

## 2024 年双焦：雄心与软肋并存

经济或延续修复，粗钢压减不合时宜

2024 年中美有望共振补库，万亿增发国债叠加保障房政策，黑色产业链价格或将有所修复，但回升幅度有限。关注旺季需求成色，警惕旺季预期证伪后高估值回调。需求侧若有积极变化，焦煤价格弹性较大。制造业与建筑业需求继续分化是未来国内钢铁行业趋势。粗钢平控政策不易在 2024 年重现。基准假设下，我们理解 2024 年生铁产量同比+1.0%，年内铁水产量运行节奏为两头低、中间高。

安全扰动逐季消减，焦煤国内产量微增

煤炭保供政策推动的产能扩张宣告结束，取而代之的是煤矿产能储备制度。预估 2024 年末我国炼焦煤矿在产产能约 11 亿吨，基本与 2023 年同期持平，炼焦煤原煤产量大约为 10.98 亿吨（+0.3 亿吨），生产节奏前低后高：安全检查的影响主要集中在一季度，二季度迎来增产，三季度维持高位。

进口煤价指示上下限

2024 年煤炭进口关税恢复，不过关税成本或被汇率对冲。预计进口蒙古炼焦煤 5440 万吨，同比+2.4%；蒙煤坑口长协折仓单价格仍能为盘面提供适度支撑。2024 年双重关税叠加，矿方涨价或减产均会推高俄煤价格，俄罗斯煤逃不过性价比滑坡的窘境，考虑适当下调俄炼焦煤进口量至 2494 万吨（同比-2.1%）。而澳煤的零关税优势主要对加美煤进口份额造成威胁，因此澳美加煤进口总量与 2023 年持平。在上行周期，品质更优的澳煤通常能锚定焦煤期货的天花板。综合预测 2024 年我国炼焦煤进口总量 1 亿吨。

焦化产能继续过剩，置换再难掀起波澜

焦化产能将突破 5.7 亿吨，行业延续过剩状态；仍有超 5000 万吨 4.3 米焦炉待淘汰，但置换再难掀起波澜。焦企继续在夹缝中生存，利润波动中枢若上行，或带动产能利用率上行。2024 年各季度焦化产能利用率分别为 79.5%、84.5%、83.8%、83.6%，全年焦炭产量 47475 万吨，同比+2.1%（中性假设）。

策略展望：

- 1、焦煤：价格重心下移，“倒 V 型”走势；底部低于 1000 元/吨；4 月之前可以考虑逢低布局焦煤 5-9 正套
- 2、焦炭：跟随行情，下半年多钢厂利润

风险提示：

政策发力超预期、煤矿安全形势严峻、地缘政治风险扩散

## 双焦年度策略

分析师：唐惠琰

邮箱：tanghuiting@csc.com.cn

电话：023-81157276

期货交易咨询从业信息：Z0019171

期货从业信息：F3080720

图表：焦炭主力合约收盘价（元/吨）



图表：焦煤主力合约收盘价（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

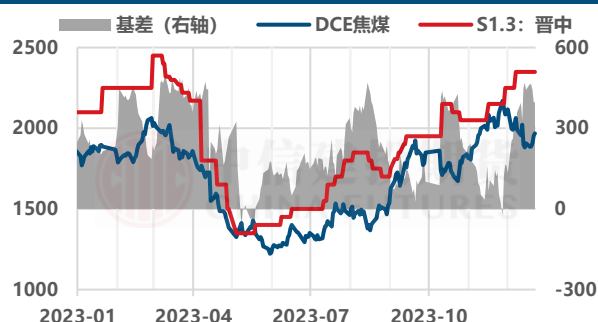
## 目录

一、2023 年回顾：煤矿安全升级，焦煤逆风翻盘 .....	2
二、经济或延续修复，粗钢压减不合时宜 .....	4
1、经济或延续修复，政策发力是关键 .....	4
2、板块价格有支撑，焦煤价格弹性大 .....	4
3、粗钢压减不合时宜，铁水呈“梯形”走势 .....	5
三、安全扰动逐季消减，焦煤国内产量微增 .....	6
1、常规产能扩张放缓，储备产能逐步建立 .....	6
2、煤炭供应主旋律：安全生产 .....	6
3、炼焦煤生产节奏：全年微增，先低后高 .....	8
四、进口煤价指示上下限 .....	11
1、蒙煤继续放量，锚定盘面支撑 .....	11
2、俄煤逃不过性价比滑坡的窘境 .....	13
3、澳煤价格锚定天花板，并挤压加美煤空间 .....	14
五、焦化产能继续过剩，置换再难掀起波澜 .....	16
1、2024 年净增产能或超 900 万吨 .....	16
2、焦企夹缝中生存，产能利用率或上行 .....	17
六、2024 年展望：焦煤重心下移，回吐超额利润 .....	18
1、焦煤：价格重心下移，走势呈“倒 V 型” .....	18
2、焦炭：跟随行情，下半年多钢厂利润 .....	19

## 一、2023 年回顾：煤矿安全升级，焦煤逆风翻盘

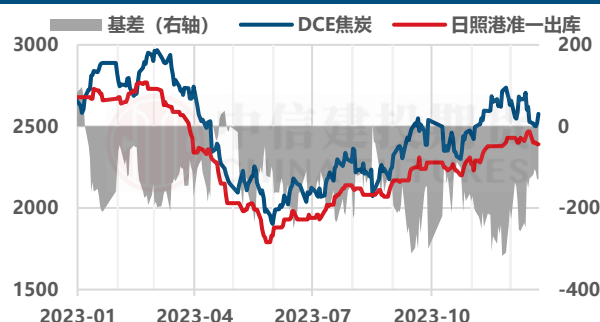
双焦 2023 年呈向上扩张的“N”型走势，焦煤底部 1120 元，基本符合团队 2023 年度策略中的“N”型走势判断，底部判断亦较为准确（1200 元），详见报告《复苏交易与利润再分配视角下的双焦策略》；不过，受煤矿安全形势升级影响，下半年价格中枢超预期攀升。

图表 1：焦煤期现价格及基差变化（元/吨）



数据来源：Wind、Mysteel，中信建投期货  
 备注：数据截至 2023-12-22

图表 2：焦炭期现价格及基差变化（元/吨）



数据来源：Wind、Mysteel，中信建投期货  
 备注：数据截至 2023-12-22

**1 月初至 2 月底：现实强、预期足，双焦“一而再，再而直线拉升”。**第一波上涨于 1 月初启动，主要由政策预期（美联储加息斜率预期放缓、国内政策利好频出）主导，受春节期间供需错配推动；然春节后因进口煤逐步增量，盘面快速回落。在煤矿复产缓慢、炼焦煤库存可用天数接连下滑的背景下，第二波上涨于 2 月中旬启动，由炉料需求回升预期主导，内蒙古特大煤矿事故助推，2 月底焦煤主力合约收盘价较年初上涨 10.2%，焦炭上涨 10.4%。

**3 月初至 5 月底：发端于焦煤供应放量，壮大于钢材负反馈，双焦跌得酣畅淋漓。**

（一）3 月初，国产煤和进口煤同时放量，焦煤期货率先转跌，焦炭跟随。3 月中旬，美国硅谷银行危机引爆市场恐慌情绪，国内经济增长目标（5%）触及预期下限，政策预期转弱；同时，铁水产量不断上行，终端需求表现平淡，钢材负反馈形成，驱动双焦期货流畅下跌。焦炭现货价格冻结 83 天后，于 4 月 3 日再次开启调降周期。

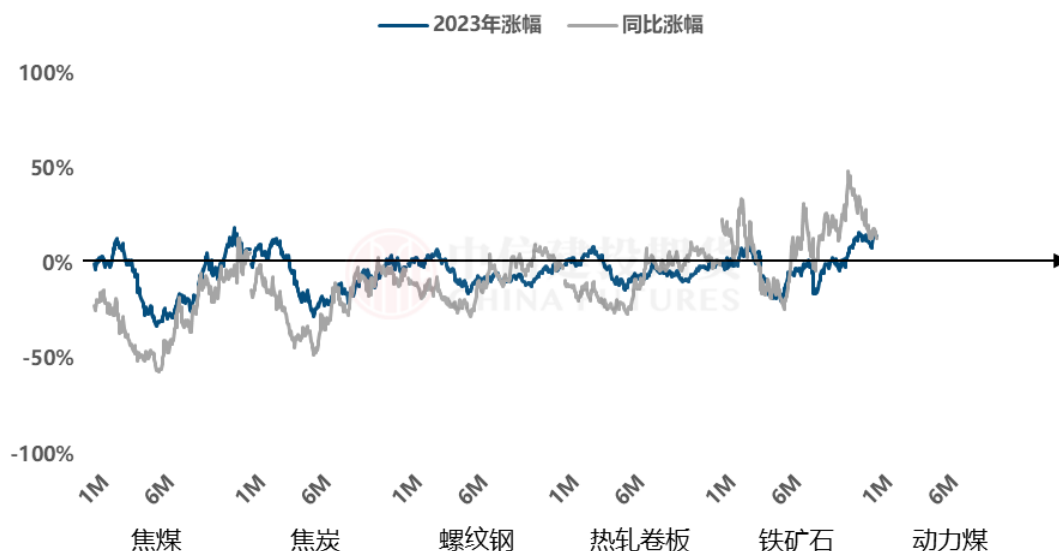
（二）炉料实际需求偏强，但市场被悲观情绪笼罩，下游持续压缩原料库存，双焦库存可用天数屡创新低。步入 5 月后，铁水产量下跌趋势形成，市场对钢材供需矛盾的预期改善，双焦企稳反弹。然而，国内通缩担忧渐起，地产与基建数据均不及预期，使得黑色板块延续下跌趋势。直至 5 月底，焦煤主力合约收盘价较 3 月初下跌 32.3%，焦炭下跌 30%；焦炭现货累计下调 10 轮（不包含节前 2 轮）。

