



2022 年 11 月 8 日

# 驴象之争割裂国会，油市政策风险几何？

## ---2022 年美国中期选举对油价影响前瞻

黄柳楠

投资咨询从业资格号：Z0015892

huangliunan021151@gtjas.com

王涵西（联系人）

从业资格号：F3082452

wanghanxi023726@gtjas.com

### 报告导读：

美国中期选举将于美东时间 11 月 8 日（北京时间 11 月 9 日上午）举行。最新民意调研结果显示，共和党在本轮选举中赢得众议院甚至一举夺下两院的概率不低。国会重组后的美国政府将何去何从，经济危机和激烈党争背景下徘徊不定的政策又会为油价带来怎样的刺激？我们回顾了拜登执政以来在能源与中东问题上的政策脉络，结合两党的一贯立场，深入讨论不同选举结果下油价可能会面临的政策风险。

## 目录

1. 2022 年美国中期选举速览 .....	3
1.1 众议院共和党赢面较大，参议院战况依然胶着 .....	3
2. 站在能源十字路口的美国 .....	8
2.1 能源政策：宏伟蓝图层层解构，能源迭代前路漫漫 .....	8
2.1.1 偷梁换柱的《通胀削减法案》 .....	8
2.1.2 债务危机来势汹汹，法案实行举步维艰 .....	10
2.2 中东政策：战略重心转向亚太，中东影响渐失 .....	10
2.2.1 OPEC 无视美国呼吁大举减产 .....	10
2.2.2 战略收缩背景下渐行渐远的美沙 .....	11
3. 总结 .....	12

(正文)

## 1. 2022 年美国中期选举速览

尽管拜登政府一度试图通过抛储打压油价，但在 OPEC 和国内页岩油企业不配合的情况下收效甚微。从历届中期选举情况来看，执政党在中期选举中的支持率往往会明显下滑，在通胀控制上表现堪忧的拜登政府也没能逃脱这个“魔咒”。

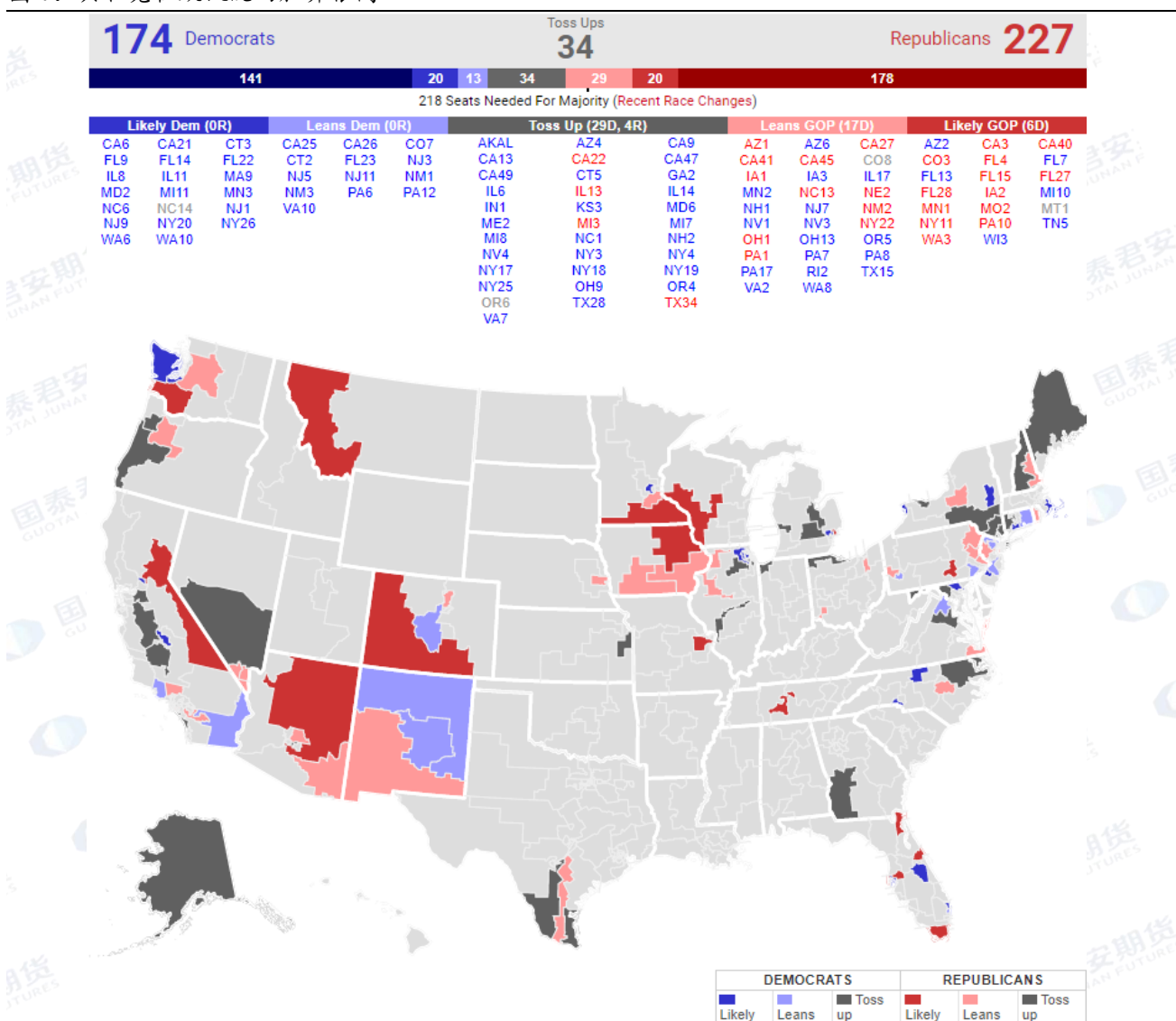
### 1.1 众议院共和党赢面较大，参议院战况依然胶着

美国将于美东时间 11 月 8 日举行中期选举。本次中期选举是民众对拜登执政以来的评判，也是自俄乌冲突后美国的首次大规模选举，故受广泛关注。作为中期选举的焦点之一，国会选举的结果对美国总统拜登未来两年的执政有决定性意义。本届选举将改选美国国会众议院的全部 435 个席位，以及参议院 100 席中的 35 席。

