

金融工程组

电话: 0571-87923821
邮编: 310000
地址: 杭州市下城区万寿亭 13 号
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

相关报告

9 月原油与有色市场展望—美联储
上内或将启动 Taper, 供给扰动持续
将支撑油铜与铝价上行

2021-8-24

8 月原油与有色市场展望—全球经
济复苏或因疫情而放缓 需求依然
向好 原油与铜价仍将震荡上行

2021-7-26

三季度宏观与能源市场展望——中
国经济动能高位回落 Taper 渐行渐
近 需求增加 VS 伊核谈判僵局 原
油仍将震荡上行

2021-6-27

6 月宏观与能源市场展望—印度疫
情对全球经济冲击有限 中美经济
仍将错峰复苏 原油仍将震荡上行
沥青或将回归弱势

2021-5-28

5 月宏观、有色与原油市场展望—
全球经济复苏之路依然坎坷 原油
与有色金属仍将震荡上行

2021-4-26

四季度原油与有色市场展望一

疫情使全球经济增速进一步放缓
供需矛盾将支撑油价与铝价上行

观点摘要:

宏观经济:

整体来看,一方面,在德尔塔与奥密克戎病毒的前后夹击下,全球的防疫情势依然比较严峻;另一方面,受新冠肺炎疫情的影响,虽然今年全球经济仍将呈现反弹,但增速均有所下调且通胀风险依然见涨。分国家来看,一方面,在财政政策与货币政策持续积极发力的情况下,中国经济的下行压力或将有所缓解,从当前的政策导向来看,基建或将在今年年底和明年年初对国内经济形成托底。另一方面,美联储虽将于年底前采取 Taper 并于明年开始加息,但将不会对市场产生过多的影响;与此同时,虽然当前债务上限问题已成为市场第一大风险偏好,但我们对于此并不太担心,从历史的角度来看,美国驴象两党终究会在最后时刻找到解决的妥协方案,就算美国驴象两党最终无法就提高债务上限达成妥协,美国民主党将仍有利用快速通道预算程序这一办法,在没有共和党人支持的情况下提高债务上限。

原油:

综合来看,一方面,时隔一月三大机构的月报均对全球原油需求前景预期出现了反转,从悲观重新转向乐观;另一方面,在当前美国页岩油产能遭受飓风袭击而无法于短时间内完全恢复、伊朗原油无法于年底前重返全球市场的情况下,欧美与亚太地区放开防疫管制措施、中国需求回暖、印度进口爆增均使得全球原油需求大幅增加,但 OPEC 目前的原油产量增幅远远落后于需求的增速。

从整体来看,我们认为,在供应收缩而需求增长的情况下,四季度全球原油供需矛盾将更加突出,国际原油价格中长线仍将持续震荡上行。

铝:

综合来看,一方面,从供应端来看,随着各地对能耗双控工作力度的加强以及限产限电政策的落地严格实施,国内电解铝的产能将进一步受限,与此同时,原材料价格的上涨亦使得电解铝的成本稳步上移,这将对电解铝的价格形成强劲的支撑;另一方面,从需求端来看,虽然当前铝下游的加工行业受各地限电限产政策的影响而有所放缓,但终端需求依然保持旺盛之势,特别是新能源车的产销两旺将进一步拉动铝型材需求的大幅上升,叠加当前已进入传统的消费旺季,因此,整体的需求仍将保持增长之势。

从整体来看,在供应持续受限而需求稳步增长的情况下,铝价虽短期之内出现回调,但从中长期来看仍将继续稳步震荡上行。

关注点:

1. 德尔塔与奥密克戎病毒在全球的扩散程度;
2. 中美欧三大经济体的经济前景;
3. OPEC+会议、中东局势变化;
4. 北美与欧洲的能源短缺形势;
5. 国内各地能耗双控与限电限产政策。

目 录

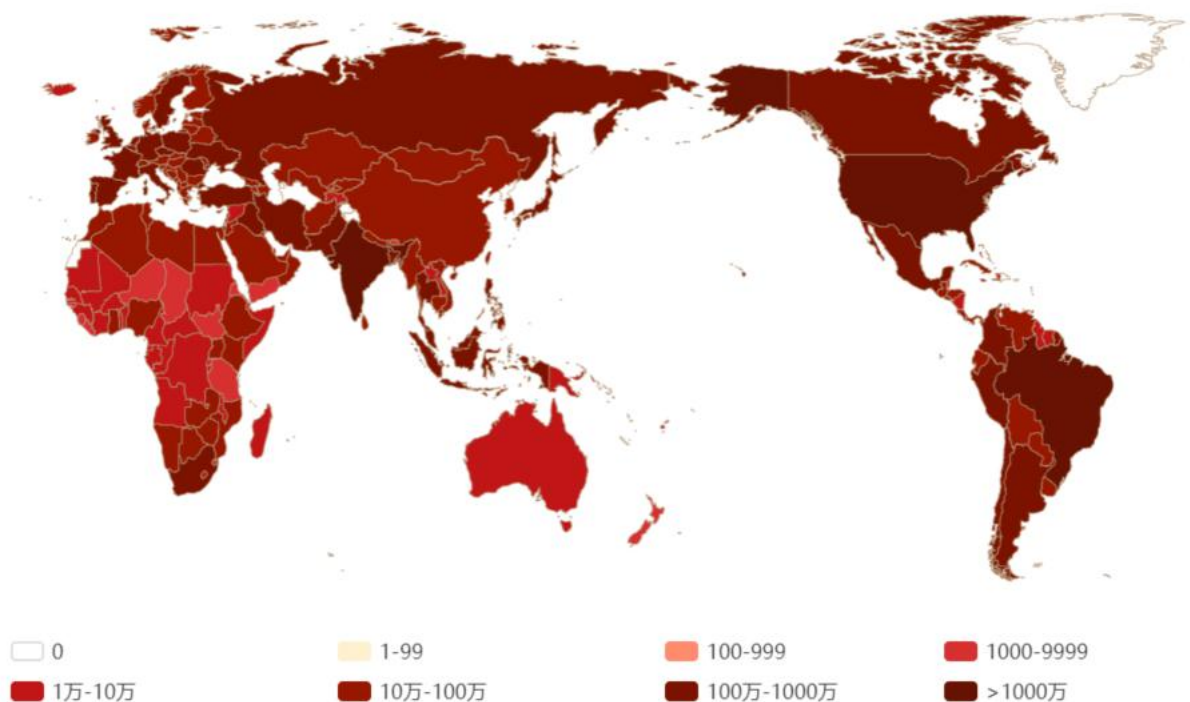
一、 全球经济复苏前景展望.....	3
(一) 在德尔塔与奥密克戎病毒的前后夹击下全球防疫形势依然严峻.....	3
(二) 全球经济增长态势将受疫情影响而放缓，中美两国经济或将进一步分化.....	5
1. 疫情将使全球经济增速呈进一步放缓.....	5
2. 中国经济增速将进一步放缓，财政政策与货币政策发力或将缓解经济下行压力.....	6
3. 美联储 Taper 渐行渐近 债务危机警报已拉响.....	8
二、全球能源结构性短缺犹在 OPEC 产量增幅不及需求增幅 油价仍将震荡上行.....	12
(一) 三大机构看好明年全球原油需求.....	12
(二) OPEC 8 月减产执行率环比回升 5 个百分点.....	12
(三) 全球原油供应结构性短缺局面难有改善而需求则将持续向好.....	13
(四) 未来原油价格走势判断与交易策略.....	15
三、产能进一步收缩与成本稳步抬升支撑铝价上行.....	15
(一) 各地能耗双控进一步加强 成本稳步抬升 产能进一步压缩.....	15
1. 发改委对各省能耗双控考核力度加强 各地限电限产政策频出 铝行业深受影响.....	15
2. 发改委完善电解铝行业阶梯电价政策 进一步健全绿色价格机制.....	19
3. 能耗双控之下电解铝供应将持续受限.....	19
4. 原料价格不断上移对电解铝价格构成强力支撑 电解铝企业利润创历史最好水平.....	22
(二) 未来走势判断与交易策略.....	22
免责声明.....	24

