

# 商品市场情绪平淡

## ——招商期货大宗商品配置周报

( 2024年12月16日-2024年12月20日 )



• 招商期货

赵嘉瑜 (Z0016776) 马 芸 (Z0018708)

徐世伟 (Z0001836) 游 洋 (Z0019846)

吕 杰 (Z0012822) 安 婧 (Z0014623)

马幼元 (Z0018356)

- 联系电话: (+86)13686866941
- 邮箱: [zhaojiayu@cmschina.com.cn](mailto:zhaojiayu@cmschina.com.cn)

**CMF**  **招商期货**

2024年12月22日

# 目录

contents

**01** 核心观点

**02** 量化分析

**03** 宏观概览

**04** 中观数据

**05** 板块观点

# 01 核心观点

市场表现：大类资产方面，本周A股上涨、商品多有下跌。商品内部，农产品跌幅较深。品种方面，胶合板、燃油领涨，焦煤、工业硅、苹果领跌。

一、本周无主流品种创新高，而大豆、豆粕等多个农产品品种创一年新低。结合量价来看，棕榈油放量下跌，菜粕缩量上涨。

二、我们自研的金工模型表明，商品市场趋势流畅度回落后企稳，而波动率接近触底，随着后续会议召开、政策落地，短期波动率有望触底反弹。

宏观逻辑：国内，9月以来的一系列政策组合拳出台后，现实预期双弱的局面已有改善。海外，特朗普交易对商品有负面冲击，但中长期的影响仍未决。展望2025年，更多的交易机会仍在“以我为主”，到明年3月，政策的进一步释放和落地是重要观察对象，尤其要关注赤字、消费领域的增量政策能否出台以及化债的进度。

一、后市判断：股指以及工业品仍处于做多窗口中。一方面，国内，决策层解决通缩问题的态度坚决，后续更多政策出台仍可以期待，今年以来，股票和商品高度同步，核心矛盾在需求端，股票若有良好表现，也会带动商品的稳中向好；另一方面，高关税、强美元的“特朗普交易”虽有所退潮，但其在时间和空间上依旧有很大的不确定性。在明年3月前可能都是比较好的投资窗口：一是政策在近期的中共中央政治局会议、中央经济工作会议以及明年两会上仍有预期空间，二是特朗普加征关税的预期是循序渐进的，且还有一定的酝酿期。

二、海外，美联储鹰派程度超预期：虽然在12月FOMC上如期降息25bps，但显著上修明年PCE通胀，且大幅下调了明年降息预期，明确表示通胀风险偏上行，美股随之大跌，美债利率、美元大涨。从基本面看，2025年通胀上行概率较高，但本次美联储的决策可能“过于乐观”：就业市场仍在放缓，而关税和税改仍需一定时间；此时选择减缓降息，或会导致金融条件收紧，进而引发就业市场风险。短期关注美国经济预期下行对商品市场的负面影响；而中长期看，海外财政节奏或是商品交易的一大主线，关注欧洲财政计划与特朗普施政节奏。

三、国内，11月经济数据有分化：消费方面，“以旧换新”政策支持的耐用品消费在11月继续走强，而未支持的非耐用品消费在双十一预售提前的背景下回吐前月涨幅；地产方面，一线城市价、量改善明显，而二三线城市跌幅减缓；企业方面，“设备更新”政策带动设备投资走强，而企业盈利端的改善仍未到来。要明确的一点是，决策层解决通缩问题的态度坚决，结合外需强劲难持续、消费重要性提升的前景，后续支持政策的数量和力度可以期待。对风险资产而言，随着增量政策不断落地，商品、股市的风险偏好或平稳提升，关注“以我为主”的交易机会。

## 基本面跟踪：制造景气度走弱。

从中观数据来看，边际变化有：制造景气度走弱明显，进出口、基建景气度小幅改善。1) 经济活动：高频经济活动指数继续改善；2) 地产：成交持续修复，建材需求改善；3) 基建：传统基建回落，光伏上游产能下滑；4) 制造业：化工品需求有一定好转。

**板块逻辑：贵金属长期看多；基本金属受强美元冲击较大；黑色链在国内需求转好的前景下有望得到修复。**

一、贵金属：从大类配置的角度看，贵金属仍值得长期多配，以对冲货币信用上的风险。近期贵金属有所回落，但未触达大选之后的底部，短期或仍维持震荡态势。我们认为黄金强于白银，后者或受制于美国新能源政策补贴的中止。长期看，当下贵金属的锚并不是全球量宽体系下的实际利率，而是全球量宽体系不能再维持的货币信用风险，因此上涨的根本驱动未变，但要注意特朗普财政减支的风险。

二、基本金属：铜、铝、锌、锡等金属有供应扰动，中长期倾向震荡上行，短期则受制于强美元和特朗普上台后大概率推出的关税政策；而镍和碳酸锂等新能源金属仍处于供需宽松的大背景下，谨慎对待。

三、黑色：强预期先行下国内需求有望转好，或推动黑色链修复。我们预计到两会前黑色板块会持续震荡态势，近期交易难度较大，趋势性行情或在3月到来。

**子板块逻辑**

板块	子版块	商品逻辑与交易机会	中期配置
有色	贵金属	1.中长期：对于货币信用的担忧替代了过去二十年实际利率的分析框架，除非①新一轮科技革命引发经济快速上行或②特朗普第二任期成功化解债务，否则贵金属持续看涨。2.短期：市场可能交易地缘风险的解除和降息预期的变化，在快速上行后有短期震荡整理的可能。	4
	基本金属	1.短期：国内政策真空期，25年降息预期下行，美元持续强势，微观供需双弱延续，金属在宏观氛围下继续承压。 2.中期：实物资产价值重估，供需基本面的紧张临界点逐渐逼近，中期看好有色金属。	4
黑色	原料	1.中长期：炉料全球供需由偏紧转为中性偏宽松。美联储降息、美国经济衰退预期往返、中国需求复苏路径决定市场节奏。 2.短期：钢材利润收窄，高炉产量以稳为主，但进入12月现货采购力度将边际加大；铁矿供应高于历史同期，结构性紧缺正在缓解，供需略显过剩第二轮提降落地，市场对后续提涨空间有分歧。焦煤现货宽松，期货维持一定升水。	3
	成材	1.中长期：钢材需求；钢材产能充分，观测后续扩大内需政策效果以及海外需求。美联储降息、美国经济软着陆预期往返、中国需求复苏路径决定市场节奏。 2.短期：供需矛盾有限，现货情绪较稳。建材8月中旬至今复产幅度达50%左右，考验后续去库速度；卷板连续去库，需求领先指标企稳，供需略强于建材。螺纹期货贴水，热卷基本平水，估值较高。短期矛盾有限，观测钢材后续去库是否持续。	3

备注：1. 时间维度：短期（未来1周-1个月），中期（未来1个月-6个月），长期（未来6个月以上）。

2. 强度打分：1-5分别表示低配-偏低配-中性-偏多配-多配。中期配置打分反映板块在中期的强弱，用于商品指数增强及提示中期机会，不构成短期投资建议。

**板块逻辑：能化受原料影响较大；农产品基本面分化，目前不确定性较大，交易难度高于前市。**

四、能化：关注原料对板块整体估值的影响，原油正处于供需边际趋松的过程，除非有地缘扰动或意外减产，否则中枢下移；而需求未大幅提升且大扩产仍未结束的背景下，下游化工品的利润仍难扩。

五、农产品：本周品种分化，涨跌互现。油脂端，短期棕榈油下跌，交易弱需求预期，中长期供需双弱，交易难度增大，关注后期产区产量。蛋白端，探底反弹，交易南美天气扰动，中长期若无实质天气扰动，继续寻底。玉米震荡运行，卖压较大，政策提振。生猪供需双增，震荡运行，中长期重心下移。鸡蛋淘汰增加，期货大幅贴水，震荡偏强。棉花短期震荡偏空，国内新花产量环比调高，下游开机率和新订单不及预期。白糖短期震荡，国内低库存、四季度进口量同比预计偏低。

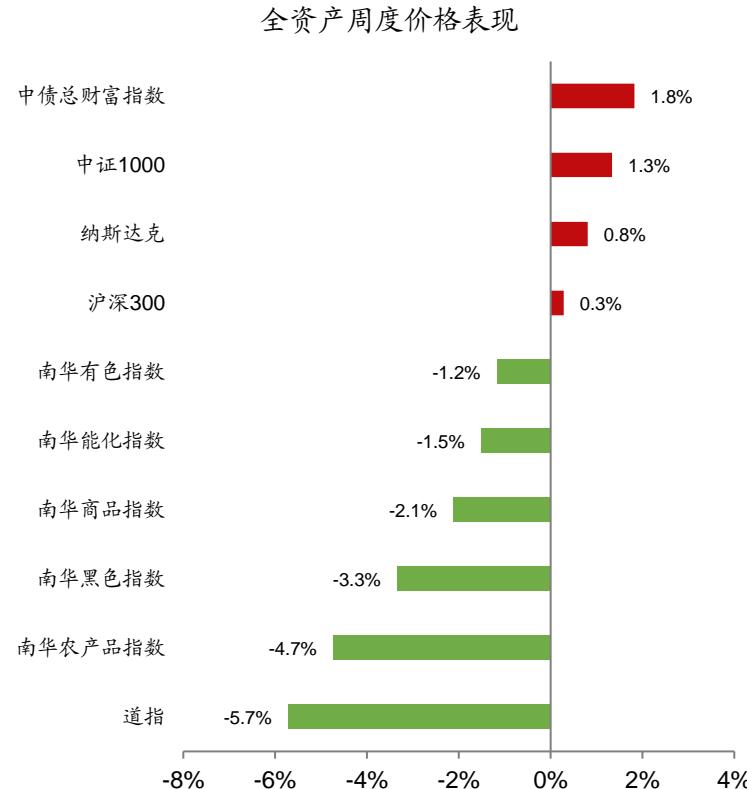
**子板块逻辑****商品逻辑与交易机会****中期配置**

板块	子版块	商品逻辑与交易机会	中期配置
化工	油品	1.中长期：供需逐步走弱，价格重心下移。后期关注欧佩克增产力度及地缘政治发酵情况。 2.短期：库存偏低，供需双弱，欧佩克增产推迟，短期油价震荡偏弱为主，关注地缘政治发酵情况。	3
	烯烃链	1.中长期：明年塑料处于扩产周期，远月逢高做空为主，PP仍处于扩产周期，逢高做空产业利润(MTO/PDH)。 2.短期：库存去化放缓，基差偏强，供需双增，震荡偏弱为主，往上受制于进口窗口，关注地缘政治事件。	3
	芳烃链	1.中期：TA仍处于扩产周期，中期逢高做空产业链利润，绝对价格跟随成本波动，PX供需弱平衡，逢高做空PTA加工费。MEG处于供需格局弱平衡格局，价格区间震荡为主。 2.短期：PX供需弱平衡，PTA供需偏弱，MEG供需弱平衡，盘面震荡偏弱为主（跟随成本波动）。	3
	建材类	1.中长期：V库存高位，供应高位，政策出台预期需求改善，月间反套/逢高做空为主；玻璃供需双减，库存中性，财政政策出台预期需求改善，震荡为主；纯碱处于扩产周期，供需双增，逐步去利润为主，逢高做空为主。 2.短期：V库存高位，基差偏弱，估值偏低，宏观情绪好转导致预期需求改善，低位震荡为主，逢高做空为主；玻璃冷修增加，产销一般，库存下降，估值偏低，宏观政策利好导致预期需求改善，震荡为主；纯碱延续累库，供需宽松，震荡偏弱为主。	3
农产品	油脂	1.中长期：供需双弱，交易难度增大，关注后期产区产量。 2.短期：P下跌，交易弱需求预期。	5
	养殖原料	1.中长期：国际供给处于扩产能中，若后期无实质天气扰动，阶段仍将寻底。美玉供需宽松，但边际改善，区间震荡；国内供应充裕，政策提振，区间震荡。 2.短期：蛋白粕探底反弹，交易南美天气扰动。玉米卖压较大，政策提振，震荡运行。	1
	禽畜	1.中长期：生猪供应回升，需求增加，重心下移。鸡蛋供应增加，成本下降，重心下移。 2.短期：生猪供需双增，震荡运行；鸡蛋淘汰增加，期货大幅贴水，震荡偏强。	3
	软商品	1.中长期：宏观事件对国内消费和出口订单的扰动，南半球棉花产量变化；白糖：增产周期，北半球交易增产由预期转为现实，偏空看待。 2.短期：国内新花产量环比调高，下游开机率和新订单不及预期；白糖：国内低库存、四季度进口量同比预计偏低，短期内震荡。	3

