

【申银万国期货】集装箱航运回暖，运价四连涨

——航运周度报告

摘要：

2023 年 4 月 24 日

分析师：柴玉荣
从业资格号：F03111639
投资咨询号：Z0018586

分析师：叶慧超
从业资格号：F03086553

电话：021-50586292
邮箱：chaiyr@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 7、8、10 楼
邮编：200122
电话：02150588811
传真：02150588822
网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

1、市场概述

干散货航运：一季度运力调控下航运盈利恢复。从供给端来看，一季度集装箱船队增速环比上升0.3个百分点达5.0%，2024、2025 年预计船队规模增速分别为6.5%、7.1%。3月，全球闲置运力整体下降，但航运联盟整体停航部分美国航线，叠加需求端边际复苏，船舶装载率整体反弹且航速上行。

集装箱航运：上周波罗的海货运指数从1405.63增至1598.80，在连续三周下降后出现反弹，总体依旧在延续2021年9月以来的下行趋势。SCFI运价综合指数从1033.65增至1037.07，周线四连涨，连续第二周重回千元大关，自去年开始一路下跌的集装箱海运市场，从今年3月开始似乎出现了明显的“回暖”。

油轮：油轮运价涨跌互现。原油运输指数BDTI从1242降至1146，成品油运输指数BCTI从958小幅增至968。3月最新数据显示，从欧佩克和中东出发的油轮运量均小幅提升。

LNG：国内液化石油气价格回升。4月14日，液化石油气市场价格为4510元/吨，4月21日市场价升至4739元/吨，价格上升5.08%。

2、总结展望

干散货航运：短期全球集装箱运价已触底反弹，维持震荡；中长期依然面临欧美经济转弱、船队增长提速、2M 解体后价格战风险上行的压力，但受成本约束及航运碳中和影响，或将好于预期。因此集装箱出口运价上行压力再度凸显，“一带一路”地区相关航线运费更有韧性。建议关注集装箱航运市场相关的高频指标。

集装箱航运：短期集装箱运价尚未看到趋势性拐点，整体运价接近见底。欧洲需求有所复苏，但景气度依旧处于荣枯线下方，美国经济景气度反弹，但持续性有待验证，同时欧美降低对我国的进口需求，需求难有明显起色，二季度集装箱运价难有明显起色。

油轮：由于俄乌冲突升级、船队老化和新造船订单减少，预计今年二季度全球油轮运价仍将受到支撑，但石油供应减少和对经济衰退的担忧或将限制涨幅。

LNG：欧洲计划为下一个冬季的能源供应做好准备，预计今年夏季其LNG需求将大幅增长，这将利好LNG运输市场。根据最新数据，LNG船队现有订单量占比达到50%，创下历史新高。当前LNG期租运价稳健，未来供应吃紧下运价或易涨难跌。

一、市场概述

1、干散货航运

一季度运力调控下航运盈利恢复。从供给端来看，一季度集装箱船队增速环比上升 0.3 个百分点达 5.0%，2024、2025 年预计船队规模增速分别为 6.5%、7.1%。3 月，全球闲置运力整体下降，但航运联盟整体停航部分美国航线，叠加需求端边际复苏，船舶装载率整体反弹且航速上行。

2、集装箱航运

上周波罗的海货运指数从 1405.63 增至 1598.80，在连续三周下降后出现反弹，总体依旧在延续 2021 年 9 月以来的下行趋势。SCFI 运价综合指数从 1033.65 增至 1037.07，周线四连涨，连续第二周重回千元大关，自去年开始一路下跌的集装箱海运市场，从今年 3 月开始似乎出现了明显的“回暖”。从分航线的运价指数来看，四大主要航线的运价均出现不同程度的下降。

3、油轮

油轮运价涨跌互现。原油运输指数 BDTI 从 1242 降至 1146，成品油运输指数 BCTI 从 958 小幅增至 968。3 月最新数据显示，从欧佩克和中东出发的油轮运量均小幅提升。从欧佩克出发的航行中油轮运量从 2 月的 23.54 百万桶/天增至 24.07 百万桶/天，从中东出发的航行中油轮运量从 2 月的 17.78 百万桶/天增至 17.81 百万桶/天。

4、LNG

国内液化石油气价格回升。4 月 14 日，液化石油气市场价格为 4510 元/吨，4 月 21 日市场价升至 4739 元/吨，价格上升 5.08%。根据国家统计局最新公布的 3 月液化气产量来看，我国液化天然气月度产量基本处于上涨趋势之中，2023 年 3 月液化天然气产量增至 171.77 万吨，增速由 3.83% 增至 4.95%，整体依旧处于正常的增速波动区间之内。

