

作者：曹有明

投资咨询资格证号：Z0011385

电话：021-20627258

邮箱：caoyouming@sd-gold.com

经济增速下行，降息预期主导市场节奏

——2024 年全球宏观分析报告

报告导读

经济增长与通胀：2024 年，全球经济增长逐步放缓，且区域分化明显，即欧美面临下行压力，而日本、中国以及新兴市场表现更加平稳。全球通胀将逐步下降，但核心通胀具有粘性。

货币政策：欧美央行加息周期已经结束，预计将于年中开始降息，幅度在 75-100BP 左右，下半年降息的节奏可能会加快。日本央行的政策目标已经达到，预计将于今年上半年开启货币政策正常化进程。

黄金：展望 2024 年上半年，特别是 5 月份之前，市场主要消化美联储降息预期，在这一段时间里，美元指数以及美债实际利率承受较大的下行压力。因此，在这一段时间里，贵金属价格应呈强势上行格局。三季度，随着欧洲央行和美联储轮番降息以及日本央行的货币政策正常化，美元指数的走势以及美债实际利率的走势存在较大的不确定性。因此，三季度贵金属大概率将出现调整。四季度，美国大选的影响以及美联储和欧洲央行降息路径逐渐明朗，贵金属有望重拾升势。

铜与原油：考虑到 2024 年上半年主要经济体制造业景气度仍受高利率的抑制，铜价以及油价仍存继续下跌的压力。进入下半年后，随着欧美开始降息，市场的信心有望改善，制造业景气度有望企稳回升，铜价以及油价有望止跌企稳并出现反弹，全年将呈现震荡偏弱的格局。

风险提示：1) 美国、印度、欧盟、英国等重要经济体大选；2) 中东地缘政治冲突；3) 全球贸易摩擦加剧

山金期货官微：



一、美国经济有望实现软着陆并开启降息周期

1.1 加息后高利率的负面效应逐渐显现

高利率对企业投资、居民消费以及政府财政支出均存在明显的抑制作用。历史上，美联储加息对经济的影响通常滞后 1-2 年才会充分显现。本轮的最后一次加息是在 2023 年 7 月，这意味着至少要到 2024 上半年美国经济才能充分反映加息的影响。另外，制造业 PMI 早已进入荣枯线下方，说明高利率对制造业的负面影响已经凸现。

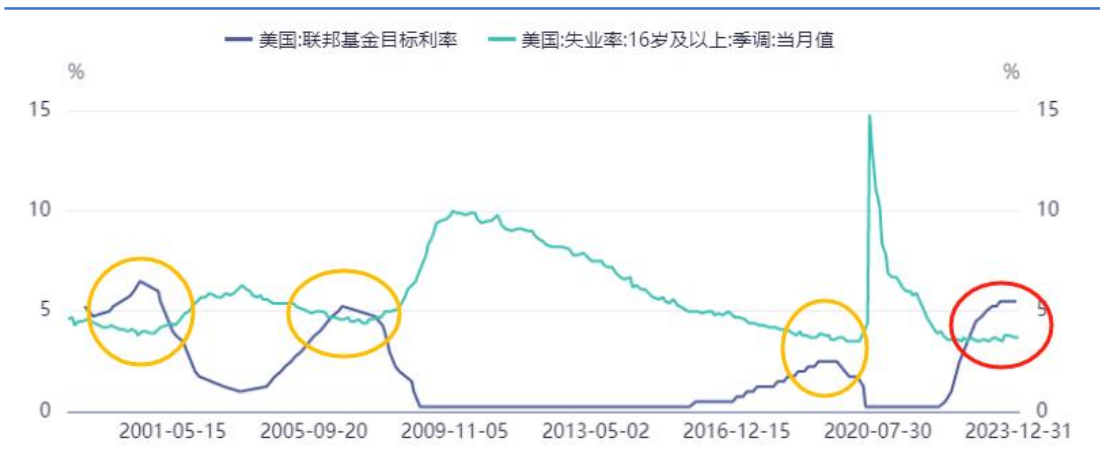
图 1：高利率已经对美国的制造业形成负面影响



数据来源：iFind, 山金期货

随着美联储将利率加至近几年的高位，失业率也出现了筑底抬升的迹象，说明高利率已经影响到了劳动力市场。目前美国的失业率已经降到了疫情前的水平，继续下降的空间很小。2023 年四季度之后，随着经济活动不断降温，美国劳动力市场明显趋弱，失业率有不断抬升的趋势。

图 2：美国的失业率已经到达疫情前的水平并有缓慢抬升的趋势



数据来源：iFind, 山金期货

1.2 居民消费支撑不再

经过多轮加息之后，美国联邦基金利率处于近 20 多年来的高位，但整体经济表现亮眼，展现出了超强的韧性。但在消费方面，随着居民超额储蓄的耗尽、劳动力市场供需的转变以及高利率对住房投资的抑制，美国经济韧性的基础即强劲的居民消费对经济的支撑作用将减弱。

