

黑色：限产利空基本出尽 需求仍将驱动黑色

内容提要：

- ◆ 2月国内宏观经济数据表现一般，制造业采购经理指数连续三个月微弱下降，CPI同比落入负值区域，PPI增速略有提升，“原地过节”政策令各行业复工复产早于往年同期，国内基本无疫情扰动，3月市场资金流动性好于预期，宽信用仍在惯性延续，房地产投资增速和固定资产投资增速较去年低基数有剧烈增幅，较2019年同期也有明显提升，商品需求预期良好。美联储推出1.9万亿美元财政刺激计划后又有3万亿美元计划传闻，助推商品整体维持强势格局。
- ◆ 钢厂利润自低谷逐渐修复，终端消费预期回暖，1-2月全国粗钢生产17498.9万吨，同比大幅增加12.9%，春节前后的短期减产预期被证伪，工信部决心今年要控制粗钢产量增长，可见3-12月粗钢生产面临较大压力。3月以来，唐山地区环保限产突然收紧，部分环控未达标钢厂将限产30-50%，并且持续至年底，这令高炉开工率快速跳水，预计3月粗钢产量将有所缩减，随着时间推移限产若放松，钢厂利润进一步提升，粗钢供给有望在二季度逐渐回升。
- ◆ 房地产开发投资和基建投资自去年疫情重创之后均逐渐修复，房地产投资增速2020全年增速达7.0%，基建投资增速在去年1-12月份报于2.9%，两者为国内经济复苏起到重要作用。今年1-2月，房地产开发投资和基建投资增速较去年大幅提升，尽管去年低基数的因素占比较大，增速仍好于2019年同期。“原地过年”政策以及天气回暖早于往年的利好之下，房地产项目和基建项目在1-2月传统淡季也没有受太大影响，对钢材消费的驱动将从3月开始逐渐显现，这与螺纹钢表观消费量自2月末开始回升相验证。
- ◆ **总结：**3月黑色系商品交易的重心从2月的需求端“金三银四”预期转移至环保限产政策对钢材供给、炉料需求的制约。随着焦炭价格自3000元/吨大关顺畅跌至2100元/吨一线，铁矿石价格重心小幅下移，钢厂利润得到显著修复，目前已经回归正常区间，焦化利润也回落至合理水平，限产时间推移，钢厂开工率将逐渐回升，从而提振炉料消费，3月中旬开始螺纹钢库存拐点出现，出库存压力短期制约钢价，但基建、地产投资增速表现亮眼，二季度钢材消费预期相对乐观，黑色产业链有望再次迎来自下而上的驱动。
- ◆ **操作建议：**黑色主力逐渐移仓远月，二季度整体以偏多思路为主。螺纹10合约以中线买入思路为主；铁矿石09合约在850-1100元/吨区间高位震荡，短线依托900一线逢低短多；焦炭09合约依托2150点一线尝试博弈反弹，站上2250和2300可确认并适当加持；焦煤09合约依托1500点偏多操作。

黑色产业链

石磊

黑色产业链分析师

从业资格证：F0270570

投资咨询证：Z0009331

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

shilei@neweraqh.com.cn

苏州大学数学与应用数学专业理学学士，新加坡国立大学

计量金融专业理学硕士。

新纪元期货研究所主管，主攻黑色产业链研究，中级经济师。

近期报告回顾

多头疯狂交易预期

静待市场验证真伪

20210228

大疫过后复苏提振

黑色牛市能否延续？

20201231

成材强势驱动补基差

供需转弱空近多远

20201130

吨钢利润仍需修复

基建驱动依然可期

20200930

第一部分 行情回顾

黑色系商品在三月表现分化显著加剧，螺纹、焦煤表现坚挺而炉料端焦炭大幅下挫、铁矿重心下移，主要因唐山地区环保限产政策不断升级。分品种来看，螺纹一方面受限产从严和需求预期的提振，另一方面又有成本端下移的拖累，期现货价格均维持高位区间震荡，最低仅探至 4504 元/吨，最高触及 4924 元/吨，逼近前期高点，月度小幅收涨 3.01%；从 3 月中下旬开始，焦炭新增产能将陆续投产，供需矛盾逐渐缓和，叠加短期唐山钢厂限产力度较强的打压，焦炭现货价格连续七轮 100 元/吨幅度的下跌，驱动期价一路下行触及 2100 元/吨关口，整个三月大跌 13.55%，振幅高达 23.16%，焦化利润和钢厂利润均向着合理水平回归；铁矿石也在短期限产的打压下，重心自 1150 一线小幅下移百点，期现基差制约，期价仍获 1000 点关口有效支撑；焦煤表现仍然偏强，因焦化产能陆续新增，澳煤进口尚未放开，3 月小幅收涨 5.23%，一度站上 60 日线，技术形态有所好转。

