

## 盛文字

·从业资格编号 F3074487  
·投资咨询编号 Z0015486

联系人：王工建

从业资格编号 F3075033

## 内容提要

2020年初疫情突发，焦炭期价大幅下跌，现货市场提降5轮累计250元，随着疫情得到控制，复工复产后焦炭需求开始恢复，5-6月份山东和江苏去产能严格，期价触底回升，现货市场提涨6轮累计300元。7月下游消费进入淡季，焦炭期价回调，现货市场提降3轮累计150元，8月后，终端消费企稳，焦价上涨，四季度山西、河北、河南去产能超出市场预期，焦炭期价持续走高，现货市场提涨9轮累计450元。

2021年焦炭的终端消费总体维持增长态势，全年基建投资增速或放缓，房地产投资或低速增长，制造业增幅超过基建和地产投资增速，钢材出口小幅增长。供给端，明年焦炭新增产能逐步投产，落后产能淘汰数量减少，焦炭产能或将由降转增，下半年焦炭供给将好于上半年，预计全年产量增速2%左右。成本端，焦煤国内生产相对稳定，焦煤进口政策仍是重要变量，如果依然严格，明年一季度焦煤供给大概率出现偏紧的情况，预计焦煤价格将上行，对焦炭形成有力的支撑。

展望2021年，焦炭市场供给偏紧的格局有望延续，主因2020年底焦化产能集中去化，而新增产能投产到满产需要2-3个月，预计一季度焦炭供给仍将较为紧缺。二季度随着新增产能出焦量增，供给将逐步增加，但由于下游进入消费旺季，需求较一季度会大幅增加，因此整个上半年焦炭的供需仍会维持偏紧的状态。下半年供需紧张的局面可能会有较大的缓和，一方面新增产能逐步进入满产阶段，而且新焦炉生产效率好于老焦炉，产量较上半年有增加，另一方面，随着经济形势好转，积极的财政政策和货币政策或将逐步退出，基建和房产用钢增速下降制约焦炭的消费。综上，我们认为2021年焦炭价格总体偏强，且上半年强于下半年。技术上，焦炭指数上半年运行区间为2400-2850，下半年运行区间为2150-2500。

## 风险提示

宏观不确定性；财政政策和货币政策不确定性；行业政策不确定性；

## 一、2021 年供需平衡表预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
产量	44911	43142.6	43820	47126	47130	48072
进口	0.0	1.0	9.1	52.3	210	200
出口	1021.0	809.5	985.2	652.5	300	300
消费	43871	42293	42832	46067	47605	47883
库存年初	704	714	775	816	1275	710
库存年末	723	755	787	1275	710	800

## 二、宏观环境分析

2021 年是十四五规划的开局之年，我国将进入新的发展机遇期，主要矛盾已经开始转变，从“人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾”到“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”，经济也从重化工业为主导的工业化中期阶段迈入到以创新驱动为主导的工业化后期阶段。十四五期间国内经济将以内循环为主导，从以投资出口驱动转向以消费创新驱动为主。这种转变意味着投资项下的建筑用钢需求未来五年内将逐步趋弱，与消费相关的板材需求将稳步增长。海外方面，随着疫苗的使用，明年海外经济逐步恢复，钢材表观需求小幅增长。

### 1. 基建投资增速或放缓，对建筑用钢需求将小幅增长

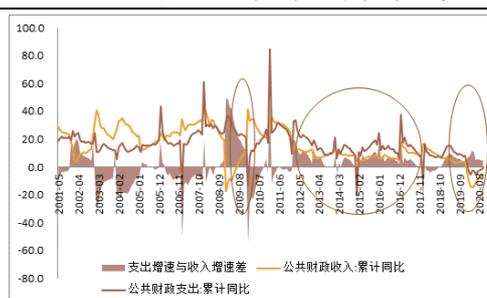
基建投资作为逆周期的重要手段，用来对冲疫情对经济的冲击。3 月以来我国政府加大基建领域的投资力度，1-11 月份的基建投资增速达到 3.3%，接近去年同期水平，从最低的同比下滑 26%，到实现正增长，幅度抬升之大历史罕见，数据背后是积极的财政政策，截至 11 月财政支出与财政收入累计同比差达到 6%，而十三五期间同期平均为 2.82%，由此可见财政支出的力度和政府稳定经济保证就业的决心之大。5 月份政府工作报告明确提出全年地方债发行量 3.75 万亿元，主要面向新基建投资，今年是名副其实的基建大年。

预计 2021 年上半年政府将继续实施积极的财政政策，但随着经济企稳，财政政策将会逐步收回，地方债的发行总量也将减少，全年基建投资维持增长的势头不变，但增速将放缓，基建用钢的需求将小幅增长。

图 1：基建投资与 GDP 关系



图 2：财政支出与财政收入



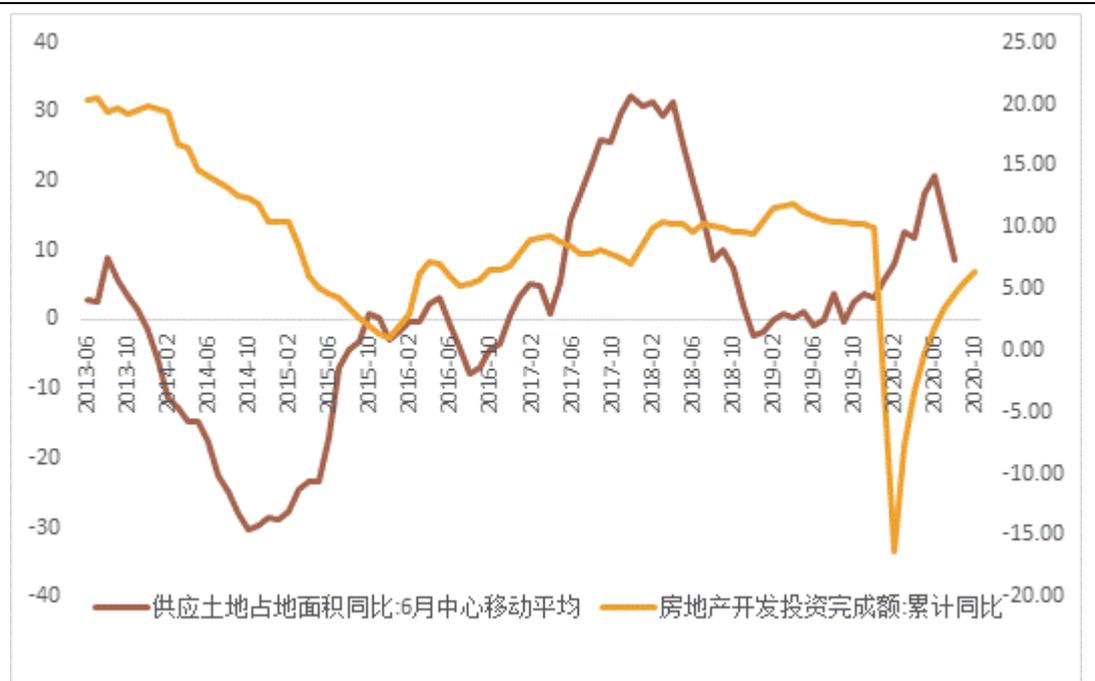
资料来源：统计局，金信期货研究院

## 2. 房地产投资或将低速增长

2020年1-11月房地产投资完成额达到12.9万亿元，同比增长6.8%，房地产的快速回升主要原因是信贷宽松，利息下调，贷款增加，诸多因素共同推动房产销售和投资的增加。2020年LPR由年初的4.1%下降到现在的3.96%，4月份最低值达到3.72%。1-11月居民的中长期贷款合计55108万元，同比增加10.9%，居民中长期贷款以购房为主，居民积极购房，销售数据大幅转好。1-11月全国商品房销售面积累计同比增长1.3%，从年初销售同比下滑40%左右的低位拉升并实现正增长，并超过去年同期的0.2%。今年房企的国内贷款来源保持稳定增长态势，有力支撑了房产的投资，1-11月房企的国内贷款累计增加2.4万亿元，同比增加5.4%。

