



2022年5月4日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

王志萍

从业资格编号 F3071895

投资咨询编号 Z0015287

wangzhiping@jinxinqh.com



高通胀不敌强势美元，贵金属乍暖还寒

内容提要

四月以来，俄乌冲突、新冠疫情、美联储加息、美欧经济衰退和全球通胀飙升等持续影响全球市场，全球市场波动加大，主要市场指数下跌，美股加速回撤，科技股承压，国际原油价格高位震荡，而贵金属价格冲高回落。

综合来看，北约国家加强对乌克兰军事支持背景下俄乌局势料将继续处于僵持阶段，俄乌战争带造就的避险行情将有可能弱化，但全球股市、汇市及大宗商品的波动对市场避险情绪的推动作用将继续存在。从通胀角度看，战争及制裁导致的供应中断短期内难以修复，大宗商品短缺状态将继续存在，而原油方面，后续在低库存、低供应背景下，原油价格大概率保持高位运行，能源、农产品、金属等产品的价格将继续处于相对高位，全球通胀短期难以实质好转，黄金白银将继续受益于抗通胀属性。美元指数和美债收益率对黄金白银价格上行的牵制作用将继续存在。预计短期金银价格震荡宽幅调整，操作上单边建议短多长空，套利上关注金银比价上升至 85 点位（外盘）后的阶段性做空机会。沪金 AU2206 参考区间 385-420，沪银 AG2206 参考区间 4750-5450。

图表目录

图表 1: COMEX 黄金白银价格走势.....	3
图表 2: 沪金沪银价格走势.....	3
图表 3: 人民币兑美元汇率.....	4
图表 4: 美元指数走势.....	5
图表 5: 美债收益率.....	5
图表 6: 欧元区 GDP 增速.....	6
图表 7: 全球制造业下滑.....	6
图表 8: 美国 GDP 增速.....	7
图表 9: 美国抵押贷款利率.....	7
图表 10: 美国非农就业及失业率.....	7
图表 11: 美国劳动参与率.....	7
图表 12: 全球通胀上升.....	8
图表 13: 美国 CPI 分项同比变化.....	8
图表 14: 全球黄金供给 (吨).....	9
图表 15: 中国金矿产量 (吨) s.....	9
图表 16: 全球黄金需求 (吨).....	10
图表 17: 中国黄金需求 (吨) s.....	10
图表 18: SPDR 黄金 ETF (吨).....	10
图表 19: iShares 白银 ETF (吨).....	10
图表 20: CFTC 黄金持仓 (手).....	10
图表 21: CFTC 白银持仓 (手).....	10

一、贵金属价格回顾

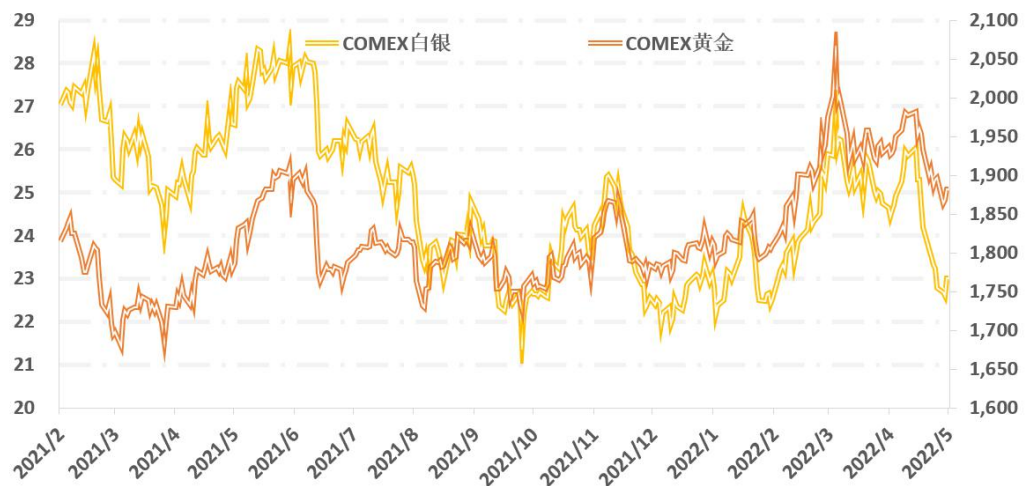
四月以来，俄乌冲突、新冠疫情、美联储加息、美欧经济衰退和全球通胀飙升等持续影响全球市场，全球市场波动加大，主要市场指数下跌，美股加速回撤，科技股承压，国际原油价格高位震荡，而贵金属价格冲高回落。纵观4月份黄金白银价格走势，其大致可分为两个阶段：

第一阶段：4月份中上旬，俄乌战争推动能源与粮食价格继续抬升，欧美发达经济体通胀持续上行。同时，欧洲地缘政治因素叠加疫情反弹，加剧了市场对全球经济衰退的担忧，市场避险情绪有所升温。全球通胀持续升温，地缘政治及能源、金属和农产品价格飙升带动美国通胀明显上升，通胀预期继续强化贵金属的抗通胀需求，而俄乌战争、美国经济衰退风险强化了市场的避险需求，机构对贵金属持仓增加，黄金白银价格惯性上扬。

