

# 供求阶段性平衡，关注下游需求变化 ——有色金属篇

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2021.9.24

品种：铜

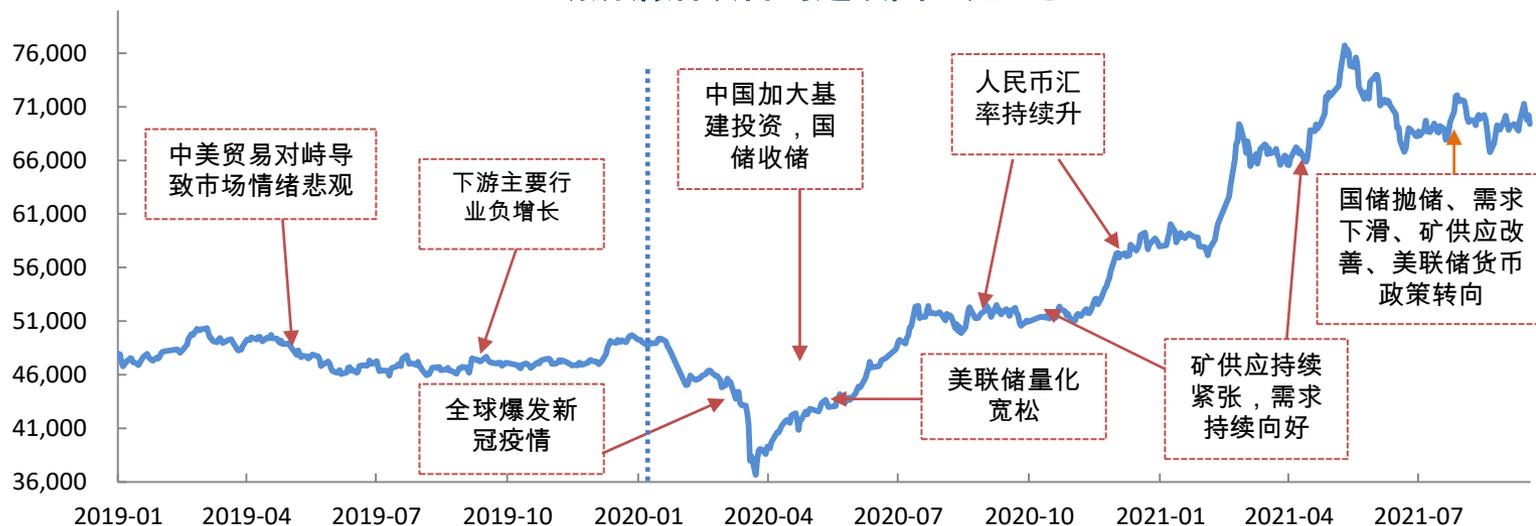
# 供求阶段性平衡，关注下游需求变化

——2021年四季度铜投资策略展望

- **主要驱动因素：**美联储计划将在11月启动减少购债规模，并于明年中期结束购债，美元将结束弱势。精矿供应明显改善，国内需求弱于去年同期，关注四季度下游补库。
- **供求角度：**预计精矿供应明显缓解，精矿产量较去年增加。国内需求将总体疲弱，增速低于去年。在价格回落和下游降库后，四季度下游存在重启补库的可能。
- **预计价格主要运行区间：**LME铜8000-11000美元，上期所铜60000-80000元。

# 国内铜价走势回顾

上期所铜活跃合约连续图（元/吨）

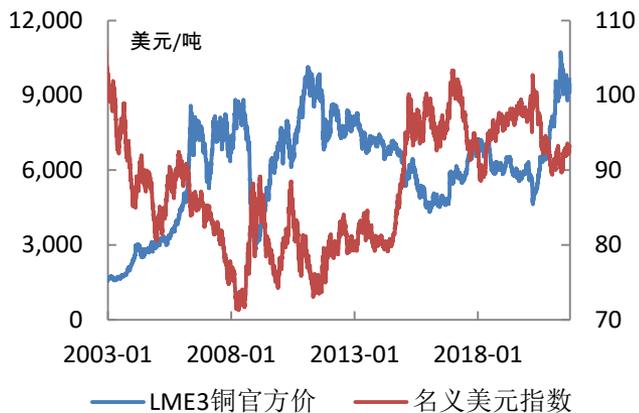


- **铜价走势总结：**去年国内新冠疫情爆发后，恐慌情绪导致铜价创出3年多的低点。随着国内疫情得到有效控制，国内下游需求迅速恢复，在国储收储和美元走弱的助力下，铜价强劲回升。由于南美因疫情影响，导致矿产量下降，全球精矿供应紧张，精矿加工费持续缩窄，铜价出现第二轮上涨。今年春节前后，由于智利运输问题使得精矿供应更加紧张，并导致全球铜冶炼开工率下降，铜价出现第三轮上涨。二季度以来由于国内需求疲弱、精矿供应缓解、美联储货币政策转变和国储抛储，使得铜价阶段性回落。三季度供求阶段性平衡，铜价处于65000-73000区间波动。

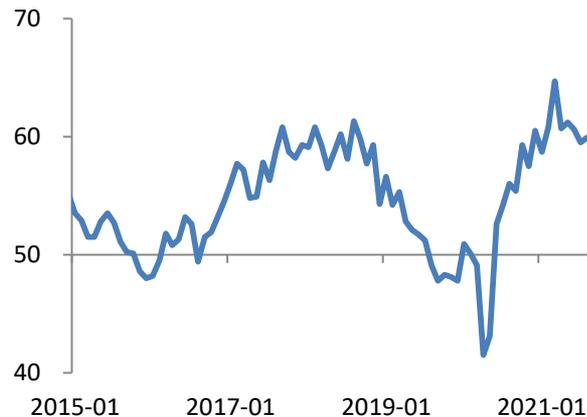
# 美联储计划11月启动减少购债

- 最新美联储议息会议表示，计划今年11月开始减少购债，并于明年年中结束。
- 随着疫苗接种计划的加速推进以及大规模财政刺激方案的落地，美国经济前景似乎越来越向好。美国8月失业率已降至5.2%，制造业指数延续处于扩张区间。
- 因美元与铜价的负相关性，美元结束疲弱走势将使得铜价失去一个强有力的支撑。

