

政策导向现不确定性，关注波段性节奏

2021年8月4日星期三

摘要

钢材需求：需求淡季叠加国内疫情再度反复且散发的背景下，钢材终端需求超季节性走弱，库存压力较大。制造业表现不佳，地产管控趋严使得前端数据表现较差，但施工竣工链条表现良好。

钢材供给与铁矿需求：多省陆续发布压减粗钢产量工作计划并开始执行，钢材供给端大幅收缩，低品粉矿利用率有所提高，铁矿石需求结构性矛盾出现缓解迹象，但730政治局会议提到的纠正运动式“减碳”或将带来一定变数。

铁矿供给：上半年四大矿山整体增量不突出，澳巴发运总体水平略低于去年同期，主要增量集中于巴西和非主流矿方面。非主流矿进口呈稳增长态势，基本保持在往年同期较高水平区间。在推进国内铁矿资源开发的战略部署下，国产矿供应平稳是大概率事件。

展望：8月份影响最大的为730政治局会议对宏观环境偏稳健以及纠正运动式“减碳”的影响。钢材供应环比有望小幅回升，需求在疫情现实与向旺季过渡的博弈中有望略有好转，钢价重心有望小幅抬升。铁矿供应的季节性有望凸显，叠加非主流矿进口和内矿资源开发的稳增长态势，外矿供应整体呈中性偏宽松的格局预估，有望使得铁矿石结构性矛盾得以进一步缓解，高低品价差或有所收敛，矿价重心有望下移。

风险点：“减碳计划”纠正；外矿发运计划生变；海外需求超预期；终端行业需求无起色。

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294号

投资咨询部 黑色金属组

尉俊毅

黑色金属研究组长

weijunyi@htfutures.com

从业资格号：F3049030

投资咨询号：Z0014086

邱怡宏

黑色金属研究员

qiuyihong@htfutures.com

从业资格号：F3003426

投资咨询号：Z0012471

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

一、行情回顾

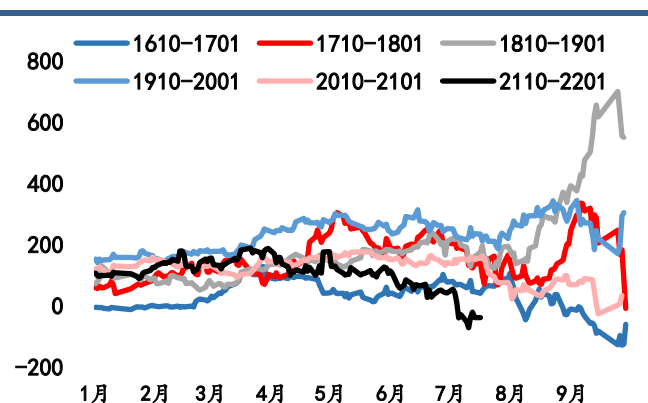
7 月份在各省陆续明确压减粗钢产量任务并逐渐产生实效的背景下，钢材呈现流畅的上行走势，而铁矿石在经历了 7 月上旬和中旬的高位震荡格局后，于 7 月下旬开始加速下行。基差方面，螺纹钢和热卷 10 合约基差整体延续震荡下行态势，分别走弱 223 元/吨和 211 元/吨至负值，月末期货分别升水现货 149 元/吨和 159 元/吨；铁矿石现货表现略弱于期货，09 合约基差走弱 46 元/吨至 407 元/吨。品种间关系方面，热卷整体表现强于螺纹，卷螺价差呈“N”字走势，10 合约卷螺价差走扩 150 元/吨至 432 元/吨；铁矿石明显弱于螺纹，螺纹 10 合约与铁矿 09 合约比价全月上涨 1.18 至 5.59。

表 1：2021 年 7 月黑色主要产品价格

品种	期现货价格	月初	月末	涨跌幅
螺纹钢	期货主力收盘价	5146	5737	↑11.5%
	上海现货价:HRB400 20mm	4920	5420	↑10.2%
热卷	期货主力收盘价	5428	6169	↑13.7%
	上海现货价:Q235B:4.75mm	5480	6010	↑9.7%
钢坯	唐山 Q235 方坯	4910	5270	↑7.3%
废钢	上海普碳废钢汇总价格	3240	3290	↑1.5%
铁矿石	期货主力收盘价	1166	1027	↓11.9%
	青岛港澳澳大利亚 PB 粉矿车板价	1485	1315	↓11.4%
	普氏 62%铁矿石价格指数	218.8	180.5	↓17.5%
焦炭	期货主力收盘价	2573	2943	↑14.4%
	天津港准一级冶金焦含税平仓价	2870	2750	↓4.2%

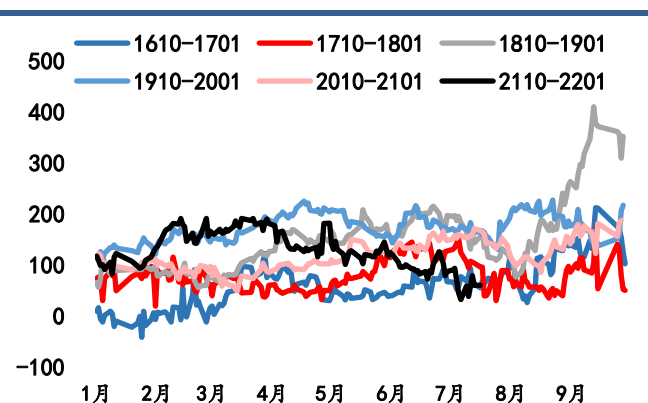
数据来源：Wind、海通期货投资咨询部

图 1：螺纹 10-01 价差季节性 单位：元/吨



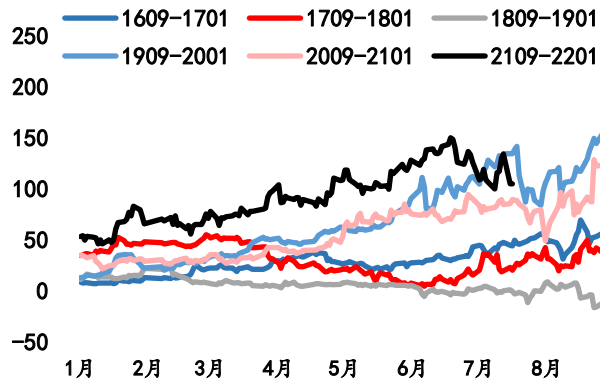
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图 2：热卷 10-01 价差季节性 单位：元/吨