二、干散货航运

1、行业要闻

3月出口缓和此前下降趋势。3月美元计出口增14.8%，进口降1.4%。海关总署发布数据显示，按美元计价，今年3月中国进出口总值5429.9亿美元，增长7.4%，月增32%。其中出口增长14.8%，好于预估的下降7.1%；进口年减1.4%，也较预估的下降6.4%较佳。3月进口同比下降1.4%，优于市场预期的同比下降5%，3月贸易顺差881.9亿美元，高于预期的贸易顺差392亿美元。

钢材出口成为主导。2023年前两个月，中国钢材出口量为1,219万吨，年增达49%。业内人士表示，当前国际钢材供应紧张、价格上涨，中国钢材价格优势突显，成为支撑钢材出口火爆的主因，情况或可持续到5月份。以热轧板卷品类为例，截至今年3

月底，中国、印度、土耳其热轧卷板出口报价（FOB）较去年同期均有所上涨，涨幅在每吨65美元至150美元，但中国热卷出口报价较上述出口地区报价每吨低65美元至165美元左右。

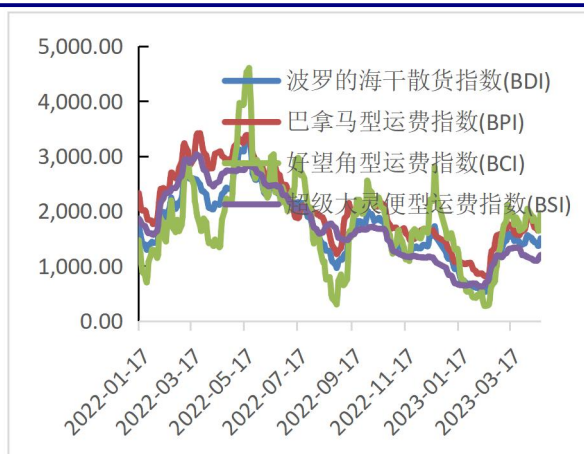
一季度运力调控下航运盈利恢复。从供给端来看，一季度集装箱船队增速环比上升 0.3 个百分点达 5.0%，2024、2025 年预计船队规模增速分别为 6.5%、7.1%。3 月，全球闲置运力整体下降，但航运联盟整体停航部分美国航线，叠加需求端边际复苏，船舶装载率整体反弹且航速上行。此外，燃油价格、租船成本、船员工资整体均上行，航运成本增加，联盟为保长协运价积极挺价。

4月集装箱运费集体反弹。4 月 14 日，上海出口集装箱运价指数（SCFI）的美西和美东航线运费分别收于 1668 美元/FEU 和 2565 美元/FEU，环比分别上涨29.1%和 19.4%，美西航线较最低点已反弹 45.3%，连续 2 周反弹。上海-欧洲基本港和地中海港口的运费分别收于 871 和 1618 美元/TEU，环比分别回落 0.7%和0.2%。

2、贸易及港口需求

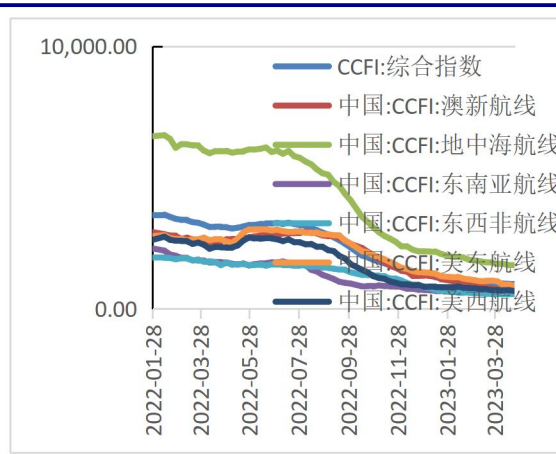
本周，中国出口集装箱运输市场整体行情总体平稳，各航线因供需基本面不同，运价走势出现分化，综合指数微幅上涨。国家统计局最新公布的数据显示，中国第一季度 GDP 同比增长 4.5%，超过市场预期，4 月 21 日，上海航运交易所发布的上海出口集装箱综合运价指数为 1037.07 点，较上期上涨 0.3%。