第二阶段：4月中下旬开始，欧美央行释放鹰派信号，美联储激进加息预期持续升温，美债收益率持续上涨，非美货币普遍贬值，美元快速升值，美元指数上行突破103关口并创近20年新高，黄金白银价格震荡回落。同时全球股市、汇市及商品期货集体大跌推升市场避险情绪，同时市场担忧经济放缓导致全球跨资产波动性飙升，恐慌指数VIX飙升至3月中旬以来的最高水平。避险资金涌入美元资金，而美联储紧缩加速的预期强化背景下，贵金属价格承压下行，同时全球经济下行压力以及需求放缓担忧下白银价格走弱。

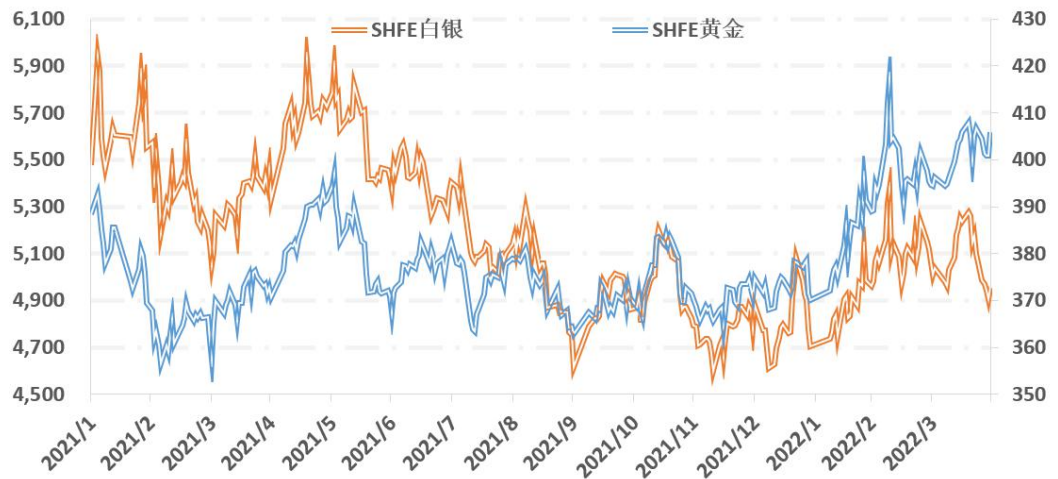
4月份，COMEX黄金价格累计下跌2.92%，COMEX白银价格下跌9.34%，白银价格表现远弱于黄金，金银比价大幅抬升。内盘方面，人民币兑美元走势疲软，离岸人民币汇率跌破6.6关口，人民币汇率贬值效应下内盘黄金白银价格相对抗跌，上期所黄金期货主力合约沪金2206累计上涨2.64%，白银期货主力合约沪银2206下跌1.84%。

图表 1：COMEX 黄金白银价格走势



数据来源：Wind、优财研究院

图表 2：沪金沪银价格走势



数据来源：Wind、优财研究院

图表 3：人民币兑美元汇率



数据来源：Wind、优财研究院

二、全球宏观金融分析

四月份以来，国际市场继续动荡，俄乌冲突及美联储货币持续压制市场情绪，贵金属市场受美联储紧缩预期、美债及美元上涨、俄乌冲突持续、全球经济衰退风险、海外疫情形势等多重因素影响。

1. 美联储加息预期强化，美元及美债齐涨

4月份以来美债收益率和美元指数双双大涨，引发全球市场一系列连锁反应，包括美债曲线倒挂、中美利差倒挂、非美货币大幅贬值等，其背后反映出全球金融和流动性的紧张。

美债收益率和美元指数持续走强的原因：一是美联储释放“鹰派”加息信号，不断强化加快货币政策紧缩的预期。美联储货币紧缩预期推动美债收益率和美元指数上行。10年期美债收益率突破3%，美国十年期通胀保值债券（TIPS）收益率自2020年3月以来首次

升至零上方，30 年期美债收益率则升至 3%。美债收益率的上行，导致投资者对冲持有美债的成本不断攀升，进而导致海外投资者不断抛售美债，由此进一步抬升美元汇率；二是美国经济加快复苏，美国失业率进一步下滑。美国与其它国家的经济基本面差异为美元走强提供基础；三是非美货币的集体贬值。4 月份以来，欧元、英镑和日元等主要货币兑美元大幅贬值，成为美元走强的主要推手。欧洲央行相对“鸽派”以及俄乌冲突的持续影响对欧元施压，叠加欧洲能源危机导致欧元疲软，欧元兑美元触及五年新低。而日本持续贸易逆差、日本央行宽松态度以及美债收益率攀升导致日元持续贬值，美元兑日元跳涨至 20 年来最高水平。今年以来，全球能源价格飙涨，导致日本持续出现贸易逆差。而日本央行仍维持大规模刺激政策，并承诺继续无限量购债。中国国内疫情反弹、出口下降预期等不利因素以及中美货币政策差异背景下，人民币汇率大幅贬值，在岸人民币兑美元触及 6.6 关口。非美货币集体贬值带动美元指数进一步走强。

