

双焦 5 月报

2025 年 4 月 26 日

研究员：周涛

期货从业证号：

F03134259

投资咨询证号：

Z0021009

☎:021-65789253

✉:zhoutao_qh1@chinastock.com.cn

双焦：市场预期偏弱 双焦支撑不足

第一部分 前言概要

4 月铁水产量继续回升，月初下游焦钢企业对于焦煤阶段性补库，焦煤现货价格在 4 月初出现小幅反弹，不过中旬后市场情绪转弱，下游采购积极性明显降低，焦钢企业阶段性补库告一段落，回归到按需采购为主，焦煤价格回归到下跌通道中。焦炭方面，月中焦炭第一轮提涨落地，4 月 25 日主流焦企提涨第二轮，当前焦炭供需基本平衡，下游钢厂焦炭库存多数处于中等及以上水平，预计第二轮涨价落地面临较大的阻力，落地概率较小。

展望 5 月，当前钢厂高炉复产已基本到位，市场担忧铁水见顶回落。钢材需求端，房地产拖累依旧，钢材抢出口效应也可能会减弱，基建和制造业托底，钢材总需求难有增量空间，钢材产量压制钢材价格。供给上，当前已有部分煤矿陷入亏损，但大部分煤矿仍有一定利润。当前环境下，大部分煤矿会首先进行成本控制，尚未到主动减产的地步。短期焦煤产量以市场调节为主，预计 5 月国内焦煤产量总体较为稳定。进口焦煤方面，进口蒙煤供应能力充足，不过下游采购积极性一般，蒙煤通关受到一定的制约；进口海运煤市场由于价格倒挂，进口量下滑，不过减量能够快速被国内焦煤及进口蒙煤替代。总体看来，双焦基本面无实质性改变，且黑色市场预期一般，焦煤供给偏宽松格局贯穿全年，焦炭则跟随为主，双焦依然处于下行通道中，预计延续震荡偏弱运行为主，对于双焦仍保持逢反弹做空的思路。

策略推荐：

单边：延续偏弱运行，反弹做空为主

套保：对于有库存或者销售压力的企业，建议后续仍以逢高套保为宜

第二部分 基本面情况

一、4月双焦现货小幅上涨后回落 盘面延续下跌趋势

4月铁水产量继续回升，月初下游焦钢企业对于焦煤阶段性补库，焦煤现货价格在4月初出现小幅反弹，不过中旬后市场情绪转弱，下游采购积极性明显降低，焦钢企业阶段性补库告一段落，回归到按需采购为主，焦煤价格回归到下跌通道中。焦炭方面，月中焦炭第一轮提涨落地，4月25日主流焦企提涨第二轮，当前焦炭供需基本平衡，下游钢厂焦炭库存多数处于中等及以上水平，预计第二轮涨价落地面临较大的阻力，落地概率较小。

盘面上，受加征关税的影响，上中旬双焦价格延续下跌趋势，中下旬盘面趋于震荡，市场博弈激烈。中期看，焦煤供应偏宽松格局预计会贯穿全年，下行周期中难有像样的反弹。当前铁水产量已处于高位，随着钢材抢出口窗口期的过去，预计5月钢材出口面临压力，国内需求也尚未看到明显的亮点，后续铁水产量存在见顶回落的风险，双焦依然承受较大的压力。预计5月双焦现货回落，盘面则延续震荡偏弱运行。

