

从黑色商品角度跟踪印度市场



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

报告日期：2023年11月8日

★ 印度“大基建”推进，带动部分黑色大宗定价转移

2022-2023 财年，印度 GDP 增长 8.2%，经济增速全球第一。伴随中国经济结构转型和印度“大基建”推进，大宗商品部分定价中心近两年来逐渐转移。本文将尝试从黑色商品维度，以相对高频的数据还原和跟踪印度黑色商品市场，并对明年印度对黑色市场的潜在影响进行分析。

★ 印度需求直接提振海外焦煤，对动力煤和铁矿石影响有限

在地产、基建和城镇化推动下，印度到 2030 年钢材需求增速年度复合增长率将维持在 7%-9%。根据其国内资源禀赋推演，印度钢铁需求持续发展，对全球焦煤市场提振最为显著，其他商品影响或有限。印度本国冶金煤极为稀缺，持续增长的钢材需求和高炉铁水直接提振海运焦煤需求。估值角度，印度钢厂利润决定了海运焦煤估值上方弹性。动力煤方面，考虑印度本国积极增产，2024 年印度对全球海运动力煤需求增量并不乐观。但考虑天气等自然因素扰动，年内易出现阶段性供需错配。铁矿石方面，考虑印度本国铁矿石资源丰富，待拍卖矿山储量较高，粗钢需求增加或不会对印度潜在可供出口量造成负面影响。印度铁矿石每年出口上限预计维持在 3000-4000 万吨。但同样，印度产业政策变化频繁，需要持续观察。

★ 2024 年印度黑色供需和风险点展望

印度需求长期增长趋势明确，但考虑明年 3-4 月份选举，印度 2024 年需求面临大选后阶段性透支回落的风险。且 2024 年印度粗钢产能增速预计快于其国内需求增速，或压制印度钢厂利润及上游原料端溢价。综合来看，预计 2024 年印度粗钢产能增长 8.8%，钢材需求增 6.5%，钢材出口量或小幅恢复；动力煤进口量持平、焦煤进口量增加 5.6%；其国内铁矿产量增长 7%，可供出口量预计持平。

★ 风险提示

宏观政策，地缘风险，产业制度

许惠敏 资深分析师(黑色产业)

从业资格号：F3081016

投资咨询号：Z0016073

Tel: 8621-63325888-1595

Email: huimin.xu@orientfutures.com

目录

1、印度地理及宏观总览.....	3
2、煤炭和电力：国产煤双位数扩张以支持国内经济增长.....	5
3、钢材：地产基建带动内需高增长，从钢材出口国转向进口国.....	9
4、焦煤：几乎全部依赖进口，逐渐成为海外主焦定价边际.....	11
5、铁矿：可供出口量并不影响，每年上限或维持在3000-4000万吨.....	13
6、2024年印度黑色市场展望及其潜在全球影响.....	15

1、印度地理及宏观总览

印度为全球第五大经济体，第一人口大国。2022-2023 财年，印度 GDP 增长 8.2%，经济增速全球第一。印度近两年已经成为了部分商品的边际定价方，例如黑色市场中的海运焦煤和动力煤。因此，本文将尝试从黑色商品维度，梳理印度市场的产、销、存和利润，尽量以相对高频的数据还原和跟踪印度黑色商品市场，并对明年印度对黑色市场的潜在影响进行分析。

在正式进入商品分析之前，对印度的地理和国情背景进行简单浏览：

地理方面，印度位于亚洲南部，是南亚次大陆最大的国家，与巴基斯坦、中国、尼泊尔、不丹、缅甸和孟加拉国为邻，濒临孟加拉湾和阿拉伯海。印度地形分为三部分，北部是喜马拉雅山脉，中部是恒河平原，南部是德干高原。印度大部分地区处于热带季风带，是世界上最热的国家之一，气候分为雨季（6-10 月）与旱季（3-5 月）以及凉季（11-次年 2 月）。

图表 1：印度地图

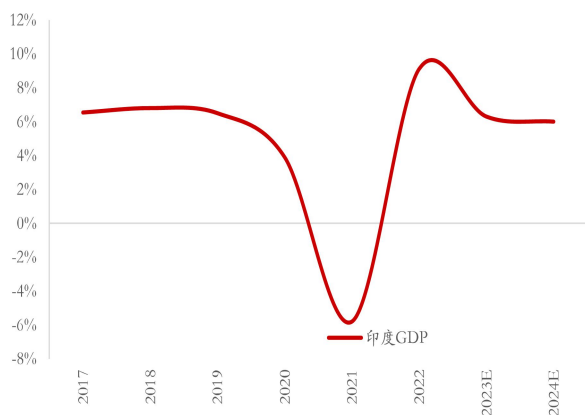


资料来源：Google map、东证衍生品研究院

印度是联邦制共和国，联邦行政区划中的一级行政区域包括有 28 个邦、6 个联邦属地及 1 个国家首都辖区。印度总统是象征性的国家元首，实权由总理掌握。总统及副总统任期 5 年，由一个特设的选举机构间接选举产生。印度财政年度从每年的 4 月 1 日至次年的 3 月 31 日。

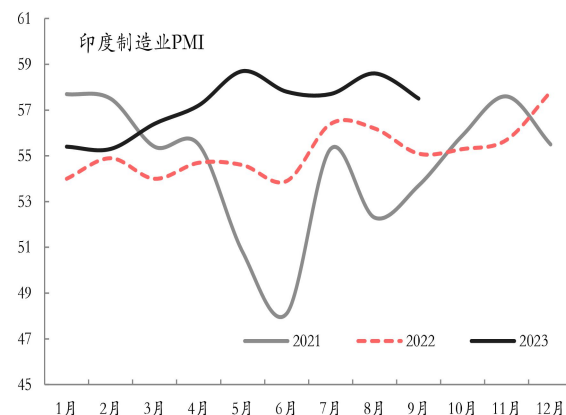
印度大选每隔5年一次，2014年莫迪当选印度总理，并在2019年连任，下一轮选举在2024年。莫迪政府上台后，印度一直致力于“印度制造”和加强基础设施建设。2022年之后，印度政府增加了资本性支出在总支出的比重，带动印度大基建需求抬升。但需要警惕的是，印度财政支出在大选前呈现政策性冲量，每年大选结束后财年的政府资本支出增速均明显下滑。