一、全球经济复苏前景展望

（一）在德尔塔与缪病毒的前后夹击下全球防疫形势依然严峻

截止 2021-9-22 日，全球累计确诊新冠肺炎人数已超 23060 万人，累计死亡超 472 万人。

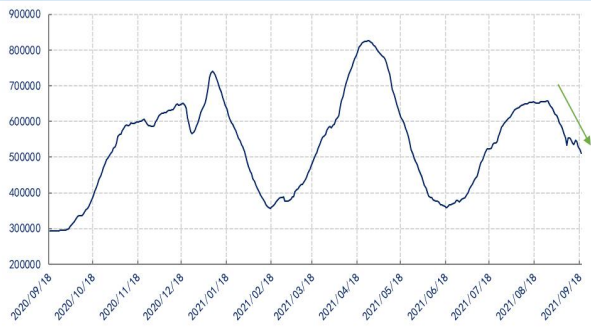
图 1：全球累计确诊新冠肺炎人数超 23060 万人



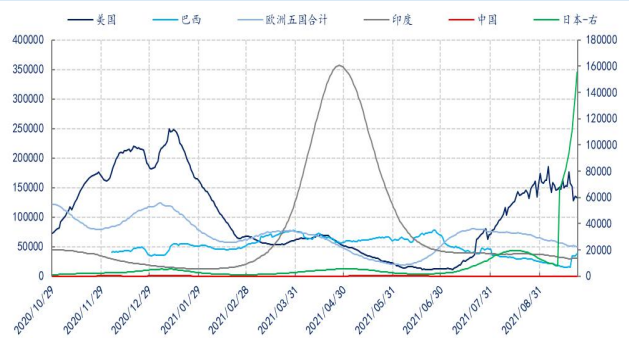
数据来源：Wind 新世纪期货

自 6 月以来，传染性更强的 德尔塔 (Delta) 病毒取代阿尔法 (Alpha)u 病毒，在全球大面积蔓延，8 月 30 日，新冠变异病毒 B. 1. 621 经世卫组织最新一轮的评估后被命名为缪 (Mu) 毒株，而截至 9 月 12 日，已在 49 个国家发现了缪毒株的踪迹。当前，在德尔塔与缪病毒的前后夹击下，全球联疫情势依然十分严峻。

从当前全球的疫情来看，虽然中国疫情呈现放缓之势，全球疫情新增确诊病例虽较 8 月底的高点有所回落仍在持续发酵。其中，东亚地区主要是韩国和日本，西亚地区伊朗最为严重。欧洲地区以意大利为代表的，整体疫情表现最为严重。美国疫情爆发相对较晚，但是有后来居上趋势。

图 2：全球新增确诊病例缓步回落(七日移动平均)


数据来源：Wind 新世纪期货

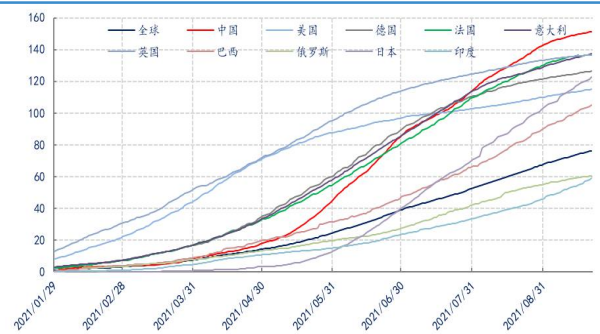
图 3：美国与日本新增确诊病例依然较多(七日移动平均)


数据来源：Wind 新世纪期货

从当前全球疫苗的接种速度来看，一方面，受当前国内疫情已经得到有效控制且接种量已超 21 亿剂，因此自 8 月底以来日均接种量从 1359 万剂降至 366 万剂；另一方面，从以美国、日本、意大利为代表的区域性疫情严重国家来看，当前的疫苗接种基本保持平稳。从接种比例看，当前中国每百人的接种量已达到 151.13，远高于以美国、德国、意大利、英国、日本、俄罗斯及印度等国。

图 4：新冠疫苗每日接种量(七日移动平均)


数据来源：Wind 新世纪期货

图 5：新冠疫苗每百人接种量


数据来源：Wind 新世纪期货

虽然奥密克戎病毒在 8 月 30 日才被世卫组织命名，但其早在今年 1 月首次在哥伦比亚被确认，后传至美国、爱尔兰、墨西哥、加拿大、韩国、日本等多国。根据 outbreak.info 网站的数据显示，截至 9 月 12 日，共检测到奥密克戎毒株 5656 条序列，已在 49 个国家发现了奥密克戎毒株的踪迹。世卫组织也在此前发布的“新冠肺炎每周流行病学最新情况”中指出，奥密克戎毒株一系列的突变，预示着它可能有潜在的免疫逃逸属性。

在当前德尔塔与奥密克戎病毒前后夹击的情况下，以色列、美国等国家已开始接种第三种疫苗，虽然我国目前还未公布具体的加强针方案，但就在前不久，由 SCB-2019 研发单位三叶草生物和资助机构流行病学防范创新联盟（CEPI）共同发布的临床试验结果显示，我国企业三叶草生物自

主研发的重组蛋白新冠候选疫苗 SCB-2019 (CpG 1018/铝佐剂) 对所有新冠变异毒株具有“显著”的保护效力，达到全球领先水平。其中，对目前占全球所有新冠病例 90% 以上的德尔塔变异株 (Delta) 引起的新冠肺炎的保护效力为 79%，对另外两种变异毒株 Gamma 和 Mu 的保护效力分别为 92%、59%。这标志着，该新冠疫苗成为全球第一个针对这三种变异毒株都显著有效的新冠候选疫苗，将为人类应对变异新冠病毒提供强有力的武器。

(二) 全球经济增长态势将受疫情影响而放缓，中美两国经济或将进一步分化

1. 疫情将使全球经济增速呈进一步放缓

在德尔塔与奥密克戎病毒的前后夹击下，全球的经济受到了不同程度的影响，综合联合国贸易和发展会议、经合组织、世贸组织、亚洲开发银行本月相继发布的一系列报告来看，受新冠肺炎疫情的影响，虽然今年全球经济仍将呈现反弹，但增速均有所下调且通胀风险依然见涨。

1) 联合国贸易和发展会议 15 日发布的年度报告指出，新冠肺炎疫情大流行在数月之内就消除了各国 20 年来的减贫成果。到 2025 年，发展中国家的收入仍将因为这场公共健康危机而减少 12 万亿美元。报告预计，今年全球经济将出现反弹，增速有望达到 5.3%。报告指出，得益于各国采取的经济刺激措施，以及发达经济体加速推进新冠疫苗接种，今年全球经济将出现反弹。预计增速将达到 5.3%，为近五十年来的最高水平。不过不同地区和行业的复苏情况并不一致。部分富裕阶层的财富爆炸性增长，低收入者却在苦苦挣扎。

2) 9 月 21 日，经济合作与发展组织在最新发布的经济展望报告中预测，2021 年全球经济将增长 5.7%，二十国集团成员经济将增长 6.1%，这与今年 5 月的预测相比分别下调了 0.1 和 0.2 个百分点。报告还预测，中国经济在 2021 年与 2022 年的增长率将分别达到 8.5% 和 5.8%，与经合组织 5 月公布的增长预期持平，此外报告还上调美国、欧元区、英国 2021 年和 2022 年通胀预期，并将 2021 年美国 GDP 增长预期下调 0.9 个百分点至 6%。报告同时警告称，由于经济增长陷入停滞，未来两年通胀风险将不断上升。

3) 9 月 23 日，世贸组织发布最新一期服务贸易晴雨表，读数为 102.5，表明全球二季度和三季度服务贸易继续复苏。但该读数出现下降，若新冠疫情继续对服务贸易产生影响，服务贸易复苏力度将较弱。数据显示，今年一季度全球服务贸易同比下降 13.9%，疫情早期阶段，服务贸易曾大幅下降，此后仅出现部分复苏，疫情将继续给旅游业带来压力。

4) 9 月 22 日，亚洲开发银行发布了《2021 亚洲发展展望》，报告称，由于出现新的变异毒株，多地疫情再度暴发，不少地区采取了“封城”和其他限制措施，加之疫苗接种速度缓慢，这些主要原因导致经济增长预期调低。据此，报告将亚洲发展中经济体在 2021 年的经济增长预