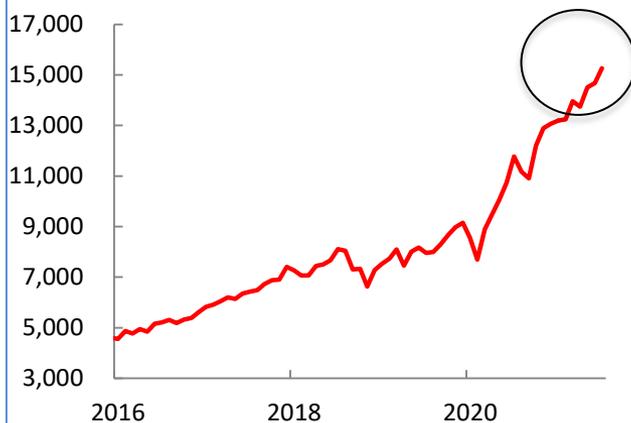
### 美元指数与铜价（美元/吨）



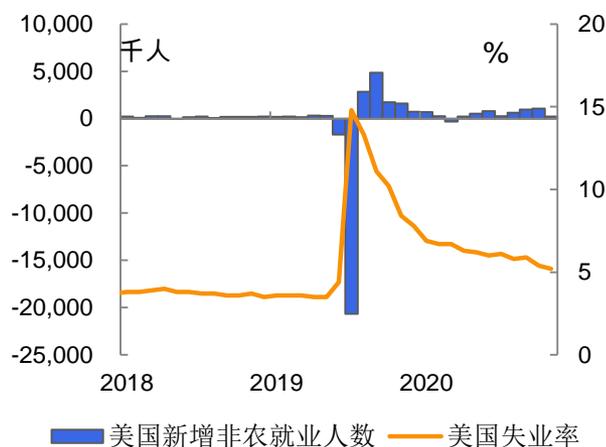
### 美国采购经理人指数（PMI）



### 美国纳斯达克综合指数



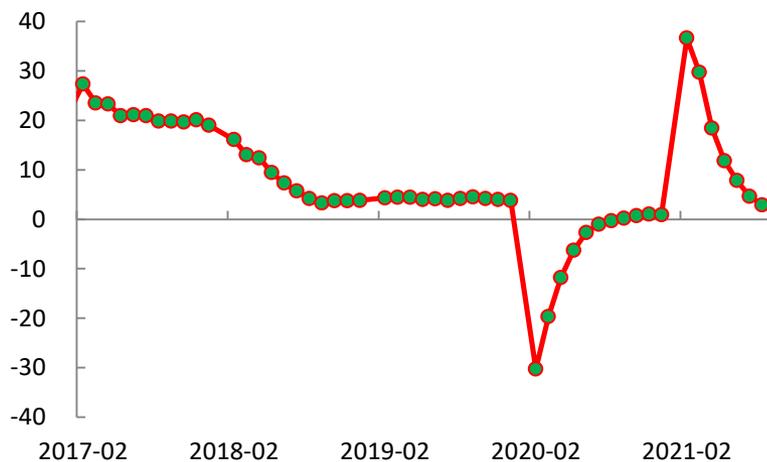
### 美国非农就业人数与失业率



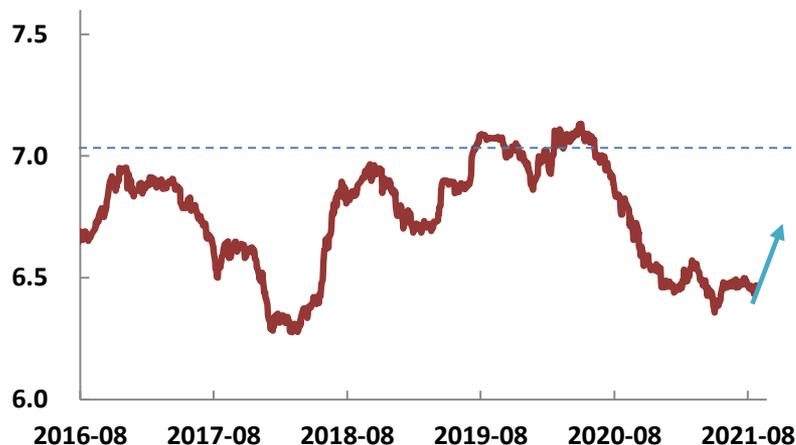
# 国内基建增速回落，人民币可能随美元趋弱

- 今年国内基建延续低速增长，今年前8个月累计增长2.9%，呈现逐月回落的态势。
- 电力投资也逐步回落，尤其是前8个月电网投资累计出现负增长，拖累铜需求。电源投资增速回落至4.11%。电力投资中电源投资已大于电网投资。
- 因美元前期持续走低以及国内经济率先企稳向好，人民币汇率由去年5月份的7.20持续升值至今年5月底的6.36，升幅近12%。
- 在美联储货币政策转向的情况下，美元企稳，人民币汇率也相应企稳，目前处于6.4-6.5窄幅区间。如果未来美元走强，将继续促人民币汇率走弱。

中国基建投资累计同比（不含电力%）



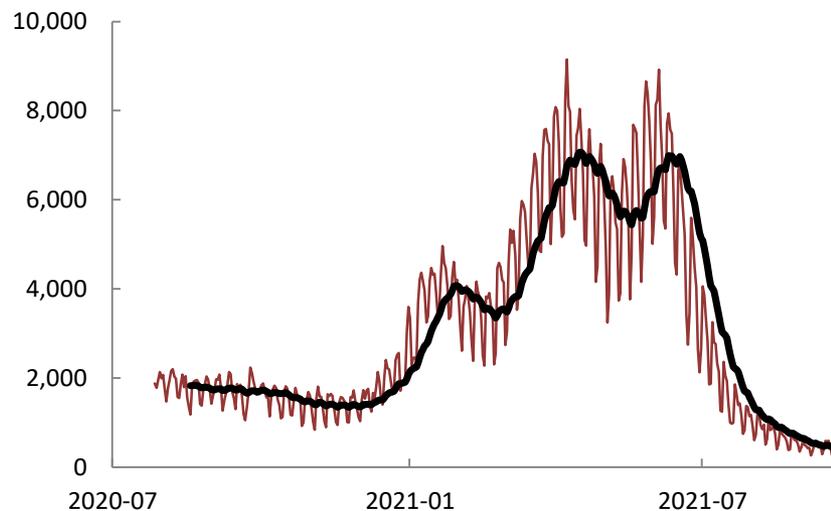
人民币兑美元汇率（¥/\$）



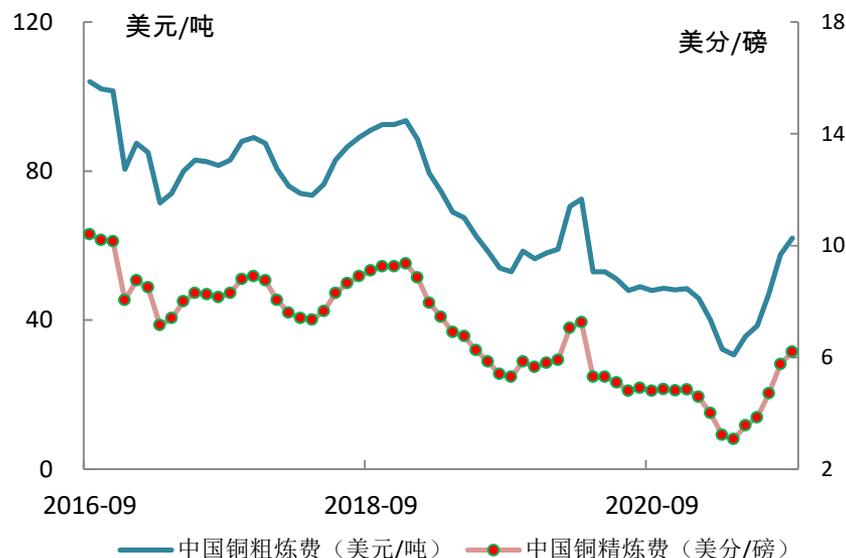
# 智利疫情明显好转，精矿供应明显改善

- 根据世界卫生组织的统计，智利目前新增感染人数大幅回落。截止9月底智利每日新增感染人数已降至300人以下，为疫情爆发来最低值。
- 2021年度长单精矿加工费仅为59.5美元，低于2020年的62美元。由于智利疫情明显改善，以及非洲等地区矿供应明显增加，现货精矿加工费回升至62美元，精矿供应明显改善。多起罢工事件快速平息，也使得担忧情绪下降。

智利新增感染人数（人）



中国月度铜矿加工费（美元/吨，美分/磅）



# 全球精矿小幅增长

- 根据国际铜研究小组的数据来看，全球一季度精矿产量514.4万吨，较去年一季度498.4万吨增加17万吨，增幅3.43%。4月份的全球精矿产量为171万吨，折合季度产量513万吨，仍将大概率好于去年二季度产量。从目前的情况看，如果没有大的中断事件发生，今年精矿供应将较去年宽松。

全球铜矿产量（单位：千吨）

地区/国别	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2
全球矿产量（千吨）	4,851	5,086	5,255	5,381	4,974	4,984	5,225	5,430	5,144	1,710
北美	628	661	665	664	632	614	648	663	631	98
中南美洲	2,020	2,115	2,205	2,311	2,003	1,948	2,083	2,194	1,975	173
智利	1,346	1,416	1,487	1,572	1,403	1,430	1,429	1,471	1,373	
秘鲁	587	605	623	651	515	434	564	635	531	173
欧洲	404	415	427	410	418	441	436	458	433	124
俄罗斯	191	193	194	198	193	206	210	229	204	62
亚洲	892	911	968	978	940	977	1,010	1,084	1,051	20
中国	369	391	427	454	425	448	454	461	447	
哈萨克斯坦	165	180	181	181	172	161	174	207	174	
印度尼西亚	93	82	111	93	91	112	133	151	168	
大洋洲	257	276	250	258	236	242	235	238	245	81
澳大利亚	234	247	224	231	215	219	220	219	224	74
巴布亚新几内亚	24	30	26	27	22	23	14	19	21	7
非洲	539	559	565	568	564	618	630	607	605	75
赞比亚	202	190	191	189	199	215	220	217	213	70
刚果民主共和国	300	332	341	344	333	377	381	361	364	
其他国家	111	149	175	191	181	144	184	186	204	67