图 1：主要航运价格指数



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：主要航线景气度



资料来源：Wind，申万期货研究所

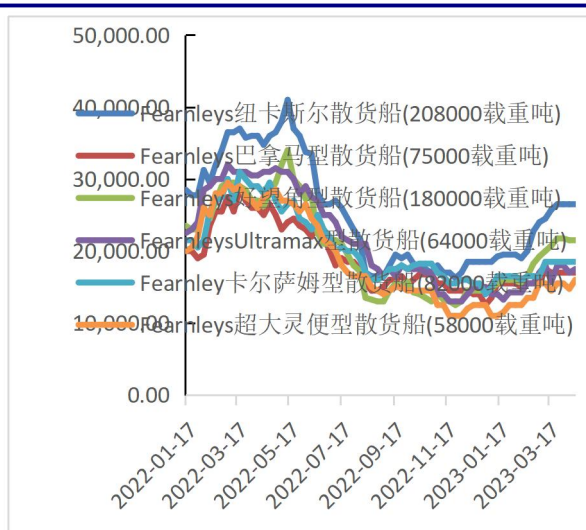
3、国际航运租金变化

从船用燃料消费角度来看，集装箱船舶消耗船用燃料的占比高达 22%，位居首位，其次是散货船（18%）、油轮（13%）。其余船舶类型占比均不足 10%，包括杂货船（7%）、滚装船和

滚装客船（6%）、化学品船（6%）、渔船（5%）、LNG 船（5%）、游轮（4%）等。在集装箱运输业明显进入下行趋势的背景下，低硫燃料油需求端将持续受到打压。

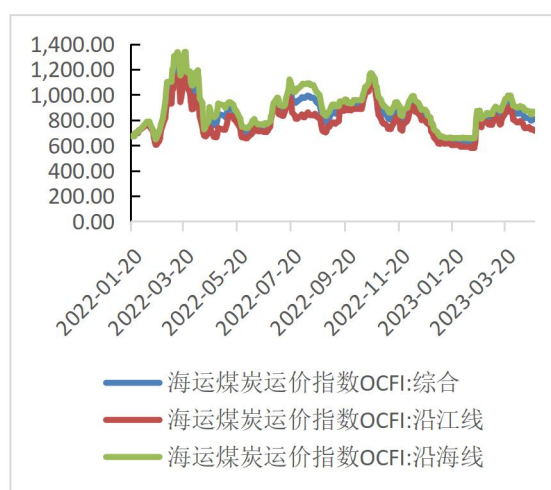
4月海外港口拥堵再现。4月以来国际集装箱运价止跌反弹，美西航线运价快速回暖，船东挺价保长协费率、美国进口箱量增长、汇率计价压制减弱、经营成本攀升、港口拥堵反弹及短期港口停工等因素都使短期集运运价触底反弹，港航数据也印证了近期我国出口超预期表现。

图 3：主要航运价格指数



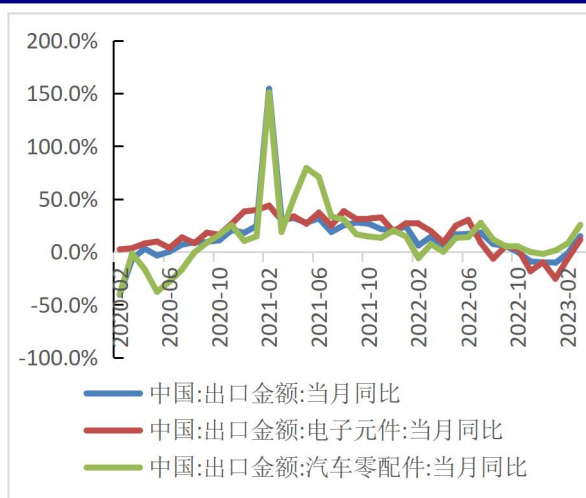
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 4：主要煤炭航线运输价格



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 5：主要出口产品增速（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 6：国际油价近期开始回弹（美元）



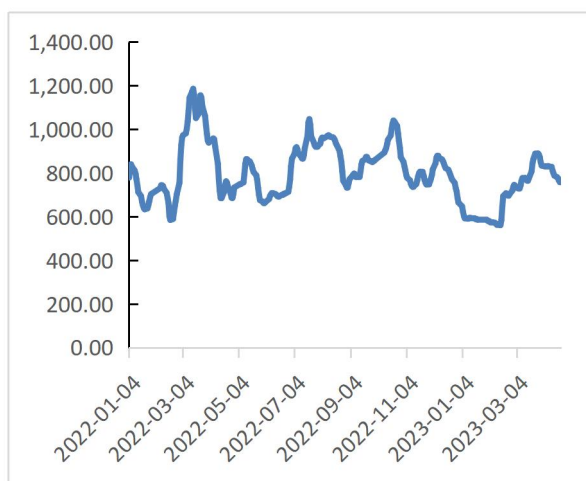
资料来源：Wind，申万期货研究所

4、航运衍生品市场变化

FFA 是新加坡交易所推出的具备全球影响力的运费风险管理工具。它是买卖双方达成的远期运费协议，通过交易双方商定的未来某段时间的运价或租金来规避现货市场的风险，相应合约的交割结算价格按照波罗的海交易所公布的相关航线每日指数的月度平均值进行结算。