图 1：焦煤主力合约走势



数据来源：文华财经、银河期货

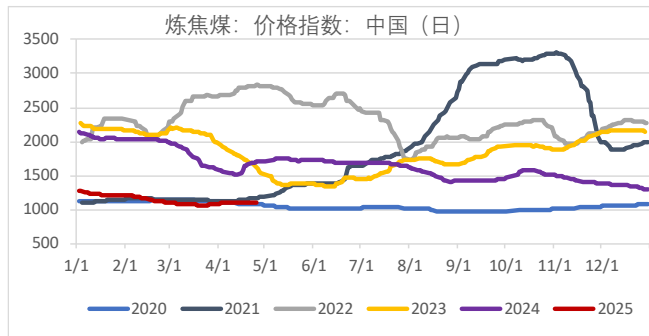
图 2：焦炭主力合约走势



数据来源：文华财经、银河期货

图 3：炼焦煤价格指数

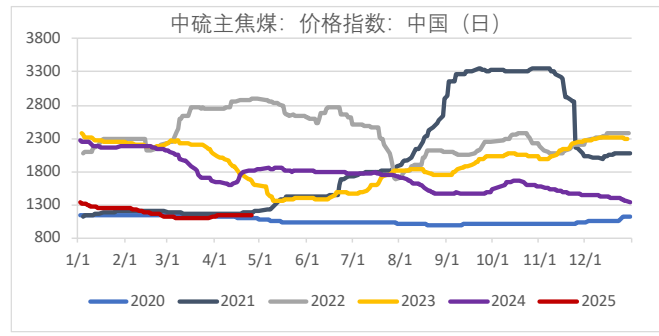
单位：元/吨



数据来源：Mysteel、银河期货

图 4：中硫主焦煤价格

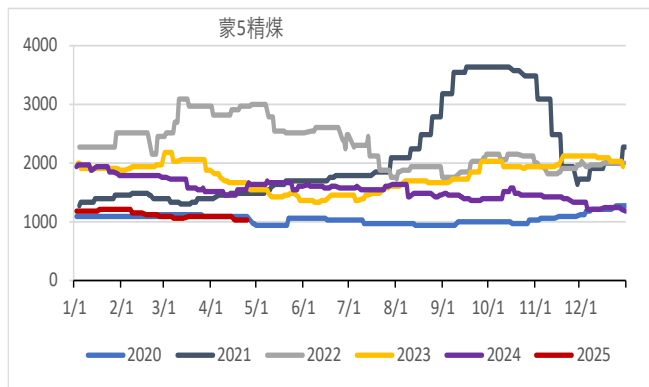
单位：元/吨



数据来源：Mysteel、银河期货

图 5：蒙5精煤-口岸

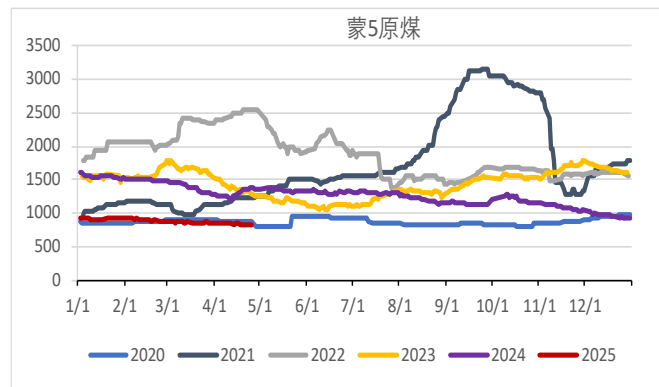
单位：元/吨



数据来源：Mysteel、银河期货

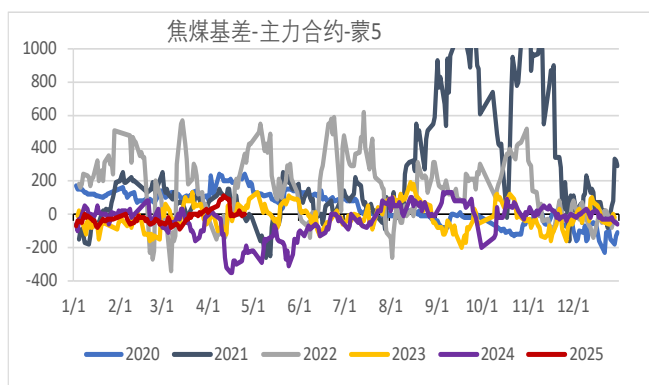
图 6：蒙5原煤-甘其毛都

单位：元/吨



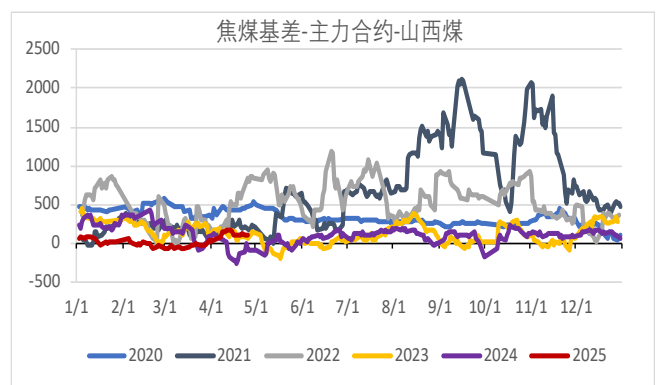
数据来源：Mysteel、银河期货

图 7：焦煤基差-主力合约-蒙5



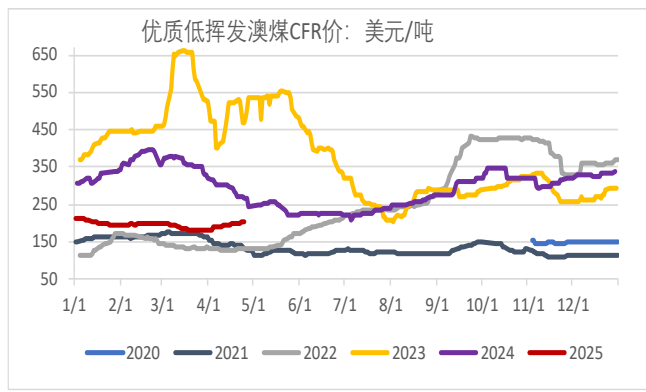
数据来源：Mysteel、银河期货

图 8：焦煤基差-主力合约-山西煤



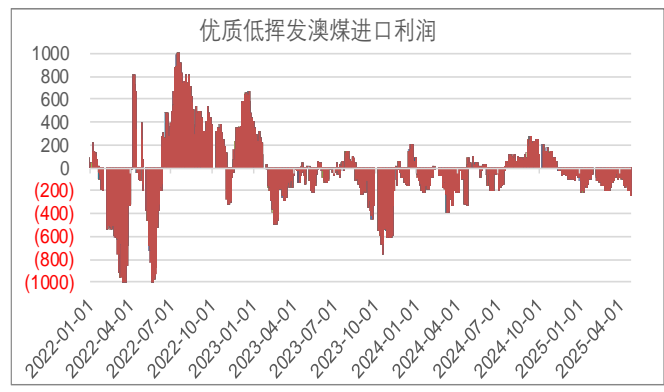
数据来源：Mysteel、银河期货

图 9：优质低挥发澳煤 CFR 价 单位：美元/吨



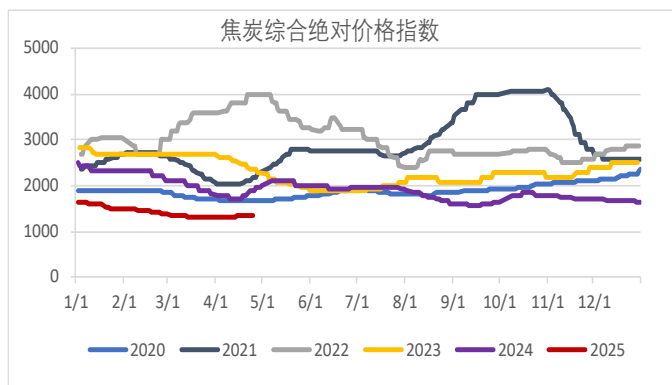
数据来源：Mysteel、银河期货

图 10：优质低挥发澳煤进口利润 单位：元/吨



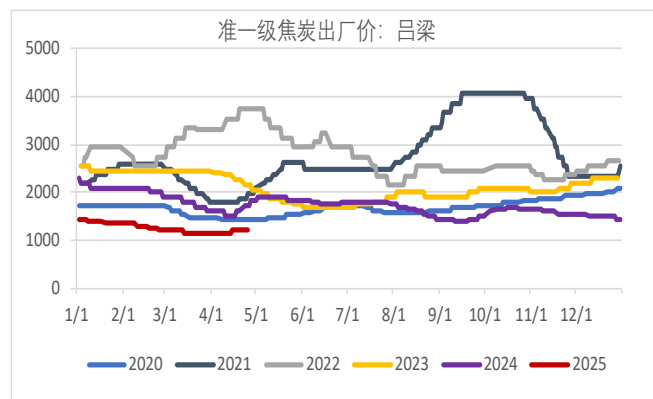
数据来源：Mysteel、银河期货

图 11：焦炭价格指数 单位：元/吨



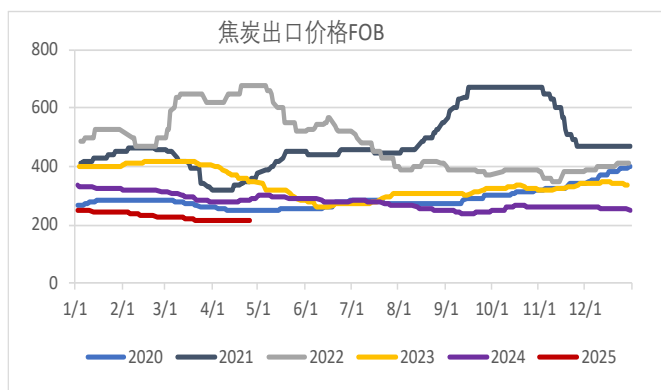
数据来源：Mysteel、银河期货

图 12：准一级焦炭出厂价 单位：元/吨



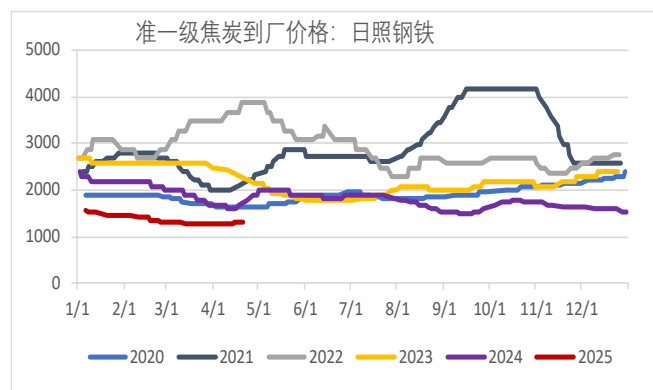
数据来源：Mysteel、银河期货

图 13：焦炭出口 FOB 价格 单位：元/吨



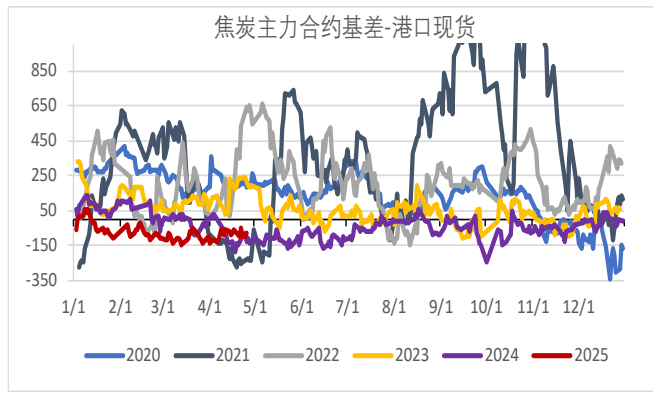
数据来源：Mysteel、银河期货

图 14：准一级焦炭到厂价 单位：元/吨



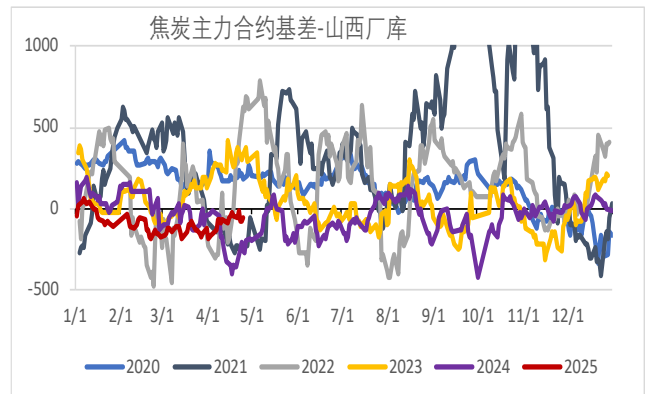
数据来源：Mysteel、银河期货

图 15: 焦炭基差-主力合约-港口现货



数据来源: Mysteel、银河期货

图 16: 焦炭基差-主力合约-山西厂库



数据来源: Mysteel、银河期货

二、煤炭供应能力较为充足 预计焦煤产量整体维持稳定

1、1-3 月原焦煤产量同比增长 6.3% 国内焦煤供给处于较高位

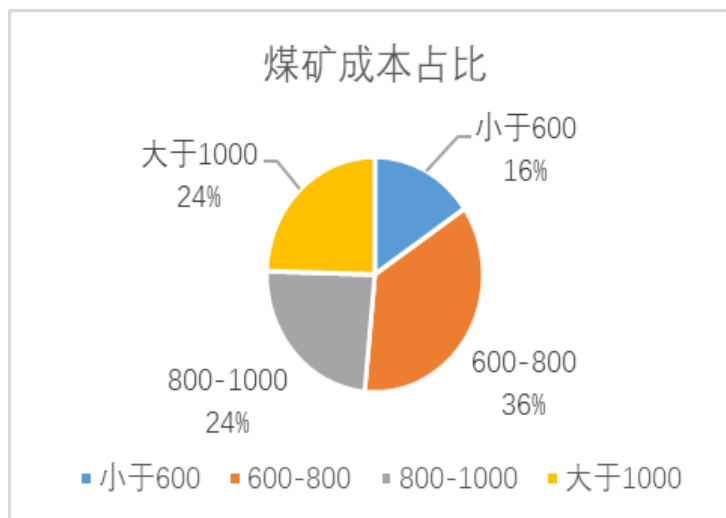
1-3 月份原煤生产同比增幅明显。根据国家统计局数据, 3 月份, 规上工业原煤产量 4.4 亿吨, 同比增长 9.6%, 增速比 1-2 月份加快 1.9 个百分点; 日均产量 1421 万吨。1-3 月份, 规上工业原煤产量 12.0 亿吨, 同比增长 8.1%。山西增速尤为明显, 1-3 月山西累计原煤产量 32540.7 万吨, 同比增长 19.1%。炼焦精煤方面, 根据汾渭数据, 2025 年 1-3 月全国炼焦精煤产量 11727 万吨, 同比增长 6.3%, 山西 1-3 月炼焦精煤产量 5530 万吨, 同比增长 14.0%。