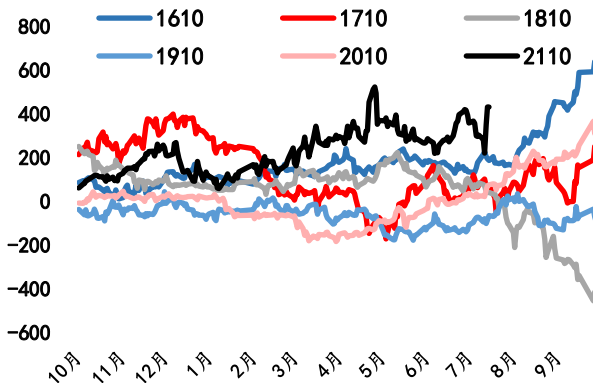
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图 3：连铁 09-01 合约价差 单位：元/吨



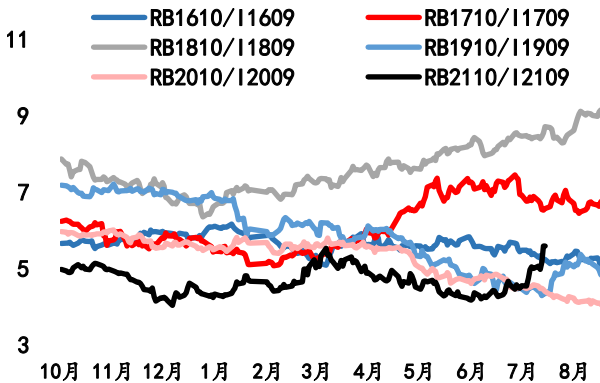
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图 4：10 合约卷螺差 单位：元/吨



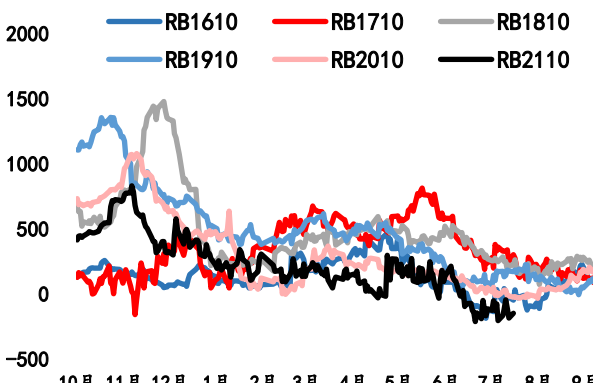
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图 5：10/09 合约螺矿比



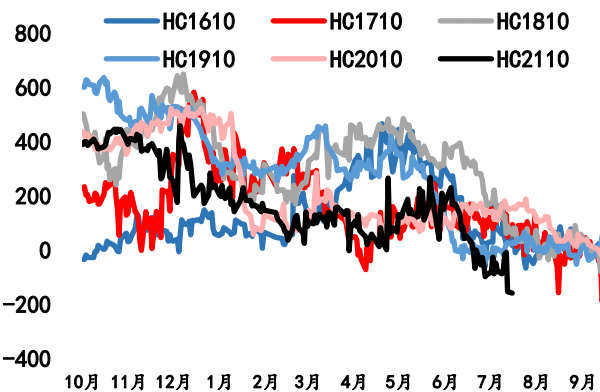
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图 6：螺纹 10 合约基差 单位：元/吨



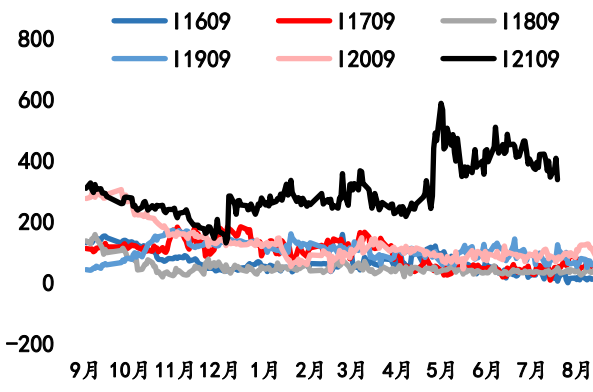
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图 7：热卷 10 合约基差 单位：元/吨



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图 8：连铁 09 合约基差 单位：元/吨



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

二、钢材需求

1、宏观环境存向好预期

海外以美国、欧洲为代表的海外经济体延续快速复苏态势，美国 7 月 PMI 突破 63 至 63.4，欧洲

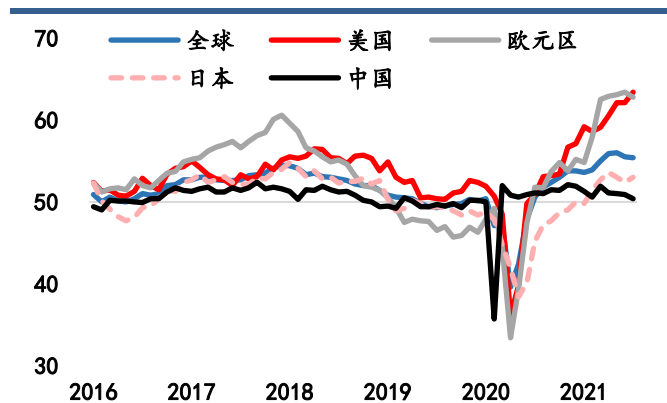
PMI 周环比降 0.6 至 62.8，但仍维持高位；且除美国外其他国家地区 CPI 整体仍处于 2% 以下的低位，对给经济复苏通胀环境的担忧不是很明显，因此，海外经济预估仍将延续良好态势。

我国自 7 月 20 日南京报告发生本土病例以来，已涉及 17 省份，全国现有 144 个中高风险地区，为常态化防控以来最多，国内疫情再度反复且散发，虽说我国在应对疫情措施已较为成熟，多省市紧急升级防控措施，但德尔塔变异毒株的传播快速性难免也使得疫情对经济的冲击压力存在再度提升的可能，在此背景下，货币政策仍有望偏向稳健，尚不存在收紧流动性的比较强的紧迫性，毕竟经济稳定发展是当前的主要任务。

此外，政治局会议也指出，当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。二季度 GDP 增速不及预期，两年平均增长 5.5%，低于央行工作论文最新测算的经济潜在增长率，且 7 月份 PMI 数据也佐证了经济的进一步下滑态势，因此对于未来一段时间的宏观政策仍可以持相对积极的态度。

