



国联期货研究所

研究所

交易咨询业务资格编号
证监许可[2011]1773号

分析师:

沈祺苇

从业资格证号: F3049174
投资咨询证号: Z0015672

相关研究报告:

《美联储利息政策和大宗商品价格指数走势分析》

《印度关税政策对铁矿石影响》

《【“废”精新机】废钢产业全景概览》

《美国货币政策走势预测: 通胀拐点将现, 加息临近尾声》

延续宽幅震荡 价格重心上移

► 粗钢产量前低后高, 明年产量仍以平控为主

供应方面, 前11月粗钢累计减量达到1125万吨, 平控任务完成难度不大。而螺纹钢和热轧卷板的产量则明显下滑, 供应端的动态调整主要以匹配需求和利润为主。明年预计钢铁总产能小幅收缩, 但新建产能产出效率具备优势, 因此产能边际调整对钢材产量影响有限。2023年预计产量平控政策继续执行, 全年粗钢产量基本持平今年。行政端的政策干预更有可能出现在年初至两会阶段, 但力度有限。不过随着“双碳”政策的进一步落实, 不排除明年存在一定的产量压减任务, 若集中进行, 则届时将对供应端形成较强约束。

► 地产用钢需求边际改善, 制造业需求仍有增量

2023年需求端整体表现以缓慢恢复为主。预计全年增速在1%左右。

其中, 地产需求仍是当前钢材基本面的主要拖累项, 预计地产用钢需求的恢复仍是一个缓慢的过程, 尤其是上半年, 终端销售环节信心尚未修复、土储偏低, 新开工同比表现预计仍弱。需求强度或将在下半年逐渐回升。乐观估计下带动全年地产用钢需求持平去年, 但若需求侧改善幅度不如预期, 则地产用钢仍将对全年需求形成拖累。

基建端用钢则有望呈现前高后低, 全年增速放缓的趋势。上半年, 存量施工需求仍将支撑建材需求。但随着基建投资向新基建转移, 以及经济恢复后逆周期调节工具的退出, 基建用钢增速预计下移, 全年用钢增速预计降至5%。

制造业用钢需求预计仍将保持正增长, 将对建筑用钢起到边际替代作用。其中, 汽车行业在购置税减免政策延续的情况下, 预计产销仍将维持5%的正增长, 但汽车出口增速预计放缓。工程机械及重卡产销表现亦有望得到修复。

► 行情全年宽幅震荡, 价格中枢上移

预计2023年钢材价格前低后高, 宽幅震荡, 波动区间在3400-4600之间。年末钢材大幅上涨, 但盘面价格已基本反应宏观预期。预计年底在宏观利多钝化、出尽的情况下, 钢材价格开始横盘整理。此后在现货兑现利多后逐渐反弹。地产需求在存量项目上会有所表现, 新开工改善尚需时日。随着下半年地产需求的进一步转好, 以及潜在的产量压减政策执行, 钢材供需转入紧平衡, 而价格波动中枢, 也将回到4000元以上。

值得一提的是, 当前熊市周期下, 各环节以主动去库为主。但随着终端需求的改善, 不排除下游在某一阶段主动集中补库, 加速上游库存去化, 这将成为钢铁行业经历熊牛转换的重要信号。而这一补库预期有可能会在明年三季度前后, 最早在二季度兑现, 则有望在期货盘面形成较强的共振上涨行情。

正文目录

目录

一、行情回顾.....	- 5 -
1.1 钢价全年重心下移，四季度触底反弹给出偏强预期.....	- 5 -
1.2 成材利润表现低迷，承压仍是利润波动的主旋律.....	- 6 -
1.3 卷螺价差下半年回归，明年维持区间波动.....	- 7 -
二、宏观经济表现.....	- 7 -
2.1 美国通胀表现趋于缓和，加息步伐初见放缓.....	- 7 -
2.2 国内经济政策预计维持宽松，居民端消费及投资信心有待改善.....	- 8 -
2.3 物流恢复制造业预期改善，地产拖累钢铁行业需求有待改变.....	- 9 -
三、基本面因素分析.....	- 10 -
3.1 粗钢全年产量前低后高，明年产量仍以平控为主.....	- 10 -
3.2 钢材净出口表现将开始走弱.....	- 11 -
3.3 螺纹钢产销预计弱稳，地产需求仍是决定性因素.....	- 12 -
3.4 热轧卷板供需或将小幅抬升.....	- 14 -
3.5 钢材冬储库存高点中性，下游库存何时回补或是熊牛转换的关键.....	- 15 -
3.6 基建需求仍将对用钢需求起到托底作用，但需求强度将边际减弱.....	- 16 -
3.7 地产融资“三箭齐发”预期改善，但传导至用钢需求仍待路径兑现.....	- 18 -
3.8 制造业内需向好，出口力度或有回调.....	- 21 -
四、总结与展望.....	- 23 -
4.1 总结.....	- 23 -
4.2 展望.....	- 23 -

图表目录

图 1 螺纹钢期货指数走势图	- 5 -
图 2 长流程华东螺纹钢利润	- 6 -
图 3 短流程华东螺纹钢利润	- 6 -
图 4 卷螺价差（盘面）	- 7 -
图 5 卷螺价差（现货）	- 7 -
图 6 联邦基金利率	- 8 -
图 7 加息点阵图	- 8 -
图 8 货币供应量	- 9 -
图 9 社会融资规模增量	- 9 -
图 10 金融机构人民币新增贷款	- 9 -
图 11 钢铁行业 PMI	- 9 -
图 12 粗钢月度产量	- 10 -
图 13 日均铁水产量	- 10 -
图 14 钢材出口数量当月值	- 12 -
图 15 钢材进口数量当月值	- 12 -
图 16 螺纹钢周度产量	- 13 -
图 17 螺纹钢短流程产量	- 13 -
图 18 螺纹钢周度表需	- 13 -
图 19 贸易商建材日成交（MA5）	- 13 -
图 20 热轧卷板周度产量	- 14 -
图 21 热轧卷板周度表需	- 14 -
图 22 螺纹钢厂内库存	- 15 -
图 23 螺纹钢社会库存	- 15 -
图 24 螺纹钢总库存	- 15 -
图 25 五大材总库存	- 15 -
图 26 热轧卷板厂内库存	- 15 -
图 27 热轧卷板社会库存	- 15 -
图 28 地方政府专项债当月发行量	- 17 -
图 29 基建投资增速分项	- 17 -
图 30 房地产开发投资完成额	- 18 -
图 31 房地产开发投资完成额当月值	- 18 -
图 32 房地产投资资金到位程度	- 18 -
图 33 房地产投资资金分项情况	- 18 -
图 34 房地产销售面积	- 19 -
图 35 30 大中城市商品房成交面积	- 19 -
图 36 当月土地购置面积	- 20 -
图 37 成交土地占地面积（MA5）	- 20 -
图 38 房地产当月新开工面积	- 20 -
图 39 房地产当月新开工面积当月值	- 20 -
图 40 房地产施工面积	- 21 -

图 41 房地产竣工面积	- 21 -
图 42 汽车产量当月值	- 22 -
图 43 新能源汽车产量	- 22 -
图 44 家电产量增速	- 22 -
图 45 民用船舶产量	- 22 -

一、行情回顾

1.1 钢价全年重心下移，四季度触底反弹给出偏强预期

回顾 2022 以来的钢材走势，主要呈现宽幅震荡、前高后低的格局。其中疫情的扰动，以及房地产需求的持续下滑，是主导今年钢价走势的主要驱动。

年初，随着去年四季度负反馈的落地，钢材期货在冬储阶段迎来修复性上涨。年后则阶段性受到冬奥会等大型会议的影响，供应端持续受到约束，铁水产量持续处于 210 万吨以下，尽管需求并未发力，但去年地方专项债发行后置则是为今年的基建需求带来较大的想象空间，从而继续推高钢材价格。3 月后钢价继续上涨但逻辑切换。俄乌战争导致国际原料供应紧张，给出成本支撑；同时 5.5% 的全年经济增长目标则给出市场想象空间。这一阶段，疫情频繁扰动直接利空现实需求，但也反而掩盖了地产需求本身处于周期性下行趋势的现实，市场预期不断走强，螺纹主力合约价格再度涨至 5190 元/吨的高位。

但从 4 月中旬开始，疫情影响的持续性开始超出市场预期，二季度旺季需求并未明显回补，而铁水供应则已逐步提升至 230 万吨以上的水平。市场开始呈现反季节累库。而原料端的紧张局面又持续侵蚀成材端利润，钢材陷入高价格低利润局面。钢厂则在此情形下倒逼原料降价以争取利润。而端午节过后，受高温、水涝天气影响，终端需求再度陷入低迷，上海解封需求回补的预期也并未兑现，产业链开始经由成材端向上游形成负反馈，带动黑色系进行新一轮的估值下杀。本轮下跌得到了现货市场的充分反馈，尤其是原料端价格的下跌使得成材的成本支撑坍塌。7 月初，地产断贷事件的集中爆发叠加年中美联储加息周期的开启则带动钢价加速下探。螺纹主力合约价格跌破 3600 元大关。

图 1 螺纹钢期货指数走势图



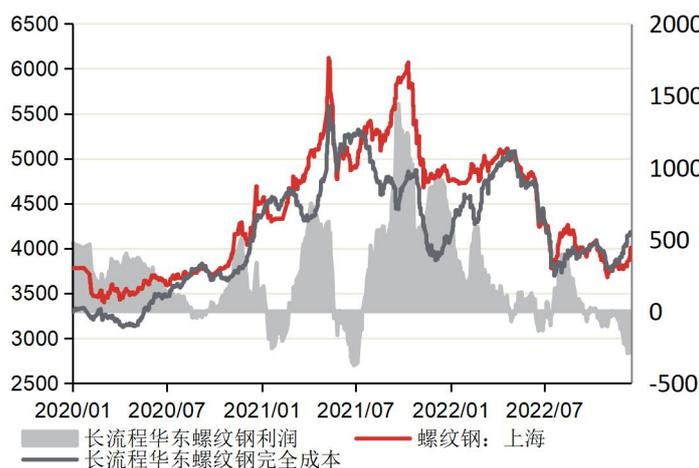
数据来源：Wind 资讯、国联期货研究所

三季度以来，钢材价格在估值修复与弱需求压制的博弈中震荡运行，区间主要集中在 3800-4200 之间。这一阶段钢厂在负反馈集中减产后，开启缓慢复产之路。持续去库给出钢厂挺价信心，但市场需求依然维持低迷表现，难以给出钢价上行驱动。10 月假期过后，由于疫情的大范围扩散，年末赶工需求难以兑现，市场信心再度转弱，产业链开启年内第二轮负反馈行情，主力合约一度超跌至 3253 元的低位，走出疫情三年以来的新低。此后，随着市场悲观情绪的缓解，钢材期现货价格开始反弹修复。这一阶段，美联储通胀表现回落，利好宏观预期；而国内政策工具则加速落地，其中房地产融资政策“三箭齐发”提振市场信心，从而带动钢价在现实供需平稳的前提下持续上涨。临近年末，原料低库存配合钢厂补库预期给出原料上涨驱动，再度抬升成材成本支撑，而对于强预期的充分交易则使得期货价格持续上涨，螺纹期货主力合约上探 4000 点，主力合约升水现货。

