



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

宏观仍是主导因素，供需趋于总体平衡

——2023年铜投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2022.12.19

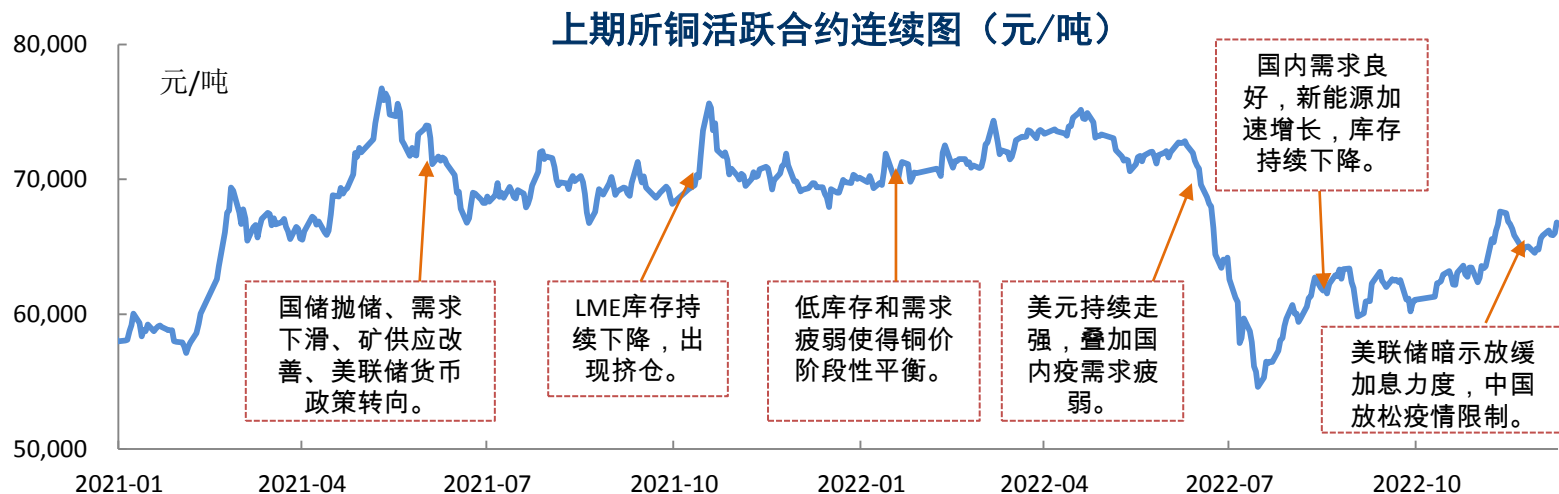
品种：铜

宏观仍是主导因素，供需趋于总体平衡

——2023年铜投资策略展望

- 主要驱动因素：美联储控制通胀目标，精矿供应延续增加，需求增速可能放慢。
- 供求角度：精矿供应持续稳定增加，彭博预计全球新增矿产量70万吨。如果地产回暖，国内基建投资增速可能放缓，汽车产量可能轻微负增长，家电大概率稳定，供需趋于总体平衡。
- 预计价格主要运行区间：LME铜6800-9300美元/吨，上期所铜57000-72000元/吨。

国内铜价走势回顾

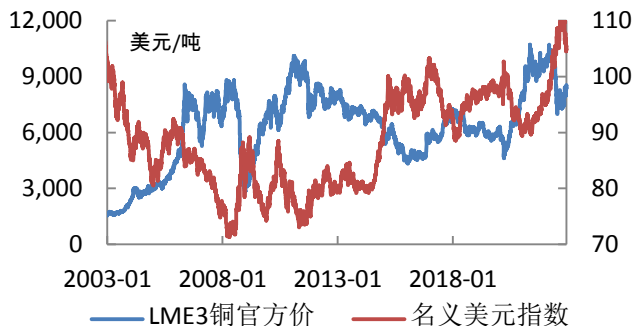


- 铜：今年年初供应稳定增加，而需求受国内疫情、俄乌战事和美联储加息等因素影响，铜价出现大幅回落。虽然二季度末国内疫情有所缓解，但经济恢复不如预期，在供求差异不明显的背景下，美联储超预期加息成为价格主要驱动因素。三季度，国内基建投资加大，尤其是清洁能源的投资大幅增长以及新能源汽车渗透率的提升，全球铜库存持续下降，现货升水高企，推动铜价反弹。四季度，美联储暗示放缓加息力度以及中国疫情限制放松，使得市场乐观情绪再次抬头。

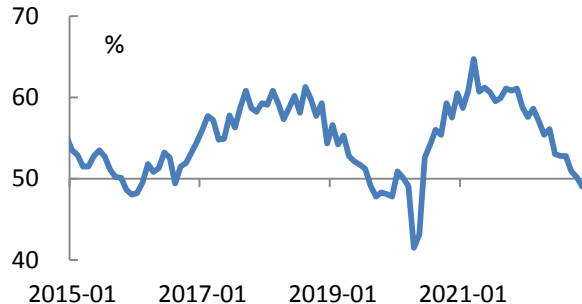
美联储坚持控通胀决心

- 美联储在连续三次加息75个基点后，12月份加息50个基点。但同时表示“在确信通胀率将持续下降至2%之前，不会考虑降息”。美元高利率仍然存在对铜价的压力。
- 美国通胀数据虽然出现向下的势头，但与美联储的目标仍有距离。
- 美国就业供需仍存在明显缺口。

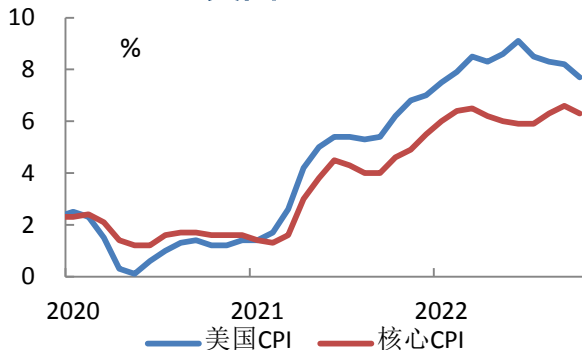
美元指数与铜价（美元/吨）



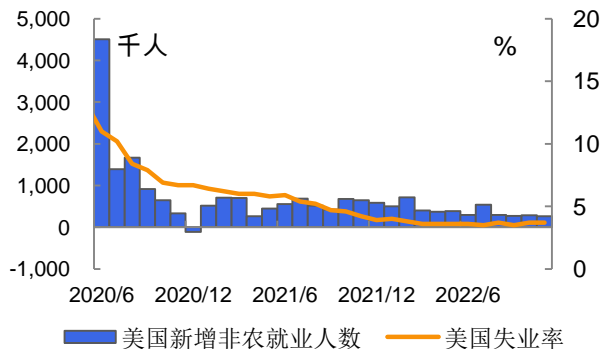
美国采购经理人指数（PMI）



美国CPI（%）



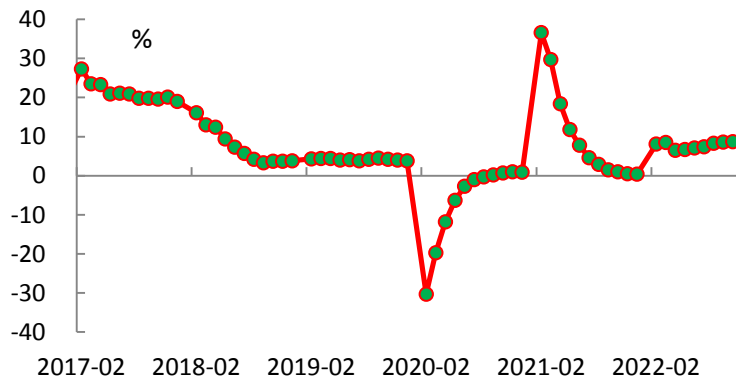
非农就业与失业率(左：千人，右：%)



