

半年度报告：2019年07月01日

## 供需平衡偏松，煤价下跌可期

## 动力煤产业链研究

### 主要观点：

宏观层面，伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，而全球经济在下半年或将继续经历下行的阵痛。美国在经历了财政刺激带来的经济复苏后，目前也逐渐显露出疲态。面对经济下滑的风险，美联储的态度也相应由鹰转鸽，给市场一定的降息预期，这将在一定程度上减缓经济下滑的忧虑，同时也使得其他经济体有更灵活的货币政策空间。

国内方面，2019下半年，出口和消费仍难出现显著的回暖；投资亦不会“大水漫灌”般全面铺开，而是重点产业重点投资；财政政策仍以减税降费为主，同时加大支出，盘活存量；货币政策兼顾逆周期调节与促进经济结构的转型升级。比较明显的是，当前国内各项政策并未将维稳放在绝对首要的位置上，而是要保持战略定力，不误经济结构的转型升级。因此，我们认为2019年下半年经济增速将稳中小幅下滑，但经济的质量将更上一层楼

供给方面，生产稳定增长，供应充足。供给侧改革接近尾声，行业投资快速增长，优质产能有序释放，全国总产能稳中有升；但是，在国内煤炭供需达到宽平衡的条件下，进口煤面临减量的可能性。

需求方面，稳中或有小幅增长。火电耗煤仍有望实现微增；建材行业、供热、化工等行业需求保持较快增速，但是，在宏观经济不够景气的背景下，增长存在一定不确定性。

库存方面，中下游已完成补库，上游煤炭企业将进入补库阶段，坑口煤价面临向下调整的压力，煤价将寻求新的平衡点。

运输方面，铁路对煤炭供应的限制已经大幅弱化。

从技术和周期的角度看，动力煤价格已经步入熊市的起点，未来下跌的可能性远高于上涨。

总体来看，宏观经济承压，供需改善，行业已经适应新周期，动力煤价格将逐渐回落至合理区间，并且波动性继续减小。

**不确定性风险：**宏观经济增速放缓，进口煤政策，环保政策。

作者姓名：江露

邮箱 jianglu@csc.com.cn

电话：023-81157296

投资咨询从业证书号：Z0012916

发布日期：2019年07月01日

## 目 录

一、行情回顾.....	4
二、宏观经济形势与政策分析.....	5
1、国际宏观.....	5
2、国内宏观.....	11
三、行业供需形势分析.....	18
1、供需形势分析.....	18
2、价格与运输.....	22
四、技术分析.....	26
五、行情展望与投资策略.....	27

## 图表目录

图 1: 动力煤期货主力合约和走势 .....	4
图 2: 环渤海动力煤 (Q5500K) 综合价格指数 .....	4
图 3: 全球 GDP 实际增速及预测 .....	5
图 4: 全球采购经理人指数(PMI) .....	5
图 5: 经合组织综合领先指标 .....	5
图 6: 经合组织商业及消费者信心指数 .....	5
图 7: 美国国内生产总值及其增速 .....	6
图 8: 美国新增非农就业人数及失业率 .....	6
图 9: 美国非农企业薪酬及工作时长 .....	6
图 10: 美国非农职位空缺数 .....	6
图 11: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数 .....	7
图 12: 美国物价指数变动情况 .....	7
图 13: 美国国际贸易及其增速 .....	7
图 14: 美国国内消费及其增速 .....	7
图 15: 欧元区和欧盟 GDP (不变价、季调) 及其增速 .....	8
图 16: 欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化 .....	8
图 17: 欧元区采购经理人指数 .....	8
图 18: 欧盟和欧元区制造业产能利用率 .....	8
图 19: 欧盟 28 国失业人数及失业率 .....	9
图 20: 欧盟及欧元区核心 CPI .....	9
图 21: 美国基准利率及债券收益率 .....	10
图 22: 英国及欧元区基准利率 .....	10
图 23: 中国国内生产总值及其增速 .....	11
图 24: 中国固定资产投资及其增速 .....	11
图 25: 中国社会消费品零售总额及其增速 .....	11
图 26: 中国进出口贸易额及其增速 .....	11
图 27: 中国固定资产投资增速 .....	12
图 28: 中国制造业投资增速 .....	12
图 29: 中国工业增加值同比增速 .....	13
图 30: 中国制造业 PMI 指数 .....	13
图 31: 中国公共财政收入和支出及其增速 .....	14
图 32: 中国税收收入和企业所得税收入累计增速 .....	14
图 33: 中国货币供应增速及剪刀差变动 .....	15
图 34: 中国人民银行现金净投放 .....	15
图 35: 中国社会融资规模及新增信贷占比 .....	15
图 36: 中国新增人民币存贷款 .....	15
图 37: 中国人民银行存款准备金率 .....	15
图 38: 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR) .....	15
图 39: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速 .....	16

图 40: 中国物价变动情况 .....	16
图 41: 中国外汇储备变动情况 .....	16
图 42: 美元和欧元兑人民币汇率中间价 .....	16
图 43: 煤炭行业企业效益指标 .....	18
图 44: 煤炭行业固定资产投资及其增速 .....	18
图 45: 中国原煤产量及其增速 .....	18
图 46: 三大产煤大省原煤产量 .....	18
图 47: 中国煤及褐煤进出口量 .....	19
图 48: 中国进口煤构成及变化 .....	19
图 49: 主要进口煤来源国进口量 .....	19
图 50: 煤炭进口价格 .....	19
图 51: 全社会和工业用电量及其增速 .....	20
图 52: 发电总量和火力发电量及其增速 .....	20
图 53: 电力行业动力煤消耗量及其增速 .....	20
图 54: 总发电量中水电与火电的累计占比 .....	20
图 55: 电力行业新增发电设备 .....	21
图 56: 历年 1-5 月电力设备平均利用小时数变化 .....	21
图 57: 水泥和平板玻璃生产增速 .....	21
图 58: 房屋新开工、施工、竣工面积增速 .....	21
图 61: 国有重点煤矿企业库存量 .....	22
图 62: 两大煤矿煤炭库存量 .....	22
图 63: 重要港口煤炭库存量 .....	22
图 64: 重点电厂直供煤炭库存量 .....	22
图 65: 国际三大港口动力煤价格指数 .....	23
图 66: 北方五港动力煤 (Q5500K) 报价 .....	23
图 67: 国内产地煤炭坑口价 .....	23
图 68: 主要煤炭价格指数 .....	23
图 69: 全国煤炭铁路总运量及其增速 .....	24
图 70: 全国煤炭铁路日均装车量及其增速 .....	24
图 71: 两大煤企煤炭日均装车量 .....	24
图 72: 大秦铁路煤炭运量及其增速 .....	24
图 73: 秦皇岛煤炭调入量 .....	24
图 74: 皇岛煤炭吞吐量 .....	24
图 75: 曹妃低港煤炭调入量 .....	25
图 76: 曹妃甸港煤炭吞吐量 .....	25
图 77: 重点港口煤炭运量 .....	25
图 78: 环渤海港口货船比 .....	25
图 79: 皇岛港至沿海各港口海运费 .....	25
图 80: 港口煤运价及国内综合运价指数 .....	25
图 81: 2018 年动力煤期货指数 (周线) .....	26

## 一、行情回顾

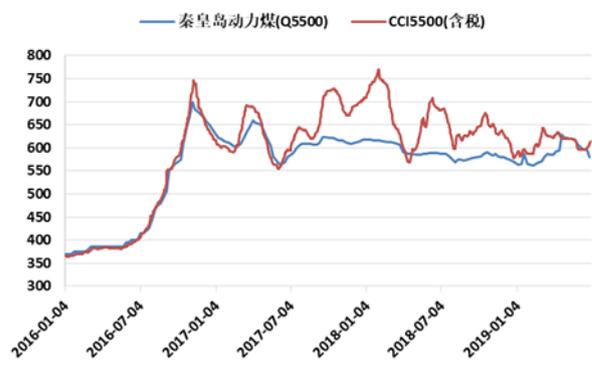
2019 年 1-5 月，动力煤整体维持区间波动。从主力合约看，年初跌至 560 元的低位，随后在榆林矿难事故后，一路上涨，最高涨至 620 元/吨，随后则再度开启跌势。09 合约在 5 月底跌至 570 元/吨，6 月则再度强势反弹，升至 610 以上。现货方面，可以看到 CCI5500 价格指数的高点一次比一次低，2019 年前 5 个月的整体走势是先升后降，底部在 570 附近。

图 1：动力煤期货主力合约和走势



数据来源：Wind, IMF, 中信建投期货

图 2：环渤海动力煤（Q5500K）综合价格指数



数据来源：Wind, 中信建投期货

整体而言，随着煤炭去产能任务接近尾声，优质产能不断释放，动力煤供需已由前期的紧平衡向平衡偏松演化，动力煤价格呈现出震荡中枢不断下移的特点，价格中枢正在回归理性区间。

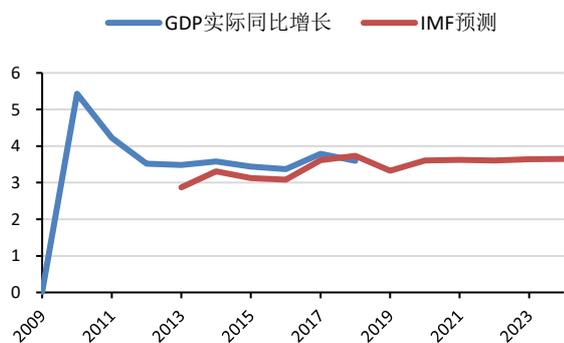
## 二、宏观经济形势与政策分析

### 1、国际宏观

#### 1.1 全球经济增长乏力，下行压力逐渐显现

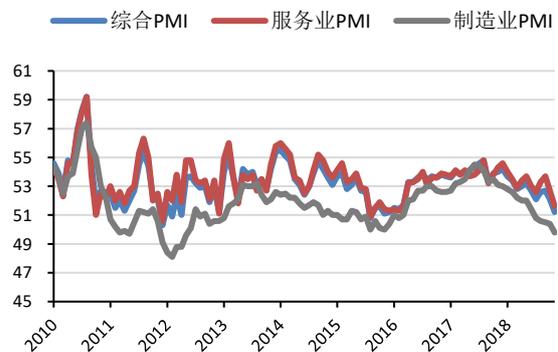
全球经济自 2018 年开始增长乏力，随着美国财政刺激效果减弱，贸易摩擦影响开始显现，今明两年全球经济或面临较大的下行风险。IMF 在 2019 年 4 月的《世界经济展望》中指出，受全球贸易紧张、金融环境收紧、政策不确定性上升以及商业信心疲软等多重因素影响，全球经济活动自 2018 年下半年起显著放缓，并下调对 2019 年世界经济增速的预期至 3.3%，这相比于 2019 年 1 月的预测下调了 0.2 个百分点。

