

钢材：需求无近忧，远期或承压

核心观点

财信期货

投资咨询业务资格：

湘证监机构字【2017】33号

廖康庆

投资咨询证号：Z0001195

供应：2021年粗钢产能仍有接近4000万吨增量。近年来产量表现出来的特征主要有：弹性较大、利润与产量走势相关度有所下滑、自主调节能力强。后续重点关注政策端是否带来钢材有效减量。

需求端

地产：“三条红线”对地产开发商现金流要求更高，对于2021年，一方面，上半年新开工有望对受疫情影响导致的负增长有所修复，另一方面，2019、2020年拿地面积维持负增长，在新开工维持较高水平（2019年），或新开工下降幅度低于土地购置面积下降幅度（2020年）前提下，3-6个月后新开工面积有走弱预期。全年新开工或表现为前高后低，全年新开工累计同比或在【-1%,1%】运行，对应地产用钢需求先强后弱。

基建：2020年基建投资增速不及预期，2021年新增专项债额度有望下降5000亿，但在稳增长和地方财政支出压力较大的背景下，专项债依然是2021年积极财政政策的重要着力点。预计2021年基建投资整体维持稳定，增速或维持在3%。

制造业：全球经济复苏，叠加政策导向、资金倾斜，工业企业利润表现较好下制造业投资有望表现抢眼，全年制造业投资增速或维持在【8%，10%】。

结论：2021年全年用钢需求仍有望维持2%-3%增长，在供应弹性较大背景下，供需错配机会较2020年明显减少，预计全年钢价维持前高后低，波动相比2020年要小，上海螺纹钢现货主要运行区间参考【3800，4700】，对应盘面主要运行区间参考【3700，4600】。从时间节点来看，信用宽松维持叠加用钢需求仍有望维持高位，上半年仍以逢低做多为主，下半年主要以对冲为主，套利上重点关注多卷空螺交易机会。

策略：春节后RB2105合约上维持逢低做多，入场区间【3800，4100】。套利：多卷2110合约空螺2110合约，入场区间参考【0，50】，目标150以上。

风险点/关注点：海外经济复苏不及预期，信用周期

一、行情回顾

若以日度行情来看，螺纹钢 2020 年维持震荡偏强走势；若以周度级别行情来看，则 1-9 月，螺纹钢盘面价格指数维持区间震荡，大部分时间段价格处于【3200,3600】，10 月底以来，价格维持上涨态势。全年来看，螺纹钢价格指数由 3561 元/吨上涨至 2020 年底的 4367 元/吨，涨幅高达 22.63%，对标盘面，上海螺纹钢现货价格由去年年底的 3730 元/吨涨至 2020 年底的 4480 元/吨，涨幅达 20.1%，从现货与期货涨幅来看，不同于铁矿现货涨幅大于盘面，螺纹盘面涨幅相对更大，也即意味着现实驱动力度较铁矿要弱，更多在于预期及成本支撑。

分时段来看，2 月初，正是国内疫情爆发时，叠加春节期间受疫情影响，海外大宗商品集体下挫，严重影响市场情绪，年后开盘以大跌开局。此后，随着利空情绪有所消散，叠加国内当日新增感染人数逐步下滑，稳经济预期成为彼时主流逻辑。

3 月份，美国疫情逐步加重，中下旬时，每日新增感染人数过万，大宗商品出现恐慌性的下挫，螺纹亦跟随。

4 月，随着国内复工复产的逐步恢复，下游需求开始释放，叠加彼时国内疫情已防控得当，在国内需求超预期与海外疫情扩散博弈下，价格维持震荡上涨，波动加大。

6 月，需求逐步进入淡季，且螺纹钢表需下降幅度较大，盘面震荡偏弱。

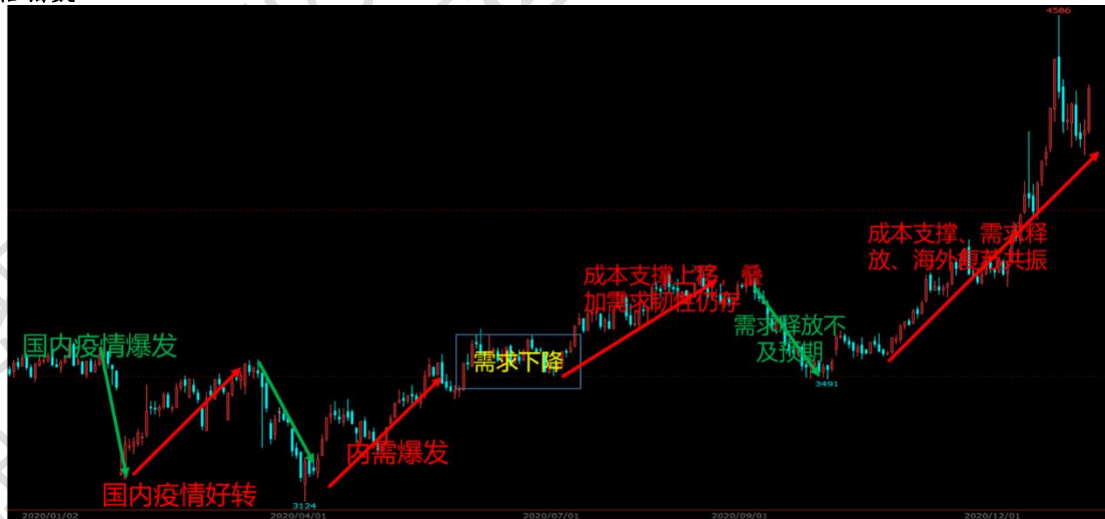
7 月，需求韧性仍存，叠加铁矿结构性矛盾凸显、焦炭去产能，成本支撑叠加需求韧性较强下价格维持上涨。

9 月，下游建材需求释放不及预期，高库存下盘面有所承压。

10 月，需求逐步释放，成本支撑仍强，黑色板块维持震荡偏强。

11 月以来，海外经济复苏（海外钢材价格同步大幅上涨），需求维持高水平，成本支撑下，黑色板块维持正反馈，集体大幅上涨。

图 1：螺纹钢价格指数



资料来源：文华财经，财信期货

纵观螺纹钢 2020 年走势，不难发现，受疫情影响，出现阶段性供需错配，比如 4 月以后的赶工（事实上，疫情影响施工天数多达一个月以上，也即意味着若想完成年度目标任务，后续月份必然会赶工），这是上半年需求持续维持高水平的主因所在；下半年，受雨水天气影响，需求释放不及预期，叠加专项债资金到位有所滞后，十月以后建材需求才爆发，这两个时间段可以说是存在比较明显的供需错配。展望 2021 年，疫情对国内生产生活影响相对较小，供需错配机会相对 2020 年会更少，行情或许更多体现在预期差上。