2022年，干散货航运衍生品FFA(Forward Freight Agreement)市场成交量略有减少，持仓量继续增长并创历史新高。据波罗的海交易所统计，2022年干散货FFA总成交量为221.83万手，日均成交量为0.87万手，较2021年减少10.04%，但仍高于近3年平均水平(0.81万手)；日均持仓量为46.95万手，较2021年增长10.46%，达到历史最高水平。

图 7：CBCFI 煤炭运价指数



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 8：好望角型航运指数



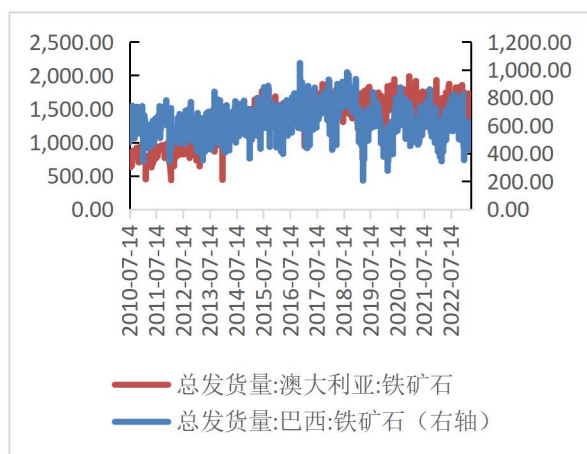
资料来源：Wind，申万期货研究所

5、铁矿及煤炭航运市场分析

铁矿需求方面，需求端，3月铁矿石进口量达1.0亿吨，同比增14.8%；累计进口同比增9.7%；钢材出口维持韧性。**供应方面**，4月20日巴西到中国单吨运费21.39美元/吨，环比上周回落3.4%。4月20日澳大利亚到中国单吨运费8.07美元/吨，环比上周回落1.4%。4月21日南非到中国单吨运费15.68美元/吨，环比上周回落1.7%。**煤炭需求方面**，国家统计局数据显示，今年3月，原煤进口大幅增加。3月进口煤炭4117万吨，同比增长150.7%，增速比1—2月份加快79.9个百分点。1—3月份，进口煤炭1.0亿吨，同比增长96.1%。**供给方面**，3月煤炭进口达4116.5万吨，同比增150%；一季度累计进口1.02亿吨，同比上涨96.5%。由于斋月影响，印尼煤炭发运持续回落，但同比仍然偏高。印度煤炭库存环比持续改善，但同比仍然偏低，雨季的不确定性意味着印度煤

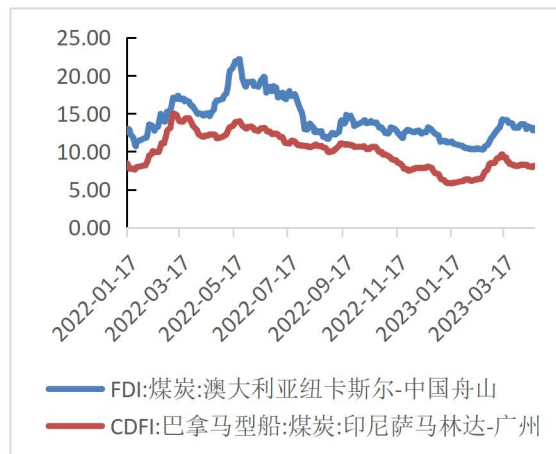
炭补库需求仍然相对偏高，关注二季度印度煤炭开采和进口的情况。南美大豆发运进入鼎盛状态，对于散货市场形成持续支撑。

图 9：铁矿发货量近期回落（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 10：煤炭运费近期上涨（美元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

三、集装箱航运

1、行业要闻

尽管运价持续暴跌，但集装箱航运公司订造新船的热度始终不退。波罗的海国际航运公会（BIMCO）在最新发布的报告中称，过去 10 个季度来集装箱船新船订单总计高达 861 万 TEU，与之前 30 个季度的订单总和相当。截止目前，集装箱船手持订单已经连续 10 个季度保持增幅，而且在过去 4 个季度里不断刷新历史纪录，目前达到 754 万 TEU，相当于现有船队运力约 2609 万 TEU 的 28.9%。庞大的手持订单将在未来几年推动船队规模显著增长。在今年剩余时间和 2024 年里共计将有 503 万 TEU 的新船交付运营。BIMCO 估计，在此期间旧船报废量将达到近 100 万 TEU，因此集装箱船船队可能很快会增长 16% 超过 3000 万 TEU 大关，这在历史尚属首次。