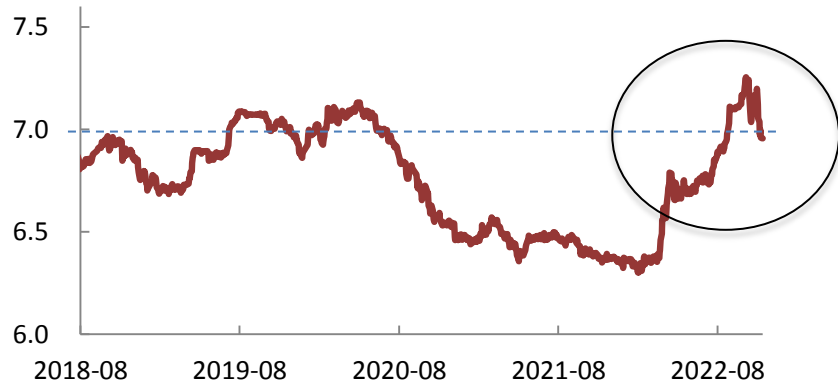
加速国内基建必要性下降，人民币大概率区间波动

- 为对冲地产下滑和疫情对经济下行压力，2022年国内加大基建投资。但随着对地产的扶持政策接连出台，2023年地产行业有望企稳，加速基建维稳经济的必要性可能下降。
- 前十个月国内基建投资为8.7%，高于2018-2019年正常年份，维稳经济的意愿明显。
- 人民币汇率走势与美元相比呈现负相关，目前在7.0整数附近。
- 预计明年美元延续高位区间波动，人民币汇率或将延续围绕7.0整数关口的波动。

中国基建投资累计同比（不含电力，%）



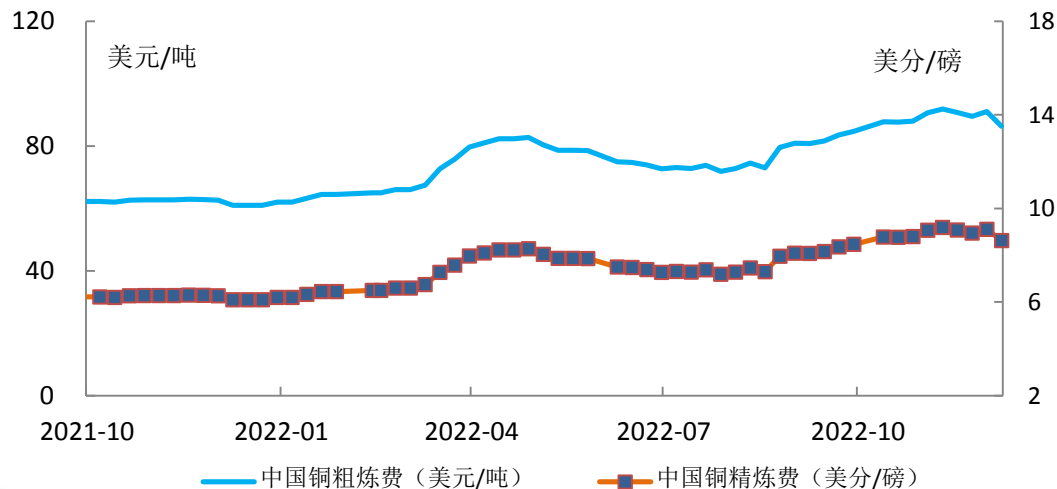
人民币兑美元汇率（¥/\$）



铜精矿供应总体稳定增加

- 2023年年度长单进口精矿加工费敲定为88美元/吨和8.88美分/磅，为五年来新高，意味着精矿产能相对于冶炼产能稳定增长。
- 今年以来矿山中断事件明显减少，矿供应稳定向好。据彭博统计数据显示明年新增精矿供应量为70万吨左右，好于今年的60万吨。

中国进口铜精矿现货加工费（左：美元/吨，右：美分/磅）



全球新增铜矿山项目及数量

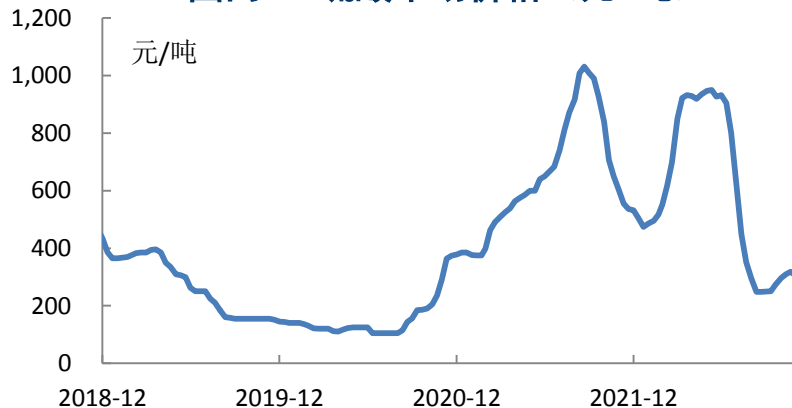
全球新增铜矿山项目及数量（单位：千吨）

所属洲/国家	矿山项目	2021年	2022年	2023年	2024年
Africa	Kakula - Kansoko - Kamoia	50	80	155	100
Africa	Kipushi Mill	5	5	0	0
Africa	Platreef Project (Contains Flatreef Deposit)	0	2	0	0
Asia	BKM Deposit	12	15	0	0
Asia	Chengmenshan	5	5	0	0
Asia	Grasberg Block Cave	-10	-310	135	0
Asia	Huogeqi	3	0	0	0
Asia	Oyu Tolgoi Expansion	15	25	45	60
Asia	Yandera Project	0	62	0	0
Australia	Carrapateena	13.75	35	0	0
Australia	Olympic Dam Expansion	0	35	45	55
Central/South America	Cobre Panama	50	30	0	0
Central/South America	El Pilar	12	0	0	0
Central/South America	Mirador	25	17	0	0
Chile	Centinela Second Concentrator	70	50	0	0
Chile	Chuquicamata Underground	52.4	52.4	0	0
Chile	El Teniente New Mine Level	0	0	125	150
Chile	Puquios	10	5	0	0
Chile	Quebrada Blanca Phase II	75	60	140	0
Chile	Salvador Inca	55	0	0	0
Chile	Spence Growth Operation	92.5	92.5	0	0
North America	Casino	55	20	0	0
North America	Florence	10	16	0	0
North America	Northmet	20	13	0	0
North America	Rosemont	0	60	65	0
Peru	Mina Justa	50	40	0	0
Peru	Quellaveco	78.75	157.5	0	0
Peru	Tia Maria	60	40	0	0
合计（千吨）			607	710	365