货币财政政策方面，上半年社融增速出现了明显回落，企业融资出现内生性放缓，政治局会议虽提到了不会大水漫灌，但也提到了会重点照顾中小企业，对于地方债发行也提出了“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。由此，政治局会议整体传达的信号偏宽松，下半年货币政策大概率不会继续收紧，社融增速的回落有望放缓，宽货币依旧是后期的主要逻辑，甚至后期可能也会有更多的财政或货币刺激政策出台。

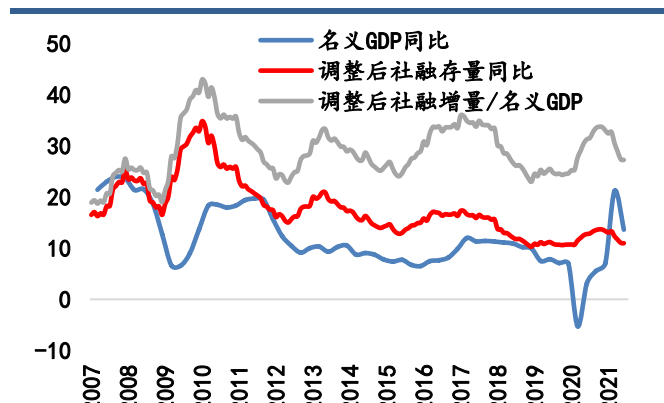
图 9： 全球主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind、海通期货投资咨询部

图 10： 社融存量同比增速

单位：%



数据来源：Wind、海通期货投资咨询部

2、行业需求表现不及预期

国家对房地产的管控仍较严格，房地产行业前端表现仍不佳，上半年购置土地面积同比降 11.8%，投资、土地购置及新开工方面火热度均不高；但中后端数据即竣工链条表现良好，上半年商品房销售面积累计同比 2020 年增长 27.7%，同比 2019 年增长 16.6%，商品房库存销售比快速下降，重心维持在 2019 年中枢水平之下，显示房地产企业为了缓解现金流、进一步控制杠杆率，一方面加快销售回

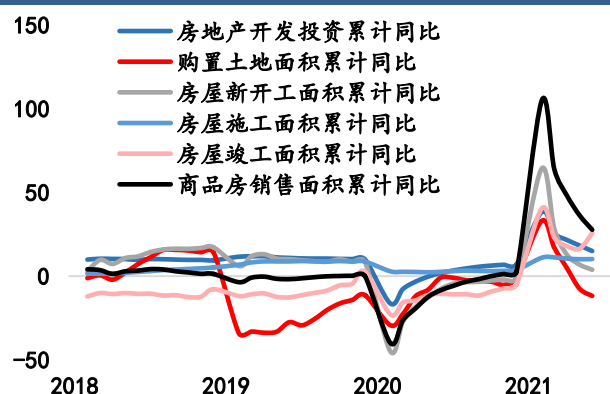
款,另一方面也将加快土地库存消耗,赶工加速土地变现周期。结合房地产竣工与新开工的周期性关系来看,施工竣工链条仍有望延续偏稳健态势,存量施工对于中长期建材需求仍有一定支撑,且地产竣工链条相关的白色家电行业对板材需求的支撑预期也将比较稳健。

从地方政府债券发行情况来看,今年专项债发行较晚,上半年总发行额不到一半,且四季度往往是专项债发行的最淡季,政治局会议中也提到要合理把握地方政府债券发行速度,因此,预计后期或将逐步迎来高发期,为基建项目提供比较有力的资金支撑。

制造业方面整体表现仍不太乐观,制造业投资、汽车增速、家电产量增速均呈现高位连续回落走势,使得板材需求支撑略显疲弱,挖掘机等机械设备产销量同比增速仍延续下滑态势,6月份负增长幅度扩大,但在房地产竣工链条的延展以及基建投资下半年发力的预期,机械类用钢需求或有望企稳。汽车行业方面,6月份汽车产量同比维持负增长,且幅度扩大,叠加出口退税政策影响,汽车行业景气度目前仍存较大的不确定性。

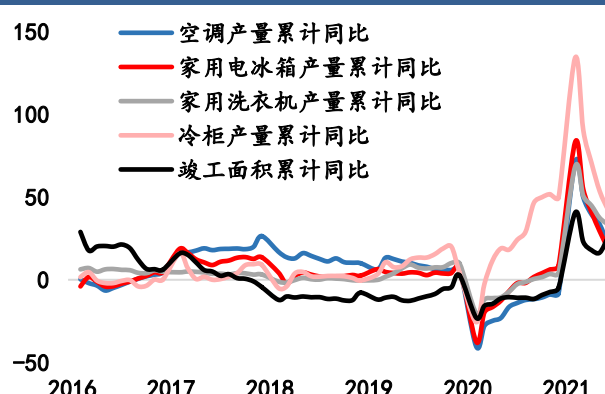
从未来需求端的关注重点来看,短期需重点关注旺季高峰期后需求季节性边际走弱的幅度以及去库周期尾声节奏;长期需警惕房地产周期走弱对建材需求的影响,但对其走弱力度偏保守看待。

图 11: 房地产市场主要指标增速 单位: %



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 12: 主要家电产量增速 单位: %



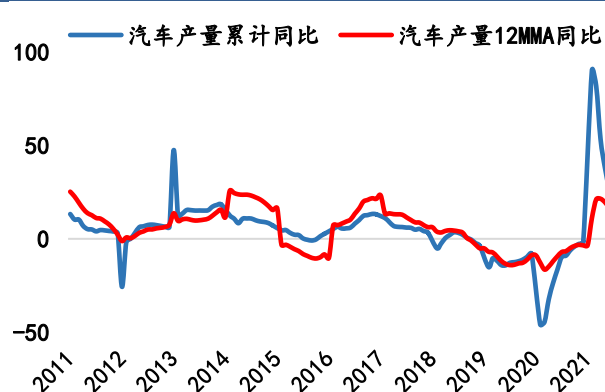
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 13: 主要机械设备产品产量增速 单位: %



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 14: 汽车产量同比增速 单位: %



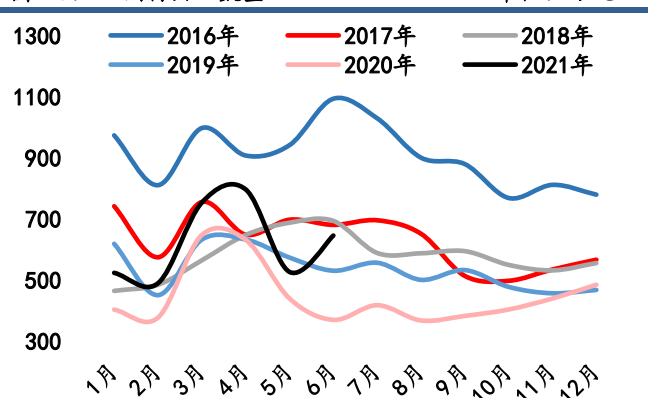
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

