

## 黑色产业链组

研究员：徐卫燕  
期货从业证号：F0267926  
投资咨询证号：Z0002751

地址：杭州市拱墅区万寿亭 13 号  
网址：<http://www.zjncf.com.cn>

铁矿 2025.5 月月报——需求  
或见顶迹象，铁矿后市存隐忧

铁矿 2025.6 月月报——铁矿  
石价格的“短多长空”：需求  
淡季的市场逻辑

铁矿 2025.7 月月报——“反  
内卷”吹响号角，短期矿价偏  
强运行

铁矿 2025.8 月月报——重要  
会议落地，铁矿后续怎么走？

铁矿 2025.9 月月报——受成  
材累库拖累，矿价尝试高抛

铁矿 2025.10 月月报——供  
应端干扰，铁矿或先扬后抑

铁矿 2025.11 月月报——宏  
观真空期，铁矿回归基本面

## 12 月铁矿月报——

## 供需逐步宽松，矿价缺乏上攻动能

## 观点摘要：

## 供应：

11 月份以来供应端维持平稳，展望 12 月，传统天气干扰趋弱，力拓有望进一步提升产销能力，VALE 有望加快库存环节向发运的转变，靠近年度区间目标上沿。力拓与 VALE 为兑现年度目标有冲量空间，12 月整体供应宽松格局难以改变。

## 需求：

当前投资端整体表现偏弱，制造业、基建以及房地产投资均呈现逐步下滑趋势，需求缺乏亮点。随着气温下降，钢材需求下滑速度快于减产速度，库存进一步累积，铁水产量大概率继续下滑。但按目前的钢厂盈利率和库存水平，即使进入冬季，政策性与环保限制可能边际增加，但导致钢厂大幅减产的基本面条件暂不充足。如果不集中减产，铁水慢慢小幅下滑，对铁矿冲击较小。

## 库存：

今年以来，铁矿石港口库存总体呈现“先去后累”走势。预计港口库存年底有望进一步攀升至年初 2 月份高位水平。今年春节偏晚，预计高库存维持到 3 月中旬。与此同时，247 家钢厂进口矿库存创五年以来同期最低位，钢厂补库动能不足，“随买随用”策略延续。

## 总结：

12 月美联储议息会议与国内经济工作会议同频落地，宏观情绪或有望阶段性回暖，但政策对地产与基建拉动有限。铁矿石主线仍是“供给宽松、需求低位、港口累库”，供需过剩格局难以扭转。四大矿山为兑现年度目标有冲量空间，12 月整体供应宽松格局难以改变。钢厂集中性减产的概率较低，铁水或小幅下滑。预计铁矿石普氏指数难以长期维持 100 美金以上水平，铁矿缺乏上攻动能。

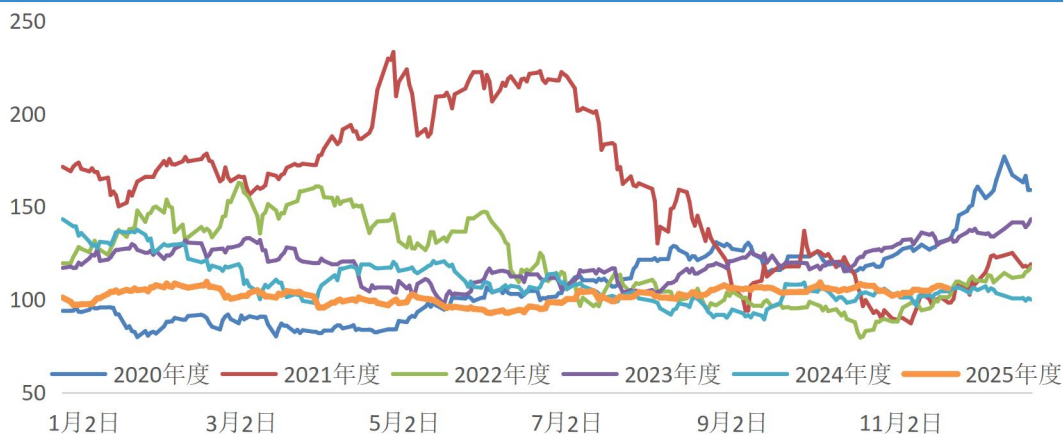
**风险因素：**政策继续加码，港口库存回落，海外发运大幅回落等。

## 一、铁矿行情回顾

10月下旬至今，铁矿石2601主力合约在756-810区间呈现“N”型震荡走势。10月下旬，铁矿到港量超预期回落，叠加中美关系缓和，矿价自底部持续反弹，10月30日一举冲高至810.5元/吨，创阶段新高。进入11月，美联储降息如期落地，鲍威尔却意外放鹰，12月降息预期瞬间摇摆；中美元首会晤结束，宏观利好情绪出尽，矿价呈现快速回调走势。11月中旬，铁水产量意外回升，叠加炼焦煤盘面开始交易交割逻辑，焦煤2601合约交割量或高于20万吨，双焦盘面大幅下跌让利于铁矿，铁矿在黑色板块里逆势上涨。11月下旬，美联储降息预期回升继续支撑矿价反弹。

图 1： 铁矿普氏指数走势图

单位：美元



数据来源：mysteel、新世纪期货

## 二、宏观面分析

海外端，北京时间10月29日凌晨，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间再次下调25个基点到3.75%至4.00%之间，这是自2024年9月以来第五次降息，CME12月降息概率96%附近。9月的非农数据报告由于美国政府停摆于11月20日发布，美国9月非农就业人数增加11.9万人，市场预估为增加5.2万人，前值为增加2.2万人。另一方面，美国9月失业率超预期上升至4.4%，为2021年10月以来最高，市场预期4.3%。非农数据表面“爆表”，降息预期跌至35%附近。11月21日，市场重新聚焦“4.4%失业率已高于美联储9月SEP对年底4.4%的预测中值”，担忧“劳动力市场疲软信号”增强，降息概率从35%快速回到60%-70%。11月24日，美联储理事沃勒等两位联储理事发表“鸽派”言论，暗示支持继续降息，CME“美联储观察”显示的12月降息概率一度跃升至约81%，美股、美债和黄金同步走高。但降息并非板上钉钉，投资者应密切关注非农、通胀等核心指标，以及美联储政策立场的进一步演变。

