

季度报告——螺纹钢/热轧卷板

需求改善有限，钢价震荡筑底

走势评级：螺纹钢/热轧卷板:震荡
报告日期：2024 年 03 月 28 日

★二季度需求预计略有改善，但幅度温和：

一季度财政政策发力以及基建需求明显不及预期，导致黑色市场出现负反馈。从二季度需求分项看，建材需求核心关注点在于基建相关资金的到位节奏。由于一季度地方政府新增专项债发行速度明显慢于过去两年同期，加上终端春节前后资金压力较大，二季度后存在回补空间。但考虑到地方政府化债压力，以及 3 月专项债发行量依然偏低，对二季度上半段需求提振有限。一季度地产销售降幅有所扩大，预计需求降幅难有改善。制造业预期差并不大，整体维持同比增长，行业分化仍在。由于价差不利，二季度出口预计边际回落。

★ 铁水略有复产，成本抬升仍有限：

伴随着钢厂利润的修复以及厂库开始去化，铁水阶段性低点基本已经见到。年初以来废钢铁水价差的回升也有利于当前铁水复产。但由于需求改善相对温和，加上废钢价格弹性不及其他炉料，仍会限制铁水上方空间，铁水复产幅度依然比较有限，预计难以向上打破原料平衡点。下方低位成本支撑虽然相对有效，但成本抬升空间不足，难以给出正反馈空间。

★二季度钢材供需展望及市场交易逻辑：

由于一季度需求端的变化，我们将全年终端需求调整为同比下降 1.5% 左右。二季度需求降幅将有所收窄，但边际改善程度有限。二季度钢价仍处于震荡筑底的过程中。4 月初仍会面临终端需求验证的问题，同时现货库存压力仍存，不排除有二次探底的风险。由于下方空间也相对有限，建议低位轻仓偏多远月，或以震荡思路来进行操作。

★风险提示：

钢价上行风险主要来自于需求恢复超预期，政策力度明显增强。下行风险在于基建继续大幅不及预期，海外需求快速下滑。

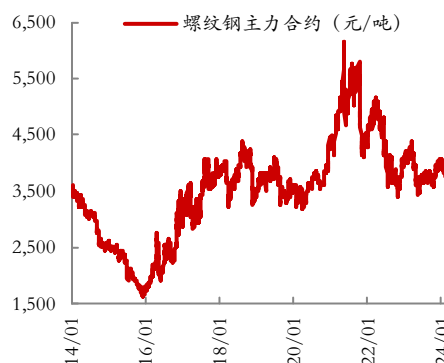


东方证券
ORIENT SECURITIES

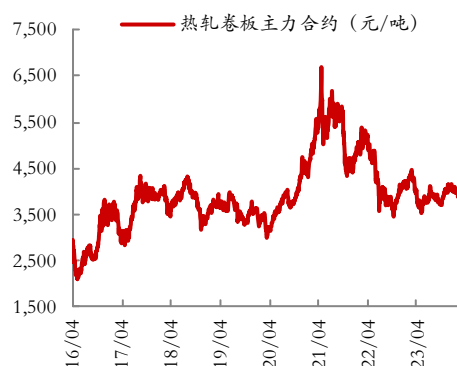
期货

顾萌 首席分析师(黑色产业)
从业资格号：F3018879
投资咨询号：Z0013479
Tel: 8621-63325888
Email: mcng.gu@orientfutures.com

主力合约行情走势图（螺纹钢）



主力合约行情走势图（热轧卷板）



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1、Q1 钢价回顾：财政发力不及预期，钢价大幅下跌 | 5 |
| 2、二季度需求预计略有改善，但幅度温和 | 6 |
| 2.1、建材需求重点关注基建资金释放节奏 | 6 |
| 2.2、制造业需求延续韧性，出口边际略有回落风险 | 8 |
| 3、铁水略有复产，成本抬升仍有限 | 13 |
| 3.1、利润修复铁水有复产驱动，但空间有限 | 13 |
| 3.2、非五大材仍有去库压力，对铁水复产贡献有限 | 15 |
| 4、二季度钢材供需展望及市场交易逻辑 | 17 |
| 5、风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图表 1：一季度螺纹现货价格明显回落..... | 5 |
| 图表 2：2 月以来基差走弱..... | 5 |
| 图表 3：3 月中旬五大品种库存拐点仍未出现..... | 6 |
| 图表 4：螺纹表需回升速度弱于季节性..... | 6 |
| 图表 5：一季度基建需求整体改善有限..... | 7 |
| 图表 6：1-2 月水利相关投资增速回升..... | 7 |
| 图表 7：一季度新增专项债发行速度偏慢..... | 7 |
| 图表 8：水泥出货的同比降幅仍在 20%以上..... | 7 |
| 图表 9：1-2 月地产销售和新开工降幅再度扩大..... | 8 |
| 图表 10：开发商到位资金仍有较高降幅..... | 8 |
| 图表 11：3 月以来地产高频成交同比改善有限..... | 8 |
| 图表 12：部分样本外城市地产成交依然疲弱..... | 8 |
| 图表 13：制造业 PMI 订单分项仍在荣枯线以下..... | 9 |
| 图表 14：1-2 月乘用车销量维持较高增速..... | 9 |
| 图表 15：汽车经销商库存处于中性水平..... | 9 |
| 图表 16：乘用车出口依然维持较高水平..... | 9 |
| 图表 17：1-2 月三大白家电产量延续同比正增速..... | 10 |
| 图表 18：1-2 月三大白家电出口延续高位..... | 10 |
| 图表 19：挖机销量依然处于低位..... | 10 |
| 图表 20：其他主要机械类产品表现分化..... | 10 |
| 图表 21：春节后管材成交回升速度偏慢..... | 11 |
| 图表 22：冷轧表需仍处于高位..... | 11 |
| 图表 23：一季度钢厂热卷出口排单维持韧性..... | 12 |
| 图表 24：近期热卷出口利润明显下降..... | 12 |
| 图表 25：印度粗钢产量延续较高增速..... | 12 |
| 图表 26：土耳其粗钢产量恢复到地震前水平..... | 12 |
| 图表 27：钢材终端需求变化预估..... | 12 |
| 图表 28：春节后铁水+废钢恢复有限..... | 13 |
| 图表 29：近期点对点毛利明显修复..... | 13 |
| 图表 30：螺纹厂库仍有一定压力..... | 14 |
| 图表 31：卷板厂库压力下降比较明显..... | 14 |

| | |
|----------------------------|----|
| 图表 32：近期废钢日耗略有回落..... | 15 |
| 图表 33：废钢铁水价差近期处于偏高视屏 | 15 |
| 图表 34：短流程废钢日耗也有所回落..... | 15 |
| 图表 35：年初以来电炉利润下行..... | 15 |
| 图表 36：非五大材产量相对稳定..... | 16 |
| 图表 37：唐山钢坯库存仍有待去化 | 16 |
| 图表 38：带钢社会库存处于高位..... | 16 |
| 图表 39：钢厂带钢库存仍有压力 | 16 |
| 图表 40：春节前后型钢产量并不算高..... | 17 |
| 图表 41：型钢社会库存压力有限..... | 17 |

