

混沌天成研究院

宏观组

联系人：于洁

☎：13072107091

✉：yujie@chaosqh.com

从业资格号：F3046129

PPI-CPI 剪刀差将扩大，顺周期逻辑得到加强

观点概述：

本周指数普跌，主要是宏观受到需求不及预期，对基本面重新定价，此外创业板炒作对大盘也有拖累。本周公布的通胀数据显示PPI 逐渐回暖。CPI 四季度大概率是往下走，接下来生猪供给增加，新涨价因素应该是负的；去年同期猪价过高所以翘尾因素决定了四季度CPI 同比走低。

从M1 同比领先PPI12个月以及四季度基建房地产赶工的预期来看，PPI 降幅可能进一步收窄，但是修复的幅度不会太大。结合CPI 看，PPI-CPI 剪刀差将扩大，利润从下游往上游分配。

目前板块也在走这个逻辑，上游表现好于中游和下游；之前估值较高的消费和科技表现最弱。

周五公布的社融数据好于预期，社融里政府债贡献较大，信贷相对较弱。但是信贷的结构较优，企业长期和居民长期贷款保持较高增速，短期和票据融资处于较低水平。后续上涨需要基本面的支持，对于经济复苏目前还没有认为经济重回下行通道的理由。但是临近美国大选背景之下风险偏好我们认为逐渐降低，因此对于股指我们观点转为震荡。

北上资金在本周暴跌的时候抄底。美联储货币政策偏鸽，人民币升值并且后续升值预期也在，后续对北上资金影响较大的是美股表现，如果美股也保持坚挺但是北上资金还是流出，就要担心预期的扰动了。

策略建议：

震荡

风险提示：

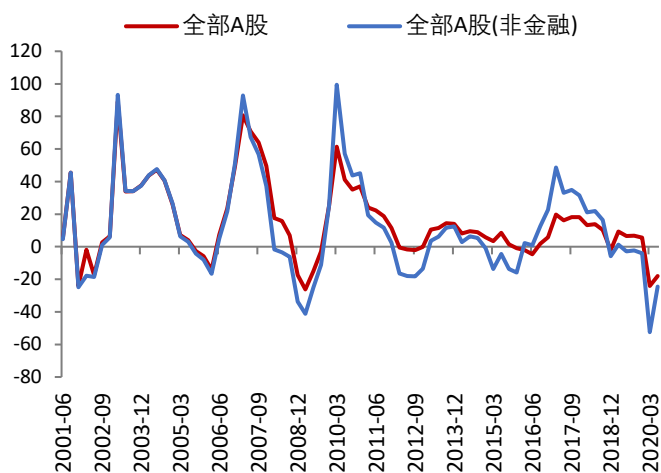
国内政策支持力度不及预期，海外疫情扩散超预期；中美摩擦升级



一、二季度上市公司盈利增速明显改善

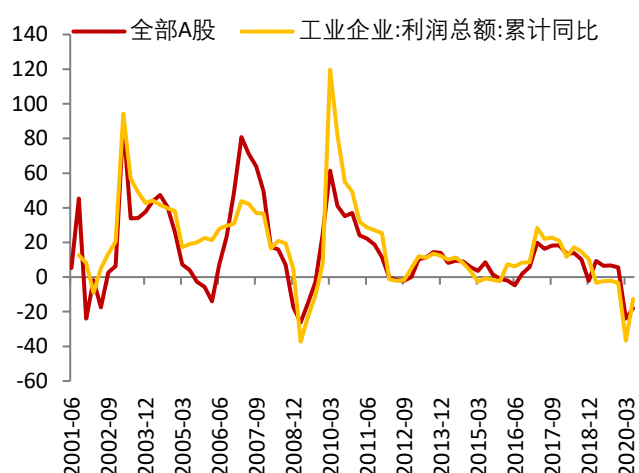
全部 A 股 20Q2 归母净利润累计同比为 8.2%，相较于一季度-24.0%跌幅收窄 5.8%，企业盈利降幅大幅收窄。A 股盈利增速和工业企业利润增速趋势一致，7 月工业企业利润延续修复

图表 1：归母净利润同比



数据来源：wind，混沌天成研究院

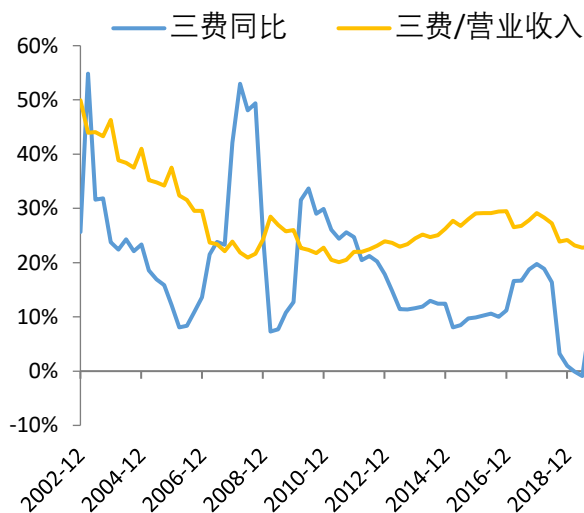
图表 2：A 股盈利增速和工业企业利润同比



数据来源：wind，混沌天成研究院

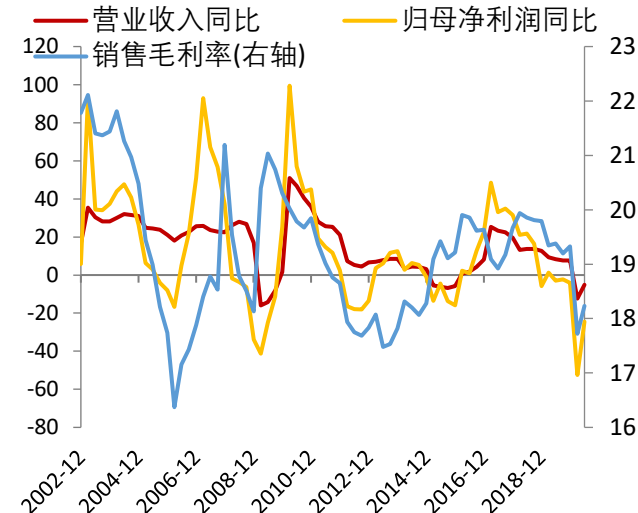
从盈利分项来看，营收同比增速毛利率均较一季度回升，财务、销售、管理费率均有所下降。

