

策略报告

外定下行方向，内决反弹力度

2022 年 06 月 23 日

2022 年宏观中期投资策略

□ 宏观研判

1. 海外决定中期下行方向：1) 缩表直接致使风险资产跌价，会造成商品无差别下杀；2) 目前远未到交易衰退的时候，即使加息缩表退出，商品也会迎来“最后一跌”；3) 俄乌冲突背景下美元指数维持强势，抑制商品价格；4) 无论是走向滞涨还是衰退，欧美需求下降是确定性事件。

2. 国内决定短期反弹力度，稳增长政策持续发力，但：1) 信贷空间受制于 CPI 抬升和出口下滑，前者的压力或在 4 季度才体现，后者在 3 季度初就开始显现；2) 稳增长仍看地产，但作为商品需求主力军的中小城市地产难以像大城市一样恢复，且青年失业率高企、可支配收入下降、房价预期不稳等问题制约购房意愿；3) PMI 产成品与原料库存倒挂，下游在下半年将迎来主动去库，商品迎来下跌。

3. 经历 2020 年海外疫情、2021 年双碳转型、2022 年俄乌冲突对供给端冲击之后，商品将回到供给定弹性、需求定方向的常态，短期则由库存定弹性。长期来看，供给问题在未来数年仍会持续存在，这也决定了商品相较过去十年底部会整体抬升。短期来看，全球新一轮信贷周期开启前商品将整体承压。表现为需求负反馈，原料端逐渐让利给下游，而加工端阶段性减产以及需求阶段性恢复会给出反弹机会。

4. 由于国内外处于经济与信贷不同步的阶段，商品整体未形成合力，各版块存在节奏和强度的差异。

□ 板块套利策略

1. 多配农产品，空配工业品；
2. 多配黑色，空配有色；
3. 亏损定价下，做多黑色成材利润；
4. 逢高做空化工下游消费品利润。

赵嘉瑜

86-755-82548083

zhaojiayu@cmschina.com.cn

F3065666

Z0016776

微信公众号：招商期货研究所



正文目录

一、	行情回顾.....	5
(一)	上半年箱体震荡.....	5
(二)	三条主线的边际变化决定震荡方向	6
二、	海外宏观.....	7
(一)	加息缩表的中段——至少有“最后一跌”	7
(二)	俄乌冲突不止，美元指数难跌.....	10
(三)	不论走向衰退还是滞涨，需求均确定性降速.....	12
三、	国内宏观——被束缚的稳增长政策	13
(一)	信贷被 CPI 抬升和出口降速掣肘.....	14
(二)	三驾马车中地产仍是核心	16
(三)	需求负反馈，下游即将开启主动去库.....	19
四、	总结.....	20
	研究员简介	21

图表目录

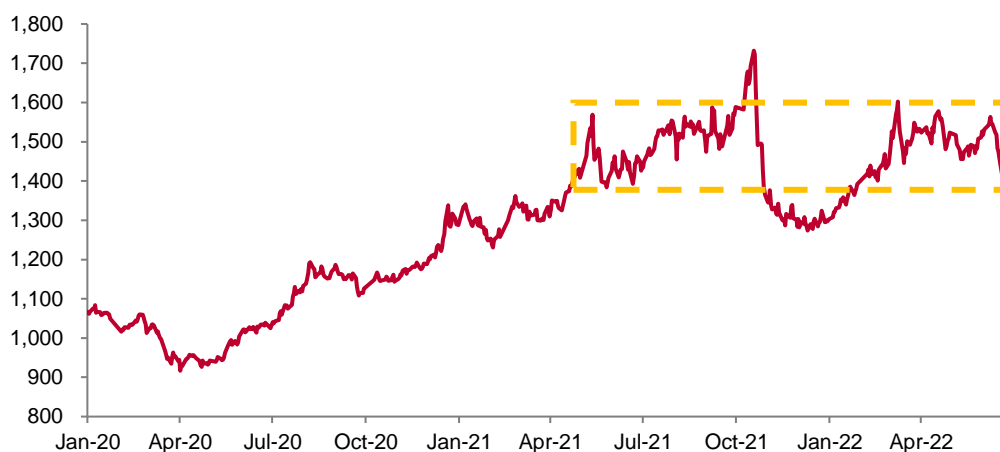
图 1 : 全商品指数	5
图 2 : 南华商品指数 (2022/1/1 为基期)	5
图 3 : 三条主线的节奏	6
图 4 : 商品的事件性驱动	7
图 5: 价格指数 (80 年代后已完成 6 次加息)	8
图 6: 现实远超通胀预期的预期 (%)	8
图 7: 就业强健 (% , %)	8
图 8: 美国利差结构 (%)	9
图 9: 美国通胀预期: 1 年后-5 年后差值 (%)	10
图 10: 美元指数与美德利差 (点, %)	10
图 11: 美-欧物价差与原油 (% , %)	11
图 12: 美-欧 PMI 与失业率差异	11
图 13 : 德意利差 (% , %)	12
图 14: 各地区制造业 PMI	12
图 15: 各地区服务业 PMI 情况	12
图 16: 美国:成屋销售情况 (%)	13
图 17: 美国:库存同比变化 (%)	13
图 18: 美国:密歇根大学消费者指数	13
图 19: 美国:居民收入与支出 (相较 2019 年)	13
图 20 : PPI-工业品 (% , %)	14
图 21 : CPI-农产品 (% , %)	14
图 22 : 社会消费品零售总额: 同比增速 (%)	15
图 23 : 汇率与中美利差 (元/美元, %)	15
图 24: 出口金额同比 (%)	16
图 25: 韩国出口金额同比 (%)	16
图 26: 基建与地产投资增速:累计同比 (%)	16
图 27: 基建与地产投资增速:累计同比 (%)	17
图 28: 销售:累计同比 (单位: %)	17
图 29: 30 城商品房成交 (7d 平均, 万平方米)	18
图 30: 30 城商品房成交: 三线 (7d 平均, 万平方米)	18
图 31: 调查失业率 (%)	18
图 32: 就业人员平均工作时间 (小时)	18
图 33 : 工业产成品库存和利润累计同比 (% , %)	19
图 34 : PMI 产成品-原料库存 (3 个月平滑)	19

表 1：两次震荡对比.....	5
表 2：过去六次加息商品表现	8
表 3：板块机会	20

一、行情回顾

（一）上半年箱体震荡

图 1：全商品指数

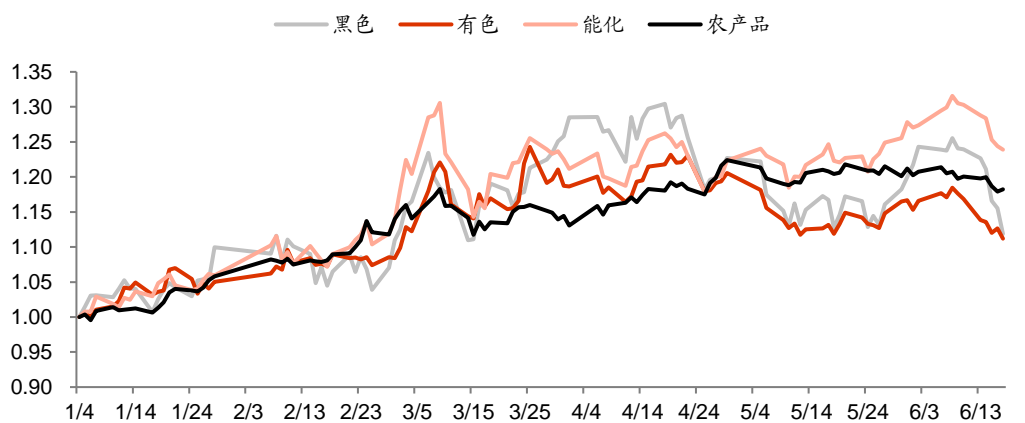


资料来源：Wind,招商期货研究所

2022 年上半年大宗商品整体高位震荡，处在去年 4 月到 9 月形成的震荡区间之中。去年 10 月穿刺区间主要由于煤炭的疯狂上行和政策打压。

从商品板块的角度来看。年初至今，能化板块>农产品板块>黑色板块>有色板块。

图 2：南华商品指数（2022/1/1 为基期）



资料来源：WIND,招商期货研究所

对比去年和今年震荡箱体的两个阶段，可以发现诸多相似之处，差异在于需求和流动性的边际变化方向。

表 1：两次震荡对比

	两次震荡对比	
	2021 年 4 月-9 月	2022 年 1 月-6 月
信贷	海外流动性充足，国内偏紧	海外信贷由松收紧，国内宽松
供给	双碳——动力煤为锚	俄乌冲突——原油为锚
需求	强	有韧性，海外降速，国内稳增长
库存	较低，去库	极低，难累库