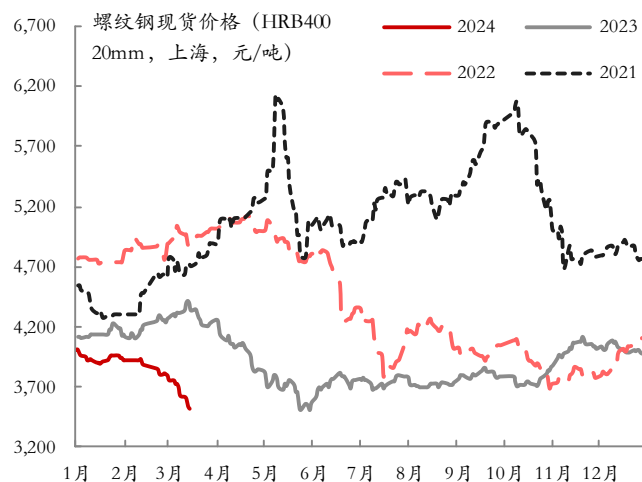
1、Q1 钢价回顾：财政发力不及预期，钢价大幅下跌

一季度市场对财政发力拉动基建需求的预期被现实证伪，钢材期现货价格均明显回落。上海地区螺纹现货价格从1月份最高4000元/吨左右的水平下跌至3500元/吨附近。同时，在春节假期后，期现基差呈现出走弱的格局，也意味着现货抛压明显。

年初以来市场最大的变化在于此前期待的强基建需求并未在现实中兑现。开年以来，地方政府化债压力增加，加之专项债的发行速度偏慢，与过去两年的节奏有很大的差异。春节前，基建相关的终端下游就普遍开始反馈资金偏紧，节后项目复工和需求恢复速度远弱于季节性，也导致了建材在低产量环境下库存高点依然超过去年水平。卷板需求虽然具备韧性，但受钢厂前期转产等因素影响，供应相较于建材偏高，库存高点也明显超过过去几年水平，节后同样面临着去库的压力。

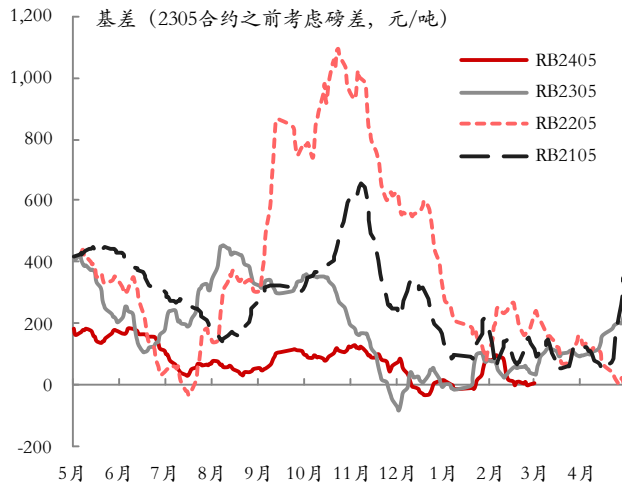
高库存+需求恢复力度不足的状态使得市场交易了产业链的负反馈，2月中下旬以来，钢厂并未季节性复产，铁水产量不升反降。另外，三月份五大品种的库存拐点迟迟没有出现，现货抛压风险累积，也在中旬出现了快速的一轮释放。目前从钢价估值角度看，若90美金附近铁矿的成本支撑相对坚实，钢价下方估值基本已经到位。但从需求端的驱动看，预计二季度贸易商和钢厂的去库斜率依然不会很乐观，这也将导致钢价依然需要时间来震荡筑底。

图表1：一季度螺纹现货价格明显回落



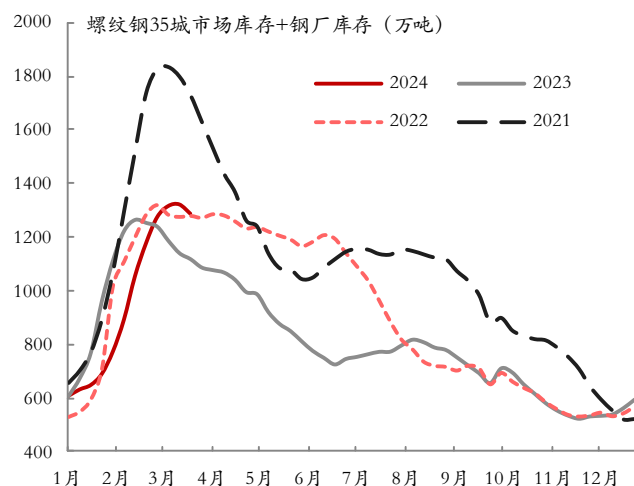
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：2月以来基差走弱



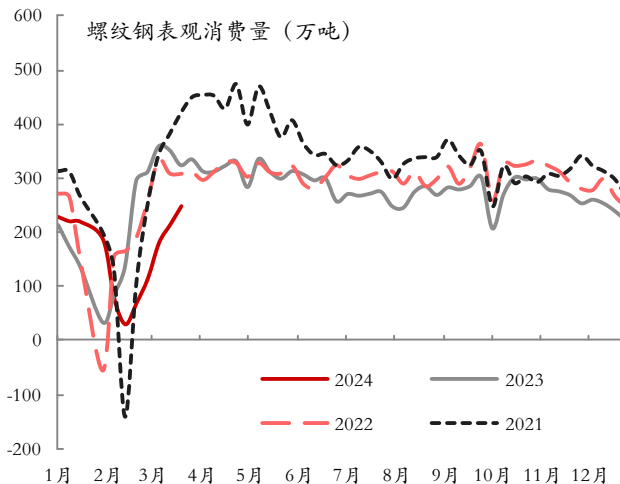
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3: 3月中旬五大品种库存拐点仍未出现



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 4: 螺纹表需回升速度弱于季节性



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

2、二季度需求预计略有改善，但幅度温和

2.1、建材需求重点关注基建资金释放节奏

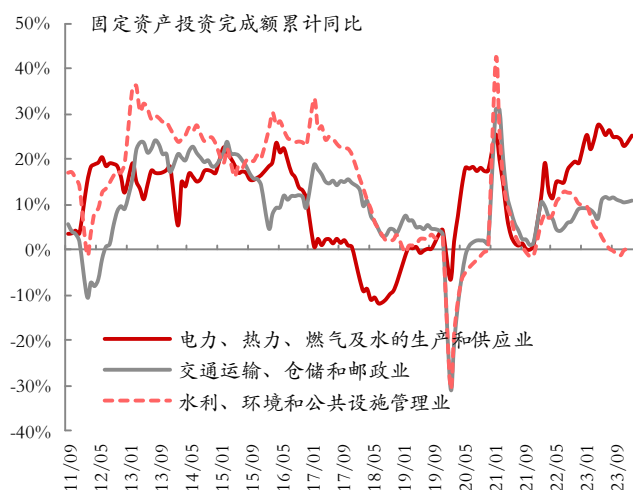
建材方面，从一季度螺纹表需和水泥出货情况看，需求整体降幅都在 20% 以上，其中 3 月份由于去年同期需求冲量基数较高，降幅进一步扩大。目前来看，二季度需求同比的降幅预计会有所收窄，但仍难以期待需求提升的强度。影响需求的关键在于基建的增量空间，而核心的影响因素在于财政资金和地方债的释放节奏。

由于 2024 年中央政府预算内赤字率并没有提升，加之高债务省份的化债压力和土地财政的拖累，基建需求的增量预计将低于去年年末的预期。而从结构上看，我们依然认为 2023 年四季度安排的一万亿特别国债对于水利工程和防灾相关的管网等市政工程投资能够形成提振，且 2023 年下达的特别国债已经发放完毕，我们看到 1-2 月水利等投资增速的确出现了明显的提升，但当前还没有明确的实物工作量改善。由于特别国债流向项目的速度相对偏慢，且进度比较难以追踪，比较难以判断对终端资金改善的作用，上半年对实际需求的提振力度存疑。