房地产投资增长的态势有望延续到2021年，但也需注意几个方面的压力。一是政策趋严的情况，下半年住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，明确了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即“三道红线”：房企剔除预收款后的资产负债率不得大于70%；房企的净负债率不得大于100%；房企的“现金短债比”小于1，于2021年1月1日起全行业全面推行，房企在融资、拿地、企业财务方面受到更多管控。二是行业领先指标有走弱的迹象，例如供应土地同比走势近期出现下滑，以及新开工2020年全年负增长，拿地下滑制约未来的新开工和施工投资，新开工的下滑意味着未来施工的下滑。我们预计2021年房产投资将低速增长，房产对用钢的需求可能小幅增长或持平。

图3：供应土地面积与房地产开发投资



资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

图 4：房屋新开工与施工面积增速



图 5：商品房销售面积增速



资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

### 3. 制造业投资有望走强

随着我国经济以内需为主导，基建和房地产投资增速相对放缓的背景下，制造业投资有望走强。从历史经验来看，以消费为主导的经济体，制造业投资增速与工业产成品库存同比具有较强的相关关系，以投资和出口为导向经济体两者关系不大，随着我国经济产业升级和内需比例增加，库存同比和制造业投资的相关性将加强，目前我国工业企业的存货水平同比逐步企稳，因此制造业有较大的概率走强。

从制造业相关行业来看，汽车、家电行业处于上升期，工程机械行业处于高峰期，总体需求前景向好。汽车行业稳步增长，销量趋稳，明年有望在低增速状态迎来上升周期。家电产销恢复增长，内需方面，国内房地产竣工及家电更新换代稳定增长，外需受到海外疫情恢复影响，有较大不确定性，但随着疫苗发挥作用，家电出口有望恢复较大的增长。工程机械逆周期调节，行械领域受益于 2020 年业呈现出较高的景气度，如挖掘机、起重机、压路机等销量实现了较高增长，2021 年随着政策逐步退出，经济以内循环驱动，工程机械需求将减少，景气度或回调。

图 6：制造业投资与产成品库存

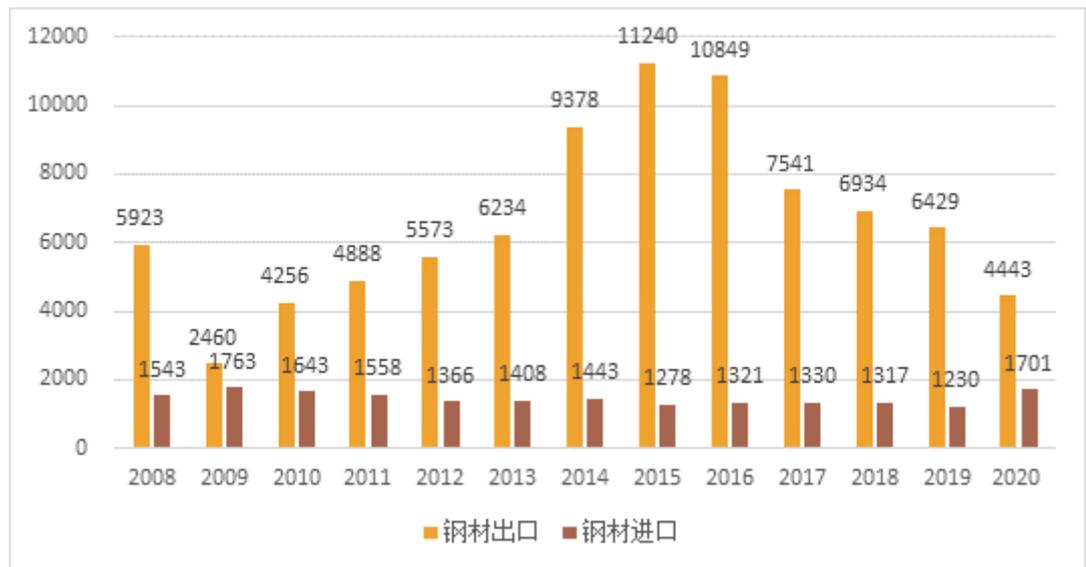


资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

#### 4. 预计 21 年海外需求回升，钢材净出口小幅增加

2020 年海外经济受困于疫情，海外钢材流入中国，1-10 月我国钢材进口 1701 万吨，同比增加 74%，而出口则大幅下滑，1-10 月累计出口 4443 万吨，同比减少 19%。我们认为随着疫情被逐步控制，经济活动恢复，全球贸易将恢复常态，预计 2021 年我国的钢材出口将小幅增长，原来暂时流入中国的钢材将重回欧美等地，进口将减少，钢材的净出口将同比大幅增加，但将低于 2019 年水平，重回净出口逐年稳步下降的通道之中。

图 7: 钢材进出口 (截至 2020 年 10 月)



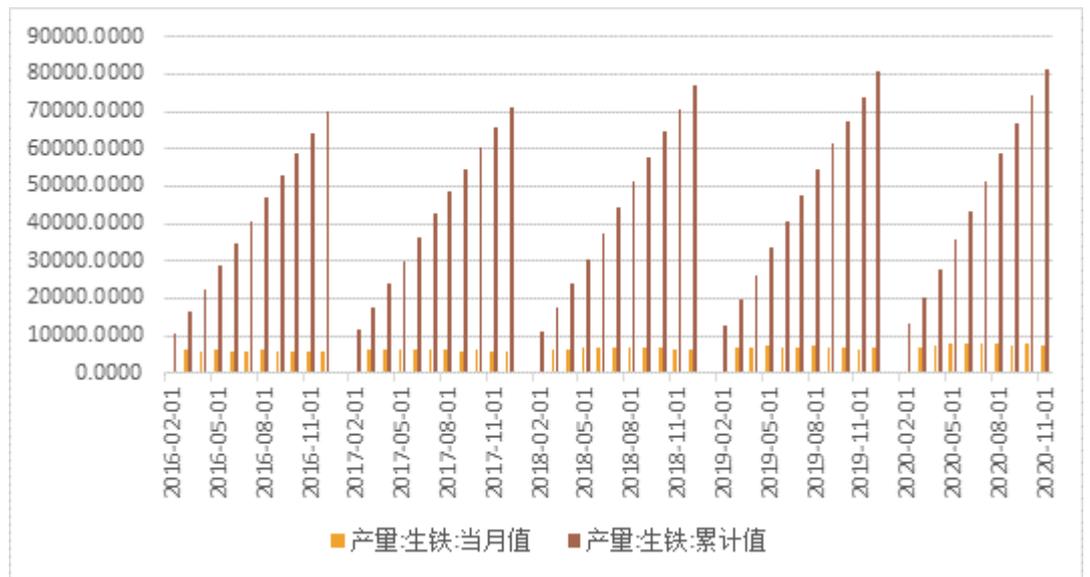
资料来源: Wind, 金信期货研究院

### 三、需求分析

2020 年焦炭的需求保持强势，下游钢铁行业实现快速的增长，其中 1-11 月生铁的产量 81290 万吨，同比增加 4.2%，粗钢产量 96116 万吨，同比增加 5.5%，钢材产量 120203 万吨，同比增加 7%。终端地产、基建、制造业等行业的稳定发展，积极的财政政策和信贷政策共同推动了钢铁行业的增长，进而带动了焦炭的高消费。