1.2 成材利润表现低迷，承压仍是利润波动的主旋律

利润方面，年初随着钢材供需关系的修复，以及市场对于强预期推动，钢价上涨，带动长流程利润中枢上移到 500 元/吨的水平，短流程利润则在 200 元/吨左右。但进入二季度以后，随着双焦价格的持续上涨，侵蚀成材利润，螺纹生产重新回到盈亏边缘。6 月后，成材陷入亏损，叠加需求不振的因素，成材下跌开启负反馈，也使得利润得以重新回归。但四季度以来，由于原料低库存叠加钢厂复产带来的补库驱动，原料价格上涨侵蚀成材利润，目前成材即期利润仍处于低位。

图 2 长流程华东螺纹钢利润



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 3 短流程华东螺纹钢利润



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

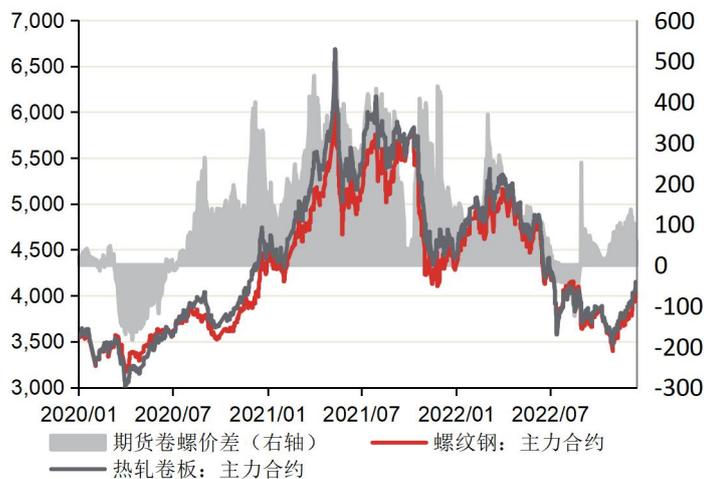
展望明年，经济宽松预期带动用钢需求回升，有助于黑色系整体估值上移，为成材利润打开空间。同时，今年低利润甚至亏损的重要原因在于原料供应相对偏紧。明年俄乌局势缓解叠加主流矿山发运增加有望为铁矿供应带来增量；而焦煤端国内产能继续释放，同比增加有望在 1000 万吨以上，同时叠加蒙煤的通关恢复及潜在的澳煤通关放行，焦煤供应有望大幅回升；废钢今年受疫情影响，运输不畅，明年物流的改

善则有望为废钢供应带来增量，因此原料价格有望调整回落，给出成材利润空间。但过剩压力依然给到成材价格压制，预计明年成材利润主要的波动区间回升到(0,500)。

1.3 卷螺价差下半年回归，明年维持区间波动

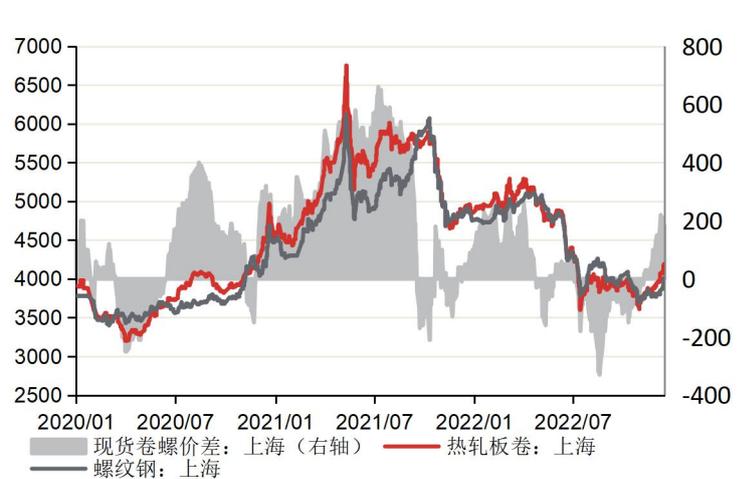
卷螺价差今年年初处于高点，此后上半年逐渐回落，螺纹钢理计交割的变化亦未使卷螺价差重新走扩。这主要是因为在上半年螺纹需求羸弱、板材外需走强的情况下，产线向板材转移，然而二、三季度国内制造业用钢需求阶段性遇冷，对板材价格形成拖累，从而使得卷螺价差持续倒挂。

图 4 卷螺价差（盘面）



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 5 卷螺价差（现货）



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

8月以来卷螺价差得到修复，主要在于产线的动态调整，以及汽车产销、出口等数据的带动下，板材需求边际好转，卷螺价差重新转正。预计明年卷螺价差仍将维持区间波动，区间在(-100, 200)。

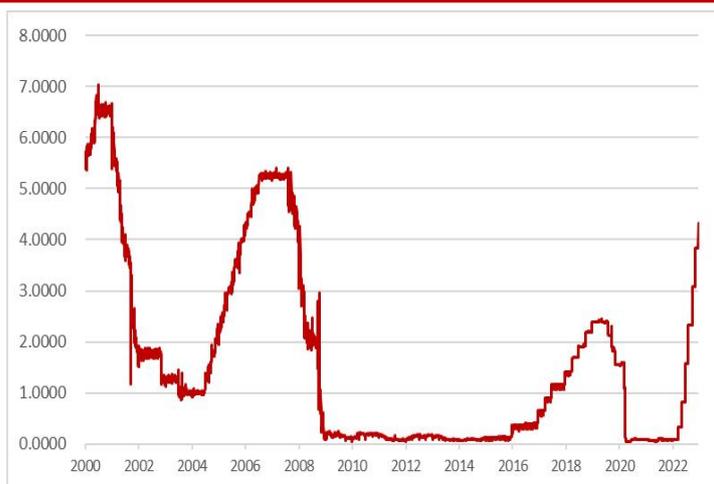
二、宏观经济表现

2.1 美国通胀表现趋于缓和，加息步伐初见放缓

国际方面，美联储于今年3月开启加息周期，今年以来累计加息七次，最高单次加息幅度则达到了75个基点。期间对于美联储加息幅度与高度的博弈亦对黑色系市场形成较大利空，尤其是6月以后，加息力度强化，拖累钢材价格下行，形成较强负反馈。

而自11月加息75个基点以来，美国通胀数据有所放缓，初现衰退信号。包括美联储主席在内多名官员释放鸽派预期。12月中旬美联储加息50个基点依然如期落地。当前联邦基金利率目标区间在4.25%-4.5%之间。加息预期的缓和亦得到期货市场的充分交易，钢材11月以来大幅反弹，形成较强的期现共振行情。

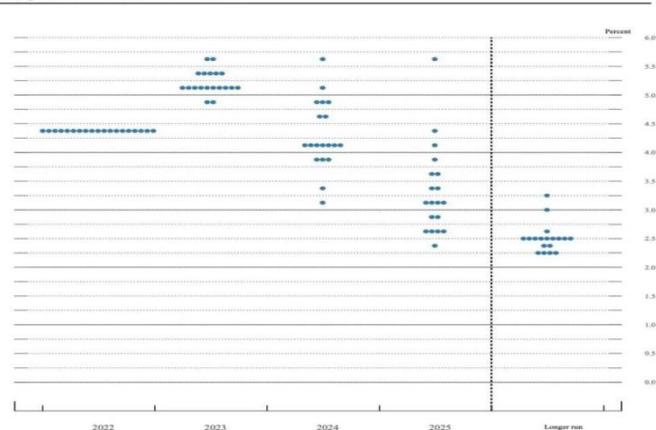
图 6 联邦基金利率



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 7 加息点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：美联储官网、国联期货研究所

展望明年，根据美联储表述，对于市场而言，加息高点或将更高且停留在高位时间更久，然而，实际加息幅度仍要取决于通胀、就业与经济增长数据影响，在就业与经济增长数据变现走差之时，高利率难以长期维持，降低通胀是目的，而非让经济陷入衰退。根据最新点阵图来看，利率高点可能将出现在明年3月并延续至明年四季度，高点预计将达到5.00-5.25%的水平。届时配合衰退预期发酵，仍将持续压制全球大宗商品市场价格。同时，海外市场的衰退也将抑制国内工业品出口表现。

2.2 国内经济政策预计维持宽松，居民端消费及投资信心有待改善

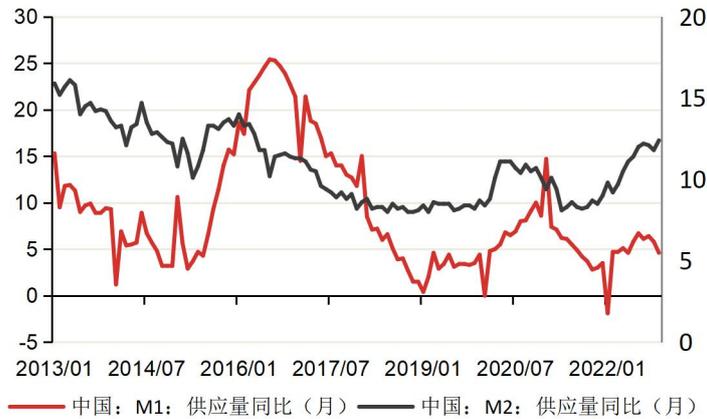
从最新的社融信贷数据来看，11月新增人民币贷款1.21万亿元，同比少增596亿元，1-11月人民币贷款累计增19.91万亿元，同比增1.09万亿元。而其中居民端与企业端形成明显分化。具体来看，居民端表现增加2627亿元，同比少增4710亿元，其中中长期贷款2103亿元，同比少增3718亿元。表明当前居民端信贷整体较弱，消费信心依然不足，且地产需求端刺激政策的作用并不明显。而企业端，新增贷款同比增幅明显，尤其是在政策支撑下，中长期贷款大幅增加。预计年内信贷数据延续偏弱局面，而年底至明年上半年，预计货币政策仍将维持宽松，进一步刺激宏观经济走强。

而社融端，11月新增社融1.99万亿元，低于市场预期，同比少增6109亿元。信贷需求修复依然偏弱。弱信心下理财产品赎回的负反馈导致M2增速继续走高，与社融增速的剪刀差则走扩至2.4%。资金供给实际仍强于融资需求，宽信贷向宽货币的传导路径仍有待需求端得到进一步修复。

