

房地产行业库存水平及其影响分析

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

当前可售住宅库存去化周期约为2年，处于高位水平；上市房企土地库存去化周期较高，全国土地库存可能并不低。以目前的库存和销售水平来看，房地产行业去库存还会持续1年以上。由于房屋与土地去库存，预计2024年房屋新开工同比下降16%左右，土地出让金收入仍然承压。由于新房与二手房去库存，年内房价可能继续承压，“买涨不买跌”心理抑制新房销售，预计2024年商品房销售仍然偏弱。

摘要：

一、2023年房地产去库力度较大，对经济拖累显著。房地产去库体现在两个方面：一是房屋去库存，导致房屋新开工面积降幅较大；二是土地去库存，导致土地出让金收入降幅较大。2023年房屋新开工面积与土地出让金收入分别同比下降20.9%、13.2%

二、当前可售住宅库存去化周期约为2年，处于高位水平。当前待售住宅现房库存去化周期约为27个月，处于高位水平；可售商品住宅库存去化周期在2年左右，也处于高位水平。基于修正的住宅销售数据，当前已开工未出售住宅库存去化周期为34个月，也处于高位水平。最近5个月，70个大中城市新建住宅价格月环比下跌0.4%，为2016年以来的最弱水平，从侧面印证房屋库存压力较大。近2年库存去化周期大幅提高的主要原因是商品房销售大幅下降，而库存绝对水平（以面积衡量）变化不大。

三、当前龙头上市房企土地库存去化周期为1.5-4年，处于较高水平，全国土地库存去化周期可能并不低。上市房企的土地储备数据是较为准确的，但样本量较少，未必能代表全国情况，但也可以揭示出一些土地库存的特征。目前五家龙头上市房企的土储去化周期（以销售面积衡量）为16-48个月，处于较高水平。以新开工面积来衡量，全国待开发土地去化周期为11个月。这一水平不算高，但也并不算低。全国待开发土地数据准确性存疑，不排除真实的全国土地库存去化周期高于11个月。

四、房地产去库还会持续1年以上，2024年房地产仍然承压。一般来讲，可售商品住宅库存去化周期在12个月左右是合适的，当前该指标为2年左右。假定商品房销售维持在当前水平，不考虑库存的补充，那么库存降至合理水平还需1年左右。考虑到库存的持续补充，去库存持续时间可能超过1年。房屋去库存要求新开工面积低于商品房销售面积。预计2024年房屋新开工同比下降16%左右。土地去库意味着房企拿地意愿仍然较低，预计2024年土地出让金收入仍然承压。当前二手房的库存也是偏高的。二手房与新房去库存导致房价承压，“买涨不买跌”心理抑制新房销售，预计2024年商品房销售仍然偏弱。

风险提示：购房情绪进一步下滑，楼市政策大幅放松



宏观与商品策略组

研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

相关研究报告：

《房地产市场运行逻辑辨析及未来展望——专题报告 20231031》

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目 录

摘要:	1
一、2023 年房地产去库力度较大, 对经济拖累显著.....	3
二、当前可售住宅库存去化周期为 2 年, 仍然较高.....	3
(一) 当前待售住宅现房库存去化周期约为 27 个月, 处于高位水平.....	4
(二) 当前可售商品住宅库存去化周期在 2 年左右, 也处于高位水平.....	5
(三) 基于修正数据, 当前已开工未出售住宅库存去化周期为 34 个月, 也较高.....	7
(四) 从房价表现来看, 新房库存压力不容忽视, 中小城市压力相对较大.....	9
三、当前上市房企土地库存较高, 全国土地库存去化周期可能并不低.....	9
(一) 当前上市房企土地库存去化周期仍较高.....	9
(二) 当前全国土地库存去化周期可能并不低.....	10
四、房地产去库还会持续 1 年以上, 年内房地产承压.....	11
(一) 房地产行业去库存可能还会持续 1 年以上.....	11
(二) 由于房地产行业去库存, 2024 年房屋新开工、土地出让金收入仍然承压.....	12
(三) 新房与二手房去库导致房价承压, 抑制购房意愿与商品房销售.....	13
免责声明.....	14

2023 年房地产行业去库存力度较大，导致房屋新开工面积与土地出让金收入降幅较大，对经济的拖累较为显著。那么，2024 年房地产行业仍处于去库存阶段吗？房屋新开工面积与土地出让金收入会有怎样的表现？本文将对此进行分析。

一、2023 年房地产去库力度较大，对经济拖累显著

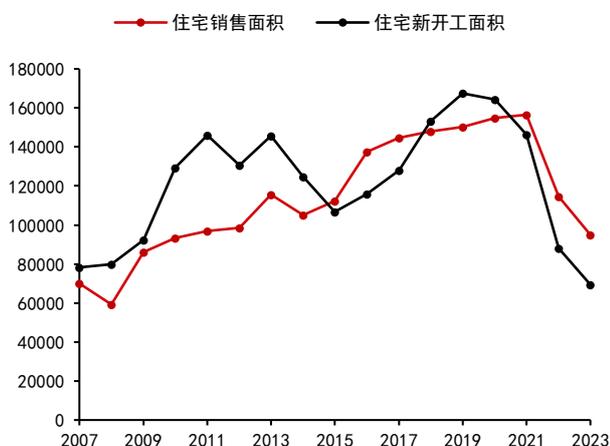
2023 年房地产行业去库力度较大，库存去化放大了房地产对经济的拖累。

一是房屋去库存，导致房屋新开工面积降幅较大。2023 年住宅销售面积同比下降 8.2%，而房屋新开工面积同比下降 20.9%，降幅远高于住宅销售。2023 年住宅新开工面积比销售面积低 27%，房屋去库存力度较大。

