

2016 黑色产业半年报

乘风破浪

摘要

黑色产业上半年走势可谓风生水起，一度成为市场宠儿，也吸引了市场足够多的关注，然而，当聚光灯不在，一切回归平淡时，似乎又是那么脆弱，弹指间灰飞烟灭。

从产业结构来看，黑色产业结构性行情的出现源自于自身供需矛盾的阶段性特征，同时，在宏观经济超乎寻常利好的刺激下，加上供给侧改革的催化，顺乎其然，一切似乎都那么真实，那么可靠。走太快了总要歇歇，连雨不知春去，一晴方觉夏深，一阵欣喜过后，价格回落的亦不带半点含糊。

对于下半年，综合来看，我们认为，经济增长压力较大，宏观经济表现若不佳，不排除政府会加大财政政策刺激力度，因而有可能带来结构性投资机会；此外，虽然我国煤炭钢铁仍是产能严重过剩行业，但今年恰逢大刀阔斧供给侧改革的首年，地位之重要，不容挑战，临近年底若实际效果欠佳，也不排除政府出台更为严厉的改革措施，以此改善市场预期，届时，整个黑色产业价格或将再次受提振，加之低库存催化，结构行情可期。



智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

曹扬慧 研究员

cyh@nawaa.com

0571-87839251

投资咨询从业资格号

Z0000505

范庆田 助理研究员

fanqingtian@nawaa.com

0571-87830532

目录

第 1 章	市场回顾.....	3
1.1.	2016 上半年黑色产业走势回顾.....	4
1.2.	2016 上半年黑色系整体表现.....	6
1.3.	宏观及行业热点梳理.....	8
第 2 章	黑色行情驱动逻辑及后市走势博弈推演.....	10
2.1.	宏观主导黑色趋势行情.....	10
2.2.	行业态势助推结构行情.....	13
2.3.	后市走势研判及博弈过程推演.....	22
第 3 章	策略建议与风险提示.....	24
3.1.	策略建议.....	24
3.2.	风险提示.....	24
	南华期货分支机构.....	25
	免责声明.....	27

图表目录

图 1.1 焦煤期现价格及基差走势	4
图 1.2 焦炭期现价格及基差走势	5
图 1.3 螺纹钢期现价格及基差走势	5
图 1.4 铁矿石期现价格及基差走势	6
图 1.5 黑色品种价格走势对比	6
图 1.6 黑色品种投机度	7
图 1.7 黑色品种波动概况	7
图 2.1 M2 与社会融资规模	10
图 2.2 固定资产投资完成额	11
图 2.3 房地产与基建投资完成额	11
图 2.4 美国非农数据及失业率	12
图 2.5 美元指数与大宗商品价格走势对比	13
图 2.6 我国粗钢产量及表观消费	14
图 2.7 重点企业钢材库存季节性	14
图 2.8 钢厂高炉开工率	15
图 2.9 盈利钢厂统计	15
图 2.10 唐山吨钢利润估算	16
图 2.11 我国钢材出口季节性	16
图 2.12 我国粗钢日均产量季节性	17
图 2.13 四大矿山铁矿季度产量	17
图 2.14 澳大利亚与巴西铁矿发货量	18
图 2.15 我国矿山开工率：铁精粉	18
图 2.16 我国铁矿石进口及生铁产量	19
图 2.17 国内大型钢厂进口矿库存可用天数与普氏指数	19
图 2.18 铁矿石港口库存季节性	20
图 2.19 我国主要港口焦煤焦炭库存情况	20
图 2.20 焦化厂开工率	21
图 2.21 黑色产业价格博弈推演	22

第1章 市场回顾

1.1. 2016 上半年黑色产业走势回顾

今年上半年，整个黑色产业走势可谓风生水起，一波未平，一波又起，一浪高过一浪，反转亦来的那么直接，表现的又那么痛快，以不带丁点留念之势，飞流直下三千尺，不禁让人大呼快哉！

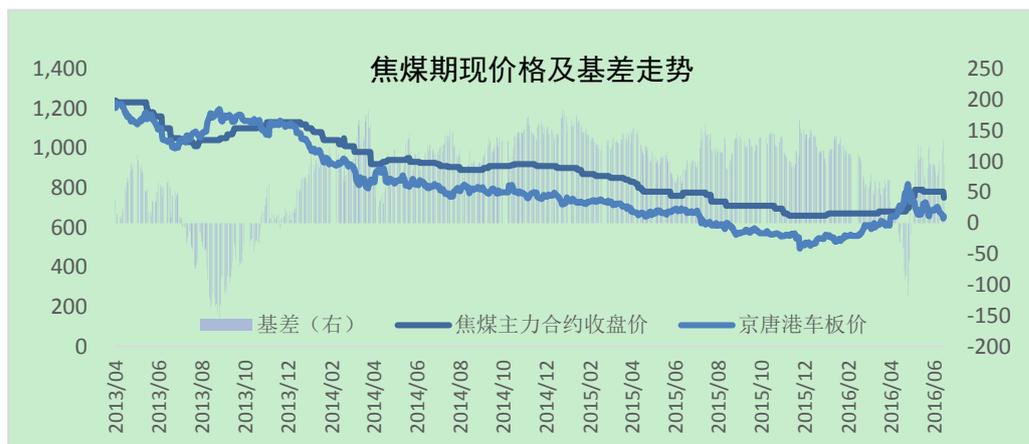
◆ 煤焦

从主力合约来看，焦煤于 2015 年 11 月 24 日探至历史最低点 466 元/吨后开始反弹，一路走高，至今年 3 月份，价格上升还是缓慢的，但进入 4 月，价格极速拉涨，4 月 26 日达反弹高点 837.5 元/吨后转头向下，来不及回首，之后短短的十来个交易日就跌去近 200 点，虽不是历史之最，但在历史上定将其名，并占有一席之地。数据方面，此轮反弹，从最低点看，反弹幅度达 79.7%，随后几个交易日中，价格由高点开始回落，至 5 月 9 日，价格回落 21.2%，之后基本在 650-730 区间震荡，但波动较之前明显增加。

焦炭表现整体与焦煤相似，但在达高点后回落程度要强于焦煤，这与其基本面密切相关。焦炭于 2015 年 12 月 1 日达历史最低点 588 元/吨后开始反弹，同样，至 3 月份反弹过程都是较温和的，进入 4 月份，开始暴涨模式，并一发不可收拾，至 4 月 26 日达阶段性反弹高点 1142 元/吨后方向迅速改变，又开始暴跌模式，比起暴涨模式来的更加疯狂，有过之而无不及，至 5 月 25 日此轮暴跌方才止稳，而此时相对最高点已跌去 28.4%，此后基本进入震荡行情。

从煤焦现货市场表现来看，当价格从底部开始反弹之际，期现联动较好，表现为价格同步上升，但当期货价格达阶段性反弹高点渐趋趋弱情况下，煤焦现货在基本面支撑下表现依旧坚挺，并未出现断崖式下跌。基差方面，在期货价格快反弹至最高点附近时，煤焦基差都表现为负，且相继达阶段性低点。

图 1.1 焦煤期现价格及基差走势



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2 焦炭期现价格及基差走势



资料来源：Wind 南华研究

◆ 钢材

总体来说，今年上半年钢材价格大大超过多数人的预料，由暴涨到暴跌，似乎只是转瞬之间的事。自2011年以来，钢铁价格一路走低，2015年钢铁行业基本陷入全行业亏损境地，价格也于2015年12月1日跌倒历史最低点1628元/吨，在极度悲观中，以螺纹钢为代表的钢材价格迎来久违的强力反弹，吨钢利润摆脱亏损状态，最高时甚至可达1000元/吨，对钢厂而言更是犹如久旱逢甘露，在低库存刺激下，加之对后市重新燃起的希望，钢厂纷纷提升高炉开工率，增加产量，试图放手一搏，将前些年亏损的利润一并赚回。然而市场规律并不随人为的意志而改变，当下游需求不再，或进入淡季之后，过度的产量带来的将是价格的快速回落，这也更是今年上半年钢材价格的真实写照。螺纹钢此轮反弹从最低点1628元/吨至2016年4月21日最高点2787元/吨，反弹幅度达71.2%，随后短短数个交易日价格便再次暴跌至2000元/吨一线，随后基本在此上下波动。

