

2022 年 12 月 25 日

Expertsoffinancialderiv
ativespricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

作者：杨彦龙

• 从业资格编号 F03103782

• 投资咨询编号 Z0018274

邮箱：yangyanlong@jinxinqh.com



操千曲而后晓声，观千剑而后识器

内容提要

宏观面：国内来看，疫情放开之后明年仍然是宏观大年，稳增长、稳就业、稳物价、保民生、提振市场信心、推动经济总体回升等将是主线，因此宏观政策调控力度有望进一步加大，创新型金融工具和结构性货币政策工具将更加精准发力，改善社会预期；国外来看，美国薪资增速尚在高位，支撑服务性通胀粘性，料将继续处于紧缩周期；欧元区通胀爆表且深陷战争泥潭，滞胀格局难解，流动性持续收紧之下恐使经济雪上加霜，衰退加剧。

钢材观点：供给端受到低利润压制生产积极性不高，难有明显增量；需求端内需稳增长推动、房地产预期改善下将有边际修复，外需东南亚各国经济景气度维持，或将部分对冲掉欧美等其他地区的减量，但全球经济下行压力加大，出口将有一定回落；2023 年宏观政策力度决定方向，终端需求改善影响强弱，预计螺纹主力将在 3230-4850 元/吨区间运行，同时盘面情绪将放大波动。

铁矿观点：供需呈现宽松格局，供应端主流矿新增产能释放，增长可观，对冲掉非主流矿方面的减量，国产矿政策红利下将平稳运行；需求端内需在经济和消费复苏预期下将有阶段性带动，其中房地产将贡献边际量，但“双碳”目标形成顶部压力，外需经济增长动力下滑，乏善可陈；2023 年预计供给增量约 2200 万吨，需求减量约 3000 万吨，过剩约 5200 万吨；预计铁矿主力全年将延续“N”形走势，宽幅震荡格局难改。

操作建议

螺纹：单边方面，预计一季度依然在强预期主导下维持反弹，至二季度回归现实，消费转暖节奏滞后或将形成压制，开始布局空单；三四季度，社会经济经过调整后逐

请务必仔细阅读正文之后的声明

步步入正轨，需求启动，靠近成本线附近介入多单；套利方面，考虑到三四季度经济复苏动能更强，可适时介入 5-10 反套。

铁矿：本轮补库需求和宏观刺激下的反弹预计将在二季度退潮，届时盘面高度或在 950-1033 元/吨左右，可考虑布局空单；同时螺矿比估值优势将显现，可多螺矿比值；而进入三季度，将基于全年经济的改善和旺季预期，在非主流矿成本线 70-80 美金/吨，折合盘面 550 元/吨附近可布局多单。

风险提示

螺纹：疫情干扰、宏观政策、海外衰退、地产修复、消费复苏情况

铁矿：地缘政治、疫情干扰、矿山发运、补库节奏、钢厂生产情况

目录

内容提要.....	1
操作建议.....	1
风险提示.....	2
一、 钢材.....	7
（一） 行情回顾.....	7
（二） 产业分析.....	8
1. 供给端.....	8
2. 需求端.....	11
3. 库存端.....	20
（三） 综合研判.....	22
二、 铁矿.....	23
（一） 行情回顾.....	23
（二） 产业分析.....	24
1. 供给端.....	24
2. 需求端.....	27
3. 库存端.....	30
（三） 综合研判.....	32
重要声明.....	33

图表

图 1.1：卷螺主力收盘价（元/吨）	7
图 1.2：上海卷螺现货价（元/吨）	7
图 1.3：螺纹主力成交量及持仓量（手）	8
图 1.4：热卷主力成交量及持仓量（手）	8
图 1.5：国内生铁产量（万吨）	9
图 1.6：国内粗钢产量（万吨）	9
图 1.7：规模以上工业企业利润总额累计同比（%）	9

图 1.8: 规模以上工业企业增加值累计同比 (%)	9
图 1.9: 黑色金属冶炼压延企业 PPI (%)	9
图 1.10: 钢铁行业 PMI (%)	9
图 1.11: 螺纹产量 (万吨)	10
图 1.12: 热卷产量 (万吨)	10
图 1.13: 螺纹毛利 (元/吨)	10
图 1.14: 热卷毛利 (元/吨)	10
图 1.15: 钢铁行业发展规划	11
图 1.16: 固定资产投资完成额累计同比 (%)	11
图 1.17: 基建投资累计同比 (%)	11
图 1.18: 国家一般公共及税收收入累计同比 (%)	12
图 1.19: 政府性基金收入累计同比 (%)	12
图 1.20: 财政支出累计同比 (%)	13
图 1.21: 全国公共财政赤字 (亿元, %)	13
图 1.22: 商品房销售面积累计同比 (%)	14
图 1.23: 房地产新开工及实际到位资金累计同比 (%)	14
图 1.24: 房屋施工及竣工面积累计同比 (%)	14
图 1.25: 土地购置及房地产开发投资累计同比 (%)	14
图 1.26: 房地产支持政策一览	14
图 1.27: 30 大中城市商品房成交面积当月同比 (%)	15
图 1.28: 住户当月新增中长期贷款 (亿元, %)	15
图 1.29: 住户当月新增存款 (亿元, %)	15
图 1.30: 消费者信心指数 (%)	15
图 1.31: 制造业投资累计同比 (%)	16
图 1.32: 制造业 PMI (%)	16
图 1.33: 汽车销量当月值 (万辆, %)	17
图 1.34: 汽车出口当月值 (辆, %)	17

图 1.35: 冷柜产量当月值 (万台, %)	17
图 1.36: 冰箱产量当月值 (万台, %)	17
图 1.37: 空调产量当月值 (万台, %)	18
图 1.38: 洗衣机产量当月值 (万台, %)	18
图 1.39: 挖机产量当月值 (台, %)	18
图 1.40: 挖机销量当月值 (台, %)	18
图 1.41: 船舶产量当月值 (万载重吨, %)	19
图 1.42: 金属集装箱产量当月值 (万立方米, %)	19
图 1.43: 粗钢净出口量 (万吨, %)	19
图 1.44: 海外主要经济体制造业 PMI (%)	19
图 1.45: 东南亚国家制造业 PMI (%)	20
图 1.46: OECD 综合领先指标	20
图 1.47: OECD 消费者信心指数	20
图 1.48: IMF 下一年经济增速预测 (%)	20
图 1.49: 重点钢企生铁库存 (万吨)	21
图 1.50: 重点钢企粗钢库存 (万吨)	21
图 1.51: 重点钢企钢材库存 (万吨)	21
图 1.52: 钢材社会库存 (万吨)	21
图 2.1: 铁矿主力合约收盘价 (元/吨)	23
图 2.2: 普氏 62%铁矿石 CFR 价 (美元/吨)	23
图 2.3: 铁矿主力合约成交量 (手)	24
图 2.4: 铁矿主力合约持仓量 (手)	24
图 2.5: 全球铁矿发运量 (万吨)	25
图 2.6: 澳巴铁矿发运量 (万吨)	25
图 2.7: 澳洲铁矿发运量 (万吨)	25
图 2.8: 巴西铁矿发运量 (万吨)	25
图 2.9: 国内铁矿到港量 (万吨)	26

图 2.10: 国内铁矿进口量 (万吨)	26
图 2.11: 国内非主流矿进口量 (万吨)	26
图 2.12: 国内铁矿进口分国别占比 (%)	26
图 2.13: 126 家矿山企业产能利用率 (%)	27
图 2.14: 国产铁精粉产量 (万吨)	27
图 2.15: 重点企业原矿产量 (万吨)	27
图 2.16: 黑色金属矿采选投资累计同比 (%)	27
图 2.17: 固定资产投资累计同比 (%)	28
图 2.18: 国内生铁产量 (吨)	28
图 2.19: 高炉开工率 (%)	28
图 2.20: 日均疏港量 (万吨)	28
图 2.21: 钢铁行业 PMI (%)	29
图 2.22: IMF 对国内经济增速预测 (%)	29
图 2.23: 全球除中国生铁产量 (万吨)	29
图 2.24: 海外主要经济体 PMI (%)	29
图 2.25: 海外主要经济体核心 CPI (%)	30
图 2.26: OECD 海外主要经济体领先指数	30
图 2.27: 国产铁精粉库存 (吨)	30
图 2.28: 进口矿钢厂库存 (万吨)	30
图 2.29: 进口矿港口库存 (万吨)	31
图 2.30: 进口矿港口库存分品种占比 (%)	31
图 2.31: 港口澳巴库存 (万吨, %)	31
图 2.32: 港口贸易矿库存 (万吨, %)	31

一、钢材

（一）行情回顾

价格方面，2022 全年来看，反复纠缠的疫情、高通胀下的超预期紧缩、房地产持续萎靡是钢材挥之不去的梦魇，重心整体下移；全年走势与铁矿基本趋同，呈现“N”形，但弱于铁矿。

一季度宏观利好和乐观情绪发酵，盘面大幅拉涨，同时冬奥和常规性环保限产起到了催化作用；到 2 月底，俄乌战争导致能源价格飙升，传导到钢材端，成本抬升；同时海外供给短缺，盘面一度拉涨接近年内高点。

二季度疫情打断复苏之路，尤其上海进入封控控制之后，现实的悲观情绪渲染，盘面急转直下；期间虽受到相关消息面刺激有所反弹，但终究是沧海一粟；一波未平一波又起，国内失落的需求遇到海外大幅加息，盘面颓势难挽。

三季度初负反馈延续，产业链笼罩在故事终结后的空头氛围之中，彷徨未定；铁矿持续杀跌，失去成本支撑的钢材无所依靠；而断供事件的发酵，进一步放大恐慌，盘面加速下跌；之后保交楼预期升温，叠加旺季下需求小幅好转，9 月份盘面小幅收涨。

四季度先跌后涨，乐观预期主导盘面；10 月份各地疫情再度散发，市场情绪再度恶化，盘面破低，再度探底，不过却成了黎明前的黑暗；11 月份开始，疫情防控逐步优化至全面放开，美联储加息速度放缓，房地产刺激力度及相关表态等恰似一道划破夜空的闪电，市场重拾信心，多头再度亢奋，盘面拉涨。

图 1.1：卷螺主力收盘价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

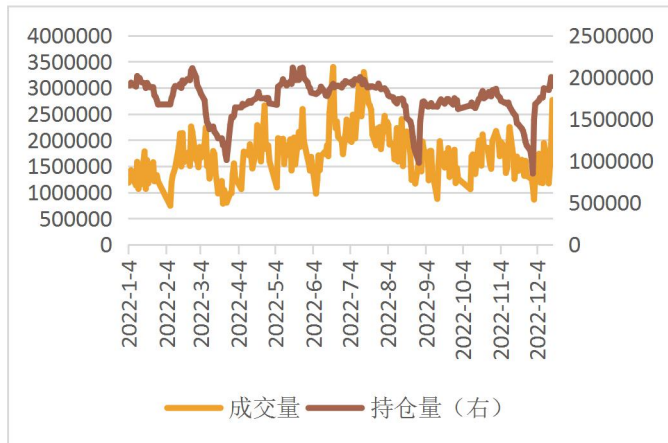
图 1.2：上海卷螺现货价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

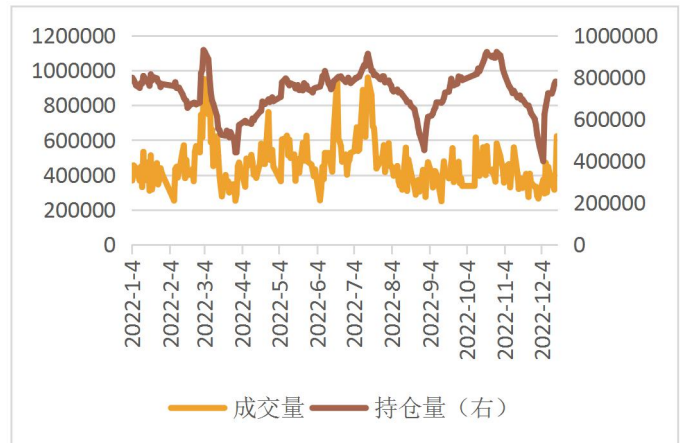
成交持仓方面，相较于 2021 年，今年成交持仓都有大幅抬升，同时波幅也更加剧烈；螺纹成交量在 100 万手以上，高峰值达到 350 万手，持仓量则在 150-200 万手区间；热卷活跃度远不及螺纹，其成交持仓更是逊色，成交量在 20-60 万手之间，高峰值突破 80 万手，持仓量除受到换月影响之外，基本在 80-100 万手之间波动。

图 1.3：螺纹主力成交量及持仓量（手）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.4：热卷主力成交量及持仓量（手）