冶炼产量低速增长

- 10月精炼铜（电解铜）产量95.3万吨，同比增长10.9%；1-10月累计产量898.6万吨，同比增长3.7%。2022年冶炼厂检修偏多，干旱、电力紧张，影响国内冶炼产量。
- 2022年三季度硫酸价格大幅回落，由800-1000元/吨，跌至目前的200-400元/吨。
- 由于新增冶炼产能有限，2023年冶炼供应可能低速增加。

国内98%硫酸市场价格（元/吨）



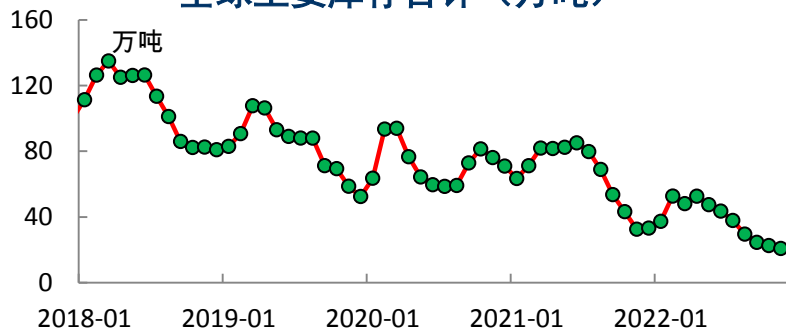
中国精炼铜产量（万吨）



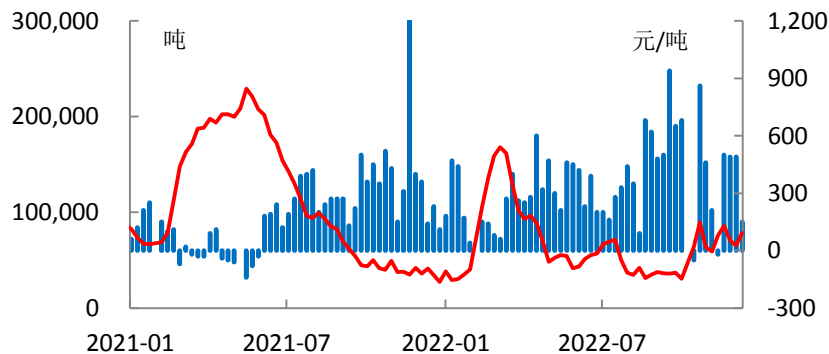
全球库存缓慢下降

- 目前全球主要交易所加上海保税库的库存量为20万吨左右，为2014年来低点。上海保税库降至有数据记录以来的低点，不足2万吨。
- 由于库存低位，国内外市场大多数时间现货保持现货升水。临近年底国内外出现差异，LME转为现货贴水，国内仍为现货升水。

全球主要库存合计（万吨）

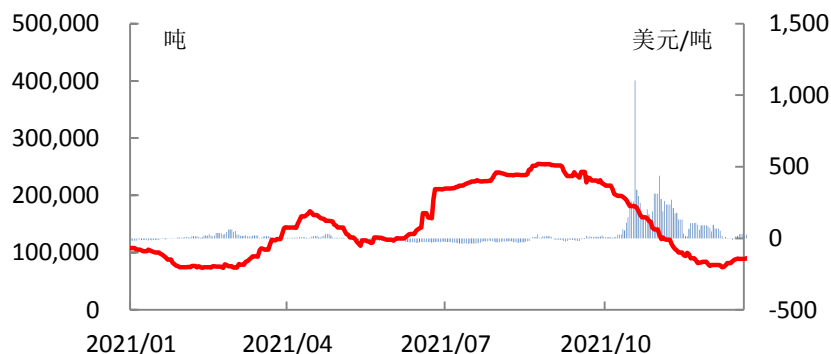


上期所库存与现货升水（左：吨，右：元/吨）



国内现货升水 上期所铜库存

LME库存与现货升水（左：吨，右：美元/吨）



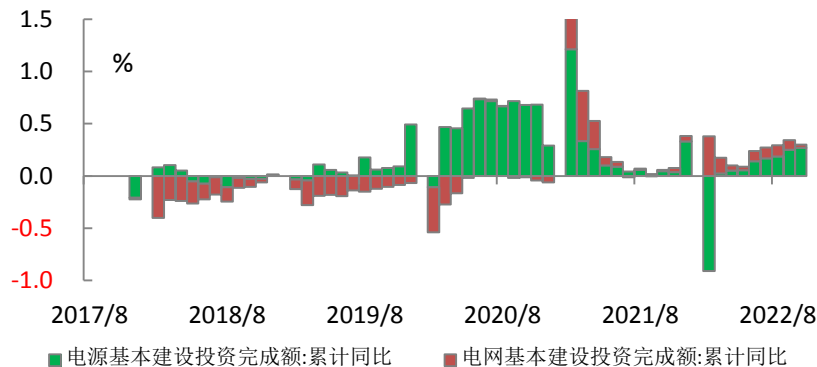
LME铜升贴水 LME铜库存

资料来源：Wind, 申万期货研究所

电力：国内电力投资增速可能放缓

- 为改善能源结构和稳定经济增长，在“碳达峰、碳中和”的背景下，2022年清洁能源（水电、风电、太阳能）成为战略抓手，前10个月风电和光电同比增速分别为25%和100%，估算拉动铜需求60万吨增量。
- 如果2023年地产企稳，继续加大基建投资必要性可能降低，增速可能低于2022年，同时可能导致铜需求增量下降。

电源基本建设投资完成额同比（%）



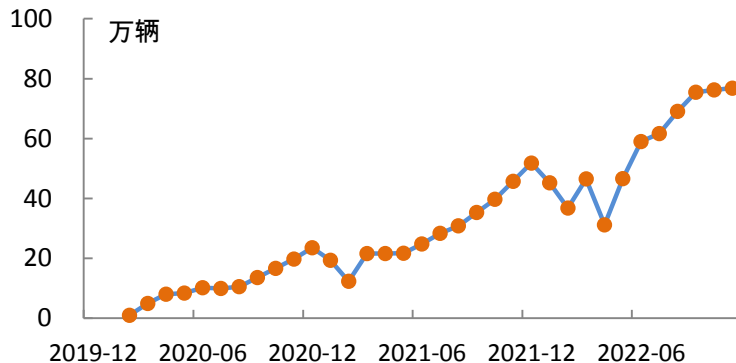
国内电源铜需求增量测算（万吨, 万千瓦, %）

新增发电量（万千瓦）	水电	火电	核电	风电	光电	附注
2022年前10个月	1,774	2,733	228	2,114	5,824	注：风电0.9万吨/GW；光电0.45万吨/GW
2021年前10个月	1,682	3,651	340	1,919	2,931	
增速	5.5%	-25.1%	-32.9%	10.2%	98.7%	
折合年铜需求增量（万吨）				25.4	34.9	

