

美联储维持年内降息2次预期

——招商期货大宗商品配置周报

(2025年3月17日-2025年3月21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

CMF  招商期货

2025年3月24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、商下行。商品内部，所有指数均有下跌。品种方面，胶合板、尿素、原油领涨，焦煤、焦炭、铁矿石领跌。

一、本周黄金创新高，鸡蛋、双焦、氧化铝、工业硅创新低。结合量价来看，纯碱放量。

二、2024年来的股商同步性有望继续维持，近期商品市场交易热度触底反弹（趋势流畅度、波动性上行），而预期度延续下行态势。

三、多有色空黑色套利对近期有所止盈。

宏观逻辑：国内，持续推出提振消费行动方案，政策从居民增收与保障两方面发力。海外，联储会议维持利率不变，经济不确定性减少降息空间。2025年，更多的交易机会仍在“以我为主”，到3月前，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：近期地产、基建仍未有较大起色，黑色、能化供需矛盾有限，表现较弱；宏观边际变量较多，黄金涨幅前置；有色受科技叙事和供应偏紧影响，转向强势。趋势上，我们全年仍看多股指、贵金属以及有色为主的工业品：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，考虑到中美贸易摩擦进入到“以打促谈”阶段，相较此前预期有明显改善。目前，风险资产一季度由政策预期驱动的做多窗口期或将暂告段落。后市的博弈点在于：一是3-4月高频经济指标对需求端复苏动能的验证情况；二是促内需政策的落实。

二、海外，美联储公布议息结论，2月CPI数据低于预期，市场通胀有所降温，但仍暗藏隐忧。一方面，美国结构矛盾深化——2月CPI走低，但核心商品价格回升，迫使市场大幅下调5月降息预期（概率30% vs 此前60%），同时美联储维持利率并下调GDP增速预测，显露“滞胀”约束下的政策被动性。另一方面，欧洲展现政策破局主动性，欧盟降息25bp后德国加码财政赤字（+2%）并启动防务投资，以“宽松货币+定向财政”组合拳对冲增长压力，驱动美德利差收窄至22年10月以来新低。短期来看，市场可能继续修正降息预期曲线，但通胀黏性或制约联储宽松空间。

三、政策端持续释放民生支持与结构优化信号，多地育儿补贴等消费提振政策酝酿出台，LPR报价维持不变（1年期3.10%、5年期3.60%），反映年初降准降息等政策已对经济形成支撑，进入效果观察期。数据方面，本周发布1-2月经济运行数据发布，企业端，之前中长贷-短贷增速剪刀差转负，本周高端制造数据印证前期政府债发行加速对基建的托底作用；居民端，社零数据有所复苏，但居民贷仍显示消费弱的局面未改。经济动能维持平稳：地产、基建及社会活动景气度延续弱势，制造业景气度总体持平。往后看，若政策支撑下经济复苏势头强化，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。

四、中国人民银行货币政策委员会2025年一季度例会提出强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。人民银行重申“择机降准降息”，但在政策利率方面，相较此前表述新增“监督”，体现出引导利率曲线走陡的政策意涵。

基本面跟踪：地产、基建复工进度有序推进，符合季节性，景气度边际改善。

板块逻辑：贵金属长期看多；基本金属供需偏紧，偏多看待；黑色链整体供需过剩，但缺乏进一步驱动。

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。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，中长期供应偏紧，且需求端有更多的科技叙事（AI、机器人等）可讲，偏多看待，短期主要受风险偏好下行的负面影响；而碳酸锂、工业硅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：整体供需过剩，但缺乏进一步驱动。偏弱震荡对待，后续供给侧改革或为主要市场变量。

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：COMEX黄金关键点位压力较大，叠加近期地缘政治风险减弱，缺乏上行驱动。	4
	基本金属	1.短期：经过上涨之后出现盈利了解，跟随股指和美元指数偏弱震荡，等待国内更多政策和4月需求验证。 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。美联储降息节奏、中国需求复苏路径决定市场节奏。 2.短期：钢材利润维持低位，持续季节性上升，钢厂采购力度符合往年季节性；进口铁矿供应扰动有限，国产矿产量恢复较快，铁矿去库最快的阶段已经过去。铁矿近端供需中性。焦炭十一轮提降落地，短期继续提降诉求不强，但焦煤供需仍然宽松，流通环节库存维持近五年最高水平，且焦煤期货大幅升水。	2
	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一带一路地区需求。美联储降息节奏、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。建材现货库存压力小，但表需刷新历史同期新低，弱需求压制上方空间；卷板库存相对较高，下游需求指标良好，但边际复产力度较大。钢材期货维持平水或者小幅升水，估值较高。短期矛盾有限，观测去库速度、下游需求恢复情况	2

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，中长期中枢下移，短期受地缘政治影响较大，且有美国衰退的影响；在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：油脂端，短期棕榈油偏震荡，供需双弱，中长期供增需减，交易难度增大，关注后期产区产量和生物柴油政策变化。蛋白端，短期跟随国际成本端偏强，中长期单边取决于南美产量兑现度。玉米中储粮继续增加收购，震荡偏强。生猪供需双增，震荡运行；鸡蛋供应充足，囤货托底，震荡运行。棉花短期下游开机率支撑棉价止跌。白糖广西增产不及预期、糖浆预混粉管控，短期内震荡；中长期增产，北半球交易增产由预期转为现实，偏空看待。