基于终端行业的分析，2021 年基建用钢需求小幅增长，房产用钢需求持平或小幅增长、制造业增幅超过基建和地产投资增速，出口小幅增长。此外，焦炭还用于铁合金、化工、有色、非金属、采矿等领域，占比约 10%左右，影响较小。我们对 2021 年钢材消费的增长幅度维持大约 1.9%的水平，焦炭消费或将在小于 1%的水平上。

图 8: 生铁产量



资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

表1: 终端行业用钢分析 (百万吨)

	建筑	机械	汽车	造船	家电五金	其他	消费量
2016	413	124	64	15	13	419	1,049
2017	412	122	61	15	13	357	980
2018	461	125	61	13	14	375	1,049
2019	488	130	57	14	15	449	1,153
2020	531	146	58	14	16	507	1,271
2021E	539	146	60	14	16	520	1,295
YOY	1.5%	0.5%	2.5%	1.5%	3.5%	2.6%	1.9%

资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

## 四、供给分析

### 1. 焦炭产量与去年基本持平

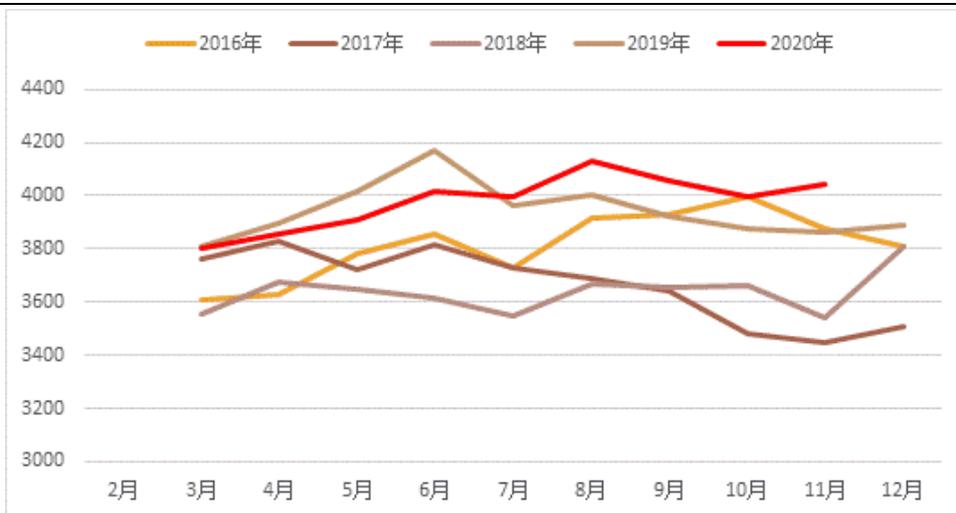
2020 年焦炭的供给总体偏弱，主要受到去产能影响，上半年产量下滑较大，下半年焦炭产量实现了较高增速。1-11 月全国焦炭产量 43170 万吨，同比下降 0.2%；7-11 月份焦炭产量为 20230 万吨，与去年同期数据相比增加 3.09%，增幅较大，特别是 11 月焦炭产量 4046 万吨，当月同比增加 4.5%，创年内最高月度增速。主因焦化利润大幅上升，企业开工积极性提高，焦炭日均产量大幅提升。

全国的焦炭生产基本受到去产能政策的影响，各省产量和政策执行严格程度基本一致，但各省的表现不一。上半年江苏和山东去产能政策执行力度较大，两省去产能政策对焦炭产量的影响较大，1-10 月山东焦炭产量同比下滑 34.8%，去年同期为增加 33.8%，江苏焦炭产量同比下滑 21.5%，去年为增加 9.6%。下半年去产能依然超出市场预期，集中在山西（年底计划淘汰 1872 万吨，已关停 440 万吨）、河北

(计划淘汰 1332 万吨, 已关停 214 万吨)、和河南 (计划淘汰 1200 万吨, 已关停 370 万吨) 三省, 特别是山西去产能执行较为严格, 但从山西省 1-10 月的焦炭产量数据来看, 未能得到体现。山西省 8-10 月焦炭产量分别为 976、960 和 920 万吨, 当月同比增幅分别为 20.2%、20% 和 17.8%, 山西去产能严格推进的同时焦炭产量却实现了高速的增长, 背离较大。河北和河南去产能执行较为严格, 1-10 月的焦炭产量累计同比下降 4.7% 和 9.9%, 去产能政策严格与数据体现的相一致。

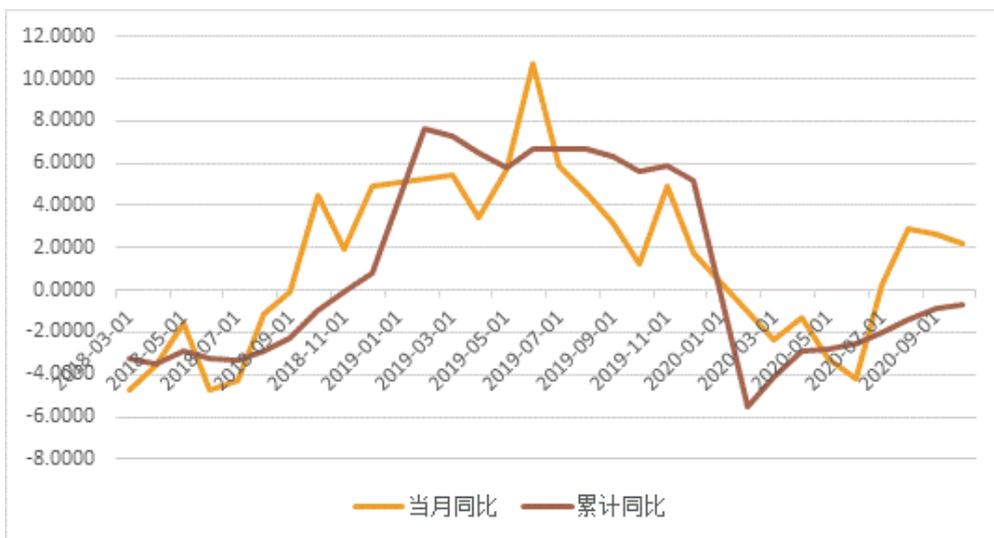
我们预期 12 月份焦炭产量仍有望维持较好的增速, 全年的产量或将略超过去年。从高频数据看, 各地焦企开工积极性很高, 华东地区焦化企业开工率近两个月环比上升, 华北地区焦化企业开工近期环比回落, 而西北地区焦化企业开工率持续维持高位, 开工总体高稳; 从中钢协的数据来看, 今年重点钢厂的焦炭产量生产好于独立焦化企业, 产量同比维持较快增长, 我们估算全年钢厂焦炭的产量将达到 11200 万吨, 同比去年增加约 2.5%。