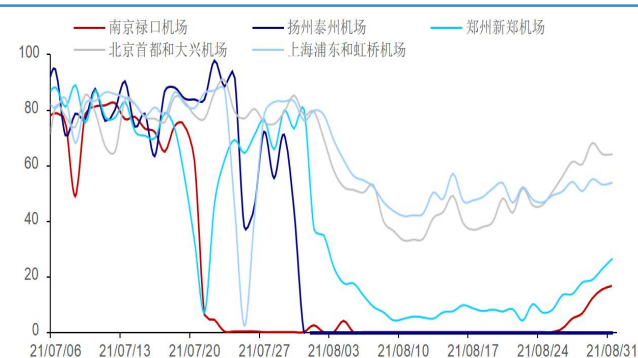
期从 7.3% 调低到 7.1%。但 2022 年的经济增长预期从此前的 5.3% 上升到了 5.4%。不过，报告称尽管中国居民消费复苏需要更长时间，但中国下半年稳健的出口和加大的财政支持力度将抵消消费疲弱影响，预计今年全年中国经济增速为 8.1%。并预计四季度或将再次下调存准率。

2. 中国经济增速将进一步放缓，财政政策与货币政策发力或将缓解经济下行压力

我们在此前 7-9 月的月报中分别提出中国经济增长动能高位回落、下半年中国经济将逐步放缓、中国经济增速将继续放缓的观点，站在当前时点并结合本月公布的 8 月经济数据来看，我们的判断均得到了验证。

从本月公布的 8 月份一系列经济数据来看，一方面，8 月国内经济运行的内外需求出现较大分化，内需在国内疫情反弹、汛情等因素的扰动下呈现走弱态势，外需则因海外产需缺口扩大有所改善，整体而言国内经济韧性仍在；另一方面，分数据来看，消费方面，受疫情反复的影响，国内 8 月整体消费需求萎靡不振，不过自 9 月以来，从主要机场起飞率来看，消费数据或有边际改善；基建方面，虽 8 月国内固定资产投资的两年平均增速与单月环比增速均较 7 月有所回升，但仍处于低位，不过分类别来看，虽然房地产的投资增速已连降四月，但制造业投资仍有一定的支撑，而基建投资则将受地方政府债发行提速而进一步改善；生产方面，8 月制造业 PMI 疲态显现，这其中既有短期汛情疫情的影响，也与一些行业的整顿调整、部分生产性物价高企和其他中长期因素有关，不过高技术及装备制造业仍保持着相对较高的增速，表明下游制造业生产的韧性持续；进出口方面，从出口情况看，去年高基数效应对 8 月出口增速影响有限，而海外经济恢复不平衡支撑出口增长，从进口情况看，进口增速有所提高主要是受到大宗商品价格上涨以及低基数效应的支撑。

图 6：国内主要机场起飞率



数据来源：flightradar24 新世纪期货

图 7：国内社会销售零售同比对比



数据来源：Wind 新世纪期货

图 8：国内固定资产投资增速对比



数据来源：Wind 新世纪期货

图 9：国内制造业 PMI 分项数据对比

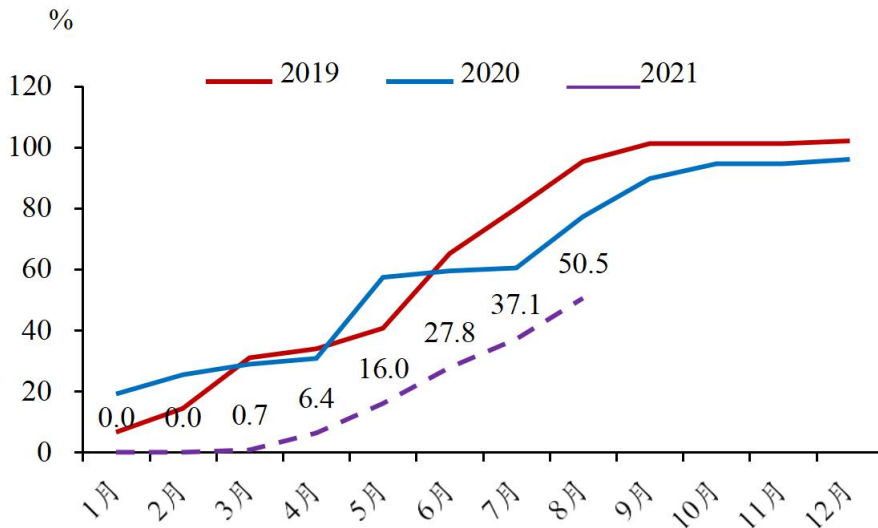


数据来源：Wind 新世纪期货

自 7 月 30 日中央政治局会议之后，我们看到货币政策与财政政策均有了明显的变化。

财政政策方面，8 月新增专项债发行 4,884 亿元，在发行量上延续了 6-7 月较快的发行节奏，较上半年有所加速，1-8 月完成全年限额的 50%，远不及 2020 年同期的 77%与 2019 年的 93%，考虑到过去三年新增专项债发行额都基本达到了政府预期的限额目标，专项债在 9-12 月仍有较大的发力空间，此外，9 月 6 日，国务院副总理刘鹤表示要，“适度超前进行基础设施建设”。这些都表明财政政策将更加积极。

图 10：截止 8 月国内专项债发行仅完成全年的 50%，9-12 月将加速发行



数据来源：Wind 新世纪期货

货币政策方面，8 月 23 日央行下半年信贷形势分析会上明确指出完成信贷任务仍需努力。证明现阶段信贷增速持续下滑已经引起央行重视，尤其是居民长期贷款下滑在一定程度上给与放行。9 月 10 日为加大对中小微企业纾困帮扶力度，中国人民银行新增 3000 亿元支小再贷款

额度。央行再次加大对中小企业的信贷支持。货币政策可能在四季度宽松，四季度可能再次降准。

综合来看，一方面，我们依然维持对中国经济增速进一步放缓的判断；另一方面，从“730”政治局会议后的货币政策与财政政策转向来看，我们认为，在财政政策与货币政策持续积极发力的情况下，中国经济的下行压力或将有所缓解，从当前的政策导向来看，基建或将在今年年底和明年年初对国内经济形成托底。

3. 美联储 Taper 渐行渐近 债务危机警报已拉响

1) 美联储或将于年内启动 QE Taper，明年或将加息

我们在之前三季度季报与 7-9 月月报中均预判美联储最快将于四季度启动 QE Taper、加息将在 2023 年开始。

而从美联储的 9 月议息会议纪要来看，除了正常的会议声明外，此次会议还更新了对于未来经济数据和联邦基金利率水平的预测（即所谓的“点阵图”）。

综合声明的措辞、鲍威尔新闻发布会表态、以及经济数据预测等几个方面的信息，此次会议比预想的要更偏鹰一些。

对于缩债而言，一方面，相比 Jackson Hole 较为温和的表态以及一部分依然认为可能 12 月份是正式减量时点的预期，此次会议传递了较为强烈的减量可能很快（也即下次 11 月初会议）开始的信号。会议声明中明确修改为“如果进展都如预期的话，减量可能很快到来”。换言之，如果从目前到 11 月初不出大的意外（如疫情再度失控、债务上限久拖不决导致违约、市场大跌等等），那么美联储很有可能在 11 月 FOMC 会议上开始宣布减量。另一方面，鲍威尔在发言中也透露了可能的减量速度，即在明年年中结束 QE 可能是合适的。如果假设从 11 月份开始减量，直到明年 6 月结束，总共有 6 次会议，当前每月 1200 亿美元的购买规模对应每次会议减少 200 亿美元购买，从步伐和结束时间上都比市场预期的要略微偏早。

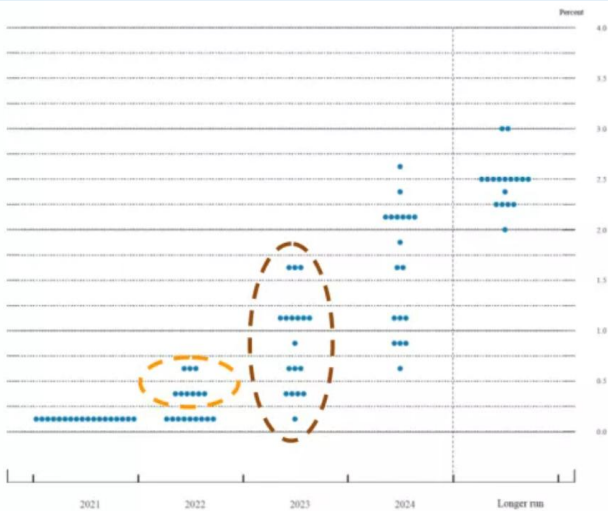
对于经济预期，一方面，美联储大幅下修 2021 年美国实际 GDP 增速至 5.9%（前值 7.0%），美联储对美国经济的自信程度不及预期向市场传达出偏鸽派的信号；另一方面，美联储小幅上修 2021 年美国失业率至 4.8%（前值 4.5%），而维持 2022、2023 年失业率预期的 3.8%、3.5% 不变，这就意味着，未来就业市场的改善不需要特别显著就可以算是“符合预期”，下修失业率实质上是为美联储宣布 Taper 做铺垫；此外，美联储还上修 2021 年美国 PCE 和核心 PCE 通胀率至 4.2% 和 3.7%，基本维持 2022-23 年通胀率不变。