二、供应端：弹性加大，置换产能仍有一定增量

1、产能置换：置换比例收紧，实际产能仍有一定增量

近期工信部针对钢铁行业的一系列举措，明确未来一段时间钢铁行业发展方向：大幅收紧产能置换比例、压减粗钢产量、提高钢铁企业产业集中度、提高电炉钢占比等。

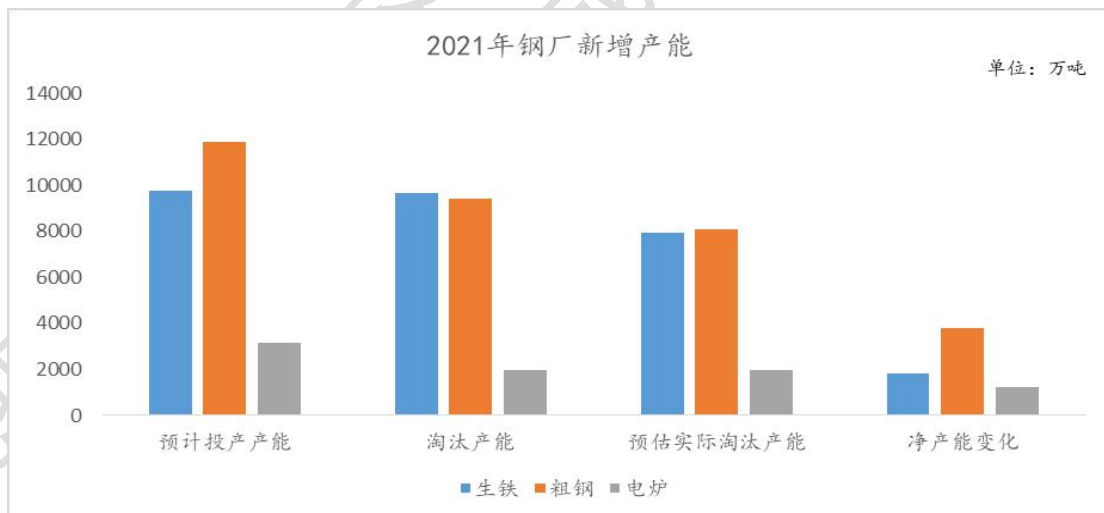
12月16日，工信部发布《钢铁行业产能置换实施办法(征求意见稿)》。与2018年版产能置换范围为环境敏感区域(京津冀、长三角、珠三角等)相比，这次征求意见稿所称的大气污染防治重点区域是指京津冀、长三角、珠三角、汾渭平原等地区以及其他“2+26”大气通道城市，产能置换范围再次扩大。征求意见稿还特别强调：大气污染防治重点区域严禁增加钢铁产能总量。未完成钢铁产能总量控制目标的省(区、市)，不得接受其他地区出让的钢铁产能。

12月29日，工信部部长肖亚庆在举行的2021年全国工业和信息化工作会议上说，要围绕碳达峰、碳中和目标节点，实施工业低碳行动和绿色制造工程。钢铁行业作为能源消耗高密集型行业，要坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。

12月31日，工信部就《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见(征求意见稿)》公开征求意见，至2021年1月31日止。征求意见稿在产业结构方面提出目标：到2025年产业布局更加合理，产业集聚化发展水平明显提升。打造若干家世界超大型钢铁企业集团以及专业化一流企业，力争前5位钢铁企业产业集中度达到40%，前10位钢铁企业产业集中度达到60%；电炉钢产量占粗钢总产量比例提升至15%以上，力争达到20%；废钢比达到30%。

压减产量将是未来采取的动作，但按各地公布的产能置换方案来看，2021年钢铁产能仍有一定增量。其中，纯电炉项目预计达3000万吨左右，粗钢净产能增量在3800万吨左右。

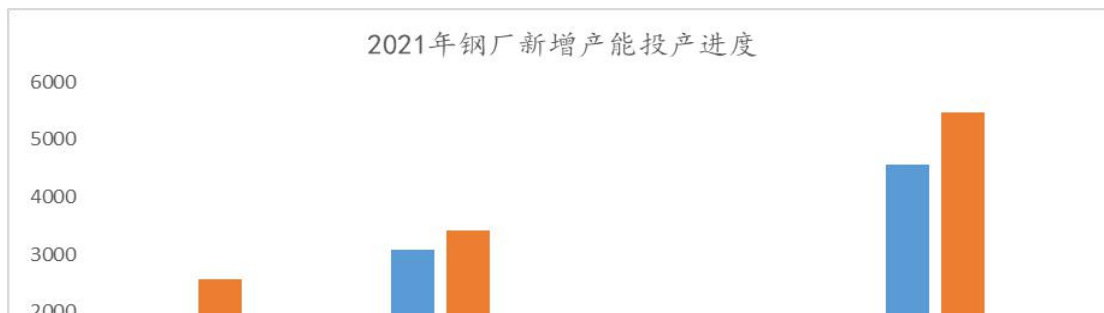
图2：新增产能



资料来源：根据产能置换公式文件、公开新闻及资料整理，财信期货

除原定2021年置换项目外，受疫情影响，大量的产能置换项目有所延误，这些项目将推迟至2021年进行置换，预计2021年上半年产能置换较为集中。从投产进度来看，2021年一、二、四季度置换产能投产相对较大，三季度置换产能投产相对较小。按照产能置换方案计算，2021年投产的生铁略高于淘汰产能，粗钢产能由于纯电炉项目较多，新增明显高于淘汰产能，预计实际的生铁产能增量在2000万吨左右，粗钢产能增量在4000万吨左右。