图表 3：三费同比和占营业收入比重



数据来源：wind，混沌天成研究院

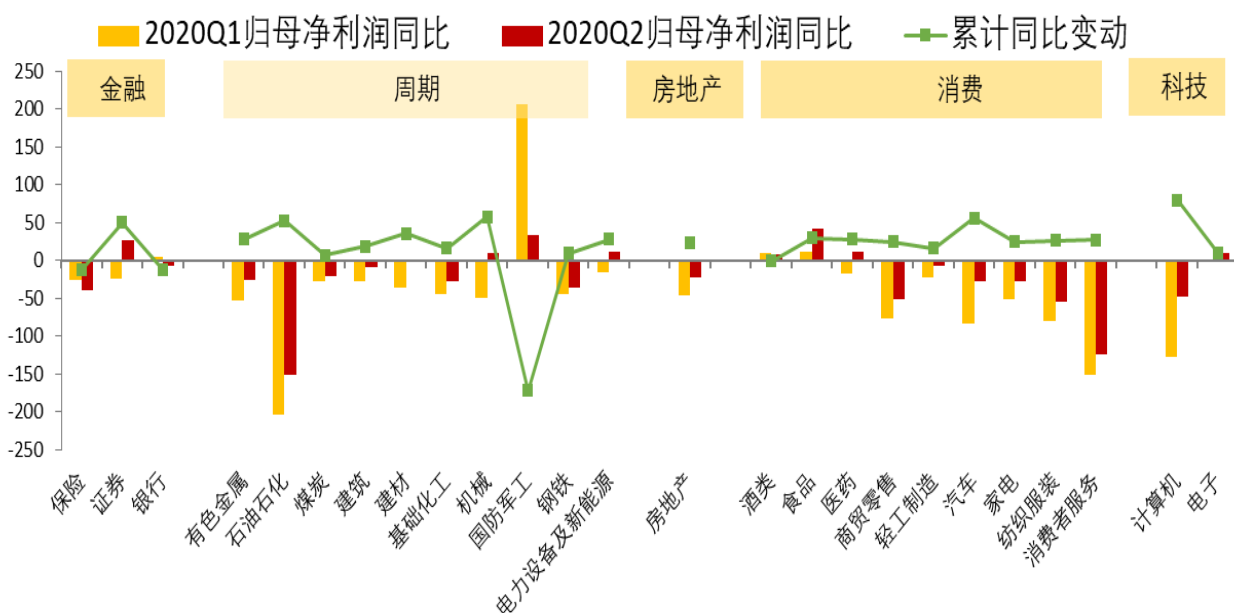
图表 4：IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

行业层面看，大部分行业业绩也明显改善，业绩维持两位数高增长，或者业绩业主要集中在科技和消费。

图表 5：各行业盈利同比增速



数据来源：wind，混沌天成研究院

上证 50 业绩主要是受银行的拖累，保险、交运以及中国重工表现也不佳。【净利润累计同比为负且跌幅扩大的股票】这一部分权重占比 25%。

图表 6：上证 50 成分股业绩

| 证券代码 | 证券简称 | 2020Q1净利润增速 | 2020Q2净利润增速 | 变动 | 权重 | 行业 |
|-----------|------|-------------|-------------|--------|--------|------|
| 600036.SH | 招商银行 | 10.12 | -1.63 | -11.75 | 5.88% | 银行 |
| 601166.SH | 兴业银行 | 6.75 | -9.17 | -15.92 | 3.05% | 银行 |
| 601398.SH | 工商银行 | 3.04 | -11.40 | -14.43 | 2.63% | 银行 |
| 601328.SH | 交通银行 | 1.80 | -14.61 | -16.41 | 1.97% | 银行 |
| 600000.SH | 浦发银行 | 5.48 | -9.81 | -15.29 | 1.84% | 银行 |
| 600016.SH | 民生银行 | 5.43 | -10.02 | -15.46 | 1.79% | 银行 |
| 601288.SH | 农业银行 | 4.79 | -10.38 | -15.18 | 1.40% | 银行 |
| 601601.SH | 中国太保 | 53.09 | -12.01 | -65.11 | 1.27% | 非银金融 |
| 600009.SH | 上海机场 | -94.21 | -114.29 | -20.08 | 1.11% | 交通运输 |
| 601988.SH | 中国银行 | 3.17 | -11.51 | -14.69 | 1.05% | 银行 |
| 601818.SH | 光大银行 | 11.28 | -10.18 | -21.46 | 0.93% | 银行 |
| 601336.SH | 新华保险 | 37.66 | -22.07 | -59.73 | 0.76% | 非银金融 |
| 601989.SH | 中国重工 | -80.77 | -95.76 | -14.98 | 0.67% | 国防军工 |
| 601816.SH | 京沪高铁 | -86.33 | -90.06 | -3.73 | 0.28% | 交通运输 |
| 601319.SH | 中国人保 | 19.94 | -18.79 | -38.73 | 0.23% | 非银金融 |
| 601658.SH | 邮储银行 | 8.50 | -9.96 | -18.46 | 0.19% | 银行 |
| 合计 | | | | 全部权重 | 25.04% | |

数据来源：wind，混沌天成研究院

沪深 300 业绩主要受银行、保险和周期（交运、电气设备、房地产）股票的拖累，【净利润累计同比为负且跌幅扩大的股票】这一部分权重占比 16%。

图表 7：沪深 300 成分股业绩

| 证券代码 | 证券简称 | 2020Q1净利润增速 | 2020Q2净利润增速 | 变动 | 权重 | 行业 |
|-----------|------|-------------|-------------|-----------|--------|------|
| 600036.SH | 招商银行 | 10.12 | -1.63 | -11.75 | 2.24% | 银行 |
| 601166.SH | 兴业银行 | 6.75 | -9.17 | -15.92 | 1.18% | 银行 |
| 601398.SH | 工商银行 | 3.04 | -11.40 | -14.43 | 1.01% | 银行 |
| 000001.SZ | 平安银行 | 14.80 | -11.20 | -26.00 | 0.85% | 银行 |
| 601328.SH | 交通银行 | 1.80 | -14.61 | -16.41 | 0.75% | 银行 |
| 600000.SH | 浦发银行 | 5.48 | -9.81 | -15.29 | 0.70% | 银行 |
| 600016.SH | 民生银行 | 5.43 | -10.02 | -15.46 | 0.69% | 银行 |
| 601288.SH | 农业银行 | 4.79 | -10.38 | -15.18 | 0.54% | 银行 |
| 002304.SZ | 洋河股份 | -0.46 | -3.24 | -2.78 | 0.49% | 食品饮料 |
| 601601.SH | 中国太保 | 53.09 | -12.01 | -65.11 | 0.49% | 非银金融 |
| 600009.SH | 上海机场 | -94.21 | -114.29 | -20.08 | 0.42% | 交通运输 |
| 601169.SH | 北京银行 | 5.26 | -10.53 | -15.79 | 0.42% | 银行 |
| 601988.SH | 中国银行 | 3.17 | -11.51 | -14.69 | 0.40% | 银行 |
| 600438.SH | 通威股份 | -29.79 | -30.35 | -0.56 | 0.38% | 电气设备 |
| 601818.SH | 光大银行 | 11.28 | -10.18 | -21.46 | 0.35% | 银行 |
| 001979.SZ | 招商蛇口 | -79.48 | -81.35 | -1.87 | 0.30% | 房地产 |
| 601336.SH | 新华保险 | 37.66 | -22.07 | -59.73 | 0.29% | 非银金融 |
| 002044.SZ | 美年健康 | -405.68 | -4,746.61 | -4,340.93 | 0.28% | 医药生物 |
| | | | | 前100权重 | 11.78% | |
| | | | | 全部权重 | 16.41% | |