图表 4：美元指数走势



资料来源：Wind，优财研究院

图表 5：美债收益率



资料来源：Wind，优财研究院

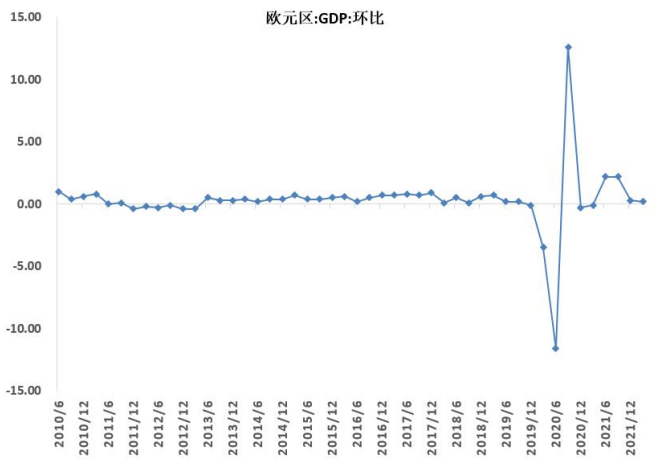
2. 全球滞胀风险加剧，通胀持续高企

年初以来，欧美国家 GDP 和 PMI 数据转弱，美国、欧元区、日本、巴西等经济预期均出现不同程度的下调。同时，国际油价和通胀压力继续处于高压位，全球滞胀风险加剧。

(1) 世界银行将 2022 年全球经济增长预测从 4.1% 降至 3.2%，将亚太地区经济增长预期下调至 5%。同时世界银行预计俄罗斯今年的 GDP 将下降 11.2%，这主要是由西方国家的制裁所导致。而 IMF 下调全球经济增速预期，同时上调通胀预期。IMF 将 2022 年和 2023 年的全球增长预测下调至 3.6%，美国今明两年经济预计将分别增长 3.7% 和 2.3%，欧元区 2022 年预测经济增长 2.8%，较 1 月预测下调 1.1 个百分点，中国经济预计将分别增长 4.4% 和 5.1%。IMF 预测 2022 年发达经济体的通货膨胀率为 5.7%，新兴市场和发展中经济体的通货膨胀率为 8.7%。另外德国大幅下调今年的经济增长预测。德国联邦政府将 2022 年的经济增长展望从 1 月预测的 3.6% 下调至 2.2%，并预计今年德国通胀率将达 6.1%。(2) **欧元区经济增速下滑**。2 月份开始欧洲各国陆续解除疫情防控措施，经济活跃度有所回升，但通货膨胀激增以及俄乌战争背景下，欧元区一季度 GDP 增速仅为 0.2%，同比增长 5%。法国经济出现零增长，家庭支出部分下降了 1.3%，消费者信心不足，国内需求疲弱，不过投资增长 0.2%，库存增长 0.4%。意大利经济负增长，一季度 GDP 下降 0.2%，产出收缩。西班牙经济增长失速，一季度经济增长急剧放缓至 0.3%，通胀飙升和新冠病毒感染人数增加拖累西班牙

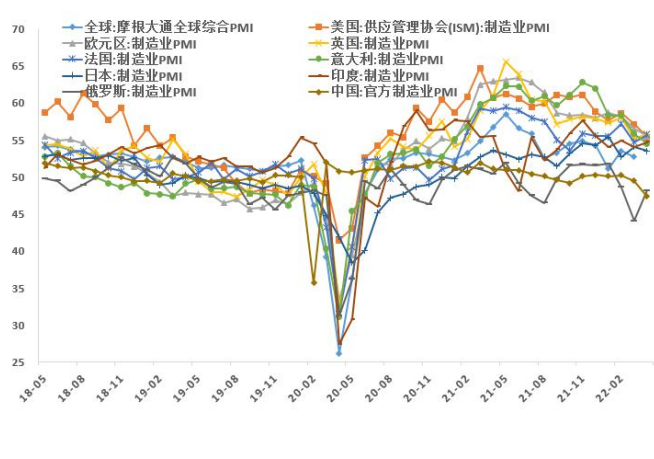
牙经济。德国经济则出现反弹，一季度环比增长 0.2%，主要是由于投资增加，不过净出口减少对经济增长造成拖累；（3）**全球制造业普遍下滑**。由于地缘政治紧张局势加剧、供应链中断和通胀压力不断升温，摩根大通 4 月全球制造业 PMI 创廿个月新低，全球消费品、中间产品和投资品行业的产出均呈现下滑，新出口订单连续两个月收缩。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 创 2020 年 9 月以来新低，就业低迷，新订单指数、生产指数创 2020 年 5 月以来新低，商品需求疲软。欧元区制造业 PMI 连续三个月放缓，而日本受供应链中断等影响，制造业活动增速放缓。

