



白银 10 月报

民生期货有限公司

2020 年 10 月 3 日

目 录

一、 行情分析回顾	19
二、 基本面分析	3
1. 宏观	3
2. 供给	12
3. 需求	15
三、 白银的技术分析.....	18
四、 行情展望	19

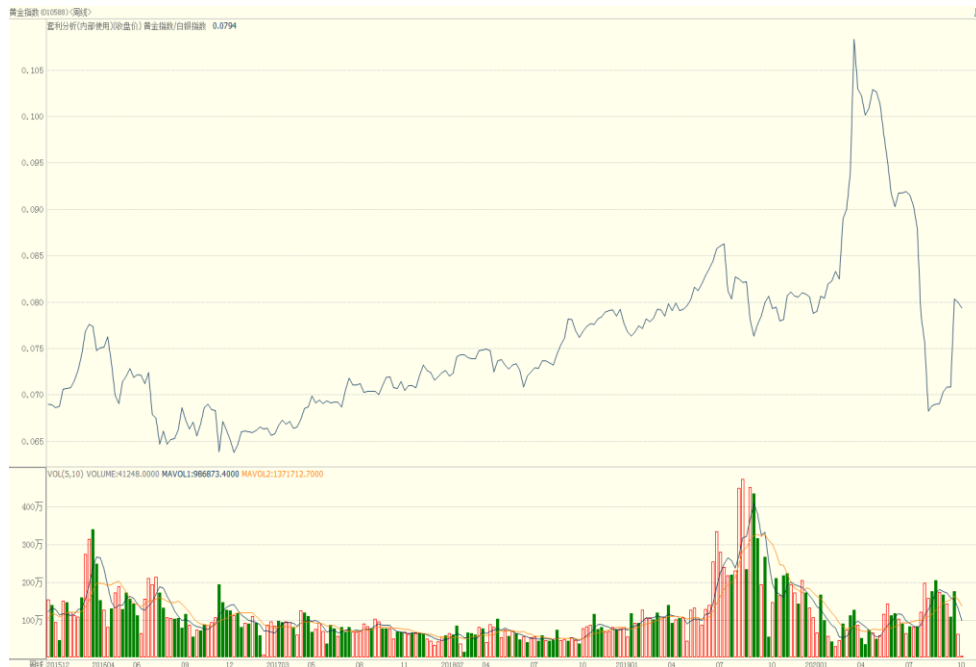
一、 行情分析回顾

核心逻辑：贵金属市场全球联动，流动性强、规模大，而且与其它资产的相关性较低，在资产配置中发挥着避风港、避险工具的作用。全球疫情带来的经济增速下滑导致的避险需求对贵金属起主要的支撑作用，经济疲弱，低利率以及强力度 QE 刺激政策依然是全球央行的主旋律，对贵金属仍然是较为有利的条件，但灾难随着时间推移正在感知非己麻木与心理慢性自愈，市场更多的关注复工复产与经济负面影响减弱。而市场对美联储货币政策边际走向趋于敏感，白银市场从疫情期间对实体经济复苏的乐观预期向经济复苏将放缓，通胀目标或难以完成的悲观情绪转变，价格短期波动料将加剧。在美联储调整后的货币政策框架下，未来美债名义利率大概率将以低位震荡为主，通胀目标被放宽利好中长期通胀预期的回升，贵金属及其白银长期资产配置依然凸显。

行情方面，9 月份贵金属大起大落，由于美国新一轮财政刺激法案持续陷于僵局中，美联储宽松力度不及预期，市场情绪剧烈波动，白银在 8 月上旬大幅拉涨后陷入近一个月的宽幅震荡，而且欧洲疫情出现反弹，及前期欧元汇率的持续上涨引发欧洲央行关注，实际利率止跌反弹，通胀预期见顶回落，美元指数在连续下行后反弹回升，金银于是受到双重打压，白银价格在 9 月下旬大幅回吐 7 月以来涨幅，多头氛围大泄，高位背景叠加金属属性的偏弱预期，流动性风险再次来袭，沪银主力合下跌 19%，以适应十月初国内外不同的交易时