二是土地去库存，导致土地出让金收入降幅较大。2023 年住宅类土地成交建筑面积 (Wind 口径) 同比下降 26.4%，降幅远高于住宅销售面积，也高于房屋新开工面积，反映开发商着力压降土地库存。这导致 2023 年地方政府土地出让金收入同比下降 13.2%，降幅显著高于商品房销售额 6.5% 的降幅。

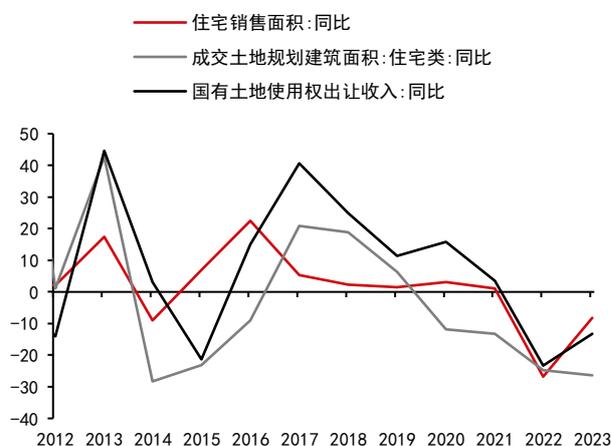
除了 2023 年，2022 年房地产去库力度也较大，住宅新开工面积比销售面积低 23%。在持续 2 年的大力度去库之后，当前房地产行业库存处于怎样的水平呢？

图表1：住宅销售面积与新开工面积（万平方米）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：住宅销售面积增速与土地成交增速（%）

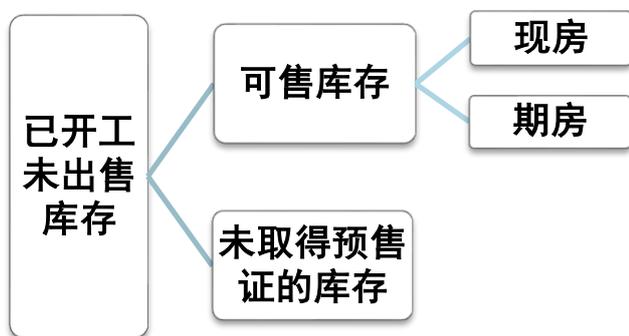


资料来源：Wind 中信期货研究所

二、当前可售住宅库存去化周期为 2 年，仍然较高

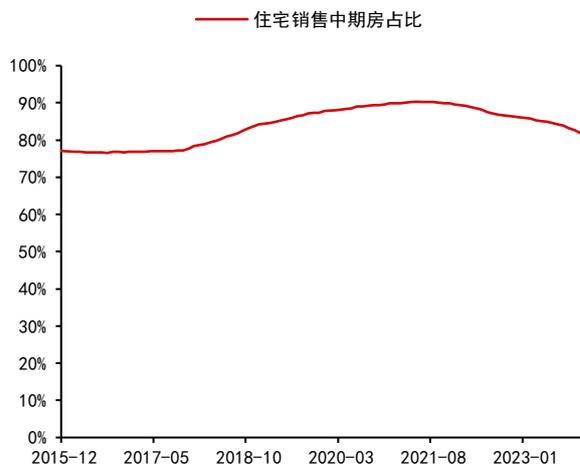
商品住宅库存有三种不同的口径。最小的口径是现房库存，也就是已经竣工的待售商品住宅库存；其次是现房+期房库存，一般称为可售商品住宅库存。最大的口径是已开工未出售库存，即现房+期房+已开工但尚未取得预售证的商品住宅库存。住宅销售中期房占比高达 80%-90%，可售商品住宅库存也以期房为主。下文对这三种商品住宅库存分别进行分析。

