有上行风险。对于长端来说，短期宽地产预期可能继续压制市场情绪，但实体融资需求仍然疲弱，特别是房地产行业仍延续低迷，内需修复尚需时日。此外，配置盘逢高买入的需求或将对长债利率形成支撑，长端利率上行空间或较为有限。若后续降准降息预期升温，长债利率仍有下行空间。

在以上背景下，12月10年期国债收益率或将延续震荡态势，目标位或在2.65-2.75%区间震荡，全年利率中枢在2.70%附近，目前10年期国债收益率在2.70%一线。操作上，中短线操作时，短久期利率债的波段交易相对性价比较高，但宽地产和紧资金面预期或仍将压制债市情绪，交易盘建议快出快进；长期可逢收益率高时逐步配置长久期利率债，若后续降准降息预期落地，或将带动长债利率下行。密切观察宽信用政策落地效果以及债券供给增量对资金面的扰动影响。

瑞达期货股份有限公司

投资咨询业务资格

证监许可：【2011】1780号

研究员：许方莉

期货从业资格号 F3073708

期货投资咨询从业证书 Z0017638

助理研究员：

廖宏斌 期货从业资格号 F3082507

王世霖 期货从业资格号 F03118150

曾奕蓉 期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969

网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

ADS 研究服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

策略方案:

	操作策略
操作品种合约	T2403
操作方向	做多策略
入场点位	101.550 以上多单
盈亏比	2:1
出场点位	102.100 附近

风险提示: 货币政策宽松不及预期; 宽地产政策超预期; 流动性超预期变化。

目录

一、11月国债期货行情回顾	3
图 1: 四大国债期货主力收盘价	3
图 2: 国债期货日成交量	3
图 3: 国债期货持仓量	4
图 4: 国债期货主力之间的价差	4
二、经济基本面分析	4
图 5: 中国三季度 GDP 同比增长超预期	4
图 6: 11 月 PMI 继续小幅下降	4
图 7: 主要经济体制造业 PMI	5
图 8: 10 月中国进出口数据	5
图 9: 中国固定资产投资各项累计同比	5
图 10: 中国社会消费品零售数据延续回升	5
图 11: 商品房成交面积 (30 日移动平均)	6
图 12: 商品房销售面积与房地产开发投资同比	6
图 13: 挖掘机销量低位运行	7
图 14: 规模以上工业企业增加值增速	7
图 15: 中国通胀低位运行	7
图 16: 风险溢价小幅回落	7
三、资金面分析	7
图 17: 社会融资规模存量增速	8
图 18: 10 月信贷回落	8
图 19: 银行间杠杆 (亿元)	9
图 20: 11 月 MLF 加量续作	9
图 21: 各期限银行间质押式回购利率	9
图 22: 中证主要期限国债到期收益率小幅上行	9
图 23: 国债发行量 (亿元)	10
图 24: 公开市场货币净投放 (亿元)	10
四、海外经济与汇率分析	10
图 25: 美国核心通胀延续下行	11
图 26: 10 月 ISM 制造业指数大幅转冷	11
图 27: 美债收益率显著回落	11
图 28: 美元兑人民币走势重回升势	11
五、12 月期债投资建议	11
免责声明	12

一、11月国债期货行情回顾

11月中上旬呈现持续反弹修复行情，市场主要交易经济数据不及预期以及博弈月中降准预期，长端表现较为强势，而后降准预期暂时落空叠加资金面趋紧导致短端明显承压，带动长债收益率先上后下。11月下旬受宽地产发力预期和资金面偏紧压力压制，以及政策层再度提及“资金空转”背景下，债市整体显著调整，10年期国债收益率延续上行态势，最高上行至2.71%，短端利率表现更为弱势。值得注意的是，11月债市收益率曲线仍呈现平坦化特征，但由于长短端核心定价因素不同，长短端分化较为明显。短端受资金面影响较大，而长端受基本面因素影响较大，11月整体行情处于资金面维持紧势以及基本面影响有限背景下，对短端利空较为明显。往后看，短期内货币宽松预期降温叠加流动性易紧难松，市场对资金面预期偏谨慎，短债收益率或仍有上行风险。对于长端来说，短期宽地产预期可能继续压制市场情绪，但实体融资需求仍然疲弱，特别是房地产行业仍延续低迷，内需修复尚需时日。同时，配置盘逢高买入的需求或将对长债利率形成支撑，长端利率上行空间或较为有限。若后续降准降息预期升温，长债利率仍有下行空间。