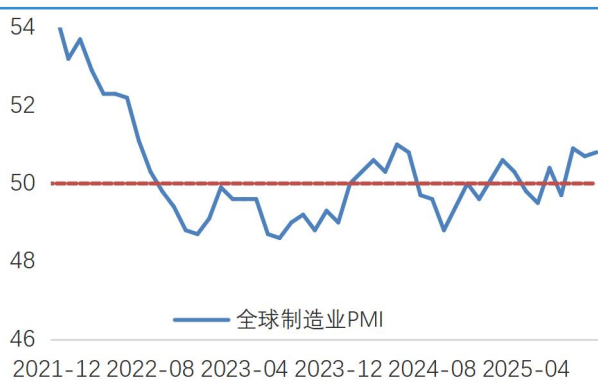
表 1：近期美联储政策预期的演变路径

时间节点	事件驱动	市场预期变化
10月29日	美联储宣布降息 25bp，利率区间降至 <b>3.75%-4.00%</b>	连续第五次降息，市场此前已有充分预期，CME12月降息概率 <b>96%</b> 附近
11月20日	9月非农新增 <b>11.9 万人</b> （远超预期 5.2 万），失业率升至 <b>4.4%</b> （为 2021 年 10 月以来最高）	数据“喜忧参半”，非农数据表面“爆表”，降息预期跌至 <b>35%</b> 附近
11月21日	市场重新聚焦“4.4% 失业率已高于美联储 9 月 SEP 对年底 4.4%的预测中值”	市场担忧“劳动力市场疲软信号”增强，降息概率从 35%快速回到 <b>60%~70%</b>
11月24日	美联储理事沃勒等两位官员发表“鸽派”言论，暗示支持继续降息	市场情绪迅速转向，CME“美联储观察”显示 12 月降息概率 <b>跃升至约 81%</b>

图表来源：新世纪期货

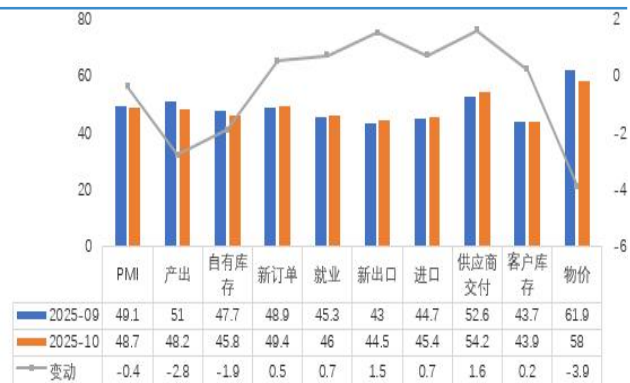
海外制造业维持谨慎乐观的态度，2025 年 10 月摩根大通全球制造业 50.8，环比回升 0.1 个百分点，持续 3 个月处于扩张区间。美国 ISM 制造业 PMI 为 48.7，环比回落 0.4 个百分点。自今年 3 月以来连续第 8 个月处于收缩区间，并且维持在 48-49.1 的区间内，符合宽松政策预期兑现前，美国经济现实“弱着陆”的特征。10 月美国制造业领先性指标新订单仍在上行通道，但由于生产收缩的速度快于新订单的扩张，因此制造业最终回落 0.4 个百分点，后续往上的持续性依赖预防式降息的持续跟进。

图 2： 全球制造业 PMI 单位：%



数据来源：mysteel 新世纪期货

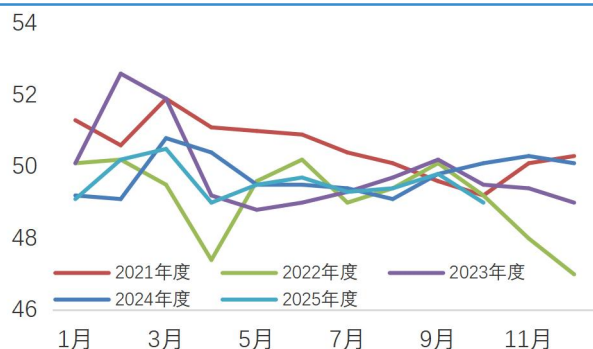
图 3： 美国 ISM 制造业 PMI 单位：%



数据来源：mysteel 新世纪期货

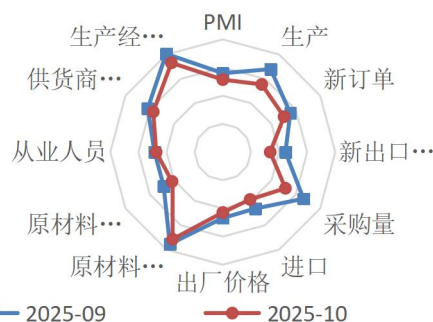
国内端，四季度需求现实的趋弱是大概率事件。2025 年 10 月份，国家统计局公布的制造业采购经理指数为 49.0%，较上月下降 0.8 个百分点，连续七个月站在荣枯线下方，显示制造业景气水平有所回落。生产指数 49.7%，较上月下降 2.2 个百分点，降至收缩区间，制造业生产活动放缓；新订单指数 48.8%，较上月下降 0.9 个百分点，市场需求回落；出口新订单的回落和国庆节后中美贸易摩擦加剧有关，后续有望重回韧性。10 月制造业 PMI 回落主要受“十一”假期前部分需求提前释放及国际环境更趋复杂等因素影响，供需两端同步放缓，制造业整体仍处于温和收缩状态。政策层面，十五五规划会议结束，前三季度 GDP 数据表现较好，全年 5% 的经济目标压力较小，11 月是政策空窗期，下一个政策博弈窗口期在 12 月中央经济工作会议。

图 4： 官方制造业 PMI 单位：%



数据来源：mysteel 新世纪期货

图 5： 中国 PMI 分项环比变化 单位：亿元



数据来源：mysteel 新世纪期货

整体来看，宏观面尚不明朗。海外核心聚焦预防式降息能否重启，关注美国通胀路径、政府重开后的经济数据发布以及特朗普政治施压下的明年降息路径。国内端，对内需品种而言，弱现实构成压力，12月临近中央经济工作会议再次对政策预期博弈，对需求现实的验证还需等到明年旺季。当前核心还是关注降息能否带动海外传统制造业需求起来，以及海外制造业能否系统性拉动出口链条。