图表3：商品住宅库存分类



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：住宅销售中期房占比

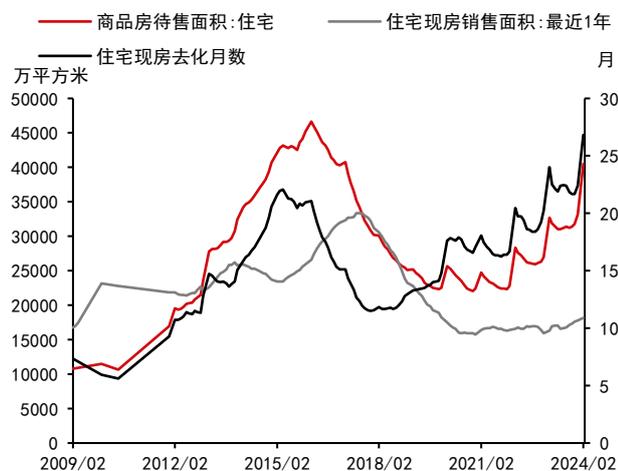


资料来源：Wind 中信期货研究所

(一) 当前待售住宅现房库存去化周期约为 27 个月，处于高位水平

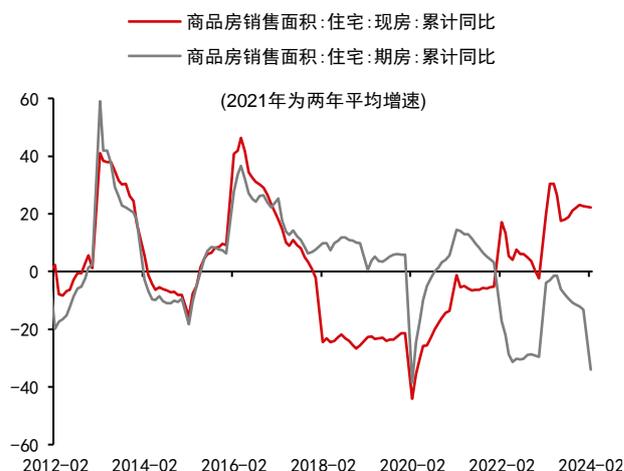
截至 2024 年 2 月，待售住宅现房库存去化周期为 27 个月，处于高位水平。最近 2 年，现房库存持续大幅增加。2022 与 2023 年，住宅现房库存分别同比增长 18.4%、22.2%，连续 2 年大幅增加。由于期房存在烂尾风险，近 2 年居民更倾向于购买现房，现房销售表现相对较好。2022 与 2023 年现房销售面积分别同比变化-2.3%、+22.7%，而期房销售面积分别同比下降 29.6%、13.3%。其中，2023 年现房销售增幅较大，但由于现房库存面积的增加，2023 年住宅现房去化周期并未回落。2024 年 2 月，待售住宅现房库存为 4.05 亿平方米，同比增加 24%，去化周期为 27 个月，处于高位水平。

图表5：商品住宅待售现房面积及其去化周期



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：商品住宅现房与期房销售面积的累计同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 当前可售商品住宅库存去化周期在 2 年左右，也处于高位水平

包含了现房和期房的可售商品住宅库存有两个数据来源。一是少数城市房地产交易中心公布的可售商品住宅数据；二是市场机构基于房地产项目汇总统计得到的可售商品住宅数据（本文采用中国指数研究院的数据）。

从房地产交易中心公布的数据来看，目前一线城市可售商品住宅库存去化周期约为 14 个月，其他 9 个城市为 23 个月，均处于近 10 年的高位水平。近两年可售商品住宅库存面积变化不大，但由于销售面积的大幅度下降，可售商品住宅库存去化周期大幅升高，目前处于近 10 年的高位水平。其中，一线城市可售商品住宅库存去化月数为 14 个月，处于近 10 年高位水平，比 2022 年底多 2 个月。其他 9 个城市可售库存去化月数为 22.5 个月，也处于高位水平，比 2022 年底多 6 个月。

图表7：部分城市住宅可售面积



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：部分城市住宅可售库存去化月数



资料来源：Wind 中信期货研究所

基于中国指数研究院的数据，一线、二线与其他城市的可售商品住宅库存去化周期分别为 14、21、28 个月，均处于历史高位水平，中小城市库存去化周期普遍高于大城市。目前中国指数研究院统计了大约 80 个城市的可售库存数据，可售库存面积为 5 亿平方米，具有较强的代表性。这些城市的可售商品住宅去化周期的加权平均数是 23 个月，中位数是 27 个月，比 2021 年 6 月分别增加 13、18 个月。近两年库存去化周期上升较快主要因为销售面积大幅度下降，而住宅库存面积变化不大。库存去化周期的中位数明显高于加权平均数，反映中小城市库存去化压力高于大城市。分类来看，一线、二线与其他城市的可售商品住宅库存去化周期分别为 14、21、28 个月。对比不同时期的数据，当前二线城市的库存去化周期处于近 10 年的高位水平，三四城市的库存去化周期也处于高位水平，但低于 2014 年下半年至 2015 年上半年的最高水平。（由于样本城市数量的变化，当前的可售库存去化周期、库存指数与 10 年前并不完全可比，10 年前的样本数量约为 40 个城市。）

图表9：可售住宅库存去化月数及库存指数



资料来源：中国指数研究院 中信期货研究所

图表10：一二三四线城市的可售住宅库存去化月数



资料来源：中国指数研究院 中信期货研究所

图表11：一二三四线城市的可售住宅库存指数



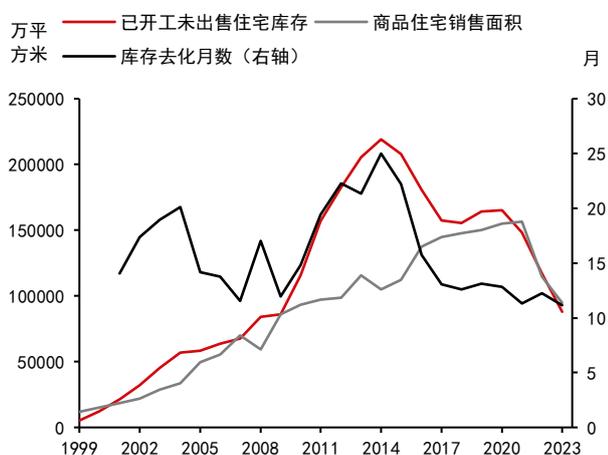
资料来源：中国指数研究院 中信期货研究所

对比来看，以上两个数据来源的可售商品库存去化周期大体是一致的，均显示当前可售商品住宅库存去化周期普遍在2年左右，处于高位水平。近2年库存去化周期大幅提高的主要原因是商品房销售大幅下降，而库存绝对水平（以面积衡量）变化不大。房地产交易中心的数据质量更高，但样本城市数量较少；中国指数研究院的数据权威性低一些，但样本城市数量较多。两个来源的数据大体一致，应该可以反映当前全国可售商品住宅水平。