资料来源：Mysteel，优财研究院

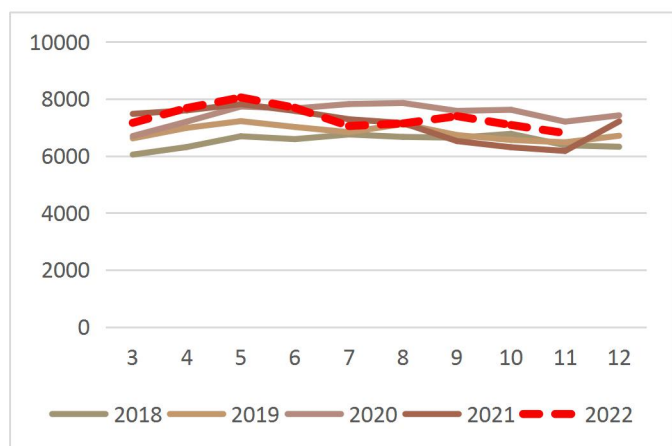
（二）产业分析

1. 供给端

（1）粗钢

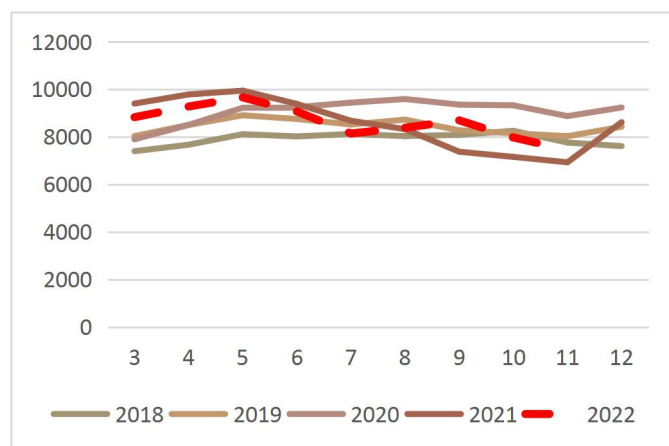
今年 1-11 月份，全国生铁累计产量 7.95 亿吨，同比减少 0.15%，全国粗钢累计产量 9.35 亿吨，同比减少 1.19%；全年来看，一季度钢厂利润尚可，在没有严格限产要求下生产积极性较大，粗钢产量不断攀升，同时黑色金属冶炼压延企业利润总额累计同比、PPI 同环比以及钢铁行业 PMI 等指标均处于全年高位；进入二季度，疫情扰动下终端需求没有明显好转，同时成本大幅推升挤压利润空间，粗钢产量开始见顶回落；三季度在疫情管控更加强调精准科学的论调以及海外市场回暖后对于旺季消费修正的预期下产量小幅回升，PPI 环比以及 PMI 生产指数有所转好，但是利润没有改善下，回升空间受限；四季度情绪上悲喜交加，先悲后喜，10 月份疫情多地扩散，悲观情绪主导，低需求低利润下产量再度下滑，目前利润依然是最重要的制约因素；预计 2022 全年粗钢产量约 10.12 亿吨，同比减少约 1.94%。

图 1.5: 国内生铁产量 (万吨)



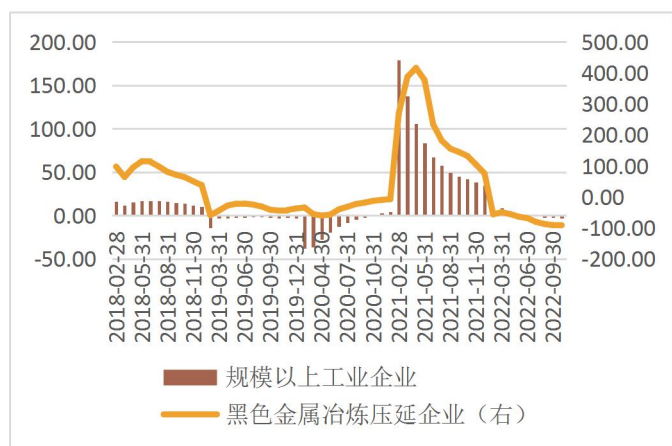
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.6: 国内粗钢产量 (万吨)



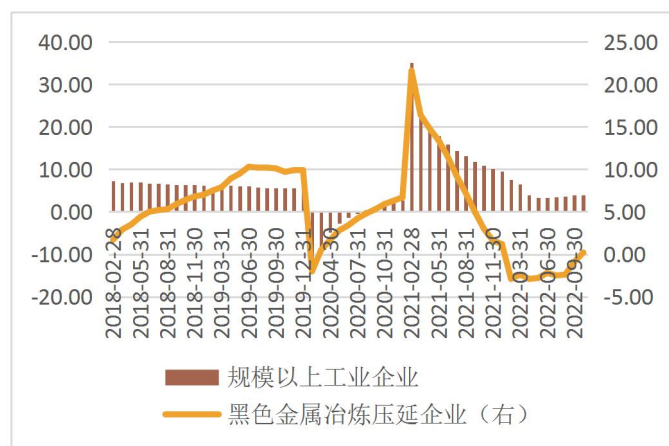
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.7: 规模以上工业企业利润总额累计同比 (%)



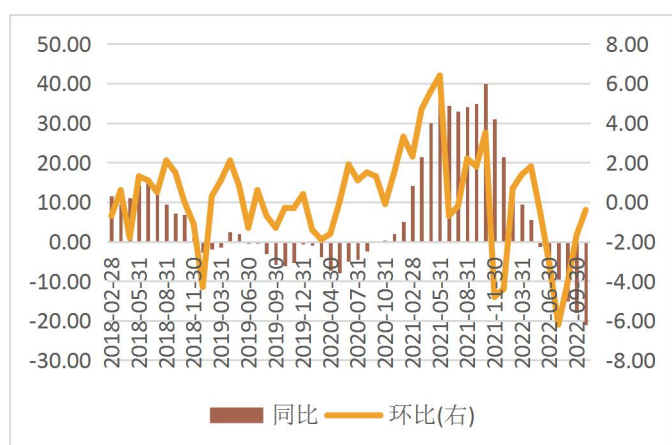
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.8: 规模以上工业企业增加值累计同比 (%)



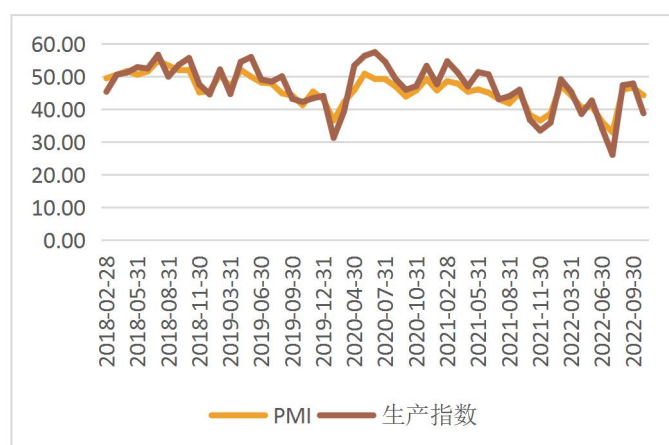
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.9: 黑色金属冶炼压延企业 PPI (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.10: 钢铁行业 PMI (%)



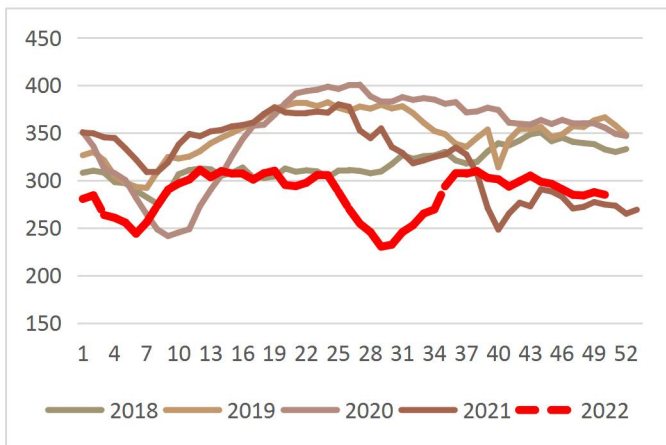
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

(2) 卷螺

最新数据显示，螺纹累计产量 1.43 亿吨，同比减少 14.58，热卷累计产量 1.55 亿吨，同比减少 4.72%；全年来看，螺纹高炉毛利一季度处于扩张期，二季度调整期，三季度震荡期，四季度则是全面走弱期，电炉毛利则在亏损扩大与缩小之间踟躇；热卷毛利一季度同样处在高位，二季度小幅走弱，三四季度进一步萎靡直至亏损。

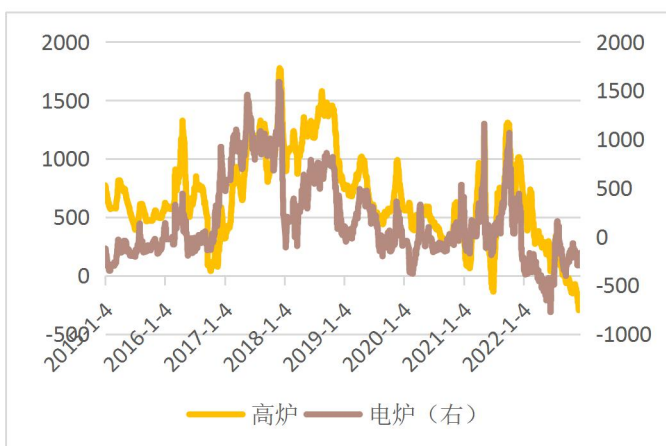
2023 年来看，国内聚焦于恢复经济创伤，对于和各地 GDP 较为密切的黑色产业来说，将很难出现严格的行政性压产，钢材的产量将回归需求和利润主导。

图 1.11：螺纹产量（万吨）



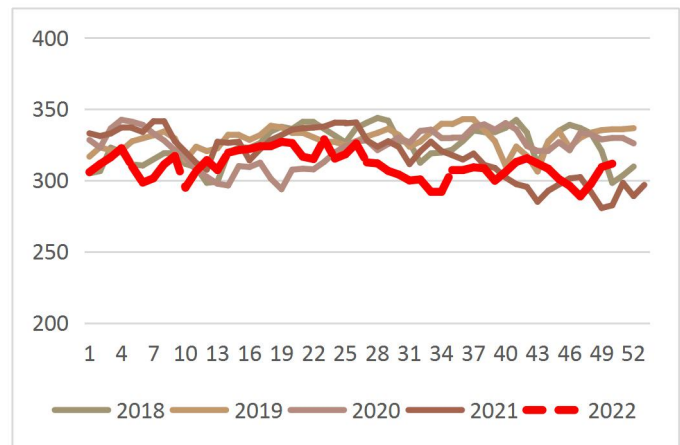
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.13：螺纹毛利（元/吨）



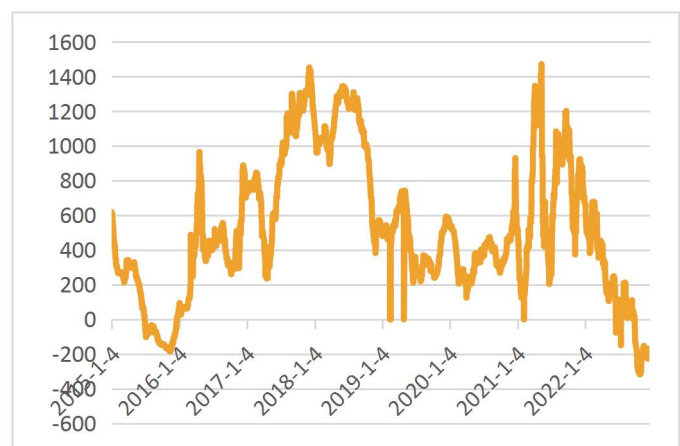
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.12：热卷产量（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.14：热卷毛利（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.15: 钢铁行业发展规划

发展规划	主要目标
“十五”规划	《钢铁产业发展政策》颁布，是第一部指导钢铁工业全面协调健康发展的纲领性文件 到2010年，钢铁产品优良品率大幅提升，布局不合理的局面得到改善 提高环境保护和资源综合利用水平，节能降耗
“十一五”规划	着力解决产能过剩问题，严格控制新增钢铁产能，加速淘汰落后工艺、装备和产品，提升钢铁产品档次和质量 推进钢铁工业发展循环经济，发挥钢铁产业产品制造、能源转换和废物消纳处理功能 鼓励企业跨地区集团化重组，形成若干具有国际竞争力的企业
“十二五”规划	到“十二五”末，钢铁工业结构调整取得明显进展，基本形成比较合理的生产力布局，初步实现钢铁工业由大到强的转变 淘汰400立方米及以下高炉、30吨及以下转炉和电炉；单位工业增加值能耗和二氧化碳排放分别下降18% 重点统计钢铁企业平均吨钢综合能耗低于580千克标准煤
“十三五”规划	到2020年，钢铁行业供给侧结构性改革取得重大进展，粗钢产能净减少1亿-1.5亿吨 产能利用率提升至80%，行业集中度（CR10）提升至60%，建成国家级行业创新平台和一批国际领先的创新领军企业 能源消耗和污染物排放全面稳定达标，总量双降；培育和形成一批钢铁智能制造工厂和智能矿山
“十四五”规划	到2025年，钢铁工业基本形成布局结构合理、资源供应稳定、技术装备先进、全球竞争力强、绿色低碳可持续的高质量发展格局 行业研发投入强度力争达到1.5%，电炉钢产量占粗钢总产量的比例提升至15%以上， 80%以上钢铁产能完成超低排放改造，确保2030年前碳达峰

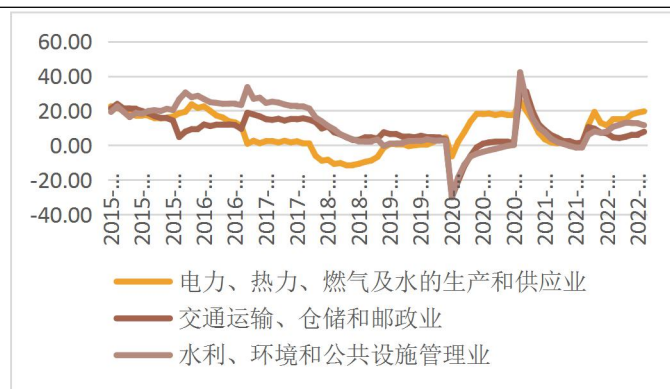
资料来源：前瞻经济学人，优财研究院

2. 需求端

(1) 基建

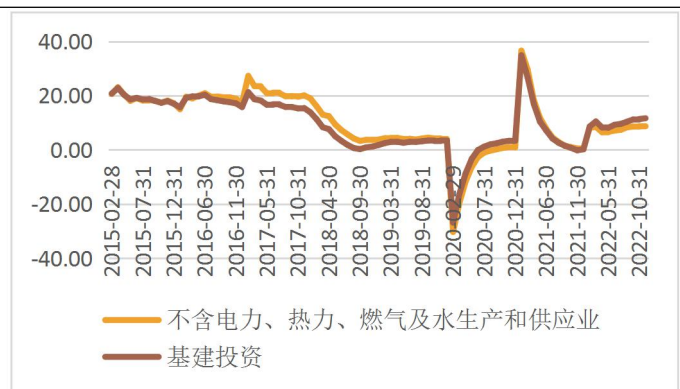
今年 1-11 月份，基建投资累计同比增长 11.65%，其中不含电力、热力、燃气及水生产和供应业基建投资累计同比增长 8.9%；从三大领域来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资累计同比增长 19.6%，交通运输、仓储和邮政业投资累计同比增长 7.8%，水利、环境和公共设施管理业投资累计同比增长 11.6%；全年新增专项债额度维持在 3.65 万亿元左右，目前已基本下发完毕；基建作为逆周期调节的重要手段，发挥着托举经济的重要作用。