现货市场，螺纹钢价格走势基本与期价相吻合，只是在期价暴涨前涨势来的更加凶猛，“只听涨价声，未见提价人”一度成为市场暴涨时的常态。暴涨之后随之暴跌，令钢厂来不及回首，短短几个月又重回亏损边缘。

图 1.3 螺纹钢期现价格及基差走势



资料来源：Wind 南华研究

◆ 铁矿

铁矿石作为此轮大宗商品反弹的明星产品之一，表现也异常耀眼。同样，经历几年熊市洗礼，于2015年12月2日价格探至历史低点278元/吨后强力反弹，踏着钢材价格节奏，一路走高，止于2016年4月25日阶段性高点502元/吨，随后与钢材表现如出一辙，暴跌，此轮反弹幅度达80.6%，反弹后短期又暴跌至350元/吨一线。

CFR中国北方62%品味铁矿石价格指数此轮由历史最低点38.5美元/吨反弹至阶段性高点70.5美元/吨后，随后回落至50美元/吨附近，并开始震荡。

铁矿现货市场整体表现要稍强于期货，暴涨暴跌时要比期货价格波动剧烈。

图 1.4 铁矿石期现价格及基差走势



资料来源：Wind 南华研究

1.2. 2016 上半年黑色系整体表现

黑色从去年底开始的这波反弹，总体趋势基本一致，尤其在暴涨阶段，但在暴跌时期，“双焦”的抗跌性要强于其它品种，这与供给侧改革的具体落实政策密切相关。

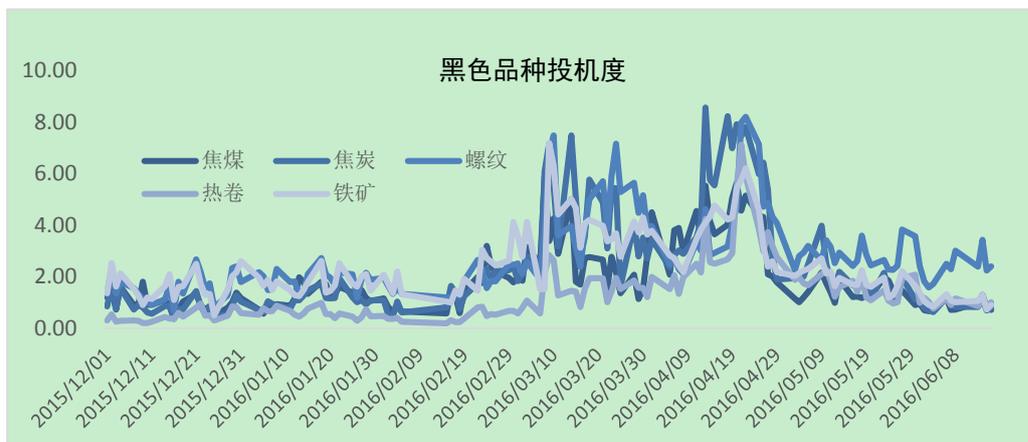
图 1.5 黑色品种价格走势对比



资料来源：大商所 郑商所 上期所 南华研究

从成交量与持仓量比值来看（俗称投机度），在价格暴涨阶段，投机度明显上升，基本在价格反弹至高位之后，投机度也达峰值。此后，在交易所大幅提高手续费等严厉措施下，投机也得到有效遏制。

图 1.6 黑色品种投机度



资料来源：大商所 郑商所 上期所 南华研究

从波动来看，今年以来，黑色整体波动趋势是上升的。也就是说，随着价格反弹程度的扩大，波动随之上升，当价格达相对高位后，多空双方分歧加大，因而整体波动继续上升，而当下降趋势显著时，多头力量则相对薄弱，此时波动是逐渐变小的，因此从图上可明显看出 5 月分之后波动率下滑。

因此，从某种意义上来说，波动率作为行情研判的一种先行指标是可行的。

图 1.7 黑色品种波动概况



资料来源：Wind 南华研究

1.3. 宏观及行业热点梳理

2016 年以来，我国以壮士断腕之勇气推进供给侧结构改革，并取得了一系列可喜可贺的成就。黑色产业与宏观经济密切相关，因此我们有必要对今年以来发生的宏观及行业热点问题有必要追踪，以寻找相互之间的联系。

◆ 宏观热点

1. 央行首提货币政策“稳健略偏宽松”

2 月央行行长周小川和副行长易纲在上海出席了 G20 财长和央行行长会议的新闻发布会。央行指出，鉴于对中国和全球经济当前形势的看法，货币政策是处于稳健略偏宽松的状态，还要不断观察适时动态调整。

2. 中国人民银行决定下调存款准备金率

中国人民银行决定，自 2016 年 3 月 1 日起，普遍下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，以保持金融体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。

3. 2016 年中国经济八大目标

十二届全国人大四次会议上，政府工作报告等系列报告提出了经济发展的一系列目标：(1)GDP 增长 6.5%-7%；(2)赤字率提高到 3%；(3)M2 增长 13%左右；(4)CPI 涨幅 3%左右。

4. 积极财政政策加码

政府工作报告中提出，今年积极的财政政策要加大力度。今年拟安排财政赤字 2.18 万亿元，比去年增加 5600 亿元，赤字率提高到 3%。其中，中央财政赤字 1.4 万亿元，地方财政赤字 7800 亿元。

5. 新华社：面对“L”型走势应有定力

中国经济运行是“L”型走势，“L”型是一个阶段，不是短时间能变化的。权威人士近日对中国经济形势的此番分析，引发各界广泛关注。在“十三五”开局之年，面对“L”型走势，不管是宏观政策取向，还是微观应对，都应保持必要的定力

6. 中国固定资产投资增速降至 16 年低点

今年 1-5 月，固定资产投资同比增长 9.6%，增速降至 2000 年以来的最低水平。增速放缓主要是由民营部门导致的，民间投资仅增长 3.9%，而国有控股投资增长 23.3%。

◆ 行业热点

1. 供给侧改革启动，化解产能大战将打响

2015 年中央经济工作会议认为，2016 年主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务，并将矛头直指产能严重过剩的煤炭和钢铁行业。

2. 国务院常务会议确定进一步化解钢铁煤炭行业过剩产能的措施

国务院总理李克强 1 月 22 日主持召开国务院常务会议，提出在近几年淘汰落后钢铁产能 9000 多万吨的基础上，再压减粗钢产能 1-1.5 亿吨；较大幅度压缩煤炭产能，同时严控新增产能。

3. 2015 年钢铁行业亏损 645 亿

1 月 29 日，中钢协披露数据称，2015 年会员钢企亏损总额 645.34 亿元，亏损面高达 50.5%。内陆钢企亏损遥遥领先，酒钢宏兴更是以近 70 亿元的亏损额跃居榜首。

4. 多地煤炭行业加快去产能

2 月 4 日和 5 日，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》和《关

于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》。2016 年供给侧结构性改革大幕就此开启，钢铁、煤炭行业成为先行先试领域。