(三) 基于修正数据，当前已开工未出售住宅库存去化周期为 34 个月，也较高

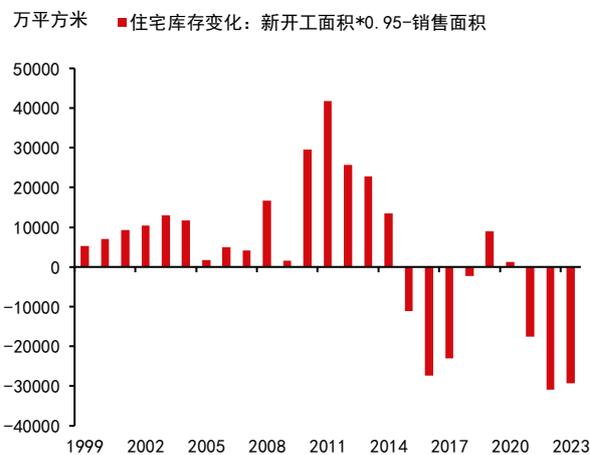
基于未修正的数据，近几年全国已开工未出售住宅库存去化周期仅为 11 个月，低于可售商品库存去化周期，这并不合理。估算已开工未出售商品住宅库存的方法是，用“新开工面积*95%-销售面积”来估算其每年的变化，再将历年变化累加；忽略最初的库存，那么累加的结果近似是期末的已开工未出售库存。新开工面积乘以 95% 的原因是大约 5% 的新开工面积是不可销售的。基于统计局公布的住宅销售面积与新开工面积计算，当前已开工未出售住宅库存去化周期仅为 11 个月。逻辑上讲，已开工未出售库存高于可售商品库存。目前可售商品住宅库存去化周期的加权平均数为 23 个月。因此，这两个库存去化周期的数据存在矛盾。

图表12：已开工未出售住宅库存及其去化月数



资料来源：Wind 中信期货研究所

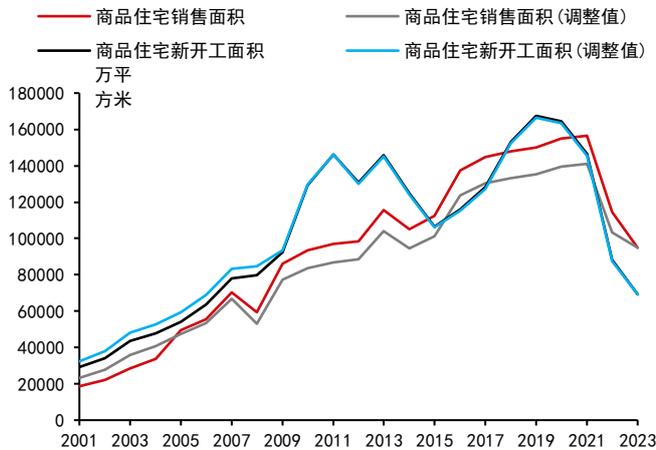
图表13：已开工未出售住宅库存的年度变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

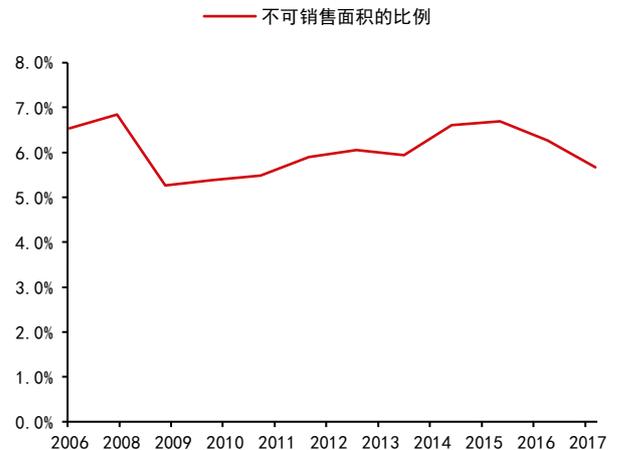
上文估算出的已开工未出售住宅库存去化周期异常偏低的原因可能是往年的住宅销售面积被高估。统计局向下修正了 2023 年的住宅销售面积数据，但并没有对往年的住宅销售面积数据进行追溯修正。上文我们指出，可售商品库存数据应该可以反映全国实际的情况，因此，它相对于估算的已开工未出售住宅库存去化周期数据可能是更准确的。后者可能存在三类问题。一是住宅销售面积数据不准确；二是住宅新开工面积数据不准确；三是上文对新开工面积中可销售面积的比例的估算是 inaccurate 的。我们认为主要原因是往年的住宅销售面积数据高估了真实的销售。2023 年统计局公布的住宅销售面积累计同比增速为-8.2%，而用 2023 年住宅销售面积除以 2022 年销售面积计算得到的累积同比增速为-17.3%，两者差异较大。这主要因为统计局对 2023 年住宅销售面积数据进行了向下修正，但并未对 2022 年（含）以前的数据进行追溯调整，而统计局公布的 2023 年累计同比增速是按可比口径计算的。假定往年的累积同比增速大体是准确的，基于 2023 年的住宅销售面积以及历年的累积同比增速，可以推算往年的住宅销售面积，那么，大多数年份的住宅销售面积均需要显著下修。相对而言，住宅新开工面积数据的修正幅度较小。由于住宅销售面积被高估，基于未修正数据估算出的全国已开工未出售住宅库存去化周期低估了真实的库存水平。