表 1. 2021 年 3 月 1 日-3 月 25 日黑色系期货主力合约表现（元/吨）

合约	期初价	期末价	最高价	最低价	涨跌幅	振幅
螺纹钢 05	4655	4795	4924	4504	+3.01%	9.33%
铁矿石 05	1144.0	1067.5	1185.0	990.5	-6.69%	19.64%
焦炭 05	2516.5	2175.5	2582.0	2096.5	-13.55%	23.16%
焦煤 05	1472.0	1549.0	1638.0	1387.0	+5.23%	18.10%

资料来源：WIND 新纪元期货研究

3 月黑色系商品交易的重心从 2 月的需求端“金三银四”预期转移至环保限产政策对钢材供给、炉料需求的制约。随着焦炭价格自 3000 元/吨大关顺畅跌至 2100 元/吨一线，铁矿石价格重心小幅下移，钢厂利润得到显著修复，目前已经回归正常区间，焦化利润也回落至合理水平，限产时间推移，钢厂开工率将逐渐回升，从而提振炉料消费，3 月中旬开始螺纹钢库存拐点出现，出库存压力短期制约钢价，但基建、地产投资增速表现亮眼，二季度钢材消费预期相对乐观，黑色产业链有望再次迎来自下而上的驱动。

第二部分 宏观经济：宽信用仍延续 复苏预期良好

2 月国内宏观经济数据表现一般，制造业采购经理指数连续三个月微弱下降，CPI 同比落入负值区域，PPT 增速略有提升，“原地过节”政策令各行业复工复产早于往年同期，国内基本无疫情扰动，3 月市场资金流动性好于预期，宽信用仍在惯性延续，房地产投资增速和固定资产投资增速较去年低基数有剧烈增幅，较 2019 年同期也有明显提升，商品需求预期良好。美联储推出 1.9 万亿美元财政刺激计划后又有 3 万亿美元计划传闻，助推商品整体维持强势格局。

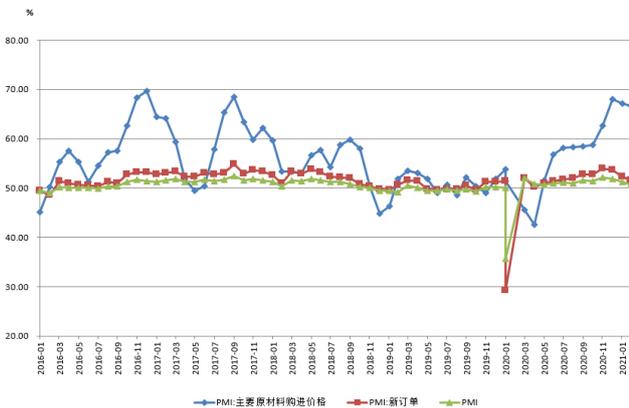
一、国内宏观

制造业采购经理指数连续三个月微弱下降。2 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.6%，低于上月 0.7 个百分点，连续 12 个月位于临界点以上，制造业景气水平较上月有所回落。从企业规模看，大型企业 PMI 为 52.2%，比上月微升 0.1 个百分点；中、小型企业 PMI 分别为 49.6%和 48.3%，比上月回落 1.8 和 1.1 个百分