图表 2：印度 GDP



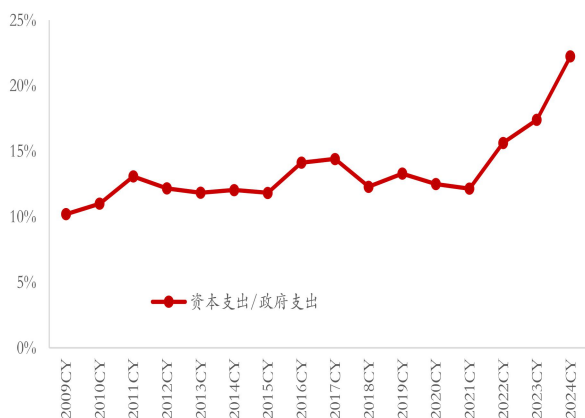
资料来源：Bloomberg、东证衍生品研究院

图表 3：印度制造业 PMI



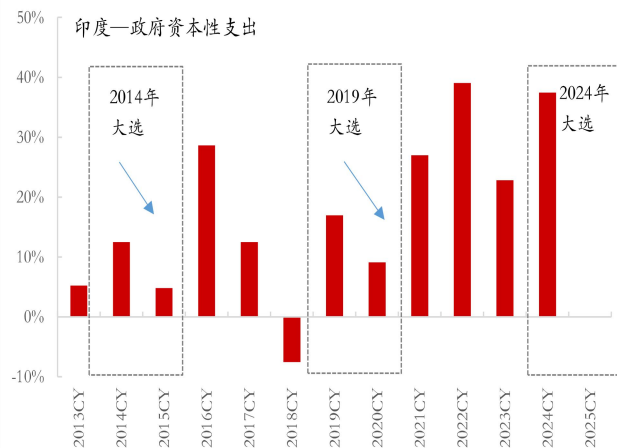
资料来源：India Ministry of Finance、东证衍生品研究院

图表 4：资本支出占印度政府总支出比例



资料来源：India Ministry of Finance、东证衍生品研究院

图表 5：印度政府历年资本支出变化



资料来源：India Ministry of Finance、东证衍生品研究院

中观层面，印度商工部每月发布8大核心基础行业指数，包括煤炭、原油、天然气、钢铁、水泥、电力、化肥和炼油产品。这8大核心基础行业的产出约占印度工业总产出的40-50%。

图表 5：印度 8 大核心基础行业增速变动

	煤炭	原油	天然气	冶金	化肥	钢铁	水泥	电力	总指数	GDP
2019-20	0%	-6%	-6%	0%	3%	3%	-1%	1%	0%	4%
2020-21	-2%	-5%	-8%	-11%	2%	-9%	-11%	-1%	-6%	-6%
2021-22	9%	-3%	19%	9%	1%	17%	21%	8%	10%	9%
2022-23	15%	-2%	2%	5%	11%	9%	9%	9%	8%	6%
2023-24	12%	0%	4%	4%	7%	14%	12%	6%	8%	6%
进口依赖度 (2022 数据)	20%	87.40%	50%	-	30%	-	-			

资料来源：印度工商部、东证衍生品研究院

2021-2022 年开始，印度煤炭、电力、水泥、钢铁等产业增速持续扩大。且配合其本国政府资本支出扩张，印度黑色需求也快速完成了出口拉动转其本国国内需求拉动。本文将试图从黑色商品维度出发，测算印度需求带来的原料、成品影响量，以及对全球黑色商品贸易流和估值的潜在变化。

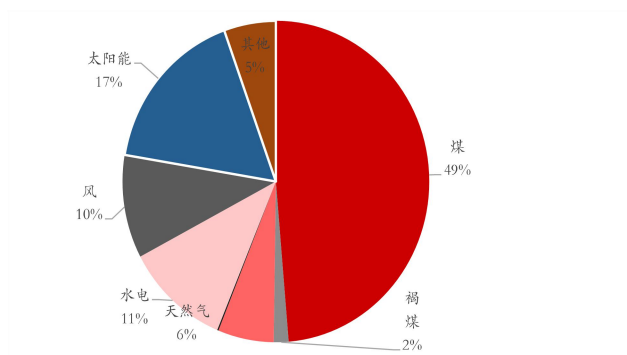
2、煤炭和电力：国产煤双位数扩张以支持国内经济增长

印度能源结构与我国类似，一次能源结构中煤炭占比 55% 以上，天然气和石油依赖进口。印度电力来源中，50% 以上来源于煤电。2022 年以来，印度经济 7-8% 以上高速增长带动了本国的电力和能源需求。

与中国类似，为应对本国经济增长带来的能源缺口，在天然气和原油资源匮乏的情况下，印度也在快速推进其本国煤炭产能扩张，确保国内能源安全。2021 年，印度同样遭遇能源危机，煤炭产量增速远低于电力需求增速。2022 年开始，印度加大其本国煤炭产量扩张，煤炭产量增速持续超 10%。2022 年，印度煤炭产量累计增长 14%，2023 年 1-9 月，印度煤炭产量累计增长 10%。

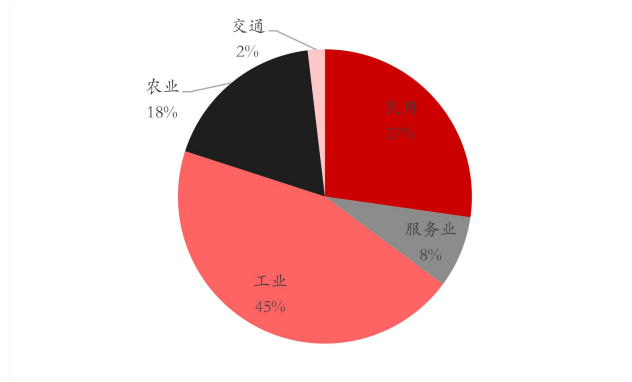
季节上，生产方面，印度煤矿几乎全部是露天矿，持续强降雨直接影响煤炭产量。因此，印度煤炭产量在每年 5 月份-10 月份雨季期间均会季节性偏低。除此之外，印度天气条件最佳的时点为 11 月份至次年 2、3 月份。为应对潜在的国内煤矿减量和国内需求回暖，印度每年煤炭采购集中在一季度和 9、10 月份。