# 新增冶炼产能增速将放缓，国储抛储计划至年底

- 据SMM统计，2021年计划新增产能约为66万吨。今年最大的新建冶炼产能是大冶有色40万吨冶炼项目。
- 今年两会提出的碳中和、碳达峰政策，使得市场预期国内冶炼产能未来增速将大概率放缓。
- 目前国储抛储计划至年底，已经进行三轮，共计8万吨，略低于市场预期。

中国新增铜冶炼产能（万吨）

企业名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	原料	投产时间
兰溪自立环保	0	10	粗铜/废铜	2020年9月
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020年6月
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020年10月
合计	20	34		
紫金铜业	8	8	铜精矿	2021年
新疆五鑫铜业	10	10	铜精矿	2021年
大冶有色	40	40	铜精矿	2021年
烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2021年
合计	66	66		

# 贸易升水明显回升，产量轻微回升

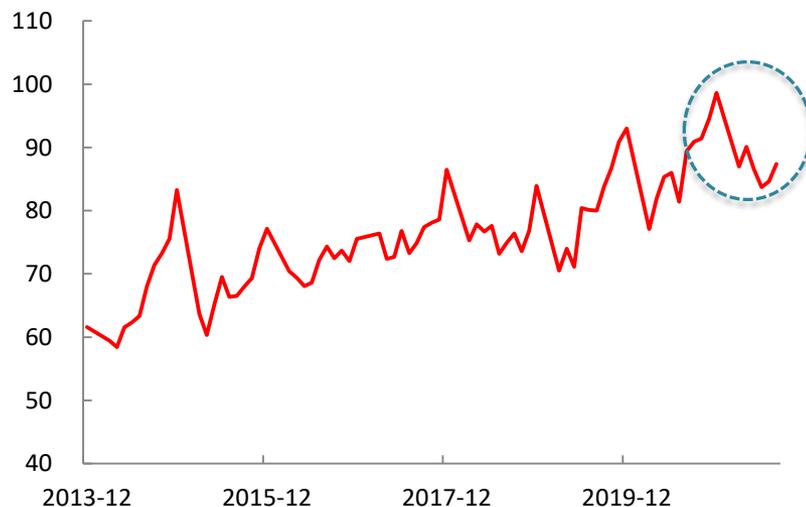
- 年初随铜价持续攀升，下游需求受到铜价高企的影响，对价格恐高的心理使得采购迟滞，进口意愿下降。由年初的75美元，降至7月的20美元左右。随着国内库存的下降，进口意愿明显增长，贸易升水最高攀升至120美元，目前处于100美元左右。
- 随前期国内冶炼企业检修结束，国内产量环比小幅回升。8月份产量为87.4万吨，同比增加1.9%，环比增加3.3%。1-8月份累计产量686.7万吨，同比增加10.6%。

## 上海贸易升水（美元/吨）



— 上海港贸易升水平均价（美元/吨）

## 中国精炼铜产量（万吨）

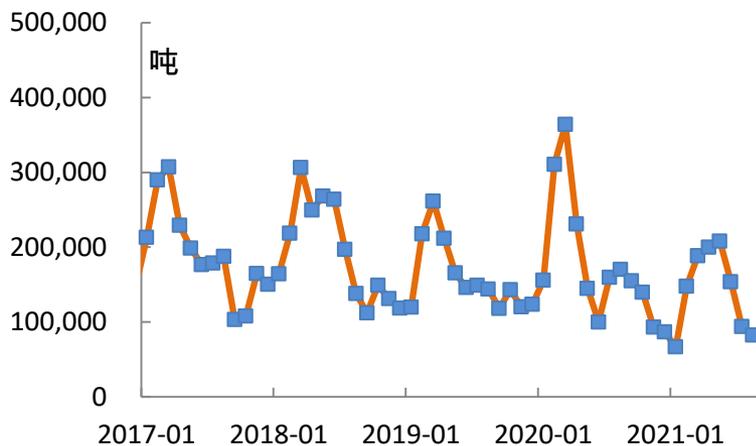


— 精炼铜产量（万吨）

# 全球库存小幅下降

- 目前全球主要交易所加上海保税库库存为60万吨，连续两个月下降。
- 目前上期所库存仅为5.4万吨，连续四个月下降，远低于5月份的20.7万吨。
- 上海保税库由6月份最高的44万吨，降至目前的27万吨左右，降幅近40%。
- LME库存由最低的7.3万吨回升至25.3万吨。