3、出口退税政策跟进，出口边际再趋弱

7月29日,《关于取消钢铁产品出口退税的公告》和《关于进一步调整钢铁产品出口关税的公告》同时发布,自2021年8月1日起,取消23个税号的钢铁产品出口退税,并适当提高铬铁、高纯生铁的出口关税,调整后分别实行40%和20%的出口税率。

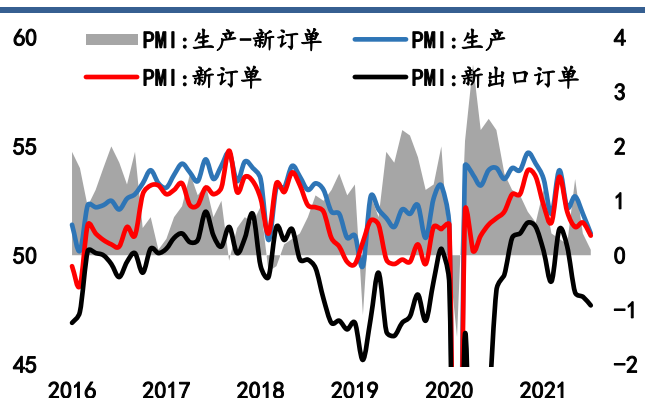
两次关于钢铁产品取消出口退税政策的叠加,使得所有成品钢材的出口退税已全部取消,预计钢材外需受此影响将边际收敛,PMI新订单和新出口订单均呈现了明显走弱迹象,因此,国内总需求基本呈高位见顶回落的表现。海外经济仍处于复苏期,但美国货币最宽松的时候已过,因此国外出现需求大幅增加难以实现自给自足的可能性也不大,且国际与中国钢价价差已经自高位有所回调,均反映我国出口需求存边际趋弱预期。

图 15: 钢材出口数量 单位: 万吨



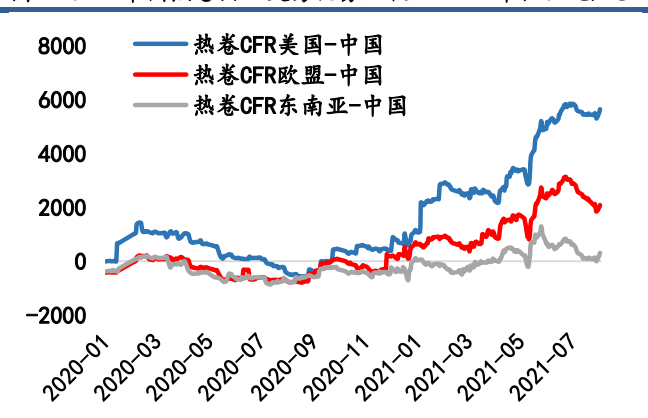
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 16: PMI 供需指标 单位: %



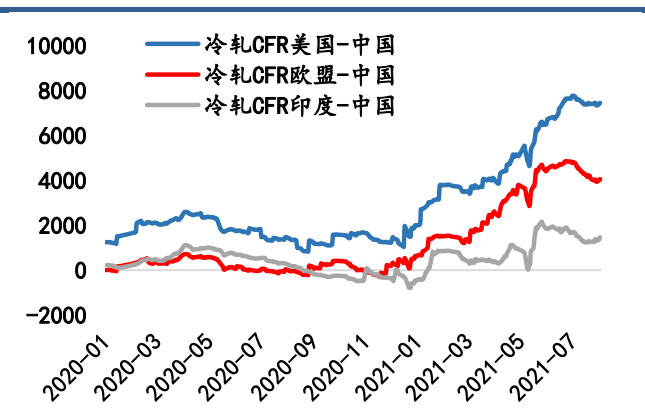
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 17: 中国热卷出口交易优势比较 单位: 元/吨



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 18: 中国冷轧出口交易优势比较 单位: 元/吨



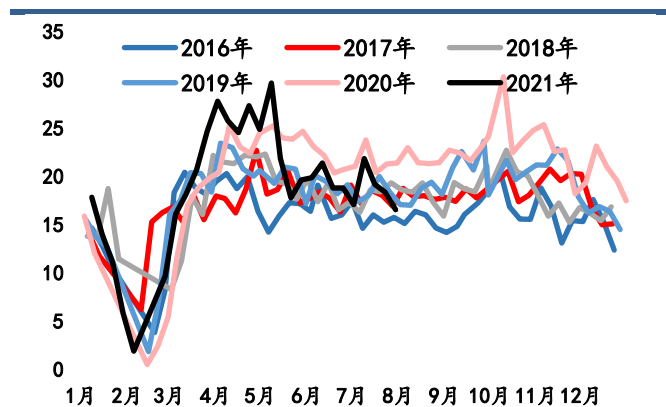
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

4、表需超季节性下滑，库存压力较大

从季节性规律来看,7月份是传统的需求淡季,建材主流贸易商成交和表观消费基本处于全年

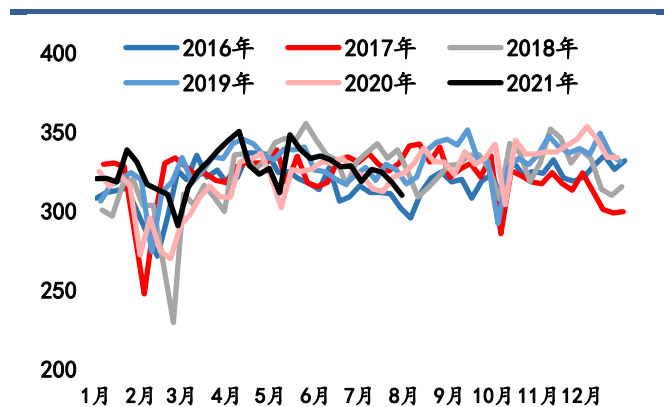
低位，叠加7月份强降雨、台风等极端天气，以及下旬疫情范围的再度扩散等不可抗力因素，需求走弱明显，已超季节性下滑幅度，截至7月最后一周，全国建材主流贸易商成交量日均量为16.54万吨/日，螺纹钢测算周度表观消费量为330.9万吨，热卷表观消费量为310.21万吨；与此同时，库存被动增加，截至7月末，螺纹钢和热卷社会库存均保持同期高位，热卷在制造业表现仍不及预期的背景下累库幅度相对更大，库存压力较明显。

