



官方微信



官方APP

2023年10月第3周核心策略推荐：

基本面稳步改善、政策面持续深化，风险资产整体指引依旧积极

上海 2023.10.15

张舒绮 金融衍生品品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0013114
杨帆 能源化工品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014114
魏莹 工业金属品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014895
刘启跃 经济作物品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0016224

联系方式：13761696907
期货从业资格证书编号：F3037345
联系方式：15919951825
期货从业资格证书编号：F3027216
联系方式：17717062790
期货从业资格证书编号：F3039424
联系方式：15659917780
期货从业资格证书编号：F3057626

核心摘要（1）：市场展望

□ 宏观分析要点：

□ 从最新9月相关指标看，国内经济修复信号持续增多：1. 当月出口数量增速转正。考虑美国耐用品消费、制造业均有环比改善迹象，叠加去年同期低基数状态，年内剩余各月其增速有望继续加快；2. 当月社融规模超预期、且连续2个月同比大增，主要由政府债券多增所贡献、亦是积极财政的体现。但企业端资金活化程度偏低、居民端存贷款增速差仍处高位，反映该两大主体的信心和预期依旧需时间恢复；3. 当月PPI值跌幅继续收窄。全球油价易涨难跌、国内经济企稳回暖，PPI增速有望继续改善，并逐步由上游向下游传导。上述数据进一步印证国内基本面探底回升的趋势、但亦反映内生复苏动能依然偏弱，国内政策面各项呵护措施仍大有必要。

□ 同时，目前扰动因素主要是美联储紧缩节奏：一是美国通胀居高难下、其经济韧性较强等，致其鹰派基调难改；二是过紧的货币环境将增加金融系统风险，亦将带来鸽派倾向。综合看，目前市场对其11月加息存在分歧，但其高利率“持续时间更长”则是共识，并对全球主要风险、避险资产均是潜在的压力或波动来源。

□ 总体而言，国内政策底、经济底陆续确认，对与海外市场关联度较小的风险资产整体指引依旧积极（即上行驱动相对明确、且抗扰动性较强），主要包括A股，黑色金属链、建材链、新能源产业链等大宗商品等。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (买入T2312卖出TL2312, 组合, 持有): 货币政策存在一定制约, 难以出现超预期宽松, 同时供给端以及机构行为扰动有所增强, 叠加目前债市仍处于偏高水平, 回调压力正在不断增强。但目前宽信用仍在传导过程中, 单边策略性价比不佳, 而曲线仍有陡峭空间, 跨品种价差可继续持有。

(2) 股指 (买入IF2312, 单边, 持有): 从最新主要指标看, 国内经济景气度稳步走强、且政策面仍将持续深化, 利于盈利端推涨动能的持续凸显; 从A股当前低估值水平看, 结合历史走势、统计规律, 其将以较高置信度提供高赔率和高胜率; 美债收益率高企的边际负面影响已有显著弱化、国内被动型基金则持续有较大规模流入, 资金面乐观信号将增强; 从收益率、稳健性、以及季节效应看, 当前沪深300指数依旧为最佳多头标的。

(3) 沪铝 (买入AL2311, 单边, 持有): 云南复产基本结束, 近期进口窗口虽然打开, 但铝进口绝对量有限, 供给制约难以打消。而需求端在地产及其后周期、汽车、光伏等刺激政策均有加码或延续, 存在潜在利多。沪铝在低估值加低库存结构下, 沪铝多头可继续持有。

(4) 碳酸锂 (买入LC2401, 单边, 增仓): 供需关系重回紧平衡, 行业成本支撑仍十分有效, 全产业链去库行为加速。主力合约持仓量仍处于高位, 空头持仓风险显著提升。当前做多性价比较好, 建议前多继续持有。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(5) 沪胶 (买入RU2401, 单边, 持有): 政策引导效力显著, 车市消费潜力得到激发, 轮胎开工随之回暖, 而天胶原料产出依然不时受到气候因素负面干扰, 港口库存加速去库, 供减需增驱动价格上行。

(6) 纯碱 (买入SA405, 单边, 离场并新增): 供应增长的利空基本明确。但国内宏观稳增长、经济基本面改善信号增多; 中观重碱需求稳步增长; 微观期货价格深度贴水现货, 且元月已低于当前氨碱成本, 对供应增长的利空反映较充分, 估值已至低位。纯碱下行驱动强, 但下行空间有限, 不如以空间换时间, 等待利空兑现后的估值修复机会。新单逢低布局纯碱05多单

(7) 甲醇 (买入MA401, 单边, 新增): 尽管国内产量屡创新高, 但当前需求旺盛, 各环节库存加速下降。四季度国内气头常规减产, 中东因局势紧张而面临生产和运输中断风险, 甲醇期货价格存在进一步上涨可能, 建议新多入场。

(8) PTA (卖出TA401, 单边, 新增): 供增需减, 库存将逐步累积, 驱动价格下行, 建议PTA持空头思路。

(9) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 持有): 市场预期转向使得焦煤期价出现回调, 期现市场有所背离, 但考虑到现实需求短期并无坍塌风险, 而低库存特征将放大冬储阶段性补库需求, 加之当前原煤产能释放仍受产地安全检查限制, 价格下方存在支撑。

期权策略:

(1) 棉花 (卖出CF401C18000, 持有): 棉花供应端随着进口配额发放、紧缺局面改善; 需求端上行驱动不足。当前棉花价格顶部格局较明显, 建议介入卖看涨期权策略。



宏观

MACRO

01

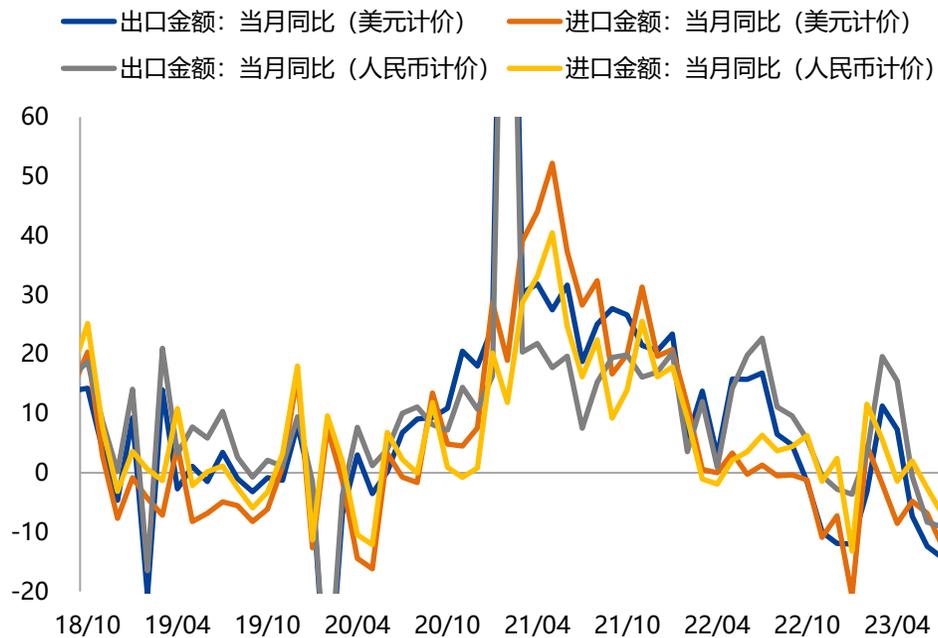
国内：经济改善信号增多

02

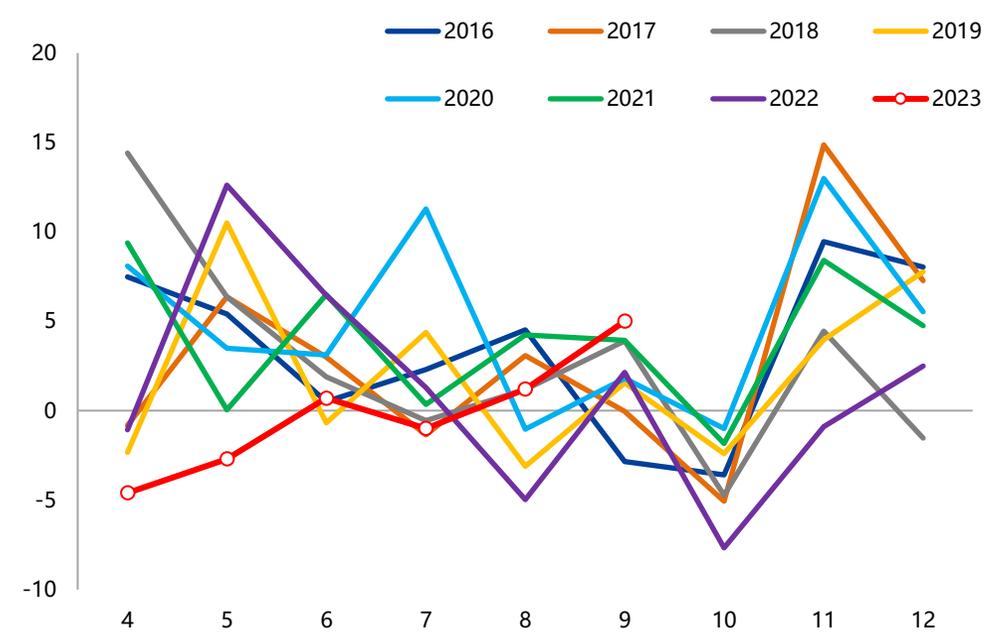
国外：美国通胀再超预期

9月中国出口（美元计价）增速录得-6.2%，前值-8.8%，环比增长5%，前值1.2%，显著高于季节性，为2010年以来9月环比增速最高值。数据上显示外需开始转向积极。

9月出口跌幅继续收窄

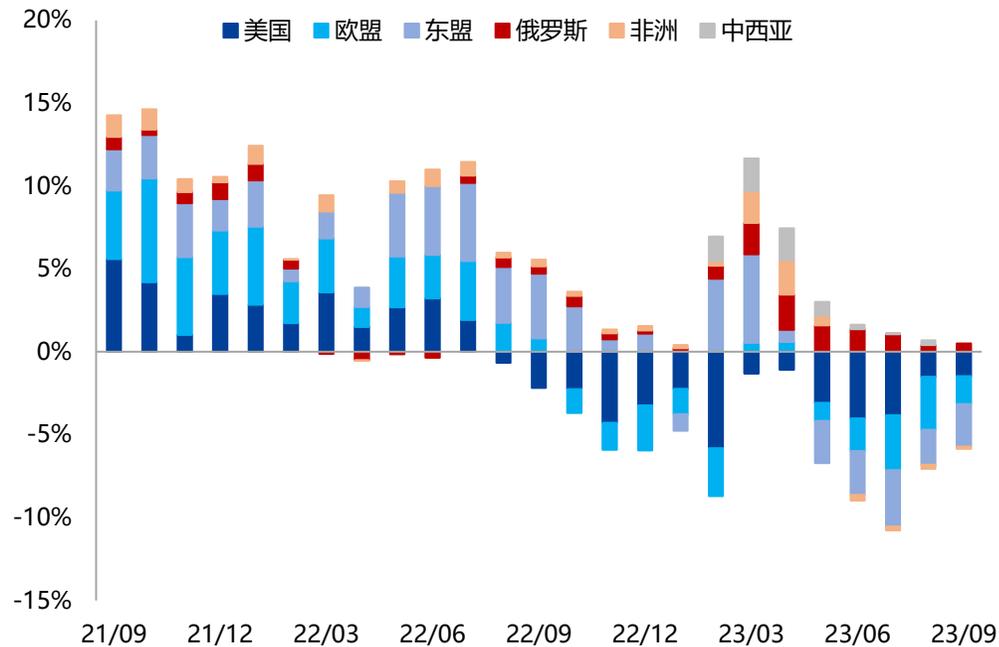


9月出口环比改善程度超季节性

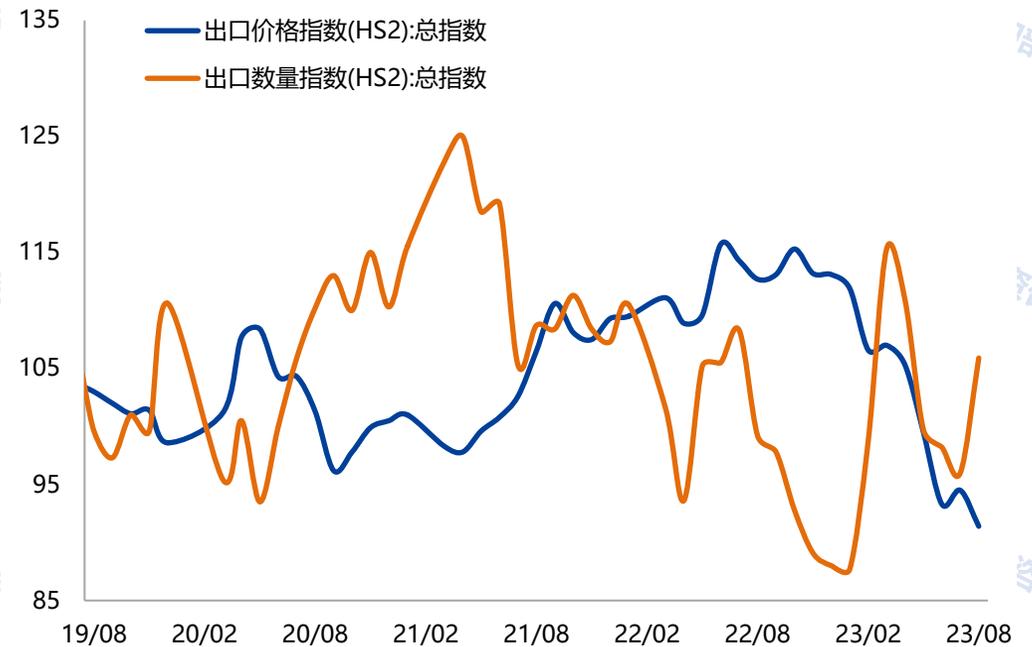


- 从出口目的地看，中国对传统贸易伙伴、美国和欧盟的出口增速双双回升。
- 从量价角度看，8月中国出口数量增速已同比转正，出口价格同比继续负增长，拖累名义出口增速。

对传统贸易伙伴出口的跌幅均收窄



8月出口数量转正，但出口价格继续为负

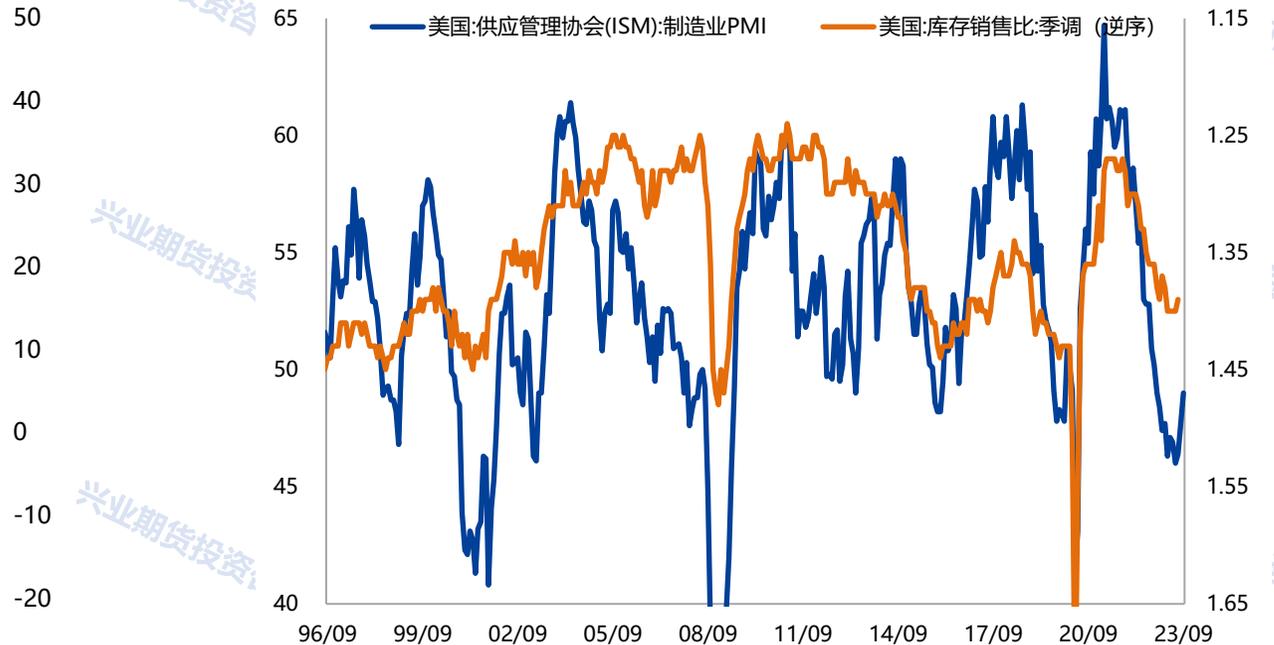


9月出口的改善，有两大因素：海外商品部门已开始触底回升，美国二季度耐用消费品消费增速出现企稳迹象，制造业PMI指数连续3个月回升，库销比开始触顶回落，预示美国国内去库周期也已接近尾声，最早将于2024年上半年开启补库周期。我们认为，在海外商品部门、服务部门错位的背景下，海外商品部门在经过前期大幅调整后，可能将开启修复进程，对应我国外需改善的信号。其二，即国内物价探底回升，或有利于削弱价格因素对名义出口增速的拖累作用。其三，即2022年同期低基数的影响。展望四季度，上述两大因素影响大概率将持续，有望推动我国出口增速的继续回升。

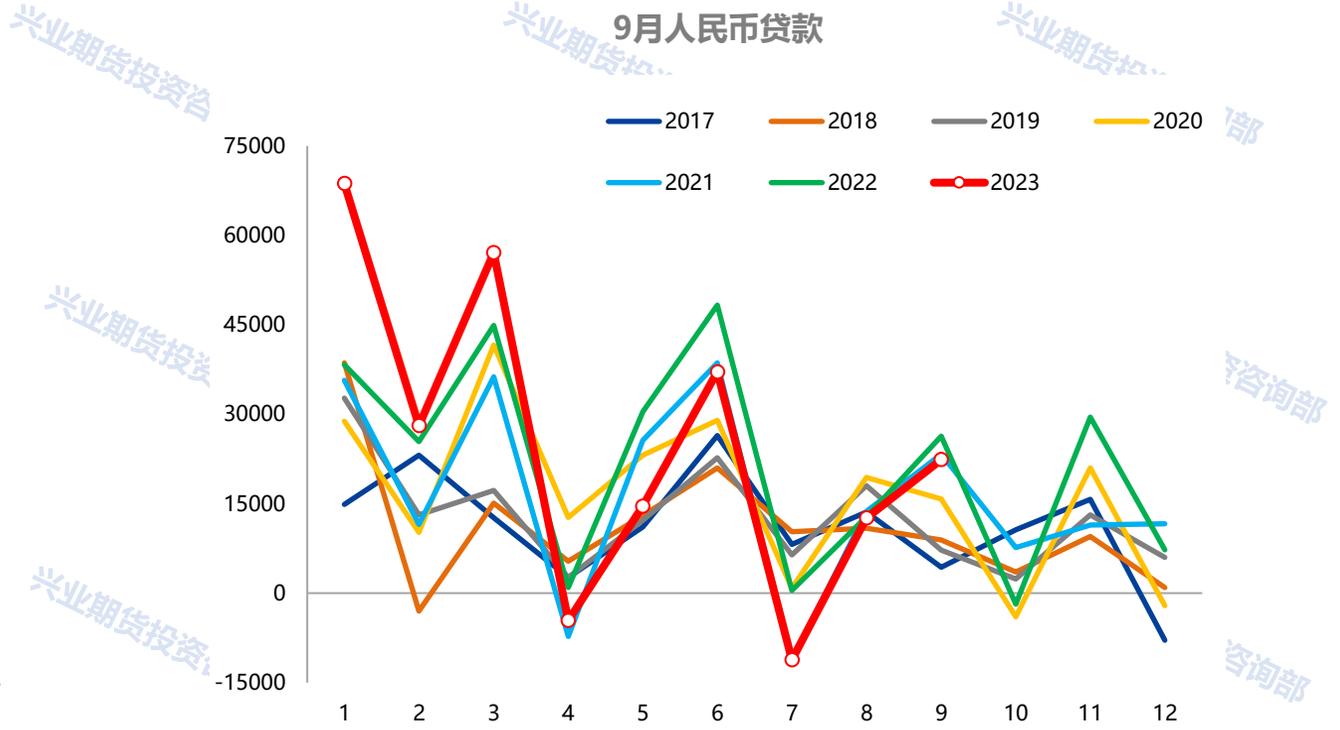
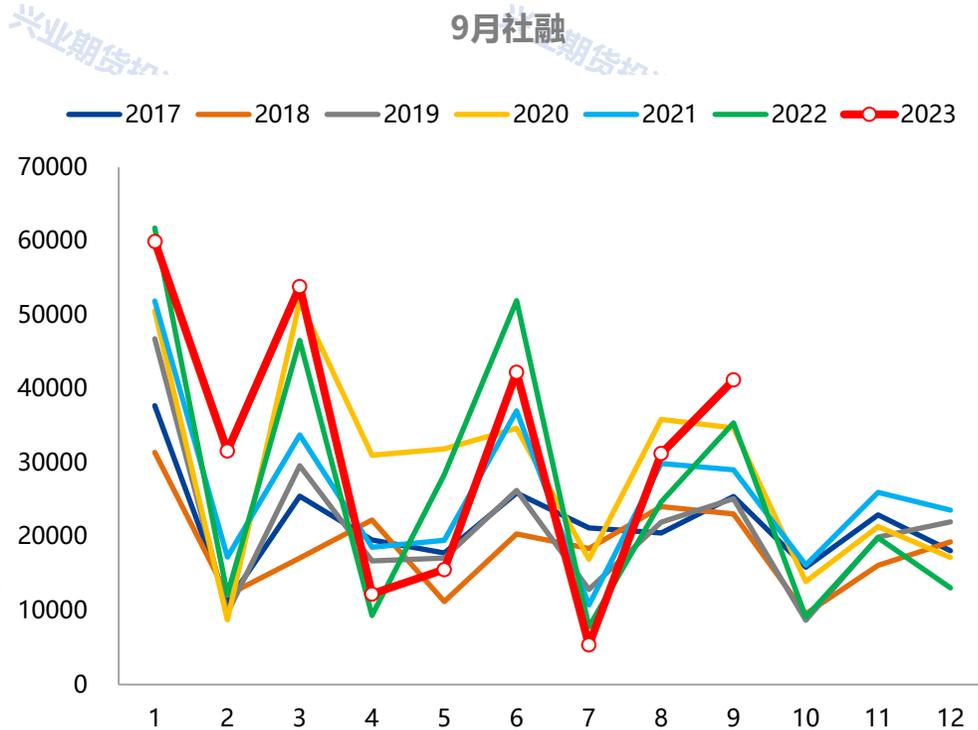
美国制造业PMI指数连续3个月回升



美国库销比触顶回落，去库周期接近尾声

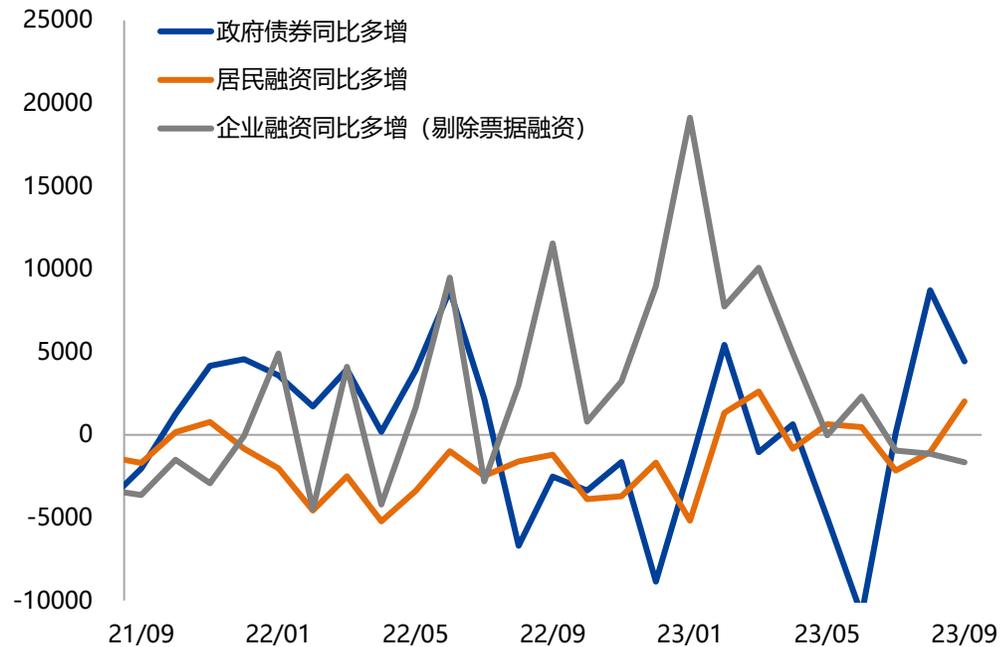


9月，中国新增社融4.12万亿元，预期3.8万亿，前值3.12万亿，同比多增5638亿元，连续2个月同比多增，社融存量同比增长9%，自7月触底后也逐步企稳走平。9月，中国M1同比增长2.1%，预期2.4%，前值2.2%，M2同比增长10.3%，预期10.7%，前值10.6%，资金活化程度偏弱。9月，新增人民币贷款2.31万亿，预期2.5万亿，前值1.36万亿，金融机构各项贷款余额同比增长10.9%，