图 1.16: 固定资产投资完成额累计同比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 1.17: 基建投资累计同比 (%)

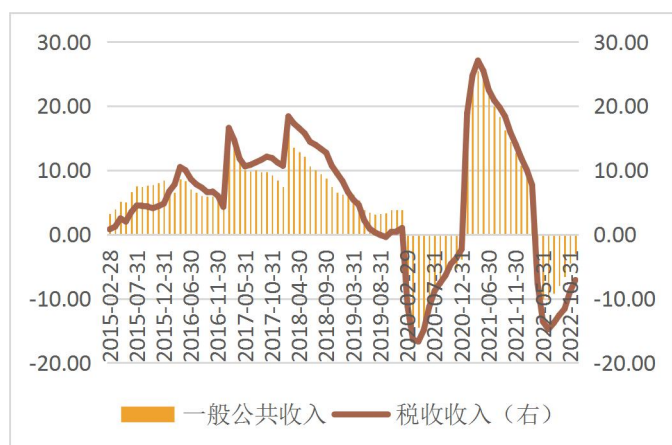


资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

从财政收入的角度看，今年 1-11 月份，全国一般公共预算收入累计同比减少 3%，税收收入累计同比减少 7.1%，全国政府性基金收入累计同比减少 21.5%，其中地方政府国有土地使用权出让累计同比减少 24.4%；从财政支出角度看，今年 1-11 月份，全国一般公共预算支出累计同比增长 6.2%，全国政府性基金支出累计同比 5.5%；从赤字率的角度看，2020 年为应对疫情，赤字率提高至 3.6%，首次突破国际公认 3% 的警戒线；2021 年则下调了 0.4 个百分点至 3.2%，但仍高于 3%；为增强财政可持续性，今年赤字率拟按 2.8% 左右安排，延续下调；全年来看，受到疫情对经济拖累的影响，实行减税降费，同时房地产低迷下房企拿地意愿较差，财政收入明显下降；但支出方面维持高增长，尤其一二季度，政府性基金支出累计同比增长在 30% 以上，有效应对了内外冲击；进入三四季度，政策性金融工具继续发力，累计授信额度达 1.6 万亿。

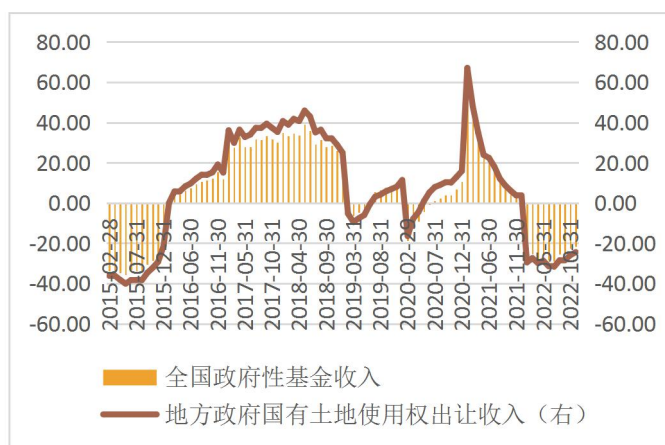
2023 年来看，随着疫情防控放开之后经济活力逐步抬升，财政收入将有所恢复，但是财政支出将很难大幅向基建倾斜；一是随着经济的恢复，逆周期调节的作用会逐步弱化；二是疫情期间以及放开之后积累诸多民生领域问题需要解决；三是符合新发展理念的 5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等新基建领域是国家投资的重点，传统基建或将错付；同时中央经济工作会议也提到目前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，要继续把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度；预计 2023 年赤字率将小幅回升至 3% 左右，基建投资将有小幅回落，同比增速在 5.7% 左右。

图 1.18：国家一般公共预算及税收收入累计同比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 1.19：政府性基金收入累计同比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 1.20: 财政支出累计同比 (%)

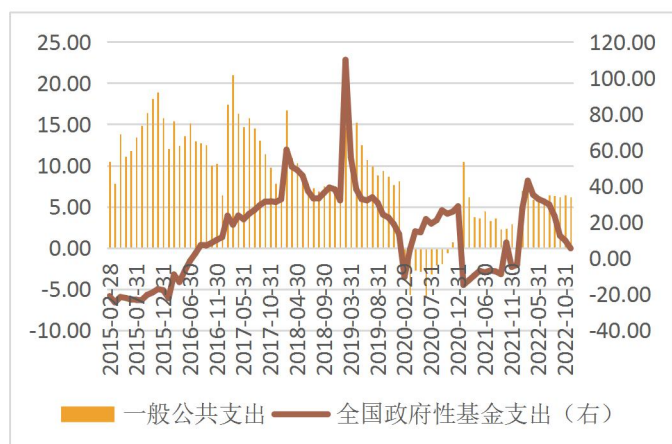
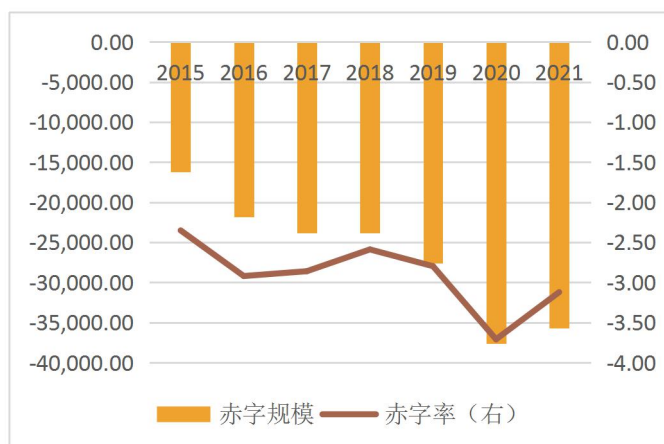


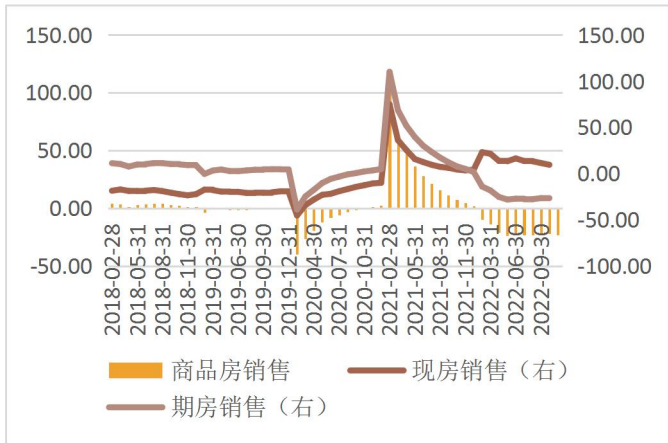
图 1.21: 全国公共财政赤字 (亿元, %)



(2) 房地产

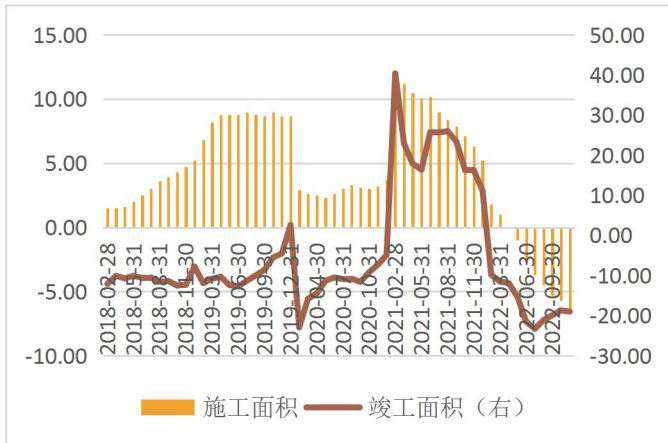
房企端来看，今年 1-11 月份，商品房销售面积累计同比减少 23.20%，房地产新开工面积累计同比减少 38.90%，房企本年度实际到位资金累计同比减少 17.6%，房屋施工面积累计同比减少 6.5%，房屋竣工面积累计同比减少 19%，房地产开发投资累计同比减少 9.8%，土地购置面积累计同比减少 53.8%；在房住不炒的大背景下，房价只涨不跌的预期发生改变；接着 2021 年“三道红线”出台，房企融资收紧；而房地产贷款集中管理制度的实行，更是从需求端摀住了扩张势头；到去年 4 月份，中央政治局会议提到防止“学区房”炒作；去年 6 月份的恒大事件爆发，预售资金监管制度进一步从严；之后房企暴雷不断，政策暖风频出，到去年四季度，经济下行压力加大，尤其涉及到民生领域，房地产税立法工作延期，高层屡次发声要促进房地产市场平稳健康运行；今年开始，中央及地方从供需两端救市，力度不可谓不大，但反响平平，尤其 7 月份的“断贷风波”更是将房企推至风口浪尖，恐慌情绪蔓延；但进入四季度，资金监管放松，房地产刺激“三箭齐发”，全面改善房企融资难和现金流状况；预计 2023 年供给端筑底修复，迎来边际改善。

图 1.22: 商品房销售面积累计同比 (%)



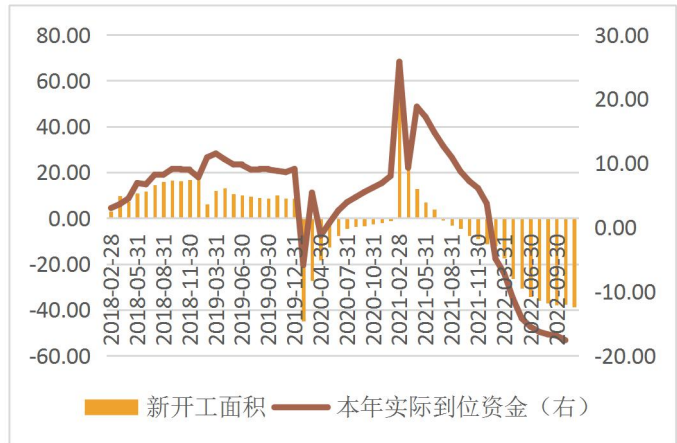
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.24: 房屋施工及竣工面积累计同比 (%)



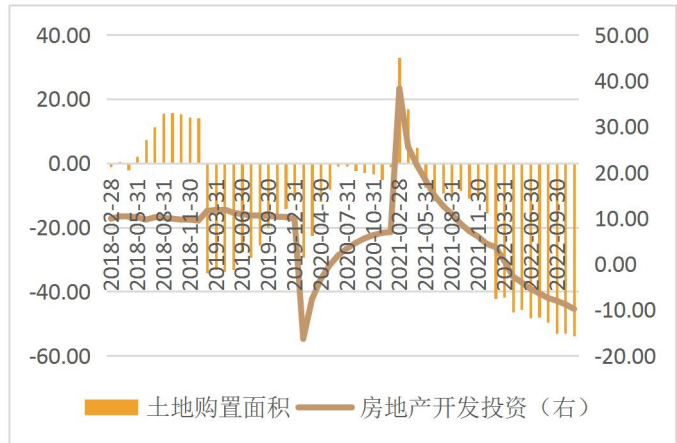
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.23: 房地产新开工及实际到位资金累计同比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.25: 土地购置及房地产开发投资累计同比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

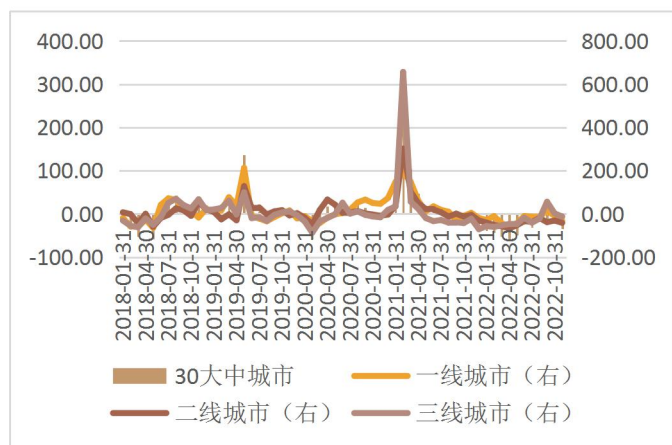
图 1.26: 房地产支持政策一览

时间	主体	主要内容
2021.12	中央经济工作会议	首提支持“因城施策”放松 坚持房住不炒，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022.3	国务院金融稳定发展委员会	鼓励并购贷款，支持优质房企兼并收购困难房企优质项目
2022.4	中共中央政治局会议	支持各地出台放松政策、优化预售资金监管 坚持房住不炒，支持各地从实际出发完善房地产政策 支持刚性和改善型住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022.5	央行、银保监会 全国“稳住经济大盘”电视电话会议	下调首套房贷款利率下限至LPR以下，首套商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减20bps 纠正房企信贷收缩、居民稳杠杆，尽快纠正对民营房企信贷收缩行为；适当提高宏观杠杆率，居民家庭部门稳杠杆
2022.7	中共中央政治局会议	稳定房地产市场，保交楼、稳民生，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022.8	银行间交易商协会 人民银行、国开行、农发行	通过中债增进公司增信支持的方式支持民营房企发债融资 2000亿保交楼基金成立
2022.9	央行、银保监会 财政部、税务总局 央行	阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限，符合条件的城市，政府可自主决定维持、下调或取消贷款利率下限 个税政策支持居民换购住房，出售自有住房并在出售后1年内于同城重购住房的纳税人，对其出售时的已缴个税予以退税优惠 下调首套个人住房公积金贷款利率，5年以下和5年以上首套住房公积金贷款利率分别下调15bps
2022.11	央行、银保监会 银保监会、住建部、央行 证监会	发布金融16条 允许商业银行出具保函置换预售监管资金 资本市场支持房地产平稳健康发展5项措施

