



宏观专题报告

2024年2月29日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

相关研究报告:

股指衍生品: 估值修复, 磨底等待启动契机

股指衍生品: 稳增长政策渐明朗 期待基本面拐点

【专题报告】国联期货股指分红观察(一): 分红对股指基差的影响

【专题报告】美国通胀拐点将现, 加息临近尾声

## 透过金融数据探寻资金运转逻辑与效率

▶ 本文从需求角度入手, 以企业部门、居民部门与银行三个经济主体类别之间的资金流转作为观察单位, 探寻我国的资金运转逻辑。

▶ 从2023年至今的金融数据来看, 我国资金运转情况呈现如下特点:

企业部门信贷占比持续提高, 但由于对未来经济预期不足, 企业投资和生产扩张意愿相对低迷, 导致资金投入实体效率有待提升。

居民部门因有效需求不足和预期偏弱, 消费意愿受限, 投资趋于谨慎。

2024年1月数据显示M1增速显著走高, M2-M1剪刀差暂缓扩大态势, 显示实体经济活跃度提升, 资金流动性边际改善。但考虑到1月M1走高和M2增速放缓的重要原因是春节错位及节假日前企业及居民部门资金需求显著增加, 资金活化的持续性和真实融资需求仍有待观察。

▶ **总结与展望:** 当前企业投资意愿和居民消费意愿不足最终体现为内部需求不足, 作为经济运行面临的突出矛盾对经济增长形成扰动。

我们认为, 政府部门的财政政策、货币政策及产业政策将作为加速经济循环的“第一棒”, 带动企业和居民部门资金循环动能提升, 同时对重点领域、重点板块进行引导, 疏通当前经济循环传导不畅的环节, 提升经济循环效能。

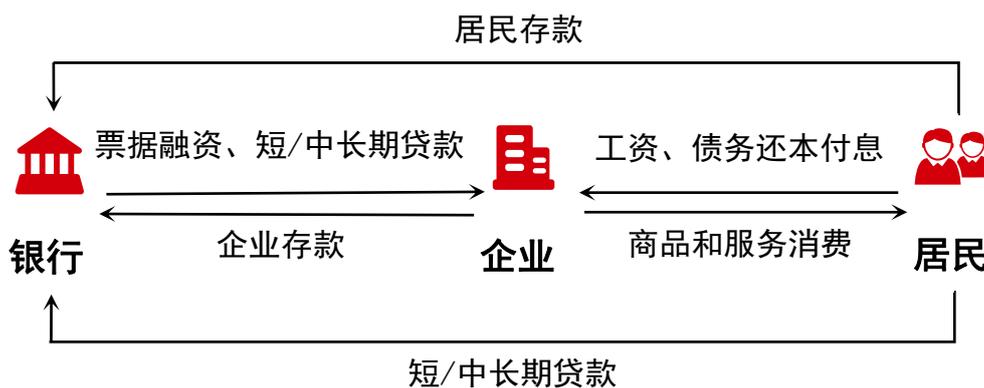
## 一、我国资金运转逻辑

金融数据具有一定的领先性。微观角度来看，实体企业的开工生产需要前期的资金投入，居民消费行为更多受预期影响甚至领先于薪酬变化。因此在宏观角度下，货币金融周期领先于经济周期，金融数据领先于实体经济。

金融数据的发布时间为每月中旬，通过数据中各个节点中所涉及的金融数据的变化能够反映各个经济主体最新的资金使用意愿和使用情况，有助于我们了解社会资金流转及背后的经济循环情况。

本文将从需求角度入手，以企业部门、居民部门与银行三个经济主体类别之间的资金流转作为观察单位，探寻我国的资金运转逻辑。

图 1：中国主要经济单位资金运转逻辑



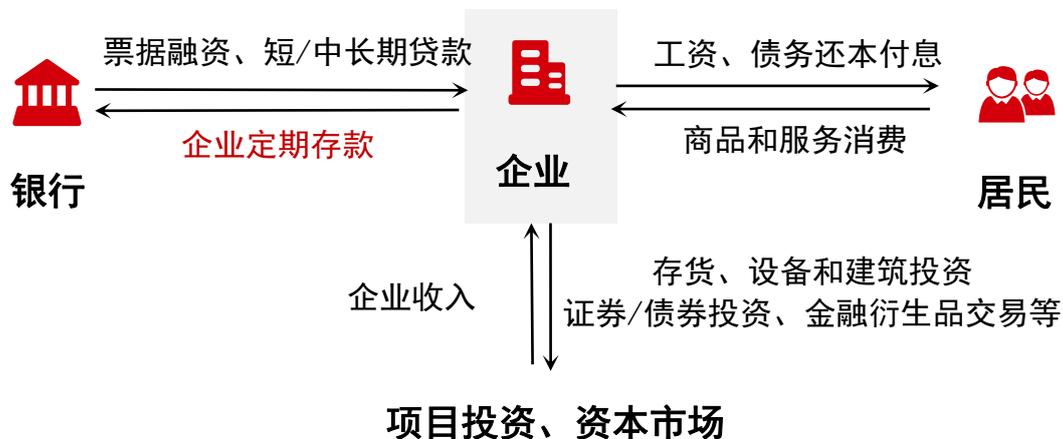
数据来源：国联期货研究所

### 1.1 企业部门资金运转

#### 1.1.1 企业部门资金运转逻辑

企业资金的运转逻辑与循环过程是一个涉及多个环节和因素的复杂系统，涵盖了企业投资、生产、用工、销售等各个经营环节，并带来资金使用及回流，经营行为与资金流转与企业对未来经济的预期紧密相关。

图 2：企业部门资金运转逻辑



数据来源：国联期货研究所

企业的生产经营环节是一个复杂且连贯的过程，包括采购原材料与设备、生产制造、市场销售、库存管理等日常运营各个环节，涉及销售商品或提供劳务过程中发生的销售费用、组织和管理生产经营活动而发生的管理费用和筹集生产经营所需资金等而发生的财务费用。同时，企业也可能将资金用于其他类型的投资，如证券投资、金融衍生品交易等，以期获得额外的投资收益。

企业运营资金来源分为内部及外部，主要包括自有资金、银行贷款和非银行贷款。其中：

(1) **自有资金**：内部资金来源，包括股东投入资本、盈余公积、未分配利润等。

(2) **银行贷款**：外部资金来源，企业扩大生产或需要大量资金时，可通过向银行申请贷款筹措资金，这种资金筹措渠道的优点包括资金规模较大、资金来源安全、融资成本较低、贷款期限较长等。