图表14：住宅销售与新开工面积及其调整值



资料来源：Wind 中信期货研究所

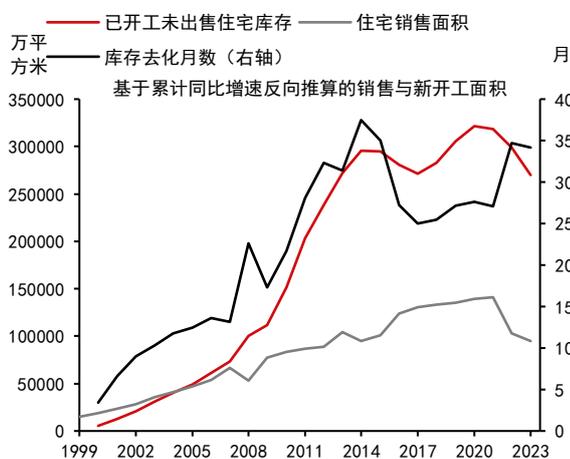
图表15：房屋竣工面积中不可销售面积的比例



资料来源：Wind 中信期货研究所

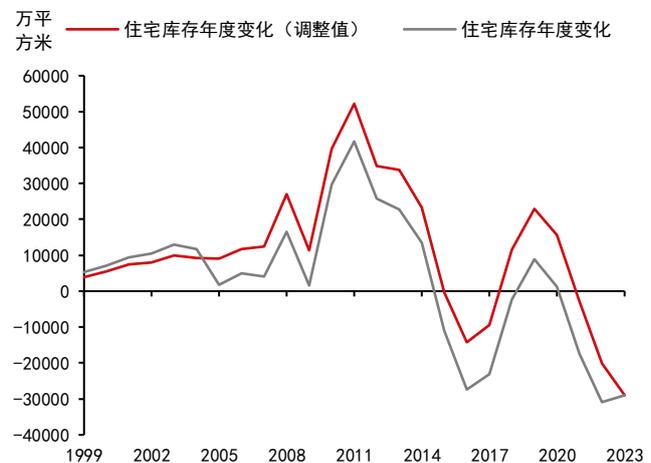
基于追溯调整的数据估算,当前全国已开工未出售住宅库存去化周期约为 34 个月,处于较高水平。不过,这种追溯调整可能在一定程度上高估了已开工未出售住宅库存。比较确定的是,当前已开工未出售住宅库存去化周期并不低。对往年住宅销售数据进行追溯调整的一种方法是假定往年的累计同比增速大体是准确的,基于 2023 年住宅销售面积,反向推算往年的住宅销售面积。这样估算出的已开工未出售住宅库存去化周期约为 34 个月,高于可售商品住宅库存去化周期,具有合理性。目前这个指标处于处于近 10 年的较高水平。需要指出的是,上述追溯调整方法并不是完全准确的,因为往年的累积同比增速并不是完全准确的。假定往年的累计同比增速是准确的,那么 2010-2022 年间住宅销售面积均存在显著的高估。现实中更可能的情况是住宅销售面积的高估是逐步累积放大的,因此,往年的累计同比增速很可能高于真实水平。这意味着上述追溯调整方法可能在一定程度上低估了往年的住宅销售面积,高估了已开工未出售住宅库存。考虑到可售商品库存水平较高,当前已开工未出售住宅库存去化周期并不低。

图表16：已开工未出售住宅库存及其去化月数(调整值)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表17：住宅库存年度变化的调整值



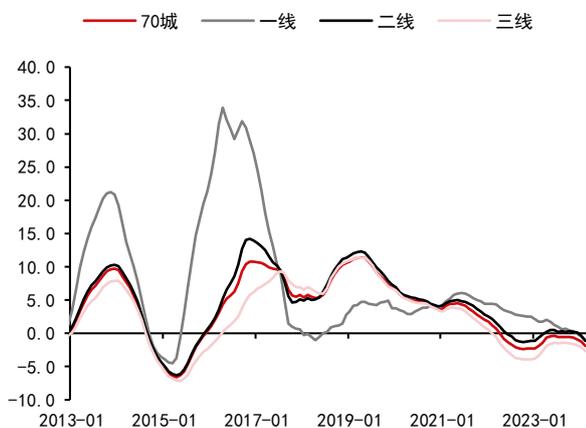
资料来源：Wind 中信期货研究所

(四) 从房价表现来看, 新房库存压力不容忽视, 中小城市压力相对较大

为了更全面地衡量房屋库存压力, 我们结合房价数据来研判。

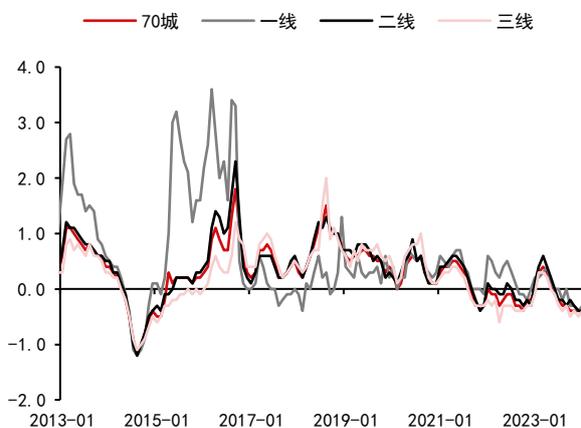
从房价来看, 新房库存压力不容忽视。其中, 三线城市房价跌幅显著大于一二线城市, 反映中小城市库存压力相对较大。房价表现与可售商品库存数据吻合。最近 5 个月, 70 个大中城市新建住宅价格月环比下跌 0.4%, 为 2016 年以来的最弱水平。新房价格下跌较快, 反映新房库存压力不容忽视。2024 年 2 月, 三线城市新建商品住宅价格同比下跌 2.7%, 房价显著弱于一线与二线城市 (同比分别下跌 1.0%、1.1%); 两年累计下跌 5.9%, 亦显著弱于一线与二线城市 (分别为+0.7%、-1.8%)。中小城市房价弱于大城市, 可以印证中小城市库存压力相对较大。