图 9: 焦炭产量下半年恢复



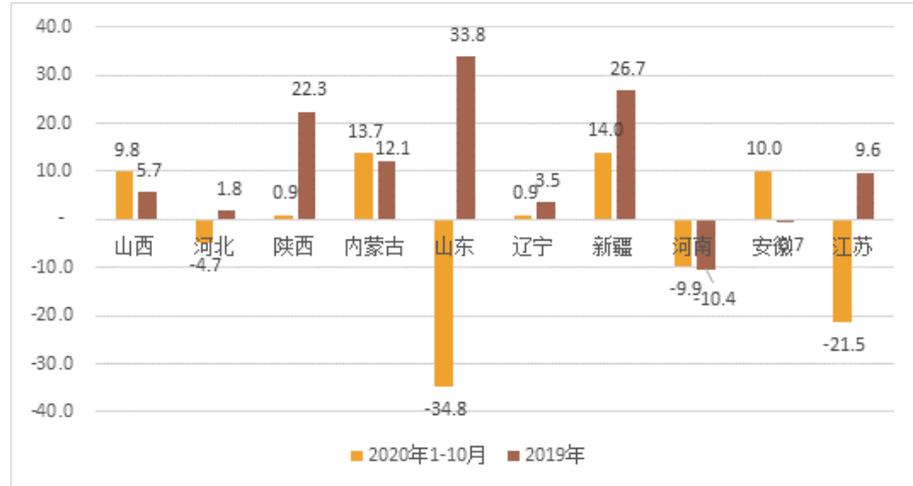
资料来源: 统计局, 金信期货研究院

图 10: 焦炭产量



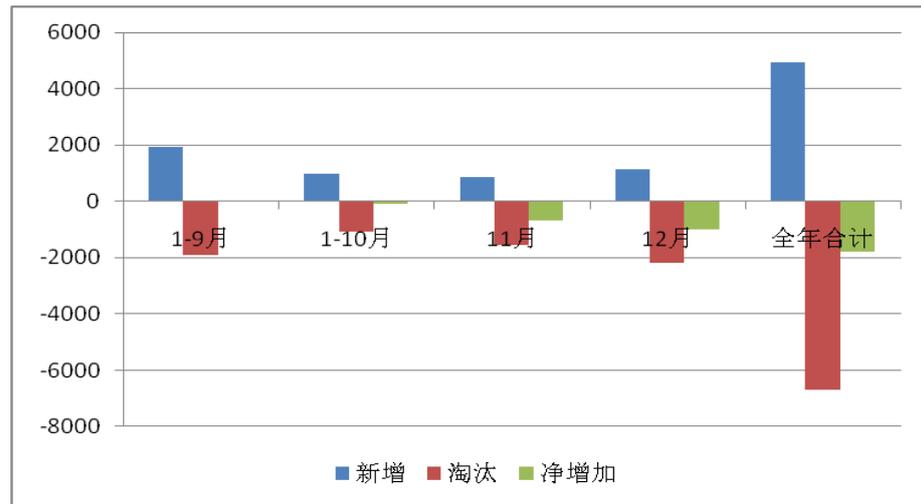
资料来源: 我的钢铁网, 金信期货研究院

图 11: 主产省焦炭产量同比变化



资料来源: 我的钢铁网, 金信期货研究院

图 12: 2020 年全国焦炭新增与淘汰产能



资料来源: 我的钢铁网, 金信期货研究院

图 13: 焦炉产能利用率 (100 家)

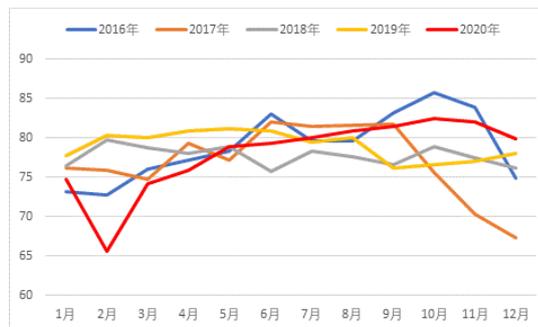
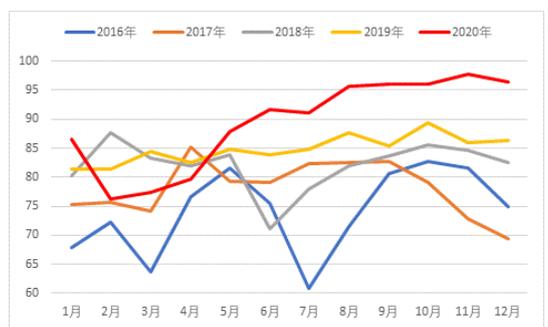


图 14: 西北地区焦企开工率



资料来源: 我的钢铁网, 金信期货研究院

图 15: 华东地区焦企开工率

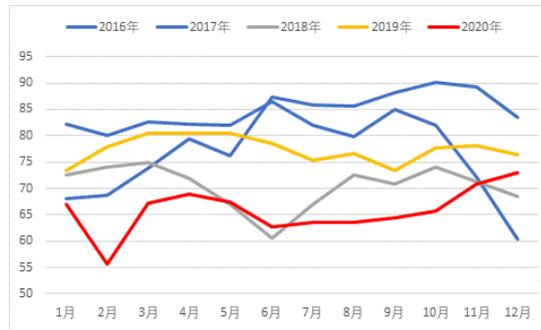
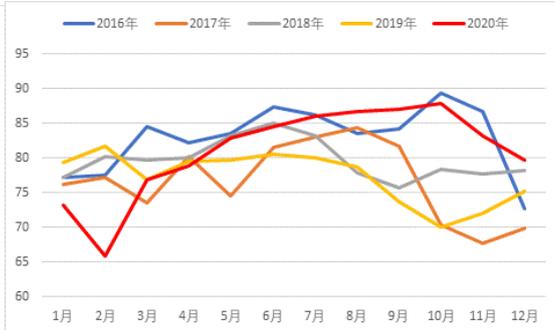
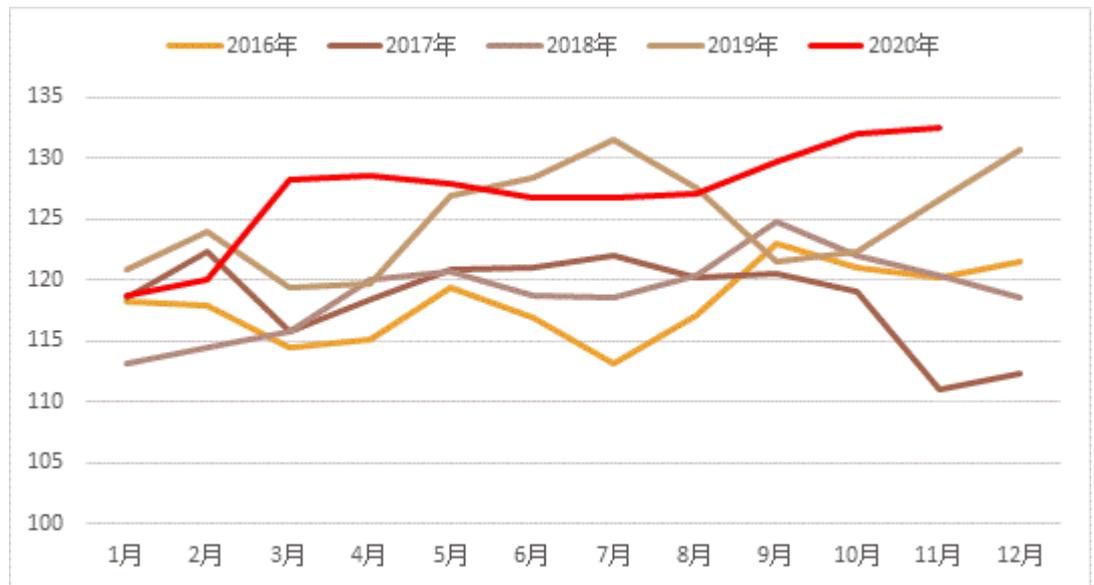