图 11: 美联储 9 月经济预期

Variable	Median ¹				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
June projection	7.0	3.3	2.4		1.8
Unemployment rate	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
June projection	4.5	3.8	3.5		4.0
PCE inflation	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.3	2.2	2.1	
June projection	3.0	2.1	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5

数据来源: 美联储 新世纪期货

图 13: 美联储 9 月点阵图



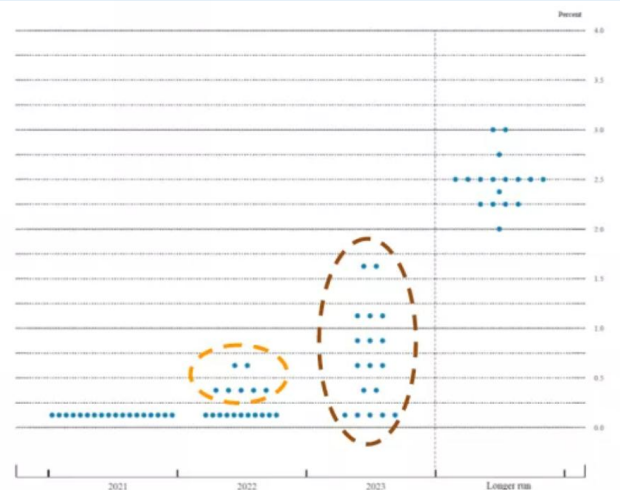
数据来源: 美联储 新世纪期货

图 12: 美联储 6 月经济预期

Variable	Median ¹			
	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	7.0	3.3	2.4	1.8
March projection	6.5	3.3	2.2	1.8
Unemployment rate	4.5	3.8	3.5	4.0
March projection	4.5	3.9	3.5	4.0
PCE inflation	3.4	2.1	2.2	2.0
March projection	2.4	2.0	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.0	2.1	2.1	
March projection	2.2	2.0	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	0.1	0.1	0.6	2.5
March projection	0.1	0.1	0.1	2.5

数据来源: 美联储 新世纪期货

图 14: 美联储 6 月点阵图



数据来源: 美联储 新世纪期货

对于加息而言, 此次点阵图显示预计 2022 年至少加息 1 次的委员有 9 位 (增加 2 位), 基本符合预期, 这使得 2022 年联邦基金利率的预测中值由 0.1% 上升至 0.3%。

从影响因素来看, 我们预料 Taper 的启动将不会对市场产生过多的影响。这主要是因为美联储在新的货币政策框架下, 围绕 Taper 的启动计划已经对市场进行了充分的沟通和前瞻指引。因此, 市场对 Taper 的预期将提前反映在价格波动之中并被市场逐步消化。另外, Taper 的启动实质上并不会改变当前市场流动性的根本性状况。当前市场流动性泛滥, 导致市场利率持续低位, 而超低利率和强监管的双重影响反过来又促使流动性回流安全资产 (继续购买国债或进

入回购市场)。

2) 美国债务上限危机警报拉响，但终将获得解决

自7月底以来，随着美联储 Taper 与加息的明确，债务上限问题已逐步成为市场关注的头等重要问题。进入9月以来，美国财长耶伦几乎是每周都向国会参众两院提出债务上限预警，在美国共和党人一致否决提高债务上限的情况下，其不得不于9月下旬开始频繁接触摩根大通、花旗银行、富国银行、美国银行及高盛等华尔街投行的高管们，以寻求解决债务上限问题的方案。民主党方面，众议院于9月23日通过了一项权宜支出措施，将保证联邦政府的运作维持到12月3日，暂停债务上限直至2022年12月16日，不过预计参议院会阻止该法案通过。

8月1日后美国政府债务上限将被锁定在28.4万亿美元以内。根据美国国会预算办公室估计，如果债务上限无法上调，财政部有可能在10-11月耗尽TGA现金余额，届时可能出现债务违约。9月8日美国财政部长耶伦在《致民共两党领袖的信》中表示若国会不尽快通过立法提高债务上限，美国很可能在今年10月面临政府债务违约风险。此外，根据两党政策中心(BPC, Bipartisan Policy Center)的估计，基准情形下“X日”将在11月1日到来。7月31日美国财政部TGA账户余额为5370亿美元，而截至9月8日余额已降至2000亿美元，平均每周下降560亿美元且斜率并未收敛。结合多方估计，我们认为“X日”或最早于10月到来。

图 15: “X日”可能的三种情形



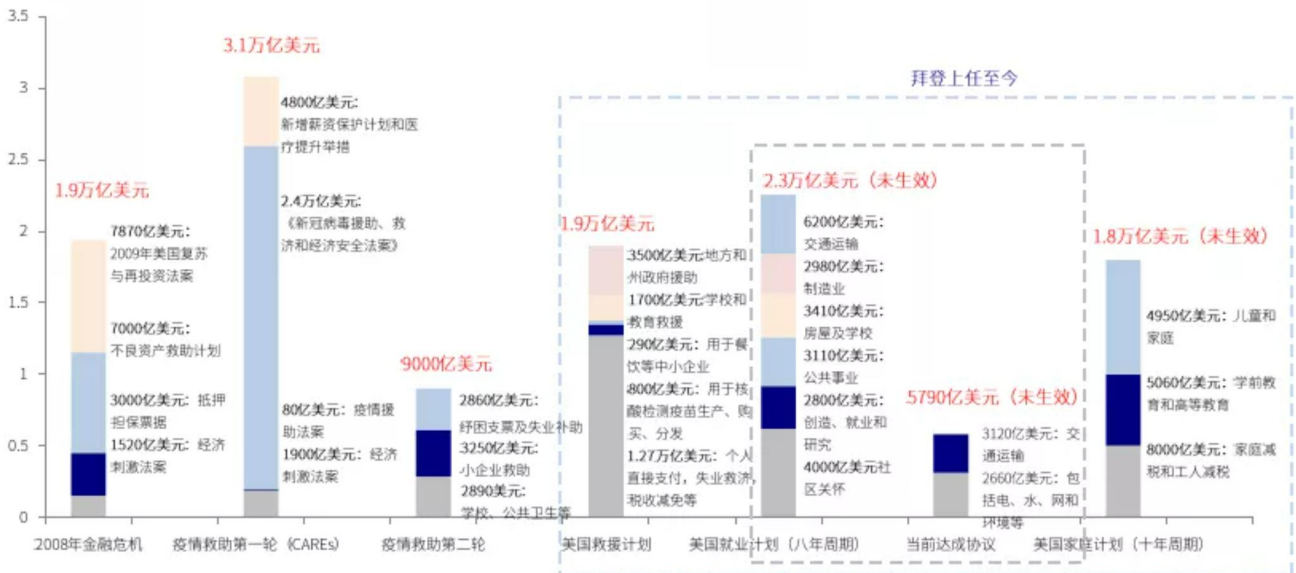
数据来源：美国两党政策研究中心 新世纪期货

根据美国国会预算办公室的表述，债务上限恢复后财政部可以采取以下5种“非常措施”作为临时缓冲：1) 暂停为联邦退休人员设立的G基金的投资；2) 暂停外汇平准基金的投资；3) 暂停公务员退休和残疾基金(CSRDF)及邮政服务退休人员健康福利基金(PSRHBF)的新债发

行；4) 提前赎回 CSRDF 和 PSRHF 持有的证券；5) 将不计入债务闪现的联邦融资银行证券兑换为 CSRDF 持有的国债。根据我们的估计，在 8 月 1 日-10 月 1 日之间，这 5 项措施合计可为财政部释放近 4000 亿美元的债务负担。