## 三、铁矿供需分析

### 一、供应端

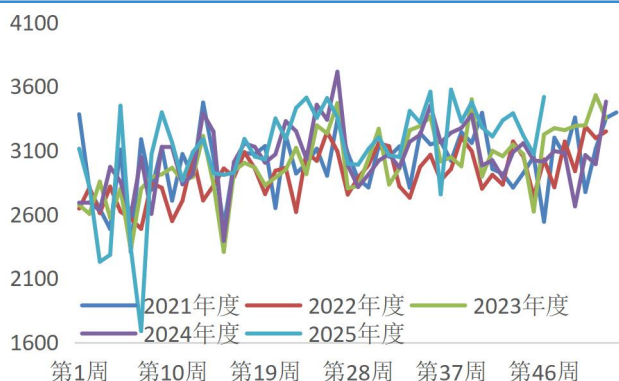
#### 1.1 12月供应宽松格局

一季度，全球铁矿发运一度锐减 789 万吨；二、三季度矿山发运量集中回补，7 月全球铁矿石发运量回落，8、9 月大增，10 月全球铁矿石发运刷新同期发运纪录。2025 年至今，全球铁矿石发运量累计 13.47 亿吨，同比增加 1700 万吨，增幅为 1.27%。其中澳洲发运量累计 7.84 亿吨，同比下降 232 万吨，降幅为 0.29%，有所缩窄；巴西发运量累计 3.34 亿，同比增加 1113.1 万吨，增幅为 3.4%；非主流发运量累计 2.48 亿吨，同比增加 1392 万吨，增幅为 6%，升至近八年高位。

基本面方面，11 月份以来供应端维持平稳，主流矿澳洲同比基本持平，巴西矿小幅增量，非主流发运环比三季度小幅回落，但同比仍贡献增量。展望 12 月，传统天气干扰趋弱，力拓与 VALE 为兑现年度目标仍有冲量空间。力拓四季度有望进一步提升产销能力，四季度发运预计同比增加 250 万吨左右，有望完成区间目标下沿 3.23 亿吨。VALE 四季度有望加快库存环节向发运的转变，预计发运维持偏高水平，向年度区间目标的上沿靠拢。12 月供应端整体供应宽松格局难以改变。

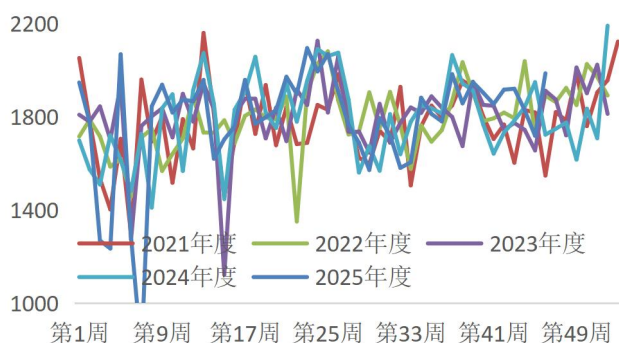


图 6： 铁矿全球发运量 单位：万吨



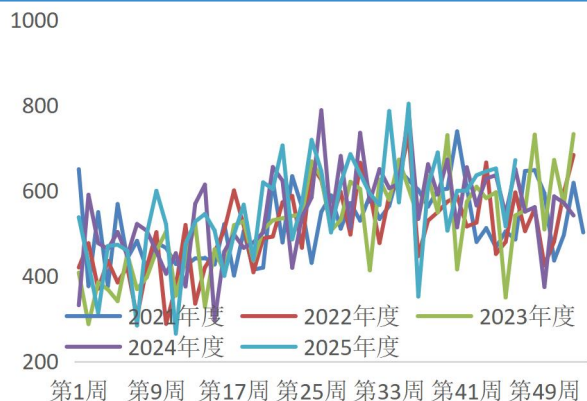
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 8： 澳洲铁矿总发货量 单位：万吨



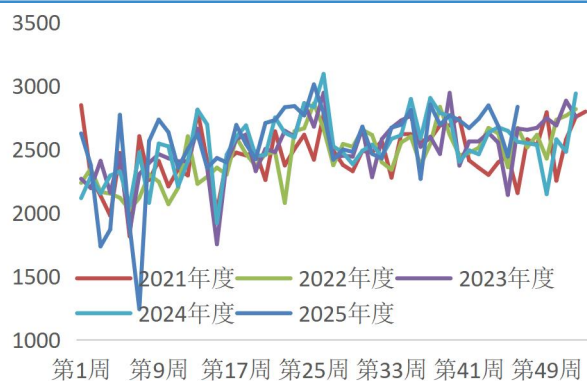
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 10： VALE 铁矿石发运量 单位：万吨



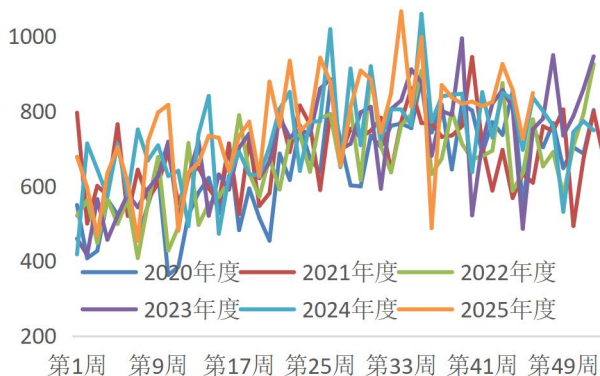
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 7： 澳洲巴西铁矿总发货量 单位：万吨



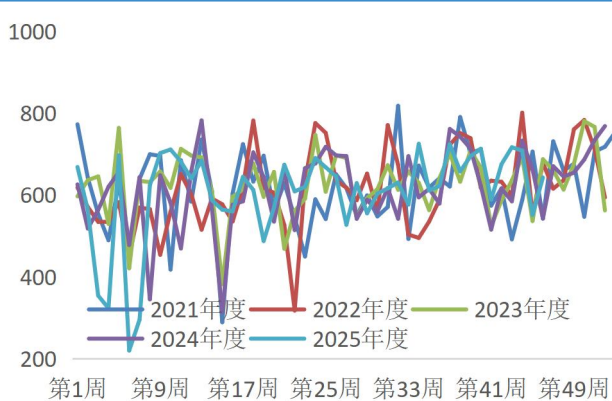
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 9： 巴西铁矿总发货量 单位：万吨



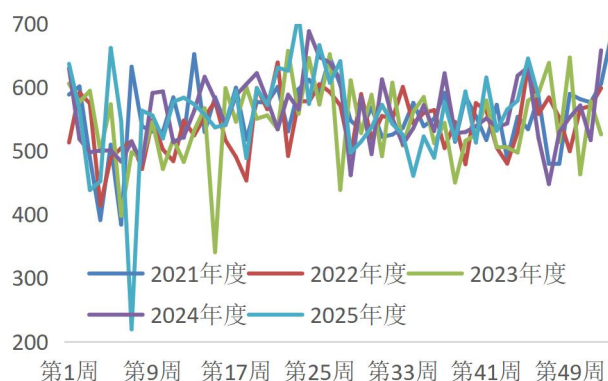
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 11： 力拓发运量 单位：万吨