图 3：全球 GDP 实际增速及预测



数据来源：Wind, IMF, 中信建投期货

图 4：全球采购经理人指数(PMI)



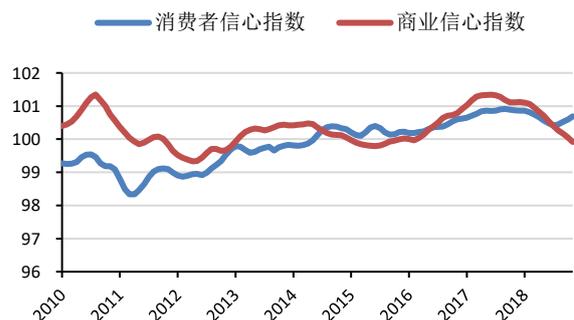
数据来源：Wind, 中信建投期货

图 5：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind, 中信建投期货

图 6：经合组织商业及消费者信心指数



数据来源：Wind, 中信建投期货

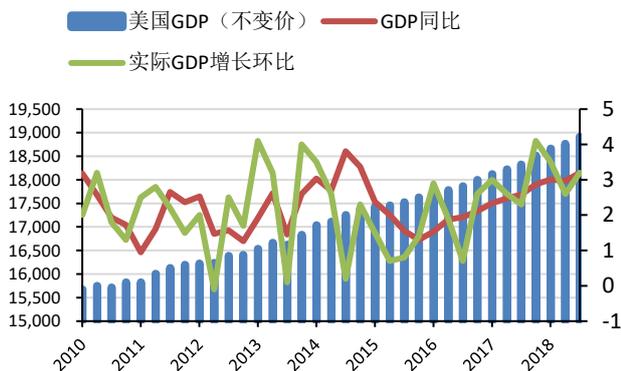
2018 年初以来，全球经济见顶回落，经济扩张减速、市场景气程度不断下滑、消费信心也开始走弱。摩根大通全球 PMI 指数显示，自 2018 年 1 月前后，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数纷纷在触顶后逐步下行，其中全球制造业 PMI 指数回落最快，从 2018 年初时的 54.4 的水平持续下滑至 2019 年 5 月的 49.8，表明全球制造业已进入收缩区间，全球经济增长乏力。在全球制造业扩张步伐放缓的背景下，消费者信心也逐渐下滑。经合组织统计数据 displays，2019 年 5 月份，商业和消费者信心指数分别为 99.9184 点和 100.6877 点，分

别较 2018 年同期低 1.1915 点和 0.1973 点，呈现下降的趋势，且商业信心指数下降速度明显快于消费者信心指数，表明企业对未来的经济形势表现出更不乐观的情绪。

## 1.2 美国经济不再强劲，驱动因素逐渐减弱

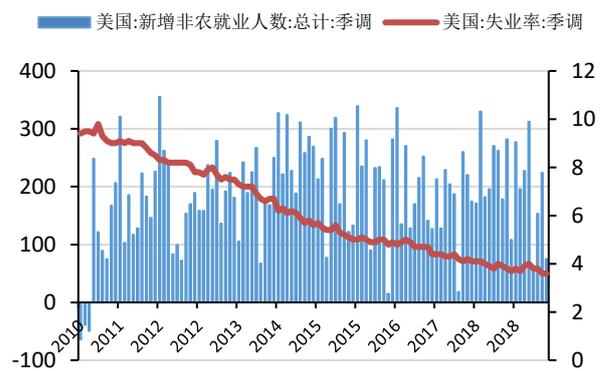
2018 年下半年以来，美国经济强劲的增长势头放缓，虽然劳动力市场仍然保持紧张的局面，但制造业扩张程度逐渐见顶回落，通胀也呈现逐步疲软的态势，美国消费者的信心逐渐下滑，美国经济的驱动力开始转弱。

图 7：美国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

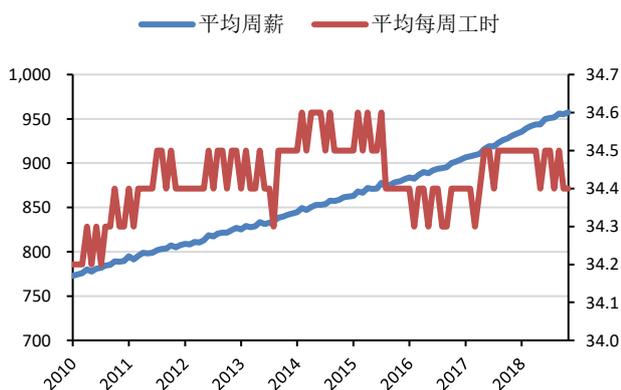
图 8：美国新增非农就业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

美国经济分析局公布的统计数据显示，2019 年美国第一季度 GDP（不变价）达到 18.91 万亿美元，同比增长 3.20%，增速较 2018 年同期高 0.62 个百分点，保持着较快的增长速度，但从环比增速来看，美国经济有见顶回落的风险。

图 9：美国非农企业薪酬及工作时长



数据来源：Wind，中信建投期货

图 10：美国非农职位空缺数

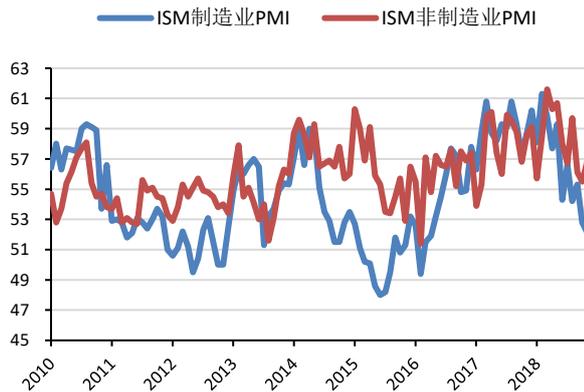


数据来源：Wind，中信建投期货

美国就业形势持续改善，但前景隐忧逐渐显现。美国劳工部最新统计数据显示，2019 年 5 月份新增非农就业人数达为 7.5 万人，较此前数据有大幅度下滑；经季节性调整后的失业率进一步降至 3.6%，相比于 2018 年同期低 0.2 个百分点，为 50 年来的低位。美国失业率的降低，伴随着薪资的增长和职位空缺数的增加，且非农企业员工工作时长保持在稳定区间，这意味着美国就业市场仍保持较好的状态。美国劳工部公布的最新统计数

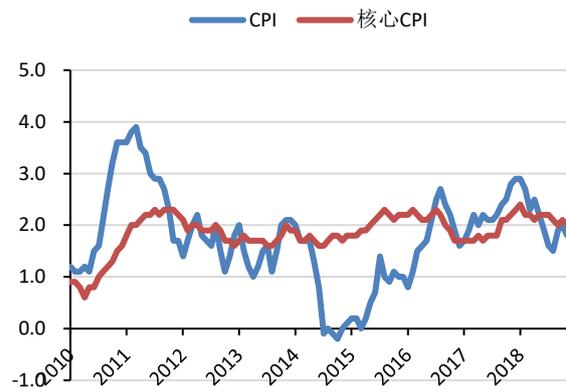
据显示，2019 年 5 月份美国非农企业员工平均周薪达到 957.35 美元，较 2018 年同期增加 26.19 美元，延续着持续增加的趋势；5 月份美国非农企业员工平均每周工作时长为 34.4 小时，与 2018 年同期持平，平均每工时继续保持在 34.4—34.6 小时区间；唯一值得担忧的是，美联储关心的职位空缺数有见顶的可能，2019 年 4 月经季节性调整后的职位空缺数达到 744.9 万人，而在 2019 年 1 月与 2018 年 11 月此数据均超过 762 万。

图 11：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

图 12：美国物价指数变动情况

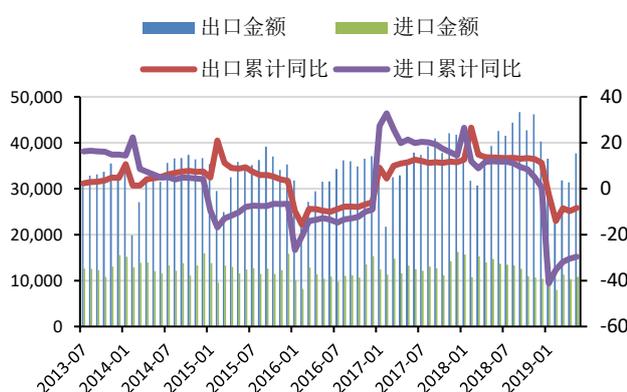


数据来源：Wind，中信建投期货

制造业及非制造业扩张程度持续放缓从另一个侧面反映出美国经济不复此前的强劲势头。美国供应管理协会公布的统计数据显示，2019 年 5 月份美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数分别报 52.1 和 59.6，较 2018 年同期分别低 6.60 和 1.70。

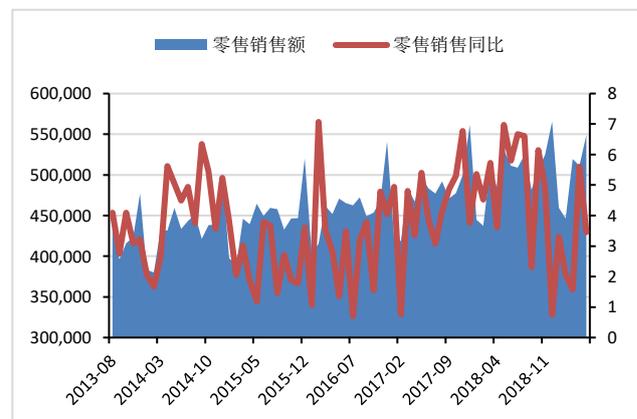
制造业和非制造业放缓的状况下，美国物价水平难以维持较高的增长。美国劳工部公布的统计数据显示，2019 年 5 月份美国经季节性调整后的核心 CPI 同比增长 2.0%，较去年同期增速低 0.2%，这从侧面显示民众的消费动力正在减退。

图 13：美国国际贸易及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 14：美国国内消费及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

此外，贸易摩擦问题也逐渐显现其后果，美国外贸及消费增速均出现不同程度的下滑，美国经济驱动力正在减弱。美国经济分析局最新的统计数据显示，2019 年 5 月份美国出口和进口同比减少 8.40% 和 29.60%，增速