图表 6：欧元区 GDP 增速



资料来源：Wind，优财研究院

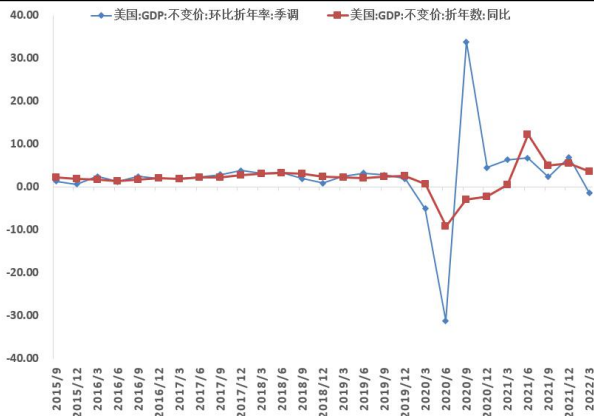
图表 7：全球制造业下滑



资料来源：Wind，优财研究院

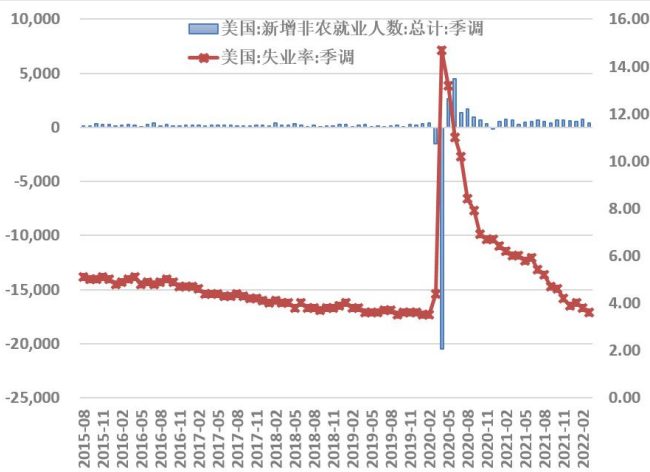
美国经济增速意外下降，利率上行拖累房地产。（1）美国一季度 GDP 年化环比意外下降 1.4%，净出口和库存拖累美国 GDP，同时政府支出出现萎缩。一季度美国实际个人消费支出初值环比升 2.7%，不及预期。美联储经济景气状况褐皮书显示自 2 月中旬以来，美国经济活动以温和的速度扩张，但地缘政治发展和物价上涨带来的不确定性给未来增长前景蒙上了阴影，美通胀压力依然强劲，能源、金属和农产品价格飙升，而尽管劳动力市场面临招聘和留住人才的挑战，但一些地区报告称就业增长温和；（2）就业方面，一季度美国非农就业人口月均新增 56 万人，3 月份非农新增就业人数 43.1 万人，休闲和酒店、专业和商业服务、零售贸易和制造业的就业继续显著增长。失业率则下降至 3.6%，创两年来新低，而劳动力参与率有所回升但仍未完全恢复，由于疫情、财政刺激、宽松货币政策等多种因素影响，导致就业意愿恢复较慢，不过薪资增速创 2007 年以来最高；（3）房地产方面，高房价和借贷成本飙升给美国房地产市场带来压力。美国 30 年期平均房贷利率升至 2010 年以来最高水平，30 年期抵押贷款利率触及 5%。随着利率上升，美国 3 月份二手房销量降至 2020 年以来最低水平，抵押贷款利率升至 12 年新高，而抵押贷款申请数连续下滑。美国 3 月新建住宅销量下降至四个月低点，新单户型住宅销售量下降 8.6%，至折合年率为 76.3 万套。房屋建筑商信心指数连续四个月下滑，处于七个月新低；（4）零售销售不及预期。汽油开支飙升推动美国零售销售小幅增长。美国 3 月零售销售环比升 0.5%，核心零售销售环比升 1.1%，均低于预期。不过美国歇根大学消费者信心指数意外升至三个月高位。

图表 8: 美国 GDP 增速



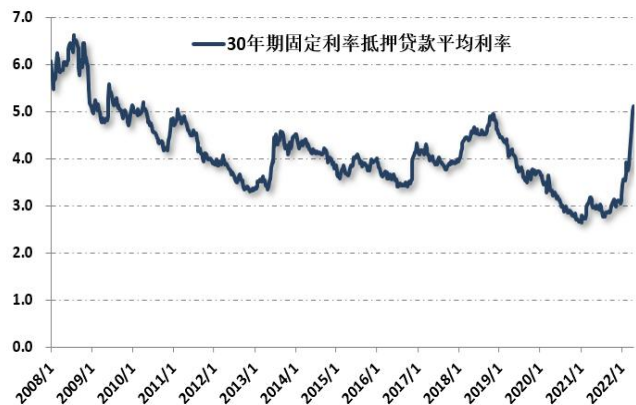
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 10: 美国非农就业及失业率