图 3：当前美国居民的超额储蓄接近消耗完毕



数据来源：iFind, 山金期货

首先，美国居民的超额储蓄即将耗尽。自 2021 年底开始，居民端已从累积超额储蓄转向了消耗超额储蓄。根据美联储测算，截至 2023 年 10 月，美国居民消耗了疫情期间累积的 2.1 万亿美元中的 1.8 万亿美元，目前仅剩余约 3500 亿美元的超额储蓄。按照过去半年的平均消耗速度计算，目前剩余超额储蓄预计只能维持至 2024 年一季度末。

另外，高利率抑制了居民购房需求。随着利率升至近 20 多年来的高位，购房意愿下降导致美国新房库存已经抬升至 44 万套，接近 2008 年金融危机时的水平。库存的不断堆积迫使开发商选择降价出售。虽然最近新房销售数据有所改善，但对于高企的存量房屋仍未形成明显的去化。

整体来看，随着居民超额储蓄的逐渐耗尽、高利率对住房投资的抑制以及前述的劳动力市场供需的转变，美国居民消费端受高利率的抑制愈发明显。众所周知，消费占美国 GDP 的比例为 82.6%（2021 年），消费的走弱将极大的动摇美国经济的韧性。

图 4：高利率已经影响到美国房地产市场



数据来源：iFind, 山金期货

1.3 高利率促使企业开支放缓、信心下降

美联储不断提高基准利率的过程中，企业也会受到高利率的影响。高利率增加了企业的贷款成本，也压制了企业的融资规模，同时也打击了企业的预期。

随着美联储不断加息，企业融资成本也随之提升。间接融资方面，美国银行最优惠贷款利率自加息前的 3.25% 一路攀升至当前的 8.5% 的高位，企业贷款成本迎来了大幅提升。直接融资方面，企业债利率随着基准利率的提升和十年期美债收益率的抬升也不断上调，目前 AAA 级企业债和 BBB 级企业债利率分别上升至 4.6% 和 5.4% 左右，前期的峰值分别接近 6.7% 和 5.5% 的水平。因市场预期美联储将要降息，该利率近期已经有所回调，但仍处于过去十几年的峰值附近。

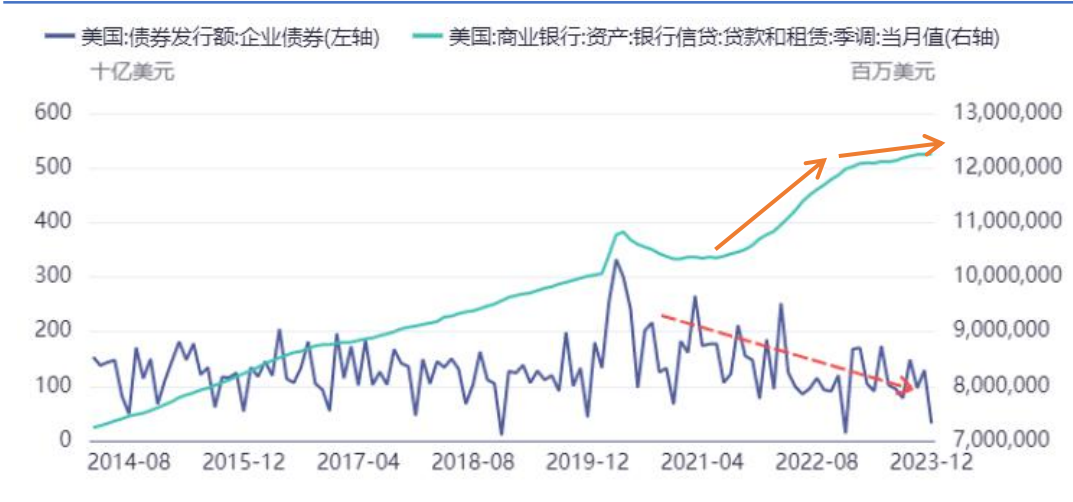
图 5：加息导致个人和企业贷款利率大幅上升



数据来源：iFind, 山金期货

不断抬高的利率也使得企业融资规模出现明显下降。融资成本的提升叠加放贷标准的收紧，使得企业融资的难度大大提升。与此同时，以制造业 PMI、工业生产总产值、地产开工等数据为表征的部分行业形势也在恶化，这也导致了企业融资意愿的下降。资金需求与供给端的双双下降，最终呈现出企业融资规模的下降。美国商业银行的贷款和租赁数据环比已经出现负增长，同比增幅大幅放缓。另外，工商业贷款更是出现了同比连续 7 周的负增长。直接融资方面，2023 年美国企业债发行规模屡次突破过去 5 年规模区间的下沿，扣除通胀因素后的累计发债规模达到近 5 年最低水平。

