

金融工程组

电话：0571-85100839
邮编：310000
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

四季度有色与原油市场展望—— 全球疫情红色警报仍未解除 大宗商品价格难言乐观

观点摘要：

宏观经济：

在当前美国特朗普政府拒绝全球合作抗疫、升级对华制裁与全球贸易战的大背景下，全球经济除中国以外仍将持续疲软，难以有效呈现复苏之势，中国经济的一枝独秀将难挽全球经济的颓废之势。

原油：

在当前全球疫情红色警报仍未解除、全球经济增速依然放缓、美国总统大选与经济刺激计划仍存在较大变数的大背景下，全球原油供需错配之势仍将持续，全球原油价格短期之内虽将呈现反弹，但反弹空间有限，整体而言，在未来一个季度内，全球原油价格将维持震荡回落之势。。

有色金属：

随着宏观预期对基本金属价格支撑的持续走弱，在上游供应逐步恢复的情况下，市场关注的焦点将回归到下游需求的复苏，虽然当前处于基本金属的传统消费旺季，但分品种来看，铜与锌的下游需求呈现强弱分化之势，铜将延续此前的“旺季不旺”之势，而锌的需求则将在“新基建”与“双循环”的共同带动下出现增长之势。整体而言，我们认为，未来一个季度，铜价将高位震荡回落，而锌价则将缓步震荡回升。

风险点：

- 1、新冠肺炎疫情的进一步发展。
- 2、美国总统大选与全球央行货币政策对经济复苏的影响。
- 4、下游消费需求的变化。

相关报告

一、新冠疫情持续肆虐 后疫情时代全球经济仍将难以有效复苏

(一) 疫情持续肆虐

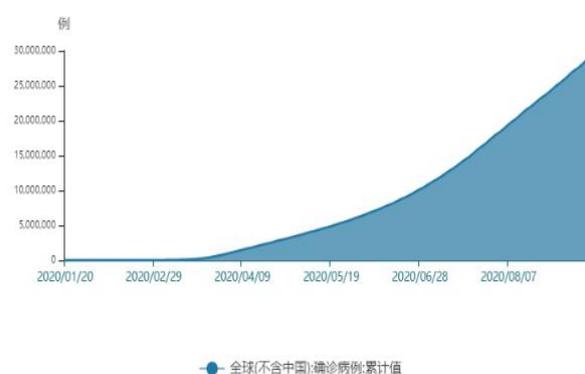
自 2020 年年初新冠疫情爆发以来，全球（除中国外）累计确诊病例持续增加，特别是美国、印度、巴西三国确诊人数呈现几何式增长态势，截止 2020-9-12 日，全球（除中国外）累计确诊人数已达到 28914637 人。虽然中国疫情放缓，但全球疫情仍在持续发酵。其中，东亚地区主要是韩国和日本，西亚地区伊朗最为严重，南亚地区则以印度最为严重。欧洲地区以意大利为代表的，整体疫情表现最为严重。美国与印度疫情爆发相对较晚，但已分别稳居世界第一与第二的位置，虽然目前印度与美国的确诊人数相差有近 200 万，但按当前印度每日新增近 10 万的速度来看，其有可能在四季度中期超过美国成为世界第一。

