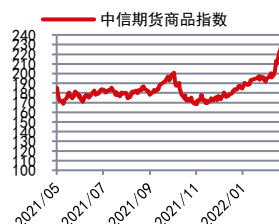


供需偏弱但交易充分，维持区间波动

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

二季度，国内天胶进口存在压力，或会有套利主动性增强带来的进口持续到港。需求端自身亮点不足，而宏观下行风险会加重需求走弱可能。二季度天胶价格仍然会以震荡为主。价格波动区间 RU09 预计为 12800~15200。NR 主力波动区间在 10000~12500。



摘要：

二季度天然橡胶的基本面预期相对偏弱。

供应端：二季度处于低产期，全球角度供应压力有限，拉尼娜气象依旧存在，这在供应端形成一定利多。但国内天胶进口存在压力，或会有套利主动性增强带来的进口持续到港。天气端拉尼娜现象仍然存在，但影响或会逐步降低，原材料的价格面临回落可能。

需求端：内需配套胎与替换胎亮点不足，乘用车配套胎虽有好转，但商用车维持疲弱。替换胎终端需求一直表现平平，一季度末的国内疫情加重情况会进一步抑制替换胎需求的复苏。出口段则维持高位水平，未来存在忧虑但还未见反馈。

金融端：加息以及地缘冲突对于长周期的需求消费存在不利影响，这会带来宏观面的利空传导。

期货价格层面，天然橡胶的供需利空的因素偏多，利多点稳定性不足，且和利空因素存在逻辑上的关联。二季度的供需并不强势。但从 2021 年下半年开始，一些常规供需以外的扰动因素较多，如物流、天气、地缘冲突、公共卫生事件等，这些扰动都产生了利多的效应。因此，如果这些扰动再度出现，导致国内供需形成了边际缺口，即港口库存持续下降，那么，在已经连续交易了供需偏弱预期后，天然橡胶价格也有可能走出一波利空充分交易甚至被过度交易后的反弹。二季度天胶价格仍然会以震荡为主。价格波动区间 RU09 预计为 12800~15200。NR 主力波动区间在 10000~12500。

操作策略：波段操作为主。库存拐点来临前，维持观望。库存拐点来临后以寻找低吸机会。无论任何时间点到达区间高位都以偏空策略对待。

风险因素：利多：需求复苏；天气异常。利空：进口大增；商品、原料大跌。

软商品及特殊品种 研究团队

研究员：
李青
021-80401708
liqing@citicsf.com
从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

吴静雯
021-80401709
wujingwen@citicsf.com
从业资格号：F3083970
投资咨询号：Z0016293

高旺
010-58135947
gaowang@citicsf.com
从业资格号 F3004611
投资咨询号 Z0013482

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目录

摘要：	1
一、2022 年 1 季度行情回顾	4
二、供应：	5
1、低产期天气预计影响不大.....	5
2、二季度进口量预计会偏高.....	7
3、成本端预计对天然橡胶品种均会出现越偏利空的效应.....	8
三、需求：	10
1、内需端统计数据修复常态水平，但没有增长的亮点.....	10
2、出口当量仍然较好，未来存在忧虑但还未见反馈.....	12
3、宏观预期对橡胶需求预期有利空.....	12
4、需求增长点不足，但边际变化结果或对橡胶价格存在拉高效应.....	13
四、库存拐点的会是一个比较重要的供需强弱切换指引.....	14
五、2 季度供需总结及策略判断：	14
免责声明	16

图表目录

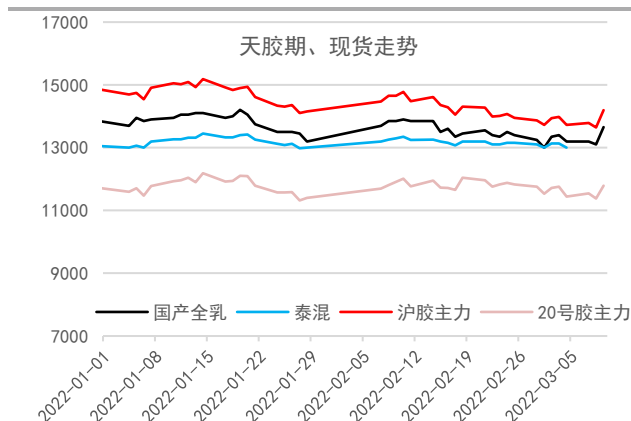
图 1：2022 年 1 季度橡胶期货走势.....	4
图 2：RU 与 NR 主力价差	4
图 3：一季度天胶港口库存持续增加	5
图 4：nino3.4 指数在 2 月继续走低.....	6
图 5：泰国降雨偏多后刺激价格创同期新高	6
图 6：nino 指数预估值	6
图 7：橡胶 1~2 月进口量偏高	7
图 8：青岛港口库存出现持续累库	7
图 9：RU05 合约与泰混基差.....	8
图 10：RU05 合约与泰混基差.....	8
图 11：胶水价格季节性	9
图 12：杯胶价格季节性	9
图 13：浓乳胶折干价格远高于全乳胶	10
图 14：泰混与 20 号胶走势与成本显著同步	10
图 15：商用车销量	10
图 16：乘用车销量	10
图 17：重卡 1 月数据表现一般	11
图 18：挖掘机销量继续呈现同比下滑态势	11
图 19：公路货运量数据在历史正常水平	11
图 20：新的橡胶轮胎出口量	12
图 21：天胶价格走势与轮胎产量同比走势	13
图 22：轮胎厂开工率预估	13
图 23：轮胎厂开工率与轮胎产量关系	13
图 24：轮胎库存不高让开工预估值能落在中高水平	13