2、当前煤矿减产意愿不大 预计 5 月国内焦煤产量稳中有增

国内煤矿由于资源禀赋及开采条件不一, 煤矿成本差距较大。同时根据部分煤企财报测算及我们调研了解, 国内主流煤矿焦精煤营业成本在 600-800 元/吨, 完全成本在 800-1000 元/吨, 有部分煤矿成本高于 1200 元/吨, 据调研了解大部分为河南、河北及山西部分地区地质条件复杂、精煤洗出率低、矿井服役年限长、剩余资源量较少的矿井。煤矿生产中员工工资、设备折旧及期间费用等占比较大, 国有企业煤矿占比也比较大, 一般来讲煤矿不会轻易减产, 因为一旦减产, 吨煤的摊销成本反而会变高。

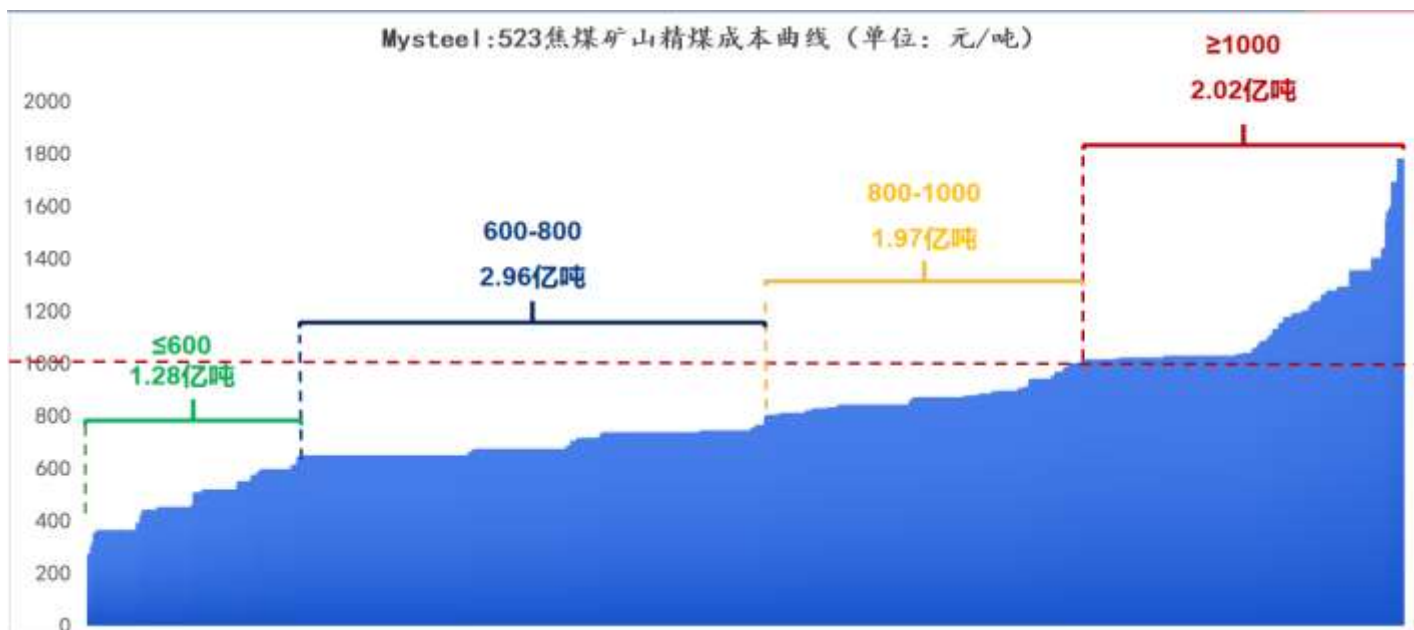
同时根据钢联 523 家煤矿样本煤矿成本数据, 焦煤成本小于 600 占比 16%, 600-800 占比 36%, 800-1000 占比 24%, 大于 1000 占比 25%。当前钢联焦煤价格指数为 1100, 距离平均成本仍有一定距离。当前国内大部分煤矿处于盈利状态, 根据汾渭 138 家煤矿企业样本数据, 4 月 24 日样本中盈利煤矿 111 家, 亏损企业 27 家。

图 17: 焦煤矿成本占比 单位: 元/吨



数据来源: Mysteel、银河期货

图 18: 焦煤矿成本曲线 单位: 元/吨

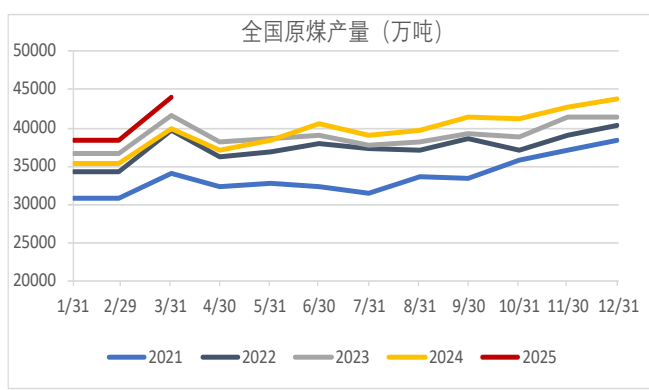


数据来源: Mysteel、银河期货

国家层面对煤炭以保能源安全为主，国家发改委发布关于 2024 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展规划草案的报告，2025 年主要任务中涉及煤炭的表述是：有序实施煤炭产能储备制度，持续增强煤炭生产供应能力，强化煤炭兜底保障作用。

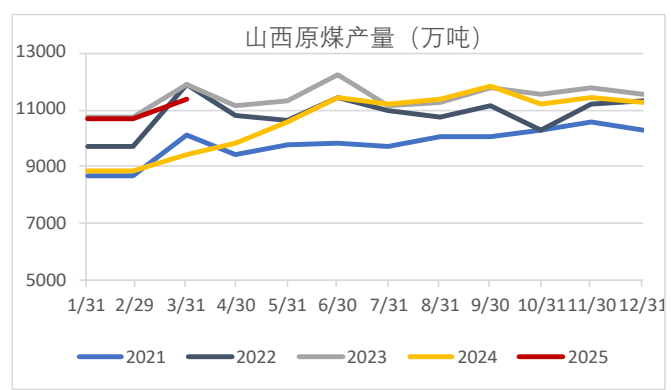
我们预计国家层面对于煤矿行政限产的概率不大，供给主要通过市场进行调价，那么这也就意味着中长期来看焦煤供给偏宽松格局难有改观，后期煤价底部考验煤矿成本支撑。基于以上逻辑，我们认为国内焦煤供给并不会出现明显收缩，绝大部分煤矿会保持正常生产，预计 5 月国内焦煤产量依然以稳为主。

图 19：全国原煤产量 单位：万吨



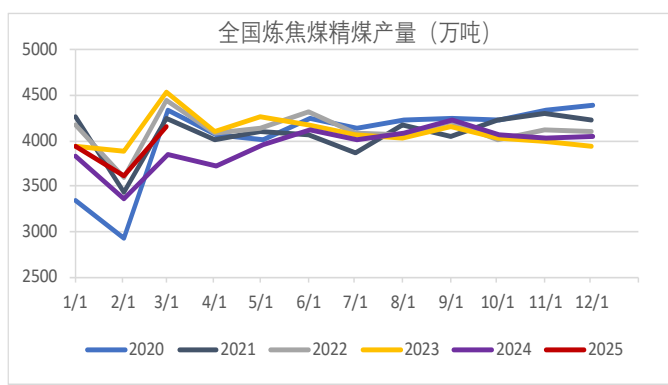
数据来源：统计局、Mysteel、银河期货

图 20：山西原煤产量 单位：万吨



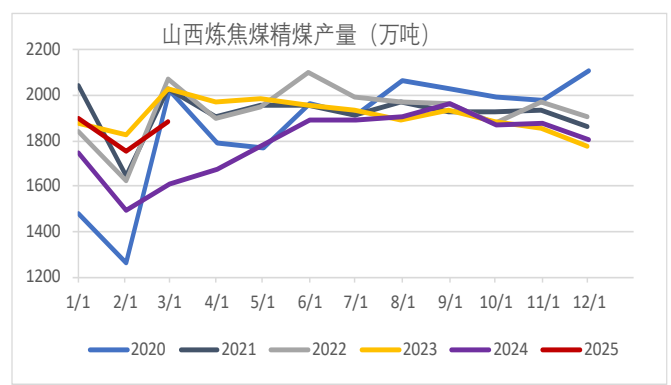
数据来源：统计局、Mysteel、银河期货

图 21：全国炼焦精煤产量 单位：万吨



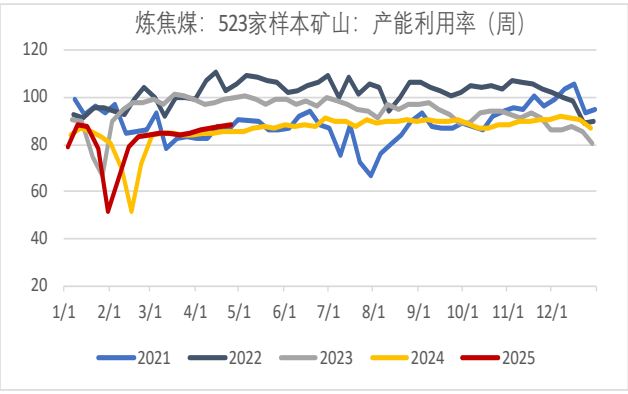
数据来源：Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 22：山西炼焦精煤产量 单位：万吨