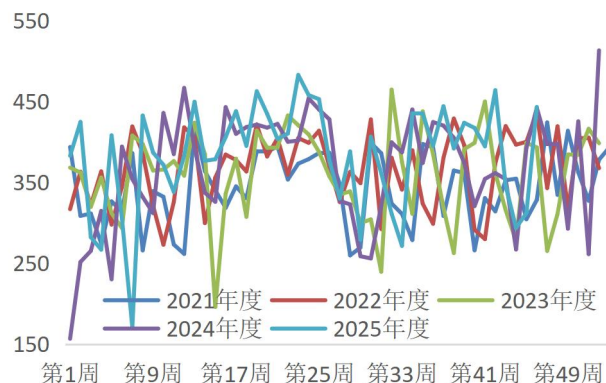
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 12: BHP 发运量 单位: 万吨



数据来源: mysteel 新世纪期货

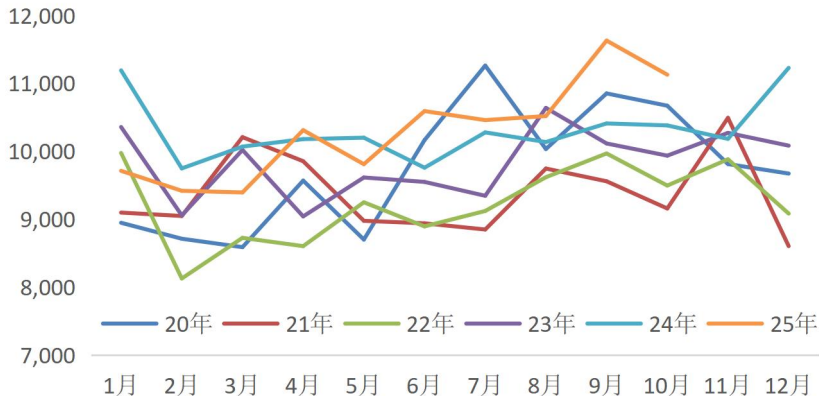
图 13: FMG 发运量 单位: 万吨



数据来源: mysteel 新世纪期货

海关总署数据显示, 2025 年 10 月进口铁矿砂及其精矿 11131 万吨, 同比增加 760 万吨, 9 月份进口铁矿创单月历史新高, 10 月份延续高进口趋势。2025 年 1-10 月中国累计进口铁矿砂及其精矿 **10.3 亿吨**, 同比增加 636 万吨, 其中进口澳巴主流矿同比增加 1313 万吨。1-10 月份澳洲铁矿进口同比增加 970 万吨, 巴西进口同比增加 343 万吨, 非澳巴进口同比回落 677 万吨, 其中印度进口同比大幅回落 1410 万吨, 非主流矿进口持续低位, 去年三季度至今进口印度铁矿数量持续高位回落, 与印度政府 50% 出口关税延续有关。

图 14: 铁矿进口量 单位: 万吨



数据来源: mysteel 新世纪期货

2024 年同期非主流矿进口占比提升了 2.35%, 主要增量来自印度、秘鲁、乌克兰等国, 但进入 2025 年后, 这一趋势出现逆转。海外印度粗钢产量同比增加 1260 万吨, 满足内需为主, 印度对中国铁矿的出口大幅回落。12 月都是澳洲、巴西矿山为完成年度指导目标而加速发运的阶段, 因此四季度发运总量环比三季度仍有一定抬升空间, 到港压力或在 12 月-次年 1 月达到峰值。

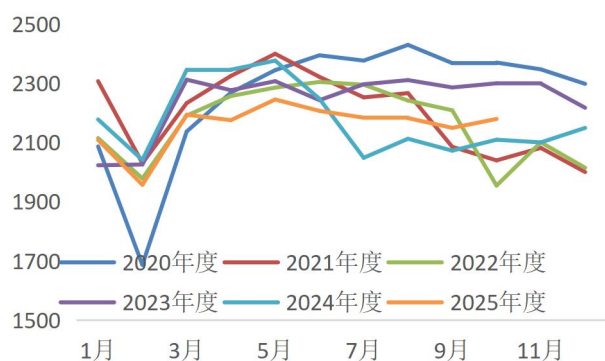
## 1.2 国产矿供给整体下滑趋势

2025 年 10 月全国 332 家铁矿山企业铁精粉产量为 2179.8 万吨, 环比增加 30.13 万吨, 10

月份当月铁精粉产量同比延续增加，但增速放缓；2025 年 1-10 月 332 家铁矿山企业铁精粉累计产量 21585 万吨，累计同比减少 295 万吨，降幅 1.35%，显示出整体产量的下滑趋势。1-10 月份分地区来看，华北地区同比下降 450 万吨，华东地区同比增加 260 万吨，西南地区同比回落 200 万吨，东北地区同比增加 20 万吨。2024 年国内铁精粉产量 26131 万吨，同比回落 770 万吨，2025 年较 2024 年持续回落。

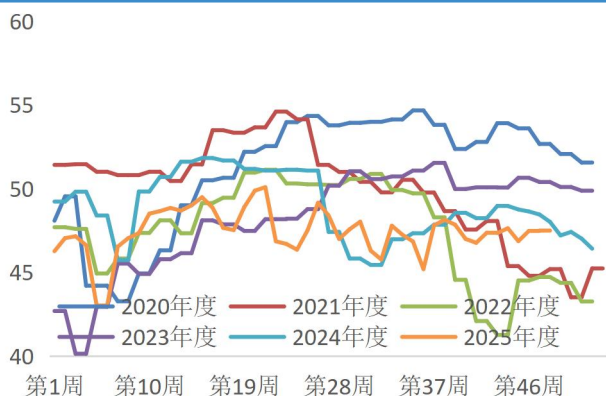
2025 年“十四五”收官之年，国内铁精粉产量的释放受到多方面因素的影响，从“基石计划”推出以来，国内精粉产量并未出现较大幅度增加，该计划在实施过程中面临一些挑战，如资源勘探不足、开发成本高昂或环保限制等。从周期来看国内铁精粉产量和国内废钢消费量以及终端用钢需求的预期相关性较大，11-12 月能否延续增加取决于环保松紧与华北产能复工节奏。