一、2022 年 1 季度行情回顾

一季度，天然橡胶两个上市品种走势有所分化。沪胶呈现偏弱运行，季度内涨少跌多，截止 3 月 9 日，主力合约价格从季初的 14800 元附近跌至 14000 点，整体跌幅不大，但弱势相对明显。20 号胶则呈现了宽幅震荡、价格重心持稳的状态。一季度内，20 号胶主力合约在 11000~12500 的区间内来回波动。由于沪胶以及 20 号胶的走势差异，两者的价差在一季度内出现明显的缩窄，RU 主力与 NR 主力的价差从季度初的 3200 点左右下降到了季度末的 2200 点。与之相似的是，沪胶主力与泰混的价差也在一季度出现了快速的收缩。因此就整个一季度来看，天然橡胶的走势整体呈现平稳，但沪胶期货主力在金融驱动以及套利驱动的作用下，盘面走势更为偏弱。

图 1：2022 年 1 季度橡胶期货走势

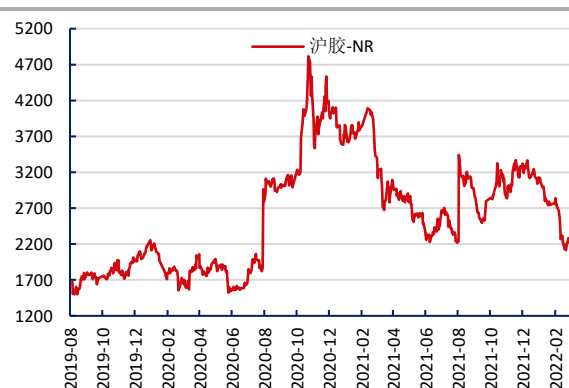
单位：元/吨



数据来源：Wind，中信期货研究所

图 2：RU 与 NR 主力价差

单位：元/吨

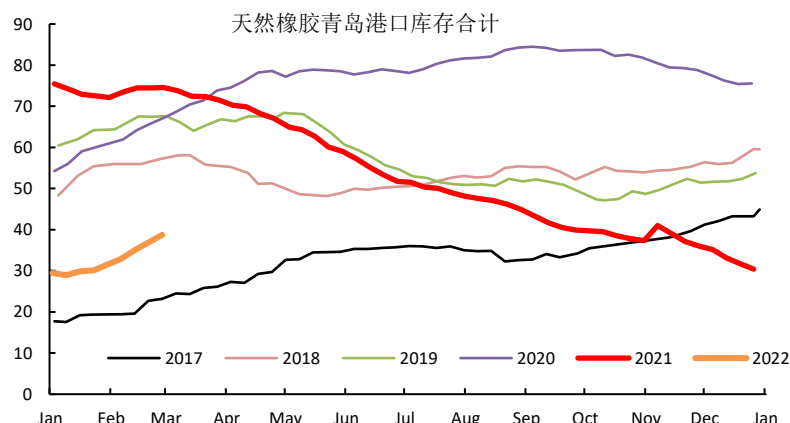


数据来源：Wind，中信期货研究所

供需端，2022 年 1 季度意外事件并不存在，供应与需求的影响因素都是常见的、市场多数能提早预期的因素。供应方面，泰国降雨相对偏多，导致原材料价格持续上涨，价格走到 5 年来的高位水平，并创出了同期新高。国内相对风调雨顺，并没有在产出期出现物候事件，虽然，海南产区出现冬季偏暖迹象，导致落叶偏缓，但并没有在一季度内确定这一现象会严重影响今年天胶供应节奏或总产量。因此在内外产区来看，主要是表现为风调雨顺，未来产出正常的状态。需求端，则表现较为疲弱。带来这种疲弱主要来自于两个方面因素，第一，今年北京的冬奥会以及残运会，使得周边环境压力增大，春节后轮胎企业复工较正常年份偏晚。第二，终端需求从 2021 年下半年开始持续表现疲弱，春节后并没有迎来明显的修复。而库存方面，1 季度需求偏弱的情况导致国内港口库存没有在春节后快速引来库存拐点，显性库存持续增长且增长速度与过去 5 年比也是高增速。因此，在供需表现并不强势的情况下天胶走势偏弱。（同期，多数工业品都走出了明显的上涨，文华工业品指数连涨三个月，截至 3 月 9 日，指数 1 季度涨幅在 23%。因此，从比较来看，橡胶实属弱势。）