备注：1. 时间维度：短期（未来1周-1个月），中期（未来1个月-6个月），长期（未来6个月以上）。

2. 强度打分：1-5分别表示低配-偏低配-中性-偏多配-多配。中期配置打分反映板块在中期的强弱，用于商品指数增强及提示中期机会，不构成短期投资建议。

# 02 量化分析



一周领涨▲		一周领跌▼			
1	胶合板	3.2	1	焦煤	-11.7
2	燃油	2.8	2	工业硅	-9.1
3	鸡蛋	2.6	3	苹果	-8.4
4	原油	2.0	4	焦炭	-7.6
5	菜油	1.8	5	生猪	-7.5
6	锡	1.3	6	尿素	-7.3
7	PTA	0.7	7	豆二	-7.1
8	短纤	0.5	8	纯碱	-6.6
9	低硫燃料油	0.3	9	棕榈油	-6.5
10	苯乙烯	0.2	10	豆油	-6.2

大类资产方面，本周A股上涨，商品走弱。商品内部，黑色、农产品领跌。

品种方面，胶合板、燃油领涨，焦煤、工业硅、苹果领跌。

# 商品表现：多个农产品品种创新低

一年-新高

品种	板块	幅度值	创纪录时间
原木	农产品	0.49%	2024/12/20

一年-新低

品种	板块	幅度值	创纪录时间
豆一	农产品	-0.80%	2024/12/19
豆二	农产品	-1.67%	2024/12/19
生猪	农产品	-0.20%	2024/12/20
豆粕	农产品	-0.59%	2024/12/19
花生	农产品	-0.88%	2024/12/18
粳米	农产品	-0.24%	2024/12/19
尿素	能化	-1.59%	2024/12/18
焦煤	黑色	-2.68%	2024/12/19
不锈钢	黑色	-0.26%	2024/12/19

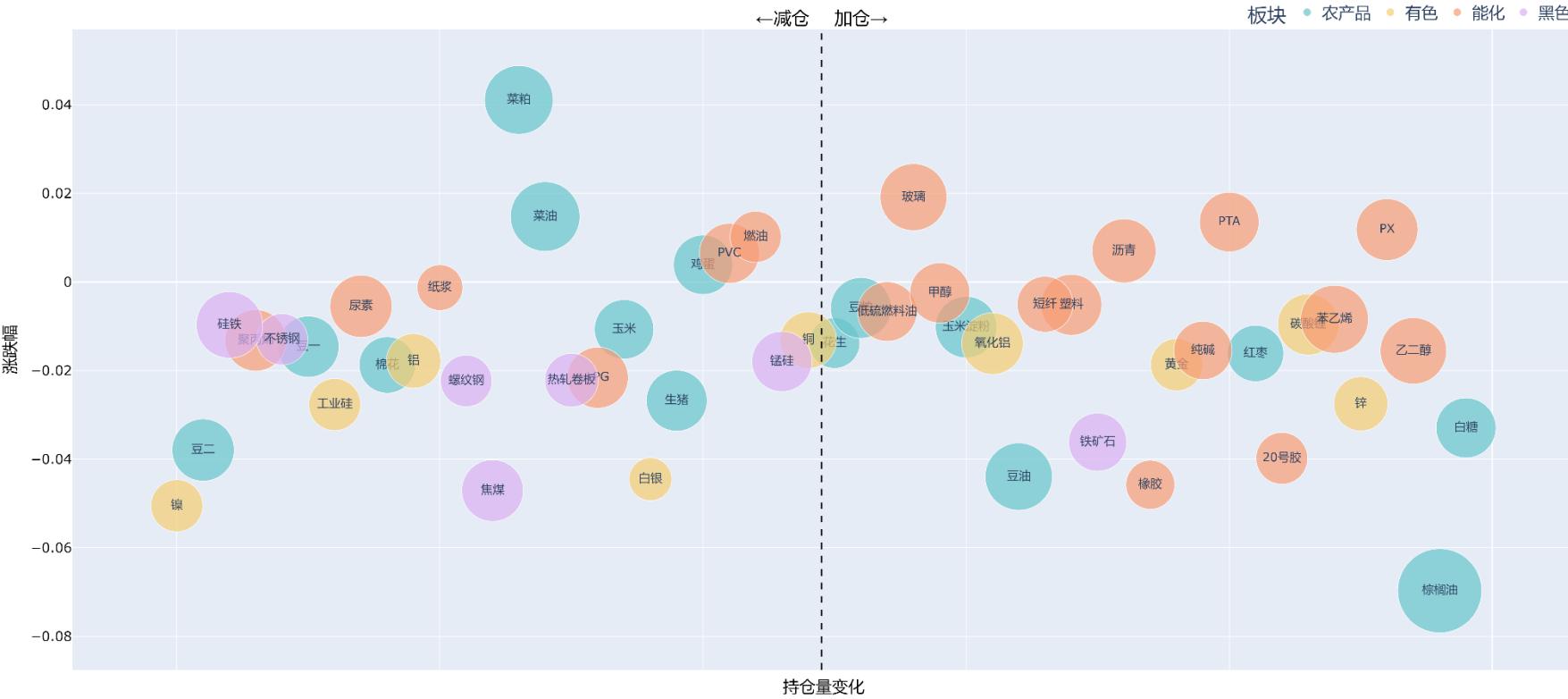
60日-新低

品种	板块	幅度值	创纪录时间
豆一	农产品	-0.80%	2024/12/19
豆二	农产品	-1.67%	2024/12/19
棉花	农产品	-0.18%	2024/12/19
红枣	农产品	-0.40%	2024/12/20
棉纱	农产品	-0.08%	2024/12/19
生猪	农产品	-0.20%	2024/12/20
豆粕	农产品	-0.59%	2024/12/19
花生	农产品	-0.88%	2024/12/18
粳米	农产品	-0.24%	2024/12/19
豆油	农产品	-2.13%	2024/12/19
白银	有色	-0.50%	2024/12/20
纸浆	能化	-0.26%	2024/12/19
尿素	能化	-1.59%	2024/12/18
焦炭	黑色	-1.22%	2024/12/19
焦煤	黑色	-2.68%	2024/12/19
不锈钢	黑色	-0.26%	2024/12/19