在强劲租船市场支撑下，今年被出售拆解的老旧集装箱船数量远远低于预测，且没有放缓的迹象。根据 Alphaliner 数据，在 2023 年已过去的四分之一时间里，仅有 28 艘、48,555 TEU 集装箱船被送拆，最终目的地为印度次大陆及土耳其的海滩和废品堆场。与此相比，由于 2021、2022 两年几乎没有旧船送拆，而当下集装箱航运市场正面临货运需求崩溃、大量新造船即将下水、碳排放法规不确定等压力，Alphaliner 在年初预估的全年拆解量为 35 万 TEU，其称这将有助于减轻今年 240 万 TEU 新造船吨位下水的影响。而有些业内人士认为，拆解销售量可能达到 2017

年的约 40 万 TEU，甚至达到 2016 年的 65TEU 的历史记录。Alphaliner 表示，今年迄今为止的拆解量低于预期，“主要是由于租船市场意外的强劲，一些船东热衷于延长那些原本送拆船舶的使用年限。”

倒计时！航运业“无人船”时代即将来临。据 BBC 报道，欧洲船企联手打造的零排放全自动集装箱船“Yara Birkeland”号在去年投入运营，目前船上配置了 5 名船员，到今年年底船员人数将进一步减少到 2 人。再过两年，该船将彻底拆除船桥，不留任何船员。“Yara Birkeland”号的船长 Svend Ødegård 介绍称：“我们正在朝着自主航行迈出重要的一步。这艘船上安装了许多现有船舶上没有的技术。我们在船舶的侧面、前面和船尾都安装了态势感知摄像头，它可以决定是否改变路线。”最终，“Yara Birkeland”号将在包括雷达、摄像头等传感器的辅助下导航，这些传感器会把数据输入人工智能，由人工智能探测和分类水上障碍物。船长的工作则将转移到陆地上，在 80 公里以外的一个远程操作中心，在那里可能同时监控多艘船舶。如果有必要，人类可以通过发送命令来干预，以改变速度和航线。

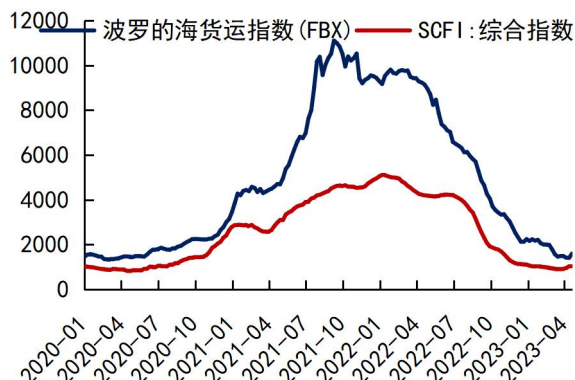
2、集装箱运价

从综合的运价指数来看，上周波罗的海货运指数从 1405.63 增至 1598.80，在连续三周下降后出现反弹，总体依旧在延续 2021 年 9 月以来的下行趋势。SCFI 运价综合指数从 1033.65 增至 1037.07，周线四连涨，连续第二周重回千元大关，自去年开始一路下跌的集装箱海运市场，从今年 3 月开始似乎出现了明显的“回暖”。

从分航线的运价指数来看，四大主要航线的运价均出现不同程度的下降。东南亚航线由 666.70 降至 653.62，为连续第二周下滑；欧洲航线由 1177.70 降至 1160.94，为连续第五周下滑；美东航线从 931.72 降至 867.65，自 2020 年以来首次降至 800 大关；美西航线由 708.93 降至 676.48，也是自疫情以来首次降至 600 大关。

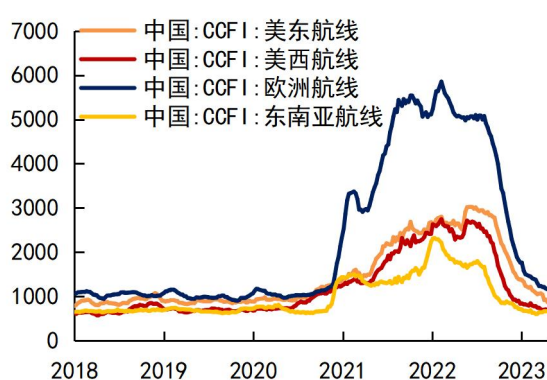
整体来看，目前集装箱航运运价处于下降的大趋势之中，主流航线运价多已接近甚至回到 2019 年疫情爆发前的价格水平。