图 3：一季度天胶港口库存持续增加

单位：万吨



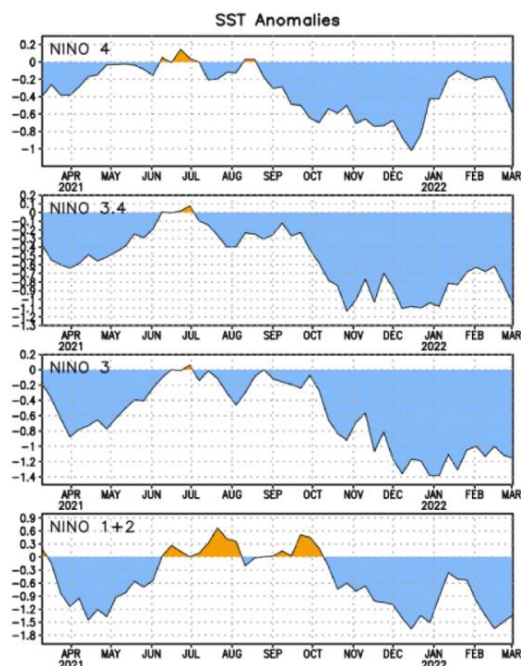
数据来源：隆众资讯，中信期货研究所

二、供应：

1、低产期天气预计影响不大

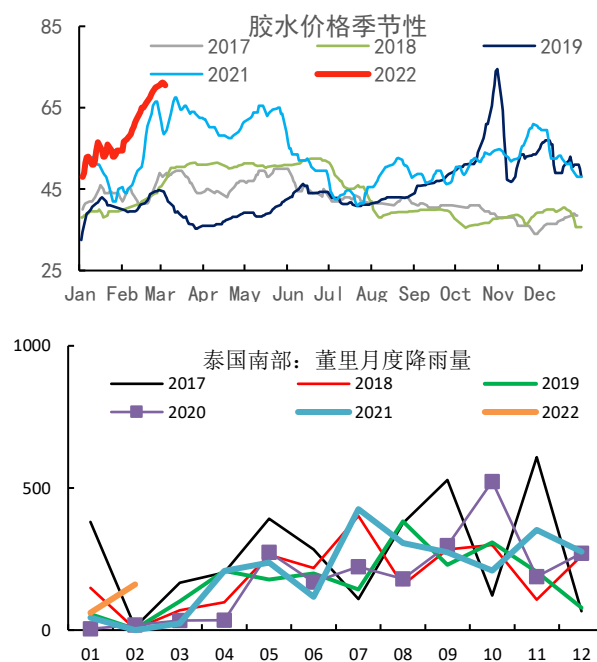
二季度，气候对于天然橡胶仍会有一定程度的影响。一季度期间，nino3.4 指数持续的维持在-1.0 左右波动，这是一个典型的拉尼娜迹象指标数值。根据 CPC 最新一期的报道数据显示，nino3.4 指数从 2 月初的-0.6° C 下降到 3 月初的-1.1° C。热带大气异常在 2 月加强，低层东风在赤道太平洋增强，高层西风异常在中东部和东太平洋继续存在。报告表示，目前已经存在的拉尼娜的消退可能会更为缓慢。拉尼娜现象倾向于持续到北半球夏季(2022 年 6 月至 8 月有 53%的概率)。拉尼娜对于东南亚产区而言，是一个典型的降雨偏多的气象。一季度拉尼娜阶段性增强的现象带来泰国降雨持续性的偏多，促使了泰国胶水价格创出历史同期新高。

图 4：nino3.4 指数在 2 月继续走低



数据来源：Wind，中信期货研究所

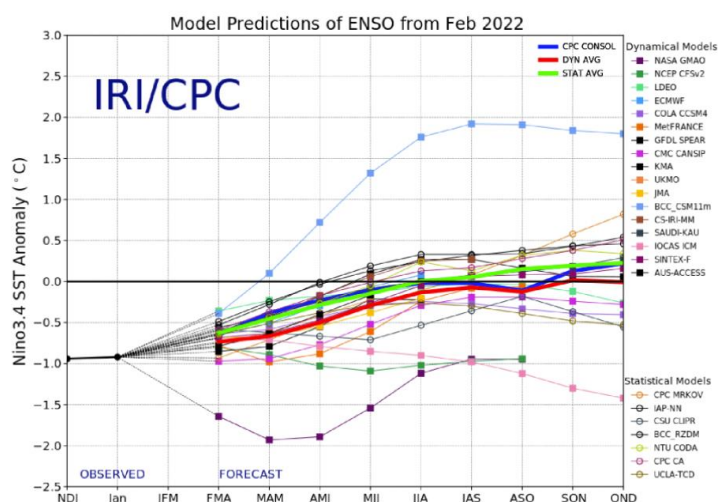
图 5：泰国降雨偏多后刺激价格创同期新高 单位：泰铢/公斤



数据来源：Wind，中信期货研究所

图 6：nino 指数预估值

单位：万吨



数据来源：CPC，中信期货研究所

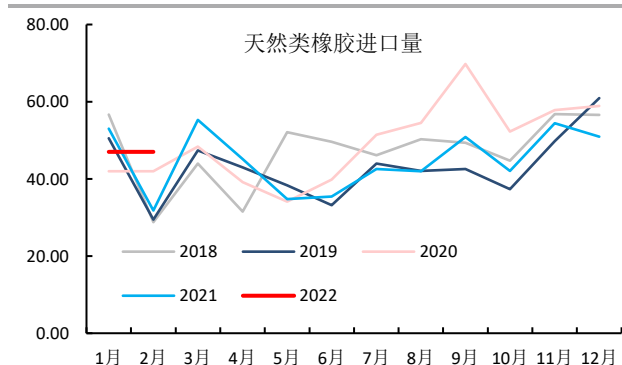
二季度，是东南亚主产国的停割期或低产期，在这一时期，拉尼娜或许不是一个确定性很高的产量利空因素。一方面，树木休养期的雨水充分，有助于橡胶树的生长。另一方面，从 CPC 研究预期来看，nino 指数在 2 季度是趋于走高，即表明降雨偏多也可能逐步好转。因此，4~5 月拉尼娜现象不会带来巨大的供应利多。除非持续的降雨、气温的异常带来橡胶树的病虫害现象。