数据来源：wind，混沌天成研究院

中证 500 二季度累计同比为负且跌幅扩大的股票，大多是周期股，个别是传媒、电子、医药、通信，【净利润累计同比为负且跌幅扩大的股票】这一部分权重占比 12.25%。

图表 17：中证 500 成分股利润

| 证券代码 | 证券简称 | 2020Q1净利润增速 | 2020Q2净利润增速 | 变动 | 权重 | 行业 |
|-----------|------|-------------|-------------|---------|--------|------|
| 300017.SZ | 网宿科技 | -21.00 | -78.04 | -57.05 | 0.07% | 公用事业 |
| 600160.SH | 巨化股份 | -96.78 | -97.77 | -0.98 | 0.12% | 建筑装饰 |
| 600348.SH | 阳泉煤业 | -28.64 | -32.18 | -3.55 | 0.27% | 有色金属 |
| 002387.SZ | 维信诺 | 33.60 | -47.30 | -80.90 | 0.07% | 建筑装饰 |
| 002439.SZ | 启明星辰 | -95.87 | -255.46 | -159.60 | 0.09% | 电气设备 |
| 002465.SZ | 海格通信 | 1.36 | -4.16 | -5.52 | 0.11% | 机械设备 |
| 002563.SZ | 森马服饰 | -94.96 | -97.01 | -2.05 | 0.12% | 非银金融 |
| 601099.SH | 太平洋 | -72.28 | -85.21 | -12.93 | 0.08% | 电子 |
| 002074.SZ | 国轩高科 | -83.31 | -89.72 | -6.41 | 0.10% | 机械设备 |
| 601233.SH | 桐昆股份 | -17.81 | -27.23 | -9.42 | 0.10% | 通信 |
| 002340.SZ | 格林美 | -37.17 | -48.26 | -11.09 | 0.10% | 传媒 |
| 300024.SZ | 机器人 | -35.77 | -38.43 | -2.66 | 0.12% | 建筑装饰 |
| 600699.SH | 均胜电子 | -78.59 | -204.88 | -126.29 | 0.06% | 传媒 |
| 000998.SZ | 隆平高科 | -82.17 | -207.43 | -125.26 | 0.16% | 房地产 |
| 002075.SZ | 沙钢股份 | -1.99 | -11.45 | -9.46 | 0.10% | 通信 |
| 002212.SZ | 南洋股份 | -77.61 | -161.99 | -84.38 | 0.07% | 交通运输 |
| 600486.SH | 扬农化工 | 0.38 | -2.78 | -3.17 | 0.38% | 医药生物 |
| 300251.SZ | 光线传媒 | -67.82 | -80.46 | -12.64 | 0.08% | 公用事业 |
| | | | | 前100权重 | 2.19% | |
| | | | | 全部权重 | 12.25% | |

数据来源：wind，混沌天成研究院

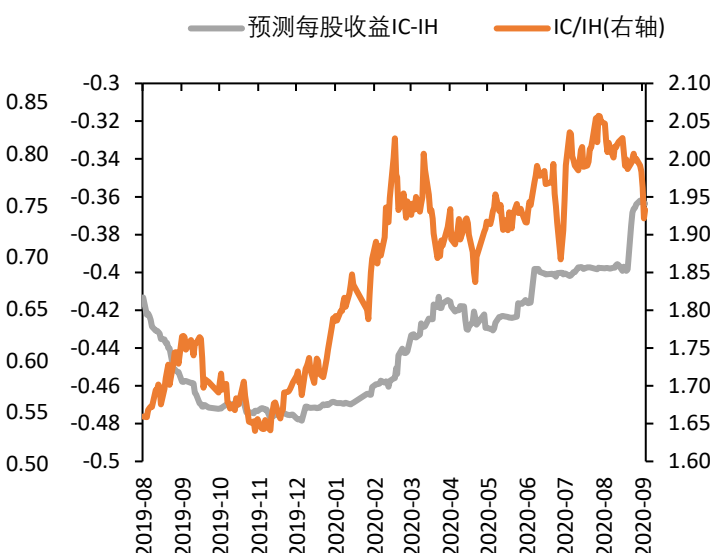
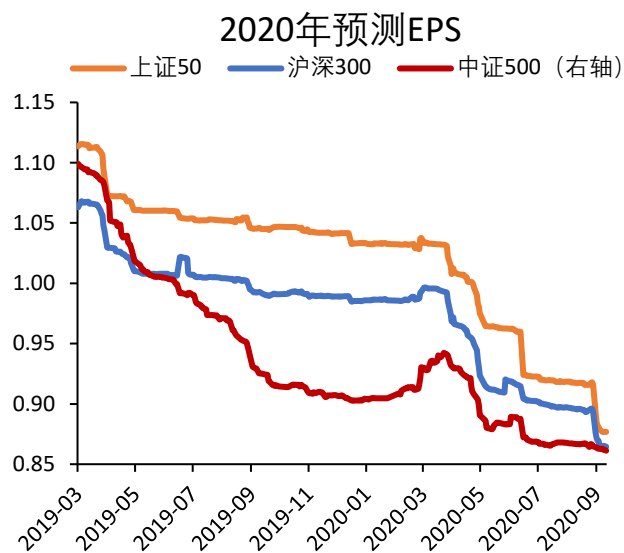
请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS RESEARCH INSTITUTE

半年报业绩披露完成以后，沪深300和上证50都下调了2020年的预测EPS，中证500保持坚挺。从一致预期盈利指标来看，IC-IH EPS增速差值和IC/IH走势较为一致，预测每股受益IC-IH走扩，对IC/IH比值有支撑。