图 11：集装箱运价综合指数



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 12：中国分航线运价指数



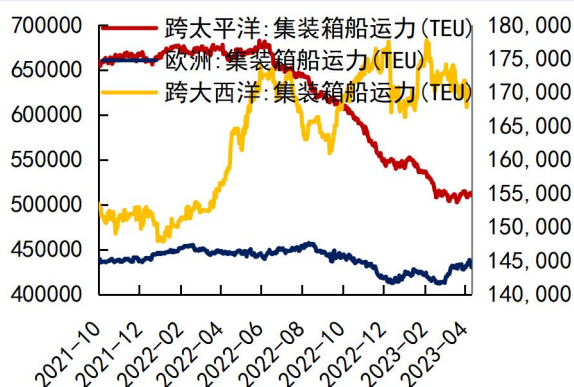
资料来源：Wind，申万期货研究所

3、集装箱运力

从全球主流航线集装箱运力情况来看，跨太平洋集装箱运力有所增加，从 509658TEU 升至 514761TEU，增加 5103TEU；跨大西洋集装箱运力从 170357TEU 降至 169954TEU，减少 403TEU；亚欧集装箱运力从 435610TEU 降至 432791TEU，减少 2819TEU。

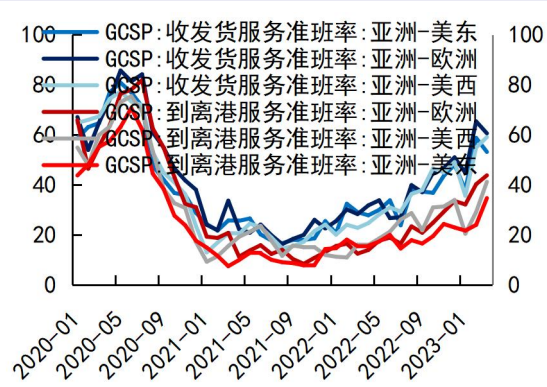
从航线的收发货和到离港准班率来看，全球主流航线的准班率不同程度提升，亚洲到欧洲的收发货服务准班率已基本接近 2020 年初，到离港服务准班率也居于主流航线前列，整体集装箱航运的运力服务延续恢复态势。

图 13：全球主流航线集装箱运力



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 14：全球主流航线准班率



资料来源：Wind，申万期货研究所

4、宏观需求

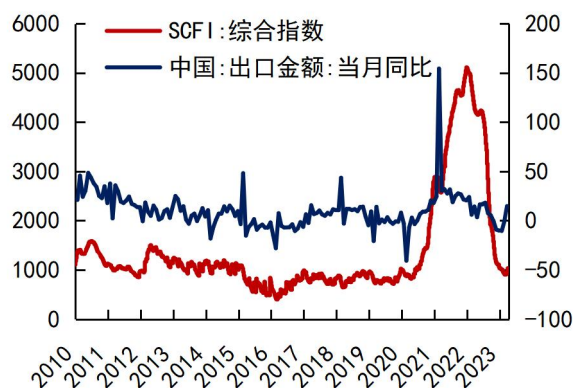
北美方面，周五公布美国 4 月 PMI 初值。4 月 Markit 制造业 PMI 初值为 50.4，预期值为 49.0，前值为 49.2；服务业 PMI 初值为 53.7，预期值为 51.5，前值为 52.6；综合 PMI 初值为 53.5，

预期值为 51.2，前值为 52.3。4 月美国制造业 Markit PMI 意外重回荣枯分水岭 50 上方，和服务业 PMI 均不降反升，分别创半年和一年来新高，综合 PMI 超预期强劲，创去年 5 月以来新高。上周跨太平洋运力有所增加，在运力供给增加下，使得短期运价小幅下降。

欧洲方面，欧元区 4 月 PMI 初值公布。4 月制造业 PMI 初值录得 45.5，预期值为 48，前值为 47.3；服务业 PMI 初值录得 56.6，预期值为 54.5，前值为 55；综合 PMI 初值录得 54.4，预期值为 53.7，前值为 53.7。4 月欧洲 PMI 回落，从我国出口欧洲的增速来看，今年整体对于欧洲的出口增速处于反弹之中，但由于跨大西洋的运力基本回到 2021 年期间的运力水平，使得运价依旧延续下滑态势，目前已基本接近疫情前的水平。

整体来看，欧洲经济复苏反弹，消费需求有所回暖，美国经济需求力度在减弱，最新中国 3 月出口数据显示，出口美国和欧盟的增速同比均为下滑，1-3 月累计出口美国增速同比下降 17%，整体集装箱市场的需求未见明显提升。