图表 6：印度电力能源分布



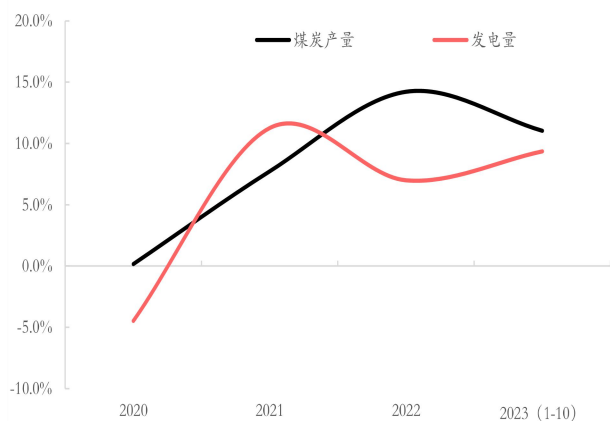
资料来源：NPP、东证衍生品研究院

图表 7：印度电力需求分项增速



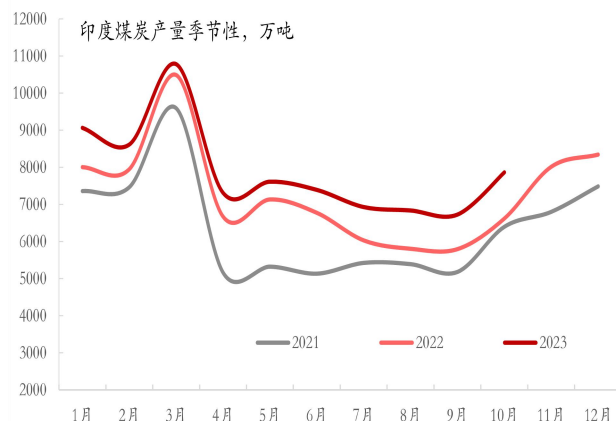
资料来源：NPP、东证衍生品研究院

图表 8：印度煤炭国内产量 VS 电力增速



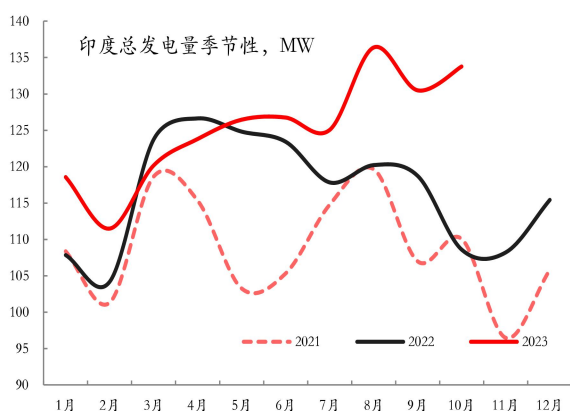
资料来源：NPP、东证衍生品研究院

图表 9：印度煤炭产量季节性



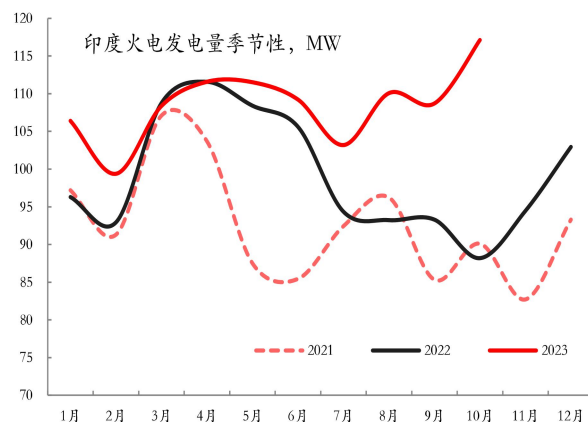
资料来源：NPP、东证衍生品研究院

图表 10: 印度总发电量季节性



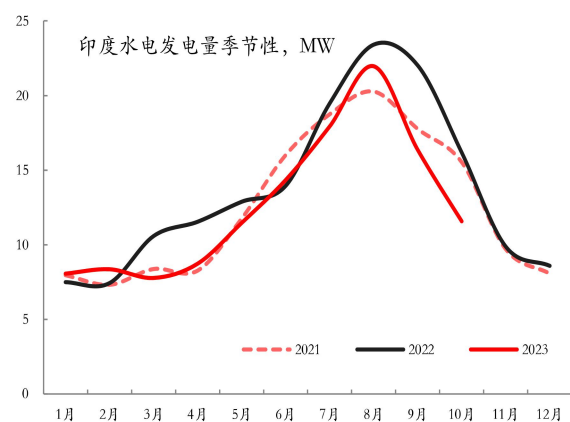
资料来源: NPP、东证衍生品研究院

图表 11: 印度火电发电量季节性



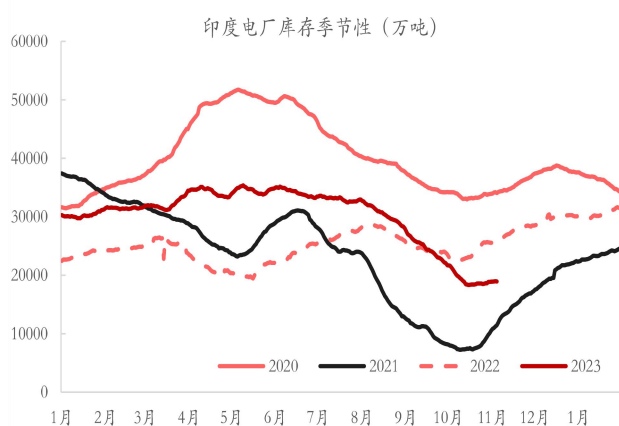
资料来源: NPP、东证衍生品研究院

图表 12: 印度水电发电量季节性



资料来源: NPP、东证衍生品研究院

图表 13: 印度电厂煤炭库存



资料来源: NPP、东证衍生品研究院

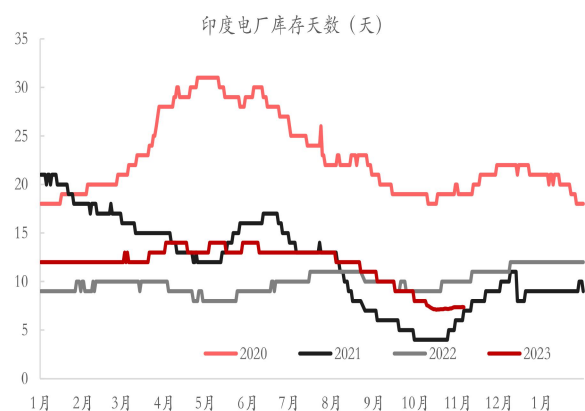
印度是全球第二大海运煤炭市场进口国，印度本国的供需缺口通过进口市场调节。印度煤质较差，储量中大部分为灰分高、热值低的动力煤；焦煤尤其是主焦煤十分稀缺，几乎全部依赖于进口。以 2022 年为例，印度全年进口煤炭 2.3 亿吨，其中焦煤为 6700 万吨，动力煤 1.5 亿吨。

2023 年年初，按照 2023 年煤炭产量（10%）和发电量计划（6%），市场对 2023 年印度进口煤需求增量原先并不期待。但三季度以来，降雨过少（水电同比下滑 30%）、城镇化推进、工业增长等影响，印度 8、9、10 月份电力增速分别达到 13%、10% 和 23%，火电增速分别达到 18%、16% 和 33%。为应对国内需求激增，印度逆季节性加大三季度动力煤采购。