图表 15: 2020 年预测 EPS

图表 16: IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势

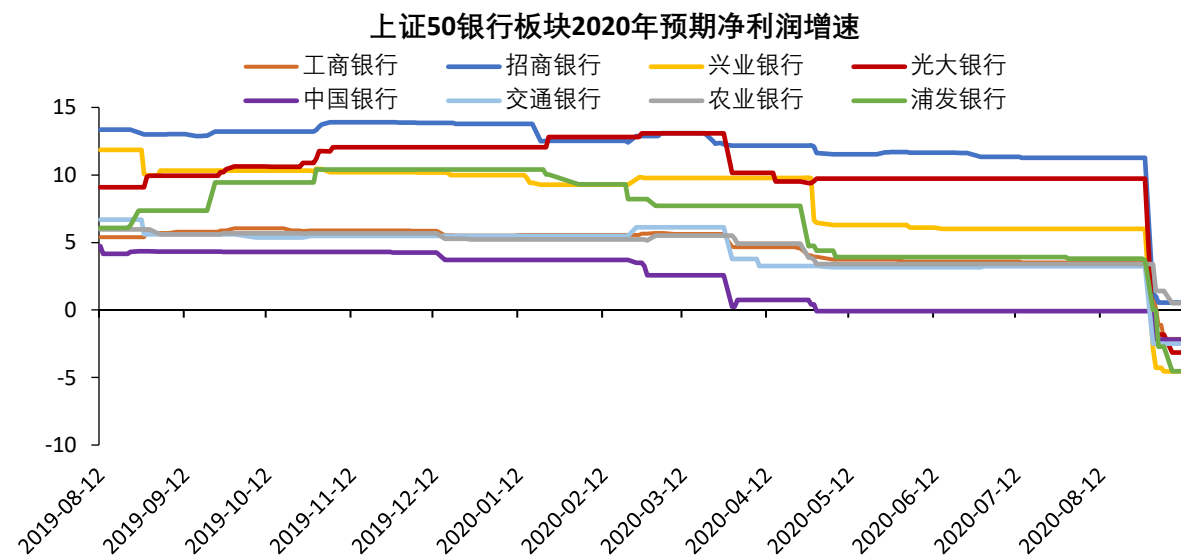


数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

上证50里60%的利润是由银行贡献的，从上证50银行股的盈利预测来看，2020年净利润增速几乎全部被大幅下调。

图表 17: 上证50 银行股 2020 年预期净利润增速



数据来源: wind, 混沌天成研究院

影响银行利润主要有量、净息差、不良贷款率三个方面；

一季度银行利润正增长主要是以量补价，二季度银行房贷增速相较于略高，净息差收窄压低了利润率。此外，二季度银行债券收益也是净利润的拖累。综合几种因素，银行二季度净利润增速大幅下降。

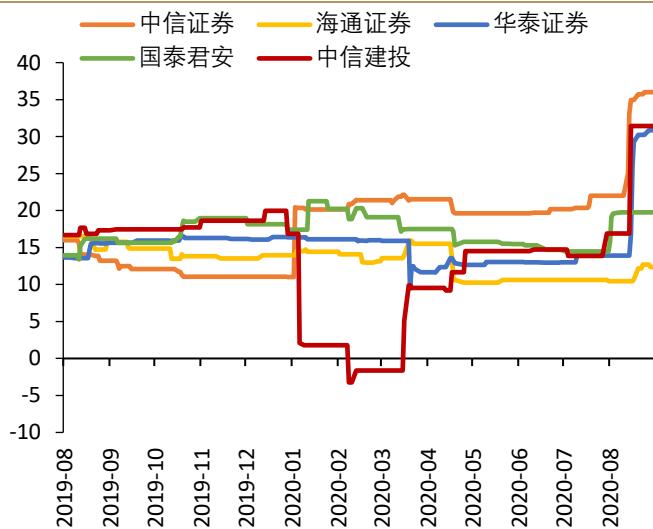
图表 18：上证 50 银行股 2020Q2 盈利情况

| | 净利润 | | | 生息资产 | | | 不良贷款拨备覆盖率 | | | 净息差 | | |
|------|----------|----------|---------|----------|----------|--------|-----------|---------|---------|--------|--------|--------|
| | 2020Q2同比 | 2020Q1同比 | 较Q1 | 2020Q2同比 | 2020Q1同比 | 较Q1 | 2020Q2同比 | 2020Q1 | 较Q1 | 2020Q2 | 2020Q1 | 较Q1 |
| 浦发银行 | 9.81% | 5.48% | 4.33% | 12.85% | 12.64% | -0.21% | 145.96% | 146.51% | -0.55% | 1.86% | 1.88% | -0.02% |
| 民生银行 | -10.02% | 5.43% | -15.45% | 16.46% | 17.73% | 1.27% | 152.25% | 155.89% | -3.64% | 2.11% | 2.24% | -0.13% |
| 招商银行 | -1.62% | 10.12% | -11.74% | 11.28% | 14.71% | 3.43% | 440.81% | 451.27% | -10.46% | 2.50% | 2.56% | -0.06% |
| 兴业银行 | -9.17% | 6.75% | -15.92% | 7.90% | 16.93% | 9.03% | 214.97% | 198.96% | 16.01% | 1.93% | 1.53% | 0.40% |
| 农业银行 | -10.38% | 4.79% | -15.17% | 12.63% | 11.64% | -0.99% | 284.97% | 289.91% | -4.94% | 2.14% | 2.84% | -0.70% |
| 交通银行 | -14.61% | 1.80% | -16.41% | 7.97% | 9.86% | 1.89% | 148.73% | 154.19% | -5.46% | 1.65% | 1.55% | 0.10% |
| 工商银行 | -11.40% | 3.04% | -14.44% | 8.95% | 9.94% | 0.99% | 194.69% | 199.37% | -4.68% | 2.13% | 2.20% | -0.07% |
| 光大银行 | -10.18% | 11.28% | -21.46% | 17.10% | 15.35% | -1.74% | 186.77% | 182.22% | 4.55% | 2.30% | 3.10% | -0.80% |
| 建设银行 | -10.72% | 5.12% | -15.86% | 12.88% | 12.37% | -0.52% | 223.47% | 230.27% | -6.80% | 2.14% | 2.19% | -0.05% |
| 中国银行 | -11.51% | 3.17% | -14.68% | 10.85% | 12.59% | 1.75% | 186.46% | 184.72% | 1.74% | 1.82% | 1.80% | 0.02% |