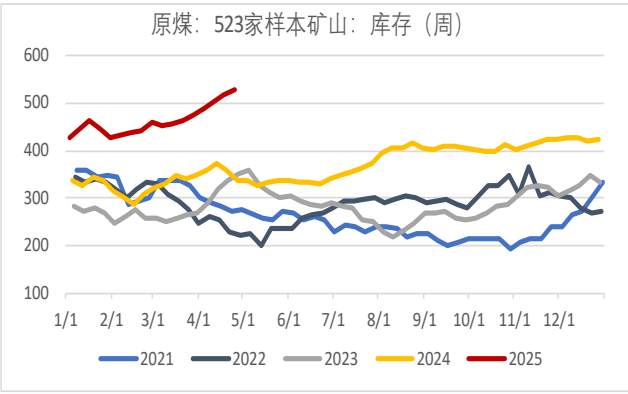
数据来源：Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 23：炼焦煤矿产能利用率 单位：%



数据来源：Mysteel、银河期货

图 24：炼焦煤原煤库存 单位：万吨



数据来源：Mysteel、银河期货

三、进口煤结构分化 海运煤环比下降明显

海关总署数据显示，3 月中国进口炼焦煤 859 万吨，环比下降 2.9%，同比下降 4.6%。其中进口蒙煤 442 万吨，环比增加 39.7%，进口蒙煤增幅较大主要是由于 2 月基数偏低，3 月随着下游需求季节性回升，同时口岸物流效率提升，进口蒙煤增幅明显；进口俄罗斯煤 278 万吨，环比增加 8.0%；进口加拿大煤、美国煤以及澳大利亚煤环比出现较大降幅，主要由于国内炼焦煤下降速度较快，进口利润倒挂，国内采购谨慎。

2025 年 1-3 月全年中国进口量炼焦煤总计 2743 万吨，同比增加 54 万吨。进口蒙古国、俄罗斯、加拿大、美国、澳大利亚占比分别为 39.6%，29.4%，10.7%，10.3%，7.0%。进口蒙煤与俄煤合计占比达 69.0%。

表 1：中国进口炼焦煤-当月值 单位：万吨

国家	中国进口炼焦煤-当月值：				2025年3月	(单位：万吨)	
	2025年3月	2025年2月	环比 (数量)	环比 (幅度)	2024年3月	同比 (数量)	同比 (幅度)
蒙古	442	316	126	39.7%	507	-64	-12.7%
俄罗斯	278	258	21	8.0%	256	22	8.6%
加拿大	83	116	-33	-28.7%	44	39	89.5%
美国	21	127	-106	-83.6%	55	-34	-62.3%
澳大利亚	16	54	-38	-69.9%	12	5	39.9%
印尼	15	8	8	97.6%	21	-6	-26.9%
其他	3	5	-2	-43.8%	6	-2	-45.3%
合计	859	885	-26	-2.9%	900	-41	-4.6%

数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

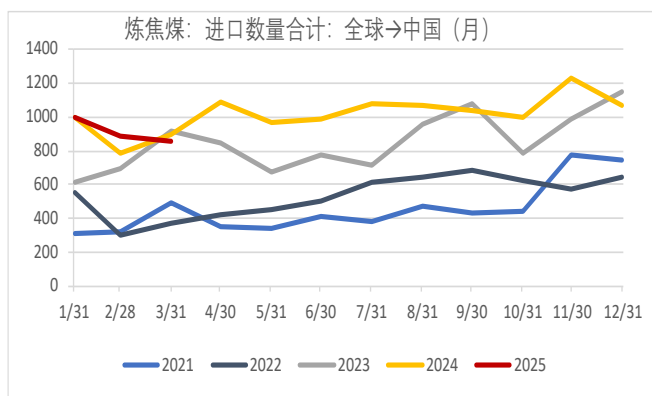
表 2: 中国进口炼焦煤-当年累计值

单位: 万吨

国家	中国进口炼焦煤-当年累计值:				2025年3月	(单位: 万吨)	
	2025年3月	占比	2024年3月	占比	占比变化	同比 (数量)	同比 (幅度)
蒙古	1086	39.6%	1366	50.8%	-11.2%	-280	-20.5%
俄罗斯	807	29.4%	666	24.8%	4.6%	141	21.1%
加拿大	293	10.7%	181	6.7%	4.0%	112	62.1%
美国	283	10.3%	196	7.3%	3.0%	87	44.3%
澳大利亚	192	7.0%	168	6.2%	0.8%	24	14.5%
印尼	65	2.4%	75	2.8%	-0.4%	-11	-14.3%
其他	16	0.6%	36	1.3%	-0.7%	-20	-54.9%
合计	2743	100.0%	2689	100.0%	/	54	2.0%

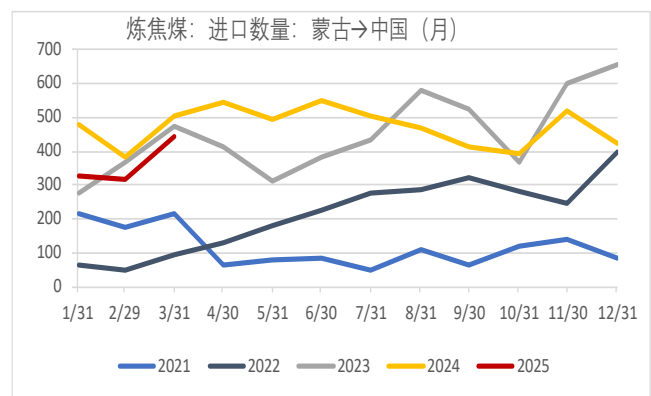
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 25: 炼焦煤进口数量合计 单位: 万吨



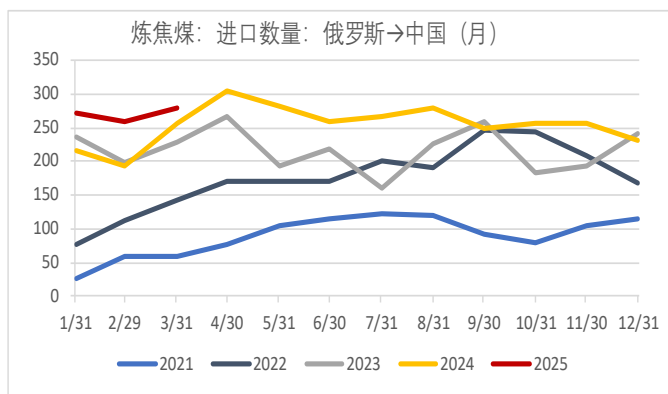
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 26: 进口蒙古炼焦煤 单位: 万吨



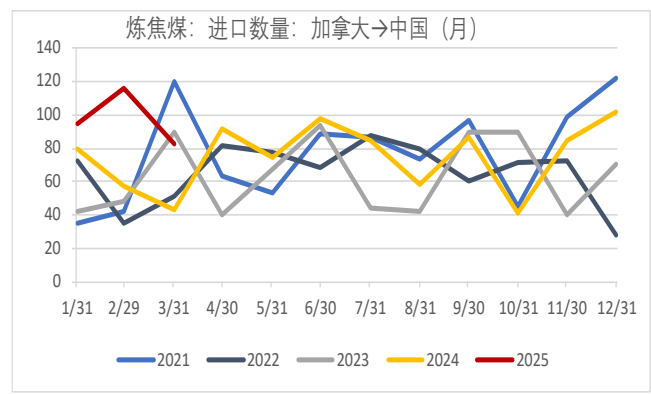
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 27: 进口俄罗斯炼焦煤 单位: 万吨