#### (1) 众议院：民主党形势不容乐观

本届众议院民主党占据了 220 个议席、共和党占据 212 个议席，另有 3 个议席空缺。民主党仅比共和党多 8 个议席，在议席数量上差距甚微。鉴于民主党在众议院的微弱优势以及美国根据 2020 年人口普查重新划分选区的影响，舆论普遍认为，民主党失去众议院控制权的可能性非常大。

图 1：共和党在众议院的胜算很高

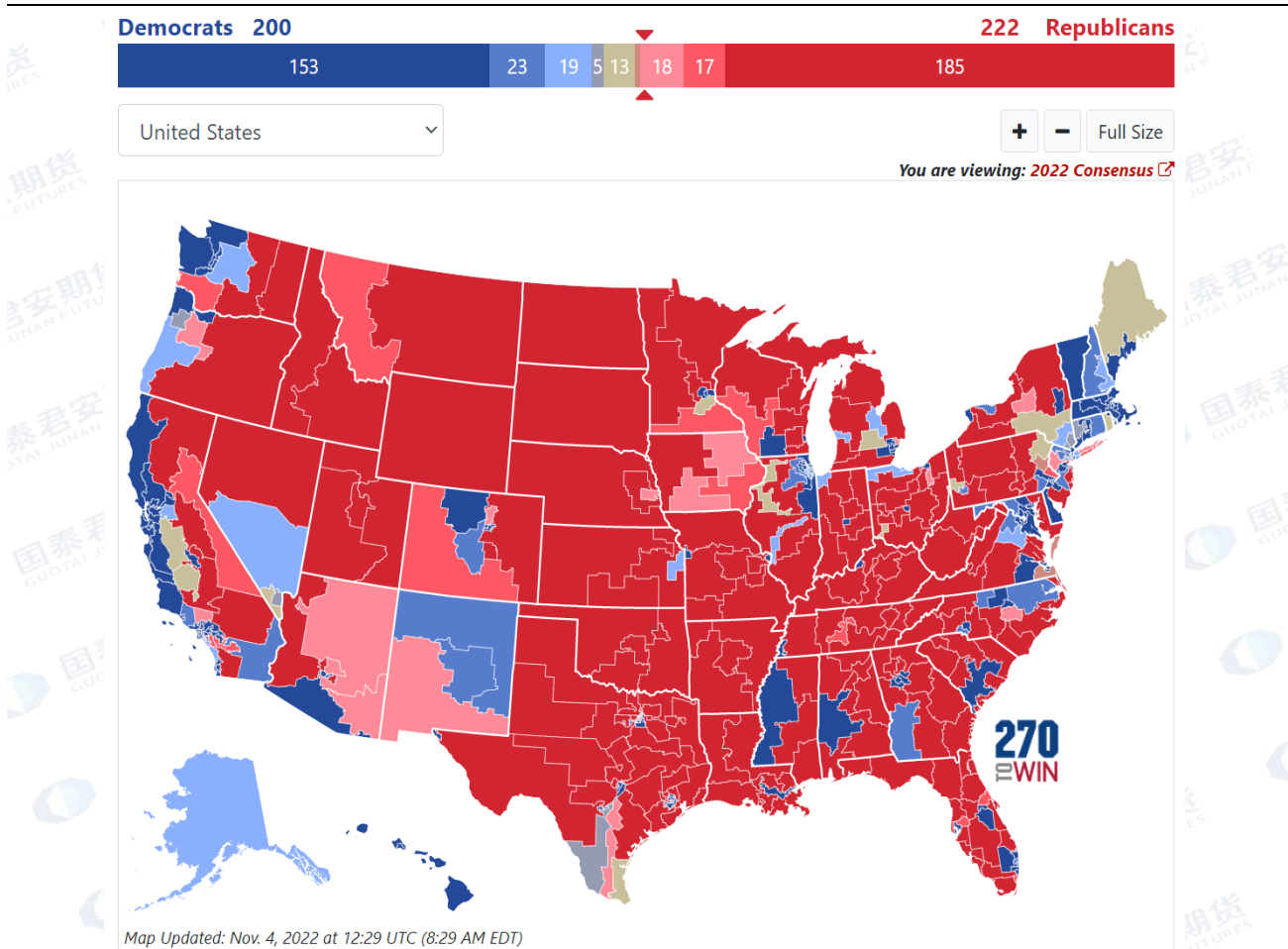


资料来源：RealClearPolitics

根据 Real Clear Politics 预测数据，截至 11 月 6 日，众议院 435 席中，仅有 174 席较大概率会被民主党拿下，其中毫无悬念者 141 席，非常可能者 20 席，略有倾向者 13 席，摇摆者 34 席，与共和党的 227 席相去甚远，由此可见 RCP 对民主党在众议院的选情持悲观态度。