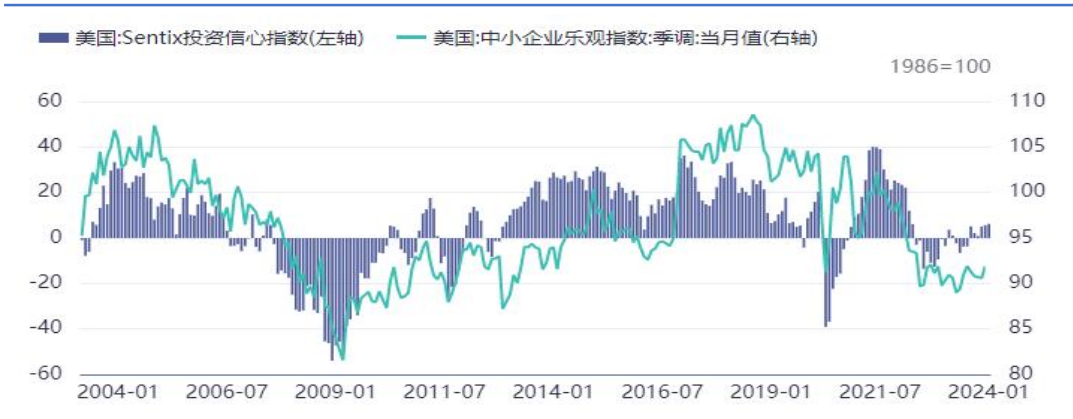
图 6：美国企业债发行额与银行信贷增速大幅下降



数据来源：iFind, 山金期货

同时，加息对企业的信心也有较大的负面影响。截至 2023 年 12 月底，美国中小企业乐观指数仅有 91.9，低于 2020 年疫情冲击时的水平，说明企业信心较差。分项上看，美国中小企业的乐观指数在 95 附近徘徊，和 2021 年峰值水平相比，已经大幅下降。同时，Sentix 投资者信心指数从去年 11 月开始有所反弹，但仍处于近 10 年的低位。另外，该指数之所以出现反弹，主要跟近一年来以 ChatGPT 为代表的人工智能投资有关，并不是各行各业的普遍现象。

图 7：信心指数处于相对低位



数据来源：iFind, 山金期货

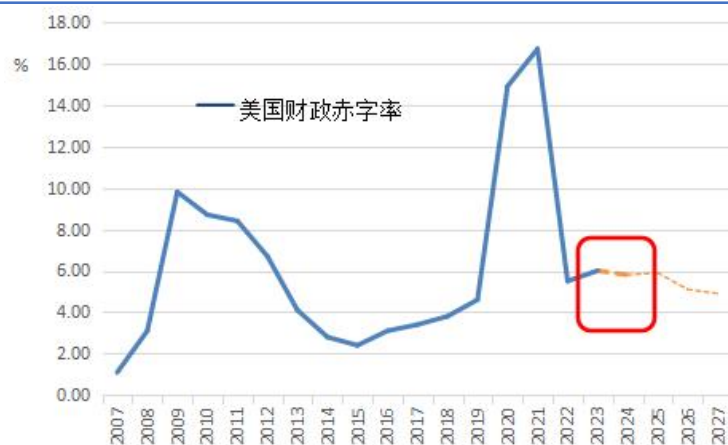
总的来看，美国企业部门面临了加息之后融资难度和融资成本提升的双重挑战，无论是直接融资还是间接融资，均发生了融资规模的下降。与此同时，高利率也通过抑制居民端消费，间接影响到了企业端对未来的信心。企业开支与企业信心的双双下滑，也将对 2024 年美国投资、劳动力市场等方面形成压力。

1.4 2024 年财政政策退坡

2023 年，美国财政赤字规模达到 1.695 万亿美元，受财政收入下降规模较大影响，财政赤字规模较 2022 财年增长 3200 亿美元，是美国历史上第三大预算缺口。美国财政 2023 年反常的扩张部分的对冲了货币政策紧缩的影响。在政策利率保持高位的情况下，财政支出的水平成为美国经济下行的又一“缓冲垫”。

根据美国国会预算办公室（CBO）的预计，2024 财年赤字率为 5.8%，低于 2023 财年的 6.0%，其中非利息赤字为 8260 亿美元，较 2023 年下降 5.8%，占 GDP 比重下降 0.3 个百分点至 3%，反映财政政策有所退坡。美国长端融资成本的大幅上升、两党的政治分歧和关于财政可持续性的担忧正成为压制 2024 年财政支出的因素。