交通设备：国内汽车总产量可能负增长

- 2022年前11个月汽车产量同比增长14.8%，但11月份同比和环比明显下降，新能源汽车渗透率超30%。
- 2023年燃油车购置税减免取消，新能源汽车购置税减免到2023年底。由于2022年预支了2023年消费量，2023年汽车总产量可能轻微下降，新能源汽车渗透率有望延续提高，需铜量可能持平。

新能源汽车产量（万辆）



国内新能源汽车铜需求增量测算（辆、万吨）

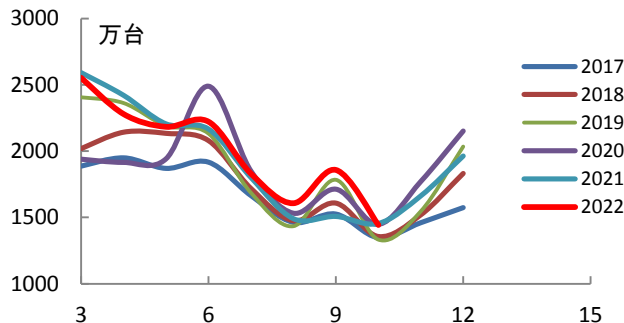
	纯电动 (83KG/辆)	插电混合动力 (60KG/辆)	普通混合动力 (38KG/辆)	传统燃油车 (23KG/辆)	1-10月份合计	1-10月份新能源占比	折合年产量	附注
2022年前10个月	4,022,003	1,204,285	717,427	16,284,929	22,228,644	26.7%	28,141,824	预计今年全年产量与去年增加8%。全年新能源车产量占比提高30%。
耗铜量 (万吨)	33.383	7.226	2.726	35.827	79.16		106.86	
2021年前10个月	1,688,836	359,835	380,092	18,136,715	20,565,478	14.6%	26,057,244	
耗铜量 (万吨)	14.017	2.159	1.444	39.901	57.52		79.54	
耗铜增量 (万吨)					21.64		27.32	

假设：1、今年年底前纯电动、插电混动和普通混动相对占比不变；2、产量延续向好，全年产量同比增加8%，3、全年新能源汽车产量占比为30%。

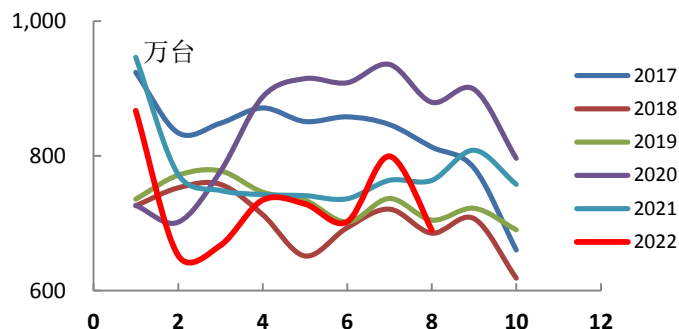
家电：产品分化，出口下降

- 2022年前10个月国内空调产量1.9亿台，同比增长4.79%；电冰箱产量7159万台，同比下降3.42%。
- 2022年空调库存整体延续高位，9月底为1632万台，位于近五年同期高位，库销比处于中性。
- 家电各种类出口数据均表现疲软，低于往年同期。

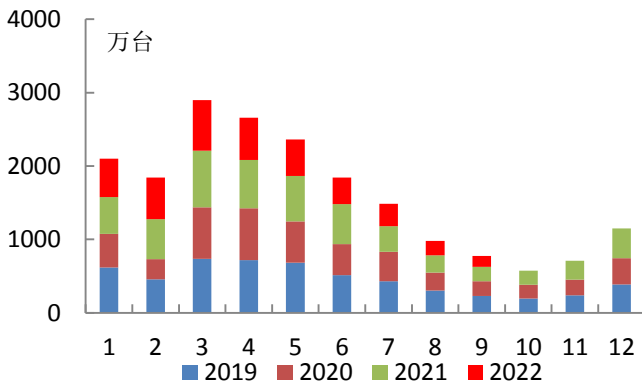
中国空调产量（万台）



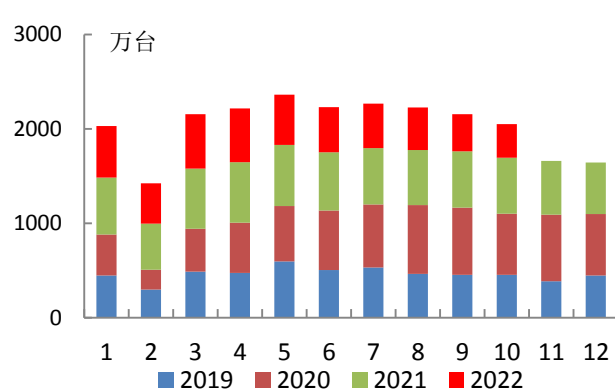
中国冰箱产量（万台）



中国空调出口（万台）



中国冰箱出口（万台）



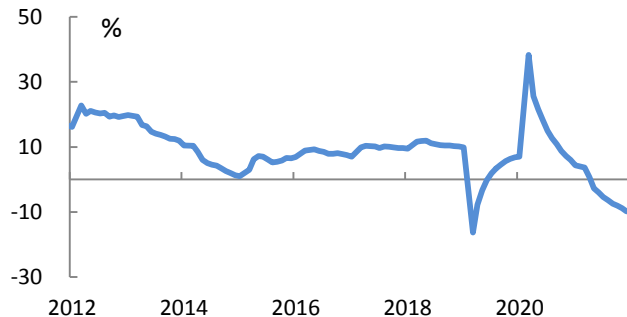
地产：有望企稳；电子通信：延续稳定

- 今年前11月份竣工面积、施工面积、开工面积和房地产投资依旧负增长。
- 国内各地持续出台“三支箭”房地产扶持政策，短期未见明显缓解迹象。
- 如果地产未见扭转，未来可能继续出台扶持政策。
- 由于通讯基础设施产量增加，通讯电子行业有望总体稳定。

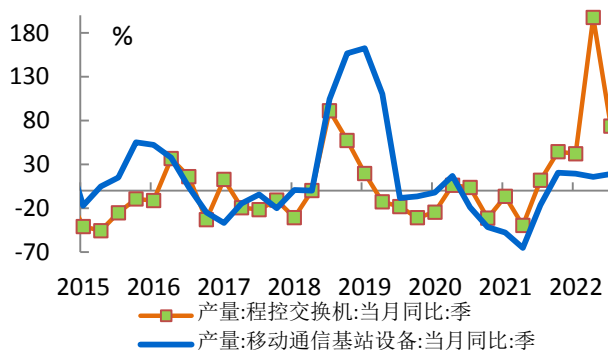
房屋竣工面积同比 (%)



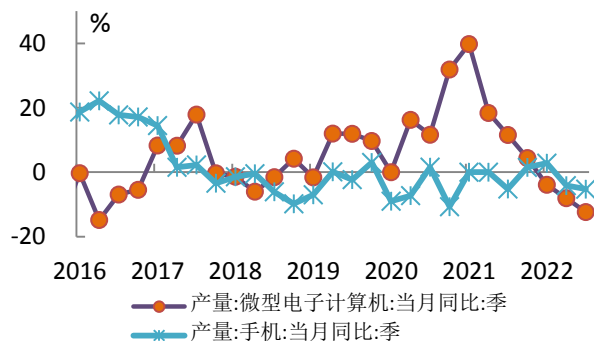
房地产投资累计同比 (%)