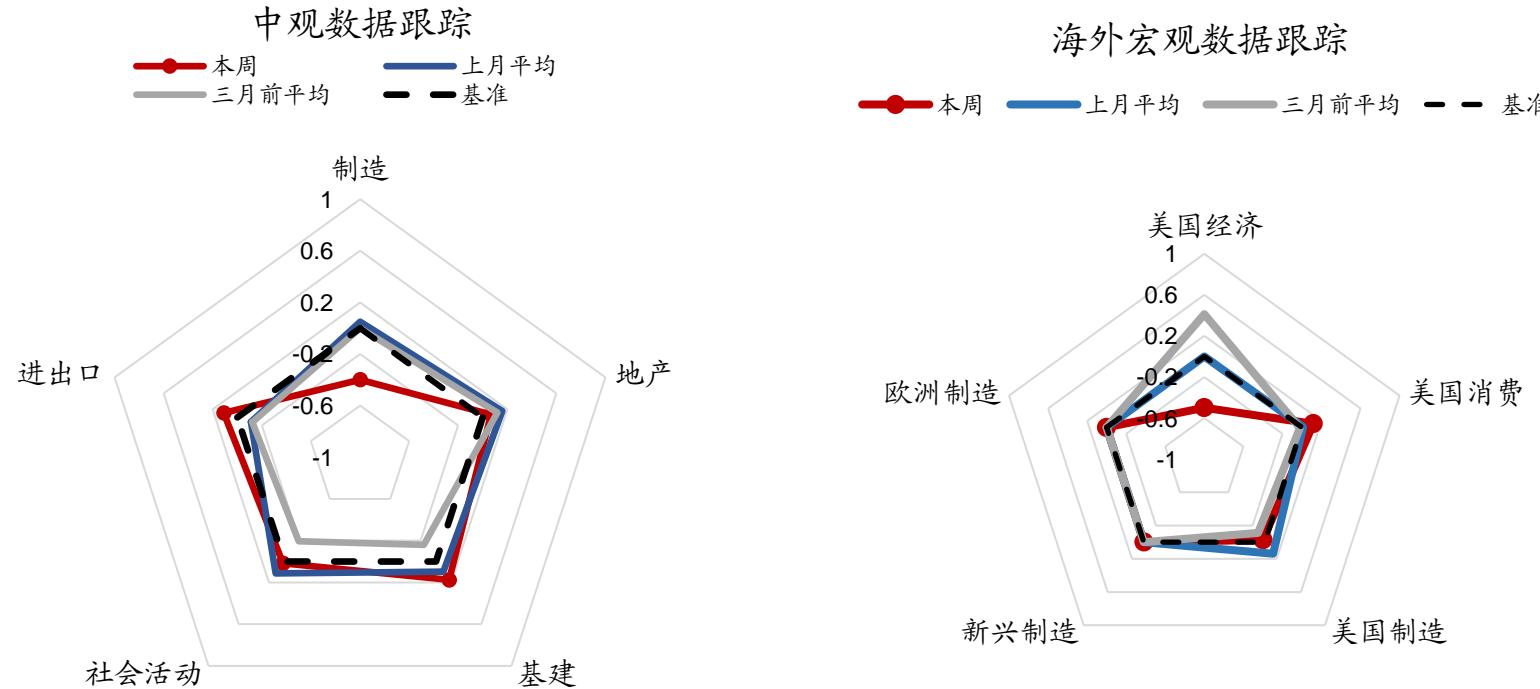
备注：幅度值代表本周新高/新低相较上一次新高/新低的变化百分比

数据来源：WIND，招商期货

# 商品表现：棕榈油放量下跌，菜粕缩量上涨



注1: 圆圈大小代表品种流动性变化; 注2: 虚线左方表示本周持仓量较上周下降, 虚线右方表示本周持仓量较上周上升



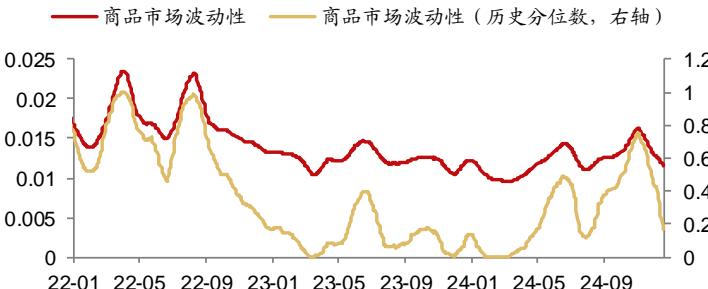
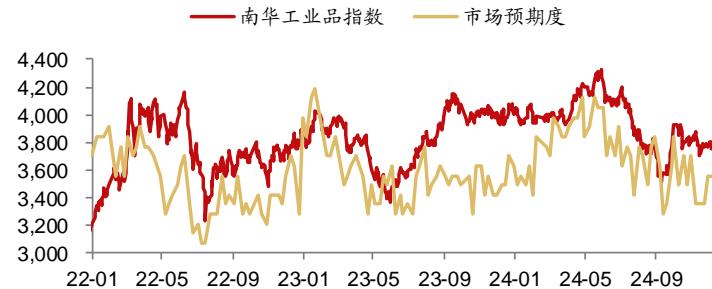
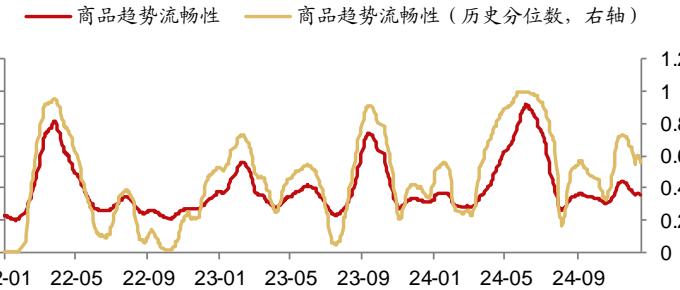
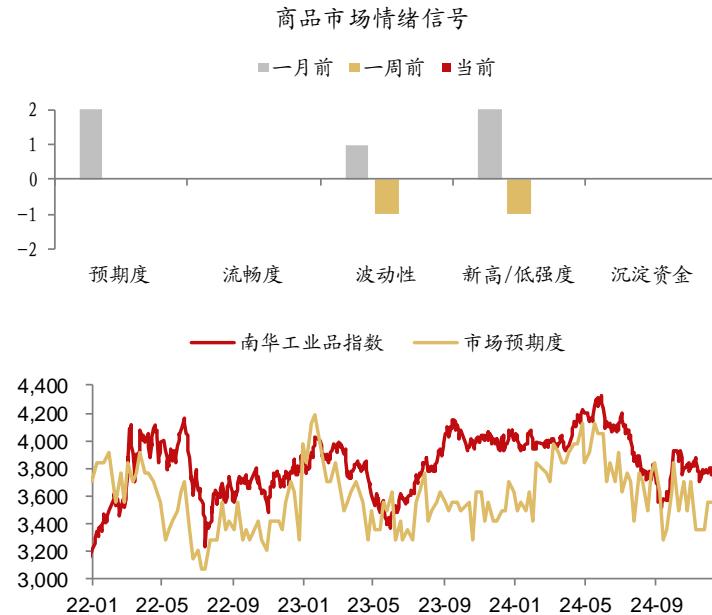
注：基于各模块中观数据与过去五年同期相比的变动（同比的环比），按变动的程度进行打分（-2到+2），正分代表景气度转好，负分代表景气度转弱，零分代表景气度变化不大（以黑色虚线“基准”在图中标出）；绝对值越高，景气度变动的程度越大。

	近期变动	打分	现实加权	预期	预期加权
制造	-0.40	-2		1	
地产	0.07	0		2	
基建	0.18	0	-1	1	2
进出口	0.11	0		0	
美国经济	-0.50	-2		0	
美国消费	0.12	0	-1	0	0
美国制造	0.00	0		0	
新兴制造	0.00	0	0	1	1
欧洲制造	-0.03	0	0	0	0

- 国内，制造数据走弱，其他产业数据与往年同期接近。
- 海外，美国经济数据疲弱，主要原因是美联储偏鹰派表述导致对经济预期下降。
- 从预期看，未来国内产业景气度有进一步转好态势；海外预期部分根据特朗普后续政策倾向、以及施政节奏来确定，目前尚未明朗。

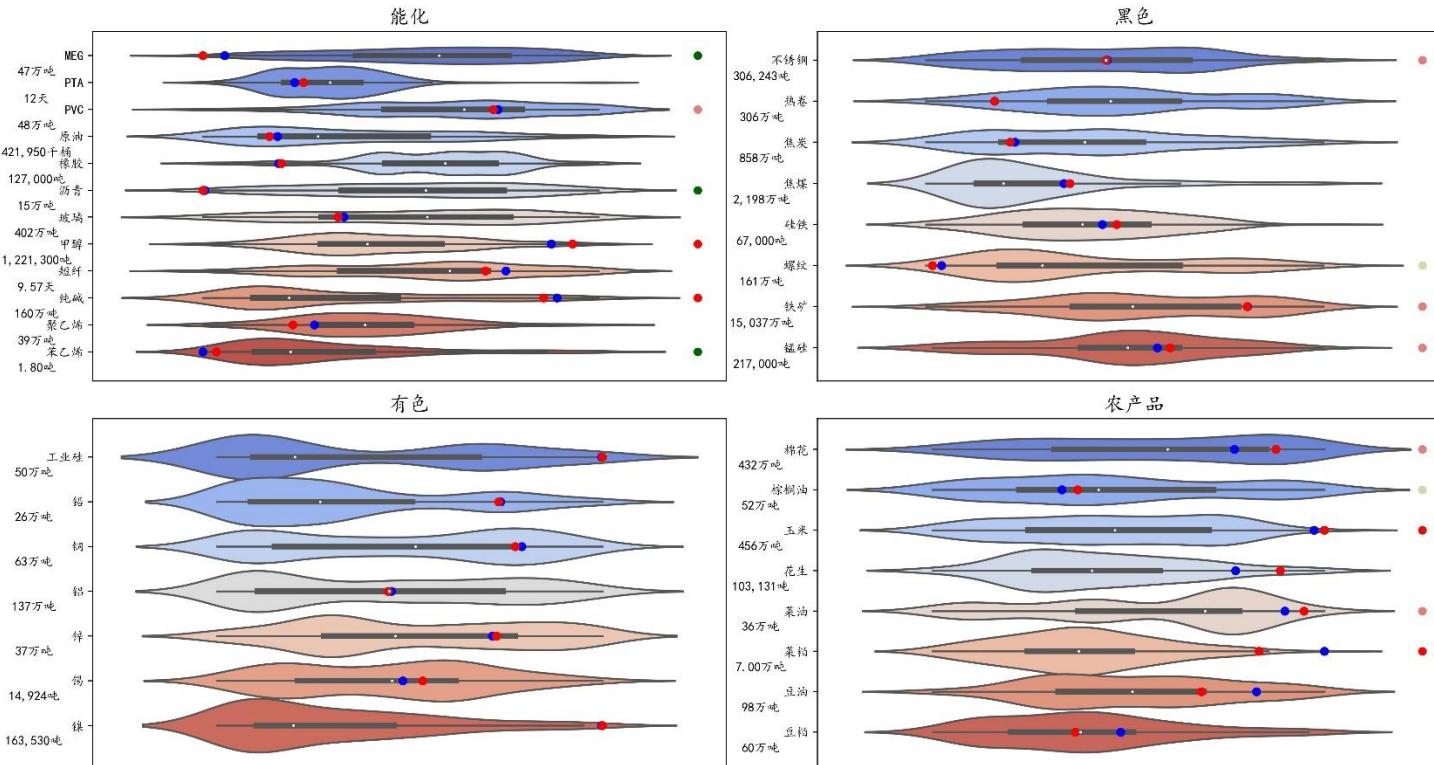
# 市场总体预期与情绪：波动率回落至低位

市场结构方面，当前市场预期回落后小幅上升，显示目前预期与现实较为一致；此外，趋势流畅度回落后趋稳，目前接近50%的历史分位数水平；波动性回落至低位，目前接近20%的历史分位数水平。



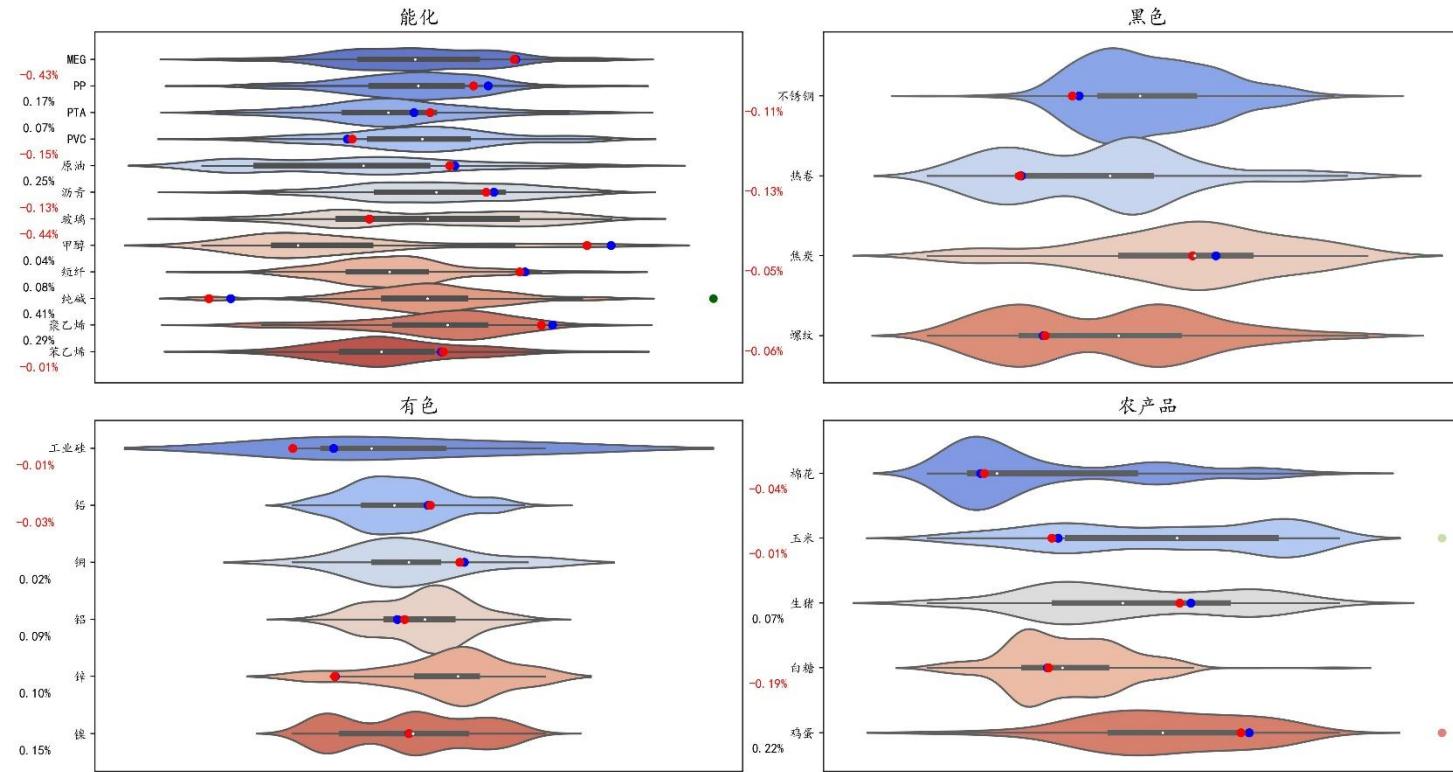
注：市场预期指标数值越高，显示市场预期较现实越为乐观；市场一致性指标数值越高，显示市场结构越一致；商品趋势流畅性/波动性越高，显示市场趋势越流畅/波动性越强。