《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》2 月 5 日发布，明确提出从 2016 年起，用 3 至 5 年时间，再退出煤炭产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。这份被认为是煤炭业去产能总纲的文件一出，各地去产能的配合步伐随之跟进。

5. 铁路公路将迎来逾 2 万亿元投资盛宴

“十三五”期间铁路投资将继续发挥在经济筑底背景下作为支柱的核心作用。整个“十三五”规划预计铁路固定资产投资规模将达 3.5 万亿元至 3.8 万亿元。其中基建投资近 3 万亿元。

6. 钢煤“去产能”配套文件陆续出台

国家安全监管总局、国家煤矿安监局发布《关于支持钢铁、煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》。中央化解钢铁、煤炭过剩产能规划有 8 个配套文件，目前有一半已经出炉。

7. 国务院发布质量发展纲要 2016 年行动计划

国务院办公厅发布《贯彻实施质量发展纲要 2016 年行动计划》（下称“行动计划”）。行动计划强调，加强质量整治淘汰落后产能和化解过剩产能。在煤炭、钢铁、电解铝、石油化工等高能耗、高污染行业严格执行生产许可及其他行业准入制度，按标准淘汰落后产能和化解过剩产能。

8. 安监总局钢铁煤炭行业去产能配套文件公布

自 2016 年起 3 年内，原则上停止新核准（审批）的建设项目和新增产能的技术改造项目安全设施设计审查工作，确需新建煤矿的，严格审核经投资主管部门核准项目的安全设施设计；原则上 3 年内不再进行煤矿生产能力核增，已纳入各地“十二五”小煤矿机械化改造规划且 2015 年底之前开始的小煤矿机械化改造项目，生产能力核定工作原则上要在 2016 年 12 月底前完成。

9. 一行三会印发《关于支持钢铁煤炭行业化解产能实现脱困发展的意见》

人民银行、银监会、证监会、保监会联合印发了《关于支持钢铁煤炭行业化解产能实现脱困发展的意见》（银发〔2016〕118 号，以下简称《意见》）

《意见》提出，金融机构应坚持区别对待、有扶有控原则，满足钢铁、煤炭企业合理资金需求，严格控制对违规新增产能的信贷投入。对长期亏损、失去清偿能力和市场竞争力的企业及落后产能，坚决压缩退出相关贷款。

10. 交通基础设施建设三年行动启动 投资 4.7 万亿元

5 月 11 日，国家发展改革委、交通运输部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》。《行动计划》指出，2016-2018 年，拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元。

11. 煤炭主产区去产能进入全面执行期

近日，晋陕蒙等煤炭主产区相继落实煤炭减量化生产要求，严格落实 276 个工作日，煤炭去产能进入全面执行期。随着市场供应趋紧，煤价出现小幅上涨。

12. 环保部开展钢铁、煤炭行业排污费征收专项稽查工作

5 月 26 日，据环保部网站消息，环保部决定组织开展钢铁、煤炭行业排污费征收专项稽查工作。

第2章 黑色行情驱动逻辑及后市走势博弈推演

2.1. 宏观主导黑色趋势行情

黑色产业与宏观经济密切相关，就钢材而言，粗略估算，30%左右用于房地产，25%左右用于基建，可以说房地产与基建占据钢材终端需求的半壁江山，而房地产与基建又与国家宏观经济发展及各项政策联系紧密，因此我们不可否认的是，宏观经济是外围主导黑色产业大趋势行情核心力量之一。

◆ GDP M2 社会融资与信贷规模

一季度我国 GDP 增速 6.7%，虽然相较于去年出现下滑，但就表现来看，依旧良好，符合甚至超出部分人预期，因此就有人断言我国经济将触底回升，实现反转，并将继续维持高速增长。然而“权威人士”于 5 月 9 日在人民日报撰文回应当下热点时重点谈到，中长期看，我国经济走势将是 L 型，不是 U 型，更不可能是 V 型，我国经济未来一段时间仍将处于下行通道，这一论断或许将是我国经济未来走势的真实写照。

此外，我们应该注意到，我国今年一季度信贷量暴增至 4.61 万亿，直接超过了 09 年一季度的 4.58 万亿，同时，一季度的社会融资规模达 6.59 万亿，创历史新高，而同期 GDP 增速仅有 6.7%，可见货币政策对于经济的增长刺激作用正在不断递减。从 M2 规模数据看，自 2009 年以来，中国 M2 从 49.6 万亿增长至 2016 年 5 月的 146.1 万亿，总额增长近 200%。不可否认的是，货币投放规模的大幅增长是推动大宗商品价格上涨的重要力量之一，这也解释了为什么一季度以螺纹钢为代表的黑色价格持续上涨，而随着 M2 增速及信贷投放的放缓，大宗商品价格亦出现结构性回调。对下半年而言，大趋势方面，宏观经济政策仍将主导着黑色行情，但更应关注财政政策的变化情况。

图 2.1 M2 与社会融资规模



资料来源：国家统计局 南华研究

◆ 房地产 基建等固定资产投资

整体而言，我国固定资产投资增速是下滑的，2016 年 5 月固定资产投资完成额累计增

速 9.6%，近些年来首次低于两位数，但民间固定资产投资增速下滑更严重，从图 2.2 也可以发现，5 月仅为 3.9%，这也是我国高层现阶段正在思考的核心经济问题之一，民间投资增速下滑因素非常复杂，包括融资难、政策阻碍大等，短期也很难实现质的改变。因此，对于整个黑色产业，未来一段时间下游终端需求或仍将萎靡不振，价格也将继续承压。

图 2.2 固定资产投资完成额



资料来源：国家统计局 南华研究

但我们可以发现，占据固定资产投资半壁江山的房地产与基建行业，一季度投资回暖明显，数据显示，2016 年 2、3、4 月房地产与基建投资完成额累计同比增长分别为 4.8%、8.2%、8.4%和 15.71%、19.25%、19.73%，大幅反弹，带动钢铁需求的大量增加，这也是推动钢材价格今年反弹的主要力量之一。但进入 5 月，房地产投资增速开始出现下滑，同比回落至 7.7%，基建则相对稳定，继续微升至 19.75%，一方面因季节因素投资回落，另一方面也是社会经济状况的间接反映。

图 2.3 房地产与基建投资完成额



资料来源：国家统计局 南华研究

对于房地产与基建，就下半年来说，房地产存有很大的不确定性，若价格继续上涨，则开发商将继续加大开发力度，相反，若国家加大调控力度，从某种程度上来说将不利于房地

产，至少在投资建设，用钢方面会减少，进而打压钢价。而基建则有所不同，从数据上也能发现，其投资增速是稳定的。同时，我们有理由相信，倘若下半年经济运行情况不太乐观，也不排除政府会继续从走老路，加大基础建设投入，刺激经济，配合宽松的货币政策，那么黑色届时将出现结构性投资机会。货币政策方面，未来货币政策在回归稳健的过程中不会明显收紧，释放流动性的方式将主要通过 SLF、MLF、PSL 以及公开市场上的逆回购操作，尤其会倚重 MLF+逆回购的方式，此外，鉴于美联储加息预期仍在，因此央行进一步降准的概率不大。

从黑色今年的行情节奏来看，伴随供给侧结构改革，与宏观经济走势基本一致。一季度的天量信贷投放，房地产市场明显回暖，带动工业品价格强势反弹，当大水漫灌式的刺激模式不在时，经济似乎又重回悲观态势，实体经济发展困难重重，民间投资极速下降，这对大宗商品价格形成压制。但不管怎么说，宏观大环境是决定黑色产业价格走势的根本因素，没有宏观面的配合，黑色也难现大趋势行情，即使行业本身出现阶段性的结构因素，如低库存、低开工等，因为就行业特性来说，需求端的影响系数似乎要远大于供给端，而工业品的供给弹性短期相对较大，与农产品“看天吃饭”相差甚远，逻辑自然而然就显的不同。