间。展望 10 月，在美联储政策压制下名义利率料将维持低位震荡格局。美国大选临近，特朗普政府在特朗普被确诊为新冠肺炎，病愈出院后变本加厉的强化美国两党摩擦，美国新一轮财政刺激法案依然可能出现异常变化，而欧美疫情仍形势严峻，通胀预期短期内难以上行，实际利率易涨难跌，近期白银料将维持高波动状态。但长期来看，未来美债名义利率大概率将以低位震荡为主，通胀目标被放宽利好中长期通胀预期回升，贵金属长期资产配置依然凸显。未来若疫苗不间断的推出、财政刺激法案出台后的评估将成为激发通胀预期回升，提振贵金属价格的重要动力，短期建议按照震荡偏弱的小区间交易设计操作思路，中长期建议二次探底后介入买方。

图1. 黄金、白银比价图（周线）



数据来源：民生期货，Wind

在今年流动性危机解除后，随着通胀预期和市场风险偏好上升，

内外盘金银比从历史高点向下回归。由于白银相比黄金具有更强的商品属性，在通胀预期回升的时候往往表现更佳，因此金银比与通胀预期呈现出负相关关系。因此若财政刺激乏力，通胀预期四季度承压，金银比难以进一步下行；若经济显著改善，新一轮财政刺激法案落地，金银比有望获得下降空间。

二、 基本面分析

1. 宏观

美元波动是贵金属震荡的主要影响力。

美国经济是国际宏观经济发展的风向标，同时也是美联储调整的数字基础，对贵金属影响甚大。近期欧洲疫情反弹形势严峻，更多疫情管控和封锁措施被推出，迅速触发市场对实体经济复苏的担忧，使得前期欧洲经济复苏速度好于美国的趋势被逆转。欧洲央行行长拉加德最新讲话指出欧元汇率变化对未来经济复苏的重要性，此前她曾表示欧元升值抵消了部分刺激政策对提振欧元区通胀水平，这或暗示着欧元汇率此前过快上涨中已经触顶。另外随着美联储放水速度减慢，在扩表速度上，与欧洲差距逐渐缩减。多方面因素影响下，美元指数短期内回升使得金银反弹的上方空间受限。不过观察利率端的情况可发现，美债收益率却并未出现明显回升，甚至 10 年期美债收益率持续处于极低的位置，故此从实际利率的角度出发，对贵金属仍是价格较为有利的因素。

9月包括贵金属在内的各类资产出现普跌情形，情景与今年3月流动性危机冲击下的情形相似，但事实上，从流动性指标美国TED利差的数据表现上来看，9月TED利差虽有所抬升但仍在正常区间范围内，流动性边际上有所收紧，但尚不足以引发流动性危机。相比今年3月疫情冲击下，实体经济陷入萎缩，全球缺乏疫情应对经验，并存在医疗挤兑的忧虑，恐慌情绪下美联储反应稍滞后一步，引发美元流动性稀缺。目前经济已经有所修复但速度放缓，各类资产的普跌是在前期美元连续下跌至历史低位后触底反弹带来的回调，而不是由流动性短缺引发，美联储工具箱中仍有流动性工具储备，一旦出现流动性问题将及时使用工具应对。但值得警惕的是随着美国大选临近，市场波动率明显抬升。且本次大选两位候选人支持率差距小前景尚不明朗，带来了更多的不确定性，避险美元币值更易受到推升。

图2. 美元指数与金价



数据来源：民生期货、WIND

美国就业市场继续反弹

非农就业数据是确定美国经济状态的重要指标，也是预测其未来经济活动水平的重要依据，此外还是判断美联储加息与否以及美元指数走势的关键信息。就业方面，8月非农就业人数超预期增加137.1万，失业率回落至8.4%，市场风险偏好因此有所动摇。然而失业人群中永久性失业比例增加，美国当周初请失业金人数下降速度明显放缓仍在90万人水平附近徘徊，劳动力市场距离完全恢复道坚且长。

图3. 美国非农就业情况 （单位：千人）



数据来源：民生期货、WIND

美国房地产市场保持强劲

房地产市场是美国经济发展的重要因素，健康的住房需求是经济具有潜力的强有力的指标，表明消费者对经济前景有信心，利多美元。美国商务部发布数据显示，8月份新屋开工141.6万套，低于前值为149.2万套与预期147.8万套，结束四个月连升。而美国8月营