图 2：共和党在众议院的胜算很高-2



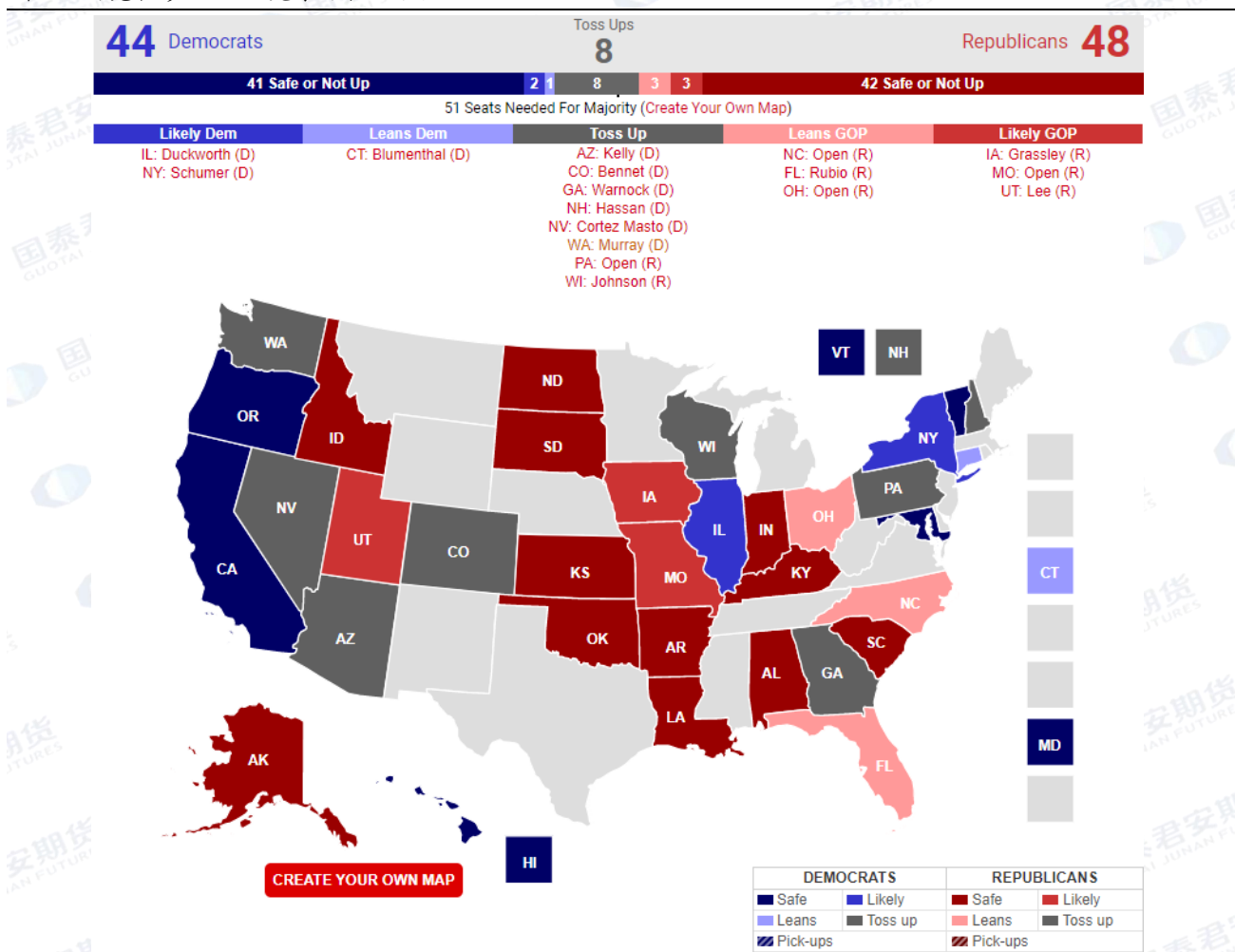
资料来源：270 To Win

无独有偶，根据 270 To Win 在 11 月 4 日的预测数据显示，众议院 435 席中，共和党将大概率会拿下其中的 222 席，民主党将较大概率拿下 200 席位，摇摆者（Toss-up）共 13 席。尽管没有 RCP 一边倒的预测结果，但依然可见在这样的场景中，民主党的压力较大。美国民调机构 FiveThirtyEight 也通过多次模拟预测，显示共和党拿下众议院的可能性高达 82%，民主党成功守住众议院的概率不到两成。

## (2) 参议院：两党竞争激烈

本届参议院，民主党和共和党的议席持平，均为 50 席。如果民主党能够稳住参议院，拜登有机会继续推动其政策，为下一次的总统大选储备力量。但如果民主党若失去参议院的控制权，中期选举结果可能将直接宣布拜登后两年的“冷板凳”政治生涯。