◆ 不可忽视的美联储加息预期

今年以来，从不缺乏关于美联储加息的种种传闻，近期美联储主席耶伦时而鹰派、时而鸽派，让市场也很难把握，或许正如前美联储主席格林斯潘所言，“如果你觉得听懂了我说的话，那你一定是误解了我的意思”。从数据上看，5 月份美国失业率 4.7%，某种程度上而言已经达到充分就业水平，但非农数据 38，大大低于分析师的普遍预测，或许这是美联储推迟加息的重要判断之一吧。

美联储加息对市场影响是巨大的，从金融市场表现我们也可以发现，每当 FOMC 会议之际，市场波动都相当剧烈，因此关注美国经济运行情况对判断大宗商品价格趋势具有重要的指导意义。芝加哥商业交易所将美联储 7 月加息概率上调为 62%，美林也预测美国将于 9 月加息。

图 2.4 美国非农数据及失业率



资料来源：美国劳工部 南华研究

如图 2.5 所示，从历史数据我们也可以发现，美元指数与大宗商品价格走势基本负相关，而美国若加息，或加息预期强烈时，通常来说是利多美元的，表现为美元指数上涨，进而利

空大宗商品。虽然黑色产业链上除铁矿石外基本都属于国内品种，但不管怎样，这都与我国宏观经济切实相关，而我国宏观经济运行状况又与美国经济整体情况密不可分，所以对于后半年的预测，就不得不考虑美国可能的加息情况或预期。

图 2.5 美元指数与大宗商品价格走势对比



资料来源：Wind 南华研究

2.2. 行业态势助推结构行情

上半年黑色产业价格的过山车行情与行业态势不无关系，混迹市场多年的钢铁人士都直呼看不懂，钢厂也被整的晕头转向，利润由负转正，最高点吨钢利润甚至可达千元之上，多年罕见，可在钢厂加足马力扩大生产之际，企图将前几年的亏损一并赚回时，钢价又直泻千里，来不及回首，很多钢厂亦在彷徨中错失套保良机，最终利润又基本重回零时代，甚至延续亏损。市场波动之剧烈，一方面受宏观经济影响，另一方面，行业态势配合宏观，实现共振，从而达到助推行情的作用。

◆ 长期产能过剩格局不会改变

以钢铁为代表的黑色产业在未来相当长的时间内依旧是产能过剩行业，因此从大的方向看，价格仍处于承压阶段，中期看，阶段性的行业态势有可能助推结构行情，因此可带来阶段性投资机会。

从上半年表现看，钢铁低库存、低开工情况下，下游的需求突然增加，此时，短期供给又很难跟上，因而导致价格持续暴涨，同时，供给侧改革逐渐深入，又恰逢唐山世园会，环保力度加强，这些因素都在影响着预期，最终落实在价格的强波动上。下半年，就当前来看，整体库存仍旧偏低，虽下游需求放缓，货币政策趋稳，但不排除政府可能超预期的经济刺激，因今年为十三五开局之年，也是建成全面小康社会的最后一个五年的首年，因此定会力保经济的稳定增长，这也很有可能点燃今年新一轮行情。

国务院总理李克强 1 月 22 日主持召开国务院常务会议，提出在近几年淘汰落后钢铁产能 9000 多万吨的基础上，再压减粗钢产能 1-1.5 亿吨；“国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见”并称，目标是从 2016 年开始，用三至五年的时间，再退出煤炭产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量；从 2016

年起，三年内原则上停止审批新建煤矿项目，并开始按全年作业时间不超过 276 个工作日重新确定煤矿产能，严控超能力生产。从长远看，这些政策的出台只是第一步，后期落实效果如何还有待验证，至少在下半年不可抱有太大期望。

2015 年全年我国粗钢产量 8.04 亿吨，同比下降 2.29%，为近些年首次下滑；生铁产量 6.91 亿吨，同比下降 2.84%；粗钢表观消费量 7.04 亿吨，下降 4.7%，高于粗钢产量降幅，某种程度上而言需求萎缩更严重，对价格影响也更深远。据我的钢铁网预测，2016 年全年我国粗钢产量继续下降至 7.7 亿吨左右，需求则为 6.6 亿吨。

图 2.6 我国粗钢产量及表观消费



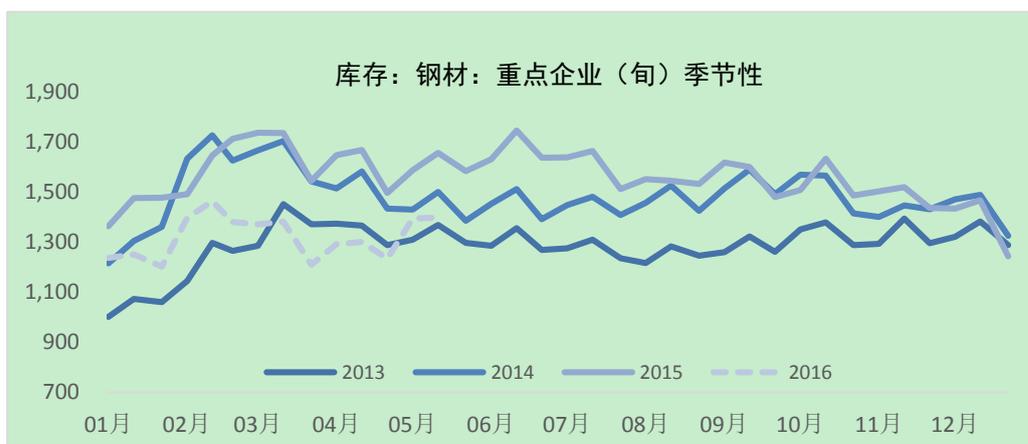
资料来源：工业和信息化部 Wind 南华研究

◆ 钢材：供需矛盾的阶段性左右行节奏

今年以来，钢价大起大落，我们认为最主要因素还在于供需矛盾的阶段性与宏观面的紧密配合，其它诸如资金炒作等充其量起到推波助澜功效。

首先，从钢厂库存来看，今年钢材库存较前两年相比都较低，数据方面，重点企业钢材库存 1 月 31 日仅为 1201.6 万吨，处于近几年相对低位，如下图所示。

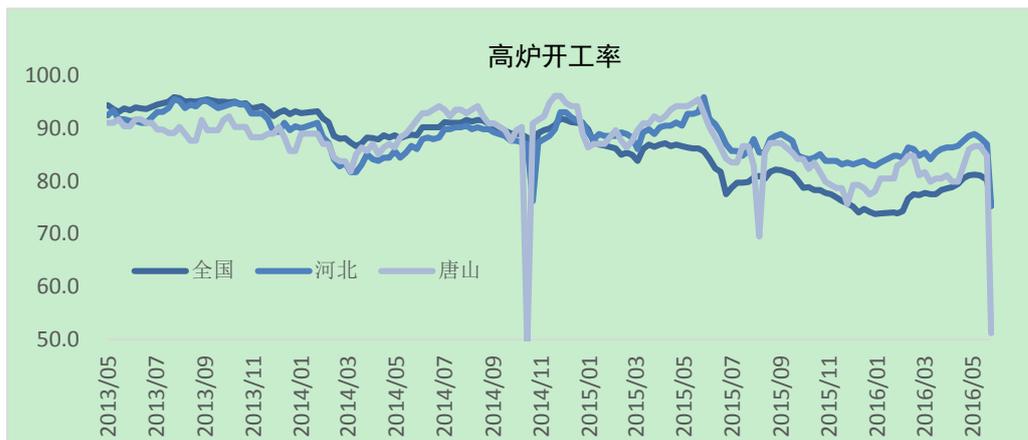
图 2.7 重点企业钢材库存季节性



数据来源：中钢协 南华研究

从社会库存来看，今年 1 月份，钢材库存基本达近五年来的低位，1 月 15 日统计数据为 873.5 万吨。这种普遍低库存状态一方面因钢价持续下跌，市场长期处于悲观态势所致，另一方面也是钢厂高炉低开工的最直接体现。从钢材价格与社会库存联动看，在暴涨阶段，社会库存是上升的，而当价格暴跌时，社会库存相应减少，从这简单变化中我们可以揣测贸易商在今年大行情中的心态变化，行情好时心态极度膨胀，而当价格反转时，又急于抛货，心态迅速转差，当然，这与整个行业尚处于熊市也不无关系。