图3：新增产能投产进度

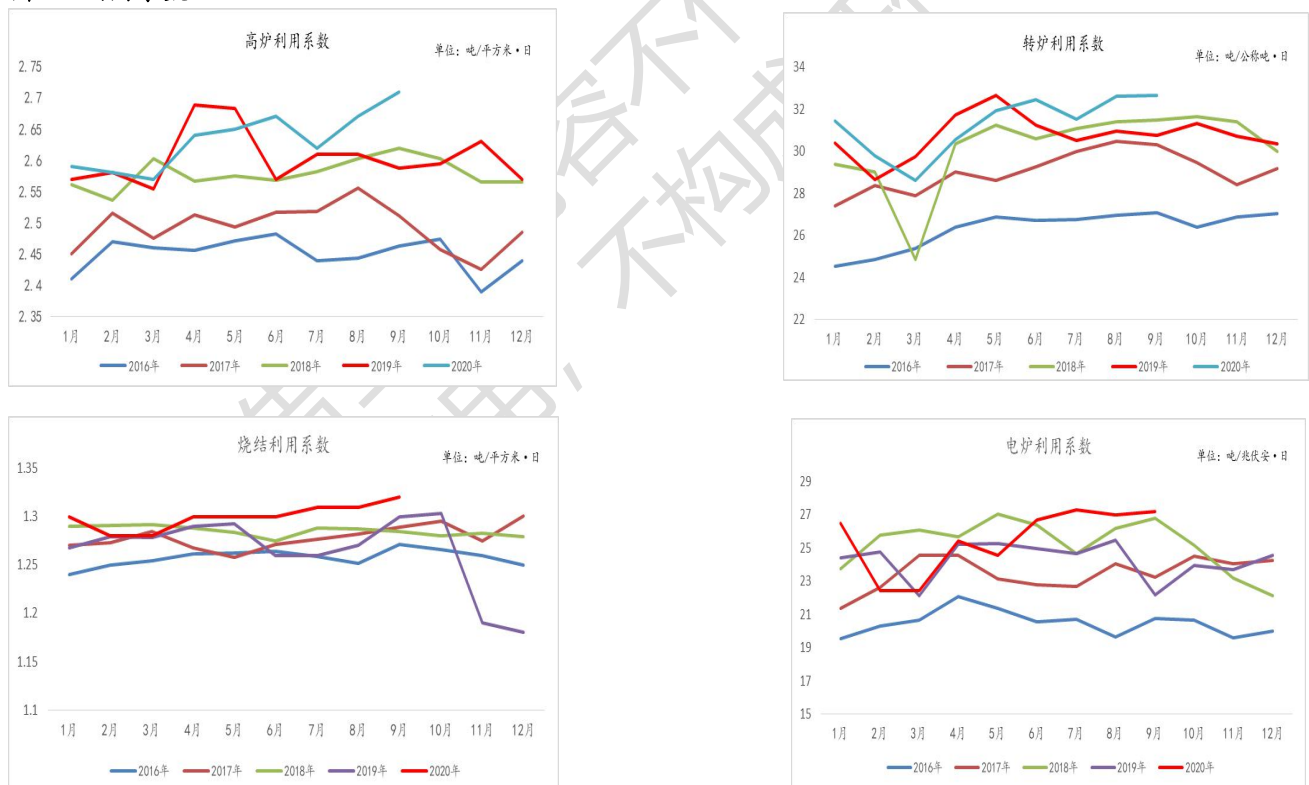


资料来源：根据产能置换公式文件、公开新闻及资料整理，财信期货

2、利用系数：普遍提升

产能不等于产量，减量置换不等于产能下降。从中钢协统计的高炉、转炉、烧结、电炉利用系数来看，不难看出，随着科技的发展，各类利用系数有着明显的提升。据测算，高炉利用系数同比提升 1.15 个百分点，转炉利用系数同比提升 1.81 个百分点。

图 4：利用系数



资料来源：中钢协、Mysteel，财信期货

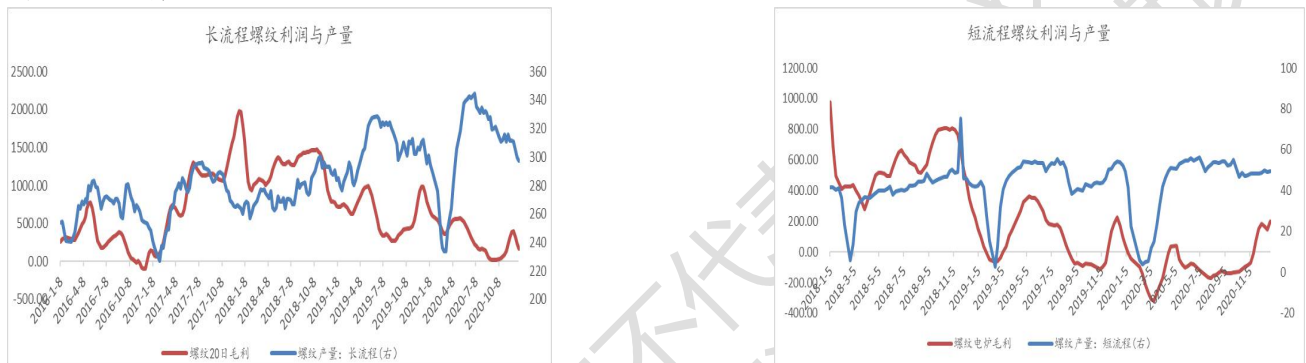
3、供给：弹性大，自主调节能力强

一般来说，产量与利润呈正相关，但在实际生产中，长短流程二者面临情况不一样。长流程方面，设备关停一次周期相对较长，无特殊情况下钢厂主动停产检修情况较少。相比之下，独立电弧炉开停更方便，利润驱动下钢厂满负荷生产情况较多。从 Mysteel 调研数值来看，18 年 10 月以前，长流程钢厂螺纹生产利

利润与产量正相关很显著，相关度达 0.5，18 年 10 月至今，利润与产量有所背离，这与在此期间受环保因素及利润大起大落等有关，相比之下，排除春节及疫情等因素，短流程钢厂生产利润与产量在大部分时间段内维持正相关。

从长、短流程螺纹钢产量绝对数值来看，近年来表现出较大的波动性。以 Mysteel 螺纹钢周度产量为例，2020 年长流程螺纹钢周度产量极值（最大与最小）相差 47 万吨（取全面复工复产后数值），极值与最大值比值达到 13.74%；短流程螺纹钢周度产量极值相差 9.35 万吨，极值与最大值比值达到 16.58%。考虑到一般情况下短流程的生产成本要高于长流程生产成本，当钢厂利润被蚕食时，短流程钢厂率先减产，这也是很大部分时段价格运行在长流程生产成本与短流程峰电生产成本之间的原因所在。

图 5：利润与产量



资料来源：Mysteel，财信期货

图 6：卷螺周度产量



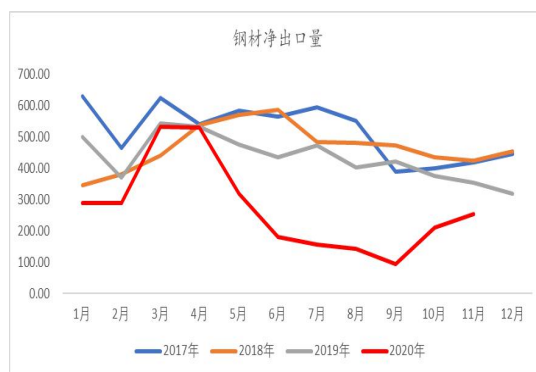
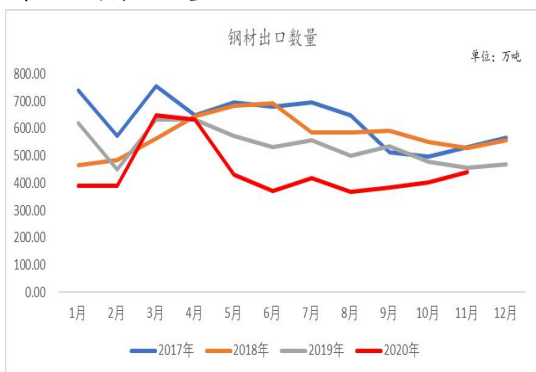
资料来源：Mysteel，财信期货

除长、短流程钢厂自主调节产量外，铁水转移也是钢厂调节产量的主要手段一直。从上图不难发现，2019 年的 4 月-5 月，2020 年 6 月-9 月，卷螺产量呈现反向运动，这主要取决于利润在哪个品种上相对更佳。

4、进出口

受疫情影响，2020 年我国钢材出口同比降幅或达 17%，钢材净出口量（出口量-进口量）同比下降幅度或达 37.43%。若疫情对生产生活影响不大，海外经济持续恢复，2021 年钢材净出口量回升至 2019 年水平，则 2021 年钢材净出口量同比增幅将达到 59.77%。

图 7：钢材出口量



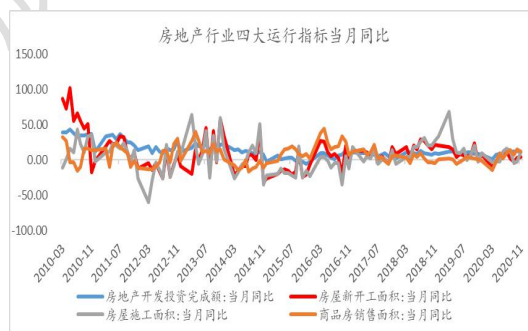
资料来源：海关总署，Mysteel，财信期货

三、需求端

1、地产：短期韧性仍存，远期新开工有走弱预期

从房地产行业四大运行指标来看，2020年1-11月除施工面积有所波动外，地产投资、新开工面积与销售面积维持回升势头。从单月同比来看，据国家统计局已公布数据，2020年11月，地产投资、施工面积与销售面积单月同比都维持10%以上的水平，新开工面积当月同比连续两月维持在3.5%以上，整个行业维持向好态势。