主要电子通信设备产量1 (%)



主要电子通信设备产量2 (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

预期2023年供求过剩约10万吨

- 供应：预计2023年矿供应将延续增长，彭博预计新增精矿产量70万吨，增速约为3.3%。
- 需求：地产行业可能企稳，基建投资增速可能放缓，汽车总产量可能轻微负增长，新能源汽车有望稳固交通设备需铜量，家电有望持平。
- 供求差异：预计2022年供求过剩约10万吨。

全球精铜供求平衡表（万吨，%）

下游行业	国内需求占比	2022年1-10月份	对国内总需求贡献（1-10月份）	2023年国内铜需求预计（全年）	对国内总铜需求贡献（全年）	境外需求与矿供应不同情况下	全球其它地区消费预计增速（占45%）	预计全球消费增速	2022年铜产量（万吨）	2023年新增矿供应（万吨）	供应增速	主观观点
电力	46.0%	18.0%	6.5%	8.0%	3.7%		1.0%	2.6%	2137.7	60	2.8%	供求差异0.5%，约为10万吨过剩
家电	14.6%	2.5%	0.4%	1.0%	0.1%		1.5%	2.8%		70	3.3%	
交通运输	11.0%	7.4%	0.8%	2.0%	0.2%		2.0%	3.0%		80	3.7%	
建筑	9.4%	-19.9%	-1.9%	-5.0%	-0.5%		3.0%	3.5%		90	4.2%	
电子设备	7.5%	0.0%	0.0%	1.0%	0.1%							
其它	11.5%	2.0%	0.2%	2.0%	0.2%							
国内需求增速			6.0%		3.9%							

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美联储加息仍将是宏观风险因素，美欧经济放缓的预期不利于铜需求。
2. 矿供应将延续增长，预计新增精矿产量70万吨，增速为3.3%。
3. 地产行业可能企稳，基建投资增速可能放缓，汽车总产量可能轻微负增长，新能源汽车有望稳固交通设备需铜量，家电有望持平。
4. 预计全球需求增速2.8%，预计全年供求过剩约10万吨。

■ 宏观关注：

中国宏观经济数据
美联储利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率

■ 供应关注：

全球铜精矿干扰率
中国精铜、废铜进口数量
中国新增产能进展

■ 需求关注：

国内电力投资
国内房地产
家电产量
新能源汽车产量

■ 库存：

上期所库存变化
上海保税库库存变化

2023年铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果铜价达到72000元/吨，建议卖出，目标区间65000-67000元/吨；

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入套期保值。



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

精矿供应持续宽松，关注需求恢复状况

——2023年锌投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2022.12.19

品种： 锌

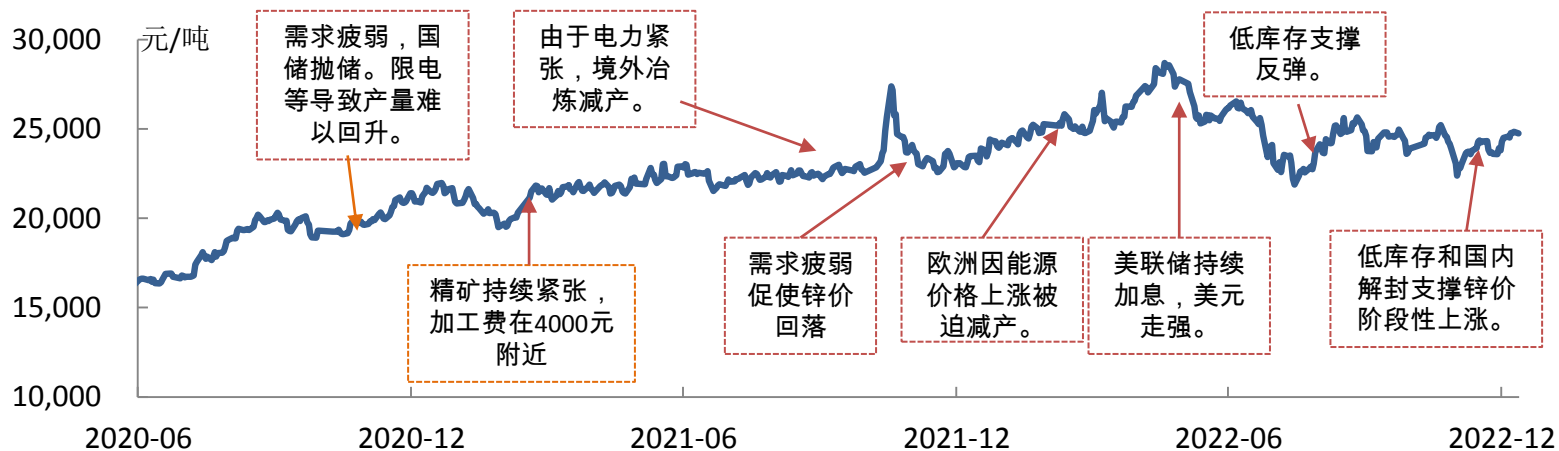
精矿供应持续宽松，关注需求恢复状况

——2023年锌投资策略展望

- 主要驱动因素：美联储控制通胀目标；欧洲天然气价格出现松动，复产有限；精矿加工费持续扩大，国内产量有望增加，需求增长有限，低库存支撑价格。
- 供求角度：欧洲天然气价格出现松动，复产有限。精矿加工费持续扩大，国内产量有望增加，需求增长有限，库存处于低位。预计国内基建增速可能放缓，汽车产销轻微负增长，家电可能持平，地产可能企稳，下游对锌需求大概率持平。
- 预计价格主要运行区间：LME锌2100-3900美元/吨，上期所锌19000-27000元/吨。

国内锌价走势回顾

锌活跃合约连续图（元/吨）

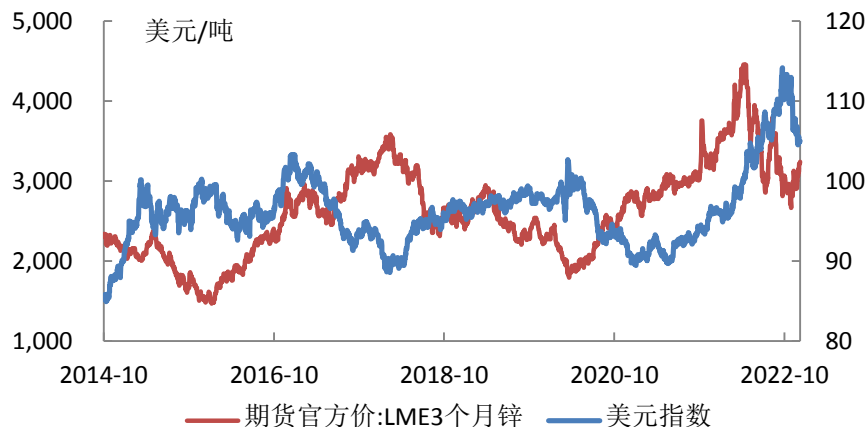


- 锌：今年一季度由于俄乌爆发冲突，能源价格再次上涨，欧洲锌冶炼企业再次因成本提升而减产。二季度由于美国通胀高企，美联储持续加息，叠加国内疫情，锌价明显回落。三季度受低库存支撑，并跟随有色集体反弹。四季度先抑后扬，矿供应增加和国内解封支撑锌价阶段性上涨。