图 15： 国产铁精粉产量 单位：万吨



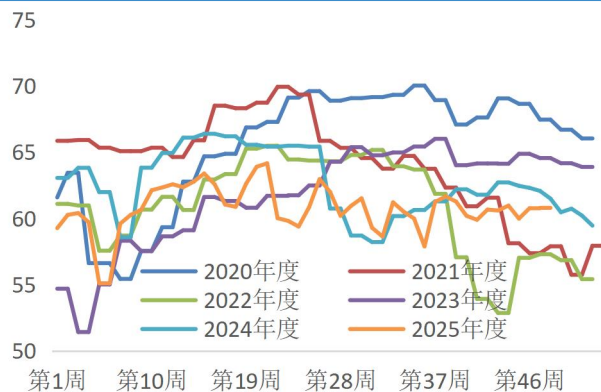
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 17： 186 家矿山铁精粉日均产量 单位：万吨



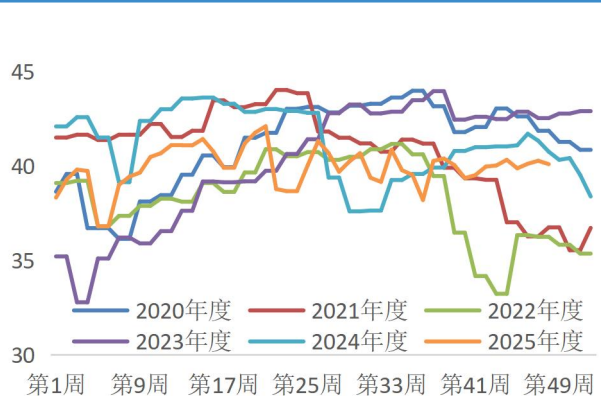
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 16： 186 家矿山企业产能利用率 单位：%



数据来源：mysteel 新世纪期货

图 18： 126 家矿山铁精粉日均产量 单位：万吨



数据来源：mysteel 新世纪期货

## 二、需求端

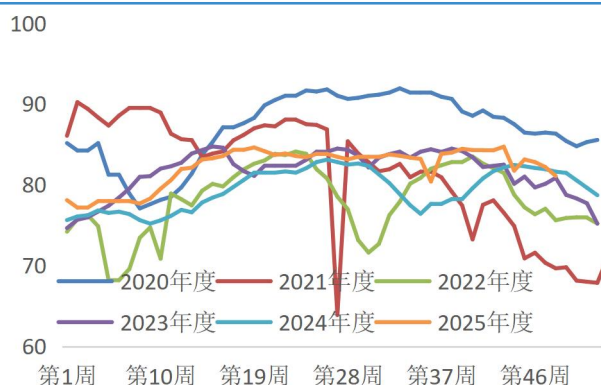
### 2.1 铁水产量季节性回落

随着气温下降，建材下游需求开始季节性走弱，成材高库存矛盾难以解决，在钢厂亏损的



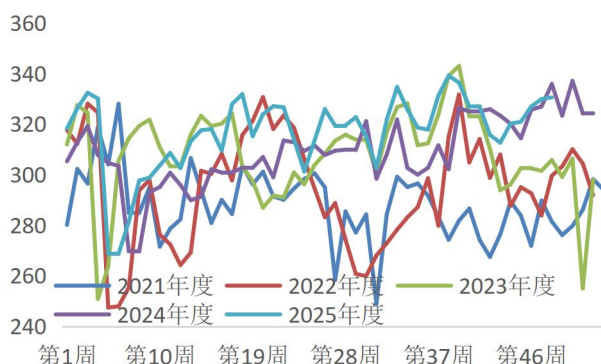
情况下，铁水产量倾向于缓慢下滑的状态。截至 11 月 28 日，247 家钢厂高炉开工率 81.09%，环比上周减少 1.1 个百分点；高炉炼铁产能利用率 87.98%，环比上周减少 0.6 个百分点；钢厂盈利率 35.06%，环比上周减少 2.60 个百分点；日均铁水产量 234.68 万吨，环比上周减少 1.60 万吨。钢材需求下滑速度快于减产速度，库存进一步累积，铁水产量可能继续下滑。但按目前的钢厂盈利率和库存水平，即使进入冬季，政策性与环保限制可能边际增加，但导致钢厂大幅减产的基本面条件暂不充足。如果不集中减产，铁水慢慢小幅下滑，对铁矿冲击较小。

图 19： 247 家钢厂高炉开工率 单位：%



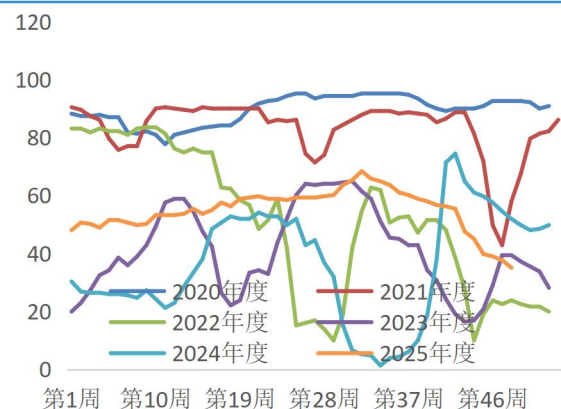
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 21： 铁矿日均疏港量 单位：万吨



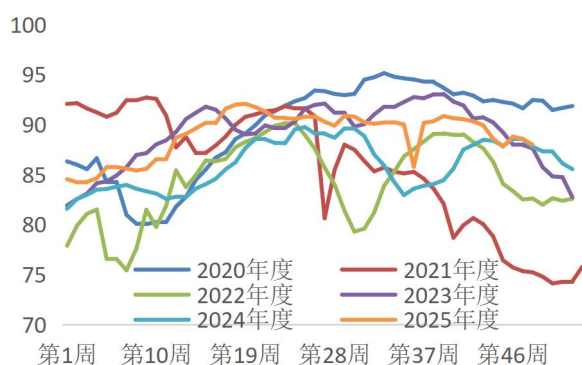
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 23： 247 家钢厂盈利率 单位：%