图 8：美国财政赤字率将有所下降



数据来源：iFind, 山金期货

1.5 美国通胀压力下降，但核心通胀具有一定的粘性

随着经济增速的回落，通胀的下行趋势有望延续。2023 年美国 CPI 和核心 CPI 增速双双下行。2023 年 12 月 CPI 同比增长 3.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点；核心 CPI 同比增长 3.9%，比上月下降 0.1 个百分点。从目前状态看，这两个指标均处于下行趋势中。

图 9：通胀处于下行通道



数据来源：iFind, 山金期货

不过，因在充分就业的情况下，服务的通胀水平下降速度缓慢，因而核心通胀具有一定的粘性。从2023年初开始，核心通胀一直高于整体通胀水平。从图9可以看到，能源品已由通胀转为通缩，商品的通胀跌至零附近，食品和饮料的通胀水平缓慢降至2.7%。与此形成鲜明对比的是，服务的通胀虽然也出现下降，但降幅一直较为平缓，目前尚处于4.9%的水平。在目前美国经济整体处于充分就业的状态下，服务的通胀下行不会一蹴而就。因此，未来一段时间，核心通胀仍将具有一定的粘性。

图 10：美国不同商品和服务的通胀走势



数据来源：iFind, 山金期货

1.6 2024 年美国经济的支撑因素

(1) 居民资产负债表仍保持健康。目前美国居民负债率处在历史极低水平，这意味着虽然超额储蓄已经接近耗尽，但居民购买力并未受到实质性损伤，消费只是放缓而不会大幅恶化，居民部门不存在“资产负债表衰退”的风险。

(2) 失业率尚处于相对低位，短期应该不会大幅上升。目前美国劳动参与率已回到新冠前的水平，但职位空缺率仍大幅高于新冠前，意味着劳动力供给很难再增加，但劳动力需求依然旺盛。在此背景下，美国失业率很难大幅上升，叠加居民资产负债表十分健康，对消费形成一定的支撑从而使其不至于出现断崖式下跌。

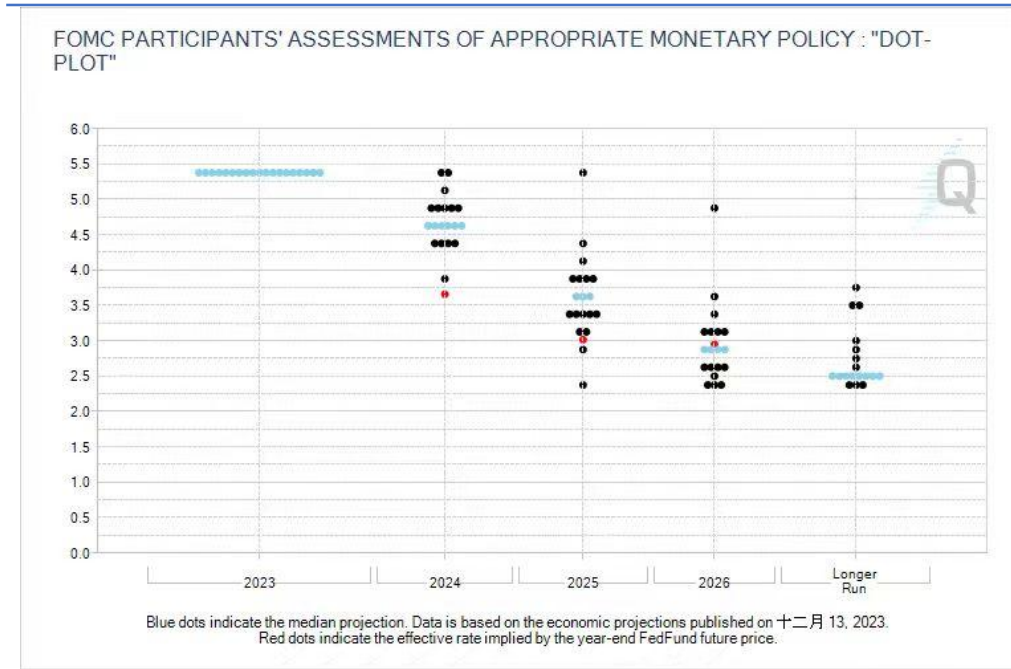
(3) 经济各部门不存在严重的泡沫，也不存在严重的失衡，且金融系统较为稳定。历史上美国经济衰退往往伴随着资产价格泡沫的破灭并引发金融系统的不稳定。2008年金融危机后美联储建立了超额准备金制度并大幅加强了金融监管，金融系统的稳定性已明显提高。2023年3月硅谷银行事件之后，美联储设立了“银行定期融资计划”对银行业“定向放水”。因此，即便美联储本轮加息极快，但银行业的坏账率和流动性始终维持良好状态，这与历史上的加息后期表现有所不同。