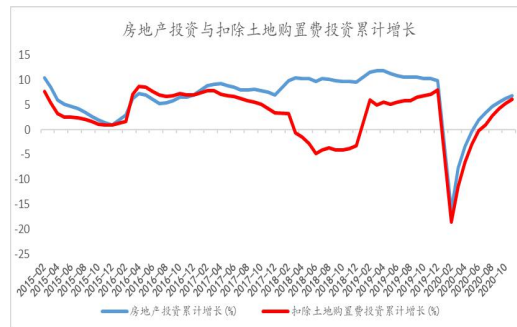
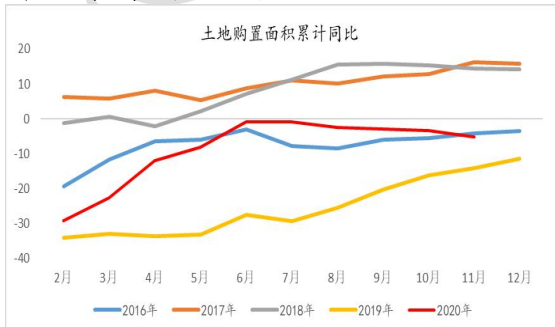
图 8：房地产行业四大运行指标



资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

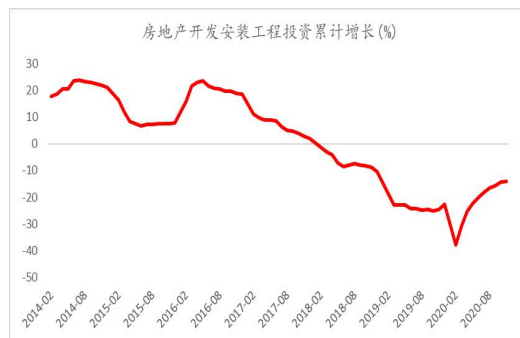
房地产行业是个重资产行业，也是一个高周转行业。从地产开发各个节点来看，不难看出，2020年土地购置面积维持负增长；建筑工程投资与地产投资走势高度相关，维持回升态势；安装工程仍处于负增长。从各个节点上地产开发投资所处状态不难看出，施工面积相对较大，考虑到安装工程投资仍未回升至正值，意味着竣工面积仍未起来，这与上述房地产行业四大运行指标所显示的相匹配。

图 9：房地产开发进度



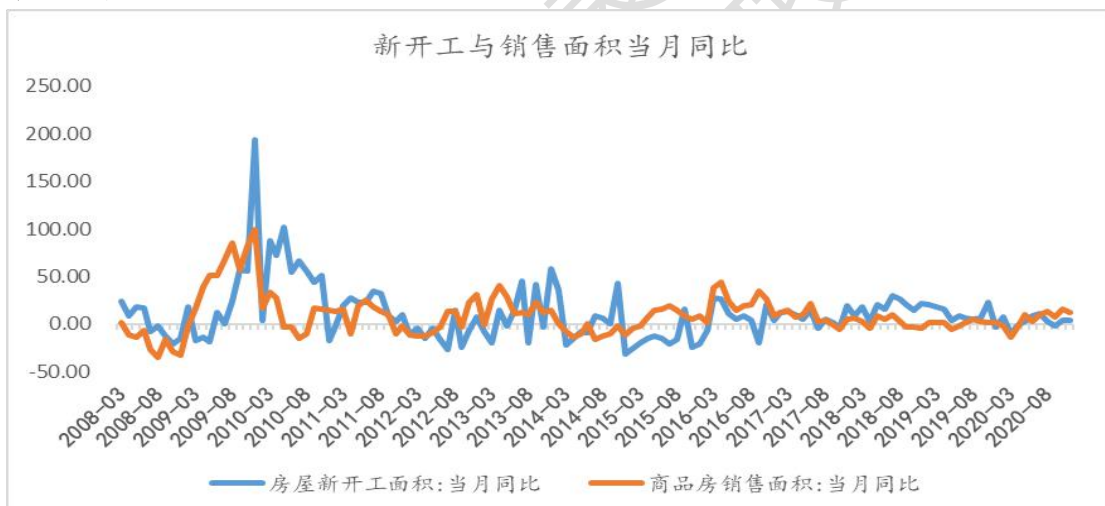


资料来源：国家统计局，Wind，财信期货



房地产开发投资里新开工面积与用钢需求高度相关。在房地产融资受限，受“三条红线”指引下，房地产开发企业仍将维持高速周转模式：地产销售（资金）-拿地-新开工-预售，可以说若地产销售一旦不利，后续会出现一连串负反馈。据测算，2008年以来，新开工与销售面积相关性为0.39，可以说地产销售也是影响新开工波动指标之一。

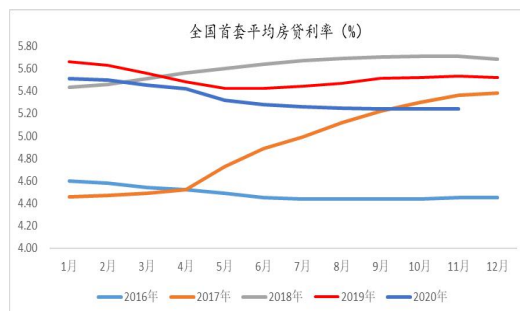
图 10：商品房销售面积与新开工

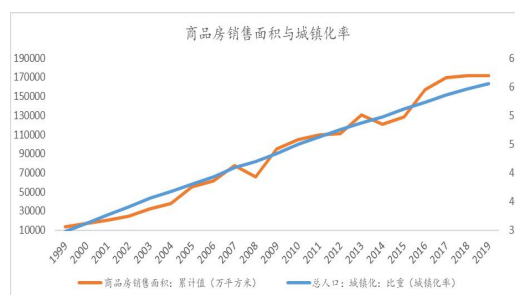
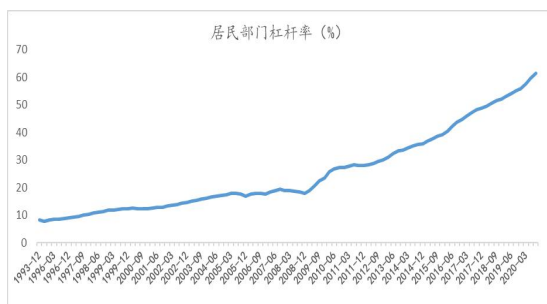


资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

2020 年受疫情影响，全球都处在资金较为宽松环境里。据统计，截止 11 月底，全国首套平均房贷利率为 5.24%，较 2020 年初的 5.51% 下降 4.9 个百分点。除房贷利率有所下降，利多购房外，居民收入增速维持正增长，截止 9 月底，城镇居民人均可支配收入增速为 2.8%，低于新房价格 4.5% 的增速，若时间延伸至 11 月底，据测算，城镇居民人均可支配收入增速或可达到 3.7%，而 11 月底新房价格增速水平为 4%，收入增速仍低于房价增速，这对于居民购房有所不利。