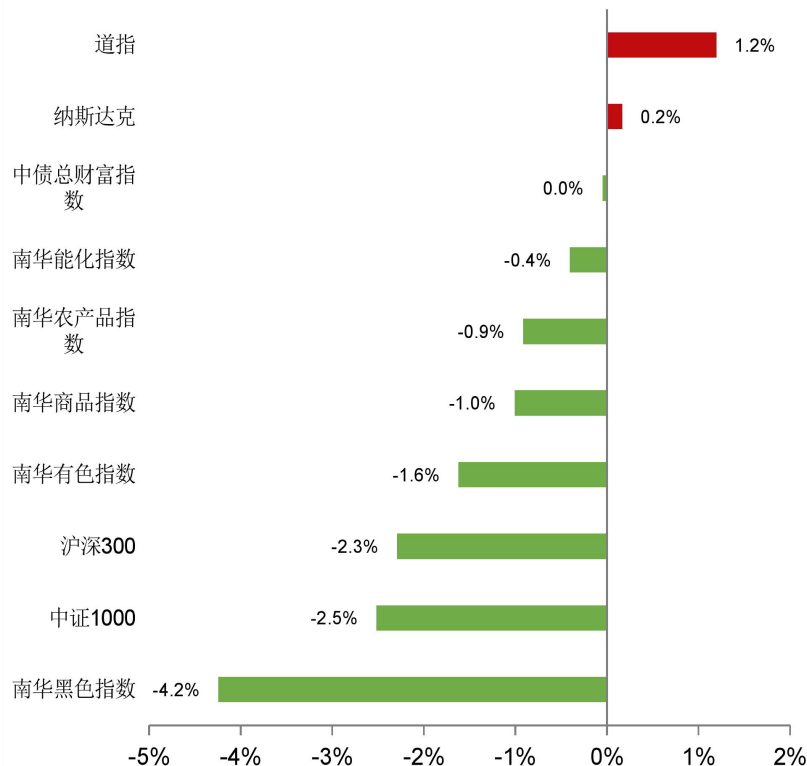
子板块逻辑			
板块	子版块	商品逻辑与交易机会	中期配置
化工	油品	1.中长期：供需略宽松，价格区间震荡为主。后期关注三月份欧佩克增产会议及地缘政治发酵情况。 2.短期：库存偏低，需求偏弱，供应持稳，俄乌缓和，短期油价震荡为主,关注地缘政治发酵情况。	2
	烯烃链	1.中长期：塑料处于扩产周期，远月逢高做空为主，PP仍处于扩产周期，逢高做空产业利润（MTO/PDH）。 2.短期：节后去库，基差偏强，供需双增，震荡为主，往上受制于进口窗口，关注地缘政治事件。	3
	芳烃链	1.中期：TA仍处于扩产周期，中期逢高做空产业链利润，绝对价格跟随成本波动，PX供需平衡偏紧，逢低做多PX利润。MEG处于供需格局平衡格局，价格区间震荡为主。2.短期：PX供需弱平衡，PTA供需偏弱，MEG供需偏弱，盘面震荡为主（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，震荡为主；纯碱处于扩产周期，供增需减，逐步去利润为主，逢高做空为主。2.短期：v库存高位去化，基差偏弱，供需偏弱，震荡为主，逢高做空为主；玻璃点火增加，产销弱，库存下降，估值偏低，震荡偏弱为主；纯碱高库存，供需宽松，但受装置计划检修，震荡为主。	3
农产品	油脂	1. 中长期：供增需减，关注后期产区产量和生物柴油政策变化。 2. 短期：P偏震荡，供需双弱，偏正套。	3
	养殖原料	1. 中长期：蛋白中期单边取决于南美产量兑现度。美玉供需边际改善，区间震荡；国内供需边际改善，政策提振，重心上移。 2. 短期：蛋白粕震荡偏弱，偏反套，交易南美阶段压力。国内玉米政策提振，震荡偏强。	2
	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：二育冻品托底，震荡偏强；鸡蛋供强需弱，震荡偏弱。	3
	软商品	1. 中长期：北半球产量和终端出口对国际棉价寻底节奏的影响；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：宏观事件和替代品市场变化，新作产量变化预期和国内终端消费利多棉价；白糖：广西增产不及预期、糖浆预混粉管控，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

全资产周度价格表现



一周领涨▲			一周领跌▼		
1	胶合板	13.2	1	焦煤	-7.2
2	尿素	4.1	2	焦炭	-6.5
3	原油	2.9	3	铁矿石	-4.6
4	低硫燃料油	2.2	4	氧化铝	-4.3
5	黄金	1.5	5	锡	-3.9
6	燃油	1.0	6	锰硅	-3.9
7	PTA	1.0	7	集运指数（欧线）	-3.5
8	玻璃	0.9	8	螺纹钢	-3.4
9	白糖	0.8	9	镍	-3.3
10	沥青	0.7	10	碳酸锂	-3.0

大类资产方面，本周A股、商下行。商品内部，所有指数均有下跌。

品种方面，胶合板、尿素、原油领涨，焦煤、焦炭、铁矿石领跌。

I 商品表现：鸡蛋、双焦、氧化铝、工业硅产品创新低

一年-新高

品种	板块	幅度值	创纪录时间
黄金	有色	0.26%	2025/3/20

一年-新低

品种	板块	幅度值	创纪录时间
鸡蛋	农产品	-0.63%	2025/3/20
氧化铝	有色	-1.33%	2025/3/20
工业硅	有色	-1.02%	2025/3/21
苯乙烯	能化	-0.78%	2025/3/21
塑料	能化	-0.26%	2025/3/21
焦炭	黑色	-1.05%	2025/3/21
焦煤	黑色	-0.92%	2025/3/21
硅铁	黑色	-0.27%	2025/3/19

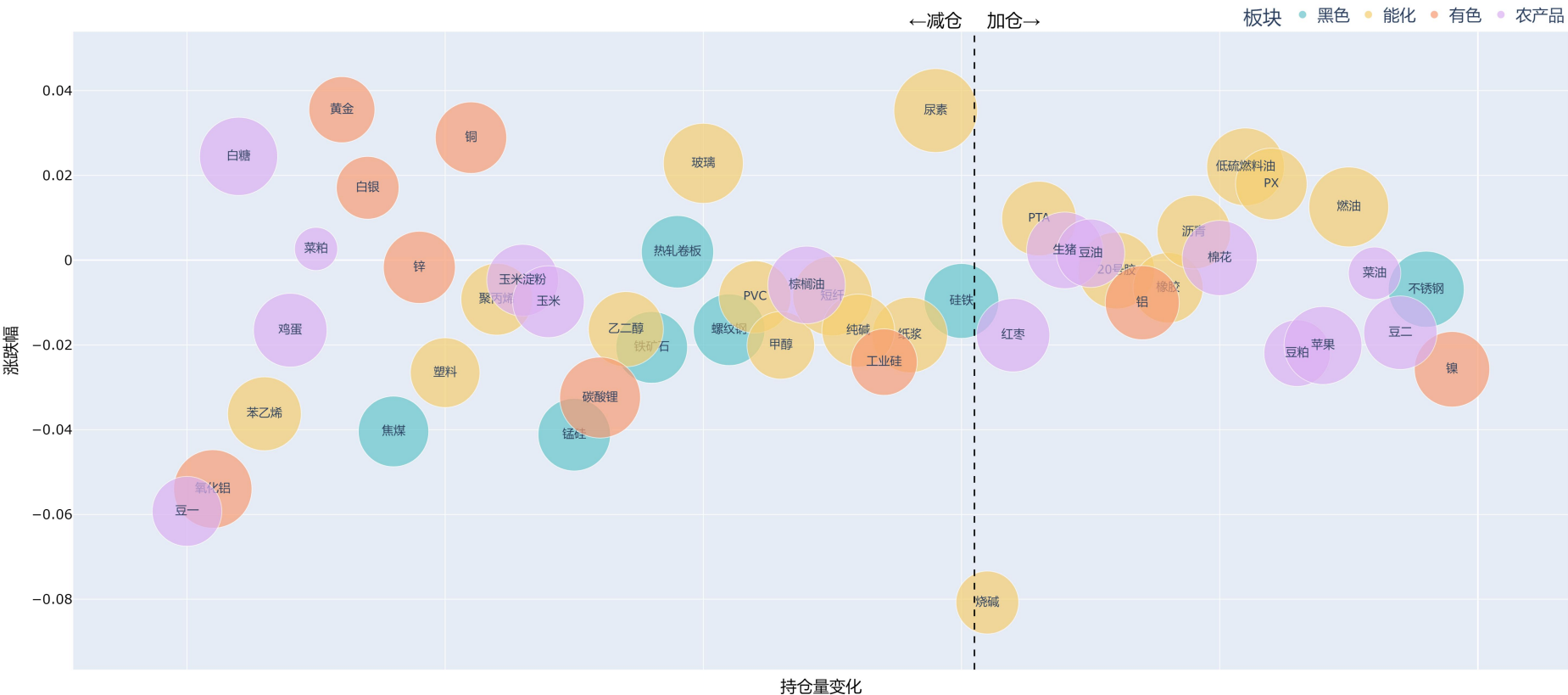
60日-新高

品种	板块	幅度值	创纪录时间
生猪	农产品	0.32%	2025/3/19
白糖	农产品	0.51%	2025/3/21
白银	有色	0.44%	2025/3/19
黄金	有色	0.26%	2025/3/20
国际铜	有色	0.00%	2025/3/21
铜	有色	0.08%	2025/3/21
尿素	能化	0.99%	2025/3/21