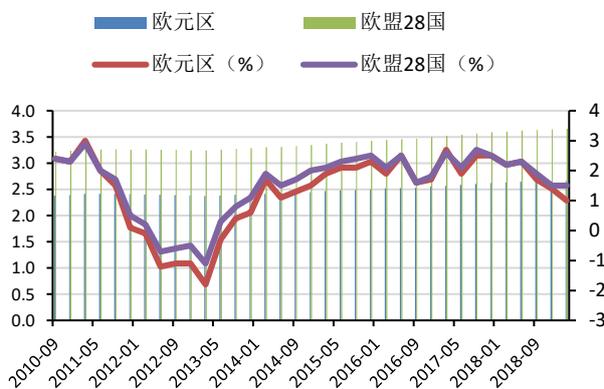
较 2018 年同期降低 22.0 和 41.5 个百分点，贸易摩擦对美国进出口影响巨大，其中进口影响更加明显；5 月份美国零售销售总额同比增长 3.46%，增速较 2018 年同期低 3.51 个百分点，增速显现出回落的倾向。

总之，美国经济仍保持着增长的势头，但经济增长下行压力逐渐显现。

### 1.3 欧洲内部矛盾未决，经济增速持续下滑

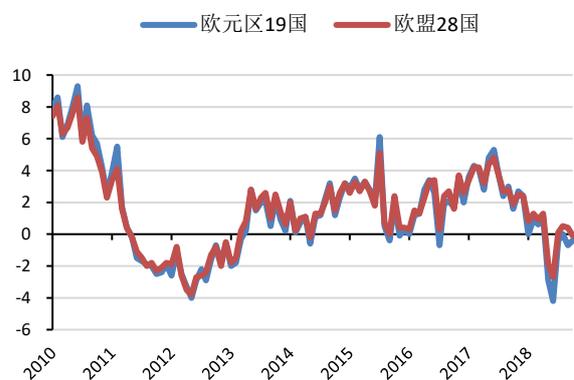
欧元区内部矛盾仍未解决，英国脱欧前景难测，而债务问题再度浮现，欧洲经济增速持续下滑。

图 15：欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

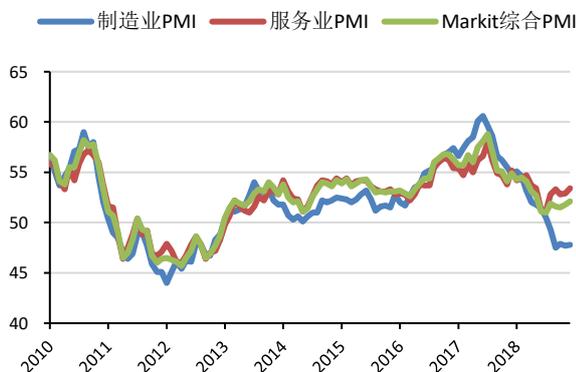
图 16：欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化



数据来源：Wind，中信建投期货

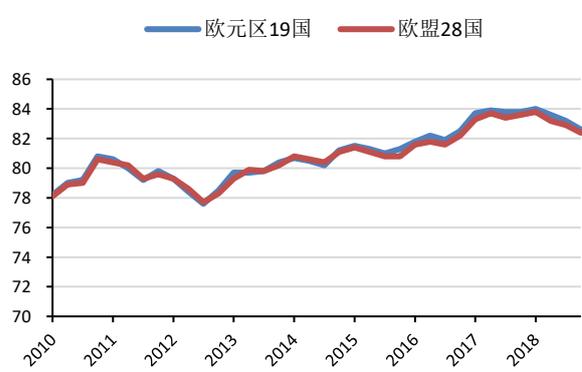
欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年第一季度，欧元区国内生产总值（季调、不变价）达到 2.66 万亿欧元，同比增长 1.0%，增速较 2018 年同期降低 1.2 个百分点；欧盟 28 国国内生产总值（季调、不变价）达到 3.66 万亿欧元，同比增长 1.5%，增速较 2018 年同期低 0.7 个百分点。随着英国脱欧问题持续拖延，以及欧元区国家与欧盟关于预算赤字争端等问题，欧元区和经济增速不断下滑，欧洲经济前景难言乐观。

图 17：欧元区采购经理人指数



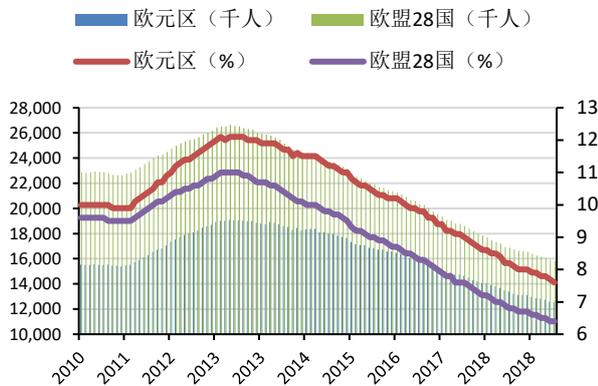
数据来源：Wind，中信建投期货

图 18：欧盟和欧元区制造业产能利用率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 19：欧盟 28 国失业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 20：欧盟及欧元区核心 CPI



数据来源：Wind，中信建投期货

工业生产、制造业及服务业扩张速度不断放缓，也佐证了欧洲经济正经历下行周期。欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年 5 月份，欧元区 19 国和欧盟 28 国工业生产指数同比下降 0.4% 和 0.1%，增速均较 2018 年同期低 2.0 个百分点，且增速延续着震荡下行的态势；此外，制造业产能利用率也呈见顶回落的态势，2019 年第二季度欧元区 19 国和欧盟 28 国制造业产能利用率分别达到 82.6% 和 82.4%，均较 2018 年同期下降 1.2 个百分点。制造业产能利用率高位回落也使欧盟未来的经济增长蒙上一层阴影，面临内部问题以及外部压力，欧盟未来产能利用率或继续下降。

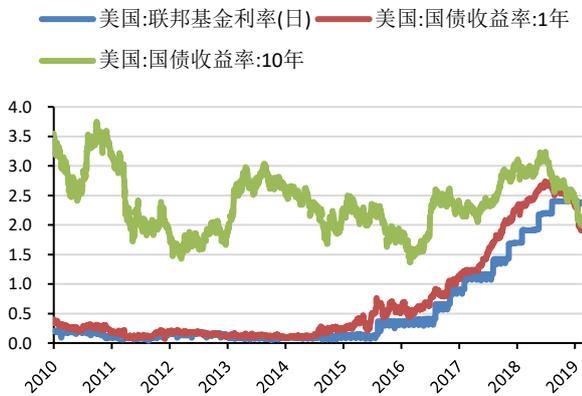
从采购经理人指数角度看，欧洲市场景气程度不断回落，制造业、非制造业扩张速度持续下滑。数据统计机构最新的统计数据显示，2019 年 6 月欧元区 Markit 综合、制造业和非制造业 PMI 指数分别报 52.1、47.8 和 53.4，分别较 2018 年同期下降 2.8、7.1 和 1.8，制造业 PMI 已低于枯荣线。

虽然经济增长面临困难，但欧洲就业形势仍在不断改善。欧盟统计局最新的统计数据显示，2019 年 4 月份欧盟 28 国失业人数为 1580.2 万人，较 2018 年同期减少 139.4 万人；失业率已经降至 6.4%，较 2018 年同期低 0.6 个百分点。虽然欧盟就业形势在不断改善，失业人数也持续性减少，但欧元区的消费却持续低迷，令欧洲的物价水平持续处于低位。欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年 5 月欧元区和欧盟经过季节性调整后的核心 CPI 同比增长 0.8% 和 1.1%，增速分别较 2018 年同期低 0.4 和 0.2 个百分点，仍然徘徊于 1% 附近，未能摆脱长期低迷的状态。

#### 1.4 美联储由鹰转鸽，欧央行尚未加息或又宽松

在经济前景持续转弱，通胀转向低迷的背景下，美联储的态度今年以来发生了较大幅度的转变。此前，美联储预计年内仍可能加息，但在美联储 6 月会议以后，市场对美联储的降息预期大幅增加。美联储在 2019 年 6 月的会议声明中表示，经济的不确定性增加，总体和核心通胀都将低于 2%；密切关注经济指标的变动，将采取正确行动维持经济的扩张；在政策声明中删除“耐心”一词。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，对政策声明作出重大调整，将采取适当措施维持扩张；商界和农业合约对贸易的担忧加剧，金融市场的风险情绪恶化；坚定实现 2% 的通胀目标，预计回升至 2% 的步伐放缓。美联储态度转鸽将使得全球经济下行压力得到一定程度的释放，各国央行也有更灵活的货币政策操作空间。

图 21：美国基准利率及债券收益率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 22：英国及欧元区基准利率



数据来源：Wind，中信建投期货

欧洲方面，由于欧元区经济复苏乏力，欧央行不断推迟加息时间点，从目前来看，很可能加息尚未进行，又将进行新一轮的宽松。在 2019 年 6 月欧央行政策利率会议声明中，欧央行表示，预计将保持现有关键利率水平不变至少到 2020 年上半年，这一时间点在近半年会议中不断推迟；并决定第三轮定向长期再融资操作（TLTRO）主要利率为 0.1%。欧央行行长德拉吉表示，适度的货币宽松政策是必要的；距离政策正常化仍旧遥远，部分委员提出降息或重启 QE 的可能性；欧洲央行必要时可以降息，如果降息则有可能使用利率分级制度；已经开始考虑财政政策。

### 小结：

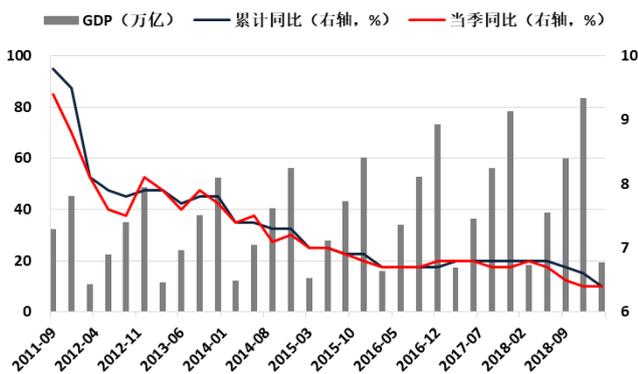
伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，而全球经济在下半年或将继续经历下行的阵痛。美国在经历了财政刺激带来的经济复苏后，目前也逐渐显露出疲态。面对经济下滑的风险，美联储的态度也相应由鹰转鸽，给市场一定的降息预期，这将在一定程度上减缓经济下滑的忧虑，同时也使得其他经济体有更灵活的货币政策空间。