**6月初至11月下旬：**政策利好频出，粗钢平控证伪，煤矿安全升级，双焦价格创新高。6月至9月中旬，先有央行降准降息，后有刺激政策密集出台，铁水产量始终维持高位；7月起，晋蒙地区部分煤矿因安全检查停产整顿，焦煤利润快速增厚，海运煤价格飙升亦提供支撑。9月下旬，旺季需求未见起色、成材库存高企，双焦受抑下跌；9月底，山西要求提前淘汰落后焦化产能，双焦出现短暂反弹，然国庆节后双焦再次暴跌，主要源于政策预期降温、煤矿生产恢复。10月下旬，万亿国债增发，市场情绪彻底转向，同时主产地煤矿事故多发，国务院安委会帮扶指导组入驻山西，双焦期货创年内新高，焦煤焦炭期货较6月初分别上涨81.6%、48.4%。

**12月初至今：**宏观预期转弱，铁水超预期下跌，双焦偃旗息鼓。国内政策利好情绪消退，钢材价格上涨停滞，铁水产量超预期下滑，打破原料高位刚需美梦，扩钢厂利润交易逻辑卷土重来。12月中旬，中央经济工作会议后政策预期转弱，市场情绪回落，双焦承压震荡调整。

煤焦钢矿中，铁矿石整体表现最强，相较于年初和2022年同期，其期货主力合约收盘价涨幅在大部分时间为正；焦煤振幅最大，焦炭次之；螺纹、热卷波动偏低；动力煤期货再无交易，见图表3。

图表3：2023年煤焦钢矿主力合约收盘价涨幅与同比涨幅（%）



数据来源：Wind，中信建投期货；备注：数据截至2023年12月22日

## 二、经济或延续修复，粗钢压减不合时宜

### 1、经济或延续修复，政策发力是关键

**政策方向：**扩需求，中央加杠杆最为确定。全年 GDP 目标有望延续“5%左右”，政策方向仍在于扩大内需，其中，中央政府具有加杠杆的良好基础，是最为确定的需求提升来源。考虑到万亿国债增发主要用于 2024 年，叠加 2024 年新增专项债的下达，H1 再次加码财政政策的概率较小，若 H2 仍需财政政策稳增长，则年中仍可相机抉择。目前经济增长修复趋势已初步形成，但尚不牢固，因此 2024 H1 货币政策大概率继续坚持稳增长防风险，不排除会有 PSL 的方式创设专项资金，H2 则能见度偏低。

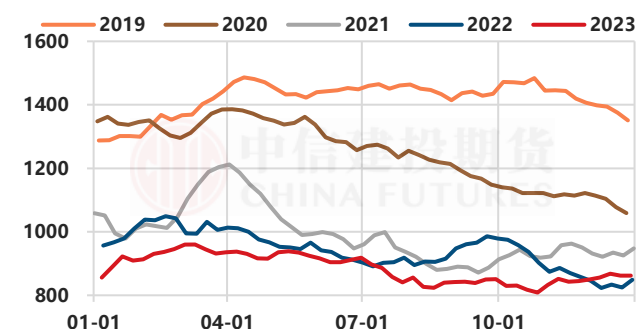
**政策节奏：**“两会”（预计 3 月）、二十届三中全会（预计 Q1）、美联储议息会议（1/3/5 月很关键）、政治局会议（预计 4/7/12 月）。注意盘面基于政策预期差快速切换交易逻辑。

### 2、板块价格有支撑，焦煤价格弹性大

**中美共振补库，扩需求政策发力，黑色产业链价格有支撑。**基于就业压力和政策导向（支持制造业）的考量，煤炭、钢铁部门进行供给出清以缓解供需矛盾的概率较低，国内生产过剩短期难改。2024 年中美有望共振补库，万亿增发国债叠加保障房政策，黑色产业链价格或将有所修复，但回升幅度有限。关注旺季需求成色，警惕旺季预期证伪后高估值回调。

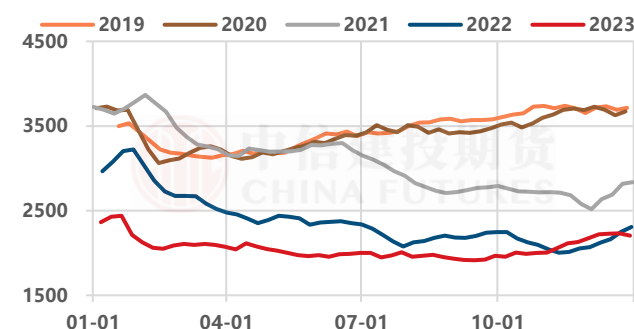
**需求侧若有变化，焦煤价格弹性较大。**一方面，煤焦库存仍在同期和历史低位，如图表 4、5。另一方面，煤炭新增产能释放压力或不及中游，煤炭产能利用率依然较高（2023 年 95%，见图表 14），焦炭产能利用率则较低（约 83%）。需求侧如有积极变化，例如投资端发力，确保实现 5% 的增长目标，焦煤价格或率先显现价格弹性。

图表 4：样本口径焦炭总库存（万吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货；备注：1、数据截至 2023-12-29；2、由于 2021 年样本有更新，2019、2020 年数据参考性偏弱

图表 5：样本口径焦煤总库存（万吨，不含煤矿）



数据来源：Mysteel，中信建投期货；备注：1、数据截至 2023-12-29；2、由于 2021 年样本有更新，2019、2020 年数据参考性偏弱



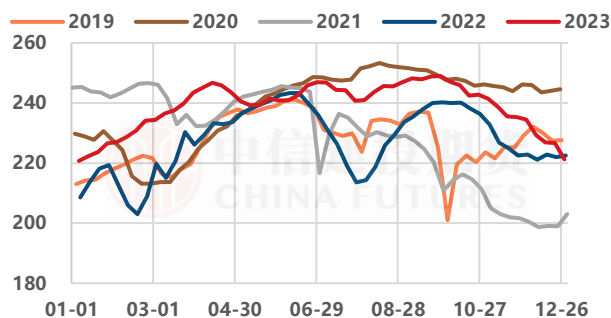
### 3、粗钢压减不合时宜，铁水呈“梯形”走势

**钢材市场：需求分化，乍暖还寒。**地产用钢需求持续下滑已成为趋势，但 2024 年降幅大概率收窄，房地产的剧烈调整或至均衡水平以下，后期有望均值回归，11 月份地产新开工面积降幅放缓，有触底迹象。同时汽车、钢结构、新能源、船舶等工业用钢需求的快速发展推动钢铁行业迎来新的发展机遇。总体来说，制造业与建筑业需求继续分化是未来国内钢铁行业趋势。

**铁水产能接近顶峰，粗钢产能仍有增量。**2024 年，预计高炉产能净减约 128 万吨，转炉净增 612 万吨。电炉净增 302 万吨。2023 年钢厂高炉产能利用率约 86%，以当前钢铁的潜在产能以及产能释放速度，产量弹性非常高。当产能过剩问题较为明显，叠加下游需求过于疲软时，将呈现出弱库存周期的特点。若出现弱补库，钢价上涨的动能并不足，甚至不排除价格中枢继续下移的可能。

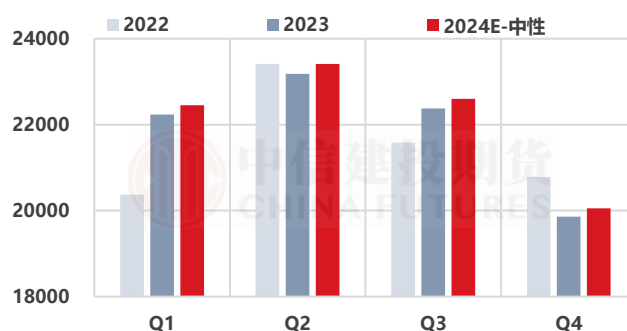
**粗钢压减不合时宜，铁水运行节奏或与 2023 年一致。**钢铁碳达峰目标延缓至 2030 年，2024 年欲实现 5% 的增长目标，基于碳减排的行政性减产显然不合时宜，换言之，粗钢平控政策不易在 2024 年重现。基准假设下，我们理解 2024 年生铁产量同比+1.0%，保守/乐观假设分别为 0%、1.5%。年内铁水日均产量的运行节奏与 2023 年基本一致，即两头低、中间高。

图表 6：样本口径钢厂日均铁水产量（万吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货；备注：1、样本为 247 家钢铁企业；2、数据截至 2023-12-29；3、由于 2021 年样本有更新，2019、2020 年数据参考性偏弱

图表 7：2024 年生铁产量呈梯形走势（万吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货预测  
备注：2023 年 Q4、2024 年数据为估计值