图 11：居民收入增速与房贷利率





资料来源：国家统计局，国家资产负债表研究中心，Wind，财信期货

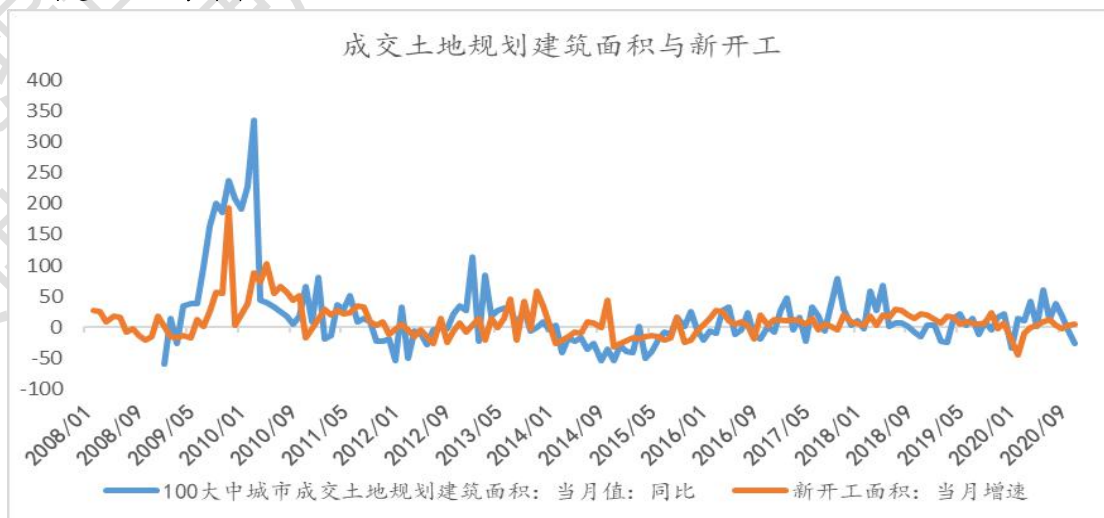
换位思考，疫情对国内经济影响已较弱，意味着货币最宽松时间已过去，对应房贷利率进一步走弱的空间可以说很小。事实上，房贷利率有上升及居民收入水平不及房价增速外，我国居民部门杠杆率持续维持上涨，这对于加大杠杆去购房是有所不利的。当然，从大角度来看，我国城镇化率仍有较大的增长空间，从商品房销售面积与城镇化率二者走势不难看出，商品房销售面积拐点仍未到来。

总的来看，2021 年地产销售仍有望维持正增长，不宜高看，但也无需悲观，增速或维持在 2% 上下。

2019 年地产商拿地面积同比下降 11.4%，2020 年土地购置面积或下降 5%，考虑到 2019 年新开工面积维持 8.5% 的高增长，2020 年新开工面积或维持 1.5% 的下降幅度（下降幅度较土地购置面积下降幅度要小），预计 2019-2020 年土地储备面积有明显的下降，这为后续地产开发商土储埋下伏笔。

数据显示，成交土地规划建筑面积与新开工面积相关性较销售面积与新开工相关性要更高。据测算，2009 年以来，100 大中城市成交土地规划建筑面积与新开工面积相关性为 0.5 左右，可以说拿地面积也是新开工波动指标之一。

图 12：成交土地规划建筑面积与新开工



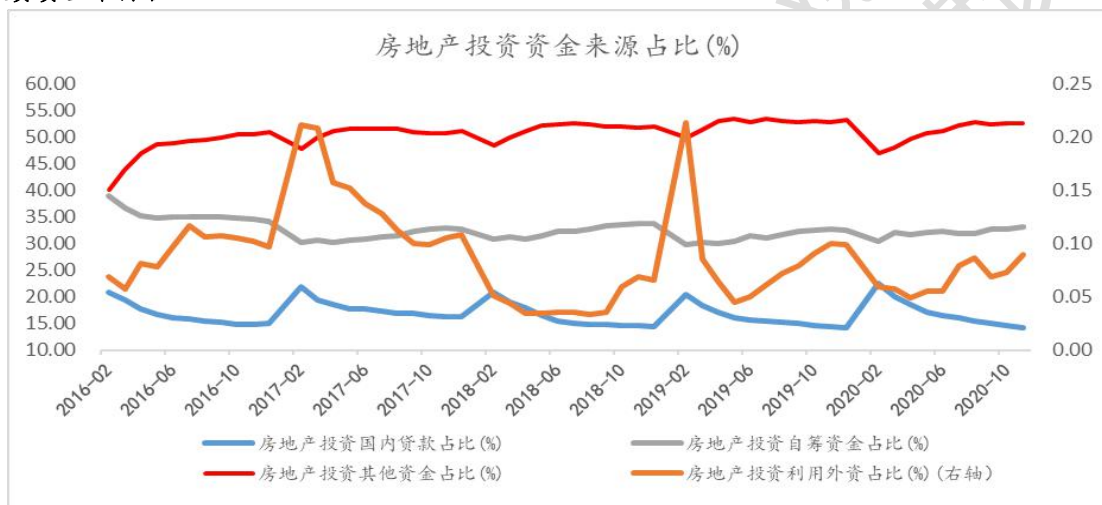
资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

一般来说，当房价维持上升，销售维持尚好，土地储备消耗下，地产商有动力去多拿地。自 16 年提出

降杠杆以来，房地产行业融资逐步受限，2021年1月1日正式实施“三条红线”，这对于房地产开发商现金流有更高的要求，也即意味着销售端回笼的资金有部分需变成现金来改善公司的资产负债表。在此前提下，地产开发商拿地相对比较谨慎，一方面在于融资受限下，大部分房地产开发商不满足“三条红线”硬性规定（截止2019年，房企负债率高达80%），另一方面，也在于房价增速处于回落状态，开发商动力有所减弱。

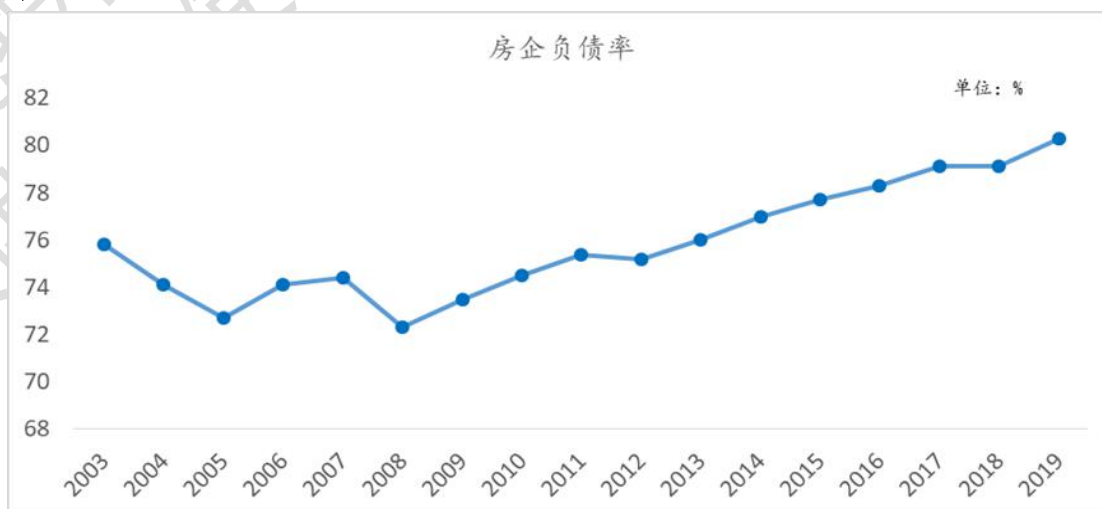
对于融资收紧，从房地产投资资金来源可观一二。数据显示，2020年以来，房地产投资国内贷款占比逐步下降，而自筹资金稳步回升，占地产投资最大头的预售款及按揭贷款等其他资金维持稳中有升。另一方面，信托资金投向房地产自2019年6月以来维持下降态势。