但从年度级别来看，长周期来看，印度本国经济和电力持续增长伴随着其国内煤炭产

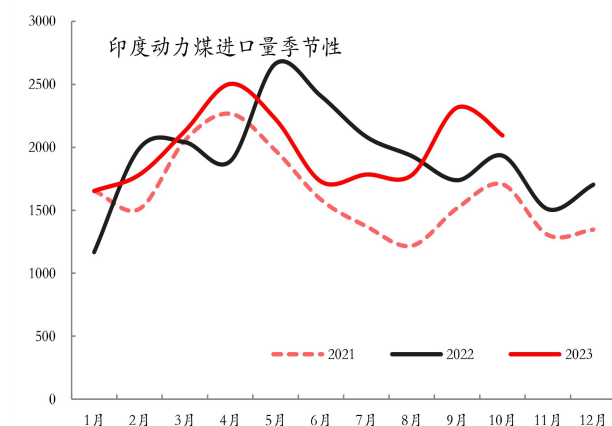
量扩张，印度需求提升海外动力煤需求的拉动力度一般。2015 年以来，印度每年煤炭进口总量围绕 2-2.5 亿吨波动。考虑其本国产能持续增长，印度对海外煤进口依赖度预计长期有所下降。印度电厂以低卡煤需求为主，加上运距的关系，印度进口动力煤中大约 60% 来源于印尼。因此，印度动力煤进口需求对印尼煤影响较为直接，且季节性扰动较大。

图表 14：印度电厂库存可用天数



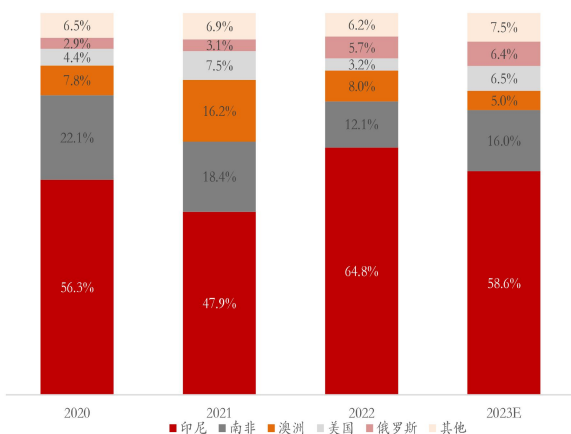
资料来源：NPP、东证衍生品研究院

图表 15：印度煤炭总量进口量季节性



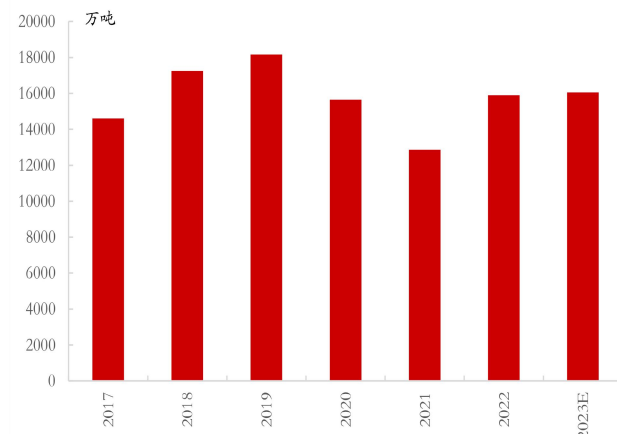
资料来源：NPP、东证衍生品研究院

图表 16：印度动力煤进口来源国分布



资料来源：NPP、东证衍生品研究院

图表 17：印度动力煤进口年度变化



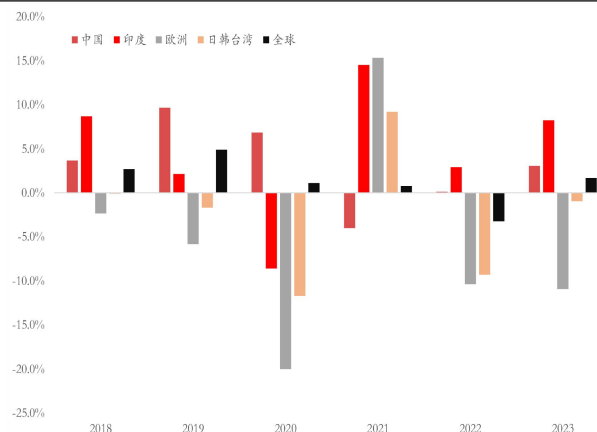
资料来源：NPP、东证衍生品研究院

3、钢材：地产基建带动内需高增长，从钢材出口国转向进口国

2022 以来的印度政府投资和基建刺激支撑印度钢材市场持续火爆。2021-2023 年以来，印度成为全球除中国市场外唯一的持续铁水增长的国家，累计增速分别达到 14.5%、2.9%和 8%。从 2022-2023 年的市场表现来看，印度本国钢材需求持续上涨，直接带动海漂焦煤需求，并减少其钢材可供出口量。

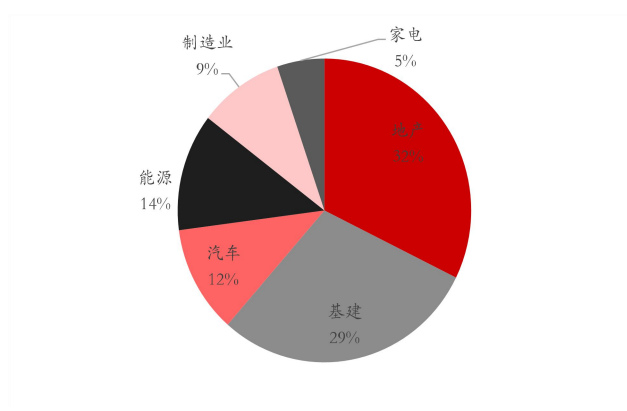
印度钢材需求强劲，源自其本国政府推动的城镇化、基建投资和房地产拉动。根据印度钢协统计，印度 60%的需求来自于房地产和基建建设。2022-2030 年期间，印度每年需求复合增长率将保持在 7%-9%高速区间。但考虑 2024 年大选后政府财政投资增速可能放缓，2024 年印度钢材需求增速预估从 2023 年的 11%下滑至 6.5%。