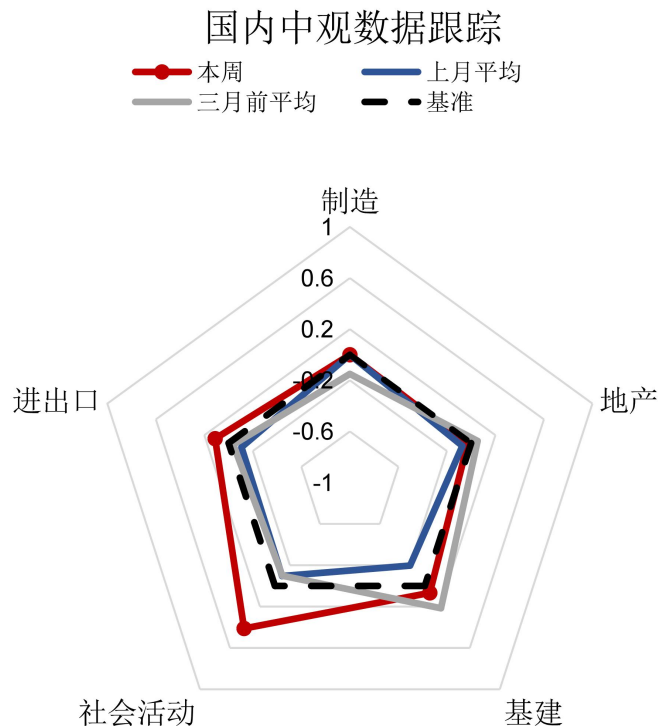
60日-新低

品种	板块	幅度值	创纪录时间
菜籽	农产品	-0.09%	2025/3/20
鸡蛋	农产品	-0.63%	2025/3/20
氧化铝	有色	-1.33%	2025/3/20
碳酸锂	有色	-0.97%	2025/3/21
工业硅	有色	-1.02%	2025/3/21
聚丙烯	能化	-0.01%	2025/3/21
甲醇	能化	-0.31%	2025/3/19
塑料	能化	-0.26%	2025/3/21
乙二醇	能化	-0.44%	2025/3/21
苯乙烯	能化	-0.78%	2025/3/21
沥青	能化	-1.03%	2025/3/19
焦炭	黑色	-1.05%	2025/3/21
铁矿石	黑色	-0.27%	2025/3/21
螺纹钢	黑色	-0.61%	2025/3/20
硅铁	黑色	-0.27%	2025/3/19
焦煤	黑色	-0.92%	2025/3/21
线材	黑色	-0.42%	2025/3/19

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



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



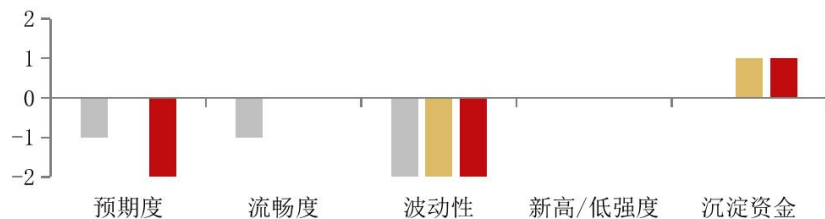
注：基于各模块中观数据与过去五年同期相比的变动（同比的环比），按变动的程度进行打分（-2到+2），正分代表景气度转好，负分代表景气度转弱，零分代表景气度变化不大（以黑色虚线“基准”在图中标出）；绝对值越高，景气度变动的程度越大。