2、二季度进口量预计会偏高

一季度，国内天然橡胶进口量预计较高。2022 年 1-2 月中国天然及合成橡胶（包含胶乳）进口量 119 万吨，同比+10.46%。这一进口量相比 2021 年下半年进口量水平情况形成鲜明的对比。1~2 月国内橡胶增量明显。按照比例测算，天然橡胶类的进口量同样较高，预计同样会在同比+10%左右。1~2 月进口量较高一定程度上促进了国内港口持续累库，对于盘面的压制较为明显。

图 7：橡胶 1~2 月进口量偏高

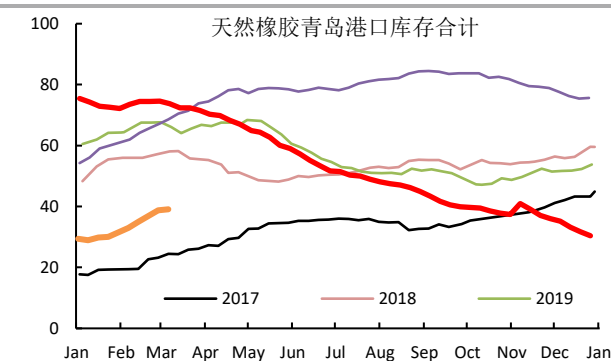
单位：万吨



数据来源：Wind，中信期货研究所

图 8：青岛港口库存出现持续累库

单位：万吨

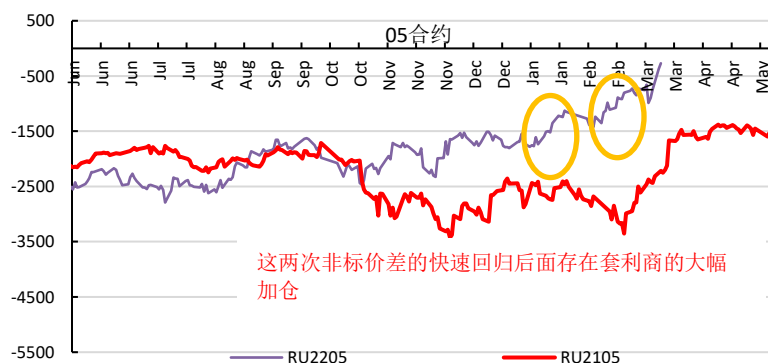


数据来源：隆众资讯，中信期货研究所

在二季度我们认为进口量仍有可能会维持较高的水平。原因有以下几点。第一，2021 年 10 月开始国内非标套利基差就在不断走强，非标基差在 3 月加速回归。原本 3 月是相对而言全乳胶偏强而混合胶偏弱的时期，然而在这个时间点基差的提前回归表明市场对于今年全乳胶与混合胶的价差收缩有着相对明确的一致性。而这种一致性预期背后一定是存在大量的头寸介入。在这种行为的背后，一定是国内向海外订购了相对充裕的远期船货，这就带来了后期进口量会有稳定的增量预期。一季度末，从市场交易来看套利企业多销售 5~6 月远期货，反推来说，国内 5 月 6 月的订购较为充裕。第二，2021 年 4 季度，国内进口量偏低有一方面的重要因素是泰国往中国的船运发货出现推迟。这种情况在一季度已经有所消退。目前并没有听闻船运再度出现推迟的迹象，海运正常后延迟货物的持续到港也会带来进口向正常偏高水平修复。

图 9：RU05 合约与泰混基差

单位：元/吨



数据来源：WIND，金联创，中信期货研究所

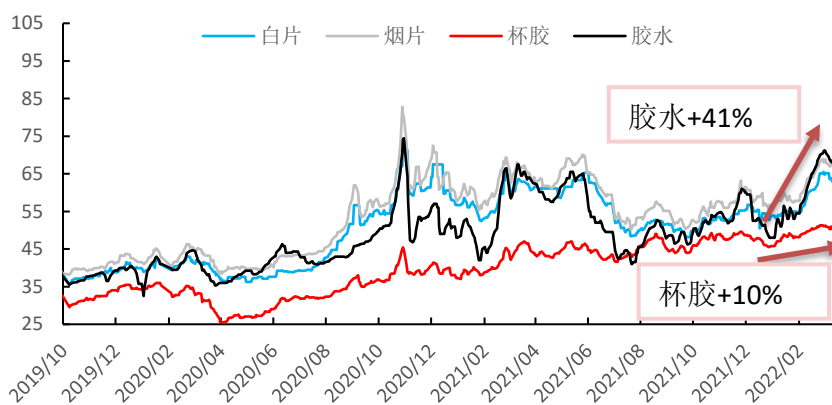
因此，无论是根据 1~2 月进口数据的线性外推还是按照进口增加的背后行为驱动去分析，3 月以及 2 季度的进口量都会是一个总量偏高的判断。

3、成本端预计对天然橡胶品种均会出现越偏利空的效应

一季度期间，由于国内停割，天然橡胶成本主要参考泰国胶水走势。而在一季度，泰国胶水走势强势。截止 3 月 12 日，与 2021 年末相比，泰国白片、烟片、胶水以及杯胶的价格分别上涨 17%，18.5%，41.6%，10.3%。然而，我们预计在二季度泰国各原材料价格走势会由强势进入弱势的环境中。