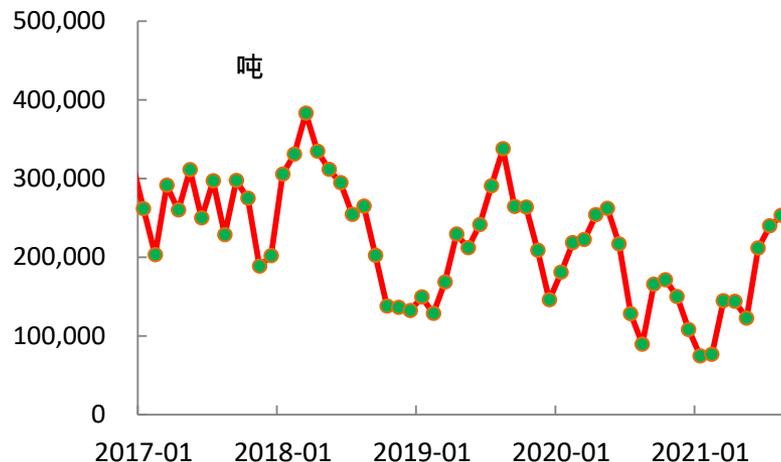
### 上期所库存（吨）



### 全球主要库存合计（万吨）



### 伦铜库存（吨）

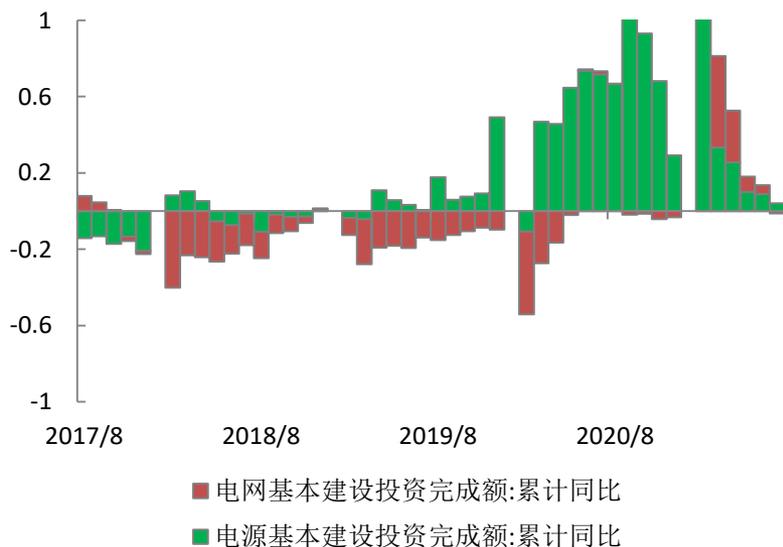


资料来源：Wind, 申万期货研究所

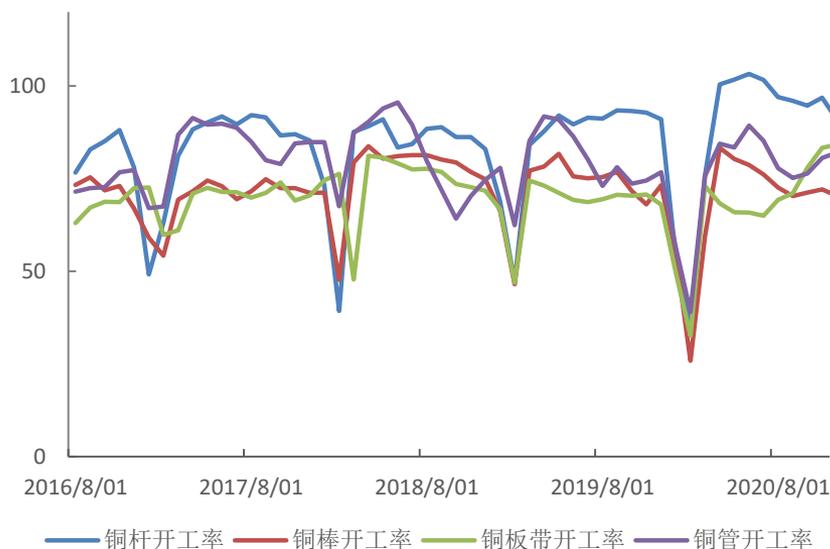
# 国内电力投资增速放缓（需求占比46%）

- 为改善能源结构，中国加大了清洁能源的投资，今年前8个月电源投资同比增加4.1%。其中水电同比增加12.8%，火电同比增加12.4%，核电同比增加50.6%，风电投资同比下降7.1%。
- 今年前8个月电源投资同比下降1.17%，明显低于市场预期。电网投资未来可能变化不大，主要因电网更需要“质”的变化而非“量”的变化。
- 三季度国内铜杆开工率维持在80%上方，明显低于去年同期。

电源基本建设投资完成额同比（%）



国内铜材企业开工率（%）

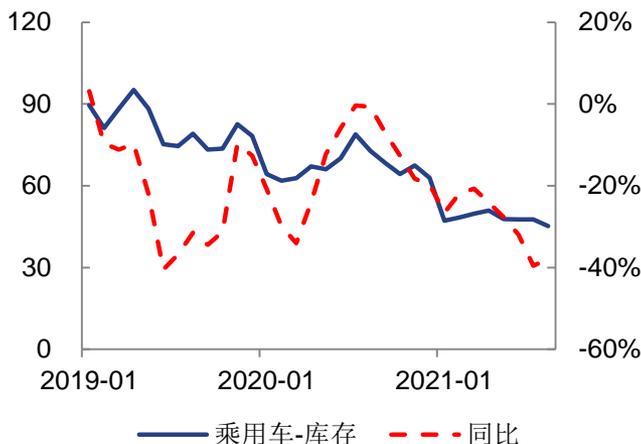


资料来源：Wind, 申万期货研究所

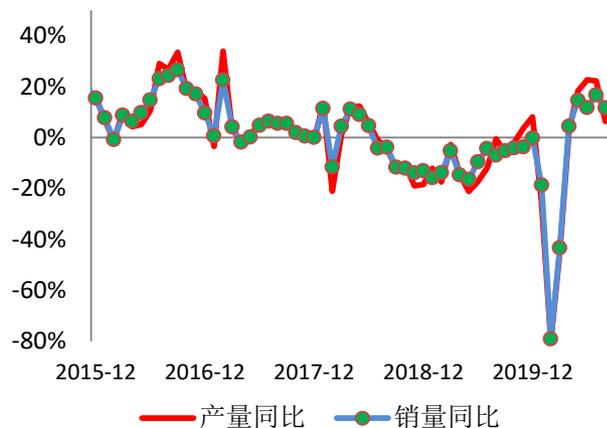
# 国内汽车量虽弱，但用铜同比增加（需求占比11%）

- 今年国内汽车受芯片供应和市场需求下降影响，产销量连续4个月下降。8月份产销降至180万辆下方，降幅分别为18%和17%。
- 今年汽车出口大幅增长，连续11个月同比增加在两位数以上。
- 国内新能源汽车增长明显，前8个月同比增加185%。简单测算，虽然汽车产量下降，但由于新能源汽车产量增长明显，前8个月汽车铜需求增长量较去年增加约11%

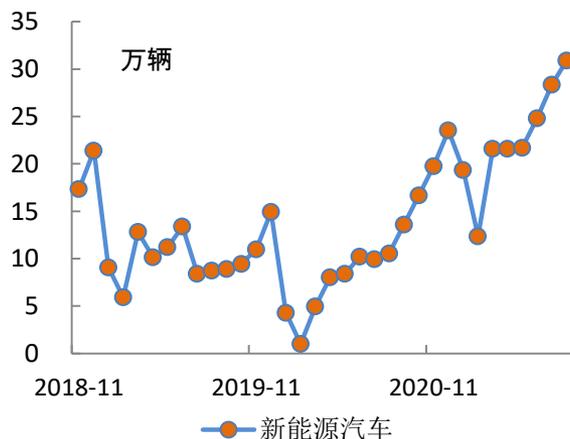
### 中国乘用车库存（万辆，%）



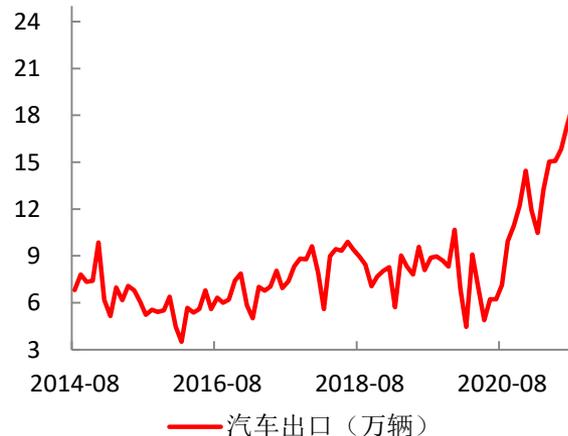
### 中国汽车产销同比（万辆）



### 新能源汽车产量（万辆）



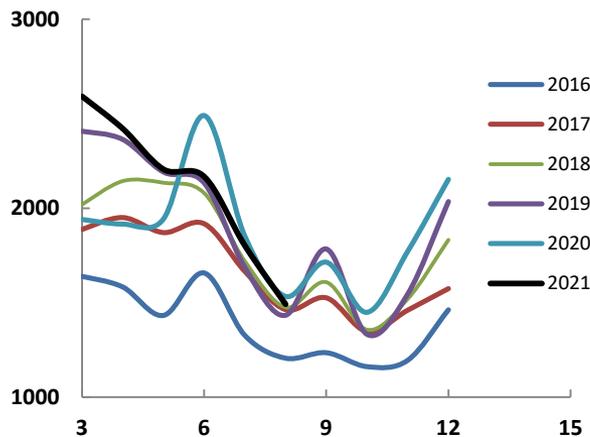
### 中国汽车出口（万辆）



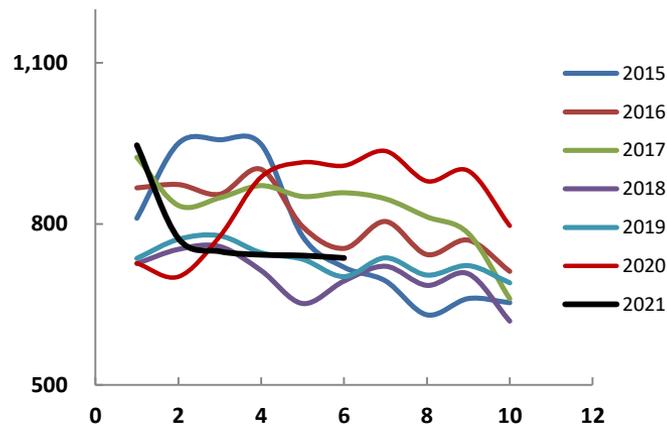
# 空调库存季节性下降（需求占比14.6%）

- 今年前8个月空调累计产量1.5亿台，同比增长15.6%。
- 与铜最为相关的空调库存出现季节性下降，降至1827万台，库存数量与年销售数量之比处于中性。
- 8月冰箱产量736.4万台，同比下降19%；前8个月累计产量5913.5万台，同比增长6.7%。库存处于五年来低位。