图 1： 全球疫情（确诊人数）地图



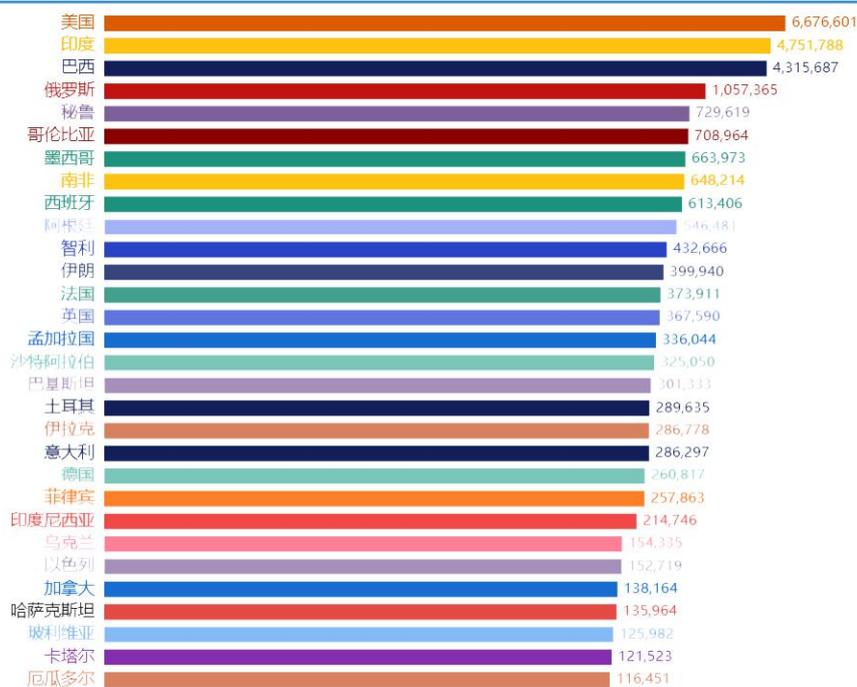
数据来源：Wind 新世纪期货

图 2： 全球确诊人数曲线变化图



数据来源：Wind 新世纪期货

图 3： 全球各国新冠确诊病例人数对比



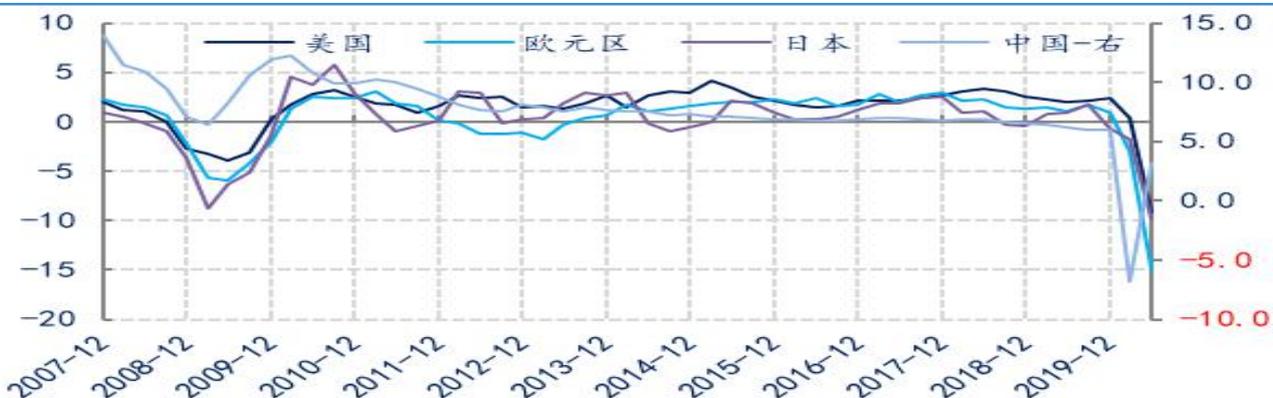
数据来源：Wind 新世纪期货

就当前疫情而言，国际货币基金组织（IMF）总裁克里斯塔琳娜·格奥尔基耶娃与 IMF 首席经济学家姬塔·戈皮纳特在 9 月 9 日发表于《外交政策》杂志上的一篇专栏文章中称，各国政府推出的大规模刺激措施在一定程度上缓冲了疫情对经济的冲击，使得经济获得初步反弹。与此同时，随着封锁措施逐步解除，企业重新开业，产出、消费、就业也大幅回升。不过，文章指出，因疫情造成前所未有的危机可能会引发一波企业破产和失业浪潮。“未来几个月，资不抵债的公司可能远远多于陷入流动性危机的公司，假如没有新冠疫情，这些资不抵债的公司原本可以生存下去。如果它们被迫进行破产清算，将会带来巨大的社会成本。”文章称。文章表示，一些人员密切接触的行业，如旅游业，可能会陷入长期困境。这些行业的许多公司可能将不再具有生存能力，需要采取措施让这些行业的劳动力和资本重新分配到在线零售和其他电子商务等有增长能力的行业。

（二）中国经济一枝独秀却难以撑起全球经济的复兴

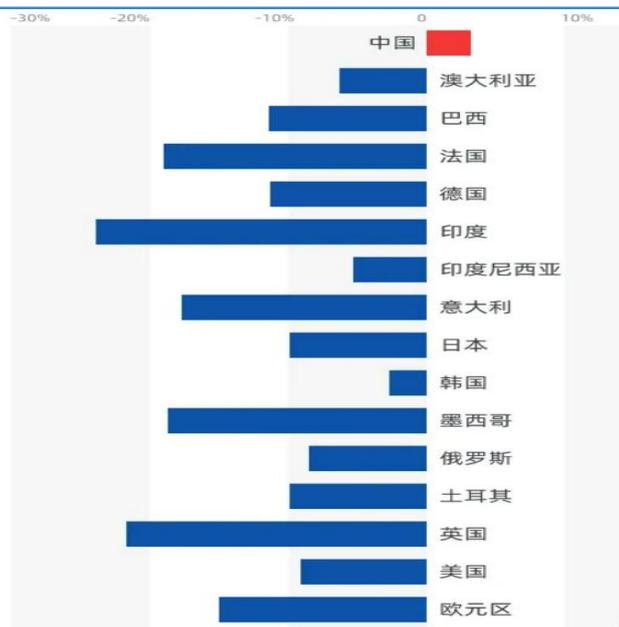
虽然今年全球经济在新冠疫情的肆虐下出现了自 08 年金融危机以来最为严重的衰退之势，但中美欧日四大经济体却呈现出了分化之势：中国经济虽然在一季度受到新冠疫情的重创出现大幅的回落，但在疫情防控得力的大背景下，自二季度以来随着复工复产复商复市的加快，各项经济指标均有所回暖，整体经济稳中有升，二季度 GDP 同比增长 3.2%，较一季度大幅回升 10 个百分点，预计国内三至四季度 GDP 同比仍将持续稳步增长；相比之下，由于疫情防控不力，美国二季度 GDP 同比下滑 9.1%，欧元区同比回落 15.0%，日本同比回落 9.9%，衰退程度较 2008 年国际金融危机时期更为严重，而随着美国总统大选的临近且美国国内暴力冲突不断上升、英国脱欧后续问题层出不穷、日本首相安倍晋三意外辞职等因素的影响，我们预计美、欧、日三国三至四季度经济仍将持续疲软。与此同时，根据当前已公布的部分 G20 国家经济增速数据来看，仅中国在二季度恢复了经济增长之势，其他国家仍处于衰退之中。