### 三、安全扰动逐季消减，焦煤国内产量微增

#### 1、常规产能扩张放缓，储备产能逐步建立

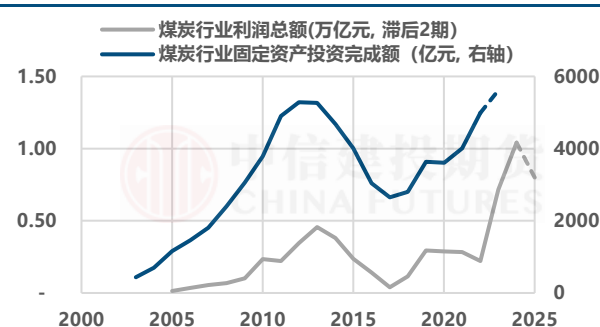
煤炭保供效果显著，未来产能扩张或将放缓。受煤炭保供政策推动，2021年~2022年新增煤矿产能重回10年前高峰，但未来两年新增产能高增长或难以为继：复盘过去20年的历史数据（图表9），我们发现煤炭开采和洗选业（简称“煤炭行业”）的利润总额通常领先固定资产投资完成额1~2年时间；而2023年煤炭行业利润总额估算0.8万亿元，同比下滑约23%，这意味着2024年至2025年煤炭行业的固定资产投资亦将放缓，煤炭保供政策推动的产能扩张宣告结束，取而代之的是煤矿产能储备制度，预计2024年新增产能比例在4%以内。

图表8：2021~2022年新增产能重回10年前高峰



数据来源：国家统计局、煤炭资源网，中信建投期货预测  
备注：虚线部分表示估计值

图表9：2024年煤炭固定资产投资增速将放缓



数据来源：国家统计局，中信建投期货预测  
备注：虚线部分表示估计值

转变思路，实现煤矿“向上弹性生产”。2023年12月6日，国家发展改革委发布通知，就《关于建立煤矿产能储备制度的实施意见（征求意见稿）》公开征求意见：将设计产能分为常规产能和储备产能，在非应急状态下，产能储备煤矿投产后按照常规产能组织生产。当供需形势由总体平衡转向紧张时，国家视不同情形对储备产能实施统一调度，实现煤矿“向上弹性生产”。同时，给予产能置换等配套优惠政策，力争到2027年初步建立煤矿产能储备制度，形成一定规模的可调度煤炭产能储备。到2030年，产能储备制度更加健全，形成3亿吨/年的可调度产能储备，全国煤炭供应保障能力显著增强，供给弹性和韧性持续提升。

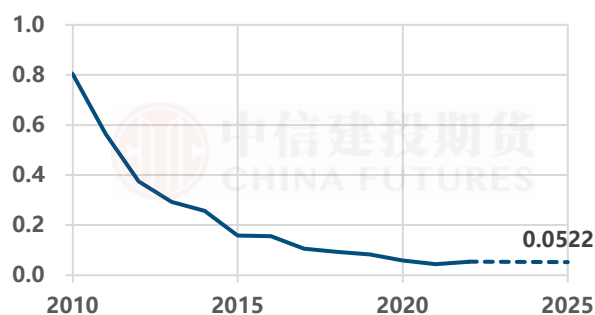
#### 2、煤炭供应主旋律：安全生产

安全生产事故显性化、高频化。2023年7月起，各主产地开始倒查煤矿瞒报事故，煤矿事故呈现显性化、高频化的特点。根据应急管理部官网（截至2023年12月18日），2023年国务院安委会共下发14份重大生产安全事故查处挂牌督办通知书，在披露的10份通知书中有4起事故与煤矿相关；相较而言，2022年官网仅披露了3份重大生产安全事故查处挂牌督办通知书，且均不属于煤矿领域。根据国家矿山安全监察局数据，2022年共计发生煤矿

事故 168 起，死亡人数 245 人，2023 年统计数据尚未公布，但是很显然，2023 年安全生产形势比 2022 年严峻。

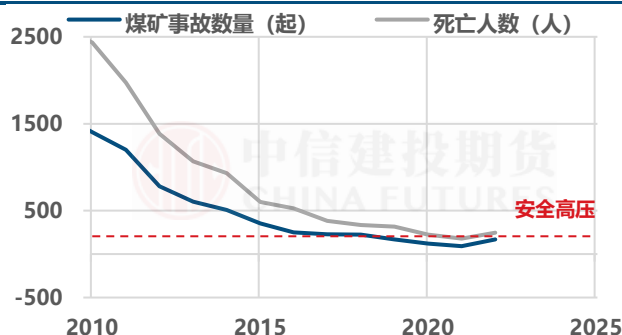
《“十四五”国家安全生产规划》（以下简称《规划》）明确指出“十四五”时期，煤矿百万吨死亡率目标下降 10%，随着煤矿事故的显性化，可以预见 2024 年至 2025 年煤矿安全检查将进一步趋严、智能化改造将全面推进。具体对于煤炭供应的影响如下：

图表 10：“十四五”煤矿百万吨死亡率需下降 10%



数据来源：国家矿山安全监察局，中信建投期货  
备注：虚线部分表示目标限值

图表 11：2010 年至今煤矿事故数量和死亡人数



数据来源：国家矿山安全监察局，中信建投期货  
备注：红色虚线表示十四五规划中要求的煤矿百万吨死亡率折算出的死亡人数“安全高压”

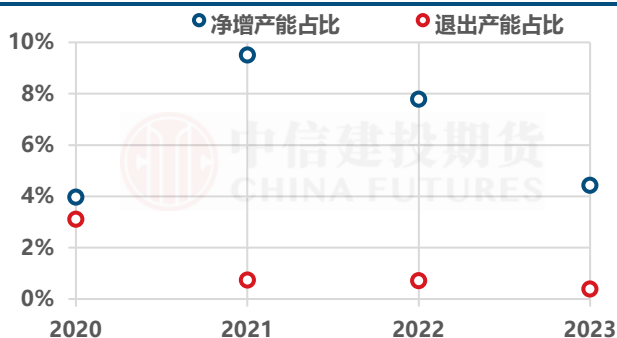
(1) 落后煤矿淘汰退出量级有限。《规划》强调持续推进冲击地压、煤与瓦斯突出、水文地质类型极复杂等灾害严重且在现有技术条件下难以有效防治的煤矿淘汰退出。2020 年至今，退出产能占比基本维持在 3% 以内，并呈现出逐年下降的趋势（见图表 12），考虑到煤矿产能升级已进入深水区，我们判断 2024 年退出产能占比在 1% 以内。

(2) 安检趋严或带来阶段性扰动，但全年生产仍由产能与利润敲定。2023 年 9 月 6 日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》。2023 年 11 月，国务院安委会发布对山西省矿山安全生产帮扶指导工作方案，帮扶指导工作组于 2023 年 11 月下旬进驻，至 2024 年 5 月结束。安全检查趋严将持续扰动供应，煤矿生产积极性亦将受到压制：安全事故影响发酵会导致月度产量出现超越季节性的波动（如图表 13），但是全年来看，产能利用率由在产产能（分母）决定，并主要受到利润驱动。

(3) 智能化改造助力煤炭开采降本提效。为了防范和遏制重特大事故，《规划》要求全面推进智能化煤矿建设。2023 年 6 月，国家矿山安监局透露，智能化建设投资总规模接近 2000 亿元，已完成投资超过 1000 亿元，相较于煤炭行业年固定资产投资完成额，规模过小，不会对煤炭成本构成抬升影响，相反将进一步降低人工成本和能耗成本。

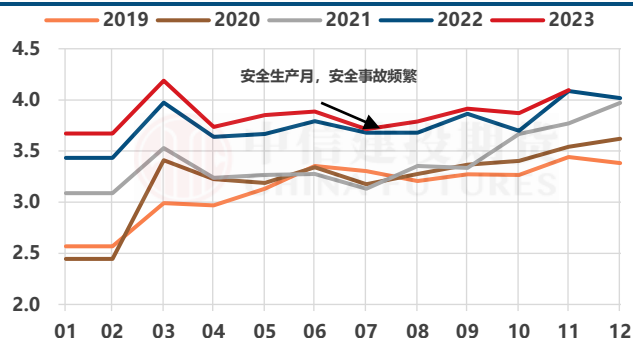


图表 12: 煤矿净增产能与退出产能占比 (%)



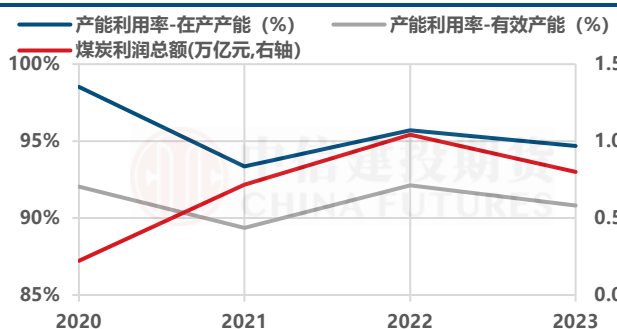
数据来源: 煤炭资源网, 中信建投期货  
备注: 2023 年数据为估计值

图表 13: 近五年我国原煤产量 (亿吨)