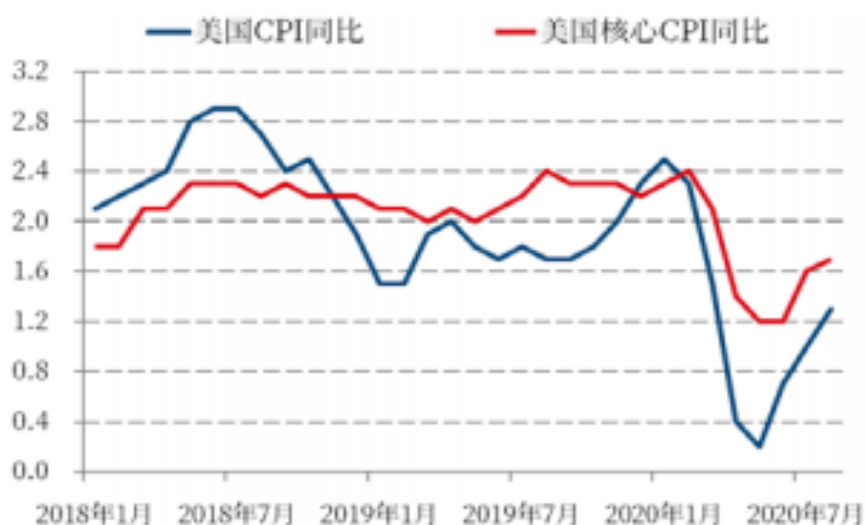
建许可 147 万套，高于市场预期 151.2 套，低于前值 149.5 万套，结束三个月连增。此外全美房地产经纪人协会 National Association of Realtors 公布的数据显示，经季节性调整后，8 月份美国成屋销售环比增长 2.4%至 600 万户，刷新 2006 年 12 月以来的 14 年最高，符合市场预期，为连续第三个月上涨，因低利率推升了房屋需求，美国房地产市场有力支撑美国经济。

美联储将实行“平均通胀目标制”

通胀方面，消费者物价指数（CPI）是从消费者的角度衡量消费品和劳务价格变化的指标，美国 CPI 主要用来衡量美国购买趋势变化和通货膨胀，如果指数比预期更高，则应认为美元强势，而如果指数比预期更低，则应认为美元弱势，有利贵金属。当前在低利率背景下市场流动性增强会提高通胀水平。通胀预期方面，美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行年会上正式宣布的美联储货币政策框架调整，明确指出了来美联储将实行“平均通胀目标制”，寻求实现平均 2%的通胀水平。在通胀率低于 2%时期 过后，将允许通胀率在一段时间内适度地高于 2%的目标。鲍威尔表示持续的低通胀会对经济造成严重风险，2%的长期通胀率仍最适于实现充分就业和价格稳定。但若通胀水平超过目标，美联储也将毫不犹豫地采取行动。但无论在 Jackson Hole 全球央行年会上还是 9 月美联储议息会议中，鲍威尔均没有给出具体的公式，在通胀超调的程度和时间的容忍度上表述模糊。

美国 CPI 和 PCE 表现出回升态势，美国 8 月核心 CPI 同比增长 1.70%，但修复速度有走平放缓迹象，这主要是受到财政刺激法案到期对消费者信心造成的负面影响。美国密歇根大学消费者信心指数自 5 月初步反弹后进入修复放缓期，而零售销售数据上也表现出了在失业金补助发放到期后，消费增速受到削弱。虽然美国 8 月 ISM 制造业 PMI 已回升至 56，创 2019 年 1 月以来新高，但原油始终在供给端和需求端的双重压力下维持弱势，作为影响通胀的重要因素直接压制了通胀预期的进一步回升。