图 4：中美欧日四大经济体经济增速对比



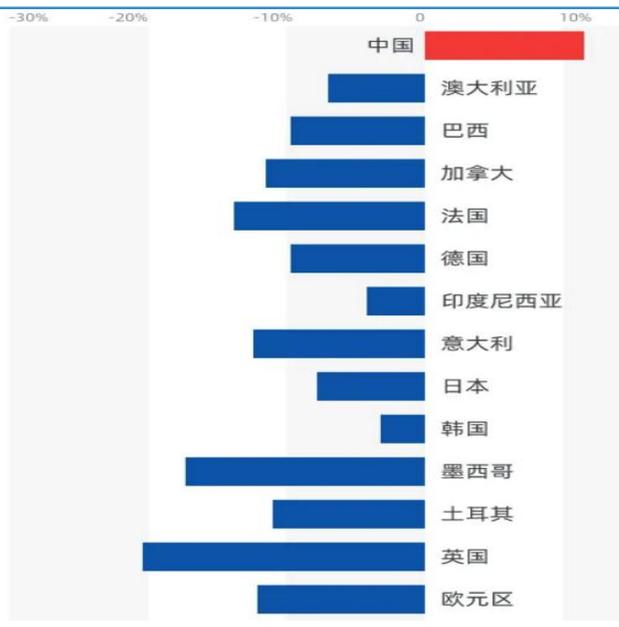
数据来源：Wind 新世纪期货

图 5: G20 部分国家二季度 GDP 增速同比对比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 6: G20 部分国家二季度 GDP 增速环比对比



数据来源: Wind 新世纪期货

虽然当前疫情依然持续肆虐,但 IMF、WHO 等国际组织积极协调世界各国共同抗疫为促进全球经济复苏而不懈努力的情况下,美国却在不断制造不和谐的声音,不断拖累全球经济的复苏进程,在继 7 月 7 日美国政府正式通知退出世卫组织后,9 月 11 日在联合国通过的一项关于应对新冠疫情大流行的广泛决议中,美国伙同以色列投下了反对票与 169 个国家投下赞成票形成了鲜明的对比。

9 月 11 日联合国以压倒性多数通过的该项决议敦促会员国通过加强国际合作与团结互助应对新冠疫情。决议称,新冠疫情大流行是“联合国历史上最大的全球性挑战之一”,开展国际合作,践行多边主义,团结互助,是全世界有效应对新冠疫情等全球危机的唯一途径,呼吁各国采取以人为本、注重性别平等、充分尊重人权的应对措施。决议支持联合国秘书长提出的全球停火倡议,深切关注疫情对武装冲突地区影响,继续支持联合国维和行动。决议敦促会员国及政治领导人和宗教领袖等促进包容和团结,反对种族主义、仇外、仇恨言论、暴力和歧视;敦促会员国加强卫生系统和社会关怀系统;敦促会员国致力于让所有国家及时获得优质、安全、有效和负担得起的诊断工具、治疗方法、药物和疫苗;鼓励会员国与所有相关利益攸关方开展合作,增加疫苗和医药的研发资金,利用数字技术,加强抗击新冠病毒所需的国际科学合作;敦促会员国和其他利益攸关方推动大胆和协调一致的行动,应对新冠疫情带来的直接社会和经济影响,同时通过制定摆脱危机的恢复战略,努力回到实现可持续发展目标的轨道上,加快全面落实 2030 年可持续发展议程。

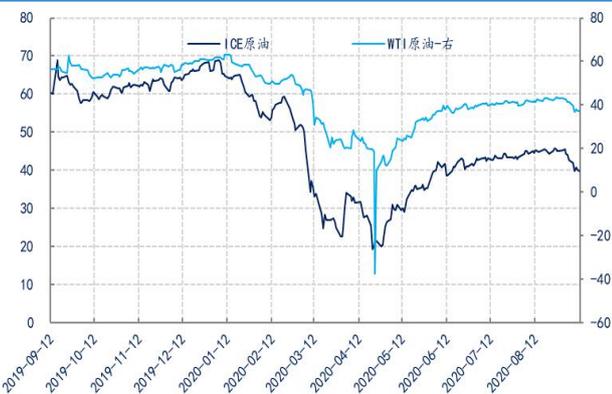
9月11日联合国193个成员国中的169个国家投下赞成票，代表着国际社会早已达成共识，希望用团结合作的方式应对新冠疫情，而面对这样一项决议，美国却站在了国际社会的对立面。除此之外，美国还在联合国大会上指责世卫组织在新冠病毒出现于中国时，没有采取足够的措施阻止病毒传播，美方还再度污蔑中国在疫情初期对全世界隐瞒了疫情真相。