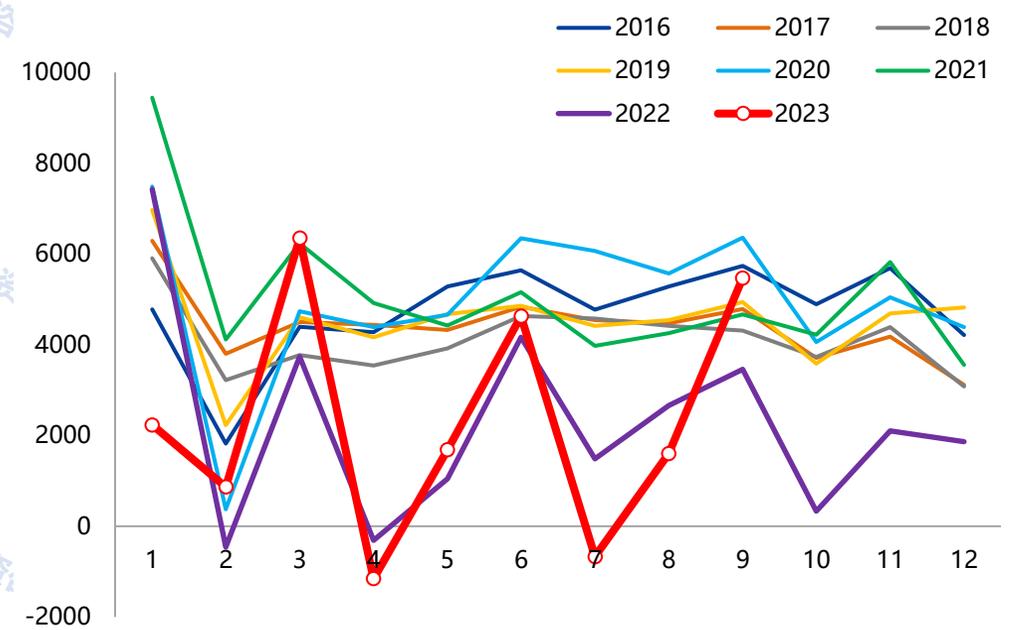


9月社融总量继续超预期，核心原因还是在于政府债券发行的提速，9月政府债券融资同比多增4416亿元，贡献了80%以上的社融同比增量。同时，居民部门中长期贷款的超季节性同比多增也传达出积极信号，或指向“认房不认贷”等房地产调控政策优化的效果正逐步显现。

政府债依然是9月社融超预期的主因

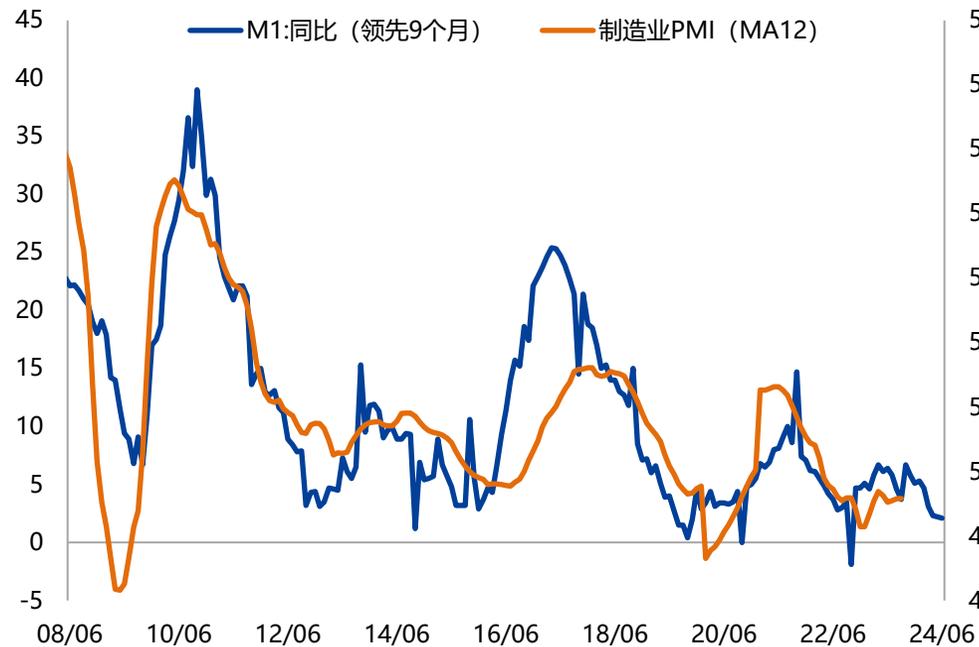


居民中长期贷款明显回暖

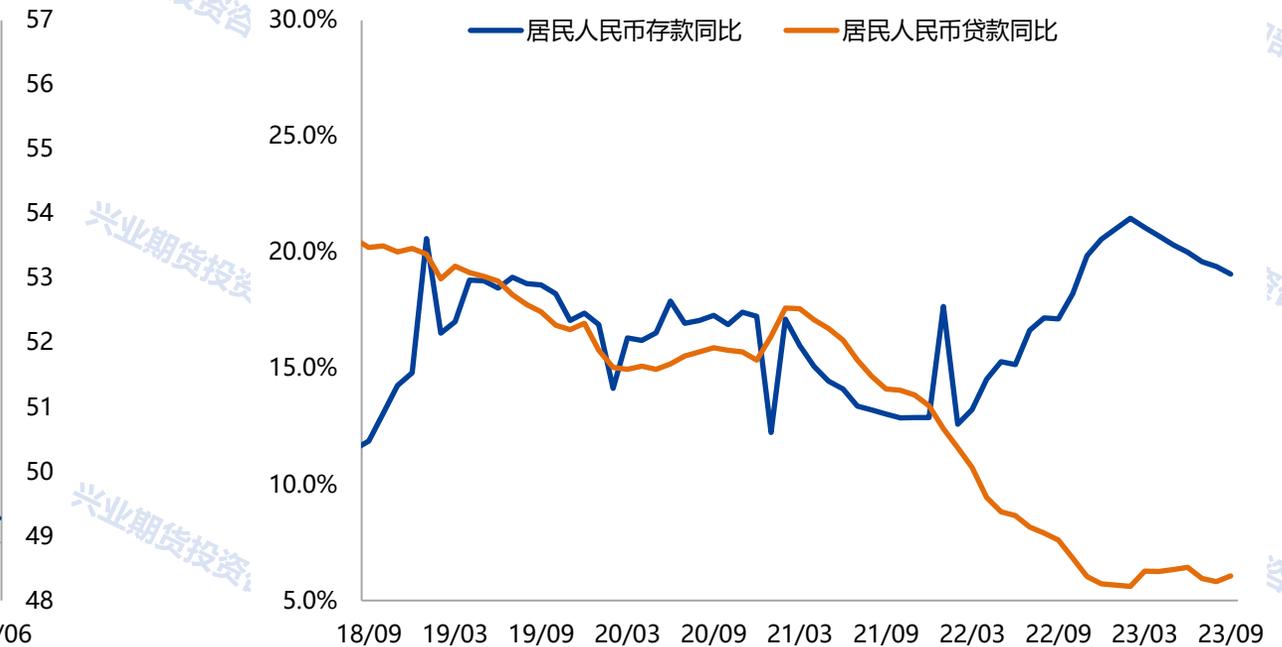


不过，9月M1增速继续放缓，显示资金活化程度依然不佳，可能还是与地产周期修复偏缓有关。同时，居民存款意愿虽然有所回落，但存贷款增速差依然处于高位，居民整体预期的改善或仍然需要时间。以上也反映了当前阶段经济复苏的内生动能偏慢，依然需要各类稳增长政策呵护。

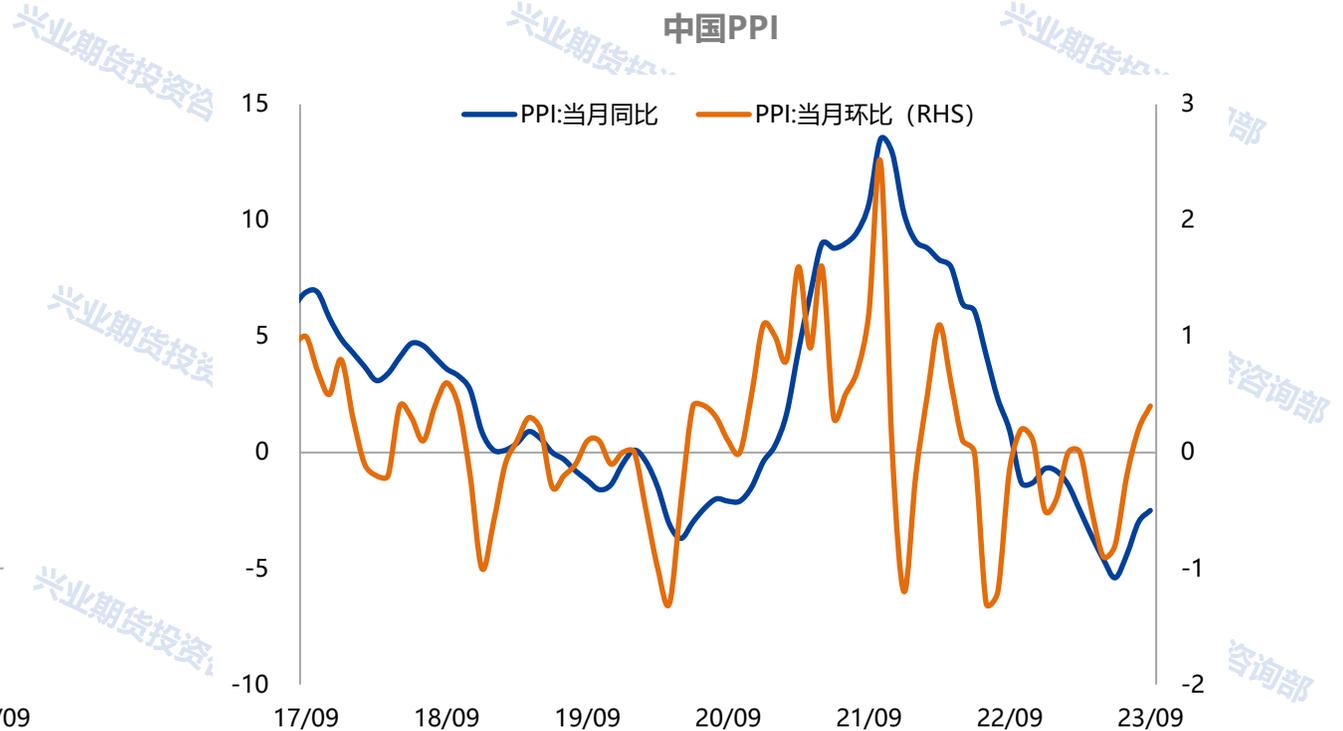
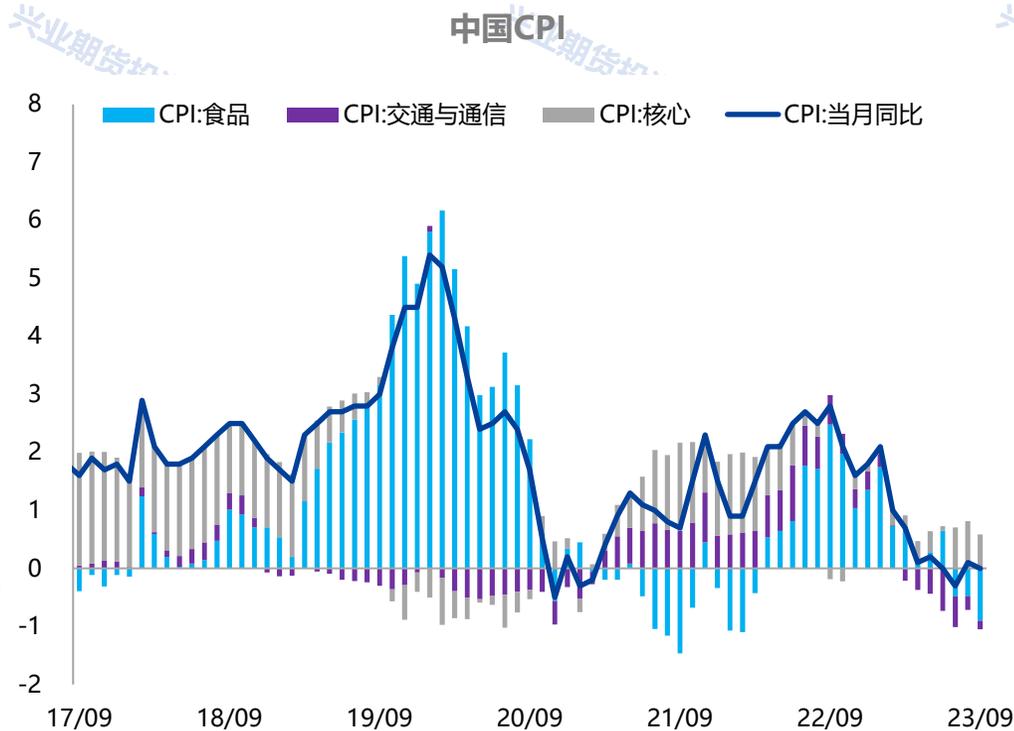
资金活化效果不佳



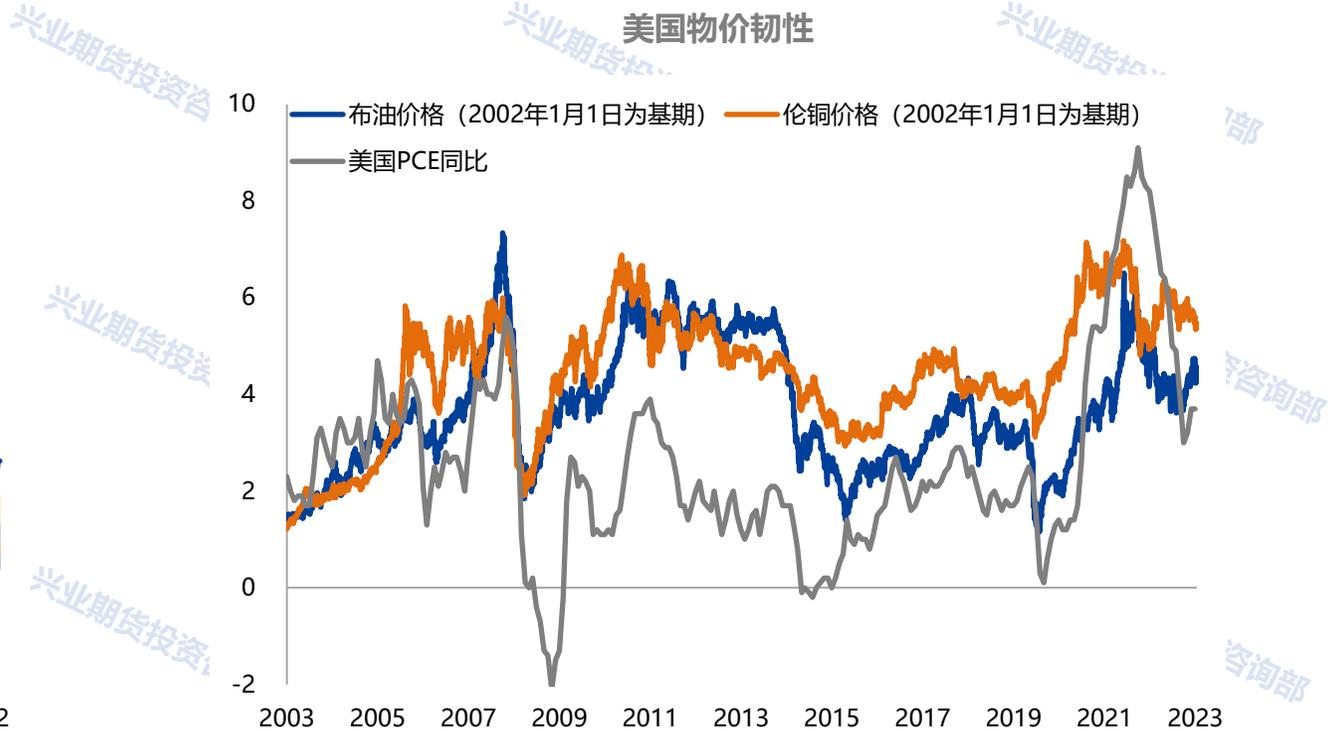
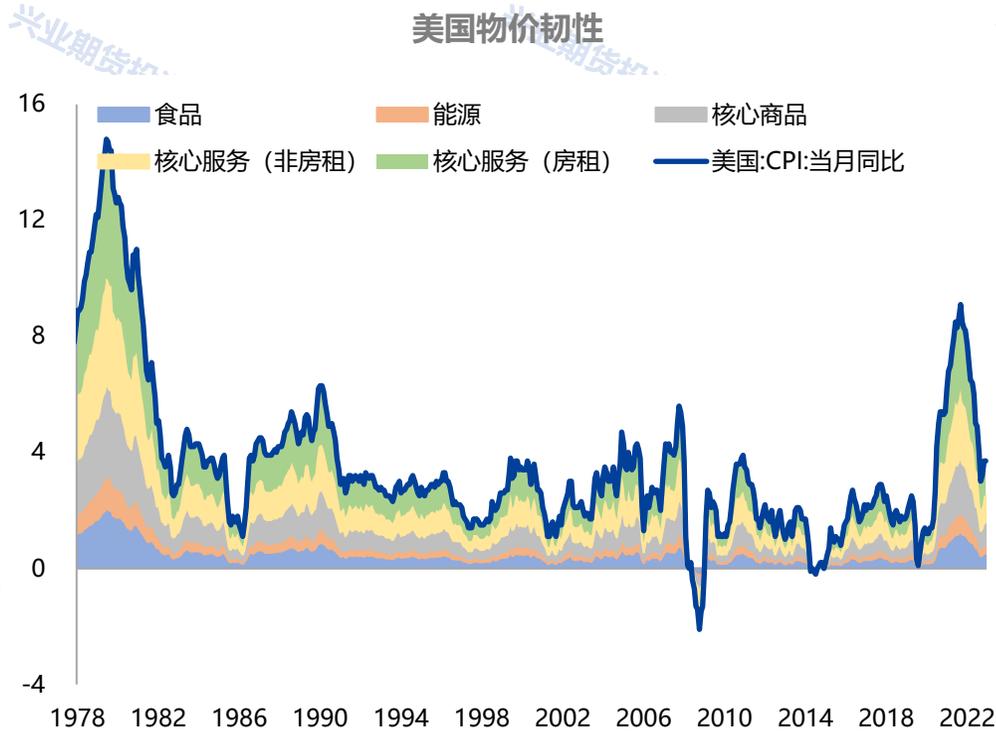
居民存款增速与居民贷款增速



- 9月，国内CPI同比持平，前值0.1%，其中核心CPI同比增长1.05%，前值0.82%；CPI环比上涨0.2%，核心CPI环比上涨0.1%，与上月持平。
- 9月，国内PPI同比下降2.5%，前值-3%，跌幅连续3个月收窄。PPI环比涨幅扩大至0.4%，其中生产资料、生活资料环比分别上涨0.5%和0.1%。生产资料中，上游的采矿、原材料类PPI环比继续保持较高涨幅，加工类PPI环比转正，生活资料各分项价格指数表现较为稳定。
- 展望四季度，原油主产国联合减产推升全球油价，对PPI拖累进一步减弱，叠加各项稳增长政策效果逐步显现，PPI增速有望继续改善，并逐步由上游向下游传导。居民就业、收入改善，叠加能源价格回涨，对冲猪价拖累，预计CPI或保持低位运行。

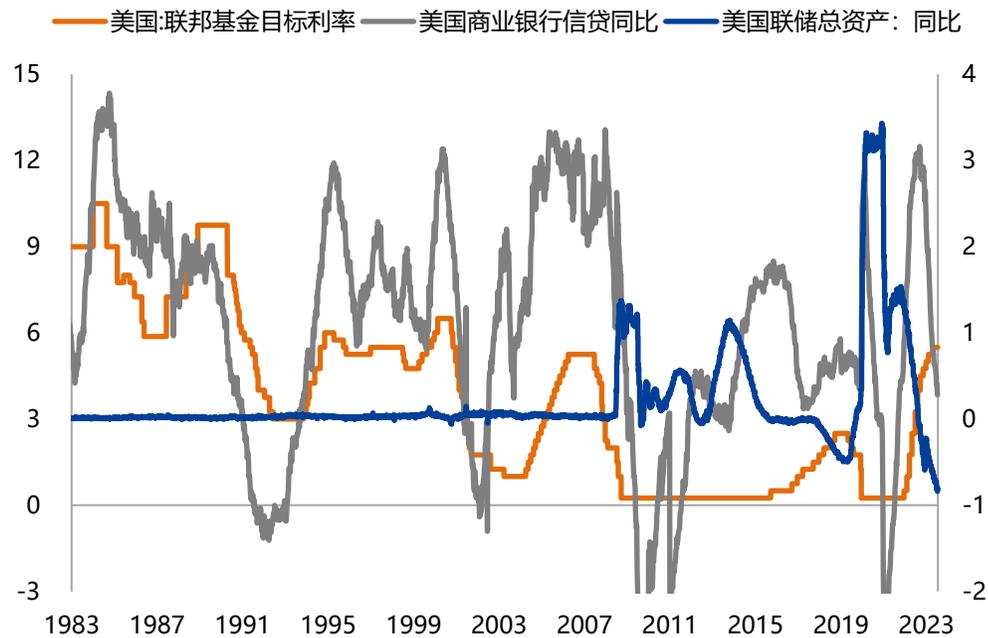


9月美国通胀数据再超预期。主要原因包括，（1）油价上涨的风险尚未完全消除，（2）房租通胀降温速度偏慢且存在反复，（3）美国罢工潮或增加工资薪金增长的压力，（4）以及美国制造业景气度回升，制造业库存周期边际改善。目前美国通胀问题复杂性仍在，但随着9月底10月初美债收益率大幅上行带来金融环境收紧，美联储鹰派态度也有所软化。从CME预测数据看，市场普遍认为11月美联储将暂停加息，但对明年降息预期有所回落，美国高利率环境或将持续较长时间。注意，美元长期高利率对非美国国家经济、美国金融系统的稳定性、以及美国经济的潜在影响。

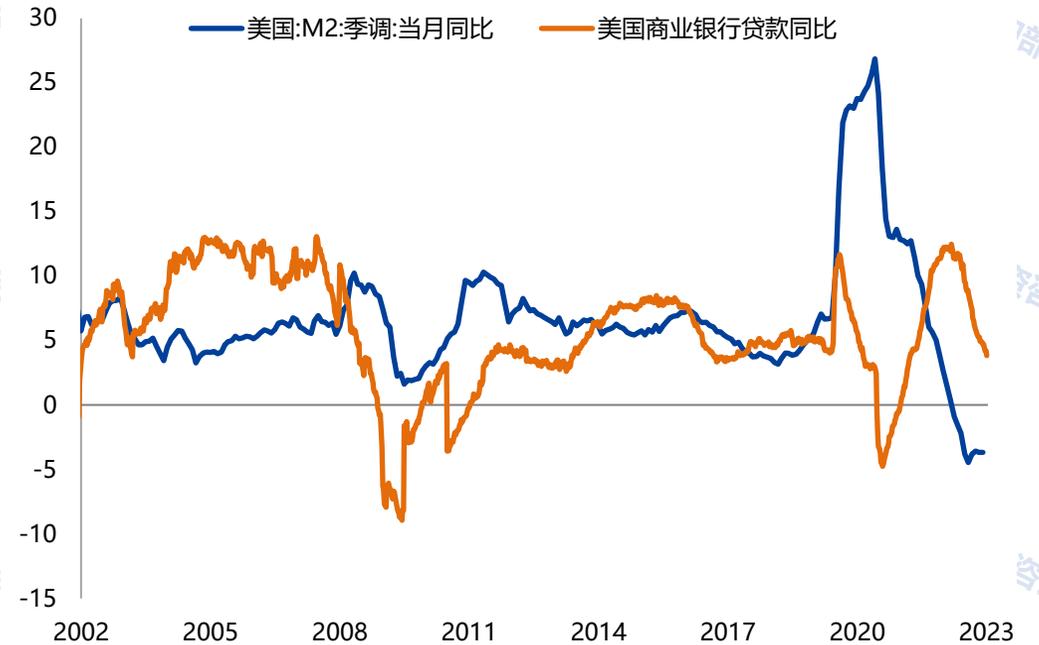


但随着9月底10月初美债收益率大幅上行带来金融环境进一步收紧，美联储鹰派态度也有所软化。从CME预测数据看，市场普遍认为11月美联储将暂停加息，但对明年降息预期有所回落，美国高利率环境或将持续更长时间。在此期间，可关注美元长期高利率对非美国国家经济、美国金融系统的稳定性、以及美国经济的潜在影响。