(3) **非银行贷款**：外部资金来源，企业扩大生产或需要大量资金时，可通过发行债券、股权融资等来筹集资金。

企业部门将筹集到的资金用于固定资产投资、研发创新、并购扩张等长期投资，以及日常运营和流动资金周转。企业会依据其战略规划和对未来市场的预期决定资金投入使用的方向及数额。

当企业对未来经济/经营预期较强时：企业会倾向于扩大生产规模，从而增加经营性支出，内部生产经营循环加速，并带动上下游企业经营效能提升。

**当企业对未来经济/经营预期较弱时：**企业经营思路和存款行为可能会发生变化，进而影响资金的使用和流转。出于对经济前景的担忧，企业可能会减少经营性支出，将更多的资金存入银行以确保资金的安全性和稳定性。这种情况下，资金并未真正进入实体经济形成增量投资和消费，而是在金融体系内部循环。

当企业将资金以定期存款的形式存入银行时，会推高广义货币供应量（M2）。同时，由于企业减少了对现金和流动性较高的活期存款的需求，狭义货币供应量（M1）的增长速度可能会放缓。

### 1.1.2 相关重点观测指标

**(1) 银行贷款观测指标：**新增人民币贷款中的企业中长期贷款、企业短期贷款和企业票据融资分项。

**i. 企业中长期贷款：**期限在一年以上的贷款，其期限与企业扩建厂房，采购设备等需求更为匹配，因此主要用于投资，一般对应基建、地产和制造业投资。

**其变化与实体经济增长与企业对未来经济预期的关联度较高：**

在企业经营预期良好，认为投资回报率高、市场前景广阔时，往往更倾向于进行长期投资，以扩大生产规模，提升竞争力。在这种情况下，企业对中长期贷款的需求会增加，以支持其长期发展规划和重大项目的实施。

然而，在经济预期不佳的情况下，企业可能会更加谨慎地进行投资决策，减少对长期项目的投入，导致对中长期贷款的需求减少。

因此，一般情况下，在新增的企业贷款数据中，企业中长期贷款占比越高，意味着信贷结构越好，对实体的支持也就越强。

**ii. 企业短期贷款：**期限在1年以内，通常用于补充企业经营资金，民企和小微企业需求较多，因而企业短期贷款具有“救急”作用。

**其变化也能体现出企业对未来经济的预期：**

当企业经营预期良好时，由于预期乐观，可能也会适度增加短期贷款，以满足日常运营和流动资金周转的需要。

在经济预期不佳的情况下，为了应对短期的运营需求和流动性风险，企业可能会增加对短期贷款的需求。因此，我们可能会观察到企业中长期贷款增长放缓，而短期贷款增长相对较快的现象。

iii. **企业票据融资**：银行业金融机构通过对客户持有的未到期银行承兑汇票进行贴现而提供的融资。一般情况下，票据融资能够反映银行信贷额度松紧。与企业短期贷款类似，票据融资更多用于为企业补充流动性，具有期限偏短，且风险低的特点。

(2) **非银行贷款观测指标**：社会融资规模中的企业债券和股票融资分项。

i. **企业债券**：由非金融企业发行的各类债券，具体券种包括企业债、中期票据、短期融资券、非公开定向融资工具、中小企业集合票据、公司债、可转债和可分离可转债等。

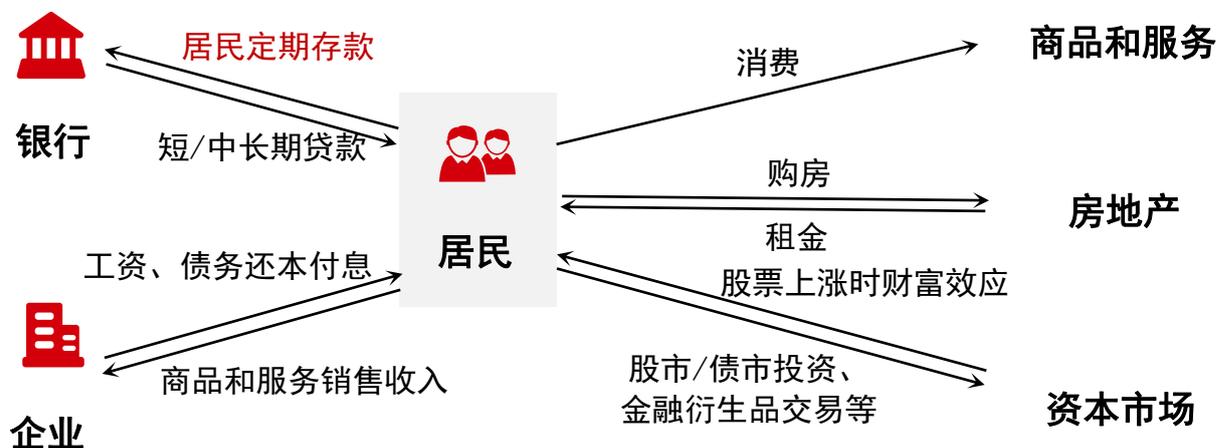
ii. **股票融资**：非金融企业通过境内正规金融市场进行的股权融资，主要包括IPO、增发等，与权益市场景气度、IPO的数量紧密相关，但目前股票融资在国内并非主流。

(3) **企业部门银行存款观测指标**：新增人民币存款中的非金融性公司新增存款当月值。

## 1.2 居民部门资金运转

### 1.2.1 居民部门资金运转逻辑

图 3：居民部门资金运转逻辑



数据来源：国联期货研究所

居民的资金主要来源于三大方面：工资收入、投资收益和银行贷款。

(1) **居民收入**：影响居民消费的核心因素，也是居民储蓄的资金来源和金融机构是否愿意放贷的依据。

(2) **投资收益**：包含利息、红利、租金等财产性收入。

(3) **银行贷款**：从融资需求的角度出发，我们重点关注银行贷款这一资金来源，这是居民部门为满足其资金需求而向银行申请的贷款金。通常，居民产生融资需求的主要动机在于消费和购房。消费作为居民日常生活的重要组成部分，其资金需求可能涉及日常开销、教育支出、医疗支出等多个方面。而购房则是居民的一项重要资产投资，通常需要较大的资金支持。