商品库存小提琴图



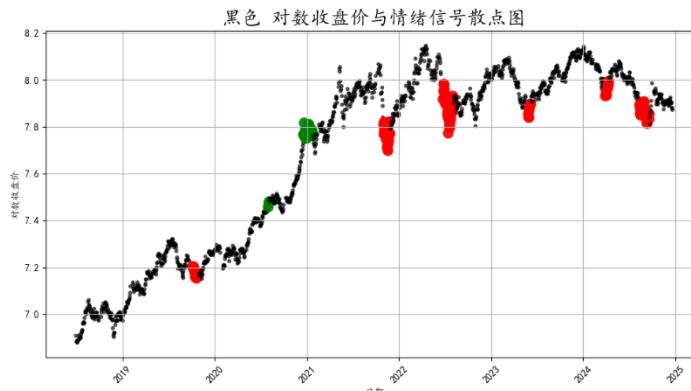
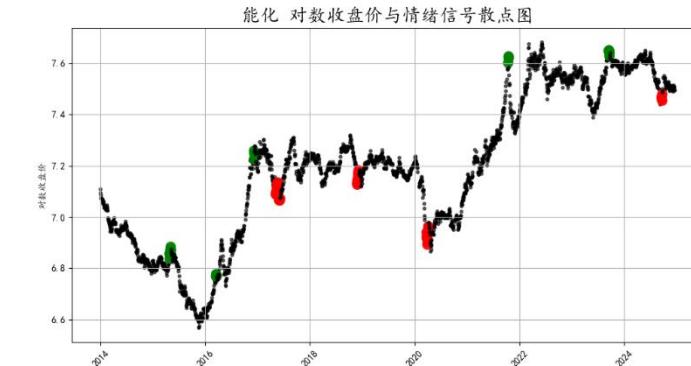
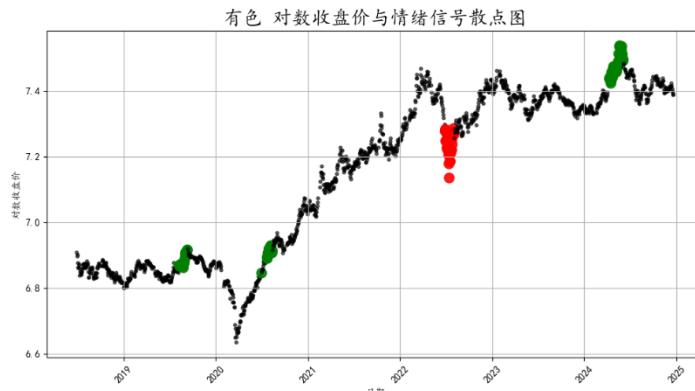
注1：x轴最右红/绿灯表示指标高于同期/低于同期，颜色越深程度越重。注2：小提琴图内红点表示最新数据，蓝点表示次新数据，如重合说明数据未变化。注3：y轴品种旁数值为最新值。

商品利润率小提琴图



注1: x轴最右红/绿灯表示指标高于同期/低于同期, 颜色越深程度越重。注2: 小提琴图内红点表示最新数据, 蓝点表示次新数据, 如重合说明数据未变化。注3: y轴品种旁数值为最新值。

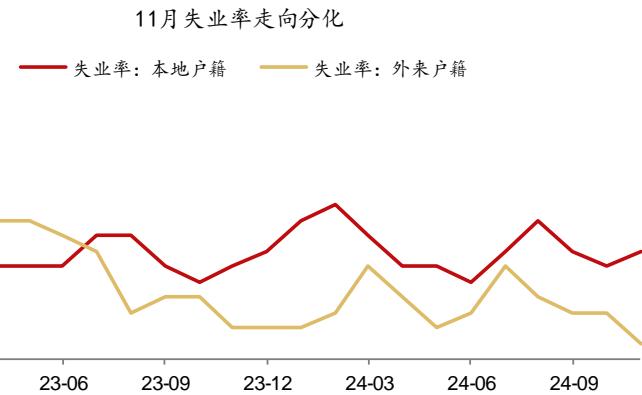
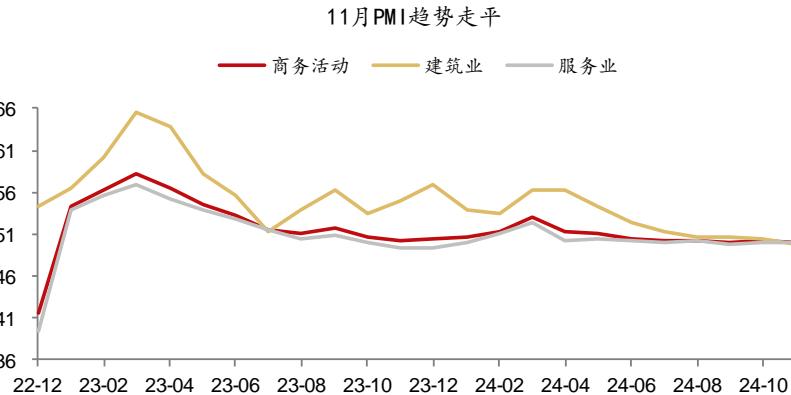
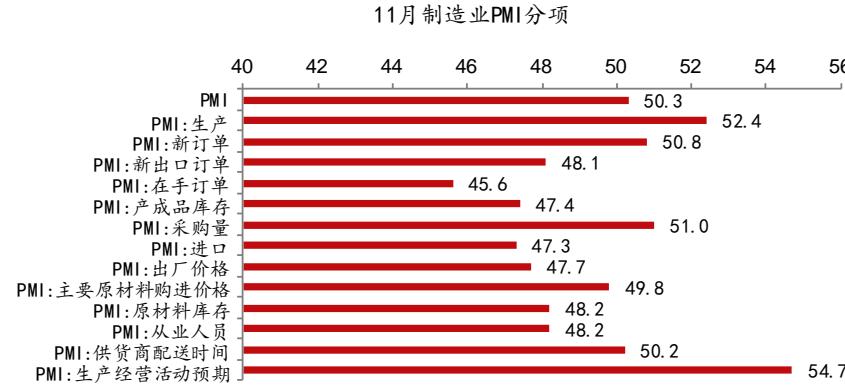
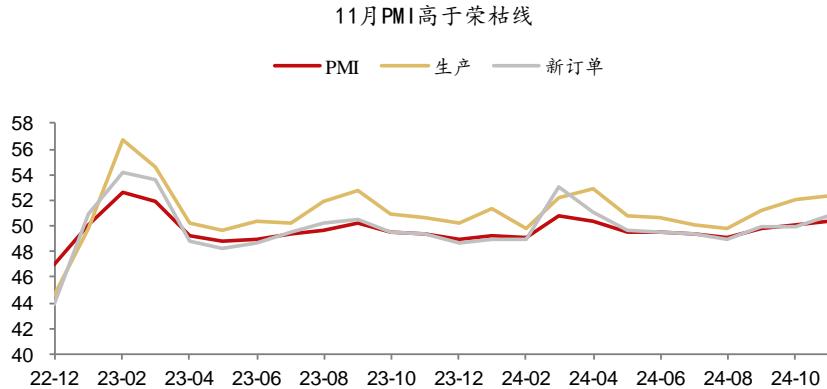
# 工业品基本面情况：沥青、塑料过热