图 19: 主流贸易商成交量(周平均) 单位: 万吨



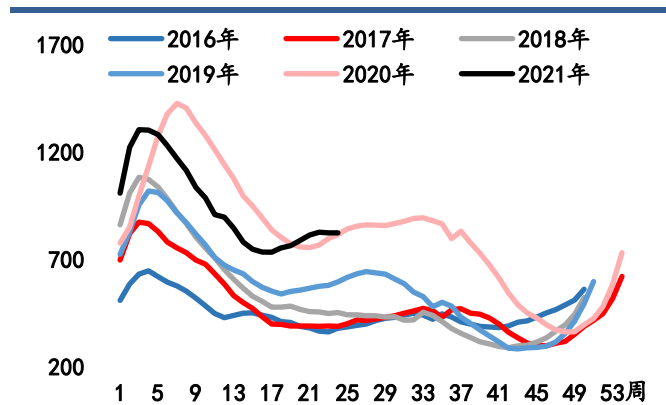
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 20: 热卷钢联口径表观消费量 单位: 万吨



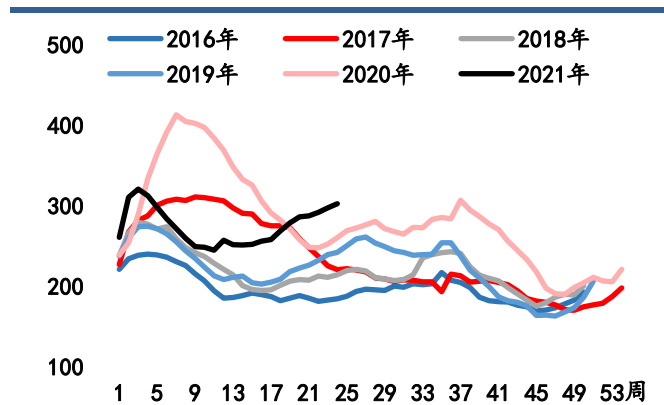
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 21: 35 城螺纹钢社会库存(农历春节起) 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 22: 33 城市热卷社会库存(农历春节起) 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

三、铁矿石需求及钢材供应

1、粗钢压产存不确定性，等待政策指引

自6月29日安徽省率先召开粗钢产量压减工作座谈会后，7月份甘肃省、江西省、湖北省等多个省份陆续确定了今年粗钢产量压减的目标，粗钢压减任务陆续下达。随后，江苏省各钢企也陆续接到了今年产量不超过去年的明确指标，山东省下发通知明确要求压减粗钢产能全年产量不超过7650万吨，并综合考虑环保、能耗、产能利用率和布局规划等因素进行压减，确定各个钢铁企业产量控制

目标。唐山市也将在下半年全部时间实施 30% 的限产，各个省份在下半年对压产工作的规划奠定了铁矿需求收缩的空间。且从生铁、粗钢产量等数据均反应出限产政策已开始执行。

但 7 月 30 日政治局会议提出，要统筹有序做好碳达峰、碳中和工作，尽快出台 2030 年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展。本次政治局会议定调后，市场在当天夜盘便已有所反应，预期钢厂减产力度减弱，使得钢价大幅回调，铁矿价格则暂时企稳。但同时也提到，碳达峰、碳中和的目标是不变的，意味着只需要纠正实现的途径，目前从数据反应出来的产量下降速度过快，对经济增长及价格稳定均不利，因此，未来需等待“全国一盘棋”的政策指引，等待政策统筹指引“高估”的钢价将面临修正。

利润方面，7 月份以来限产预期不断强化，市场持续交易减产逻辑推升钢价，炼钢利润快速走扩，螺纹钢长流程从月初最大亏损 560 元/吨修复至月末约盈利 310 元/吨。目前贸易商港口现货保持同比低位平稳波动，远期现货成交甚至仍在下行，显示限产背景下铁矿成交仍将偏低迷，预计八九月份在原料重心下移的加持下利润水平有望接近 1000 元。但在国家的持续调控下，市场投机成分逐步减少，在此情况下，上下游利润的侵蚀程度不会太高，难以出现上半年利润分配大幅失衡的情况，整个行业的利润曲线将较为平坦。

短流程方面，电炉成本仍低于长流程成本，但二者差距以快速收缩，7 月份废钢铁水成本价差由月初-427 元/吨修复至-113 元/吨，叠加 7 月 29 日发改委发布关于进一步完善分时点价机制的通知，在峰谷点价基础上推行尖峰点价机制，均对电炉开工及废钢利用率有所影响，电炉增产空间短期受限。