而在存款端，今年以来，人民币存款增速持续增加。11月人民币存款增加2.95万亿元，同比多增1.81亿元。在理财产品净值波动的前期下，居民大量赎回理财产品，社销数据的同比转跌也印证居民端消费意愿降低，偏向存款。这一情况在12月有望得到延续。存款的释放一则有赖于疫情峰值的快速过渡，居民消费场景回归，消

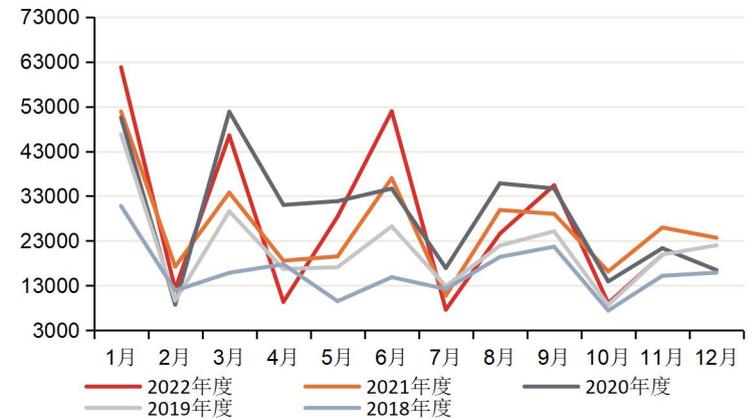
费意愿回升，另一方面则需房地产市场与金融市场的企稳，给出居民端置业及投资动力。

图 8 货币供应量



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 9 社会融资规模增量

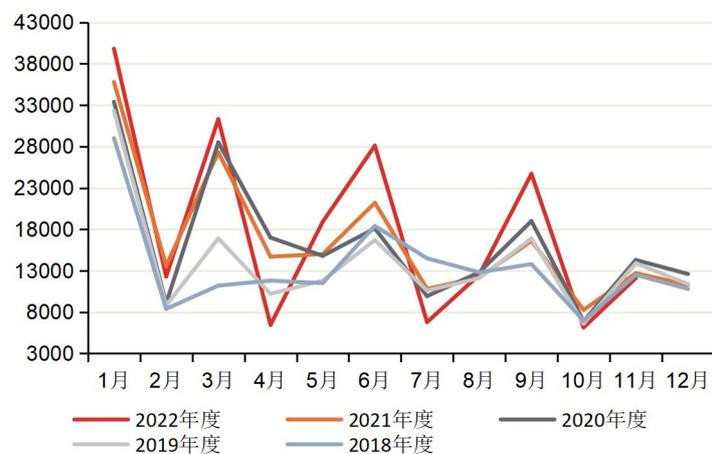


数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

2.3 物流恢复制造业预期改善，地产拖累钢铁行业需求有待改变

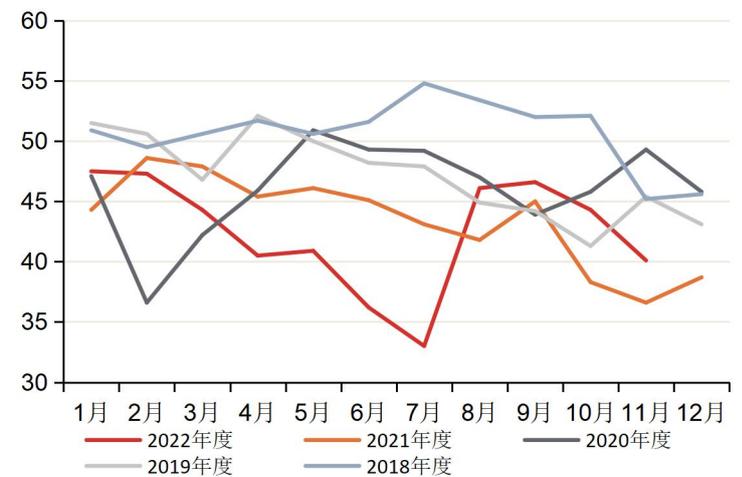
PMI 数据方面，11 月制造业 Pmi 环比降 1.2% 至 48%，低于预期中值（49%），连续第二个月处于衰退区间。主要因为 11 月疫情的进一步扩散对于全国物流运输及终端需求仍造成较大影响。其中，11 月新订单 PMI 数据降 1.7 至 46.4%；生产指数则降 1.8% 至 48%。供应商配送时间指数则降 0.4% 至 46.7%，为今年 4 月以来的新低。不过基建端依然保持 8 月以来的较强韧性，土木工程建筑业商务活动指数为 62.3%，较上月明显上升。这和地产端的弱势调整形成分化。

图 10 金融机构人民币新增贷款



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 11 钢铁行业 PMI



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

从中物联钢铁物流专业委员会发布的钢铁行业 PMI 来看，11 月份数据为 40.1%，

环比下降 3.2%，连续 2 个月环比回落且跌势加速。与钢材价格形成分化。主要在于钢铁行业现货市场当前呈现供需两弱局面。其中，原材料购进价格指数下跌 1.9% 至 38%，依然处于偏低水平。生产方面，11 月环比趋严、部分地区压产有所落实，产量仍有边际下降。生产指数为 39.3%，环比跌 0.5%，连续 2 月位于 40% 以下。钢厂整体需求趋弱，新订单指数环比跌 8.9% 至 34.5，为 7 月以来的新低。基建用钢需求表现尚可，但地产终端施工持续走低，拖累用钢需求，年内气温继续下降，整体需求强度边际走弱，钢厂产销恢复，需至明年二季度。

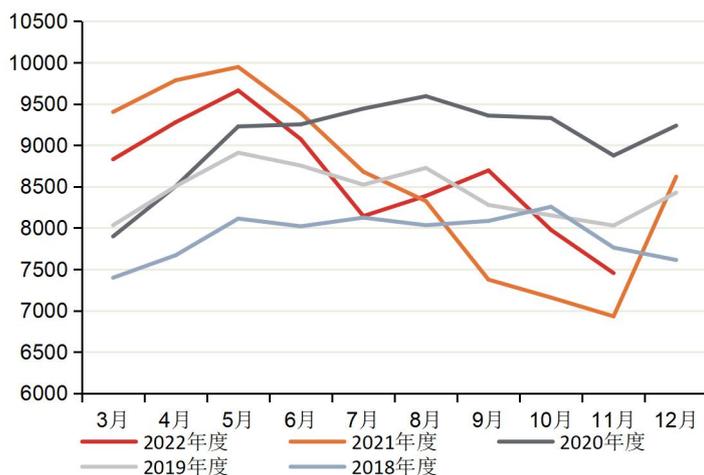
三、基本面因素分析

3.1 粗钢全年产量前低后高，明年产量仍以平控为主

根据统计局数据，11 月全国粗钢产量环比仍有回落，为 7454 万吨，主要在于 10 月负反馈行情后钢厂调节所致，但单月同比仍增长 523 万吨。在此情况下，1-11 月份粗钢产量总量达 93511 万吨，相比去年同期，减量还剩 1124.9 万吨。其中，11 月生铁产量 6799 万吨，同比增长 10.14%。测算的废钢消耗量则为 1253.31 万吨，受到疫情影响，物流不畅，废钢整体供需强度环比回落。

根据 12 月份的钢厂开工情况来看，预计产量环比接近。若按照平控政策执行，以当前的开工表现来看，已基本实现平控目标。当前供应端主要仍以钢厂自发调节为主，辅之以区域性的小幅压产及环保减产。另外，目前部分地区钢厂亦接到相关的生产要求，年内仍有产量指标待完成，总体来看，年底供应端以稳为主，波动有限。

图 12 粗钢月度产量



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 13 日均铁水产量



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

从产能情况来看，2022 年我国粗钢有效产能已经达到了 13.6 亿吨，全年整体的粗钢产能利用率在 75.8。根据各地工信部网站信息汇总，2022 年 1-11 月，在已公布的产能置换文件中，将淘汰高炉产能 5059.94 万吨，淘汰电炉产能 1217.26 万吨，淘汰转炉产能 3896.6 万吨。同时新增高炉产能 5041.92 万吨，新增电炉产能 1923.5 万

吨，新增转炉产能 1820.66 万吨。

其中，根据统计，2023 年全年预计投产的新增产能为 6628.33 万吨，置换淘汰的总产能为 7988.7 万吨。其中部分按计划当前应投产能因钢材利润低迷，投放时间延后。而总产能的减量主要体现在炼钢产能上，总体钢铁产能的变化幅度则相对有限，且新建产能主要以大型先进高炉、电炉及转炉为主，产出效率要优于被淘汰的落后产能。因此，产能的小幅收缩难以对钢材产量起到抑制作用。产量的调节更多需要从匹配需求的角度来看，我们预计，2023 年需求有增量但难有大幅放量，因此年粗钢产能仍将面临周期性过剩的局面。

从政策角度来看，除了年初应对冬奥会等大型会议阶段性限产外，2022 年全年钢铁行业生产并未受到太多行政端的扰动。尽管二季度相关部委一度强调了今年仍有粗钢平控、压减的要求。但由于今年以来粗钢累计同比持续负增长，导致行政端也并无介入的必要性。仅江苏等地区面临区域性的平控政策调节，且微观下对产量的调节量也相对有限。临近年底，各地钢厂仍有生产任务，预计单月同比产量仍有增加，但全年产量同比略有下降。

而展望明年，“双碳”政策下的平控要求预计仍将延续，但大规模行政性限产的驱动不强。主要在于防疫政策调整过后，明年的工作重心将回到经济发展上来，钢铁企业的持续经营将是地方经济增长的重要驱动。另外，考虑到近年以来钢铁行业自身结构的调整、债务比例优化，流动性压力有限。钢铁企业对于产量的主动调节能力显著增强，这在今年总体产量的变化上可见一斑。预计明年除了政策端有边际限制外，钢厂的主动调节仍是约束钢铁产量、匹配需求的主要手段。

因此，我们预计 2023 年全年粗钢产量基本持平今年，其中一季度同比有一定增量，增速则在进入二季度后缓慢回落。以钢联口径看，日均铁水产量的平衡点在 225-230 万吨之间，废钢资源产出的回补将有效缓解铁水端的压力。供应端整体呈现前低后高以匹配现实需求，产量的微观变化则更多以利润驱动为导向。行政端政策干预更有可能出现在年初至两会阶段，但力度有限。若明年前期同比增量明显，亦不排除行政限产在年末采暖季阶段再度介入的可能。