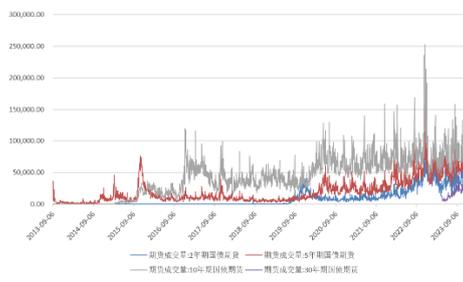
截止11月29日收盘，三十债主力报99.29，月度上涨1.09%，所有合约共成交67.45万手，环比增加26.22万手，日均持仓量减少1.73%至3.97万手；十债主力报102.00，月度上涨0.27%，所有合约共成交200.49万手，环比增加58.96万手，日均持仓量增加2.66%至20.05万手；五债主力报101.72，月度下跌0.11%，所有合约成交量增加33.40万手至145.20万手，日均持仓量增加2.11%至12.06万手；二债主力报100.81，月度下跌0.26%，所有合约成交量增加29.11万手至108.98万手，日均持仓量减少1.98%至7.40万手。从价差上看，11月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差、十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差、五年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差与上月末水平变化较小。

图 1：四大国债期货主力收盘价



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 2：国债期货日成交量



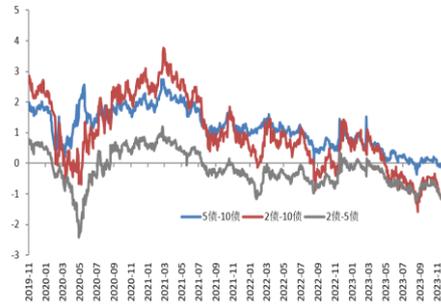
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 3：国债期货持仓量



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 4：国债期货主力之间的价差

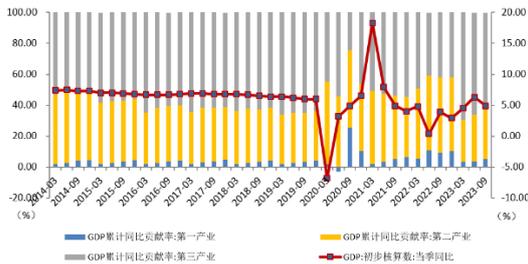


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

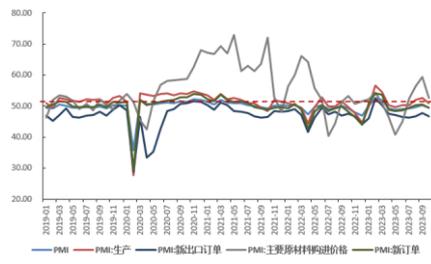
10 月份主要经济增长数据的当月同比小幅走弱，总体维持复苏态势。工业增加值、服务业生产和社零同比增速均有提升。但固定资产投资同比增速出现回落，前期较强的基建和制造业投资边际走弱，房地产投资降幅也进一步扩大。具体来看，制造业结构依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主，高技术制造业增速远高于整体；而一般公共财政投向基建相关项目的支出同比提升，资金支持力度明显得到增强，财政政策显效。近期的 1.25 万亿特殊再融资、1 万亿国债发行，对经济有望形成支持，后续有较大复苏空间。

图 5：中国三季度 GDP 同比增长超预期



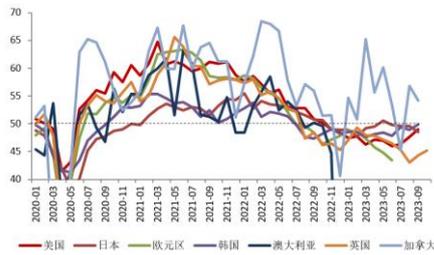
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 6：11 月 PMI 继续小幅下降