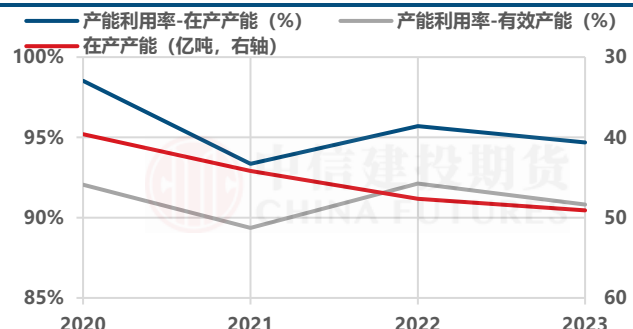
数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

图表 14: 煤矿利润总额与产能利用率



数据来源: 国家统计局、煤炭资源网, 中信建投期货  
备注: 2023 年数据为估计值

图表 15: 在产产能规模与产能利用率



数据来源: 国家统计局、煤炭资源网, 中信建投期货  
备注: 2023 年数据为估计值

### 3、炼焦煤生产节奏：全年微增，先低后高

预计 2024 年炼焦煤原煤产量随产能微幅增长。通过跟踪近 4 年数据，团队发现我国炼焦煤有效产能（考虑试运转产能与在建产能）通常领先在产产能一年期；借助已知数据，预估 2024 年末我国炼焦煤在产产能约 11 亿吨（中性预期），基本与 2023 年同期持平。如前文所述，全年产量由在产产能决定，并主要受到利润驱动：

(1) 2021 年起国家严控煤矿超产，炼焦煤原煤产量基本与产能保持同频共振，近 3 年产能利用率维持在 98.8%~99.8% 区间；

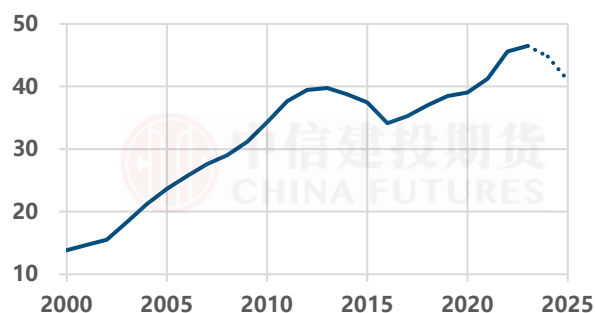
(2) 反观煤炭利润，过去五年煤炭平均利润基本保持在 400 元/吨以上，该背景下，刨除安全检查对供应的阶段性扰动，煤矿在不超能力生产的前提下，多抱有“能产尽产”心态。

(3) 因此，中性预期下，我们判断 2024 年炼焦煤原煤产量大约为 10.98 亿吨（+0.3 亿吨）。悲观预期下，基于 2023 年产量增速，考虑产能超预期扩张，推测 2024 年产量约为 11.07 亿吨。

煤炭产量设有目标上限，但是短期被严格执行概率偏低。《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》中提到，到“十四五”末，国内煤炭产量控制在 41 亿吨左右，按照线性递推，2024 年原煤产量需控制在 44.5 亿吨左右。对应到炼焦煤，预估原煤产量需控制在 10.56 亿吨（乐观预期）。COP28<sup>1</sup>于 12 月 13 日落下帷幕，大会文件中首次覆盖所有化石能源，明确“转型脱离化石能源”，但包括三个定语“公平、有序、公正”；对中国而言，煤炭在一次能源的地位长期难以被替代，因此，段首所提到的产量目标上限 2024 年被严格执行的概率不大，国家能源局也在 2024 年全国能源工作会议上表示，原煤产量将继续保持在较高水平。

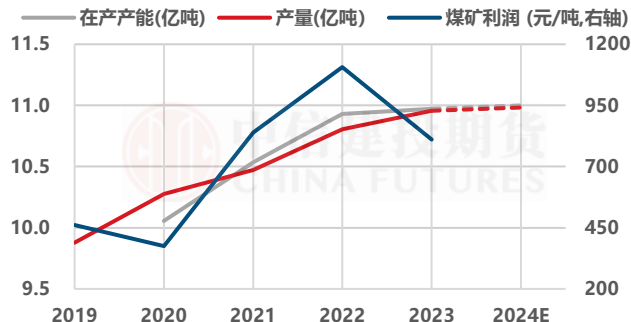
综上所述，团队对于 2024 年炼焦煤原煤产量的乐观/中性/悲观预期分别为 10.56 亿吨/10.98 亿吨/11.07 亿吨。

图表 16：“十四五”末，煤炭产量上限约 41 亿吨



数据来源：国家统计局、中国煤炭工业协会，中信建投期货预测  
备注：2023 年~2025 年数据为估计值

图表 17：中性预期下，2024 年炼焦煤产能及产量



数据来源：煤炭资源网，中信建投期货预测  
备注：2023 年~2024 年数据为估计值

**2024 年国内炼焦煤原煤产量或前低后高。**假设安委会对山西的帮扶指导工作有实际成效，且循序渐进地推广成功经验，排除突发事件的阶段性的扰动，那么我们对于具体生产节奏判断如下：

（1）一季度原煤产量维持低位，且春节最大减产幅度在 15%~20%。通过观察过去 5 年的样本煤矿高频数据，容易发现：年底各煤矿生产任务基本完成后，原煤生产会出现季节性减量；而 2023 年底下滑拐点提前近 1 个月，主要源于帮扶指导工作组入驻山西。春节期间，煤矿原煤产量往往有断崖式下滑，最大降幅基本在 10%~20% 区间，2023 年春节期间的超预期减产就助推了节后的第一波强势行情。当前持续的安全高压下，煤矿生产积极性受到抑制，我们预计 2024 年 1 月至春节前，煤矿产量难有明显反弹，春节期间生产减量大概在 15%~20% 区间。由于集中帮扶工作将延续至 3 月底，我们认为 3 月产量恢复亦不甚乐观。

（2）二季度迎来增产，三季度维持高位，关注其他省份跟进情况。4 月，帮扶指导工作进入“回头看”阶段，评估安全状况是否明显改善，并推广成功经验；尽管 6 月是安全生

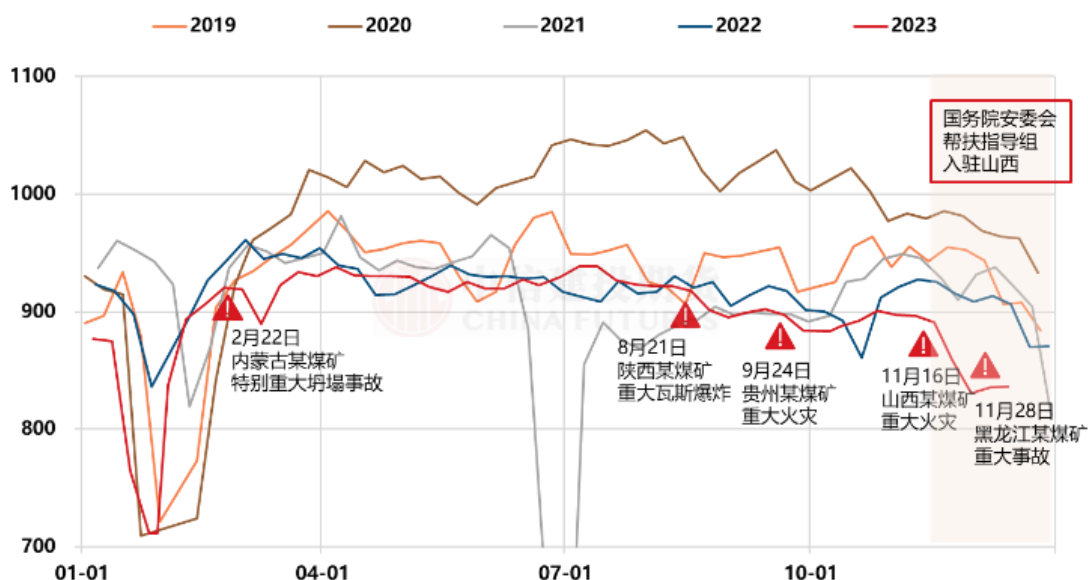
<sup>1</sup> 《联合国气候变化框架公约》第二十八次缔约方大会

产月，但是只要不出大事故，二季度有概率迎来一波增产，三季度产量有望维持高位。值得注意的是，成功经验向全国推广是否会带来其他省份的生产减量，需要实时跟踪，不过考虑到山西炼焦煤生产矿井产能占全国的 41.3%，其他省份只要不是展开“一刀切”的措施，整体影响会显著缩小。

(3) 四季度积极完成年度生产任务，年末生产减少。

由此我们推算出，中性预期下，2024 年各个季度炼焦煤原煤产量分别为 2.66 亿吨 / 2.78 亿吨 / 2.79 亿吨 / 2.75 亿吨，同比增速分别为 -4.0% / -0.1% / 2.8% / 2.4%。悲观预期和乐观预期具体见图表 19。

图表 18：样本煤矿炼焦煤原煤产量（周度，万吨）



数据来源：煤炭资源网、国务院安委会，中信建投期货

备注：1、图中仅标识了国务院安委会官网发布的《重大生产安全事故查处挂牌督办通知书》所披露的煤矿事故；

2、数据截至 2023 年 12 月 20 日

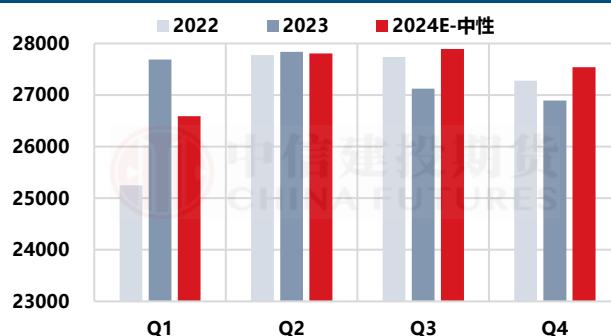
图表 19：2024 年我国炼焦煤原煤产量预测 (亿吨)