从地方政府专项债的发行进度看，2024 年一季度的发行规模远低于过去两年同期。根据我们统计，截至三月末，累计新增发行量仅略超过 6000 亿，而过去两年同期的新增发行量均在 1.3 万亿左右。由于全年专项债新增发行量计划确定在 3.9 万亿，二季度到下半年发行速度将会提速。但从过去几年的经验看，专项债发行节奏并没有明确的季节性规律，目前也难以断定何时会进入集中发行期。不过，以三月份的发行规模看，二季度前期基建项目资金改善的概率依然比较低，二季度后期到下半年需求改善的可能性相对更高。

地产方面，从1-2月经济数据看，需求延续疲弱，且新开工和销售在同比层面的改善都非常有限，开发商资金偏紧的状况持续，且债务风险也并未消除。另外以三月份销售高频数据看，春节后各能级城市商品房成交改善均弱于去年同期，同比降幅继续扩大。另外，考虑到保交付带动的增量需求已经比较有限，在投资端仍明显回落的情况下，存量施工需求的降幅有进一步扩大的可能。

图表 5：一季度基建需求整体改善有限



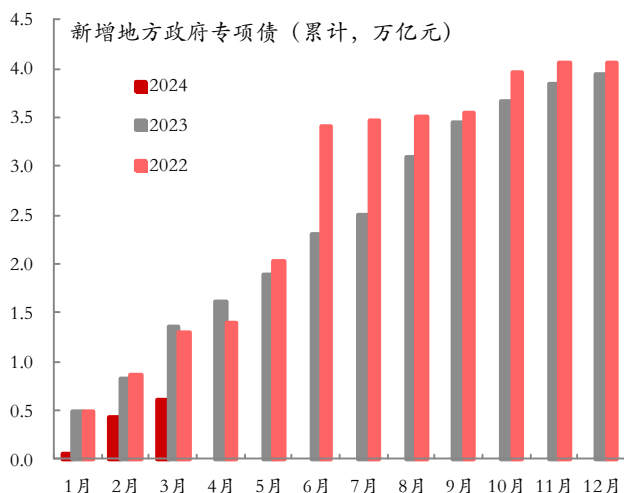
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 6：1-2 月水利相关投资增速回升



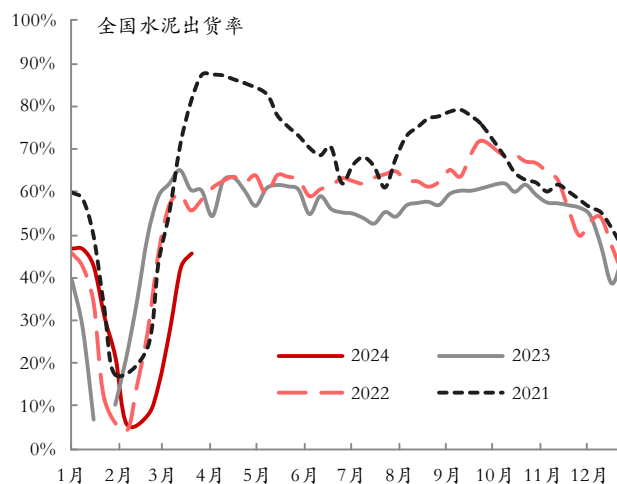
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 7：一季度新增专项债发行速度偏慢



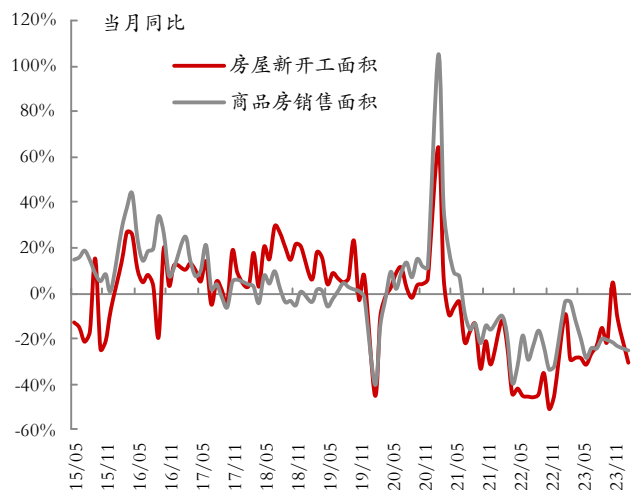
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：水泥出货的同比降幅仍在 20% 以上



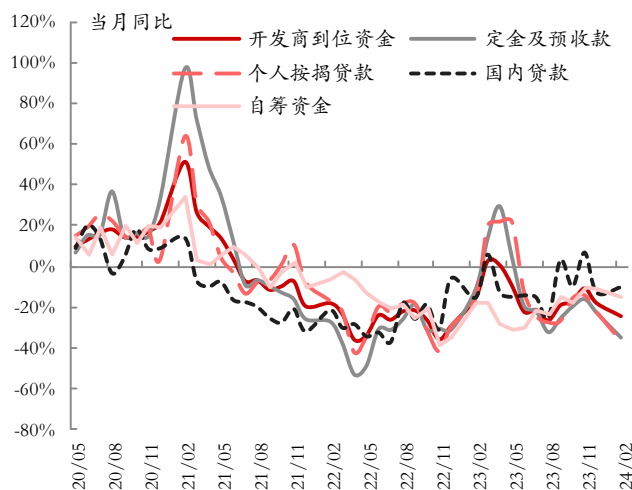
资料来源：数字水泥

图表 9：1-2 月地产销售和新开工降幅再度扩大



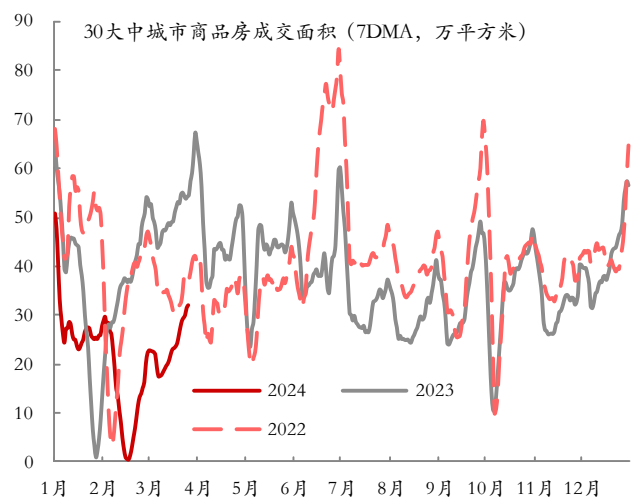
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 10：开发商到位资金仍有较高降幅



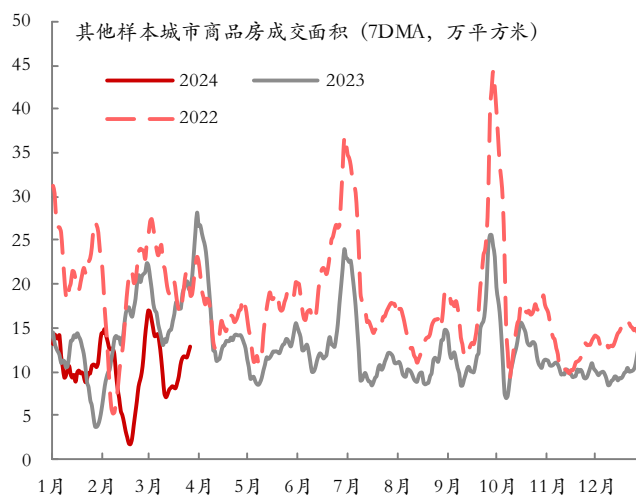
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 11：3 月以来地产高频成交同比改善有限