点，均低于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。

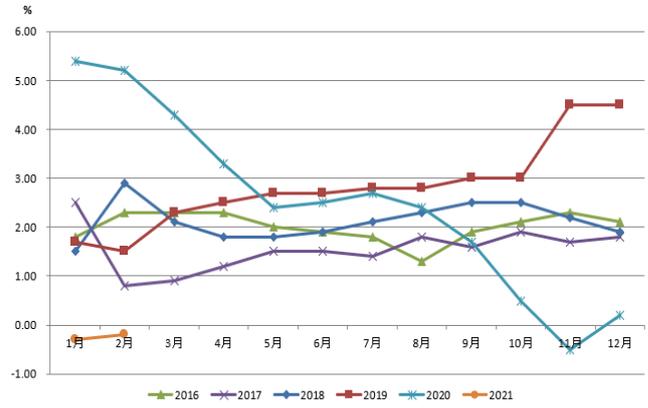
CPI 同比小幅下降、PPI 同比涨幅扩大。国家统计局数据显示 2 月 CPI 同比下降 0.2%（前值-0.3%/+0.1 个百分点）；环比上涨 0.6%（前值+1.0%/-0.4 个百分点）。国内需求稳定恢复，国际大宗商品价格持续攀升，带动工业品价格继续上行，2 月全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨 1.7%，增速有所提升（前值+0.3%/+1.4 个百分点），其中黑色金属冶炼和压延加工业价格同比上涨 14.1%，较上月提升 4.2 个百分点；PPI 环比上涨 0.8%（前值 1.0%/-0.2 个百分点），黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 2.3%，较上月小幅下降 1.5 个百分点。

图 1. PMI 连续三个月小幅下滑 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

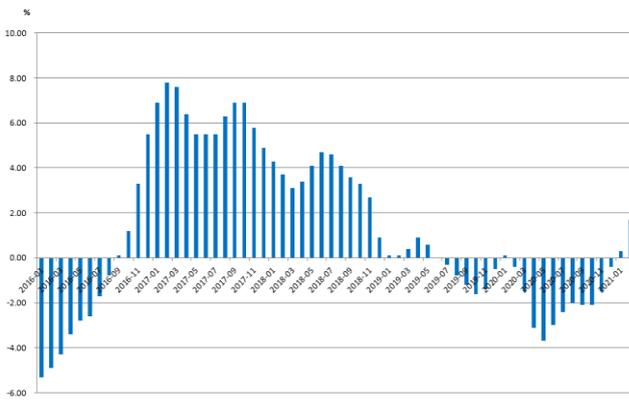
图 2. CPI 同比降入负值区域 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

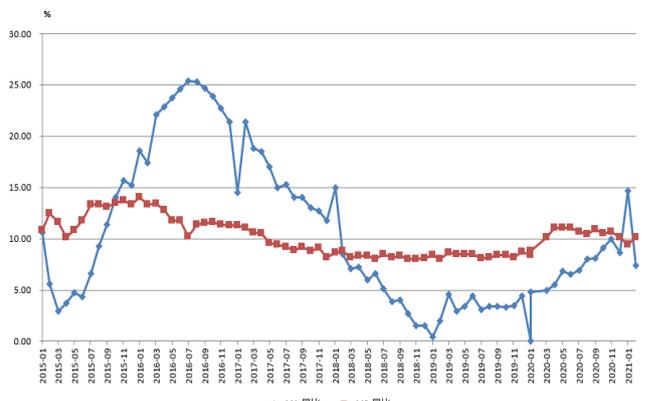
积极的财政政策力度有望减弱。财政部 25 日发布数据显示，2021 年 1 月，全国发行地方政府债券 3623 亿元。其中，发行一般债券 2127 亿元，发行专项债券 1496 亿元，均为再融资债券。数据显示，2021 年 1 月，地方政府债券平均发行期限为 8.0 年，平均发行利率为 3.37%。截至 2021 年 1 月末，地方政府债券剩余平均年限为 6.8 年，平均利率为 3.51%。截至 2021 年 1 月末，全国地方政府债务余额为 260208 亿元。其中，一般债务 129495 亿元，专项债务 130713 亿元；政府债券 258457 亿元，非政府债券形式存量政府债务 1751 亿元。

图 3. PPI 同比增幅略有扩大 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. M1、M2 增速再反转 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

资金面依然充足，信用将缓慢收缩。2月末，广义货币(M2)余额223.6万亿元，同比增长10.1%，增速分别比上月末和上年同期高0.7个和1.3个百分点；狭义货币(M1)余额59.35万亿元，同比增长7.4%，增速比上月末低7.3个百分点，比上年同期高2.6个百分点；流通中货币(M0)余额9.19万亿元，同比增长4.2%。当月净投放现金2299亿元。2月份人民币贷款增加1.36万亿元，同比多增4529亿元，2月末本外币存款余额223.52万亿元，同比增长10.4%，2月社会融资规模增量为1.71万亿元，比上年同期多8392亿元。金融数据好于预期，表明2月国内资金面仍然相对充足，央行默认宽信用还会顺势延续一段时间，不至于“一脚刹车踩到底”，实体经济当中企业对于资金需求依然旺盛，经济形势尚可。