我们认为，在当前美国特朗普政府拒绝全球合作抗疫、升级对华制裁与全球贸易战的大背景下，全球经济除中国以外仍将持续疲软，难以有效呈现复苏之势，中国经济的一枝独秀将难挽全球经济的颓废之势。

二、供需错配 原油价格承压下行

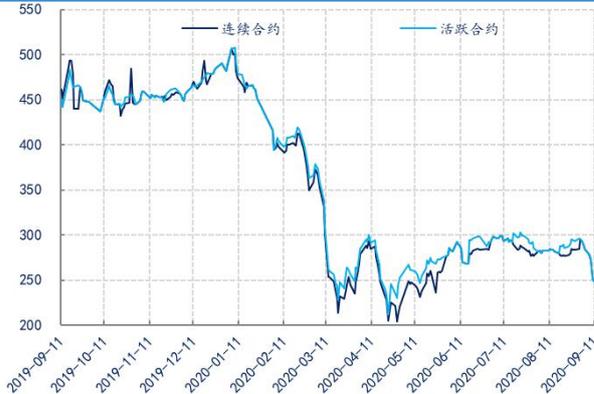
回顾今年以来的国际原油价格走势，我们看到自年初以来，虽然中东的紧张地缘形势一度使得油价在2月初出现反弹，但在新冠疫情使全球经济大幅回落的大背景影响下，全球原油价格一路震荡回落，然而自4月底以来，在全球复产复工带动成品油消费复苏、OPEC+减产的强预期、美国的强刺激计划等因素的影响下，国际原油价格震荡回升，但至本月初以来，国际原油价格的回升之势嘎然而止呈掉头向下之势。

图 7: ICE 与 WTI 原油价格对比 美元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

图 8: INE 原油价格对比 元/桶



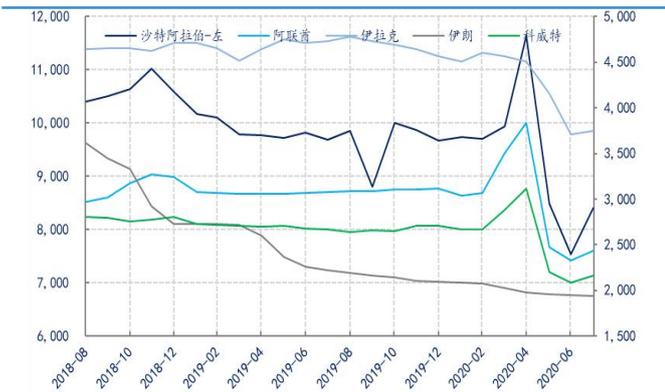
数据来源: Wind 新世纪期货

(一) OPEC+ 执行力度不如人意

从 OPEC 政策对全球原油价格的影响来看，OPEC+在今年3月6日谈判破裂后引发价格战，经过前期的油价压力测试，美国推动 OPEC+谈判重启，深化减产范围及参与国。4月12日 OPEC+及其他成员国达成新的减产协议，随着5月份的减产执行，油价开始反弹。虽然自8月起 OPEC+减产规模由970万桶/天放宽至770万桶/天，而根据近期机构调查的 OPEC 8月产量数据，OPEC 整体执行率仍然维持在较高水平，但“补偿”减产的问题仍然没能充分兑现。据路透数据，伊拉克8月原油产量降至372万桶/天，低于协议约定的380万桶/天的产量上限，但若考虑此前