图 15：中国出口增速与 SCFI



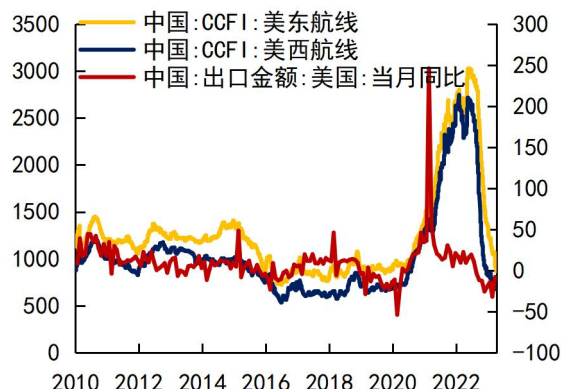
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 16：CCFI 东南亚航线与出口增速



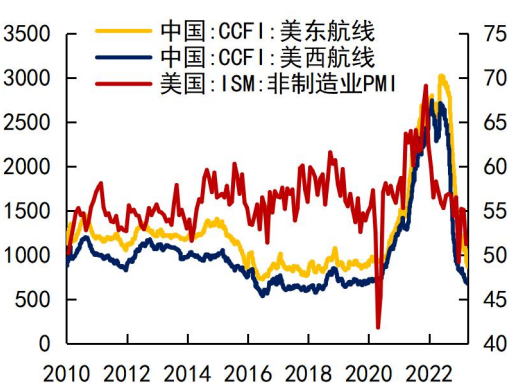
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 17：CCFI 美东西航线与出口增速



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 18：CCFI 美东西航线与美服务业 PMI



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 19：CCFI 欧洲航线与出口增速


资料来源：Wind，申万期货研究所

图 20：CCFI 欧洲航线与欧服务业 PMI


资料来源：Wind，申万期货研究所

四、油轮

1、行业要闻

全球第 2 艘！零排放电力推进油船“Akari”号交付运营。继去年交付的首制船“Asahi”号之后，日本船企联合建造的第二艘世界首制零排放电力推进油船“Akari”号近日也正式投入运营。4 月 19 日，日本商船三井宣布，由船东 Asahi Tanker 拥有并运营的第二艘零排放电力推进油船“Akari”号于 3 月 28 日完工，4 月 14 日在川崎港完成后次加注作业，为商船三井的铁矿石运输船“UNTA”号加注燃料。未来，“Akari”号将与姐妹船“Asahi”号一起，在京滨地区提供零排放燃料补给作业。与首制船“Asahi”号相同，“Akari”号也搭载了川崎重工开发的电力推进装置，以相当于 100 辆电动汽车所使用的大容量锂离子电池作为动力源。在货物装卸、停泊/离泊和航行过程中的每一个阶段都由锂离子电池提供动力，从而实现零温室气体排放。

二手原油轮价格创 25 年新高。5 年船龄的二手原油轮价格曾在 2020 年末跌至近年来的最低水平，此后上涨了 67%。船价在过去 12 个月里上涨了 34%，达到了 25 年来的新高。据克拉克森估计，2020 年 12 月，购买 5 年船龄的阿芙拉型油轮、苏伊士型油轮和 VLCC 共计花费约 1.385 亿美元。12 个月前，这一估值上升了 25% 至 1.72 亿美元。此后又增加了 5900 万美元至 2.31 亿美元。2022 年，七国集团国家对俄罗斯原油和成品油出口实施多项制裁。欧盟对俄罗斯石油进口的禁令于 2022 年 8 月全面生效，俄罗斯出口和欧盟进口格局发生巨变。与一年前相比，俄罗斯的石油出口对原油轮运输的贡献增加了 83%。特别是印度和中国已经增加了购买量。

欧盟则增加了从波斯湾和美国的进口，目前进口量比一年前增加了 13%，比 2022 年初增加了 42%。以上是 5 年船龄的阿芙拉型油轮、苏伊士型油轮和 VLCC 价格被推高的一个关键因素，这些油轮的价格目前分别为新造油轮价格的 96%、85% 和 83%。尽管二手船与新船的价格比很高，而且手持订单量仅为现有船队的 2.6%，但新船订单依然鲜有出现。

2、上周市场

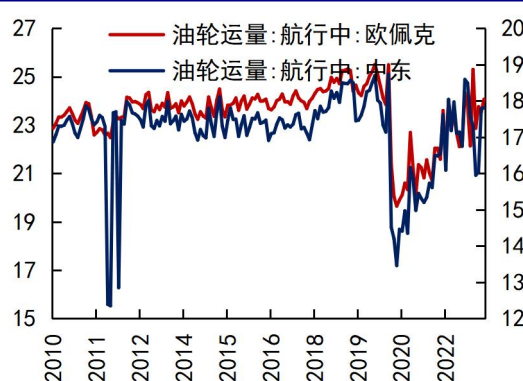
油轮运价涨跌互现。原油运输指数 BDTI 从 1242 降至 1146，成品油运输指数 BCTI 从 958 小幅增至 968。3 月最新数据显示，从欧佩克和中东出发的油轮运量均小幅提升。从欧佩克出发的航行中油轮运量从 2 月的 23.54 百万桶/天增至 24.07 百万桶/天，从中东出发的航行中油轮运量从 2 月的 17.78 百万桶/天增至 17.81 百万桶/天。