在获得资金后，居民部门的资金使用主要有两大流向：**投资、消费和储蓄**。居民投资消费水平的高低直接影响经济增长和市场需求，而储蓄则反映了居民对未来经济状况的预期与风险偏好。

(1) **投资消费**：居民部门通常通过商品和服务消费、投资以及购房等途径实现投资消费等资金流出。

(2) **居民储蓄**：在可支配收入增速恢复不及预期、各类投资（如房地产）收益率下行的背景下，居民部门对未来的经济预期可能相对不足，其投资消费的有效性需求将受到抑制。在此情境下，居民部门可能更倾向于采取保守策略，将更大比例的收入转化为定期储蓄，来获取商业银行提供的相对稳定且风险较低的利息回报，从而确保资产的安全与增值。

居民部门相关金融数据的变化是居民经济行为的直接体现。例如，当居民增加定期储蓄时，可能会推高广义货币供应量（M2）的增长。此外，居民的中长期贷款和短期贷款需求也会随着其经济行为的变化而变化。例如，在购房需求旺盛时，居民中长期贷款的增长可能会加快；而在日常消费需求增加或者私营企业主和个体工商户有扩大经营需求时，居民短期贷款的需求可能会上升。

### 1.2.2 相关重点观测指标

(1) **银行贷款观测指标**：新增人民币贷款中的居民中长期贷款和居民短期贷款分项。

i. **居民短期贷款**：按照商业银行的资产负债表分类，居民短期贷款主要包括了信用卡透支、消费贷款（如车贷）、短期个人经营贷款（用于住房装修、私营企业主或个体工商户以自然人名义的贷款等），因此与居民消费有较强关联性。

ii. **居民中长期贷款**：主要以个人住房按揭抵押贷款为主，用以满足居民的购房需求。

(2) **居民储蓄观测指标**：新增人民币存款中的居民新增存款当月值。

### 1.3 资金整体运转效率

为了更全面地了解资金运转逻辑，我们还需要了解银行作为信贷中介在资金流过程中发挥的关键作用。银行通过吸收居民和企业的存款，再将这些资金以贷款的形式投放给企业部门或居民部门，从而实现资金的跨期跨部门配置。与此同时，中央银行的货币政策对银行间资金流转也有重要影响，通过调整存款准备金率、利率等货币政策工具，中央银行可以影响银行的信贷规模和成本，进而调控整体经济。

因此为掌握资金整体的运转效率，我们还需要关注以下金融数据指标：

#### 1.3.1 货币供应量（M0、M1、M2）

货币供应量反映的是整体经济中的货币流通情况，按流动性高低划分为 M0、M1、M2 三个层次。

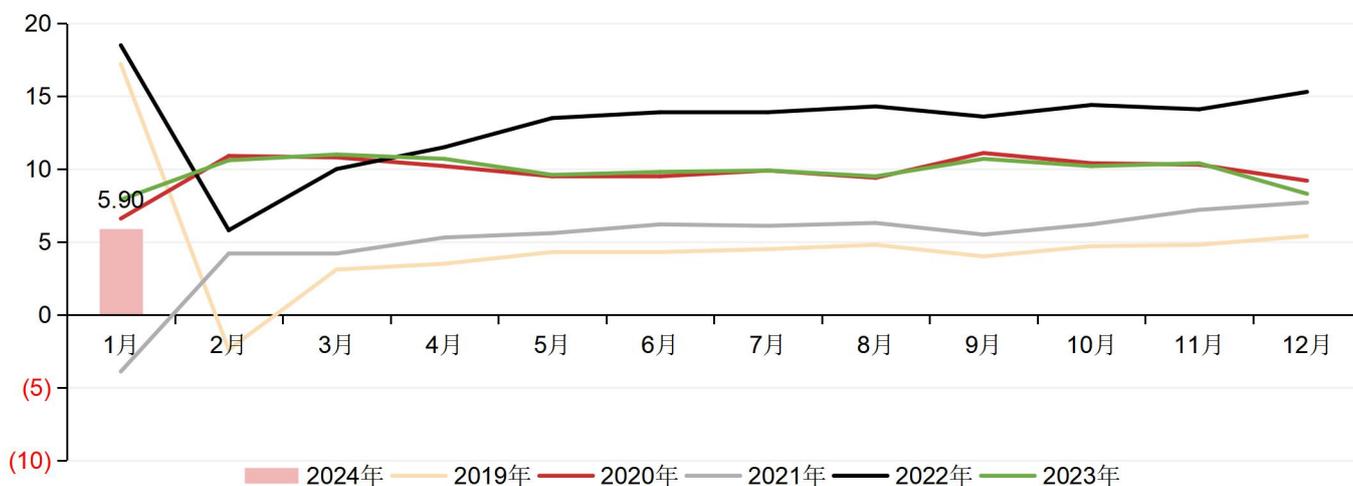
**流通中现金（M0）：** M0 是流通中的现金，即居民手中的现钞和单位的备用金，是流动性最强最活跃的货币。

**狭义货币供应量（M1）：**  $M1=M0+$ 企事业单位活期存款，是流动性仅次于 M0 的货币。

**广义货币供应量（M2）：**  $M2=M1+$ 准货币（城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款+证券公司客户保证金+信托类存款+其他存款），流动性最低。

从定义出发，流通中现金对 M1 和 M2 的贡献因素很小，同时，M0 同比仅在 1-2 月波动较大，在 3-12 月维持平稳，这是由于春节前居民提现需求会带动 M0 提高，春节后 M0 回落。因此 M1 和 M2 同比的变化主要体现的是存款结构与规模的变化。