注：我们以量化的方式构建了品种情绪指标，历史数据表明，情绪过热/过冷时容易出现反转行情。板块收盘价取自南华指数。

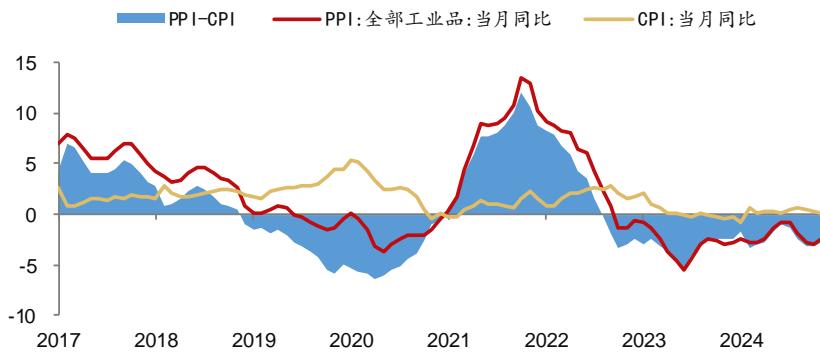
# 03 宏观概览

# 国内-11月PMI位于荣枯线之上

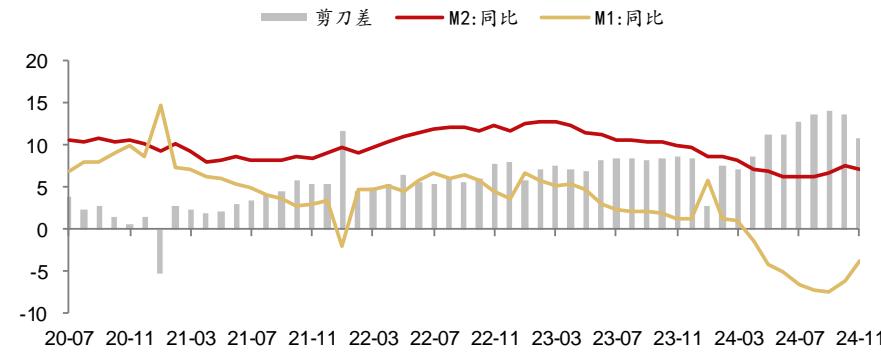


# 国内-剪刀差收窄，中债收益率继续走低

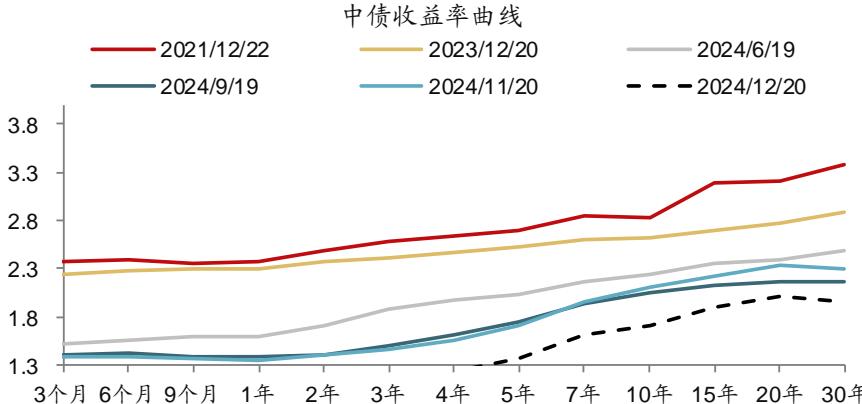
11月PPI-CPI剪刀差小幅收窄



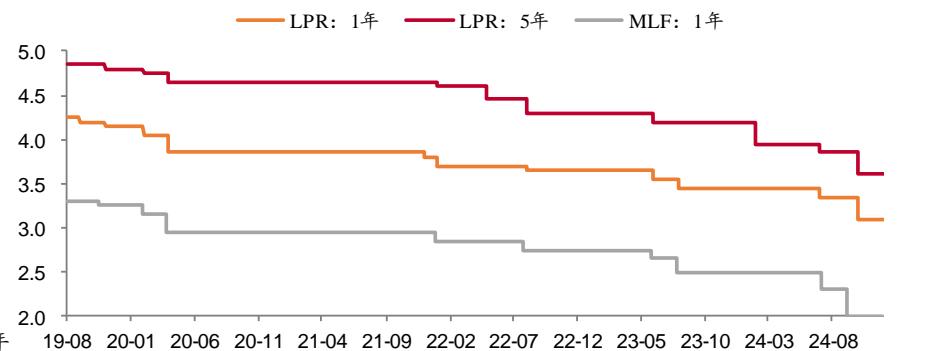
11月M2-M1剪刀差小幅收窄



中债收益率曲线



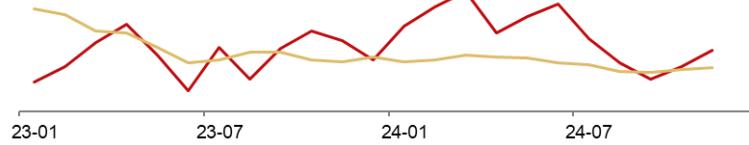
LPR、MLF



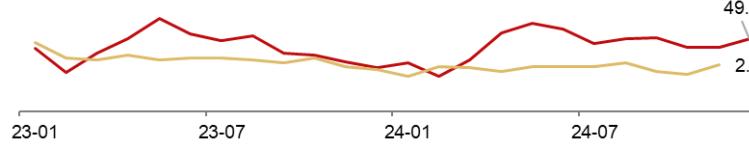
# 海外宏观：美PMI回落，全球通胀继续下行

## CPI与PMI

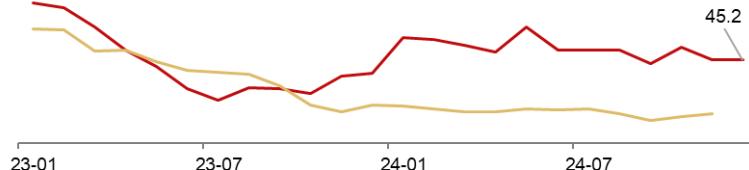
美国



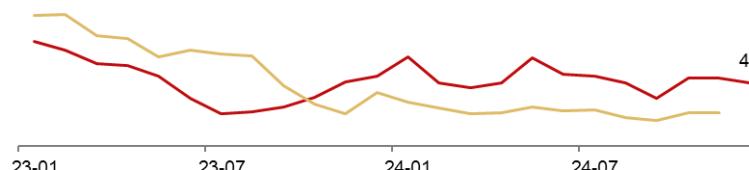
日本



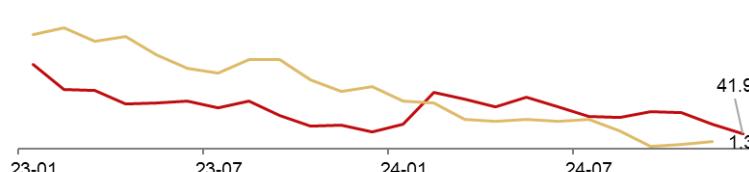
欧元区



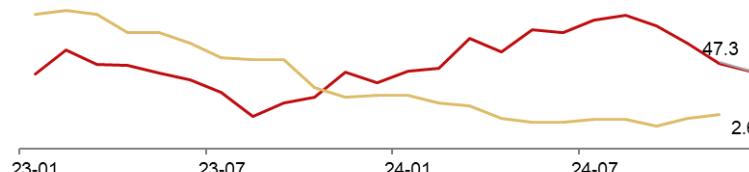
德国

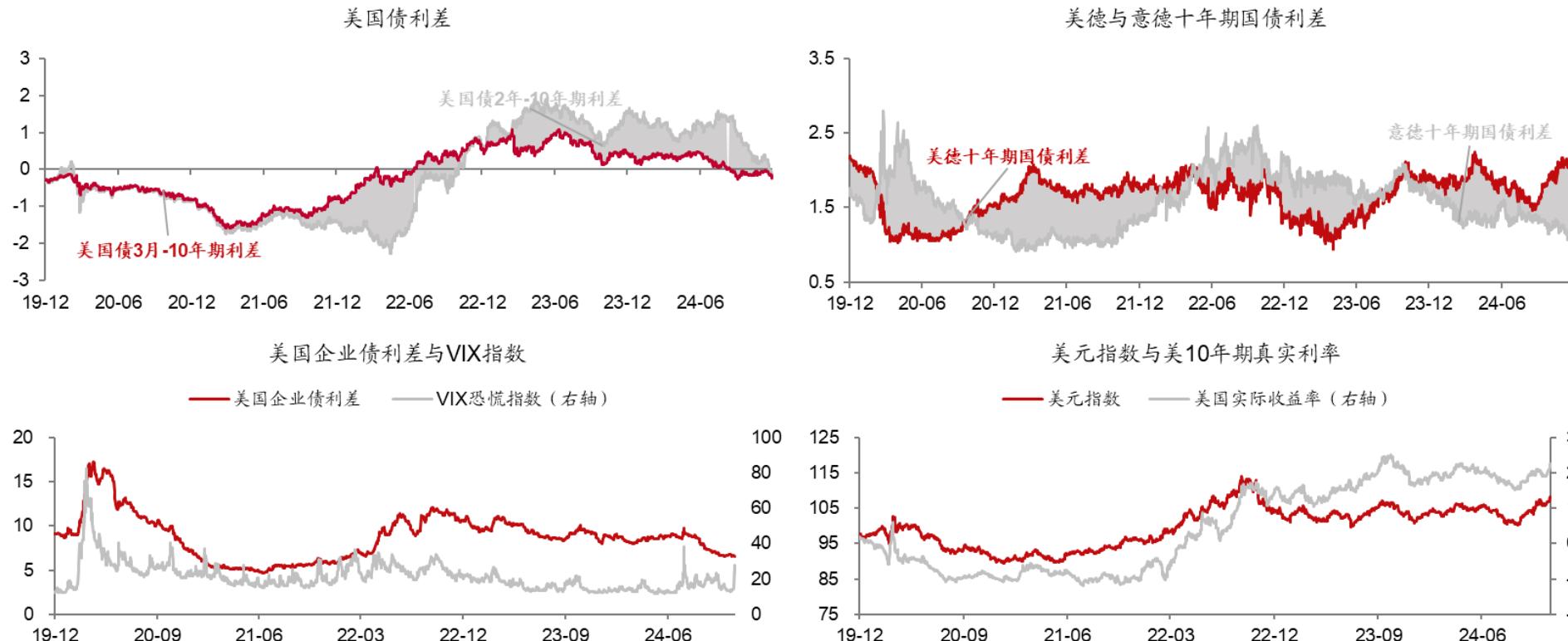


法国



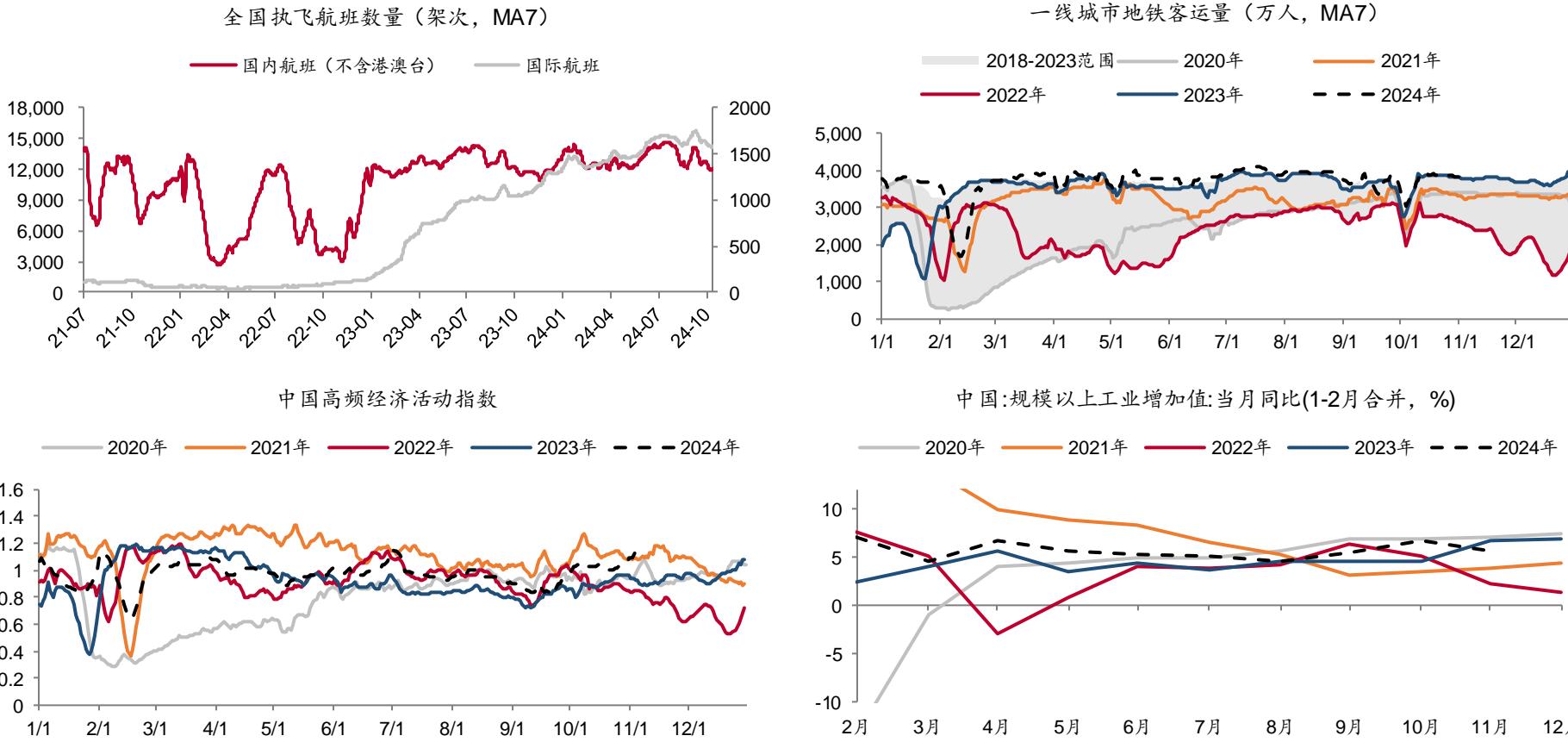
英国