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 12：部分样本外城市地产成交依然疲弱



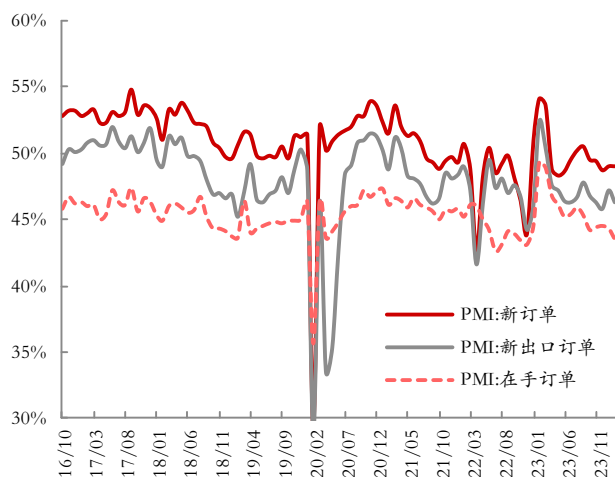
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.2、制造业需求延续韧性，出口边际略有回落风险

一季度制造业需求整体上延续韧性，从微观层面看，卷板的出货和流动性在春节假期后的恢复也比较正常。制造业需求韧性在二季度大概率能够延续，但不同终端下游间分化犹存。从官方制造业 PMI 看，新订单和新出口订单分项仍在荣枯线之下，改善平平。在订单没有明显改善的情况下，也难以形成明确的补库驱动。

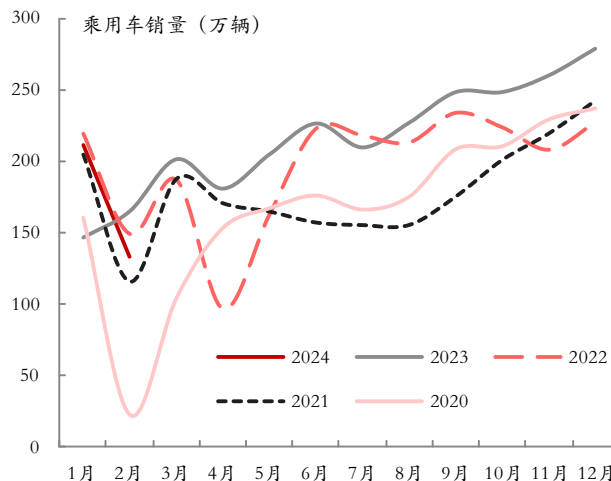
汽车方面，中汽协口径显示 1-2 月乘用车销量同比增幅仍在 10% 以上，渠道库存也还在中性水平。另外从 3 月份高频销量看，需求的增速也依然延续。家电方面，一季度的产销情况维持较高的同比增长，虽然地产竣工端存在下行风险，但目前并没有体现在对家电的影响上，二季度主要家电厂商排单情况依然比较满，另外出口也还尚未出现明显的同比回落态势。

图表 13：制造业 PMI 订单分项仍在荣枯线以下



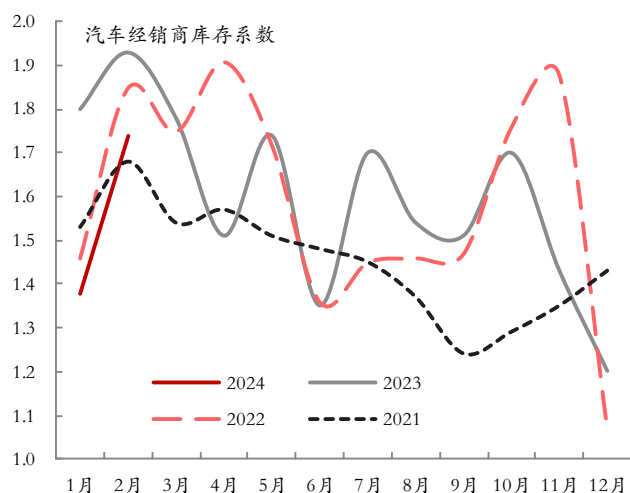
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14：1-2 月乘用车销量维持较高增速



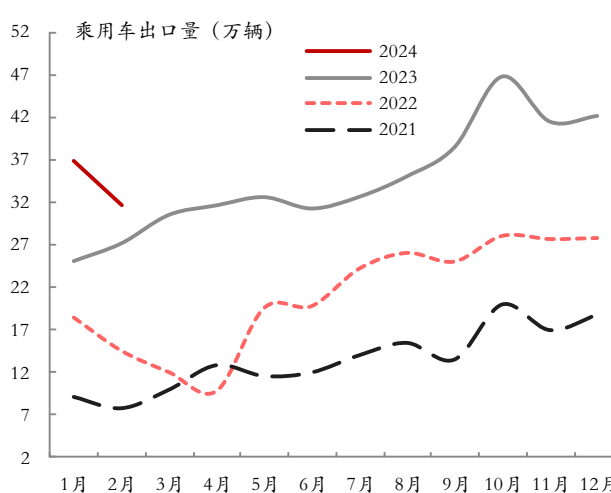
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 15：汽车经销商库存处于中性水平



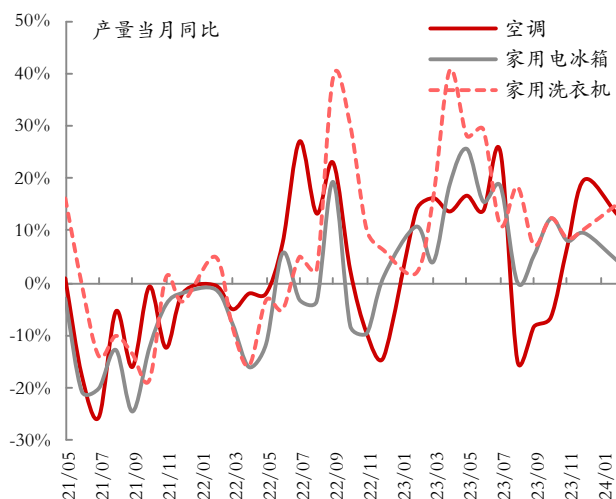
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 16：乘用车出口依然维持较高水平



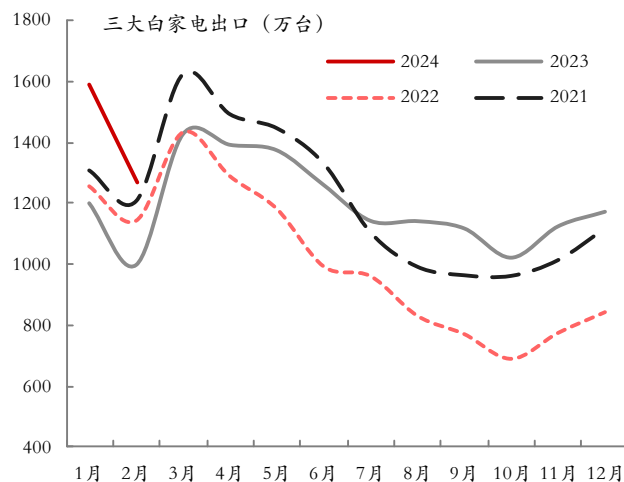
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 17: 1-2 月三大白家电产量延续同比正增速