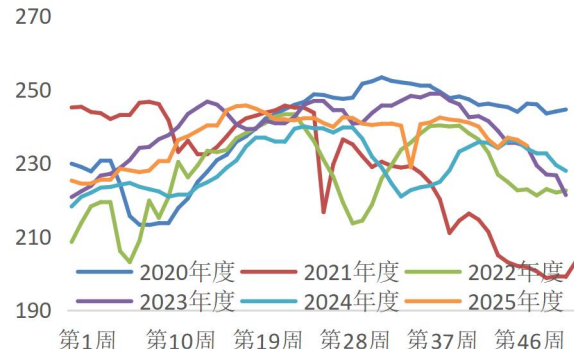
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 20： 247 家高炉产能利用率 单位：%



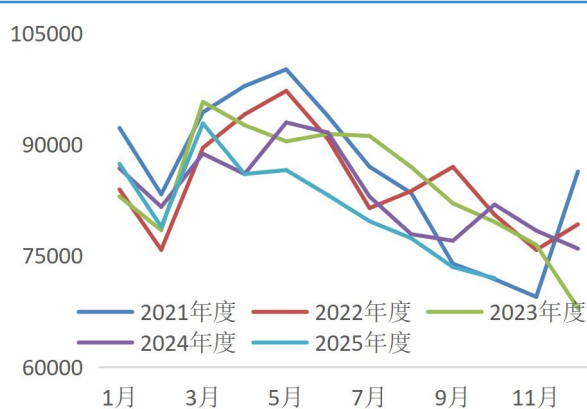
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 22： 247 家钢厂日均铁水产量 单位：万吨



数据来源：mysteel 新世纪期货

图 24： 钢材月度产量 单位：万吨



数据来源：mysteel 新世纪期货



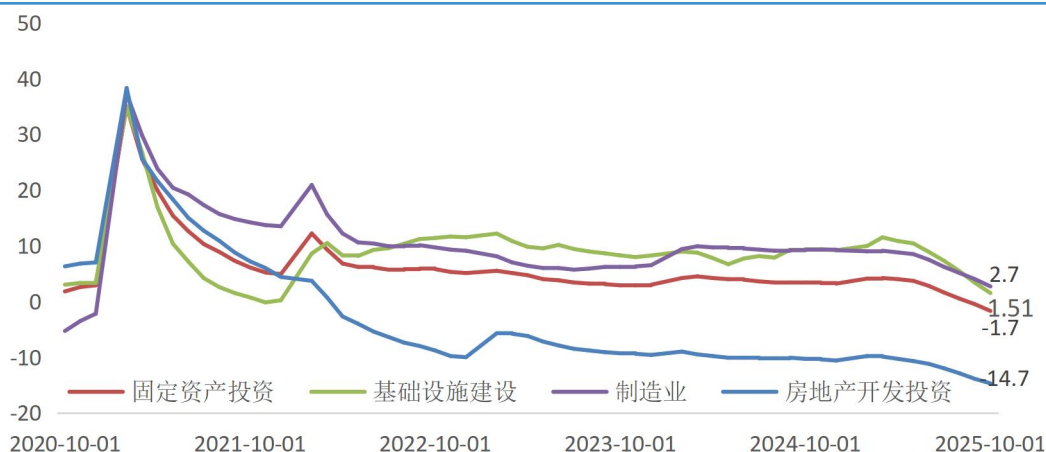
2025 年以来，铁水产量整体呈“高位震荡、逐月回落”的走势，年度高点出现在三季度末，峰值达到 242.36 万吨。产量变化与盈利率同步性极高，三季度钢厂盈利率大部分时间在 60% 以上，高炉“能开尽开”是铁水产量冲高的直接原因。四季度需求降温，产量顺势下调，钢厂盈利率从 8 月的 68.4% 跌至 35.06%，回落了超 3 成，亏损面扩大迫使部分高炉检修或减产，日均铁水从峰值降至 234.68 万吨，累计下滑 7.68 万吨。展望 12 月，若钢材冬储需求不及预期、盈利率继续下滑，日均铁水存在进一步向 228 - 234 万吨区间靠拢的可能；反之，若宏观政策加码、成材去库加快，产量或再度回稳至 235 万吨一线。

## 2.2 投资端整体偏弱

外部环境复杂多变，国内市场竞争激烈，企业投资收益普遍下滑。当前国内投资端整体表现偏弱，1-10 月固定资产投资累计完成 408914 亿元，同比下降 1.7%，连续两个月负增长，且降幅较 1-9 月(-0.5%) 显著扩大。三大核心投资板块制造业、基建以及房地产投资增速均呈现逐步下滑趋势。2025 年 1-10 月，基础设施建设投资同比增速为 1.51%，下半年财政支出力度边际收缩，基建投资较上半年出现明显下滑；制造业投资累计同比增速为 2.7%，较 1-9 月下滑 1.3 个百分点，10 月中美贸易摩擦叠加欧美补库尾声，显示出口压力明显加大；房地产开发投资累计同比增速为-14.7%，较 1-9 月下滑 0.8 个百分点，房地产仍未止跌，成为拖累整体投资的关键因素。钢材市场真正反转，仍需等待房地产“销售-拿地-新开工”链条的企稳回升。

图 25： 固定资产投资完成额

单位：%



数据来源：mysteel、新世纪期货

## 2.3 地产依旧低迷

据国家统计局数据，房地产数据处于持续下滑态势。2025 年 1-10 月，房地产开发投资 73563 亿元，同比下降 14.70%，降幅较前值扩大 0.8%，创年内新低，表明地产投资端尚未止跌。10 月投资 5857 亿元，同比下降 23.0%，环比下降 20.81%，创 2022 年 12 月以来最大单月降幅。与

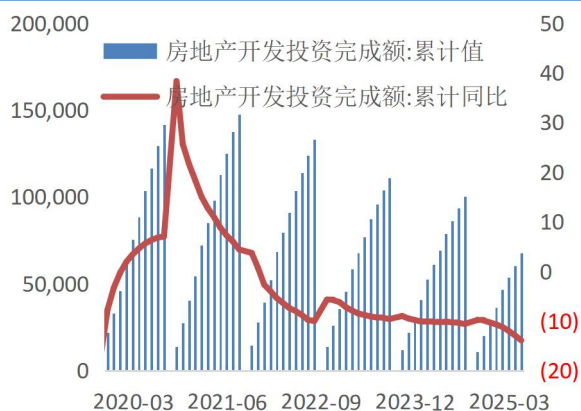
房地产相关的三个重要指标，新开工面积、竣工面积和施工面积的表现也都偏弱。1-10月，新开工 49061 万平方米，同比下降 19.8%，降幅较前值扩大 0.9%；竣工面积 34861 万平方米，同比下降 16.9%，降幅较前值扩大 1.6%。房屋施工面积 652939 万平方米，同比下降 9.4%，降幅与前值持平。其中施工面积持稳，新开工面积和竣工面积较前值降幅继续扩大。房地产价格的改善动能不足，当前政策效果减弱，居民收入预期和信心并没有明显改善是主要因素。