资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

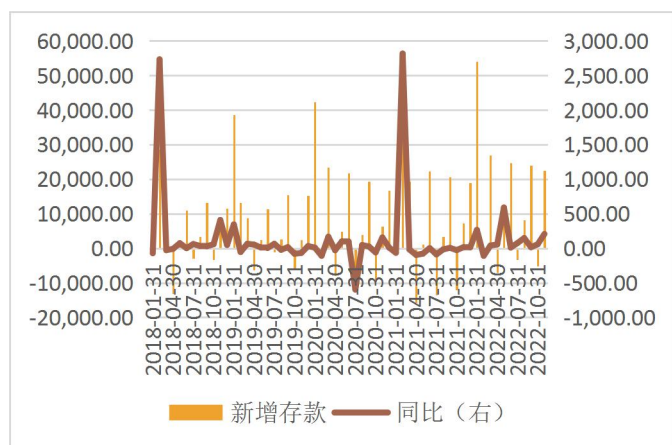
住户端来看,今年1-11月份,住户累计新增中长期贷款2.56万亿,同比减少55.22%,而累计新增存款达14.95万亿,同比增长86.62%,消费者信心指数自一季度高位回落之后低位盘整,接近年内低点;一方面,疫情导致居民收入大打折扣,收入预期不确定性增大;另一方面,房企频频暴露,对于期房担忧交付担忧增加,居民购房动力不足;这又反过来增大了房企的回款难度,形成负反馈;后续来看,按照国外主要经济体经验,疫情管控放开之后,从确诊人数达峰再到社会经济活动步入正轨,需一到两个季度的调整期,同时居民信心构建难以短时间恢复;预计明年下半年,居民购房意愿将逐步显现。

图 1.27: 30 大中城市商品房成交面积当月同比 (%)



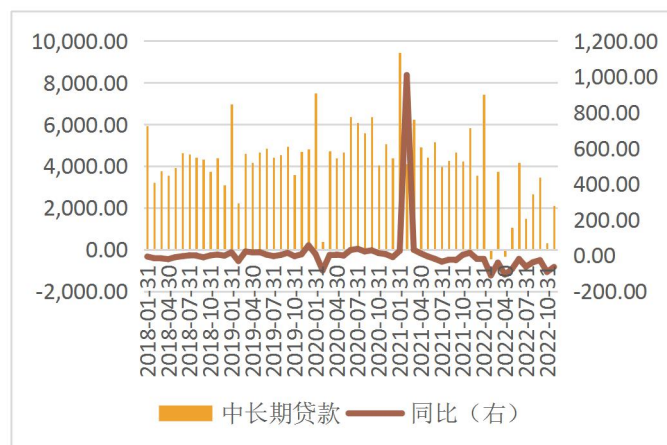
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.29: 住户当月新增存款 (亿元, %)



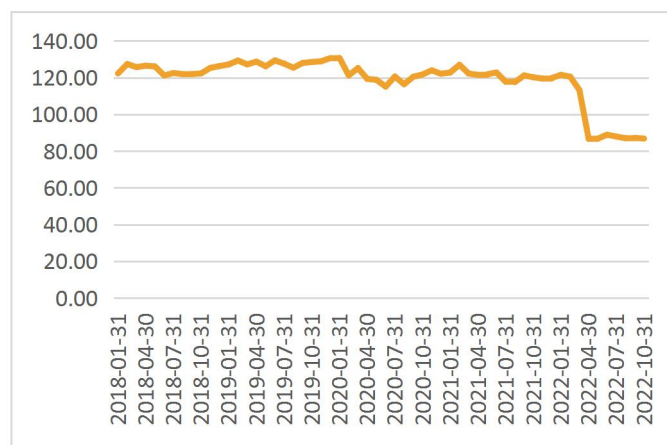
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.28: 住户当月新增中长期贷款 (亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.30: 消费者信心指数 (%)

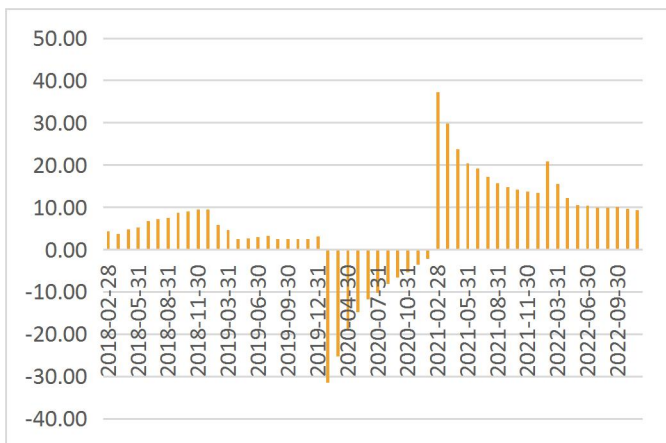


资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

(3) 制造业

今年 1-11 月份，制造业投资累计同比增加 9.3%；最新数据显示，制造业 PMI48%，其中生产指数 47.8%，新订单指数 46.4%，新出口订单指数 46.7%；全年来看，制造业投资作为重要的拉动项，维持高增长，但是增速有所放；制造业 PMI 数据同比处于收缩区间，自一季度以来持续下滑，生产和新订单指数更为明显，而新出口订单指数则韧性十足，成为支撑制造业消费不可或缺的因素；后续来看，“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要中明确提出要保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展，提升产业链、供应链现代化水平，推动制造业优化升级，实施制造业降本减负行动；预计 2023 年制造业投资将保持在高位，增速或在 10.6%。

图 1.31：制造业投资累计同比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

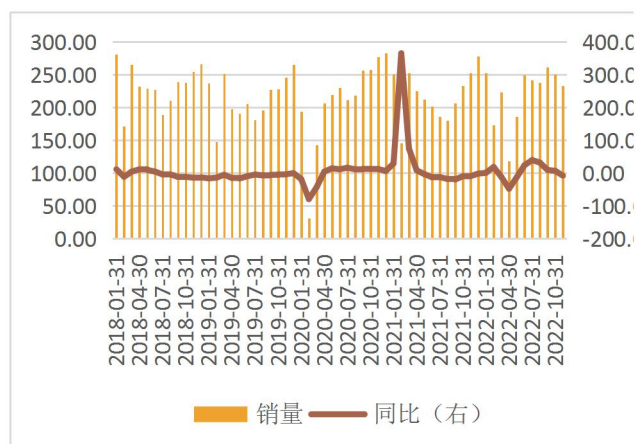
图 1.32：制造业 PMI（%）



资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

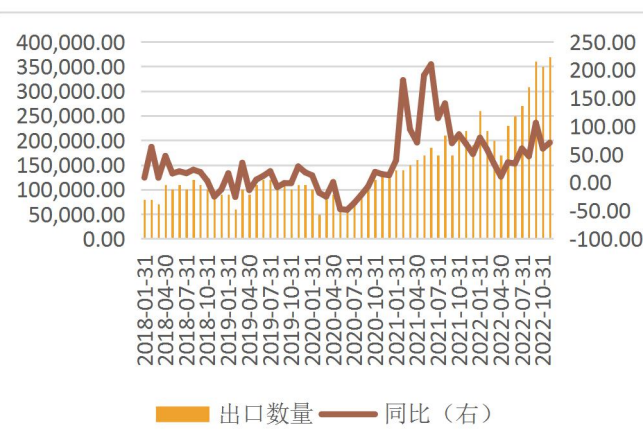
汽车方面，今年 1-11 月份，累计销量 2430.2 万辆，同比增加 3.3%，累计出口量 29.8 万辆，同比增加 54.9%；汽车作为制造业细分行业里面唯一保持高速增长的板块，内外需都维持较好韧性；后续来看，汽车行业政策红利仍在，《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》中提出，到 2025 年，我国新能源汽车的新车销量占汽车新车销量的比重将由 2020 年的 5.4% 提升至 20%；到 2035 年，纯电动汽车将成为新售车辆的主流、公共领域用车将全面电动化；同时随着疫情放开之后经济活动的复苏，将一定程度带动消费；预计 2023 年汽车行业景气度维持，内需或小幅增长，而外需在衰退升温下将有所走弱。

图 1.33: 汽车销量当月值 (万辆, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

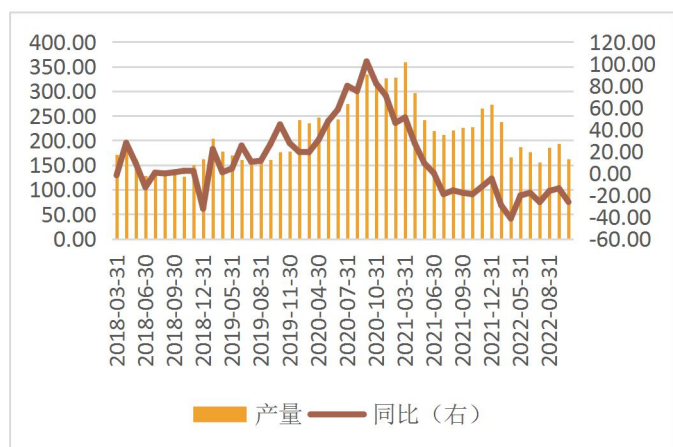
图 1.34: 汽车出口当月值 (辆, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

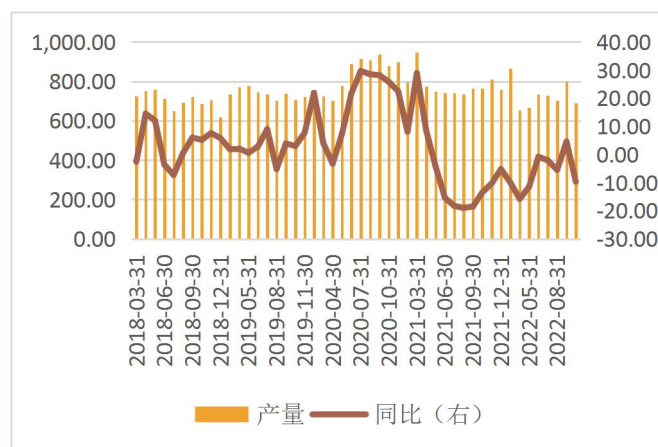
家电方面, 今年 1-10 月份, 冷柜累计产量 1879.2 万台, 同比减少 21.9%, 冰箱累计产量 7159 万台, 同比减少 3.3%, 空调累计产量 18959.5 万台, 同比增加 3.2%, 洗衣机累计产量 7318 万台, 同比增加 3.7%; 家电作为房地产后端的行业, 受到地产下行的拖累较大; 而外需自二三季度大幅加息以来, 经济增长动能下滑, 拉动作用明显弱化; 预计 2023 年内需仍然是主要支撑, 同时受到房地产行业小幅回暖, 产销将有 0.8% 左右增量。

图 1.35: 冷柜产量当月值 (万台, %)



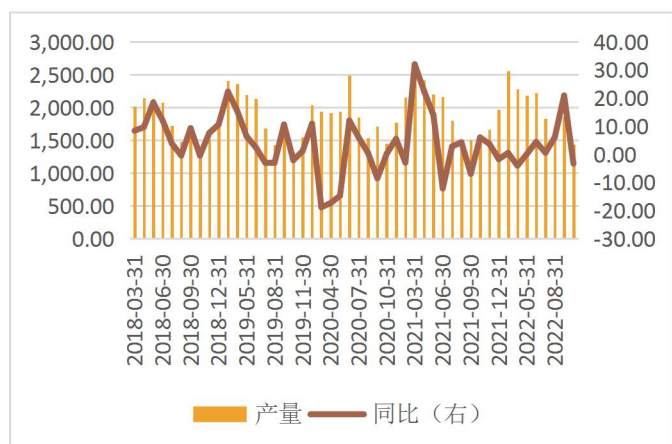
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.36: 冰箱产量当月值 (万台, %)



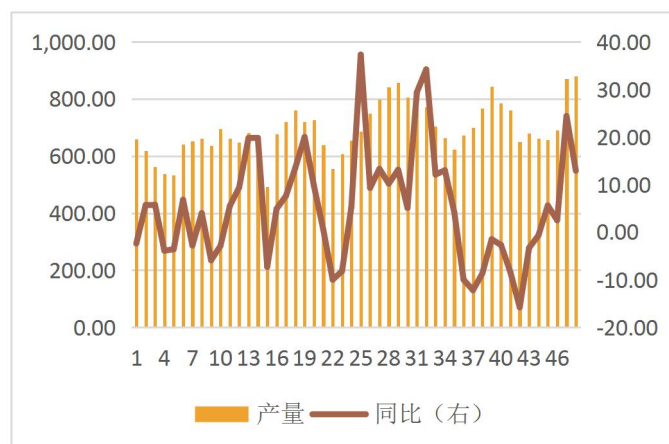
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.37: 空调产量当月值 (万台, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

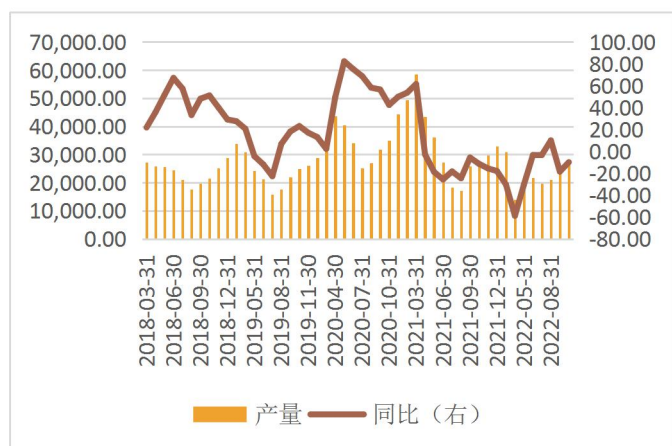
图 1.38: 洗衣机产量当月值 (万台, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