资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

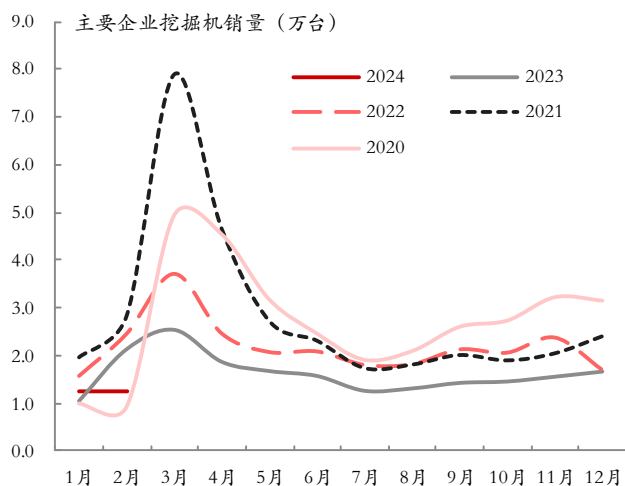
图表 18: 1-2 月三大白家电出口延续高位



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

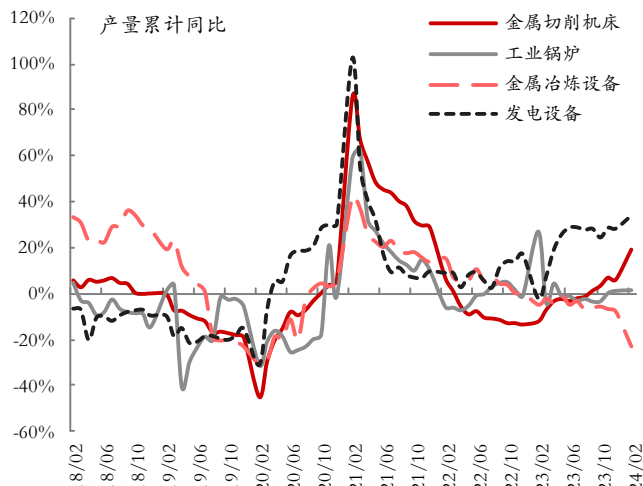
工业型制造业方面，船舶和商用车需求基本符合我们年报的预期。机械需求也延续分化格局。与地产、基建需求相关的工程机械销量维持 20% 以上同比下降，包括挖机出口也同样有比较明显的回落。其他机械类产品表现也有很大的差异，在主要机械品种中，1-2 月发电设备产量同比增速扩大到 30% 以上，金属切削机床产量增速也明显回升到接近 20% 水平，但金属冶炼设备产量大幅回落。整体来看，制造业终端并没有特别超预期的部分，需求具备韧性，但分化仍存。

图表 19: 挖机销量依然处于低位



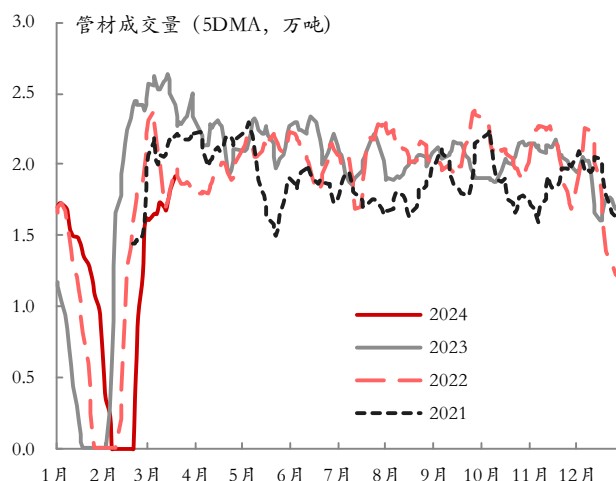
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 20: 其他主要机械类产品表现分化



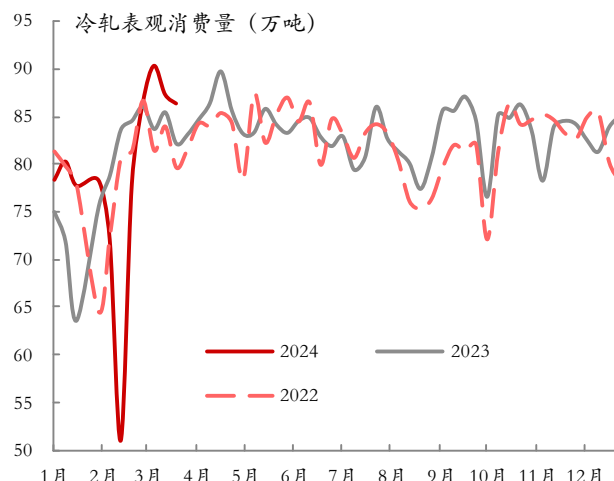
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 21：春节后管材成交回升速度偏慢



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 22：冷轧表需仍处于高位



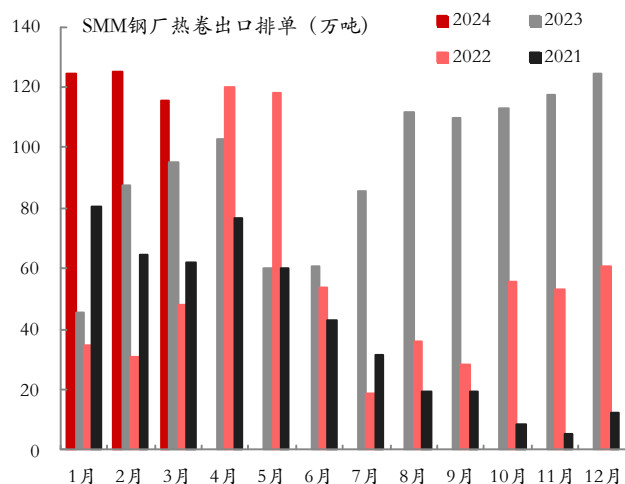
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

从卷带的部分深加工下游看，我们看到春节后管材成交量的恢复明显慢于去年同期，这与一季度基建强度偏低有很大的关系。我们认为随着二季度开始基建需求的恢复，管材需求将有一定改善空间，不过幅度还将相对温和。而与汽车、家电等需求更加相关的冷轧等下游需求相对更为强劲。虽然冷轧、镀锌等品种的库存压力同样较大，但更多体现为供需双增的状况，预计二季度需求也仍能维持韧性。

出口方面，虽然一季度钢厂的出口排单和海关数据维持高水平，但从微观反馈看，年初以来海外询单意愿转弱。一是我们看到3月份以来测算出口利润明显下降，虽然在3月中旬国内现货大幅下跌的阶段，利润略有修复，但在国内价格反弹的阶段，东南亚跟涨速度偏慢，也导致价差和利润向不利的方向变动。从海外粗钢供应看，土耳其粗钢产量已经完全恢复到了地震前水平，这一部分替代需求有所减弱。东南亚地区虽然需求存在增量，但印度产量持续提升，加之大选前国内需求释放力度不足，也导致东南亚地区钢价缺乏弹性。另一方面，国内针对买单出口增加监管力度的可能性也有所增加，使得贸易商相对更加谨慎，同样导致了出口接单量的下滑。从目前看，二季度出口大概率开始下滑，但考虑到东南亚的结构性需求增量、印度大选后投资有回升空间等因素，今年整体出口降幅预计依然不会很大，我们同样维持全年出口具备韧性的看法。

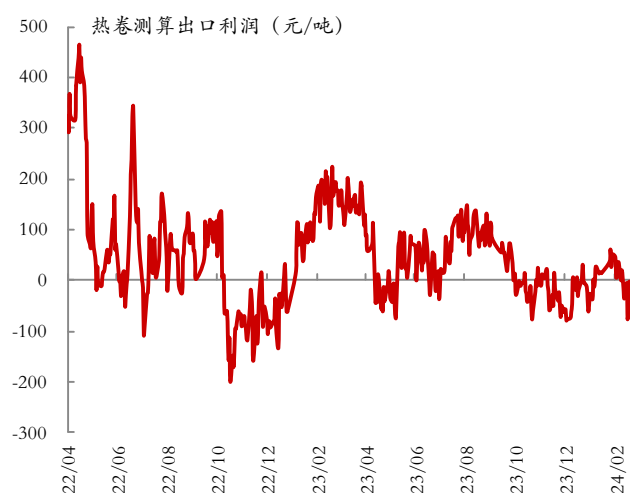
总结来看，基于年初以来需求的变化，我们对全年钢材终端需求预期做了一定的下修，从去年末预计同比0.4%左右的增速下调至1.5%左右的负增长。主要是下调了基建需求增速以及地产需求降幅维持与去年接近的水平。但整体来说，虽然已经进入季节性旺季，由于资金节奏的问题，市场依然对全年需求的表现相对模糊，这也仍会成为二季度后核心的交易逻辑。