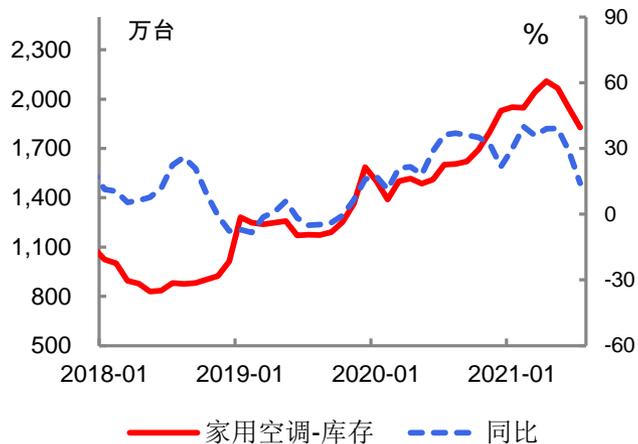
## 中国空调产量（万台）



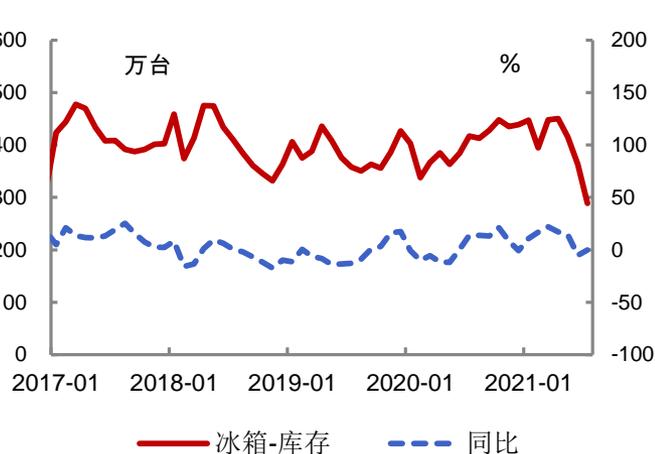
## 中国冰箱产量（万台）



## 中国空调库存（万台）



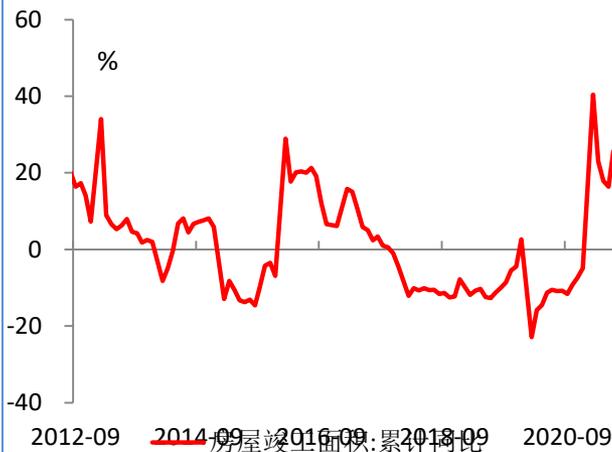
## 中国冰箱库存（万台）



# 地产延续向好 (需求占比9.4%) 电子通信稳定 (需求占比7.5%)

- 今年前8个月销售面积同比增加26%，同比增加明显，也明显好于2019年。
- 数据向好有助于铜需求。地产竣工面积受整体行业资金紧张影响而明显加快。
- 二季度计算机产量表现良好状态，但移动基站产量延续疲弱勢头。预计2021年下半年通讯电子行业总体稳定。

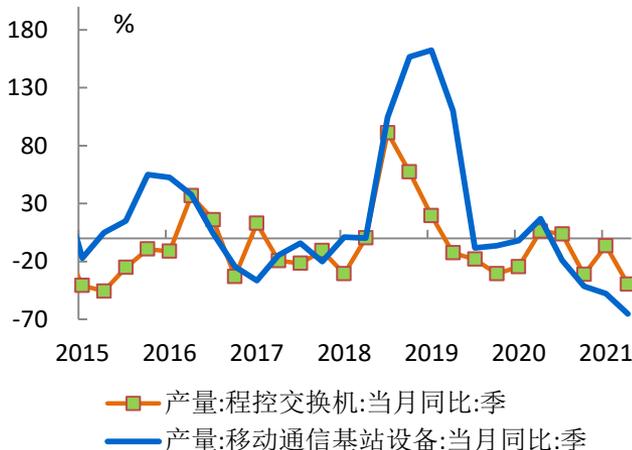
### 房屋竣工面积同比 (%)



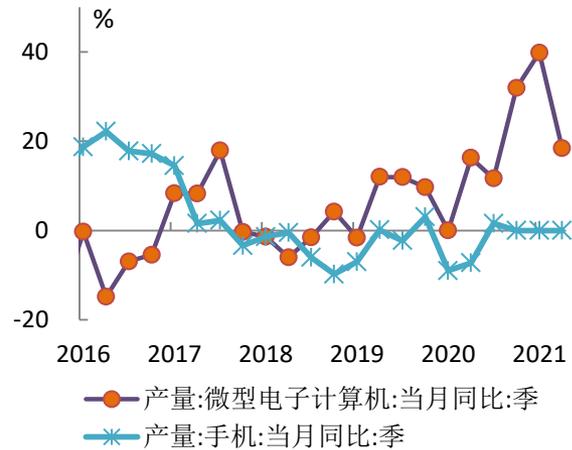
### 房地产投资累计同比 (%)



### 主要电子通信设备产量1 (%)



### 主要电子通信设备产量2 (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

# 预期供求阶段性平衡，关注下游补库

- 前三个季度需求阶段性回落，尤其是电源投资增速放缓，电网投资出现负增长。铜杆开工率低于去年同期；叠加国储抛储。
- 矿供应明显改善，表现为加工费逐步增加。多个矿山罢工事件平息。但全球库存明显下降，尤其是上期所库存和上海保税库库存持续下降。国内冶炼产量逐步回升。
- 随价格回落，关注四季度下游存在重启补库的可能。

全球精铜供求平衡表（不计算国储抛储数量）

名称（单位：千吨，%）	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年F	2021年F
全球矿山产量	20,402	20,058	20,565	20,528	20,517	21,167
全球矿山产能	23,481	24,003	24,063	24,163	24,762	25,412
矿山产能利用率 %	86.9%	83.6%	85.5%	85.0%	82.9%	83.3%
原生精炼铜产量	19,490	19,485	20,023	20,017	20,580	21,010
再生精炼铜产量	3,866	4,063	4,035	4,028	3,839	4,068
全球精炼铜产量(原生+再生)	23,357	23,548	24,058	24,045	24,419	25,078
全球精炼铜产能	26,913	27,804	28,234	29,044	29,945	30,605
全球冶炼铜产能	21,186	22,026	22,416	22,776	-	23,436
精炼铜产能利用率 %	86.8%	84.7%	85.2%	82.8%	81.5%	81.9%
全球精炼铜消费量	23,492	23,705	24,484	24,427	24,978	25,362
精铜过剩/缺口	-136	-157	-426	-383	-559	-284

# 总结及未来需要关注的几个方面

## 总结：

1. 美联储计划11月份开始减少购债，并于明年年中结束，弱势美元结束，铜价将失去弱势美元的支撑；人民币汇率有望稳定。
2. 矿供应持续改善，全球精矿产量小幅增加，精矿加工费持续回升。
3. 全球铜库存持续下降，国内冶炼产量环比将逐步回升。
4. 电力投资增速放缓，尤其是电网投资负增长拖累铜需求，汽车、地产、家电铜需求正增长，关注四季度下游存在重启补库的可能。