美国货币政策周期



美国金融环境持续收紧





国债

T

01

货币宽松存制约，资金利率围绕政策利率

02

供给阶段性压力增强，流动性短期存扰动

03

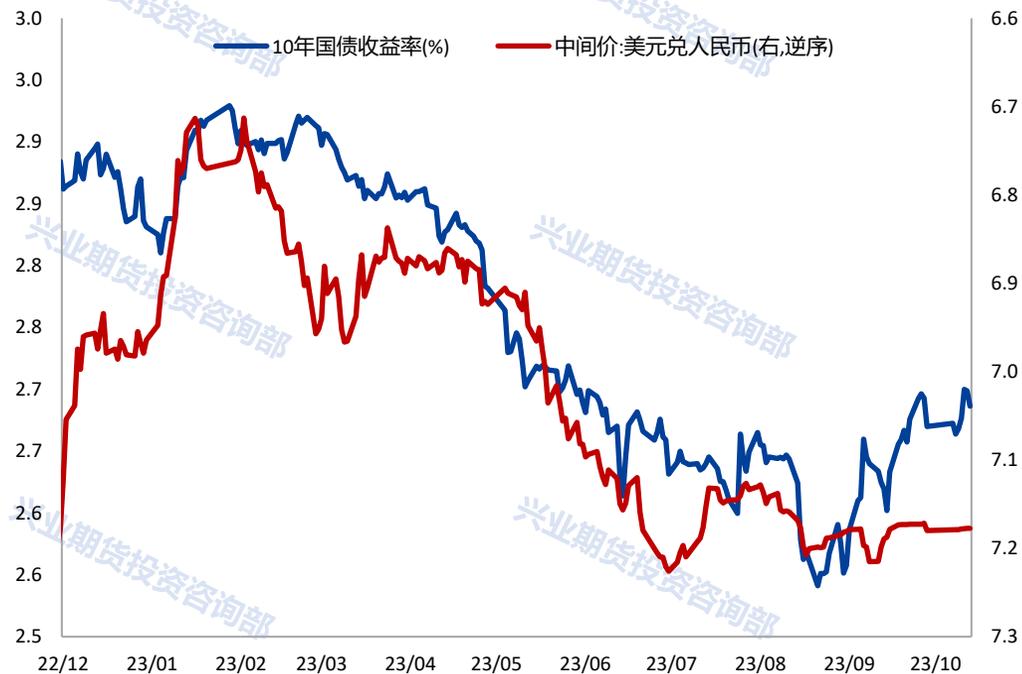
机构扰动增强，债市波动风险加大

04

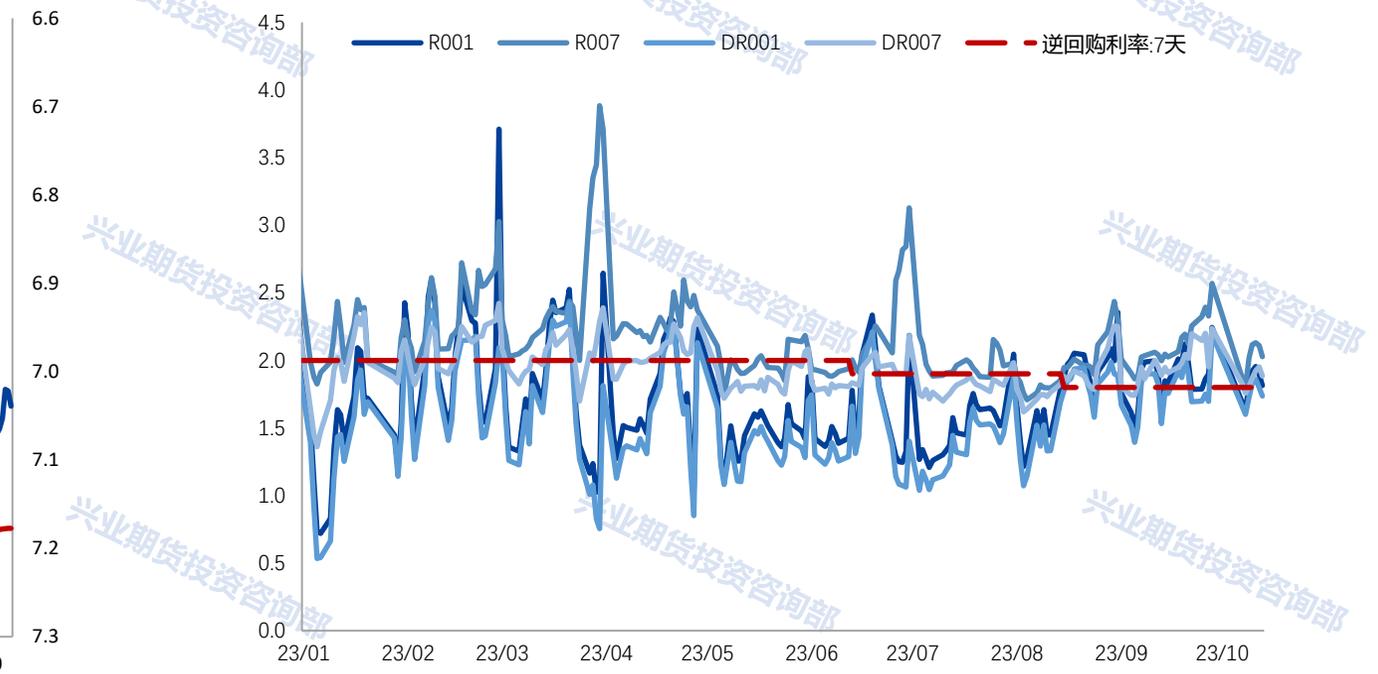
曲线或将继续陡峭化，跨品种策略盈亏比仍佳

□ 虽然在稳增长的目标下，货币政策预计难以出现收紧，但是在防空转以及外汇压力之下，资金面预计也难以出现超预期的宽松。因此四季度资金面大概率为中性，资金利率将持续围绕政策利率波动。

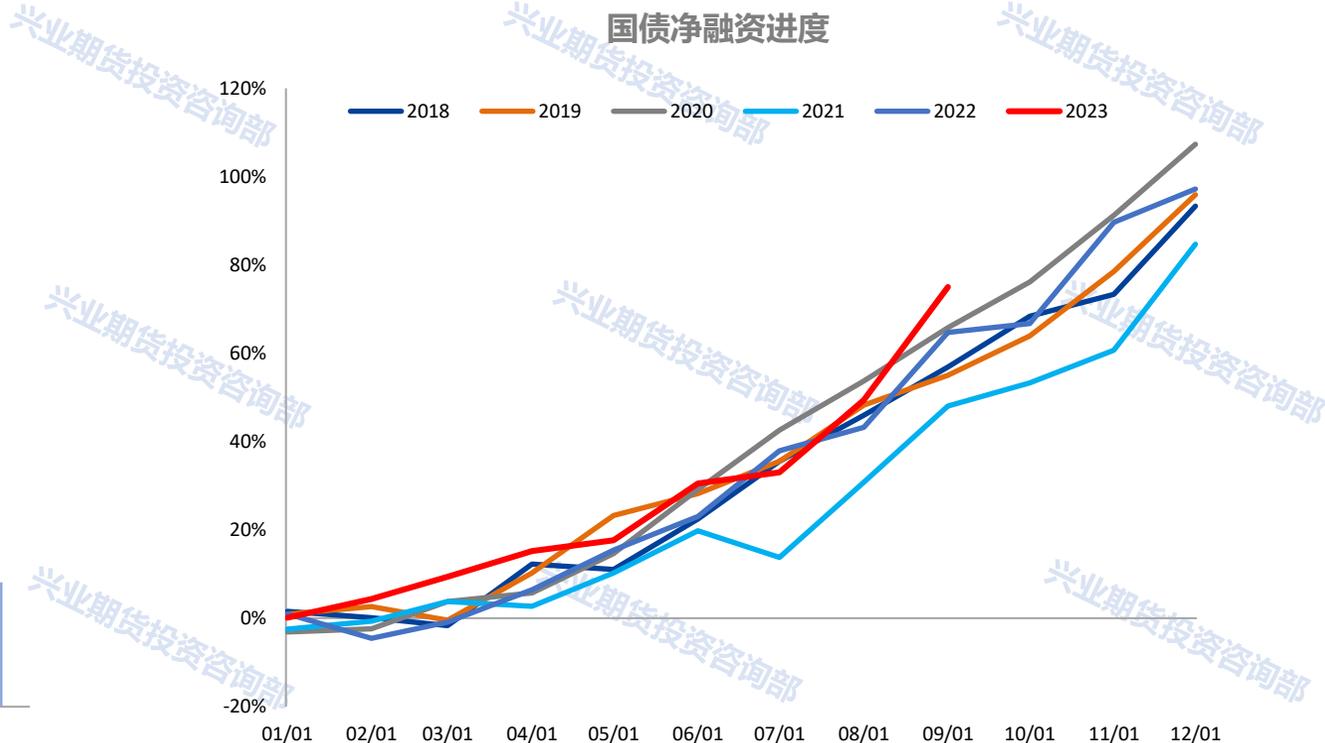
23年以来汇率和利率保持高度负相关



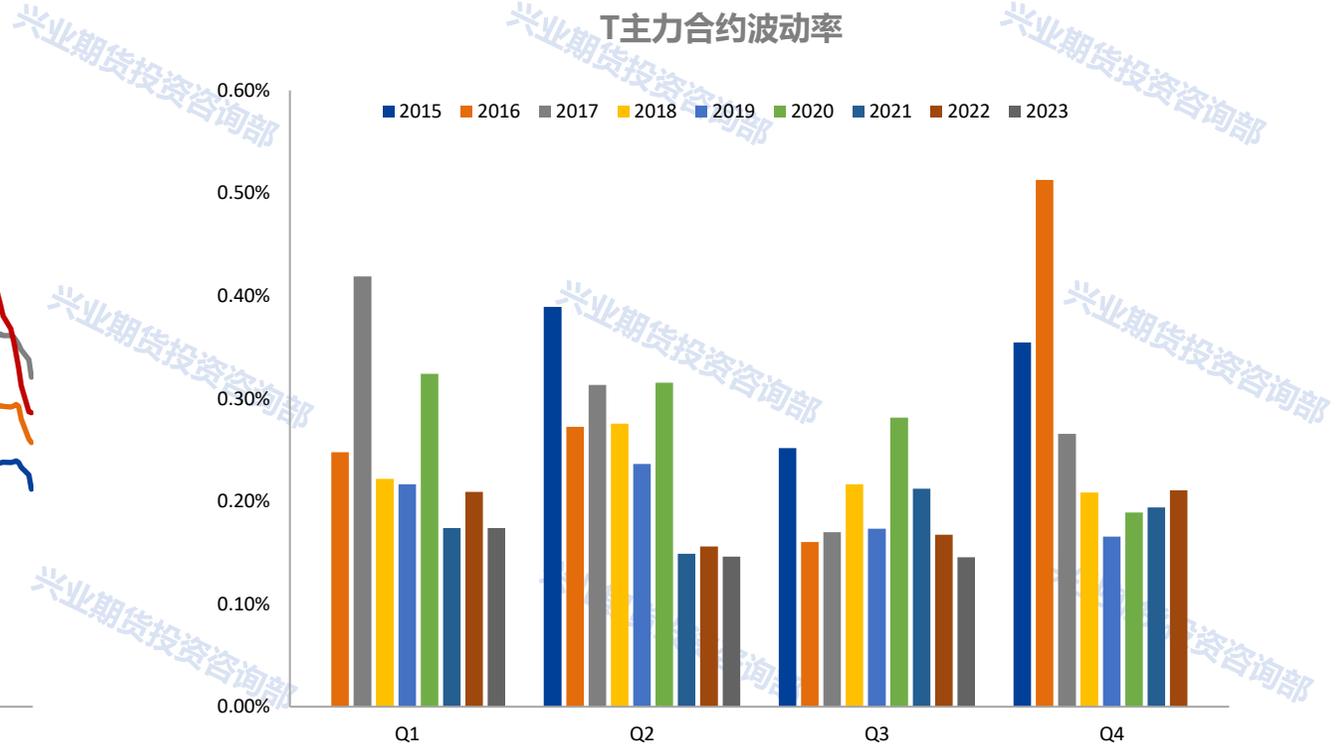
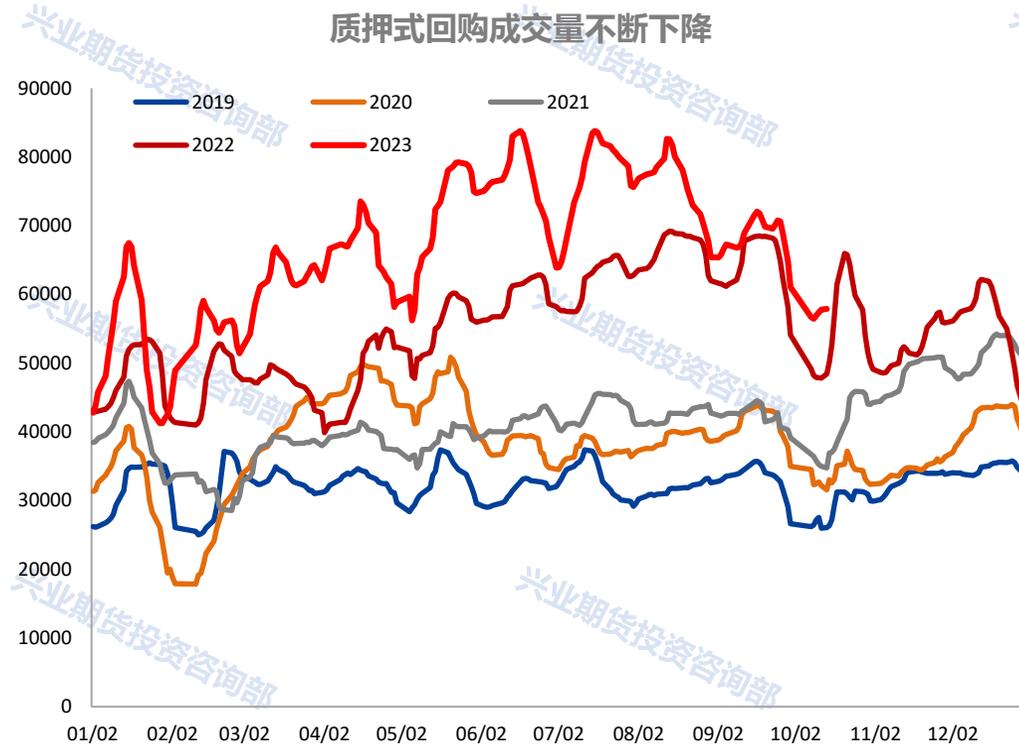
资金利率将围绕政策利率



- 10月以来，多个省份发行特殊再融资债，同时地方债发行及净融资规模也处于历史偏高，10月份地方债供给大概率将进一步提升。
- 截至9月份，国债累计净融资规模23688.66亿元。根据2023年中央财政赤字规模以及目前的发行进度，10月国债发行量或高于历史同期。

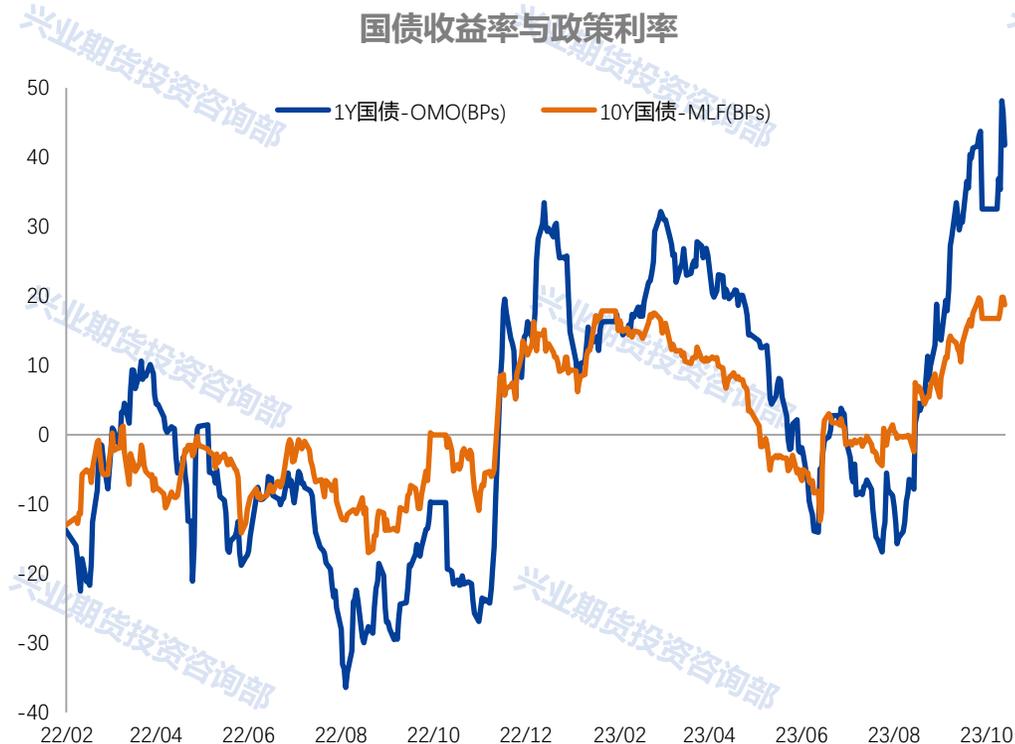


- 在今年前三季度债牛行情之下，交易盘止盈需求在四季度将有所放大，配置盘在供给压力之下，需求或有所减缓，可能对债市造成一定扰动。
- 观察历史走势，四季度债市呈现出波动率放大的季节性特征，从10年前国债期货上市至今，多数年份下四季度的波动率处于全年中位数以上。



从估值的角度来看，目前短端相较于政策利率安全边际要优于长端，而从曲线结构来看，目前仍呈现偏平坦化的结构，因此曲线存在进一步陡峭空间。

由于期货做空更为便捷，因此期货超长端相关的跨品种价差修复要领先于现券，但目前多数跨品种组合价差仍处于历史偏低水平，策略仍存在向上修复空间。



跨品种价差仍处偏低水平

	最新 (2023.10.13)	所处分位 (2020年至今)	2023年 三季度末	2023年 二季度末	2022年末
10Y-5Y	11.88	2.9%	16.8	20.7	19.6
10Y-3Y	22.95	3.1%	30.5	41.2	41.1
10Y-1Y	51.86	9.5%	54.3	75.1	70.0
5Y-3Y	11.07	7.0%	13.8	20.5	21.5
5Y-1Y	39.98	15.9%	37.6	54.4	50.4
30Y-10Y	32.00	0.8%	32.3	37.3	36.4
30Y-5Y	43.88	0.2%	49.03	58.04	55.96
2*TF-T	101.88	33.9%	102.0	102.4	101.7
4*TS-T	302.76	4.6%	303.0	303.5	303.3
2*TS-TF	100.44	8.7%	100.5	100.5	100.8
2*T-TL	104.61	20.1%	104.8	105.9	-
4*TF-TL	308.37	11.7%	308.8	310.6	-

股指

IF

01

基本面改善大势明朗，盈利端推涨动能将持续凸显

02

汇金增持将夯实政策底、市场底，且提高业绩底兑现确定性

03

从统计规律看，当前A股低估值水平将有高胜率、高赔率

04

外资负面影响弱化、内资亦有亮点，资金面乐观信号将增强

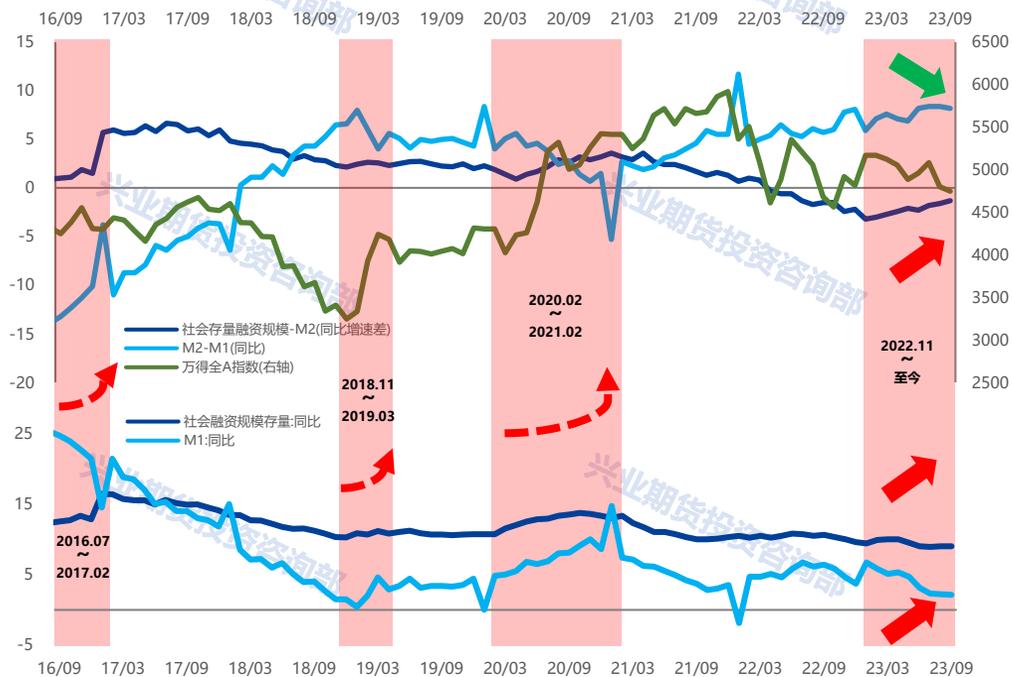
05

从兼顾性、季节效应看，沪深300指数依旧为最优多头

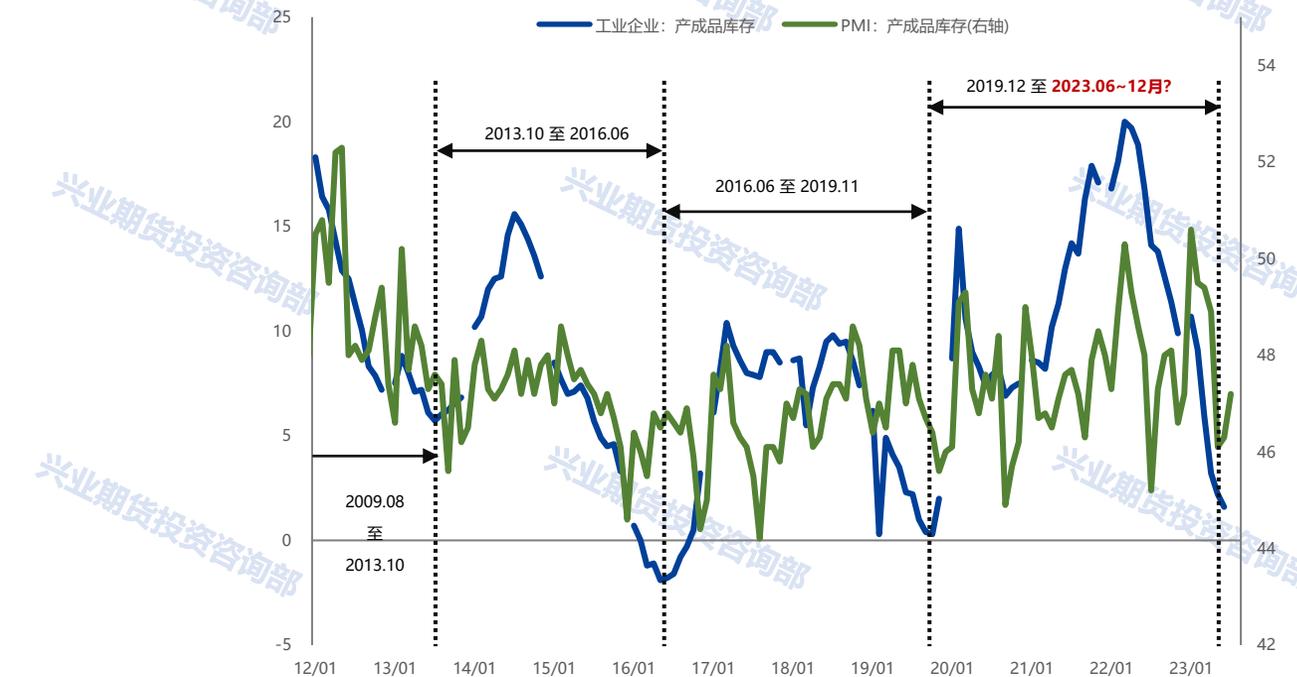
从相关最新数据看，虽然M2-M1增速剪刀差仍处高位、企业端货币活化程度偏低，但“宽信用”总体进程依旧在稳步推进。与此同时，从库存周期规律看，其完整的上行、下行阶段持续时间为36~48个月。而本轮周期开始于2019年12月，以此看，预计在2023年Q4结束下行阶段，转而进入新一轮周期的上行阶段。而从印证数据看，当前多数行业已进入被动去库、主动补库阶段，亦能提高此判断的置信度。