资料来源:招商期货研究所

（二）三条主线的边际变化决定震荡方向

商品的主线逻辑指明战略方向，而主线逻辑的边际变化提示战术策略。当下大宗商品正处于高位震荡，波动放大，且交易节奏加快，因此即使只是周线级别的波动，可能也对应一波大的行情。宏观主线矛盾的边际变化与具体品种的基本面边际共振，则可能诱发该品种的大行情。

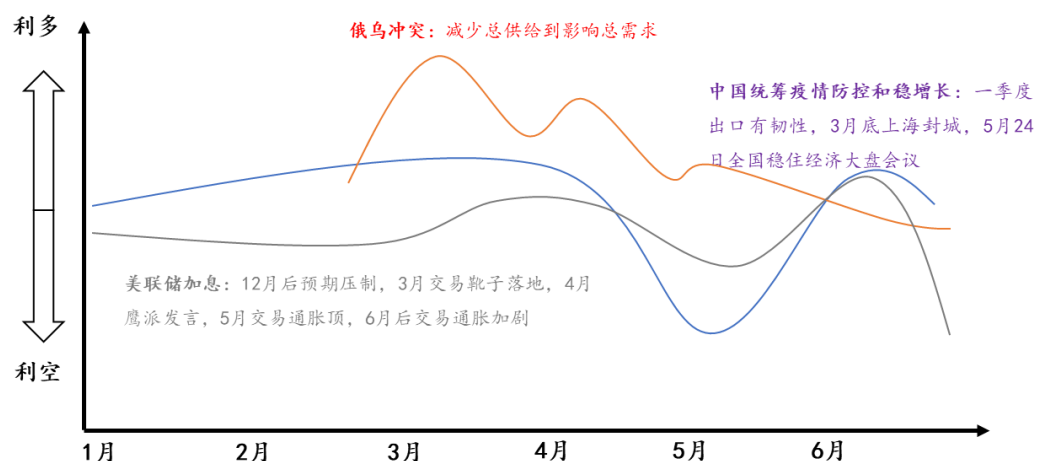
上半年主要围绕三个方向。

一是通胀决定美联储加息缩表节奏。上半年从交易美联储加息预期管理到3月温和落地，从交易通胀顶到通胀爆表，美联储加息缩表节奏均围绕通胀。全球在经历2年快速修复后需求自然而然地降速，而加息缩表进一步抑制了商品总需求。此外，美联储相较欧央行更快的加息进程，也使得美元指数走强，从而抑制商品价格。

二是俄乌冲突从起初单纯影响总供给到威胁总需求。战争伊始能源、工业品、农产品板块全面爆发供给扰动，诱发伦镍逼仓事件。随着时间推移，供给端的担忧逐渐解除：一是有色并未禁运；二是欧洲大多数国家天然气进口正常，对俄原油制裁一拖再拖并最终给予较长缓冲时间。市场对于需求端的担忧反而加剧，例如冲突致使欧洲车企零部件短缺而减产，危机引发的通胀抑制欧美消费。

三是中国统筹稳增长和疫情防控。因为要确保天量毕业生就业以及为二十大做准备，稳增长已提升为紧迫的政治任务，全国稳住经济大盘电视电话会议纠的是地方政府全力防疫下的不敢作为，保增长不力也将被问责。而疫情防控具备不确定性，二季度以上海为代表的大城市轮番爆发疫情，明显掣肘政策落地。

图3：三条主线的节奏



资料来源：招商期货研究所

事实上，商品的拐点通常能够对应到一个特殊事件，因为基本面矛盾始终存在，只需一个释放情绪的契机。而对于板块或者商品整体而言，这一事件一般在宏观层面找寻：

图 4：商品的事件性驱动



资料来源：招商期货研究所

从下半年来看，商品主线可以归结为海外需求降速与国内稳增长的对抗，接下来我们将分别从海外和国内角度阐述为什么“空”是定局。

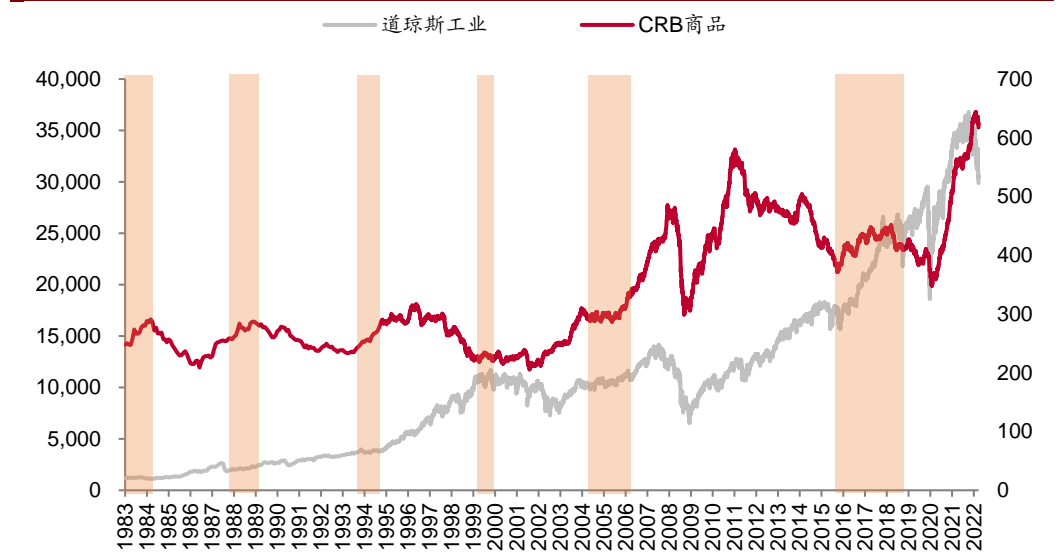
二、海外宏观

（一）加息缩表的中段——衰退确认迟早会有“最后一跌”

首先我们考虑缩表，缩表比加息更直接地抑制风险资产价格，导致商品无差别下杀。股票由估值和业绩驱动，流动性直接作用于估值乘数；商品也有类似性质，价值由供需决定，而流动性决定通胀乘数。本轮扩表和缩表都是史无前例的：美联储资产负债表从 4 万亿扩张到近 9 万亿，接下来将逐步降到 6 万亿。不考虑加息对杠杆率的负面影响，而仅从货币中性的角度来看，风险资产应该回吐从 2020 年 3 月疫情低点到 2021 年下半年高点区间的 60% 的涨幅，对应纳斯达克 11069 点，铜 6961 美元，原油 62 美元……不过从短期维度看，由于供给弹性较小，货币中性对于商品而言并不那么靠谱。

接下来我们考虑加息的情境。

图 5：价格指数（80 年代后已完成 6 次加息）



资料来源：Wind,招商期货研究所

80 年代后共经历了 6 个完整的加息周期：

表 2：过去六次加息商品表现

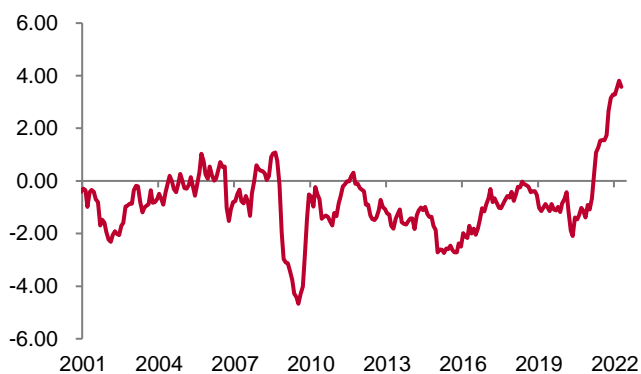
过去六次加息商品表现		
时间段	商品表现	例外次数
加息预期阶段	走弱	1
首次加息一个月内	反弹	0
加息第二次——加息结束	不具一般规律	
加息结束后半年	下跌	1