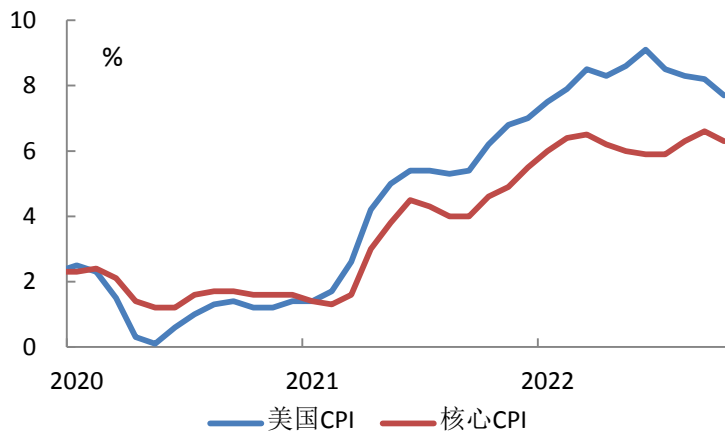
联储终端利率可能高于前期预期

- 美联储在连续三次加息75个基点后，12月份加息50个基点。但同时表示“在确信通胀率将持续下降至2%之前，不会考虑降息”。美元高利率仍然存在对锌价的压力。
- 美国通胀数据虽然出现向下的势头，但与美联储的目标仍有距离。
- 美国就业数据仍然表现良好。

美元指数与锌价（左：美元/吨）



美国CPI和核心CPI（%）



未来新增矿山项目

2021-2024年新增矿山产能统计（千吨）

国家	矿山项目(单位：千吨)	2020	2021	2022	2023	2024
Algeria	Tala Hamza	50	150	175	175	175
Australia	Century Tailings	273	273	273	273	273
Australia	Dugald River	170	170	170	170	170
Australia	Mungana King Vol Project	50	50	50	50	50
Australia	Sulphur Springs Copper Zinc Project	32	32	32	32	32
Burkina Faso	Perkoa	58.256				
Canada	Middle Tennessee	50	50	50	50	50
Canada	Myra Falls	30	30	30	30	30
Cuba	Castellanos Project	100	100	100	100	100
Eritrea	Asmara Project		60	120	120	120
Eritrea	Bisha Expansion	100	100	100	100	100
Greenland	Citronen	0	50	100	150	150
India	Rampura Agucha	120	170	200	200	200
Iran	Mehdiabad Expansion	200	200	350	500	700
Kazakhstan	Shalkiya	120	160	160	160	160
Mexico	Rey de plata	24	36	36	36	36
Peru	Santander	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7
Portugal	Neves Corvo Expansion (ZEP)	70	70	70	70	70
South Africa	Gamsberg (Phase 1)	250	250	250	250	250
Sweden	Zinkgruvan Expansion	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25
USA	Empire State Mine	24	36	36	36	36
	增量（千吨）		266	315	200	200
		1754	2020	2335	2535	2735

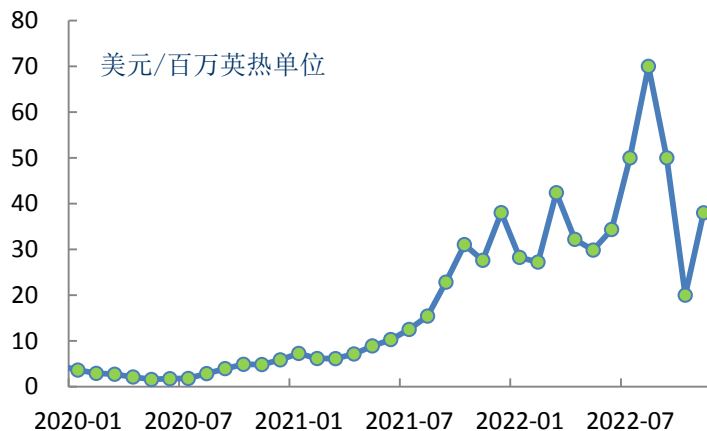
欧洲锌冶炼企业减产尚未恢复

- 欧洲锌冶炼企业受到能源价格上涨的压力，嘉能可和NYSTAR先后先后宣布旗下的企业减产或者停产。随俄乌战事持续，受影响企业有所增加。目前未见这些冶炼企业复产的报道。
- 出于对冬季能源供应的担忧，各国提前加大了储存力度，在夏季欧洲天然气现货价格最高达到90美元/百万英热单位，但由于库存能力有限，冬季来临后欧洲天然气价格大幅回落，目前在40美元/百万英热单位附近。

欧洲受影响锌冶炼企业（万吨）

企业	国家	炼厂	产能（万吨）	减产、停产
NYSTAR	比利时	Balen	26	已经减产
	法国	Auby	16	已经停产
	荷兰	Budel	30	已经减产
嘉能可	西班牙	San Juan De Nieva	46	已经减产
	意大利	Portovesme	24	10万吨产能停产
	德国	Nordenham	5	已经减产
	英国	Northfleet	5	未见报道
Boliden	芬兰	Kokkola	30	未见报道
	挪威	Odda	20	未见报道
Teck	英国	Trail	30	未见报道