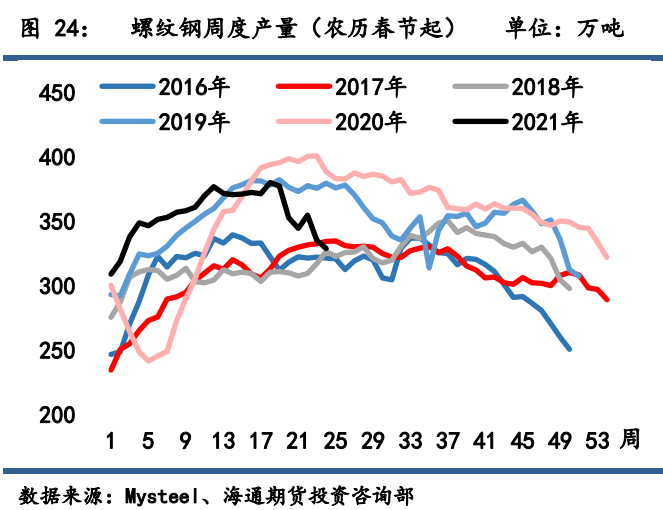
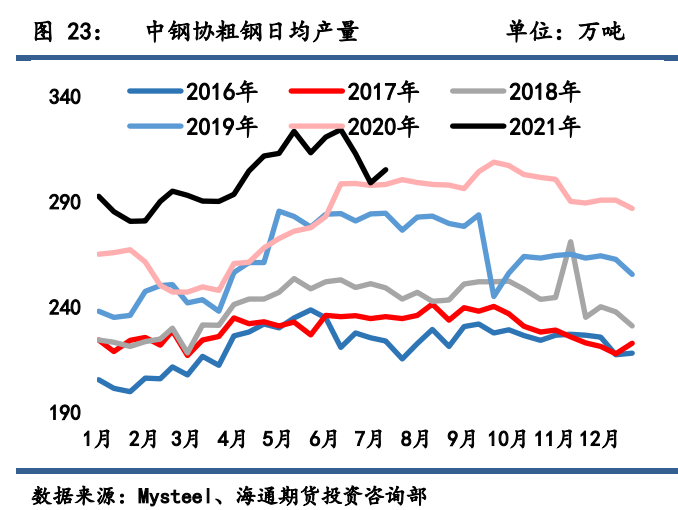
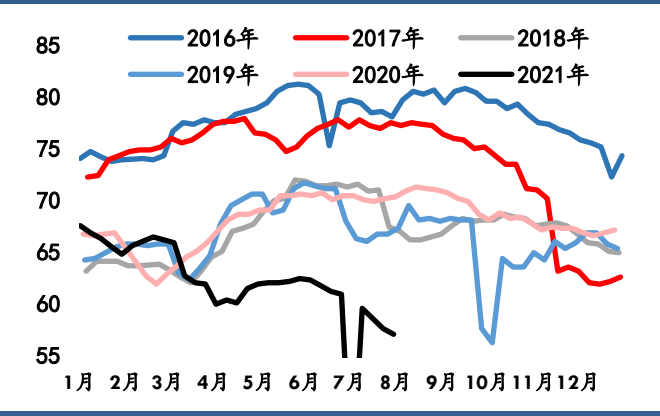
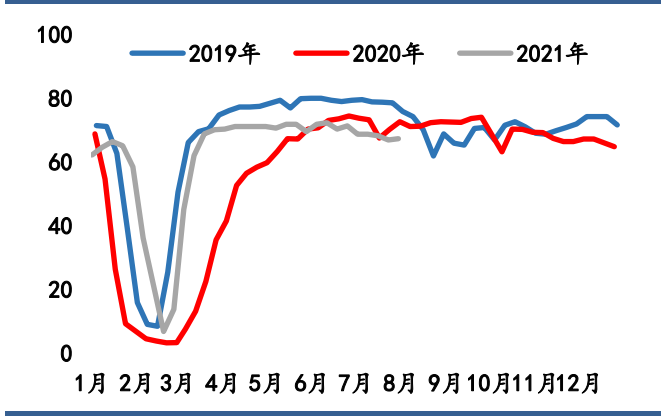


图 25: 全国高炉开工率 单位: %



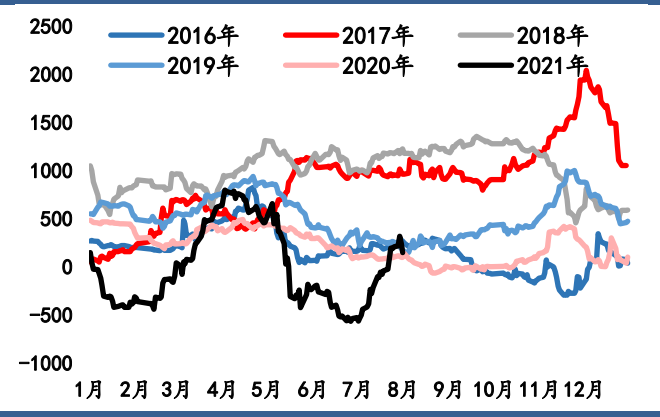
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 26: 71 家独立电炉厂开工率 单位: %



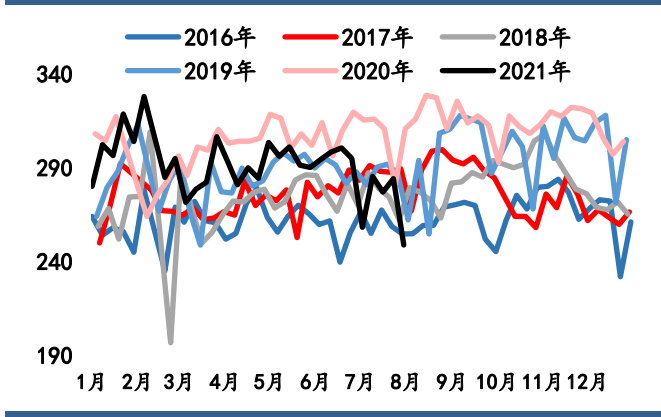
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 27: 华东螺纹钢理计吨钢利润 单位: 元/吨



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 28: 铁矿石 45 港口疏港量 单位: 万吨

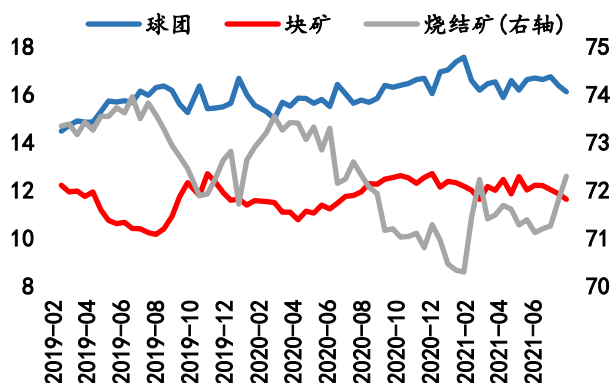


数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

2、铁矿需求结构性矛盾逐步现缓解迹象

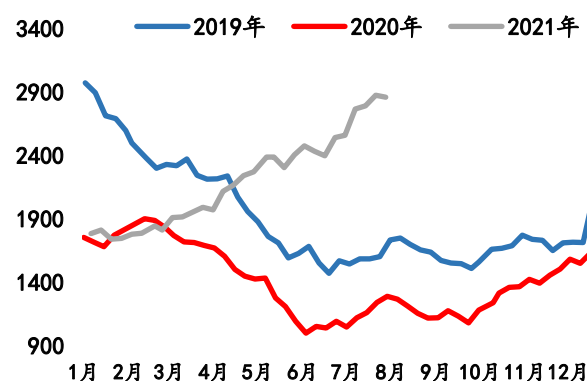
在压减粗钢产量工作的指引下，7 月份各大钢企都开始大幅减少高炉中废钢的使用比例，在铁矿入炉结构方面更有利于增产的块矿和球团矿的入炉比均出现了较明显回落，而烧结矿入炉比则从 71.25%提高至 71.8%再至 72.29%，并且烧结矿的入炉品位也自 6 月下旬起由 55.96%持续下滑至目前 55.92%。点钢网北方六港高品粉矿库存基本见底，而低品粉矿库存基本见顶，块矿溢价明显回落，PB 粉和超特粉的中低品价差以及综合成本差均出现明显回落，显示现实需求对低品粉矿的支撑有所增强，铁矿石需求的结构性矛盾逐步现缓解迹象。