资料来源：招商期货研究所

加息结束对应信贷扩张，股票一定迎来上涨。而对于商品而言，加息结束对应衰退确认，大概率迎来下跌。

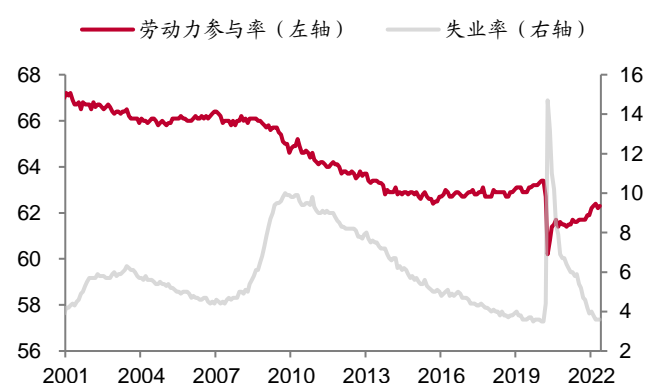
而当前处于加息缩表的中段，商品在此阶段的表现并不具备规律性。不同于以往的是，此次通胀水平大超预期，因此美联储加息缩表更加坚决。

图 6：现实远超通胀预期的预期（%）



资料来源：WIND,招商期货研究所

图 7：就业强健（%，%）



资料来源：WIND,招商期货研究所

非常低的失业率也支持了美联储的鹰派加息。

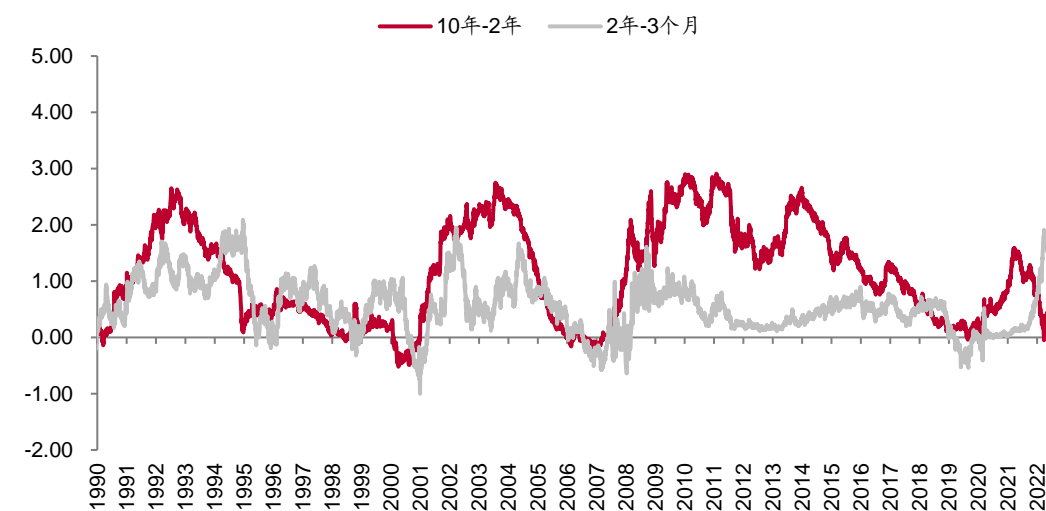
加息退出有两条路径。一是近端通胀被压制。美国今年 10 月要进行期中选举，当前美

国民众对于本国通胀的关切远超俄乌冲突，如若加息缩表太快容易伤及民意。对于拜登来说，最好是采用行政性方式去控制通胀，比如迫使产油国扩大生产（包括与委内瑞拉、伊朗和谈），降低俄乌冲突对商品供应的影响，以及降低中美贸易关税。而这虽然意味着加息进程放缓，但由于商品供给端矛盾移除，价格已发生下跌。

二是进入衰退，失业率高企。一种可能的情形是随着工资水平与个人净资产比值扩大，退出劳动力市场的美国人重新回来就业。按照当前 62.3% 的劳动参与率来看，0.1% 的上行对应失业率 0.16% 的失业率上行目前离疫情前 63.4% 劳动参与率相差 1.1%，如果这部分人口重新回到就业市场，对应失业率 1.76% 的上行压力。

4 月由于美债 10 年-2 年期收益率倒挂以及通胀同比增速回落，市场交易了美联储提前退出加息进程，并有官员表示 2023 年重启加息。

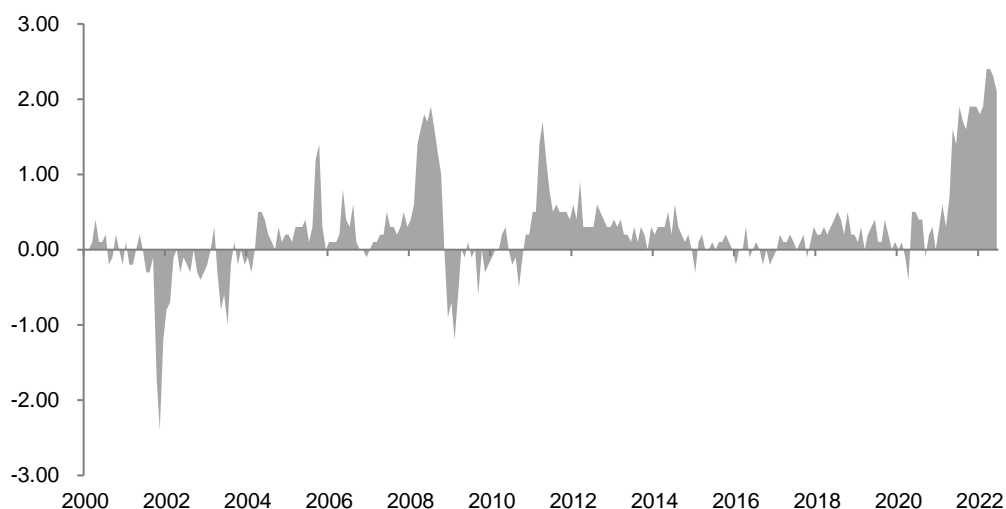
图 8：美国利差结构（%）



资料来源：Wind,招商期货研究所

10 年期-2 年期国债收益率倒挂被认为是衰退，但当下依据倒挂去交易衰退及美联储加快退出加息缩表为时尚早。有两方面原因：一是 2 年期-3 个月利率差处于高位，换言之 10 年期-3 个月利差并不低于以往加息时段。当下类似于 1994 年，彼时也意外加息了 75bp，2 年期与 3 个月的利差更多反映的是快速的加息进程。二是当前通胀为大 back 结构，近端的实际利率远低于远端，因此加息仍具备空间。