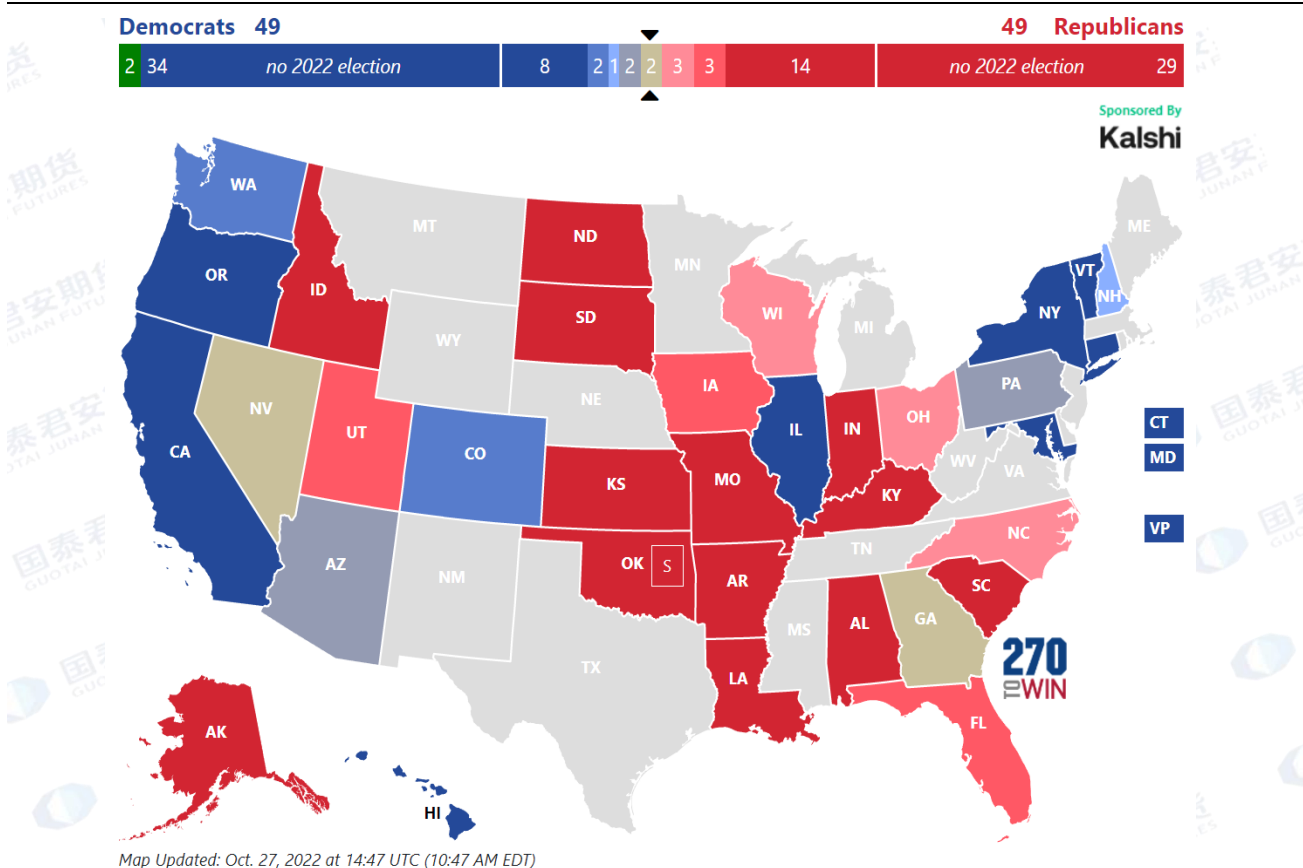
图 3：两党在参议院的竞争依然激烈



资料来源：RealClearPolitics

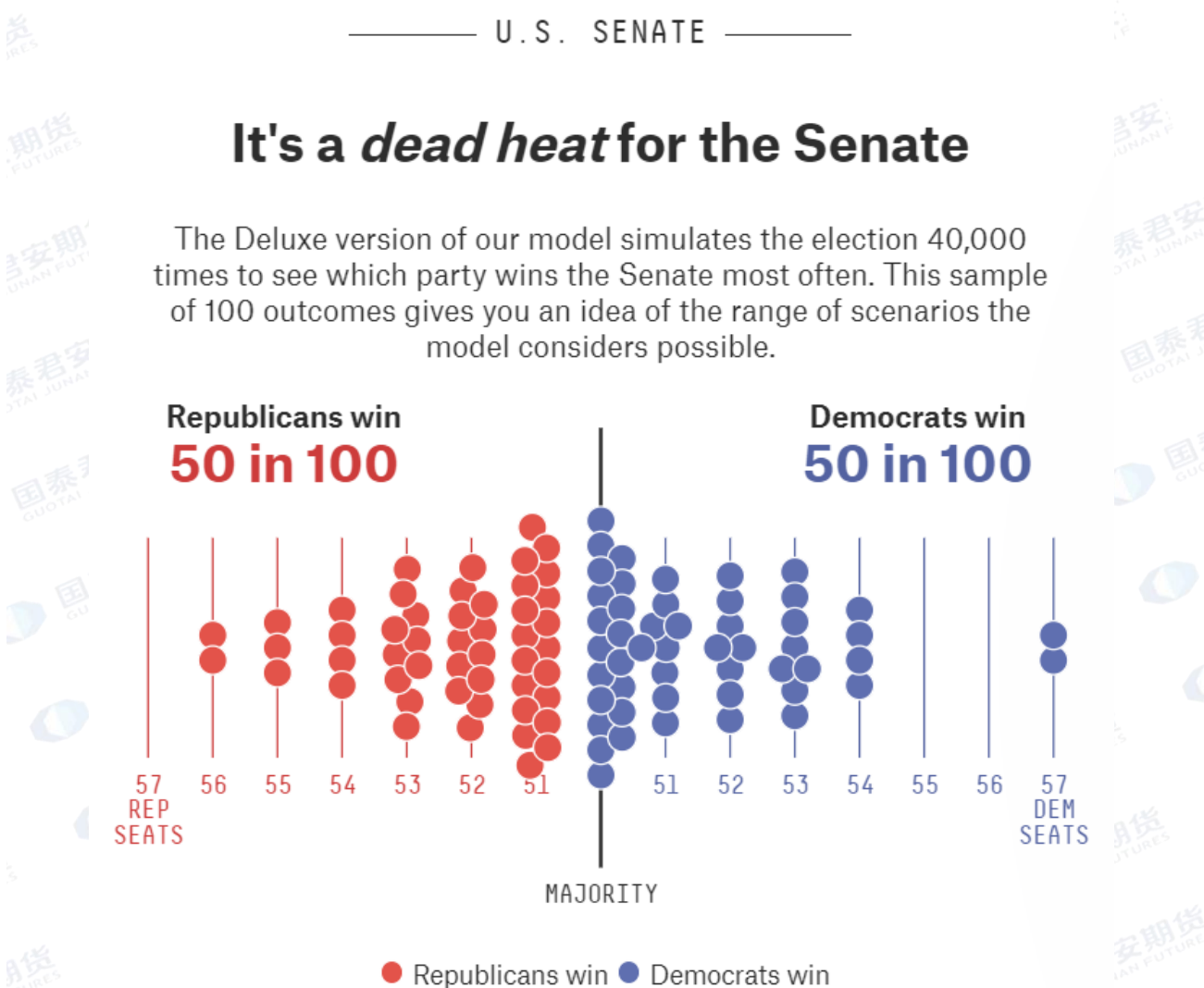
根据 Real Clear Politics 预测数据，截至 11 月 6 日，参议院 100 席中，民主党将较大概率拿下 44 个席位，其中毫无悬念者 41 席，非常可能者 2 席，略有倾向者 1 席，而共和党则将大概率拿下 48 个席位，其中毫无悬念者 42 席，非常可能者 3 席，略有倾向者 3 席，摇摆者 8 席，分别位于亚利桑那州、乔治亚州、新罕布什尔州等。