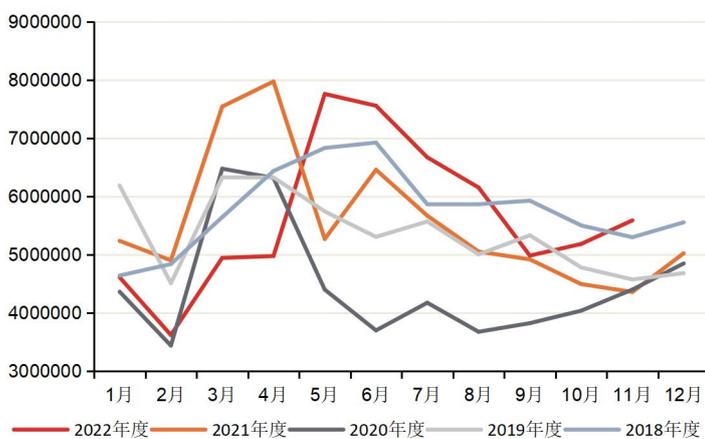
3.2 钢材净出口表现将开始走弱

根据海关总署 11 月份公布数据，11 月钢材出口总量为 559 万吨，1-11 月累计出口钢材 6205 万吨，同比转增 2.77%；11 月钢材进口总量为 75.2 万吨，1-11 月累计进口钢材 987 万吨，同比降幅扩大至 25.9%。钢材净出口数据为 483.8 万吨，连续 2 个月呈现回升趋势，1-11 月净出口总量则为 5218.56 万吨，同比增量为 361.85 万吨。

纵观全年表现，一季度钢材进出口均同比回落，但是随着俄乌战争的爆发，部分订单转向国内，尤其是板材出口利润上行，在二季度形成出口冲量。三季度回落亦比

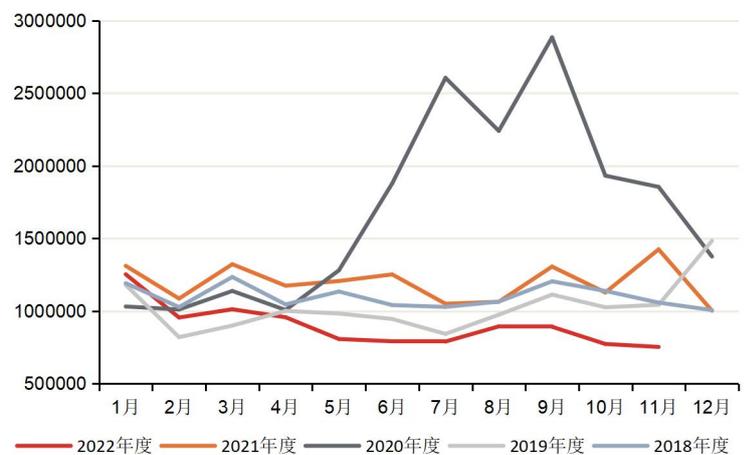
较明显，卷板出口利润低位徘徊，价格缺乏优势。但是四季度以来，随着美元指数持续上升，人民币贬值给出出口利润空间，同时，俄乌冲突演变造成欧洲能源局势紧张，工业生产受阻，部分制造业订单再度流入国内，从而刺激四季度以来钢材出口同比走强，12月为出口旺季，预计净出口表现同比仍维持正增长。但是由于美联储及其他央行加息至高位，且预计高利率与全球衰退将贯穿2023年全年，则终端产成品的出口需求预计也将承压。整体内外需求呈现此消彼长的状态，因此总体来看，明年钢材净出口将开始出现下行态势。值得注意的是，由于今年国内外供需强度分化，钢坯进口性价比比较低，全年进口远低于去年水平。但若明年进口利润回归，则钢坯进口将对国内铁元素供应形成补充。

图 14 钢材出口数量当月值



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 15 钢材进口数量当月值



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

3.3 螺纹钢产销预计弱稳，地产需求仍是决定性因素

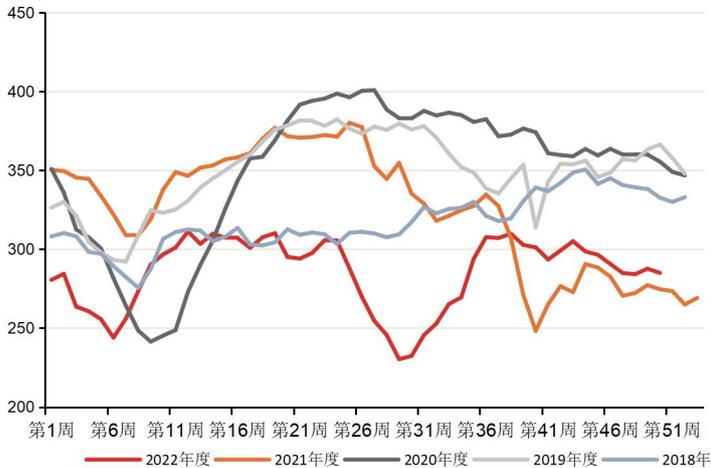
从今年的螺纹钢产量数据来看，全年都维持在近年以来的偏低水平，周度产量围绕300万吨水平波动，其中春节假期—冬奥会期间，以及年中负反馈阶段，螺纹钢周度产量均一度跌至250万吨以下，周度均值为285万吨。

根据钢联口径推算，今年迄今为止，螺纹钢产量为21078万吨，同比降幅达13.5%。其中，长流程螺纹钢周均产量为257.26万吨，同比跌幅为10.66%。从利润表现来看，长流程螺纹钢在一季度利润表现相对可观，利润稳定在300—500元之间，但随着原料的持续挺价以及终端需求的疲软，利润情况自二季度后长期低迷，并阶段性处于亏损状态，仅通过下半年两波负反馈行情，对利润形成回补。年内吨钢利润的均值在100元左右。当前尽管成材价格偏强运行，但由于原料价格持续挺价，测算吨钢利润仍处于亏损阶段。

短流程电炉端的供应表现则更显低迷，周均产量仅27.97万吨，同比降幅达到了33.4%。电炉端开工表现大幅衰退的主要原因则是今年以来，废钢产出收缩，供应持

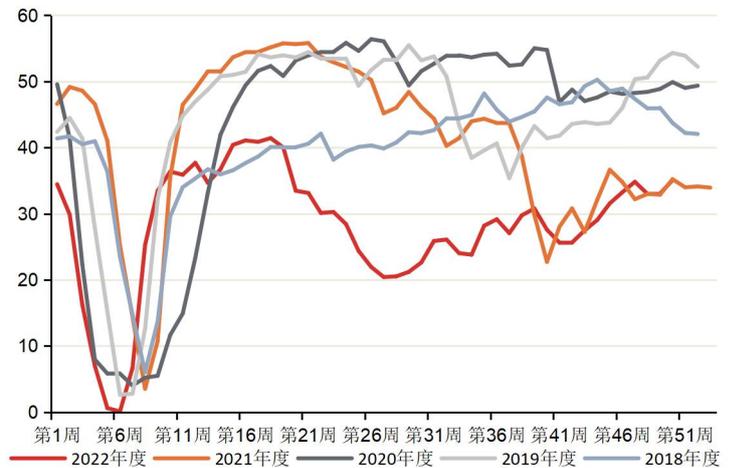
续偏紧。同时，高炉端对废钢添加比的动态调整亦推高废钢价格，抬升电炉生产成本，从而使得电炉炼钢亏损情况加剧，最终对电炉产出形成“挤出效应”。考虑到当前终端需求进入季节性淡季且利润情况并无明显改善，多家电炉企业已有提前放假计划。

图 16 螺纹钢周度产量



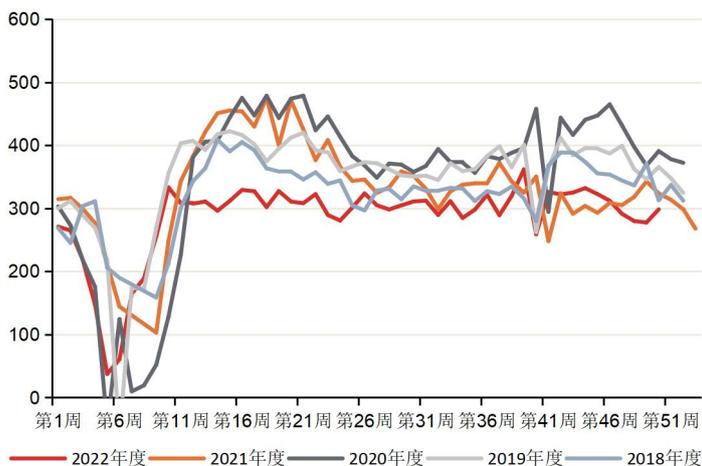
数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 17 螺纹钢短流程产量



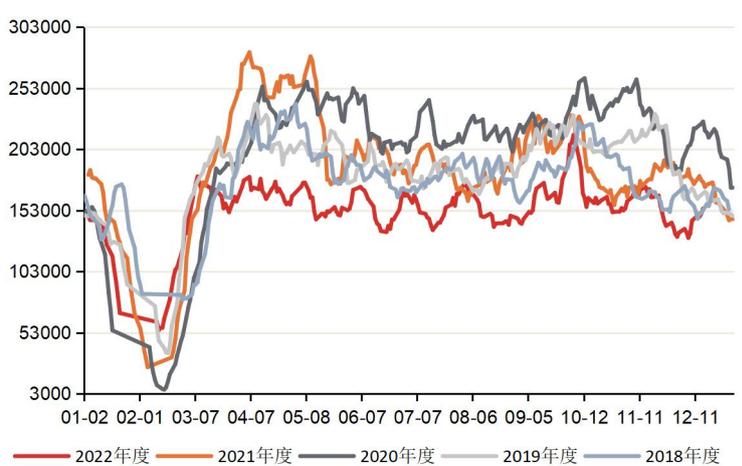
数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 18 螺纹钢周度表需



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 19 贸易商建材日成交 (MA5)



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

因此，总体来看，年内供应以低位波动为主，利润修复路径不畅仍是短中期内约束供应的主要驱动。明年初进入春节假期后，供应回归低位。复产后预计周度产量将回升至 300 万吨以上，其中。这一阶段预计地产新开工需求同比依然偏低，从匹配需求的角度来看，螺纹产量仍将阶段性回落。而下半年后随着地产用钢需求放量，即时产量有望同比转正。预计明年全年螺纹钢供应持平今年水平，若地产需求增量及时兑现，则下半年螺纹钢供应累计同比有望转增。

而从需求端分析，当前投机性需求先于终端消费回归。且尽管金九以来，螺纹表需同比表现较好，但近期成交区间整体下移，需求强度同比转跌。表明尽管预期走强、信心修复，但需求的恢复难言一蹴而就。尤其是地产端，由于当前政策发力向地产用