故从信用、库存两大周期看，积极信号总体呈持续强化态势，对应宏观基本面、中观盈利面的修复和上行阶段。

国内信用周期跟踪（截至2023年9月）

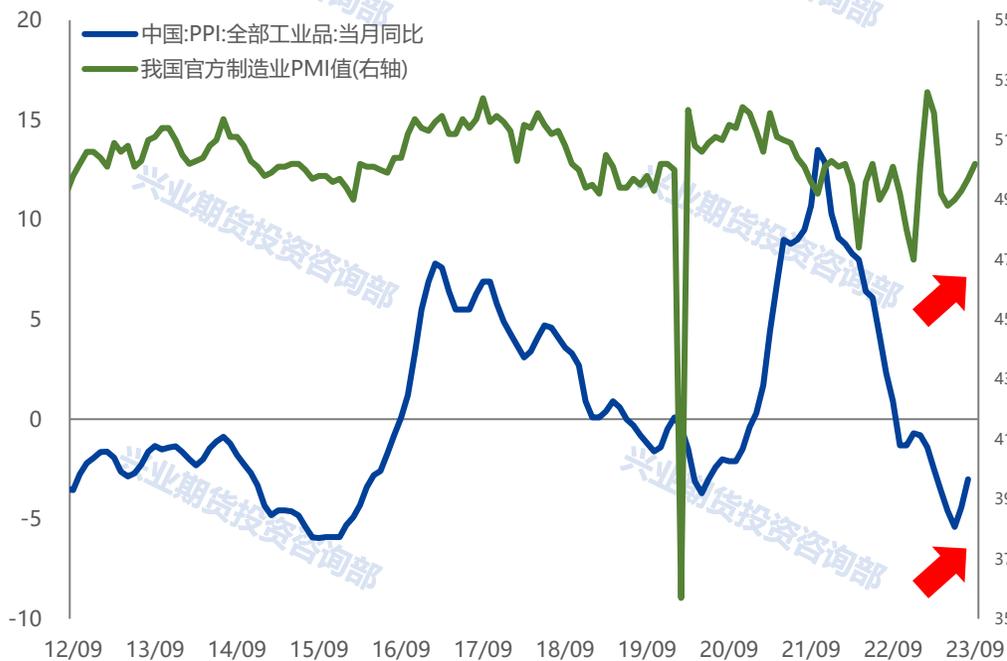


我国历轮库存周期情况（截至2023年9月）

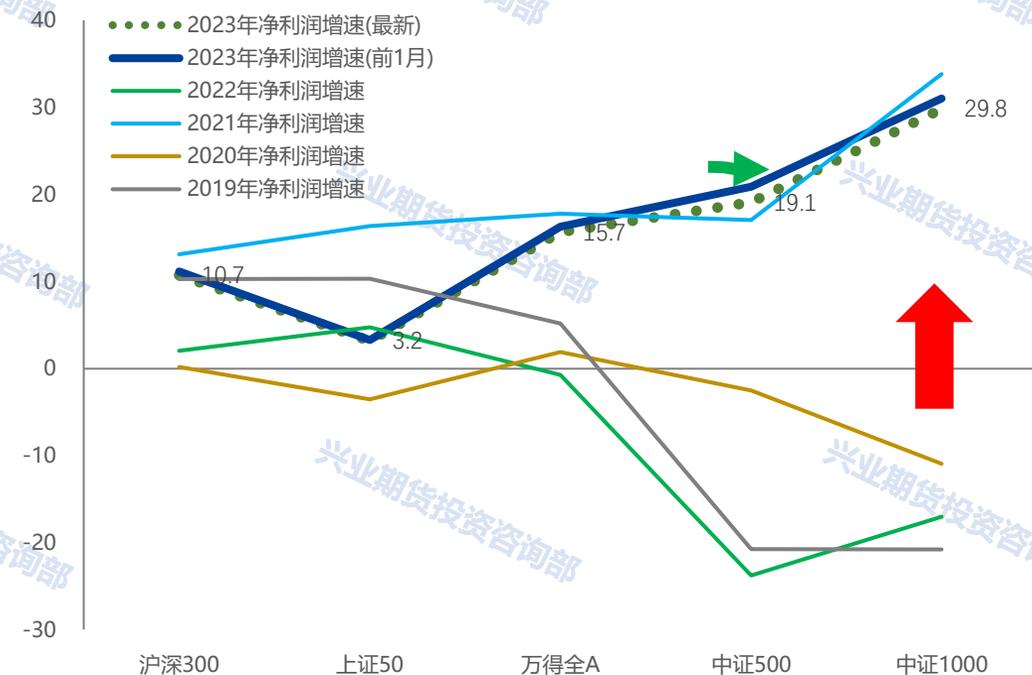


- 再从最新物价走势（PPI值）、官方制造业PMI值等核心指标看，基本面修复和改善的现实亦得到良好体现、并利于乐观预期的强化。
- 参考Wind一致性预测数据，其最新值较前值变化幅度则显著收敛，可作为市场预期稳定性增强的正面。
- 总体看，国内基本面稳步改善、政策面亦不断深化，均利于盈利端推涨动能的持续凸显。

国内PPI值、官方制造业PMI景气指数情况（截至2023年9月）



国内A股主要指数净利润增速一致性预期数据（截至2023.10.13）



- 从A股历轮牛市行情中“政策底、市场底、业绩底”三大关键拐点的滞后时限关系看，虽然其时长存在差异，但即使以极值为界：本轮政策底为2022年4月，市场底为2022年10月，预计业绩底为2023年Q2或Q3。再结合前文看，基本面、政策面等两大项的积极因素则提升此判断的置信度。
- 另2023年10月11日，汇金再度增持A股，则可视为夯实政策底、市场底的进一步强化措施，除可直接提振市场信心外，亦将继续提升业绩底兑现的确定性。按过往表现看，该事件后续60天、120天的A股上涨概率分别为83%和66.7%、且亦有较大的涨幅。

历年A股各轮牛市行情“政策底、市场底、业绩底”滞后时限关系

轮次	政策底			市场底(上证综指)		业绩底	政策底-市场底-业绩底滞后时限	
	区间阶段	标志事件	对应时点	阶段低点	对应时点			对应低点
2008年	2008/09-2008/11	四万亿	2008/10/28	1664	2008/12/31	1814	2009Q1	2个月、3个月
2012年	2012/01-2012/07	降息降准	2012/1/6	2100	2012/12/4	1949	2012Q4	11个月、12个月
2016年	2016/01-2016/02	信贷放量	2016/1/27	2638	2016/5/26	2780	2016Q2	4个月、1个月
2019年	2018/10-2019/01	全面降准	2019/1/4	2440	2019/8/6	2733	2020Q1	7个月、8个月
2023年	2022/04----至今	多次降准降息、房地产调控全面放松	2022/4/27	2863	2022/10/31	2885	2023Q2	6个月、8个月

历次汇金增持行动后不同滞后期A股表现情况

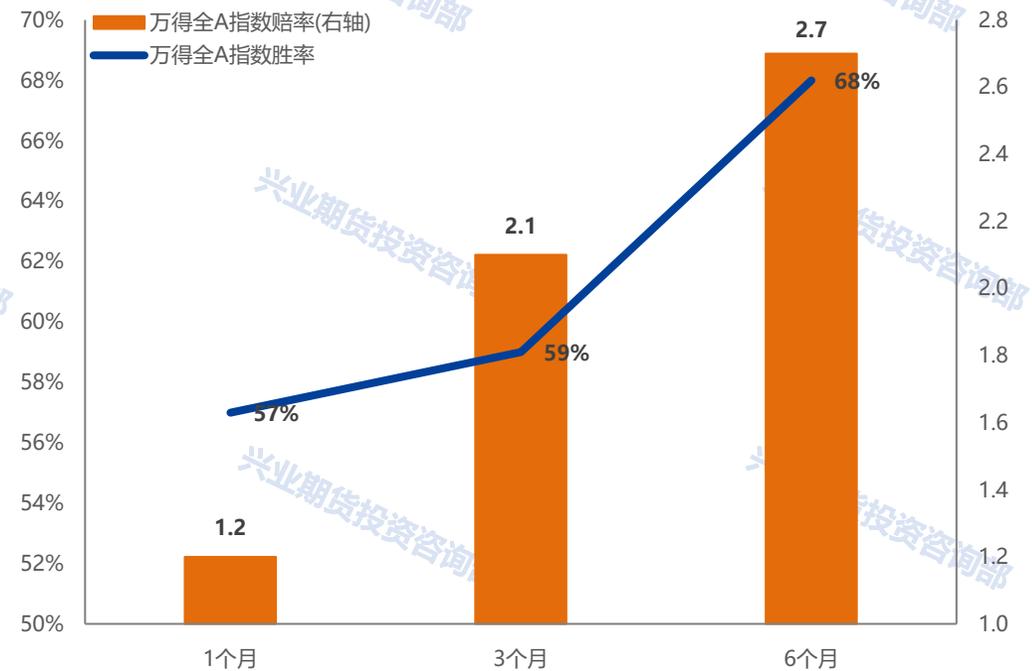
汇金增持时点	万得全A指数后续N个交易日涨跌幅表现									
	N+1天	N+5天	N+10天	N+20天	N+30天	N+40天	N+60天	N+90天	N+120天	
2008/9/18	2.0%	12.7%	2.4%	-6.7%	-16.4%	-0.2%	7.3%	23.4%	32.4%	
2009/10/9	4.8%	7.7%	12.9%	16.0%	22.4%	22.6%	21.2%	12.5%	20.0%	
2011/10/10	-0.7%	3.4%	-0.3%	6.3%	2.5%	-1.6%	-9.6%	0.7%	-4.1%	
2012/10/10	-0.6%	-0.5%	-0.1%	-0.9%	-4.9%	-5.8%	6.2%	10.3%	5.8%	
2013/6/20	-3.6%	-9.8%	-6.2%	-4.1%	-3.0%	0.2%	7.5%	3.4%	5.3%	
2015/8/19	-1.5%	-25.9%	-23.4%	-23.7%	-18.9%	-9.9%	0.0%	-8.1%	-19.4%	
平均值	0.9%	-2.1%	-2.5%	-2.2%	-3.1%	0.9%	5.4%	7.0%	6.7%	
中位数	-0.6%	1.4%	-0.2%	-2.5%	-4.0%	-0.9%	6.7%	6.9%	5.6%	
上涨概率	33.3%	50.0%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	83.3%	83.3%	66.7%	

- 当前A股的股债风险溢价值处高位区间，从历史走势看，其后续将回归、对应A股的大涨行情。
- 另参考海通证券相关研究成果，当股债风险溢价值 \geq “均值+1个标准差”时，以万得全A为代表，其在随后1个月、3个月、6个月的时限内，其获得正收益的胜率分别为57%、59%、68%，其对应赔率则分别为1.2、2.1和2.7。显然，当前A股的估值水平，将其为提供高胜率、高赔率的良好资产配置价值。

万得全A风险溢价变化特征、及涨跌幅对比 (截至2023.10.13)



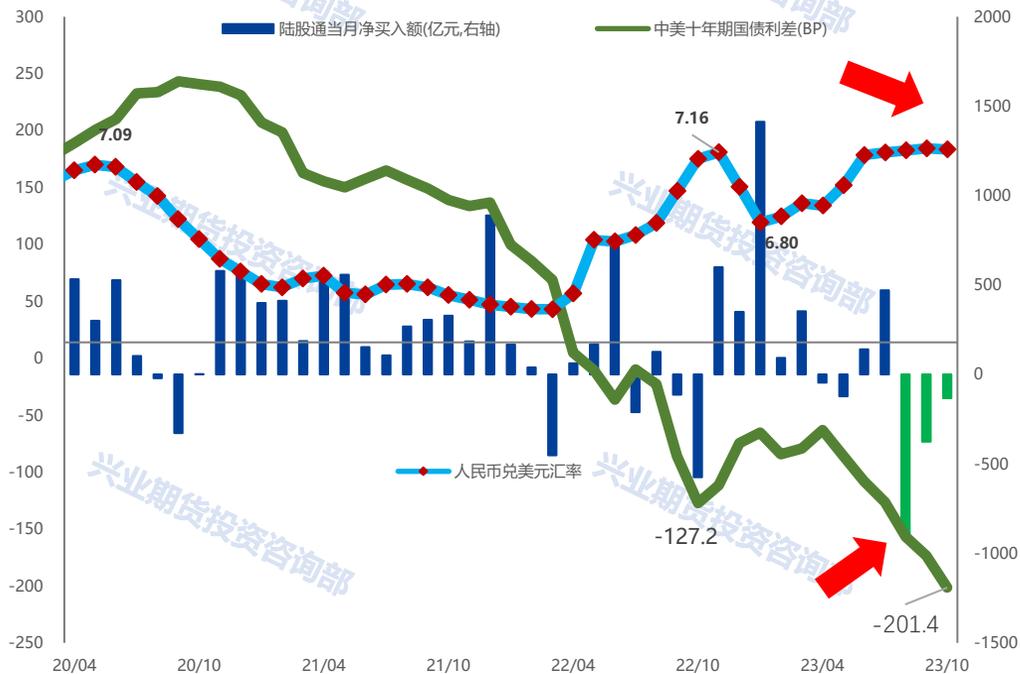
万得全A指数风险溢价不同临界值多头赔率、胜率特征 (≥均值+1倍标准差, 海通证券)



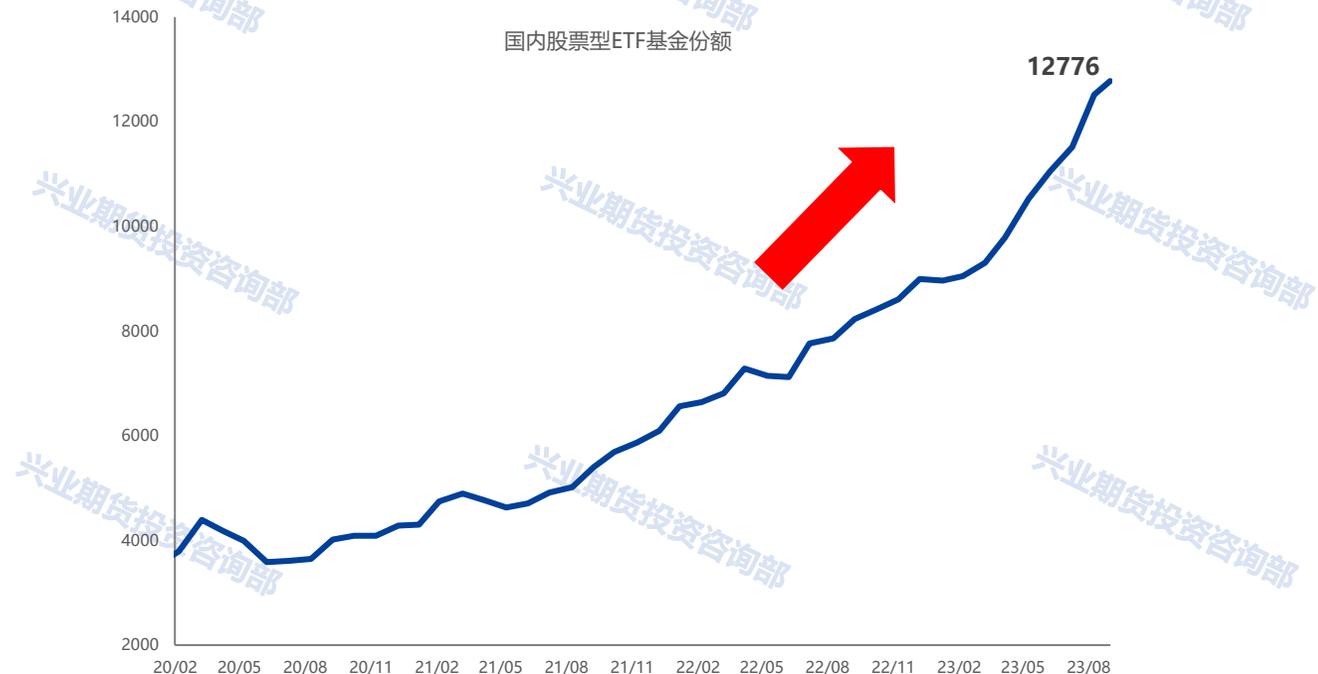
近月来美债收益率持续上行对A股造成一定程度的负面冲击。但从相对长周期看，二者并无稳定的正相关性，进一步而言，A股走势本质由国内经济的预期或现实表现所决定。考虑2023年Q4季度国内基本面好转，外资净流入的影响将大幅弱化。近3月中美十债利差虽持续走阔，但北向资金净流出规模持续减小，可为印证。

再从A股各类ETF基金份额变化看，其总体呈较为明显的净流入状态，也意味资金面并非一致性的悲观，而是持续存在正面信号。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023.10.13）



A股股票型ETF份额变化情况（月度值，截至2023年9月末）





沪铝

AL

01

国内产量增长受制约，进口绝对量有限

02

单车用铝抬升，分布式光伏增长较快

03

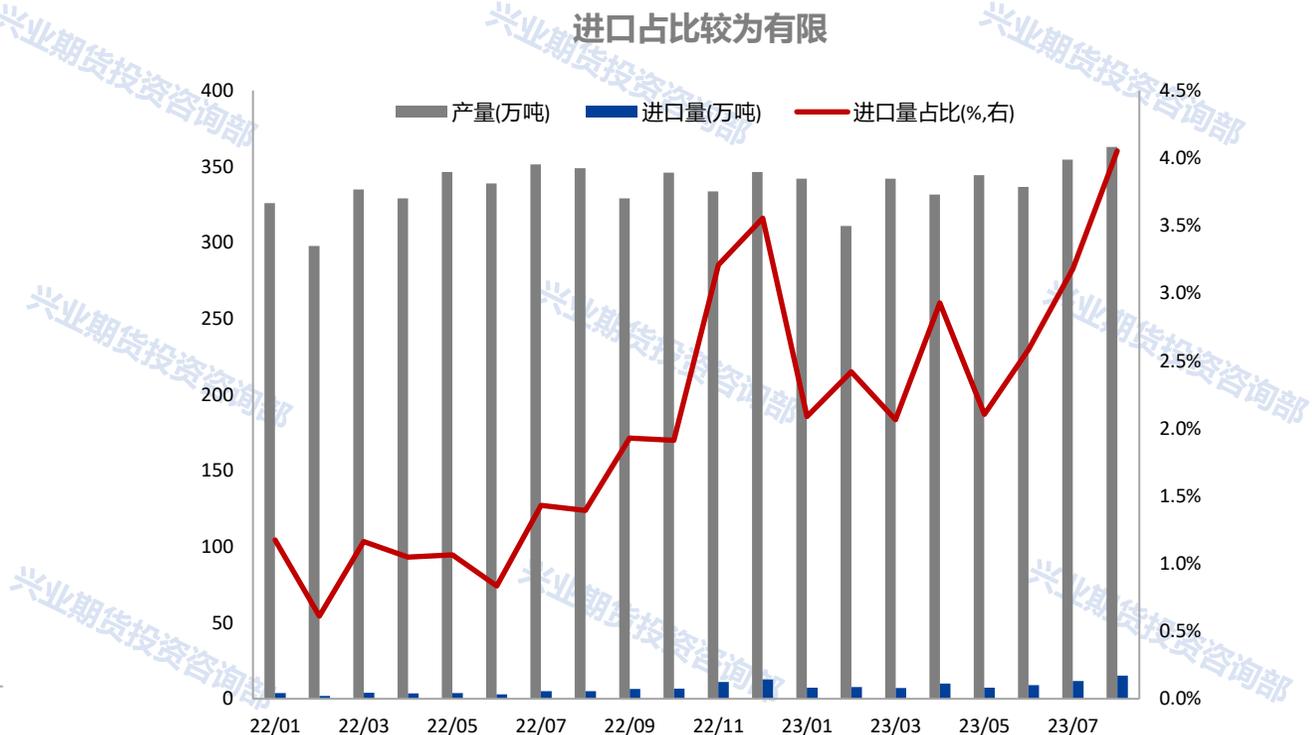
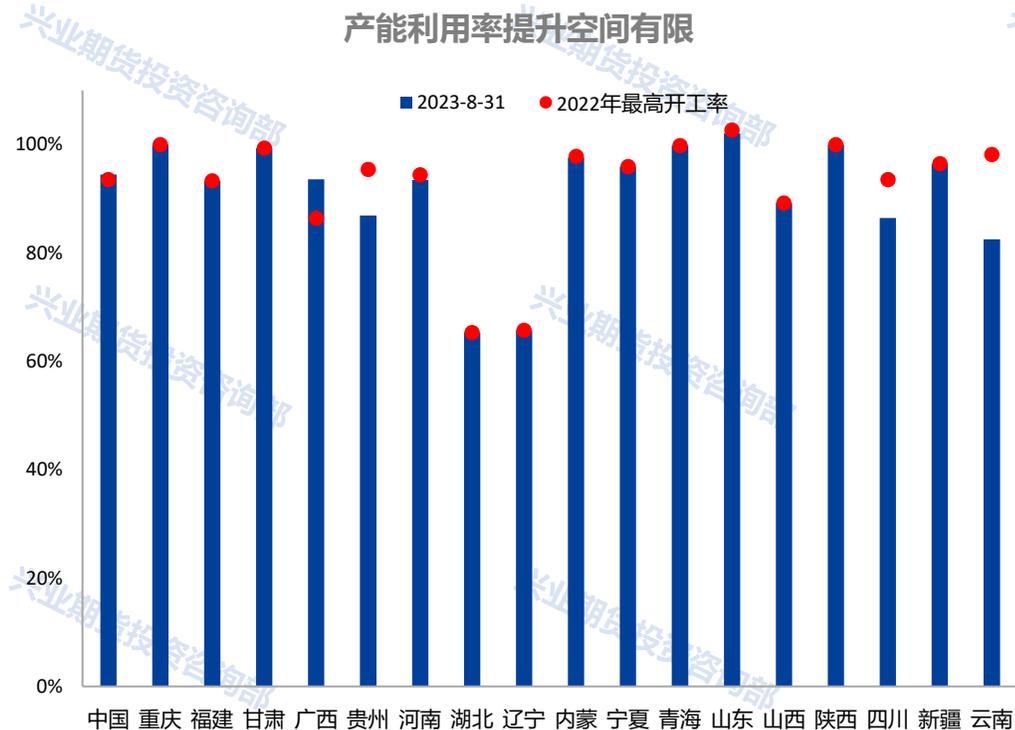
地产刺激政策加码，需求存潜在增量