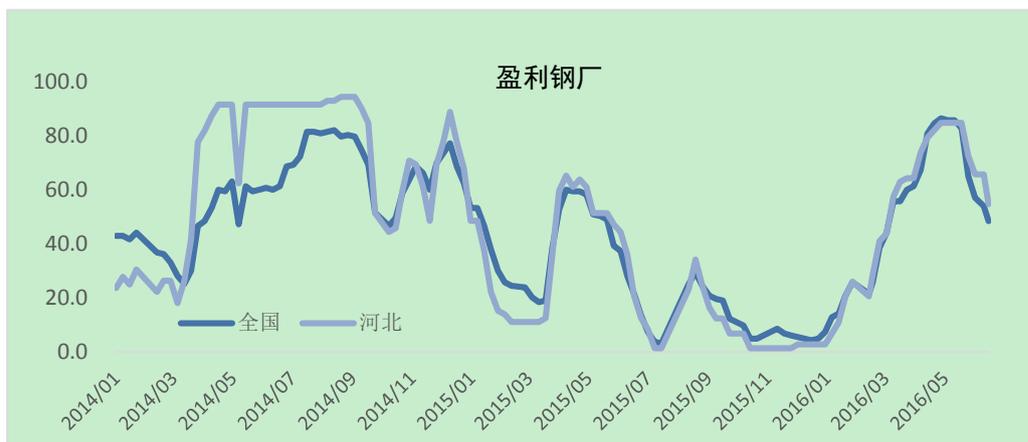
图 2.8 钢厂高炉开工率



资料来源：Wind 南华研究

从图 2.8 我们可以发现，高炉开工率在今年 1 月份基本也处于历史地位，低开工，加上低库存，配合一季度央行天量信贷，下游房地产、基建强力回暖，带动用钢需求大幅增加，而此时钢材相对供不应求，直接点燃钢价暴涨行情。

图 2.9 盈利钢厂统计



资料来源：Wind 南华研究

伴随钢材价格的持续上扬，钢厂利润也得到快速恢复，数据显示，1 月份全国盈利钢厂比例最低只有 7.36%，随后一路走高，至 5 月 6 日达到阶段反弹高点 85.89%。在钢厂利润转好之际，最高峰吨钢利润达千元之上，这在钢材历史上都非常少见，然而美好的事物总是

短暂的，在钢厂尚处于喜悦之际，钢材价格便迎来暴跌，盈利钢厂比例快速回落，钢厂吨钢利润也重回弱势，有些钢厂甚至又重回亏损境地。

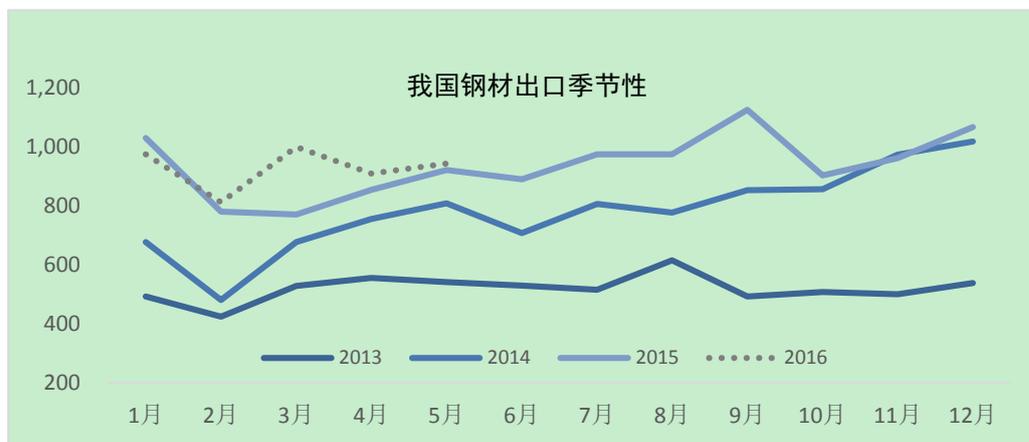
图 2.10 唐山吨钢利润估算



资料来源：Wind 南华研究

从钢材出口情况来看，今年以来表现较好，明显优于前几年市场表现。海关总署数据显示，1-5 月我国钢材总共出口 4633 万吨，同比增加 6.46%，虽然今年出口过程并不顺畅，受到以美国为代表的西方国家双反调查，但美国市场占我国钢材总出口量微乎其微，其双反的政治意义要远大于经济意义。

图 2.11 我国钢材出口季节性



资料来源：海关总署 南华研究

终结此轮钢价涨势的逻辑在于以下几方面：（1）高炉开工率快速回升，粗钢产量大幅增加，如图 2.12 所示，至 2016 年 5 月 31 日统计，我国粗钢日均产量达 238.54 万吨，创历史新高；（2）权威人士于 5 月 9 日在人民日报明确表态，我国经济长期看是 L 型走势，这一论断粉碎了市场上认为的经济持续向上的发展态势，进而对大宗商品价格形成压制；（3）大水漫灌式的货币政策不再，下半年货币政策趋向于稳健略偏宽松，进而改变市场预期，大宗商品价格，尤其是工业品价格回落。

图 2.12 我国粗钢日均产量季节性



资料来源：西本新干线 南华研究

◆ 铁矿：钢价是支撑矿价的核心

谈起铁矿，我们不禁要问到，为什么钢铁产量整体在下行，对矿石需求形成压制，而铁矿价格却会反弹如此之高？在我看来，逻辑也很清晰：在铁矿石市场预期内供给并没有发生显著变化情况下，钢材价格带动铁矿价格，钢价走强时，钢厂复产力度加强，开工率上升，对矿石需求增加，预期转好，价格上扬；相反，钢价走弱，钢厂减产，或降低入炉矿品味，钢厂买矿意愿低，预期转差，价格下跌。因此，总体来说，分析矿石价格，一要重点关注下游钢材价格，二要关注钢厂预期的心理变化。就总趋势而言，钢材与矿石一致，只是不同阶段表现的强弱不同而已，因此也衍生出做多或做空钢厂利润等策略。