图 16: 华北地区独立焦企库存



资料来源: 我的钢铁网, 金信期货研究院

图 17: 中钢协重点钢企焦炭日均产量

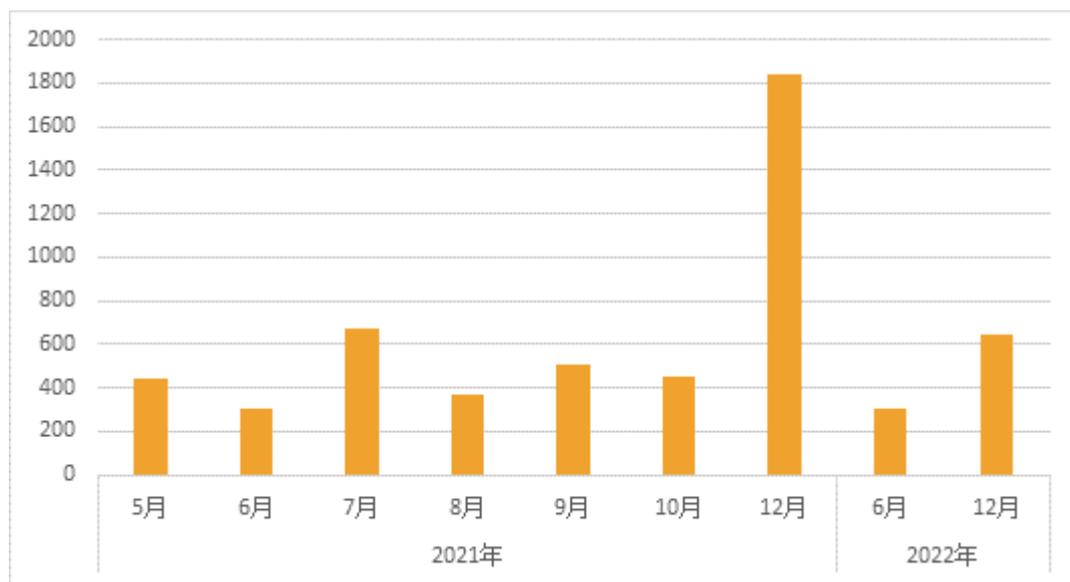


资料来源: 我的钢铁网, 金信期货研究院

## 2. 2021 年焦炭去产能将告一段落, 焦炭供给有改善空间

截至 2019 年, 我国焦炭产能为 6.47 亿吨, 十三五期内累计去产能 5775 万吨。2020 年为十三五规划收官之年, 各地去产能政策颇为严格, 一再超出市场预期。全年共计淘汰落后产能 6703 万吨, 新增产能 4917 万吨, 产能净减少 1786 万吨。2021 年是十四五规划的开局之年, 由于十三五期间焦炭行业基本完成了淘汰落后产能的任务, 我们认为去产能将不再是十四五期间的主要任务。从我们跟踪的数据看, 明年焦炭行业拟新增产能远远超过拟淘汰的量, 2021 年预计有 4500 万吨的新增产能投产, 时间集中在 5-12 月份, 山西、内蒙古和河北三省最多。计划淘汰产能主要在山西、河北和河南, 约 1500 万吨。总体上看, 明年焦炭产能将由降转增, 下半年焦炭供给将好于上半年。

图 18: 2021 年拟新增产能集中在下半年



资料来源：卓创资讯，金信期货研究院

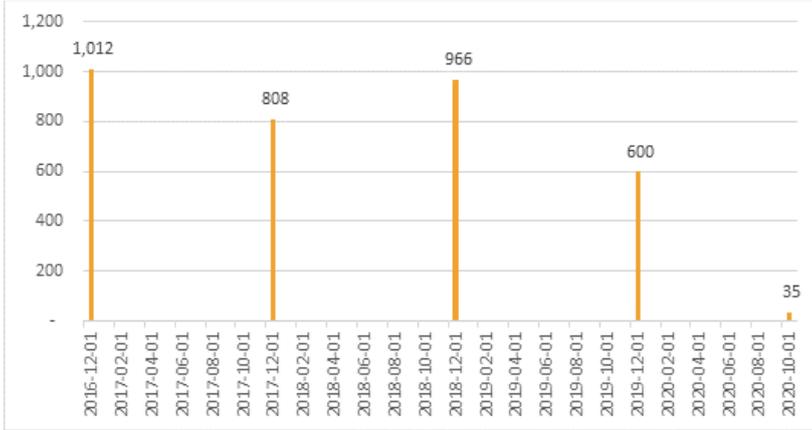
## 五、进出口分析

1. **焦炭的净出口量大幅缩减。**2020 年 1-10 月中国的焦炭进口累计 245 万吨，出口累计 280 万吨，进口大幅增加的同时出口大幅减少，导致今年的焦炭净出口数量大幅缩减。主要因为国内焦炭供不应求，出口缩量，同时海外受疫情冲击较大，海外焦炭需求减少而被动流向中国。由于明年中国自身焦炭供需矛盾减弱，叠加海外经济恢复焦炭需求回升，预计焦炭进出口仍维持净流出状态。但总体上体量相对于国内数亿吨级别的消费量来说，进出口影响较小。

2. **焦煤进出口总量增加，但幅度减少。**2020 年 1-10 月中国累计进口主焦煤 6533 万吨，同比增加 7.11%，去年同期为 17.19%，增幅大幅收窄，主因澳煤进口受限以及蒙古国焦煤进口受疫情影响。1-10 月从澳大利亚主焦煤进口 3510 万吨，同比增 24%，且超过 2019 年全年的进口量 3083 万吨，但由于 10 月份中国暂停澳煤进口，2021 年澳煤进口不确定性较大。1-10 月自蒙古累计进口 1972 万吨，同比下降 33%，自去年成为我国第一大焦煤进口国后，回落至第二位。

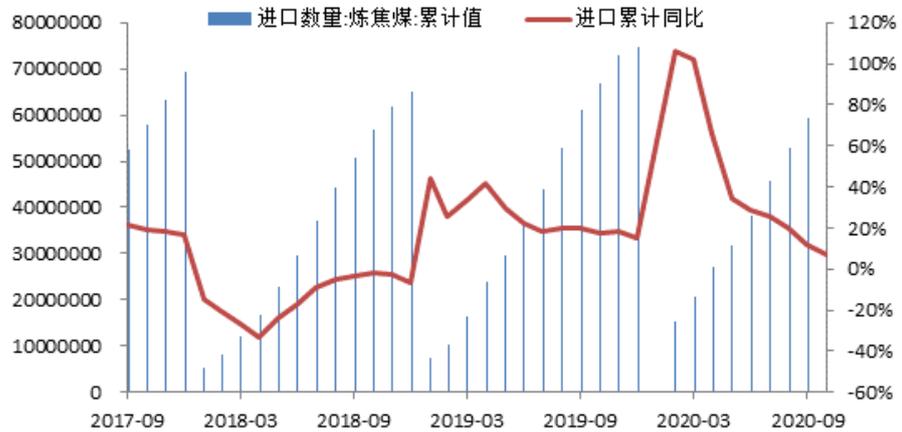
3. **焦煤进口的结构性问题突出。**2020 年全年焦煤进口都存在结构性问题，一季度澳煤进口占主要地位，二季度澳煤进口速度减缓，蒙煤进口增加，四季度澳煤进口受限蒙煤受到疫情影响，焦煤进口量大幅减少。随着冬季天气转冷，蒙煤进口进入淡季，2021 年初如果澳煤进口政策未能放松，蒙煤因天气原因通关放缓，届时焦煤进口量将显得不足，这在 2020 年有所体现，但由于焦企开工尚在恢复中，供需双弱，价格表现一般，但 2021 年如果焦企开工维持偏高位置，焦煤在一季度可能会出现供不应求的情况。