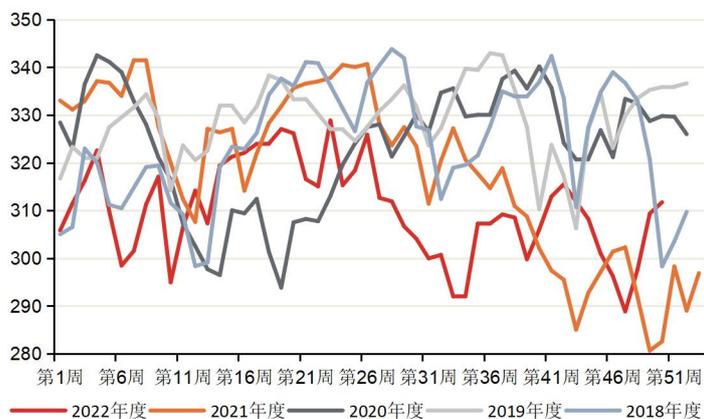
钢节点的传导是一个较为长期的过程，预计明年上半年地产需求恢复有限，不过基建端需求有望维持今年下半年以来的强度。螺纹同比表需仍将负增长。而到了明年下半年，新开工进度值得期待，有望带动螺纹表需回归，但预计基建用钢增速将逐渐放缓。总体来看，明年螺纹钢表需持平或略弱于今年，旺季表需在 330-340 万吨左右，高位则将回到 360 万吨以上。

3.4 热轧卷板供需或将小幅抬升

从今年的热轧卷板产销情况来看，根据钢联数据折算，热轧卷板产量为 20856.56 万吨，同比下降了 3.19%。净出口表现则相对偏强，尤其是因为年初俄乌冲突的爆发以及下半年欧洲能源局势紧张，导致部分国内订单流入国内，热轧出口表现偏强，1-10 月净出口 789 万吨，同比增长 2.04%。而需求端仍有小幅下滑，按钢联口径数据折算，下降幅度为 2.82%。

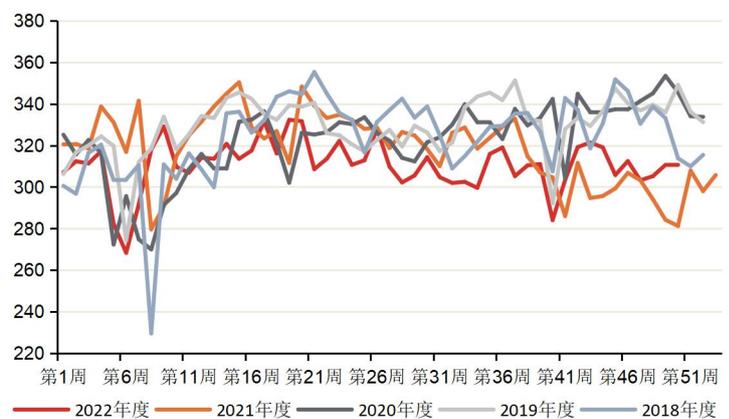
今年以来，热轧的周度产量均值在 310 万吨左右，产量波动幅度较小，下半年两轮负反馈过程中，热轧产量均下滑至 290 万吨上下。而由于卷螺价格一度出现倒挂，导致热轧实际利润表现偏弱，尤其是在进入四季度以后，热轧出口利润亦降至低位水平。随着年终本轮黑色系的共振反弹，卷螺价差修复，但受制于成本较高，目前热轧生产依然维持较低利润。

图 20 热轧卷板周度产量



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 21 热轧卷板周度表需



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

展望明年的供需，热轧新增产能仍超 800 万吨以上，周度产量有望小幅回升。需求亦有增量，主要体现在汽车制造、工程机械等用钢需求上，预计全年供需增长 2% 左右。另外，在传统钢材需求缺位的情况下，如镀锌板、工业线材等制造业用钢需求增速强劲，预计 2023 年仍将对钢材市场的需求起到增量作用。

3.5 钢材冬储库存高点中性，下游库存何时回补或是熊牛转换的关键

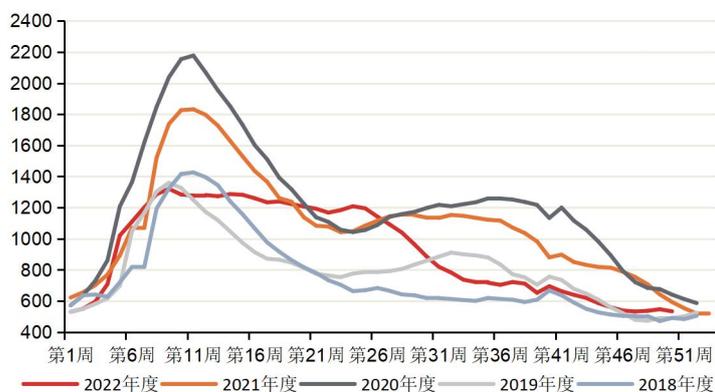
钢材库存方面，随着去年年底负反馈的优化，今年冬储期间库存一度相对偏低。但是3月开始局部地区的疫情封控导致物流运输不畅，甚至在二季度出现反季节累库的现象。下半年以来，钢厂主动调节产量，加速库存去化，尤其是熊市主动去库、优化库存结构仍是市场的新常态。

图 22 螺纹钢厂内库存



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

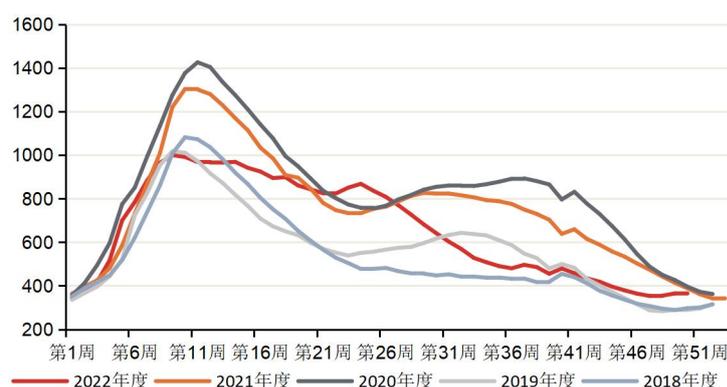
图 24 螺纹钢总库存



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

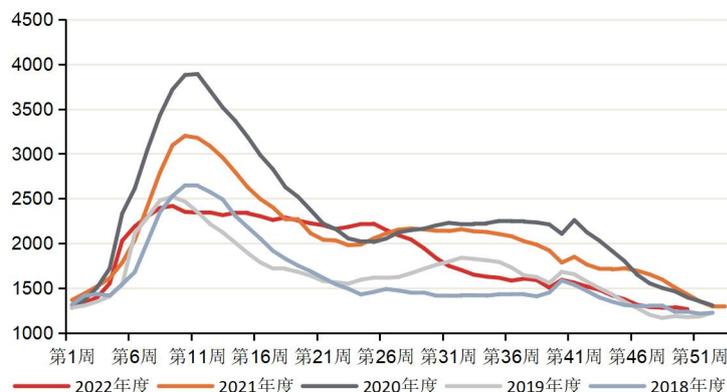
图 26 热轧卷板厂内库存

图 23 螺纹钢社会库存



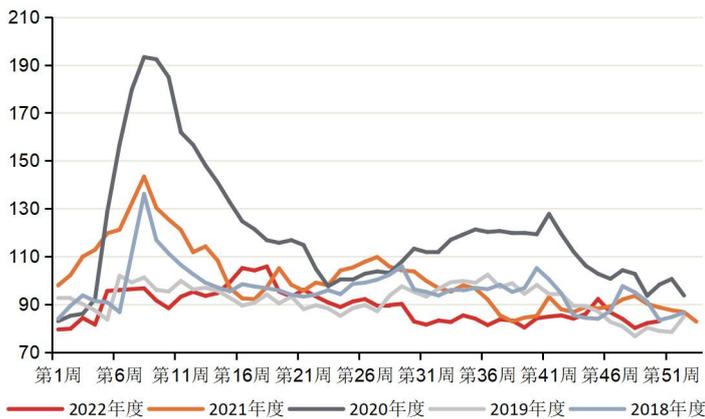
数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 25 五大材总库存

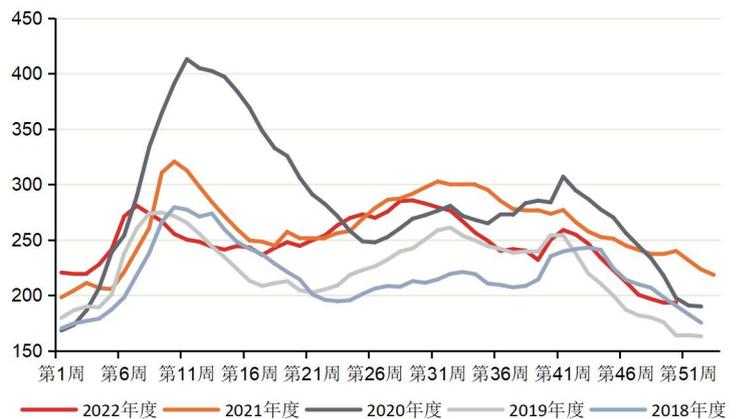


数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 27 热轧卷板社会库存



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

当前五大材总库存仍处于去库阶段，库存总量为 1265.42 万吨，同比前两年的减量环比收窄，目前整体库存水平略高于 2019 年水平，和 2018 年接近。其中钢厂库存部分口径分化明显，但总体而言压力不大，因当前市场对于库存的容忍度相对偏高。

具体到分类品质方面，螺纹钢熊市主动去库下，钢厂库存数据报 168.36 万吨，为近 5 年以来的新低，热轧厂库则为 82.93 万吨，短期钢厂库存继续低位波动，但由于今年冬储贸易商积极性不高，预计届时钢厂自储比例将有提高，钢厂库存将得到向上修复。

社会库存方面，螺纹钢库存报 364.95 万吨，略低于前两年水平；热轧库存报 193.89 万吨。近期由于期现共振上涨带动期现、投机需求增加，累库初期有所反复。但库存低点已基本确立，累库周期开启在即。考虑到今年春节较早，且正处于疫情高峰阶段，预计节后需求恢复节点将延续至 3 月，五大材总库存高点在 3000-3500 万吨之间，处于偏中性水平。其中螺纹累库高点在 1800 万吨左右；热轧累库高点在 450 万吨左右。此后，将进入季节性去库阶段。考虑到防疫政策已经过全面的调整，去库周期预计将较少受到疫情的扰动。