图 10：RU05 合约与泰混基差

单位：元/吨



数据来源：WIND，金联创，中信期货研究所

首先，当前泰国原料价格中处在近 5 年历史高位，而这种高价得益于一季度

的降雨偏多以及欧洲消费需求旺盛和中国套利需求修复。然而往二季度乃至三季度去看，天气端，根据此前的分析，二季度 nino 指数会趋于上行，表明降雨偏多的情况会有所缓解。需求端，由于能源价格的大幅上涨以及加息周期的来临，欧美消费的微观层面以及宏观层面或许会有向下修正的可能。1 季度驱动原料价格的因素会减弱。

其次，季节性角度，二季度初，原料价格尚能获得天气、低产期的支撑，而随着时间的推移到二季度末，宏观带来的需求下滑会逐步传导至原料端，带来持续的下行压力。一季度末的原料价格往往容易是当年上半年的价格高位水平，在二季度总容易出现原料价格下行时段。原料价格的走低，这在供需角度来说是一个非常显著的供应端转弱标志。

图 11：胶水价格季节性

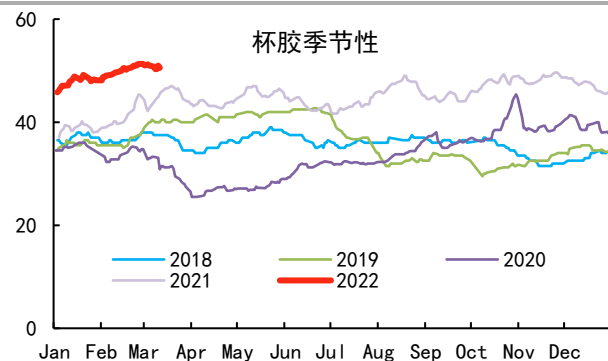
单位：泰铢/公斤



数据来源：金联创，中信期货研究所

图 12：杯胶价格季节性

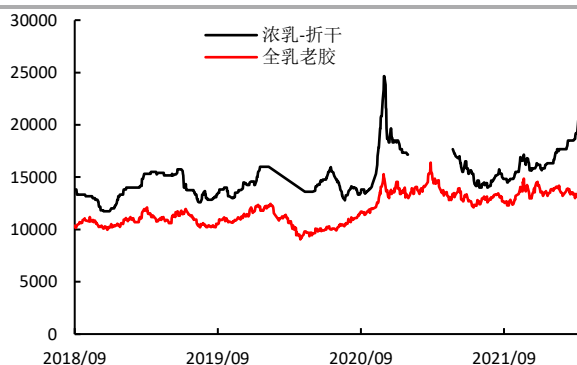
单位：泰铢/公斤



数据来源：金联创，中信期货研究所

第三，在原料价格会走低的判断下，我们预计，对 20 号胶以及混合胶的压力会高于全乳胶。原因是，全乳胶角度会存在浓乳胶对其的原材料供应争夺现象。而 20 号胶以及混合胶，则会更为直观的反映出原料对其价格的影响。1 季度期间浓乳胶价格与国内全乳胶老胶走势差异巨大，浓乳胶在这一期间基本呈现了单边上涨行情，而全乳胶则走势表现疲弱，截止到一季度末，折干后的浓乳胶价格与全乳胶价格价差在 7000 元左右。这就表明了，在国内供应量还相对有限的 3 月，4 月 5 月期间生产的胶水会先流向浓乳胶加工厂。因此初期的供应上量带来的原料价格下行压力对全乳胶无实际上的冲击。而 20 号胶以及混合胶方面，在过去的三年中，两者的价格走势与杯胶价格走势就表现出显著的同步性，因此一旦杯胶价格持续走弱，对 20 号胶以及混合胶的走势的拖累会更为明显。

图 13：浓乳胶折干价格远高于全乳胶 单位：元/吨



数据来源：隆众资讯，中信期货研究所

图 14：泰混与 20 号胶走势与成本显著同步 单位：元/吨



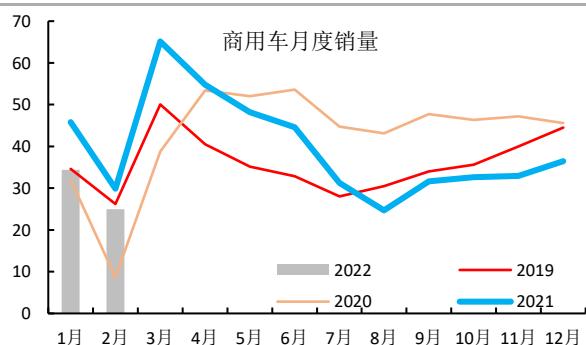
数据来源：金联创，WIND，中信期货研究所

三、需求：

1、内需端统计数据修复常态水平，但没有增长的亮点

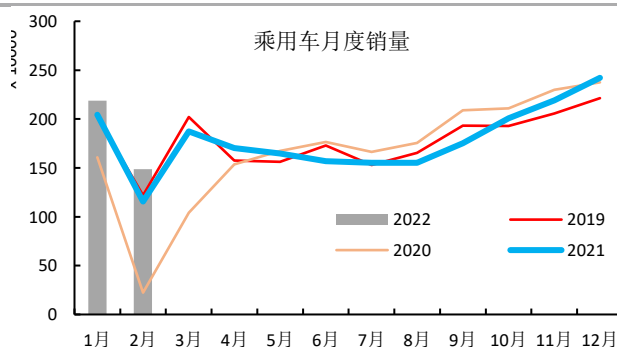
从国内统计数据来看，一季度期间内的各类汽车销售、物流等数据基本上都修复至疫情前的水平附近。今年 1~2 月，汽车新车销售数量同比增加 3%，其中乘用车同比增加 15%，商用车同比缩减 22%。乘用车与商用车同比数据的巨大差异有严重的基数效应影响。如果以疫情前的 2019 年数据相比，1~2 月汽车销量同期增加 11%。其中，乘用车+13%，商用车-2%。因此从多组数据对比可以发现，1~2 月国内的新车销售基本修复至疫情前常态水平，其中乘用车在今天的销售数据表现更佳。乘用车的良好表现一方面来自于 2021 年第二以及第三季度汽车芯片缺乏带来的消费抑制的回补，另一方面则来自于市场对于新能源车消费的政策刺激。商用车或者说重卡，则不具备这种拉动。