## 2、国内宏观

### 2.1 经济下行压力大，投资担维稳重任

2019 年上半年，受到自身经济结构调整和国际形势的挑战，经济增长放缓。国家统计局数据显示，2019 年第一季度国内生产总值（GDP）同比增长 6.4%，环比 2018 年四季度持平，较 2018 年同期低 0.4pct，出现较明显的下滑。在经济下行压力增大的情况下，消费和进出口等正反馈因素同步走弱，投资则再度承担起“维稳”任务。2018 年 1-5 月，社会消费品零售总额为 16.1 万亿元，同比增长 8.1%，较去年同期下降 1.4 个百分点；出口 9583 亿美元，同比增长 0.4%，较去年同期大幅下降 12.52 个百分点；而固定资产投资完成额 21.76 万亿元，同比增长 5.6%，较去年同期下降 0.5 个百分点。消费的下滑除了受高杠杆影响外，还反映出经济活动的减少和消费者对于未来预期的悲观倾向。出口方面，2017-2018 年受国际经济形势转好及抢出口影响，基数较大。2019 年，随着中美贸易摩擦进一步加剧，及全球经济增长的放缓，出口增速大幅下滑。投资方面，尽管今年投资增速并未大幅上涨，但投资仍对稳定经济增长起到了非常重要的作用。在经济转型换挡时期，投资的维稳作用不再如以往一般是为了保持经济高速增长，而是为了保证经济下滑的速度不至于过快，保证经济结构的平稳过度。因此，2019 年上半年，我们仍能看到投资在维持经济稳定增长方面起到的重要作用。

图 23：中国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 24：中国固定资产投资及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 25：中国社会消费品零售总额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 26：中国进出口贸易额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

尽管我国经济正从投资拉动型转向消费拉动型，但短期内，投资仍然是经济增长的最大拉动力量，其次则为消费，最后才是出口。因此，预测未来经济走势仍需从投资、消费、进出口三方面入手。

投资有所侧重，维稳和促转型两不误。固定资产投资增速整体仍保持在低位，但其中涉及转型升级的投资则保持高速增长，比如制造业中的技术改革投资增长 15%、生态保护和环境治理增长 41.5%、信息传输投资增长 14.9%、高技术产业投资增长 11.9%。各种迹象表明，未来投资的重点将由“铁公基”转向高新技术行业，其经济维稳的效果或许相对较差，但将对我国经济发展和转型带来更深远的影响。

房地产方面，在经济增长压力增大的背景下，房地产投资大概率维持平稳。国家统计局数据显示，2018 年 1-5 月份，房地产投资同比增长 11.2%，增速较 2018 年同期提高 1pct。尽管房地产投资保持高速增长，但其中蕴藏的风险不可忽视。2019 年 1-5 月，商品房销售面积减少 1.6%，销售额增长 6.1%，商品房市场面临着量缩价涨的怪象。我们认为，后期房地产市场或面临销售压力，房企回款效率降低，并进一步影响房地产投资。

基建方面，受制于地方债务的影响，投资增速难以持续回升。2019 年 1-5 月，基建投资（不含电力）增速仅为 4%，较去年同期显著降低，但较去年下半年有所回升。但是，我们需要注意的是，地方债务仍处于高位，其对基建投资的增长更显“有心无力”。后期，随着专项债的提前释放，基建投资的增长可能进一步下滑。

图 27：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 28：中国制造业投资增速

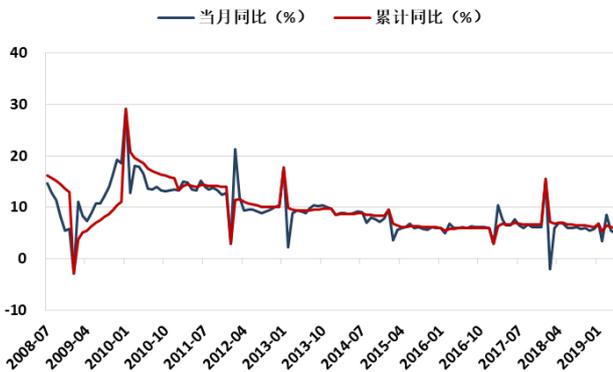


数据来源：Wind，中信建投期货

消费方面，短期内仍难有较大改善。我们认为消费取决于两点，一是有钱，二是愿意消费。针对第一点，受前期房价大幅上涨影响，居民杠杆快速上升，财富集中进入部分富人阶层和房地产企业中，而富人和房地产企业消费增量有限，另一部分居民消费能力则大幅下降，导致居民整体消费潜力不足。尽管有个税抵扣、减税等措施增加居民可支配收入，但目前来看，效果并不显著，仍需关注政策的长尾效应，以及后期更强有力刺激政策。针对第二点，在经济下行期，居民避险情绪上升，消费意愿将明显下降。因此，我们认为 2019 年下半年总体消费增速或延续上半年缓慢下滑的趋势。

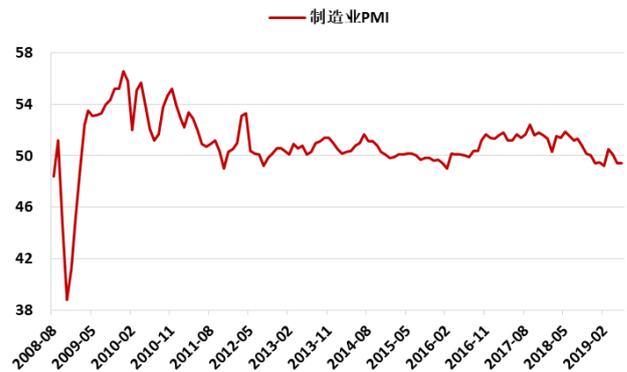
出口方面，全球经济增长放缓叠加中美贸易摩擦，出口继续承压。今年以来，欧美经济均显现出一定的颓势，对我国出口带来较大不利影响。此外，中美贸易摩擦仍未解决，并且不排除进一步加剧的可能，亦对我国出口不利。事实上，我国 PMI 新出口订单指数已连续一年处于 50 荣枯线下方，表明出口正处于持续的收缩状态。2019 年下半年，全球经济增长大概率持续放缓，中美贸易摩擦仍将持久化，出口预计仍难见到显著的改善。

图 29：中国工业增加值同比增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 30：中国制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年 1-5 月，国内经济增长放缓的压力仍在，工业增加值同比增速维持低位，制造业 PMI 回落至荣枯线以下。2019 年 1-5 月，中国工业增加值累计同比增长 6%，较去年同期降低 0.9pct，仍保持向下趋势。从制造业 PMI 看，多数时间仍处于荣枯线下方。截至 6 月，PMI 为 49.4，经济增长仍面临压力。

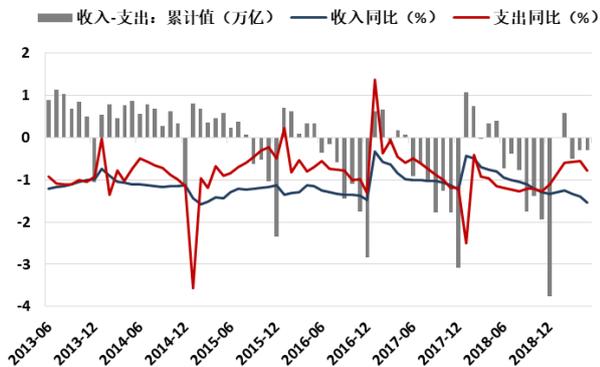
整体来看，投资不高“大水漫灌”，而是精挑细选，短期效果不显，长远影响显著；消费则面临双重影响，短期内增速将进一步放缓；出口方面，受全球经济增长放缓和中美贸易摩擦影响，下半年料难有显著改善。因此，2019 年下半年经济或延续上半年的弱势。

## 2.2 积极财政政策加力提效效果正逐步显现

2019 年上半年，积极地财政政策主要延续 2018 年减税降费的定调。中华人民共和国国务院令第 707 号第四次修订的《中华人民共和国个人所得税法实施条例》自 2019 年 1 月 1 日起施行。4 月 1 日期，制造业等行业原有 16% 增值税税率降为 13%，交通运输、建筑、房地产等行业现行 10% 税率降为 9%，保持 6% 一档税率不变。5 月 1 日起，城镇职工基本养老保险单位缴费比例可从 20% 降到 16%，切实减轻企业社保缴费比例。

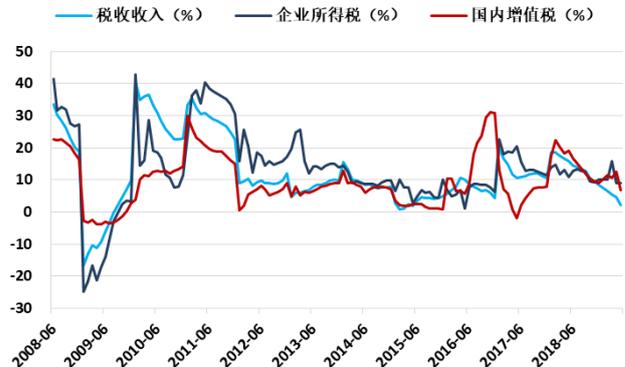
受财政政策调整的影响，上半年财政收入增速继续下滑，财政支出增速回升。财政部公布的统计数据显示，2019 年 1-5 月份，全国公共财政收入同比增长 3.8%，增速较去年同期大幅下降 8.4pcts，且是近 5 年最低值。具体看，1-3 月增值税增长 1900 亿元，4-5 月则与去年同期持平；1-5 月，个人所得税 4800 亿元，较去年同期大幅减少 30%。过去两年，财政收入在上半年均取得高速增长，而今年上半年则基本延续去年的下降趋势。我们认为，伴随着减税降费的进一步推进，财政收入增速或将继续放缓。经济下行压力下，财政支出仍然保持较快增速。1-5 月，财政支出同比增长 12.5%，增速较去年同期上升 4.36 个百分点。从组合效应来看，财政政策一方面在降低企业和个人的税费负担，另一方面又在加大支出，利用宏观杠杆效应，盘活存量。尽管财政政策的刺激并不能快速见效，但随着积极政策的深化推行，经济增长终将受到极大助益。

图 31：中国公共财政收入和支出及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 32：中国税收收入和企业所得税收入累计增速



数据来源：Wind，中信建投期货

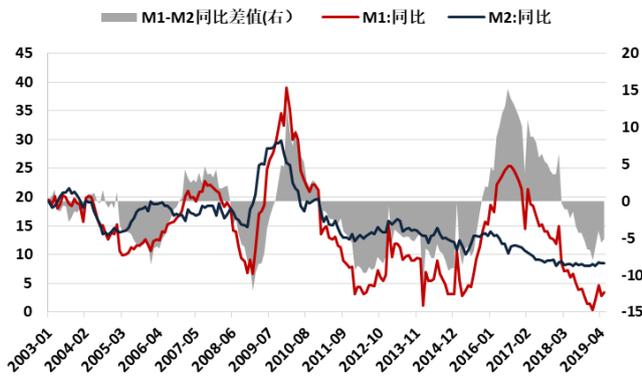
## 2.3 服务高质量成货币政策新主线

2018 年底，央行四季度会议的表述中，对稳健货币政策的表述删除了“保持中性”，删除了“管好货币供给总闸门”，货币信贷及社会融资规模合理增长从“引导”改为“保持”，“推动形成经济金融良性循环”修改为“推动稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环，促进国民经济整体良性循环”，扩大金融对外开放前增加修饰词“进一步”。2019 年一季度，央行例会强调要保持战略定力，坚持逆周期调节，把好货币供给总闸门，坚持不搞“大水漫灌”。而央行二季度例会中，关于货币政策的表述有所调整，一是强调外部不确定不稳定因素增多（一季度为不确定性仍然较多）；二是将“坚持逆周期调节”改为“适时适度实施逆周期调节”，并提出加大对高质量发展的支持力度。