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 9: 美国抵押贷款利率



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 11: 美国劳动参与率

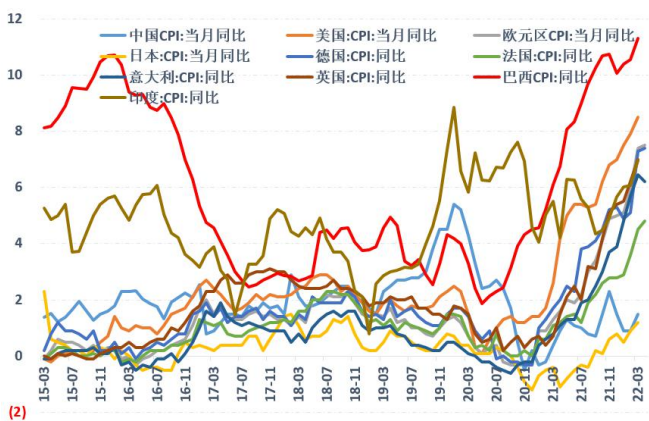


资料来源: Wind, 优财研究院

欧美国通胀继续高企。年初以来,随着俄乌冲突的持续,全球能源价格和主要农产品价格继续处于高位,欧美国通胀加速上升,通胀预期全面增强。(1) **美国通胀率达逾 40 年来最高,但核心 CPI 低于预期,而 PPI 升幅创历史新高。**美国通货膨胀主要驱动力来源于两方面,一是劳动力成本上升;二是高居不下的大宗商品价格。俄乌局势的冲击下,3 月份美国通胀创 8.5% 的同比新高,为 1981 年 12 月以来的最快年度涨幅。从分项来看,能源价格成为推动美国 CPI 走高的最大项目,而商品和服务需求强劲以及供应限制带动食品价格大幅上涨。美国 CPI 已经连续六个月超过 6%。另外 3 月份美国 PPI 同比猛增 11.2%,创逾 12 年来最大升幅,美国上游通胀压力持续存在。而美国 3 月 PCE 物价指数同比上涨 6.6%,核心 PCE 物价指数同比上涨 5.2%,核心通胀同比小幅回落;(2) **能源与食品价格推动欧元区通胀持续上行。**3 月份欧元区 CPI 同比上涨 7.5%,核心 CPI 同比增幅 3%,PPI 同比上涨达 31.1%。3 月份欧元区能源价格较去年同期上涨 44.4%,未加工食品价格上涨 7.8%;(3) **德国目前的通胀率处于高位。**德国 4 月调和 CPI 大涨 7.8%,其中能源价格同比涨幅达 35.8%,食品价格同比涨幅 8.5%。德国 3 月份燃油价格同比上涨 41.9%创 50 年来的最高纪录,柴油价格同比上涨 62.6%,取暖用油价格同比上涨 144%;(4) 英国 3 月 CPI 同

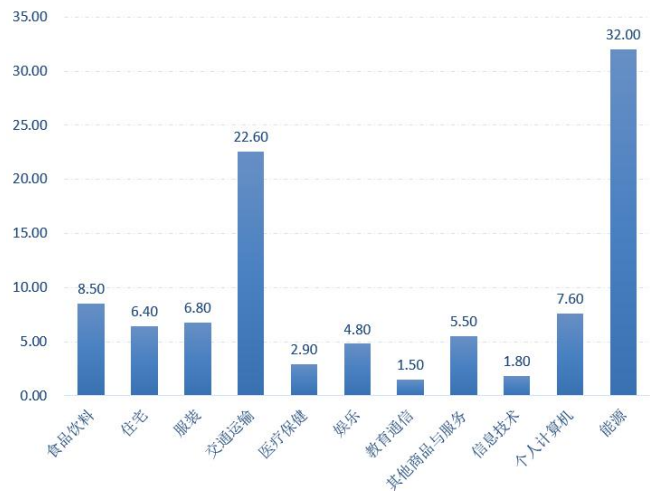
比上升 7.0%，创 1992 年 3 月以来最大同比增幅，环比上涨 1.1%，而剔除食品、能源、酒类和烟草后的核心 CPI 同比升至 5.7%。能源和食品价格飙升是导致英国 3 月 CPI 涨幅创新高的最主要因素。俄乌战争导致能源和粮食价格飙升，英国燃料价格猛涨。英国能源监管机构从 4 月 1 日起将家庭能源价格上调 54%，预计英国通胀将有继续上行的趋势；（5）法国 3 月 CPI 同比增长 4.5%，环比增长 1.4%，创 80 年代以来的新高。法国国内食品价格的涨幅快于预期，新鲜农产品价格持续攀升；（6）**加拿大通胀率创下 30 年新高**。加拿大 3 月 CPI 同比上涨 6.7%，环比上涨 1.4%，剔除汽油的消费者价格指数同比上涨 5.5%；（7）新西兰 3 月份 CPI 同比增长 6.9% 创 32 年来新高。