图表 18：全球粗钢与生铁产量增速对比



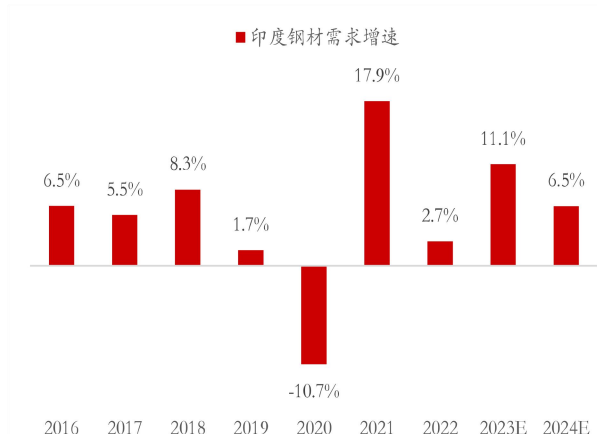
资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 19：印度钢材需求分布



资料来源：印度钢协、东证衍生品研究院

图表 20：印度钢材需求增速预估



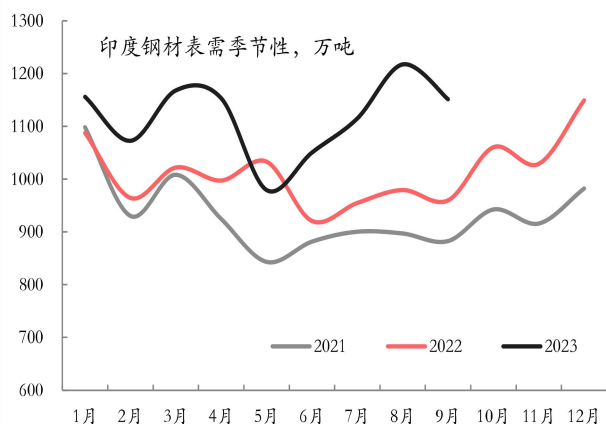
资料来源：印度钢协、东证衍生品研究院

图表 21：印度钢材需求累计增速



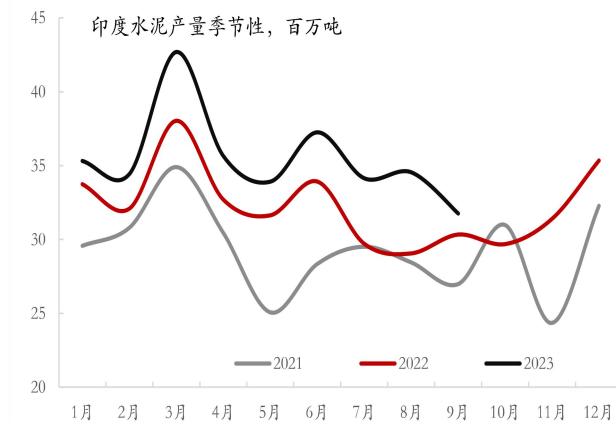
资料来源：印度钢协、东证衍生品研究院

图表 22: 印度钢材表需季节性



资料来源: 印度钢协、东证衍生品研究院

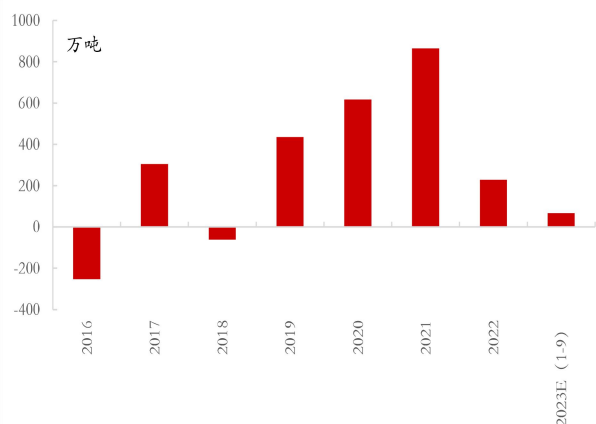
图表 23: 印度水泥产量季节性



资料来源: 印度钢协、东证衍生品研究院

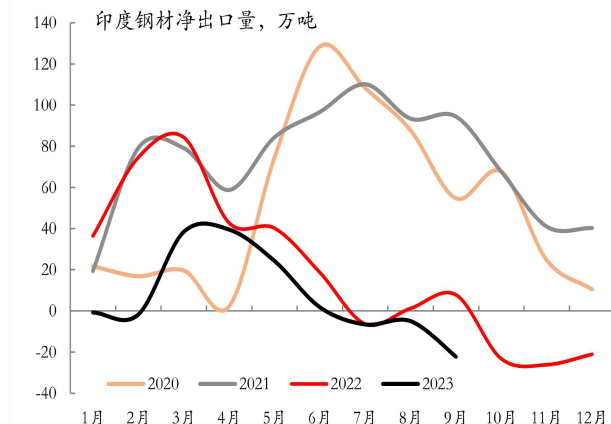
印度本国较高的需求量和更高的报价, 促使钢厂更多将成材销售给本国需求, 减少对外出口量。海关钢材出口数据显示, 2021 年以来, 印度钢材出口量持续降低, 2021 年印度钢材净出口量当前能够达到 870 万吨, 2022 年降低至 230 万吨, 2023 年 1-9 月份至今累计净出口量仅有 67 万吨。与此同时, 欧洲产能持续关停, 叠加印度等传统竞争对手的退出, 也造成了 2023 年以来中国钢材出口持续高位。

图表 24: 印度钢材净出口量年度对比



资料来源: 印度钢协、东证衍生品研究院

图表 25: 印度钢材净出口量季节性

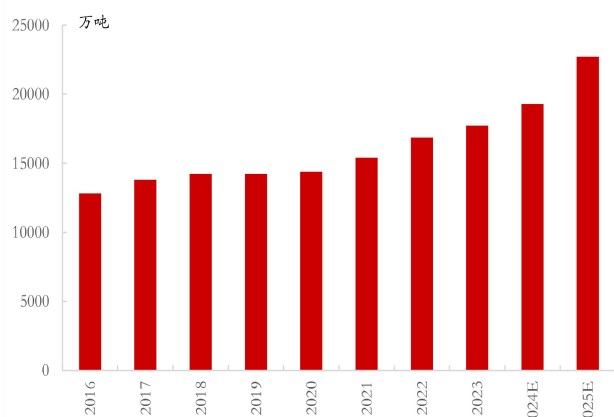


资料来源: 印度钢协、东证衍生品研究院

展望2024年，印度本国钢材供需预计仍能维持高增长，但增速面临下滑风险。根据印度政府统计，2023年印度全国粗钢产能约1.77亿吨。根据印度钢铁部规划（National Steel Policy 2017）和现有投产计划，2024-2025年，印度分别有1500万吨和3400万吨粗钢产能投产，增速分别达到9%和18%。且印度未来粗钢产能几乎全部以高炉为主。