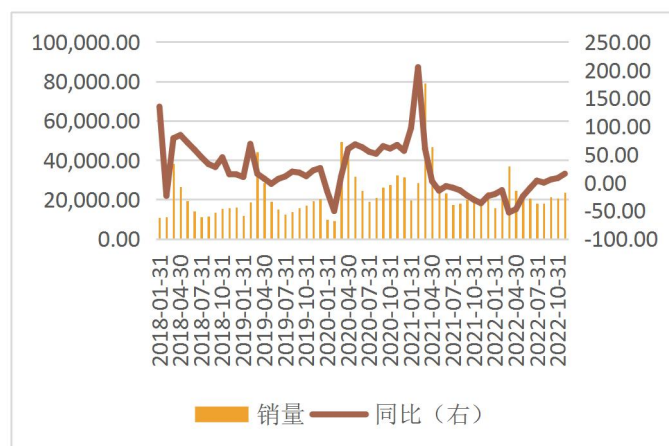
工程机械方面, 今年 1-10 月份, 挖机累计产量 25.7791 万台, 同比减少 20.9%, 今年 1-11 月份挖机累计销量 24.4477 万台, 同比减少 23.3%; 工程机械主要和建筑业挂钩, 而今年来看, 房地产持续下滑, 基建施工则受到疫情干扰未能放量; 后续来看, 明年基建将持续发力, 疫情全面放开之后, 人员流动不再受限, 工地“用工荒”问题将有所缓解; 同时今年部分存量工程将进入全面施工阶段, 叠加房地产“保交付”逐步推进, 预计 2023 年工程机械消费将出现明显回升。

图 1.39: 挖机产量当月值 (台, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

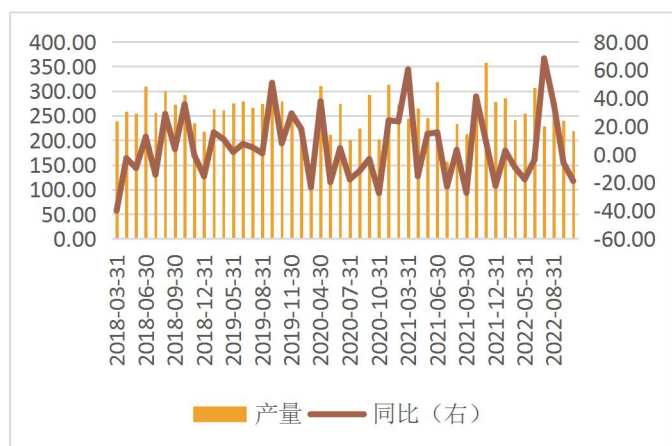
图 1.40: 挖机销量当月值 (台, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

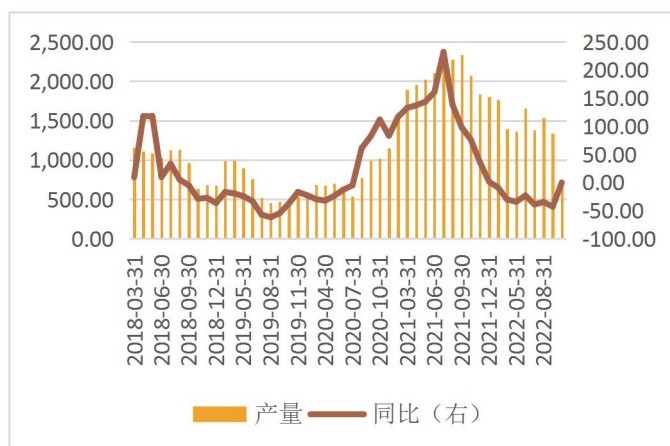
船舶集装箱方面, 今年 1-10 月份, 船舶累计产量 2483.3 万载重吨, 同比减少 2.1%, 集装箱累计产量 13387.5 万立方米, 同比减少 32.1%; 船舶和集装箱则对应着海外经济体的增长情况, 全年增速下行刚好于海外高通胀大幅加息的背景不谋而合; 预计 2023 年海外下行周期下消费将进一步下滑。

图 1.41: 船舶产量当月值 (万载重吨, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.42: 金属集装箱产量当月值 (万立方米, %)

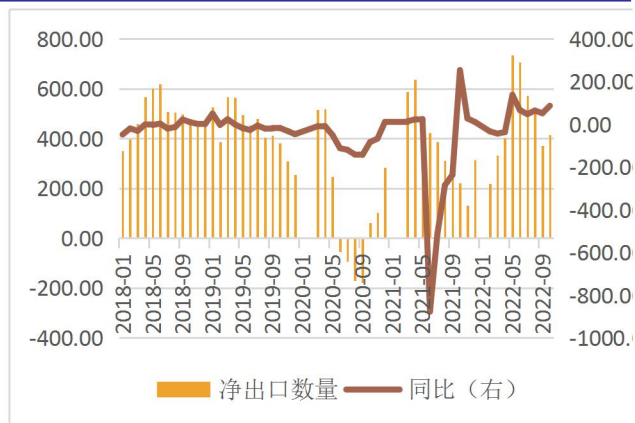


资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

(4) 出口

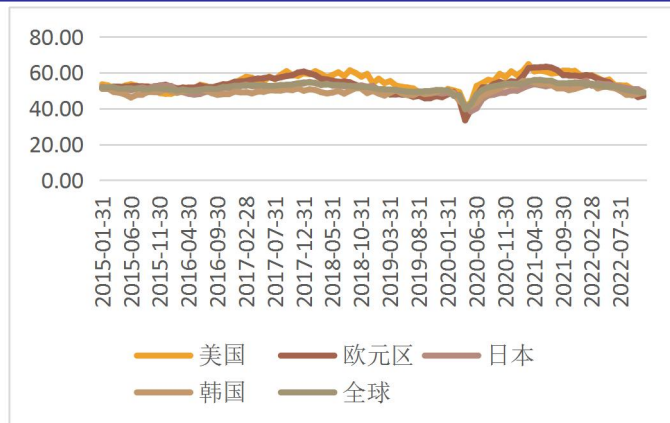
今年 1-11 月份，粗钢累计净出口达 4513.6 万吨，同比增加 19.21%；从海外各经济体 PMI 数据来看，截止到 11 月份，美欧日韩等发达经济体 PMI 均回落至荣枯线以下，处于收缩区间；东南亚等新兴经济体 PMI 中，新加坡、泰国、印尼、菲律宾等国仍在扩张区间，而马来西亚和越南则处于收缩区间，但整体均呈现回落态势；从 OECD 综合领先指标来看，指数从去年四季度开始便一路下滑，同时居民消费信心指数也处于近年来低位；从 IMF 经济增速预测来看，明年海外主要经济体除东盟五国增长 0.4 个百分点外，美国、欧元区、日本等国家和地区均出现不同程度回落，经济下行压力加大；后续来看，东南亚各国经济景气度维持，或将部分对冲掉欧美等其他地区的减量，但全球经济处于衰退周期，预计 2023 年出口将有一定回落。

图 1.43: 粗钢净出口量 (万吨, %)



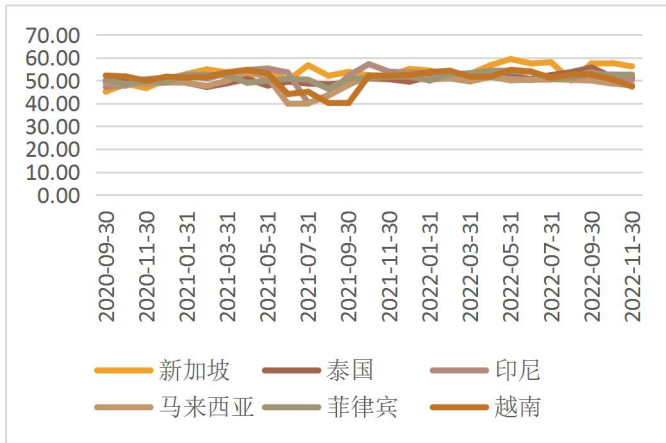
资料来源: Wind, 优财研究院

图 1.44: 海外主要经济体制造业 PMI (%)



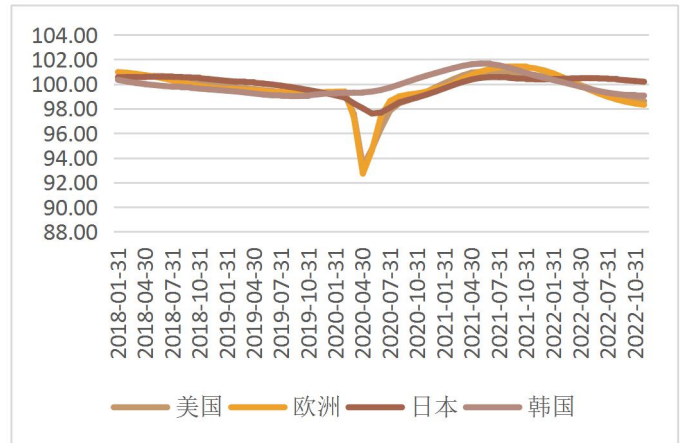
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.45: 东南亚国家制造业 PMI (%)



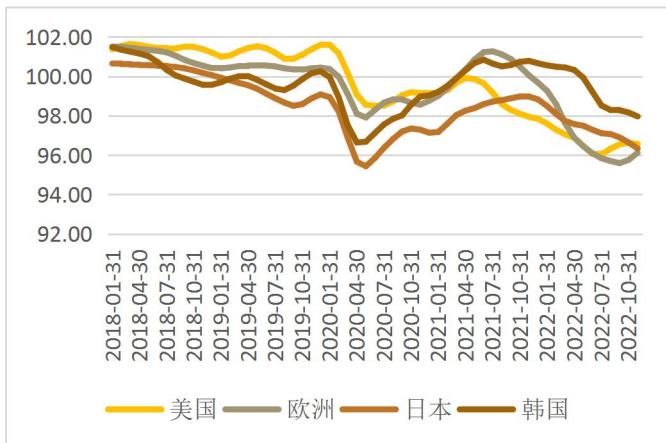
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.46: OECD 综合领先指标



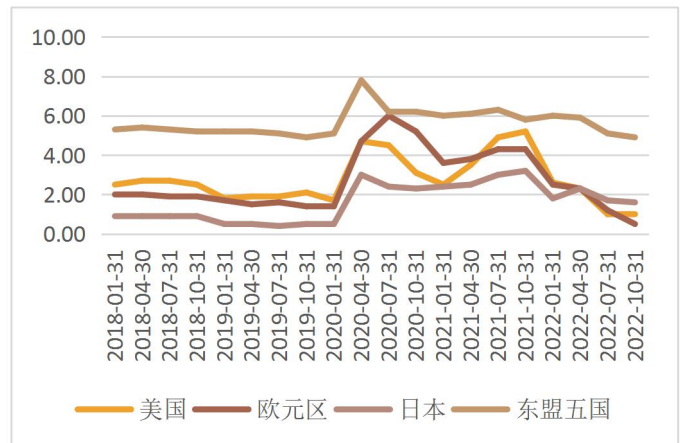
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.47: OECD 消费者信心指数



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.48: IMF 下一年经济增速预测 (%)

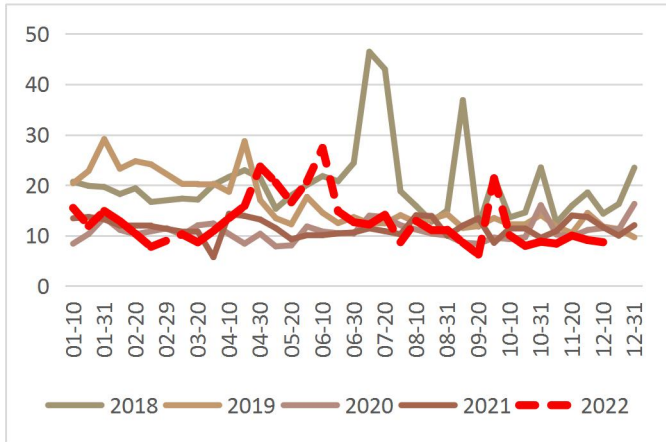


资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

3. 库存端

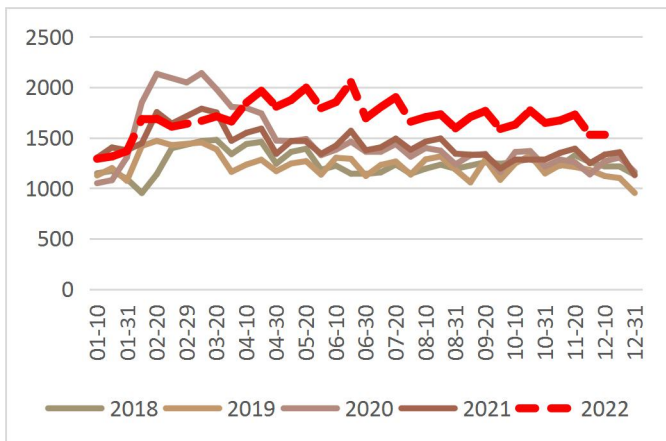
中钢协最新数据显示, 重点钢企生铁库存 8.69 万吨, 同比减少 25.41%, 粗钢库存 193.65 万吨, 同比减少 13.32%, 钢材库存 1534.15 万吨, 同比增加 14.98%; 旬度钢材社会库存 735 万吨, 同比减少 11.12%; 全年来看, 受到供需两端同步走弱的制约, 各环节库存均处于低位波动, 实现有效去化; 钢企钢材库存受到疫情干扰以及房地产下行, 终端需求未能有效启动, 略高于往年, 其中二季度受到悲观情绪影响出现小幅累积, 但之后缓慢去化, 仍处在正常波动范围; 后续来看, 库存压力不大, 且钢厂将根据利润灵活调节生产, 低库存或将为钢价提供阶段性支撑。

图 1.49: 重点钢企生铁库存 (万吨)



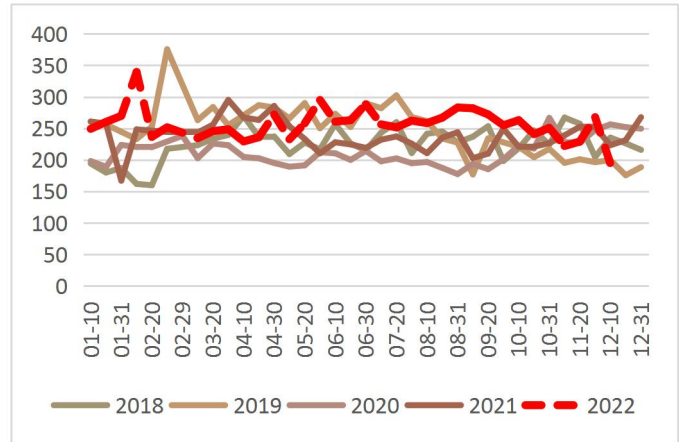
资料来源: 中钢协, 优财研究院

图 1.51: 重点钢企钢材库存 (万吨)