图表 12：全球通胀上升



资料来源：Wind，优财研究院

图表 13：美国 CPI 分项同比变化



资料来源：Wind，优财研究院

欧美国国家央行加速强化鹰派立场。3月初以来，美联储不断强化紧缩预期，美联储主席鲍威尔等高官轮番发表鹰派言论，欧央行、英国央行也频繁向市场释放出鹰派信号，而日本央行则表态会继续保持宽松的货币政策。（1）**美联储官员继续强化鹰派观点。**自美联储于3月份开启新一轮加息周期后，近期美联储官员频繁对外释放鹰派信号。美联储主席鲍威尔、“鹰派之王”布拉德、克利夫兰联储主席梅斯特、纽约联储主席威廉姆斯、美联储理事沃勒、旧金山联储主席戴利等多位联储官员表示，如有必要控制通胀，他们愿在5月FOMC会议上提高加息幅度至50个基点。美联储主席鲍威尔暗示美联储会更激进地收紧政策；（2）**欧洲央行展现鸽派姿态。**欧洲央行行长拉加德表示，将在货币政策的执行上保持选择空间、循序渐进和灵活性。欧洲央行态度导致欧元走软。欧洲央行确认计划在三季度结束刺激措施，但并未提供行动时间表的进一步线索，强调乌克兰战争带来的不确定性；（3）**英国央行连续加息。**英国央行今年以来连续加息以抗击通胀，3月份英国央行开始“量化紧缩”过程280亿英镑英债到期并从资产负债表中剥离；（4）**日本央行维持宽松立场。**日本央行行长黑田东彦警告称，近来由进口成本增加推动的通胀上升可能损害经济，强调央行维持超宽松货币政策的决心。黑田表示，随着能源价格急遽上涨、企业不断将更高的原材料成本转嫁给家庭，消费者通胀可能明显加速；（5）加拿大央行和新西兰联储均将指标利率50个基点，韩国央行意外宣布加息25个基点，新加坡金管局亦收紧政策。新西兰央行4月13日将基准利率上调50个基点至1.5%，为新西兰央行自2021年10月以来连续第四次加息。

综合来看，未来俄乌冲突持续、供应瓶颈、海运费上涨将带来进一步的全球通胀压力，预计全球通胀水平将继续处于高位，而就业已不再成为美联储实施紧缩货币政策的主要掣肘因素，美国当前经济条件满足美联储加速加息及缩表的条件。综合美国经济数据表现以及美联储官员一系列鹰派的发言来看，年中美联储一系列加息及缩表举措将加快落地，预计市场情绪将继续受美联储紧缩预期的压制。

三、需求分析

1. 黄金供给

根据世界黄金协会数据，2022年一季度全球金矿产量同比增长3%至856吨。全球多个现有矿区开采出了更高品位的金矿石，同时中国金矿产出基本恢复。

全球回收金供应量跃升至310吨，同比增长15%。回收金供应量与金价有很强的正相关性。一季度平均金价较去年同期高出约5%，创2020年二季度以来的最佳季度表现，这带动了回收金供应量的大幅提升。后期来看，若金价继续走高，回收金供应量将继续上升。

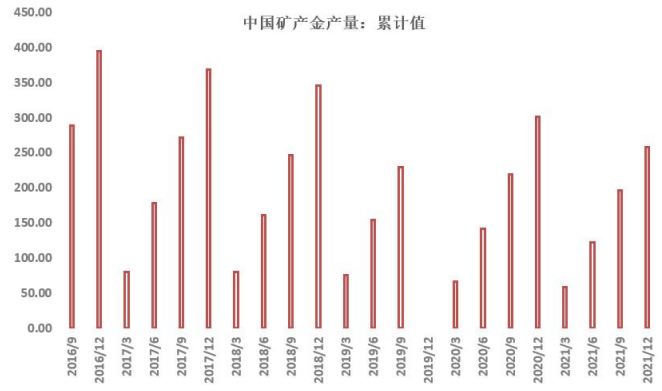
根据中国黄金协会数据，2022年一季度，国内原料黄金产量为83.401吨，相比去年同期增产8.962吨，同比增长12.04%。同时，一季度进口原料产金24.034吨，同比增长0.18%。一季度共生产黄金107.435吨，同比增长9.15%。

图表 14：全球黄金供给（吨）



资料来源：Wind，优财研究院

图表 15：中国金矿产量（吨）s



资料来源：Wind，优财研究院

2. 实物需求

根据世界黄金协会数据，2022年一季度全球黄金需求为1234吨，同比增长34%，比其五年平均水平1039吨高出19%，主要是受黄金ETF强势流入的驱动。电子产品加工用金量小幅上涨，科技用金则相对平稳。