目前两党关于债务上限的谈判处于停滞状态：共和党人不支持对此单独立法，认为民主党应该将其加入 3.5 万亿预算和解流程中通过；民主党人认为债务问题有共和党人特别是特朗普的责任，要求在有共和党参与的情况下通过有关债务上限的法案，甚至绑定其他法案（与避免政府关门以及飓风救灾的法案结合起来）进行立法。目前就两党表态而言，民主党不会同意将暂停债务上限内容加入 3.5 万亿支出法案走和解流程立法，大概率是单独立法或者与其他法案绑定的方式，逼迫共和党参与然后通过国会。当然，这就加大了上调债务上限的难度。

图 16: 自 2008 年以来美国国会批准的求助法案



数据来源：新世纪期货

虽然当前债务上限问题已成为市场第一大风险偏好，但我们对于此并不太担心，从历史的角度来看，美国驴象两党终究会在最后时刻找到解决的妥协方案，就算美国驴象两党最终无法就提高债务上限达成妥协，美国民主党将仍有利用快速通道预算程序这一办法，在没有共和党人支持的情况下提高债务上限。

二、全球能源结构性短缺犹在 OPEC 产量增幅不及需求增幅 油价仍将震荡上行

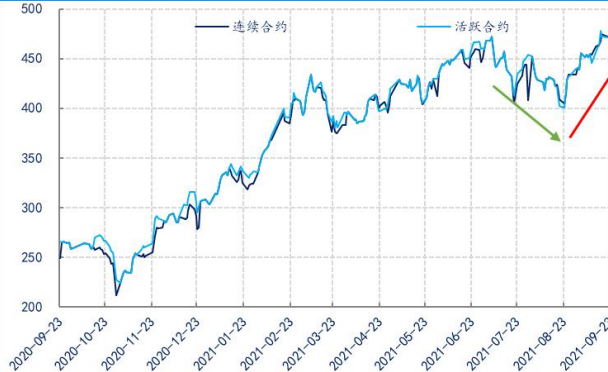
回顾三季度以来的国际原油价格走势，我们看到，在 OPEC 内部内讧、德尔塔与缪病毒前后夹击、EIA、IEA 与 OPEC 三大机构先下调今年下半年全球原油供需缺口而后再上调全球原油需求前景、墨西哥海上石油平台发生火灾、飓风艾达与尼古拉斯袭击美国墨西哥湾、伊朗新政府上台但伊核谈判仍然停滞等因素的影响，国际原油价格自三季度初以来呈现“V”字型走势。

图 17: ICE 与 WTI 原油价格对比 美元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

图 18: INE 原油价格对比 元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

(一) 三大机构看好明年全球原油需求

从 9 月 EIA、IEA、OPEC 三大国际原油机构发布的月报来看:

1) 需求方面: IEA 预计今年全球原油需求增幅为 520 万桶/天, 较上月小幅下调 10 万桶/天, 预计 2022 年全球原油需求增幅上调 320 万桶/天, 环比持平; OPEC 预计今年全球原油需求增幅为 600 万桶/天, 环比持平, 预计 2022 年全球原油需求增幅为 420 万桶/天, 较上月增加 90 万桶/天。

2) 非 OPEC 供应方面: OPEC 预计今年非 OPEC 供应增量为 90 万桶/日至 6380 万桶/日, 较上月下修 17 万桶/日; 预计明年非 OPEC 供应增量为 290 万桶/日至 6680 万桶/日, 与上月预测值持平; EIA 预计今年美国原油产量较上月下修 4 万桶/日至 1108 万桶/日, 预计明年美国原油产量较上月下修 5 万桶/桶至 1172 万桶/日。

3) OPEC 产量方面: OPEC 口径下, 8 月产量环比增加 15 万桶/日至 2676 万桶/日, 8 月 OPEC 整体减产合规率在 120%。

(二) OPEC 8 月减产执行率环比回升 5 个百分点

根据 OPEC 8 月月报中二手数据源显示, 2021 年 8 月, OPEC 原油总产量 2676 万桶/天, 环

比增长 15 万桶/天，增量主要来自伊拉克等国家。8 月，伊拉克原油产量 406 万桶/天，环比增长约 9 万桶/天。OPEC 减产国继续维持严格减产，根据我们测算，OPEC 减产国 8 月减产执行率 120%，较 7 月 115% 回升 5 个百分点。

表 1: OPEC 原油产量

单位：万桶/日

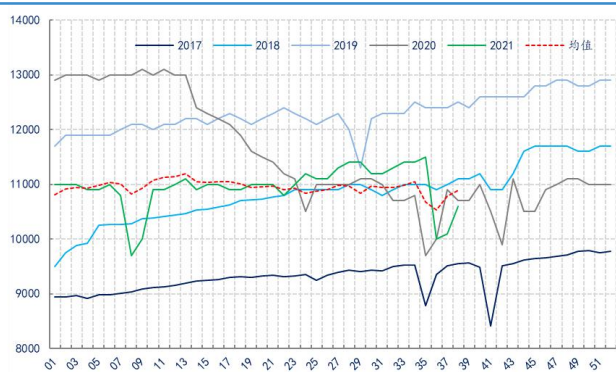
国家	减产基准			实际产量	
	Oct-18	Jun-21	Jul-21	Aug-21	8 月环比
OPEC 减产 10 国					
阿尔及利亚	106	90	91	92	1
安哥拉	153	110	107	111	4
刚果	33	26	26	25	-1
赤道几内亚	13	11	10	10	0
加蓬	19	18	18	18	0
伊拉克	465	393	397	406	9
科威特	281	238	242	244	2
尼日利亚	183	140	139	127	-11
沙特阿拉伯	1100	891	942	949	7
阿联酋	317	268	272	278	6
OPEC 减产 10 国合计	2668	2185	2244	2259	16
伊朗		247	249	249	0
利比亚		116	116	116	0
委内瑞拉		54	52	52	0
OPEC 总计		2603	2661	2676	15

数据来源：OPEC 月报，新世纪期货

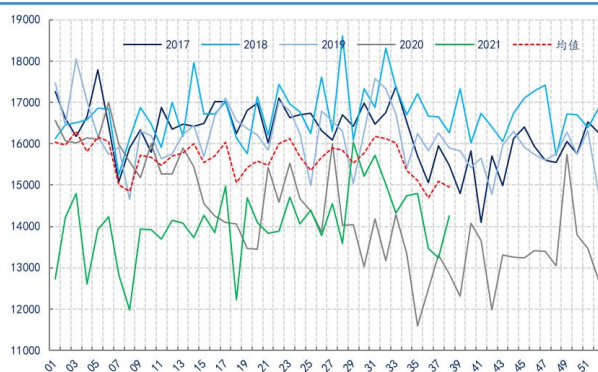
（三）全球原油供应结构性短缺局面难有改善而需求则将持续向好

9 月初至 9 月中旬，飓风艾达与尼古拉斯接踵而来，对美国墨西哥湾沿岸，特别是对美国二叠纪盆地区内的油井开采形成了较大的冲击，根据美国安全与环境执法局的估计，截止 9 月 23 日，美国墨西哥湾地区仍有 16.18% 的原油产量(29.4 万桶/日)及 24.27% 的天然气产量(541.12 百万立方英尺/日)处于关闭状态；根据能源研究咨询机构 RystadEnergy 此前的报告，当前美国墨西哥湾 9 月的总产量损失现在可能在 79 万桶/日左右，由于风暴的破坏，美国墨西哥湾的一些产出将中断数月，其中荷兰皇家壳牌表示，由于飓风艾达的破坏，预计墨西哥湾的一处设施将在 2021 年底之前都处于关闭维修状态；此外，根据交易商提供的信息，美国炼油商正寻求替代墨西哥湾原油，转而购买伊拉克和加拿大原油；根据美国 EIA 最新的周度数据，截止 9 月 17 日当周，美国原油产量虽环比增加 50 万桶/日至 1060 万桶/日，但较年内的高点（8 月 27

日当周) 的 115 万桶/日回落 90 万桶/日, 较五年均值低 28.9 万桶/日, 当前产量虽高于 2017 年同期, 但为 2018 年以来的同期低全。从总供应量来看, 虽然当前美国原油总供应量较年初增长 151.9 万桶/日至 1494.8 万桶/日, 但较年内高位 (7 月 16 日当周) 回落了 177.8 万桶/日, 较五年均值低 69.2 万桶/日。结合我们在此前 9 月报告中所提到的“美国页岩生产商仍然对新的资本开支表示谨慎, 新增资本开支的难度仍然较大”的观点来看, 在接下来的四季度, 美国的原油供应收缩之势仍将延续。