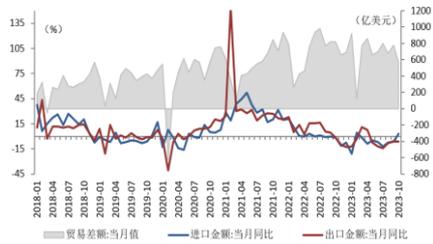
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：主要经济体制造业 PMI



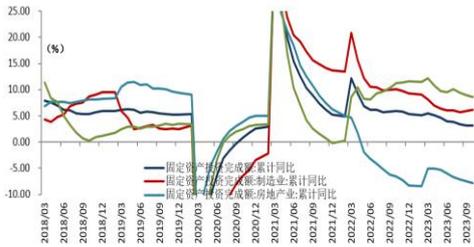
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 8：10 月中国进出口数据



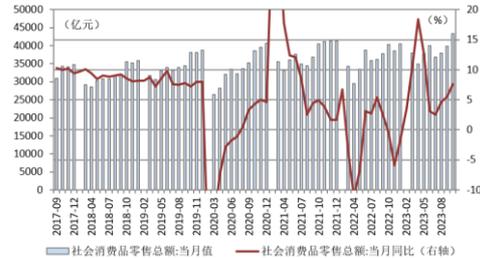
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国固定资产投资各项累计同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 10：中国社会消费品零售数据延续回升



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

工业生产方面，10 月工业增加值同比增长 4.6%，增速较上月小幅加快 0.1 个百分点。其中，工业中占比最高的制造业增加值同比增长 5.1%，增速也较上月加快 0.1 个百分点，其中受车市回暖带动，当月汽车工业增加值同比增长 10.8%，较上月加快 1.8 个百分点。不过，10 月工业和制造业增加值同比提速主要源于上年同期基数走低，当月工业生产总体平稳，实际增长动能有所转弱。这或与双节之后居民消费波动下行，并向供给端传导直接相关。展望未来，中央政治局会议后，工业稳增长政策密集出台，财政政策明显发力，对工业生产供需两端都有所支撑，但政策落地见效并带动需求恢复仍需一定过程。短期看，考虑到去年最后两个月基数明显偏低，接下来两个月工业增加值同比增速会持续冲高，但工业生产实际增长状况还要看需求端强度，这主要取决于年底前稳增长政策的落地情况和执行效果，以及居民消费修复力度和房地产市场走向。

投资方面，固投表现偏弱。前 10 个月我国固定资产投资同比增长 2.9%，较上月回落 0.2 个百分点，同时从单月看也回落 1.2 个百分点。本月三项分类同比均转弱，投资端在房地产景气度依旧偏弱的背景下超预期下滑。其中民间投资下降 0.5%，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。

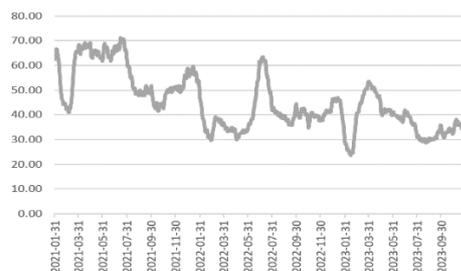
消费和就业方面，受政策持续发力显效、双节假期出行旅游需求旺盛以及低基数效应等因素提振，10 月社会消费品零售总额同比增速明显回升。10 月份，社会消费品零售总额 43333 亿元，同比增长 7.6%，

较上月上升 2.1 个百分点，增速连续 3 个月加快。其中，商品零售增速提升 1.9 个百分点至 6.5%，餐饮收入增速提升 3.3 个百分点至 17.1%。值得注意的是，社零当月同比从 5.5% 上升至 7.6%，消费数据表现亮眼，但考虑到 2020 和 2022 年疫情带来的基数效应影响较大，剔除基数效应后，2021 和 2023 两年的社零总额复合同比增速为 3.7%，仍较大幅度低于疫情前水平，消费或仍待提振。就业形势保持稳定，10 月全国城镇调查失业率与上月持平在 5.0%，但值得注意的是，31 个大城市城镇调查失业率和外来农业户籍人口调查失业率分别从上月的 5.2% 和 4.7% 下降至 5.0% 和 4.6%，且农民工失业率较城镇总体低 0.4 个百分点，农民工就业强于城镇人口就业。