图 19: 焦炭净出口量大幅度减少



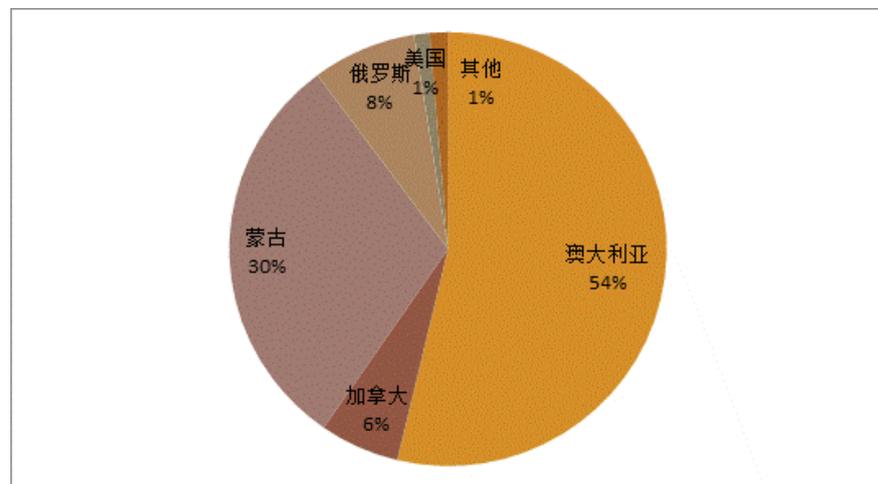
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 20: 2020 年主焦煤进口



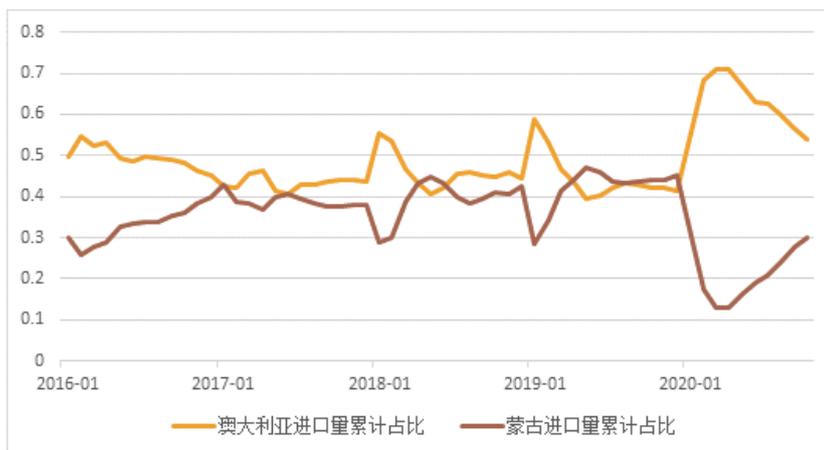
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 21: 2020 年主焦煤进口结构



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 22: 2020 年澳大利亚与蒙古主焦煤占总进口比例



资料来源: Wind, 金信期货研究院

## 六、库存分析

2020 年焦炭行业库存呈现出下降趋势, 与 2018 年相似。全年看, 焦炭库存去化可以分为两个阶段, 第一阶段自 4 月中旬开启, 6 月底结束, 连续 11 周降库, 降幅为 106 万吨, 第二阶段自 8 月初开启, 11 月初结束, 连续 14 周降库, 降幅为 103 万吨。总体看, 上半年和下半年各有一次长周期的降库, 降幅相当, 库存从 904 万吨的高点下降至 710 万吨。库存持续下降与现货市场持续偏紧相对应, 焦炭行业维持负增长状态, 而下游焦炭需求处于正增长的态势, 供需持续紧张, 现货价格和焦化利润持续的上升。

从上下游库存结构来看, 在库存大幅下降的背景下, 钢企的策略是积极采购, 主动建立库存, 无奈行业库存紧张, 库存勉强维持平均水平之上, 1-11 月钢企焦炭累计同比增加 3%, 钢企焦炭产量增长是钢企焦炭库存相对偏高的另一原因。而港口方面贸易商的库存水平与去年形成鲜明对比, 2019 年贸易商主动囤货遭受巨大损失, 今年的策略偏保守, 主动囤货的积极性很弱, 整体上贸易商连续两年策略失败。上游焦企受到去产能的影响较大, 虽然开工维持高位但实际产量一直处于负增长的态势, 1-11 月独立焦化企业的焦炭总产量预计在 32900 万吨, 同比下降 1.4%, 是库存持续下降至低位的主因。

图 23: 焦炭总库存

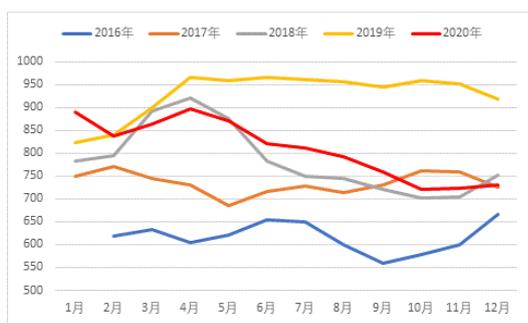
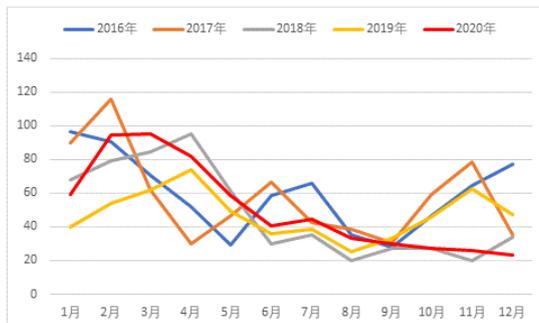


图 24: 焦企焦炭库存 (100 家)



资料来源: 我的钢铁网, 金信期货研究院

图 25: 钢企焦炭库存 (110 家)