欧洲天然气价格（美元/百万英热单位）

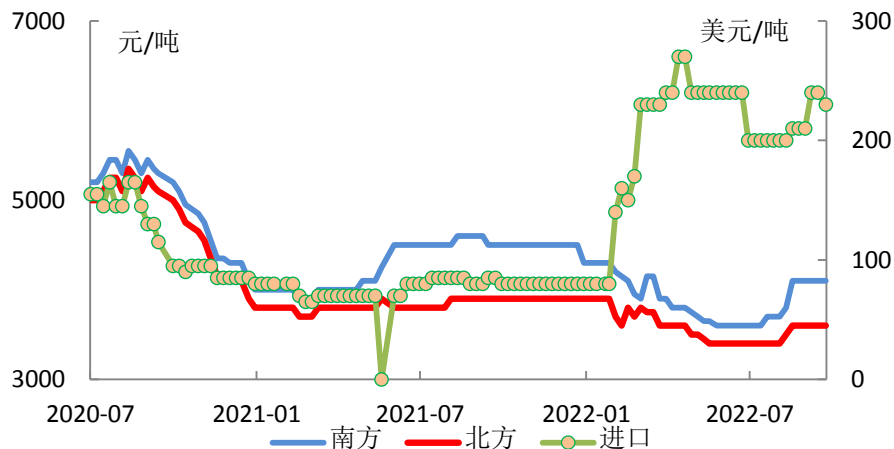


资料来源：Wind，新闻整理，SMM，申万期货研究所

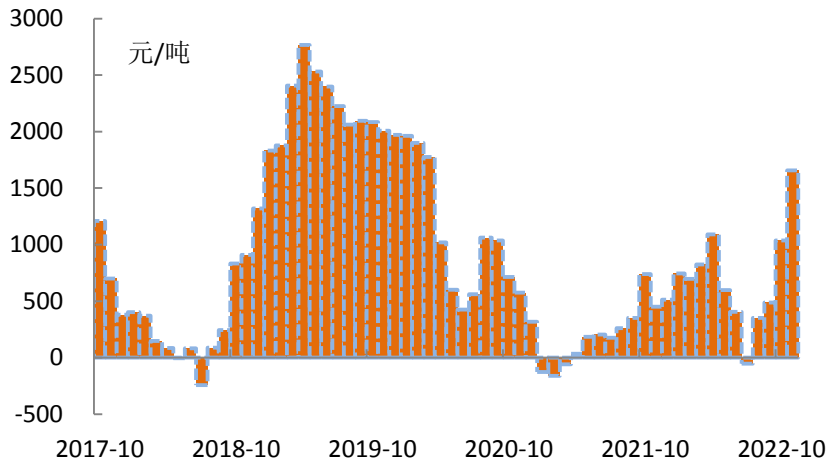
精矿加工费持续向好

- 临近年底国产进口精矿加工费持续增加，国产报价基本在5300-5500元/吨，进口加工费基本在240-280美元/吨。
- 四季度末冶炼企业整体毛利增加。硫酸价格仍然处于低位，但高企的冶炼毛利有助于国内产量的回升。

国产及进口锌精矿加工费（左：元/吨，右：美元/吨）



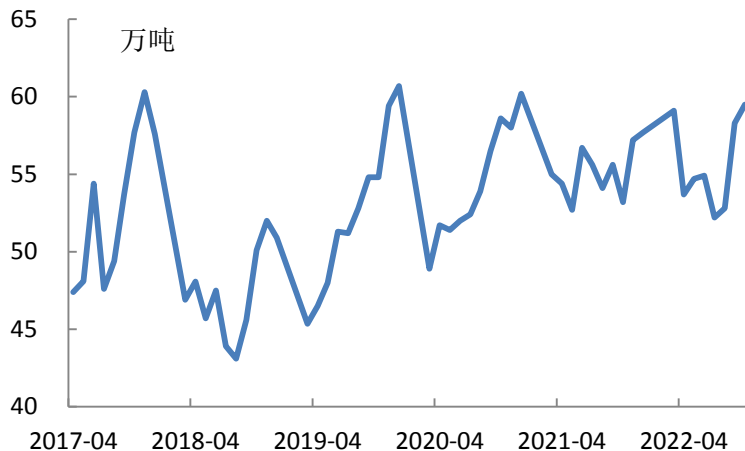
国内锌冶炼毛利估算（元/吨）



前10个月国内锌产量轻微正增长

- 10月锌产量59.5万吨，同比增长9.4%；1-10月锌产量累计值558.0万吨，累计同比增长0.8%。产量低速增长主要受冶炼加工费低迷和电力紧张导致企业检修增加等影响。
- 2023年国内仍计划有20-40万吨新增产能，能否达产仍需密切关注。

中国精锌产量（万吨）



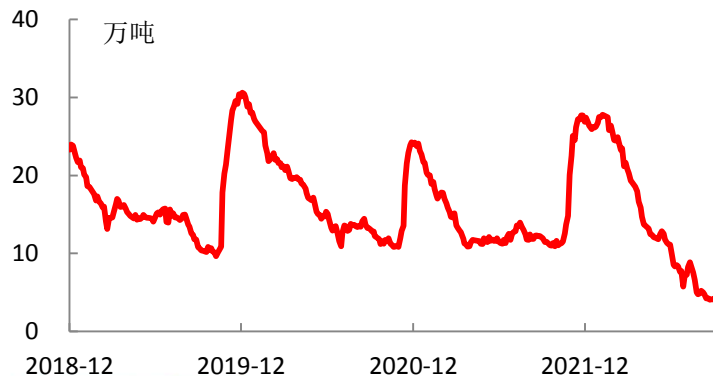
中国锌新增产能（万吨）

企业名称	新产能（万吨）	投产时间	备注
西南能矿	8	2022	计划投产
祥云飞龙	15	2022	计划投产
广西誉升	10	2022	计划投产
金城锌业	10	2023	计划投产
南丹吉朗	2	2022	计划投产
广西永鑫	5.8	2022	计划投产
河南金利	10	2023	计划投产
凉山索玛	2	2022	计划投产
湖南金石	5	2022	计划投产
华峰锌业	5	2022	计划投产

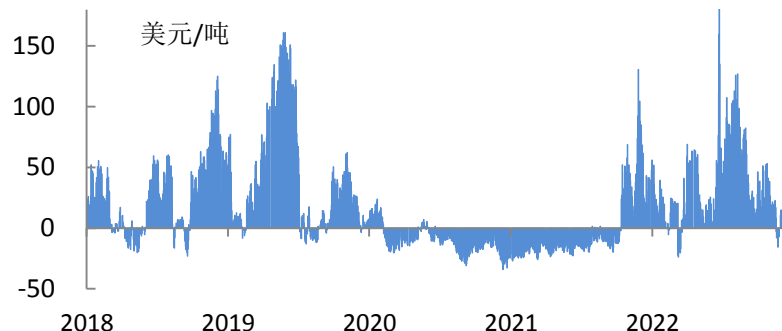
LME库存历史低位，境内外现货升水高企

- 目前国内社会库存下降至4.2万吨的历史低位，上期所库存下降至2.04万吨。
- LME库存持续处于低位，目前在3.7万吨。
- 由于欧洲减产导致LME现货呈现升水，目前为30美元/吨，国内现货升水达到300-400元/吨。