图 9：美国通胀预期：1 年后-5 年后差值（%）



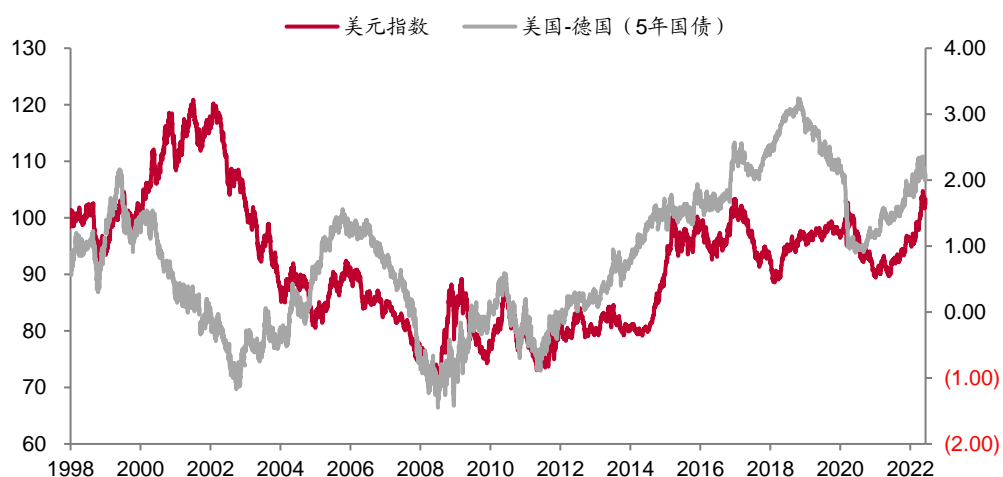
资料来源：Wind,招商期货研究所

（二）俄乌冲突不止，美元指数难跌

美元指数与商品有很强的负相关关系：一是大宗商品多以美元计价，美元增值则商品相对贬值；二是美元走强往往对应全球信贷收缩，大宗商品需求下降。

由于美元指数构成中欧元占比高，而瑞典克朗、瑞士法郎乃至英镑与欧元关系较为接近，因此欧洲相对美国的经济强弱可以很大程度上影响美元指数。而德国是欧洲经济的龙头，美元指数与美德利差具备强相关关系。

图 10：美元指数与美德利差（点，%）



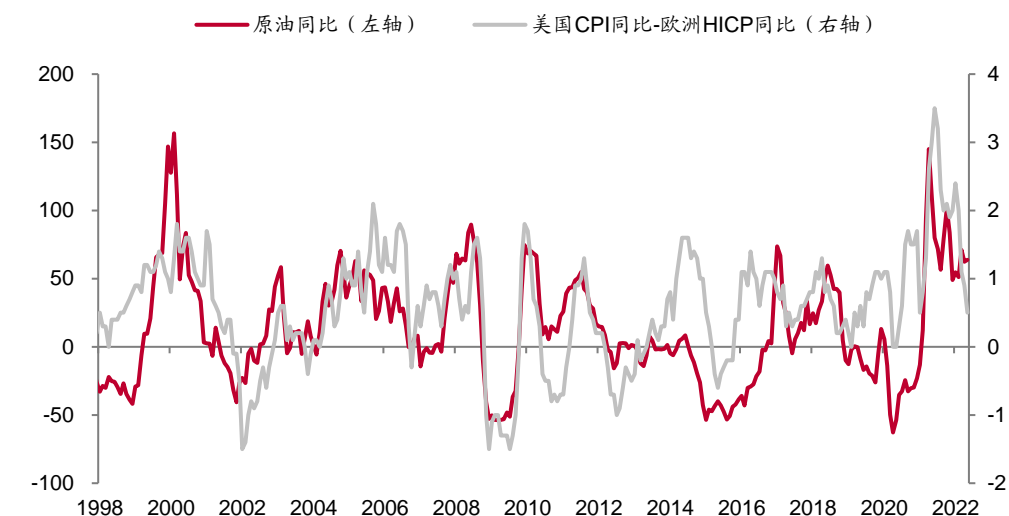
资料来源：Wind,招商期货研究所

大部分时间二者体现为高度同步。而 1999-2004 与 2018-2019 这两次不同步均与欧盟自身结构问题有关：1999 年欧元区成立之初南联盟被炸，2018 年英国正式通过了脱欧法案。两次欧元区的信任危机发生之时，美德利差下行，而美元指数上行。

本轮美国名义利率较欧洲走强，背后隐含美国相比欧洲更强劲的经济和更高的通胀，表

征为美国更有动力和空间去进行加息。而俄乌冲突是本轮美元走强的关键因素。

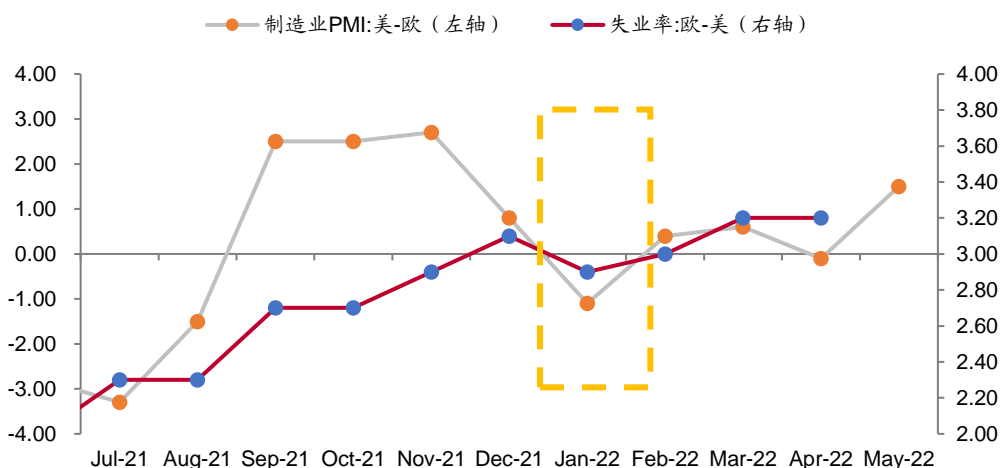
图 11: 美-欧物价差与原油 (%, %)



资料来源: Wind,招商期货研究所

从历史上看, 油价上升对于美国物价的影响高于欧洲。当前油价同比仍在高位。

图 12: 美-欧 PMI 与失业率差异



资料来源: Wind,招商期货研究所

2 月份失业率和制造业 PMI 的拐头, 美国经济相较欧洲走强。虽然很难说这跟俄乌冲突有直接关联, 但是从直观上看, 俄乌冲突对欧元区经济基本面的负面影响大于美国。

另外, 从欧央行政策执行的角度来看, 由于欧元区内部各国经济表现存在差异, 欧央行政策可能被掣肘, 相较之下美国在利率执行层面阻碍更小。从德国和意大利利差可以看出欧元区内部的分歧。