从近三个季度央行货币决策委员会例行会议的决策表述看，货币政策似有“边际收紧”的趋势。事实上，我们从 1-5 月的货币的供应走势亦能够看出些许迹象。1-3 月，新增社融 8.18 万亿，较去年同期多增 3.32 万亿，占去年全年新增社融的 42.47%，而 4-5 月仅新增 2.78 万亿，仅较去年同期多增 600 亿元。这种明显的下滑，除了“额度”和融资需求等方面的限制外，还反映出央行关于货币供应态度的微小转变。

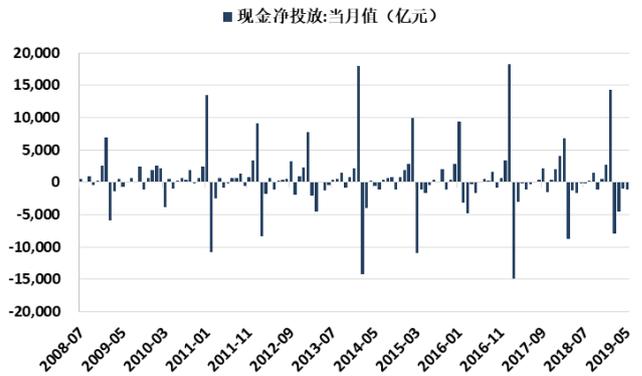
应该理解的是，央行的这种转变并不意味着货币政策的宽松状态将要结束，我们的观点是，货币政策的宽松将以定向为准，重点服务高质量行业。事实上，经过一系列的“开闸”手段，国内货币供应已经出现的明显的好转，M1 增速从年初的 0.4% 升至 3.4%，M2 增速从去年底的 8.1% 升至 8.5%，M1-M2 剪刀差明显收窄。从利率端看，10 年期国债收益率处于区间下沿，Shibor 隔夜拆解利率一度跌破 1%，创 08 年金融危机以来的新低，表明货币市场的流动性相当充裕。

图 33：中国货币供应增速及剪刀差变动



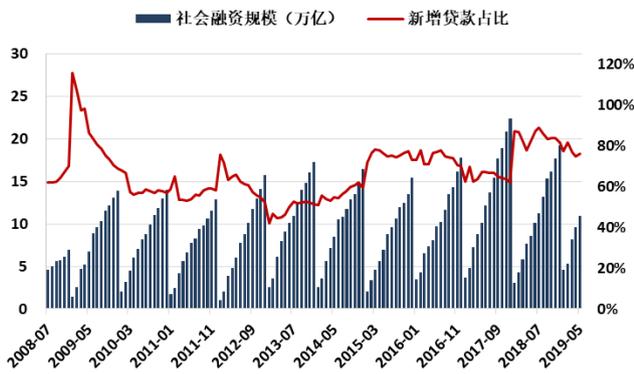
数据来源：Wind，中信建投期货

图 34：中国人民银行现金净投放



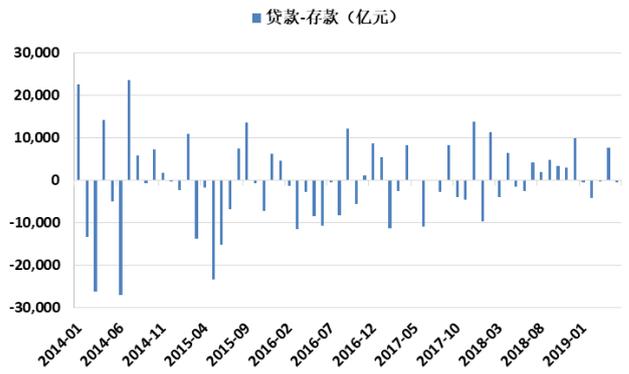
数据来源：Wind，中信建投期货

图 35：中国社会融资规模及新增信贷占比



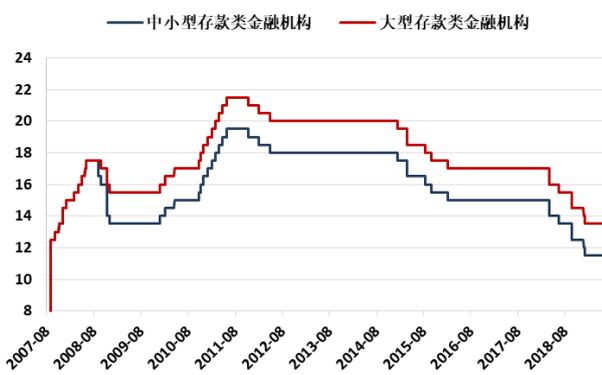
数据来源：Wind，中信建投期货

图 36：中国新增人民币存贷款



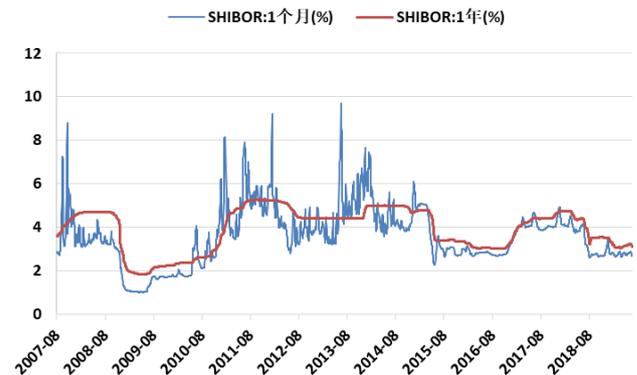
数据来源：Wind，中信建投期货

图 37：中国人民银行存款准备金率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 38：上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）



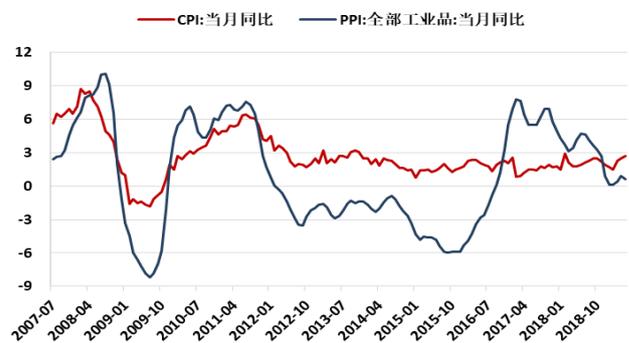
数据来源：Wind，中信建投期货

图 39：城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 40：中国物价变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

结合二季度的央行会议表述，我们认为，后续货币政策的全面宽松概率不大，仍是以定向宽松为主要手段，尤其关注高质量行业。原因主要是以下两点：一是货币市场流动性已经相当充裕，在货币传导机制出现问题的情况下，全面的宽松只会酿造更大的灾难；二是我国正在面临经济转型的关键期和阵痛期，货币政策的扶持重点理应有所偏重，促进转型更快更好的完成。因此，我们判断下半年货币政策的放松空间相对有限，重点将是扶持高科技企业。

## 2.5 外汇储备与汇率稳定可期

2019 年，受贸易摩擦、国内经济变化等影响，人民币汇率波动性上升，外汇储备则重回升势。年初，随着中美贸易摩擦的缓和，以及国内经济出现触底反弹的迹象，人民币走强，美元兑人民币一度跌至 6.67。但是，随着特朗普新一轮关税实施，中美贸易摩擦再度升温，叠加国内经济数据回落，人民币贬值，最高至 6.9366。与此同时，外汇管理局统计数据显示，中国外汇储备从去年底的 3.07 万亿美元升至 3.1 万亿。

2019 年下半年，人民币进一步贬值的空间不大，外汇储备亦能够保持稳定。首先，随着美国经济后续增长动力减弱，加息进程结束，降息预期逐渐升温，人民币贬值的压力大幅减轻；再者，国内经济下行风险对汇率的影响已经得到足够的释放，但中国作为全球最大的新兴市场，仍然极具投资价值，随着对外开放的加速，能够吸引大量资本流入。因此，下半年人民币汇率将维持相对稳定，不具备进一步大幅贬值的空间，外汇储备亦能够维持相对稳定。

图 41：中国外汇储备变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

图 42：美元和欧元兑人民币汇率中间价



数据来源：Wind，中信建投期货

**小结：**

2019 下半年，出口和消费仍难出现显著的回暖；投资亦不会“大水漫灌”般全面铺开，而是重点产业重点投资；财政政策仍以减税降费为主，同时加大支出，盘活存量；货币政策兼顾逆周期调节与促进经济结构的转型升级。比较明显的是，当前国内各项政策并未将维稳放在绝对首要的位置上，而是要保持战略定力，不误经济结构的转型升级。因此，我们认为 2019 年下半年经济增速将稳中小幅下滑，但经济的质量将更上一层楼。

### 三、行业供需形势分析

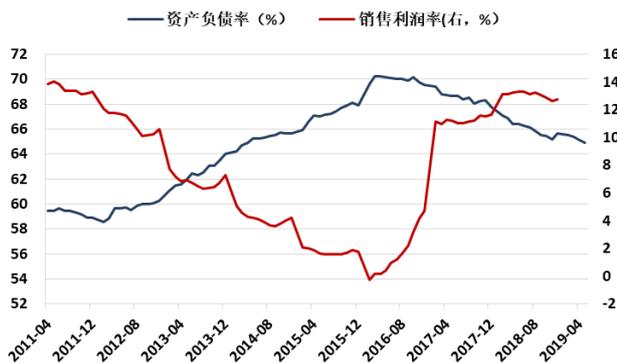
#### 1、供需形势分析

##### 1.1 煤企效益持续改善，行业投资重回高增速

2019 年 1-5 月，煤炭价格有所回落，但整体仍在高位运行，煤炭企业经营效益持续改善，资产负债率延续下行趋势。据国家统计局数据显示，2019 年 5 月，煤炭企业资产负债率降至 64.89%，较 2018 年底降低 0.77pct，为 2016 年一季度以来的最低值，与 2014 年一季度持平。