图表 23：一季度钢厂热卷出口排单维持韧性



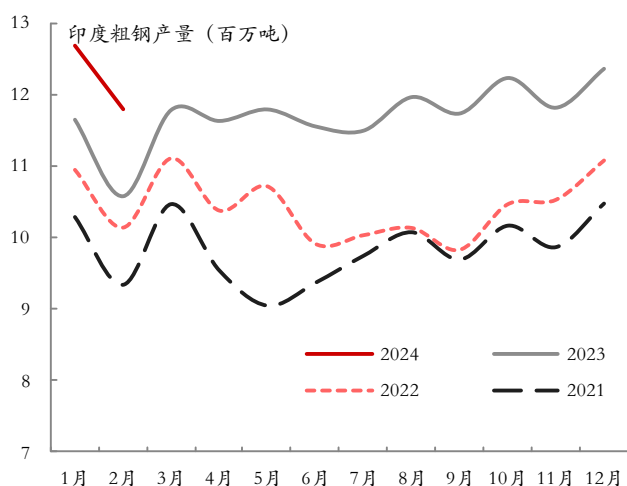
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 24：近期热卷出口利润明显下降



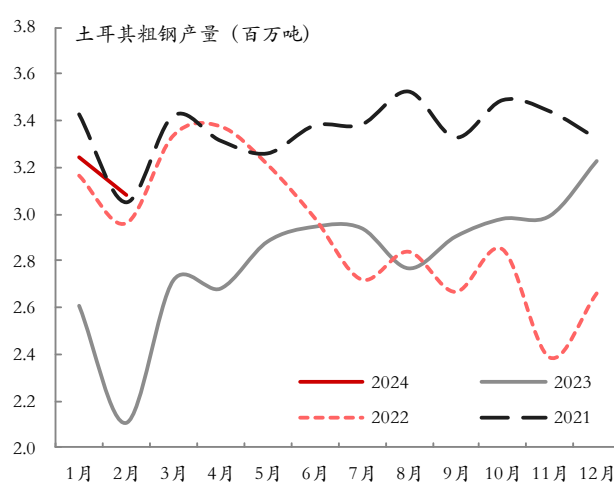
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 25：印度粗钢产量延续较高增速



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 26：土耳其粗钢产量恢复到地震前水平



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 27：钢材终端需求变化预估

| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F |
|------|-----|-------|--------|-------|-------|
| 需求同比 | 房地产 | -5.2% | -13.7% | -7.9% | -7.6% |
| | 基建 | -1.2% | 4.2% | 5.2% | 4.0% |
| | 汽车 | 0.5% | -9.5% | 10.0% | 2.0% |
| | 家电 | -4.2% | -8.0% | 8.7% | 5.0% |

| | | | | |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 机械 | 13.0% | -7.4% | -6.7% | -1.4% |
| 造船 | 11.1% | 10.0% | 10.0% | 7.4% |
| 能源 | 3.8% | -2.2% | 8.4% | 2.3% |
| 净出口（含钢坯） | 153.3% | 34.2% | 66.7% | -5.9% |
| 合计需求同比 | -2.5% | -3.4% | 2.8% | -1.4% |

资料来源：Wind，国家统计局，海外总署，东证衍生品研究院

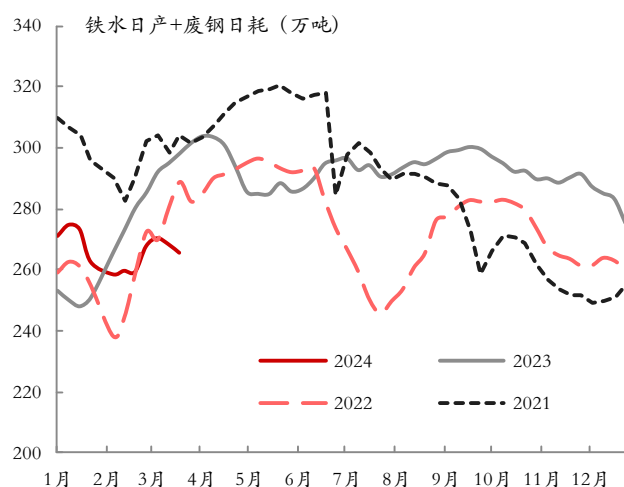
3、铁水略有复产，成本抬升仍有限

3.1、利润修复铁水有复产驱动，但空间有限

2月中旬以来，钢厂铁水并未如期季节性复产，主要源于两方面原因。一是钢厂依然处于亏损状态，虽然一月份之后毛利逐渐回升，但春节前后仍未转为盈利状态。二是需求和出货情况偏差，钢厂厂库累积压力也相对较高。同时，由于去年建材和卷板需求的持续分化，钢厂转产已经相对充分，今年以来铁水转产空间已经有限，建材需求的疲弱也更多只能通过供应减量的方式来应对。

随着终端需求的缓慢恢复，钢厂库存压力略有缓解。3月份以来卷板的降库相对明显，建材仍有压力。随着贸易商冬储陆续兑现结算，预计厂库压力也会有所下降。此外，钢厂点对点利润修复，3月下旬螺纹长流程点对点毛利也回升到100元/吨附近水平。钢厂铁水复产意愿有所增加。整体来看，铁水产量的阶段性低点已经出现，二季度存在复产的驱动和空间。