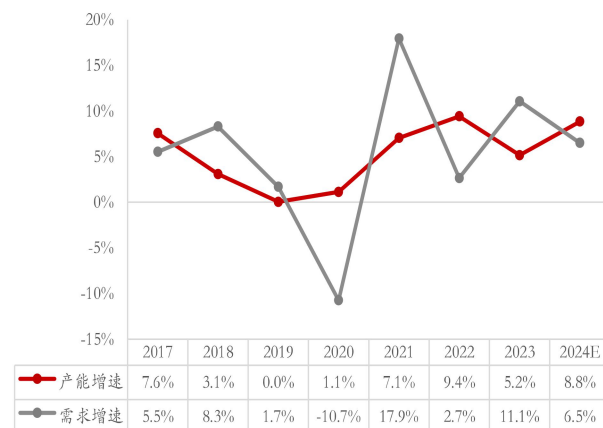
需求方面，尽管印度长期处于城镇化进程中，但由于明年大选之后政府投资面临下滑风险。市场对2024年印度需求增速预估有所下滑。根据印度钢铁协会预估，在继2023年印度钢材需求增长11%之后，2024年钢材需求继续增长约6.5%。印度明年的粗钢产能增速或高于其需求增速，印度钢厂利润2024年可能面临下滑风险。

图表 26：印度钢材年度产能预估



资料来源：印度钢协、东证衍生品研究院

图表 27：印度粗钢产能增速与表需增速对比



资料来源：印度钢协、东证衍生品研究院

4、焦煤：几乎全部依赖进口，逐渐成为海外主焦定价边际

印度粗钢与生铁产量蓬勃发展，对产业链原料端推动最显著的在于海外主焦煤。印度本国煤炭资源集中在品质一般的动力煤，且灰分较高。印度虽名义上每年生产6000万吨的炼焦煤，实际流入钢厂的非常少。印度钢厂每年焦煤进口依赖度保持在85%左右。2023年以来，盈利最佳的印度钢厂更是成为澳洲主焦煤定价的重要边际。

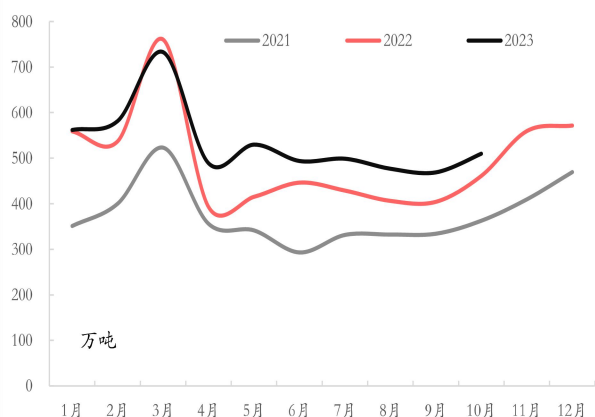
2023年1-9月，印度铁水总产量累计6400万吨，累计增长8%，对应冶金煤（冶金煤+喷吹煤）需求5100万吨。1-9月份，印度焦煤总量累计5700万吨，增长3%，总量与其国内需求基本匹配。印度本国国内焦煤1-9月份产量虽然有5300万吨；但从矿方的发货流向来看，实际流向钢厂的冶金用途比例不到10%。

进口来源国角度，印度焦煤主要进口自澳大利亚，2023年1-9月份澳煤占印度焦煤进口总量的60%。但随着俄乌冲突后煤炭贸易流重塑，印度也在寻求更丰富、更性价比的供应链。2021-2023年期间，澳煤占印度进口焦煤比例持续下降，而来自俄罗斯、美国、印尼等国的比例持续增加。不过，2023年导致澳洲比例进一步下滑很大程度上源于

自 8-10 月份澳煤自身产量下降，对应到焦煤价格体现为缩量上涨。

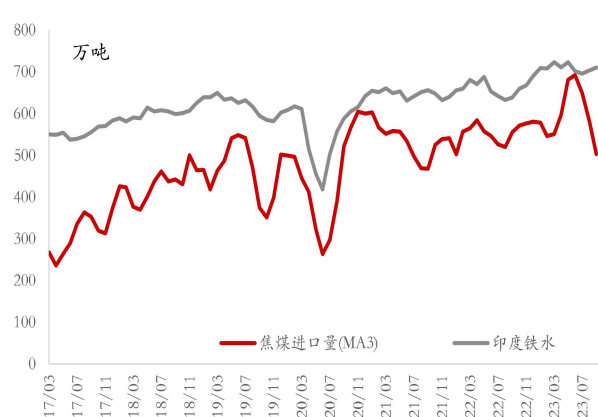
长周期来看，印度市场地产和基建投资将持续带动海外焦煤需求总量。但估值角度，更需要关注印度钢厂盈利周期变化对煤价弹性的影响。2023 年 10 月末，澳煤持续 2 个月发货缩量带动主焦煤溢价，从 300 美金持续拉升至最高 360 美金，打穿印度钢厂盈亏平衡线。随后主焦煤价格高位阴跌，重回下游可接受空间。考虑到 2024 年，印度钢厂可能面临的粗钢供应增速>需求增速，印度钢厂利润可能面临压缩并压制主焦煤估值空间。