图 15：商用车销量 单位：万辆



数据来源：Wind，中信期货研究所

图 16：乘用车销量 单位：万辆

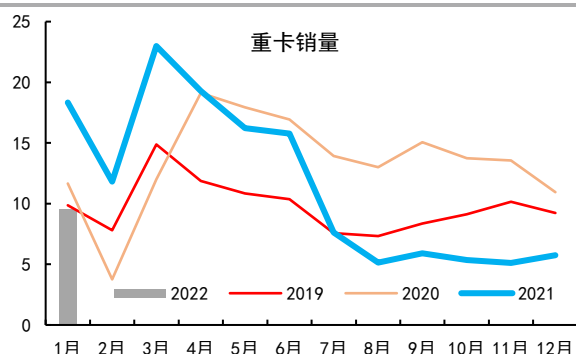


数据来源：Wind，中信期货研究所

二季度，代表配套胎消费量的新车销售数据，预计仍将保持一季度的格局。乘用车销量同比的强势在最新的 2 月数据看仍然较高。预计仍会有所保持。商用车方面，国内疫情再度出现反复，对商用车的消费是存在冲击的。从挖掘机消费的表现来看，也没有出现的增长，表面基建以及房地产也没有释放额外的拉动。因此，当前商用车没有看到增长的拉动点。综上所述，我们认为二季度新车销售的乘用车与商用车的强弱格局不会出现改变。

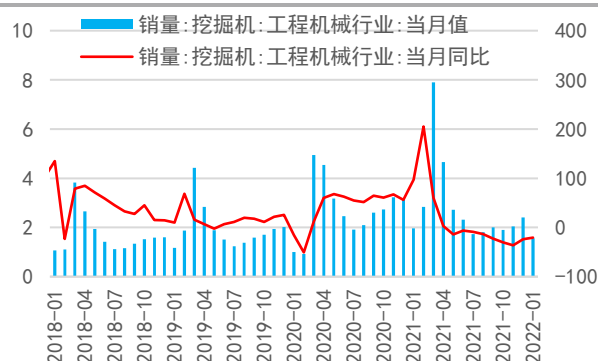
图 17：重卡 1 月数据表现一般

单位：万辆



数据来源：Wind，中信期货研究所

图 18：挖掘机销量继续呈现同比下滑态势 单位：万辆，%

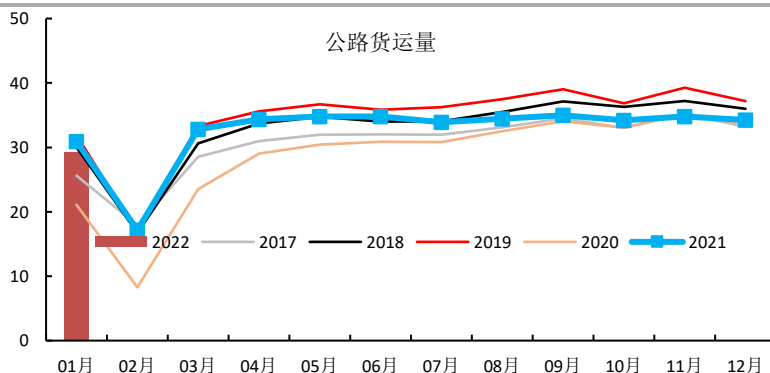


数据来源：Wind，中信期货研究所

替换胎层面，依旧表现平平。数据端，公路货运量数值处在常规水平，属于中性水平。市场反馈今年的替换需求依旧表现不佳，春节后的终端复苏缓慢。整个氛围基本延续了 2021 年以来的弱势感受。二季度，从季节性角度来说，公路货运量是理应出现持续性的走高的。然而今年 3 月期间，国内疫情再度多点爆发，各地防疫政策明显出现收紧。因此这对货运水平的修复存在冲击。仅从客观环境来说，二季度的替换胎需求很难给予高的修复预期。1 季度末国内疫情有所恶化，从经验看，对于国内物流存在冲击，这会导致替换胎的需求进一步出现弱势预期。