第三部分 钢材供给：利润修复 限产严格

钢厂利润自低谷逐渐修复，终端消费预期回暖，1-2月全国粗钢生产17498.9万吨，同比大幅增加12.9%，春节前后的短期减产预期被证伪，工信部决心今年要控制粗钢产量增长，可见3-12月粗钢生产面临较大压力。3月以来，唐山地区环保限产突然收紧，部分环控未达标钢厂将限产30-50%，并且持续至年底，这令高炉开工率快速跳水，预计3月粗钢产量将有所缩减，随着时间推移限产若放松、钢厂利润进一步提升，粗钢供给有望在二季度逐渐回升。

一、粗钢产量同比增加 阶段环保限产从严

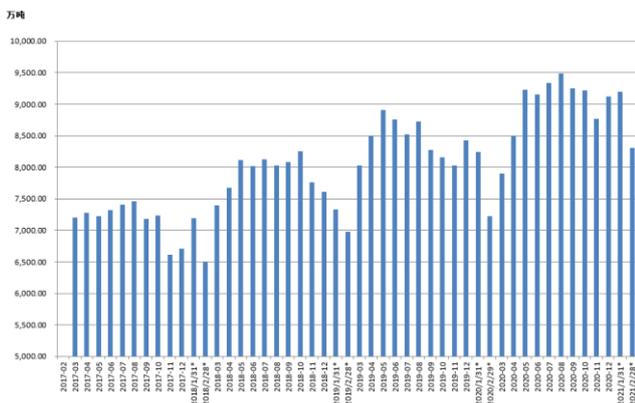
长期来看，如果没有政策干预，国内粗钢产量在2021年，将有5%左右的自然增幅，海外经济复苏，全球粗钢总产量也有望同比增长5%左右，但粗钢产量的持续攀升与钢铁行业供给侧改革的成果以及环保任务不利，为实现我国在2030年前碳达峰、2060年前碳中和的目标（“碳达峰”指的是我国承诺2030年前，二氧化碳的排放不再增长，达到峰值之后逐步降低。而“碳中和”是指企业、团体或个人测算在一定时间内直接或间接产生的温室气体排放总量，然后通过植树造林、节能减排等形式，抵消自身产生的二氧化碳排放量，实现二氧化碳“零排放”。）作为制造业31个门类中碳排放量最大的行业，钢铁业未来节能减排压力明显增大。去年底以来，工信部在多次会议上表示，将逐步建立以碳排放、污染物排放、能耗总量为依据的存量约束机制。通过严控新增产能、完善相关政策措施、推进兼并重组等手段，坚决压缩钢铁产量，确保2021年粗钢产量同比下降。

进入1-2月传统钢材淡季，本有春节长假因素对粗钢产量的制约，但今年高炉开工率仅在1月小幅下滑不到3个百分点，“原地过年”政策令节后复工较往年更早、更快，高炉开工率在2月5日当周已经止跌回升，并且在春节之后再次回升，钢材周度产量数据也略有微增，国家统计局数据显示，2021年1-2月我们生产粗钢17498.9万吨，同比大幅增长12.90%。国内粗钢产量在2020年1-12月累计报于105299.9万吨，同比增长5.20%，创历史记录，今年工信部决心要控制粗钢产量增长，可见3-12月粗钢生产面临较大压力。

三月本应是采暖季结束、环保限产政策有所放松的时间点，但今年二月末开始唐山市钢铁企业迎来了限产从严格的管控。2月22日，唐山市启动重污染天气II级应急响应，并在两天之后再一次加大减排力度，3月2日唐山市出台《关于唐山市3月份大气污染综合治理攻坚月方案的通知》与《关于进一步加大重污染天气应急响应期间减排力度的紧急通知》，提出力争3月份唐山市空气质量综合指数排名退出全国168个重点监测城市“后二十”，集中开展十项大气污染综合治理攻坚行动；再于3月8日发布《关于启动重污染天气II级应急响应的通知》，要