表 2：历年房地产行业数据和增速

年份	房地产开发投资		销售面积		新开工面积		施工面积		竣工面积	
	绝对值	增速	绝对值	增速	绝对值	增速	绝对值	增速	绝对值	增速
	(万亿元)	(%)	(亿㎡)	(%)	(亿㎡)	(%)	(亿㎡)	(%)	(亿㎡)	(%)
2019 年	13.22	9.90	17.16	-0.10	22.72	8.50	89.38	8.70	9.59	2.60
2020 年	14.14	7.00	17.61	2.60	22.44	-1.20	92.68	3.70	9.12	-4.90
2021 年	14.76	4.40	17.94	1.90	19.89	-11.40	97.54	5.20	10.14	11.20
2022 年	13.29	-10.00	13.58	-24.30	12.06	-39.40	90.50	-7.20	8.62	-15.00
2023 年	11.09	-9.60	11.17	-8.50	9.54	-20.40	83.84	-7.20	9.98	17.00
2024 年	10.03	-10.60	9.74	-12.90	7.39	-23.00	73.32	-12.70	7.37	-27.70
2025年1-10月	7.36	-14.70	7.19	-6.80	4.91	-19.80	65.29	-9.40	3.49	-16.90

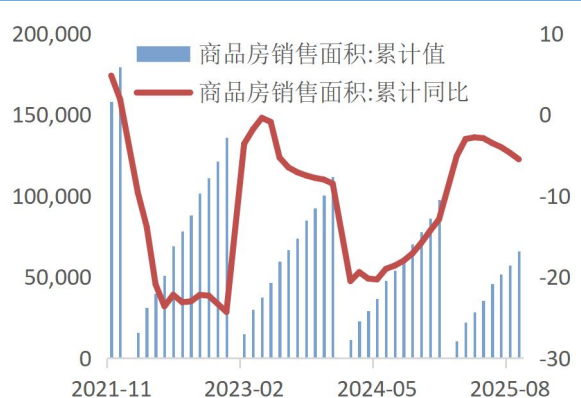
图表来源：新世纪期货

图 26：房地产开发投资累计值 单位：亿元



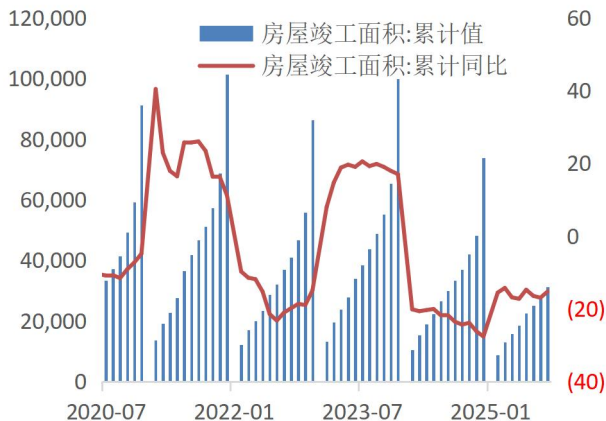
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 27：商品房销售面积累计值 单位：亿元



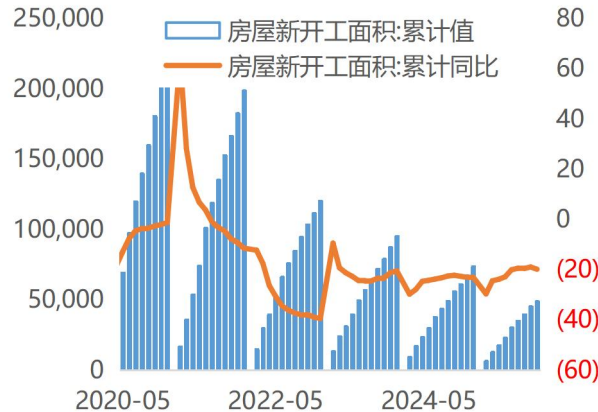
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 28：房地产竣工面积累计值 单位：亿元



数据来源：Wind 新世纪期货

图 29：商品房新开工面积累计值 单位：亿元



数据来源：Wind 新世纪期货

10 月中美贸易摩擦加剧对美出口暴跌 25.2%，外需萎缩直接影响制造业投资信心，短期内制造业投资难有明显改善，但新质生产力相关领域仍将保持韧性。随着“两重”项目加速落地，基建投资有望在年底至明年初率先企稳回升，预计全年增速有望回升。销售、拿地、新开工链条尚未企稳，投资降幅可能会在-12%至-15%区间持续一段时间，预计房地产投资在 2026 年上半年有望逐步企稳。

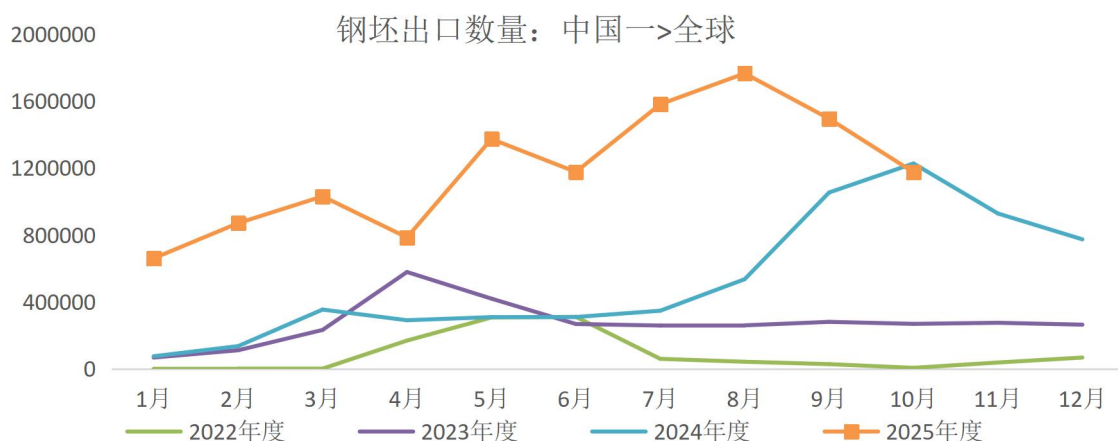
## 2.4 钢材需求疲软，依赖钢坯出口

2025 年由于高端板材、优特钢等高附加值钢材订单明显下滑，以及国内房地产低迷导致长材内需不足，钢厂为了维持铁水高位运行，钢厂加大海外“去库存”力度，只能将铁水转向技术门槛低、需求相对稳定的钢坯。东南亚、中东新兴轧钢产能扩张，对中国钢坯需求旺盛；部分国家对中国成品钢材加征反倾销税，促使出口结构向初级产品倾斜。