图 13：德意利差（%，%）



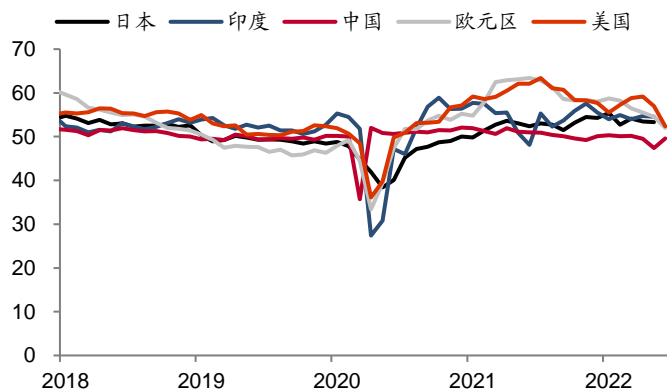
资料来源：Wind,招商期货研究所

当前德意利差扩大。意大利等国担心加息后的债务问题，而俄乌冲突加剧了欧洲内部经济不平衡的情况。

俄乌冲突不止，美元指数短期将继续维持强势，压制商品表现。

（三）不论走向衰退还是滞涨，需求均确定性降速

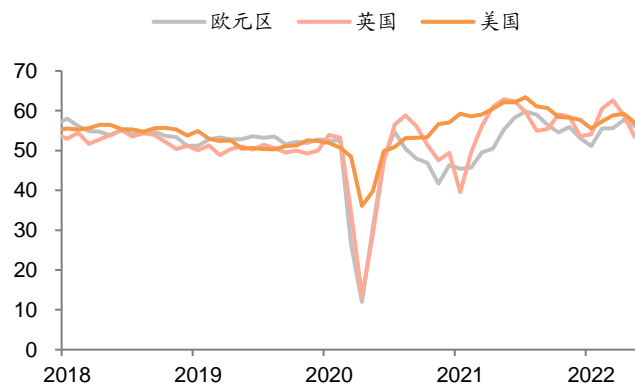
图 14：各地区制造业 PMI



资料来源：WIND,招商期货研究所

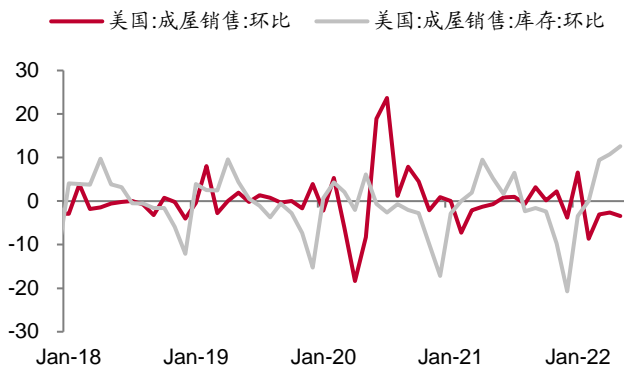
6 月欧美 PMI 均超预期下滑。

图 15：各地区服务业 PMI 情况



资料来源：WIND,招商期货研究所

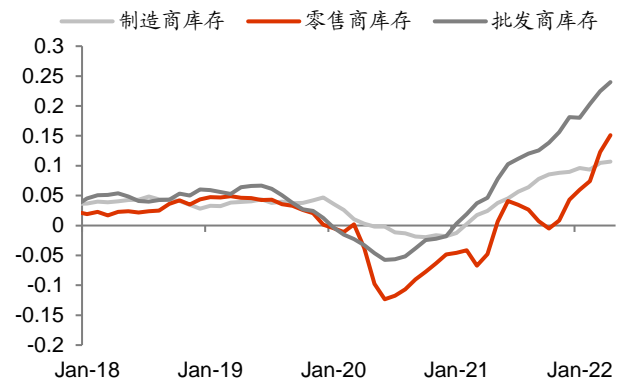
图 16: 美国:成屋销售情况 (%)



资料来源: WIND,招商期货研究所

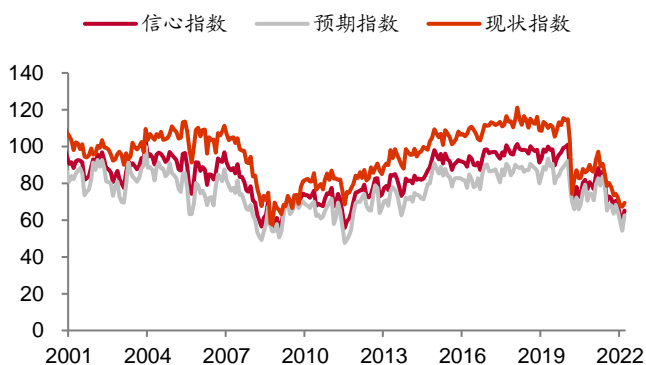
房屋库存快速累积, 销量下滑。零售库存高企, Target 提供罕见折扣清仓。

图 17: 美国:库存同比变化 (%)



资料来源: WIND,招商期货研究所

图 18: 美国:密歇根大学消费者指数

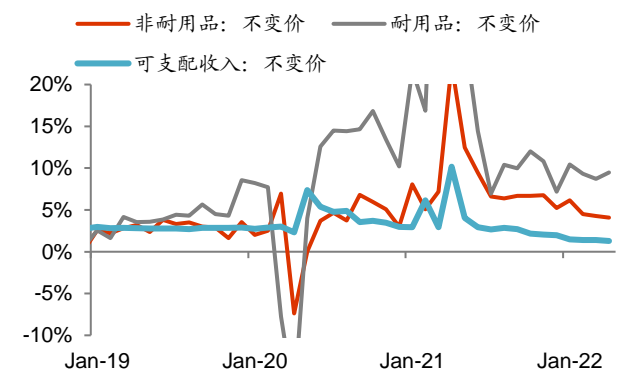


资料来源: WIND,招商期货研究所

消费者信心指数大幅下滑, 可支配收入同比下滑, 抑制消费支出。

此外, 桥水做空 ASML, 三星停止原材料采购都是一些不平凡的讯号...

图 19: 美国:居民收入与支出 (相较 2019 年)



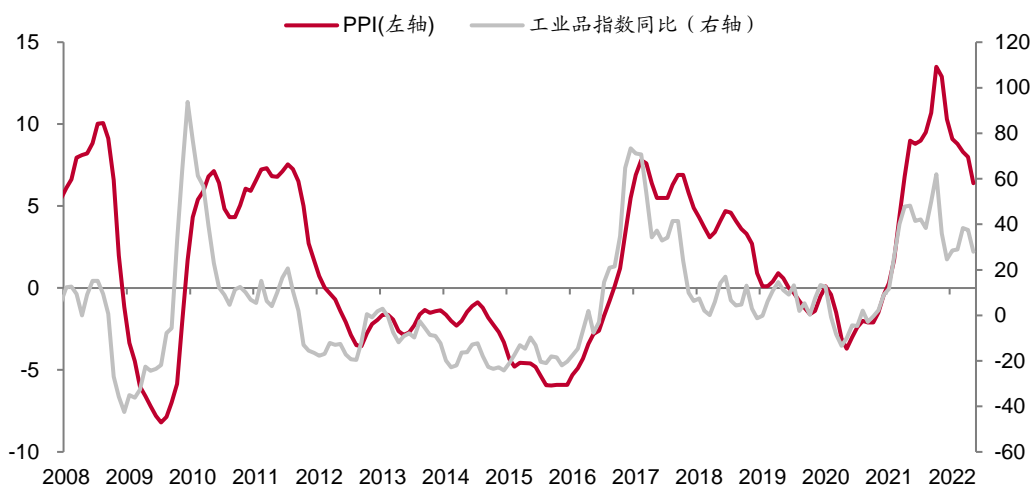
资料来源: WIND,招商期货研究所

三、国内宏观——被束缚的稳增长政策

海外宏观利空, 而国内存在逆周期的基建调节, 且地产政策今年有所纠偏。那么中国的稳增长从整体上是否可以对抗海外加息缩表及实际需求的下行?

从国内 PPI 角度看, 大方向上也看空工业品: PPI 具备粘性, 虽然过程中会有波折, 但同比增速下滑到零轴下方是确定性事件, 对应工业品价格的下跌, 这是由于市场经济的周期决定的。

图 20：PPI-工业品（%，%）



资料来源：WIND,招商期货研究所

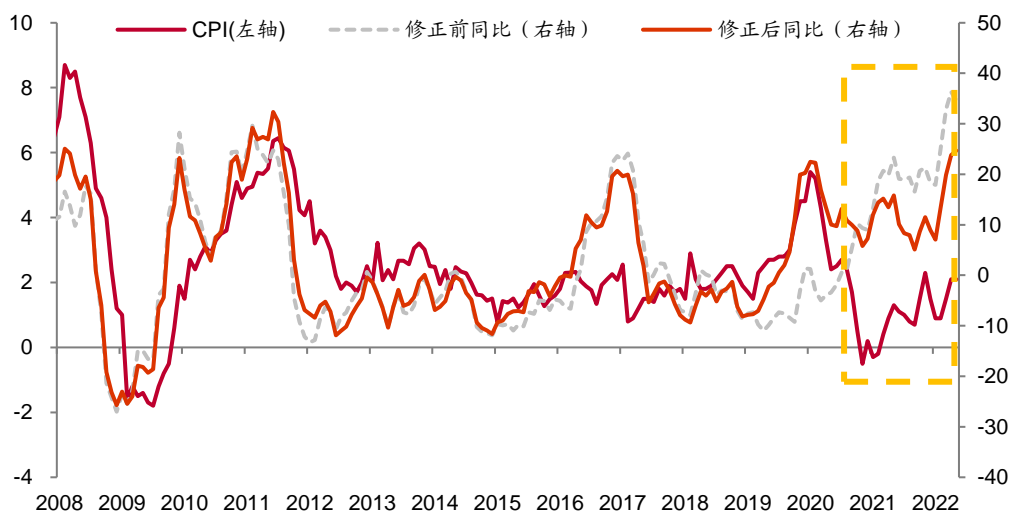
从实体经济层面考虑，即使不谈防疫造成的经济损失，我们认为由于国内信贷被制约，地产难以全面好转，及下游库存水平高这三方面原因，商品向下的颓势也难以被扭转。