承诺的 40 万桶/天的补偿减产，产量仍然远高于这一水平，尼日利亚产量仍然高于协议上限。

图 9: OPEC 主要产油国产量对比 千桶/日



数据来源: Wind 新世纪期货

图 10: OPEC 其他产油国家产量对比 千桶/日



数据来源: Wind 新世纪期货

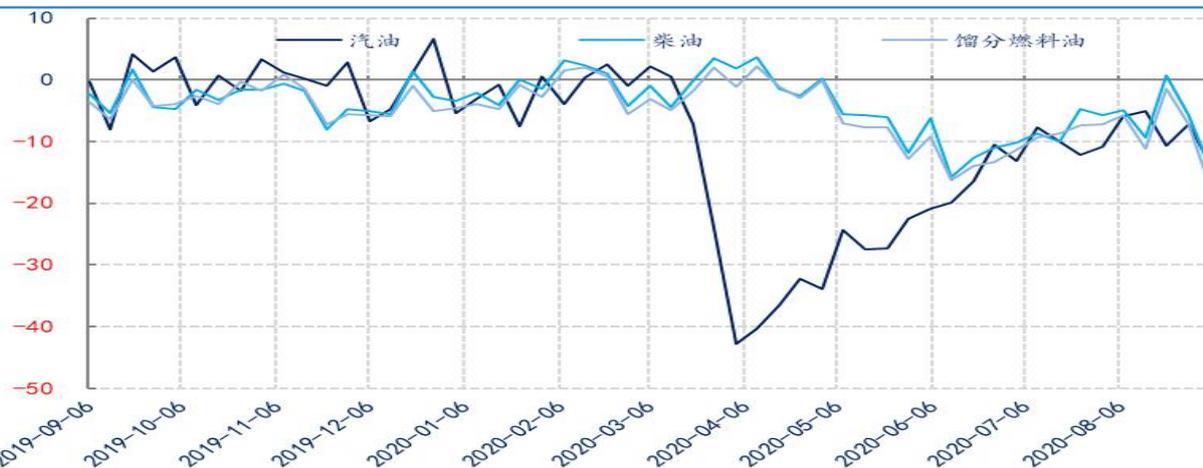
伊拉克再次成为市场关注焦点，特别是此前传出伊拉克可能申请明年一季度减产豁免的消息，尽管随后石油部发言人辟谣称报道不实，但伊拉克仍可能寻求延长兑现额外减产的时间至 11 月，如果无法在 8-9 月兑现补偿减产。伊拉克作为 OPEC 第二大产油国，如果真如传言所说申请减产豁免，对市场的冲击不言而喻，也必将加剧 OPEC+ 联盟内部的不稳定性。伊拉克是 OPEC 成员国中 5-7 月超产最严重国家之一，传出“申请减产豁免”的传闻并不意外，6 月时石油部长就曾表示，希望 OPEC+ 在分配石油减产配额时，能考虑到各国的经济和生活状况。背后的原因主要是其财政收入严重依赖石油收入，今年油价暴跌和新冠疫情爆发更加剧了财政捉襟见肘。然而这次伊拉克却很难像上一轮减产时那样搭便车，沙特寄希望于通过严格的减产稳定原油市场，提出补偿减产机制，近几个月也持续向伊拉克施压。

OPEC+ 减产自 8 月起进入第二阶段，市场关注的重点将从整体的执行情况转向补偿减产的落实情况，若补偿减产仅停留在口头，即便 OPEC+ 整体减产执行率维持高位，对油价而言仍将是偏利空的影响。从 8 月的情况来看，伊拉克、尼日利亚等国虽有改善，但完全落实补偿减产的难度仍然很大，且未来市场对减产执行预期将下降，减产对于供应端的利好支撑减弱。

(二) 中美两大石油消费国需求呈现回落

当前美国暑期自驾高峰已经过去，加之飓风后续影响，炼厂开工率有所降低，从而使得汽油的产量出现回落，根据 EIA 数据，截止 9 月 4 日当周，美国汽油产量同比回落 13.8%，柴油产量同比回落 14.58%，馏分油产量同比回落 17.66%。

图 11: 美国周度成品油产量同比对比



数据来源: Wind 新世纪期货

而作为全球石油主要消费大国之一的中国,石油的消费需求亦出现了下降。虽然自 2020 年 4 月油价下跌以来,国内对于原油的进口加大,炼厂开工率提升。市场对于原油的主动补库存与被动补库存同时存在。根据国家统计局数据,7 月份国内生产原油 1646 万吨,同比增长 0.6%,增速比上月回落 0.1 个百分点;加工原油 5956 万吨,增长 12.4%,比上月加快 3.4 个百分点。1-7 月份,生产原油 11350 万吨,同比增长 1.4%;加工原油 3.8 亿吨,同比增长 2.3%。在生产量和加工量增长的同时,进口量远高于实际炼厂加工原油量需求。7 月份国内进口原油 5129 万吨,同比增长 25.0%;1-7 月份进口原油 3.2 亿吨,同比增长 12.1%。与此同时,由于前期的炼油高开工率以及大量的原油进口,导致了原油及成品油的高库存,此亦使得地炼的原油配额使用较快,从而使得地炼的开工率自 8 月初以来出现下降,这也是导致我国 8 月原油进口出现回落的原因之一。

图 12: 中国原油进口量与加工量对比 万吨/月



数据来源: Wind 新世纪期货

图 13: 山东地炼开工率(常减压装置)



数据来源: Wind 新世纪期货

(三) 沙特下调 10 月份对亚洲的售价

9 月初,沙特下调了 10 月份对亚洲和美国原油供应的各类原油官方销售价,对亚洲供应的轻质原油下调幅度为 5 月份以来最大,意味着亚洲市场对轻质原油和中质原油需求仍然疲软,