图 19: 美周度原油产量对比


数据来源: EIA 新世纪期货

图 20: 美周度原油总供应量对比


数据来源: EIA 新世纪期货

从需求的角度来看, 一方面, 受美国于 9 月下旬宣布将从 11 月起允许接受了新冠疫苗接种的外国航空旅客入境、欧洲全境已全部解除疫情封锁、当前欧洲正在蔓延的能源危机以及北半球即将进入的寒冬等因素的影响或将进一步推高全球原油的价格; 另一方面, 从亚太地区来看, 随着中国疫情的稳定使得客运出现了强劲复苏之际, 东南亚各国则是受经济压力的影响而不得不在疫情还未完全控制的情况下全面解除疫情封锁措施, 特别是印度 8 月份原油进口从 7 月份近一年来的低点反弹至三个月高点, 此举在增加了原油消费需求的同时也使得全球原油的供应愈发趋紧。

此外, 伊核谈判的停滞亦使得当前全球原油供应的结构性短缺形势更加严峻。虽然伊朗新领导人已于 8 月初上台并于 8 月底完成新政府的组建, 但截止目前仍未恢复“伊核谈判”, 目前可以确信的是在年底之前, 伊朗原油将难以重返全球市场。

综合来看, 我们认为, 虽然 OPEC 将继续缓步增加供应量, 但在全球原油需求大增的情况下, 特别是在美国页岩油产量受飓风影响而无法在短时间内恢复产能、伊朗原油在年底之前仍无法重返全球市场的情况下, 全球原油的结构性短缺形势将更趋严重, 国际原油价格仍将呈现震荡上行之势。

（四）未来原油价格走势判断与交易策略

综合来看，一方面，时隔一月三大机构的月报均对全球原油需求前景预期出现了反转，从悲观重新转向乐观；另一方面，在当前美国页岩油产能遭受飓风袭击而无法于短时间内完全恢复、伊朗原油无法于年底前重返全球市场的情况下，欧美与亚太地区放开防疫管制措施、中国需求回暖、印度进口爆增均使得全球原油需求大幅增加，但 OPEC 目前的原油产量增幅远远落后于需求的增速。

从整体来看，我们认为，在供应收缩而需求增长的情况下，四季度全球原油供需矛盾将更加突出，国际原油价格中长线仍将持续震荡上行。

从单品种套利交易策略来看，我们建议以反套为主。

三、产能进一步收缩与成本稳步抬升支撑铝价上行

自三季度以来，我们看到，随着各地能耗双控与限电限产举措的进一步趋严，国内电解铝的产能收缩预期不断增强，叠加氧化铝、电价等成本的稳步抬升，内外盘的铝价稳步上扬。

图 21： 内外盘铝价走势对比



数据来源：Wind 新世纪期货

（一）各地能耗双控进一步加强 成本稳步抬升 产能进一步压缩

1. 发改委对各省能耗双控考核力度加强 各地限电限产政策频出 铝行业深受影响

自年初以来，在“碳达峰与碳中和 3060 目标”的指引下，特别是在“碳达峰与碳中和”写入今年“两会”的政府工作报告中并提出要在今年制定 2030 年前碳排放达峰行动方案的大背景下，发改委加强了对各省的能耗双控考核，通过每季度发布能耗双控目标完成情况晴雨表来压实各地的双控责任。

根据国家发改委 2021 年 8 月 12 日印发的《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，在能耗强度降低方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏 9 个省（区）上半年能耗强度不降反升，为一级预警，能源消费总量控制方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、云南、江苏、湖北 8 个省（区）为一级预警。根据发改委的文件，对青海等能耗强度不降反升的地区，2021 年暂停“两高”项目节能审查。2021 年一季度和上半年双控考核中，云南省在能耗强度降低与能源消费总量控制方面均处于一级预警。

图 22： 2021 年一季度与上半年各地区能耗双控目标完成晴雨表对比

各地区 2021 年一季度能耗双控目标完成情况晴雨表

地区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
北京	●	●
天津	●	●
河北	●	●
山西	●	●
内蒙古	●	●
辽宁	●	●
吉林	●	●
黑龙江	●	●
上海	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
安徽	●	●
福建	●	●
江西	●	●
山东	●	●
河南	●	●
湖北	●	●
湖南	●	●
广东	●	●
广西	●	●
海南	●	●
重庆	●	●
四川	●	●
贵州	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
甘肃	●	●
青海	●	●
宁夏	●	●
新疆	●	●

注：●一级预警 ●二级预警 ●三级预警

2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

地区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青海	●	●
宁夏	●	●
广西	●	●
广东	●	●
福建	●	●
新疆	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
河南	●	●
甘肃	●	●
四川	●	●
安徽	●	●
贵州	●	●
山西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●
上海	●	●
重庆	●	●
北京	●	●
天津	●	●
湖南	●	●
山东	●	●
吉林	●	●
海南	●	●
湖北	●	●
河北	●	●
内蒙古	●	●

注：1. 西藏自治区数据暂缺，不纳入预警范围，地区排序的依据为各地区能耗强度降低率

2. 红色为一级预警，表示形势十分严峻；橙色为二级预警，表示形势比较严峻；绿色为三级预警，表示进展总体顺利

数据来源：国家发改委 新世纪期货

虽然在今年上半年，内蒙古、山东共出台了对高能耗行业的管控政策两份，但自 7 月以来，在不到两个月的时间里山东、河南、广东、青海、新疆、江西、广西、甘肃、云南陆续出台能耗双控的文件共九份，其中山东在 6-7 月不到一个月的时间里就连出两份能耗双控文件，足见在发改委强化考核、压实各地方政府责任的情况下，能耗双控已逐渐成为各地方政府的重要工作内容。

表 2: 2021 年各省区出台对高能耗行业管控政策

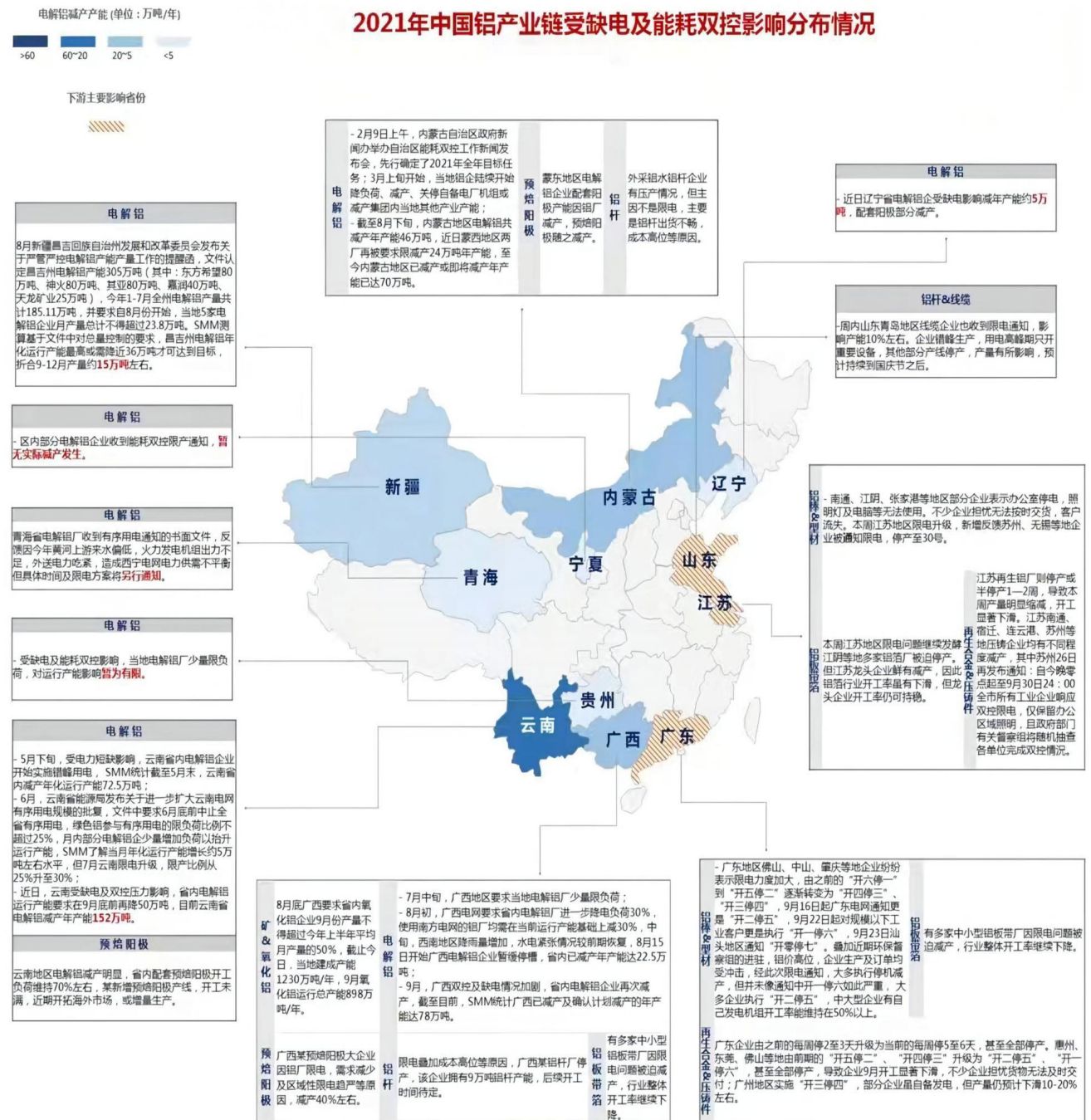
省份	政策	时间
内蒙古	《关于确保完成“十四五”能耗双控目标若干保障措施》	2021.3.9
山东	《山东省人民政府办公厅关于进一步规范产能过剩和高耗能行业工业投资项目办理加强事中事后监管工作的通知》	2021.6.23
河南	关于加强“两高”项目生态环境源头防控的实施意见	2021.7.15
山东	《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的实施意见》	2021.7.16
广东	广东省 2021 年能耗双控工作方案	2021.7.2
青海	关于“十四五”推进沿黄重点地区工业项目入园及严控高污染、高耗水、高耗能项目的通知	2021.8.16
新疆	《关于严管严控电解铝产能产量工作的提醒函》	2021.8.26
江西	《关于加强高耗能高排放项目准入管理的实施意见的通知（征求意见稿）》	2021.8.27
广西	广西壮族自治区政府召开坚决遏制“两高”项目盲目发展暨加强能耗双控工作电视电话会议	2021.8.30
甘肃	全省坚决遏制“两高”项目盲目发展领导小组会议	2021.8.30
云南	《关于坚决做好能耗双控有关工作的通知》	2021.9.11