值得一提的是，熊市中，市场各环节均有主动去库的动作，也导致各环节库存偏低。但届时若经济恢复良好，不排除下游终端在某一时刻开始主动集中补库，加速上游库存去化，这也将成为钢铁行业经历熊牛转换的重要信号。这一补库预期有可能会在明年年中兑现，则二、三季度有望在期货盘面得到反馈。

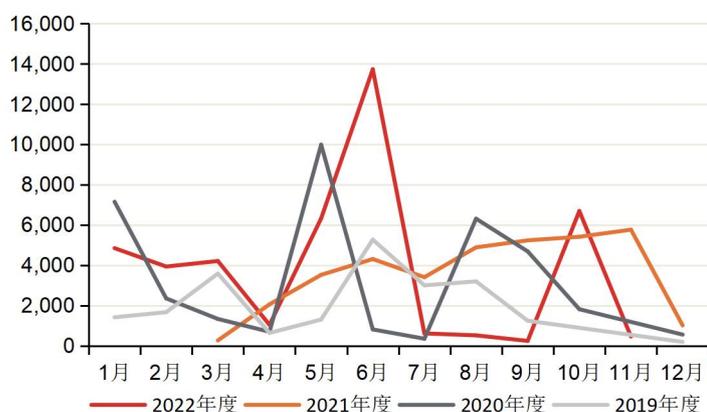
3.6 基建需求仍将对用钢需求起到托底作用，但需求强度将边际减弱

专项债方面，今年前 11 月地方债累计发行规模达到 72761 亿元，新增债发行 47468 亿元，其中，新增专项债 40286 亿元，新增一般债 7182 亿元。四季度以来发债再度提速，11 月份专项债发行迎来收尾，总体发行规模创历史新高，主要是 5000 亿元专项债结存限额的使用，为持续加码基建投资补充了后续资金。可以预计，明年

的地方政府专项债以及中央预算内的投资金融工具仍将持续托底经济建设。

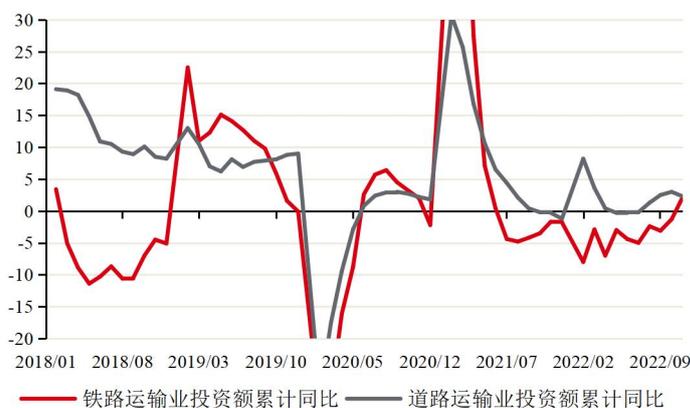
而随着三季度以来，专项债进入密集使用阶段，9月份基建重大项目密集开工，其中铁路项目占比较大。9月新开工项目总投资就达到4261.91亿元；四季度开工23个铁路项目，总投资规模达9583亿元。尤其是新项目中高铁占比较高，其较普通铁路而言，实际用钢量更大。这也可以通过四季度的表需数据得到印证，在贸易成交数据边际下滑的阶段，建材的需求总量在钢厂直供资源的支撑下，依然维持在今年的高位。从基建相关的投资增速来看，铁路投资增速已由前期最低时衰退4.4%，转变为正增长2.1%，另外，道路投资增速也随着下半年项目不断落地转化为实物工作量而由负转正。

图 28 地方政府专项债当月发行量



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 29 基建投资增速分项



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

从相关的领先指标来看，在基数较低的情况下，11月挖掘机开工小时数同比跌幅仍有扩大。而挖掘机产量方面，10月份产量数据为同比仍跌9.9%，1-10月份累计同比下跌了20.9%。但是11月数据表现已有企稳转好的迹象。根据中国工程机械工业协会的统计，11月挖掘机销量19个月以来首次实现同比正增长，表明稳增长政策不断落地见效，亦能反应出明年上半年基建用钢向好态势。

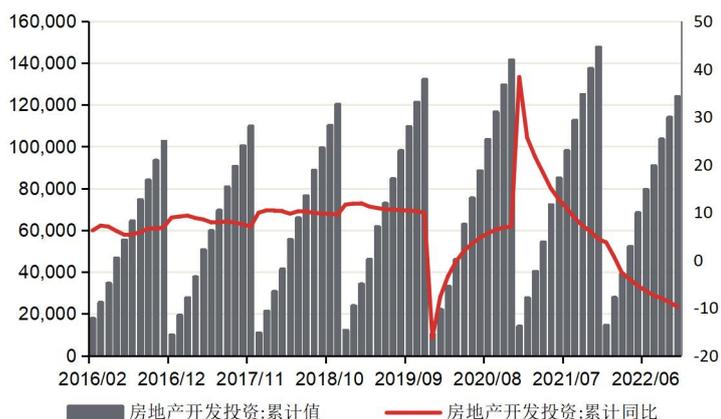
展望2023年，基建用钢走势有望呈现前高后低，全年增速放缓的趋势。首先由于今年下半年以来重要项目密集开工，这部分的存量施工需求仍将支撑明年上半年的基建表现，同时，在本轮疫情扩散的初期，亦需要通过基建托底以缓解明年初的经济增长压力。但近两年土地财政困难叠加防疫额外支持导致政府赤字规模扩大，额外的政策工具亦相对有限，基建投资增速或面临放缓。同时，从基建投资方向来看，未来重心仍将向新基建转移，对应的制造业用钢需求增量难以替代传统基建用钢减量。预计2023年全年用钢需求增速降至5%。

3.7 地产融资“三箭齐发”预期改善，但传导至用钢需求仍待路径兑现

地产方面，根据统计局数据，1-11月份开发投资完成总额123863亿元，同比降幅扩大至9.8%；其中11月单月投资完成额9918亿元，同比衰退19.89%。2018年4月以来首次单月投资完成额跌破1万亿元。但从实际投资数据，当前房地产行业仍处于衰退阶段，且并无放缓迹象。

资金层面，受制于终端销售的持续低迷，房企资金流动性仍差。1-11月累计资金到位程度下跌25.7%，较前值继续下滑。其中，自筹资金部分上半年一度能够对资金总量起到拉动作用，但三季度以来，房企信用负反馈向更多民企传导，自筹资金部分随着房企自身基本面的恶化，衰退幅度有持续走扩的趋势。其他定金及预收款、个人按揭贷款、国内贷款分项分别下降33.6%、26.2%、26.9%，依然处于深度衰退的阶段。分项数据降幅环比有所收窄，也只是因为去年同期基数走低，尽管保交楼政策的落实以及3000亿政策性开发性金融工具在一定程度上对房企到位资金形成补充，但总体来看，房企资金紧张的现状在明年一季度还将体现。

图 30 房地产开发投资完成额



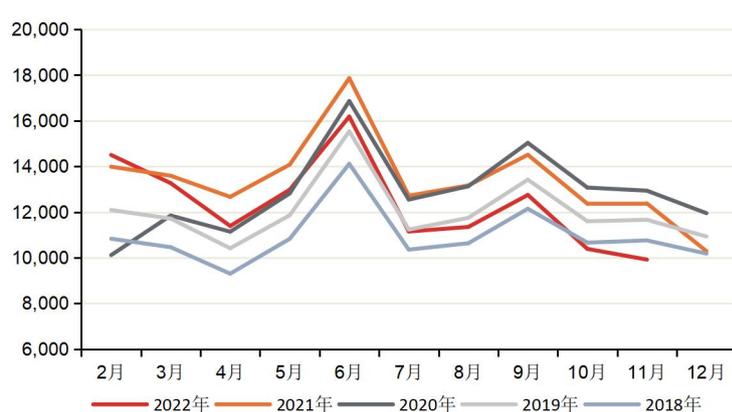
数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 32 房地产投资资金到位程度



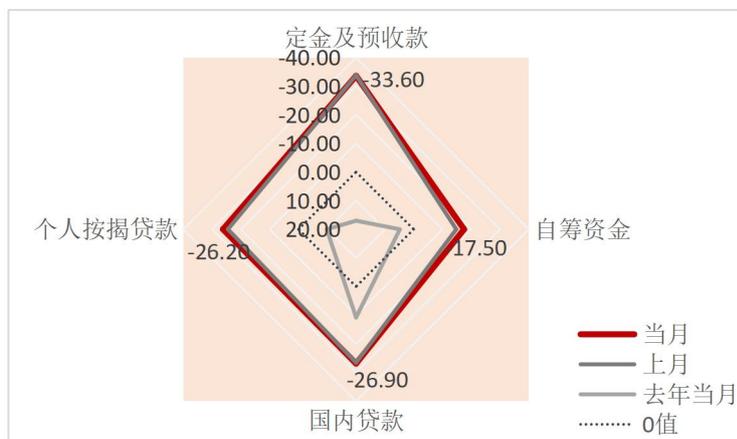
数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 31 房地产开发投资完成额当月值



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 33 房地产投资资金分项情况

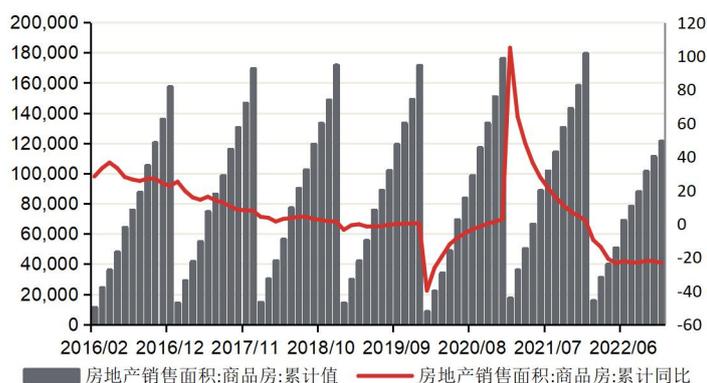


数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

目前，融资环境由上而下的改善正在逐步落实当中，政策端更是从信贷、债券、股权方面“三箭齐发”，引导房地产资金面持续修复。政策主要包括引导信贷机构加大对于房企的信贷支持、支持工具扩容从而促进民企债券融资修复、按照市场化原则提供阶段性的股权融资支持。至此房地产行业初步形成了信贷、发债、信托、预售资金、股权融资等多维度的融资端支持政策体系。据不完全统计，在政策指导下，目前银行对房企累计新增授信已达到3.8万亿，其他政策亦在紧锣密鼓跟进之中，预计明年1季度资金到位程度同比依然紧张，但环比表现有望好转。