图表 28：春节后铁水+废钢恢复有限

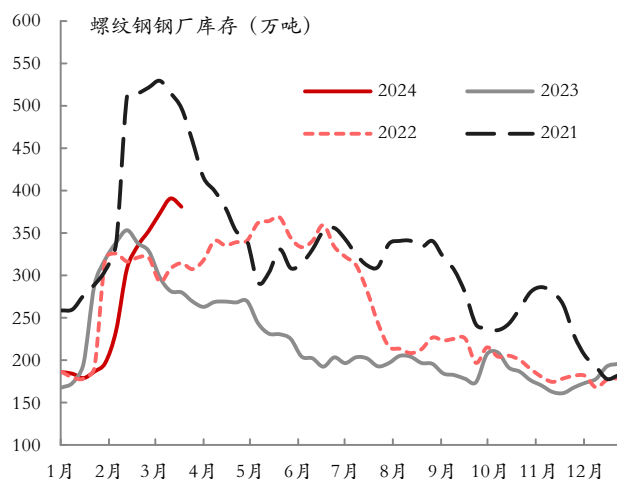


资料来源：Mysteel，富宝资讯，东证衍生品研究院

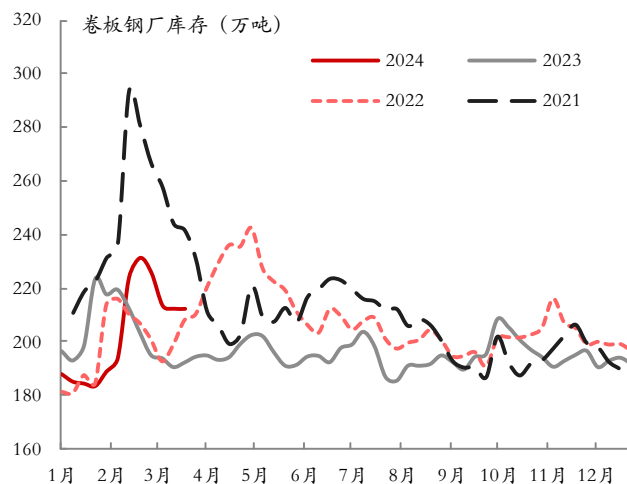
图表 29：近期,点对点毛利明显修复



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 30：螺纹厂库仍有一定压力


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

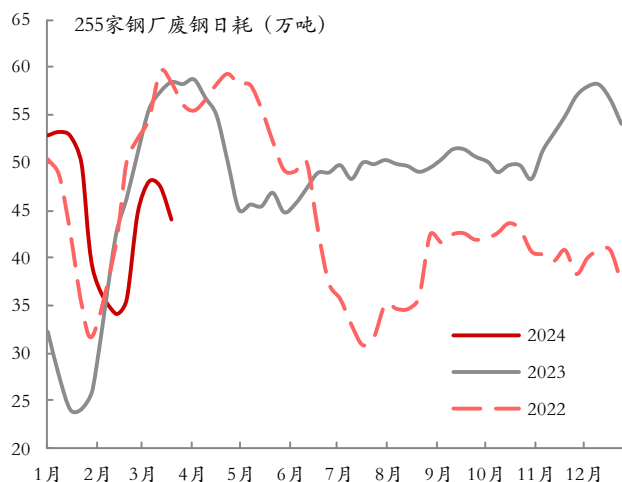
图表 31：卷板厂库压力下降比较明显


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

不过二季度铁水复产空间依然受限。一方面，预计终端需求的环比改善也会相对有限，同比降幅我们预计仍会在 5-7%左右的水平。另一方面，我们看到去年四季度废钢相较于铁水性价比提升，也带动废钢日耗的回升。今年一季度，由于高炉炉料价格跌幅相对较大，废钢性价比下降。3 月份之后废钢日耗也再度回落，这也是近期能够支撑铁水复产的因素之一。但近两年随着制造业的恢复，废钢资源整体并不算紧。一旦铁水复产带动炉料价格上涨，废钢与铁水的价差预计将会再度回落。在需求端增量有限的情况下，也会限制铁水复产的高度。

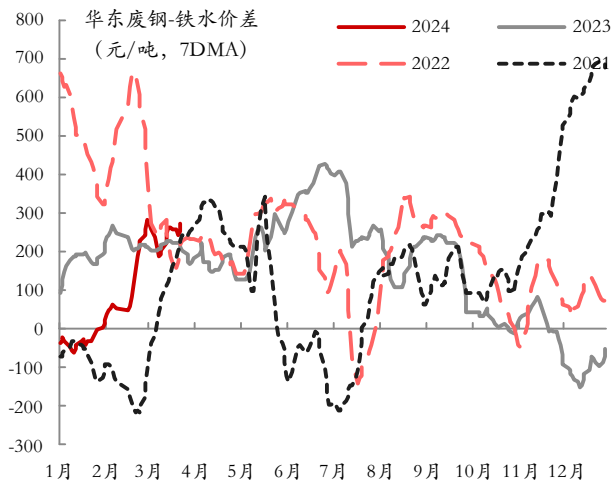
另一方面，二季度需求提升的边际变量主要在于建材，春节后电炉利润的下行压制了电炉复产的力度。由于废钢价格弹性相对偏低，一旦利润恢复，也将再度挤占高炉的复产空间。结合几方面因素看，二季度铁水复产力度依然将非常温和，预计钢联口径平均铁水产量在 230-235 万吨，依然无法达到原料平衡点的水平。意味着虽然铁水复产能够带来一定正反馈驱动，但由于成本端上移空间同样有限，难以打开正反馈的空间。

图表 32：近期废钢日耗略有回落



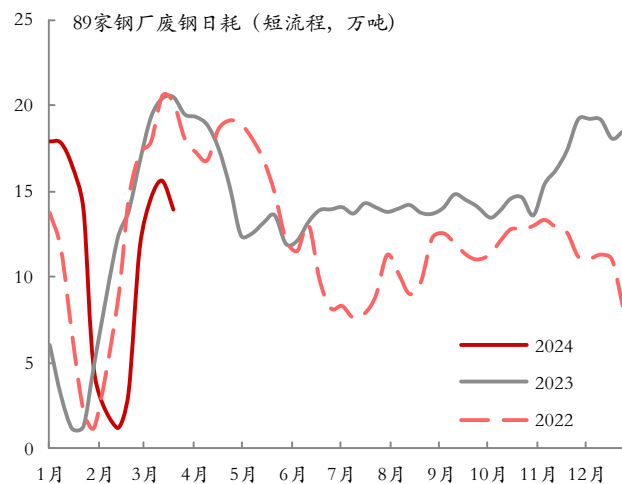
资料来源：富宝资讯，东证衍生品研究院

图表 33：废钢铁水价差近期处于偏高视屏



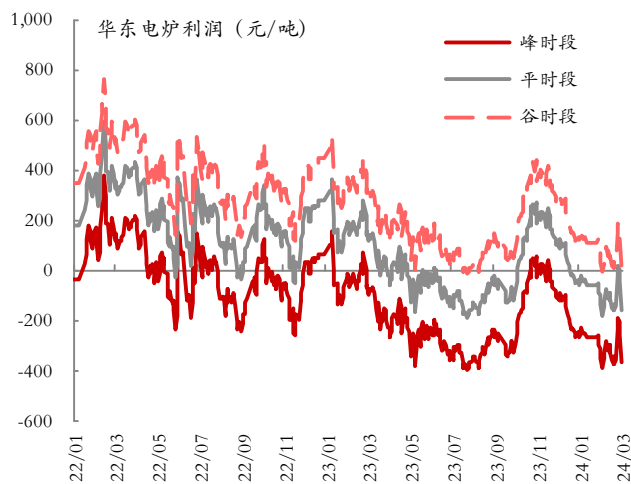
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 34：短流程废钢日耗也有所回落



资料来源：富宝资讯，东证衍生品研究院

图表 35：年初以来电炉利润下行

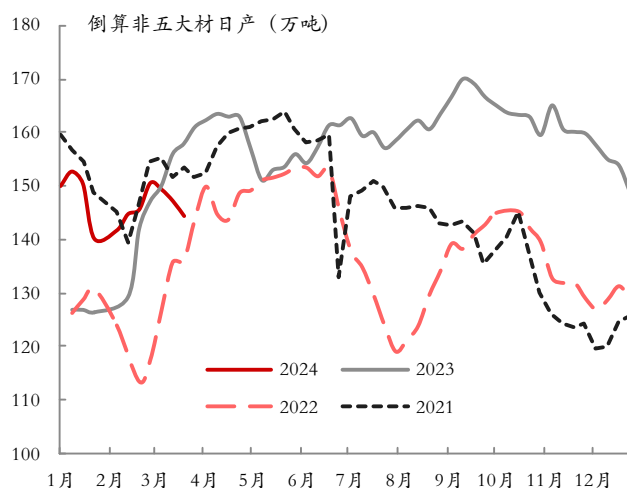


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

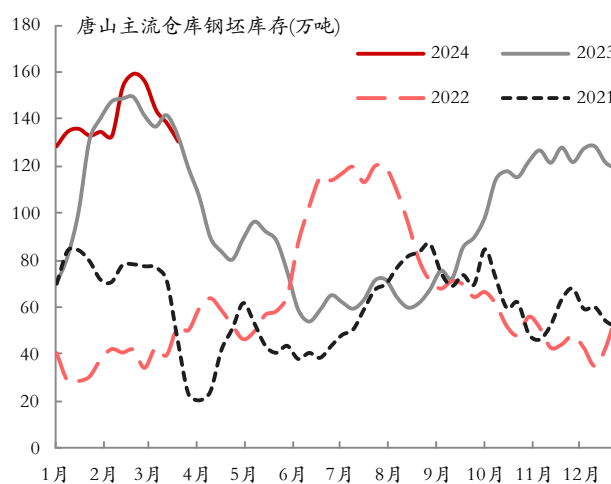
3.2、非五大材仍有去库压力，对铁水复产贡献有限

一季度非五大材供应相对稳定。我们以铁水+废钢日产扣减钢联五大材产量大致推算非五大材日产，年初以来变化不大。但是目前从库存看，表外品种虽同样略有分化，但整体库存压力并不算小。以钢联统计的社库看，型钢库存压力尚可，主要也是与钢厂春节前检修增加有关，当前产量较去年并不算高。但带钢、钢坯库存依然处于过去几年偏高的水平，仍有去库压力。