数据来源：各地政府网站，新世纪期货

除此之外，自 6 月以来，已有宁夏、山东、河南、贵州、辽宁、云南、广西、青海、江苏、浙江、内蒙古、四川、新疆、重庆、安徽、湖南、江西、广东等省采取了限电限产的举措，以进一步降低能耗。

受各地限电限产政策的影响，电解铝行业从上游冶炼行业到下游的深加工行业均受到了不同程度的冲击，分省份来看，山东、江苏与广东三省受影响的主要是下游行业，而云南、广西、贵州、新疆、青海、宁夏、内蒙古、辽宁则主要集中于上游的电解铝与氧化铝行业。

图 23： 2021 年中国铝产业链受缺电及能耗双控影响分布情况



2. 发改委完善电解铝行业阶梯电价政策 进一步健全绿色价格机制

据8月27日发改委价格司发布的新闻，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，发改委日前印发《关于完善电解铝行业阶梯电价政策的通知》，部署各地完善电解铝行业阶梯电价政策，进一步健全绿色价格机制，充分发挥电价杠杆作用，推动电解铝行业持续提升能源利用效率、降低碳排放强度，服务经济社会绿色低碳循环发展。《通知》要求，继续对电解铝行业实行阶梯电价政策，按电解铝企业铝液综合交流电耗对阶梯电价进行分档，2022年分档标准为每吨13650千瓦时；自2023年起，分档标准调整为每吨13450千瓦时（不含脱硫电耗）；自2025年起，分档标准调整为每吨13300千瓦时（不含脱硫电耗）。对铝液综合交流电耗不高于分档标准的电解铝企业，铝液生产用电量不加价；高于分档标准的，每超过20千瓦时，铝液生产用电量每千瓦时加价0.01元，不足20千瓦时的，按20千瓦时计算。

此次发改委完善电解铝行业阶梯电价政策，释放了让电解铝行业持续增加技改投入、节能降碳的信号。发改委有关负责人指出，分档标准可以使加价政策有效覆盖行业能效水平落后的企业，持续形成倒逼压力，引导行业不断加大技改投入，持续降低能耗。而加价标准累进调增机制，能够更加有效地释放阶梯电价政策的引导作用，企业只要降耗超过20千瓦时就可以少付加价电费，节能意愿会进一步增强。

此外，《通知》中明确，如果电解铝企业消耗的非水可再生能源电量在全部用电量中的占比超过15%，且不小于所在省（自治区、直辖市）上年度非水电消纳责任权重激励值的，占比每增加1个百分点，阶梯电价加价标准相应降低1%。我们预计，电解铝企业对“双碳政策”的响应将在未来进一步加强，而本身在低碳环保方面有优势的企业，其优势地位将更加凸显。

3. 能耗双控之下电解铝供应将持续受限

据百川资讯，截至2021年9月2日，2021年中国新建电解铝产能已投产58.5万吨，预期年内还可投产142万吨，预期年度最终实现累计200.5万吨；同时，百川资讯预计河南、甘肃、山西、青海等地111.5万吨产能将在2021年内复产；在碳中和政策影响下，内蒙古多家电解铝厂因碳排放问题计划减产。

表3: 中国电解铝闰产、拟减产详细情况（万吨）

省份	铝厂	总产能	原运行产能	现运行产能	已减产	减产时间	已确定待减	或减产但未明确	备注
贵州	安顺市铝业	13	8.6	7	1.6	2021年1月	0	0	检修
内蒙古	创源金属	80	80	67	13	2021年2月	0	0	碳排放问题
内蒙古	锦联铝材	125	100	96	4	2021年2月	0	0	碳排放问题
内蒙古	东方希望包头稀土铝业	85	83	75.8	7.2	2021年3月	0	0	碳排放问题
内蒙古	包头铝业	55	55	53	2	2021年3月	0	0	碳排放问题

内蒙古	鄂尔多斯市蒙泰新型铝合金材料	50	50	42	8	2021年3月	0	0	碳排放&检修
内蒙古	霍煤鸿俊铝电	86	86	82	4	2021年3月	0	0	碳排放问题
内蒙古	包头市新恒丰能源	50	50	46.5	3.5	2021年5月	0	0	碳排放问题
云南	芯南铝业	320	278	195	83	2021年5月	0	0	限电负荷
云南	宏泰新型材料	35	25	17	8	2021年5月	0	0	限电负荷
云南	神火铝业	75	75	55	20	2021年5月	0	0	限电负荷
云南	其亚金属	13	13	8.5	4.5	2021年5月	0	0	限电负荷
贵州	华仁新材料	50	50	34	16	2021年7月	0	0	碳排放问题
河南	登封电厂集团铝合金	4	3.2	0	3.2	2021年7月	0	0	暴雨天气
河南	焦作万方铝业	43	37	0	37	2021年7月	0	0	暴雨天气
广西	来宾银海铝业	50	50	41	9	2021年8月	0	2.5	供电不足
广西	百色银海铝业	20	20	18.5	1.5	2021年8月	0	3	供电不足
广西	百矿铝业	110	100	88	12	2021年8月	0	16.5	供电不足
广西	信发铝电	32	30	30	0	2021年8月	0	6.8	供电不足
新疆	东方希望有色金属	80	80	80	0	2021年9月	0	32	能耗双控
新疆	其亚铝电	80	80	80	0	2021年9月	0	1.7	能耗双控
新疆	神火煤电	80	80	80	0	2021年9月	0	2.8	能耗双控
新疆	嘉润资源控股	45	45	45	0	2021年9月	0	8.3	能耗双控
	合计				237.5		0	73.6	

数据来源：百川资讯，新世纪期货

表 4: 中国电解铝已复产、拟复产详细情况 (万吨)

省份	铝厂	总复产规模	已复产	开始复产时间	待复产	预期年内 还可复产	预期年内最 终实现规模	备注
河南	豫港龙泉铝业	6	6	2021年4月	0	0	6	
山西	晋能集团朔州能源 铝硅合金	3	3	2021年4月	0	0	3	
河南	陕县恒康铝业	24	16	2021年5月	8	8	24	5月4日开始通电
甘肃	中瑞铝业	7.5	7.5	2021年5月	0	0	7.5	
山西	兆丰铝电	10	9.3	2021年7月	0.7	0.7	10	7月10日开始通电
青海	海源绿能铝业	24	7.2	2021年7月	16.8	16.8	24	7月8日开始通电
河南	焦作万方铝业	37	10	2021年8月	27	27	37	
贵州	安顺市铝业	6.5	6	2021年8月	0.5	0.5	6.5	
	合计	118	65		53	53	118	