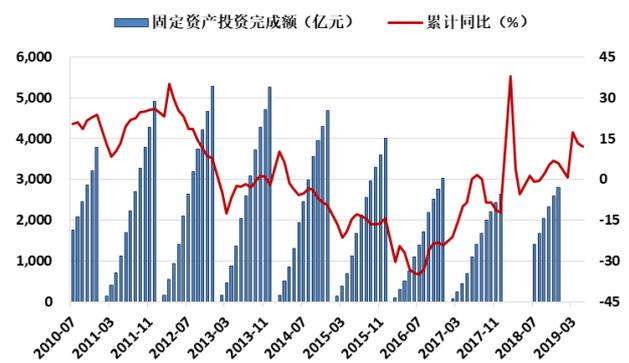
随着煤炭企业经营效益显著改善，煤炭行业固定资产投资增速继续回升。2019 年 1-5 月，煤炭行业固定资产投资同比增长 12.1%，远高于全国固定资产投资增速，为 2012 年后首次站上两位数。2019 年 1-5 月，尽管榆林地区煤矿受年初矿难影响大面积停产，但全国煤炭产量仍然实现正增长，表明国内煤矿保供的能力和潜力巨大。我们认为，当前煤炭行业上游利润高企，存量合规大型煤企扩产意愿强烈，国内煤炭供应还将继续稳步增长。

图 43：煤炭行业企业效益指标



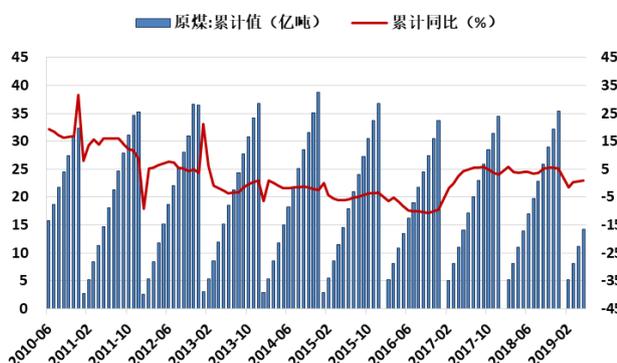
数据来源：Wind，中信建投期货

图 44：煤炭行业固定资产投资及其增速



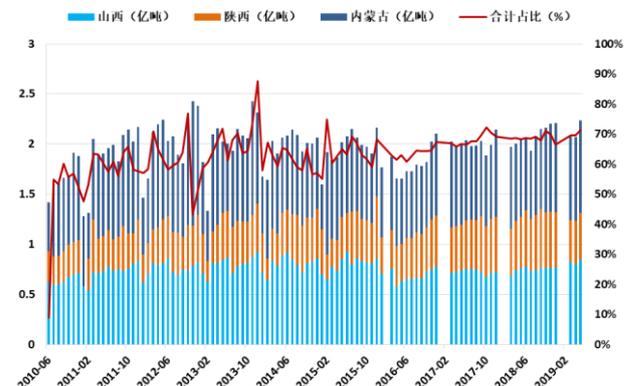
数据来源：Wind，中信建投期货

图 45：中国原煤产量及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 46：三大产煤大省原煤产量

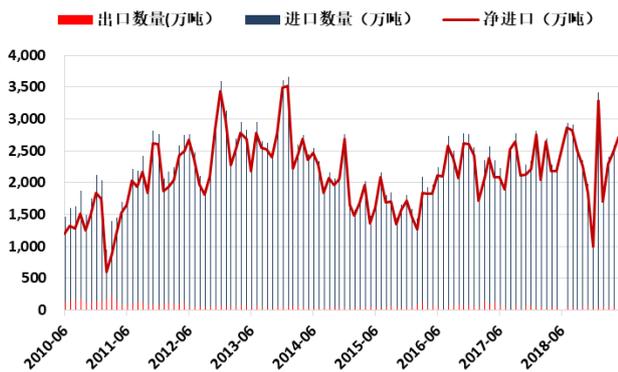


数据来源：Wind，中信建投期货

## 1.2 国内煤炭供需持续改善，进口煤受限影响不大

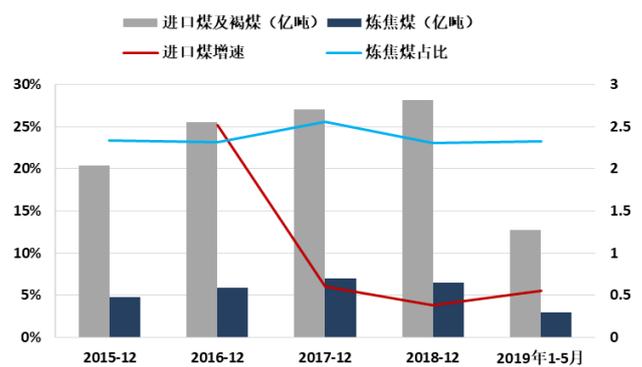
尽管我国已经进入煤炭行业供给侧改革的第四个年头，但国内煤炭供应对进口煤的依赖仍然较强。我国进口煤形势较此前产生了一个较大变化，即“前高后低”。2018 年下半年，进口煤逐月减少，12 月仅有 1000 万吨。2019 年 1 月，进口煤大幅升值 3350 万吨，1-5 月合计进口 1.27 亿吨，增长 5.6%。其中，进口动力用煤维持在 77% 左右。

图 47：中国煤及褐煤进出口量



数据来源：Wind，中信建投期货

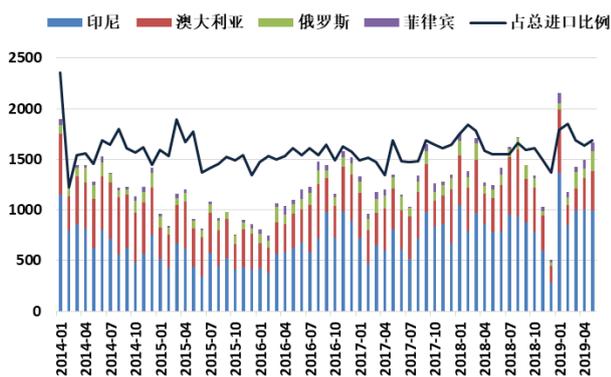
图 48：中国进口煤构成及变化



数据来源：Wind，中信建投期货

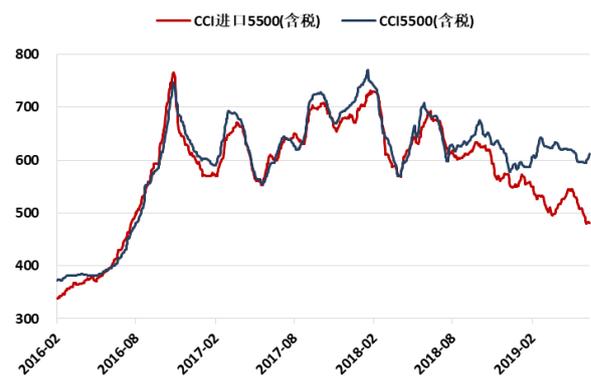
从进口来源看，我国进口煤集中度较高。印尼、澳大利亚、俄罗斯和菲律宾煤炭占据我国进口的 60% 以上，较去年有所上升。从价格对比看，2019 年国内外煤价走势出现较大分歧。这种分歧主要来源于国外主要发达国家相继推出退出煤电计划，以及我国煤炭进口市场始终没有完全放开，国内外价格缺乏强有力的纽带。

图 49：主要进口煤来源国进口量



数据来源：Wind，中信建投期货

图 50：煤炭进口价格



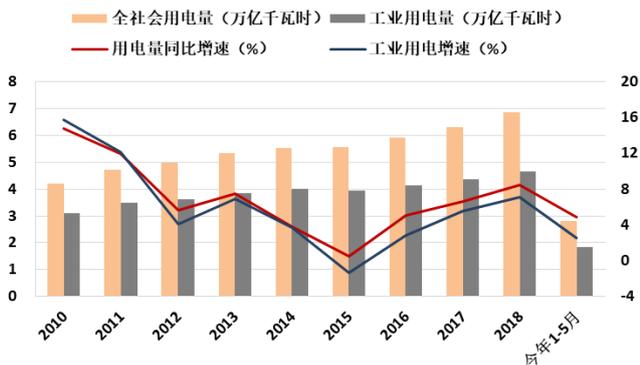
数据来源：Wind，中信建投期货

当前进口煤的一大焦点问题是前期进口煤的高增长是否会影响到下半年沿海煤炭的供应问题。这种担忧主要是由于我国的进口煤“平控”目标，以及中澳当前较为紧张的外交关系。尽管当前尚未有确切的消息表明进口煤受到限制，但结合去年的情况，下半年进口煤环比下降几乎是必然的。但是，我们经过测算，认为进口煤的绝对体量不大，“平控”带来的不到 1000 万吨的缺口能够轻易被国内煤炭替代，进口煤的略微受限不会对国内煤市供需产生较大影响。

### 1.3 经济下滑叠加电力结构转型，火电增速料继续下行

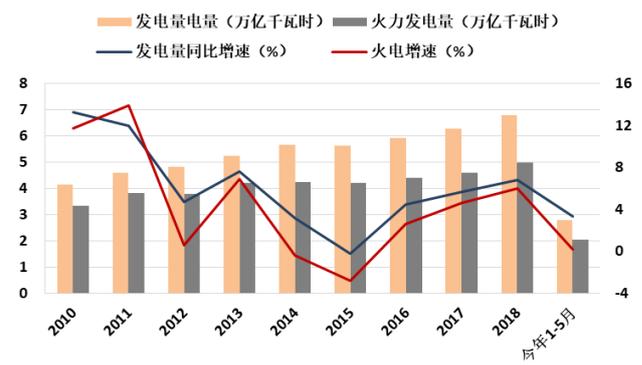
2019 年，经济面临下行压力，叠加天气因素的影响，全国用电增速明显下滑。2019 年 1-5 月，全社会用电量同比增长 4.9%，增速较去年下降近 2pcts，其中工业用电同比仅增长 2.5%，增速较去年大幅下降 4.59pcts。

图 51：全社会和工业用电量及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 52：发电总量和火力发电量及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

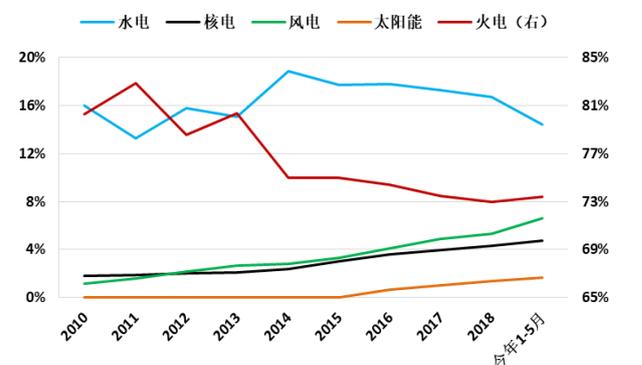
1-5 月，电力行业耗煤 6.36 亿吨，较增长 2.72%，增速较去年下滑逾 2 个百分点。从各能源发电占比看，火电发电占比结束了多年以来的下降趋势，小幅回升至 73.39%。

图 53：电力行业动力煤消耗量及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 54：总发电量中水电与火电的累计占比