1.7 总结：美国经济有望实现“软着陆”，美联储将开启降息进程

综合以上六个方面的因素，展望美国经济，在2024年将有望实现“软着陆”，失业率也将出现温和抬升。因此，美联储在二季度末之前将保持5.25%-5.50%的利率水平不变以确保通胀回落与经济缓和，但随着经济持续的下行、财政压力上升以及潜在的经济和金融风险，美联储可能在6月份进行首次预防式降息，全年降息幅度75-100BP。同时，美联储将灵活操作量化紧缩，在金融风险可控的情况下，量化紧缩仍可能与降息同时出现，但在金融稳定受到经济下行挑战的情况下，量化紧缩也可能在2024年二、三季度停止。

2023年12月FOMC会议上美联储维持联邦基金利率不变，将利率维持在5.25%-5.5%之间，符合市场预期。12月点阵图上显示的终点利率区间5.25%-5.5%，加上会后鲍威尔发言“政策利率正处于或接近其峰值”及“美联储不太可能进一步加息”，暗示美联储本轮加息周期已经结束。与前几次会议相比，本次会议最大的变化就是美联储弱化加息的措辞，并且开始讨论降息。12月点阵图上显示，过半美联储官员预计明年至少降息三次，每次25个基点，累计75个基点。会议之后，市场关注点已转变为降息的时点和幅度。至于降息的幅度，目前市场一致的预期是150BP左右，这个幅度意味着在美联储全年的8次会议中，如果每次会议降息25个BP的话，则有六次会议要决定降息。在没有重大风险事件冲击的情况下，降息幅度预计很难达到当前市场的预期。

图 11：美联储点阵图



数据来源：CME, 山金期货

当前市场还有一种预期是，在 2024 年，美联储不仅要进行降息，还将再次开启 QE。从过去两次启动 QE 的宏观环境看，除非市场出现重大的风险冲击并造成经济严重衰退和失业率的大幅上涨，否则 QE 大概率不会推出。

二、欧元区：出现衰退并降息

展望 2024 年，欧元区在 2024 年可能同样需要在上半年经历温和衰退，但相对景气的劳动市场和薪资增速将提供缓冲。欧央行可能在通胀继续回落的基础上在 2024 年二季度考虑降息，全年降息幅度在 75-100BP 左右，其降息和缩表仍将根据经济的整体情况和债市状况灵活推进。

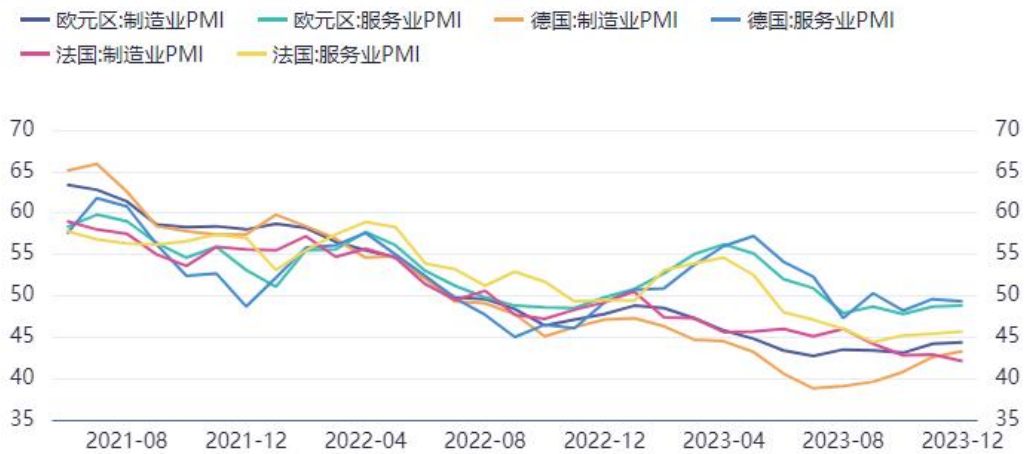
欧央行于 2023 年 9 月 20 日加息 25BP，使主要再融资利率升至 4.5% 后进入“观察期”。此次加息应为本轮加息周期的最后一次行动。虽然目前欧洲央行保持了比美联储相对更为鹰派的态度，但在高利率以及供需压力逐步缓和的背景下，欧元区名义通胀与核心通胀有望继续回落。不过，代价是弱于预期的制造业和经济增速。

2.1 欧元区经济已经来到了衰退边缘

欧元区疲弱的经济表现在事实上说明欧元区已经无法承受更高的利率。虽然欧洲央行官员的表态目前依旧相对偏鹰，但已经言不由衷了，欧洲央行的政策转向将更快到来。欧元区 2023 年前三季度 GDP 环比折