04

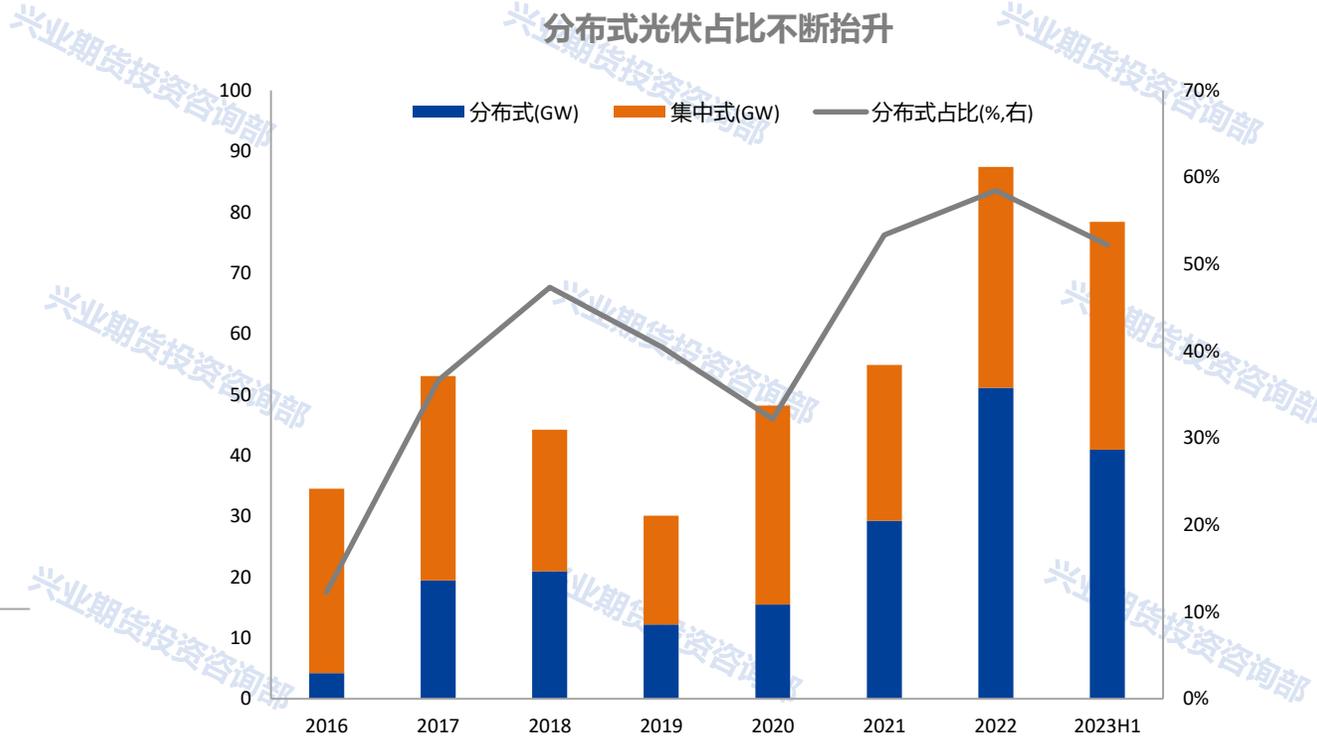
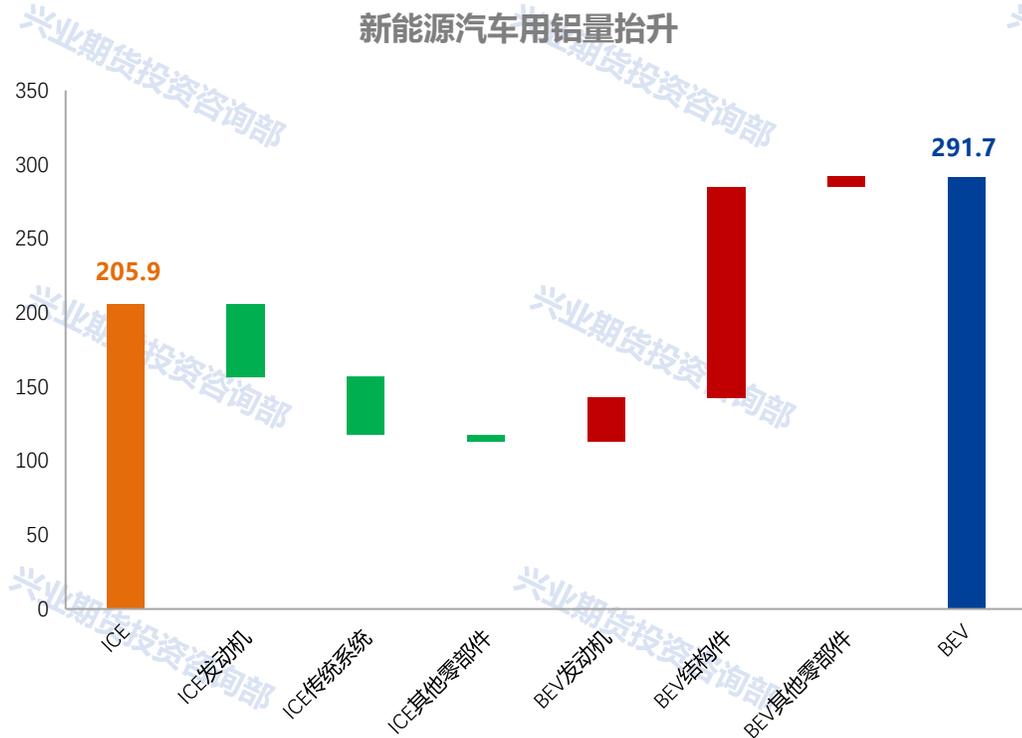
低库存低估值下，沪铝支撑明确

□ 8月由于云南地区复产节奏偏快，产量增幅较高，但目前产能利用率已经处于高位，而电解铝产能受限于产能天花板，后续进一步增长空间较为有限，供给约束仍较为明确。

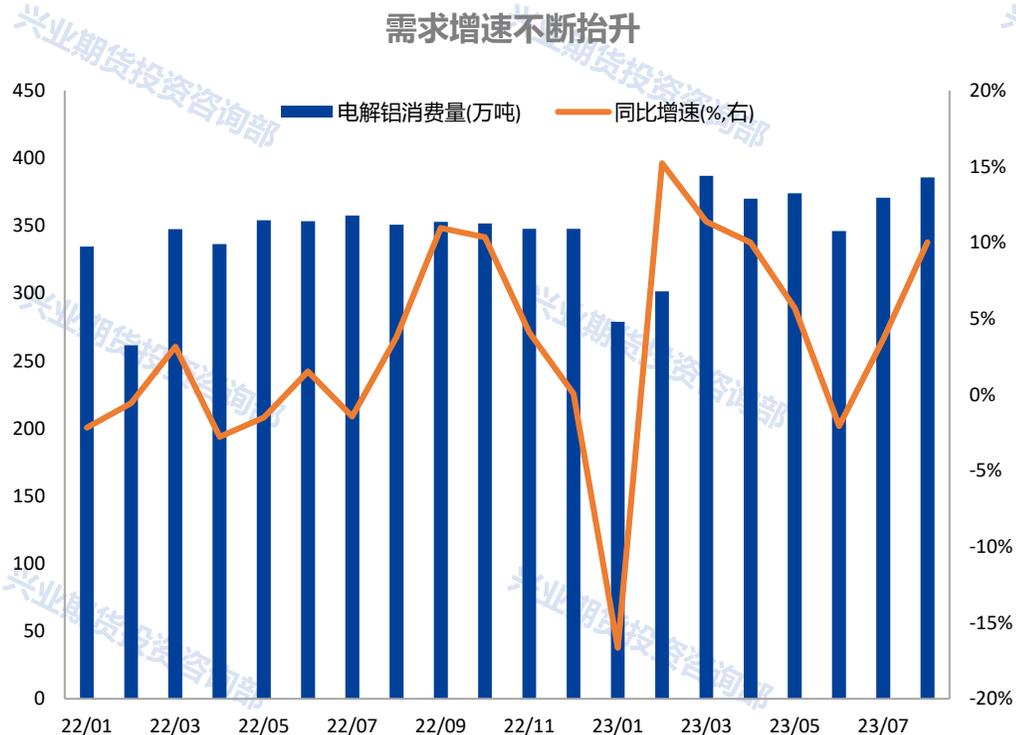
□ 近期国内铝价表现更为强势，因此进口利润抬升，进口窗口打开，为国内供给提供边际增量，但我国铝进口占比偏低，8月在进口量处历史偏高水平的前提下，占比也仅4%，因此绝对增量有限。



- 相较于传统汽车，新能源汽车由于在系统、电池已经车身上的用铝量均有所增加，因此新能源车单车用铝量较传统汽车增幅大约在35%-40%左右。
- 光伏支架用铝通常用于分布式光伏，近年来受政策等因素的影响，分布式光伏增速明显偏高。



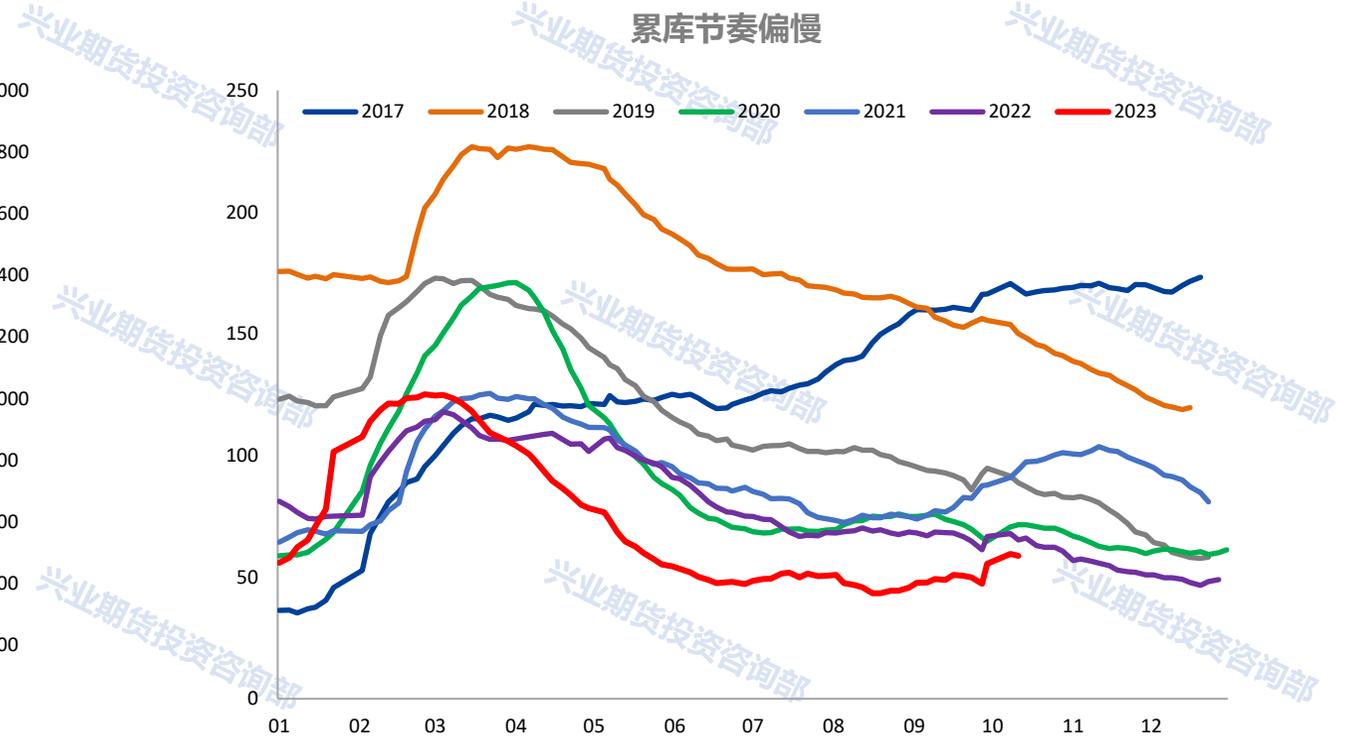
- 此外地产政策近期不断出现超预期加码，对地产及地产后周期需求均存在利多。因此整体需求端从潜在利多。
- 从下游开工情况来看，目前整体开工率基本处于历史同期平均或高于平均水平。叠加后续政策加码，开工率或存在进一步改善空间。



下游开工整体尚可

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
铝合金开工率(%)												
2018	60.76	50.24	62.18	63.11	63.01	57.75	56.75	54.90	56.55	53.34	54.39	52.26
2019	53.12	42.11	55.88	56.91	54.11	49.52	49.67	48.75	53.24	55.68	57.53	56.79
2020	41.33	12.00	39.80	47.02	46.83	46.59	45.82	49.81	53.88	55.20	55.08	51.94
2021	55.80	31.98	50.55	53.44	49.98	48.43	48.01	43.48	41.15	40.26	45.85	47.00
2022	47.22	39.83	43.39	35.81	38.24	38.60	37.18	29.50	44.63	41.97	42.76	52.16
2023	29.16	44.10	57.20	56.26	54.26	52.28	53.21	53.20				
铝型材开工率(%)												
2018	59.31	35.34	62.63	61.23	61.47	58.05	54.56	53.38	54.11	56.30	55.39	53.82
2019	33.32	25.07	55.02	57.35	58.16	56.37	53.67	53.14	54.77	55.75	58.41	57.33
2020	30.73	13.23	51.71	59.47	60.05	58.26	54.70	51.80	53.65	53.73	54.44	55.79
2021	50.83	38.32	50.92	57.72	57.99	52.61	52.00	51.88	51.14	53.13	54.38	53.73
2022	51.23	41.69	49.92	53.19	56.20	57.33	53.40	51.06	52.86	53.38	52.78	51.08
2023	34.63	50.67	55.02	54.52	50.52	50.41	50.74	49.10				
铝板带箔开工率(%)												
2018	65.20	47.80	63.40	67.60	65.20	63.40	58.86	61.20	63.20	65.70	70.10	72.11
2019	52.80	50.20	72.60	74.80	73.20	67.10	63.20	61.55	65.20	65.80	65.80	58.70
2020	51.43	38.07	58.30	75.60	64.99	65.20	63.05	65.26	72.76	70.43	67.83	65.62
2021	68.38	54.67	72.42	78.23	76.68	73.77	72.34	73.59	72.52	72.13	72.39	73.19
2022	72.77	71.46	72.21	71.76	73.28	68.28	67.82	65.95	70.01	67.88	64.32	62.03
2023	53.24	64.91	69.31	67.59	66.35	64.89	64.69	60.80				

- 从估值的角度来看，22年下半年至今，有色金属板块价格重心略有抬升，但沪铝价格仍维持在震荡区间，虽然近几周铝价有所抬升，但估值水平仍显著低于有色金属板块。且目前铝价处于倒挂结构，有利于多头移仓。
- 库存方面，虽然受季节性以及节假日的影响，库存出现小幅抬升，但仍未有明显累库出现，库存仍处于历史极低水平。



橡胶

RU

01

车市产销创下同期新高，轮胎产线推进节后复产

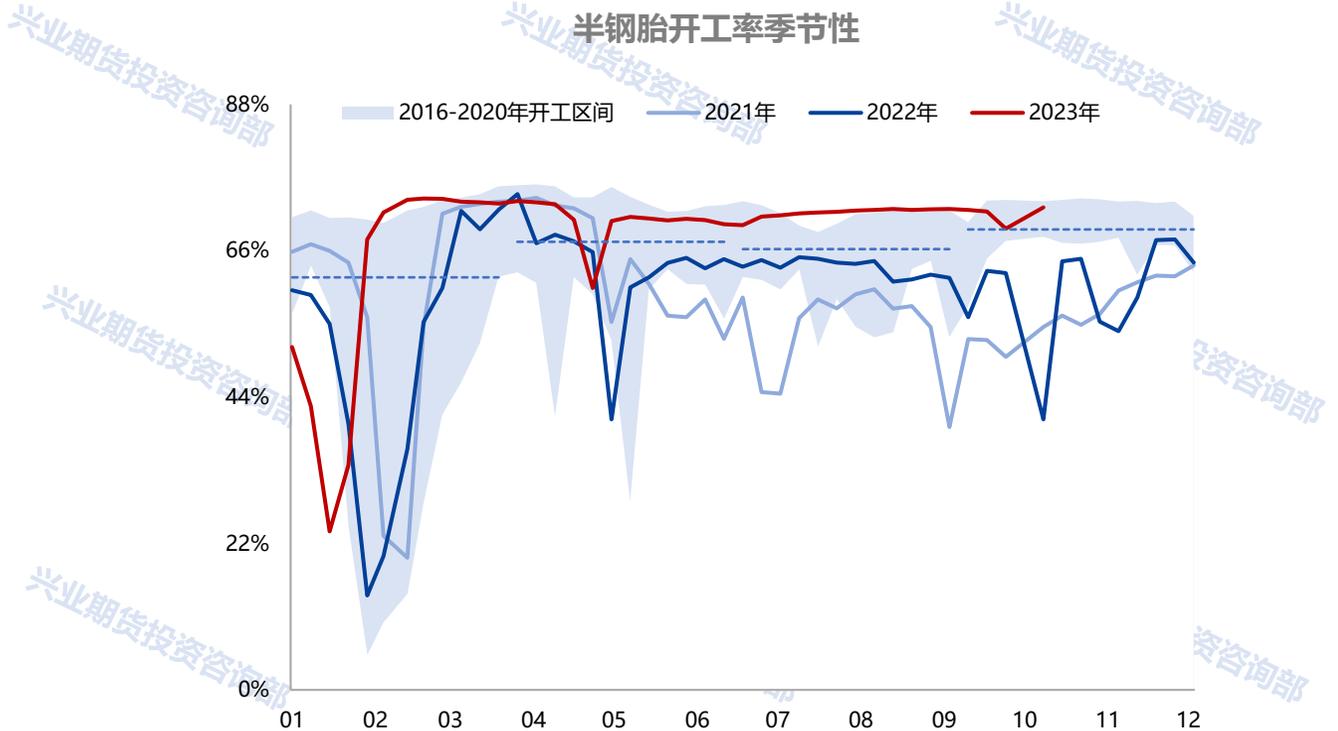
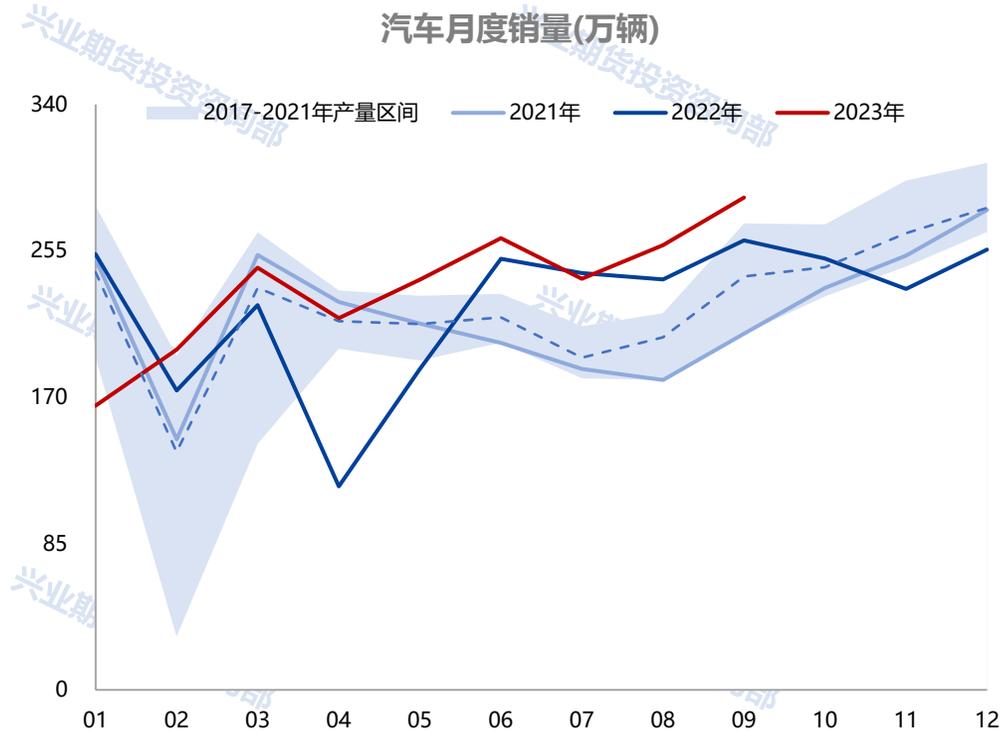
02

原料价格表现坚挺，气候影响仍不容忽视

03

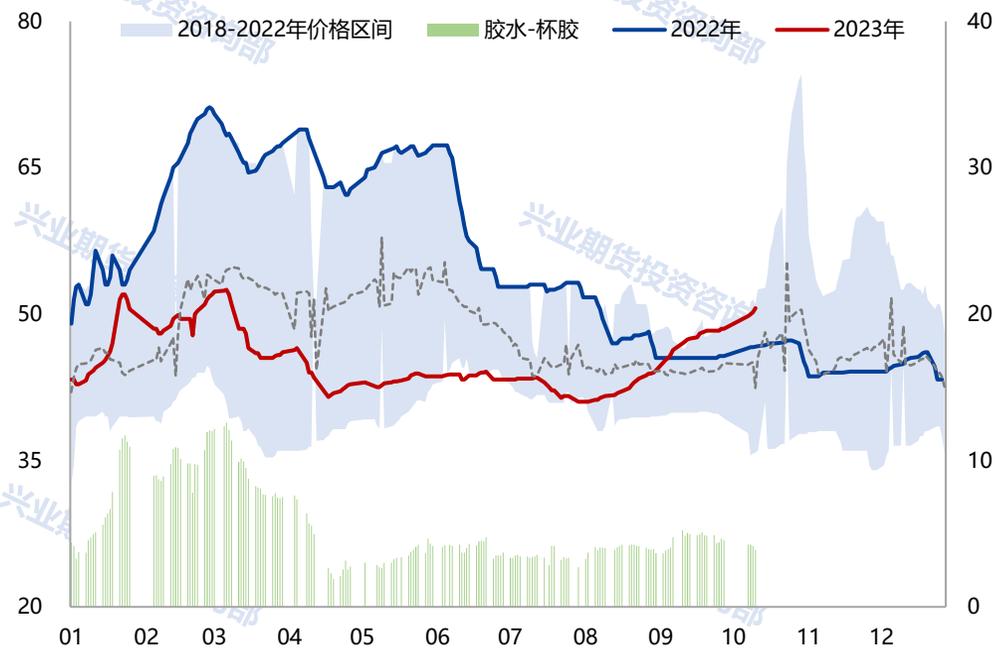
港口库存加速降库，供需结构继续改善

需求方面，中汽协发布前三季度汽车行业运行状况，9月汽车产销均创历史同期最高纪录，环比增幅达10.7%、同比增长6.6%及9.5%，消费刺激措施效用显现，产业积极因素逐步积聚，传统旺季有望维持车市复苏态势；而节后山东轮胎企业复工排产加速，半钢胎开工率回升至季度均值高位，企业产成品去库顺利，橡胶终端需求及传导效率预期乐观。

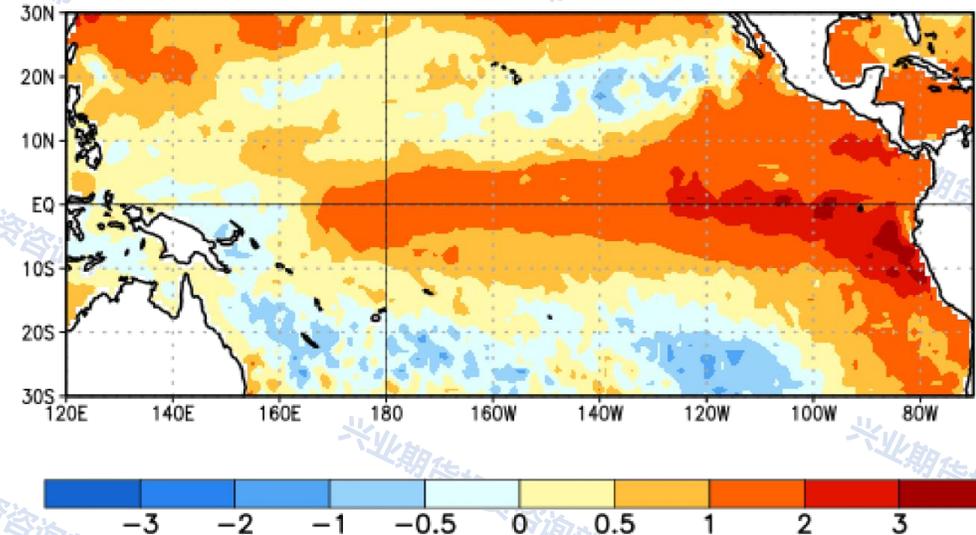


供应方面，国内产区步入旺产季下半程，气候影响下天胶产出难有增量，而泰国原料释放亦受阻碍，合艾市场胶水价格表现坚挺，成本支撑不断抬升；另外，依照NOAA最新ENSO监测报告，9月赤道太平洋海温指数依然大幅高于临界值，本轮厄尔尼诺事件正处峰值附近，相关地区极端天气发生频率及强度纷纷提升，各产区物候条件将遭受严峻考验，天然橡胶供应生产不稳定性增强。

泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)



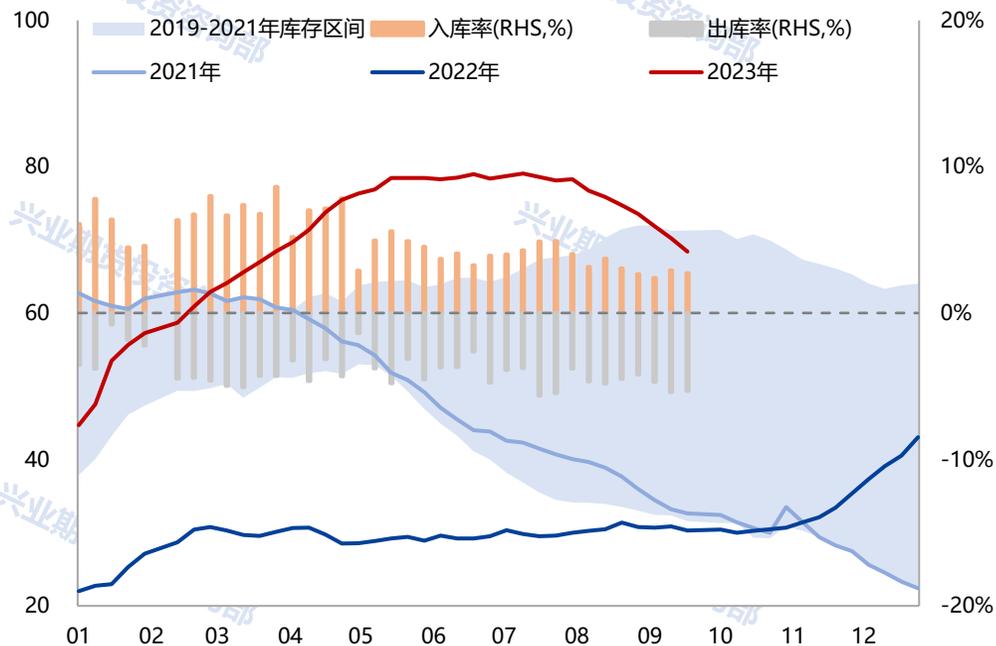
太平洋海温指数异常值



□ 库存方面，随着到港减少、港口入库率持续走低，而下游采购相对积极，带动青岛库存加速降库，考虑当前沪胶仓单及云南现货库存均处低位，橡胶库存端结构性压力大幅缓解。

□ 综合来看，政策引导效力显著，车市消费潜力得到激发，轮胎开工随之回暖，而天胶原料产出依然不时受到气候因素负面干扰，港口库存加速去库，供减需增驱动价格上行。

青岛一般贸易库存水平(万吨)