图 4：两党在参议院的竞争依然激烈-2



资料来源：270 To Win

图 5：两党在参议院的竞争依然激烈-3



资料来源：FiveThirtyEight

无论是 270 To Win 还是 FiveThirtyEight 的预测结果显示，两党在参议院的竞争十分激烈，就目前来看选况胶着、胜负难料。

## 2. 站在能源十字路口的美国

一直以来，美国两党在能源领域的政策就充满分歧。共和党方面，其支持者多来自于能源、机械制造业等重工业，所以其在环保议题上一直较为保守，反对对于高排放的美国传统产业课以重税。民主党方面，由于其支持者主要源于互联网、信息技术和精密制造业等高附加值的产业，加之一直对气候变化和环保议题保持高度关注，对传统化石能源的影响力相对有限。面对当前高居不下的油价，拜登多次在公开场合批评美国石油行业“并未履行投资于美国和支持美国人民的承诺”，今年以来在攫取“高额到难以想象”的利润的同时将之用于偿还债务、回购股票与股东分红，而并非投入再生产，这是“不可接受的”。众议院大概率被共和党收入囊中，意味着美国国会的分裂程度将进一步加剧。这对美国未来的能源政策、中东战略等与油价密切相关的政策导向都有着至关重要的影响。

### 2.1 能源政策：宏伟蓝图层层解构，能源迭代前路漫漫

#### 2.1.1 偷梁换柱的《通胀削减法案》



当地时间 8 月 12 日，众议院以 220 票赞成、207 票反对通过了《通胀削减法案》，随后在 16 日由拜登签署正式成为立法。尽管民主党党内形成了统一战线，但该法案遭到了共和党的普遍反对，一方面是因为这份价值约 7400 亿美元的法案降低通胀的效果引起了广泛质疑，另一方面也是因为其中包含了大量对于新能源行业的扶持，包括对新能源汽车的税收减免和对太阳能电池板、风力涡轮机等清洁能源的投资，这些内容与共和党的执政方针和基本立场严重相悖。

《通胀削减法案》是由拜登政府《重建美好未来》法案演变而来的。美国两党的能源路线一向泾渭分明，特朗普任期内的种种政策充分符合共和党 and 民主党保守派曼钦代表的化石能源基本盘利益，而拜登上台后的所作所为则恰恰是反其道而行之，极力打压化石能源。

表 1：拜登政府能源政策一览

措施	时间	具体内容
重返《巴黎气候协定》，重视环保问题	2021 年 2 月 19 日	<p>拜登就任总统首日签署行政令，宣布美国将重新加入《巴黎气候协定》以应对气候变化。拜登将气候变化视为重要问题，在其竞选时的主张中就包括：</p> <p>(a) 维护和实施现有的《清洁空气法案》，确保 2030 年年底新销售的轻型和中型车辆 100%达到零排放；</p> <p>(b) 计划在 2035 年电力部门实现碳中和；</p> <p>(c) 确保美国 2050 年实现 100%的清洁能源经济和净零排放等。</p> <p>美国许多银行与金融机构也在与传统化石能源相关项目的融资上有所限制，显示了美国已经在“环保”的道路上前行。</p>
Keystone XL 输油管道的终结	2021 年 1 月 20 日	<p>Keystone Pipeline System 是由加拿大油气运输公司 Trans Canada 主修的一个输油管道系统，通过该管道系统可将加拿大哈迪斯蒂的石油输送至美国境内，亦可南下连接墨西哥炼油厂的现有管道。而 Keystone XL 管道的修建意义非凡，从加拿大哈迪斯蒂开始，向南延伸到内布拉斯加州的斯蒂尔城，通过该管道能运输约 80 万桶/日的油品于此。然而，这一造价超 10 亿美元的项目发展较为曲折，在奥巴马政府时期因“不符合美国的国家利益”而被叫停，是彼时被搁置的两大基础设施建设之一，后又在特朗普任内被通过，在拜登上任后又被叫停。</p>
宣布对化石能源严格监管、推进公共钻采禁令	2021 年 1 月-2021 年 6 月	<p>自拜登上台以来，持续扩大美国实行化石燃料收缩政策的规模，包括美国联邦政府暂停了阿拉斯加的石油开采活动、以签署行政令的方式结束了对化石燃料的联邦补贴、禁止在公共土地和水域进行新的油气开采等。后者对美国页岩油主产区新墨西哥州（65%的原油产量源自公共土地）造成了重大影响。此外，据彭博报道，拜登政府宣布全面暂停出售联邦土地上的油气租赁权，约占美国石油和天然气供应量的 10%。</p>