数据来源：百川资讯，新世纪期货

表 5: 中国电解铝新产能拟投产、在建产能可能投产详细情况 (万吨)

省份	铝厂	新产能 已投产	新产能 待开工	开始投产时间	年内另在建 且具备投产 能力新产能	预期年内 还可投产	预期年度最 终实现累计	备注	
云南	宏泰新型材料	22	12	10	2021年一季度	65	25	37	
广西	德保百矿	10	10	0	2021年4月	0	0	10	4月6日开始投产

广西	田林百矿	17.5	7.5	10	2021年4月	0	10	17.5	4月26日开始投产
云南	神火铝业	39	24	15	2021年8月	0	15	39	
贵州	兴仁登高新材料	25	0	25	2021年待定	0	25	25	
云南	云铝海鑫铝业	30	0	30	2021年8月	0	30	30	
四川	广元中孚高精铝材	0	0	0	2021年11月	5	5	5	
甘肃	中瑞铝业	0	0	0	2021年年末	42.5	0	0	
内蒙古	锡林郭勒白音华煤电	40	0	40	2021年待定	0	0	0	
云南	其亚金属	5	5	0	2021年待定	22	22	27	
贵州	元豪铝业	0	0	0	2021年待定	10	10	10	
	合计	188.5	58.5	130		144.5	142	200.5	

数据来源：百川资讯，新世纪期货

分省份来看，一方面，当前云南省电解铝压减产能比例从20%提升至30%，合计达到120万吨，约占国内运行产能3%。云南省电解铝运行产能396万吨/年（100%网电产能），自5月10日以来，由于电力紧张省内电解铝企业实施有序供电压减电解铝产能约20%，达到约80万吨。7月27日神火股份公告再次接到限负荷通知，限负荷量提升至30%，公司停运产能从15万吨提升至20万吨。考虑当前整个云南省电解铝厂因电力限产产能约80万吨，如果限产提升至30%，整体限产产能提升至约120万吨，占目前国内运行产能3%，同时今年待投产的90万吨电解铝产能继续延后。另一方面，贵州与青海省的电解铝企业均收到高峰期限电要求，减产风险或将进一步扩大。其中，贵州电解铝总产能138万吨/年（100%网电产能），青海电解铝总产能283万吨/年，其中西宁市电解铝产能231万吨/年（除青海海源绿能铝业有限公司（原青海鑫恒）24万吨/年产能外，均满负荷运行），根据云南、广西两地前期限产要求均是30%，若限电落地，预计贵州、青海省铝企面临的压低负荷要求将在20-30%之间。此外，新疆昌吉州明确规定州内电解铝产能上限。按1-7月昌吉州电解铝产量折算，州内年产能为318.72万吨，而发改委规定的年产能上限为305万吨。根据理论日产对比进行综合测算，昌吉五家电解铝企业在当前的运行产能基础上将合计理论压产44.8万吨。另外，广西电解铝总产能257万吨/年（53%网电产能），8月初广西曾发布《关于督促电解铝企业避错峰的处理笺》，对企业用电负荷进行限制，地区内使用网电的电解铝企业均有所响应，合计减产18万吨产能。而此次叠加能耗双控，不仅对用电负荷提出限制，对企业的实际产量也进行了限制，要求更加严格。根据测算，未来广西地区将在8月底运行产能基础上再减产电解铝51.12万吨。

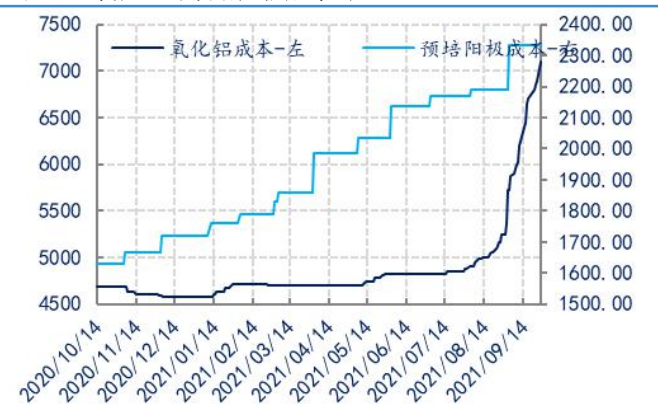
4. 原料价格不断上移对电解铝价格构成强力支撑 电解铝企业利润创历史最好水平

今年以来，电解铝主要原材料氧化铝、预焙阳极价格也出现了较大上涨。预焙阳极方面，由于预焙阳极主要原料为石油焦和沥青，受原油价格上涨影响，2021年以来预焙阳极价格持续上扬，年初至今上涨约27%。

氧化铝生产成本主要是铝土矿和烧碱，其中烧碱因产能增长有限，供需错配，今年以来价格大幅上涨，年初至今大涨45%。氧化铝另一原材料铝土矿方面，中国是铝土矿资源较为缺乏国家，氧化铝生产所需的铝土矿超70%由进口提供，其中全球铝土矿主要生产国几内亚是中国最大的铝土矿进口来源地，2020年约占中国进口铝土矿的47%。受国际海运价格上涨推动，进口铝土矿的成本增加，几内亚进口铝土矿价格上涨，年初至今上涨约29%。2021年9月，几内亚发生了军事政变，尽管目前看影响可控，但未来如果局势动荡，将增加全球铝土矿供给的不确定性。尽管氧化铝产能过剩，价格对成本反映有所滞后，但从2021年下半年起在原材料烧碱、铝土矿价格上涨推动下走强，尤其是进入8月份后，氧化铝价格强势上涨，年初至今价格大涨55%。

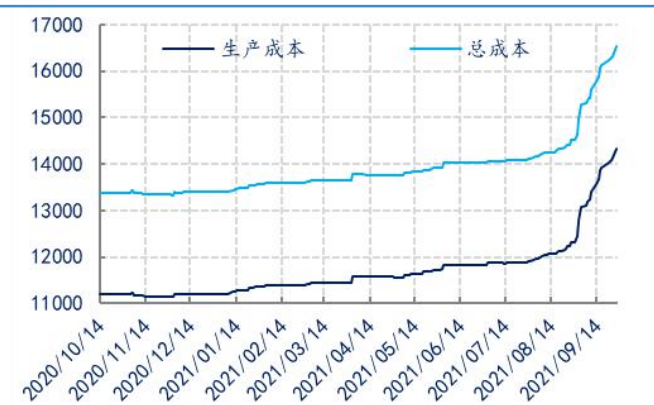
根据测算，受原材料价格的大幅上涨影响，年初至今，电解铝的生产成本已上涨了28%至14342.75元，而总成本则上涨23%至16542.75元。按当前长江铝现货价格来测算，按生产成本来计，当前电解铝企业的生产利润已接近8600元，创有记录以来的最好水平。

图 24：氧化铝与预焙阳极成本对比



数据来源：Wind 新世纪期货

图 25： 电解铝生产成本与总成本对比



数据来源：Wind 新世纪期货

(二) 未来走势判断与交易策略

综合来看，我们认为，一方面，从供应端来看，随着各地对能耗双控工作力度的加强以及限产限电政策的落地严格实施，国内电解铝的产能将进一步受限，与此同时，原材料价格的上涨亦使得电解铝的成本稳步上移，这将对电解铝的价格形成强劲的支持；另一方面，从需求端

来看，虽然当前铝下游的加工行业受各地限电限产政策的影响而有所放缓，但终端需求依然保持旺盛之势，特别是新能源车的产销两旺将进一步拉动铝型材需求的大幅上升，叠加当前已进入传统的消费旺季，因此，整体的需求仍将保持增长之势。综合来看，在供应持续受限而需求稳步增长的情况下，铝价虽短期之内出现回调，但从中长期来看仍将继续稳步震荡上行。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料, 我公司对这些信息的准确性及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, 在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价, 投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关, 请投资者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证, 不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性, 过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内, 公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易, 或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

新世纪期货研究院

地址: 浙江省杭州市下城区万寿亭街13号6-8

邮编: 310006

电话: 400-700-2828

网址: <http://www.zjncf.com.cn/>