图表18: 70 个大中城市新建商品住宅价格同比 (%)



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表19: 70 个大中城市新建商品住宅价格环比 (%)



资料来源: Wind 中信期货研究所

三、当前上市房企土地库存较高, 全国土地库存去化周期可能并不低

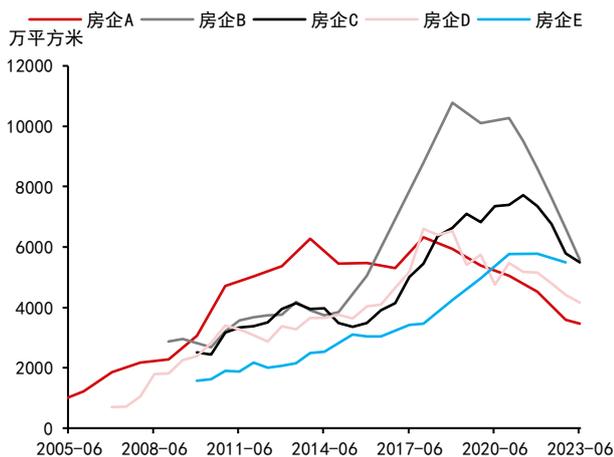
(一) 当前上市房企土地库存去化周期仍较高

上市房企的土地储备数据是较为准确的, 但样本量较少, 未必能代表全国情况, 但也可以揭示出一些土地库存的特征。

目前五家龙头上市房企的土储去化周期 (以销售面积衡量) 为 16-48 个月, 处于较高水平。2021 年下半年以来, 五家龙头上市房企的土地储备普遍趋于下降。但由于住宅销售面积下降较快, 以销售面积衡量的土储去化周期并未下降。比如 2020 年以来房企 A 与房企 B 的土地储备面积分别下降了 36%、45%, 销售面积分别下降了 36%、40%, 土储去化周期大体持平。截至 2023 年 6 月, 五家龙头房企的土储去化周期为 16-48 个月, 均处于较高水平。

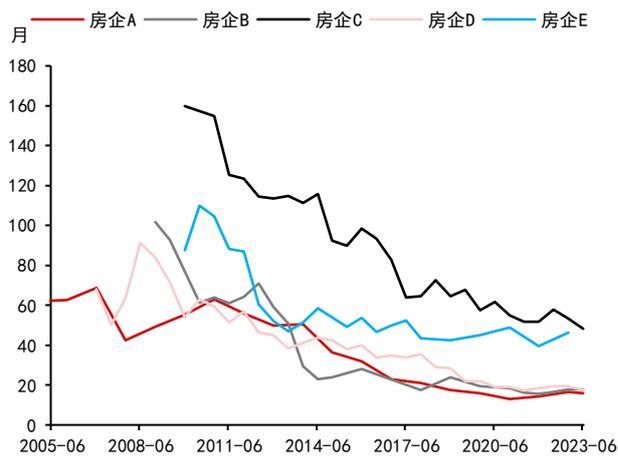
随着房地产进入新发展阶段，未来房企可能会继续压降土地储备。2010 年以前，五家上市房企的土储去化周期高达 5-13 年，囤地倾向相当显著。虽然近些年房企已经压降了土储去化周期，但目前该指标仍处于较高水平。2023 年房地产行业超预期的调整可能扭转了房企对商品房销售的长期预期。随着房地产进入新发展阶段，囤地行为不再具有经济价值，房企可能会继续压降土储去化周期。

图表20：部分上市房企的土地储备



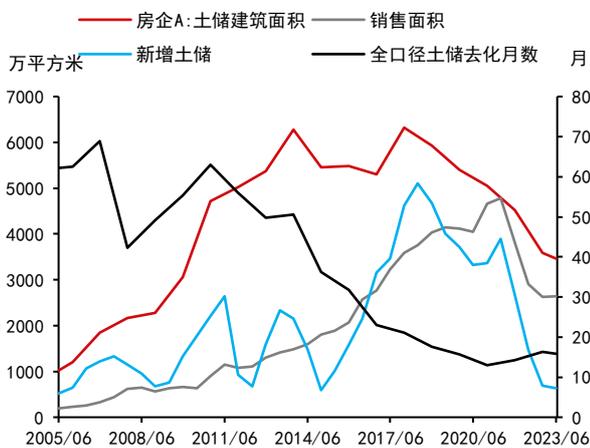
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表21：部分上市房企土地储备的去化月数



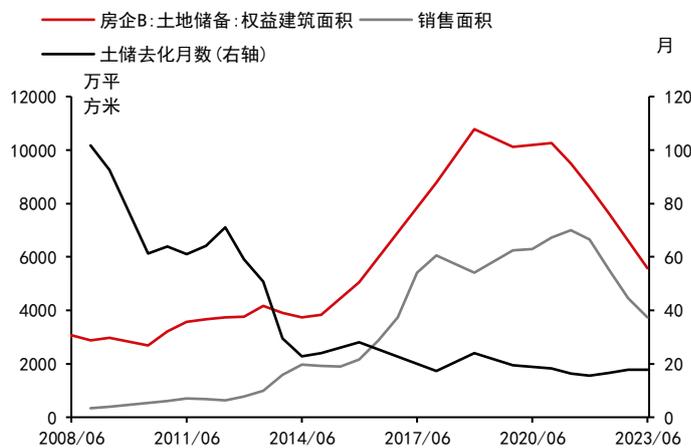
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22：房企 A 的土地储备、销售及土储去化月数