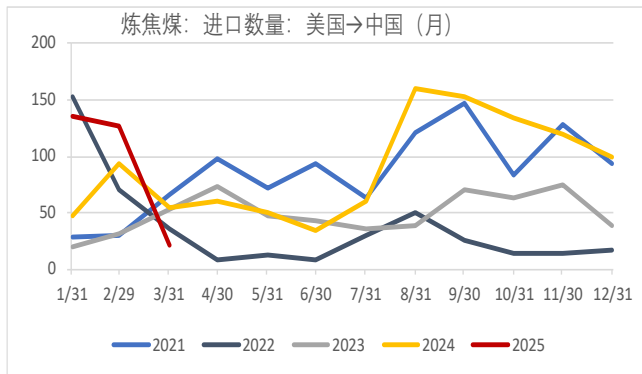
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 28: 进口加拿大炼焦煤 单位: 万吨



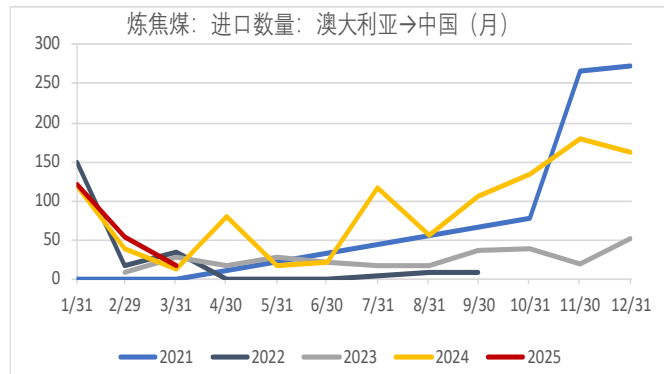
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 29：进口美国炼焦煤 单位：万吨



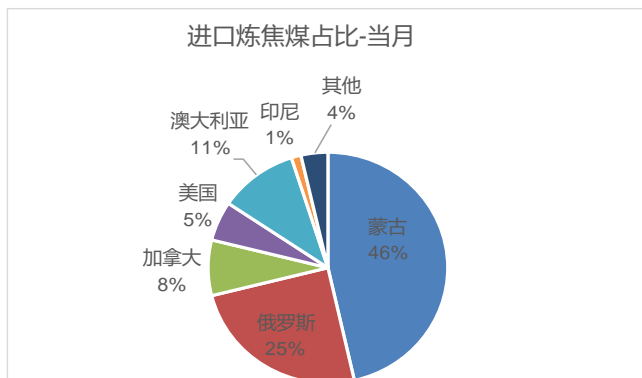
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 30：进口澳大利亚炼焦煤 单位：万吨



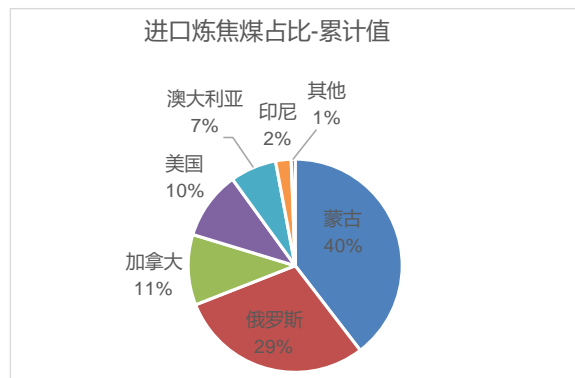
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 31：进口炼焦煤占比-当月



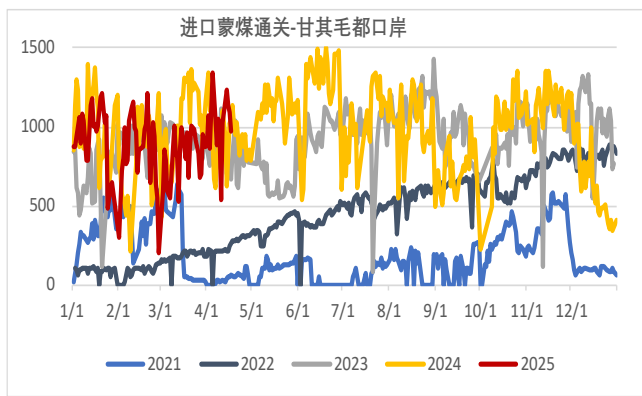
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 32：进口炼焦煤占比-累计值



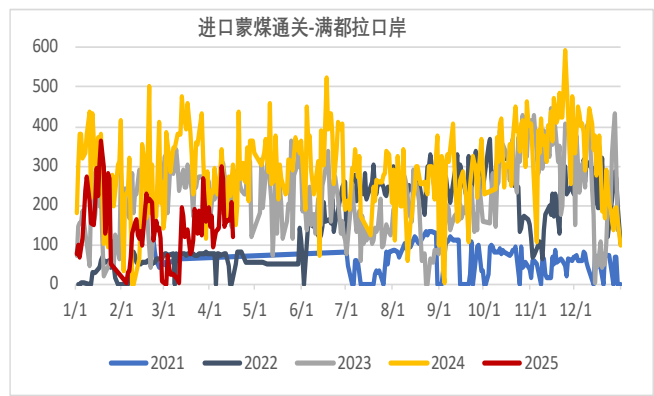
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 33：进口蒙煤通关-甘其毛都口岸 单位：车



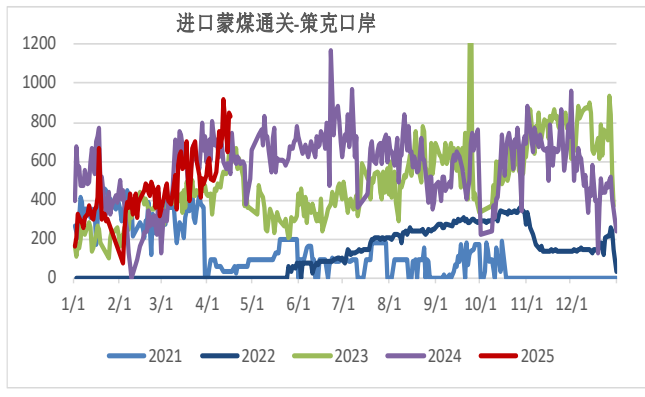
数据来源：Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 34：进口蒙煤通关-满都拉口岸 单位：车



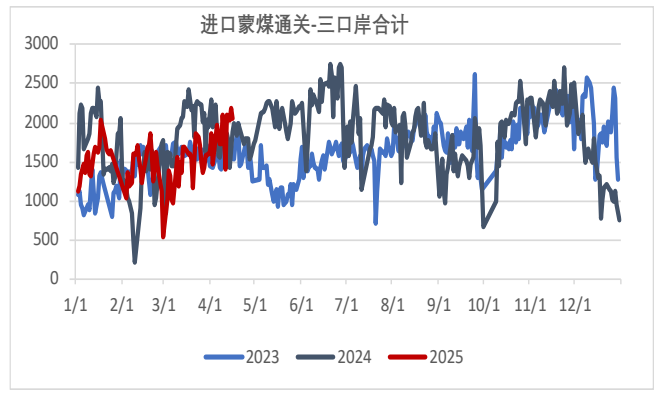
数据来源：Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 35: 进口蒙煤通关-策克口岸 单位: 车



数据来源: Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 36: 进口蒙煤通关: 三口岸合计 单位: 车



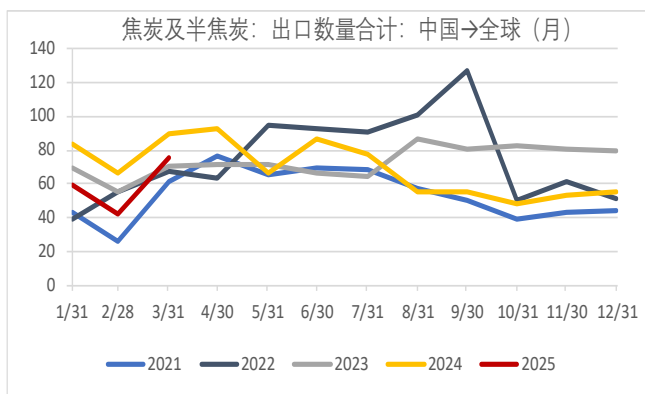
数据来源: Mysteel、汾渭能源、银河期货

四、焦炭出口面临压力 预计二季度焦炭出口延续下滑趋势

根据海关总署数据, 2025 年 1-3 中国焦炭出口合计 176.9 万吨, 同比下降 63.6 万吨, 降幅为 26.40%。从出口去向看, 主要出口目的地为印尼、印度、日本、巴西、越南、马来西亚等国。其中, 印尼 83.1 万吨, 占比 47.0%; 印度 20.8 万吨, 占比 11.8%; 日本 17.2 万吨, 占比 9.7%; 巴西 11.0 万吨, 占比 6.2%; 越南 7.2 万吨, 占比 4.1%; 马来西亚 10.6 万吨, 占比 6.0%。