图 4：除春节前后，M0 同比全年基本维持平稳（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

除了通过定义拆解影响货币供应量的因素之外，还可以从信用派生角度来分析影响 M1 和 M2 的因素。

表 1：金融机构人民币信贷收支表（2024 年 1 月数据）

运用方项目	(亿元)	来源方项目	(亿元)
<b>一、各项贷款</b>	<b>2,425,047.89</b>	<b>一、各项存款</b>	<b>2,897,428.50</b>
（一）境内贷款	2,411,513.07	（一）境内存款	2,877,812.35
1. 住户贷款	810,852.87	1. 住户存款	1,395,218.75
（1）短期贷款	210,622.44	（1）活期存款	396,694.87
消费贷款	103,987.15	（2）定期及其他存款	998,523.88
经营贷款	106,635.29	2. 非金融企业存款	797,998.43
（2）中长期贷款	600,230.43	（1）活期存款	252,458.84
消费贷款	479,077.16	（2）定期及其他存款	545,539.60
经营贷款	121,153.28	3. 机关团体存款	356,606.07
2. 企（事）业单位贷款	1,592,651.04	4. 财政性存款	66,540.81
（1）短期贷款	412,899.23	5. 非银行业金融机构存款	261,448.28
（2）中长期贷款	1,024,877.25	（二）境外存款	19,616.14
（3）票据融资	121,766.99	<b>二、金融债券</b>	140,402.42
（4）融资租赁	31,398.74	<b>三、流通中货币</b>	121,398.54
（5）各项垫款	1,708.83	<b>四、对国际金融机构负债</b>	5.09
3. 非银行业金融机构贷款	8,009.16	<b>五、其他</b>	347,064.56
（二）境外贷款	13,534.81	<b>资金来源总计</b>	<b>3,506,299.11</b>
<b>二、债券投资</b>	<b>657,605.70</b>		
<b>三、股权及其他投资</b>	<b>193,621.90</b>		
<b>四、黄金占款</b>	<b>4,099.83</b>		
<b>五、中央银行外汇占款</b>	<b>221,332.16</b>		
<b>六、在国际金融机构资产</b>	<b>4,591.63</b>		
<b>资金运用总计</b>	<b>3,506,299.11</b>		

数据来源：中国人民银行、国联期货研究所

从信贷收支表中可以看出，信贷投放是货币派生的主要来源。当银行对企业发放贷款时，企业的银行账户中会增加相应的资金，这部分资金通常以企业活期存款的形式存在，直接计入 M1，因此，M1 增速不仅反映了企业的流动性状况，更是衡量经济活动活跃程度的重要指标。当 M1 增速较高时，通常意味着企业有充足的流动性来支持其日常运营和投资活动，进而促进了整体经济的增长。

此外，企业对于资金的使用决策也直接影响着 M1 和 M2 的构成。当企业选择将部分资金存入定期账户或用于购买理财产品时，这些资金将计入 M2，反映了企业对于长期资金配置的需求。因此，M1 的增速不仅反映了当前经济活动的活跃程度，也预示着未来经济走势的可能性。

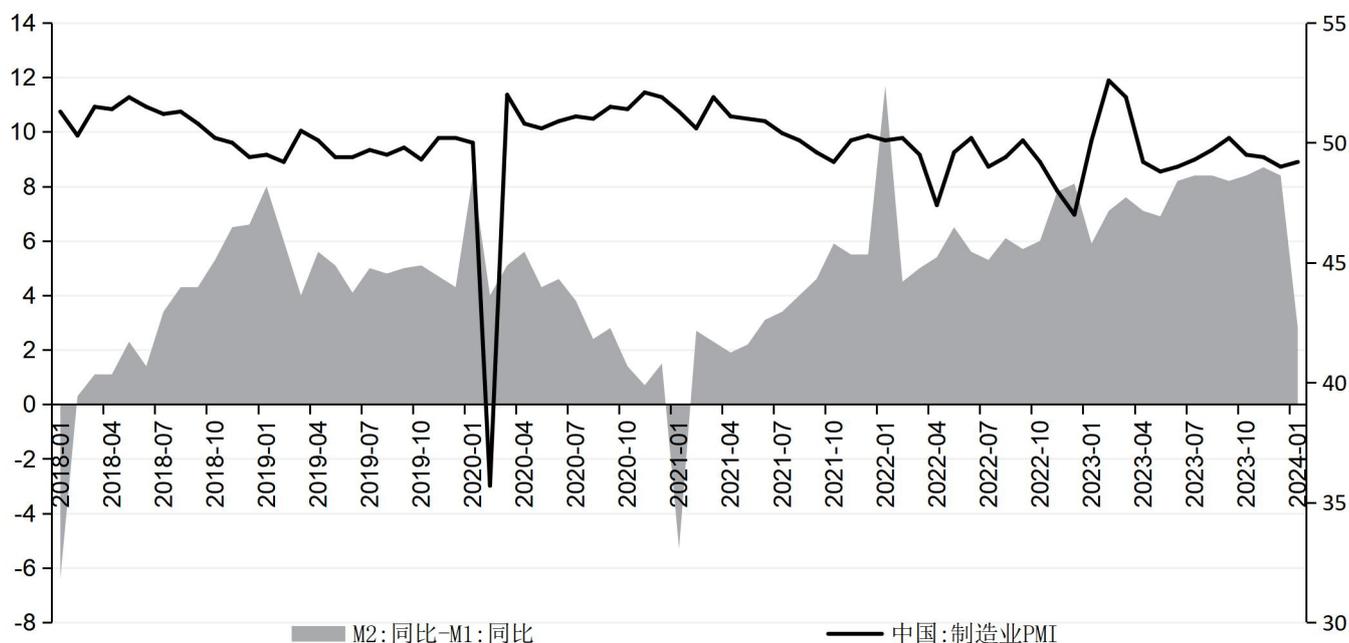
类似地，当银行对居民部门发放贷款时，居民的个人银行账户中也会增加相应的资金，这些资金可以用于消费、储蓄或投资，同样会增加 M1 和 M2 的总量及构成。

### 1.3.2 M2-M1 剪刀差

该指标通常用于衡量资金固化程度：M1 占比更高，货币在实体的潜在流通速度就更快，对实体的促进作用更强。如果企业比较悲观，M2 占比则会偏高，说明存款定期化。

因此 M2-M1 增速剪刀差收窄能够反映出企业资金活跃度提升，对未来预期有所好转；M2-M1 增速剪刀差扩大，则说明定期存款向活期存款及现金的转化偏慢，存款活性不高，反应居民消费、购房需求偏弱，企业生产经营活动偏谨慎。