图4. 美国 CPI 继续回升



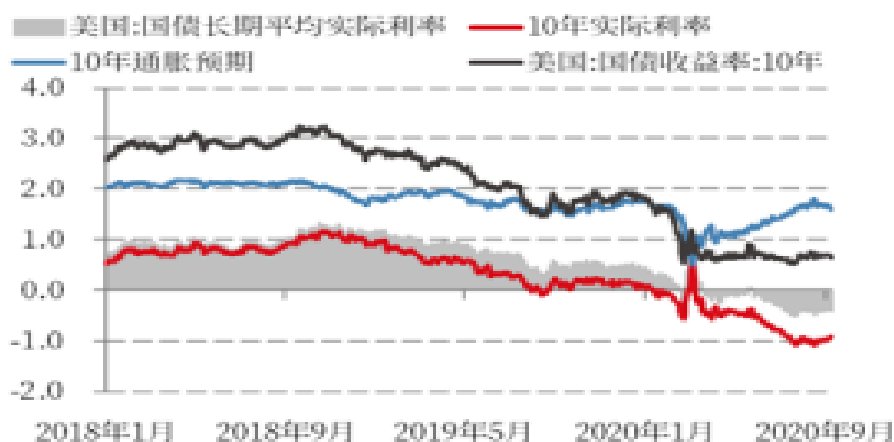
数据来源：民生期货、WIND

美债期限利率倒挂被视作预测美国经济前景的重要观察指标。贵金属对美债利率市场较为敏感，作为一种无息资产，投资者的持有成本是实际利率，因市场货币的利率越高，则持有机会成本越高，所以价格与实际利率为反向关系，同时对通胀预期反应较为敏感。美联储主席鲍威尔在国会证词中表示已经做了大家能想到的所有事情，暗示

宽松加码概率极低。美联储保守的表态、美联储官员意见上的分歧使市场对未来宽松政策的预期不确定性上升，相比上半年的超宽松政策环境来说，金银的上涨动能被削弱。

自9月以来美股出现大幅回调，而原油价格持续维持弱势，新一轮财政刺激法案仍陷僵局中，实体经济的需求复苏被阶段性证伪，美国10年期通胀预期升至1.8%接近今年最高点附近后承压回调，前期过快上涨的通胀预期得到修正，通胀预期短期内回升动力不足。截止9月28日，两年期美债收益率报0.14%，环比上持平；十年期美债收益率报0.67%，环比微降0.05%；30年期美债收益率1.42%，环比微降0.07%。数据显示随着海外疫情二次爆发避险情绪升温，9月美债收益率小幅回落。而随着欧洲疫情出现较为严重的反弹，美国疫情虽较前期有所缓解，但每日新增确诊人数仍高企，市场对欧美疫情将二次冲击经济的忧虑升温，直接打压前期市场的乐观情绪和与此紧密相关的的通胀预期。

图5. 美国国债收益率有所反弹



数据来源：民生期货、WIND

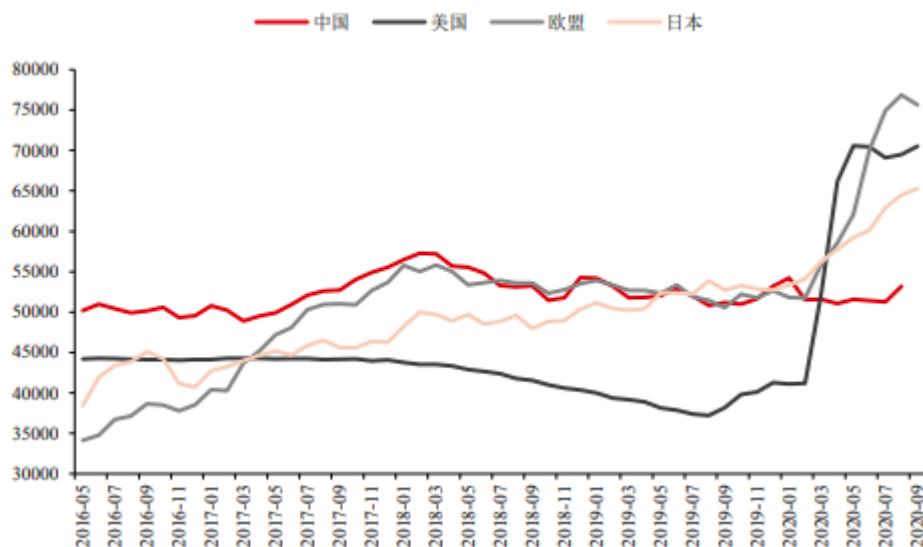
美联储意见分歧削弱贵金属市场信心

美联储鲍威尔一直认为，收益率曲线是美联储监控的指标之一，美联储将考虑把收益率曲线控制作为新增工具以刺激低迷的经济。由于名义利率将长期处于低位，大大限制未来实际利率进一步上行，使得贵金属回调幅度极为有限。

美联储在 9 月利率决议中，首次将对政策基准利率的预测从 2022 年底延长至 2023 年底，并预计将在此之前均维持目前的接近 0 的低政策利率水平，与市场预期基本一致。但较前的一致性投票结果，出现部分联储官员预计将在 2023 年前加息的声音，联储内部超鸽派立场出现分歧和争议。9 月利率决议美联储将加息条件表述为将在实现最大就业目标并且平均通胀达到 2%的情况下才考虑加息，但由于平均通胀的计算操作方法仍非常模糊，美联储给出的政策信息引发市场解读争议。此外在更早些公布的 7 月货币政策会议纪要中，美联储表示现阶段不考虑收益率曲线控制，使市场乐观预期落空。