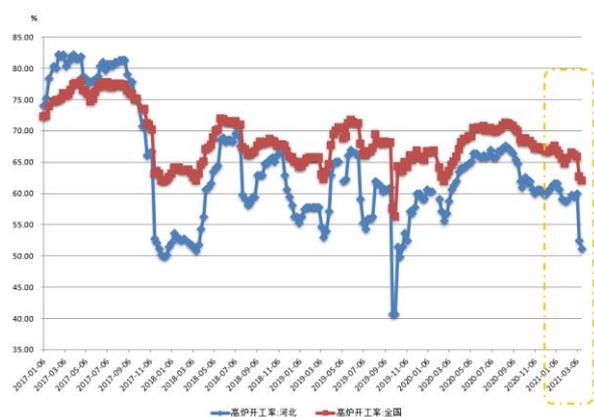
求工业企业在 9-11 日按照一级红色预警响应实施限产措施。3 月 17 日，生态环境部在唐山市检查发现部分钢铁企业不同程度存在未落实重污染天气应急响应措施问题，为强化钢铁企业管理、加大违法行为的惩戒力度，经市政府研究决定，对未落实应急响应的企业实行差异化限产减排，执行时间自 3 月 20 日 0 时至 4 月 20 日 24 时，为期一个月。3 月 18 日唐山市再发《关于报送钢铁行业企业限产减排措施的通知》，要求未落实应急响应的 7 家钢铁企业 3 月 20 日-6 月 30 日执行限产 50% 的减排措施，7 月 1 日-12 月 31 日执行 30% 的减排措施，其余 16 家钢铁企业于 3 月 20 日-12 月 31 日都执行 30% 的减排措施。限产政策逐渐加严使得河北高炉开工率在 3 月 12 日当周跳水 7.62 个百分点，又在 3 月 19 日当周再度小幅收缩至 51.11%，全国高炉开工率也下滑至 62.02%，为近三年的低位水平，预计粗钢产量在 3 月份会出现明显收缩至 7500 万吨左右。

图 5. 中国粗钢产量维持高位（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 高炉开工率显著收缩（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

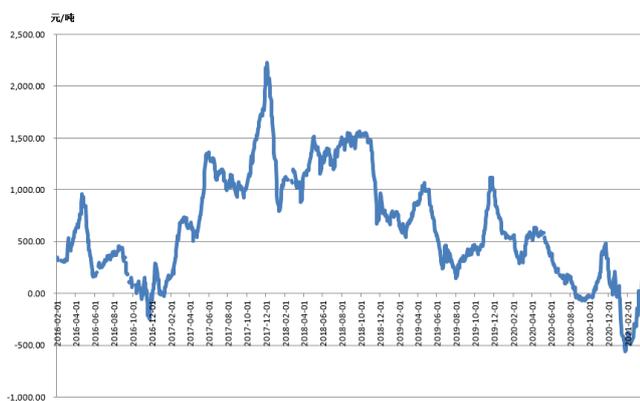
二、吨钢利润显著修复 回归正常区间

去年四季度末，在焦化去产能进入攻坚阶段的驱动下，焦炭价格因供需显著偏紧而大幅拉涨至 3000 元/吨关口，焦化利润一度高达千元，而吨钢生产进入亏损区域，理论亏损值探至 500 元/吨。随着焦炭期价领衔回落、焦化新产能投产预期增强，焦炭现货价格终于在春节后开启了第一轮提降，并且在唐山限产从严格的三月加快提降节奏，截至 3 月 25 日，焦炭现货已经跌价七轮累计 700 元/吨，钢材价格在限产的提振下有所抬升，吨钢利润快速修正至 3 月 24 日的 250.27 元/吨，而焦化利润也回落至 200 元/吨左右的正常水平。吨钢利润有望在螺纹终端消费启动后进一步修正，这将在钢厂环保限产政策放松后加快钢厂开工回升的节奏。