通胀方面，10 月份 CPI 环比下降 0.1%，同比下降 0.2%；PPI 环比由上月上涨 0.4% 转为持平，同比下降 2.6%。10 月 CPI 再度转负，反映需求仍偏弱，年内通胀或将延续低迷状态。外需超预期回落导致出口承压，国内工业企业下游需求恢复出现回落，在同比降幅连续 3 个月收窄后，10 月 PPI 同比降幅转为小幅扩大。国内内需仍保持复苏态势，预计年内我国工业企业需求回暖趋势将继续保持，但海外经济下行压力下，短期或较难回归正增长区间。

外贸方面，10 月按美元计价，中国 10 月出口同比下跌 6.4%，海外需求趋缓及去年高基数影响导致出口下滑超预期。而 10 月进口同比增长 3%，结束过去七个月跌势，表现好于市场预期。往后看，海外主要经济体需求放缓压力较大，或将对我国出口构成一定压力，但后续国内宏观政策效果显现，内需修复仍有较大空间，进口仍有望进一步改善。

图 11：商品房成交面积（30 日移动平均）



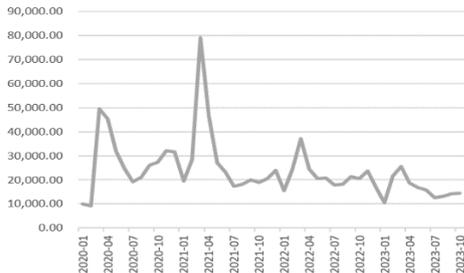
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 12：商品房销售面积与房地产开发投资同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 13: 挖掘机销量低位运行



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

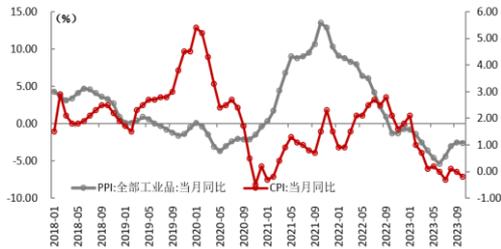
图 14: 规模以上工业企业增加值增速



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

从资本市场的风险偏好来看, 美联储或将结束加息, 中美利差有望逐渐收窄, 风险偏好或将回升, 有望带动外资流入权益市场, 需关注股债跷跷板对债市的影响。预计在政策支持力度加大、经济复苏预期改善、投资者信心提振下, 权益市场的交易情绪将有所回升, 或将对债市形成一定压制。

图 15: 中国通胀低位运行



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 16: 风险溢价小幅回落

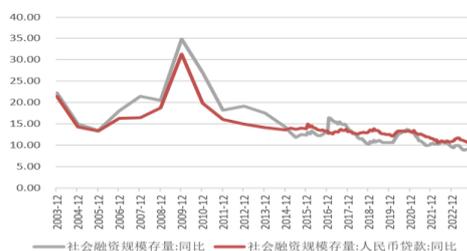


资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

三、资金面分析

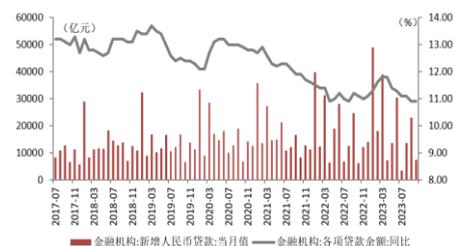
十月份, 存量政策逐步加力显效, 社融略有回暖。季末投放加码, 叠加货币当局积极引导和相关政策落地显效, 社融存量同比继续上升, 政府债继续产生有效支撑。而信贷总量季节性回落, 结构上企业端保持稳定, 居民中长贷也小幅好转, 但总体偏弱; 此外, M2 和 M1 剪刀差再度回升至年内最高水平, 较上月回升 0.2 个百分点至 8.4%, 或指向企业实际投资需求较弱、资金的活化程度依然较低。在当前经济修复呈弱修复态势、企业资产负债率高位运行、叠加物价低迷拖累企业现金流的情况下, 我国仍需加强对信用扩张的持续性和稳定性的支持力度。四季度以来, 宽财政政策频频加码, 短期快速消耗流动性, 后续在货币政策或进行相关配合以对冲流动性波动, 降准仍有必要性。