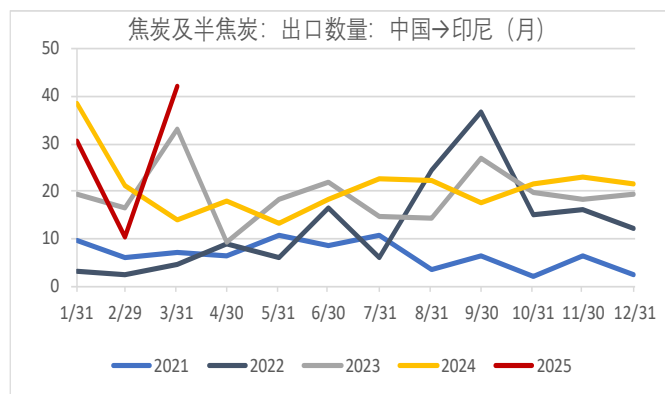
印度自 2025 年 1 月起, 对进口低灰冶金焦实施数量限制(焦粉焦粒除外)。灰分高于 18% 以上的冶金焦可不受进口数量限制, 灰分低于 18% 以下的冶金焦, 上半年全球总进口数量不超过 142.7 万吨。其中中国上半年进口限制数量为 7.9 万吨, 印尼上半年进口限制数量为 6.6 万吨。此前, 中国和印尼都是印度焦炭进口主要来源国, 2024 年上半年中国出口到印度焦炭 65.3 万吨, 印度对进口低灰冶金焦实施数量限制将会加剧中国与印尼在国际其他焦炭市场的竞争。在海外焦炭市场面临较大压力情况下, 中国焦炭出口受限, 预计 2025 年二季度月均出口焦炭数量在 50-60 万吨, 继续维持同比下降的趋势。

图 37: 焦炭出口数量合计 单位: 万吨



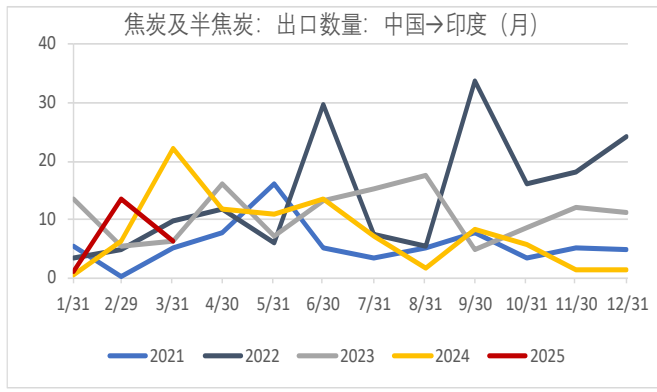
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 38: 焦炭出口数量: 中国→印尼(月) 单位: 万吨



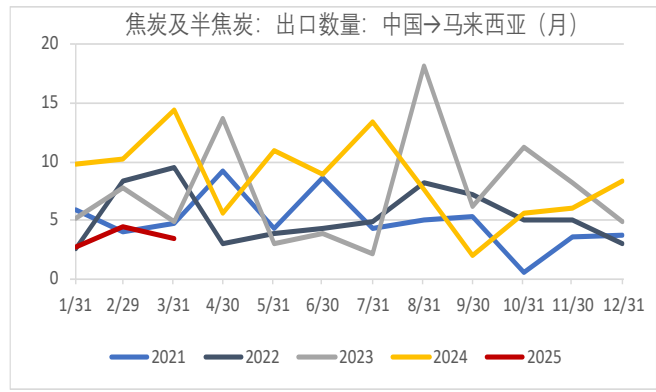
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 39：焦炭出口数量：中国→印度 单位：万吨



数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 40：焦炭出口数量：中国→马来西亚 单位：万吨



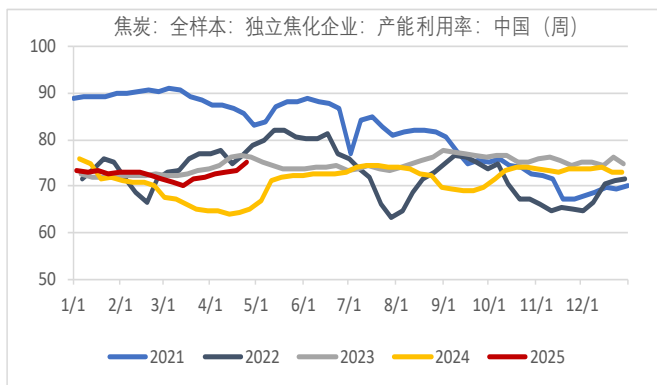
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

五、4月焦炭产量跟随铁水产量回升 焦炭供需基本平衡

4月焦企产能利用率回升，焦炭供需基本平衡，焦企普遍处于盈亏平衡边缘，大部分焦企保持正常生产节奏。4月25日独立焦企全样本产能利用率为75.36%，月环比上升3.46%，年同比上升10.39%；焦炭日均产量66.85万吨，月环比上升2.72万吨，年同比上升7.02万吨。利润方面，4月焦企普遍处于盈亏平衡边缘，部分区域焦企陷入亏损，根据Mysteel数据，4月25日全国平均吨焦盈利-9元/吨；山西准一级焦平均盈利15元/吨，山东准一级焦平均盈利47元/吨，内蒙二级焦平均盈利-53元/吨，河北准一级焦平均盈利46元/吨。

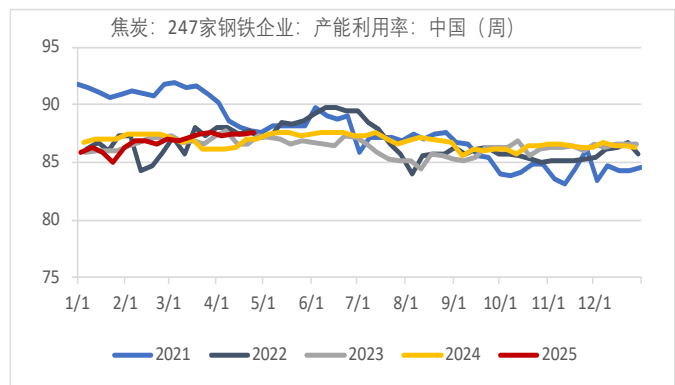
焦炭产能方面，根据Mysteel数据，截至2025年3月，全国冶金焦在产产能56549万吨，其中碳化室高度4.3米及以下（含热回收焦炉）产能约5099万吨，5.5米及以上产能约51450万吨。新增淘汰产能方面，截至2025年4月11日Mysteel调研统计，2025年已淘汰焦化产能1127万吨，新增717万吨，净淘汰410万吨；预计2025年淘汰焦化产能1127万吨，新增2438万吨，净新增1311万吨。（2024年已淘汰焦化产能1626万吨，新增2602万吨，净新增976万吨）

图 41：独立焦企产能利用率 单位：%



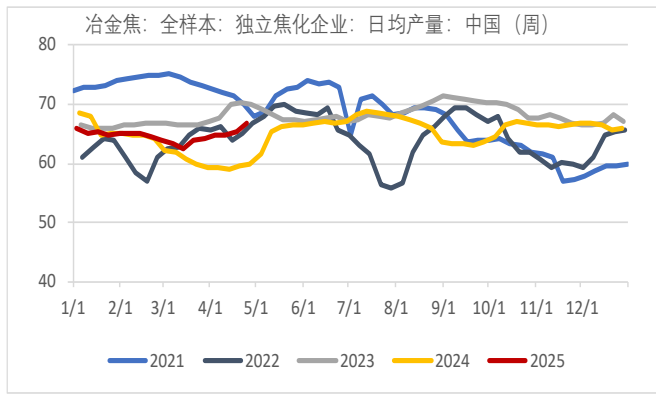
数据来源：Mysteel、银河期货

图 42：钢厂焦化产能利用率 单位：%



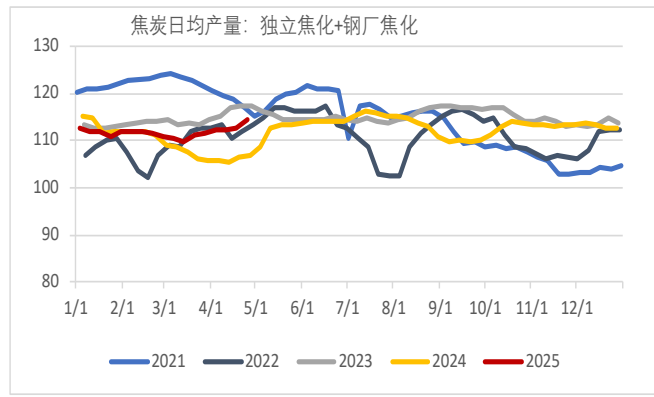
数据来源：Mysteel、银河期货

图 43: 独立焦企日均产量 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、银河期货

图 44: 焦炭日均产量-总计 单位: 万吨



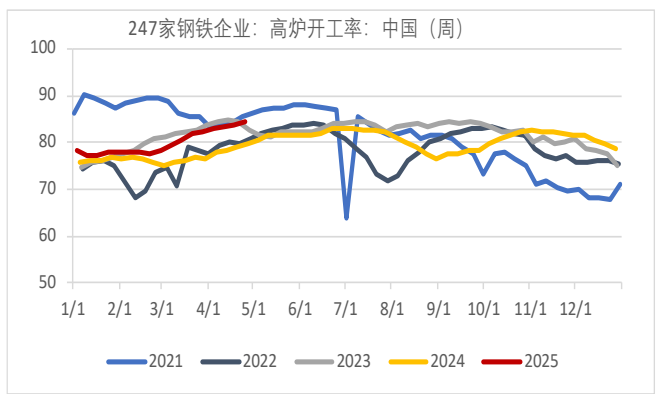
数据来源: Mysteel、银河期货

六、高炉复产进入尾声 关注钢材需求承接能力

4 月高炉铁水产量回升明显, 4 月 25 日 247 家钢厂日均铁水产量 244.35 万吨, 月环比上升 7.07 万吨, 同比上升 15.63 万吨。随着铁水产量的回升, 对于原料需求好转, 焦钢企业采购积极性阶段性好转, 部分企业有小幅补库动作, 但市场普遍对于后市缺乏信心, 钢厂对原料补库力度较小。从另一方面来讲, 当前钢厂高炉复产已基本到位, 市场担忧铁水见顶回落, 原料依然受到压制。