资料来源：根据公开资料整理，国泰君安期货研究

为了兑现自己竞选时的承诺，拜登上任之初先后提出过 2 万亿美元美国就业计划与 2 万亿美元美国家庭计划，后续又通过进一步的整合解构成为了 5500 亿美元的基建法案和 3.5 万亿美元的《重建美好未来》法案。后者包含了大量对新能源行业的援助补贴以及对石油天然气行业超额排放甲烷的费用规定等内容，基本符合拜登在能源和气候方面的政策蓝图。然而，这份与共和党基本立场大相径庭的法案注定一波三折。拜登政府不得不多次削减法案规模，从最初的 3.5 万亿缩水到 1.7 万亿，并在一年多的拉锯后最终向党内保守派作出妥协（法案规定联邦政府开发新的风能和太阳能须先满足拍卖石油和天然气钻探权的条件，同时曼钦还获得了今年秋天推动独立立法、加快能源项目审批的承诺），《通胀削减法案》才最终得以出炉。

从内容上来看，该法案主要筹措资金来源是对大公司（15%最低企业税）和富裕家庭的加税计划，支出对象则包括 3690 亿美元的能源安全以及气候变化（基本都是新能源领域建设）项目、640 亿美元的平价医疗法案补贴以及未来十年内至少 3000 亿美元的赤字削减，仅从投入方向都可以看出其醉翁之意不在酒。这份名为通胀削减，实则服务于中期选举拉票目的的法案，不过是拜登政府稳固民主党新能源基本盘的权宜之计，对解决美国当下面临的核心危机并无助益，在实际执行中预计会遇到强大阻力。

### 2.1.2 债务危机来势汹汹，法案实行举步维艰

中期选举后拜登政府的执政能力大概率会面临更多限制。自上任以来，拜登政府凭借民主党对于国会两院的掌控大力推进财政刺激政策，并不顾共和党反对启动预算协调程序。但从目前的民意调查结果来看，共和党在本轮选举中赢下众议院甚至一举夺下两院的概率着实不低，这意味着未来民主党推出的法案很有可能会遭遇更大阻力。共和党有充分的理由在债务上限和财政支出方面向拜登政府发起猛攻。2021 年，联邦政府一度面临政府关门和债务违约的双重风险，最终国会于 12 月中旬通过了将联邦政府债务上限调高 2.5 万亿美元至 31.4 万亿美元的立法，暂时避免了政府债务违约危机，但这种行为无异于饮鸩止渴。截至今年 10 月初，美国未偿联邦政府债务余额已经达到 31.1 万亿美元，远超美国去年全年约 23 万亿美元的国内生产总值，再度逼近债务上限。美国财政部数据显示，2022 年联邦政府的国债净利息高达 4750 亿美元，较 2021 财年的 352 亿美元显著上升。债台高筑严重考验美国政府财政可持续性，也给了共和党攻击拜登政府的有力依据。在共和党控制下的国会甚至可能会叫停民主党人已经推出的法案，包括今年 8 月通过的削减通胀法案，类似环保及清洁能源等无济于缓解美国当下经济难题与共和党执政方针及立场背道而驰的政策在选举结束后料将更难获得通过。

此外，就上任后的实际表现而言，拜登“绿色新政”的推行也难言乐观。美国清洁能源协会（ACP）报告显示，由于贸易争端、不确定的联邦政策以及供应链混乱，二季度美国新增可再生能源同比下降 55%，新增产能达到 2019 年三季度以来最低水平。其中，太阳能部署同比减少 53%，陆上风电减少了 78%。ACP 首席执行官指出，政策风暴和经济逆风令清洁能源部署明显放缓，美国国会在税收政策、关税以及贸易限制等方面的不作为也压制了清洁能源需求。而在能源供应紧张的局面下，拜登政府又面临着提高原油产量的迫切需求。包括能源安全、党派斗争等在内的多重因素预计将在此后继续限制拜登在清洁能源领域的作为。

## 2.2 中东政策：战略重心转向亚太，中东影响渐失

### 2.2.1 OPEC 无视美国呼吁大举减产

俄乌冲突以后一路飙涨的油价是通胀走强的核心，而高通胀是当下选民们最为关心的议题之一。随着中期选举迫近，为了安抚欧洲盟友、稳定国内油价，拜登方面急于寻求 OPEC 组织的合作，但却因此前的中东战略以及针对沙特王室的侮辱性发言频频受挫。2022 年 7 月，在多次连线沙特未果之后，拜登不得不亲自出访中东。然而拜登一行在沙特遭到的冷遇似乎早就注定此行会无功而返：接机官员仅为副省长级别，且会谈前直言不考虑增产（会谈后沙特仅仅宣称会将在 2027 年前逐步增长到 1300 万桶/天，含混表态难解民主党的燃眉之急）；会谈期间，沙特王储在卡舒吉事件等问题上与拜登针锋相对，分毫不让。