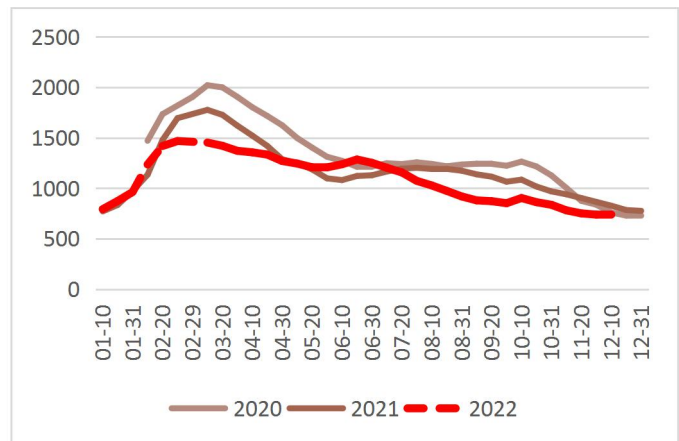
资料来源: 中钢协, 优财研究院

图 1.50: 重点钢企粗钢库存 (万吨)



资料来源: 中钢协, 优财研究院

图 1.52: 钢材社会库存 (万吨)



资料来源: 中钢协, 优财研究院

（三）综合研判

宏观面，国内来看，疫情放开之后明年仍然是宏观大年，稳增长、稳就业、稳物价、保民生、提振市场信心、推动经济总体回升等将是主线，因此宏观政策调控力度有望进一步加大，创新型金融工具和结构性货币政策工具将更加精准发力，改善社会预期；国外来看，美国薪资增速尚在高位，支撑服务性通胀粘性，料将继续处于紧缩周期；欧元区战后满目疮痍，大幅收紧之下恐使经济雪上加霜，衰退加剧。

产业面，供给端受到低利润压制生产积极性不高，难有明显增量；需求端内需稳增长推动、房地产预期改善下将有边际修复，外需东南亚各国经济景气度维持，或将部分对冲掉欧美等其他地区的减量，但全球经济下行压力加大，出口将有一定回落。

综合看，2023 年宏观政策力度决定方向，终端需求改善影响强弱，预计螺纹主力将在 3230-4850 元/吨区间运行，同时盘面情绪将放大波动；单边方面，预计一季度依然在强预期主导下维持反弹，至二季度回归现实，消费转暖节奏滞后或将形成压制，开始布局空单；三四季度，社会经济经过调整后逐步步入正轨，需求启动，靠近成本线附近介入多单；套利方面，考虑到三四季度经济复苏动能更强，可适时介入 5-10 反套。

二、铁矿

（一）行情回顾

价格方面，2022 全年来看，稳增长预期、限产政策、地缘政治、多点散发的疫情、海外宏观等是催动全年行情的主要因素；上半年强势反弹，下半年先低后高，整体呈现出较为明显的“N”形走势。

一季度预期打满，从去年 12 月份中央经济工作会议释放积极的稳增长信号到政策面为房地产托底，盘面闻风而动，大幅拉升；期间受到发改委屡次发声打击铁矿石价格影响有所回调，但是俄乌战争以及两会期间 5.5% 经济增长目标的提出使得乐观情绪再度爆满，多头氛围浓厚，盘面基本拉升到年内高点。

二季度高位筑顶，上海疫情封控以及中央坚持动态清零的政策下，下游信心受挫，盘面一度回调至 5 月中旬；之后印度提高铁矿出口关税，同时国务院召开全国稳经济大盘会议，盘面再度上攻；但一则疫情阴霾还未散去，二则淡季来临，市场心态有所转化，三则通胀爆表下美联储超预期加息，成为压垮骆驼的最后一根稻草。

三季度弱势震荡，压产政策打压盘面下行，但是疫情和宏观情绪有所修复，钢厂小幅复产，7 月下旬盘面反弹；然其后钢厂利润不佳，叠加临近重要会议窗口期，盘面阴晴未定，区间整理。

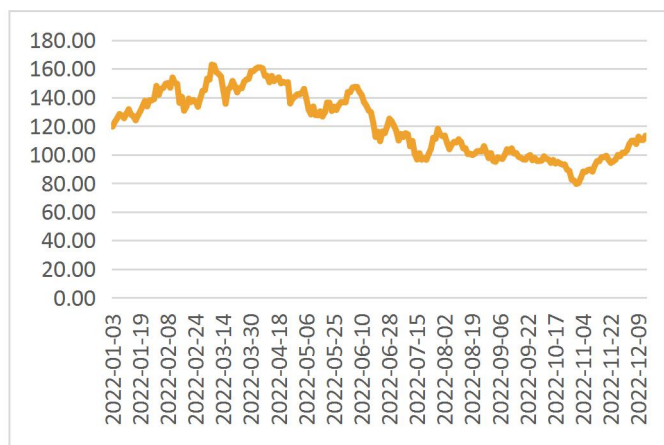
四季度先破后立，10 月份疫情仍在扰动，盘面完成最后一跌，打到非主流矿成本线附近；其后防疫政策逐步调整至全面转向，同时美联储放缓加息步伐，房地产救市“三箭齐发”，高层再提稳增长，乐观预期再度占领上风，盘面大幅拉升。

图 2.1：铁矿主力合约收盘价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

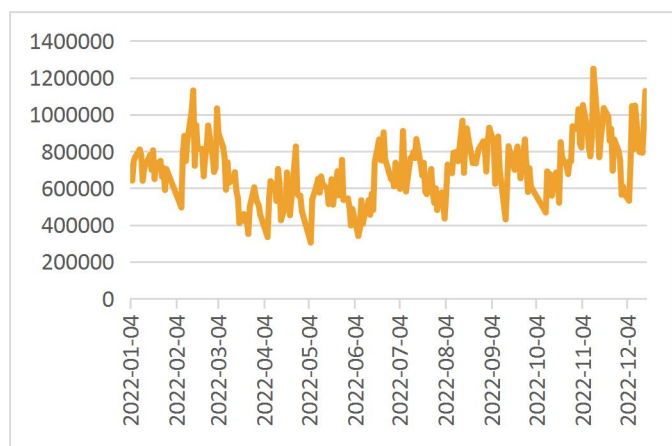
图 2.2：普氏 62%铁矿石 CFR 价（美元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

成交持仓方面，2022 年全年维持在高位，成交活跃；成交量基本稳定在 40 万手以上，持仓量基本在 50 万手-80 万手区间波动；期间虽受盘面回调带来市场信心的变化而有所下降，但其后有迅速回归正常值。

图 2.3：铁矿主力合约成交量（手）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.4：铁矿主力合约持仓量（手）



资料来源：Mysteel，优财研究院

（二）产业分析

1. 供给端

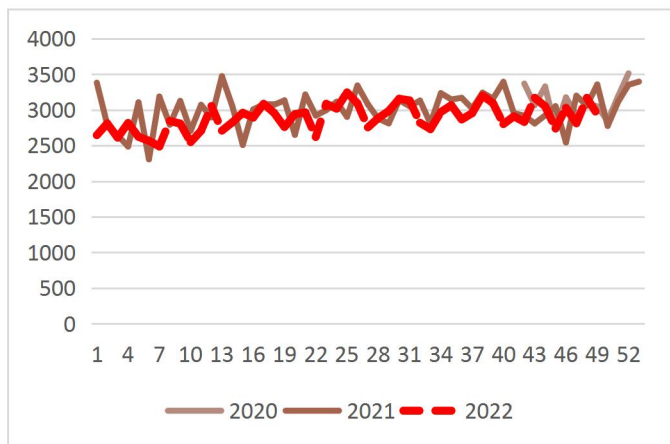
（1）进口矿

全球发运方面，最新数据显示，全球累计发运量 14.17 亿吨，同比减少 5.4%；澳巴累计发运量 11.93 亿吨，同比减少 2.2%，其中澳洲累计发运量 8.72 亿吨，同比减少 0.77%，巴西累计发运量 3.2 亿吨，同比减少 5.95%；非主流矿累计发运量 2.24 亿吨，同比减少 19.3%；整体来看，2022 全年主流矿发运较为平稳，非主流矿山成本主要集中在 70-80 美金左右，受二三季度悲观预期以及地缘政治、主产国政策等影响，下滑明显，预计全年减少约 5600 万吨。

四大矿山方面，力拓 2022 年的发运目标维持 3.2-3.35 亿吨，虽然上半年受到雨水、疫情等因素的干扰，但随着 Gudai-Darri 矿区以及 Mesa A 矿区产量释放，预计全年目标会低位完成，即 3.2 亿吨左右；必和必拓 2023 年度指导产量为 2.49-2.60 亿吨，South Flank 项目的顺利投产，将使得年度目标顺利完成；FMG 大幅上调 2023 年的指导产量至

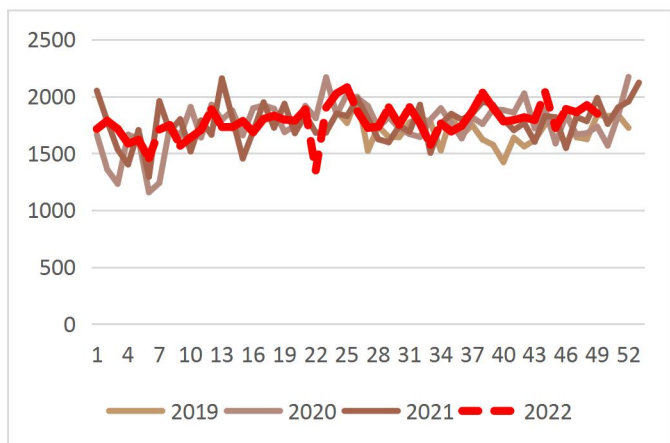
1.87-1.92 亿吨，增量可观；淡水河谷依然在季节性因素、许可证延期等泥沼中挣扎，并在二季度下调了 2022 年度指导产量至 3.1-3.2 亿吨，但随着 S11D 等矿区新产能的释放，后续可期；预计 2023 年四大矿山产量同比增加约 2200 万吨，其中力拓增加约 450 万吨，必和必拓增加约 300 万吨，FMG 增加约 450 万吨，淡水河谷增加约 1000 万吨。

图 2.5：全球铁矿发运量（万吨）



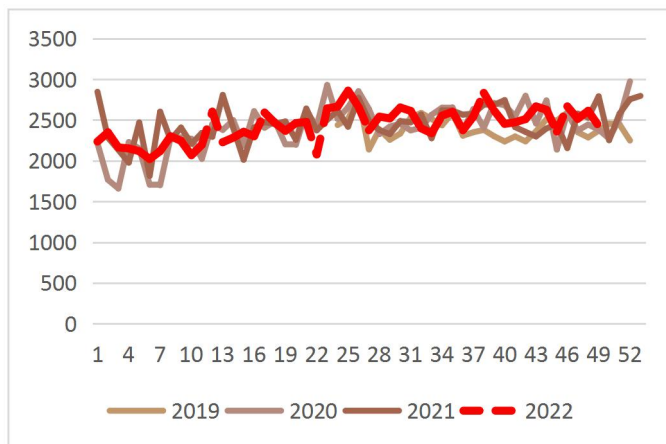
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.7：澳洲铁矿发运量（万吨）



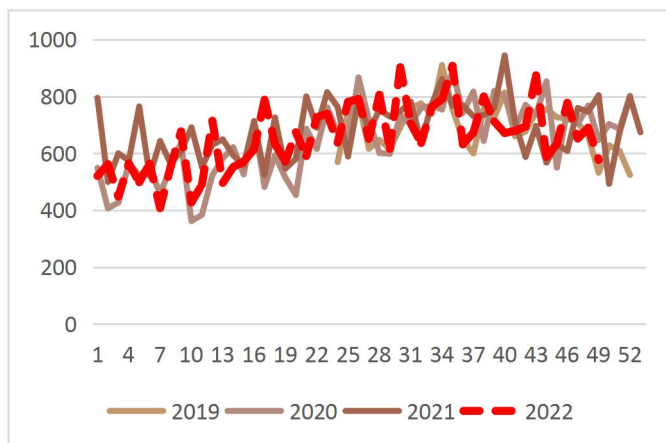
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.6：澳巴铁矿发运量（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.8：巴西铁矿发运量（万吨）

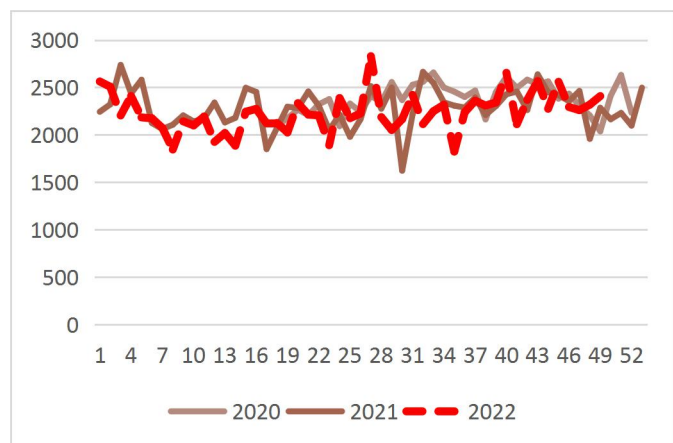


资料来源：Mysteel，优财研究院

国内进口方面，最新数据显示，铁矿累计到港量 10.97 亿吨，同比减少 4.19%；今年 1-10 月份铁矿石累计进口 9.18 亿吨，同比减少 1.65%，其中进口自澳洲 6.05 亿吨，同比增加 5.1%，进口自巴西 1.85 亿吨，同比减少 2.64%，进口自南非 3281.6 万吨，同比减少 5.32%，进口自印度 989.1 万吨，同比减少 69.8%，进口自乌克兰 555.1 万吨，同比减少 61.8%；整体来看，国内铁矿进口高度集中，澳洲、巴西、南非、印度、乌克兰