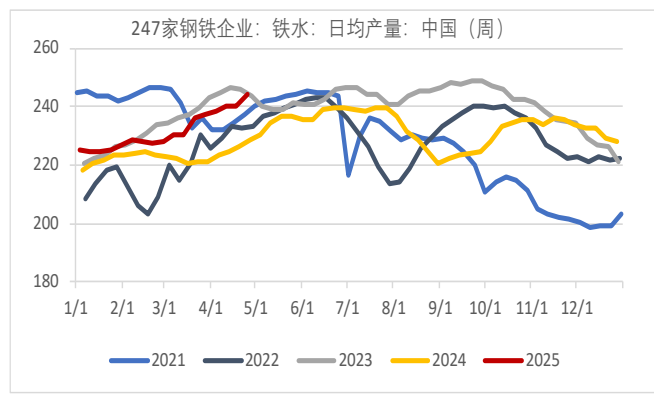
市场对于 5 月钢材需求预期不足。1-3 月份房地产新开工、施工等数据依然不理想, 对钢材需求拖累较为明显; 出口方面, 2025 年 3 月份, 我国出口钢材 1045.6 万吨, 同比增长 5.7%; 1-3 月, 我国出口钢材 2742.9 万吨, 同比增长 6.3%, 当前仍处于钢材抢出口窗口期, 一季度钢材出口数据较好, 但随着部分国家对我国钢材出口反倾销加征关税的落地, 5 月份钢材出口存在回落的可能。总体看来, 随着钢厂高炉的复产, 对双焦底部有一定支撑, 但当高炉铁水处于高位后, 考验下游钢材需求的承接能力, 钢材高产量会压制钢材价格, 从而也压制原料价格。

图 45: 高炉产能利用率 单位: %



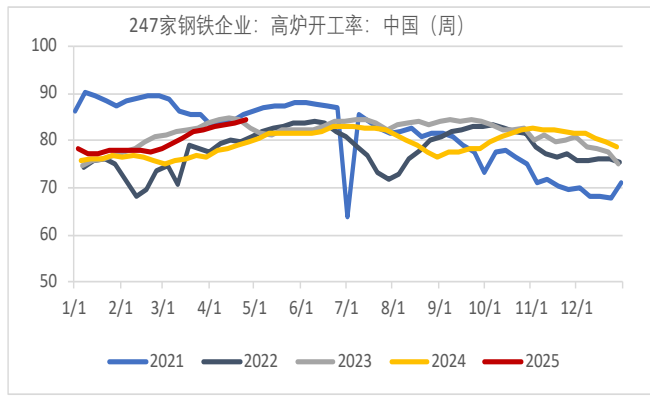
数据来源: Mysteel、银河期货

图 46: 铁水日均产量 单位: 万吨



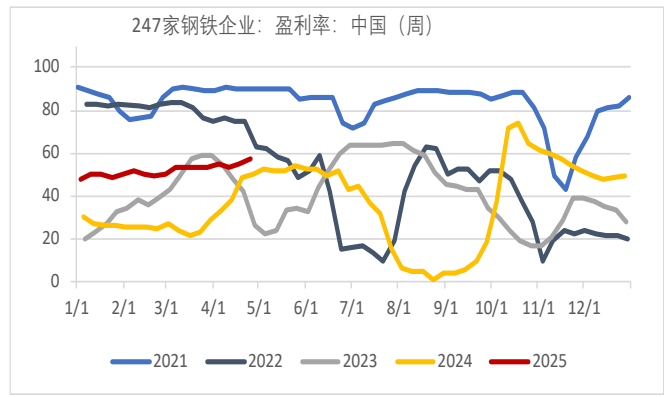
数据来源: Mysteel、银河期货

图 47: 高炉开工率 单位: %



数据来源: Mysteel、银河期货

图 48: 钢厂盈利率 单位: %



数据来源: Mysteel、银河期货

七、4月双焦总库存月环比变化不明显 同比依然偏高

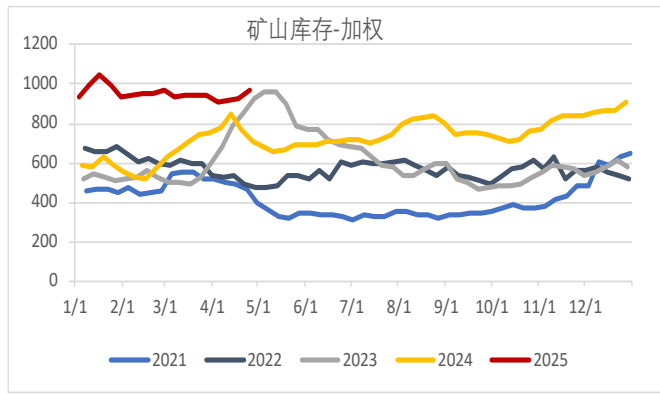
4月焦钢企业对于焦煤有阶段性补库,尤其焦企焦煤库存增加明显,但补库力度及持续时间较短,当前下游对原料采购积极性已明显减弱,维持按需采购为主。煤矿库存上中旬回落后月底又回升,同比看依然偏高。4月煤矿产量稳中有增,口岸通关车次维持中高位,中期看焦煤供给偏宽松格局会贯穿全年,焦煤库存压力难以得到真正的缓解,预计5月焦煤价格偏弱运行。焦炭方面,当前焦炭第一轮提涨已经落地落地,焦企以积极出货为主,下游钢厂焦炭库存同比偏高,高库存依然会对焦炭价格反弹形成制约,预计焦炭第二轮提涨落地难度大,5月中后期焦炭价格有回落的风险。

表 3: 双焦库存 单位: 万吨

大项	项目	本期	上月同期	月环比	去年同期	年同比
焦煤库存	原煤库存: 523家样本矿山	530.5	473.5	56.9	338.0	192.5
	精煤库存: 523家样本矿山	354.6	369.1	-14.5	285.3	69.3
	煤矿总库存: 折算精煤	619.8	605.8	14.0	454.2	165.6
	原煤库存: 样本洗煤厂 (110家)	271.3	271.5	-0.2	231.7	39.7
	精煤库存: 样本洗煤厂 (110家)	181.7	213.9	-32.2	174.6	7.1
	洗煤厂总库存: 折算精煤	317.3	349.7	-32.3	290.4	26.9
	焦煤库存: 全样本独立焦化企业	969.0	862.9	106.1	894.1	74.9
	焦煤库存: 247家钢铁企业	782.5	762.7	19.8	731.0	51.4
	焦煤甘其毛都口岸库存	358.3	395.6	-37.3	320.0	38.3
	焦煤库存: 16港	728.2	793.3	-65.1	803.8	-75.6
	焦煤总库存 (折算成精煤)	3775.1	3769.9	5.2	3493.6	281.5
焦炭库存	焦炭库存: 全样本独立焦化企业	104.9	130.0	-25.1	95.0	9.9
	焦炭库存: 247家钢铁企业	666.4	668.1	-1.8	553.8	112.5
	焦炭库存: 18港	295.5	262.0	33.5	242.5	53.0
	焦炭总库存	1066.7	1060.1	6.6	891.3	175.4