（一）信贷空间受制于 CPI 抬升和出口降速

当前信贷整体宽松，但 CPI 抬升和出口减速将限制进一步宽松。前者的影响或在 4 季度，后者在 3 季度初就将有所体现

PPI 通过水电燃料、原料加工-消费品、农业生产资料-农产品三条路径传导到 CPI：水电燃料有价格管控，且今年南方雨水充裕，迎峰度夏压力小于去年；以汽车、家电为代表的消费品已经开始全面提价；农产品方面，虽然农业生产资料有价格管控，但猪周期有望在下半年开启，南涝北旱的局面也加大了农产品价格的上行压力。

图 21：CPI-农产品（%，%）

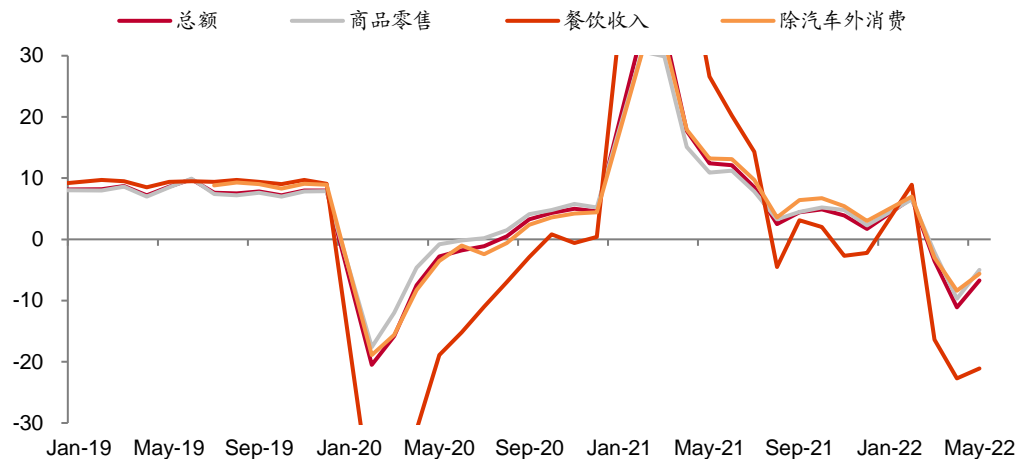


资料来源：WIND,招商期货研究所

由于南华农产品指数未纳入生猪价格，因此 2020 年超级猪周期来临时该指数与 CPI 出现了背离。我们对南华农产品指数进行修正，可以看到今年 CPI 上行压力较大。

此外，我们也要注意，如虚线框所示，当前 CPI 与农产品缺口较大。2020 年下半年缺口扩大，2021 年下半年有所收窄，而在今年上半年继续扩大。原因主要在消费，可以看到消费增速在几个阶段也呈现了弱到强到弱的变化。

图 22：社会消费品零售总额：同比增速（%）

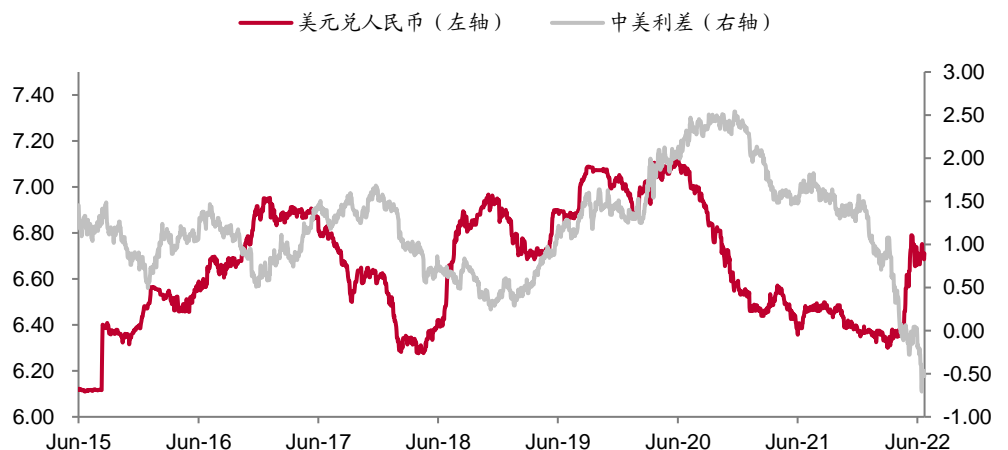


资料来源：WIND,招商期货研究所

由于消费低迷，形成类似“衰退式通缩”的情况，造成供需暂时趋松，价格受到抑制；而当消费好转后，这部分被抑制的价格会有所反弹。

除了 CPI 上行制约信贷空间外，出口下行也会影响货币政策。

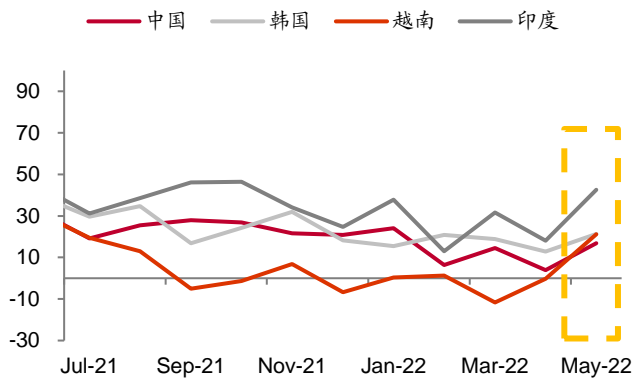
图 23：汇率与中美利差（元/美元，%）



资料来源：WIND,招商期货研究所

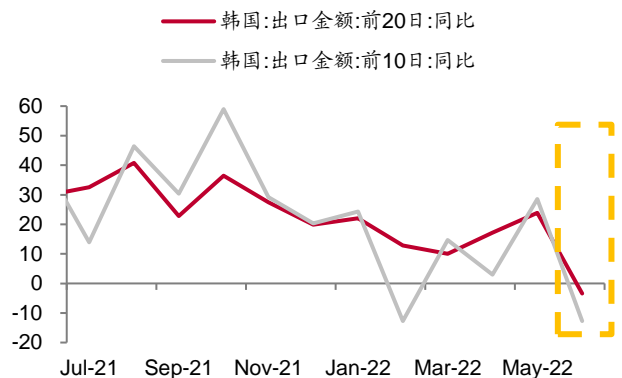
中美利差倒挂，人民币快速贬值，缩小了近端汇率和预期远端汇率的差距，抑制了资本大幅流出。

图 24: 出口金额同比 (%)



资料来源: WIND,招商期货研究所

图 25: 韩国出口金额同比 (%)



资料来源: WIND,招商期货研究所

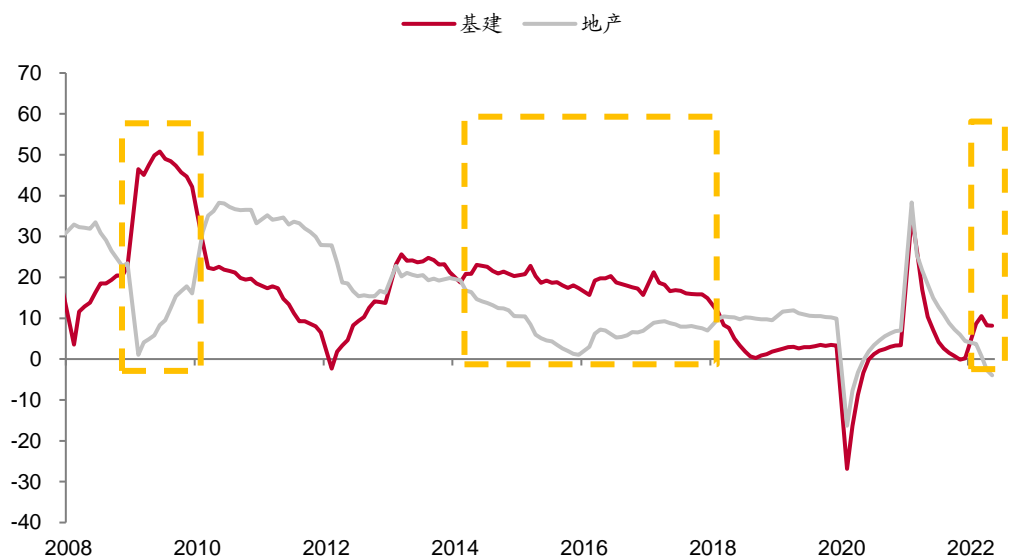
5月出口超预期表现稳定了人民币汇率预期，短期给予货币和信用宽松的空间。但是从韩国出口高频数据观察，6月不容乐观，且欧美需求降速会带来出口的下降。人民币贬值压力下再加息放水的空间有限，需要人民币再一次快速贬值来给予货币政策空间。