图 2.13 四大矿山铁矿季度产量



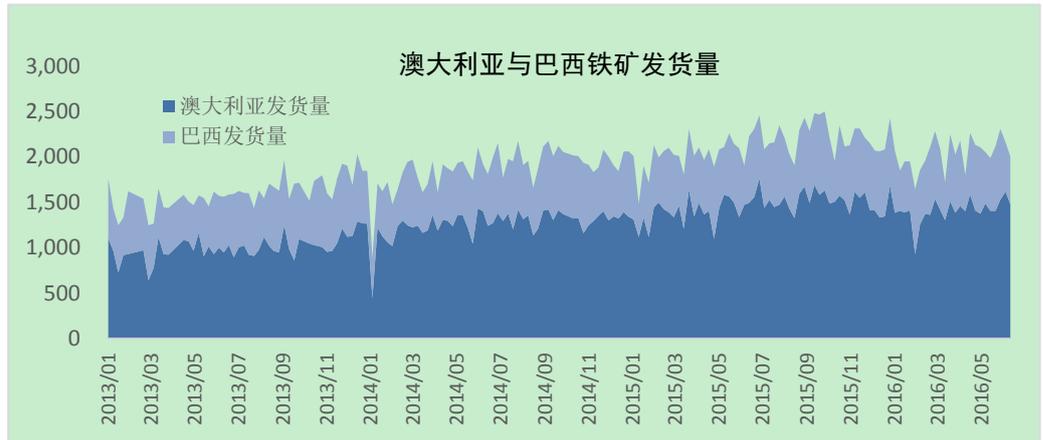
资料来源：Wind 南华研究

供给方面，我们主要关注的是四大矿山的供给量。数据显示，淡水河谷、力拓、必和必拓及 FMG 一季度产量分别为 0.77 亿吨、0.67 亿吨、0.53 亿吨和 0.43 亿吨，同比分别增长 4.1%、13.4%、-10%和 22.3%，总量 2.41 亿吨，同比增长 5.7%。随着其它产能相继投入生

产，包括一些非四大矿山资源，预计今年总供应量增加在 4000-5000 万吨，巨大的产能及产量是悬在矿价头顶的达摩克利斯之剑，若钢材价格持续低迷，则矿价也难言乐观，反之，钢材价格表现良好，那么矿价也将走强，而出现由矿价上涨带动钢材价格上扬概率较低。

我们知道，澳大利亚和巴西是铁矿石产量最高的两个国家，也是全球供应端的核心，从图 2.14 可以明显看出，今年以来澳巴总发货量相对稳定，并未因价格的强势反弹而大幅增加，预计今年整体发货量稳中有升。

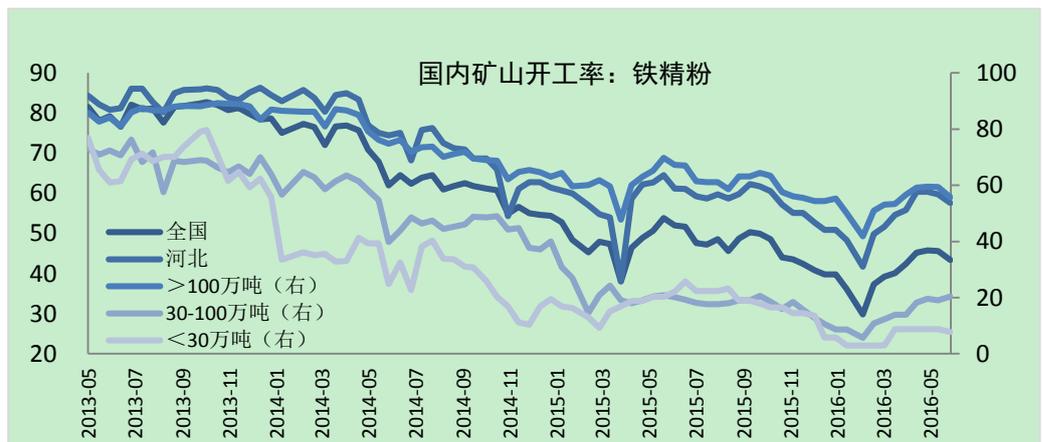
图 2.14 澳大利亚与巴西铁矿发货量



资料来源：Wind 南华研究

铁矿最主要消费地是中国，上半年铁矿价格大幅波动，也带动我国矿山开工复产，从图 2.15 也可以看出，我国矿山开工情况与此轮铁矿行情节奏较为吻合。从 2 月份开始，矿山开工率回升，从全国数据看，今年峰值于 5 月底至 45.6%，随后小幅回落，从规模数据看，产量在 100 万吨以上的矿山开工情况依旧最好，最高点接近 60%。随着矿石价格从高位的极速回落，矿山开工情况整体走低，但目前幅度有限，可见，国内矿山基本在有利可图时才会加大复产力度。

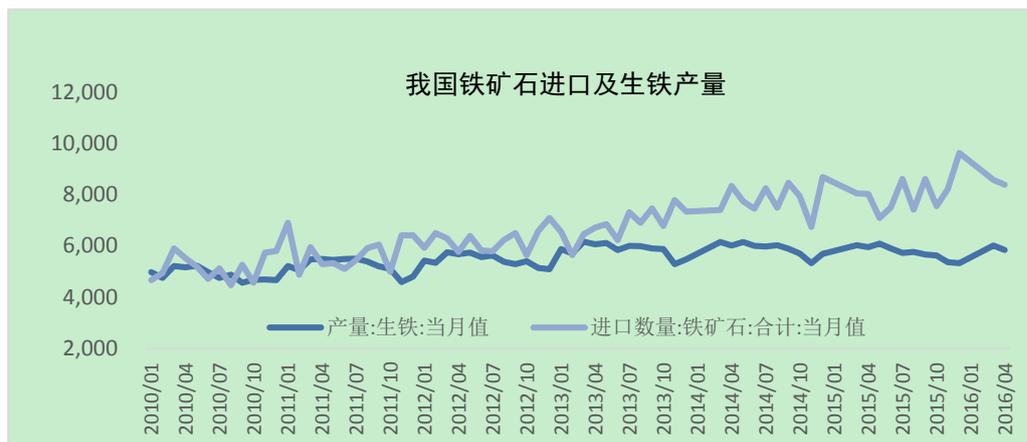
图 2.15 我国矿山开工率：铁精粉



资料来源：Wind 南华研究

从实际需求来看，图 2.16 我们可清晰看到，就我国而言，生铁产量与同期相比基本平衡，也就是说在铁矿需求端，尤其是进口矿方面，需求相对平稳，因而直观上我们认为铁矿阶段行情的出现并非因铁矿本身供需的改善，而是下游钢材价格暴涨带来的需求预期的改善，进而推动矿价上扬。

图 2.16 我国铁矿石进口及生铁产量



资料来源：海关总署 国家统计局 南华研究

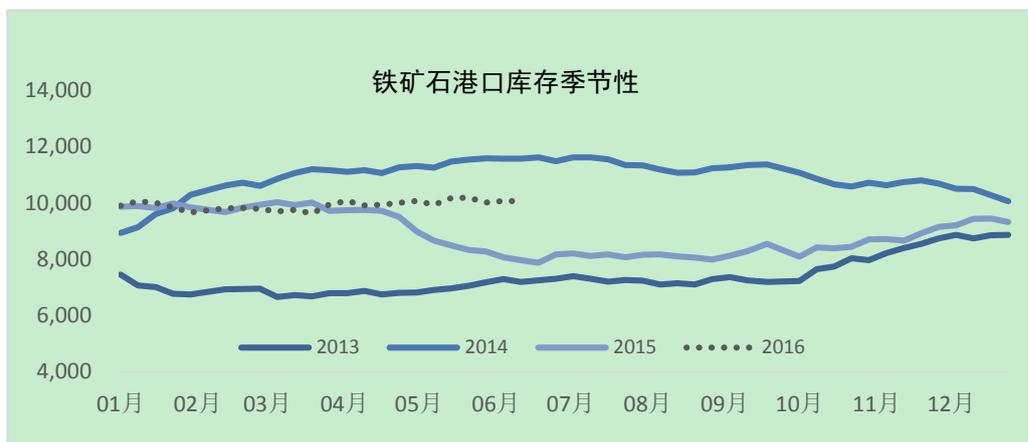
自去年底的反弹行情开始，从库存角度看，一方面港口库存较稳定，整体在 1 亿吨上下浮动，但另一方面，从钢厂的角度看，补库节奏与行情脉络吻合性较好。因此，我们认为：（1）长周期看，铁矿供给是非常充足的，也就是说，价格不存在天然暴涨的基础，阶段性反弹也是因下游钢价走强所致；（2）在铁矿价格走强时，伴随的往往是钢厂产量的提升，此时钢厂补库需求相对迫切，因而往往推动矿价进一步上升，也就是在预期转好情况下，钢厂补库周期与价格往往高度相关，某种程度上这也是市场上买涨不买跌的直观体现，导致的结果往往是推涨助跌。