亚洲是沙特最大的原油市场。沙特对亚洲合同客户供应的 10 月份原油官方销售价下调了 0.90-1.50 美元，其中轻质原油官方销售价下调 1.40 美元。许多装载原油的油轮将在第四季度运往亚洲，加剧了近期供应过剩的担忧，第四季度亚洲继续存在供应过剩的风险。

（四）未来原油价格走势判断与交易策略

综上所述，我们认为，虽然当前市场的主要变量仍然集中在 OPEC 减产协议上，但从当前原油价格所处的位置来看，美国、俄罗斯和 OPEC 都没有大幅增产的可能，因此我们可以将焦点转向美国原油库存是否进入季节性累库的周期以及美国钻井数是否出现回升之势，除此之外，我们还特别需要关注接下去即将到来的美国总统大选以及美国的经济刺激计划所存在变数。

综合来看，我们认为，在当前全球疫情红色警报仍未解除、全球经济增速依然放缓、美国总统大选与经济刺激计划仍存在较大变数的大背景下，全球原油供需错配之势仍将持续，全球原油价格短期之内虽将呈现反弹，但反弹空间有限，整体而言，在未来一个季度内，全球原油价格将维持震荡回落之势。

从单品种套利交易策略来看，我们建议以反套为主，而从跨品种的套利策略来看，当前多燃油空原油的套利价差已接近于底部区间，可开始逐步逢低介入。

图 14： 国内原油与燃料油价差区间



数据来源：Wind 新世纪期货

三、下游需求回暖存疑 铜与锌价格或将出现分化

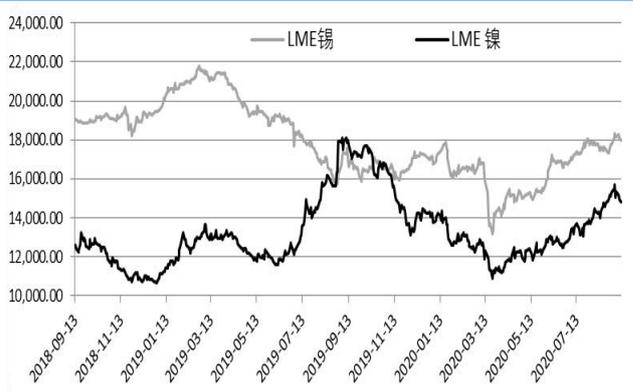
2020 年上半年，疫情对于全球金属价格产生重大影响：3 月份开始疫情蔓延至全球，基本金属开始暴跌；4 月份开始疫情得到控制，全球央行放水下基本金属开始反弹，并回到疫情前高度。供给端而言，全球矿山端亦受到疫情干扰，南美，非洲等主矿区矿山生产受扰。总体而言，上半年基本金属走势核心变量为疫情及宏观经济，走势高度一致。2020 年初至今，基本金属整体呈现先抑后扬之势。

图 15: LME 铜铝铅锌价格对比 美元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 16: LME 锡镍价格对比 美元/吨



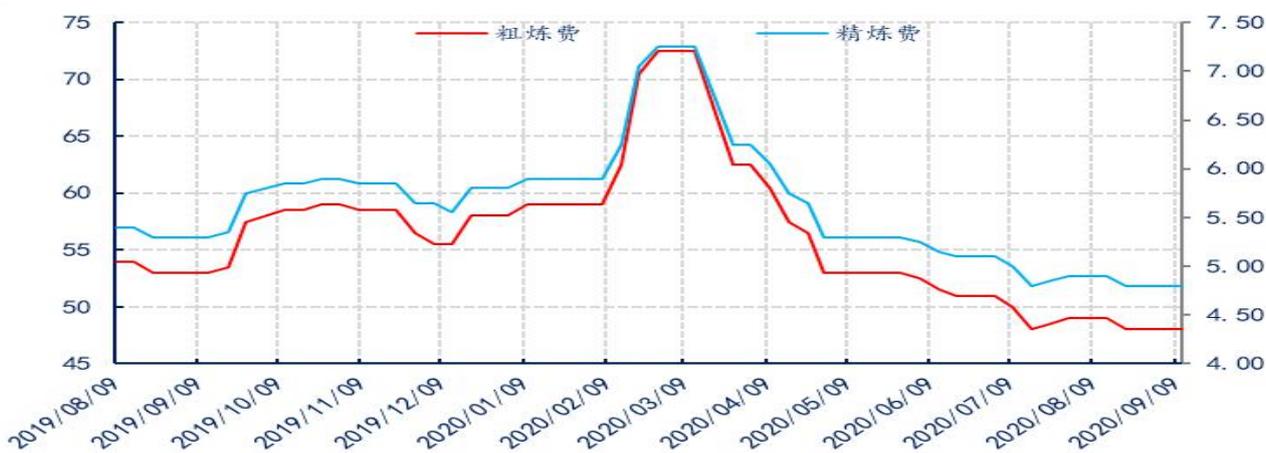
数据来源: Wind 新世纪期货

(一) 铜: 上游供应逐渐恢复 下游需求复苏动能不足

1. 铜矿供应逐渐恢复

当前, 智利和秘鲁铜矿产出在逐渐恢复。数据显示, 8 月中下旬, 进口铜精矿现货加工费持稳于 45—49 美元/吨, 这意味着铜矿最紧张时期已过。而就在此之前, 智利 Codelco 公司首席执行官 OctavioAraneda 表示 Chuquicamata 铜矿处理能力将迅速提升, 项目进展超预期, 希望 Chuquicamata 铜矿选矿量可以尽快达到 14 万吨/日。