此外，还存在其他风险事件：河南村镇银行暴雷可能引发政府对于中小银行和互联网金融平台的强监管，信贷存在收缩的压力。

(二) 三驾马车中地产仍是核心

地产、基建、消费三驾马车中，地产是对商品起核心作用的因素。

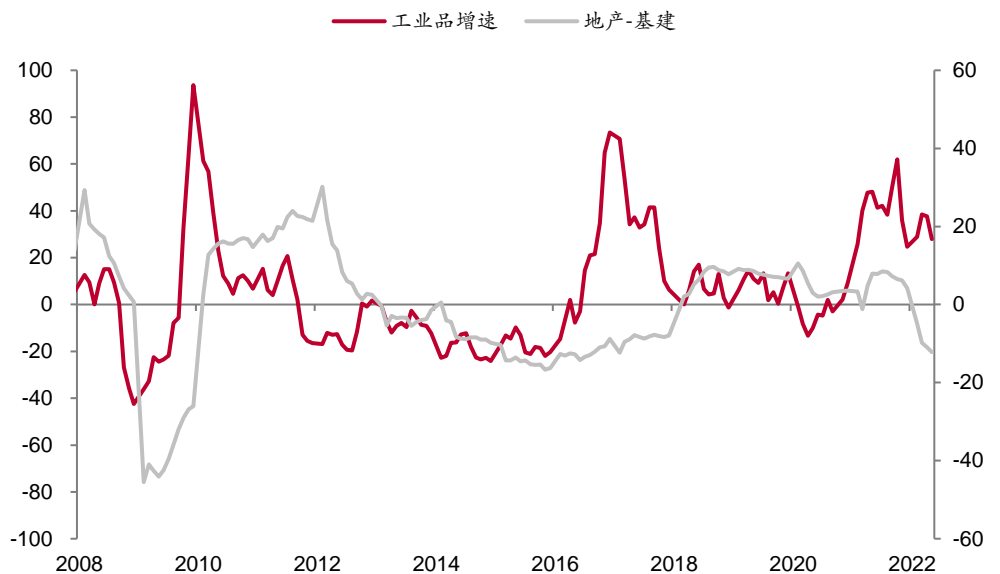
图 26: 基建与地产投资增速:累计同比 (%)



资料来源: Wind,招商期货研究所

基建作为经济增速下滑时的稳定器，具有逆周期调节功能。08年之后，强基建通常意味着弱地产。从历史上看，工业品价格与地产/基建强弱程度有较强的相关性。

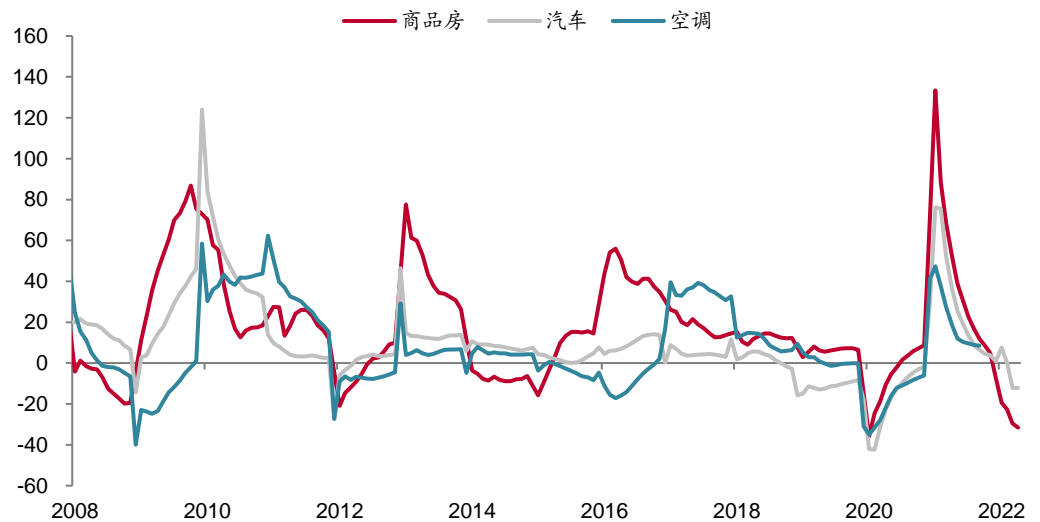
图 27: 基建与地产投资增速:累计同比 (%)



资料来源: Wind,招商期货研究所

通常,在地产增速不如基建增速且差值扩大时,工业品往往承压;而当差距缩窄时,商品价格会走强。这是由于地产对商品的拉动强于基建,且基建难以再给出媲美 08 年的增速。当前正处地产-基建下行之际,工业品下行压力大。注意到,工业品在 16-17 年有一段背离,主要是商品连续下行后的预期反转与现实证伪所致,与当下情境并不相符。

图 28: 销售:累计同比 (单位: %)



资料来源: Wind,招商期货研究所

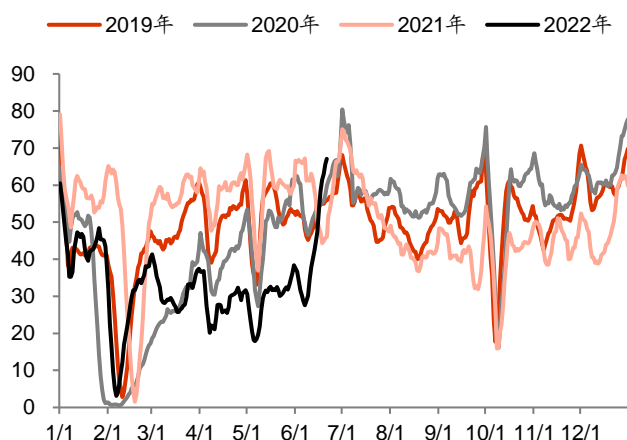
从消费角度看,家电、汽车消费与房屋销售相关度很高,因此难以脱离地产销售去谈家电和汽车消费。问题核心回到了地产身上。

从大方向上看,“房住不炒”体现了国民经济由大宗商品/劳动力密集型到资本/技术密集型的转变,相关商品的中期需求被持续抑制。从短期来看,地产虽然在修复,但也存在明显的结构化问题。

一是地域性差异。一二线城市表现较好,而三四线城市较差。三四线城市购房者对于未来房价预期很悲观,这些城市大多为人口净流出地区,而商品房相对过剩,购房者由于

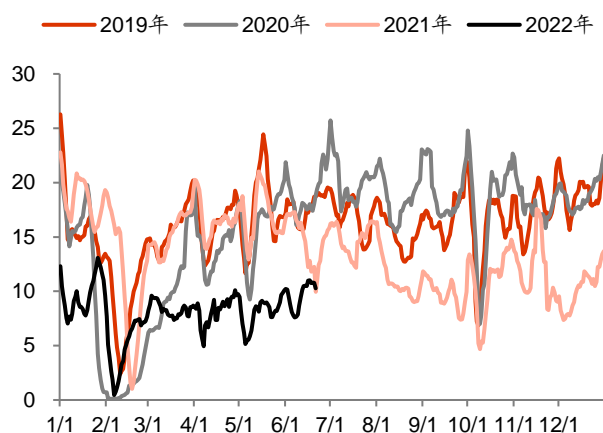
看跌房价而不愿购入。

图 29: 30 城商品房成交 (7d 平均, 万平方米)