图 17：社会融资规模存量增速



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 18：10 月信贷回落



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

货币政策方面，11 月央行 MLF 大规模加量续作实现净投放 6000 亿元，这是央行连续第 3 个月加大 MLF 净投放规模且加量幅度大幅高于 10 月的 2890 亿元。当月 MLF 到期量（8500 亿元）为年内最高值、近期资金面持续收紧、应对政府债券增量发行以及补充银行负债端中长期资金，因此央行的加量规模也随之走高，也体现出央行维持资金面稳定的意图。但也意味着 11 月降息降准预期落空，在四季度中央财政增发 1 万亿元国债，特殊再融资债发行，叠加跨年资金需求等背景下，年内降准仍可期待，幅度或为 0.25 个百分点。在 11 月 MLF 利率维持不变的情况下，加之市场资金利率持续位于高位，意味着银行资金成本较前期明显上升，当前报价行降低 LPR 报价加点动力不足，本月 LPR 报价继续保持平稳。

11 月 27 日，央行发布《2023 年第三季度货币政策执行报告》。在货币政策方面，《报告》体现了中央金融工作会议的基调，坚持稳健的货币政策取向，强调“更加注重做好跨周期和逆周期调节”。三季度经济复苏动能转强，全年 GDP 经济目标并无难度，稳增长需求相应下降。但当前经济回稳向上的基础还不牢固，特别是房地产市场仍在筑底，货币政策将继续保持稳增长取向。预计后续货币政策总量宽松的概率下降，将更重视传导效率以及结构性问题。

同时，《报告》对盘活存量资金和平稳信贷投放的重视度上升。预计未来央行将继续着力优化增量贷款投向，更多推动盘活存量贷款，减少对新增债务的依赖。结合此前三部门联合召开的金融机构座谈会提出“要着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”，央行希望 1 月“开门红”时点或 3 月、6 月等贷款大月不要冲太猛，适度向前后贷款“小月”进行平滑，这意味着未来货币信贷增长或将更强调可持续的平稳投放。

流动性方面，在政府债券发行和平滑信贷投放等因素影响下，银行长期资金不足加剧了银行负债端的不确定性，近日一年期同业存单收益率持续加速上行，11 月 27 日一度冲至 2.6625%，为今年 3 月下旬以来高点，其与一年期 MLF（2.50%）的利差扩至超 16 个基点。尽管 11 月央行实现近七年来最大的单月 MLF 增量，但银行长期负债压力仅靠逆回购或难以缓解，市场对降准以及财政投放发力仍有期待。

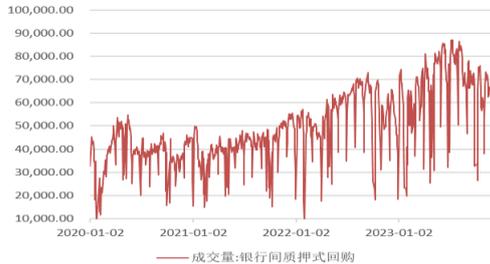
11 月资金面仍然呈现边际收敛态势，资金利率整体延续上行。主要期限国债到期收益率整体小幅上行，曲线维持平坦化特征。截至 11 月 29 日，隔夜银行间质押式回购利率较 10 月 30 日下行 5.86bp，7 天

期大幅上行 82.90bp，14 天期、21 天期分别小幅上行 47.47bp、20.12bp，1 年期、3 年期、5 年期、7 年期、10 年期和 30 年期国债收益率较 10 月 30 日分别上行 12.37bp、4.36bp、2.63bp、3.20bp 和 2.61bp。