数据来源：wind，混沌天成研究院

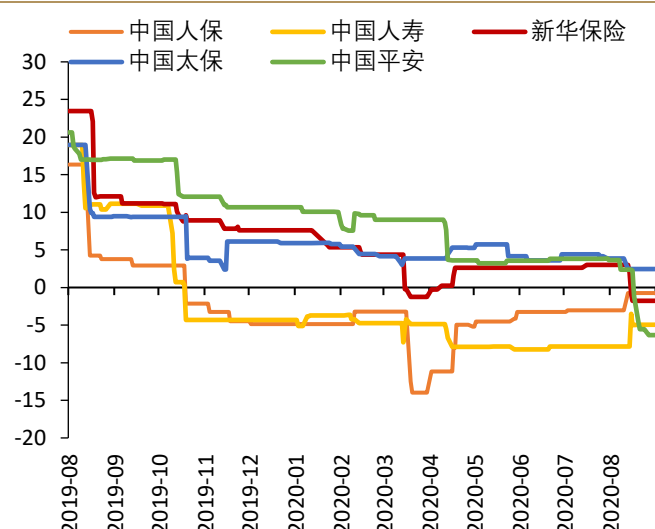
资本市场改革继续推进，券商盈利增速大幅上调，保险股盈利上调和下调各半。

图表 19：上证 50 券商股盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

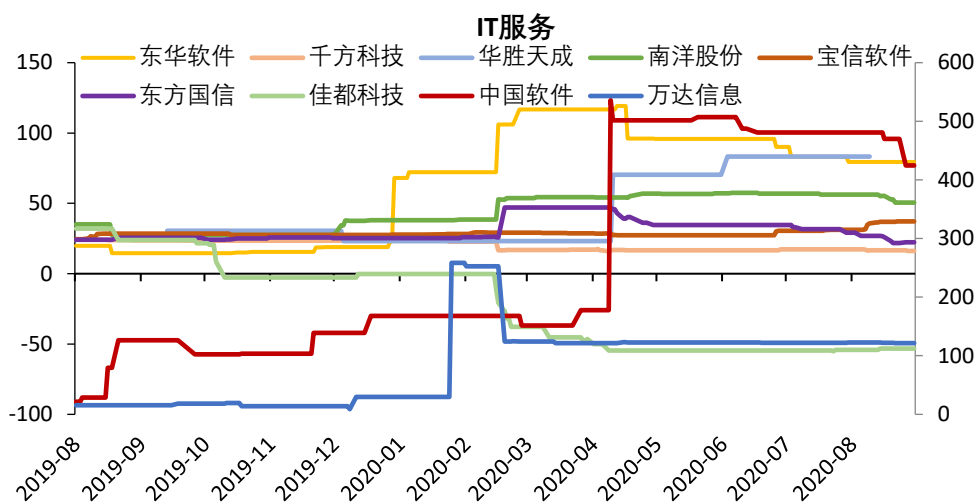
图表 20：上证 50 保险股盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

IT 服务是中证 500 权重最多的细分行业。收益于疫情催化的需求增加，IT 服务的盈利预测多数上调。

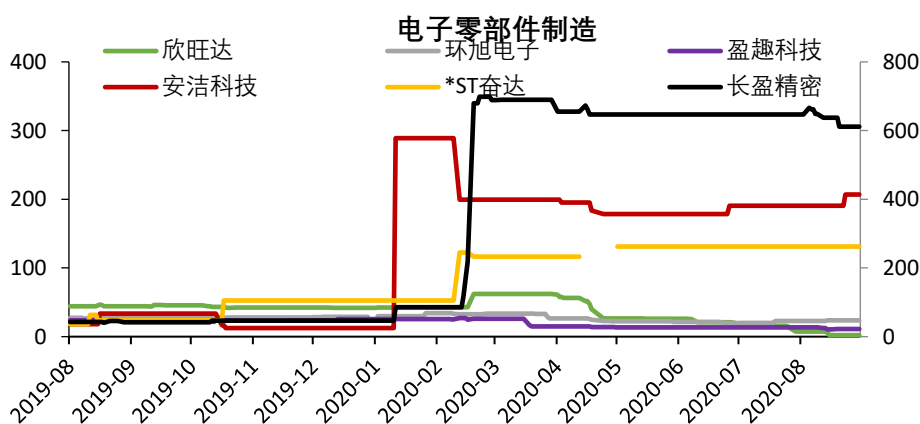
图表 21：中证 500IT 服务行业盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

受到需求端的影响，电子零部件制造行业盈利被下调。

图表 22：中证 500 电子零部件制造行业盈利预测



数据来源：wind，混沌天成研究院

台科技股营收对 A 股有指引作用，而且财报更高频。台积电一季度业绩表现亮眼，7 月份也有不错的表现。台积电二季度销售额获得了 29% 的强劲增长，包含云计算、通信应用等对半导体的需求都超出了此前预期。此外，由于苹果潜在的 5nm A14 芯片组订单等利好因素，预计台积电的业绩增长可能会延续到第三季度。

图表 23：台积电月报

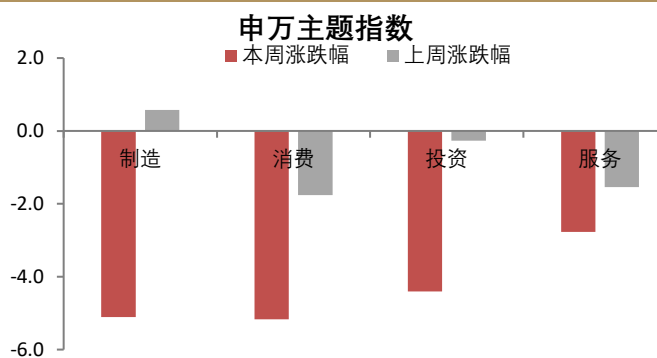
| 台积电 | 2019-09 | 2019-10 | 2019-11 | 2019-12 | 2020-01 | 2020-02 | 2020-03 | 2020-04 | 2020-05 | 2020-06 | 2020-07 | 趋势图 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----|
| 当月营收 (亿新台币) | 1022 | 1060 | 1079 | 1033 | 1037 | 934 | 1135 | 960 | 938 | 1209 | 1060 | |
| 累计营收 (亿新台币) | 7527 | 8588 | 9667 | 10700 | 1037 | 1971 | 3106 | 4066 | 5004 | 6213 | 7273 | |
| 营收当月同比 (%) | 8 | 4 | 10 | 15 | 33 | 53 | 42 | 29 | 17 | 41 | 25 | |
| 营收累计同比 (%) | 1 | 2 | 3 | 4 | 33 | 42 | 42 | 39 | 34 | 35 | 34 | |
| 营收环比 (%) | -4 | 4 | 2 | -4 | 0 | -10 | 22 | -15 | -2 | 29 | -12 | |

数据来源：wind，混沌天成研究院

二、风格表现

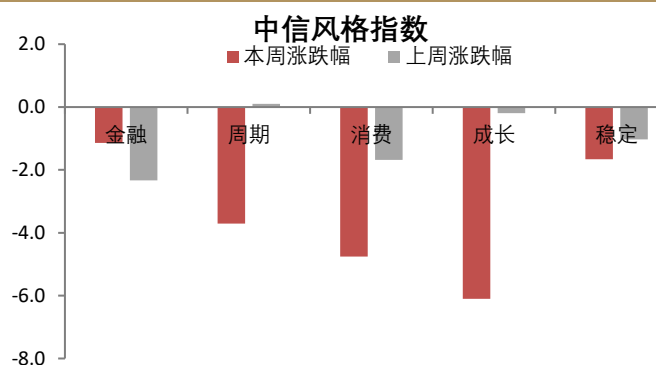
本周指数普跌。主要是宏观受到需求不及预期，对基本面重新定价。此外创业板炒作对大盘也有拖累。

图表 24：申万主题指数表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 25：中信风格指数表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

本周公布的通胀数据显示 PPI 逐渐回暖。CPI 四季度大概率是往下走，接下来生猪供给增加，新涨价因素应该是负的；去年同期猪价过高所以翘尾因素决定了四季度 CPI 同比走低。

从 M1 同比领先 PPI12 个月以及四季度基建房地产赶工的预期来看，PPI 降幅可能进一步收窄，但是修复的幅度不会太大，9 月从油价和工业品价格来看较弱。PPI-CPI 剪刀差将扩大，利润从下游往上游分配。