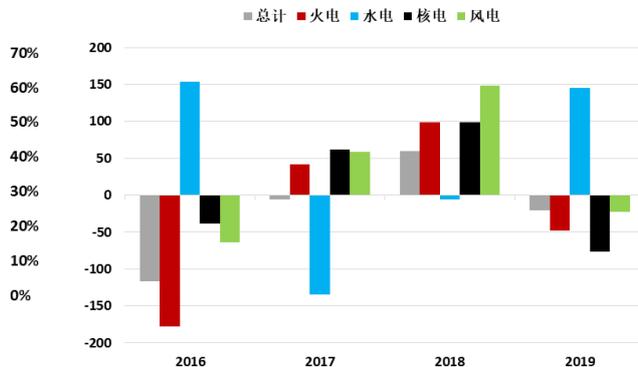
数据来源：Wind，中信建投期货

图 55：电力行业新增发电设备



数据来源：Wind，中信建投期货

图 56：历年 1-5 月电力设备平均利用小时数变化



数据来源：Wind，中信建投期货

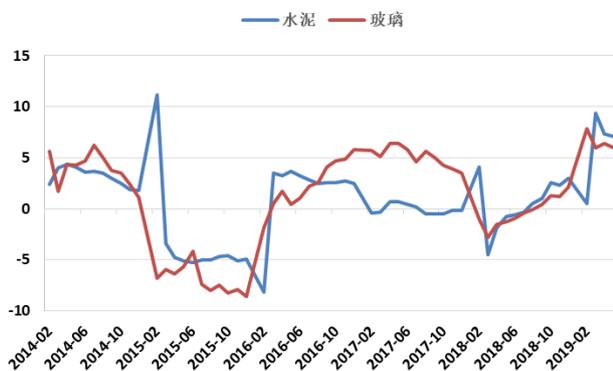
从新装机发电设备看，今年 1-5 月，火电新增装机占比较去年有所回升，主要系水电等新能源发电新增装机减少。近两年，水电设备投产量均不大，预计明年将是水电投产大年，且今年放松核电，预计未来 1-2 年亦是核电投产大年。从设备利用效率看，今年 1-5 月水电设备利用小时数大幅上升，与今年水电大幅增长的情况一致。

总体而言，经济下行影响电力需求，加之水电、核电、风电、光伏发电等的替代效应，火电增长料将继续放缓。结合欧美发达地区已将煤电退出提上日程，我国后期火电发展的支持力度同样可能减小。短期看，今年影响电力最大的因素是经济增长放缓和天气因素，但目前从上述两方面均难以找到支撑火电高增长的可能性。因此，我们判断下半年火电增速大概率继续下滑。

#### 1.4 房屋建筑面积上升，建材需求稳定增长

2019 年 1-5 月，水泥产量同比增长 7.1%，远高于去年同期，玻璃产量同比增加 6%，亦远高于同期。我们认为，去年房屋新开工一直保持高速增长，对水泥的需求旺盛，此外，随着在建面积的持续增加，建筑业对玻璃的预期需求逐步兑现，因此，今年前 5 个月水泥和玻璃生产实现了较高增长。

图 57：水泥和平板玻璃生产增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 58：房屋新开工、施工、竣工面积增速



来源：Wind，中信建投期货

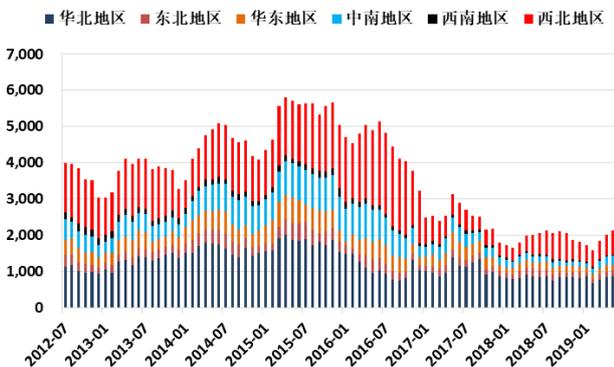
由于基建基本以稳定增长为主，后期影响建材需求的主要因素仍是房地产行业。当前，房地产行业仍是开

工高增长，竣工负增长，在建面积持续上升。我们此前判断，开工与竣工增速的差异，是源于房地产企业为加速回款而“赶工”，在当期并未完全转化为需求，而会在后期逐步释放。1-5 月建材的高增长印证了我们的这种判断。尽管我们认为，房地产投资的增速或难以保持高速，但前期开工和在建的工程将持续释放需求，建材产量有望保持较高增速。

### 1.5 行业进入补库阶段，新的价格平衡点正在形成

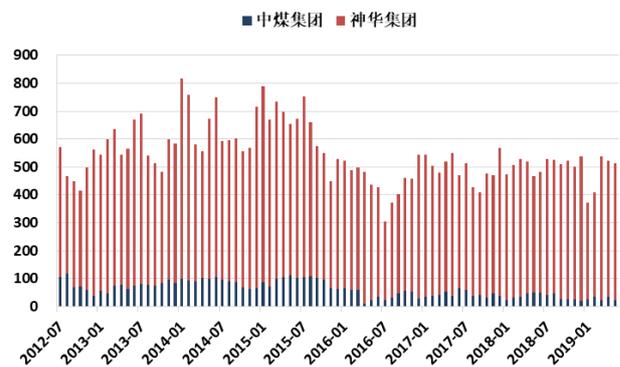
煤炭行业库存整体处于回升趋势。截至 6 月上中旬，重要港口库存合计达到 6439 万吨，重点电厂库存达到 8664 万吨，重点煤矿库存则回升至 2100 万吨。从目前的行业变化看，中下游已经从供给侧改革中“缺煤”的状态的恢复过来，库存得到补充。而坑口方面，由于产地的集中度不断提高，“三西”地区煤炭仍呈一定的供不应求状态，因此库存保持在低位徘徊。但是我们认为，随着中下游库存完成补库，下一步便是产地库存的回升，直至全行业重新找到一个平衡点。

图 59：国有重点煤矿企业库存量



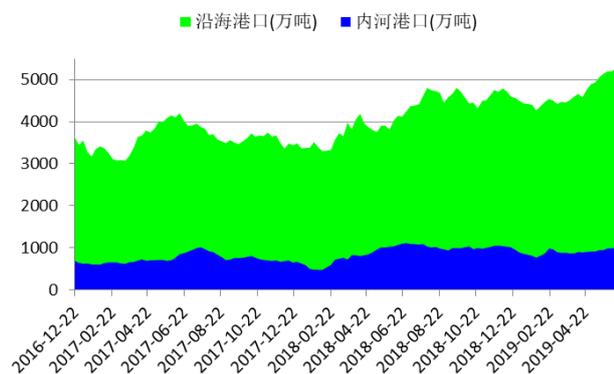
数据来源：Wind，中信建投期货

图 60：两大煤矿煤炭库存量



数据来源：Wind，中信建投期货

图 61：重要港口煤炭库存量



数据来源：Wind，中信建投期货

图 62：重点电厂直供煤炭库存量



数据来源：Wind，中信建投期货

## 2、价格与运输

### 2.1 国际煤价大幅下跌，国内煤价承压

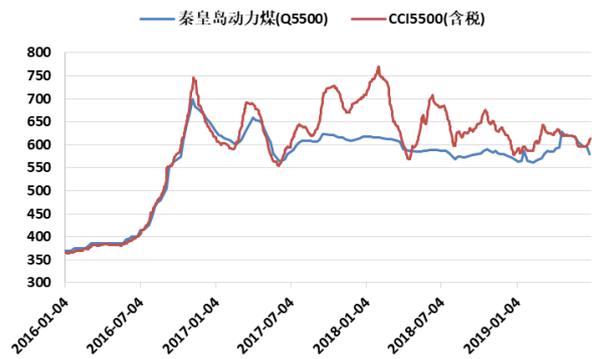
2019 年 1-5 月，国外煤价跌幅约 30%，若从去年高点计算，跌幅已经超过 50%。国内煤价则整体呈现高位震荡，缓慢下跌的态势。2019 年以来，国内外煤价走势严重分化。我们认为，在国际煤价大幅下跌，且短期内反弹无望的情况下，国内煤价将继续承压。

图 63：国际三大港口动力煤价格指数



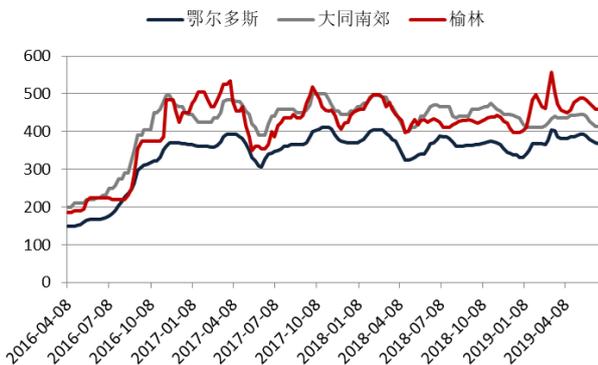
数据来源：Wind，中信建投期货

图 64：北方五港动力煤（Q5500K）报价



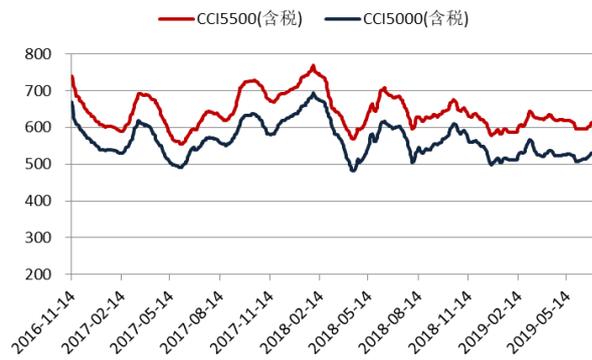
数据来源：Wind，中信建投期货

图 65：国内产地煤炭坑口价



数据来源：Wind，中信建投期货

图 66：主要煤炭价格指数



数据来源：Wind，中信建投期货

## 2.2 运力稳步提升，运输限制进一步弱化

2019 年 1-5 月，铁路煤炭运输量下滑，但原因不在于铁路运力的限制，而是受终端需求的下滑，煤矿和贸易商主动降低发运量。我们分析认为，铁路运输能力的增长具备短期“不可逆”性，即存在的运力容量在短期内不会存在破坏、撤销等因素而造成下降，因此，运煤量下降反而意味着运煤能力尚有富余。那么，一旦需求上，当前运力足以满足更高层次的需求，即运力对煤炭供应的限制已进一步弱化。