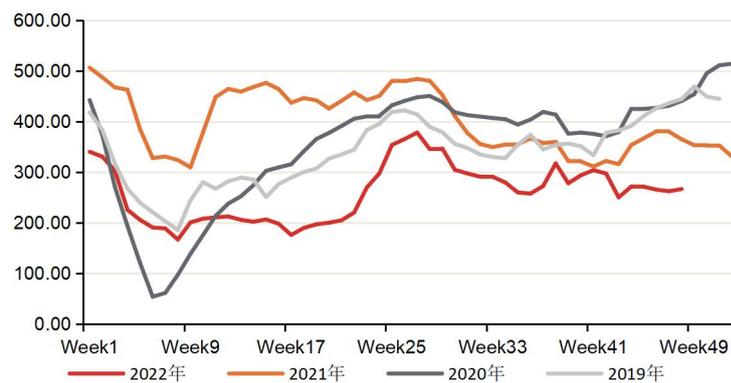
而从终端销售情况来看，全国1-11月房地产销售面积121250万平方米，同比衰退23.3%，跌幅仍在扩大当中。其中11月数据10071万平方米，环比上涨，但涨幅处于同期低位，表明终端销售仍无实质性改善。从最新的高频数据来看，终端销售刺激政策作用持续性不足，当前由于疫情影响下经济预期相对偏弱，因此居民端偏谨慎，购房信心始终不足。百强房企销售数据11月同比降幅28.4%。销售依然维持在底部，改善则需要在房地产需求侧给出进一步的政策指导。

图 34 房地产销售面积



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

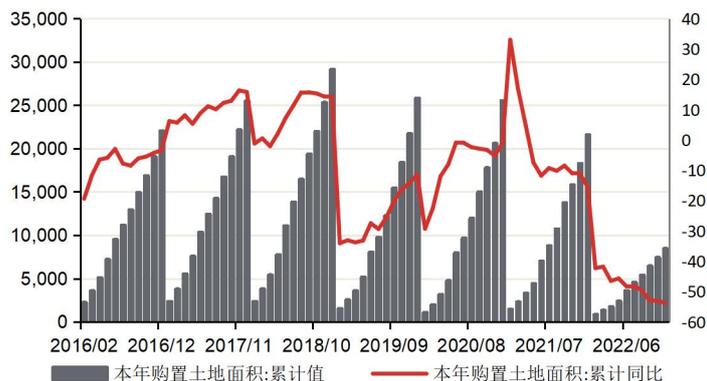
图 35 30 大中城市商品房成交面积



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

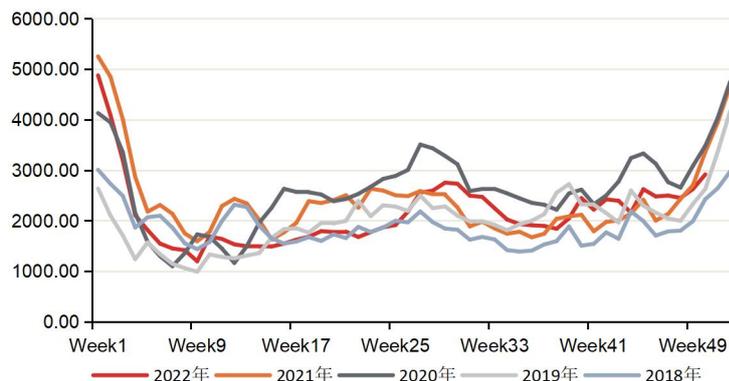
受制于终端销售的悲观预期以及资金流动性的持续恶化，房企拿地积极性并无回暖迹象，土地市场热度依然不足。全国1-11月土地购置面积8455万平方米，同比下跌幅度扩大至53.8%，11月单月数据为1023万平方米，环比呈现季节性好转，但反弹力度远弱于往年同期，同比衰退幅度进一步扩大。从高频成交数据来看，11月受到疫情影响，土地出让金同比降幅再度扩大至13.42%。而随着防疫政策的调整，明年工作重心转向经济建设，土地市场供应预计将有所放量，叠加融资政策“三箭齐发”下房企资金压力缓解，预计拿地积极性将有回暖，则明年土地购置面积有望明显回升，但传导至新开工用钢环节仍稍有迟滞。

图 36 当月土地购置面积



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

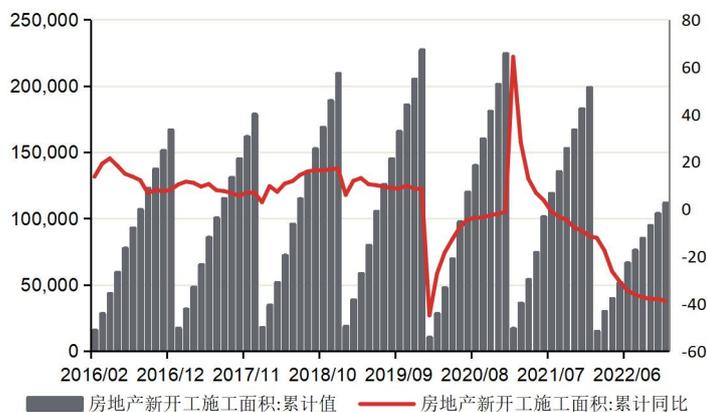
图 37 成交土地占地面积（MA5）



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

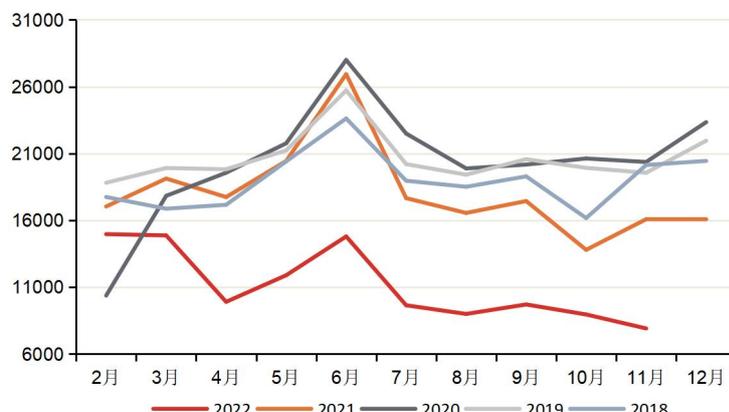
终端施工方面,1-1 月全国房地产新开工降幅扩大至 38.9%,单月新开工面积 7910 万平方米,同比衰退 51%,连续 8 个月处于-40%以下,受销售持续低迷、融资情况恶化、以及前期拿地储备减少的影响,房企房建新开工的意愿及能力不断走低。尤其是拿地方面,除了拿地总量大幅度衰退外,当前土拍市场民企参与度依然有限,国央企拿地意愿亦在边际转弱,最终拿地多以城投托底为主,这将导致土地开发周期大幅度延长。因此,从中期来看,房地产新开工增量的兑现难度较大。而作为房建消费螺纹钢的主要阶段,新开工的低迷也将导致房地产用钢需求持续承压。

图 38 房地产当月新开工面积



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

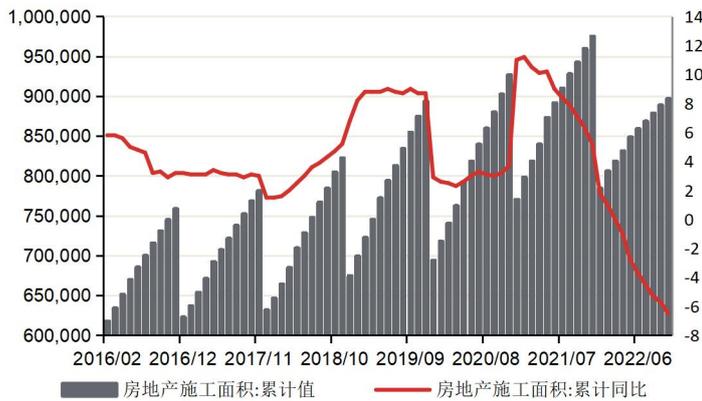
图 39 房地产当月新开工面积当月值



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

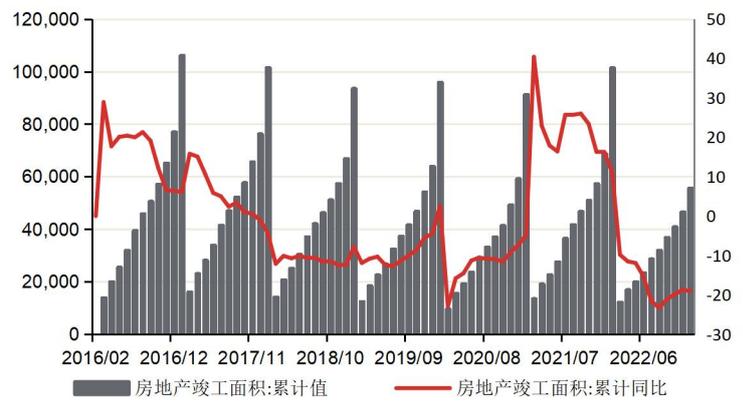
而随着房地产新开工面积自去年以来的持续回落。房地产施工及竣工端数据也将持续承压。目前房地产施工面积 1-11 月份同比变化为-6.5%,且同比降幅仍在扩大中。竣工方面,1-11 月累计竣工面积同比降幅目前为 19%,在国家保交楼政策的支持下,8、9 月降幅已经开始收窄。但竣工层面主要利多后端建材的使用,对于钢材的用量偏少,因此竣工端近期表现好转,还不足以对钢材需求形成提振。

图 40 房地产施工面积



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 41 房地产竣工面积



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

展望明年房地产市场，我们认为，居民端购房信心的恢复仍是房建用钢需求回升的最重要驱动，其兑现的路径即：居民购房信心恢复—终端销售回暖—房企资金面改善—经营扩张，拿地增加—新开工施工增加。因此，在当前销售面积持续下滑的情况下，需求侧的刺激政策仍有待落实。除此以外，作为领先指标，前期土地购置面积的大幅衰退仍将对明年新开工有较大的负面影响。但有两点值得关注，一是近年以来拿地指标的领先程度明显收窄，也就是说，若明年拿地表现明显好转，则新开工需求的反馈将较为迅速。其次，尽管今年以来房企土储规模明显收窄，但部分困难房企前期开发停滞，其累积的土储存量较为可观。若能够对困难房企进行有效纾困，释放土储存量，则能够对待开发资源形成有效补充，并加快转化为新开工实物需求。我们预计明年地产端用钢需求将呈现先低后高的表现。按乐观情况估计，若明年终端需求回暖，困难房企土储释放，则兑现的用钢需求将基本持平今年，甚至有 1-2% 的增量。但是悲观情况下，若上述路径仍未通畅，则预计全年地产用钢需求仍有 4% 左右的减量。