目前板块也在走这个逻辑，上游表现好于中游和下游；之前估值较高的消费和科技表现最弱。

图表 22：中证 500 电子零部件制造行业盈利预测

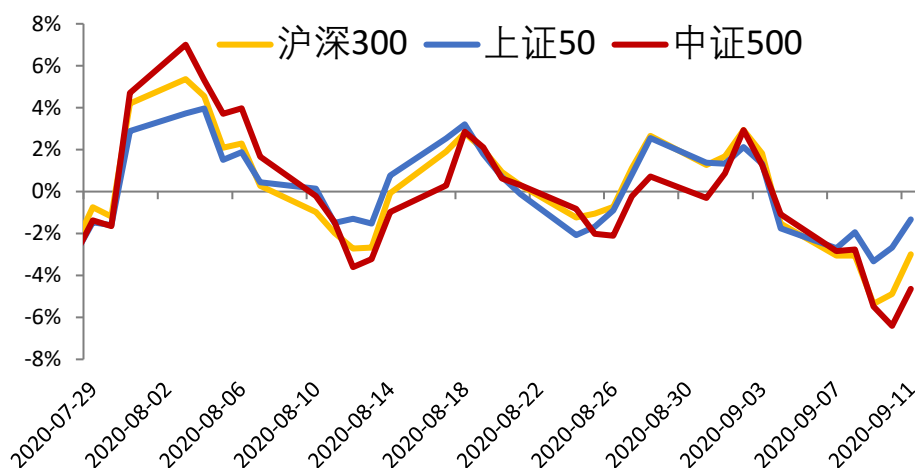
| | 上游(中信) | 中游(中信) | 下游(中信) | 金融地产(组合·中信) | 消费(组合·中信) | 科技(组合·中信) | 基础设施及建设(中信) | TMT(中信) | 资源能源(组合·中信) |
|------------|--------|--------|--------|-------------|-----------|-----------|-------------|---------|-------------|
| 2020-09-11 | -2.99% | -4.66% | -5.04% | -1.07% | -5.44% | -7.50% | -2.47% | -6.69% | -2.14% |
| 2020-09-10 | -3.44% | -6.74% | -7.91% | -1.50% | -8.62% | -8.51% | -3.13% | -8.52% | -2.03% |
| 2020-09-09 | -3.44% | -5.03% | -8.19% | -1.60% | -8.78% | -5.81% | -1.72% | -6.63% | -1.94% |
| 2020-09-08 | -2.82% | -2.54% | -4.74% | -0.80% | -5.18% | -2.70% | -0.10% | -2.08% | -2.36% |
| 2020-09-07 | -2.63% | -1.79% | -4.13% | -2.37% | -4.80% | -2.07% | -1.37% | -1.89% | -2.22% |
| 2020-09-04 | -0.81% | 0.27% | -1.55% | -2.29% | -1.98% | 0.02% | -0.91% | 0.13% | -0.09% |
| 2020-09-03 | 0.88% | 2.03% | 2.58% | 0.28% | 2.15% | 1.12% | 0.50% | 0.98% | 1.43% |
| 2020-09-02 | 2.67% | 4.49% | 4.12% | 0.84% | 3.70% | 3.80% | 1.16% | 3.32% | 2.26% |
| 2020-09-01 | 1.99% | 2.09% | 2.79% | -0.35% | 2.74% | 0.85% | 0.79% | -0.35% | 2.89% |
| 2020-08-31 | -0.43% | 0.05% | 2.82% | -0.66% | 3.48% | -0.66% | 0.04% | -0.90% | 0.28% |
| 2020-08-28 | -0.71% | 1.44% | 3.86% | -0.33% | 4.49% | 0.26% | 0.53% | 1.09% | 0.11% |
| 2020-08-27 | -2.05% | 0.65% | 2.33% | -1.68% | 3.00% | -0.55% | -0.09% | 0.91% | -1.46% |
| 2020-08-26 | -4.62% | -2.59% | -0.04% | -2.91% | 0.76% | -3.12% | -1.24% | -0.65% | -3.83% |
| 2020-08-25 | -3.19% | -2.10% | -0.67% | -2.94% | -0.13% | -3.39% | -0.68% | -0.92% | -3.04% |

数据来源：wind，混沌天成研究院

三、后续展望

7月初随着官方、财新PMI均超预期来印证经济环比复苏，以及央行下调再贷款和再贴现利率，指数快速上涨。中旬中美摩擦升级影响市场情绪，从7月底到上周，市场处于震荡整理阶段，本周受到美股暴跌的影响，三大期指均收跌。

图表 30：三大指数 5 天滚动收益率



数据来源：wind，混沌天成研究院

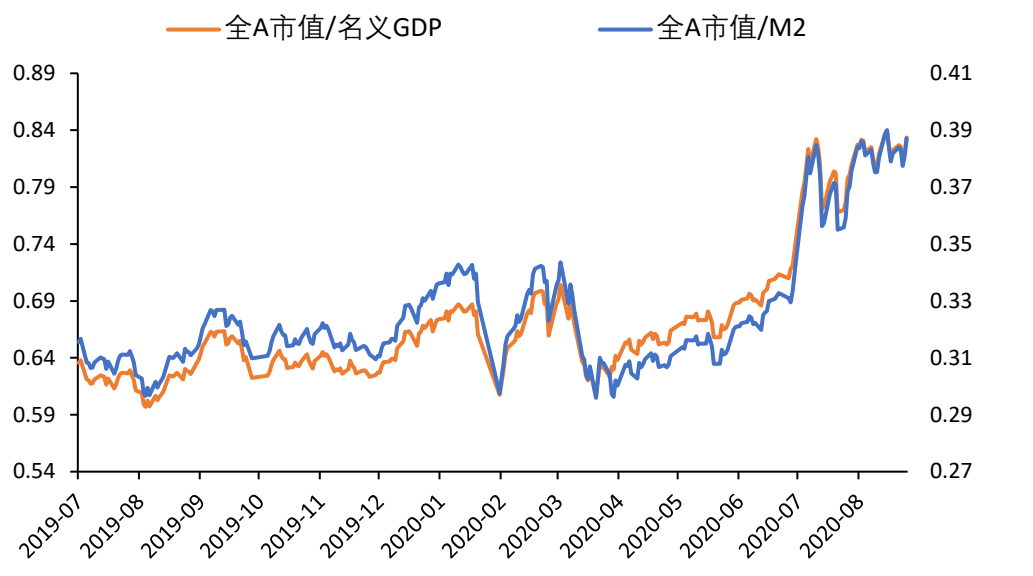
美股估值隐含对经济基本面的预期处于历史最高位置，但是从美国经济数据来看，呈现缓慢复苏的特征，经济基本面恢复速度小于估值提升的速度，所以这两周经历了杀估值。从全A市值/名义GDP来描述股市对经济基本面的预期的话，现在处于历史中等水平，远不及2015年水平。从全A市值/M2来描述股市市值和放水的相对程度来看，放水对股市市值有提振作用，但是是同比比例增加，股市并没有吸收更多的流动性。从这两个指标来看，中国经济基本面的恢复匹配的上股市给的估值，流动性也没有给股市带来泡沫，美股跌给A股带来是情绪的影响，A股向下有基本面的支撑。