图 21：油轮运价指数



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 22：油轮运量（百万桶/天）



资料来源：Wind，申万期货研究所

五、LNG

1、行业要闻

LNG 船订单运力占比达 50%创下历史新高。根据克拉克森的最新数据，目前全球船订单量相当于所有船队总运力的 10%，但不同船队之间的差异很大。油轮船队的现有订单量仅占总运力的 4%，散货船队占 7%，集装箱船队占 29%，而液化天然气船队这一占比达到了 50%，创下历史新高。外媒 Splash 专栏作家 Andrew Craig-Bennett 在评论 LNG 订单量时指出：“LNG 订单激增的原因有目共睹——用船舶运输取代管道运输，这可能是永久性的，因为船舶允许自由选择供应商，而现在的世界充满不确定性。”

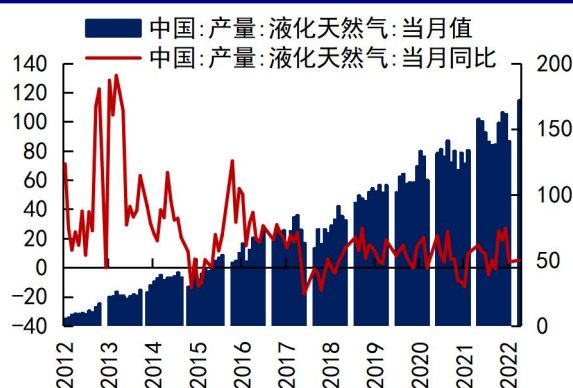
LNG 运输市场：今年夏季欧洲需求或将剧增。欧洲计划为下一个冬季的能源供应做好准备，预计今年夏季其 LNG 需求将大幅

增长，这将利好 LNG 运输市场。船舶经纪公司 Intermodal 在其最新周报中表示，今年 LNG 供应可能会超过需求，因此价格可能要降到鼓励消费的水平。据 Refinitiv 估计，今年夏天，全球 LNG 供应将出现约 40 亿立方米的盈余，其中大部分来自美国。根据最近签订的新船订单数据，由于需求高、造船能力有限和通货膨胀加剧，2023 年第一季度 LNG 造船价格上涨。初步数据显示，新造船价格在第一季度攀升至 2.53 亿美元，比韩国造船厂 5 年平均新造船价格高 127%。就订单数量而言，由于船台极其紧张，2023 年第一季度订造了 17 艘新船，而 2022 年第一季度为 37 艘。

2、上周市场

国内液化石油气价格回升。4 月 14 日，液化石油气市场价格为 4510 元/吨，4 月 21 日市场价升至 4739 元/吨，价格上升 5.08%。根据国家统计局最新公布的 3 月液化气产量来看，我国液化天然气月度产量基本处于上涨趋势之中，2023 年 3 月液化天然气产量增至 171.77 万吨，增速由 3.83% 增至 4.95%，整体依旧处于正常的增速波动区间之内。

图 23：中国月度液化天然气产量



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 24：中国液化天然气价格（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

六、总结展望

1、干散货航运：短期全球集装箱运价已触底反弹，维持震荡；中长期依然面临欧美经济转弱、船队增长提速、2M 解体后价格战风险上行的压力，但受成本约束及航运碳中和影响，或将好于预期。因此集装箱出口运价上行压力再度凸显，“一带一路”地区相关航线运费更有韧性。建议关注集装箱航运市场相关的高频指标。

2、集装箱航运：短期集装箱运价尚未看到趋势性拐点，整体运价接近见底。欧洲需求有所复苏，但景气度依旧处于荣枯线下方，美国经济景气度反弹，但持续性有待验证，同时欧美降低

对我国的进口需求，需求难有明显起色，二季度集装箱运价难有明显起色。

3、油轮：由于俄乌冲突升级、船队老化和新造船订单减少，预计今年二季度全球油轮运价仍将受到支撑，但石油供应减少和对经济衰退的担忧或将限制涨幅。

4、LNG：欧洲计划为下一个冬季的能源供应做好准备，预计今年夏季其 LNG 需求将大幅增长，这将利好 LNG 运输市场。根据最新数据，LNG 船队现有订单量占比达到 50%，创下历史新高。当前 LNG 期租运价稳健，未来供应吃紧下运价或易涨难跌。

七、风险提示

- 1、美国经济衰退超预期
- 2、集装箱运力供给超预期
- 3、市场需求超预期低迷

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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。