天然橡胶月度供需平衡表

单位: 万吨	23年4月	23年5月	23年6月	23年7月	23年8月A	23年9月A	23年10月E	23年11月E	23年12月E	24年1月E	24年2月E	24年3月E
产量	3.94	6.34	8.60	11.00	10.05	11.07	11.05	11.21	2.44	0.00	0.00	0.83
进口量	55.42	46.51	44.95	45.07	44.83	45.27	41.76	43.20	55.17	49.01	32.95	48.17
消费量	56.57	56.65	56.88	56.30	54.49	54.27	52.82	54.70	53.52	51.50	39.11	52.23
出口量	0.41	0.44	0.47	0.48	0.26	0.28	0.22	0.33	0.30	0.33	0.17	0.30
供需缺口	2.38	-4.24	-3.80	-0.71	0.12	1.79	-0.23	-0.62	3.80	-2.82	-6.33	-3.52
割胶季	过渡期			旺产季				过渡期	停割季			

纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费整体平稳

02

若四季度新装置顺利投产，纯碱单月产量可达到320万吨

03

供应增长趋势明确，库存将快速积累

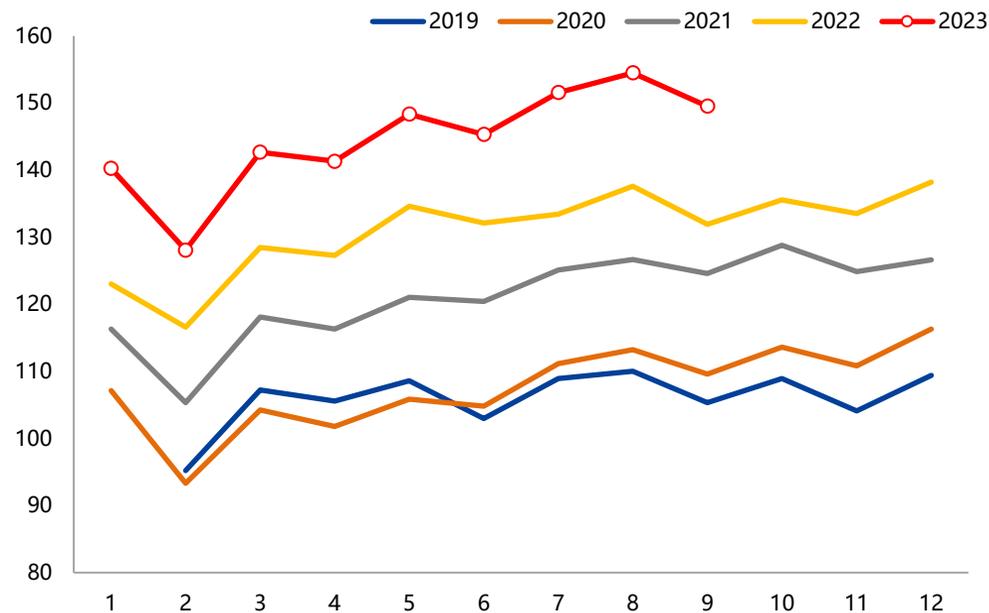
04

向下驱动明确但空间有限，以空间换时间，远月多单择机入场

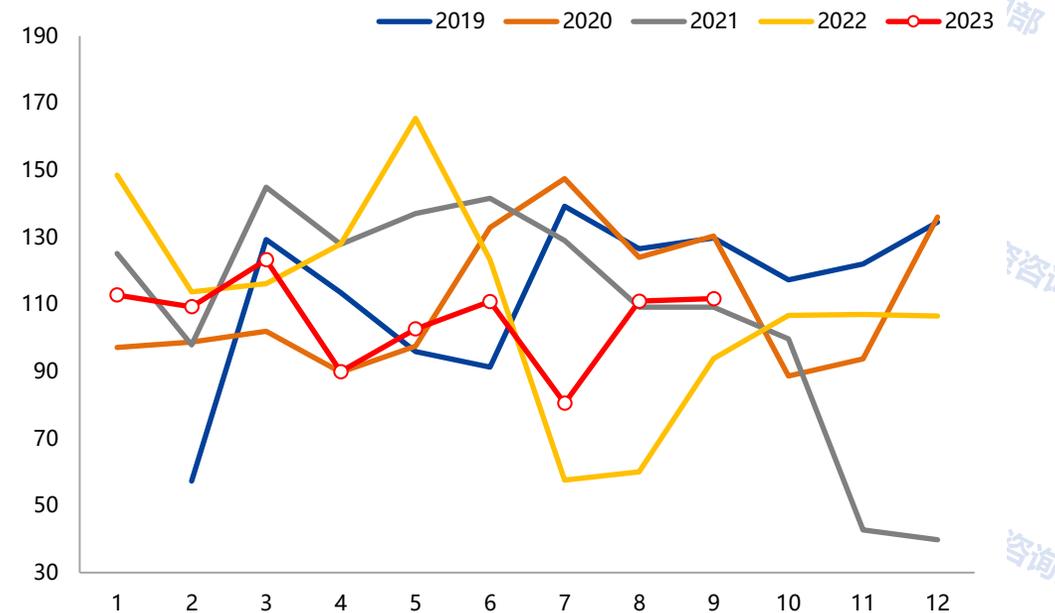
随着光伏玻璃和浮法玻璃运行产能的稳步增加，玻璃厂月度纯碱消耗量重心由年初的130-140万吨提高至150万吨上下。如若四季度玻璃产能如预期扩张，则玻璃厂月度纯碱消耗量将进一步提高至160万吨。

今年轻碱消费量波动收窄，二、三季度多数月份基本维持110万吨上下的表需规模。鉴于国内经济周期企稳回升的信号增多，消费属于顺周期行业，预计四季度轻碱消费大概率可以环比持稳，部分行业会受到季节性的影响。

重碱月度消耗量重心稳步上移



今年轻碱月度表需整体平稳



□ 2023年三季度，浮法玻璃全行业保持较高盈利水平。截至10月13日当周，浮法玻璃平均利润347元/吨。高盈利刺激下，浮法玻璃产线复产逐步增多。年初以来，浮法玻璃运行产能已累计净增加11380t/d，运行产能已恢复至17.15wt/d。若浮法玻璃复产及冷修计划均落实，至年底，浮法玻璃日熔量可能将恢复到18.05wt/d，同比增加2.17wt/d（+13.7%）。

2023年浮法玻璃新建/复产/冷修/搬迁计划汇总（更新至10.13）

计划	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
点火+复产	600	1,550	4,600	1,480	2,750	2,450	1,200	600	3,100	1,150	0	11,250	30,730
点火	600	1,050	1,200	880	1,500	1,200	1,200	0	2,500	550	0	6,200	16,880
点火	600	1,050	1,200	880	1,500	1,200	1,200		2,500	550		1,300	11,980
点火, 推迟												1,800	1,800
点火, 未定												3,100	3,100
复产	0	500	3,400	600	1,250	1,250	0	600	600	600	0	5,050	13,850
复产		500	3,400	600	1,250	1,250		600	600	600		4,950	13,750
复产, 推迟													0
复产, 未定												100	100
减产	1,600	1,450	1,600	1,280		3,200				1,600	0	1,100	11,830
冷修	1,600	500	1,600	400		3,200			2,000	400		1,100	10,800
搬迁		950		880						1,200			3,030
净变化	-1,000	100	3,000	200	2,750	-750	1,200	600	3,100	-450	0	10,150	18,900

*背景/文字颜色：蓝色：已投产/冷修；红色，计划投产/冷修，更新至10月13日

黑色金属品种策略（纯碱）：重碱需求稳步增加，轻碱消费整体平稳（3）

2023年二季度以来，光伏玻璃维持每月点火1-2条的进度稳步扩产。

2023年光伏玻璃新建/复产/冷修计划汇总（更新至10.13）

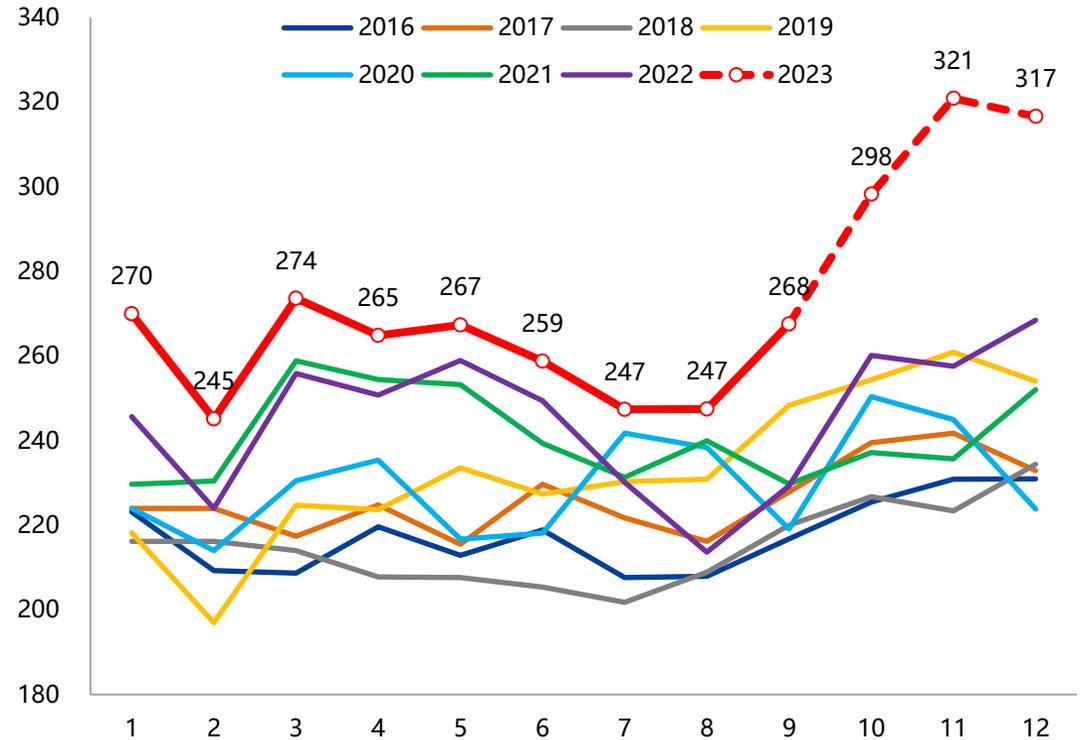
企业	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
福莱特			1,200									2,400	3,600
信义			1,000	1,000					1,000	2,000	1,000	1,000	7,000
中建材					850							4,800	5,650
旗滨	1,200					1,200	1,200			1,200			7,200
南玻					1,200								-650
彩虹		-750			750			150					1,000
河北金信											1,000	1,000	2,000
德力集团											160	1,000	1,160
日盛达			-500								1,000		500
长利			1,200										1,200
新福兴												1,200	1,200
和友												900	900
合盛硅业												1,200	1,200
重庆武骏	900												900
宿迁中玻	1,000												1,000
福建台玻										550			550
江西康佳												400	400
河南裕鑫												250	250
沐阳鑫达				-650								800	150
思必得												120	120
合计（实际+计划）	3,100	-750	2,900	350	2,800	1,200	1,200	150	2,200	2,550	3,160	17,820	36,680
合计（高概率计划）	3,100	-750	2,900	350	2,800	1,200	1,200	150	2,200	2,000	2,000	3,000	20,150

*背景/文字颜色：蓝色：已投产；绿色：已冷修减产；红色：计划，更新至10月13日

□ 10月份，远兴3、4线点火投产，金山新装置也将逐步上量，此外重庆湘渝、德邦、阜丰等剩余装置也可能将陆续投产。如若顺利的话，四季度纯碱单月产量可能将于11月攀升至320万吨以上。回顾三季度新装置投产的预期与现实差异过大，导致行情出现超预期波动，因此四季度我们仍需持续追踪新增装置实际的投产节奏、以及行业盈利能力和盈利预期，不断修正对纯碱供应增长的评估。

2023年纯碱装置投产计划及月产量估算（更新至10.13）

新产能		7月	8月	9月	10月	11月	12月
安徽红四方	产能	20	20	20	20	20	20
	开工率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	产量	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	1.9
远兴能源1线	产能	150	150	150	150	150	150
	开工率	40%	70%	90%	100%	100%	100%
	产量	5.6	9.8	12.2	14.0	13.5	14.0
远兴能源2线	产能		150	150	150	150	150
	开工率		20%	80%	100%	100%	100%
	产量		2.8	10.8	14.0	13.5	14.0
远兴能源3-4线	产能				200	200	200
	开工率				50%	100%	100%
	产量				9.3	18.0	18.6
金山化工	产能			200	200	200	200
	开工率			25%	40%	88%	85%
	产量			4.5	7.4	15.8	15.8
重庆湘渝	产能			20	20	20	20
	开工率			20%	60%	88%	85%
	产量			0.4	1.1	1.6	1.6
德邦	产能				60	60	60
	开工率				20%	60%	85%
	产量				1.1	3.2	4.7
阜丰	产能				30	30	30
	开工率				40%	85%	85%
	产量				1.1	2.4	2.4
合计	产能	170	320	540	800	830	830
	产量	7.4	14.4	29.6	48.7	68.5	72.9



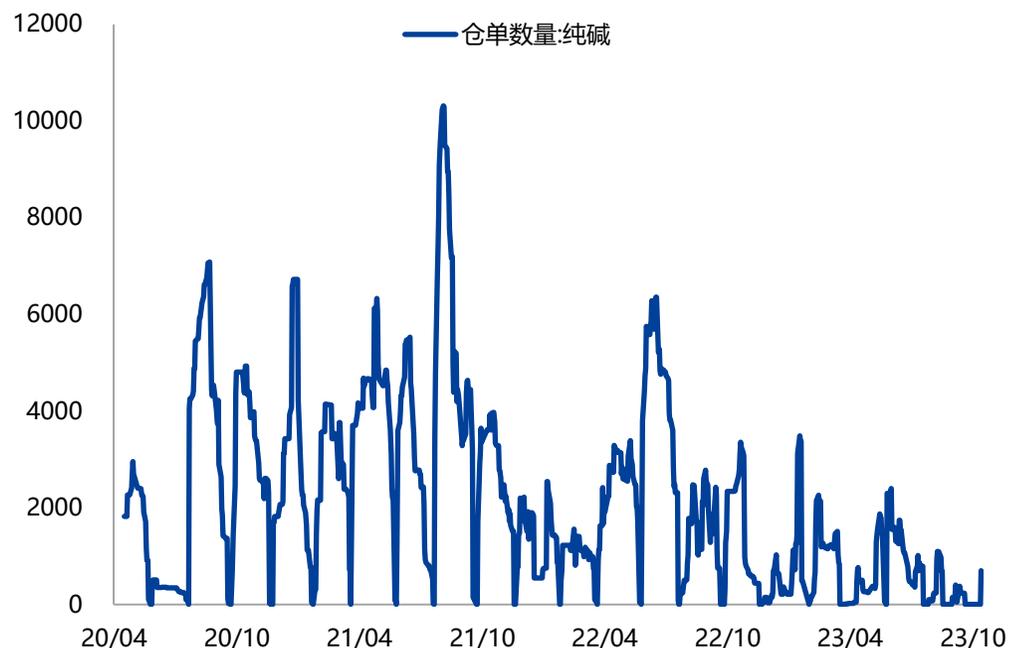
- 国内供应：如若四季度纯碱新装置按计划顺利投产，国内纯碱月产量上升至320万吨附近。
- 进出口：市场消息，9-10月有大批进口纯碱到港，规模约为20-30万吨，势必将进一步增加国内纯碱供应增长的压力。
- 综合以上信息，据我们估算，四季度纯碱库存累计将增加120万吨以上。至明年初，纯碱库存峰值将达到历史高位。

单位: wt, wt/d			纯碱供需平衡表 (更新至10.13)											
			23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10E	23/11E	23/12E
产能	合计值		3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,352	3,502	3,722	3,982	4,012	4,012
开工率	隆众 (旧产能)	当月值	91%	92%	92%	92%	90%	90%	84%	80%	83%	87%	88%	85%
产量	隆众	当月值	270.0	245.2	273.7	264.9	267.4	258.8	247.4	247.5	267.6	298.3	321.0	316.7
纯碱总供给		当月值	270.0	245.2	273.7	264.9	267.4	258.8	247.4	247.5	267.6	298.3	321.0	316.7
光伏玻璃	运行产能	wt/d	8.3	8.2	8.5	8.5	8.8	8.9	9.1	9.0	9.4	9.6	9.8	10.1
	投产计划	wt/d										0.2	0.2	0.3
光伏纯碱消费量		当月值	48.1	44.0	49.3	48.5	51.1	50.6	53.1	53.4	52.6	56.2	55.5	58.8
浮法玻璃	运行产能	wt/d	15.7	15.8	15.8	16.1	16.4	16.5	16.7	17.0	17.0	17.0	17.0	18.0
	冷修	wt/d										-0.2	0.0	-0.1
	点火/复产	wt/d										0.1	0.0	1.1
浮法纯碱消费量		当月值	93.1	83.8	93.1	91.1	95.8	93.9	97.8	99.1	96.9	100.1	96.7	102.9
轻碱消费量		当月值	112.7	109.0	123.0	92.0	113.6	115.0	110.0	95.0	110.0	110.0	100.0	110.0
净出口	统计局	当月值	15.4	13.2	11.7	14.5	6.4	14.2	15.4	10.8	0.0	2.0	10.0	10.0
纯碱总消费		当月值	269.2	250.1	277.1	246.1	266.9	273.7	276.3	258.3	259.5	268.3	262.2	281.8
供需差		当月值	0.8	-4.9	-3.4	18.8	0.5	-14.9	-28.9	-10.8	8.0	30.0	58.7	34.9

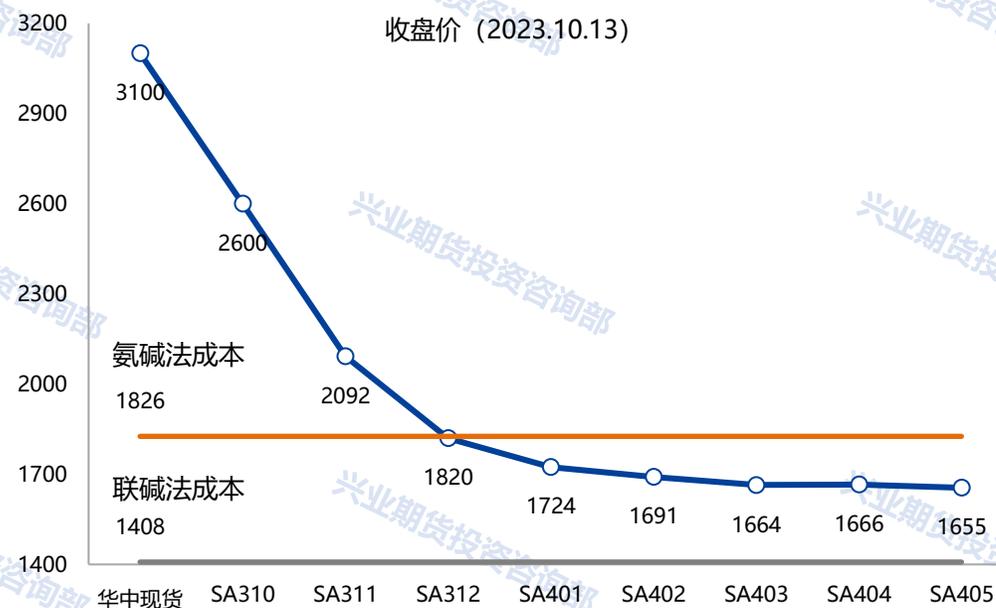


由于现货库存过低，期货贴水过深，纯碱期货的卖方交割意愿和交割能力均较低。截至9月28日，郑商所纯碱仓单数量依然为0，而纯碱10、11、12合约依然有0.43万手、9.3万手和3.85万手左右持仓，对应8.6万吨、186.1万吨、77万吨纯碱实物量。考虑到国内宏观继续推进稳增长，经济基本面改善信号增多，中观纯碱需求稳步增长，且产业链库存过低，微观期货贴水幅度偏高，卖方交割意愿和交割能力较弱，纯碱近月仍有向上修复基差的动力，远月估值有望跟随修复。建议纯碱05合约多单配合平仓继续耐心持有。

大贴水限制纯碱卖方交割意愿（更新至10.13）



纯碱价差结构（更新至10.13）





甲醇

MA

01

海外开工率大幅下降，各环节库存加速减少

02

烯烃开工率持续上升，传统下游开工率维持高位

03

煤炭存在成本支撑，基本面和技术面无利空指引

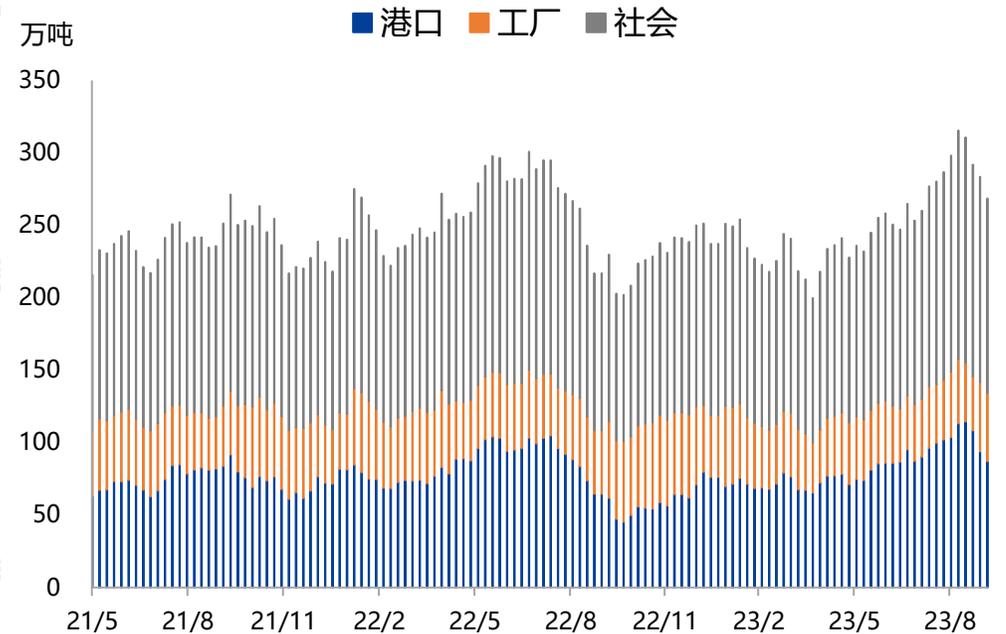
□ 上周国内甲醇产量为177 (-2) 万吨，开工率为84% (-1.5%)，尽管开始下降，但仍处于历史最高水平附近。11月气头装置将开始检修，周度产量预计下降至165万吨。海外装置开工率下降3%，巴以冲突可能导致中东甲醇生产或运输中断，直接削减11月我国甲醇进口量。

□ 4~8月工厂、港口和社会库存持续增加，9月下旬起各环节库存开始加速减少。由于订单充足，工厂库存降幅最大。由于到港量减少，港口库存被动减少。社会库存虽然降幅最小，但也达到年内中等水平。当前上中游库存无任何压力，能够支撑现货价格继续上涨。

海外开工率大幅下降 (截至10.13)

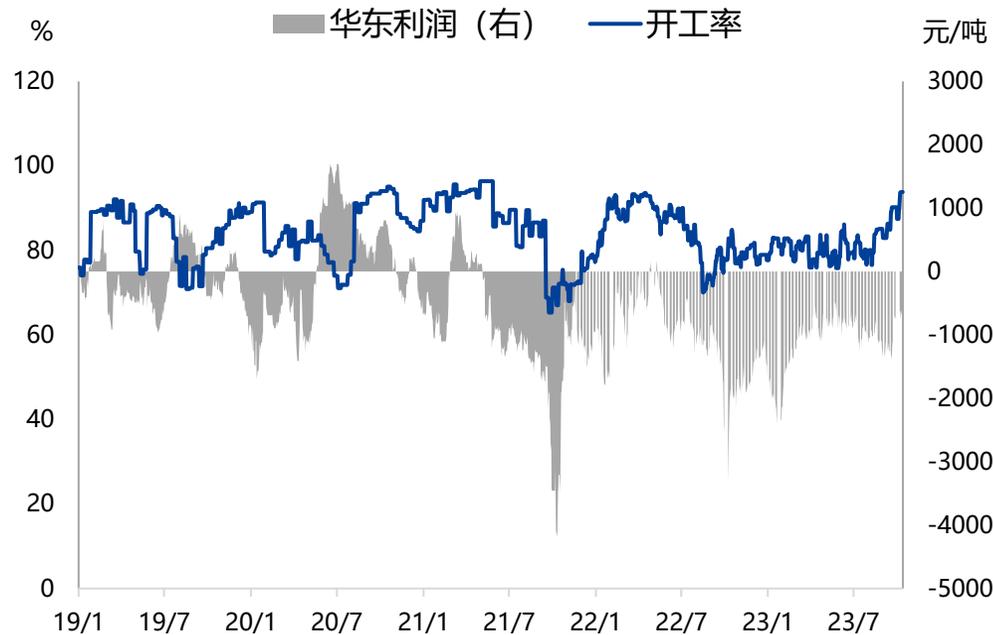


各环节库存加速下降 (截至10.13)