原煤产量	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2020	2.11	2.80	2.90	2.47	10.28
2021	2.65	2.56	2.58	2.68	10.47
2022	2.52	2.78	2.77	2.73	10.80
2023	2.77	2.78	2.71	2.69	10.95
2024E-中性	2.66	2.78	2.79	2.75	10.98
2024E-悲观	2.50	2.61	2.62	2.59	10.32
2024E-乐观	2.69	2.81	2.82	2.79	11.11

数据来源：煤炭资源网，中信建投期货预测

备注：2023 年 Q4、2024 年数据为估计值

图表 20：2024 年炼焦煤原煤产量前低后高 (万吨)



数据来源：煤炭资源网，中信建投期货预测

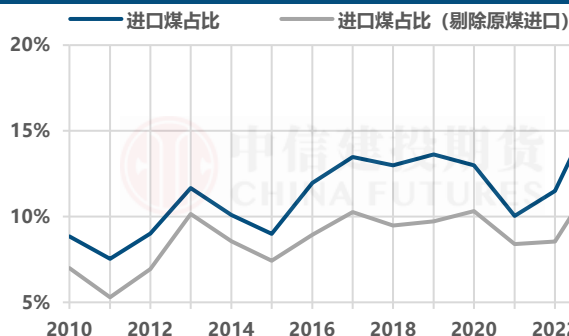
备注：2023 年 Q4、2024 年数据为估计值

## 四、进口煤价指示上下限

对于进口炼焦煤，首先需要明确两个要点：（1）2023 年前 11 个月，我国炼焦煤进口总量 9046 万吨，同比+57.6%，整体对外依存度走高，已达到 16.4%左右，剔除原煤进口后约 12.3%，创下 2010 年以来新高，见图表 21。（2）蒙古炼焦煤在我国进口炼焦煤中的占比已飙升至 52.3%，蒙古和俄罗斯炼焦煤合计占比 78.6%，亦录得 2010 年以来最高值，可见澳美加煤正逐步被挤出中国市场，见图表 22。

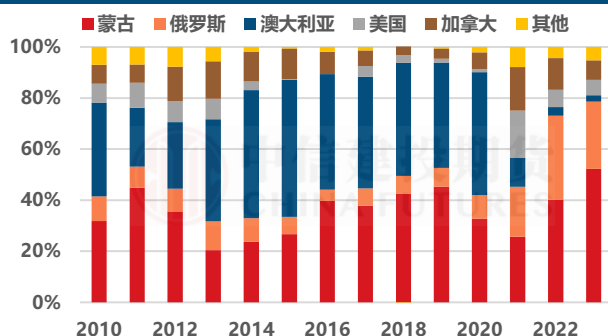
**2024 年煤炭进口关税恢复，不过关税成本或被汇率对冲。**根据国务院关税税则委员会最新公告，自 2024 年起我国恢复煤炭进口关税：澳大利亚炼焦煤的进口税率仍为零（根据 RCEP），但是俄罗斯、蒙古、加拿大、美国则恢复至 3%（最惠国税率）。结合上述（1）（2）两点，叠加国内煤炭保供的亮眼成效，很容易理解本次关税调整的决策依据。当前国内外价差走扩，此举短期将缩小价差，削弱进口煤的性价比，尤其对于瓜分近 80% 份额的俄煤和蒙煤，即时进口成本将抬升 40~50 元/吨左右。值得注意的是，人民币对美元已逐步走强，未来若走强超 3%，则将基本对冲上述成本。

图表 21：我国炼焦煤对外依存度走高（%）



数据来源：国家统计局、海关总署，中信建投期货  
 备注：2023 年数据为 1-10 月累计值

图表 22：澳美加煤正逐步被挤出中国市场



数据来源：海关总署，中信建投期货  
 备注：2023 年数据为 1 月~11 月累计值

### 1、蒙煤继续放量，锚定盘面支撑

2023 年，我国进口蒙古炼焦煤数量估算 5310 万吨，同比+107%，创历史新高。蒙煤进口量的激增得益于（1）边境防疫政策转向；（2）靠近中国边境的新铁路（蒙古塔万陶勒盖-嘎顺苏海图铁路）连接运营；（3）中国钢铁生产的繁荣。

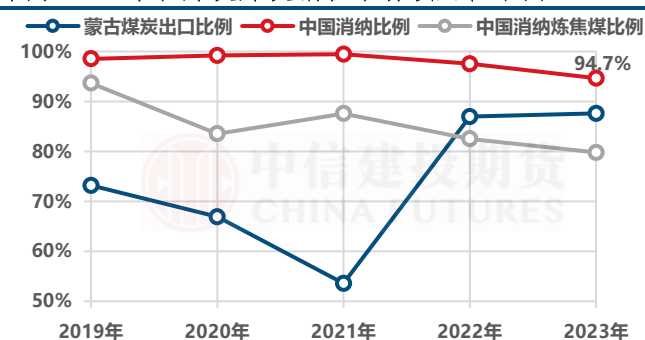
长期看，蒙煤进口量未来仍会逐步放大。蒙古是一个相对中立的国家，地缘政治风险偏低，蒙古“矿业兴国”战略思路没变，其煤炭销售市场锁定在中国（图表 23）<sup>2</sup>。另一方面，国内粗钢产量达到峰值，但总量可观，主焦煤相对稀缺，国家有意愿进口蒙煤。10 月 19 日，

<sup>2</sup> 蒙煤对中国贸易依存度较高。过去两年，蒙古煤炭业愈发依赖出口，蒙煤出口占比高达 87%；其中，中国是蒙煤最大的消费市场，中国消纳的蒙煤占蒙古煤炭出口总量的比例维持在 95%以上。



国家主席习近平会见蒙古国总统，并表示中方将一如既往帮助蒙古国振兴经济，有序推进相关口岸建设，开辟两国互联互通新通道。

图表 23：蒙古煤炭煤炭销售市场锁定在中国



数据来源：蒙古统计局、海关总署，中信建投期货

备注：1、2023 年数据为 1-11 月累计值

2、蒙古煤炭出口比例 = 蒙古煤炭出口量 / 蒙古煤炭产量

3、中国消纳比例 = 蒙古对华煤炭出口 / 蒙古煤炭出口量

3、中国消纳炼焦煤比例 = 蒙古对华炼焦煤出口 / 蒙古对华煤炭出口

图表 24：长协户成本锚定盘面底价（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货测算；

1、2024 年数据为预测值，考虑了进口关税恢复

2、长协户成本是指蒙煤贸易大户的优惠价

议价与加工能力双弱，蒙古积极谋求变革。蒙古炼焦煤的出口市场主要集中在我国华北地区，加之坑口贸易模式下价格透明度较低，因此蒙煤议价能力偏弱；蒙古境内煤炭加工能力有限，这导致强度不足的蒙古炼焦煤通常卖不上价。为提高煤炭出口价格，蒙古采取了两项举措：第一，推行交易所交易；第二，建造洗煤厂提高煤炭质量。其中有三点值得关注：

(1) 2024 年，电子竞拍与坑口自提并存。2023 年起，蒙古试图通过蒙古证券交易所进行煤炭交易，以提高价格透明度，并培养国际买家竞争。截至 2023 年 12 月 21 日，蒙古国证券交易所共成交煤炭 1280 万吨，占全年蒙古煤炭出口总量的 18%。根据蒙古国矿业与重工业部，2024 年蒙古计划将交易所出售的煤炭量增至年度煤炭出口量的 50~60%，到 2025 年计划所有煤炭均通过交易所进行交易。

(2) 长协户成本锚定盘面底价。2024 年，蒙古仍有近 50% 的煤炭出口采用传统贸易模式，因此蒙煤坑口长协折仓单价格仍能为盘面提供适度支撑。目前，蒙煤 24Q1 坑口长协基准价尚未公布，市场预计某大户长协价 98 美金/吨，对应折仓单价格 1360 元/吨（环比+160 元/吨），盘面支撑有所抬升。注意在下行周期中，长协户成本锚定效应会提前一期反应至盘面：例如 2023 年 5 月末，市场寻底时提前交易了蒙煤 Q3 长协预期（下调 20~30 美金）。

(3) 蒙古洗煤厂将于 2024 年投产，蒙煤出口原煤比例或下调。蒙古塔本陶勒盖煤正在建造一座产能 3000 万吨的洗煤厂，以提高其煤炭质量，预计将于 2024 年 5 月投产，一年左右进行正常运营。2023 年，我国进口蒙煤中约 70% 为原煤，2024 年该比例或有所降低。



短期看，口岸通关量受到经济考量、政治考量以及口岸设施等影响，2024 年预计进口蒙古炼焦煤 5440 万吨（中性假设），同比+2.4%。推算思路如下：

（1）预计 2024 年蒙古国煤炭出口 7200 万吨。2023 年 10 月，蒙古国财政部长 Boldyn Zhavkhlan 宣布，2024 年蒙古国计划出口煤炭 6000 万吨<sup>3</sup>。在不超产前提下，团队判断 2024 年蒙古国煤炭出口区间 6000~8400 万吨，中间值 7200 万吨。按照当前中国消纳比例和炼焦煤占比，推算出 2024 年我国进口蒙古炼焦煤约 5440 万吨（基准假设），同比+2.4%。