市场总体预期与情绪：流畅度、波动性触底反弹

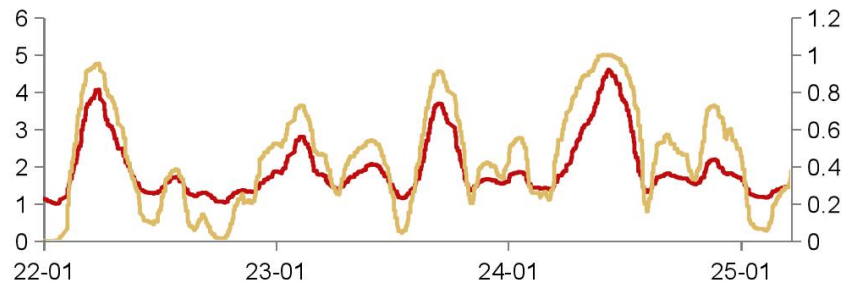
市场结构方面，当前市场预期、**流畅性**、**波动性**均有回落。

商品市场情绪信号

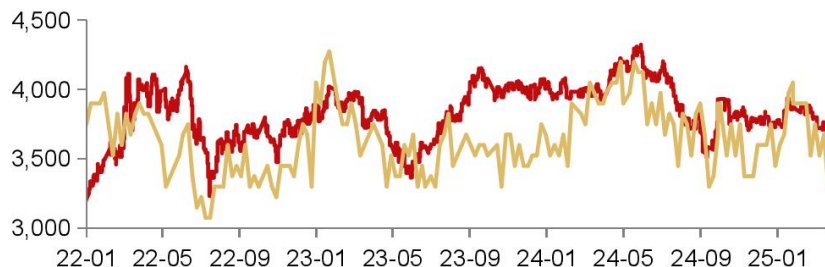
■ 一月前 ■ 一周前 ■ 当前



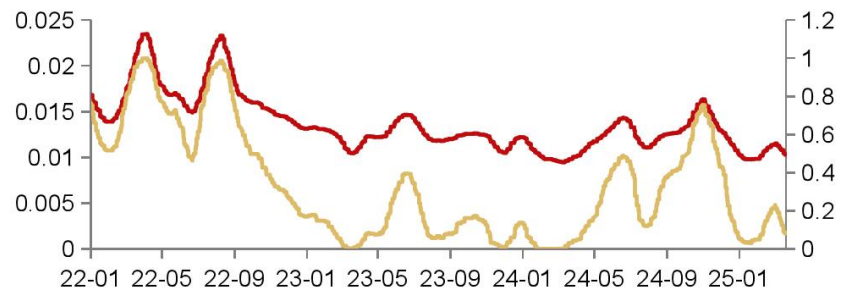
— 商品趋势流畅性 — 商品趋势流畅性（历史分位数，右轴）



— 南华工业品指数 — 市场预期度



— 商品市场波动性 — 商品市场波动性（历史分位数，右轴）

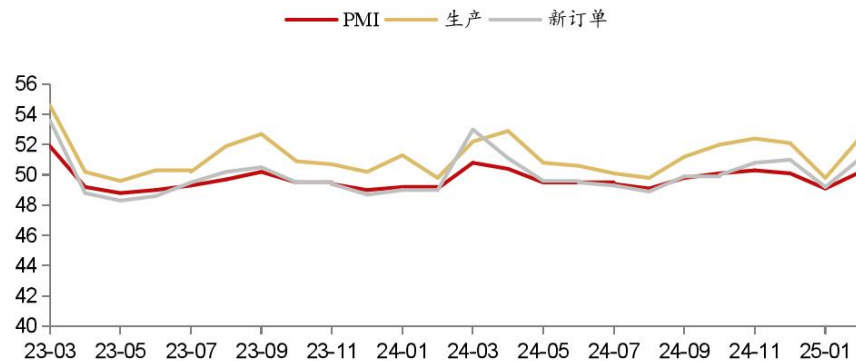


注：市场预期指标数值越高，显示市场预期较现实越为乐观；市场一致性指标数值越高，显示市场结构越一致；商品趋势流畅性/波动性越高，显示市场趋势越流畅/波动性越强。

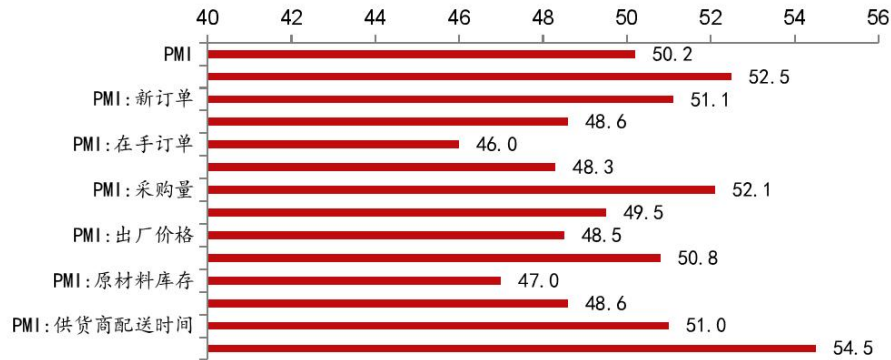
03 宏观概览

I 国内-2月PMI回升

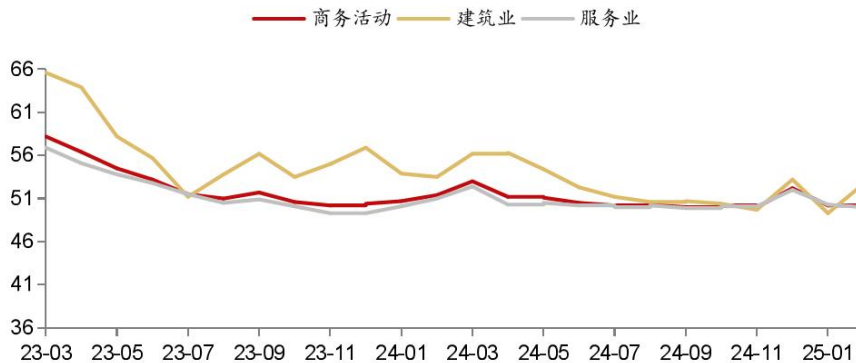
2月PMI回升



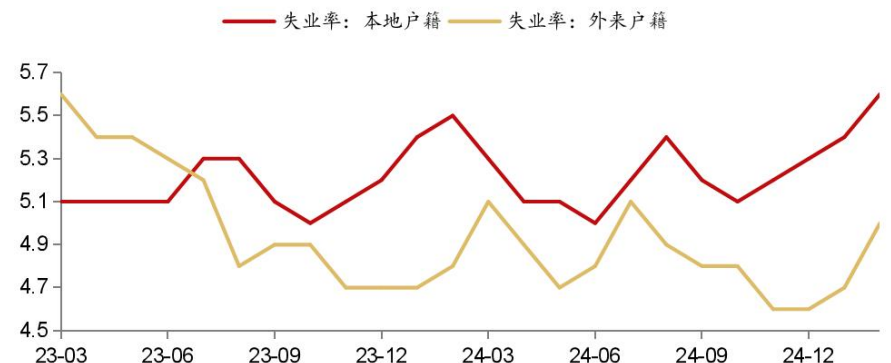
2月制造业PMI分项



2月建筑业PMI分项反弹