三、库存拐点显现 表观消费继续回升

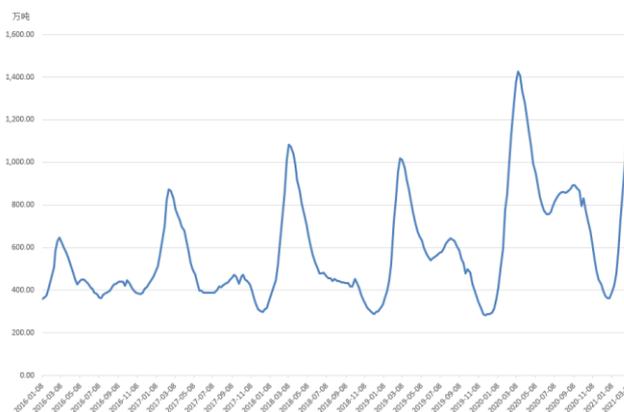
螺纹钢社会库存 3 月 5 日显现阶段高点 1304.22 万吨，较 2020 年 3 月 13 日当周的库存高点 1426.95 万吨，下降 122.73 万吨，去年因疫情导致累库基数较大，今年库存高点较 2019 年增加 285.56 万吨，库存拐点也较 2019 年迟到两周时间；3 月 12 日当周螺纹钢厂内库存报于 529.62 万吨，随后拐头回落，较去年同期大幅下降 246.62 万吨，但比 2019 年的阶段高点多 180.34 万吨，并且库存拐点迟到三周时间，而螺纹钢表观消费量自 2 月 26 日当周止降回升，显示出终端需求已经开始回暖，短期去库存仍有一定压力，后续去库存将成为价格的正向驱动因素。

图 7. 吨钢利润显著修复（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 螺纹钢社会库存拐点初现（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第四部分 钢材需求：国内投资增速好于预期

房地产开发投资和基建投资自去年疫情重创之后均逐渐修复，房地产投资增速 2020 全年增速达 7.0%，基建投资增速在去年 1-12 月份报于 2.9%，两者为国内经济复苏起到重要作用。今年 1-2 月，房地产开发投资和基建投资增速较去年大幅提升，尽管去年低基数的因素占比较大，增速仍好于 2019 年同期。“原地过年”政策以及天气回暖早于往年的利好之下，房地产项目和基建项目在 1-2 月传统淡季也没有受太大影响，对钢材消费的驱动将从 3 月开始逐渐显现，这与螺纹钢表观消费量自 2 月末开始回升相验证。

一、 房地产投资增速飙升

从政策角度来看，中央对于房地产市场的调控决心不动摇，坚持“房住不炒”定位，2020 年 8 月份，央行、住建部召开重点房企座谈会，研究进一步落实房地产长效机制，明确了房企融资监管新规“三道红线”。2021 年 1 月 21 日开始多地集体上线新一轮房地产调控，上海领衔深圳、广州、杭州相继出台从限购、限售、限贷等多方面手段收紧的调控政策，合肥、成都加大对哄抬房价等违规行为的打击力度，同时，上海、广州、深圳部分银行信贷资金吃紧、放贷速度放缓。但各项调控举措只是为了平抑房价的快速增长，并不直接影响房地产市场整体运行。房地产开发投资自去年疫情重创之后逐渐修复，全年增速达 7.0%，为经济复苏起到重要作用。

今年 1-2 月份，全国房地产开发投资 13986 亿元，同比增长 38.3%，增速较去年 1-12 月大幅提升 31.3 个百分点，主要因 2020 年 1-2 月全国房地产开发投资额受疫情影响，基数较低；但今年 1-2 月房地产开发投资仍比 2019 年 1-2 月份大幅增长 15.7%，两年平均增长 7.6%，完全没有受季节性淡季因素的拖累。其中，住宅投资 10387 亿元，增长 41.9%。1-2 月份，房地产开发企业房屋施工面积 770629 万平方米，同比增长 11.0%，增速较去年 1-12 月提升 7.3 个百分点。1-2 月份，房地产开发企业土地购置面积 1453 万平方米，同比增长 33.0%；土地成交价款 503 亿元，增长 14.3%。1-2 月份，商品房销售面积 17363 万平方米，同比增长 1.05 倍；比 2019 年 1-2 月份增长 23.1%，两年平均增长 11.0%。月末，商品房待售面积 52425 万平方米，比 2020 年末增加 2575 万平方米，房地产企业库存压力较大。随着 3 月天气转暖，北方不利于施工因素消退，二季度房地产开发投资增速或将呈稳步上升走势，但考虑到“三道红线”影响，房企融资难度仍较大，后续开发投资增速维持大幅提升的可

能性不大。

图 9. 房地产投资增速因低基数而飙升 (%)