（2）口岸通关能力无明显限制。作为中蒙最主要的通关口岸，甘其毛都煤炭通关量占进口蒙煤的近三分之二。近年来口岸过货能效快速提升，2023 年甘其毛都口岸通关上限达到 1300~1500 车/日，年通关能力上限 5010~5840 万吨，2024 年预计甘其毛都蒙煤进口量 4546 万吨，因此从口岸设施角度看，通关量无明显限制。

（3）预测值满足中国对蒙古煤炭配额的要求。根据口岸管委会规划，2023 年甘其毛都口岸通关配额 3500 万吨，实际通关量 3774 万吨。2022 年 9 月，中蒙双方协商 2022~2025 年底，蒙古对华出口煤炭配额为 4000~7000 万吨。而 2023 年实际完成值估算 6655 万吨，2024 年预计 6818 万吨，均未超过配额上限。

**增量驱动：中蒙加强贸易往来。**中蒙双方商定近期将贸易额增至 200 亿美元；若 2024 年以此为目标，剔除价格影响，根据历史占比平推，我国进口蒙古炼焦煤需增长 21.8%，但由于煤炭进口配额限制，至多再有 5.2% 的增长（悲观假设）。此外，由于当前过货量并未触及口岸能力上限，跨境铁路投产进度与进口增量短期无必然联系<sup>4</sup>，2023 年短盘运费均值 240 元/吨，跨境铁路投产后运输成本较低，会对部分陆运量产生替代，降低蒙煤成本。

**下修压力：中国需求疲软，澳煤增量挤压。**（1）中国钢铁市场疲软，政府推行粗钢平控政策；（2）中国贸易政策转向，即中澳关系缓和。乐观假设下进口蒙古炼焦煤 5280 万吨，同比-0.56%。

## 2、俄煤逃不过性价比滑坡的窘境

2023 年，我国进口俄罗斯炼焦煤估算值 2548 万吨，同比+21%，亦创历史新高。俄罗斯一跃成为我国第二大炼焦煤进口来源国，主要源自（1）俄乌冲突后，欧洲实施制裁禁运俄煤，俄煤贸易转向中印；（2）俄罗斯煤折扣出售，性价比颇高，见图表 27。尽管俄方希望

<sup>3</sup> 2023 年目标为 5000 万吨，实际完成值估算 7030 万吨。

<sup>4</sup> 嘎顺苏海图-甘其毛都跨境铁路项目可行性研究已于 2023 年 9 月获得批准，计划于 2024 年 1 月开工建设。西伯库伦-策克跨境铁路建设仍在推进中。

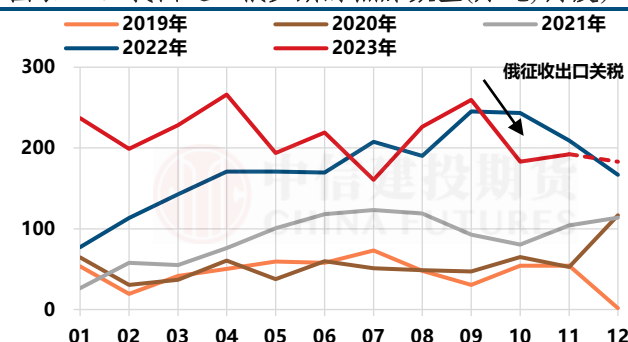
继续推动对华煤炭出口增长，但是 2024 年双重关税叠加，矿方涨价或减产均会推高俄煤价格，对于中国买家而言，俄罗斯煤逃不过性价比滑坡的窘境。

(1) 俄罗斯政府欲继续推动对华煤炭出口增长。俄罗斯能源部副部长 Sergei Mochalnikov 近日表示，2024 年俄罗斯对华煤炭出口量将高于或与 2023 年持平。我们预计区间为 1.01~1.06 亿吨，按照比例推算，出口炼焦煤 2535~2661 万吨，中间值 2598 万吨。

(2) 双重关税削弱俄煤竞争力。自 2023 年 10 月起至 2024 年底，俄罗斯对欧亚经济联盟以外的出口商品征收出口关税，关税取决于美元兑卢布的汇率。2023 年 10 至 12 月，美元兑卢布在 87~102 区间波动，对应出口关税 4.5%~7%，我们测算俄煤利润下滑约 10~14 美元/吨；期间成本压力传导至终端，我国俄炼焦煤月进口量降至 200 万吨下方。2024 年起我国恢复煤炭进口关税，按照俄主焦煤 K4 价格 270 美元，进口成本增加约 8 美元。假设成本全部传导至终端，双重关税合计增加成本 18~22 美元/吨，削弱了俄煤性价比。

因此，中性假设下，考虑适当下调俄炼焦煤进口量至 2494 万吨（同比-2.1%）；乐观假设 2416 万吨，悲观假设 2572 万吨。

图表 25：我国进口俄罗斯炼焦煤数量(万吨, 月度)



数据来源：海关总署，中信建投期货  
备注：2023 年 12 月数据为估计值

图表 26：俄罗斯对多种出口商品征收弹性关税

汇率：美元兑卢布	弹性出口关税
(1, 80)	0%
[80, 85)	4%
[85, 90)	4.50%
[90, 95)	5.50%
[95, ∞)	7%

数据来源：俄罗斯政府官网，Mysteel，中信建投期货

### 3、澳煤价格锚定天花板，并挤压加美煤空间

澳煤具有零关税优势，将对加美进口份额造成威胁。2023 年，我国进口澳大利亚炼焦煤估计值 247 万吨，同比+13.8%，增量主要来自沿海钢厂需求边际改善，即澳煤解禁后，中澳主焦煤价差阶段性走扩带来的购买意愿，详见图表 27。2024 年，相较于其他进口来源国，进口澳煤具有 6~10 美元/吨的零关税优势。尽管俄煤性价比有所滑坡，但中俄价差仍较为可观，且出于政治考量，我们理解澳煤的零关税优势主要对加美煤进口份额造成威胁。

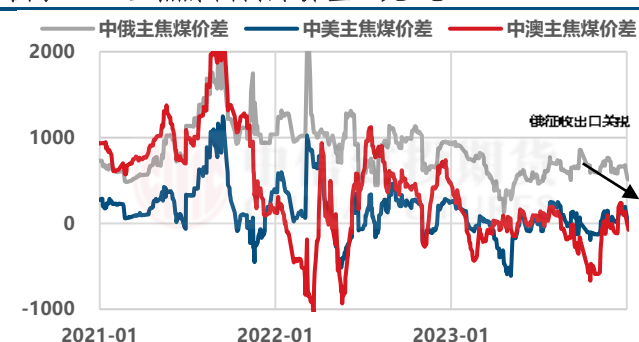
美国煤炭出口仍然强劲，但可能会出现潜在干扰。2023 年，我国进口美国炼焦煤估计值 615 万吨，同比+42%，增量主要源于基础设施和运输升级。近期基础设施故障得以解决，

未来美国煤炭出口仍然强劲。然而，资本获取困难阻碍了矿山投资机会，美国矿山也面临劳动力短缺风险，这可能对未来的供应构成风险。美国炼焦煤出口成本通常较高，但目前仍然具有盈利性。

预计加拿大煤矿产量将保持稳定。2023 年，我国进口加拿大炼焦煤估计 730 万吨，同比-7.3%，主要受到老化矿山产量下降和事故煤矿停工的拖累。2024 年预计加拿大的产量将基本保持稳定，老化矿山产量下降将被 Grand Cache 矿山的重启扩建所抵消，新斯科舍省 Donkin 矿山发生屋顶坍塌事故后发出了停工令，目前仍置于闲置状态，没有恢复运营的时间表。

综上所述，我们判断澳美加煤进口总量与 2023 年持平，悲观预测+5%，乐观预测-5%。整体来看，中性假设下，本文预测 2024 年我国炼焦煤进口总量 1 亿吨，悲观假设 1.03 亿吨，乐观假设 0.97 亿吨，详见图表 28。

图表 27：主焦煤国内外价差（元/吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货测算

图表 28：2024 年我国炼焦煤进口量预测（万吨）

进口量	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2020	2079	1738	2126	1319	7262
2021	1129	1100	1274	1961	5465
2022	1224	1380	1943	1840	6387
2023	2227	2292	2753	2679	9951
2024E-中性	2226	2339	2735	2706	10007
2024E-悲观	2297	2415	2821	2793	10325
2024E-乐观	2152	2259	2645	2616	9673

数据来源：海关总署，中信建投期货预测

澳煤供应增量或大于出口需求增量，价格中枢将适度下移。供应方面，拉尼娜周期导致的供应限制已经缓解，2024 年矿山扩建和投产预计将超过退出产能<sup>5</sup>，预计 2024 年澳煤供应或迎来增量；然而，夏季风暴仍然是港口航运的风险因素，劳动力短缺继续影响各矿区生产。需求方面，中国炼钢长期存在下行风险，但我们理解 2024 年大概率不会推出粗钢压减政策；同时，印度炼钢产能长期扩张趋势可能为澳煤和俄煤出口持续提供增量动能；欧洲高利率导致建筑业疲软，住宅、商业和基础设施建设均有所下滑。