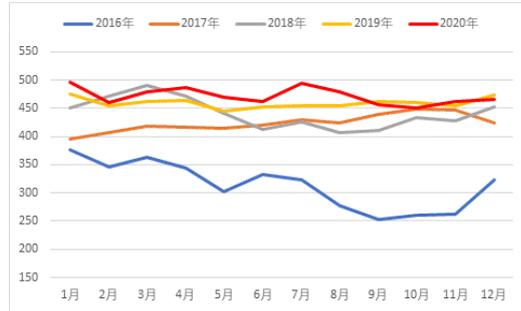
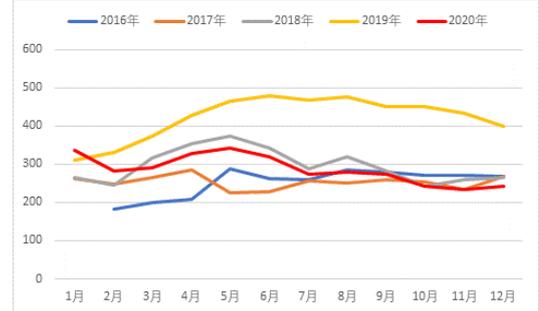


图 26: 港口焦炭库存



资料来源: 我的钢铁网, 金信期货研究院

图 27: 西北焦企焦炭库存

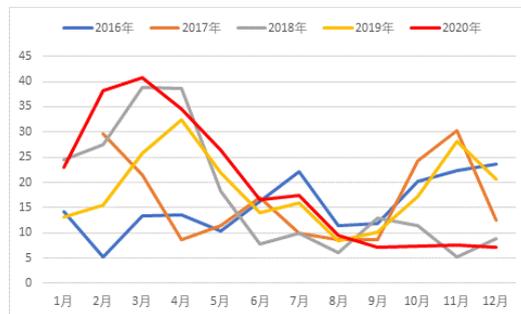
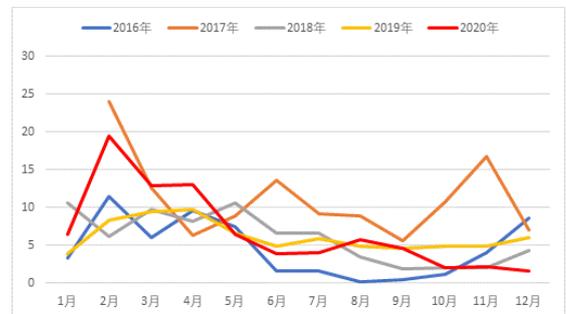


图 28: 华东焦企焦炭库存



资料来源: 我的钢铁网, 金信期货研究院

图 29: 华东钢厂焦炭库存

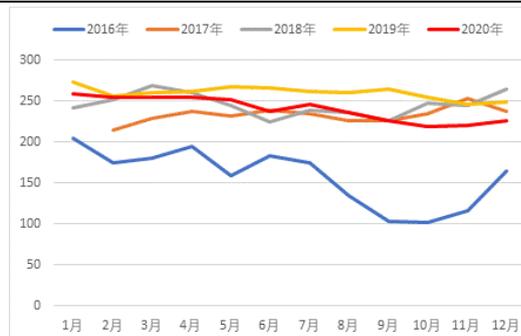
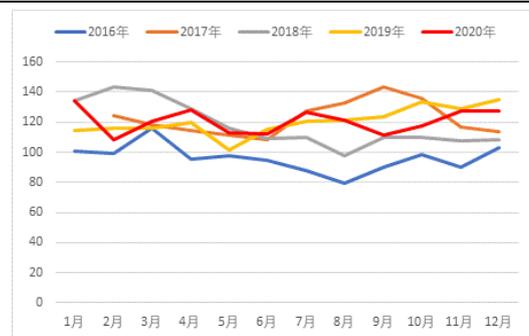


图 30: 华北钢厂焦炭库存



资料来源: 我的钢铁网, 金信期货研究院

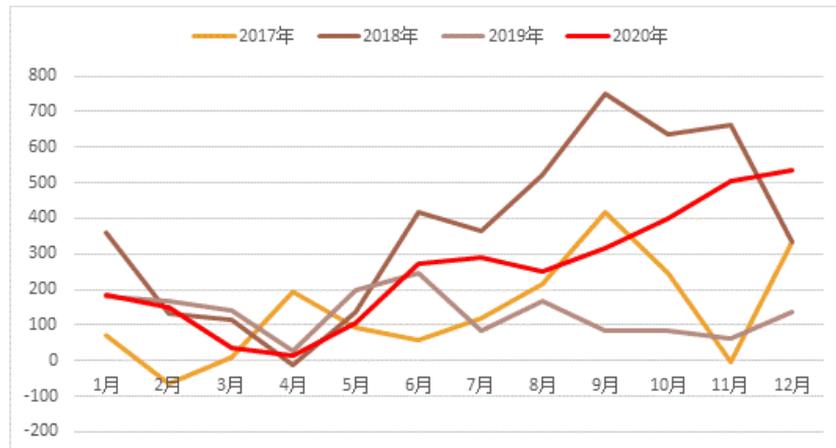
## 七、利润及成本分析

### 1. 焦炭需求与供给双重利多, 催生焦化行业的利润大年

2020 年以来受到新冠疫情及对外经济不确定性的影响, 中国政府相继推出多项政策, 促进以“新基建”结合传统基建投资, 同时确保房地产投资稳定发展。基建投资和房地产投资的合力作用下, 带动了钢铁市场需求, 年初疫情期间累积的钢铁库存以较快的速度被去化。据统计局统计, 1-11 月我国生铁累计产量未 81290 万吨,

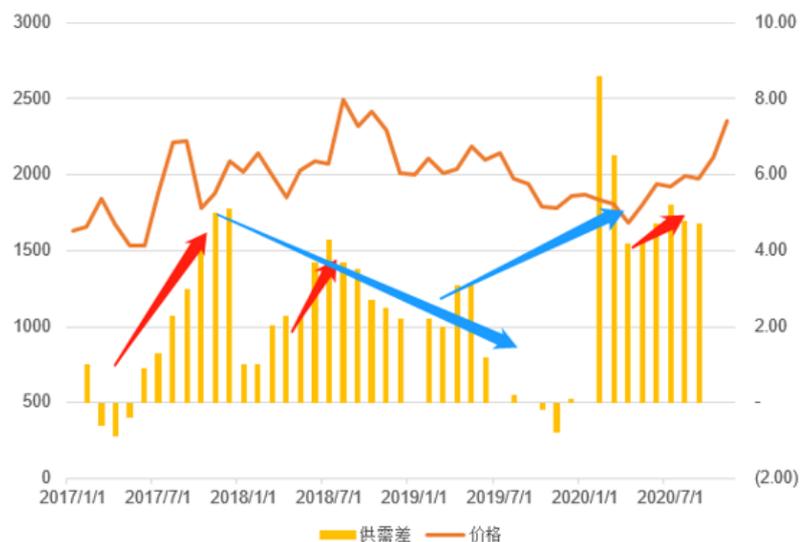
累计同比增加 4.2%，保持较高的增长速度。同期焦炭产量 43170 万吨，同比下降 0.2%，远低于去年同期的 5.9%。焦炭的供需差，即生铁与焦炭产量同比差，1-11 月为 4.4%，远高于去年 0.1% 的供需差，全年持续处于较高的水平。在供需双重利多因素的推动下，焦化行业利润大幅扩张，全年全国平均利润为 237.78 元/吨，较去年平均利润增加 107 元或同比增加 82%，实实在在的利润大年。