图表 28：印度焦煤（名义）月度产量



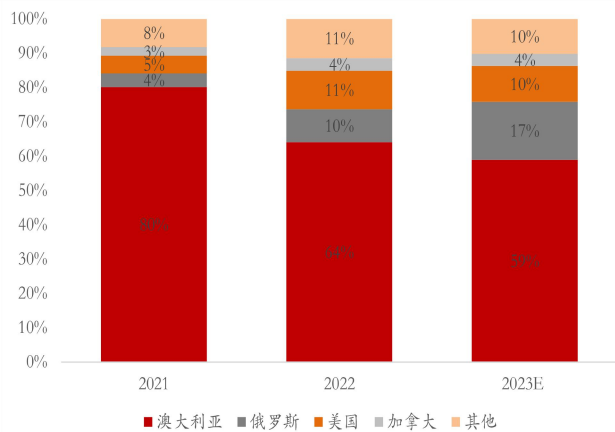
资料来源：印度煤炭部、东证衍生品研究院

图表 29：印度生铁产量与焦煤进口对比



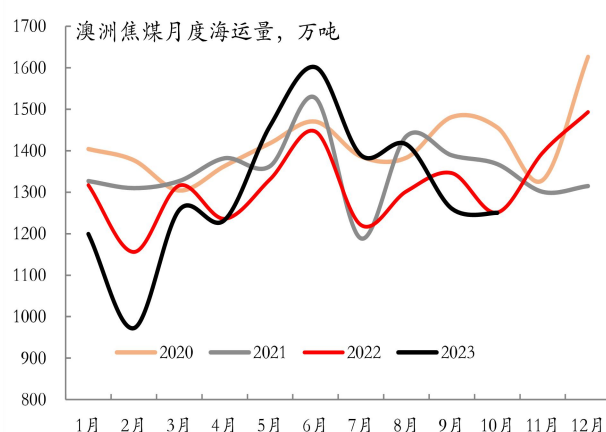
资料来源：印度煤炭部、东证衍生品研究院

图表 30：印度焦煤进口来源国分布



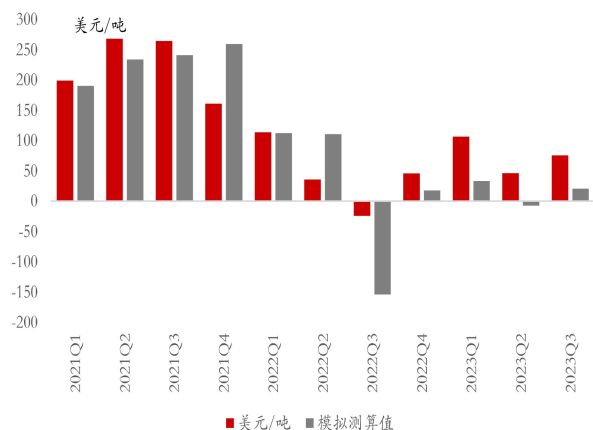
资料来源：印度煤炭部、东证衍生品研究院

图表 31：澳洲焦煤出口季节性



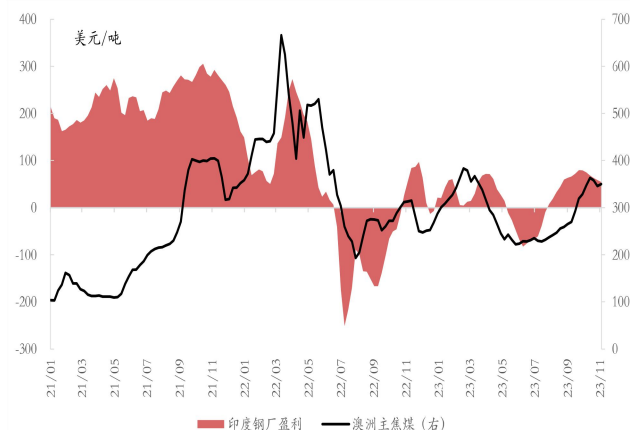
资料来源：印度煤炭部、东证衍生品研究院

图表 32: 印度钢厂模拟利润与 JSW 季度盈利对比



资料来源: 印度煤炭部、东证衍生品研究院

图表 33: 印度钢厂模拟利润与澳洲主焦 FOB



资料来源: 印度煤炭部、东证衍生品研究院

5、铁矿: 可供出口量并不影响, 每年上限或维持在 3000-4000 万吨

印度需求崛起一定程度上改变了全球钢材和焦煤贸易, 但我们预计对铁矿石海运市场影响有限。印度是除了澳洲、巴西之外最重要的铁矿石出口国之一。2010 年之前, 印度铁矿石出口能够达到一亿吨, 占到全球出口比例的 10%。

2010 年, 印度颁布了 2010 年对《印度矿山与矿产(管理与开发)法(1957)》修订版。更新了(回收)矿产采矿权, 禁止了当时主要产区 Goa 和 Karnataka 等。其中, GOA 当时能够占到全部印度铁矿石出口量约 20%, 此后推进较为波折, 至今仍处于禁止开采状态。伴随采矿权重新拍卖和更新, 叠加当时市场环境恶劣, 印度矿自 2010-2015 年期间出口量持续骤降。

2017 年以来, 印度采矿权更新后逐步恢复正常出口。但由于其本国需求回升、叠加 GOA 等采矿区依然停止开采, 剔除 2020 年的疫情扰动年份, 2017-2021 年期间, 印度每年铁矿出口量中枢仅在 3000 万吨/年。2022 年 5 月-11 月, 为控制其本国通胀, 扶持国内需求, 印度临时上调其铁矿出口关税 40%-50%, 迫使当年铁矿出口量大幅下滑。2022 年 12 月份之后, 印度恢复了正常出口, 2023 年铁矿石全年出口总量预计恢复至 3500 万吨。

图表 34：印度铁矿石出口政策和关税变化

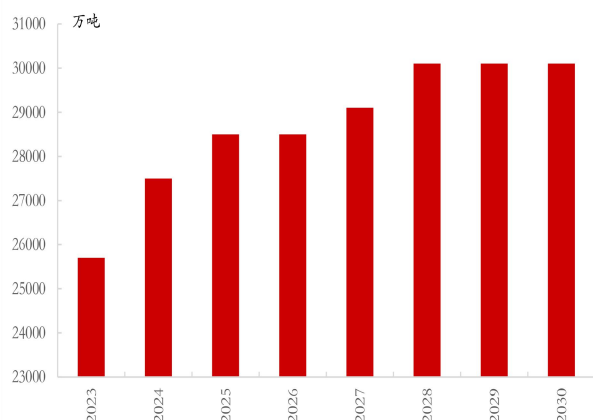
时间	措施
2009 年	块矿出口关税从 5%上调至 10%；粉矿 0 上调到 5%
2010 年 4 月	块矿出口关税提高到 15%
2010 年 7 月	Karnataka （卡纳塔克邦）禁止出口
2011 年 3 月	粉矿和块矿出口关税均上调至 20%
2011 年 12 月	粉矿和块矿出口关税均上调至 30%
2012 年 9 月	GOA 矿区作业因违规被禁止生产
2014 年 1 月	球团征 5%出口关税
2014 年 4 月	GOA 果阿邦被禁矿 18 个月，恢复后要求生产上限 2000 万/年
2015 年 4 月	低品矿（低于 58%）的出口税从 30%降至 10%
2016 年 2 月	低品矿（低于 58%）的出口税从 10%降至 0（包括块矿）
2018 年 2 月	最高法院命令 GOA（果阿邦）禁止开采铁矿，88 个矿权租约被政府收回
2019 年	印度品位超过 58%的出口关税维持 30%,58%以下无关税
2020 年	GOA 申请恢复采矿，但未有结果。
2021 年初	Odisha 邦两座新铁矿区投产、Karnataka 邦重启矿山运营
2022/5/22	所有精粉提高关税 50%，球团关税从 0%提高至 45%
2022/11/15	58%以上的，50%降到 30%；58%以下的降到 0%，球团 0%

资料来源：公开资料、东证衍生品研究院

长期来看，考虑印度本国铁矿石供应和需求双增，我们预计印度每年铁矿石可供出口量将维持在 3000-4000 万吨附近。出口品种结构上，印度本国钢材需求提升叠加优质矿山收编国有钢厂，目前印度铁矿出口以 58%低品为主。