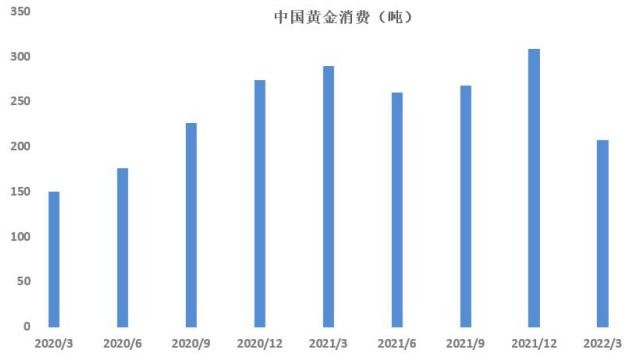
一季度全球金饰消费相对疲软，需求同比下降7%至474吨。中国一季度黄金需求下降，金饰需求总量为177.5吨，与去年相比下降8%，主要受中国各地严格的防控措施的影响。一季度，中国黄金实际消费量260.26吨，与2021年同期相比下降9.69%。其中，黄金首饰168.86吨，同比下降0.19%；金条及金币69.62吨，同比下降27.71%；工业及其他用金21.78吨，同比下降4.10%。

图表 16: 全球黄金需求 (吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 17: 中国黄金需求 (吨)

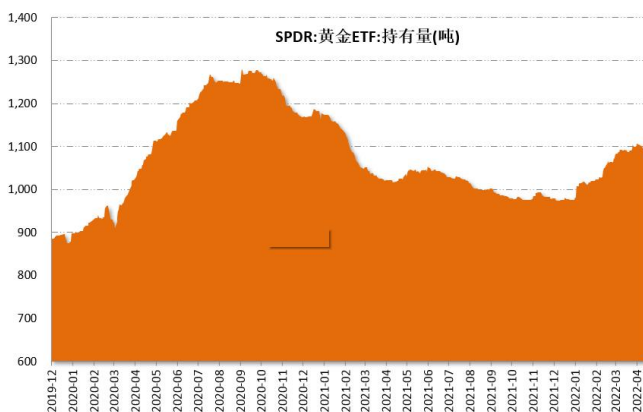


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 投资需求

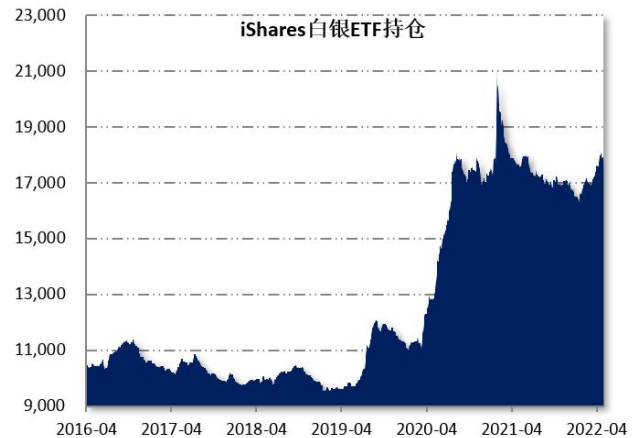
从投资需求来看, 一季度全球黄金 ETF 总持仓增加 269 吨, 为 2020 年第三季度以来最强劲的季度流入水平, 超过 2021 年 174 吨的年度净流出量。4 月份以来机构对黄金和白银持仓均呈现增仓。全球最大的黄金基金 SPDR 黄金 ETF 全月累计增加 3.11 吨至 1089.04 吨, iShares 白银 ETF 持仓量则增加 513.95 吨至 17917.11 吨。另一方面, CFTC 黄金和白银净多头减仓。4 月份以来, CFTC 黄金投机多头持仓减少 17121 手至 310511 手, 空头持仓增加 22451 手至 92487 手, 黄金投机性净多头减少 21733 手至 218024 手; 白银投机多头持仓减少 9135 手至 56782 手, 空头持仓增加 3699 手至 21376 手, 白银投机性净多头减少 12834 手至 35406 手。从机构持仓来看, 年初以来战争及通胀背景下对机构黄金白银的配置需求增加。

图表 18: SPDR 黄金 ETF (吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

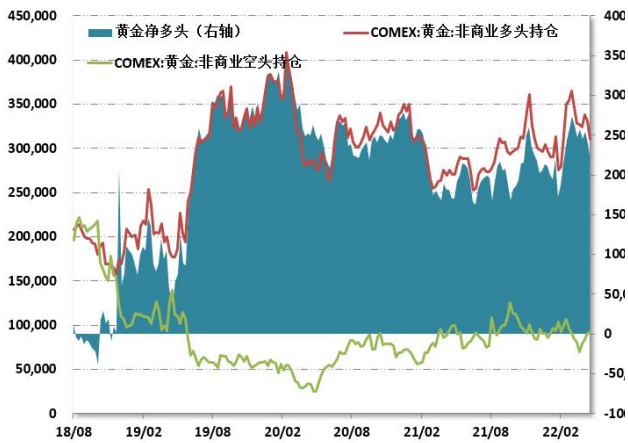
图表 19: iShares 白银 ETF (吨)