9 月下旬美联储中偏鸽派的芝加哥联储行长埃文斯发言表示，美联储的利率指引并不排除在通胀率平均达到 2%前加息，更是直接引发了市场对美联储提前加息，或收紧宽松货币政策的猜想。美联储主席鲍威尔在国会证词中表示已经做了我们能想到的所有事情，暗示宽松加码概率极低。美联储保守的表态、美联储官员意见上的分歧使市场对未来宽松政策的预期不确定性上升，相比上半年的超宽松政策环境来说，金银的上涨动能被削弱。

图6. 全球主要央行资产负债表规模



数据来源：民生期货、WIND

从全球范围内主要央行资产负债表上来看，大多国家于今年起呈现出大幅攀升的情况，不过以欧美央行为例，观察其公开市场相关的项目则可发现，尚有较多科目未被动用或是仅仅只使用了部分，因此有理由相信各大央行的确尚有足够的工具以应对疫情所可能带来的持续的冲击。

海外疫情二次爆发风险避险升温

海外疫情新增确诊病例居高不下，二次爆发避险情绪升温。截至 9 月 25 日，海外疫情新增确诊病例创下记录高点 331777 人，同时累计确诊病例达 32726288 人，其中病情较为严重的国家分别为美国、印度、巴西，且世卫组织表示其现有数据低估了实际感染新冠肺炎的病例数量和死亡病例数量。目前市场对于这些国家的疫情扩散反应迟钝，这些国家反而表现出股指反弹和汇率升值。另外，对外

依赖程度高、外汇及物资储备低的国家，例如巴西、俄罗斯、南非、智利、墨西哥、土耳其、马来西亚、印尼等，也值得密切关注。

据英国《金融时报》报道，英国首相鲍里斯·约翰逊已签署一项最新的三级封锁限制措施，将根据疫情发展的程度对各地进行分级，划分为高、中、低风险，采取不同的封锁措施。该制度将于 12 日公布，14 日开始执行。英媒预计，北部的曼彻斯特、利物浦和纽卡斯尔都将被列入三级红色地区，实施最高级别的“三级封锁”，大约 1000 万人将受到最高级别管控措施影响。预计面对海外疫情二次爆发的风险，市场避险情绪会升温。

日本央行维持短期利率目标在负 0.1%不变

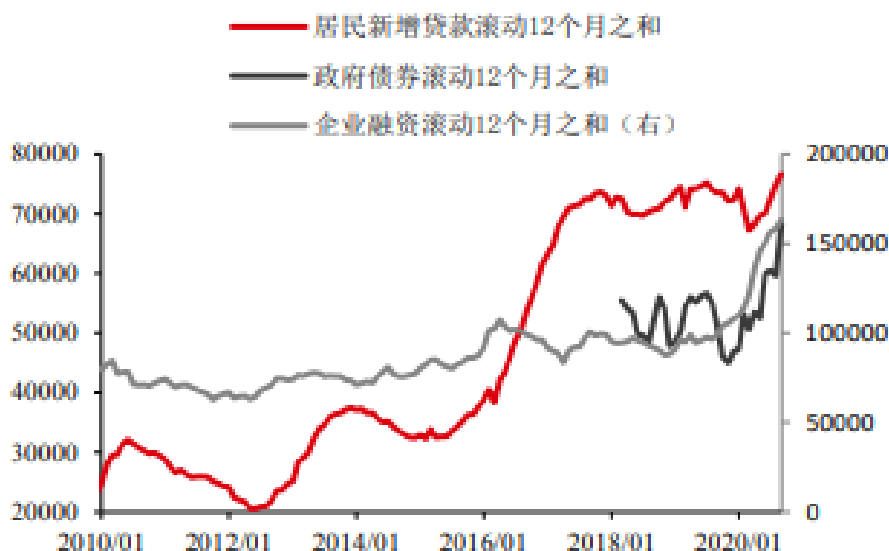
北京时间 9 月 17 日 10:50，日本央行维持短期利率目标在负 0.1%不变，并承诺将 10 年期公债收益率维持在零附近，并略微上调了对经济的看法，这暗示暂时不必扩大刺激政策以对抗新冠疫情。日本央行在宣布政策决定的声明中称，“日本经济形势仍很严峻，但随着商业活动逐步恢复，经济已经开始好转，这比 7 月利率评估时的看法乐观，当时日本央行称经济处于“非常严峻的状态”。