图 31：2020 年焦化行业利润大幅扩张



资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

图 32：焦炭供需差（生铁-焦炭产量同比）与焦炭价格关系

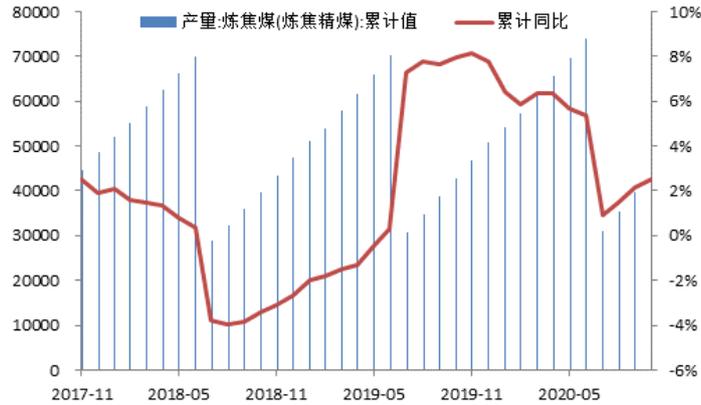


资料来源：Wind，金信期货研究院

## 2. 成本端焦煤总供给保持稳定

2020 年焦煤产量保持稳定，增幅较去年下降。1-10 月焦煤累计产量 43832 万吨，同比增加 2.51%，去年同期 7.94%，增幅收窄。复工复产期间，煤矿率先复产，3 月份焦煤产量 4344 万吨，创出月度产量最高记录，随后产量回落，总体供给保持小幅稳定增长态势。进口端，今年焦煤进口总量保持相对稳定，1-10 月份累进进口焦煤同比增加 7.11%，增幅较去年同期回落。

图 33: 2020 年焦煤产量小幅增加



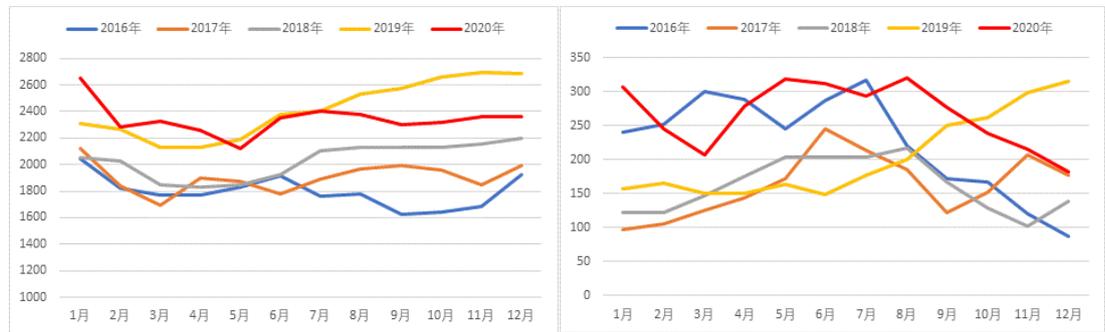
资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

### 3. 焦煤库存处于合理水平，结构上向下游转移

截至 2020 年 12 月 11 日，焦煤总库存为 2339 万吨，较年初下降 379 万吨，库存水平处于五年平均水平以上，总体合理。8 月后，由于下游消费转好，焦企主动增加库存。自 8 月以来煤矿从 327 万吨降至 187 万吨，港口从 549 万吨高点降至 330 万吨，而独立焦化企业和钢厂库存持续增加，从 1509 万吨低点增至 1831 万吨，增幅与煤矿和港口的减量略小，基本持平。库存向下游转移的背后是焦企主动补库，自 8 月以来，焦化利润大幅上涨，从 230 元/吨上涨至 530 元/吨以上，高额利润刺激了焦企的生产积极性，焦煤作为焦炭的主要原料，向下游转移显得合情合理。

图 34: 焦煤总库存

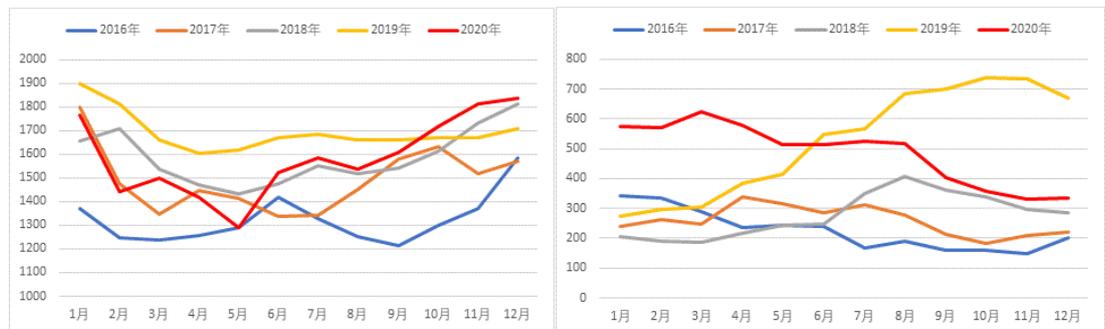
图 35: 煤矿焦煤库存



资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

图 36: 焦企钢企焦煤库存

图 37: 港口焦煤库存



资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

## 八、2021 年价格展望及年度策略

2020 年初疫情突发，焦炭期价大幅下跌，现货市场提降 5 轮累计 250 元，随着疫情得到控制，复工复产后焦炭需求开始恢复，5-6 月份山东和江苏去产能严格，期价触底回升，现货市场提涨 6 轮累计 300 元。7 月下游消费进入淡季，焦炭期价回调，现货市场提降 3 轮累计 150 元，8 月后，终端消费企稳，焦价上涨，四季度山西、河北、河南去产能超出市场预期，焦炭期价持续走高，现货市场提涨 9 轮累计 450 元。

2021 年焦炭的终端消费总体维持增长态势，全年基建投资增速或放缓，房地产投资或低速增长，制造业增幅超过基建和地产投资增速，钢材出口小幅增长。供给端，明年焦炭新增产能逐步投产，落后产能淘汰数量减少，焦炭产能或将由降转增，下半年焦炭供给将好于上半年，预计全年产量增速 2% 左右。成本端，焦煤国内生产相对稳定，焦煤进口政策仍是重要变量，如果依然严格，明年一季度焦煤供给大概率出现偏紧的情况，预计焦煤价格将上行，对焦炭形成有力的支撑。

展望 2021 年，焦炭市场供给偏紧的格局有望延续，主因 2020 年底焦化产能集中去化，而新增产能投产到满产需要 2-3 个月，预计一季度焦炭供给仍将较为紧缺。二季度随着新增产能出焦量增，供给将逐步增加，但由于下游进入消费旺季，需求较一季度会大幅增加，因此整个上半年焦炭的供需仍会维持偏紧的状态。下半年供需紧张的局面可能会有较大的缓和，一方面新增产能逐步进入满产阶段，而且新焦炉生产效率好于老焦炉，产量较上半年有增加，另一方面，随着经济形势好转，积极的财政政策和货币政策或将逐步退出，基建和房产用钢增速下降制约焦炭的消费。综上，我们认为 2021 年焦炭价格总体偏强，且上半年强于下半年。技术上，焦炭指数上半年运行区间为 2400-2850，下半年运行区间为 2150-2500。

图 38：焦炭指数走势图



资料来源：Wind，金信期货研究院

## 九、风险提示

宏观不确定性，例如 2021 年疫情出现反复，可能会带来系统性的风险；财政政策和货币政策不确定性，例如积极的财政和货币政策退出晚于市场预期，焦炭的价格表现可能会好于我们预期；行业政策不确定性，例如去产能政策和新增产能政策的变化会对焦炭供给产生较大的影响；其他因素。如果风险因素发生变化，我们的观点也会相应的调整。

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。