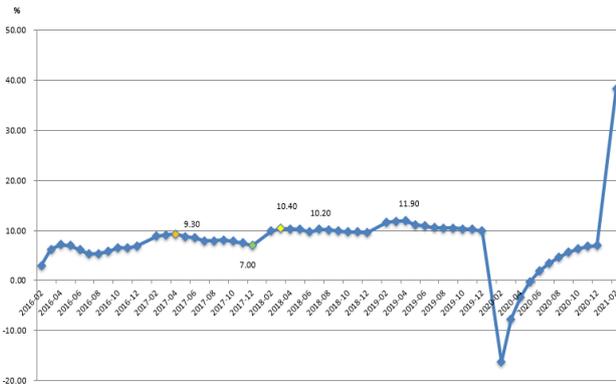
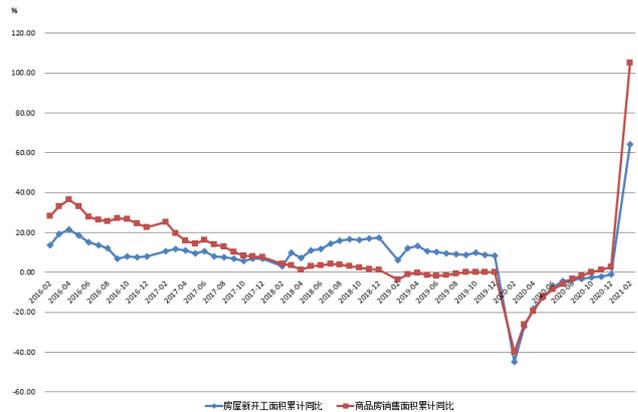


图 10. 房屋新开工面积与商品房销售面积增速 (%)



来源: WIND 新纪元期货研究

资料来源: WIND 新纪元期货研究

对钢材消费产生直接作用的单月房屋新开工面积在去年大幅攀升, 2020 年 2 月见底以来快速回升, 4-7 月均保持在 2 亿平方米之上, 其中 4 月最高近 3 亿平方米, 为历史新高, 6 月也触及 2.8 亿平方米的高位, 显示出二季度以来地产端对螺纹钢的需求快速攀升, 进入三季度, 地产端赶工热情略有下滑, 9 月-11 月基本维持于 2 亿平方米左右, 12 月小幅回升至 2.3 亿平方米。2021 年春节相对较晚, “原地过年” 政策以及天气回暖早于往年的利好之下, 房地产项目在 1-2 月传统淡季也没有受太大影响, 1-2 月房屋新开工面积 17037 万平方米, 尽管远低于去年末的 2.3 亿平方米, 但同比大幅增长 64.3%, 增速较去年 1-12 月飙升 65.4 个百分点, 一般房地产新开工的第 2-3 个月是地下至正负零阶段, 这时候用钢量较多, 1-2 月房屋新开工对钢材消费的驱动将从 3 月开始逐渐显现, 这与螺纹钢表观消费量自 2 月末开始回升相验证。

图 11. 房屋新开工面积单月高位回落 (万平方米)

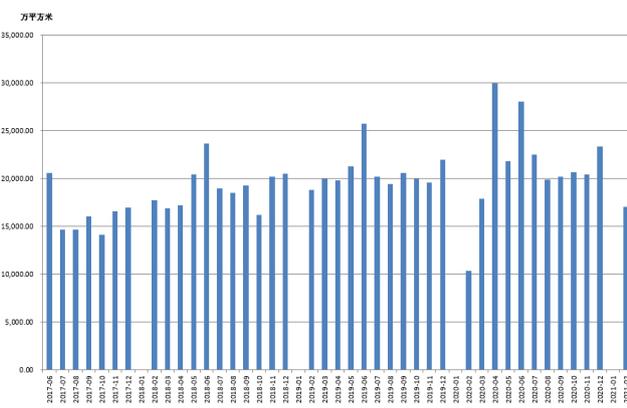
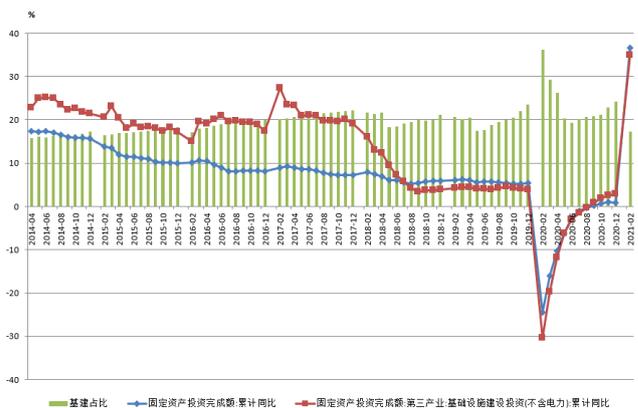