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表23：房企 B 的土地储备、销售及土储去化月数



资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 当前全国土地库存去化周期可能并不低

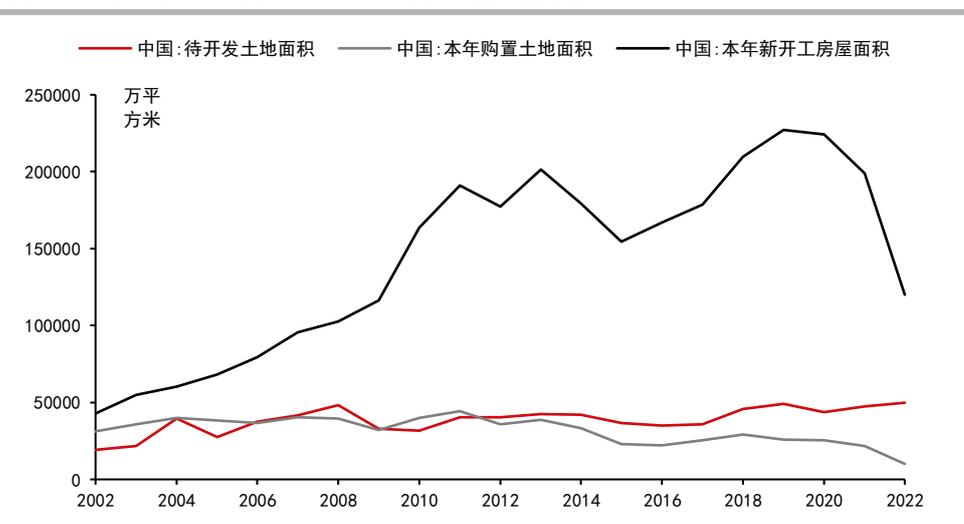
当前全国土地库存可能并不低。根据统计局数据，2022 年底全国待开发土地面积约为 5 亿平方米。按 2.2 的容积率计算，以新开工面积来衡量，土地去化周期为 11 个月。这一水平不算高，但也并不算低。

需要指出的是，全国待开发土地面积数据的准确性是存疑的。统计局的待开

发土地面积数据是房企上报的；从相关数据的逻辑关系来看，这个数据的准确性是存疑的。比如，2021 年底待开发土地面积为 4.7 亿平方米，2022 年购置土地面积为 1.0 亿平方米，合计为 5.7 亿平方米；按 2.1 倍的容积率计算，2022 年 12 亿平方米的房屋新开工面积可以消耗掉所有的土地储备。但是，2022 年底的待开发土地面积反而比 2021 年略高。出现这个矛盾的原因之一是房企上报的购置土地面积大幅低于真实水平。根据 Wind 统计，2022 年住宅类用地成交土地规划建筑面积为 11.3 亿平方米，按 2.1 的容积率折算，仍远高于 2022 年 1 亿平方米的购置土地面积。

考虑到房企可能倾向于少报土地储备，全国真实的土地库存去化周期可能高于 11 个月。过去 20 年土地价格长期较快上涨。对房企而言，越早拿地，土地成本就越低，利润就越高。因此，此前房企普遍存在囤地倾向。根据《闲置土地处置办法》，土地闲置满一年会被征收土地闲置税，满两年会被无偿收回。不过，已开工面积超过 1/3 并且已投资额占总投资额超过 25%的土地不被认定为闲置土地。因此，房企可以通过部分开工、分期开发来绕开规则。由于囤地是被禁止的，因此囤地的房企可能倾向于少报土地储备。这意味着全国真实的待开发土地面积可能高于统计局的数据，全国土地库存去化周期可能高于 11 个月。

图表24：待开发土地面积、购置土地面积与新开工面积



资料来源：Wind 中信期货研究所

四、房地产去库还会持续 1 年以上，年内房地产承压

(一) 房地产行业去库存可能还会持续 1 年以上

从目前的库存水平和销售形势来看，**房地产去库存还会持续 1 年以上。**一般来讲，可售商品住宅库存去化周期在 12 个月左右是合适的，当前该指标为 2 年左右。假定商品房销售维持在当前水平，不考虑库存的补充，那么库存降至合理

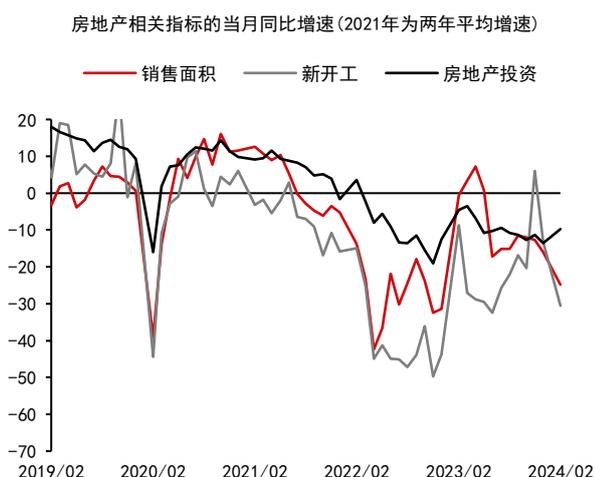
水平还需 1 年左右。实际上，可售商品住宅库存仍在持续补充，现房的竣工补充现房库存，而新开工房屋经过一段时间建设之后可以拿到预售证，补充期房库存。考虑到库存的持续补充，去库存持续时间可能超过 1 年。