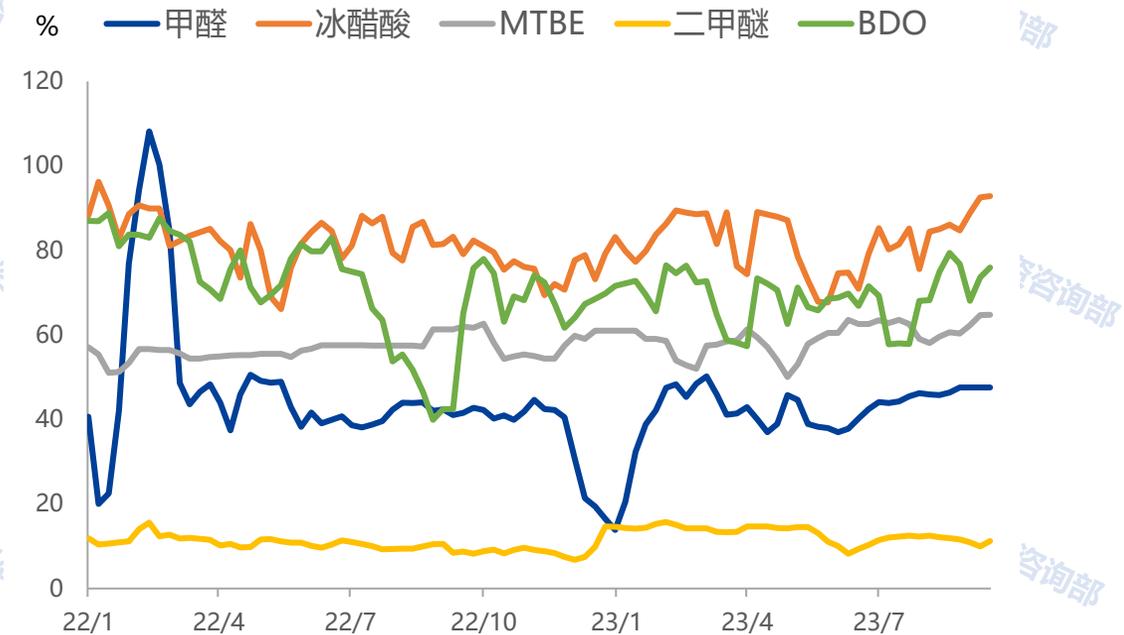


- 随着十一期间天津渤化和青海盐湖顺利重启，甲醇制烯烃开工率提升至92.82%，达到2022年4月以来最高。由于部分装置是三季度重启，同时甲醇制烯烃理论利润已经达到过去两年偏高水平，四季度开工率预计保持高位。
- 传统下游开工率除了二甲醚外均处于年内高位，尽管四季度是消费淡季，但今年部分终端需求良好，BDO、冰醋酸和MTBE高开工率有望延续。

甲醇制烯烃开工率达到一年半新高（截至10.13）



传统下游开工率保持高位（截至10.13）

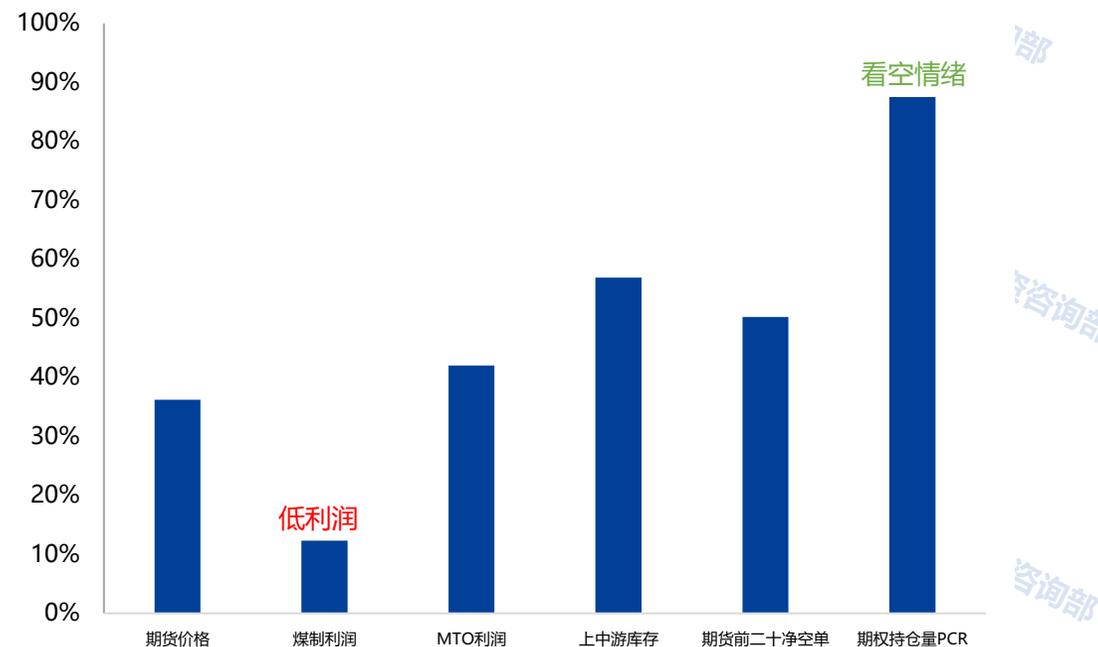


- 三季度煤价涨幅大于甲醇，煤制甲醇利润由年内最高降至最低。焦炉气和天然气制甲醇利润虽有下降，但处于年内偏高水平。四季度采暖季煤炭需求依然旺盛，价格不会大幅下跌，因此煤炭对甲醇存在成本支撑作用。另外需要关注欧洲天然气价格上涨对甲醇生产的影响。
- 长假后首周现货企业看涨比例降低至8%，期权持仓量PCR处于88%分位水平，反映看空情绪。不过供需、库存和利润等基本面数据无利空驱动，期货技术指标无下跌迹象。

煤制亏损达到2月以来最大（截至10.13）



主要指标偏中性（截至10.13）



PTA

TA

01

四季度PTA供应继续上升

02

供增需减，库存将逐步累积，驱动价格下行

供应端看，11月前后海南逸盛250万吨新装置投产，汉邦石化220万吨老装置复产，且年底或明年年初仪征和台化亦有新装置投产，预计四季度PTA供应继续上升。

四季度PTA供增需减，驱动价格下行

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
总产量	473.3	461.5	479.1	473	477	455.8	484.5	493.2	496.8	509.8	492.7	521.7
进口	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
出口	33	35	33	30	25	25	25	30	33	33	35	35
总消费	401.1	405.7	453.8	458.2	470.5	453.3	463.1	456.2	455.5	463	446.2	449.8
过剩量	39.6	21.2	-7.3	-14.8	-18.1	-22.1	-3.2	7.4	8.7	14.2	11.9	37.3

PTA扩产速度高于聚酯

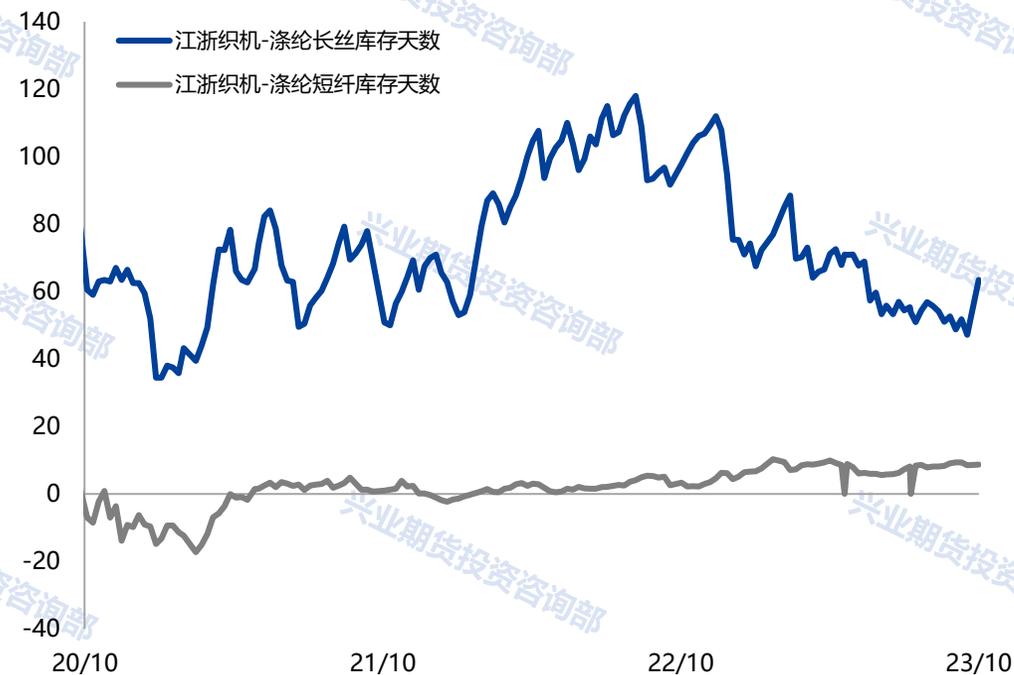
PTA	产能	投产时间	聚酯	产能	投产时间	
嘉通能源1#	125	1月初	短纤	四川吉兴	30	三季度
东营石化	125	2月中		仪征化纤	23	四季度
恒力惠州1#	250	3月中		四川能投	28	四季度
嘉通能源2#	250	4月底		中泰化学	25	四季度
恒力惠州2#	250	7月		扬州富威尔	10	四季度
逸盛海南2#	250	四季度	长丝	桐昆恒阳	60	三季度
台化兴业	150	四季度		国望高科	50	三、四季度
PTA合计	1400			柯桥恒鸣	50	三季度
PTA下半年合计	650			嘉通能源	60	三季度
(下半年相对聚酯)	992			盛元化纤	50	三季度
				新凤鸣	30	三季度
				新疆宇欣	30	三季度
			切片	恒力石化	260	四季度
聚酯合计				706		

- 需求端看, 下游聚酯工厂降负、市场表现冷清。纺服消费难有明显起色, 聚酯负荷或逐步下移, 总体需求支撑不足。
- 总体而言, 预计四季度PTA供增需减, 库存将逐步累积, 或驱动价格下行, 建议PTA持空头思路。

下游聚酯工厂降负、市场表现冷清



纺服消费难有明显起色, 下游去库不力





焦煤

JM

01

煤矿复产推进偏缓，海运焦煤进口仍无利润

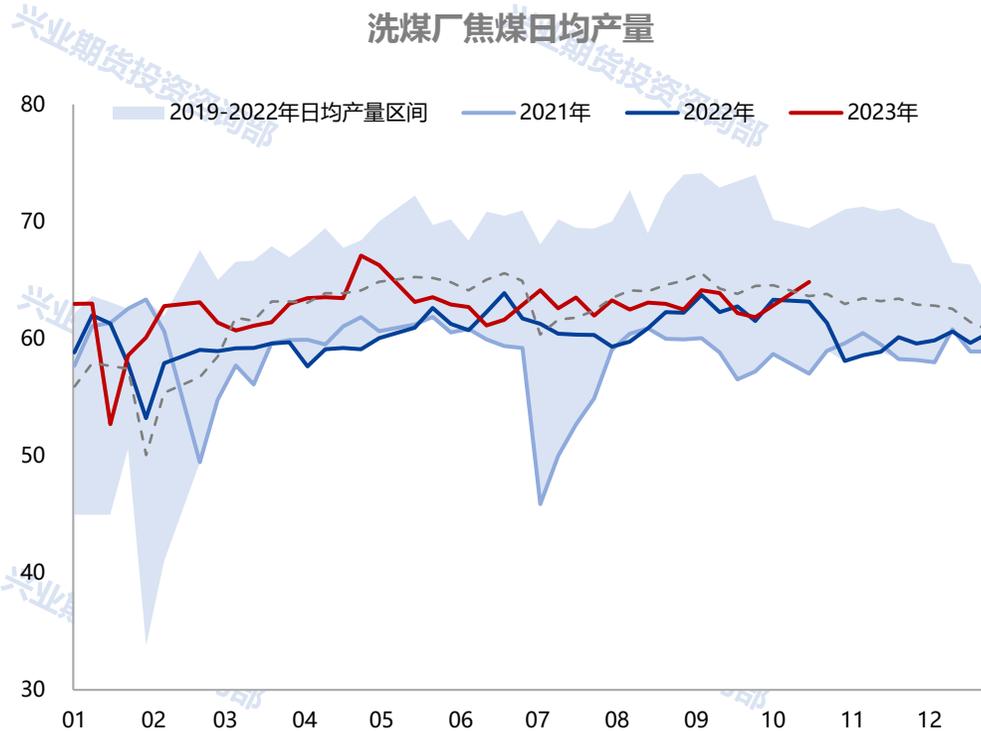
02

铁水日产高位边际回落，焦化产能淘汰影响有限

03

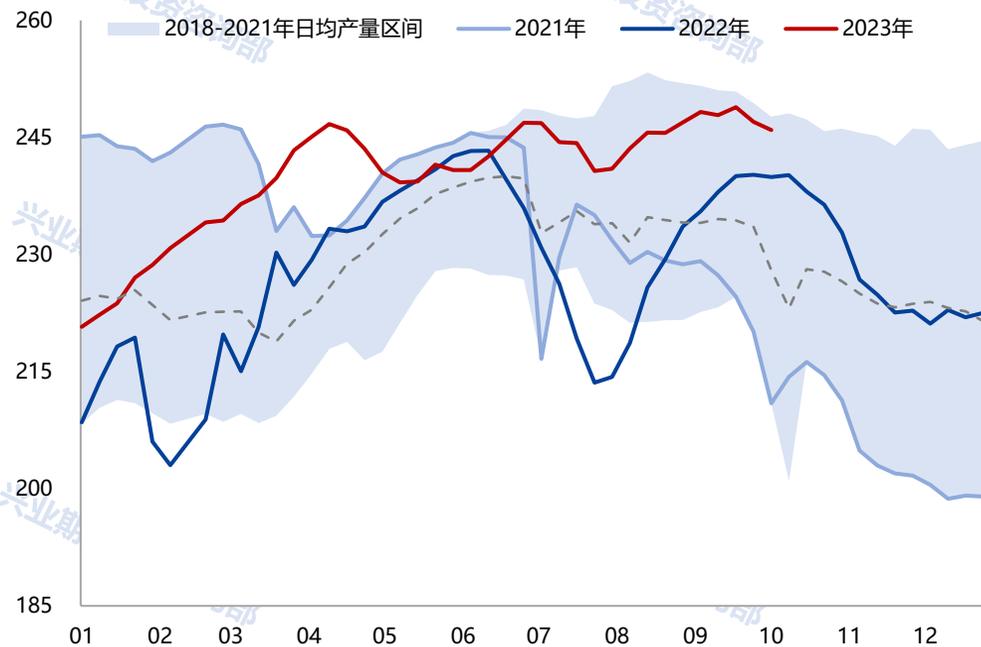
期现市场有所背离，而低库存特性或激发未来补库需求

供应方面，本周停产矿井存在复产现象，洗煤厂产能利用率同步增长，焦精煤供应小幅回升，但事故煤矿及周边地区安监局势依然严格，原煤产出恢复仍较缓慢；且进口市场补充作用尚且不足，澳煤价格持续攀升，进口利润倒挂程度不断扩大，终端采购海运焦煤意愿降至冰点。



需求方面，铁水日产季节性回落，但现实刚需兑现依然处于高位，短期需求暂无坍塌风险；而山西下发《关于做好4.3米焦炉关停工作的紧急通知》，相关焦炉10月20日前停止装煤并进入关停程序，涉及淘汰产能1824万吨，但考虑今年持续偏低的焦化利润及炉型老化等因素，部分淘汰名单焦企保持常态化限产，实际影响日均焦炭产量或不足3万吨，对焦煤入炉刚需的影响相对有限。

铁水日均产量

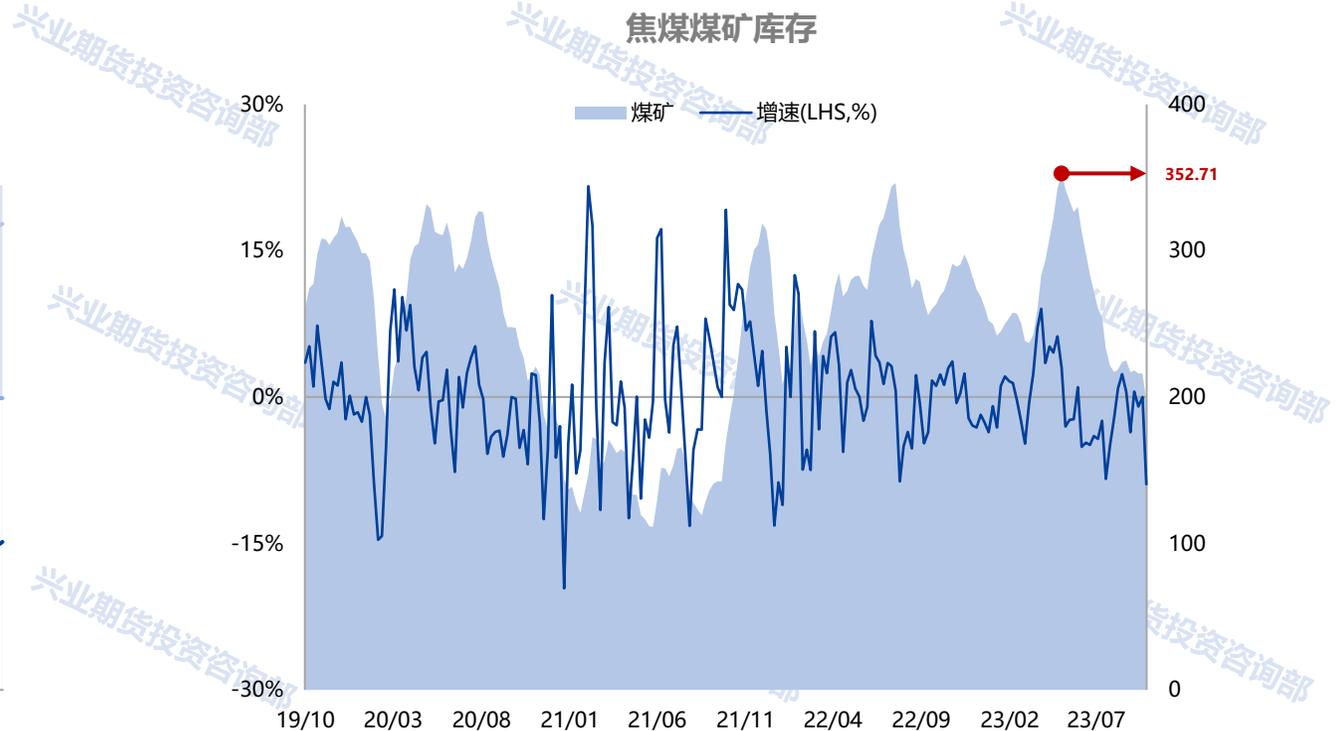
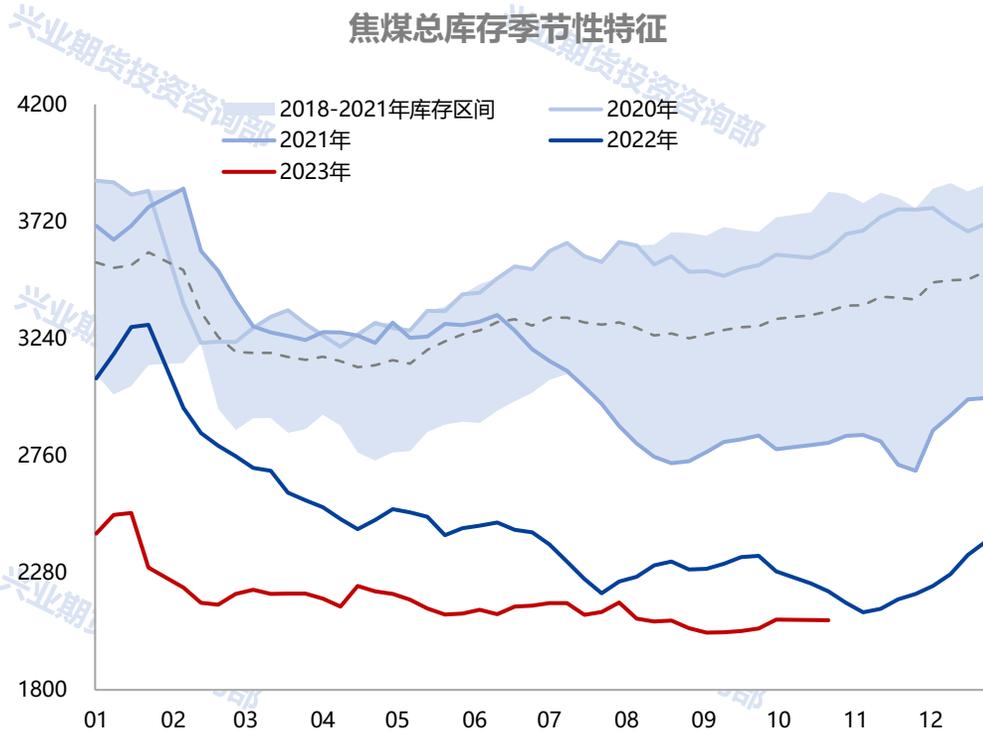


2023年山西各地4.3米焦炉待淘汰产能

序号	地市	执行月份	淘汰焦炉数量	类型	产能
1	晋中	10月	7	独立焦化厂	620
2	临汾	10月	3	独立焦化厂	360
3	吕梁	10月	2	独立焦化厂	300
		10月	1	钢厂焦化厂	60
4	运城	10月	3	独立焦化厂	210
		10月	1	钢厂焦化厂	60
5	长治	10月	2	独立焦化厂	154
6	晋城	10月	1	独立焦化厂	60
合计					1824

□ 库存方面，钢厂主导原料补库、厂内焦煤库存小幅增长但仍处于同期低位，带动焦煤煤矿库存继续下降，坑口竞拍依然活跃，焦煤整体延续低库存特性。

□ 综合来看，市场预期转向使得焦煤期价出现回调，期现市场有所背离，但考虑到现实需求短期并无坍塌风险，而低库存特征将放大冬储阶段性补库需求，加之当前原煤产能释放仍受产地安全检查限制，价格下方存在支撑。



棉花

CF

01

期末库存预计同比增长，供需面或呈现宽松格局

02

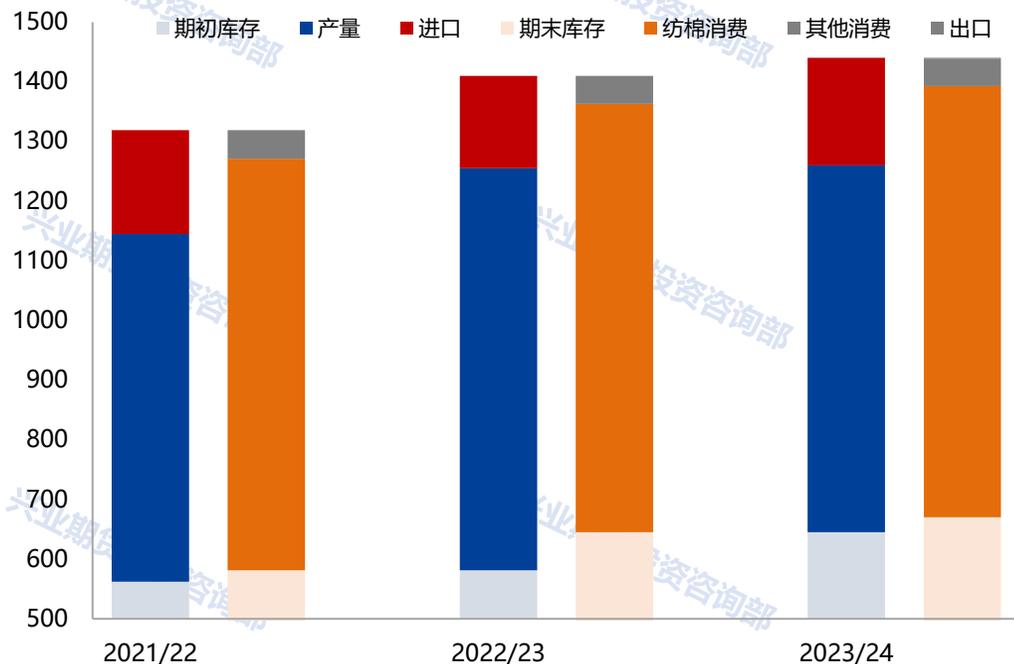
产量缩减盘面兑现已相对充分，新棉收购或出现僵持

03

纺企经营压力上升、利润多数亏损，需求端支撑不足

- 据BCO10月调查数据，产量方面，预计2023年新疆新棉总产557.2万吨，同比-11.0%；全国总产降至598.2万吨，同比-11.8%。
- 从ICAC供需平衡表来看，国内2023/24年度棉花产量由598万吨降至560万吨。国内减产相对明确，但消费量预期下滑更严重，由750万吨降至700万吨，导致期末库存总量仍然累积，整体年度后期国内供需或呈现宽松格局。