年率分别为 0.0%、0.2%和-0.1%，明显弱于年初欧央行 1%的预测。在高利率环境下融资条件收紧、企业和消费者信心疲软以及国外需求低迷意味着欧元区经济短期难有反转。同时，欧盟在欧元区债务风险仍存的情况下希望控制赤字。随着能源相关财政补贴的停止，预计 2024 年赤字率将降低至 3%以下，比 2021 和 2022 年的 5.1%与 3.7%有明显下行，这也是继续限制欧元区经济表现的因素。

图 12：欧元区采购经理人指数处于荣枯线下方



数据来源：iFind, 山金期货

图 13：欧元区的通胀已经大幅回落



数据来源：iFind, 山金期货

2.2 欧洲央行或比美联储更早开展降息

欧洲央行于 2023 年 9 月 20 日加息 25BP，使主要再融资利率升至 4.5%，站在了本轮加息周期的顶点。首先，名义与核心通胀下行相对顺利，就业市场尚且稳定。其次，经济增速下行的趋势明显，制造业陷入低迷的同时，服务业也在快速放缓。另外，高利率环境下，高昂的长期融资成本不利于长期财政可持续性，欧元区国家财政更容易捉襟见肘。因此，在经济下行明显的情况下，欧洲央行需要在 2024 年二季度开启降

息周期，略早或同步于美联储。同时，欧央行的量化紧缩将持续进行。但如果欧元区内部国家出现债务问题或全球经济金融风险的出现影响到欧元区，则降息有可能加快推进，且不排除停止量化紧缩的可能。

图 14：欧洲央行主导利率以及欧元区不同国家的国债收益率



数据来源：iFind, 山金期货

从图 14 可以看到，虽然官方利率没有下调，但是国债收益率已经出现了明显的下滑，整体下跌幅度在 60-100BP，说明市场对欧洲央行下调主导利率存在非常强烈的预期。

三、日本：货币政策转向的压力加大

展望 2024 年，全球宏观方面最重要的不确定性因素是日本货币政策正常化所引发的全球流动性危机。一旦日本央行开始加息，日元大幅升值将导致跨市场套利资金回流，并引发正反馈循环，这将对欧美债券、股市和全球的大宗商品等资产都构成压力。

回顾 2023 年，有关日本货币政策转向的预期在 2023 年下半年已经形成。从政策目标上看，全球高通胀的背景使得日本央行为货币宽松政策设立的 2% 的通胀目标得以完成，继续维持零利率的必要性减弱。从利率水平的角度看，全球主要市场从 2022 年开始进行了大规模加息，时至 2023 年三季度末已经到达本轮加息的峰值水平，这使得日本在 2024 年进行货币政策正常化的行为符合宏观趋势。从汇率角度看，日本与外围市场利差收缩已经驱动日元出现了一轮升值，这对缓解输入通胀亦有帮助。

图 15：日本的通胀水平已经大幅高于期政策目标水平



数据来源：iFind, 山金期货

另外，最近日本央行官员的态度开始转鹰。12月7日，日本央行行长植田和男在国会发言称，从年底到明年在货币政策的处理问题上将变得更具有难度，如果加息的话有多种选项可以用于调整政策利率。此前一天，副行长冰见野良三在新闻发布会上，阐述了退出超宽松货币政策可能对经济产生的影响。两者的发言打破了前期日央行在货币政策转向方面的模糊立场，相对明确的指出了货币政策正常化的时间节点临近。

12月19日，日本央行宣布，继续维持超宽松货币政策，将长期利率控制目标上限维持在1%，把短期利率维持在负0.1%的水平。日本央行仍将通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右；维持对经济现状判断不变，即日本经济在“缓慢复苏”。日本央行行长植田和男表示，目前很难确定退出负利率政策计划，下次会议上加息可能性很低。此次会议不同的点在于，日本经济再生大臣新藤义孝出席日本央行政策会议，为2020年4月以来首次有内阁大臣出席，凸显日本央行政策决议重要性。虽然新藤义孝的意图尚不清楚，但他的参与可能意味着日本央行正在考虑尽快改变负利率。

值得注意的是，在2020年，当日本前经济产业大臣西村康稔在疫情最严重的时候出席日本央行会议时，日本央行决定实施额外的货币宽松政策。在2020年4月的会议上，日本央行推出“无上限”宽松政策。撤销购买上限，并扩大企业债及商业票据的购买额度，以支援受疫情冲击企业。此前，日本政府代表在2000年8月的一次会议上，正式要求日本央行推迟结束零利率的决定。新藤义孝在2023年9月末的时候曾表示，现在宣布结束通货紧缩的斗争取得胜利还为时过早。新藤义孝出席会议可能意味着日本央行比我们预期的更早退出其收益率曲线控制政策和负利率。