图 17: 当前进口铜精矿加工费持稳于 45-49 美元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

2. 需求证伪 复苏动能不足

从当前铜价的众多影响因素来看, 宏观预期的支撑有所减弱, 市场更多聚焦于基本面, 铜需求复苏的可持续性是重中之重。虽然当前已处于消费旺季, 但从下游终端的需求变化来看, 我们并未看到需求有实质性的回升态势, 相反我们认为当前铜的下游需求依然呈现“旺季不旺”之势, 这将抑制铜价的上涨空间。

1) 电网订单不足, 线缆旺季难以兑现

一方面，从中国国家电网和中国南方电网招标的情况看，去年招标量放量增长，导致今年上半年交货订单较多。中国国家电网数据显示，铜线缆 2020 年上半年交货量同比增长近 60%，主要集中在二季度。此外，由于今年受疫情影响，部分一季度交付的订单推迟至二季度，这就导致二季度国内线缆企业电网的订单非常好。另一方面，从线缆企业的新订单变化来看，二季度订单很好，三季度订单转淡，尤其是 8 月份订单环比下降相对明显，按照现阶段接单情况外推，我们认为，9、10 月份旺季不旺的可能性更大。

综合来看，当前，电网在下半年交付的订单已不足，四季度开始的招标主要涉及明年的订单，因此 9-10 月，电网交付的订单不会有明显变化，按照现在的数据看，同比会有明显的下降，自下而上推断，线缆企业在电网的订单预计将继续维持弱势状态。

2) 下游补库约束增强

二季度，下游企业出现了一轮补库“热潮”，一方面是订单偏旺，另一方面是原材料价格偏低。二季度部分企业有明显的原料超买，三季度订单有所转弱后，原料的消化转慢，且铜价高位震荡，部分企业放慢原料采购的节奏，甚至有部分企业在现货市场出售原料库存。对于线缆企业而言，前期与下游签订的闭口合同，铜定价普遍在 5 万元/吨以下，对于这部分订单，线缆企业需要寻找低于 5 万元/吨的点价机会，因此，前期铜价急跌过程中，铜杆企业订单出现了明显增长。在接下来一段时间内，在终端订单再度放量增长之前，企业采购原料时对价格会更加敏感。换个角度看，这种行为本质上会限制铜价的上下波动幅度。

三季度中下旬，下游企业资金流转有偏紧的迹象，前期下游重建库存的逻辑支撑之一，是疫情期间及之后货币宽松的环境，现在资金有转紧迹象，一定程度将限制下游企业的原料补库。

3) 消费需求结构出现转变

从需求结构变化来看，今年下游需求的结构性变化较为明显，上半年基建类需求强劲，除了电网与电力需求之外，轨交工程、机场建设等也带来了不少增量，民用类需求偏弱，主要是消费类需求受冲击较大，包括家电、汽车、电子等消费品。下半年需求结构将再度发生变化，前期强势的部分基建类需求有转弱迹象，尤其是电网这一块，但前期偏弱的民用类消费开始逐步改善，不过改善的程度相对有限，后续仍需更强劲的下驱动。

国内外需求方面，铜材及线缆的出口在上半年受影响很大，一方面是贸易摩擦的影响，主要体现在美国的订单，另一方面是海外疫情的影响，主要在二季度体现的更加明显。现阶段而言，海外订单有阶段性转好，但是改善程度还比较有限，外贸订单的修复仍然继续受到中美两国贸易摩擦的影响。内需角度，二季度很强劲，三季度需求有所乏力，但我们认为，说内需出现拐点还为时尚早，只不过结构性的变化需要重视。

新增需求的驱动仍在，前期市场关注的国内老旧小区改造，接下来也有深入的空间，今年以来，电源建设回升较为明显，光伏、风力发电站建设，抽水蓄能电站建设等也会带来不少需求。此外，由于南方洪水造成城镇的破坏，预计在接下来的时间，城镇基础设施重建也会带来不少需求。