图表 31：股市流动性和估值



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 32： 股市流动性和估值



数据来源：wind , 混沌天成研究院

周五公布的社融数据好于预期，社融里政府债贡献较大，信贷相对较弱。但是信贷的结构较优，企业长期和居民长期贷款保持较高增速，短期和票据融资处于较低水平。后续上涨需要基本面的支持，对于经济复苏目前还没有认为经济重回下行通道的理由。但是临近美国大选背景之下风险偏好我们认为逐渐降低，因此对于股指我们观点转为震荡。

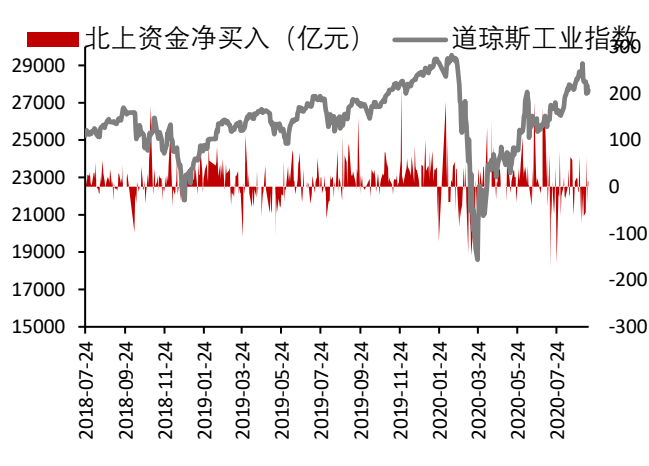
北上资金在本周暴跌的时候抄底。美联储货币政策偏鸽，人民币升值并且后续升值预期也在，后续对北上资金影响较大的是美股表现，如果美股也保持坚挺但是北上资金还是流出，就要担心预期的扰动了。

图表 32： 北上资金和上证 50 走势



数据来源：wind , 混沌天成研究院

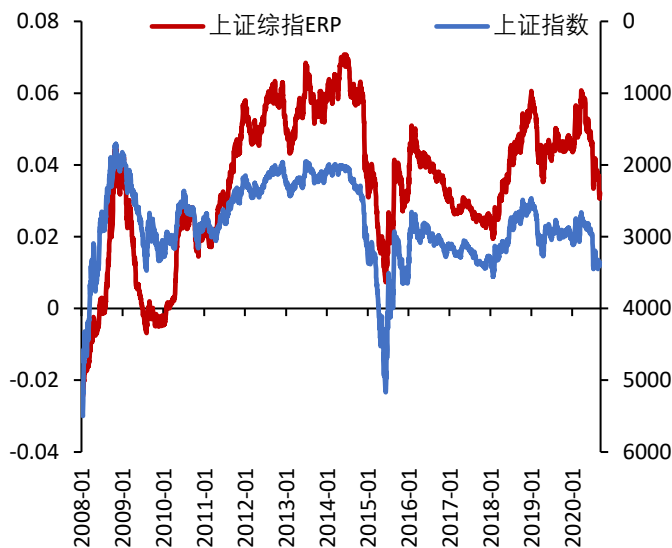
图表 33： 北上资金和美股走势



数据来源：wind , 混沌天成研究院

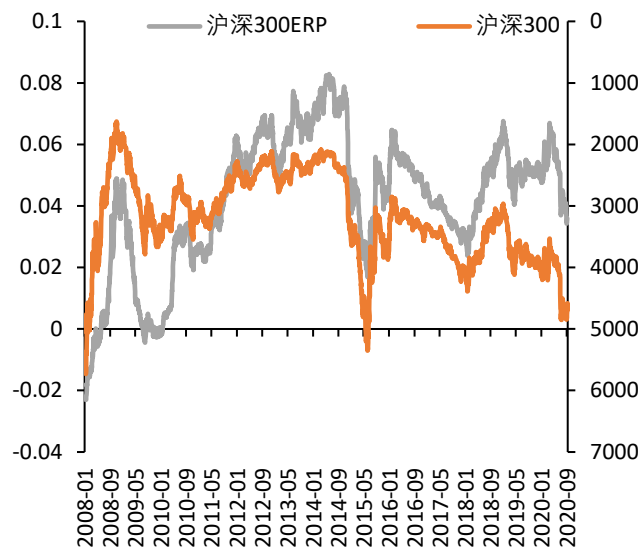
近期卖股抛债的呼声很高，从 ERP 来看，【权益风险溢价（ERP）是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力】，股指吸引力处于 18 年到现在比较低的位置，十年期国债收益率也超过了股指的股息率，从这两个指标来看确实当前位置债券有吸引力，但是还要结合债市基本面去看。

图表 34：上证综指 ERP 和价格走势（右/逆序）



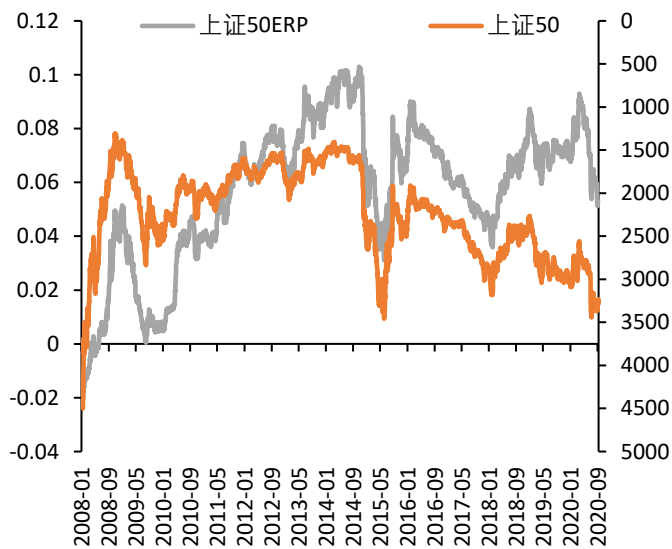
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 35：沪深 300ERP 和价格走势（右/逆序）



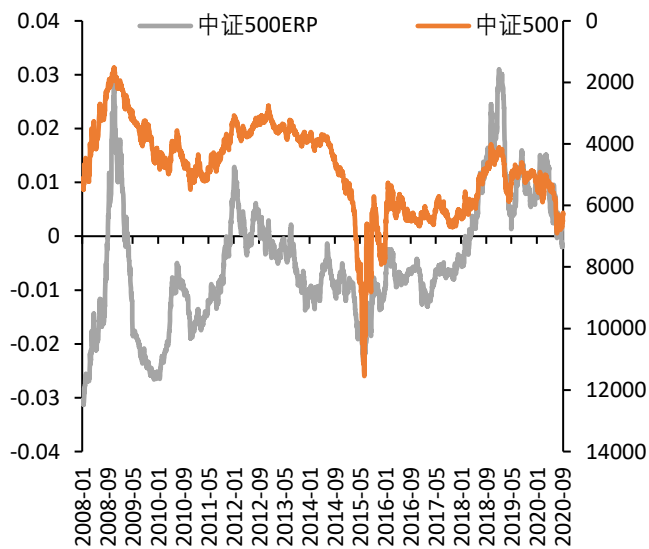
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 36：上证 50ERP 和价格走势（右/逆序）