### ■ 宏观关注：

中国宏观经济数据  
全球疫情变化  
美国利率变化  
美元指数变化  
人民币汇率及利率

### ■ 供应关注：

全球铜精矿干扰率  
中国精铜、废铜进口数量  
中国新增产能进展

### ■ 需求关注：

国内电网投资  
国内房地产施工面积  
家电库存  
乘用车产量

### ■ 库存：

上期所库存变化  
上海保税库库存变化

# 2021年四季度铜期货操作建议

## 波段操作

- ❖ 如果铜价达到65000-66000元，建议买入，目标区间71000-72000元；

## 套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

## 套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入套期保值。

品种： 锌

# 供需双降，可能震荡偏弱

——2021年四季度锌投资策略展望

- **主要驱动因素：**精矿供应稳定，产量受限电影响，需求缺少亮点。
- **供求角度：**精矿供应虽有改善，总体处于紧平衡状态，受到疫情、限电和环保影响，预计锌产量难有明显的增长。镀锌开工率处于低位，镀锌板库存总体高位，终端需求表现疲弱。供应与需求均表现疲弱，建议关注四季度矿供应变化。
- **预计价格主要运行区间：**LME锌2500-3200美元，上期所锌19000-23500元。

# 国内锌价走势回顾



- 锌价走势总结：去年初受疫情影响，锌价创出四年新低；随着国内疫情得到控制，下游需求恢复，叠加境外矿山受疫情影响而出现产量下降，锌精矿加工费明显缩窄，锌价逐步回升。今年一季度精矿加工费缩窄至不足4000元，已不能覆盖大部分冶炼企业成本，在有色整体走强的带动下，锌价在5月份上涨至2.35万元新高。二季度，随着下游需求疲弱和国储抛储，锌价小幅回落至2.2万元下方。三季度由于各地限电，使得产量难以回升，需求也缺少亮点，形成多空因素交织的平衡局面。

# 未来新增矿山项目

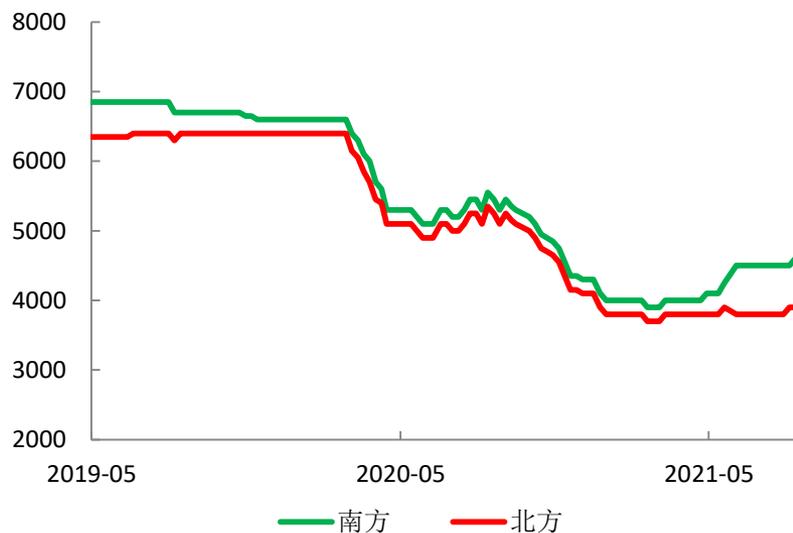
## 2020-2022年新增矿山产能统计（千吨）

矿山项目	所属企业	国家	品位	C1(\$/lb.)	2020	2021	2022
Caribou	Trevali Mining Corp.	Canada	5.5%	\$0.86	42	42	42
Myra Falls	Nyrstar	Canada			30	30	30
Middle Tennessee	Nyrstar	Canada			50	50	50
Prairie Creek Project	Canadian Zinc Corporation	Canada	8.6%		10	20	45
Empire State Mine	Titan Mining	USA	9.2%	\$0.69	24	36	36
<b>North America</b>					<b>156</b>	<b>178</b>	<b>203</b>
Rey de plata	Industrias Penoles SAB de CV	Mexico			24	36	36
Corani	Bear Creek Mining	Peru	0.6%		-	-	5
Castellanos Project	Emincar & Cuba Government JV	Cuba			100	100	100
<b>Central &amp; South America</b>					<b>124</b>	<b>136</b>	<b>141</b>
Dugald River	Minmetals Resources Ltd.	Australia	13.4%	\$0.73	170	170	170
Lady Loretta (Part of Mount Isa)	Glencore	Australia	13.0%		130	160	160
Sulphur Springs Copper Zinc	Venturex Resources Ltd.	Australia	3.6%	\$0.14	32	32	32
Mungana King Vol Project	Auctus Minerals	Australia	11.9%	\$0.52	50	50	50
Century Project	New Century	Australia			264	264	264
Woodlawn	Heron Resources	Australia	6.0%		40	40	40
<b>Australia</b>					<b>556</b>	<b>556</b>	<b>556</b>
Dairi	China Nonferrous	Indonesia	11.5%		0	60	125
Rampura Agucha	Hindustan Zinc	India	15.9%		200	200	200
<b>Asia</b>					<b>200</b>	<b>260</b>	<b>325</b>
Gamsberg (Phase 1)	Vedanta Resources PLC	South Africa	6.2%	\$0.50	250	250	250
Bisha Expansion	Nevsun Resources Ltd. (60%) State of Eritrea (40%)	Eritrea	5.7%		100	100	100
Asmara Project	Sichuan Road & Bridge(60%), ENAMCO (40%)	Eritrea			-	60	120
<b>Africa</b>					<b>350</b>	<b>410</b>	<b>470</b>
Shalkiya	Tau-Ken Samruk	Kazakhstan	4.0%		50	120	160
Pavlovskoye	Rosatom	Russia			0	0	0
Zhairem	Glencore	Kazakhstan			50	120	160
Citronen	Ironbark Zinc Ltd.	Greenland	5.2%	\$0.52	0	50	100
Zinkgruvan Expansion	Lundin Mining	Sweden	8.2%		8	8	8
Neves Corvo Expansion (ZEP)	Lundin Mining	Portugal	7.1%	\$0.29	70	70	70
<b>Europe</b>					<b>128</b>	<b>248</b>	<b>338</b>
Mehdiabad Expansion	Rostek. Corp. & Iranian Bank	Iran	3.0%		0	200	400
<b>Middle East</b>					<b>0</b>	<b>200</b>	<b>400</b>
<b>合计</b>					<b>1,514</b>	<b>1,988</b>	<b>2,433</b>
<b>增量</b>						<b>474</b>	<b>445</b>

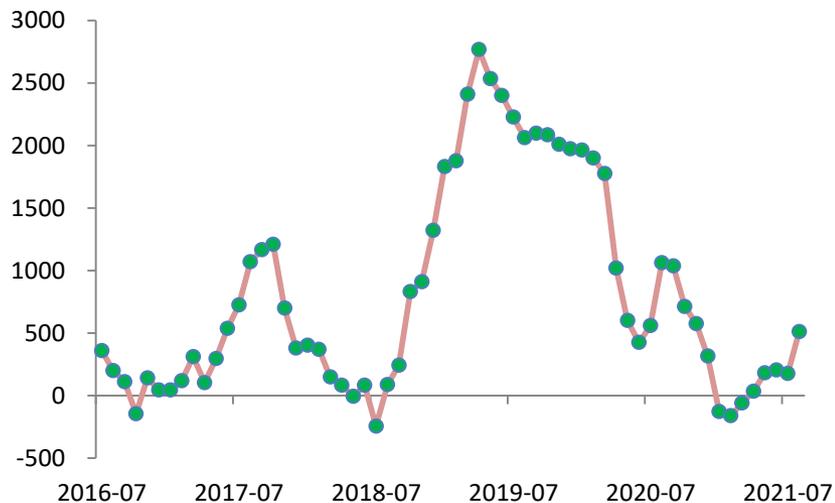
# 精矿加工费总体稳定

- 去年以来，精矿加工费连续走低，进口矿加工费由320美元缩窄至目前的70-80美元；国产矿加工费由6600元缩窄至目前的4000元左右。
- 三季度国内精矿加工费持续回升至4200元；另外云南等地区限电减产也对精矿加工费产生轻微扰动。
- 中国1-7月锌矿砂及其精矿进口同比增加13%，至216万吨。