（二）锌：供应紧张有所缓解 下游需求有望企稳回升

1. 供应紧张形势有所缓解

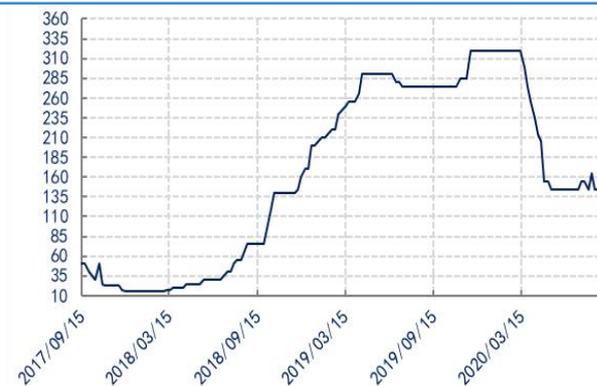
一方面，从锌精矿加工费的变化来看，自8月国内大型铅锌矿山恢复正常生产以来，国产与进口锌精矿加工费均小幅上调。9月4日当周南方地区锌矿加工费主流成交于5150-5250元/吨，原料库存在15天左右；北方地区主流成交于5350-5550元/吨，原料库存周期在20天左右。8月进口矿加工费也小幅上调，近期整体为150-180美元/吨。加工费的上调，暗示锌精矿供应偏紧的态势有所缓解，不过整体还处于低位。

图 18: 国内锌精矿加工费南北对比 元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 19: 进口锌精矿价格 美元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

另一方面，从产量变化来看，8月SMM中国精炼锌产量为50.91万吨，环比增加1.63万吨（增速为3.3%），同比增加1.98%；1-8月累计精炼锌产量386.9万吨，同比增加3.68%，8月产量大幅增加得益于冶炼利润的提升，冶炼厂提产。9月仅有白银有色检修，预计精炼锌产量将稳步回升。7月精炼锌进口量为4.4万吨，环比回落，同比小增，总体处于正常水平。

此外，结合库存变化来看，4月以来，国内锌库存持续下移，当前上期所锌库存仅略高于2018年同期水平，而LME锌库存自7月下旬开始快速攀升，9月初上升速度放缓，当前库存虽高于2019年同期水平，但持平于2018年的同期库存。从两地交易所总库存来看，当前锌的库存处于五年历史均值附近。

图 20: 上期所沪锌库存五年历史同期对比



数据来源: Wind 新世纪期货

图 21: LME 锌库存五年历史同期对比



数据来源: Wind 新世纪期货

2. 下游需求可期

从终端需求来看，1-7 月全国房地产开发投资同比增长 3.4%，增速比 1-6 月份提高 1.5 个百分点；房屋新开工面积同比下降 4.5%，降幅收窄 3.1 个百分点；房屋竣工面积同比下降 10.9%，降幅扩大 0.4 个百分点，疫情的影响尚未完全消退，后期仍有上升空间。1-7 月基础设施建设投资同比降速收窄至 1%，也没有达到疫情前的水平。梅雨与高温天气过后，九、十月份是房地产和基建开工的最佳时期，对镀锌板的需求料将明显增加。另外，今年的地方债和专项债发行将加快，重点支持国务院确定的交通基础设施等七大领域和“两新一重”等项目，基建投资仍有较大空间。据财政部，截止 8 月底，新增地方债完成全年发行计划的 79.3%，将确保地方新增专项债 10 月底前发行完毕。同时，8 月挖掘机行业销量 20939 台，同比增加 51.26%，前 8 个月累计销量已达 21.05 万台，同比增速为 28.81%，销量已超过 2018 年全年销量，也从侧面验证后期基建投资将持续发力。

汽车方面，7 月汽车产销分别完成 220.1 万辆和 211.2 万辆，同比分别增长 21.9%和 16.4%；1-7 月，汽车产销分别完成 1231.4 万辆和 1236.5 万辆，同比分别下降 11.8%和 12.7%。乘联会称，中国 8 月广义乘用车零售销量 173 万辆，同比增加 8.8%。二季度复工复产以来，汽车市场也有明显回暖。家电方面，空调生产已进入淡季，但冰箱和冷柜产量大幅提升，后续有国庆中秋双节和“双十一”临近，是线上销售旺季，且有国家层面对内需消费的刺激，汽车、家电等耐用品消费预计表现不差。

（三）未来走势判断与交易策略

综上所述，我们认为，随着宏观预期对基本金属价格支撑的持续走弱，在上游供应逐步恢复的情况下，市场关注的焦点将回归到下游需求的复苏，虽然当前处于基本金属的传统消费旺季，但分品种来看，铜与锌的下游需求呈现强弱分化之势，铜将延续此前的“旺季不旺”之势，而锌的需求则将在“新基建”与“双循环”的共同带动下出现增长之势。整体而言，我们认为，

未来一个季度，铜价将高位震荡回落，而锌价则将缓步震荡回升。

从单品种套利交易策略来看，我们建议铜以反套为主，而锌以正套为主，从跨品种的套利交易策略来看，在当前多铜空锌的价差已到达顶部区间并出现反转迹象之际可以逐步建立多锌空铜的套利单。

图 22： 国内沪铜与沪锌价差区间



数据来源：Wind 新世纪期货

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但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以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司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新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，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，需注明出处为新世纪期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新世纪期货研究院

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85100839

网址：<http://www.zjncf.com.cn>