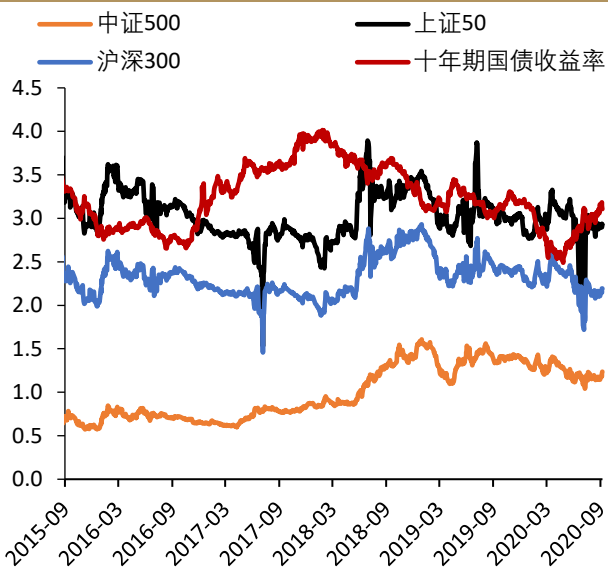
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 37：中证 500 和价格走势（右/逆序）



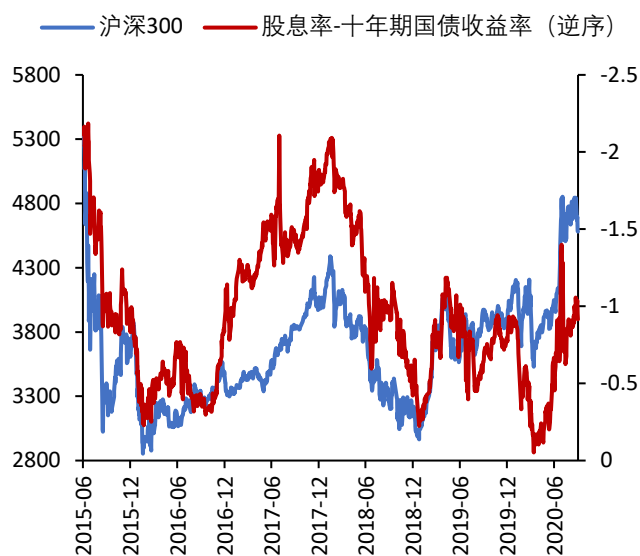
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 38: 沪深 300 股息率



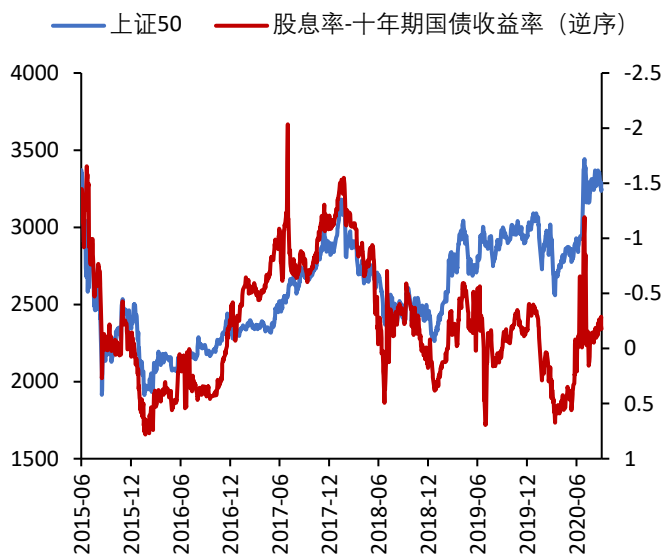
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 39: 上证 50 股息率



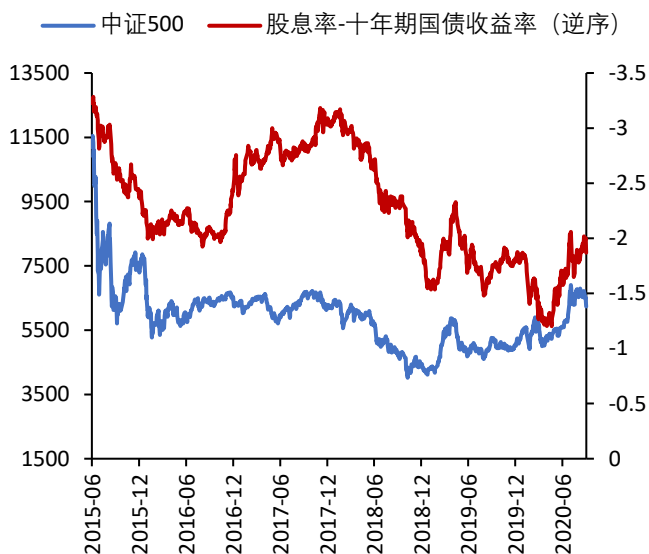
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 40: 沪深 300 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 40: 上证 50 股息率



数据来源: wind, 混沌天成研究院

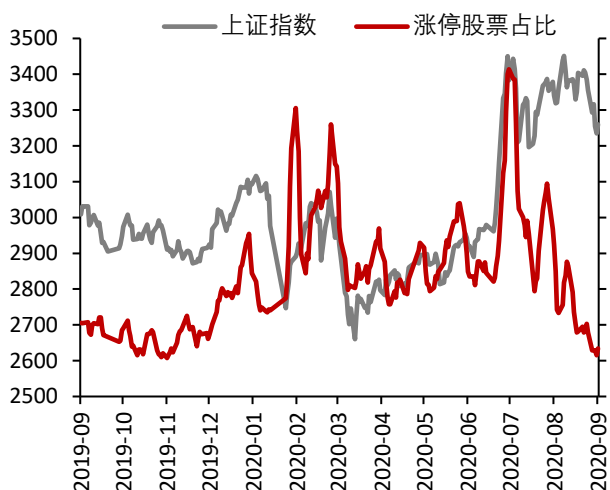
数据跟踪

一、市场情绪

本周市场情绪降温，涨停股票占比持平。创业板炒小炒差，亏损股/绩优股回升。

图表 1：涨停家数占比

图表 2：亏损股/绩优股



数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

目前沪港 AH 溢价指数处于较高位置。沪港 AH 溢价指数处于历史低位时，往往对应着沪深 300 指数的底部。恒生 AH 股溢价指数跟踪的 74 只个股主要是在金融、周期性和防御性行业中的央企和地方国企，成长空间不高，当 AH 溢价在高位时表明市场情绪可能过热。

图表 3：沪港 AH 溢价和沪深 300 走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。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、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