澳煤价格锚定盘面天花板。排除行政手段对供应的干扰（参考图表 29 中 2022 年 4 月至今），在上行周期，品质更优的澳煤通常能锚定焦煤期货的天花板，其现货折仓单价格往往先于盘面见顶，且拐点高于盘面拐点。

<sup>5</sup> 未来可能扩大商业运营的矿山包括昆士兰州的 Hillalong、Wilton 和 Fairhill 项目（取决于批准情况）。Sojitz Blue 还获得了 Gregory Crinum 露天煤矿扩建项目批准，该项目还将运营 20 年。新南威尔士州曼达隆和维克里矿场扩建也将提高产量。

图表 29：排除行政手段对供应的干扰，在上行周期，品质更优的澳煤通常能锚定盘面天花板（元/吨）



数据来源：Wind、Mysteel，中信建投期货；数据截至2023年12月21日，注意JM2304及之后合约标准品质量要求和基准库做了调整，同品质煤折仓单价格比修改之前低300元/吨左右，2022年12月6日之前DEC焦煤的对标价值减弱

## 五、焦化产能继续过剩，置换再难掀起波澜

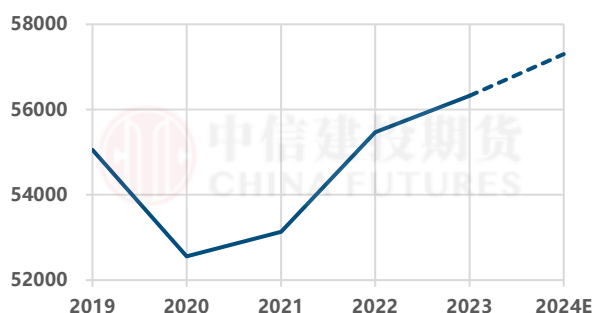
### 1、2024年净增产能或超900万吨

焦化产能将突破5.7亿吨，行业延续过剩状态。根据煤炭资源网数据，截至2023年12月15日，全国在产焦炉产能5.63亿吨，烘炉产能0.10亿吨，在建焦炉产能0.91万吨，拟建焦炉1.38万吨。根据烘炉/在建/淘汰产能综合估算，2024年预计净增产能970~1200万吨。

仍有超5000万吨4.3米焦炉待淘汰，但置换再难掀起波澜。2023年12月25日，生态环境部等18部门关于印发《京津冀及周边地区、汾渭平原2023-2024年秋冬季大气污染综合治理攻坚方案》，明确2023年12月底前山西关停炭化室高度4.3米焦炉，陕西制定炭化室高度4.3米焦炉退出方案，明确时间进度安排。据煤炭资源网，截至12月15日，全国在产焦炉中，4.3米以下焦炉还剩5110万吨（占比9%），到2024年预计内蒙古、陕西地区将进行落后产能淘汰置换工作，不过置换对供给的冲击通常会被盈利周期平滑，当前焦化产能利用率较低，因此影响有限。



图表 30：我国焦化在产产能变化情况（万吨）



数据来源：煤炭资源网、Mysteel，中信建投期货

图表 31：2023 年焦化产能变动情况-分炭化室高度

高度	生产	烘炉	在建	拟建	关闭
4.3 米及以下	5110				3276
5~5.5 米	17714		1150	1352	60
6~6.5 米 (不含)	17584	268	2779	3458	
6.5 米~7 米 (不含)	2910	540	2771	2370	
7 米及以上	11542	191	1520	3408	
热回收焦炉	1463		907	860	
未确定高度				2330	
合计	56323	999	9126	13778	3336

数据来源：煤炭资源网，中信建投期货

## 2、焦企夹缝中生存，产能利用率或上行

焦化厂在产业链处境：夹缝中生存。在产能过剩背景下，2023 年焦化企业产能利用率仅 83%，作为话语权最弱环节，独立焦化厂吨焦利润围绕零轴微幅波动。2024 年需求侧如有积极变化，焦煤价格或率先显现价格弹性，焦炭则因有提产空间，利润难有明显增厚。2024 年二季度开始，国产煤供应若不能如期改善，即便是进口煤存在放量趋势，焦炭欲撼动产业链利润分配格局，亦是举步维艰。

吨焦利润决定焦化厂生产积极性。预计 2024 年 Q1 吨焦利润继续围绕零轴微幅波动，Q2 开始若旺季成色超预期或者国产煤供应如期改善，波动中枢或有抬升，带动产能利用率上行。独立焦化厂与钢厂配套焦化厂的焦炭产量长期保持较高的同步性，但在 2023 年 7~10 月出现明显背离，主要源于钢厂高炉亏损扩大、资金状况不佳，引发钢厂配套焦化产量下滑；考虑到 2024 年二季度开始，焦煤供应趋松，上述背离情况不易复现。

综合上述分析，我们理解 2024 年各季度焦化产能利用率分别为 79.5%、84.5%、83.8%、83.6%，全年焦炭产量 47475 万吨，同比+2.1%（中性假设）。焦炭净出口占焦炭产量的占比近两年有所上升，近期稳定在 1.8% 以内。

图表 32：利润决定生产积极性（万吨，元/吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

图表 33：独立与钢厂配套焦化厂焦炭产量（万吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

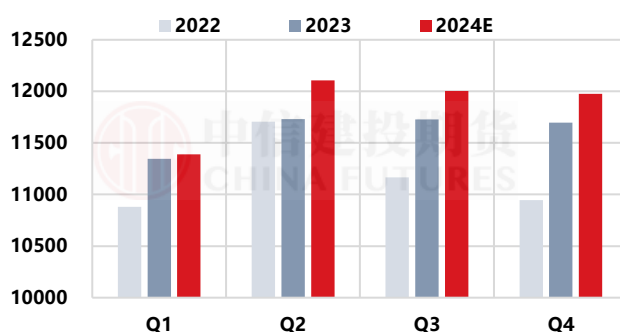


图表 34：2024 年我国焦炭产量预测 (万吨)

焦炭产量	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2020	10324	11191	11576	11416	44507
2021	11296	11153	10987	10055	43490
2022	10880	11707	11167	10946	44701
2023	11345	11731	11728	11696	46499
<b>2024E</b>	<b>11391</b>	<b>12105</b>	<b>12003</b>	<b>11976</b>	<b>47475</b>

数据来源：中信建投期货测算

图表 35：2024 年我国焦炭季度产量对比(万吨)



数据来源：中信建投期货测算

## 六、2024 年展望：焦煤重心下移，回吐超额利润

### 1、焦煤：价格重心下移，走势呈“倒 V 型”

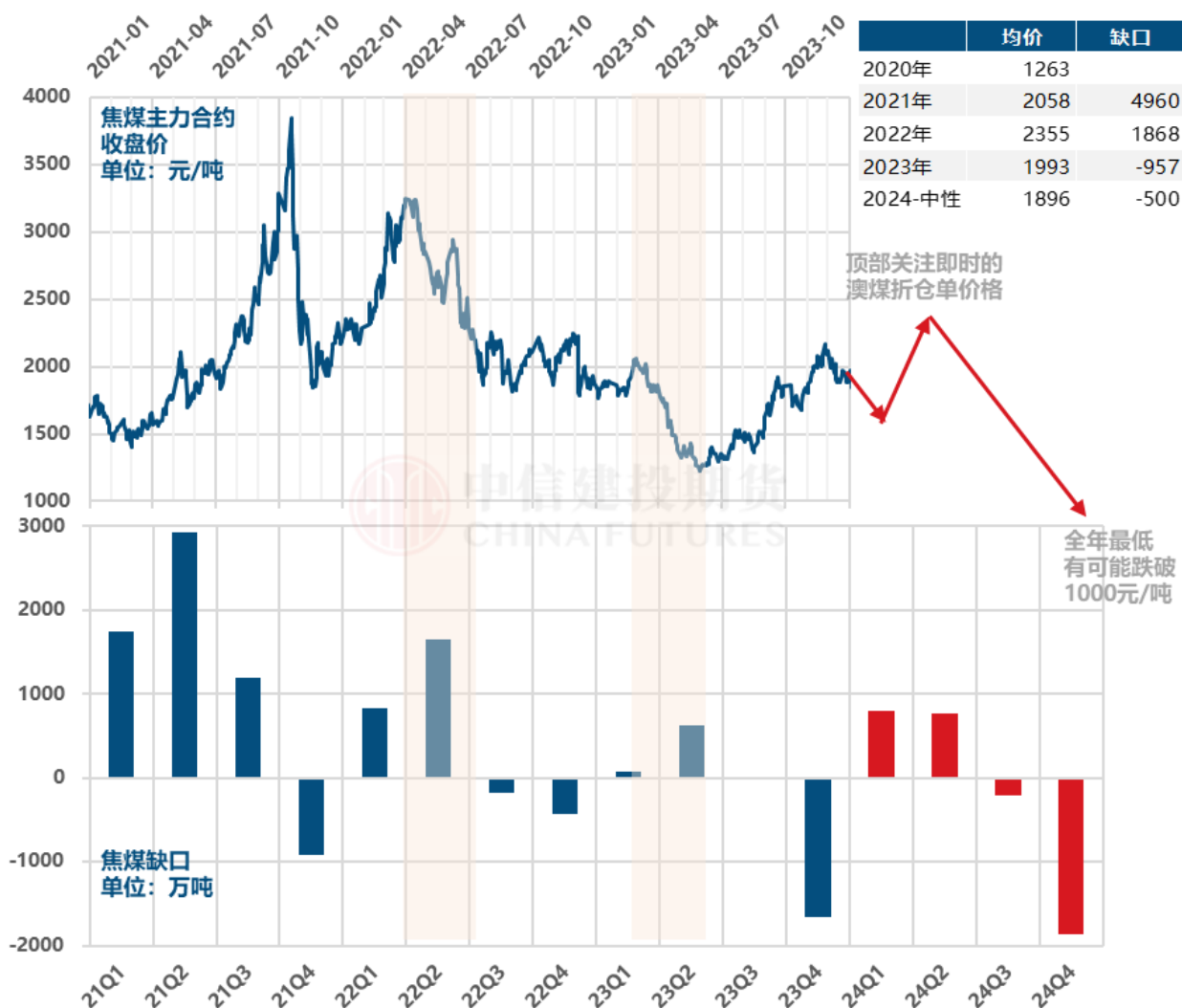
图表 36 展示了我们测算的焦煤单季缺口（不考虑提前补库需求），与焦煤主力合约价格走势基本一致；浅色阴影部分例外，主要受到海内外宏观情绪扰动，23Q2 的缺口在宏观情绪交易结束后的 Q3 才体现到价格上。对于 2024 年焦煤期货运行方向和安全边际，我们判断如下：