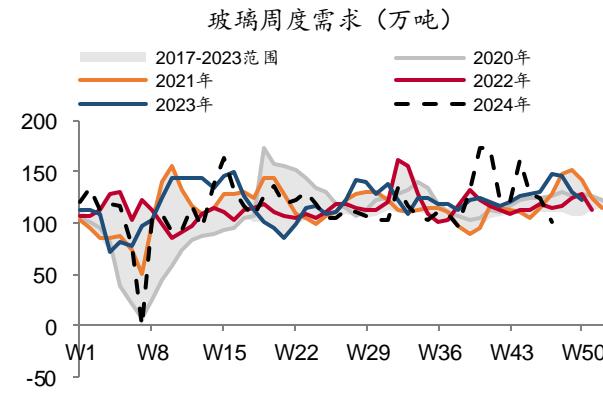
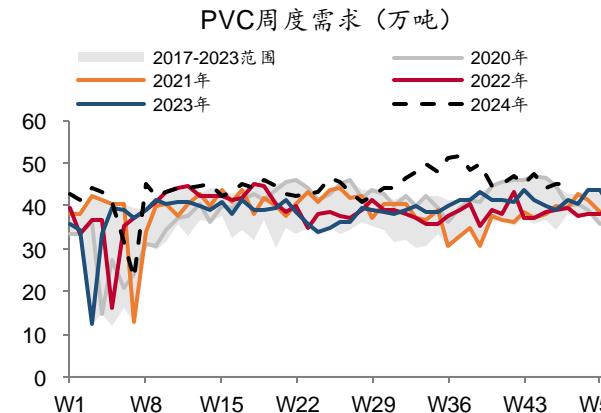
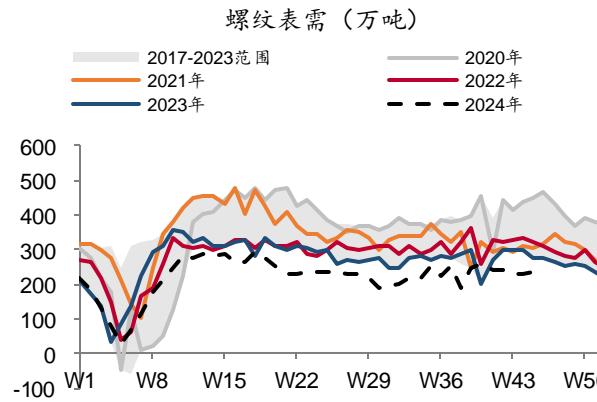
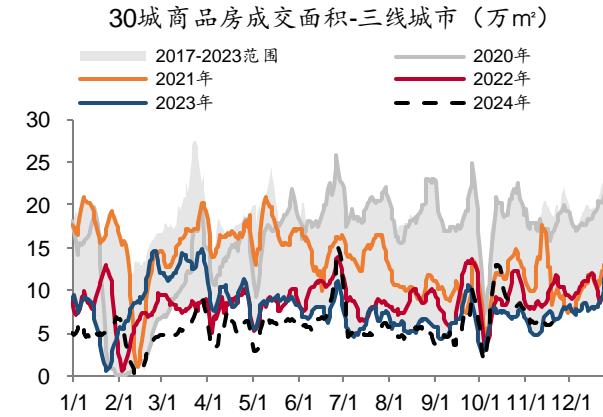
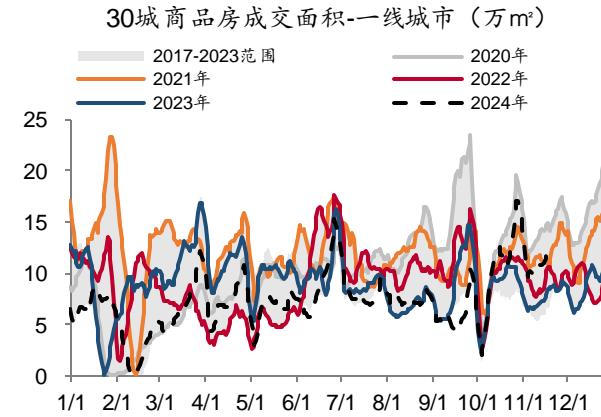
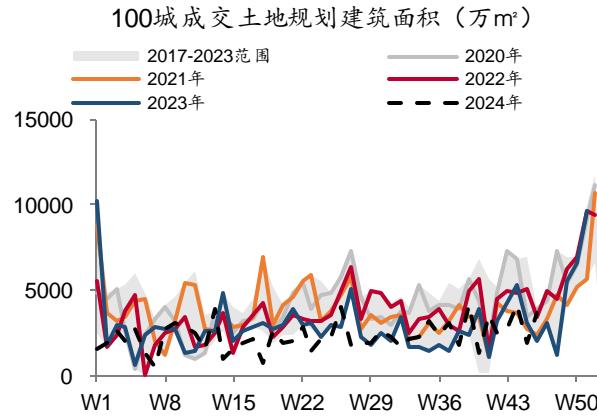


# 04 中观数据

# 经济活动：经济活动指标继续改善

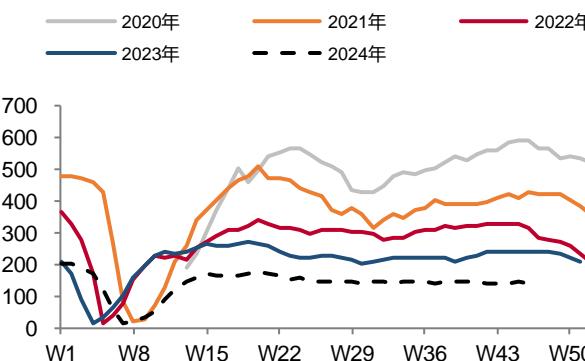


# 地产：成交持续修复，建材需求改善

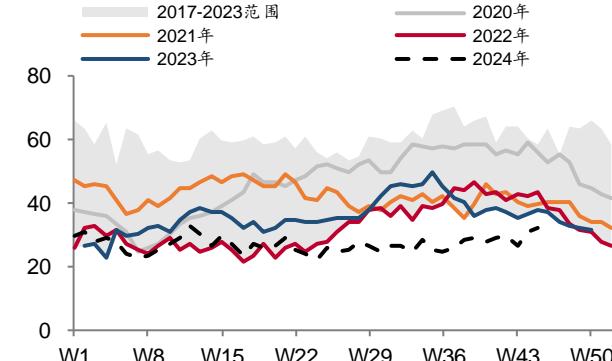


# 基建：混凝土产量和沥青开工承压，多晶硅产量下行

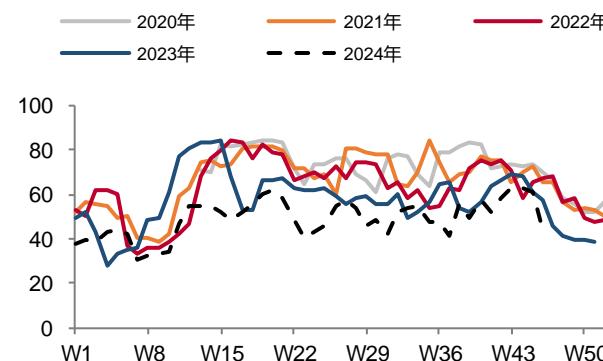
混凝土周产量 (万m<sup>3</sup>)



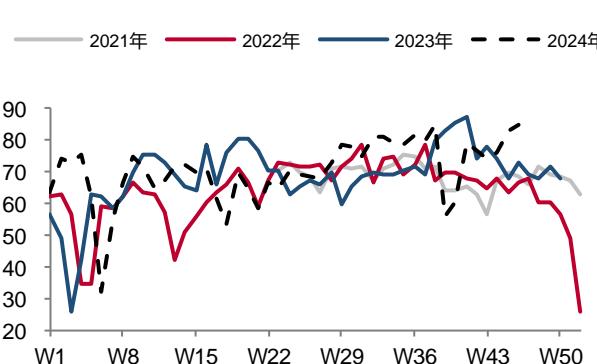
石油沥青开工率 (%)



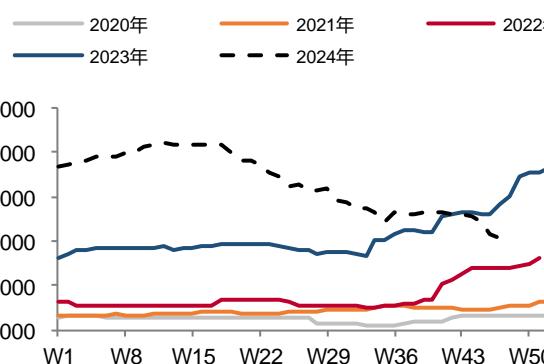
水泥熟料产能利用率 (%)



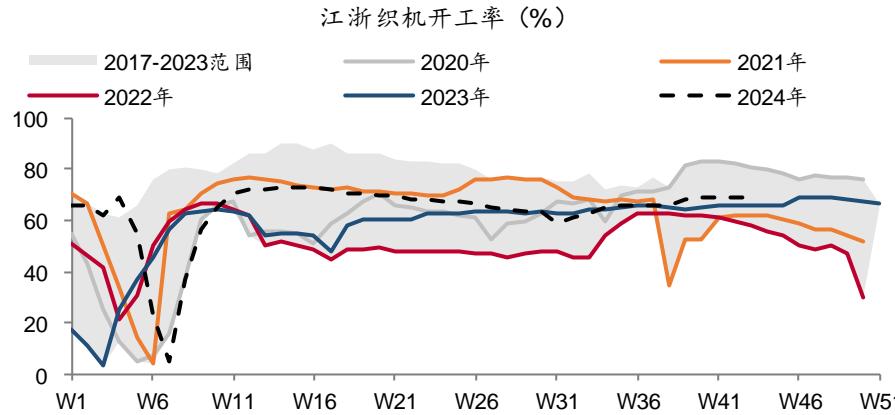
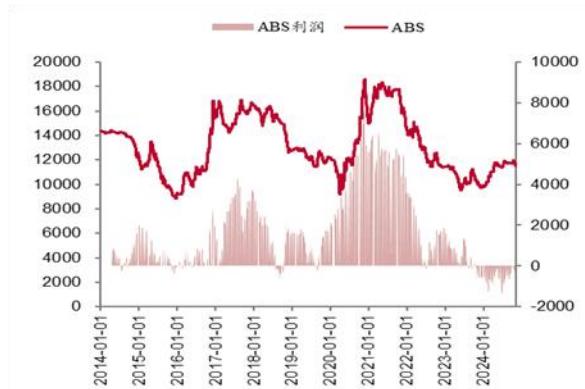
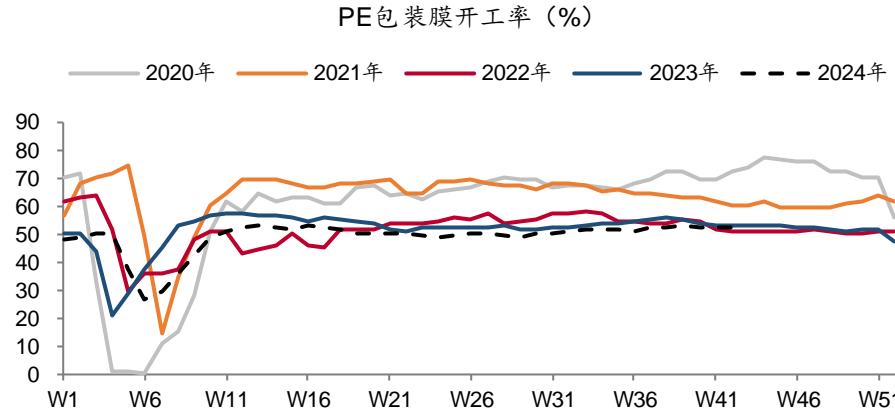
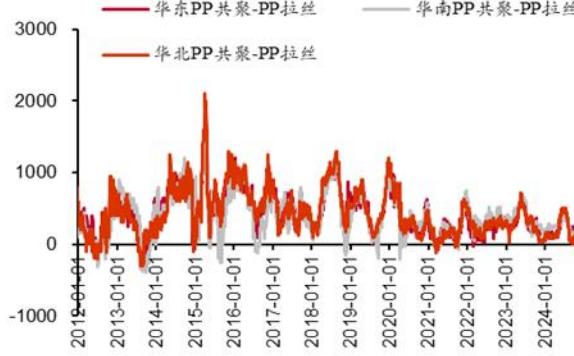
精制铜杆周度开工率 (%)