资料来源: WIND,招商期货研究所

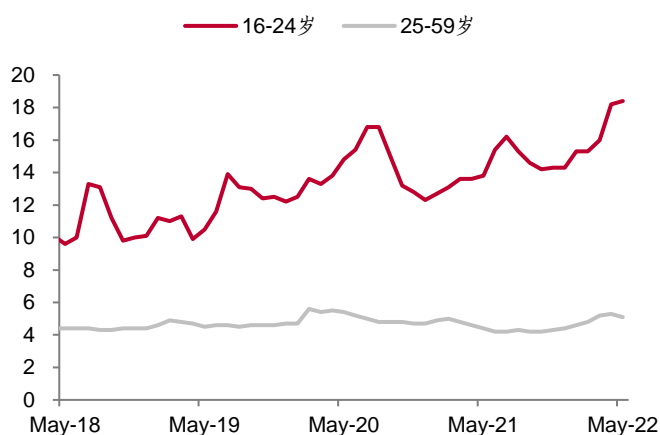
图 30: 30 城商品房成交: 三线 (7d 平均, 万平方米)



资料来源: WIND,招商期货研究所

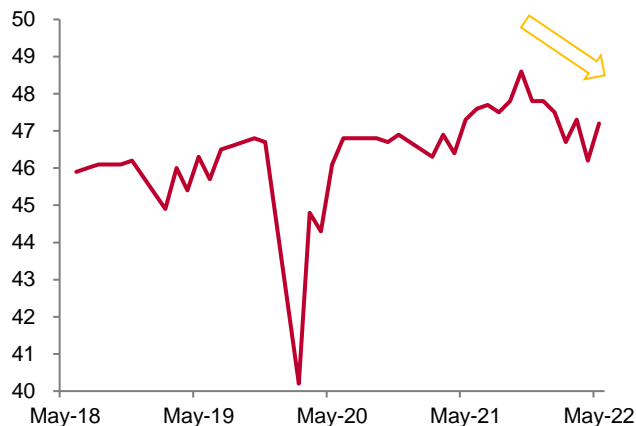
二是年轻人担当不了买房的主力军。经济不景气, 年轻人失业率高, 且有不少灵活就业、工作时长短的人没有被计入失业。中年人不愿炒房, 年轻人买不起房。

图 31: 调查失业率 (%)



资料来源: WIND,招商期货研究所

图 32: 就业人员平均工作时间 (小时)



资料来源: WIND,招商期货研究所

(三) 需求负反馈，下游即将开启主动去库

图 33：工业产成品库存和利润累计同比（%，%）

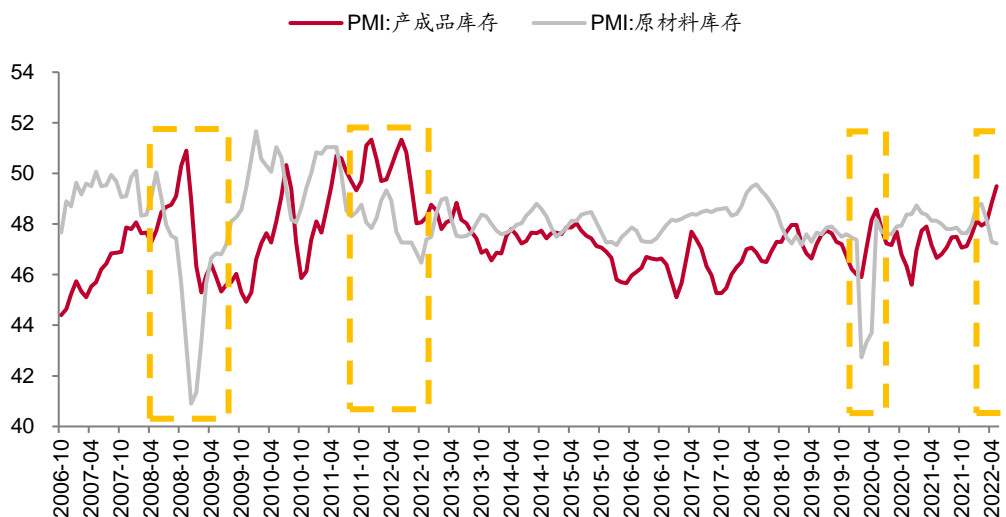


资料来源：WIND,招商期货研究所

由于 2020 年疫情的因素，同比数据失真。我们将 2021 年和 2022 年按 2019 年去折算年化同比，得出上图。从历史上看，过去两次工业企业利润维持高位（以 10% 为界）的持续时间约为一年半，而此后迎来利润增速和库存增速大幅下滑，同期工业品价格下挫。

当前利润增速仍有韧性，距离 10% 的水平还有一定空间，但按照时间推算，三季度末四季度初看到利润和库存增速大幅下滑的可能性较高，商品承压。

图 34：PMI 产成品-原料库存（3 个月平滑）



资料来源：WIND,招商期货研究所

产成品库存 PMI 超过原材料库存 PMI 时，通常对应价格下跌。这与下游通常采取以销定产有关。当需求负反馈时，下游产成品库存上升，企业主动去库，且对于原料的补库意愿下降，因此工业品原料的价格出现下跌。

当前上下游正经历库存周期的不同阶段，下游正在由被动补库向主动去库转移，而上游正从被动去库向被动补库过渡。由于上游库存水平偏低，因此如果下游需求超预期的好，在补库过程中容易激发低库存上游品种的弹性。

四、总结

我们可以得出以下结论：

1. 海外决定中期下行方向：1) 缩表直接致使风险资产跌价，会造成商品无差别下杀；2) 目前远未到交易衰退的时候，即使加息缩表退出，商品也会迎来“最后一跌”；3) 俄乌冲突背景下美元指数维持强势，抑制商品价格；4) 无论是走向滞涨还是衰退，欧美需求下降是确定性事件。
2. 国内决定短期反弹力度，稳增长政策持续发力，但：1) 信贷空间受制于 CPI 抬升和出口下滑，前者的压力或在 4 季度才体现，后者在 3 季度初就开始显现；2) 稳增长仍看地产，但作为商品需求主力军的中小城市地产难以像大城市一样恢复，且青年失业率高企、可支配收入下降、房价预期不稳等问题制约购房意愿；3) PMI 产成品与原料库存倒挂，下游在下半年将迎来主动去库，商品迎来下跌。
3. 经历 2020 年海外疫情、2021 年双碳转型、2022 年俄乌冲突对供给端冲击之后，商品将回到供给定弹性、需求定方向的常态，短期则由库存定弹性。长期来看，供给问题在未来数年仍会持续存在，这也决定了商品相较过去十年底部会整体抬升。短期来看，全球新一轮信贷周期开启前商品将整体承压。表现为需求负反馈，原料端逐渐让利给下游，而加工端阶段性减产以及需求阶段性恢复会给出反弹机会。
4. 由于国内外处于经济与信贷不同步的阶段，商品整体未形成合力，各版块存在节奏和强度的差异：

表 3：板块套利机会

商品策略		
策略	理由	风险点
多配农产品 空配工业品	1. CPI-PPI 剪刀差修复时农产品强于工业品； 2. 俄乌冲突对工业品的影响从打压供给到抑制需求，对农产品的影响始终在供给端； 3. 国内疫情对工业品的影响大于农产品。	全球农业丰产，粮食危机解除
多配黑色 空配有色	1. 有色国际定价，黑色国内定价； 2. 有色金融属性强于黑色。	有色极低库存诱发逼仓行情
亏损定价下做多 黑色成材利润	1. 原料趋向宽松，且有限产预期，本身有向下动力； 2. 稳增长作用在基建地产上，成材有扩利润的弹性。	原料库存累积不力
逢高做空化工下 游消费品利润	1. 原料供需较为健康，价格仍处高位； 2. 化工下游偏消费且出口占比高。	关税取消的短期利多

资料来源：招商期货研究所

研究员简介

赵嘉瑜：招商期货研究所宏观策略研究员。具有期货从业资格（证书编号：F3065666）和投资咨询从业资格（证书编号：Z0016776），美国纽约大学国际政治与国际经济硕士，上海交大经济学与法语双学士，曾在曼氏金融工作，善于宏观、微观结合分析。

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。