图 5：M2-M1 剪刀差与经济景气度（%）

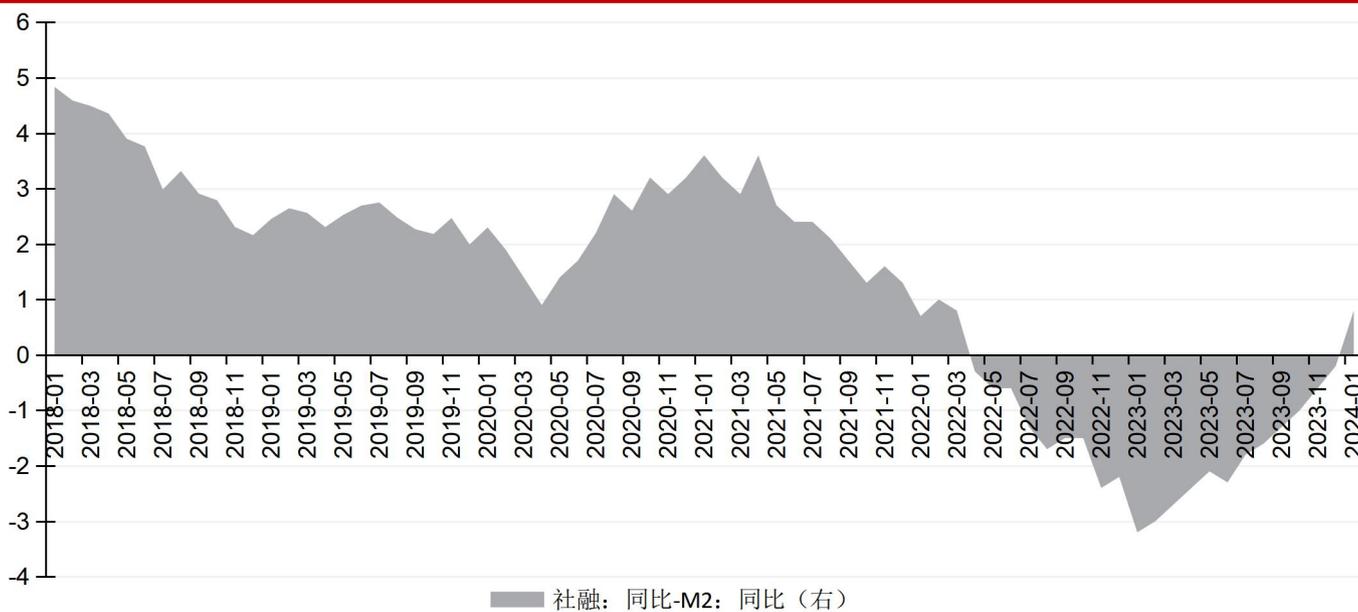


数据来源：WIND、国联期货研究所

### 1.3.3 社融-M2 剪刀差

该指标通常用于衡量经济的资金供应和需求之间的平衡情况：社融主要反映实体企业融资需求，M2 主要反映金融机构货币供应量。

当社融增速—M2 增速剪刀差走阔时，反映实体企业融资需求强于金融机构资金供给；当社融增速—M2 增速剪刀差收窄时，反映实体企业融资需求弱于金融机构资金供给。

**图 6：社融-M2 剪刀差 (%)**


数据来源：WIND、国联期货研究所

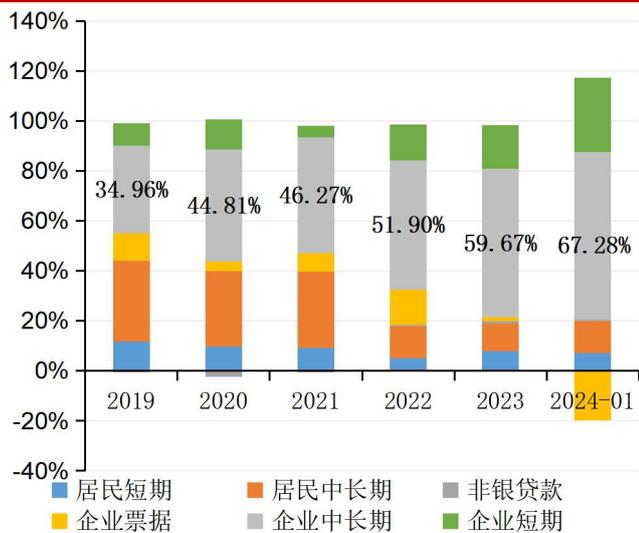
造成社融增速与货币供应量增速不同的原因较为复杂，而财政体系对于货币的吸纳和投放是其中较重要的一点。从政府发债到形成财政支出之间存在一定时间差，这使得社融与 M2 增速的变化并不同步，甚至有可能形成走势的短暂背离。

## 二、2023 年至今国内资金运转效率简析

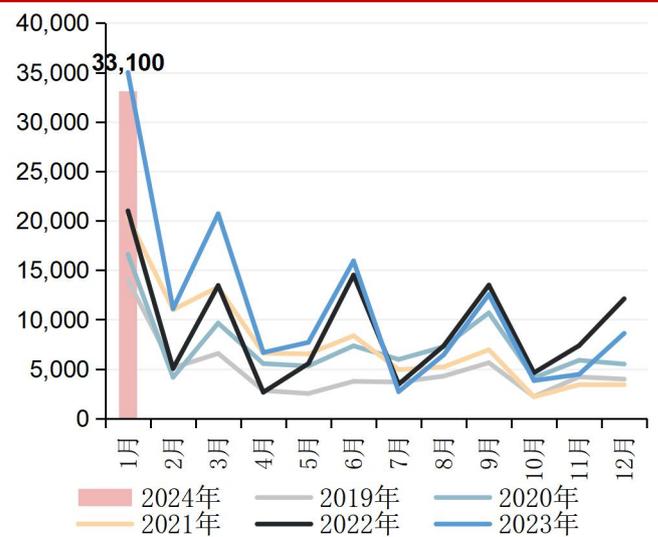
### 2.1 企业部门信贷占比持续提高，但投入实体效率有待提升

2019 年至今，新增信贷流向企事业单位的比例呈现持续增长态势。2023 年全年以及 2024 年 1 月，人民币贷款分别增加 22.74 万亿元和 4.92 万亿元，其中企业中长期贷款分别增加 13.57 万亿元和 3.31 万亿元，分别占到新增信贷总额的 59.67% 和 67.28%。