图 2.17 国内大型钢厂进口矿库存可用天数与普氏指数



资料来源：西本新干线 ICE 南华研究

图 2.18 铁矿石港口库存季节性



资料来源: Wind 南华研究

◆ 煤焦: 供需格局支配价格体系

低库存下价格的高弹性。经济学中最简单的一个道理就是在供求平衡的基础上,低库存具有更强的价格和需求弹性。从量化的数据我们同样可以看出,近几年以来焦煤、焦炭的港口库存逐步下降,尤其在今年上半年中达到了历史相对最低位和绝对低位,同时表明煤炭钢铁行业的萎靡不振,看空情绪浓厚,一个行业可以一直盈利,但不会一直亏损,而且是像煤炭钢铁在国民经济建设中具有举足轻重地位的行业,此时任何的“风吹草动”煤焦价格都具有很强的敏感性。

图 2.19 我国主要港口焦煤焦炭库存情况



资料来源: Wind 南华研究

供给侧改革预期强烈,“去产能”效果显著。在 2015 年中央经济工作会议中就要求到 2016 年工作首要任务就是去产能,随后煤炭钢铁行业去产能提速,包括 2 月工信部转发了由中国炼焦协会制订的《焦化行业“十三五”规划纲要》;2 月 4 日和 5 日,国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》和《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》;山西省政府办公厅下发了《关于加强全省煤矿依法合规安全生产的紧急通知》,

要求省属五大煤炭集团公司所属整合煤矿一律停产、停建整顿，时间不得少于一个月；国家安全监管总局、国家煤矿安监局发布《关于支持钢铁、煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》；一行三会印发《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》。煤炭钢铁行业去产能文件在短时间内发布并采取部分行动，市场预期逐步抬高，效果远没有预期反映的快速，尤其表现在远期合约上涨幅度大于近月。可见，国家层面对煤炭、钢铁过剩行业采取“断臂求生”的措施，“久病”不如“阵痛”。

自上半年前几月来看，受 330 工作日降至 276 个工作日，即合规产能直接乘以 0.84 (276/330) 影响炼焦煤资源严重紧缺，尤其在山西 5 大国企煤矿停产整顿期间，煤焦资源价格上涨幅度大，罕见的排队买煤买炭现象已经出现。另外，预计我国上半年原煤产量为 11 万吨，同比或下降 30% 左右。炉料与成材价格的良性互动得到释放，一切源自于阶段性供应萎缩与下游的旺盛需求。

下游需求爆发，供需错配。在 2015 年年末，有一项数据值得我们注意，固定资产的采购有所上升，包括推土机、挖掘机等等建设用工的器材销售有所提高，当然我们不排除季节性因素“金三银四”的叠加；果不其然，年后房地产、基建各项开工逐步回升，尤其是房地产的火爆刺激了钢材极大用量，进一步传导至上游炉料煤焦需求，但此时经过了漫长的行业熊市和去产能政策，对于猝不及防的需求钢焦企业显得措手不及，复产之路当然没那么简单，面临资金、政策（环保、去产能）、复产周期等因素限制，短期内形成了供需错配局面。

图 2.20 焦化厂开工率



资料来源：Wind 南华研究

然而，是什么因素又导致在短短的一个多月时间里，让煤焦行情从哪里来回哪里去呢？价格出现拐点的原因是什么？1. 遭遇复产滑铁卢。可谓是最严“去产能”遭遇最强复产潮，在去产能大计尚未完成前提下，钢厂利润从亏损到大幅盈利，焦化厂从亏损到最高盈利 200 元/吨，利润的修复与暴涨带来的必然是复产潮，尽管钢焦企业复产困难，但是在利润的驱动下总会想办法加大力度生产，企业的目的就是为盈利，况且是在“饿了”好几年情况下见到“白馒头”。如此一来，短期内煤焦资源偏紧加剧，价格加快上涨，但是随着钢产量大量增加创新高，对煤焦的打压逐步显现，产业链价格矛盾加剧。2. 影响需求的宏观氛围受到挑战。新华社在 4 月底发布了一篇“权威人士”讲话，说道我国经济目前仍处于大“L”型走势，经济增长压力仍存，扣上经济缓慢发展的“帽子”，且此时房地产、基建一改前期火爆，需求下降压力凸显，另外叠加淡季到来，且钢厂的开工不会立刻停下，产量继续增加，此时

下游的供求关系发生了改变，由紧供给强需求悄然转变为强供给淡需求。基于价格长鞭效应，传导至上游炉料，焦炭领跌。

至此，我们明白了上半年煤焦行情的来龙去脉，结构性行情的决定不是资金的拉动、宏观的刺激或技术面的超跌，而是其自身基本面发生的变化叠加其他重要因素才形成的，我们不可以孤立片面看问题，也不可静止唯心看问题，抓住主要矛盾分析价格涨跌才是关键。

2.3. 后市走势研判及博弈过程推演

◆ 下半年走势研判

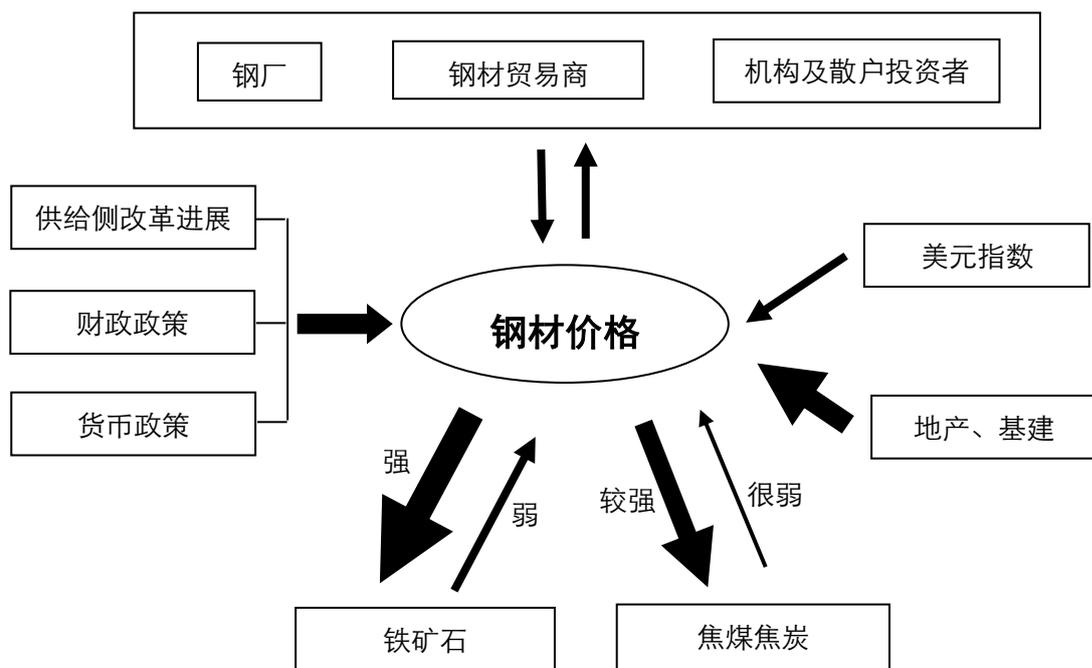
对于整个黑色产业下半年走势，整体我们认为将呈现一个前低后高的态势，三季度价格于底部震荡徘徊，四季度可能略有上涨，但底部区域将明显高于去年的历史最低点位，顶部区域则难现今年4月份的反弹高点，或者说创年内反弹新高概率不大。