图 16: 美日利差与美/日即期走势



数据来源: iFind, 山金期货

一旦日本央行开启货币政策正常化，前期配置于跨市场套利的资金将迎来大规模回流，引发美欧债券市场以及股票市场的大规模波动，增加金融市场的的不稳定性。不过，既然市场已经形成了这方面的预期，只要日本央行不是特别快的开展行动，货币政策正常化对市场的冲击应有限，因市场会提前消化这方面的预期。

图 17: 美/日即期与日经 225 指数出现负相关性



数据来源: iFind, 山金期货

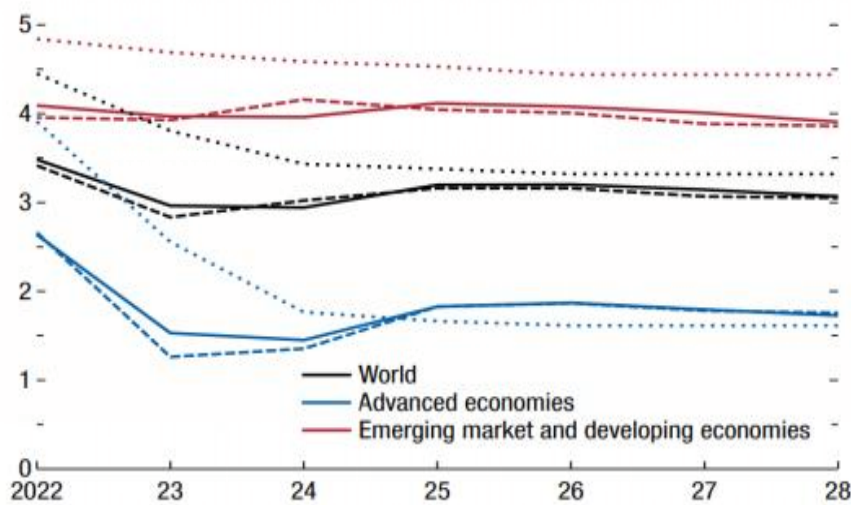
四、总结

4.1 全球经济增速将温和回落

回顾 2023 年，受消费和投资表现出超强韧性的支撑，美国经济增长超预期；相对来说，欧元区经济转弱，主要受俄乌冲突及与之相关的贸易条件恶化等影响；另外，广大的发展中国家及新兴市场经济体表现强于预期，呈现出经济增长略有抬升、通胀温和回落及汇率相对稳定的特征。

展望 2024 年，随着高利率的负面影响逐渐显现，发达经济体面临经济增长下行压力加大。受核心通胀粘性及担忧二次通胀等因素影响，2024 年欧美发达经济体央行将在一段时间或维持高利率水平。随着前期央行持续加息带来的累积效应在 2024 年进一步显现，经济下行压力加大。随着中国政府采取多项政策支持房地产，并且实施一系列化债方案降低地方政府债务风险，经济下行风险有望逐步化解，加之稳增长政策加码并协同发力，2024 年经济内生动能有望进一步增强。此外，随着抗通胀取得积极进展及新兴市场潜在的利率下调，新兴市场和发展中经济体的增速有望保持平稳。2023 年 10 月，IMF 预计 2024 年全球经济增长速率为 2.9%，相比 7 月的预测下调了 0.1 个百分点，说明国际机构对 2024 年也不看好。