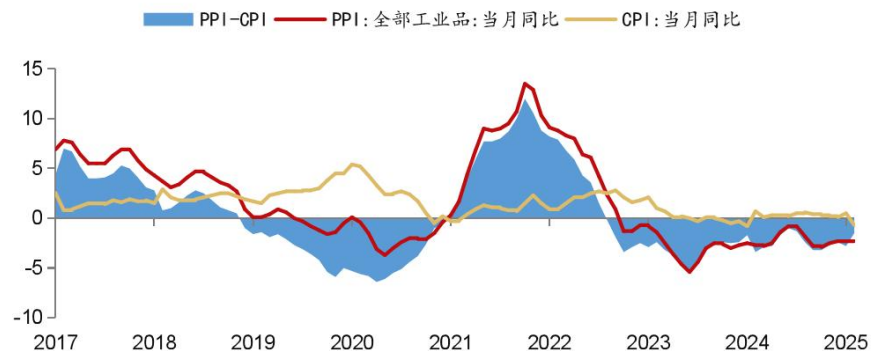


2月本地失业率上行

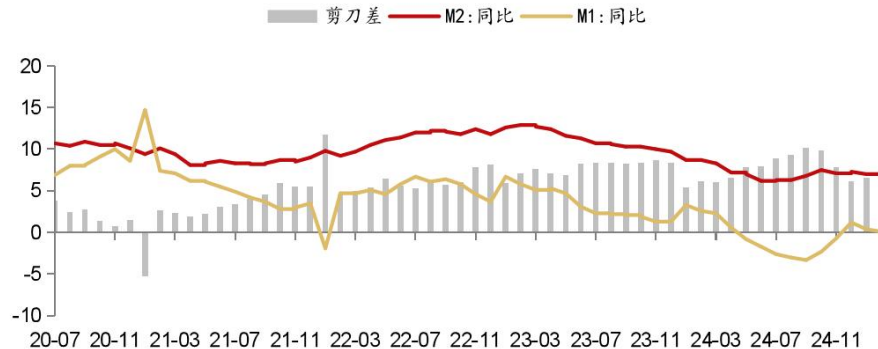


国内-2月PPI同比降幅略微收窄

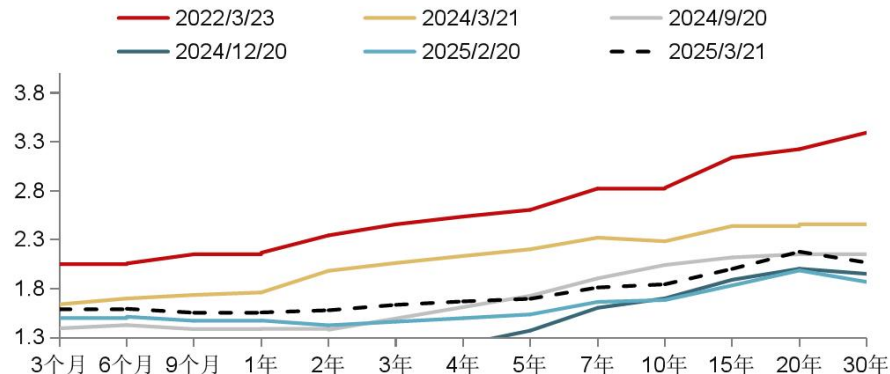
2月PPI同比降幅略微收窄、CPI同比下行



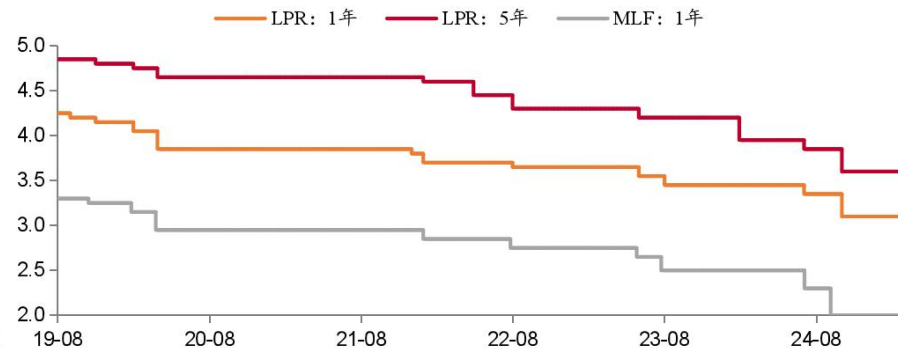
1月M2-M1剪刀差有所反弹



中债收益率曲线



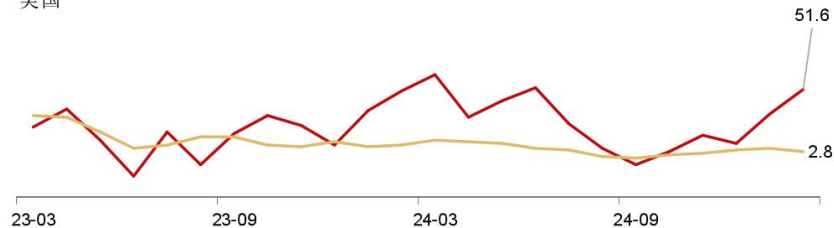
LPR、MLF



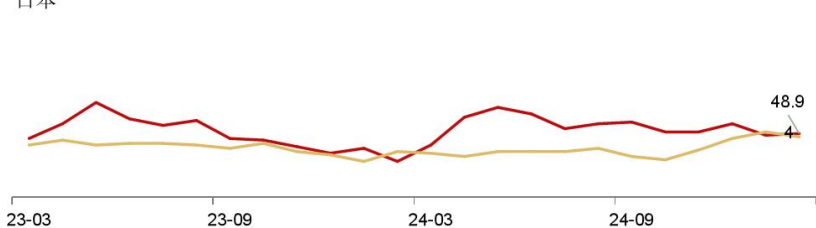
海外宏观：美PMI反弹，全球通胀低位运行

CPI与PMI

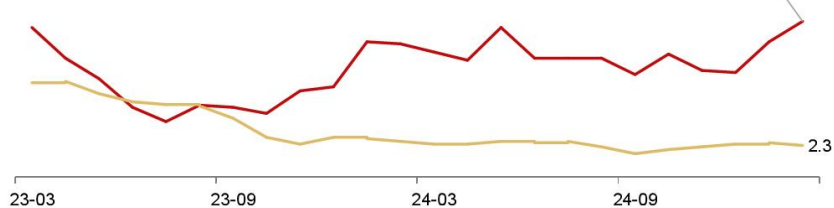
美国



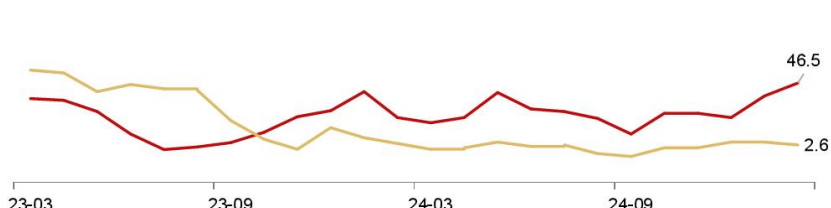
日本



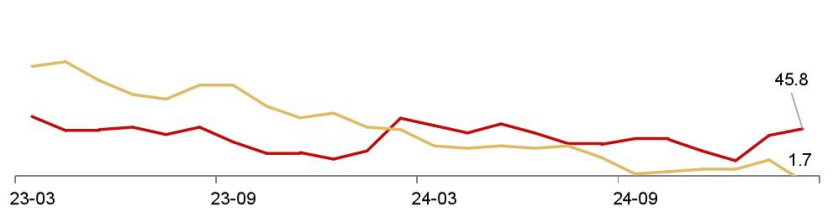
欧元区



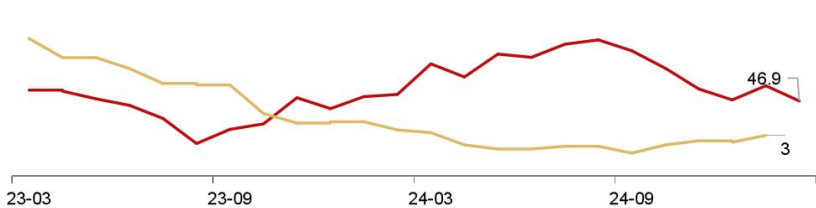
德国



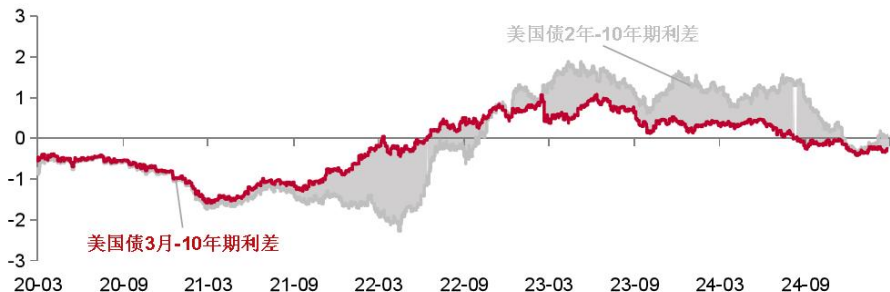