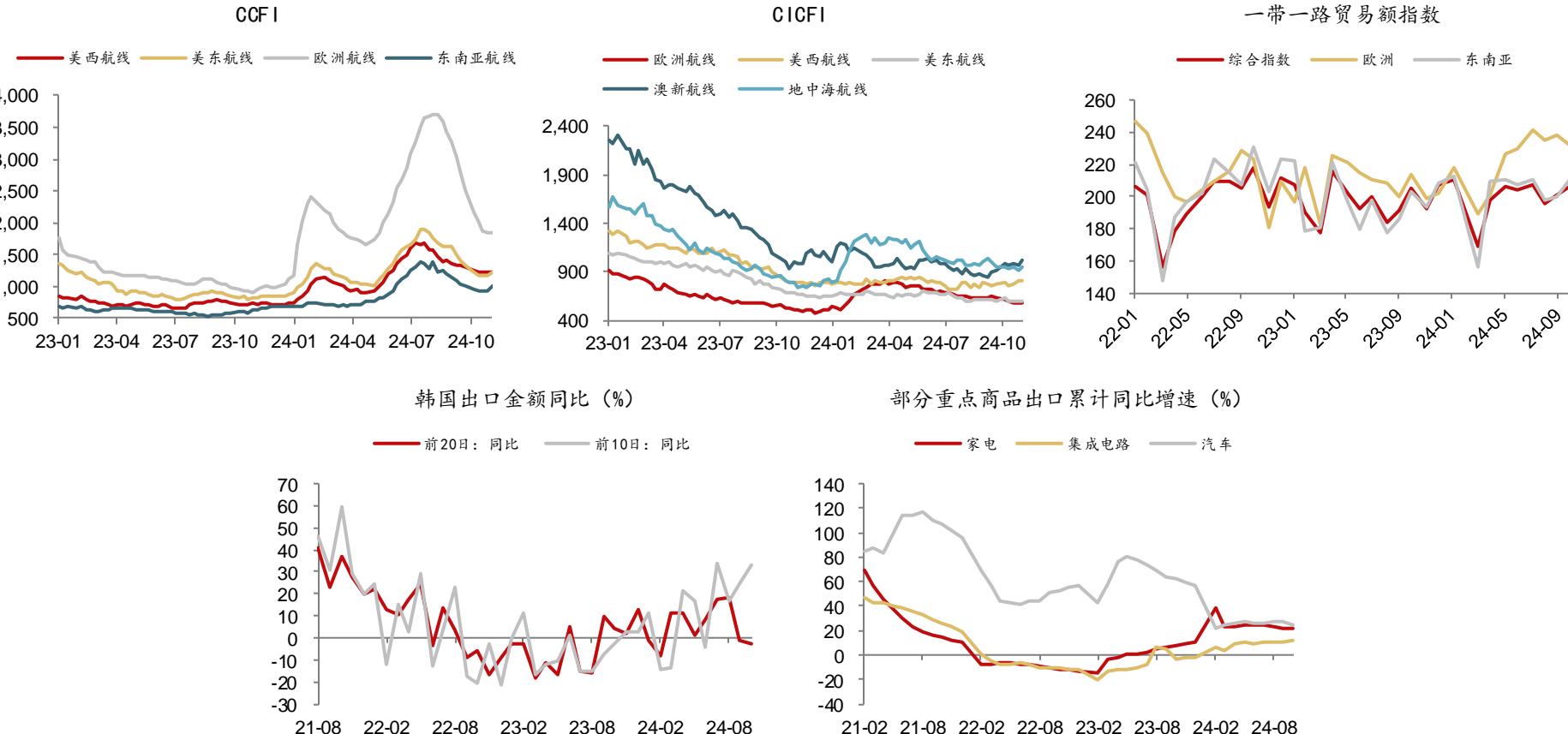
多晶硅周度产量 (吨)



# 其他：部分化工品开工情况较好

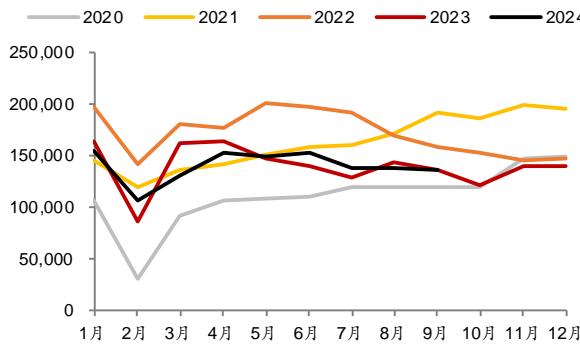


# 进出口：边际回落

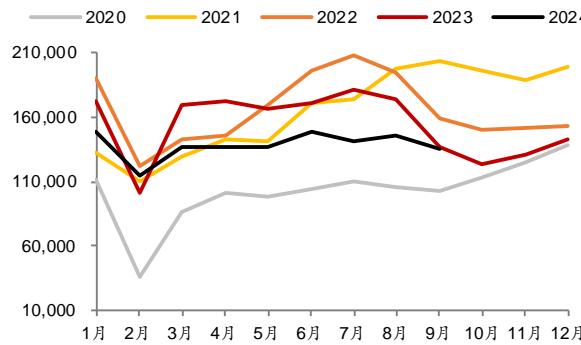


# 中国钢铁及其制品出口

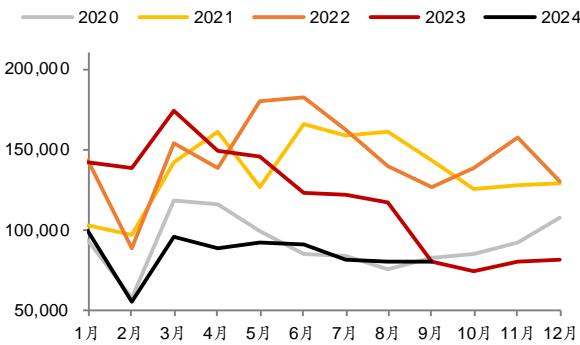
美国和加拿大, 万美元



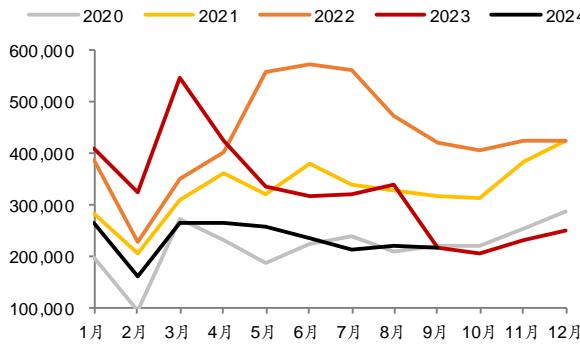
欧洲十国, 万美元



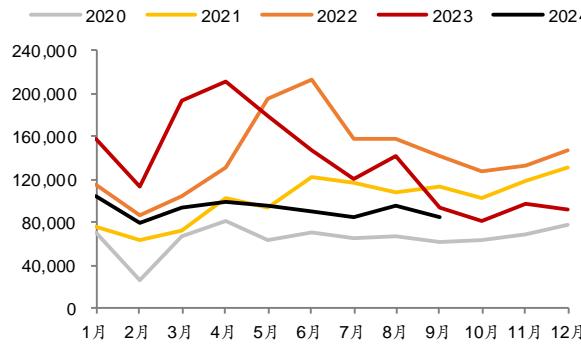
日韩, 万美元



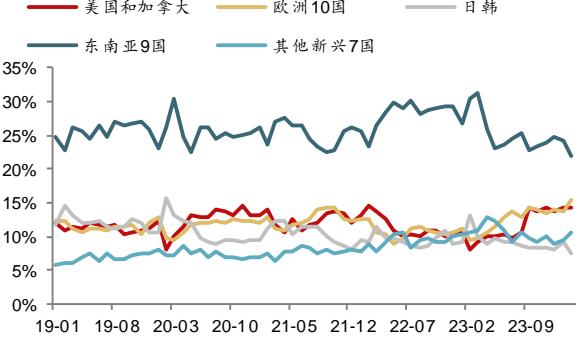
东南亚九国, 万美元



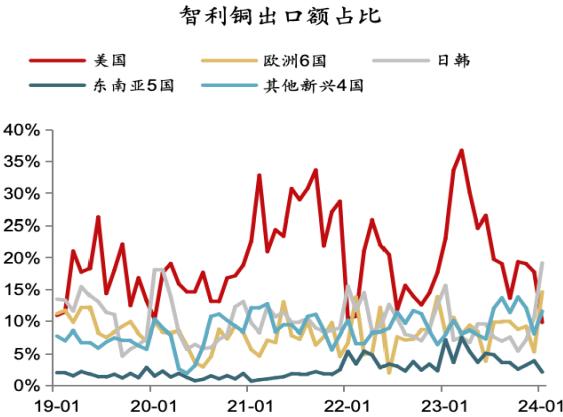
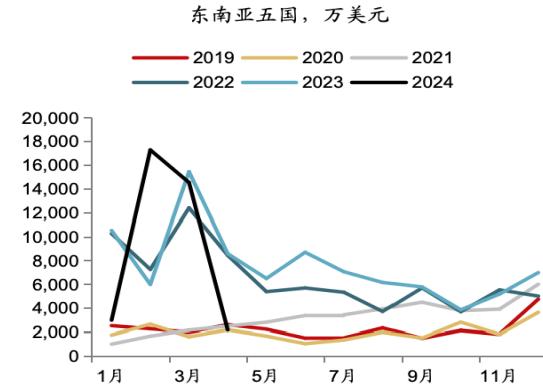
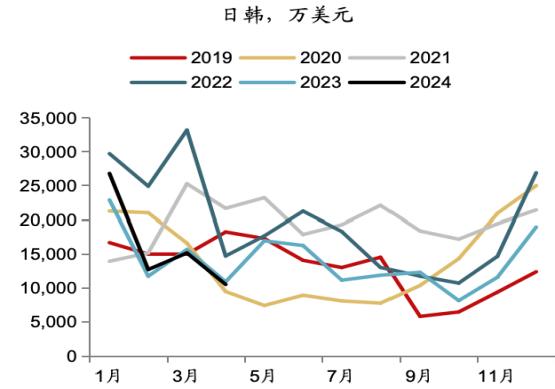
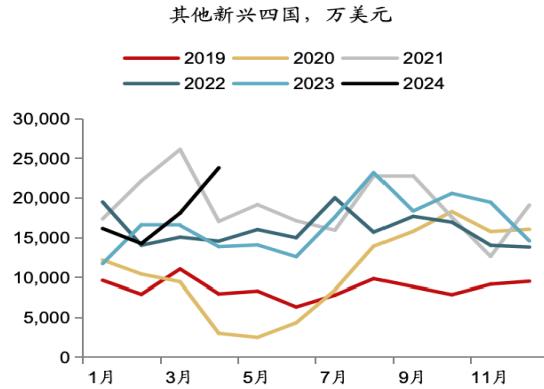
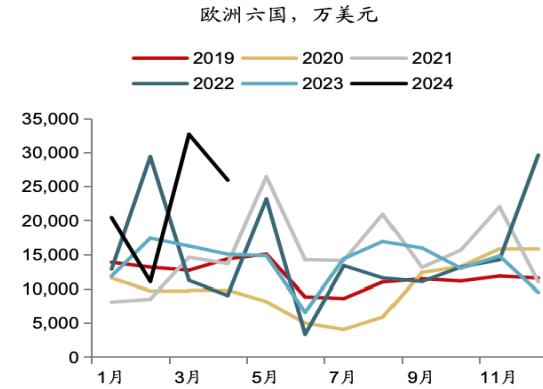
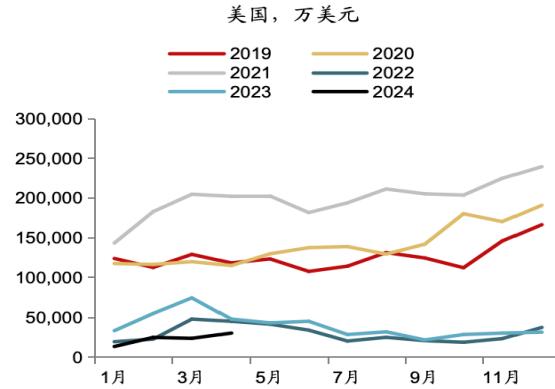
其他新兴七国, 万美元



中国钢铁及其制品出口占比 (%)