供给方面，目前新增国债发行仍在推升政府债券供给。此外，值得注意的是，近期城投债行情反转重受追捧，在一级市场上，发行认购倍数的持续攀升且多笔城投债发行利率创新低。二级市场上，城投债信用利差也不断收窄。背后的主要原因是供需矛盾推动城投债发行利率下行，认购倍数抬升。中央“一揽子化债方案”逐步落地带动市场对城投债风险偏好的抬升，此后特殊再融资债券重启和万亿国债增发，进一步提振市场预期，城投债配置和交易需求提升。从供给角度来看，“借新还旧”以及监管趋紧导致城投债发行规模缩量，加剧了城投“资产荒”。而二级市场的认购热情高涨，也带动发行利率不断走低。在此背景下，市场上高收益债券的存量规模明显减少，整体已缩量超过 80%。需要注意的是，此次城投债行情或主要受市场情绪带动，并非是信用基本面改善，长期来看仍要注意基本面波动以及估值风险。

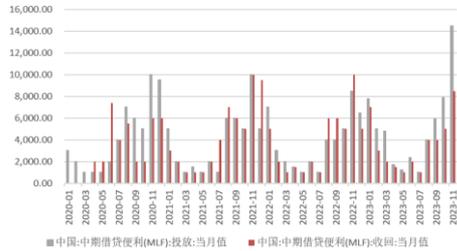
总的来说，国内货币政策有望继续偏积极，但跨年阶段将至、万亿国债待发等因素影响下，且央行再提“资金空转”，市场流动性易紧难松，预计 12 月资金面仍将维持紧平衡格局，同业存单利率短期难以显著下行，对债市仍有些许扰动。如果后续降准落地，资金面有望回归中性。

图 19：银行间杠杆（亿元）



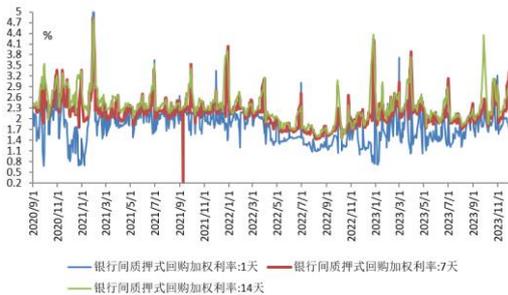
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 20：11 月 MLF 加量续作



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 21：各期限银行间质押式回购利率



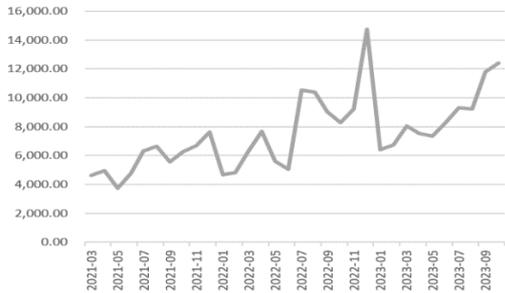
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 22：中证主要期限国债到期收益率小幅上行



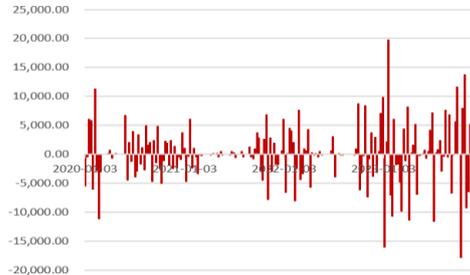
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 23：国债发行量（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 24：公开市场货币净投放（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院，仅含正逆回购及央票。

四、海外经济与汇率分析

10 月份，美国通胀超预期回落。美国 10 月份 CPI 同比上涨 3.2%，较 9 月份的 3.7% 水平明显放缓，同时低于市场预期的 3.3% 水平。美国 10 月份核心 CPI 同比上涨 4%，是 2021 年 9 月份以来最小涨幅。环比上涨 0.2%，增速较前两个月均有所下滑。美联储 11 月暂停加息，符合市场预期，这一轮美债利率的上升或替代了加息对总需求的抑制作用。结合此前美国非农就业数据的超预期下行，美联储后续加息的概率和必要性都在下降，市场普遍预计美联储 12 月会议上加息概率较低，联邦基金利率期货隐含数据显示 12 月加息的概率已经降至零。由此导致美债收益率和美元下行压力加大，预计短期内 10 年期美债利率或仍将筑底，维持在 4% 以上的高位运行。汇率方面，11 月初至今，人民币对美元汇率迎来拐点，升值通道或逐渐打开。在岸、离岸人民币汇率一改此前两个多月的横盘整理走势，开启大幅反弹，升幅双双达到约 2000 个基点，分别大涨 2.45%、2.78%，盘中一度升破了 7.13，触及近期高位。随后在岸、离岸人民币汇率均小幅震荡，整体围绕 7.14 波动。