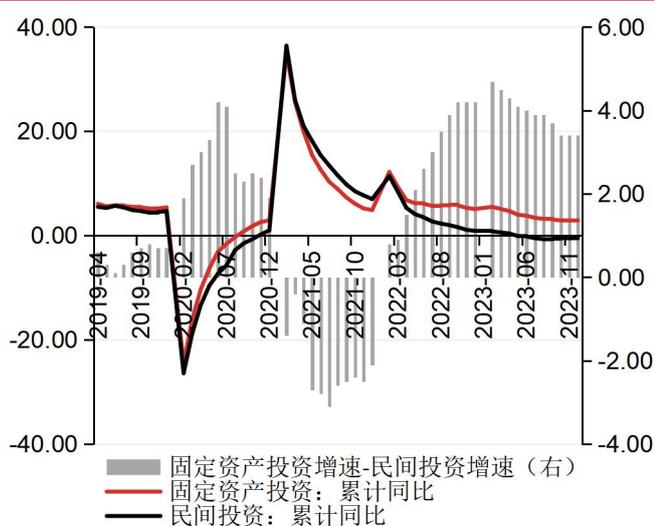
尽管信贷规模上升，但由于企业部门对未来经济预期不足，投资意愿相对较弱，导致这部分资金并未充分投入到企业经营规模扩大以及长期项目投资中。可以看到，2022 年以来，企业、特别是非国有企业固定投资增速持续下行，原材料库存指数始终位于 50% 荣枯线以下，这些经济指标的变化进一步验证了信贷资金并未全面有效地流向实体循环。2023 年全年 M1 同比增速呈下行态势，12 月 M1 同比增长 1.3%，与上月持平，并基本维持在历史最低水平，这同样也表明由于企业部门预期不足，资金活化程度较低。

**图 7：信贷增长主要流向企事业单位**


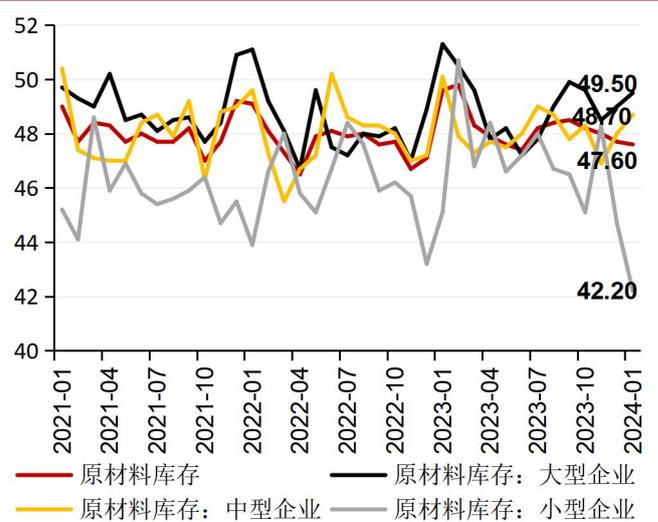
数据来源：WIND、国联期货研究所

**图 8：新增企业中长期贷款（亿元）**


数据来源：WIND、国联期货研究所

**图 9：全国及民间固定资产投资累计同比（%）**


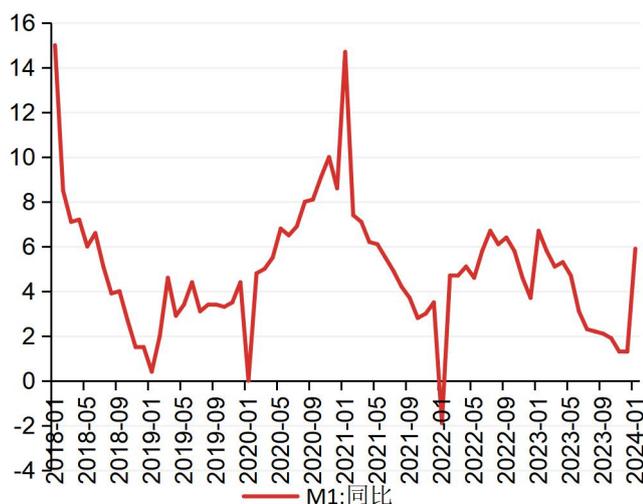
数据来源：WIND、国联期货研究所

**图 10：原材料库存指数（%）**


数据来源：WIND、国联期货研究所

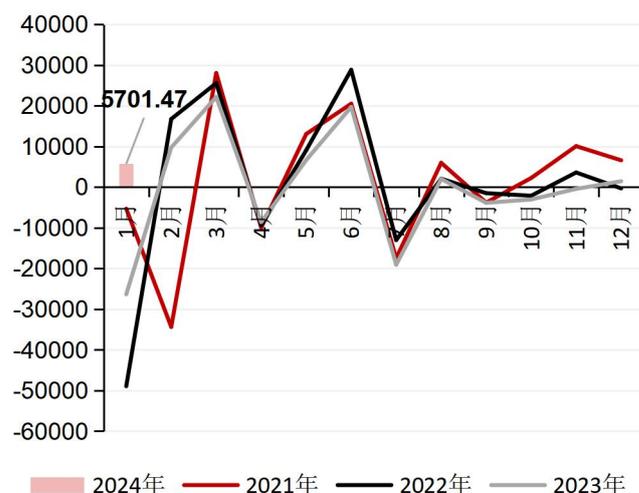
2024年1月M1的同比数据呈现出一些积极信号，增速显著提升至5.9%，显示出实体经济活跃度的边际改善。但这种改善可能受到春节错位等因素的影响，其持续性有待观察。从结构上来看，1月企业存款增加1.14万亿，同比多增1.85万亿，单位活期增加0.6万亿，同比多增3.2万亿，可见M1增速回升主要是由于单位活期存款贡献，可能与2023年1月企业活期存款存在低基数以及春节前夕企业取现需求增加有关，资金活化程度改善以及未来经济复苏的持续性仍需进一步观察。

图 11: M1 同比 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 12: 单月新增单位活期存款 (亿元)