(二) 由于房地产行业去库存，2024 年房屋新开工、土地出让金收入仍然承压

房屋去库存要求新开工面积低于商品房销售面积。预计 2024 年房屋新开工面积同比下降 16% 左右。2024 年 1-2 月，住宅销售面积与新开工面积分别同比下降 24.8%，30.6%，分别为 9559、6796 万平方米，新开工面积显著低于销售面积，主要因为可售商品房库存压力较大，房企通过减少新开工来推动库存去化。由于去库大概率持续 1 年以上，因此，2024 年房屋新开工仍然承压。假定住宅销售维持在 2023 年下半年偏弱的水平，那么 2024 年住宅销售面积约为 7.85 亿平方米。2023 年住宅新开工面积仅为 6.93 亿平方米。如果 2024 年住宅新开工面积维持在 2023 年的水平，那么可售商品住宅也会去库，但去库速度较慢。我们预计 2024 年房企去库力度仍较大，住宅新开工面积比销售面积低 2 亿平方米左右，因此 2024 年住宅新开工面积可能在 5.85 亿平方米左右，同比降幅约为 16%。

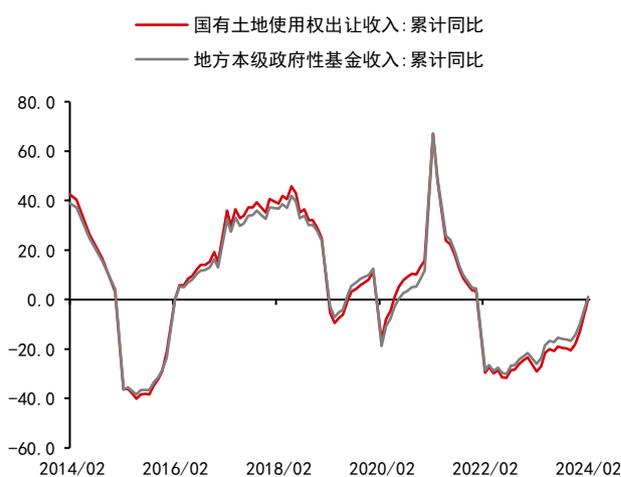
土地去库意味着房企拿地意愿仍然较低，预计 2024 年土地出让金收入仍然承压。由于全国土地库存缺乏准确数据，难以预测土地去库力度及持续时间。2023 年与 2022 年国有土地使用权出让收入分别同比下降 13.2%、23.3%。但是，2024 年 1-2 月，土地出让收入同比持平。这样来看，不排除 2024 年土地出让收入可能同比持平。考虑到当前土地库存可能偏高，房企资金仍较紧张，2024 年房企拿地也可能同比进一步下降。比较确定的是，在房地产行业去库的背景下，土地出让收入仍然承压。

图表25： 房地产相关指标的增速（剔除基数效应）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26： 国有土地出让收入以及地方政府性基金收入增速

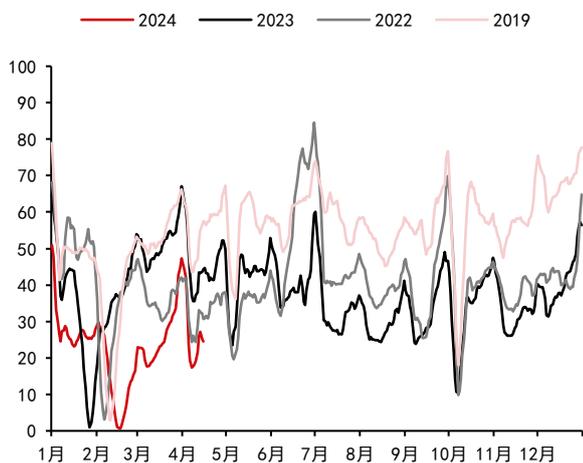


资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 新房与二手房去库导致房价承压，抑制购房意愿与商品房销售

由于新房与二手房去库，预计年内房价偏弱，“买涨不买跌”心理抑制新房销售，年内商品房销售可能仍然偏弱。房屋去库不仅体现在新房方面，也体现在二手房方面。当前二手房库存较高，这有两个原因。一是，2016-2021年楼市繁荣时期居民过多地购买了房产。二是，三年疫情导致部分居民资产负债表受损，居民风险偏好降低，部分居民选择减持房产。这两个因素导致二手房供应增加，二手房库存压力较大。由于部分地区新房限价，新房难以通过大幅降价来促销；但是，二手房可以通过大幅降价促成成交。因此，2023年以来二手房成交量显著增加，但价格却显著下跌。相对于2021年8月的价格高点，二手房出售挂牌价格指数已经累计下跌14%，实际成交价的跌幅更大。本轮房价下跌持续2年以上，扭转了长期房价看涨预期，“买涨不买跌”的心理使得部分刚需购房者推迟购房，进而抑制新房销售。二手房库存缺乏权威数据，难以预测二手房去库持续时间，但可以通过跟踪二手房价格表现来判断二手房库存压力。2024年2月，70个大中城市二手住宅价格指数环比下跌0.6%，跌幅仍然较大。截至2024年3月18日，全国城市二手房出售挂牌价指数仍在下调。从房价表现来看，当前二手房库存压力仍然较大。新房库存有相对权威的数据，新房去库还会持续1年以上，今年新房价格大概率仍然承压。房价预期对商品房销售的影响较大。“买涨不买跌”心理抑制购房需求，年内新房销售可能维持弱势。（关于商品房销售的详细可参考报告《房地产市场运行逻辑辨析及未来展望——专题报告 20231031》）

图表27：30大中城市每日商品房成交面积:MA7



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表28：二手房成交面积与出售挂牌价指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>