法国



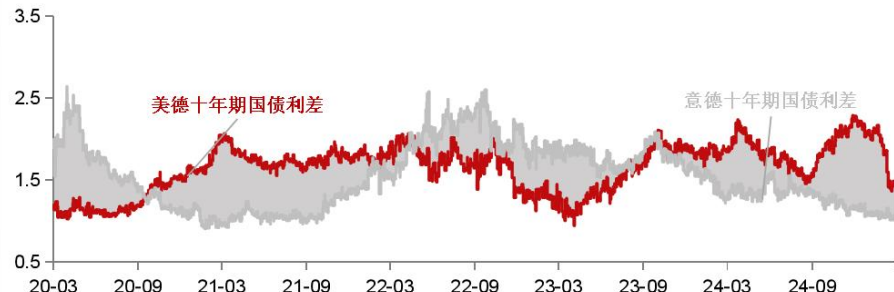
英国



美国债利差

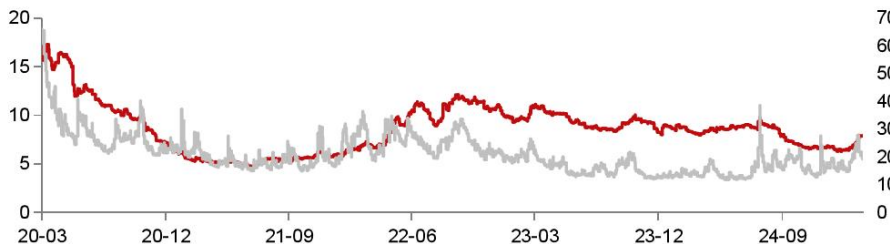


美德与意德十年期国债利差



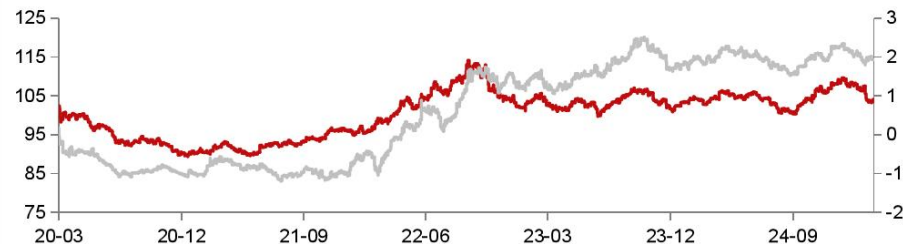
美国企业债利差与VIX指数

— 美国企业债利差 — VIX恐慌指数（右轴）



美元指数与美10年期真实利率

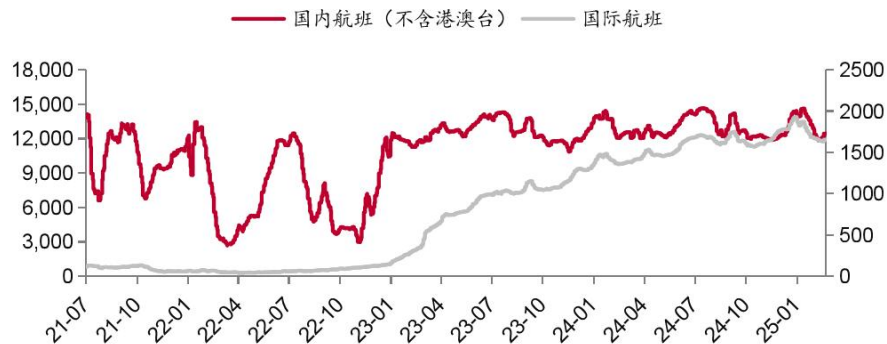
— 美元指数 — 美国实际收益率（右轴）



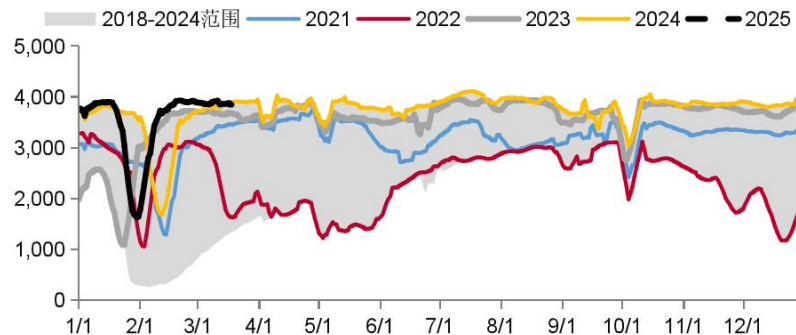
04 中观数据

经济活动：经济活动指标已回归至正常水平

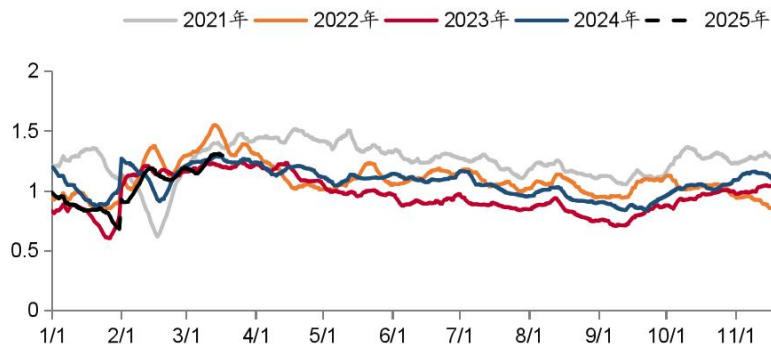
全国执飞航班数量（架次，MA7）



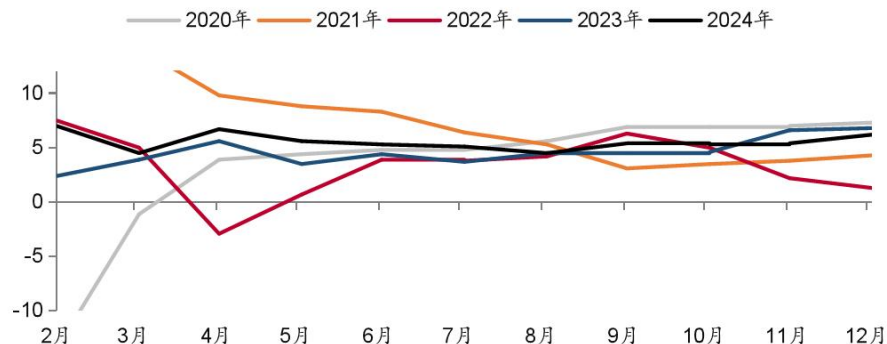
一线城市地铁客运量（万人，MA7）



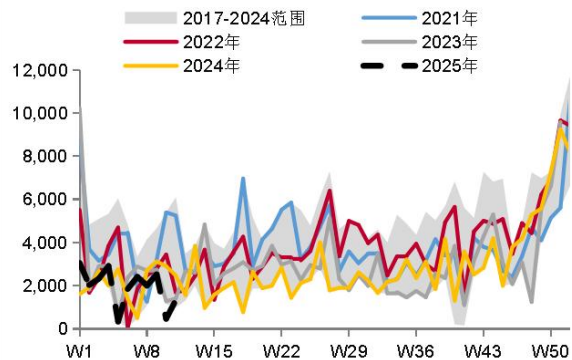
中国高频经济活动指数



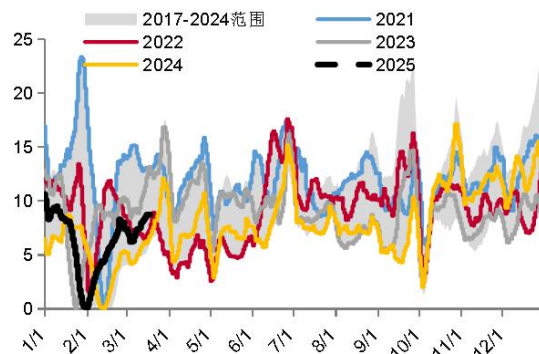
中国:规模以上工业增加值:当月同比(1-2月合并, %)