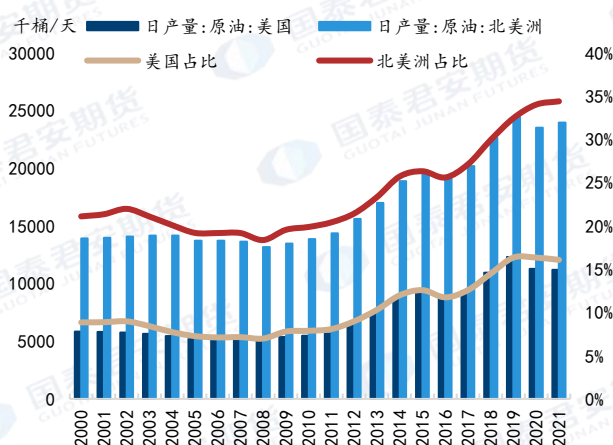
从结果上来看，拜登本次出访几无所获，不论是在石油减产还是推进海湾-以色列联防方面都毫无进展。在后续的 OPEC 部长级会议上，有关决议完全无视美国的增产呼吁，反而出台了高达 200 万桶/天的减产计划。决议公布后，美国方面曾致电沙特和其他海湾产油国高层，希望 OPEC 能将减产协议推迟一个月，以便当局平稳度过中期选举，但如此“退而求其次”的要求依然遭到了拒绝。这令拜登政府大为恼火，严厉指责沙特是出于政治原因策划了此轮高额减产，意在帮助俄罗斯增加外汇收入纾困。拜登于媒体采访中表示，认为是时候“重新审视”美国同沙特之间的关系了，并威胁沙特将面临一些“后果”。不过沙特对此并不买账，坚称此举纯粹是出于经济考量，在涉及产油计划、与中俄及以色列的关系等关键问题上公然对抗美方，美沙双方剑拔弩张。

### 2.2.2 战略收缩背景下渐行渐远的美沙

沙特的“反叛”是美国对中东地区影响力削弱的剪影，也是美方在全球战略布局转向后不得不面临的问题。考虑到沙特对 OPEC 组织的强大影响力、与美国的长期合作关系以及中东局势的复杂性，我们在这篇报告中对于美国中东政策的讨论将更多围绕美沙之间的关系演变展开。

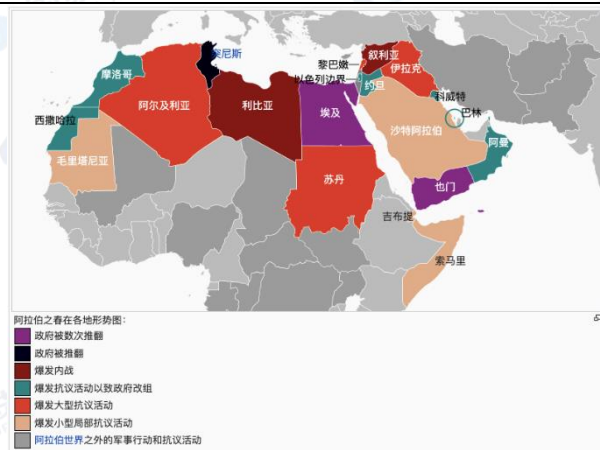
沙特是 OPEC 组织的实际领导国以及美国在阿拉伯世界中最重要伙伴。二战以来的美沙合作始终建立在“石油换安全”基础之上。然而，中东的复杂局势以及美方为掌握石油资源而在该地区挑起的纷争令这段关系注定难以稳定。1973 年阿以冲突期间，以沙特为首的阿拉伯产油国对欧美实行的原油禁运一度令双方关系紧绷，但伊斯兰革命和苏联在阿富汗的势力扩张很快强化了美沙之间的纽带。尽管 911 事件导致美国国民对沙特的评价恶化，但这并未影响到官方战略合作，两伊战争中双方依然协力支持萨达姆。而在萨达姆出兵占领科威特后，美国通过在海湾战争中展现的强大军事实力震慑阿拉伯各国，并顺势加强与波斯湾地区国家的军事和政治合作。好景不长，90 年代后美国对以色列的支持和推动中东地区民主政权建立的行为令双方渐生隔阂。自页岩油革命后，美国石油进口依赖度一路下滑，中东地区的战略意义也随之削弱，二十年来的巨额投入换得一地鸡毛的结果也令美国失去了在中东继续空耗的兴趣。

图 6：美国和北美洲原油产量及占比



资料来源：万得，国泰君安期货研究

图 7：阿拉伯之春涉及国家



资料来源：维基百科

在美国实行战略收缩的前提下，两党在应对中东问题上的分歧进一步导致了以沙特为首的海湾各国对于不同党派领导下的美国政府态度迥异。

民主党跟沙特早有龃龉。奥巴马执政后，美国奉行中东战略收缩并计划重返亚太，首先便是削减在中东的军事部署。美军撤出伊拉克导致什叶派政府掌权，伊朗趁势发展其在包括伊拉克及叙利亚等海湾国家的力量，势力版图扩张之快令沙特坐立难安。伊核谈判的达成更是雪上加霜，沙特开始担忧美国对其安全保障的承诺能否兑现。奥巴马对阿拉伯之春运动的支持打破了沙特对其放缓推动中东民主化步伐（被沙特王室视为会动摇其统治的重大威胁）的幻想，《法律制裁恐怖主义赞助者法案》的通过以及美国中止为沙特在也门战争中继续提供军事支持导致两国关系进一步恶化，沙特对美国的不满情绪与日俱增，**传统美沙合作框架备受考验。**