国产锌精矿加工费（元/吨）



国内锌冶炼毛利估算（元/吨）



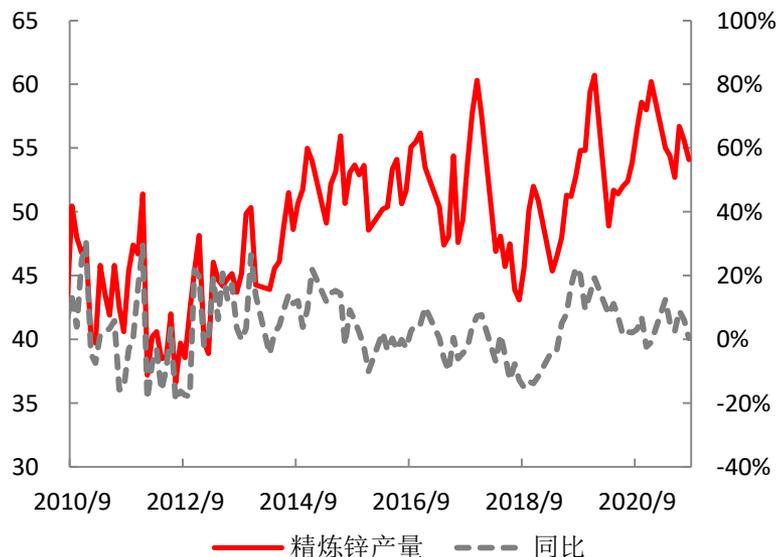
# 国内锌产量稳定增长

- 国内1-8月全国锌产量为438.2万吨，同比增长5.4%，增速维持稳定，同时受到各地限电、环保等因素影响。
- 尽管精矿加工费在冶炼成本附近，2021年国内仍计划有74万吨新增产能。如果四季度精矿延续得到缓解，锌供应仍将可能明显增加。
- 国储已公布第三次抛储计划，总体数量为13万吨。

## 中国锌新增产能（万吨）

企业名称	新产能（万吨）	投产时间	备注
怡紫金锌业	10	2020.11	计划投产
青海西部铝业	6	2020.Q4	计划投产
青海华信环保	5	2020.Q4	投产
陕西锌业	5	2021.Q1	在建
西南能矿	10	2021	在建
祥云飞龙	15	2021	在建
广西誉升	10	2021	计划投产
南丹吉朗	8	2021	技改
广西永鑫	6	2021	在建
南方有色	20	2021	在建

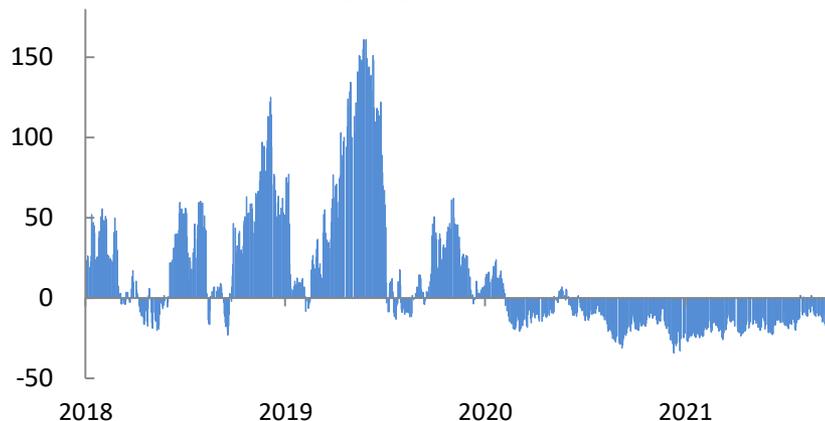
## 中国精炼锌产量（万吨，%）



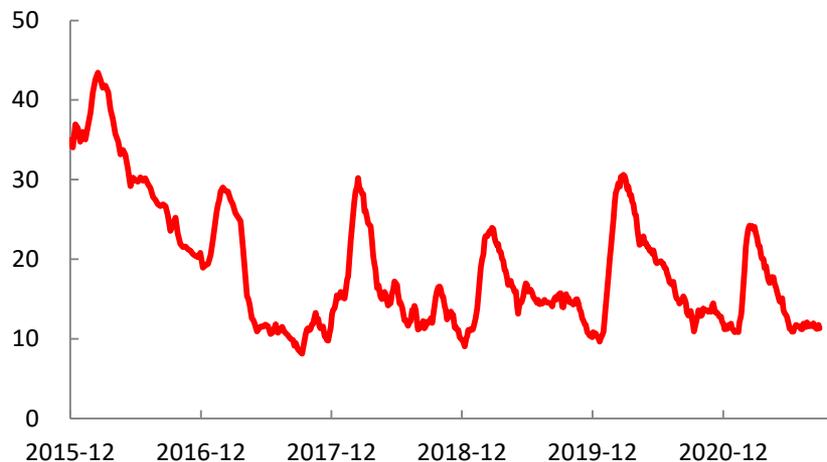
# 国内库存稳定，LME库存先增后减

- 国内社会库存总体延续低位，在11万吨附近。上期所库存仅为5万吨左右。
- LME库存先增后减，目前在22万吨。
- 尽管国内总体库存较低，但现货表现疲弱，表现为持续现货贴水状态。

### LME锌现货升水（美元/吨）



### 国内社会库存（吨）



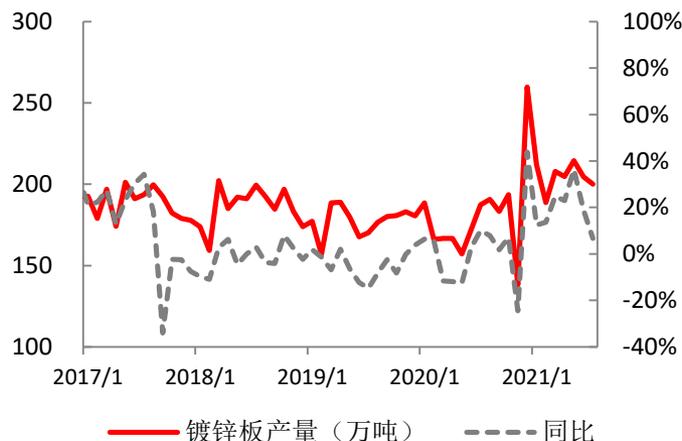
### LME锌库存（吨）



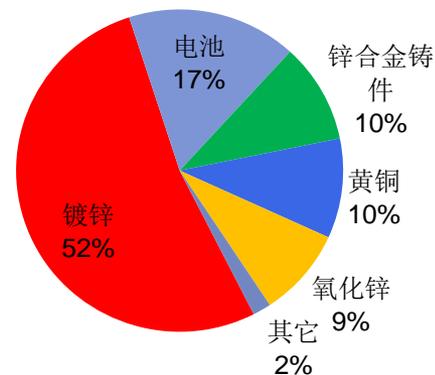
# 镀锌板库存处于较高水平

- 今年前6个月国内镀锌板产量较2020年增加17.86%，较2019年增速持平。
- 近期镀锌开工率在80%左右，但镀锌板厂库存总体处于高位，这也是限制锌需求的原因之一。
- 由终端产品来看，三季度家电、汽车表现疲弱，四季度有望维持稳定，镀锌板需求有望稳定。
- 镀锌板出口延续两位数增长，主要受全球钢材价格上涨带动。