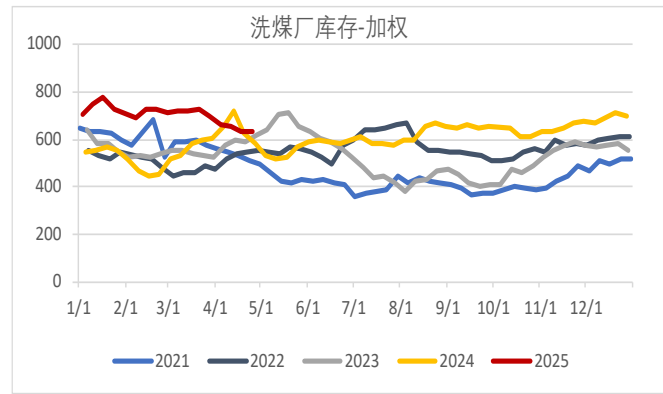
数据来源: Mysteel、银河期货

图 49: 矿山焦煤库存-加权 单位: 万吨



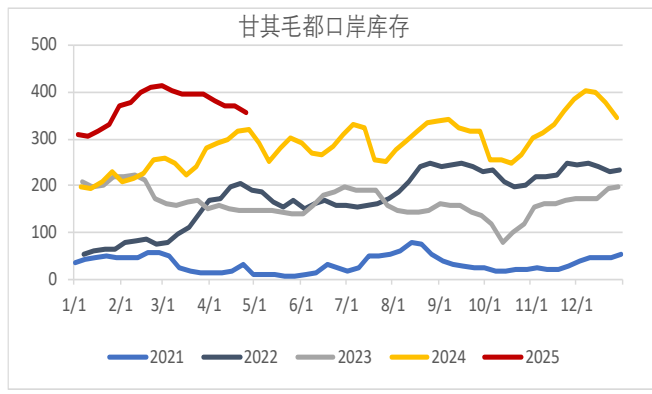
数据来源: Mysteel、银河期货

图 50: 洗煤厂精煤库存-加权 单位: 万吨



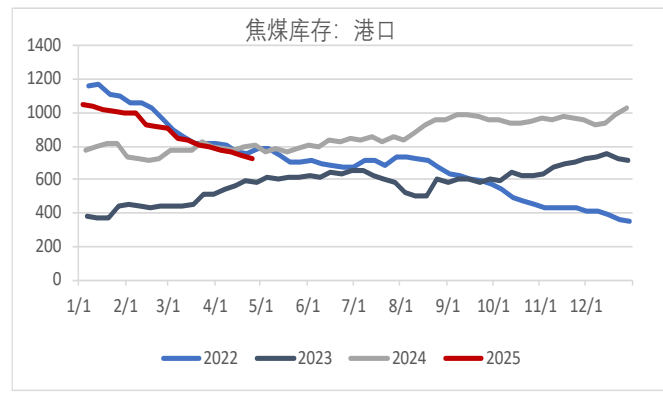
数据来源: Mysteel、银河期货

图 51: 蒙煤库存-甘其毛都口岸监管区 单位: 万吨



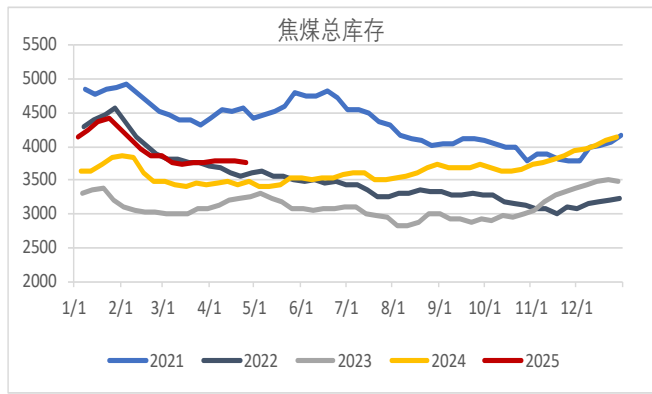
数据来源: Mysteel、银河期货

图 52: 港口焦煤库存 单位: 万吨



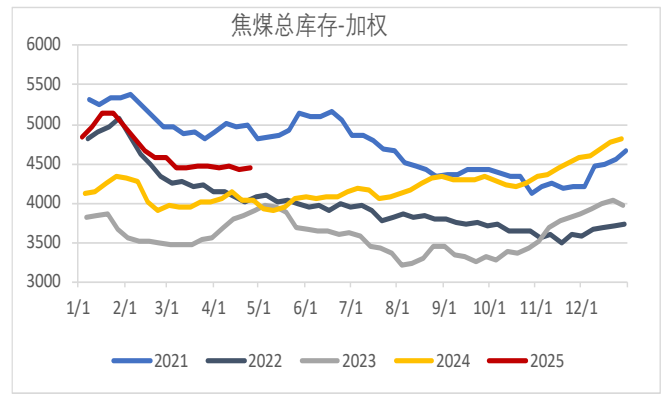
数据来源: Mysteel、银河期货

图 53: 焦煤总库存 单位: 万吨



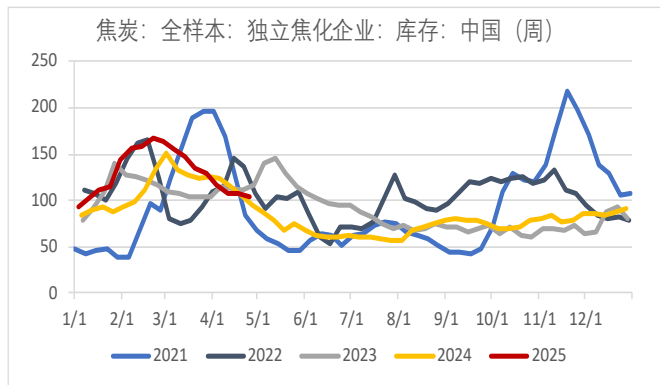
数据来源: Mysteel、银河期货

图 54: 焦煤总库存-加权 单位: 万吨



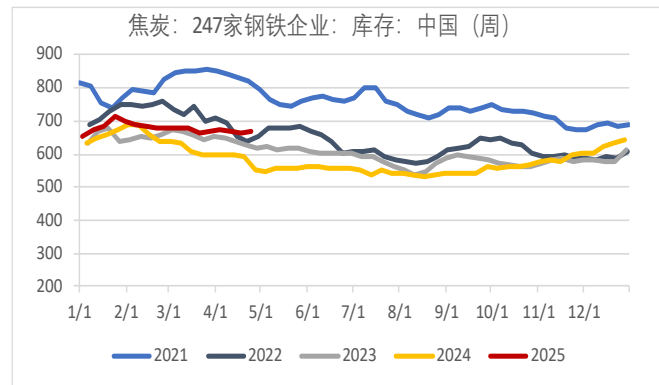
数据来源: Mysteel、银河期货

图 55: 焦企焦炭库存 单位: 万吨



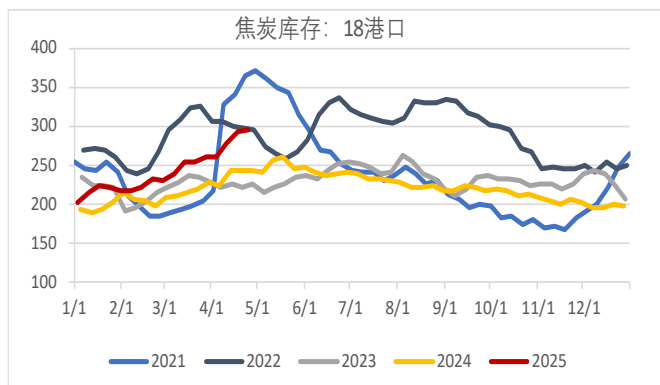
数据来源: Mysteel、银河期货

图 56: 钢厂焦炭库存 单位: 万吨



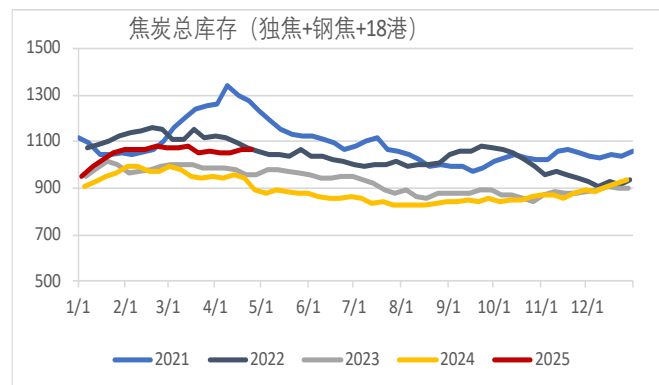
数据来源: Mysteel、银河期货

图 57: 港口焦炭库存-18港 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、银河期货

图 58: 焦炭总库存-加权 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、银河期货

第三部分 后市展望与策略

展望5月，当前钢厂高炉复产已基本到位，市场担忧铁水见顶回落。钢材需求端，房地产拖累依旧，钢材抢出口效应也可能会减弱，基建和制造业托底，钢材总需求难有增量空间，钢材产量压制钢材价格。供给上，当前已有部分煤矿陷入亏损，但大部分煤矿仍有一定利润。当前环境下，大部分煤矿会首先进行成本控制，尚未到主动减产的地步。短期焦煤产量以市场调节为主，预计5月国内焦煤产量总体较为稳定。进口焦煤方面，进口蒙煤供应能力充足，下游采购积极性一般，蒙煤通关受到一定的制约；进口海运煤市场由于价格倒挂，进口量下滑，不过减量能够快速被国内焦煤及进口蒙煤替代。总体看来，双焦基本面无实质性改变，且黑色市场预期一般，焦煤供给偏宽松格局贯穿全年，焦炭则跟随为主，双焦依然处于下行通道中，预计延续震荡偏弱运行为主，对于双焦仍保持逢反弹做空的思路。

策略推荐：

单边：延续偏弱运行，反弹做空为主

套保：对于有库存或者销售压力的企业，建议后续仍以逢高套保为宜

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799