图 67：全国煤炭铁路总运量及其增速



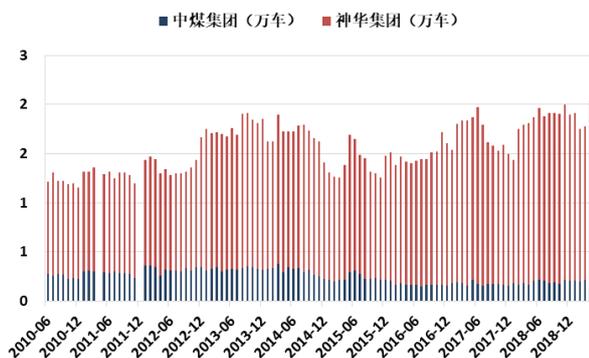
数据来源：Wind，中信建投期货

图 68：全国煤炭铁路日均装车量及其增速



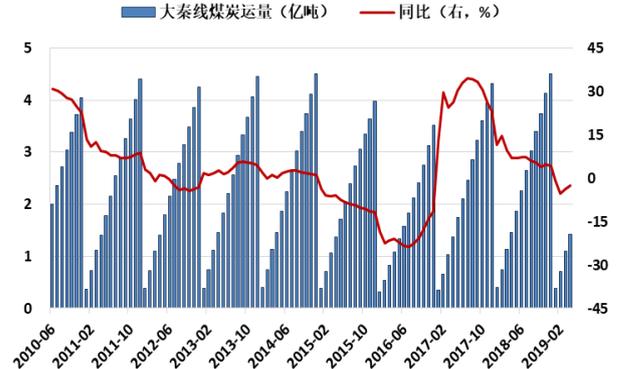
数据来源：Wind，中信建投期货

图 69：两大煤企煤炭日均装车量



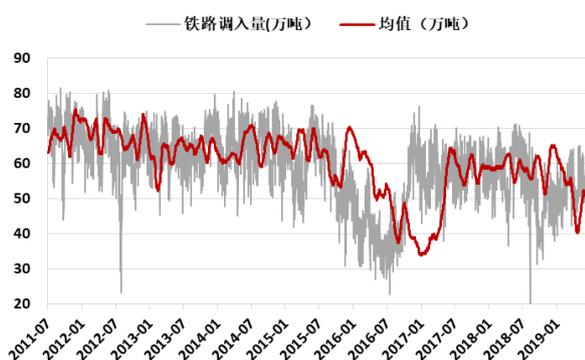
数据来源：Wind，中信建投期货

图 70：大秦铁路煤炭运量及其增速



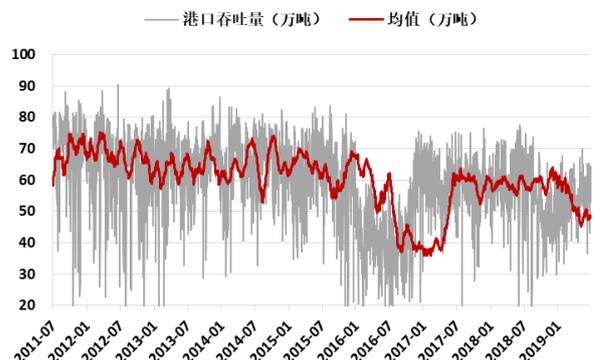
数据来源：Wind，中信建投期货

图 71：秦皇岛煤炭调入量



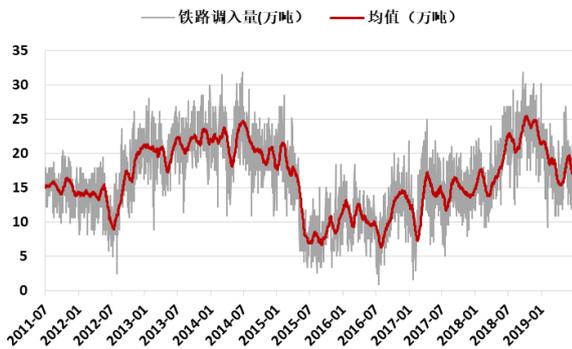
数据来源：Wind，中信建投期货

图 72：皇岛煤炭吞吐量



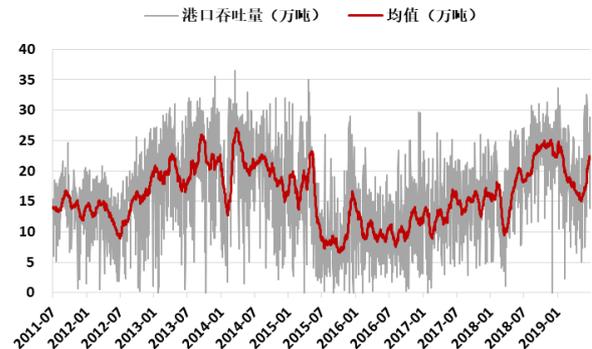
数据来源：Wind，中信建投期货

图 73：曹妃低港煤炭调入量



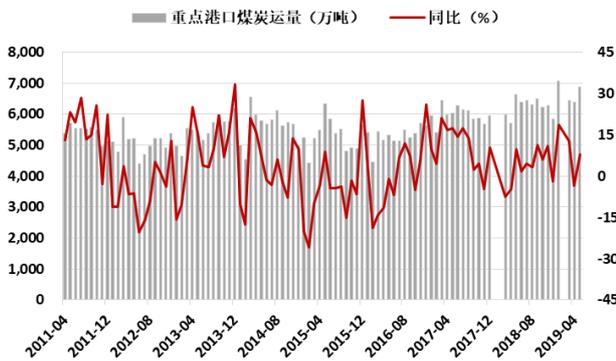
数据来源：Wind，中信建投期货

图 74：曹妃甸港煤炭吞吐量



数据来源：Wind，中信建投期货

图 75：重点港口煤炭运量



数据来源：Wind，中信建投期货

图 76：环渤海港口货船比

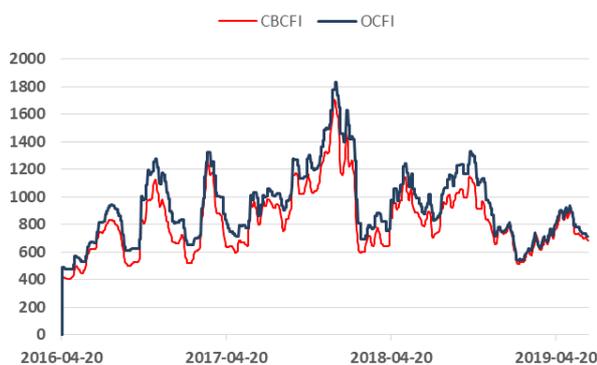


数据来源：CCTD，中信建投期货

### 2.3 煤炭市场走弱，海运景气度或持续低位

尽管国内煤炭市场价格并未出现大幅下降，但随着供需状况的改善，下游拉运的迫切性下降，煤炭运价的波动显著降低。综合来看，运价持续低位运行反映出煤炭海运市场的景气度已经下滑到较低水平。

图 77：皇岛港至沿海各港口海运费



数据来源：Wind，中信建投期货

图 78：港口煤运价及国内综合运价指数



数据来源：Wind，中信建投期货

## 四、技术分析

图 79：2018 年动力煤期货指数（周线）



数据来源：博易大师，中信建投期货

整体来看，动力煤价格仍旧维持在高位震荡，但有别于 2017-2018 年，动力煤价格运行中枢已经显著下降。2019 年以来，09 合约主要运行区间在 570-630 之间，底部支撑效应和顶部的压力效应都比较强。因此，从技术上看，下半年郑煤期货主体运行区间仍在 570-630 之间。

## 五、行情展望与投资策略

宏观层面，伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，而全球经济在下半年或将继续经历下行的阵痛。美国在经历了财政刺激带来的经济复苏后，目前也逐渐显露出疲态。面对经济下滑的风险，美联储的态度也相应由鹰转鸽，给市场一定的降息预期，这将在一定程度上减缓经济下滑的忧虑，同时也使得其他经济体有更灵活的货币政策空间。

国内方面，2019 下半年，出口和消费仍难出现显著的回暖；投资亦不会“大水漫灌”般全面铺开，而是重点产业重点投资；财政政策仍以减税降费为主，同时加大支出，盘活存量；货币政策兼顾逆周期调节与促进经济结构的转型升级。比较明显的是，当前国内各项政策并未将维稳放在绝对首要的位置上，而是要保持战略定力，不误经济结构的转型升级。因此，我们认为 2019 年下半年经济增速将稳中小幅下滑，但经济的质量将更上一层楼。

供给方面，生产稳定增长，供应充足。供给侧改革接近尾声，行业投资快速增长，优质产能有序释放，全国总产能稳中有升；但是，在国内煤炭供需达到宽平衡的条件下，进口煤面临减量的可能性。

需求方面，稳中或有小幅增长。火电耗煤仍有望实现微增；建材行业、供热、化工等行业需求保持较快增速，但是，在宏观经济不够景气的背景下，增长存在一定不确定性。

库存方面，中下游已完成补库，上游煤炭企业将进入补库阶段，坑口煤价面临向下调整的压力，煤价将寻求新的平衡点。

运输方面，铁路对煤炭供应的限制已经大幅弱化。

从技术和周期的角度看，动力煤价格已经步入熊市的起点，未来下跌的可能性远高于上涨。

总体来看，宏观经济承压，供需改善，行业已经适应新周期，动力煤价格将逐渐回落至合理区间，并且波动性将继续减弱。

分析认为，2019 下半年动力煤运行的主体区间在 570-600 元/吨，在 550 以下可择机考虑布局多单，在 600 以上则考虑布局空单。对于套期保值客户，2019 年主流策略是逢高进行卖出套保。

### 不确定性风险：

宏观经济增速放缓，进口煤政策，环保政策，安检力度

## 联系我们

### 中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4,C  
电话：023-86769605

### 上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元  
电话：021-68765927

### 湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903  
电话：0731-82681681

### 南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室  
电话：0791-82082702

### 深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 111  
电话：0755-33378759

### 漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号  
电话：0596-6161588

### 西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G  
电话：029-89384301

### 北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室  
电话：010-85282866

### 北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912  
电话：010-82129971

### 武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼  
电话：027-59909521

### 杭州分公司

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室  
电话：0571-28056983

### 太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室  
电话：0351-8366898

### 上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室  
电话：021-68597013

### 济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020 室  
电话：0531-85180636

### 大连分公司

地址：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 2901、2904、2905、2906 室  
电话：0411-84806316

### 河南分公司

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房  
电话：0371-65612397

### 广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房  
电话：020-28325286

### 重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1  
电话：023-88502020

### 成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号  
电话：028-62818701

### 上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室  
电话：021-64040178

### 南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座  
电话：025-86951881

### 宁波分公司

地址：浙江省宁波市江东区朝晖路 17 号  
电话：0574-89071681

### 合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室  
电话：0551-2889767

### 广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406  
电话：020-22922102

### 河北分公司

地址：廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017  
电话：0316-2326908

## 重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)