国内经济领先全球趋势明显

中国经济领先全球趋势明显，尽管此前投资者一直担心境外经济拖累国内市场，以及延迟到 2021 年 3 月的中小企业还本付息扶持政策会影响经济传导进展，但目前来看影响并不大，有望在 2020 年四季度开启补库存周期；国内的消费端仍有恢复空间；国内的通胀压力相对较小。政策层面，近期重点应关注十四五规划，十四五期间，我

国面临的全球经济和政治环境将会发生一系列的变化，政治方面，全球一体化进程受阻，中美博弈逐渐加剧，局部脱钩的风险有所放大，目前中美博弈在向更多领域发散；全球经济层面，此次疫情对于全球经济造成较大损害，预计全球较低的利率、较低的通货膨胀率以及较低的经济增速将会在较长的时间内维持；预计“内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”将成为政策主线。

图7.主要是政府和企业部门在加杠杆 单位:亿元



数据来源：民生期货、WIND

2. 供给

白银供应来源中，铜矿及铅锌矿副产品来源的分别占白银供应的23%和38%，金矿副产品的占13%。而作为单独白银矿来源的占总供应的26%。另外其他就是再生银，从回收银饰银器，或者含银废料，比如电器主板。其中金银价格比部分反映了白银的工业属性，当前由

于铜铅锌等矿山出现减产，白银供给端同样紧张，而国内复工复产拉动白银市场的工业需求，利于金银比价回落。

全球白银矿业勘探投资在 2012 年达到峰值，此后快速下降，2016 年跌去峰值的 2/3。而全球矿产银产量在 2015 年、2016 年达到峰值，此后产量缓慢下降。产量减少的原因是：在矿产银领域，个别国家为了利益强制干扰市场供求关系：2017 年，危地马拉政府停掉了加拿大矿业 TahoeResource 的两个矿（Escoba 和 Juan Bosco），2019 年，墨西哥暂停了全国第二大银矿 Penasquito，这是美国矿业公司 Newmont 开发的矿。之所以被暂停，是因 Newmont 公司跟当地卡车承包商闹矛盾，而且还被当地居民抗议，说挖这个矿太当地的水资源了。另一方面就是由于长期白银价格低位徘徊，白银利润不高，同步的人力成本却涨了许多，许多矿业公司因此减少了勘探范围，比如英国矿业公司 Hochschild 就在 2019 年暂停了秘鲁的 Arcata 矿的运营。前期勘探开发投资的下降，使得新增产量资源不足；随着部分老矿山进入开采最后阶段，矿石品位严重下滑，产能有所收缩；以及各种矿山经营中的问题对供应有压制作用。另外当前的新冠疫情，有一部分企业也停工停产，根据世界白银协会的预测，2020 年全球矿山的产量将同比下降 4.6%，减少 1207 吨。

根据世界白银协会数据，2019 年全球白银总供应约 31815 吨，其中矿产银 26031 吨，占比 81.8%；再生银 5288 吨，占比 16.6%。全球白银生产成本的中位数在每千克 3700 元，而白银存储方便，如果

白银价格长期运行在成本价之下，就会出现供不应求的情况，所以白银价格容易回归到成本价以上。

进出口方面，由于新冠疫情使得内外贵金属物流运输受阻，资产配置角度来看，在2020年全球降息放水大潮中，中美利差显著扩大，相比极低的美债收益率和欧洲日本的负利率环境，中债收益表现更佳，且中国的经济增速呈现领跑态势，国内配置贵金属类避险资产的需求增长不如欧美迅猛，也导致了国内贵金属投资需求处在相对弱势，若新冠疫情对全球出入境及物流流通的影响持续，中美利差仍处在较高水平，金银的异常内外价差难以在短期内实现回归。