图 12. 固定资产投资、基建投资累计同比低位回升 (%)



来源: WIND 新纪元期货研究

资料来源: WIND 新纪元期货研究

二、 基建投资增速大幅提升

国家统计局数据显示, 1—2 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 45236 亿元, 同比增长 35.0%, 增速比去

年 1-12 月大幅提高 32.1 个百分点，主要也是去年基数较低的原因；但今年仍比 2019 年 1—2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 36.6%。其中，水利管理业投资增长 47.2%；公共设施管理业投资增长 42.3%；道路运输业投资增长 30.7%；铁路运输业投资增长 52.9%。固定资产投资增速和基建投资增速自疫情之后快速修正，9 月以来同步止降回升，并且基建投资增速开始快于固定资产投资增速。进入 2021 年，随着“两新一重”储备项目的加快落实，基建投资增速有望进一步回升，继续发挥稳增长的作用，但今年财政政策或稍有收紧，地方专项债发行规模有望降至 3 万亿左右，基建对经济的驱动力较 2020 年或小幅减弱。

第五部分 行情展望与总结

2 月国内宏观经济数据表现一般，制造业采购经理指数连续三个月微弱下降，CPI 同比落入负值区域，PPI 增速略有提升，“原地过节”政策令各行业复工复产早于往年同期，国内基本无疫情扰动，3 月市场资金流动性好于预期，宽信用仍在惯性延续，房地产投资增速和固定资产投资增速较去年低基数有剧烈增幅，较 2019 年同期也有明显提升，商品需求预期良好。美联储推出 1.9 万亿美元财政刺激计划后又有 3 万亿美元计划传闻，助推商品整体维持强势格局。

钢厂利润自低谷逐渐修复，终端消费预期回暖，1-2 月全国粗钢生产 17498.9 万吨，同比大幅增加 12.9%，春节前后的短期减产预期被证伪，工信部决心今年要控制粗钢产量增长，可见 3-12 月粗钢生产面临较大压力。3 月以来，唐山地区环保限产突然收紧，部分环控未达标钢厂将限产 30-50%，并且持续至年底，这令高炉开工率快速跳水，预计 3 月粗钢产量将有所缩减，随着时间推移限产若放松、钢厂利润进一步提升，粗钢供给有望在二季度逐渐回升。

房地产开发投资和基建投资自去年疫情重创之后均逐渐修复，房地产投资增速 2020 全年增速达 7.0%，基建投资增速在去年 1-12 月份报于 2.9%，两者为国内经济复苏起到重要作用。今年 1-2 月，房地产开发投资和基建投资增速较去年大幅提升，尽管去年低基数的因素占比较大，增速仍好于 2019 年同期。“原地过年”政策以及天气回暖早于往年的利好之下，房地产项目和基建项目在 1-2 月传统淡季也没有受太大影响，对钢材消费的驱动将从 3 月开始逐渐显现，这与螺纹钢表观消费量自 2 月末开始回升相验证。

总结：3 月黑色系商品交易的重心从 2 月的需求端“金三银四”预期转移至环保限产政策对钢材供给、炉料需求的制约。随着焦炭价格自 3000 元/吨大关顺畅跌至 2100 元/吨一线，铁矿石价格重心小幅下移，钢厂利润得到显著修复，目前已经回归正常区间，焦化利润也回落至合理水平，限产时间推移，钢厂开工率将逐渐回升，从而提振炉料消费，3 月中旬开始螺纹钢库存拐点出现，出库存压力短期制约钢价，但基建、地产投资增速表现亮眼，二季度钢材消费预期相对乐观，黑色产业链有望再次迎来自下而上的驱动。

操作建议：黑色主力逐渐移仓远月，二季度整体以偏多思路为主。螺纹 10 合约以中线买入思路为主；铁矿石 09 合约在 850-1100 元/吨区间高位震荡，短线依托 900 一线逢低短多；焦炭 09 合约依托 2150 点一线尝试博弈反弹，站上 2250 和 2300 可确认并适当加持；焦煤 09 合约依托 1500 点偏多操作。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们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。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8层F单元

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号