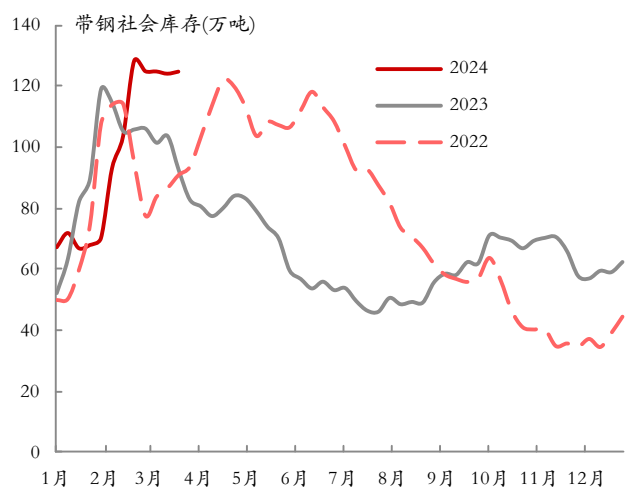
同时，从需求看，2023 年非五大材供需高增主要由于基建、出口等需求的增量。从今年看，基建需求整体不及预期，型钢需求以及春节后管材成交均明显不及去年同期。虽然二季度开始基建有逐渐发力空间，但目前尚难看到强度的明显提升。同时，若出口面临边际走弱的风险，对钢坯需求和去库也将造成一定影响。整体来看，非五大材二季度仍需面临库存去化的问题，同样难以提供铁水端进一步增量空间。

图表 36：非五大材产量相对稳定


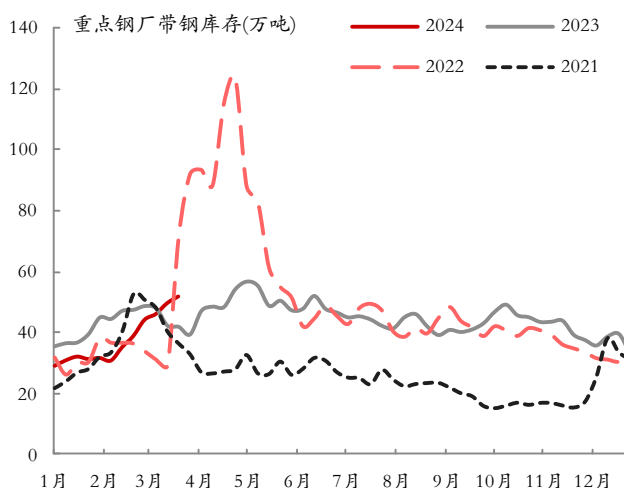
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 37：唐山钢坯库存仍有待去化


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

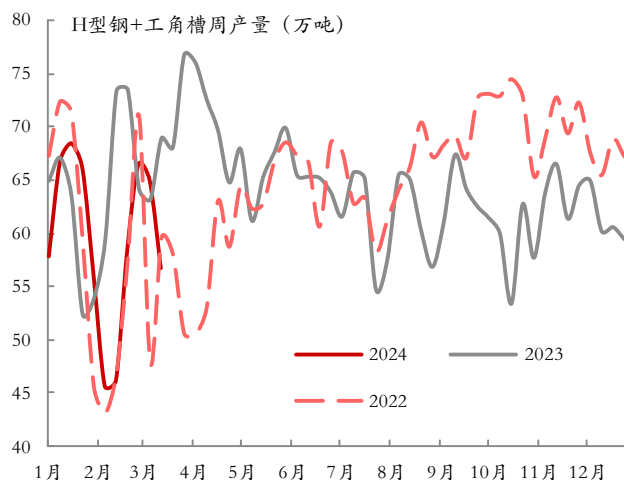
图表 38：带钢社会库存处于高位


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 39：钢厂带钢库存仍有压力


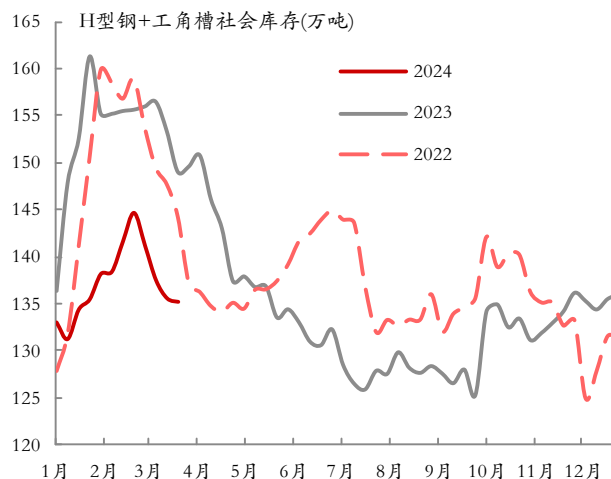
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 40: 春节前后型钢产量并不算高



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 41: 型钢社会库存压力有限



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

4、二季度钢材供需展望及市场交易逻辑

一季度基建需求的不及预期是导致铁水季节性复产没有出现和钢价下跌的重要因素。由于资金增量有限,加之高债务省份面临化债问题,基建需求总量将受到压制,因此我们也将终端需求调整为小幅负增长。但另一方面,一季度资金和地方债发行问题的节奏也放大了需求的降幅,我们认为随着地方政府专项债后续发行的提速,需求将有边际改善,降幅将逐渐收窄。同时,从钢厂利润和库存去化看,铁水有复产空间。结合需求的降幅和供需边际变化来看,我们认为钢价前期低点基本反应了市场对终端需求的重估。包括在远月铁矿 90 美金成本支撑水平较难打破的情况下,成本支撑的有效性有所提升。

但是钢价依然不具备大幅回升的驱动。以三月份专项债发行规模推算,二季度前半段基建相关终端资金改善程度预计比较有限,难以形成对实际需求的提振。地产销售延续疲弱,制造业需求相对偏强,而出口有边际走弱的风险。整体需求状况限制了铁水复产的空间,也难以向上突破原料的供需平衡点,成本抬升空间有限,难以给出正反馈空间。

综合来看,我们认为二季度钢价仍处于震荡筑底的过程中。4 月初仍会面临终端需求验证的问题,同时现货库存压力仍存,不排除有二次探底的风险。由于下方空间也相对有限,建议低位轻仓持有远月多单,或以震荡思路来进行操作。

5、风险提示

钢价上行风险主要来自于需求恢复超预期,政策力度明显增强。下行风险在于基建继续大幅不及预期,海外需求快速下滑。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

| 走势评级 | 短期（1-3 个月） | 中期（3-6 个月） | 长期（6-12 个月） |
|------|------------|------------|-------------|
| 强烈看涨 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 |
| 看涨 | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% |
| 震荡 | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% |
| 看跌 | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% |
| 强烈看跌 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 |

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com