BCO2023/24年度国内棉花供需预测



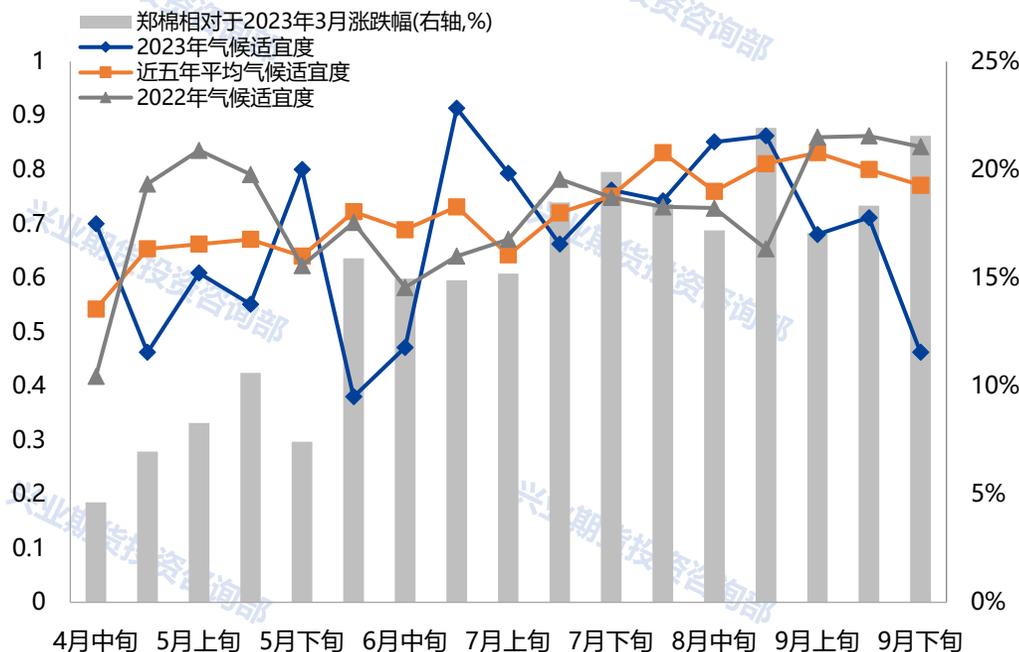
ICAC棉花2019-2023供需平衡预测

		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
全球	期初库存	1934	2211	2019	1941	2124
	产量	2626	2399	2518	2462	2498
	消费量	2305	2570	2583	2345	2331
	出口量	921	1083	973	806	925
	进口量	878	1065	960	805	925
	期末库存	2211	2019	1941	2124	2292
中国	期初库存	888	902	937	960	844
	产量	580	591	573	598	560
	消费量	723	840	831	750	700
	进口量	160	284	185	138	215
	期末库存	902	937	860	844	916
美国	期初库存	83	123	26	34	93
	产量	434	318	381	315	286
	出口量	347	363	318	278	268
	期末库存	123	26	34	93	65

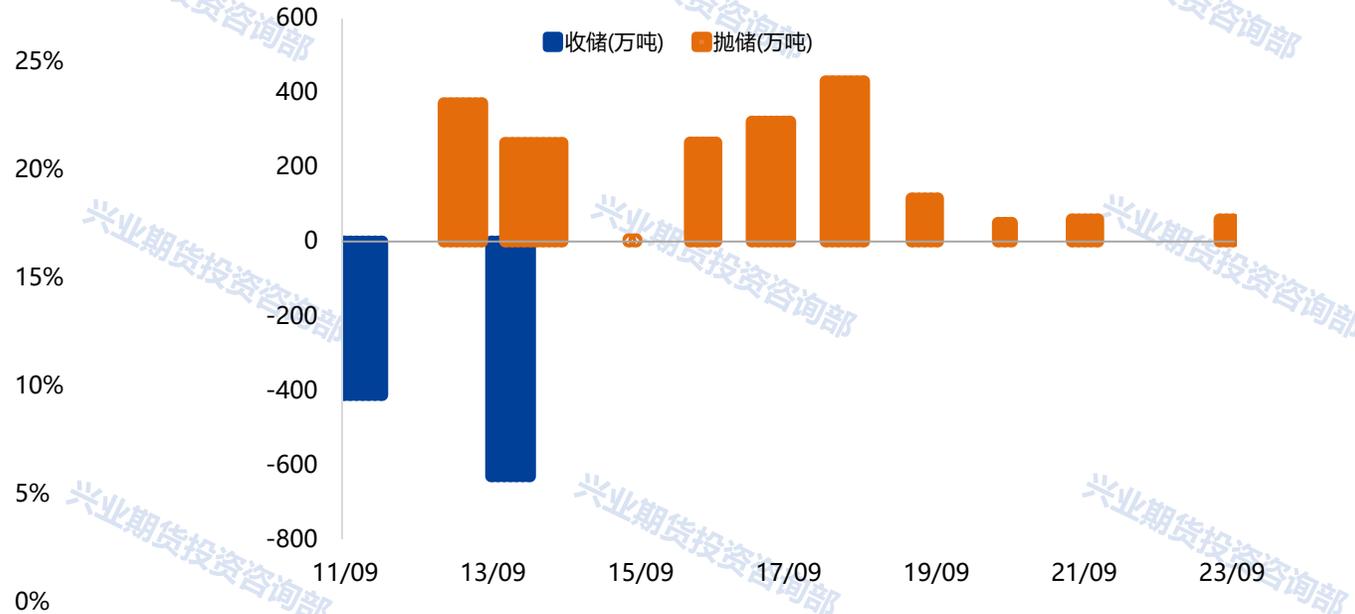
4月新疆低温灾害以来，疆棉产量缩减预期持续，而盘面也持续做出反应，目前价格相比3月初已上涨20%，且在当前位置盘整一月有余，表明疆棉减产因素或已在期货盘面上充分计价。

此前7月有关部门公告增发75万吨棉花进口滑准税配额，并启动中央储备棉销售。目前滑准税配额已下达给棉纺企业，新棉收购期间将根据形势继续销售中央储备棉。叠加下游消费传导不利，轧花厂尤其是国企收购企业相当冷静，本年度或难以出现“抢收”局面，反而可能出现僵持观望，因此推涨棉价的概率较小。

天气引发的产量缩减在盘面兑现已相对充分

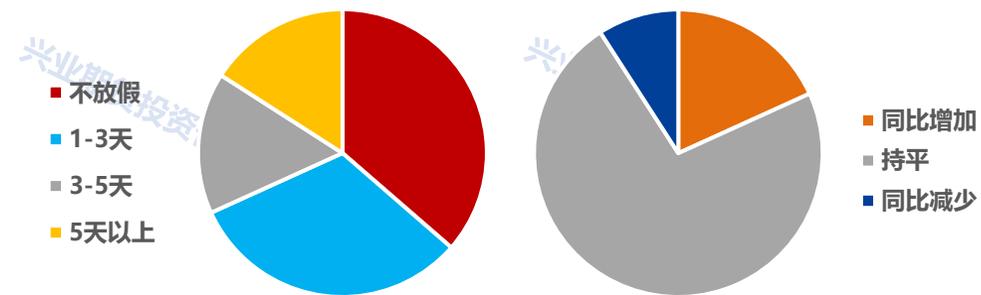


新棉收购或出现僵持



□ 九月下旬以来，棉纱销售逐渐放缓，纺企经营压力有所上升，虽处于传统旺季但双节放假情况比往年增多。当前纺企纺纱利润多数仍处于亏损。预计下游弱需求对新棉价格支撑动力不足。

纺企经营压力有所上升，旺季成色不足



纺企纺纱利润多数仍处于亏损



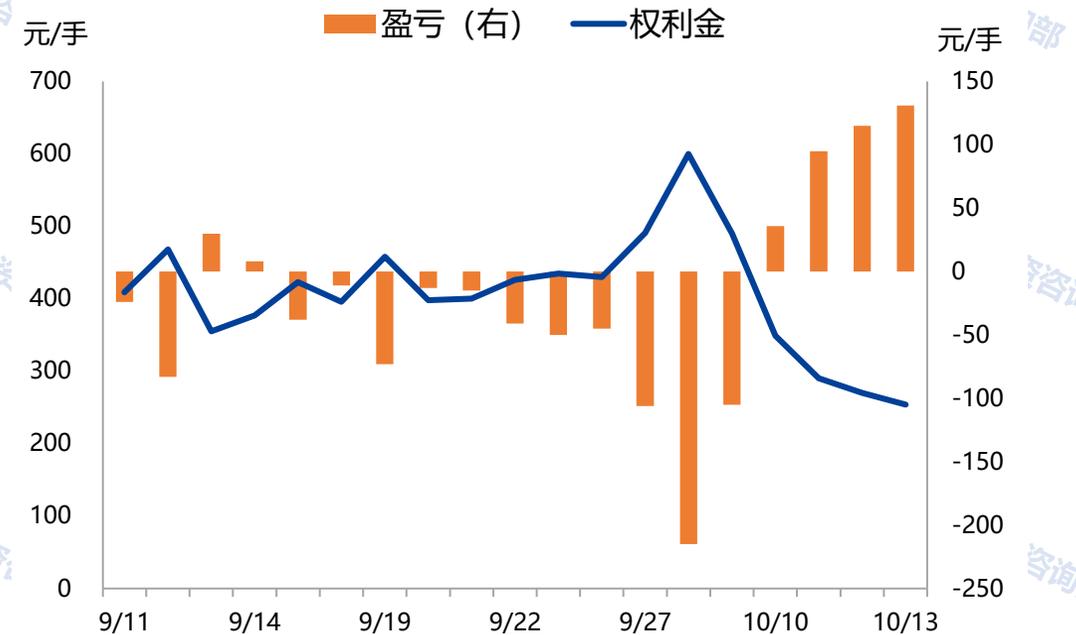
经济作物品种策略（棉花）：波动率加速下降，卖出看涨盈利扩大

- 主力期权平值隐含波动率和历史波动率开始加速下降，有助于扩大卖出期权策略的盈利。成交量PCR和持仓量PCR小幅增长，反映期权市场看跌情绪升温。
- 十一后首周棉花期货价格下跌近千元，CF401C18000权利金由600跌至260以下，卖出看涨盈利131元/吨。考虑到棉花供应利多已经消退，期货易跌难涨，卖出看涨建议继续持有。

波动率从高位开始回落 (截至10.13)



卖出棉花看涨期权盈亏 (截至10.13)



碳酸锂

LC

01

近期减产信号明确，未来供给宽松低于预期

02

电池产量环比正增长，新能源车渗透率持续提升

03

行业亏损企业占比较大，冶炼端维持去库趋势

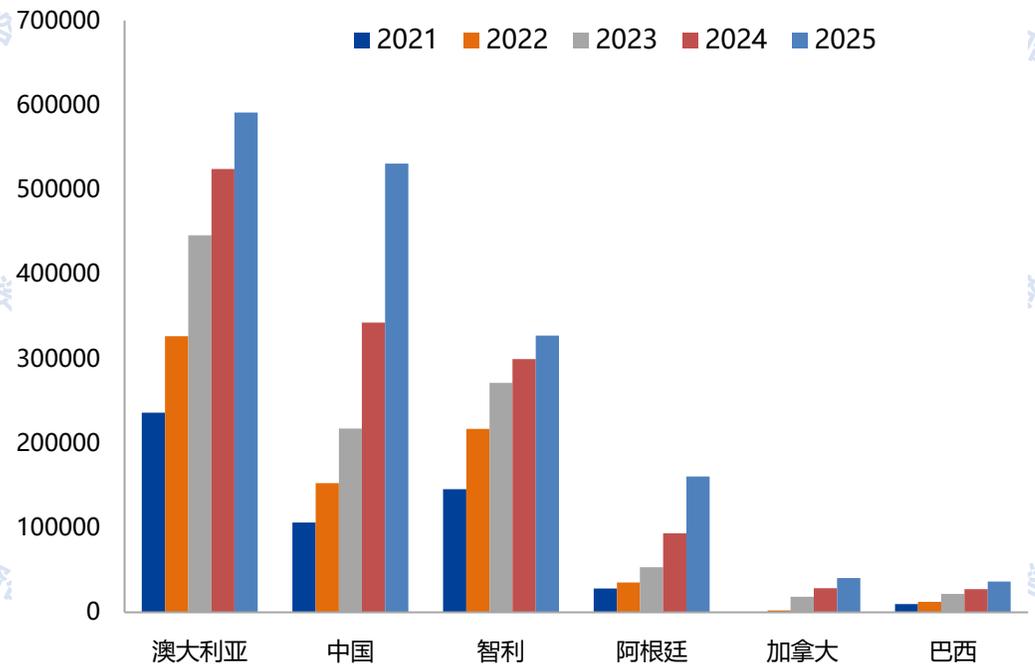
产量方面，SMM数据显示近期碳酸锂产量环比小幅下滑，供给收缩态势预计10月仍将延续。西北盐湖提锂已进入季节性生产淡季，江西矿石提锂企业生产速率放缓。从市场消息层面看，据不完全统计碳酸锂冶炼行业的减产规模已超过平均月度产量的15%。

产能方面，随着前两年碳酸锂价格大幅波动影响，锂资源重视程度有明显提升，企业开始加大锂资源布局脚步。但从产能规划角度分析，未来主要产能扩张仍集中在前三大锂资源供给国，且新增项目面临着财务、环境、政策及社区等多种风险因素的长期影响。

近期生产企业减产消息汇总

企业名称	企业年产能	减产规模
A	22万吨	预计10月份减产3000吨左右
B	3万吨	预计10月影响产量约600吨
C	2万吨	预计减少2000吨的碳酸锂供应量
D	3万吨	影响10月碳酸锂产量约为2300吨

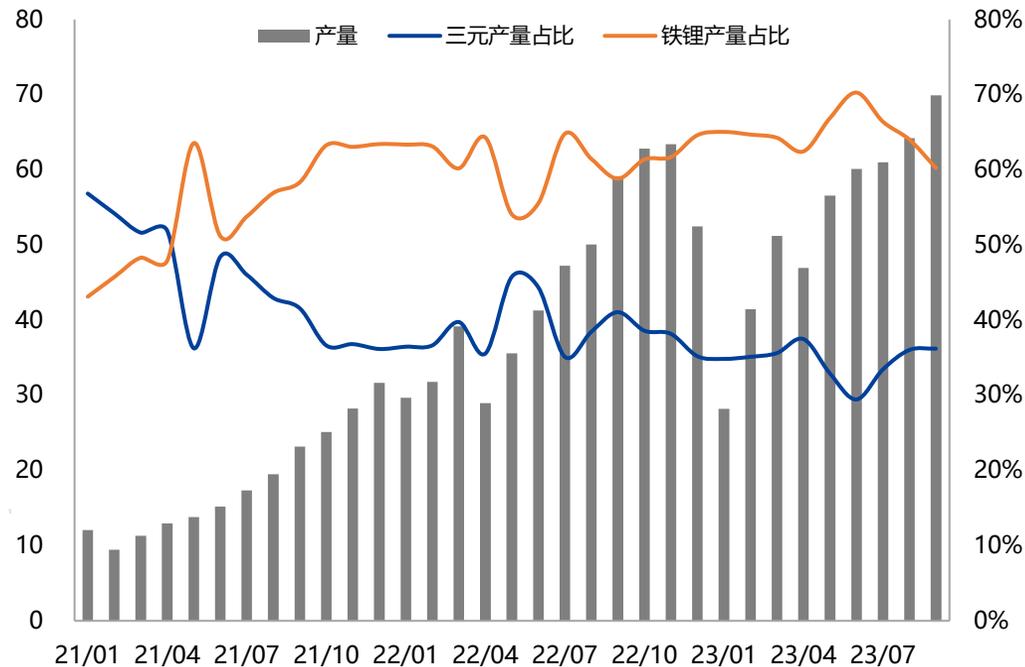
全球主要锂资源国家未来产能规划（吨）



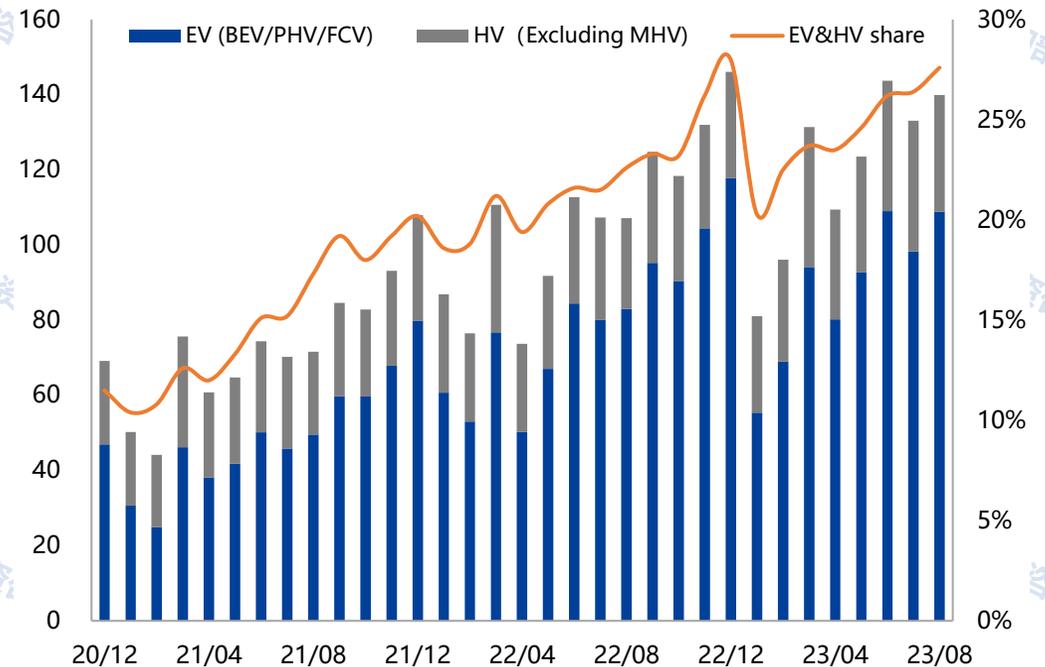
□ 锂电池方面，当前动力电池在下游需求结构中仍占据主导地位。总体动力电池产量仍维持较高增长速率，行业发展趋势十分明确；随着磷酸铁锂技术成熟和高性价比的特质，磷酸铁锂已基本占据约60%的动力电池市场份额，预计未来将维持当前产业扩张格局。

□ 新能源车方面，全球各国已达成碳中和的共同认识，推广新能源车是碳中和规划的重要环节。从全球主要经济体的月度数据看，新能源车渗透率处于稳步抬升阶段，且纯电动车占比一直处于相对高位。这也侧面反应各国大力发展交通节能减排的长期政策引导。

中国动力电池产量情况 (GWh)



主要国家新能源车销量情况 (万辆)

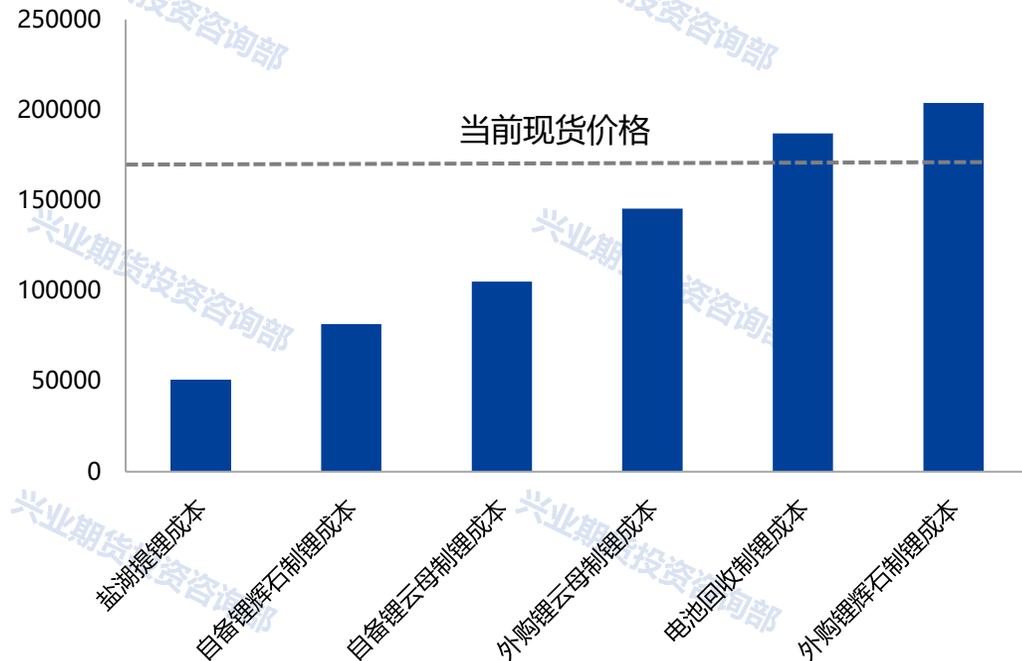


有色金属品种策略（碳酸锂）：行业亏损企业占比较大，冶炼端维持去库趋势

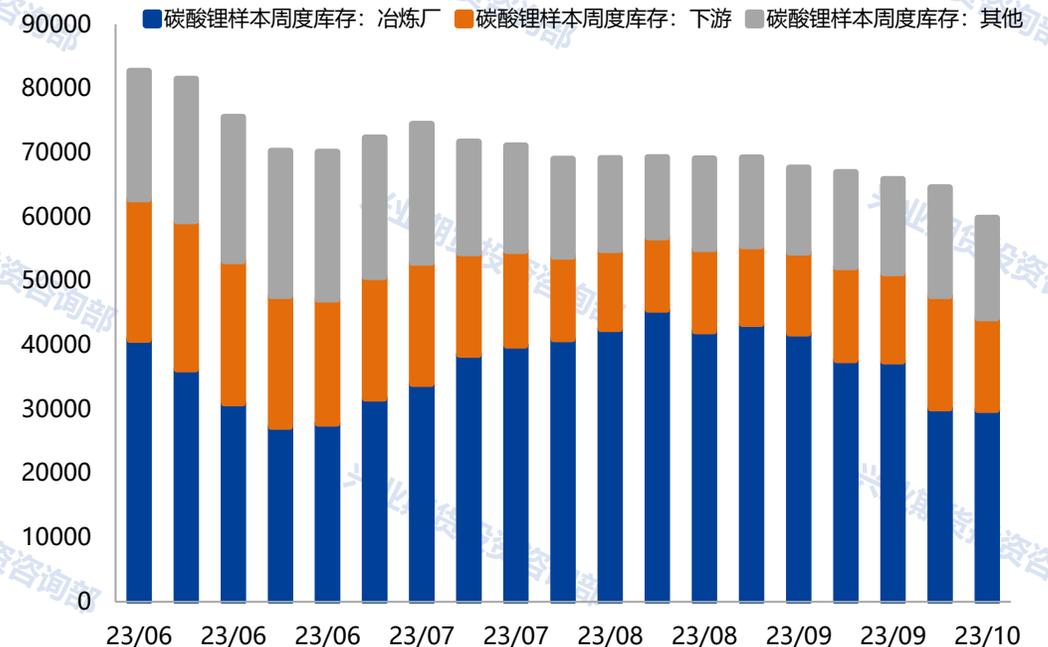
成本方面，大部分提锂路线属于原料主导类型，预计锂矿（电池黑粉）占成本超过60%。随着碳酸锂价格下跌，外购锂辉石制锂和电池回收制锂企业均发生亏损。近期价格低点甚至触及外购锂云母制锂成本，而当前现货价格仍处在较低位置存在持续上行的空间。

库存方面，整体库存维持去化方向，但下降速率相对缓慢。一方面锂盐厂因减产规模扩大导致行业产成品库存已下降到合理区间，未来有继续去库的潜在推动因素；另一方面，当前处于锂盐厂挺价惜售阶段，下游材料厂、电芯厂及贸易商开启了小幅原料补库行为。

最新碳酸锂生产成本分布（元）



碳酸锂周度库存统计（吨）



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

致
谢



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

网：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo,
315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386