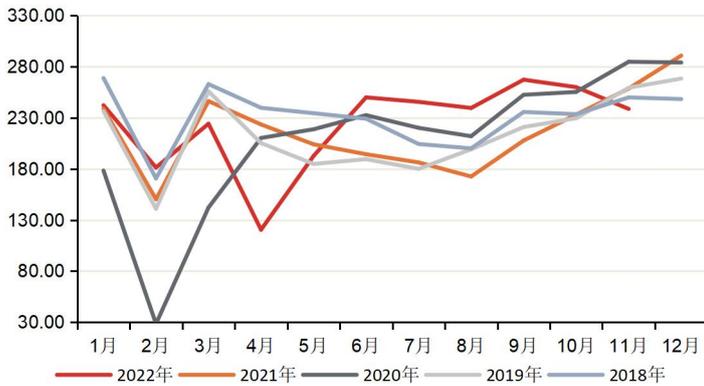
3.8 制造业内需向好，出口力度或有回调

汽车方面，今年产销呈现前低后高局面。上半年由于疫情封控影响范围较大，经济增长乏力，汽车需求表现低迷，产销衰退幅度一度达到 10% 以上。但此后利多政策持续出台，其中购置税减免政策下，汽车销售放量，前 11 个月汽车产量增量达 6.1%。其中，新能源汽车消费表现亮眼，前 11 个月产量同比翻倍，成为今年汽车行业增长的主要驱动。同时，得益于全球经济复苏需求回暖，今年以来汽车出口亦表现亮眼，增速达到了 60% 以上。不过行业细分之下亦有分化，和建筑行业紧密相关的重型卡车产量同比跌幅达到了 41%，但四季度以来，产销衰退幅度亦有明显收窄。

展望明年汽车市场，预计购置税减免政策仍将持续，配合国家宏观扩大内需战略的发力，汽车市场表现仍将稳中向好，尤其是新能源汽车仍将为增量做出主要贡献，预计全年汽车产量增速仍将达到 5% 以上。而工程相关的重型货车以及挖掘机的产销

情况，亦有望随着基建项目的持续开工以及地产需求的回暖，而同比走高。出口表现方面，全球即将进入高利率与衰退并存的阶段，实际需求与国内形成交叉，预计出口将逐步承压，但考虑到国内汽车品牌的对外扩张，预计明年汽车出口仍将呈现同比增长。

图 42 汽车产量当月值



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

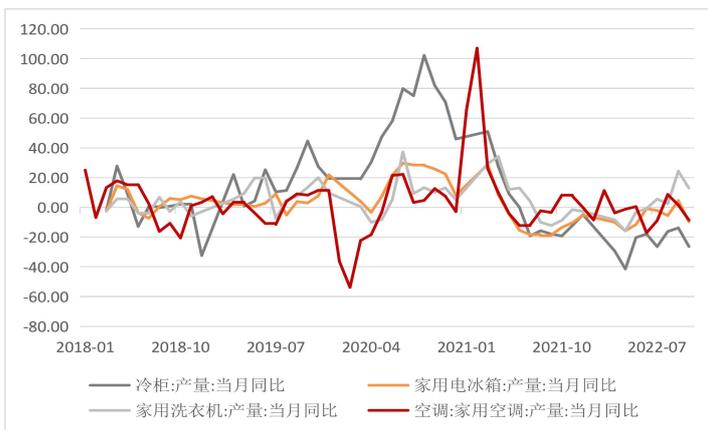
图 43 新能源汽车产量



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

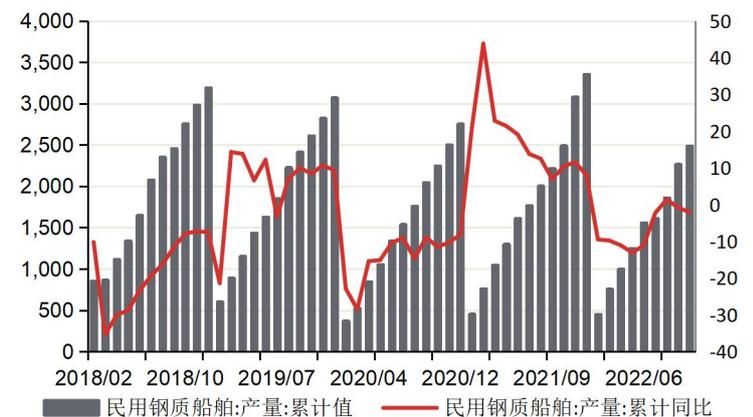
家电行业方面，今年受到地产行业衰退，烂尾、停贷项目较多的影响，家电内需表现低迷。除家用洗衣机累计同比保持正增长以外，其他家电消费均有不同幅度下降，其中空调产销下降 4.05%、冰箱产销下降 6.02%，而冷柜产销则大幅下降 27%。展望明年，预计随着地产融资情况的不断改善和近期保交楼政策的持续推进，地产竣工端将有环比改善，但由于前期新开工表现低迷并将进一步向竣工端传导，且家电消费和房地产竣工高度相关，则在竣工表现并未放量之前，预计家电消费仍将小幅下降。

图 44 家电产量增速



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

图 45 民用船舶产量



数据来源：同花顺、钢联数据、国联期货研究所

造船行业方面，1-10 月份，民用钢质船舶产量累计同比下降 2.1%，预计随着今年造船新订单的高位回落，明年船舶行业耗钢将继续承压。集装箱方面，今年 1-10 月金属集装箱产量同比下降 32.1%。而随着高利率与衰退预期的共振作用，全球集装

箱吞吐量大幅下降，集装箱存在较强的过剩预期，预计产量仍将小幅回落。

四、总结与展望

4.1 总结

2022 年全年，钢材价格震荡向下运行，辅之以阶段性的反弹行情。强预期弱现实的市场表现则贯穿全年首尾，也使得行情延续了去年以来宽幅震荡的特征。钢材利润的表现则持续低迷，上半年一度通过价格的上涨修复带动利润的回归。但由于终端需求持续低迷，成材端则在下半年通过负反馈的方式倒逼上游降价给出利润空间，其中熊市背景下的主动去库存仍是钢厂争取利润的重要方式。但这也导致年底原料低库存下，补库预期主导全产业链上涨，而成材利润则依然维持在偏低水平。

供应方面，前 11 月累计减量达到 1125 万吨，今年粗钢平控政策完成难度不大。而螺纹钢和热轧卷板的产量则明显下滑，回落幅度分别达到了 13.5% 和 3.19%。这部分减量则转向镀锌板、工业线材等制造业用钢。全年粗钢压减政策并未大范围介入，行政减产政策的执行主要集中在年初至两会阶段。此后供应端的动态调整主要以匹配需求和利润为主。

库存方面，年初冬储库存高点偏中性，一度给出市场偏强预期，但二季度弱需求表现下，钢材反而呈现反季节累库，直到负反馈开始，各环节加速主动去库，使得钢材总库存下降至中性偏弱水平。

需求方面，全年出口需求表现好于预期，主要在于年初俄乌局势演变及下半年欧洲能源紧张局势导致部分订单流入国内，以及全球经济过热表现下需求向好。钢材净出口表现预计增长 6%。国内制造业表现尚可，汽车内外需求均有明显增长。基建方面在今年地方债高强度发行及使用下，全年投资增速向好，但传统基建主要集中在下半年发力，铁路、道路运输业投资增速均已由负转正。地产需求是今年钢材的最大拖累项，新开工累计同比跌幅已扩大至 38.9%，施工及竣工端表现亦有相应下降，对螺纹钢需求的拖累则达到了 15% 以上。

4.2 展望

明年预计钢铁总产能小幅收缩，但新建产能产出效率具备优势，因此产能边际调整难以对钢材产量起到抑制作用。2023 年预计产量平控政策继续执行，全年粗钢产量基本持平今年。其中一季度同比有一定增量，增速在二季度以后缓慢回落。供应端整体呈现前低后高以匹配现实需求，产量的微观变化则更多以利润驱动为导向。行政端的政策干预更有可能出现在年初至两会阶段，但力度有限。不过随着“双碳”政策的进一步落实，不排除明年存在一定的产量压减任务，若集中进行，则届时将对供应端形成较强约束。另外，明年废钢资源在物流通畅社会拆旧活动恢复的情况下，产出

预计增加，届时将对铁水起到替代作用，预计铁水产量将有小幅回落。

2023 年需求端整体表现以缓慢恢复为主。预计全年增速在 1% 左右。其中，地产需求仍是当前钢材基本面的主要拖累项，尽管前期期价上涨，打足地产行业修复预期，但预计地产用钢需求的恢复依然是一个漫长的过程，尤其是上半年，在终端销售环节信心尚未修复、土储偏低的情况下，新开工难以大幅回升，同比表现仍弱。地产端存量项目施工强度或有提升，幅度难以预测，需跟踪评估；新开工上半年难有好转，需观察到销售与拿地好转，预计下半年逐渐回升。乐观预计下带动全年地产用钢需求持平去年，但若明年需求侧改善幅度不如预期，则地产用钢仍将对全年需求形成拖累。

基建端用钢则有望呈现前高后低，全年增速放缓的趋势。上半年，存量施工需求仍将支撑建材需求。但随着基建投资向新基建转移，以及经济恢复后逆周期调节工具的退出，基建用钢增速预计下移，明年全年用钢增速降至 5%。

制造业用钢需求预计仍将保持正增长，工业用钢将对建筑用钢起到边际替代作用。其中，汽车行业在购置税减免政策延续的情况下，预计产销仍将维持 5% 的正增长，其中新能源汽车仍是增量主力。但出口方面随着国内外经济增速形成交叉，预计汽车出口增速放缓。工程机械及重卡销量受建筑行业拖累表现低迷，但随着地产政策的提振以及基建项目的发力，其产销表现明年也将得到修复。

价格表现方面，预计 2023 年全年呈现前低后高，宽幅震荡的格局，波动区间在 3400-4600 之间。年末钢材价格在原料共振上涨的抬升以及宏观利多持续释放中大幅上涨，但盘面价格已基本反映宏观利多预期。预计年底在利多钝化、出尽的情况下，钢材价格偏弱震荡调整。此后在宏观利多兑现中继续反弹。考虑到地产需求的恢复难言一蹴而就，春季需求强度有限，不排除再次出现阶段性负反馈的可能。但是随着下半年地产需求的进一步转好，以及潜在的产量压减政策执行，钢材供需转入紧平衡，而价格波动中枢，也将回到 4000 元/吨以上。值得一提的是，当前熊市周期下，各环节以主动去库为主。但随着终端需求的改善，不排除下游终端在某一时点主动集中补库，加速上游库存去化，这将成为钢铁行业经历熊牛转换的重要信号。这一补库预期有可能会在明年三季度前后兑现，则有望在期货盘面形成较强的共振上涨行情。

免责声明

本报告中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作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600