数据来源: WIND、国联期货研究所

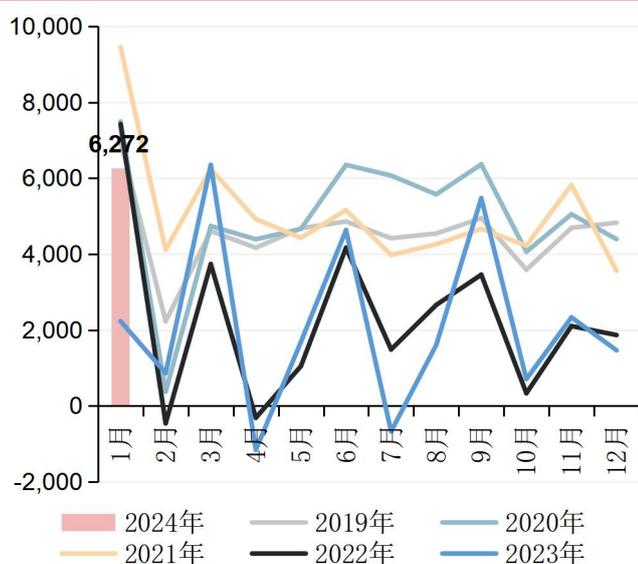
## 2.2 居民消费预期不足, 投资趋于谨慎

2023 年全年, 受有效需求不足和预期偏弱影响, 居民部门加杠杆意愿仍然不够充分。尤其在房地产领域, 尽管 2023 年 9-11 月间, 受各类房地产支持政策刺激, 居民中长期贷款呈现同比多增态势, 但 12 月随即转向, 同比少增 403 亿元, 凸显出居民购房意愿和信心恢复尚不充分。

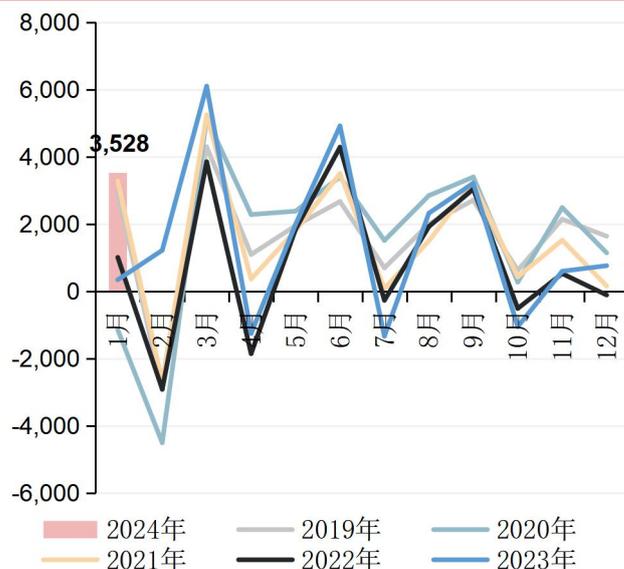
存款方面, 由于预期不足下居民消费意愿回落及购房支出减少, 2023 年居民部门新增存款延续了 2022 年以来的加速增长趋势, 全年增加 16.67 万亿元, 定期存款占比攀升至 12 月的 72%。这一趋势反映出在当前经济环境下, 居民对于风险和收益的权衡考量更加谨慎, 更倾向于将收入中的较大比例转化为储蓄而非消费与投资, 以追求相对稳定且风险较低的回报。

2024 年开年, 居民部门存贷款数据虽然释放出一些积极信号, 但主要是受春节错位及节假日提振消费需求影响。1 月居民部门贷款低基数下同比多增 0.72 万亿, 居民中长期贷款和居民短期贷款分别同比多增 0.40 万亿元和 0.32 万亿元。居民短贷好于季节性水平, 可能与节假日消费和出行需求增长有关; 而居民中长期贷款增幅虽然较高, 但尚未回到历史同期均值水平, 反应出尽管年初“稳地产”政策信号频频, 但受制于春节放假等因素, 居民当前加杠杆意愿仍然不强。

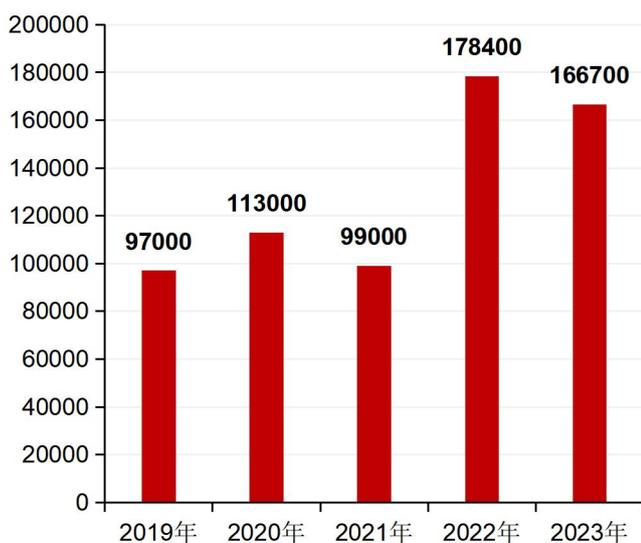
此外, 1 月居民存款同比少增 3.67 万亿元, 这主要是由于 2023 年理财回流下基数相对偏高, 叠加节前居民取现需求增加所致, 因此消费和投资需求的进一步改善仍有待观察。

**图 13：新增居民中长期贷款（亿元）**


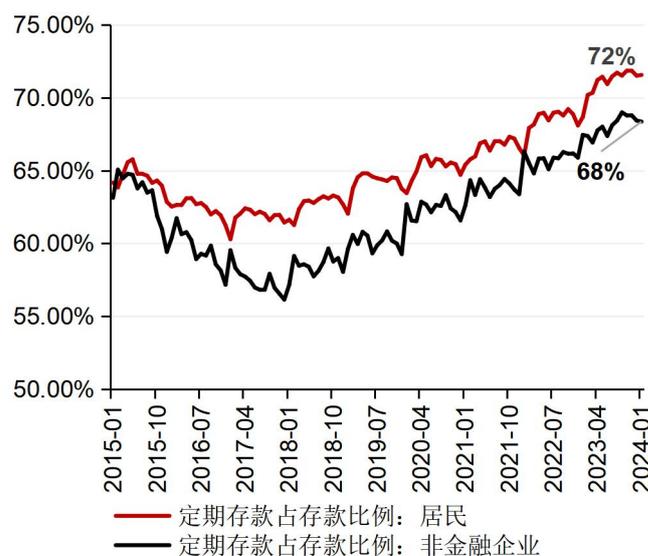
数据来源：WIND、国联期货研究所

**图 14：新增居民短期贷款（亿元）**


数据来源：WIND、国联期货研究所

**图 15：全年居民新增人民币存款（亿元）**


数据来源：WIND、国联期货研究所

**图 16：定期存款占存款比例（%）**


数据来源：WIND、国联期货研究所

## 2.3 M2-M1 剪刀差暂缓扩大态势

2023 年全年，中国货币供应呈现出 M1 同比增速下行，M2 同比增速全年虽呈缓慢下行态势，但始终保持在历史高位的特点，导致 M2-M1 剪刀差始终维持高位，显示出资金活化程度较低。