（1）中性假设下，2024 年全年焦煤过剩 500 万吨，预计全年焦煤期货均价下移至 1600 元/吨附近，较 2023 年下移约 100 元/吨；分季节看，Q1 和 Q2 焦煤存在一定缺口，Q3 焦煤略有过剩，Q4 则会出现近四年来单季最大幅度过剩。

（2）运行节奏或为“倒 V 型”，我们理解 23Q4 的超预期过剩还没交易完毕，1 月很可能先出现一波小幅回调，但由于冬储补库需求和春节焦煤供应减量的托底作用，回调不会太深，最坏的情况也有蒙煤 Q1 长协折仓单价格（1360 元/吨）提供适度支撑。随后政策刺激预期会主导交易，Q1 会再次冲高。在 4 月前后出现拐点，顶部参考即时的澳煤折仓单价格，后期焦煤底部很可能跌破 1000 元/吨。注意，海内外宏观情绪扰动可能打乱上述节奏。

（3）焦煤 05 合约表现大概率强于 09 合约，4 月之前可以考虑逢低布局焦煤 5-9 正套。

图表 36：焦煤单季缺口测算（万吨）



数据来源：中信建投期货测算；

基准假设：

1、不考虑提前补库需求；

2、一吨生铁所需精煤 0.68 吨；

3、生铁需求占焦炭下游总需求比例 92%；

4、国产原煤洗选率 50.5%-51.5%；

5、进口蒙煤原煤洗选率 83%，进口蒙煤原煤占比 86%-88%。

备注：

1、2024Q1~2024Q4 为中性假设下的预测数据；

2、图中表格里 2023 年、2024 年均价需扣减 300 元后才能对应到实际盘面，因为 JM2304 及之后合约标准品质量要求和基准库做了调整，同品质煤折仓单价格比修改之前低 300 元/吨左右；

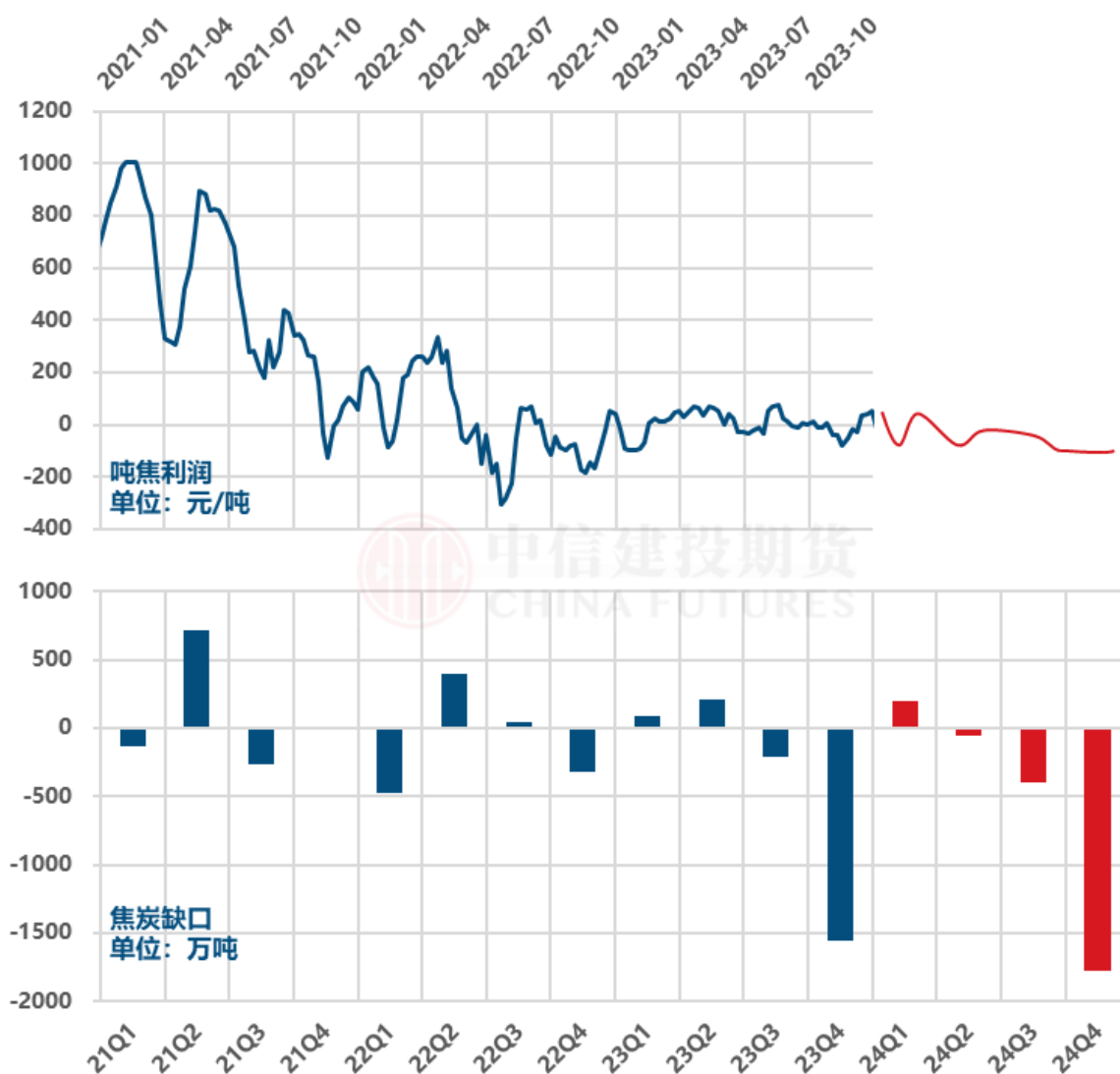
3、本文测算数据参考统计局数据（23Q4 生铁产量环比下滑速度远超 Mysteel 高频数据），因此，23Q4 和 24Q4 供应过剩较为严重，实际情况可能偏乐观。

## 2、焦炭：跟随行情，下半年多钢厂利润

根据测算，焦炭单季缺口/过剩通常不会超过 500 万吨，24Q1 可能存在小范围缺口，Q2~Q4 过剩逐季严重，焦企自身或根据利润情况调整生产节奏。总体来看，焦炭盘面价格

整体方向跟随焦煤，呈现“倒V型”走势，Q1做多效益不及焦煤；做多/做空焦化利润头寸在2024年的机会可见度较低；考虑到下半年焦煤和焦炭均过剩，可以考虑在下半择机布局合约做多钢厂利润头寸。

图表 37：焦炭单季缺口测算（万吨）



数据来源：中信建投期货测算；

基准假设：

1、不考虑提前补库需求；

2、一吨生铁所需焦炭0.51吨；

3、生铁需求占焦炭下游总需求比例92%；

备注：

1、2024Q1~2024Q4 为中性假设下的预测数据；

2、本文测算数据参考统计局数据（23Q4 生铁产量环比下滑速度远超 Mysteel 高频数据），因此，23Q4 和 24Q4 供应过剩较为严重，实际情况可能偏乐观。

参考文章：

- 1、广发宏观团队. 前瞻 2024：进一步正常化. <https://mp.weixin.qq.com/s/RmNPlay6-uOP-Bah-yRuJw>.
- 2、张瑜. 挣脱——2024 年展望. <https://new.qq.com/rain/a/20231212A062GO00>.
- 3、国盛宏观熊园团队. 向波动要收益——2024 年经济与资产展望.  
[https://mp.weixin.qq.com/s/9d30A2Vz71jQE4iwGY\\_WSw](https://mp.weixin.qq.com/s/9d30A2Vz71jQE4iwGY_WSw).
- 4、建投黑色团队. 需求分化，乍暖还寒——可攻可守的 2024.  
<https://mp.weixin.qq.com/s/jI8S8O53Jxb3DQCPZIF-pA>.
- 5、Department of Industry Science and Resources. Resources and Energy Quarterly December 2023. <https://www.industry.gov.au/publications/resources-and-energy-quarterly-december-2023>.

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

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

获取更多投研报告、专业客户经理一对一服务、了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。