图 19：公路货运量数据在历史正常水平

单位：亿吨



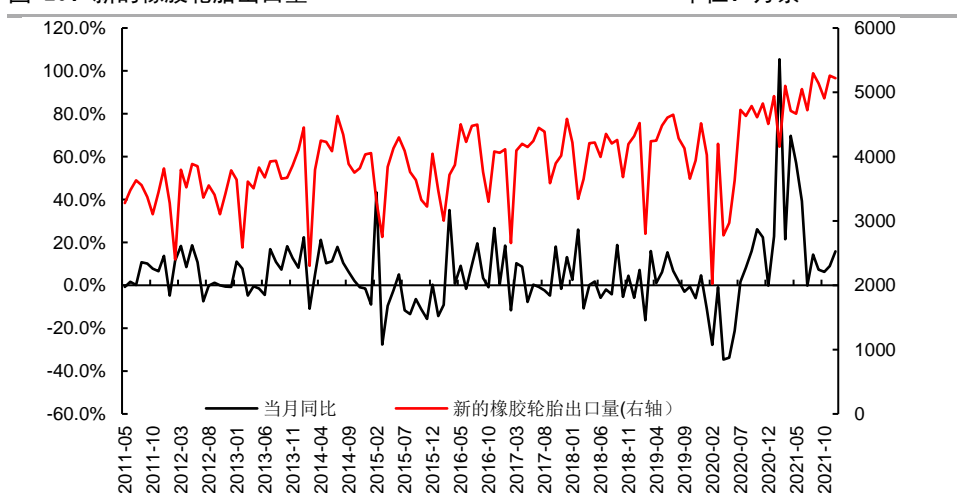
数据来源：Wind，中信期货研究所

2、出口当量仍然较好，未来存在忧虑但还未见反馈

2022 年一季度的数据尚未公布，最新的海关出口数据为 2021 年 12 月份。从现有数据来看，国内的轮胎出口量依旧维持在绝对值较高的水平，虽然出口增速已经下降到低位水平，但还未看到出口量下降迹象。从市场了解到，1 月与 2 月期间，出口与 2021 年同期感官差异不大，其中半钢胎的出口要好于全钢胎。订单层面并没有出现急剧的缩小。因此，仅从已经表现出来的状态去看，轮胎出口没有非常显著的波动，总量上依旧会维持高位水平。2021 年就开始担忧的出口订单回流海外导致中国出口量下降的情况依旧没有出现。然而从宏观角度上，地缘冲突以及能源价格大幅上涨带来的汽车用量抑制会在全球范围普遍存在，因此，二季度是否会迎来全球需求下滑或地缘冲突导致的出口政策改变而导致的出口下行是一个需要警惕的因素。仅从目前来看，还未感受到实际影响。

图 20：新的橡胶轮胎出口量

单位：万条



数据来源：Wind，中信期货研究所

3、宏观预期对橡胶需求预期有利空

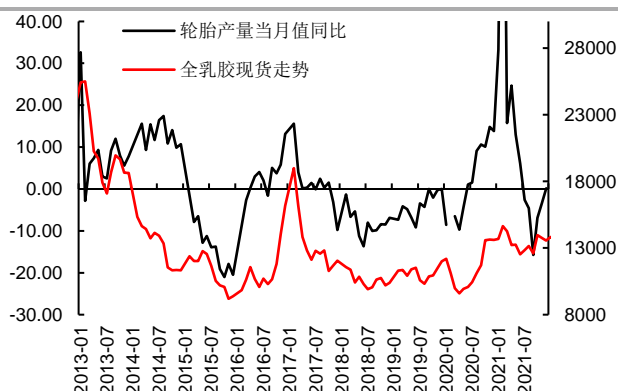
二季度，我们认为大宗商品市场可能交易的宏观预期对于橡胶价格走势是不利的。往后看，我们认为会有两个大的宏观交易预期对天然橡胶的走势产生金融属性上的不利影响。第一，欧美加息预期。加息预期由来已久，这里不在赘述。加息周期的对于大宗商品的定价是有抑制作用的。第二，地缘冲突对经济增长的冲击。2022 年 2 月末的地缘冲突影响范围较广，参与或有所关联的经济体较多，对大宗商品市场形成了剧烈的扰动，能源市场价格大幅上涨。而这种涉及范围较广的地缘冲突，在长周期上会导致全球经济增长的下滑。尤其是能源价格大幅上涨后，对于全球的终端消费是存在抑制的。这种需求的负反馈一旦开始，会影响中长期的需求增长预期。对于橡胶而言同样，尤其橡胶的下游消费和油价存在紧密联系，高油价抑制用车量进而对轮胎用量会产生直接冲击。

4、需求增长点不足，但边际变化结果或对橡胶价格存在拉高效应

从下游需求变化对于天然橡胶价格的影响上，我们一直以来较为关注轮胎产量的变化。自 2015 年开始，轮胎产量的同比边际变化基本就对应了当期天然橡胶价格的走势，这一规律截止到 2021 年 10 月看并没有被打破。数据分析表明，轮胎厂的开工率同比变化与轮胎月度产量同比保持着一定程度的趋势相近。因此可以通过分析轮胎开工率的变化，进而得出未来的需求对于天然橡胶价格指引的变化方向以及节奏。

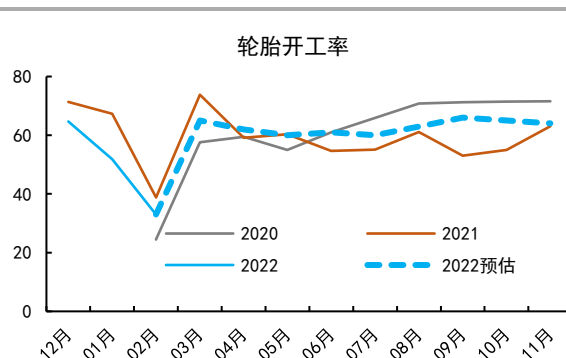
在对今年二季度的开工率进行分析的时候，我们认为今年的开工率会好于去年同期，原因有以下几项：1、2021 年 5 月开始就受到了严重的汽车芯片短缺影响乘用车的配套需求大幅下滑，而今年来看这一因素明显是消退了。2、2021 年 5 月到 7 月的出口，由于运费的突然暴涨，导致出口量出现了阶段性的回落。因此如果今年这些抑制因素并没有在同一时间再度出现，那么开工率有望会维持在同期增长的环境中运行。那么从开工率同比对轮胎产量同比的预示角度来看，轮胎产量同比或会从一季度同比下滑的状态中向零轴甚至同比增长方向转变。因此总体产出的边际改善可能有助于价格的向上修复。