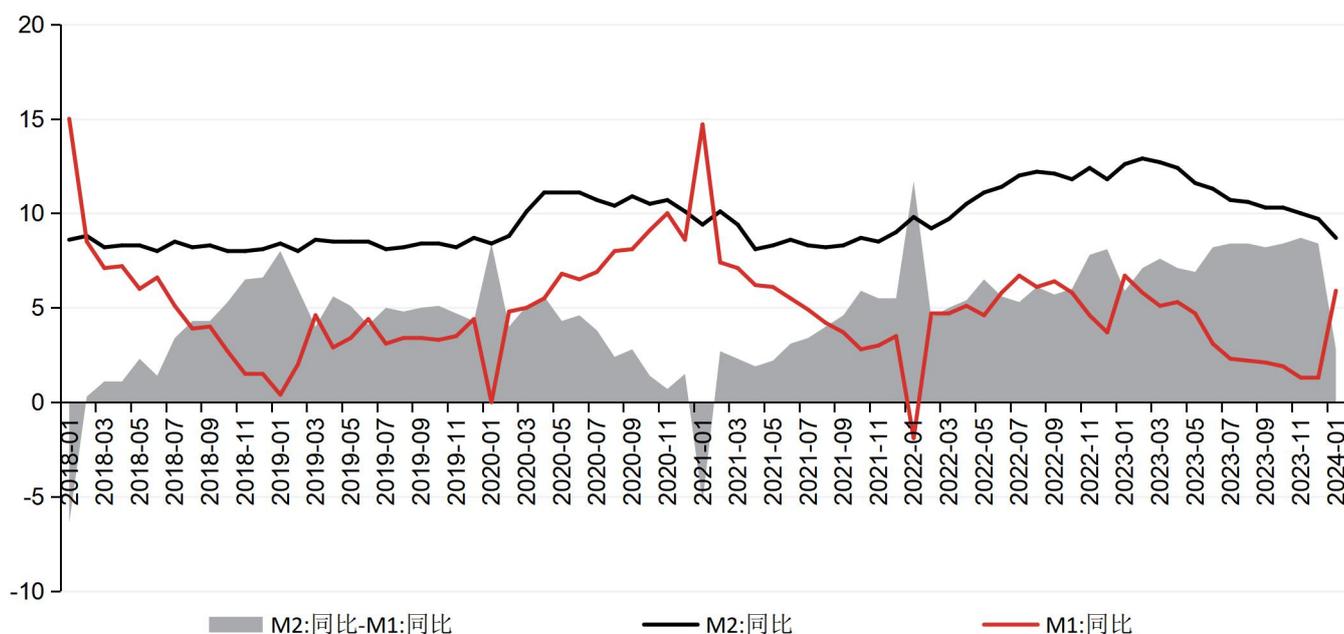
从结构上来看，前文已经提到，2023 年 M1 同比增速的下行主要受到企业部门对未来经济预期不足、生产投资意愿较弱的影响，导致资金并未充分投入实体经济。而 M2 同比增速的维持高位则主要受到居民部门存款增加的影响。这种情况下，资金

在金融体系内部循环，未能有效支持实体经济的发展。

然而，2024年1月的数据显示，M1增速同比显著提升至5.9%，较上月上升4.6个百分点，M2同比增速放缓至8.7%，较上月下滑1个百分点，这使得M2-M1剪刀差暂缓扩大态势。M1同比增速的显著提升主要受到企业活期存款在去年同期低基数效应下大幅增加，以及春节前夕企业取现需求增加影响。同时，M2同比增速的放缓则主要是受到居民存款少增影响，这可能与春节错位导致的去年高基数效应以及节假日前资金需求的显著增加有关。

因此，虽然1月M2-M1剪刀差暂缓扩大态势表明实体经济活跃度边际改善，但未来的趋势仍有不确定性，需要继续关注货币供应以及存款结构的变化情况，以及资金是否能够持续有效投入实体经济，为经济的持续复苏提供有力支持。

图 17：M2-M1 剪刀差 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

综上所述，2023年尽管新增信贷主要流向企事业单位，但由于预期不足，企业投资和生产扩张意愿相对低迷，导致资金未能有效注入实体经济。同时，居民部门因资产负债表承压，消费意愿受限，储蓄意愿更强，反映出一定的风险规避倾向和对宏观经济调控响应度的降低。

2024年1月数据显示M1增速显著走高，M2-M1剪刀差收窄，显示实体经济活跃度提升，资金流动性有所改善。但考虑到春节错位及节假日前企业及居民部门资金

需求显著增加是1月M1走高和M2增速放缓的重要原因，资金活化的持续性和真实融资需求仍有待观察，需进一步评估资金运转效率提升情况。

### 三、总结与展望

总体来看，2023年，企业面临新旧动能切换和库存周期交替，居民面临就业和收入的担忧，企业投资意愿和居民消费意愿不足最终体现为内部需求不足，作为经济运行面临的突出矛盾对经济增长形成扰动。这也导致2023年全年M1同比增速呈下行态势，M2-M1剪刀差始终维持高位，资金活化程度较低。

因此下一阶段，加大力度推进产业转型升级，寻找更多的经济增长点；修复居民收入预期，推升消费意愿，提振居民信心，是重要的微观层面的着力点和目标。而政府部门的财政政策、货币政策及产业政策将作为加速经济循环的“第一棒”，带动企业和居民部门资金循环动能提升，同时对重点领域、重点板块进行引导，疏通当前经济循环传导不畅的环节，提升经济循环效能。以“政策+基数→价格→企业利润→居民收入”为循环单元，乘数级别地提升国内经济增长动能，改善企业和居民部门预期，促进经济循环往积极方向进展。

在地方政府、企业部门和居民部门加杠杆能力有限的情况下，2024年将以中央加杠杆为主，财政政策是稳增长的主力军。货币政策将协同财政政策为经济提供稳定的流动性环境，并从结构及效率上引导信贷合理增长，为经济修复保驾护航。

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600