图 13：房地产投资资金来源占比



资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

图 14：房企负债率



资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

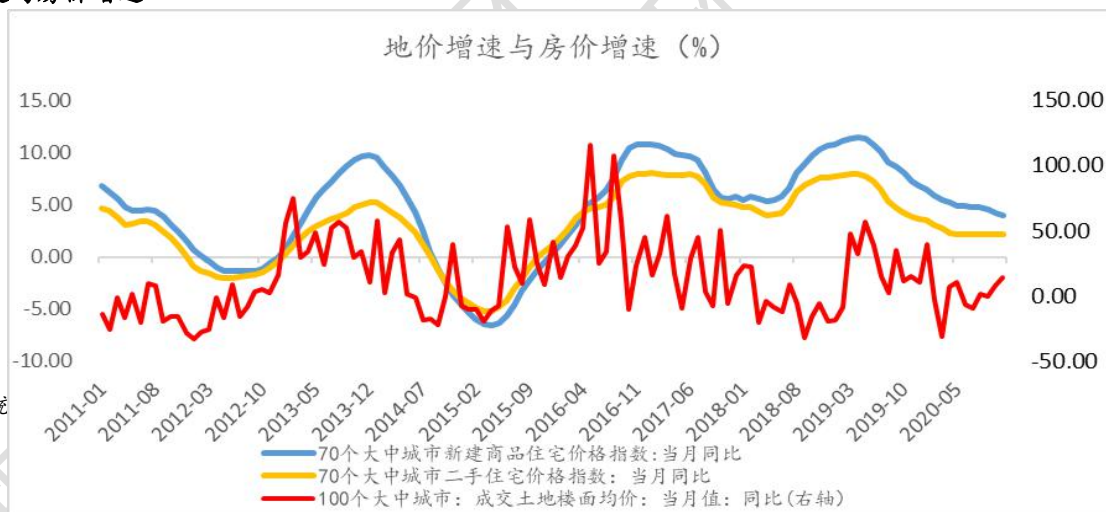
图 15：信托资金投向房地产



资料来源：中国信托业协会，Wind，财信期货

总的来看，地产商开发资金或进一步趋紧，地价增速较房价增速更快，地产商拿地较为谨慎，但土地储备持续消耗下，房地产开发商也存在补库需求，考虑到低基数效应，预计2021年土地购置面积或维持下降态势，但降幅有望有所收窄。

图 16：地价增速与房价增速



资料来源：国家统计局

一般来说，新房销售增速与房价增速相关性为 0.5，事实上，2020 年又受疫情影响，新房销售增速有所下降，右轴从 2019 年底，新房销售增速 0.0。

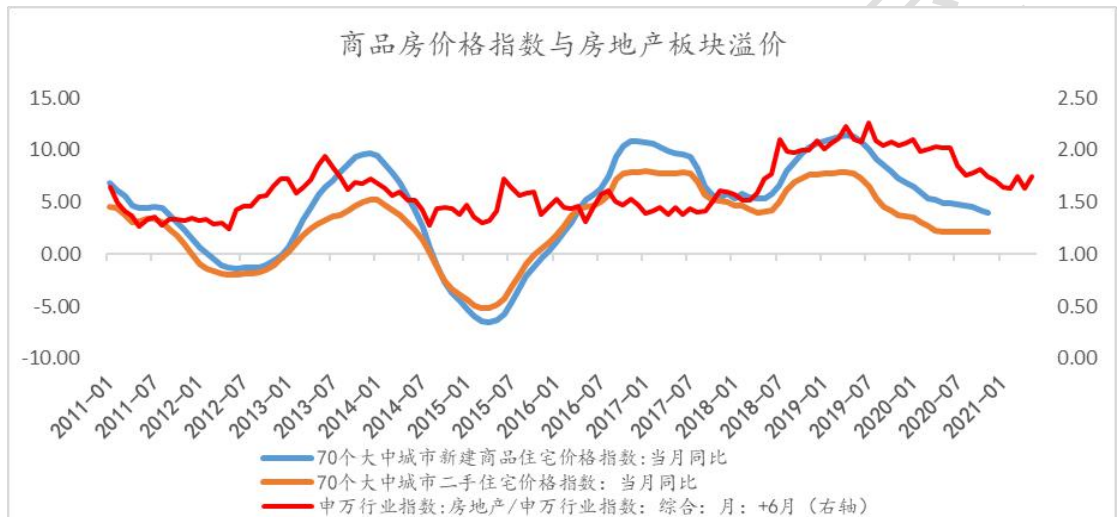
图 17：新开工增速与房价增速



资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

从影响新开工因素来看，趋势指标房价增速，仍有放缓预期（二手房与新房增速有回归效应，在一定程度上牵引着新房价格增速；房地产板块溢价维持小幅波动，对于商品房价格指数预期较弱）；从波动指标来看，房企利润仍有放缓预期（2020年低价增速大于房价增速），此外，地产销售与拿地面积都负反馈于新开工。综合来看，2021年新开工有望对2020年的负增长有所修复，但拿地及融资受限都利空于远月新开工，全年增速或维持在[-1%，1%]区间。

图 18：房价指数与房地产板块溢价



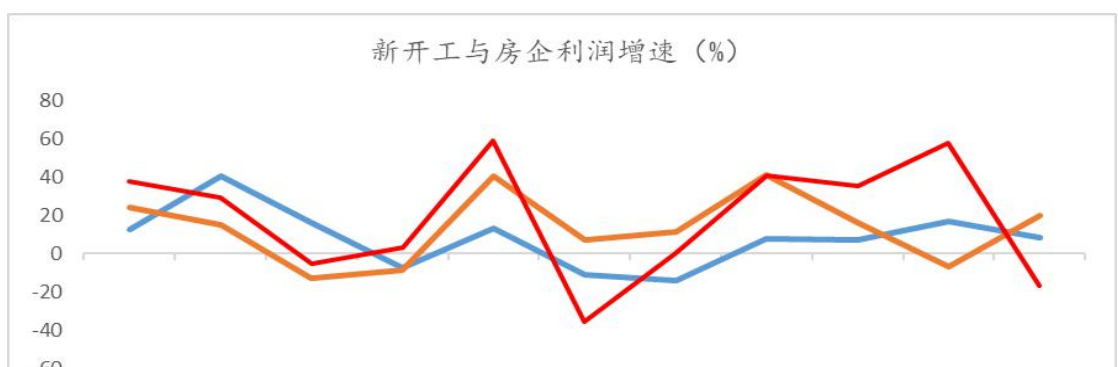
资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