2025 年 10 月，中国钢坯出口量约为 117 万吨，继续回落 32 万吨；而 1-10 月累计出口量已达 1124 万吨，同比大幅增长，成为拉动中国钢材出口的重要品类之一。钢坯作为半成品，出口激增导致国内深加工能力浪费、不可再生能源和物资消耗增加，留下污染物和碳排放，加剧环保压力，阻碍钢铁产业升级，加剧低水平市场竞争。政策层面 7 月“反内卷”政策作为中长期导向已较为明确，关注后续钢坯出口走势情况。

图 30：钢坯出口数量走势图

单位：吨



数据来源：mysteel、新世纪期货

## 三、库存端

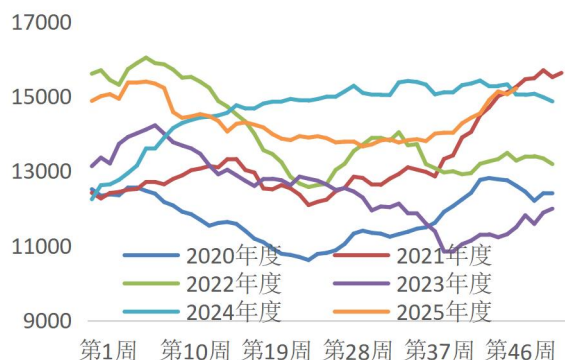
### 3.1 下半年港口库存逐步累积

今年以来，铁矿石港口库存总体呈现“先去后累”走势。年初以 15392.53 万吨高位开局，在铁水增产驱动下 8 月 1 日降至 13657.9 万吨，去库幅度达 1735 万吨；此后供需逆转，一路累积至 15210.12 万吨，回补 1552 万吨。截至 11 月 28 日，全国 45 个港口铁矿石库存环比回升



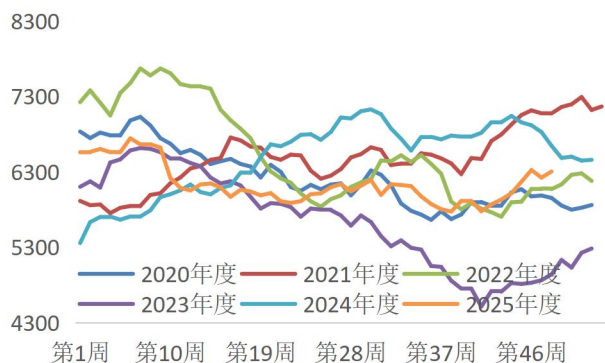
155.47 万吨至 15210.12 万吨，处于 8 个月高位。与此同时，247 家钢厂进口矿库存环比回落 58.75 万吨至 8942.48 万吨，创五年以来同期最低位。近期，钢厂利润挤压叠加限产预期，补库动能不足，“随买随用”策略延续，预计港口库存年底有望进一步攀升至年初 2 月份高位水平。今年春节偏晚，预计高库存维持到 3 月中旬。

图 31： 45 港港口库存 单位：万吨



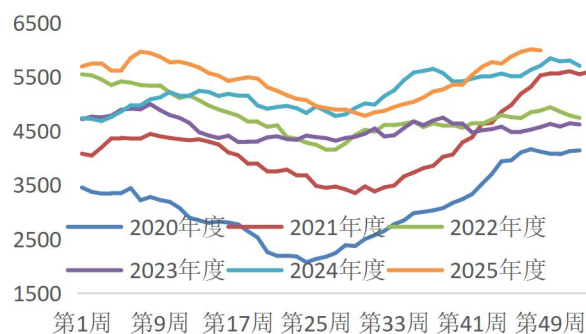
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 33： 45 港澳矿库存 单位：万吨



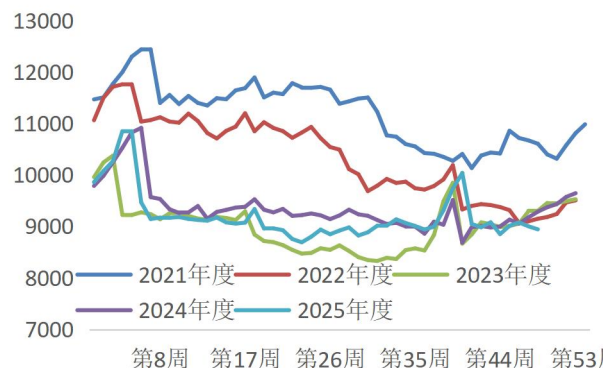
数据来源：mysteel 新世纪期货

图 32： 45 港巴西矿库存 单位：万吨



数据来源：mysteel 新世纪期货

图 34： 247 家钢厂进口矿库存 单位：万吨



数据来源：mysteel 新世纪期货

## 四、铁矿行情展望

展望 12 月份，美联储议息会议与国内经济工作会议同频落地，宏观情绪或有望阶段性回暖，但政策对地产与基建拉动有限。铁矿石基本面主线仍是“供给宽松、需求低位、港口累库”，供需过剩格局难以扭转。四大矿山为兑现年度目标有冲量空间，12 月整体供应宽松格局难以改变。需求端受国内钢厂限产、高炉开工率回落影响，终端成材消费疲软，制造业、基建以及房地产投资均呈现逐步下滑趋势。但按目前的钢厂盈利率和厂内库存，钢厂集中性减产的概率较低，铁水或小幅下降。当下铁矿石、钢材的库存均超过去年同期水平，港口累库趋势难以逆转。基于铁元素供给过剩的矛盾尚未解决，累库现象还在持续，预计铁矿石普氏指数难以长期维持 100 美金以上水平，铁矿期价缺乏上攻动能，激进投资者尝试前高试空，突破紧止损。

## 免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。
4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。
5. 研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 浙江新世纪期货有限公司

地址： 杭州市拱墅区万寿亭 13 号  
 邮编： 310003  
 电话： 400-700-2828  
 网址： <http://www.zjncf.com.cn>