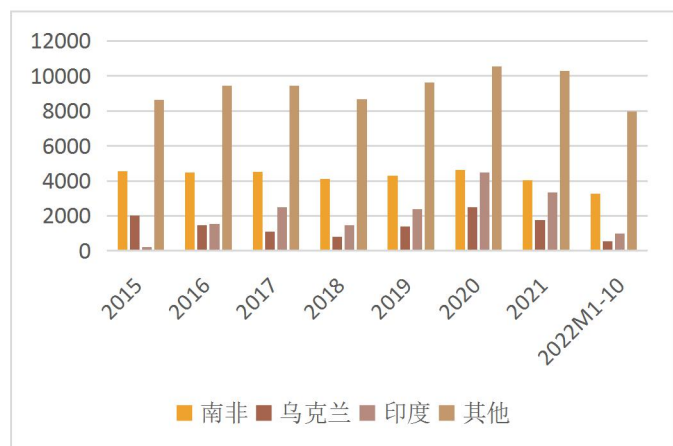
等国占比稳居 90%以上；全年来看，澳巴主流矿进口波动在正常区间内，非主流矿是重要变量，综合受到季节性因素、印度上调出口关税、俄乌战争等因素的影响；预计 2023 年增量约 1500 万吨。

图 2.9：国内铁矿到港量（万吨）



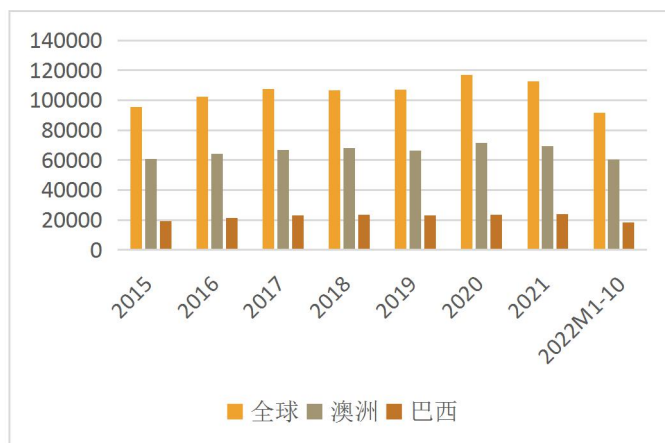
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.11：国内非主流矿进口量（万吨）



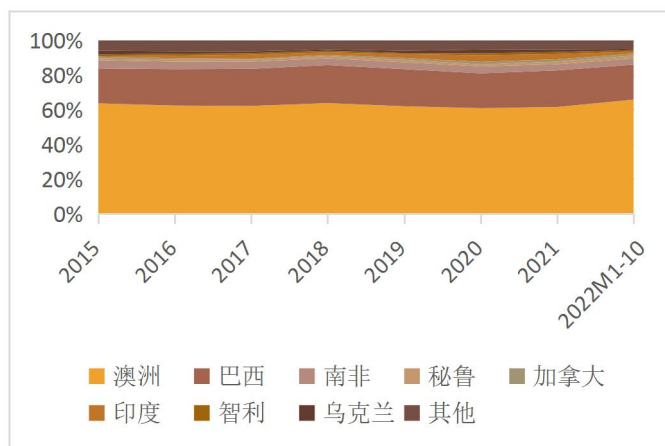
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.10：国内铁矿进口量（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.12：国内铁矿进口分国别占比（%）



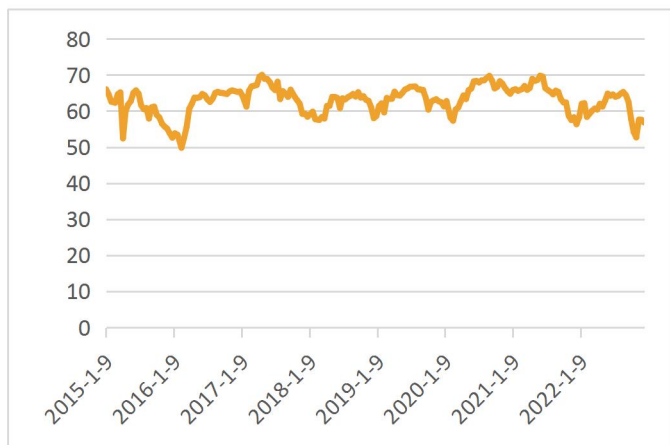
资料来源：Mysteel，优财研究院

（2）国产矿

2022 全年来看，受到疫情封控、环保政策、安全事故等因素的影响，国内 126 家矿山企业产能利用率大幅下滑；今年 1-11 月份，国产铁精粉累计产量 2.39 亿吨，同比减少 1.69%；政策面来看，支持力度不可谓不大；“基石计划”的提出，长远来看，将极大地有利于国产矿的放量；其目标是用 10 年至 15 年的时间，切实改变我国铁元素来源国构成，解决钢铁产业链资源短板问题，将主动权掌握在自己手上；到 2025 年，国内矿产量、废钢消耗量和海外权益矿分别达到 3.7 亿吨、3 亿吨和 2.2 亿吨；其重点是增加

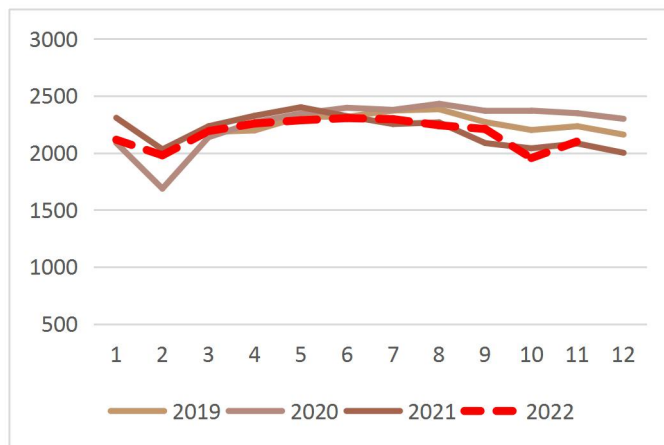
新铁矿的开发，建设更加先进完备的矿场，提高产量和行业竞争力；但是我国铁矿石资源禀赋差、开采难度大、投资周期长、安全隐患频发、成本 80 美金以上远超其他非主流矿，因此短期内产能难以释放，预计明年将平稳运行。

图 2.13: 126 家矿山企业产能利用率 (%)



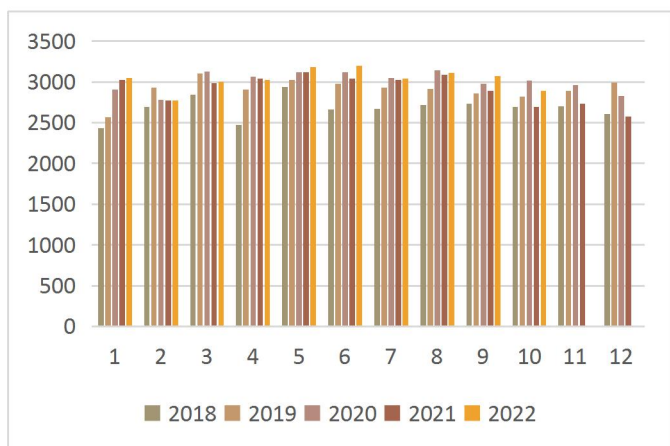
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.14: 国产铁精粉产量 (万吨)



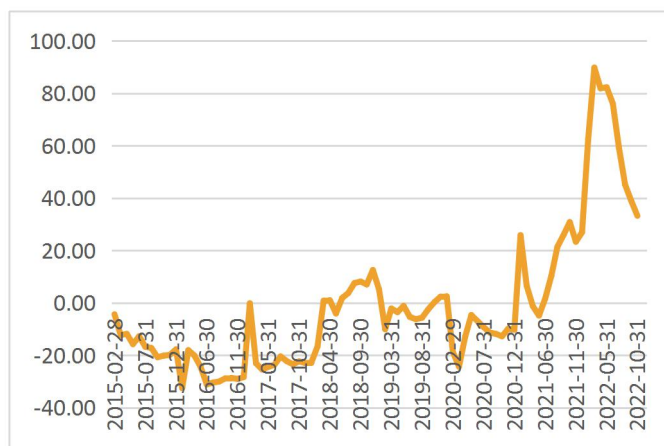
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.15: 重点企业原矿产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.16: 黑色金属矿采选投资累计同比 (%)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

2. 需求端

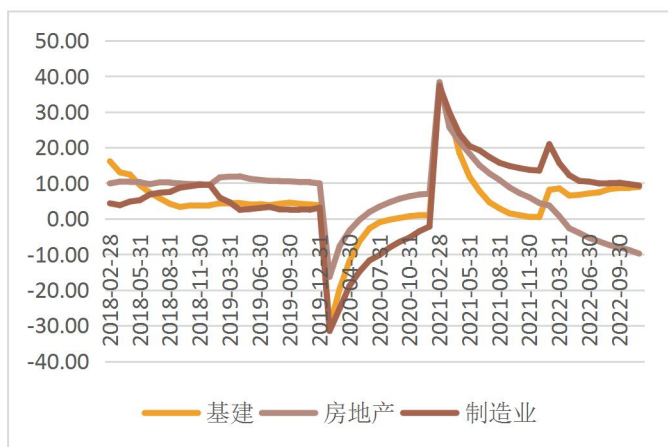
(1) 内需

固定资产投资方面，今年 1-11 月份基建投资累计同比增长 8.9%，制造业投资累计同比增长 9.3%，房地产投资累计同比增长-9.8%；生铁方面，今年 1-11 月份累计产量 7.95 亿吨，同比减少 0.15%；全年来看，一季度至二季度中，基于稳增长带来的宏观利好，钢厂生产积极，铁水产量大增；进入 6 月份，疫情影响下的疲软现实以及海外大幅收缩流动性下外围普遍悲观，产业链负反馈显现，钢厂开始自发性减产；三季度开始，旺季

预期下补库来临，铁水触底反弹；四季度终端消费未见明显好转，钢厂亏损状态下扩产动能不足，压制了铁水回升空间；从钢铁行业 PMI 来看，则趋势性更为明显。

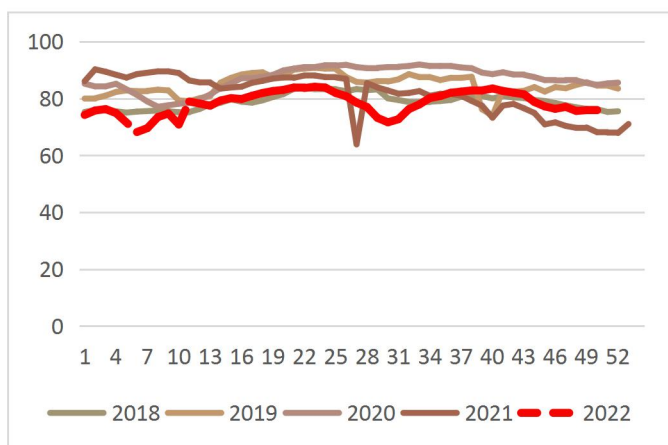
IMF 最新经济增速预测数据显示，明年国内经济增长约 4.4%，同比增长约 1.2 个百分点；后续来看，国内疫情放开后经济活动将逐渐复苏，中央经济工作会议也明确提出明年将继续聚焦于稳增长和扩内需战略，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度；预计基建和制造业投资将维持高位，形成有效拉动；同时虽然坚持“房住不炒”，但是提到了要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设，房地产预期将有所回暖；预计 2023 年国内粗钢消费小幅增长，但中长期考虑到“双碳”目标、废钢用量逐步提升以及钢厂低利润前提，铁水产量将有约 1800 万吨减量，折算铁矿约 2800-3000 万吨减量。

图 2.17：固定资产投资累计同比 (%)



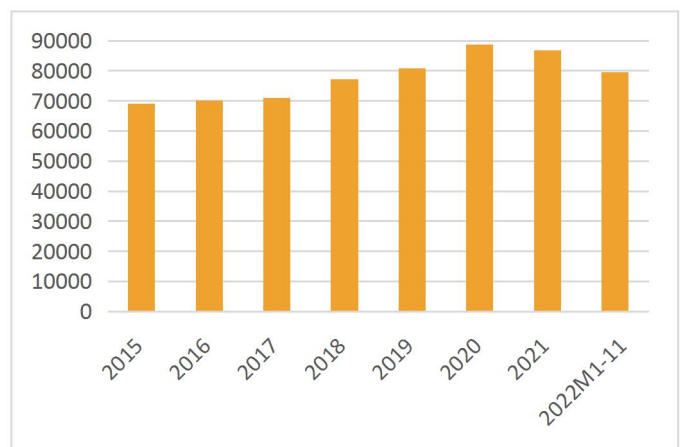
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.19：高炉开工率 (%)



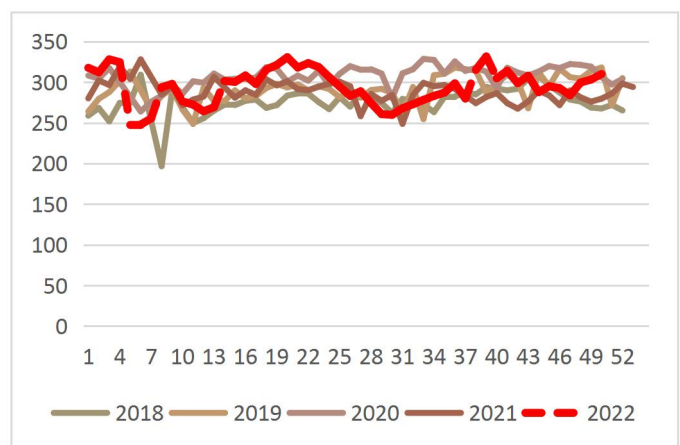
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.18：国内生铁产量 (吨)