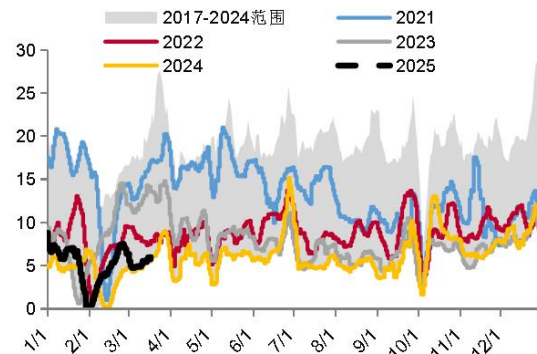
100城成交土地规划建筑面积（万m²）



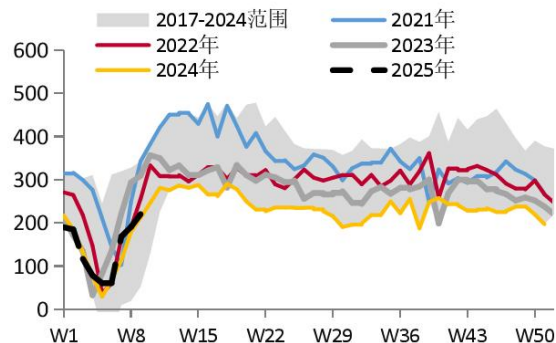
30城商品房成交面积-一线城市（万m²）



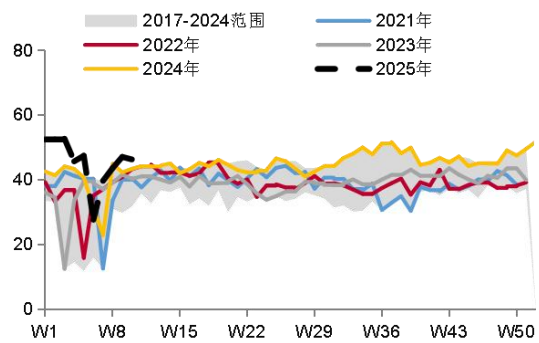
30城商品房成交面积-三线城市（万m²）



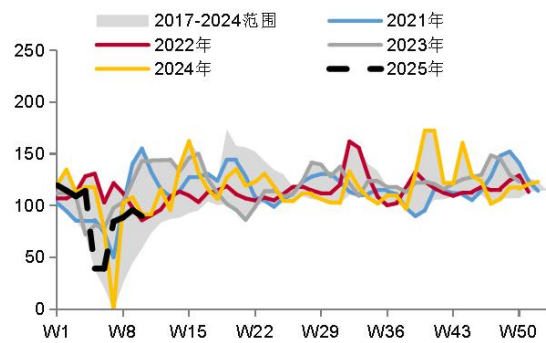
螺纹表需（万吨）



PVC周度需求（万吨）

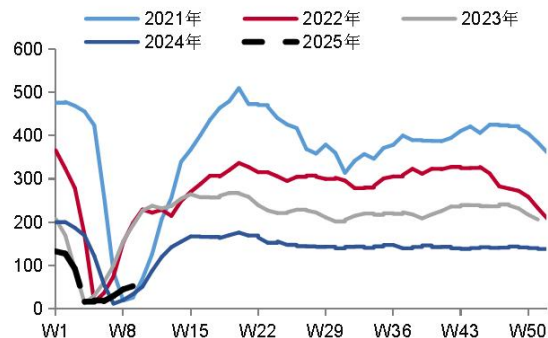


玻璃周度需求（万吨）

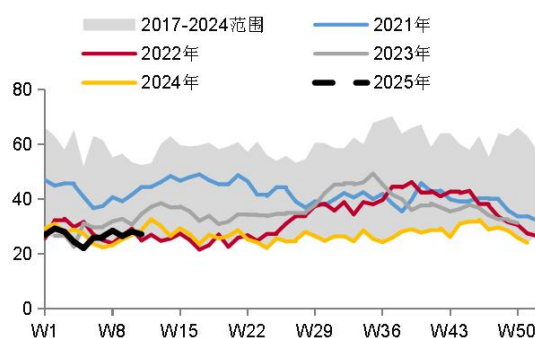


基建：传统基建复工进度较慢

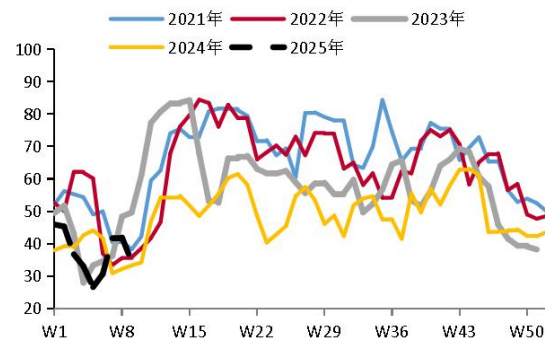
混凝土周产量 (万m³)



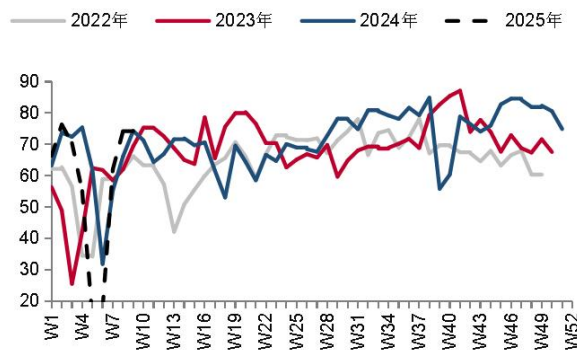
石油沥青开工率 (%)



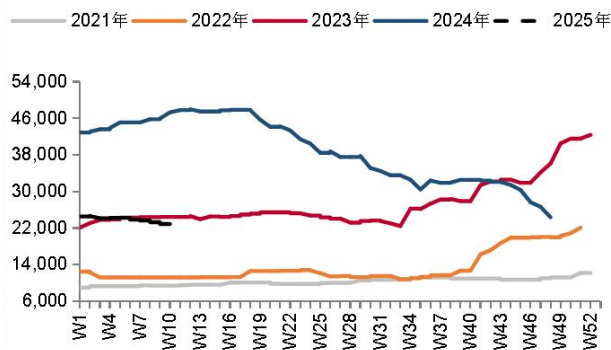
水泥熟料周度产能利用率



精制铜杆周度开工率 (%)

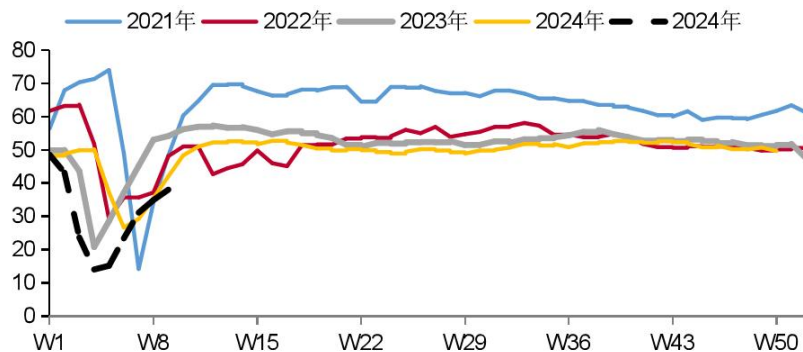


多晶硅周度产量 (吨)