图 29: 64 家钢厂铁矿石入炉配比 单位: %



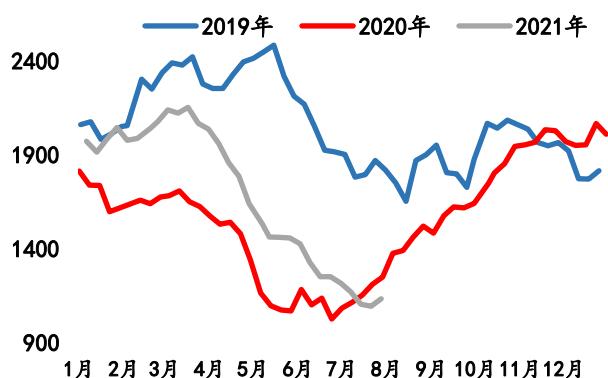
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 30: 62.5%块矿溢价指数 单位: 美元/吨



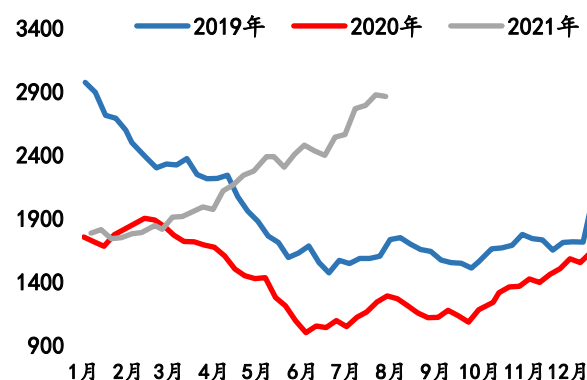
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 31: 点钢网北方六港高品粉矿库存 单位: 万吨



数据来源: 点钢网、海通期货投资咨询部

图 32: 点钢网北方六港低品粉矿库存 单位: 万吨

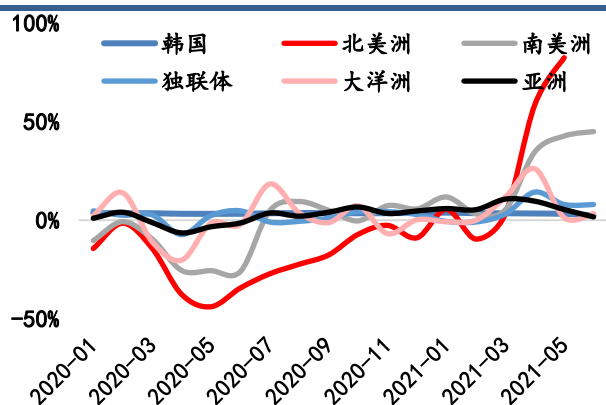


数据来源: 点钢网、海通期货投资咨询部

3、海外高炉复产存空间

铁矿的海外需求方面同比则有明显增量, 主要缘于国外去年受疫情影响更大造成的低基数影响, 随着经济的逐步复苏, 今年海外生铁产量出现了明显恢复, 除中国外的高炉生铁产量同比疫情前的年份随仍偏低, 但差距已经不大。若海外疫情趋于稳定, 则海外铁矿需求仍有增长空间, 甚至不排除有为刺激经济增长而扩大生产的可能。

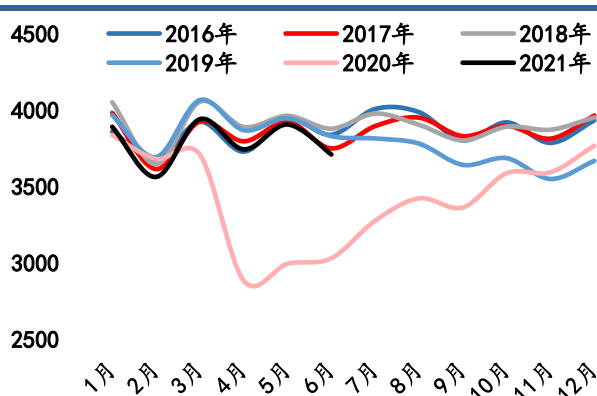
图 33: 全球生铁产量同比增速



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 34: 全球除中国外生铁产量

单位: 万吨



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

四、铁矿石供应

1、铁矿巨头产量不及预期

2021 年上半年澳洲三大矿山整体同比几乎无供应增量, 两拓上半年同比共有约 1300 万吨减量, FMG 在艾利瓦纳矿山的支撑下较去年上半年有 1000 万吨的增量, 但仍未能补足两拓的减量, 澳洲三大矿合计仍有 250 万吨的同比减量。2021 年上半年四大矿山供应增量几乎均由 FMG 和淡水河谷贡献, 其中淡水河谷上半年同比约有 1650 万吨供应增量, 是四大巨头中增量最大的, 剔除该影响四大矿山总体 2021 年上半年同比供应增量并不突出。

根据四大矿山 2021 年或 2022 财年产运目标结合季节性特点预估 2021 年下半年产运情况, 力拓和必和必拓下半年大概率同比难有明显增量, 甚至 BHP 可能还会有约 150 万吨左右减量; FMG 同比约有 130 万吨增量, 澳洲三大矿商巨头大概率将保持同比持平; 淡水河谷同比约有 800 万吨增量, 四大矿山总体 2021 年下半年同比约 770 万吨左右增量, 供给端增加对矿价带来的压力较上半年而言仍将会呈季节性增加。但外矿供给端也的确存在着诸如疫情、文化遗产问题、港口维护活动等多方面的挑战, 如果影响持续较大, 也将限制外矿供给增量。

表 1: 四大矿山铁矿石产量

单位: 万吨

矿山	2021H1	2020H2	2020H1	环比	同比
力拓	15,230	17,235	16,106	-11.6%	-5.4%
BHP	13,954	14,456	14,376	-3.5%	-2.9%
FMG	9,550	9,020	8,510	5.9%	12.2%
VALE	14,373	17,318	12,720	-17.0%	13.0%
合计	53,107	58,029	51,712	-8.5%	2.7%