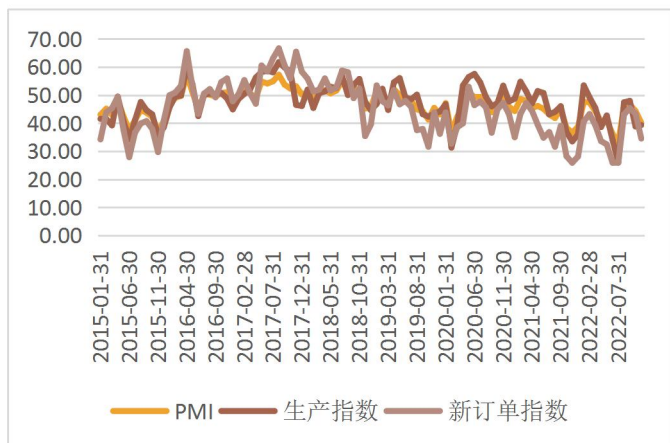
资料来源：Myateel，优财研究院

图 2.20：日均疏港量 (万吨)



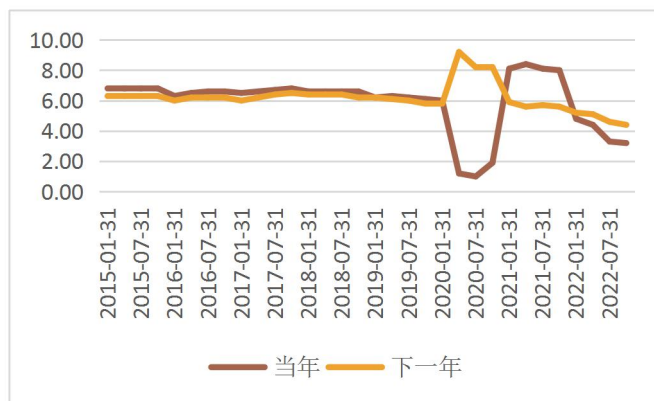
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.21: 钢铁行业 PMI (%)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.22: IMF 对国内经济增速预测 (%)

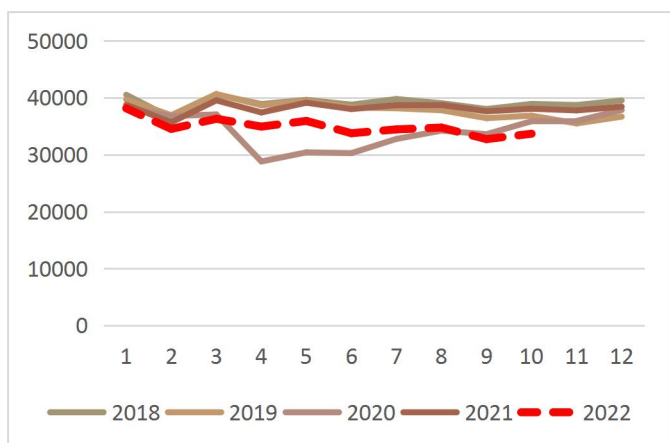


资料来源: Mysteel, 优财研究院

(2) 外需

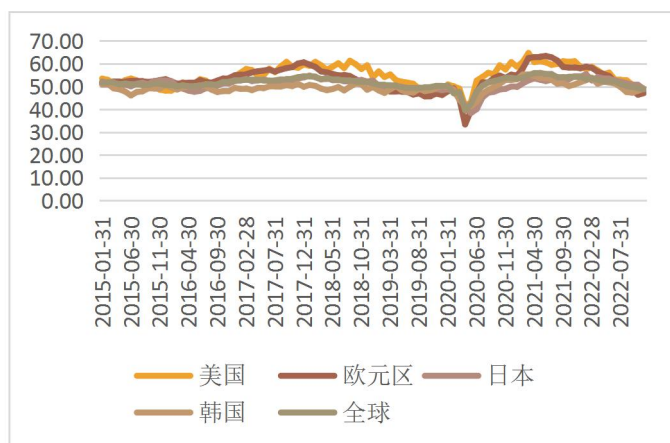
今年 1-10 月份海外累计生铁产量 3.5 亿吨, 同比减少 8.5%; 全年受到高通胀下超预期加息以及俄乌战争的制约, 生铁产量从一季度末开始便持续下滑; 后续来看, 海外主要经济体 PMI 高位回落至荣枯线以下; 同时美国核心通胀高位筑顶, 2023 年联储主要目标仍是控通胀, 政策恐难大幅转向; 而欧元区通胀爆表且深陷战争泥潭, 滞胀格局难解; OECD 领先指数持续下滑, 经济增长动力不足, 粗钢消费仍偏悲观。

图 2.23: 全球除中国生铁产量 (万吨)



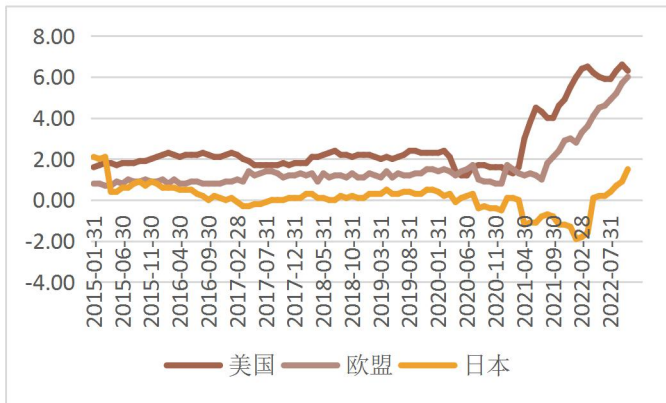
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.24: 海外主要经济体 PMI (%)



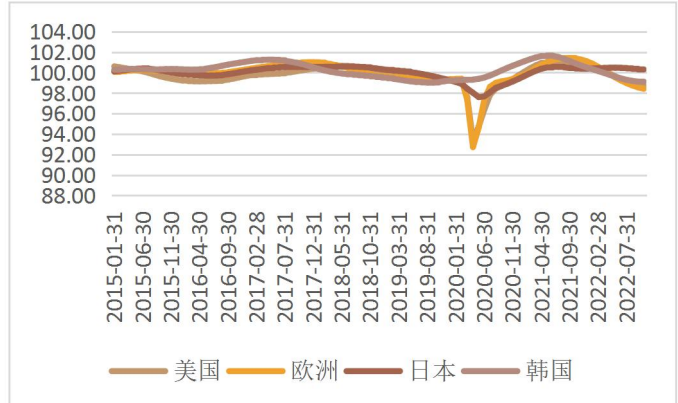
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.25: 海外主要经济体核心 CPI (%)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.26: OECD 海外主要经济体领先指数

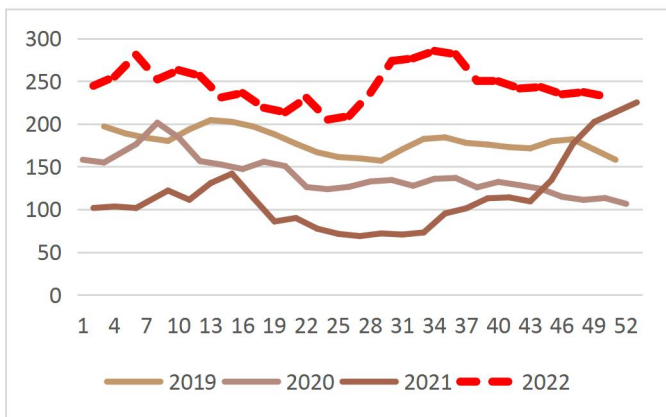


资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

3. 库存端

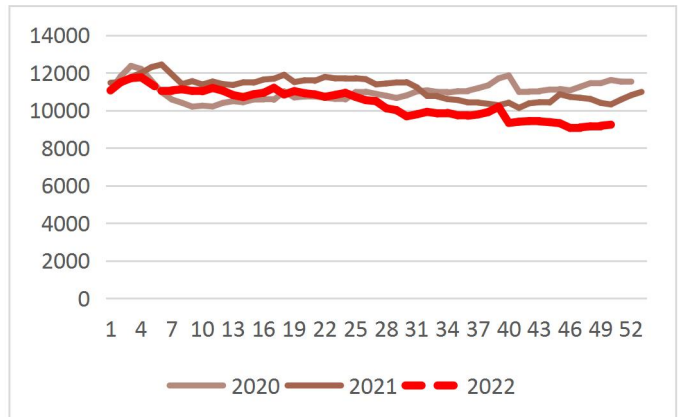
国产矿方面, 最新数据显示, 铁精粉库存 232.42 万吨, 同比增加 8.67; 进口矿方面, 最新数据显示, 钢厂库存 9239.22 万吨, 同比减少 12.63%, 港口库存 1.34 亿吨, 同比减少 14.64%; 厂库来看, 全年持续去化, 一二季度变动不大, 整体持平; 三季度随着铁矿价格大幅走弱, 产业链悲观情绪笼罩, 钢厂大幅减产, 观望氛围浓厚, 按需采购、消耗已有库存为主; 进入四季度, 疫情逐步优化至全面放开, 房地产刺激政策不断出台, 消费预期好转, 库存低位企稳; 综合受到钢厂低利润以及终端萎靡的制约; 港存来看, 全年良性下降, 一二季度在铁矿价格走强以及到港回落的背景下, 港口去库明显; 三季度价格尚在探底, 钢厂维持刚需, 被动累库; 进入四季度, 乐观情绪升温, 钢厂小幅补库, 港口成交好转, 但淡季下钢厂亏损、需求不足等依然形成压制; 后续库存变动依然取决于钢厂需求以及利润情况, 前文中提到 2023 年预计粗钢消费将有小幅回升, 则钢厂在目前的低库存下将有很大的补库动力, 而港口库存则维持平稳。

图 2.27: 国产铁精粉库存 (吨)



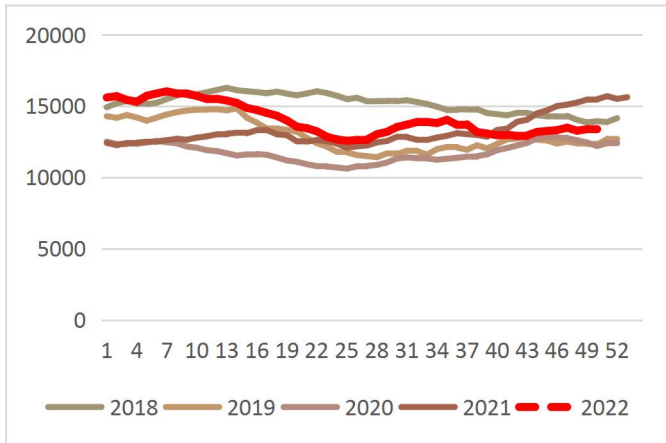
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.28: 进口矿钢厂库存 (万吨)



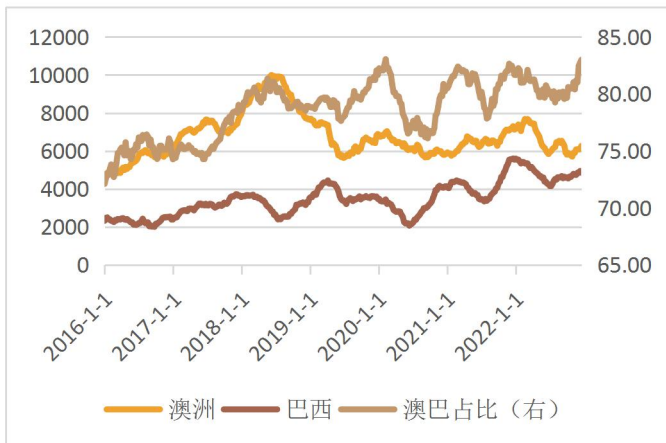
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.29: 进口矿港口库存 (万吨)



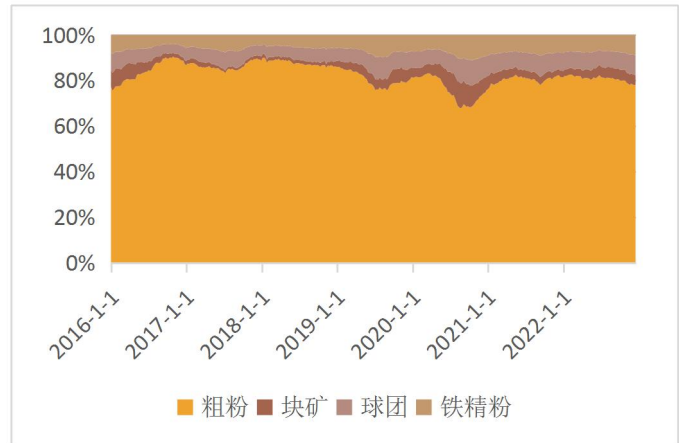
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.31: 港口澳巴库存 (万吨, %)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.30: 进口矿港口库存分品种占比 (%)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.32: 港口贸易矿库存 (万吨, %)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

（三）综合研判

宏观面，国内来看，疫情放开之后经济活动将步入正轨，明年续聚焦于稳增长和扩内需战略，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基建和制造业将是重要抓手，同时房地产预期回暖形成有效拉动；国外来看，美国核心通胀高位筑顶，明年主要目标仍是控通胀，政策恐难大幅转向；而欧元区通胀爆表且深陷战争泥潭，滞涨格局难解，流动性持续收缩。

产业面，供需呈现宽松格局，供应端主流矿新增产能释放，增长可观，对冲掉非主流矿方面的减量，国产矿政策红利下将平稳运行；需求端内需在经济和消费复苏预期下将有阶段性带动，其中房地产将贡献边际量，但“双碳”目标形成顶部压力，外需经济增长动力下滑，乏善可陈。

综合看，2023 年预计供给增量约 2200 万吨，需求减量约 3000 万吨，过剩约 5200 万吨；预计铁矿主力全年将延续“N”形走势，宽幅震荡格局难改；本轮补库需求和宏观刺激下的反弹预计将在二季度退潮，届时盘面高度或在 950-1033 元/吨左右，可考虑布局空单；同时螺矿比估值优势将显现，可多螺矿比值；而进入三季度，将基于全年经济的改善和旺季预期，在非主流矿成本线 70-80 美金/吨，折合盘面 550 元/吨附近可布局多单。

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，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。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>