因黑色产业与宏观经济环境关系密切，因而下半年宏观面我们应重点关注的变量有：供给侧改革进展、财政及货币政策力度变化。

就钢铁而言，市场价格的博弈方主要有钢厂、贸易商、机构投资者、散户，他们之间的动态博弈关系异常复杂；炉料方面，我们认为基本面并没有好转，且下半年供应过剩格局不会发生根本变化，但阶段性投资机会仍然存在。

◆ 博弈逻辑推演

图 2.21 黑色产业价格博弈推演



资料来源：南华研究

整个黑色产业链中，钢材价格是核心，某种意义上来说其主导着炉料价格。下半年来看，

炉料本身基本面不会出现大的改善，供给过剩依旧是常态，也就是说，通过炉料价格上涨驱动钢材价格上涨的逻辑我们认为是不成立的，反过来，若其它因素引发钢材价格反弹，那么其将带动炉料价格上行，影响程度如上图所示。

钢材市场参与者众多，且与宏观面密切相关，因而价格相对较难预测，在此，我们认为可能驱动下半年行情的因素有以下几方面：

首先，从国内外宏观面看，第一，下半年要关注供给侧改革进展，因为今年中央高层也非常重视关于供给侧改革的落实情况，而且力度之大，与以往大不相同，临近年底若效果不佳，不排除力度进一步加强；第二，从国内宏观面看，我们认为，货币政策的边际效应在快速递减，也就是说，当前通过进一步宽松的货币政策来刺激经济显得越发困难，虽说我国经济长期看是 L 型走势，但这需要依靠时间来配合才会被社会所认同和接受，基于此认识，我们认为下半年若经济走势再现疲软，中央或将在财政政策方面继续发力，重走老路，加大基建投入力度，进而刺激钢材需求，进而益于钢价反弹；第三，从国际宏观面来看，全球经济疲软俨然成为共识，总需求萎靡不振，这或许将利空大宗商品，但从我国钢材市场出口情况看，表现却要好于往年，预计下半年出口情况不会因种种压力而出现大幅衰减，预期仍稳中向好。因此，整体来看，钢材下半年表现虽不一定抢眼，但我们认为至少不会更差，况且预期较好。

其次，从钢铁行业本身来讲，下半年也有望迎来阶段性行情。第一，需求面看，基建增长速度是相对稳定的，下半年不会出现骤减的情况，相反却很有可能进一步加码；房地产，今年一季度大幅转好，虽然 5 月份数据稍转差，但从目前房地产市场表现看，金九银十仍可期，并有望进一步改善市场预期。然而，当前南方进入梅雨季节，高温多雨，导致钢材需求疲软，而供给并不会缩减很多，唐山限产及 G20 峰会等对整体影响有限，所以当前价格将继续承压，于弱势震荡，并逐步寻底，这也是我们判断钢价会在三季度表现偏弱的主要逻辑；第二，供给端看，以钢厂为核心，上半年惊心动魄的行情，因在高额利润时强势复产，随着钢价暴跌，利润渐失，尽显疲态，部分钢厂不得不降低入炉矿品位，以减少出水率，进而缓解钢材价格偏低带来的消极影响。然而，部分钢厂在多因素压力下，又逢行业低迷，再经历三季度需求淡季，很有可能会关闭一些高炉，待钢价再次强反弹时重新开炉，同时，钢厂经历过过山车行情后，今后在有利可图时势必会加大保值力度，防止价格再暴跌，这也是我们对钢价反弹程度的深忧，亦或者说这是抑制钢价反弹高度的主逻辑之一；第三，从库存来看，今年钢材社会库存总量是偏低的，虽然日均粗钢产量屡创新高，但这并没有使得库存积压严重，反应社会在需求方面还是给力的，下半年，若趋势反弹行情再次启动，低库存势必将成为价格的发动机之一。

最后，从钢贸商角度讲，下半年我们认为经历了上半年行情后将趋于谨慎，价格反弹利大幅增加时，兑现将是多数人的选择；其次，就投资者来说，有前车之鉴，高处不胜寒将是其主要心态，这也是我们认为抑制钢价反弹高度的另一主要逻辑。

第3章 策略建议与风险提示

3.1. 策略建议

整体上，下半年我们认为黑色品种主要运行区间如下：螺纹钢：1900-2500，铁矿石：330-460，焦煤：650-780，焦炭：800-1000。

就单边来说，下半年我们预计走势前低后高，低点将在8月份出现，预计螺纹钢低点在1900-1950之间，之前阶段主要策略为逢高空，进入9月份，可逢低入多。其它品种单边策略与螺纹钢节奏相似。

对冲方面，我们预计9月份开始可重点关注做多钢厂利润策略；此外，双焦板块，在供给侧改革推进过程中，继续关注多煤空炭对冲策略，结构性行情仍可期。跨期方面，根据历史走势，我们认为阶段性多近空远依旧可行。

3.2. 风险提示

上半年我们经历了从天堂到地狱式的行情走势，无论是钢厂、贸易商还是投资者均有过迷茫与纠结，同样，对于下半年的行情走势既满怀期待又小心谨慎；2016年是我国“十三五”规划实施元年，是否开年红对接下来规划执行有着重大影响，前期我们多努力点，后期就相对轻松点，上半年充满风险与机遇，下半年更是如此。但是，我们见证了英国脱欧公投，风险可见一斑，投资策略亦是花样百出力求避险，那么下半年还可能出现哪些类似“黑天鹅事件”呢，如何应对这些风险因子？

就国内来看，目前争议最大的是房地产市场，房地产投资增速明显放缓，一二线城市销售情况良好，“地王”频现，更多的担心是房价是否因此大幅上涨；三四线城市仍处于去库存状态，销售远没有一二线火爆，全国房价出现分化。注意的是，部分城市开始收缩信贷政策，比如合肥，这或许是房价的转折点，若出现下半年房价崩塌事件，那么影响力度和范围难以想象。

从全球来看，美国总统即将大选，不排除新任总统做出一些“政绩”来巩固地位和权威，地缘政治事件或发生；另外，美国虽进入加息周期但其经济数据一直出现这样或那样的“瑕疵”，不排除下半年或以后时间里结束加息周期转而降息周期，市场投资氛围或反转。

另外，国际另一热点在于原油市场，目前来看OPEC形同虚设，各国均按照自己计划生产，目前原油处于供给稍有偏紧，鉴于美国页岩油生产步伐减缓，稳定油价，下半年或后市不排除油战再起，OPEC成员大量生产为占据市场，从而导致油价再次重挫。

还有一点需要注意的是，厄尔尼诺现象在今年5月结束其21个月生命周期后，拉尼娜天气或接棒而至，我国夏季将变得更加炎热，冬季更冷，不排除拉尼娜现象造成的全球范围的异常天气，对商品尤其是农产品带来意料之外影响。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
 电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
 电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
 电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
 电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
 电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
 电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
 电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
 电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
 电话: 028-86532609

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
 电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
 大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
 电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
 电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
 电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
 电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
 电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
 电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
 电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
 电话: 022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
 电话: 021-50431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 楼
 电话: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
 电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
 电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
 电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 室、718 室
 电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
 电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
 电话: 023-62611588

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

浙江省海宁市海洲街道钱江西路 238 号 广隆财富中心
1 号楼 301、302、312、313 室
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。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，如与南华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了南华期货公司的立场，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，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net