图 19：二手房与新房价差与房价增速



资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

图 20：新开工与房企利润增速



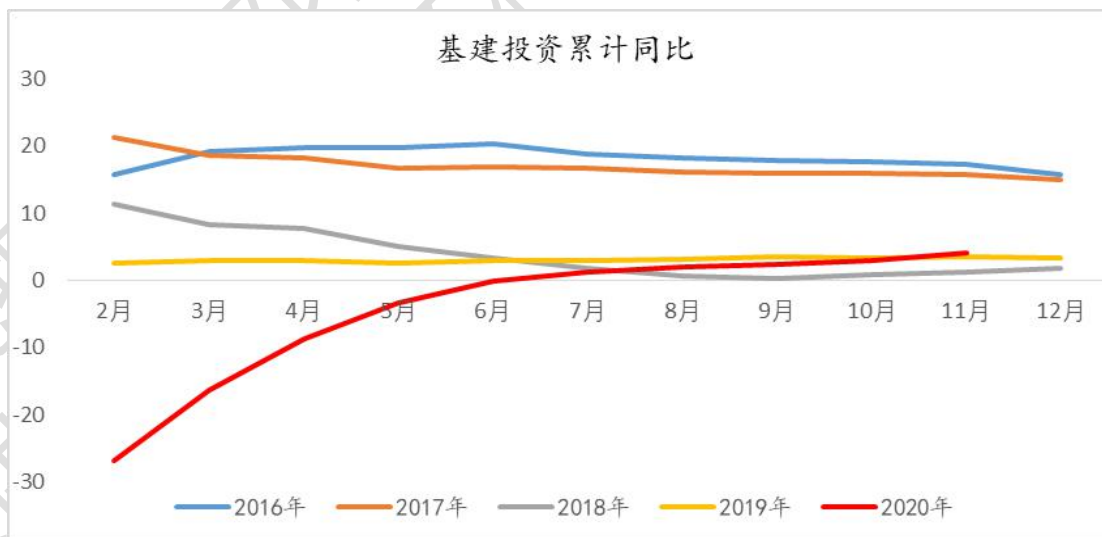
资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

总的来看，“三条红线”对地产开发商现金流要求更高，对于2021年，一方面，新开工有望对2020年受疫情影响导致的负增长将有所修复，另一方面，2019、2020年拿地面积维持负增长，在新开工维持较高水平（2019年），或新开工下降幅度低于土地购置面积下降幅度（2020年）前提下，3-6个月后新开工面积有望有所承压。全年新开工或表现为前高后低走势，对应地产用钢需求强弱。

2、基建：维持平稳

2020年1-11月基础设施建设投资累计同比+4.02%，若不考虑电力投资，则基建投资增速下降为1%，事实上，电力投资增速在基建投资分项里仅次于水的生产和供应业投资。可以所2020年基建投资增速是不及预期的，这与地方政府财政压力较大有关（地方政府仍有隐性债务）。

图 21：基建投资



资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

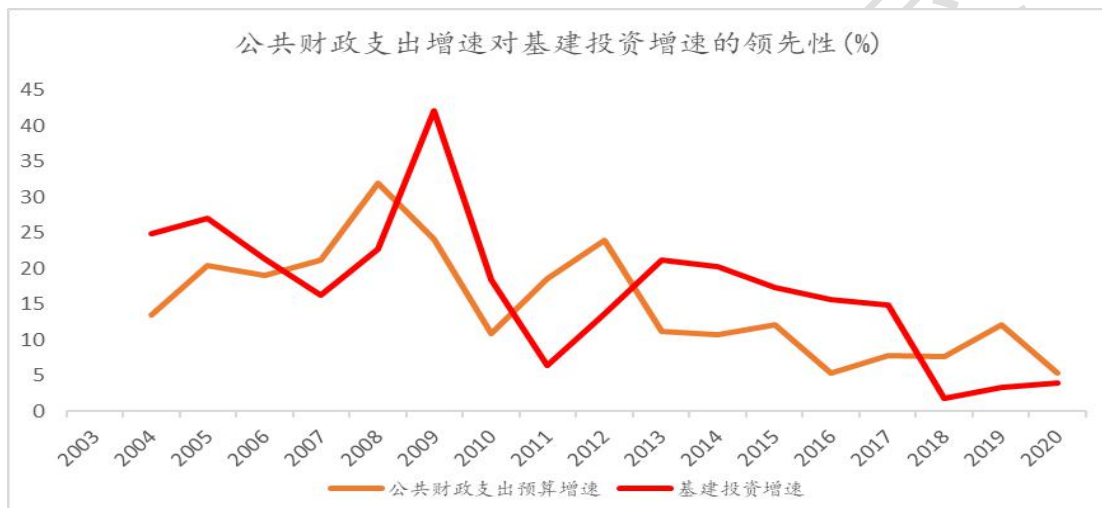
2020年受疫情影响，基建投资被寄予厚望，年初市场预期其增速将回升至8%以上，看10%以上增速也大有人在。展望2021年，基建投资或保持平稳运行。一方面，2021年新增专项债额度较2020年的3.75万亿有明显下降，据专业人士建议，在稳增长和地方财政支出压力较大的背景下，专项债依然是2021年积极财政政策的重要着力点，2021年新增专项债额度宜在3.2万亿左右，若是如此，则新增专项债额度环比下降5500亿。另一方面，2021年一万亿特别国债应不会再有，从2020年一万亿特别国债投向来看，大部分仍投向于基础设施建设上，据知情人士透露，1万亿元抗疫特别国债资金中，投入基础设施建设和抗疫相关

支出资金规模为 7000 亿元。其中特别国债用于基建资金，可以全额做项目资本金。剩下的 3000 亿元则调入一般公共预算。可以初步估算投向基建投资预计占比在 50%-60%。综合上述，新增专项债额度下降及特别国债额度减量，投向基建投资资金减 1 万亿左右。当然，也要看到 2021 年随着经济的复苏，我国财政收入将有明显增加，投向基础设施比重仍有望维持相对平稳。

事实上，公共财政支出增速作为基建投资增速的领先指标，可以看到，2020 年公共财政支出预算增速是维持下降的，对应 2021 年基建投资增速不宜太过乐观，当然，作为“十四五”规划开局之年，2021 年基建投资仍不可低估。

整体来看，预计 2021 年基建投资增速或维持在 3% 左右，增速较 2020 年稍有下降。

图 22：公共财政支出与基建投资增速



资料来源：财政部，Wind，财信期货

3、制造业：由负转正，值得期待

从国家政策导向及资金投向来看，中长期制造业维持向好态势不变。一般来说，工业企业利润作为制造业投资的先行指标，2020 年虽受疫情影响，工业企业利润一度处于较大的下滑状态，随着复工复产的推进，工业企业利润维持回升态势。截至 2020 年 11 月，工业企业利润（3 月平均值）同比已处于 18 年 9 月以来最高值，伴随利润的回升，制造业投资也维持快速上升态势，在政策支持及宏观仍处偏宽松，叠加海外经济复苏大背景下，预期 2021 年制造业投资有望更进一步。

截至 2020 年 11 月，制造业投资累计同比下降 3.5%，全年预期下降 2.3% 左右。若无疫情情况下，2020 年、2021 年制造业投资年增速分别维持 3%、4%，则在历经疫情后，2021 年制造业投资理论增速有望达到 9.64%，预期制造业增速或维持在 [8%，10%]。