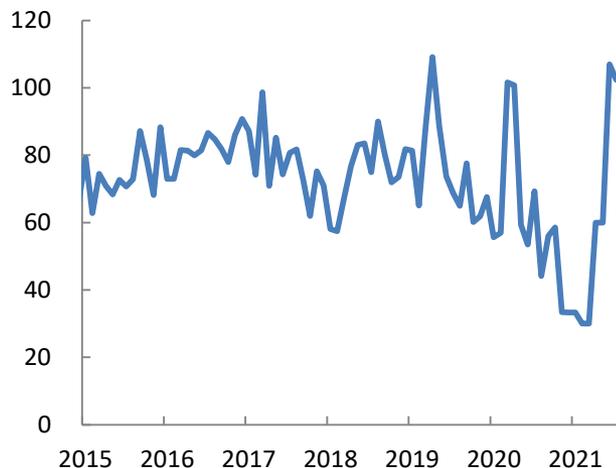
### 中国镀锌板—产量（万吨）



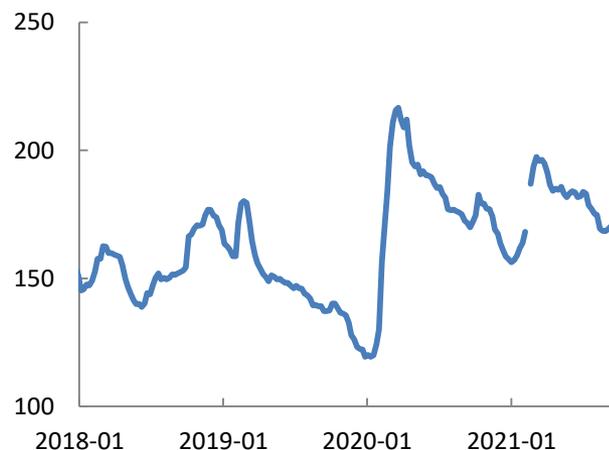
### 中国锌下游—需求占比



### 镀锌板出口（万吨）



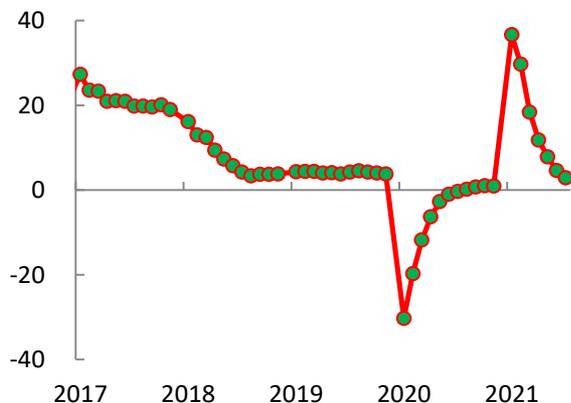
### 中国镀锌板企业库存（万吨）



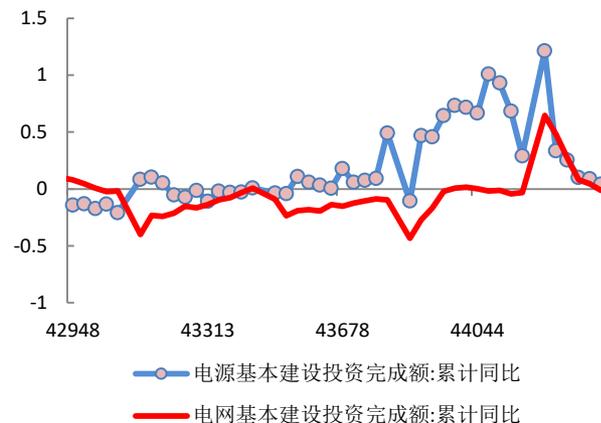
# 终端产品表现疲弱

- 由于去年基数较低，今年前8个月国内基建较去年同比增加2.58%，增速明显回落。
- 汽车连续四个月产销回落，8月份回落幅度达到19%，表现差强人意。
- 前8个月四大家电产量除空调产量同比略有增加外，冰箱、洗衣机和电视机出现两位数回落。
- 与锌相关终端产品总体表现较弱。

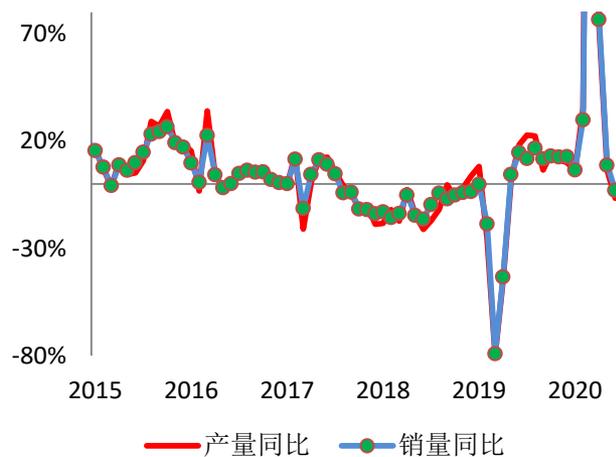
### 中国基建投资（不含电力）同比（%）



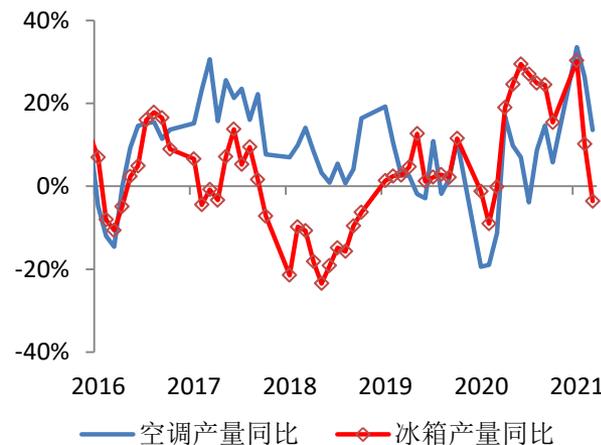
### 中国电力投资同比（%）



### 中国汽车产销量同比（%）



### 中国空调冰箱产量同比（%）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

# 供应与需求均表现疲弱

- 随精矿加工费略有回升，锌冶炼利润有所改善，但产量受限电等因素影响回升有限。库存总体处于低位。
- 由于镀锌开工率偏弱，锌现货表现为贴水，镀锌库存总体处于高位。
- 国储已公布三次抛储，总量13万吨，计划抛储至年底，将不利于未来锌价。
- 国内基建投资、家电、汽车和地产对锌需求总体表现疲弱。

全球精炼锌供求平衡表（不计算国储抛储数量）

单位（千吨）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
全球锌矿产量	13,472	13,130	13,385	12,733	12,961	12,408	12,656
非洲	304	337	422	421	517	489	
美洲	3,937	3,904	4,036	4,099	3,947	3,559	
亚洲	6,638	6,920	7,043	5,987	5,849	5,793	
中国	4,918	5,342	5,186	4,304	4,258	4,200	
澳大利亚	1,596	849	780	1,020	1,283	1,332	
全球精炼锌产量	13,975	13,654	13,708	13,260	13,513	13,640	13,520
欧洲	2,405	2,355	2,367	2,403	2,349	2,154	
美洲	1,716	1,575	1,597	1,672	1,672	1,574	
非洲	178	169	165	158	154	148	
亚洲	9,338	9,540	9,839	9,279	9,138	9,174	
中国	6,508	6,650	6,906	6,501	6,431	6,749	
全球精炼锌消耗量	13,855	13,823	14,185	13,715	13,722	13,293	13,360
全球精炼锌过剩/缺口	119	-169	-477	-456	-209	347	160

资料来源：ILZSG, Wind, 申万期货研究所

# 总结及未来需要关注的几个方面

## 总结：

1. 精矿较前期略有改善，冶炼利润略有回升，但受各地限电影响，产量回升缓慢。
2. 全球库存总体处于低位，国储计划继续抛储，不利于未来锌价。
3. 镀锌开工率延续低位，镀锌板库存总体处于高位。国内基建、家电、汽车等终端消费总体疲弱。
4. 由于多空因素交织，锌价可能延续区间波动。建议继续关注继续关注精矿加工费和下游需求变化。

❖ 宏观关注：  
中国宏观经济数据  
美国利率变化  
美元指数变化  
人民币汇率及利率  
境外疫情进展

❖ 供应关注：  
全球精矿干扰率  
中国精锌产量  
中国新建产能  
矿加工费变化  
冶炼企业开工率

❖ 需求关注：  
国内镀锌产品库存  
国内基建、地产、家电、汽车等行业状况

❖ 库存：  
上期所库存变化  
LME库存变化

# 2021年四季度锌期货操作建议

## 波段操作

- ❖ 如果锌矿供应改善，锌价在23000元以上，建议择机卖出，目标区间19000-20000元。

## 套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

## 套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值。

# 免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。