泛美白银宣布，由于存在工人干扰新冠肺炎的情况，故此该公司在秘鲁的两座银矿将暂停运营，涉及银矿规模约占白银全球产量的0.8%。

白银库存情况

图8. SHSE 白银库存 单位：千克



截止 2020 年 9 月 25 日, COMEX 黄金库存为 37,083,969.42 盎司, 较二季度末增加 4,952,421.38 盎司, 黄金库存持续增长。COMEX 白银库存为 372,664,705.89 盎司, 较二季度末增加 51,486,160.24 盎司, 白银库存持续增长, 这将使得白银易跌难涨。

3. 需求

由于白银价格的金融属性前景相对黄金较差, 白银的商品属性相对黄金更强, 其现货需求也更容易受到疫情的影响, 因此经济衰退的时候白银会相对黄金下跌很多, 在目前全球复工复产的进程中, 白银商品需求的恢复力度也会更大。

随着各国疫情较前期有所好转, 下半年全球有望迎来实体经济集中修复期, 预期白银实物需求将稳步回升。在商品属性方面, 白银的供求关系相对稳定, 工业需求占 50% 以上。首饰和传统的电子行业需求稳定, 但光伏产业对白银的需求与日俱增, 5G、电热膜、焊合金等新兴领域用银量也前景可期, 但是由于价格比较贵, 许多下游行业一直在科研, 希望降低白银使用量, 现在光伏的使用就是 10 年前的 1/5。

当前, 虽然新冠疫情对生产及需求端都会造成一定的消减, 但从历史角度来看, 再大的疫情的影响也终究会消退, 湖北抗击疫情的胜利就是证明。由于全球经济在下半年或者明年只可能是缓慢复苏, 预计工业需求带来的(边际)银价上涨将被避险投资的下滑所抵消, 但在 2020 年以后, 白银的走势看起来会更好, 因为政策大水灌溉刺激

下的工业金属需求的长期复苏, 将为白银的价格提供更多支撑, 并推动银价在避险需求减少的情况下与黄金的比较稳定下来。

根据 IHS Markit 的最新 2020 年全球光伏 (PV) 需求预测, 未来十年, 全球太阳能安装量将继续保持两位数的增长率。2020 年全球新增太阳能光伏装机将达到 142 吉瓦, 比上一年增长 14%。

近日, 河北省发改委发布了《河北省 2020 年省重点项目计划》, 其中计划开工的新能源项目中涉及到光伏制氢项目: 张家口风电光伏发电综合利用 (制氢) 示范 (康保、塞北) 项目, 该项目建设年限为 2020-2030 年, 建设规模与内容: 河北鸿蒙新能源公司康保风电 130 万千瓦、光电 70 万千瓦; 河北智博新能源公司塞北风电 20 万千瓦、光电 50 万千瓦; 同时配套建设制氢相关设施。总投资 165.0 亿元, 当年计划投资 2.3 亿元, 计划开工时间为 2020 年 12 月。

金融需求方面, 衡量投资者情绪的 ETF 持仓方面, 金、银 ETF 的流动通常代表投资者对未来市场的观点, 以及其持有金、银的意愿, 是衡量投资者情绪的重要指标之一。根据 WIND 数据, 截止 9 月 25 日, 全球最大黄金 ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为 1266.84 吨, 较 2020 年二季度末增加 87.9 吨, 9 月下旬再创历史新高后有所回落, 出现增长乏力的迹象。全球最大白银 ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为 17014.31 吨, 较 2020 年二季度末增加了 1524.55 吨, 8 月中旬创出历史新高后回落。黄金白银市场看多情绪在三季度内仍然积极, 但已出现逐渐降温迹象。