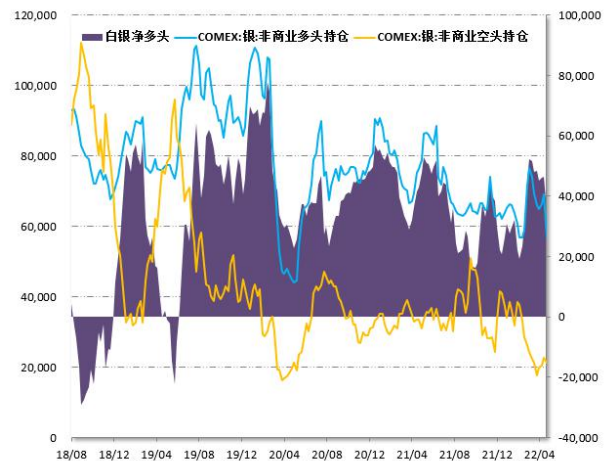
资料来源: Wind, 优财研究院

图表 20: CFTC 黄金持仓 (手)

图表 21: CFTC 白银持仓 (手)



资料来源：Wind，优财研究院



资料来源：Wind，优财研究院

三、贵金属展望

综合今年以来影响黄金白银价格的影响因素，我们认为未来贵金属价格主导因素在于三个层次：避险、通胀、汇率。

避险需求主要来源于两个层次：一是俄乌局势；二是全球经济衰退风险。俄乌战争已持续数月，未来若俄乌之间延续紧张局势，将加剧资产价格波动，将推动避险资金涌入美元、国债、贵金属等避险品种。另一方面，全球通胀高企、劳动力短缺、供应链中断、需求下降以及新冠疫情持续肆虐等多重不利因素将加大全球经济衰退风险，进而将强化市场的避险需求。一是美国财政刺激进入尾声，持续强劲的美国通货膨胀将引发美联储采取更强硬措施，美债收益率倒挂，美国经济陷入衰退的风险上升；二是能源危机对欧洲和日本的冲击，油气供应危机背景下欧洲经济有衰退可能，而俄乌冲突导致外需回落以及国际能源价格高涨将加速日本经济的衰退；三是美元指数大幅上行对新兴国家的冲击，美国加息将促使资本回流，同时将抑制全球需求，新兴国家将面临外部需求下降、货币贬值和资本外流的多重打击。

通胀上，国际油价、俄乌局势、海运费等因素仍是影响全球通胀水平变化的主要因素。年初以来俄乌战争对能源、农产品以及基本金属的全方位影响也已显现，未来俄乌局势若持续紧张，大宗商品价格将维持高位。中期来看，全球通胀在仍将维持高位，美国就业改善以及高通胀下美联储将加速收紧政策。未来美联储收紧货币政策仍将延续“TAPER-加息-缩表”的路径，未来通胀仍是美联储短期最主要的政策考量和约束，美联储货币政策的重心仍在于抗通胀，其着力点有两方面，一是加息的力度；二是缩表进程。就加息而言，未来美国通胀水平实质性下降前，美联储仍将有激进加息的可能性，年内美联储再度加息 50 基点仍有一定概率，但大幅加息 75 基点的可能性我们认为比较小。而缩表上，其推进节奏和缩表规模对长端利率的作用效果更为明显，本轮缩表周期中美联储若出售其持有的机构 MBS 将进一步推高抵押贷款利率，同时缩表将显著降低流动性水平，需要美联储设立新工具来平滑市场流动性波动。

汇率仍是影响贵金属定价的重要考量因素。在通胀异常高企阶段，汇率因素对贵金属的影响通胀不明显；而在通胀不明显阶段，汇率与贵金属价格的相关性突显。美元指数与

贵金属价格大部分时间保持负相关性。未来美元指数上行驱动主要来源于美国经济基本面、美联储加息提速、美债收益率上行以及非美货币的被动贬值，预计美元指数大概率保持高位运行，美联储加息预期强化以及国内疫情扰动下人民币短期仍有贬值预期，内盘沪金沪银料将受益于人民币贬值预期。不过后期随着中国经济基本面修复以及疫情好转，人民币再度出现急贬的可能性不大。

综合来看，北约国家加强对乌克兰军事支持背景下俄乌局势料将继续处于僵持阶段，俄乌战争带造就的避险行情将有可能弱化，但全球股市、汇市及大宗商品的波动对市场避险情绪的推动作用将继续存在。从通胀角度看，战争及制裁导致的供应中断短期内难以修复，大宗商品短缺状态将继续存在，而原油方面，后续在低库存、低供应背景下，原油价格大概率保持高位运行，能源、农产品、金属等产品的价格将继续处于相对高位，全球通胀短期难以实质好转，黄金白银将继续受益于抗通胀属性。美元指数和美债收益率对黄金白银价格上行的牵制作用将继续存在。预计短期金银价格震荡宽幅调整，操作上单边建议短多长空，套利上关注金银比价上升至 85 点位（外盘）后的阶段性做空机会。沪金 AU2206 参考区间 385-420，沪银 AG2206 参考区间 4750-5450。

四、风险提示

全球“再通胀”超预期、美债及美元指数调整、地缘政治风险

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。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，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>