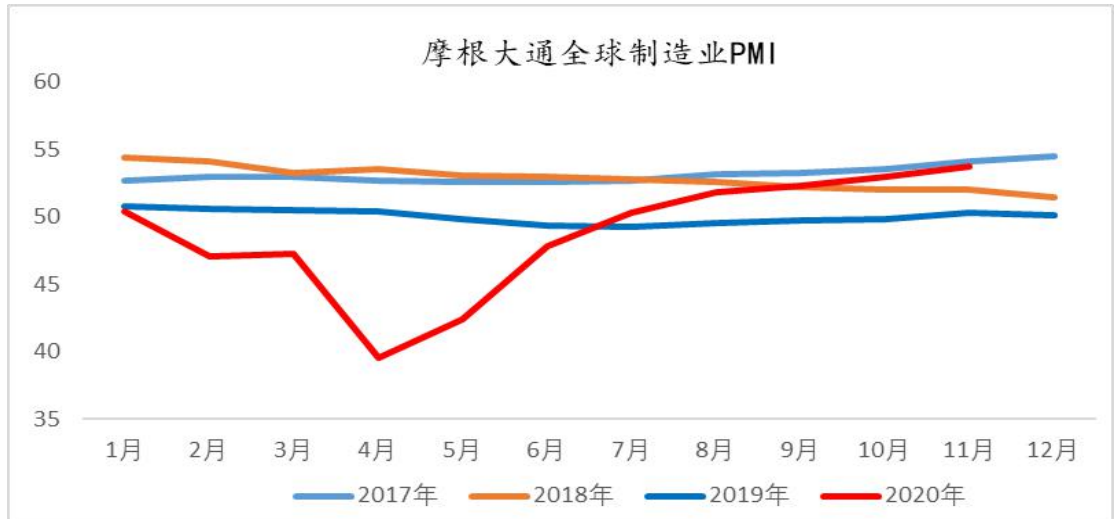
图 23：工业企业利润与制造业投资



资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

事实上，目前也正处于制造业最佳阶段。从摩根大通全球制造业 PMI 不难看出，自 2020 年 4 月触底以来，PMI 维持回升势头，截至 11 月底，PMI 值已连续 5 个月处于 50 以上，扩张态势较为明显，这与我国 PMI 分项新出口订单连续回升相匹配，预计 2021 年全球经济复苏大背景下，制造业有望表现抢眼。

图 24：全球制造业 PMI



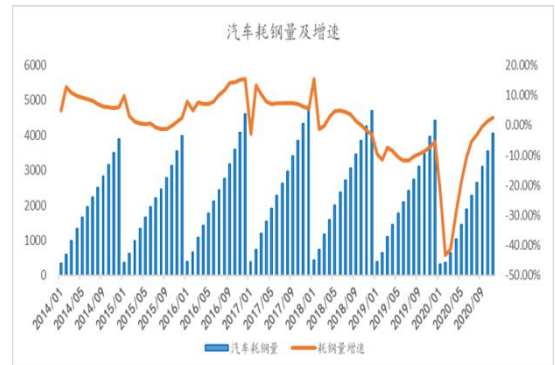
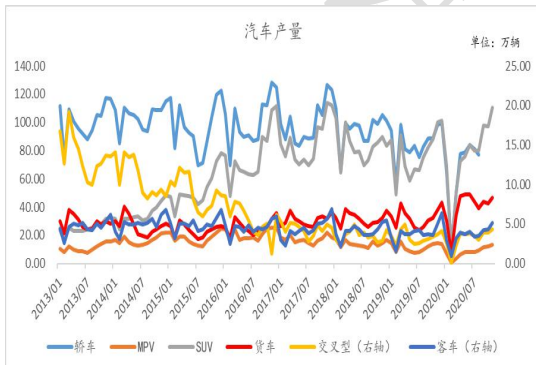
资料来源：Wind，财信期货

从制造业分项来看，汽车、家电表现亮眼，机械与船舶表现稍差，但整体维持回升态势。

(1)、汽车

粗略统计不同汽车类型（包括轿车、MPV、SUV、交叉型、客车、货车等），据不同类型汽车耗钢加权，截至 2020 年 11 月，汽车耗钢增速 2.5%。

图 25：各类车型产量及耗钢增速

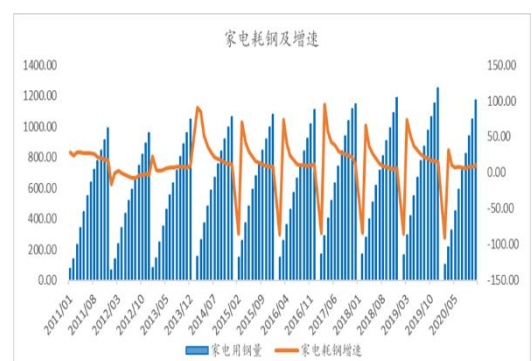
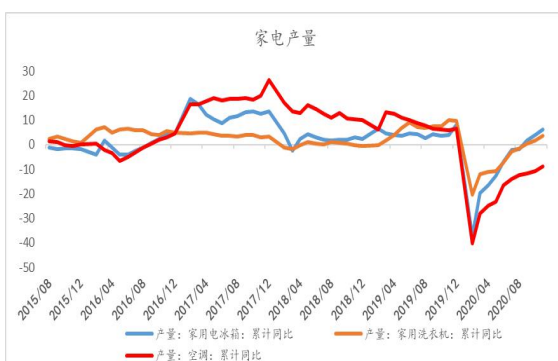


资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

(2)、家电

据不同家电耗钢测算，2020 年 1-11 月家电耗钢增速维持在 10.26%。

图 26：主要家电产量



资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

(2)、机械

机械方面，按分项来看，主要分为金属制品、通用设备、专用设备三大类，截至2020年11月，金属制品、通用设备、专用设备累计同比分别下降9.6%、10%、5.5%，2021年有望有所改善。

图 27：固定资产投资完成额：机械



(3)、船舶

2020年新承接船舶订单表现一般，2021年造船完工载重量仍有小幅下降预期。

图 28：新接船舶订单



资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

总的来看，2021年用钢需求仍有望维持2%-3%左右的正增长，增量主要体现在新开工修复下地产用钢需求仍有望维持高位，基建投资仍有望维持正增长，制造业用钢带来需求增长点，此外，海外经济复苏，钢材出口有望由负转正，也带来需求增量。

表 1：主要用钢板块增速

行业	2020年增速	2021年增速
地产（新开工）	-1.5%	[-1%,1%]
基建	4%	3%

资料来源：国家统计局，Wind，财信期货

四、结论

2021 年粗钢产能仍有 4000 万吨增量，按 90% 的产能利用率折算，则粗钢增量在 3600 万吨；需求端，地产短期用钢需求有望维持高位，土地购置面积持续维持下降叠加“三条红线”压力下，远月地产新开工有走弱预期；基建端，2021 年仍有望维持平稳运行，增速或略有下降；制造业，海外经济复苏叠加政策导向、资金倾斜，2021 年制造业投资增速有望达 8% 以上。

总的来看，2021 年全年用钢需求仍有望维持 2%-3% 增长，在供应弹性较大背景下，供需错配大机会较 2020 年明显减少，预计全年钢价维持前高后低，波动相比 2020 年明显要小，上海螺纹钢现货主要运行区间参考【3800, 4700】，对应盘面主要运行区间参考【3700, 4600】。从时间节点来看，信用宽松维持叠加用钢需求仍有望维持高位，上半年仍以逢低做多为主，下半年主要以对冲为主，套利上参考多卷空螺机会。

五、策略

单边：春节后 RB2105 合约上维持逢低做多，入场区间【3800, 4000】。套利：多卷 2110 合约空螺 2110 合约，入场区间参考【0, 50】，目标 150 以上。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格，作者具有中国期货业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信期货有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及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投资决策的惟一参考因素，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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信期货投资咨询部对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信期货投资咨询部

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议。