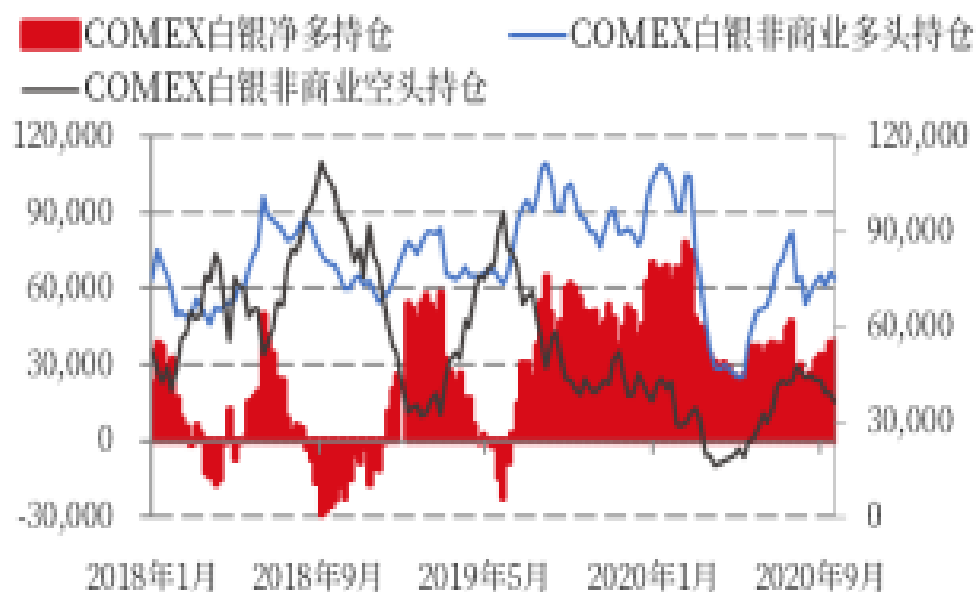
图9. iShares Silver Trust 白银持仓情况 (单位: 吨)



数据来源：民生期货、WIND

美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截止 2020 年 9 月 22 日当周，CFTC 的期货黄金非商业性净多持仓为 219,060 张，较 2020 年二季度末减少 47,610 张，市场黄金看多意愿回落；CFTC 的期货白银非商业性净多持仓为 38,947 张，较 2020 年二季度末增加了 1,346 张，市场白银看多意愿与前基本持平。

图10. 白银 CFTC 净持仓



三、 白银的技术分析

白银从历史角度考虑,行情容易在一个区间比较复杂的盘整,走势纠缠。但周线观察就可以发现,大结构基本与黄金的走势趋向一致。当前处于相对强势结束后的回落阶段,前期高点将是将来区间划线很关键的压力部位,暂时可以将区间设计为下降通道的下轨位置确定,再耐心等待下降通道上轨附近进行卖出策略设计,或者按照三角形考虑。

图11. 白银、黄金指数周 K 线图(叠加黄金浅黄)



数据来源：民生期货、文华财经

目前日线是高位形成的大级别简单下跌走势,短期白银日线 KDJ 指标拐头向下,对市场形成压力,从 4 小时图来看,价格重新测试 EMA 50 指标,随机指标继续失去正面动能,等待这一因素回落推动

银价恢复预期中的中期看空趋势，未来预计阻力与支撑会不断转换，在出现底部支撑点后，不建议处于多头走势，可以在多头抵抗下形成三角形结构的高点后跟风卖出交易，预计在一个月的周期内将进行偏弱的盘整走势。

图12. 白银指数、黄金指数日 K 线图



数据来源：民生期货、文华财经

四、 行情展望

9 月中美贸易战避险情绪有所缓和，不过中印边境冲突升级，同时亚美尼亚与阿塞拜疆地缘政治风险升温，此外海外疫情二次爆发避险情绪升温，使得美元指数止跌反弹，10 月预计美国疫情仍居高不下，同时美国总统大选所带来的政局的动荡不确定性犹存，其次英国和欧盟脱欧谈判进入最后阶段，英国表示如果要达成协议，需要在 10 月中旬达成，整体宏观环境对于贵金属利多氛围犹存，不过期间仍需

警惕美元指数反弹对于贵金属的压力。此外投资情绪方面，多头氛围已经减弱，但在市场维持宽松，加之宏观扰动的支撑下贵金属回调空间有限，中长期仍将表现坚挺。沪银主力 2012 合约短期偏空，建议关注 4600-4700 元/千克的支撑部位，等待反弹结束后根据高点定下降通道的上沿，在此基础上观察价格会不会向下破位，如果没有破位，技术指标走稳，则根据大的基本面支撑，设置中长期偏多的投资策略。企业套保策略方面，持货商可以设计空头保值，考虑进行震荡型主动保值。

风险控制：中美多方面博弈发酵；地缘政治风险减弱；央行货币政策导向发生改变。

民生期货有限公司投资咨询部

贺文胜 宏观研究员

E-mail: hewensheng@msqh.com

从业证书号：F0206171

投资咨询号：T0011993

免责声明

本研究报告由民生期货有限公司根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购期货或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。民生期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果，民生期货有限公司不承担任何责任。本报

告的著作权属民生期货有限公司，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、转载、刊发，须注明出处为民生期货有限公司。