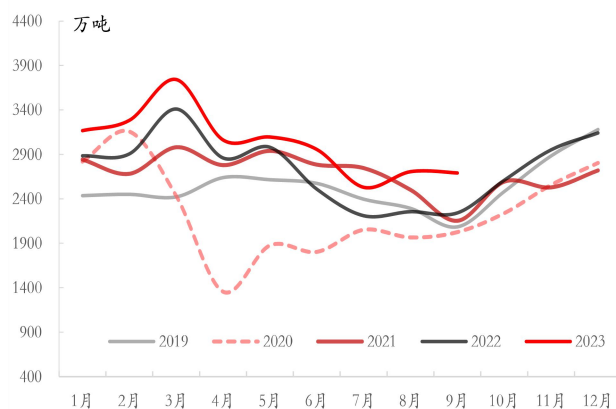
2023 年 1-9 月，印度铁水产量增长 8%，铁矿石产量累计增长 12%。2023 年全年，印度铁矿石预计产量为 2.55 亿吨。根据印度钢协统计，2024 年，印度铁矿产量预计进一步增长 2000-2600 万吨，增速约 7%。与其国内 2024 年的粗钢需求 6.5%的增速基本匹配。2024 年平衡表角度预估，印度国内铁水需求增长并不会对全球铁矿石可贸易量造成太大冲击。不过，需要警惕的是，印度开采、关税等政策极易变动，易造成短期脉冲式冲击。需要警惕印度政策端对铁矿石市场阶段性影响。

图表 35：印度铁矿长期产能预估



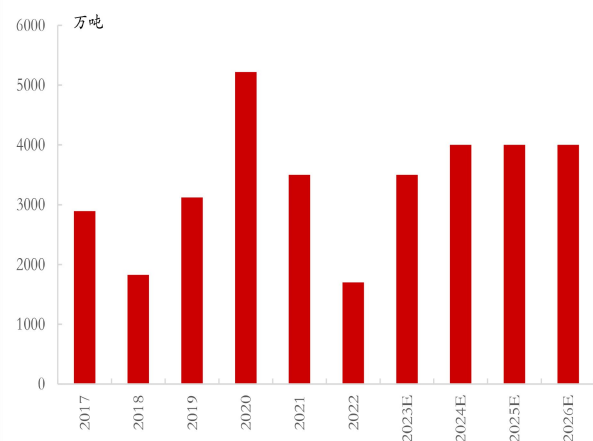
资料来源：印度商务部、东证衍生品研究院

图表 36：印度铁矿产量月度季节性



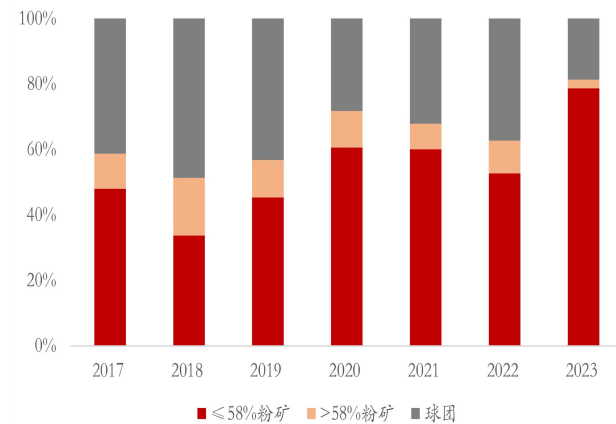
资料来源：印度商务部、东证衍生品研究院

图表 37：印度每年铁矿石出口量预估



资料来源：印度商务部、东证衍生品研究院

图表 38：印度铁矿石出口品种结构变化



资料来源：印度商务部、东证衍生品研究院

6、2024 年印度黑色市场展望及其潜在全球影响

根据印度钢铁协会、煤炭协会等规划，长周期来看，印度钢铁需求未来仍将处于长期增长周期。其中，在地产、基建和城镇化推动下，印度到 2030 年钢材需求增速年度复合增长率将维持在 7%-9%。为了应对潜在的资源紧缺，印度政府积极增加国内煤炭、铁矿石等能源开采，并鼓励煤炭进口以弥补国内缺口。根据其国内资源禀赋推演，印度钢铁需求持续发展，对全球焦煤市场提振最为显著。

但考虑印度国内大选后周期性投资支出放缓、粗钢产能持续投放等问题，2024 年仍然存在部分风险。与今年不同的是，2024 年，根据印度钢协预估，其粗钢产能投放预计小幅大于其国内需求增量。印度钢厂或面临供应端小幅过剩，钢厂生产利润压缩的局

面。印度本国持续增长的粗钢和生铁需求，虽能够从量上提振全球焦煤市场，但压缩的钢厂利润或抑制海外焦煤估值空间。

动力煤方面，印度 2023 年 Q3 以来对全球（印尼为主）动力煤市场的支撑更多为极端天气、工业需求共振后的短期错配。伴随此轮工业需求和电力持续上涨，印度政府和煤炭协会积极提振本国煤炭等能源供应。根据煤炭协会预估，2024 年印度煤炭产量计划突破 10 亿吨至 11.1 亿吨。2022-2024 年印度煤炭产量增速将分别达到 14.2%、11%和 14.3%。考虑印度本国积极增产，2024 年印度对全球海运动力煤需求增量并不乐观。不过，根据 2023 年实际表现，印度实际煤炭增产量也并未达到其年初目标。叠加天气等自然因素极易对露天煤矿生产造成意外扰动。年内阶段性供需错配行情仍需要密切该逆转。

铁矿石方面，2022 年 5-11 月份的铁矿石出口关税风波之后，印度铁矿石出口量回归 3500 万吨/年区间。尽管印度粗钢产能未来增量均以高炉为主，但考虑印度本国铁矿石资源丰富，待拍卖矿山储量较高，或不会对印度潜在可供出口量造成负面影响。但同样，印度自然因素和产业政策变化频繁，需要持续观察。

图表 39：印度黑色商品年度增速展望（2022-2024E）

	绝对值			增速		
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
粗钢产能	16856	17726	19294	9.4%	5.2%	8.8%
粗钢需求	12156	13614	14499	16.5%	11.0%	6.5%
钢材出口量	229	50	200	-73.0%	-70.0%	200.0%
煤炭产量	87630	97270	111160	14.2%	11.0%	14.3%
动力煤进口量	19517	23066	23297	18.2%	1.0%	-2%~0%
冶金煤进口量	5350	5665	5980	-	5.9%	5.6%
铁矿石产量	32968	36925	39509	2.2%	12.0%	7.0%
铁矿石出口量	1700	3500	3500	51.0%	106.0%	0.0%

资料来源：印度钢协、东证衍生品研究院

7、风险提示

财政货币政策、地缘风险、产业制度。

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