图 21：天胶价格走势与轮胎产量同比走势 单位：%，元/吨



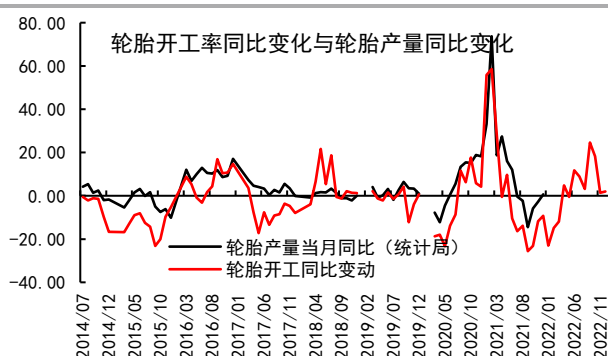
数据来源：Wind，中信期货研究所

图 22：轮胎厂开工率预估



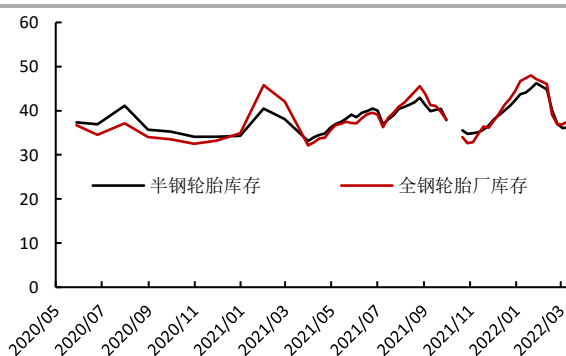
数据来源：Wind，中信期货研究所

图 23：轮胎厂开工率与轮胎产量关系 单位：%



数据来源：Wind，中信期货研究所

图 24：轮胎库存不高让开工预估值能落在中高水平 单位：天



数据来源：隆众资讯，中信期货研究所

四、库存拐点的会是一个比较重要的供需强弱切换指引

一季度期间，天然橡胶价格的落实有很大一部分原因来自于国内港口库存在持续性的增长。如果整个国内供需较为强势，库存在春节后两周左右就能见到库存的拐点。而今年港口库存拐点迟迟未至。而库存拐点没有出现的原因是一二月份相对偏高的进口以及偏弱的需求的综合结果。回顾 2021 年，由于港口的持续去库，国内混合胶价格持续性偏强，这就形成了沪胶以及 20 号胶的走势震荡偏强。然而，虽然一季度期间混合胶以及 20 号胶价格没有出现下跌，但这种累库如果继续维持，一定会带来混合胶的向下破位压力。那么在期货价格定位上，无论沪胶还是 20 号胶都会出现现货支撑破灭的情况。

但换言之，如果港口库存从一季度的累库转向为去库，那么在整个 2022 年天然橡胶港口库存绝对量处于近 5 年低位的背景下，以进口为主的混合胶价格将继续获得去库带来的强势驱动，那么在期货与现货的价差缩小到某一常规范围的低位时，既会对盘面形成价格支撑。

五、2 季度供需总结及策略判断：

二季度天然橡胶的基本面预期相对偏弱。

供应端：二季度处于低产期，全球角度供应压力有限，拉尼娜气象依旧存在，这在供应端形成一定利多。但国内天胶进口存在压力，或会有套利主动性增强带来的进口持续到港。天气端拉尼娜现象仍然存在，但影响或会逐步降低，原材料的价格面临回落可能。

需求端：内需配套胎与替换胎亮点不足，乘用车配套胎虽有好转，但商用车维持疲弱。替换胎终端需求一直表现平平，一季度末的国内疫情加重情况会进一步抑制替换胎需求的复苏。出口段则维持高位水平，未来存在忧虑但还未见反馈。

金融端：加息以及地缘冲突对于长周期的需求消费存在不利影响，这会带来宏观面的利空传导。

期货价格层面，天然橡胶的供需利空的因素偏多，利多点稳定性不足，且和利空因素存在逻辑上的关联。因此，二季度的供需并不强势。但从 2021 年下半年开始，一些常规供需以外的扰动因素较多，如物流、天气、地缘冲突、公共卫生事件等，且从影响结果来看，扰动往往都产生了利多的效应。因此，如果这些扰动再度出现，导致国内供需形成了边际缺口，即港口库存持续下降，那么，在已经连续交易了供需偏弱的预期后，天然橡胶价格也有可能走出一波利空充分交易甚至被过度交易后的反弹。但总体上看，二季度天然橡胶价格仍然会以震荡为主。

二季度价格波动区间 RU09 预计为 12800~15200。NR 主力波动区间在 10000~12500。

操作策略：

1、单边角度：库存拐点来临前，维持观望。库存拐点来临后以寻找低吸机会。无论任何时间点到达区间高位都以偏空策略对待。

2、套利角度：非标正套季初可波段离场，等待 5 月后再找高点布局。

风险因素：利多因素：中国内需加速复苏，天气异常。利空因素：进口大量到港、商品普跌、原料价格大跌。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>