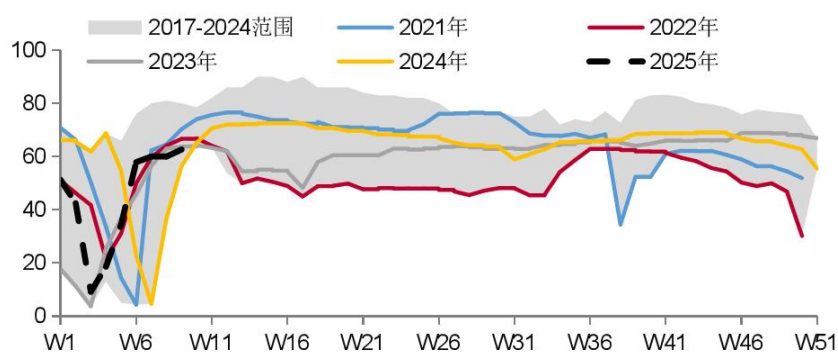


其他：化工品仍在复工过程中

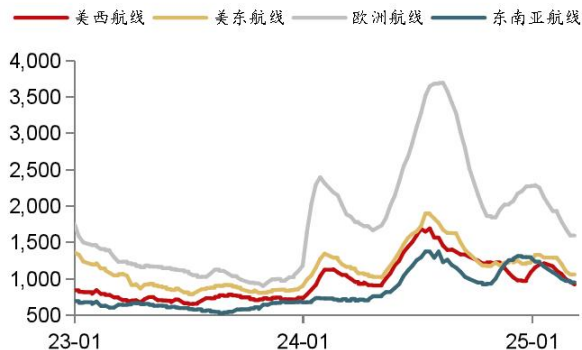
PE包装膜开工率（%）



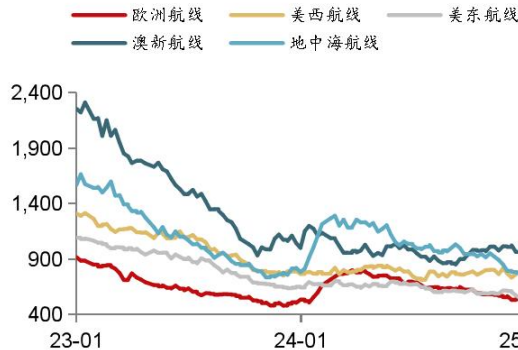
江浙织机开工率（%）



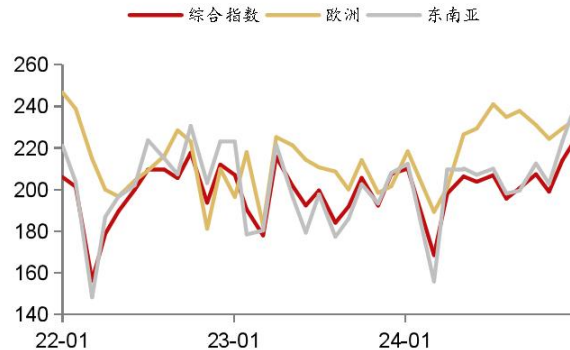
CCFI



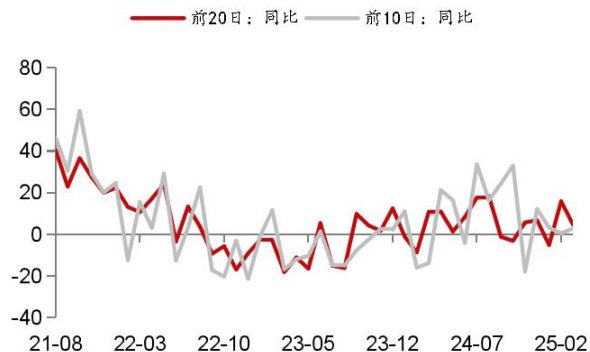
CICFI



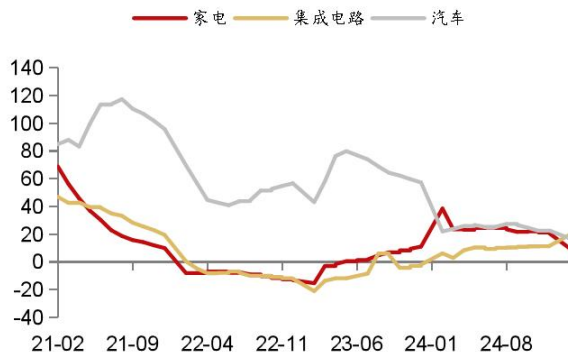
一带一路贸易额指数



韩国出口金额同比 (%)



部分重点商品出口累计同比增速 (%)



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	紧	趋紧	紧	趋紧	大国博弈，全球需求预期	维持	震荡偏强	欧美PMI数据，美国PCE数据，特朗普关税
	铝	紧	趋紧	紧	趋紧	大国博弈，全球需求预期	维持	震荡	欧美PMI数据，美国PCE数据，特朗普关税
	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	欧美PMI数据，美国PCE数据，特朗普关税
	铅	松	趋松	松	维持	再生铅生产变化，全球需求预期	维持	震荡	欧美PMI数据，美国PCE数据，特朗普关税
	镍	松	趋紧	松	维持	印尼菲律宾政策，全球需求预期	维持	震荡	欧美PMI数据，美国PCE数据，特朗普关税
	锡	紧	趋松	松	趋松	锡矿紧张现实，全球需求预期	维持	震荡	欧美PMI数据，美国PCE数据，特朗普关税
贵金属	黄金					美联储降息，经济数据继续走好，通胀交易似乎卷土重来	弱化	价格突破2700美元/盎司，谨慎偏多	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					美联储降息，经济数据继续走好，通胀交易似乎卷土重来	弱化	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	维持	中性偏弱	维持	钢材、铁矿去库斜率，海内外宏观	维持	中性	两会，地缘政治、贸易摩擦，去库速度
	焦煤	中性	维持	中性偏弱	维持	钢材去库斜率，海内外宏观	维持	中性	两会，地缘政治、贸易摩擦，去库速度
	焦炭	中性	维持	中性偏弱	维持	钢材去库斜率，海内外宏观	维持	中性	两会，地缘政治、贸易摩擦，去库速度
	动力煤	弱	维持	弱	维持	日耗，海内外宏观	维持	弱	电厂日耗。宏观
成材	螺纹	中性	维持	中性偏弱	维持	钢材去库斜率，海内外宏观	维持	中性	两会，地缘政治、贸易摩擦，去库速度
	热卷	中性	维持	中性偏弱	维持	钢材去库斜率，海内外宏观	维持	中性	两会，地缘政治、贸易摩擦，去库速度

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	低库存/ 供需偏弱	维持	供需走强	转强	低库存/俄乌缓和	维持	震荡为主	地缘政治/欧佩克会议
	沥青	低库存/ 供需双弱	维持	供稳需增	转强	低库存/地炼增税影响	维持	震荡偏强为主（跟随成本）	成本变化/需求情况
烯烃链	PE	弱平衡	转弱	供需双增	转强	下游复工	维持	震荡为主	装置投产/农需补库
	PP	弱平衡	转弱	供需宽松	维持	下游复工	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	维持	伊朗复产	维持	震荡偏强为主	伊朗复产情况
聚酯	PTA	弱平衡	维持	供需转好	转强	供需弱平衡	转强	震荡偏强为主（跟随成本）	下游需求和上游原料
	MEG	弱平衡	维持	供需转好	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	大装置计划检修	维持	震荡为主	装置检修情况/下游补存意愿
	玻璃	偏宽松	维持	供需双弱	维持	弱现实	维持	震荡偏弱为主	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	震荡	供需双增	供应节奏及需求
	鸡蛋	中性	震荡	偏弱	中性	偏弱	供应充足，需求增加	供需及天气
养殖原料	大豆	宽松	震荡偏弱	震荡	中性	震荡	关税政策及南美天气	关税政策及南美产量兑现度
	豆粕	偏紧	震荡	震荡	中性	震荡	关税政策及南美天气	关税政策及南美产量兑现度
	玉米	中性	偏强	偏强	中性	震荡	供需边际转紧，政策收购	政策
油脂	棕榈油	偏紧	震荡	偏弱	中性	震荡	产地低库存，供需双弱	产区产量
	菜油	宽松	震荡	偏弱	中性	震荡	棕榈低库存及油料宽松	产区产量及菜籽政策
	豆油	中性	震荡	偏弱	中性	震荡	棕榈低库存及油料宽松	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	震荡	中性	震荡	当前总供应宽松和新作产量预期	北半球产量

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、资产配置及基本量量化，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资策略经验，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