图 18：IMF 对全球经济增长速度的预测（虚线为 2023.7 的预测值）

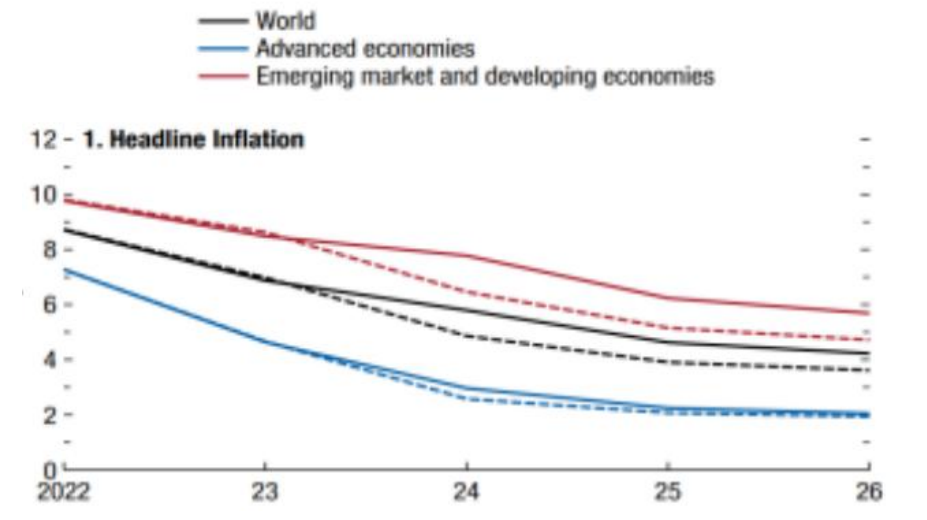


数据来源：IMF, 山金期货

4.2 全球通胀稳步放缓

由于全球经济衰退风险和高通胀并存，海外主要央行在 2022 年开启快速加息周期之后在 2023 年放缓加息节奏，加之国际能源价格下跌，全球通胀有所降温，但核心通胀指标展现更多粘性。2023 年 10 月，IMF 预计全球通胀将从 2022 年的 8.7% 高位回落至 2023 年的 6.9%，并在 2024 年进一步回落至 5.8%。全球核心 CPI 将从 2022 年的 6.4% 降至 2023 年的 6.3% 和 2024 年的 5.3%，并认为绝大多数国家的通胀水平至少要到 2025 年才能回到目标水平。

图 19: IMF 对全球通胀形势的预测 (虚线为 2023.7 的预测)



数据来源: IMF, 山金期货

综上所述, 在 2024 年, 全球经济增长逐步放缓, 且区域分化明显, 即发达经济体经济面临下行压力, 而新兴市场和发展中经济体经济增长表现更加平稳。全球通胀将逐步下降, 但核心通胀具有粘性。货币政策方面, 欧美央行加息周期结束, 预计将于年中开始降息, 幅度在 75-100BP 左右, 下半年降息的节奏可能会加快。另外, 美联储和欧洲央行的 QT 将继续进行, 但会根据金融情况灵活调整, 当前市场关注的美联储需要重新开展 QE 操作, 预计今年出现的可能性不大。日本央行的政策目标已经达到, 预计将于今年上半年开启货币政策正常化进程。在此过程中, 市场可能会充分预期并提前交易, 日元的回流与日元的升值以及美日利差的收窄会形成正反馈循环, 导致全球流动性的阶段性收紧, 对市场会有一些的冲击。随着中国政府采取多项政策支持房地产, 并且实施一系列化债方案降低地方政府债务风险, 加之稳增长政策加码并协同发力, 2024 年经济内生动能有望进一步增强, 经济基本面有望维持稳定。

五、大宗商品配置: 黄金牛市有望延续, 铜和原油震荡偏弱

5.1 黄金: 牛市未完, 中长期仍有较大的配置价值

黄金价格与美元指数以及美债实际利率呈现明显的负相关性, 且美元指数、美债实际利率的走势一般领先于美联储的行动。因为最近十几年来, 美联储加强与市场的沟通, 在美联储降息或加息前, 市场已经提前消化了这方面的预期, 导致美元指数与美债实际利率大幅领先于联邦基金利率的变化。

图 20：黄金价格、美国联邦基金利率、美债实际利率走势对比



数据来源：iFind, 山金期货

展望 2024 年上半年，特别是 5 月份之前，市场主要消化美联储将于何时降息。在这一段时间里，美元指数以及美债实际利率承受较大的下行压力。因此，在这一段时间里，贵金属价格应呈强势上行格局。2024 年年中，随着欧洲央行和美联储轮番降息以及日本央行的货币政策正常化，美元指数的走势以及美债实际利率的走势存在较大的不确定性。因此，今年三季度贵金属可能将出现调整。第四季度，受美国大选以及美联储和欧洲央行降息路径逐渐明朗的影响，贵金属有望重拾升势。

图 21：美元指数与美国联邦基金利率走势对比



数据来源：iFind, 山金期货

5.2 原油与有色金属震荡偏弱

原油与铜价的走势和全球经济形势特别是制造业的景气程度高度相关。从图 22 和图 23 可以看到，当制造业景气度上升时，原油价格与铜价走势坚挺；当制造业景气度降时，铜价即开始下跌。不过，请务必阅读文末重要声明

意的是，原油价格的下跌一般晚于铜价的下跌，且当制造业 PMI 从荣枯线上方跌至荣枯线下方时，原油价格才展开强势下跌行情。

图 22：主要经济体的制造业 PMI 与原油价格走势对比



数据来源：iFind, 山金期货

图 23：主要经济体的制造业 PMI 与铜价走势对比



数据来源：iFind, 山金期货

考虑到 2024 年上半年主要经济体制造业景气度仍受高利率的抑制，铜价以及油价仍存继续下跌的压力。进入下半年后，随着欧美开始降息，市场的信心有望改善，制造业景气度有望企稳回升，铜价以及油价有望止跌企稳并出现反弹，全年将呈现震荡偏弱的格局。

风险提示： 1) 美国、印度、欧盟、英国等重要经济体大选； 2) 中东地缘政治冲突； 3) 全球贸易摩擦加剧

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。