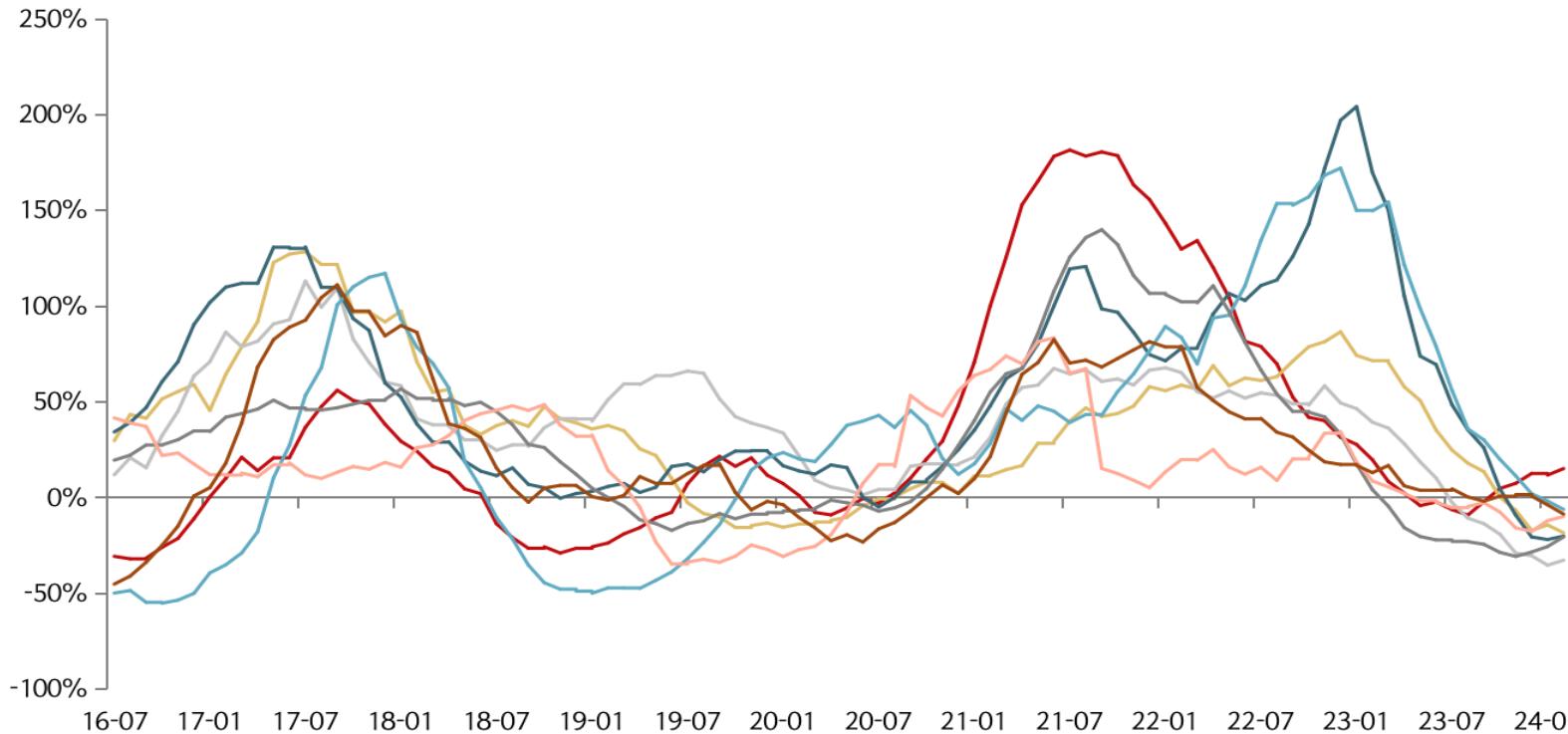
# 智利铜出口：4月对欧洲和日韩、东南亚出口下降



# 工程机械出口普降，对非洲出口下降

中国对各经济体工程机械出口：12期滚动求和（前推5个月），同比

拉美 北美 欧洲 俄罗斯 中东 东盟 印度 非洲



# 05 板块观点

子版块	品种	近端	近端变化	远端	远端变化	交易驱动	驱动变化	观点	后期市场关注点
基本金属	铜	松	趋紧	紧	趋紧	降息预期，全球需求预期	维持	震荡	美国耐用品订单，中国规模以上工业企业利润
	铝	紧	趋紧	紧	趋紧	全球需求预期，氧化铝成本	维持	震荡偏强	美国耐用品订单，中国规模以上工业企业利润
	锌	紧	趋松	松	趋松	锌矿供应预期，全球需求预期	维持	震荡偏弱	美国耐用品订单，中国规模以上工业企业利润
	铅	松	趋松	松	维持	再生铅生产变化，全球需求预期	维持	震荡偏弱	美国耐用品订单，中国规模以上工业企业利润
	镍	松	趋紧	松	维持	降息预期，全球需求预期	维持	震荡偏弱	美国耐用品订单，中国规模以上工业企业利润
	锡	紧	趋松	松	趋松	佤邦复产预期，全球需求预期	维持	震荡	美国耐用品订单，中国规模以上工业企业利润
贵金属	黄金					美联储超预期降息50bp，非农数据多月下调，但是失业率走低，贵金属继续走高	弱化	中美关系缓和，美国经济依旧偏强，美元替代逻辑可能弱化，黄金短期交易流动性和衰退双叠加	美联储官员讲话、通胀与劳动力市场数据以及金融市场稳定情况
	白银					价格反弹下冶炼厂抛货增多，终端需求有弱化迹象，库存累积	强化	光伏未来表现存在分歧，白银表现偏弱	光伏新装机与投产数据；海外印度需求能否持续

子版块	品种	近端	近端变化	远端	远端变化	交易驱动	驱动变化	观点	后期市场关注点
原料	铁矿	中性偏弱	维持	中性	维持	钢厂复产节奏，钢材去库速度，海外宏观	维持	中性	钢厂利润。钢材去库持续性。宏观
	焦煤	中性偏弱	维持	中性	维持	钢厂复产节奏，钢材去库速度，海外宏观	维持	中性	钢厂利润。钢材去库持续性。宏观
	焦炭	中性偏弱	维持	中性	维持	钢厂复产节奏，钢材去库速度，海外宏观	维持	中性	钢厂利润。钢材去库持续性。宏观
	动力煤	中性偏弱	维持	中性	维持	库存，日耗，海外宏观	维持	中性	电厂日耗。宏观
成材	螺纹	中性	维持	中性	维持	钢厂复产节奏，钢材去库速度，海外宏观	维持	中性	钢材去库持续性。宏观
	热卷	中性	维持	中性	维持	去库持续性，出口接单情况，海外宏观	维持	中性	钢材去库持续性。宏观

子版块	品种	近端	近端变化	远端	远端变化	交易驱动	驱动变化	观点	后期市场关注点
油品	原油	供需走弱	维持	供需走弱	转弱	飓风复产	维持	震荡偏弱为主	地缘政治/欧佩克增产
	沥青	弱平衡	维持	供需双增	走弱	低库存/需求转弱	维持	震荡偏弱为主 (跟随成本)	成本变化/需求情况
烯烃链	PE	平衡	转弱	供需转弱	转弱	库存偏低	维持	震荡为主	装置投产/实际需求
	PP	弱平衡	转弱	供需宽松	维持	供需走弱	维持	震荡偏弱为主	检修复产/新产能投产
	甲醇	弱平衡	维持	供需双增	转强	弱现实强预期	维持	震荡偏强为主	检修情况/和天气情况
聚酯	PTA	弱平衡	维持	供需宽松	转弱	供需宽松	维持	震荡偏弱为主 (跟随成本)	下游需求和上游原料
	MEG	弱平衡	维持	供需转弱	维持	供需维持	维持	震荡为主	下游需求情况
	短纤	弱平衡	维持	供需双增	维持	供需维持	维持	震荡为主 (跟随成本)	成本变化和需求情况
建材类	纯碱	偏宽松	维持	供需双增	维持	供需宽松	维持	震荡偏弱为主	装置检修情况/下游补库存意愿
	玻璃	偏宽松	维持	供需双弱	维持	弱现实强预期	维持	震荡为主	冷修情况/下游实际需求
	PVC	偏宽松	维持	供需双增	维持	弱现实强预期	维持	震荡偏弱为主	检修情况/出口持续情况

子版块	品种	近期 (紧张/中性/宽松)	近期观点	中期观点	远期 (预期紧张/中性/宽松)	远期观点	当下交易的驱动	后期市场关注点
禽畜	生猪	中性	震荡	偏弱	中性	偏弱	供应增加	供应节奏及需求
	鸡蛋	中性	震荡偏强	偏弱	中性	偏弱	淘汰增加	供需及天气
养殖原料	大豆	宽松	反弹	下跌	宽松	震荡	南美天气扰动	南美天气
	豆粕	宽松	反弹	下跌	宽松	震荡	南美天气扰动	南美天气
	玉米	中性	震荡	偏多	中性	震荡	差粮卖压较大, 政策提振	政策
油脂	棕榈油	偏紧	震荡	震荡	中性	震荡	供需双弱	产区产量
	菜油	宽松	震荡	震荡	中性	震荡	菜系减产而豆系增产	产区产量及菜籽政策
	豆油	中性	震荡	震荡	中性	震荡	菜系减产而豆系增产	产区产量
软商品	白糖	紧张	震荡	偏弱	宽松	震荡	南北重心转换, 强现实弱预期	北半球产量
	棉花	宽松	偏空	宽松	宽松	震荡	国内棉花产量调高和下游订单偏弱	下游订单和宏观

## 研究员简介

赵嘉瑜：招商期货首席策略，金融与金工团队主管，负责宏观策略、资产配置及基本面量化，带领团队获得中金所优秀分析师团队称号。具有期货从业资格（证书编号：F3065666）和交易咨询从业资格（证书编号：Z0016776），美国纽约大学国际政治与国际经济硕士，上海交大经济学与法语双学士，曾在曼氏金融工作。在《中美聚焦》、《中国能源报》、《澎湃新闻》、《上海证券报》、《期货日报》等媒体发文，多次担任人大及哈工大（深圳）的客座讲师。

马芸：招商期货产研业务总部金属矿产团队负责人，负责铜、锡等品种研究。有色金属行业从业十余年，具有丰富的产业工作经验和私募投研策略经验，注重把握宏观微观边际变化中的交易机会，对基本金属有深刻理解。具有期货从业资格（证书编号：F3084759）及交易咨询资格（证书编号：Z0018708）。

徐世伟：招商期货产研业务总部金融主管，金融风险管理师（FRM），中金所国债优秀分析师团队第二名，中长期资金服务团队第五名，上期所（期权）优秀讲师，有10年以上期货及衍生品投资研究经历，获第十五届最佳期权分析师，获第二、三、四届中金所研究征文大赛二等奖、优胜奖，曾借调交易所参与期权产品设计。目前专注于金融衍生品与利率相关品种研究。期货从业资格（证书编号：F0307617）及交易咨询资格（证书编号：Z0001836）。

游洋：CFA，交易咨询资格证号：Z0019846，招商期货产研业务总部金属矿产团队黑色研究员。从事大宗商品研究8年，具有境内外产业、券商从业经验，擅长通过梳理宏观、微观数据发现矛盾，发掘交易机会。

吕杰：招商期货产研业务总部能化航运团队研究员，历任某500强采购部，某大型国企期货部经理，招商期货策略研究员。对化工品种有套期保值，对冲交易、期货点价经验，在市场历练中对产业结构、景气周期，库存周期有认识。拥有期货从业资格（证书编号：F3021174）和交易咨询资格（证书编号：Z0012822）。

安婧：英国华威大学金融硕士，招商期货产研业务总部能化航运团队原油研究员，长期扎根能源基本面研究，善于从国际供需矛盾及数据分析中对行情走势进行判断。荣获第十五届《期货日报》《证券时报》最佳工业品期货分析师。研究报告曾刊登于《期货日报》、《证券时报》、《资本市场前沿》。（从业资格号：F3035271）及交易咨询资格（证书编号：Z0014623）。

马幼元：招商期货产研业务总部农产品团队研究员，中国农业大学农学硕士。从业至今一直从事饲料养殖产业链研究及投资策略开发，多次组织产业链深度调研，在业内权威期刊发表多篇文章，对饲料养殖产业链投研有独到见解。拥有期货从业人员资格（证书编号：F03106620）及交易咨询资格（证书编号：Z0018356）。

招商期货有限公司

总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

**CMF**  **招商期货**

## 重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。



招商期货有限公司

总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

**CMF**  **招商期货**