数据来源: 点钢网、海通期货投资咨询部

表 2: 四大矿山铁矿石销量

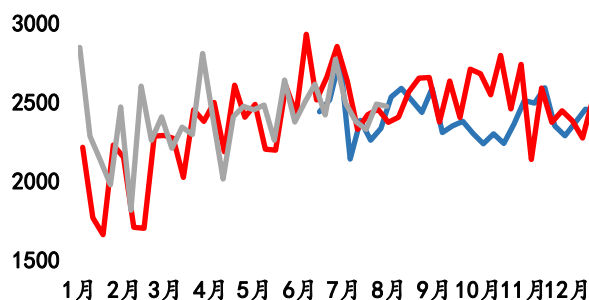
单位: 万吨

矿山	2021H1	2020H2	2020H1	环比	同比
力拓	15,413	17,097	15,960	-9.9%	-3.4%
BHP	13,974	14,413	14,549	-3.0%	-3.9%
FMG	9,160	9,070	8,960	1.0%	2.2%
VALE	14,043	16,554	12,053	-15.2%	16.5%
合计	52,591	57,134	51,522	-8.0%	2.1%

数据来源: 点钢网、海通期货投资咨询部

图 35: 19 港口澳洲巴西铁矿石发货量 单位: 万吨

3500 — 2019年 — 2020年 — 2021年

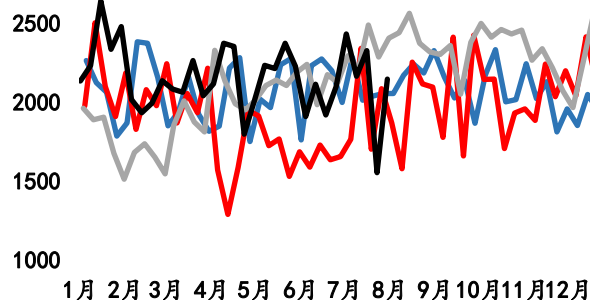


数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 36: 铁矿石 26 港到港量 单位: 万吨

单位: 万吨

3000 — 2018年 — 2019年 — 2020年 — 2021年



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

2、非主流矿进口稳增长，推进国内铁矿资源开发

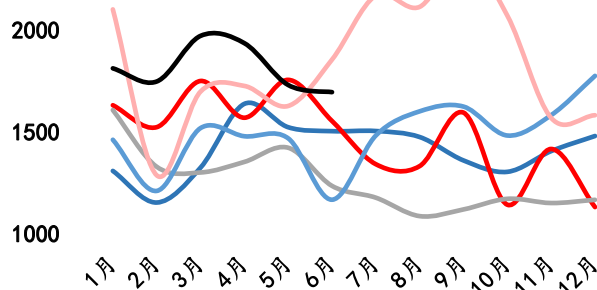
2021 年上半年中国铁矿石进口同比增长 2.6%至 5.6 亿吨，其中 6 月份同比大幅减少 12%，大幅压缩了前 3 个月带来的增量。除澳巴以外的地区，占比整体保持稳定，月度进口量方面来看，非主流矿进口的增量较大，尤以印度进口量增幅最为明显。非主流矿进口整体呈稳增长态势，基本保持在往年同期比较高的水平区间。

内矿方面，我国将推进国内铁矿资源开发作为国家战略，从长期提供了一个方向，短期虽然受制于开发周期过程影响可能难有实效，但保持国产矿供应的平稳将会是大概率事件。因此，总体而言，下半年铁矿石供应端整体持中性偏宽松的格局预估。

内矿方面，据 5 月 21 日 Mysteel 数据，全国 186 家矿山企业，363 座矿山铁精粉日均产量 53.66 万吨，产能利用率 68.73%，5 月份铁矿石内矿供应整体基本保持平稳。

图 37: 除澳巴外铁矿石进口量 单位: 万吨

2500 — 2016年 — 2017年 — 2018年 — 2019年 — 2020年 — 2021年

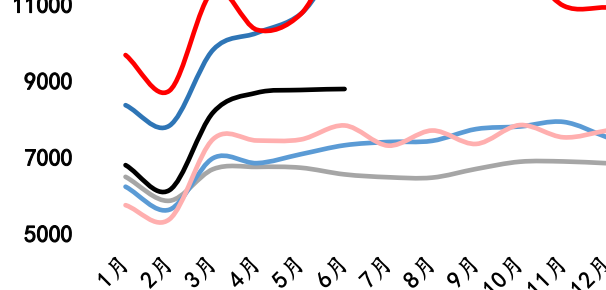


数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 38: 中国铁矿石产量 单位: 万吨

单位: 万吨

13000 — 2016年 — 2017年 — 2018年 — 2019年 — 2020年 — 2021年



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

五、后市展望

2021 年的市场是一个政策和宏观相结合的市场，黑色系商品的主线由政策和宏观环境推动，大基调由碳中和政策引导。

730 政治局会议传达出偏宽松和积极的宏观政策及货币财政政策信号，下半年货币政策大概率不会继续收紧，宏观环境基调整体仍偏稳健，为基建、制造业等终端需求提供一定支撑，进而促进经济稳定发展。730 政治局会议还定调要坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展。由于并不会改变碳达峰、碳中和的目标，因此在详细的“减碳计划”和具体措施未公布之前，市场将演绎对减产预期强化的修复行情，使市场降温，但从中期来看，限产减排仍将是主逻辑，只是节奏可能会更加缓和，钢材供给端或铁矿需求端的缺口仍有望得以维持。8 月份预计钢材供应环比小幅回升，需求在疫情影响下仍将受限，但随着逐步向旺季过渡，环比也将有所好转，钢材价格重心有望小幅抬升，但需警惕疫情对终端行业需求产生强压制。

铁矿石方面，下半年天气带来的制约性减少，澳洲巴西外矿发运的季节性节奏有望凸显，非主流矿进口呈稳增长态势，我国也将推进国内铁矿资源开发作为国家战略，外矿供应整体呈中性偏宽松的格局预估，外矿发运的增量或将有助于进一步缓解铁矿石结构性矛盾，但需警惕海外疫情、港口维护活动等方面对发运的挑战。8 月份预计铁矿供应有所增加，需求存缩减预期，但需等详细的“减碳计划”及具体措施，高低品价差或将有所收敛，铁矿价格重心有望下移，但需警惕海外高炉超预期复产对铁矿内需的弥补。

未来钢矿的波段性节奏将更为重要，关注核心集中于宏观预期和政策执行方面，具体可分为三点：一是限产政策的不确定性，二是国外需求增量的不确定性，三是疫情背景下国内需求旺季表现的不确定性。在这些逻辑阶段性影响强弱的差异更迭下将会带来一些结构性、波段性的机会。

策略方面，单边策略重点为在钢价回调后可布局 01 合约的中期多单；套利策略重点为在详细“减碳计划”发布后与原减产预期的差异性布局钢矿比套利头寸。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。