特朗普政府与沙特的亲密合作一度令两国关系快速升温。特朗普上任后第一个出访的国家就是沙特，在机场受到了沙特王室的盛大欢迎。单方面撕毁伊核协定并恢复也门战争的武器供应充分展现了特朗普方面的合作诚意。对此，沙特投桃报李，不仅豪掷千亿签署军售订单，还在特朗普任期内有意回避和淡化会引发美沙矛盾的尖锐问题。除了向沙特示好，特朗普破坏美伊协定的另一个目的是通过遏制伊朗这一共同目的让海湾诸国与以色列达成和解，打造一个“中东版北约”，但最终并未实现，反而令美伊关系及周边局势持续紧张。值得指出的是，战略重心从反恐转向大国竞争奠定了美国中东政策的收缩态势，特朗普奉行的孤立主义也展现了美国全球战略收缩的特性。与此同时，美国国会对于特朗普在中东问题上的处理从未停止抨击，民主党也就也门战争、卡舒吉等多项事务对沙特进行了严厉谴责，美沙传统合作模式中的重重隐患并未消弭。

拜登上台后，在特朗普时期有所回暖的沙美关系迅速降到了新低点。拜登政府继承了奥巴马时期的核心中东战略，将重返伊核协定、结束战争（包括继续撤军和结束也门战争）以及推行价值观外交列为重点政策，努力恢复美国在中东国家中的信誉，避免俄罗斯等国家填补美国撤离中东后留下的权力真空。伊朗问题方面，美国两大传统盟友沙特和以色列一贯强烈反对伊核协定，拜登政府重新达成协议的尝试无疑会令沙特质疑美国的安全保障承诺。对伊朗来说，尽管当局有意回归伊核体系，但对拜登政府提出的在弹道导弹作出让步的要求难以接受，双方陷入僵持，协定历经多次磋商却迟迟未能落定。也门战争问题上，拜登政府一度计划暂停对沙特和阿联酋的军售，同时撤销特朗普政府对伊朗支持的胡塞武装恐怖组织的认定。而价值观外交又涉及推动中东人权运动，且民主党价值观还与现任沙特王储小萨勒曼的行动相悖。可以说，拜登的“中东代办清单”中几乎每一项都是在降低沙特的合作意愿，加上拜登竞选期间谈及沙特时使用“贱民”形容，双方关系每况愈下也就不足为奇了。

在现有的中东战略框架之下，拜登领导下的民主党政府很难拿出足够吸引沙特和其余海湾国家的筹码，且在俄乌冲突及经济疲弱等问题的牵制下预计也难以腾出手对沙特大加制裁，对于该组织的影响力会相对有限。就目前的走向来看，沙特大概率会期待能与下一任共和党政府“重修旧好”，延续传统合作框架或尝试探索新的合作模式；但也不排除沙特厌倦了美国的摇摆不定，转而寻求新的稳定合作关系，或是通过交好中俄增强与美国的谈判筹码。无论如何，拜登任期内，美国与沙特主导下的 OPEC 组织的合作关系大概率不会出现明显修复，通过操控 OPEC 打压油价的目的恐怕难以实现，加速推进伊核协定或将是民主党能够影响油价的为数不多的选择之一。

### 3. 总结

历史上看，美国总统为了在中期选举中提高胜率，均会选择在选举前打压油价、遏制通胀。传统的手段无外乎打“三张牌”，包括提升页岩油产量、联合 OPEC 增产、抛售 SPR。从今年情况看，对于第一张牌，经历过“破产潮”的页岩油企业们仍以偿还债务、扩大利润和增加股东收益作为首要目标，对扩大资本支出非常谨慎，全年乃至 2024 年的页岩油产量潜在增幅非常有限。加上民主党对国内页岩油产量较为有限的影响力，这张牌几乎完全失效；对于第二张牌，OPEC 在 10 月 5 日的大会上已经明确给出减产 200 万桶/日的决



议，基本上也宣告了拜登拉拢 OPEC 进行增产计划的失败，下一阶段关注的无非是各成员国减产执行率的问题；对于第三张牌，在美国 SPR 已经跌破历史性的 4 亿桶水平后，市场关注的已是未来 SPR 的回购计划，中长期看这一需求释放甚至利多油价。因此，短期来看无论中期选举如何，白宫对于遏制油价上涨惯用的三张牌在拜登政府手中已经全部失效。中长期看，一旦民主党失去众议院多数席位，则意味着未来两年拜登任期内，美国与沙特主导下的 OPEC 组织的合作关系大概率不会出现明显修复，通过操控 OPEC 打压油价的目的恐怕难以实现，加速推进伊核协定或将是民主党能够影响油价的为数不多的选择。此外，一旦民主党未能在众议院胜选，包括能源安全、党派斗争等在内的多重因素预计将在此后继续限制拜登在清洁能源领域的作为，但这对于美国提升页岩油产量的直接影响不大。

整体来看，本次美国中期选举结果即将揭晓（北京时间 11 月 9 日上午），除两党在参议院的竞选结果仍存一定悬念外，拜登所在的民主党在众议院的选情不容乐观。考虑到民主党原本主推的新能源政策对于页岩油产能直接影响有限，本次选举结果或更多限制拜登《通胀削减法案》的施行，从中长期为美国提升本土页岩油产量以及与 OPEC 主导国沙特修复关系提供一定的政治空间。在四季度海外经济不出现硬着陆的情况下，我们的观点与 6 月 26 日发布的原油半年报《在重塑的油运格局中挖掘确定性套利机会——2022 年下半年原油期货行情及投资展望》保持不变，即“三季度跌、四季度反弹”走势出现的概率相对更大。虽然宏观视角下的油价中长期下行压力依旧较大，但在三季度外盘两油已经下跌逾 30%（内盘 SC 下跌逾 20%）、OPEC 强势减产决议达成后，四季度仍需关注上行风险，外盘两油或再回 100 美元/桶附近。

## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，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，特此声明。

### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，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。同时，本公司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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

#### 国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

#### 国泰君安期货客户服务电话 95521