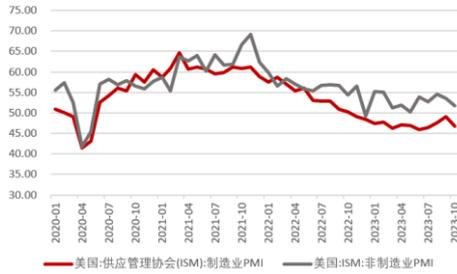
总体来说，美国经济开始显现走弱迹象，叠加降息预期提前以及美债供需关系改善影响下，美债利率和美元指数均显著回落，但短期内美国经济在高利率环境下尚未暴露脆弱性，美联储货币政策的转向时点不明确，10 年期美债收益率或将维持筑顶格局。后续随着国内经济企稳回升、美元指数走弱以及市场情绪回暖等积极因素持续积累，明年人民币汇率有望继续保持升势，汇率对国内货币政策的掣肘或逐步减弱。

图 25：美国核心通胀延续下行



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 26：10 月 ISM 制造业指数大幅转冷



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 27：美债收益率显著回落



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 28：美元兑人民币走势重回升势



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

五、12 月期债投资建议

11 月中上旬呈现持续反弹修复行情，市场主要交易经济数据不及预期以及博弈月中降准预期，长端表现较为强势，而后降准预期暂时落空叠加资金面趋紧导致短端明显承压。11 月下旬受宽地产发力和资金面偏紧预期压制，以及政策层再度提及“资金空转”背景下，债市整体显著调整，曲线延续平坦化特征。国内经济基本面来看，11 月 PMI 数据环比继续回落，通胀低位运行，房地产市场深度调整尚未结束，需求端增长动能能否持续转强仍待验证，基本面环境对债市仍有支撑。政策面上看，11 月 MLF 投放更为积极但降准预期落空，或意味着短期内货币宽松预期降温。三季度货政执行报告表明货币政策仍维持宽松取向但将更重视结构性发力，后续需重点关注年底几大关键会议定调以及央行对货币政策的表态。资金面上看，跨年阶段将至、万亿国债待发等因素影响下，且央行再提“资金空转”，市场流动性易紧难松，预计 12 月资金面仍将维持紧平衡格局，同业存单利率短期难以显著下行，对债市仍有些许扰动。如果后续降准落地，资金面有望回归中性。海外及汇率方面，美国经济开始显现走弱迹象，叠加降息预期提前以及美债供需关系改善影响下，美债利率和美元指数均显著回落，但短期内美国经济在高利率环境下尚未暴露脆弱性，10

年期美债收益率或将维持筑顶格局，汇率对国内货币政策的掣肘或将逐步减弱。对债市而言，短期内货币宽松预期降温叠加流动性易紧难松，市场对资金面预期偏谨慎，短债收益率或仍有上行风险。对于长端来说，短期宽地产预期可能继续压制市场情绪，但实体融资需求仍然疲弱，特别是房地产行业仍延续低迷，内需修复尚需时日。此外，配置盘逢高买入的需求或将对长债利率形成支撑，长端利率上行空间或较为有限。若后续降准降息预期升温，长债利率仍有下行空间。

在以上背景下，12月10年期国债收益率或将延续震荡态势，目标位或在2.65-2.75%区间震荡，全年利率中枢在2.70%附近，目前10年期国债收益率在2.70%一线。操作上，中短线操作时，短久期利率债的波段交易相对性价比较高，但宽地产和紧资金面预期或仍将压制债市情绪，交易盘建议快出快进；长期可逢收益率高时逐步配置长久期利率债，若后续降准降息预期落地，或将带动长债利率下行。密切观察宽信用政策落地效果以及债券供给增量对资金面的扰动影响。

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。