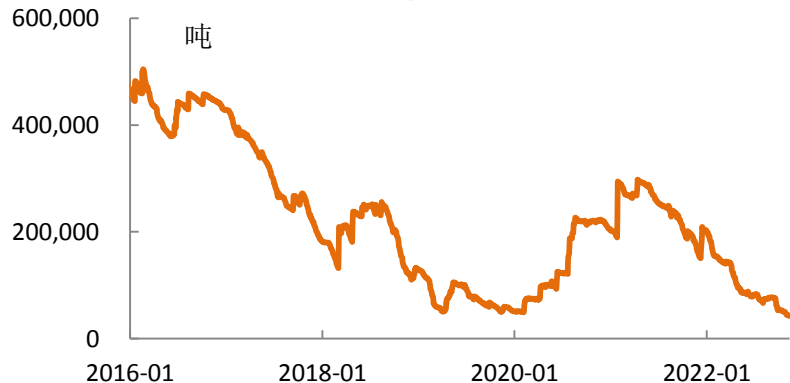
国内社会库存（万吨）



LME锌现货升水（美元/吨）



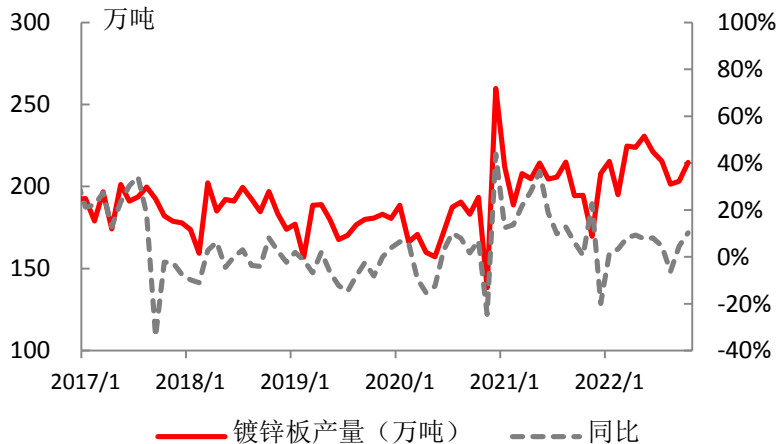
LME锌库存（吨）



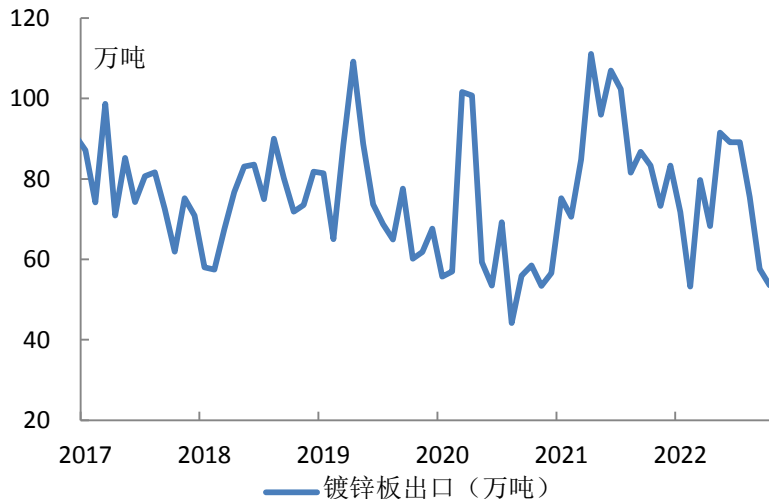
国内镀锌板产量稳定增加、出口回落

- 2022年1-10月份国内重点企业镀锌板产量为2145万吨，同比增加10%，延续增长势头。由于主产地较为分散，2022年镀锌板产量并未受到疫情的明显影响。
- 镀锌板出口有所回落，受钢材价格持续下跌、境外需求预期回落影响。

镀锌板产量及同比（左：万吨，右：
%）



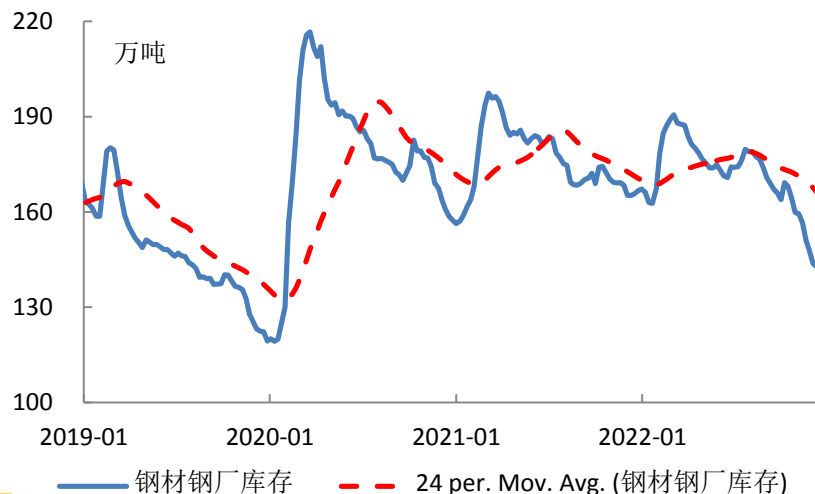
镀锌板出口量（万吨）



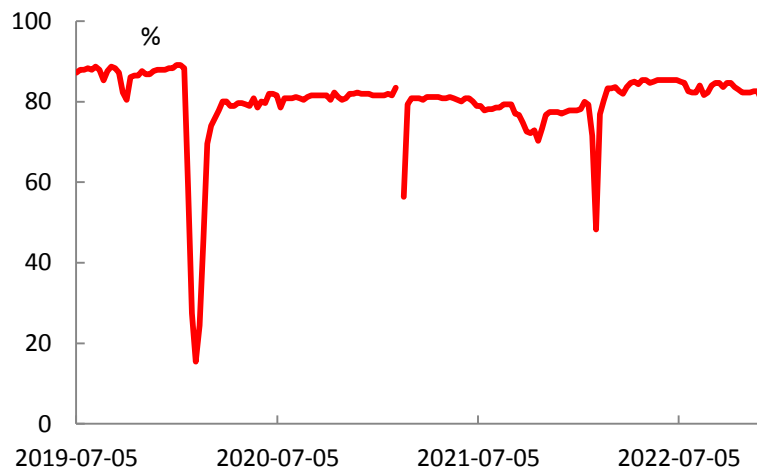
镀锌板库存持续回落、开工率基本稳定

- 在一季度春节期间季节性累库后，二、三季度延续回落，四季度季节性下降。目前厂库加社会库存最新数据为142万吨。
- 2022年镀锌板开工率算数平均值为83%，与过去六年均值基本相同。

中国镀锌板企业库存（万吨）



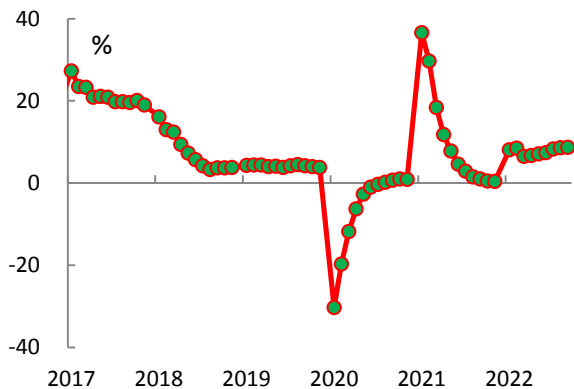
镀锌板企业开工率（%）



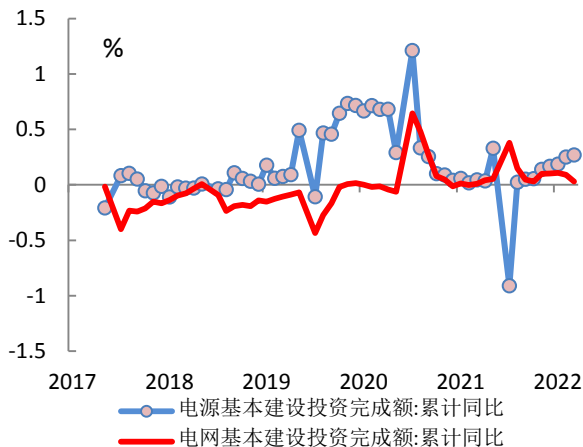
2023年基建增速可能放缓，地产有望企稳

- 在国家持续不断出台扶持政策后，2023年地产行业有望企稳回升，预计好于2022年，基建对冲经济下滑的必要性下降，增速可能放缓。
- 在国家层面出台“三支箭”扶持政策后，2023年如果地产没有出现好转迹象，国家层面可能继续出台扶持政策。

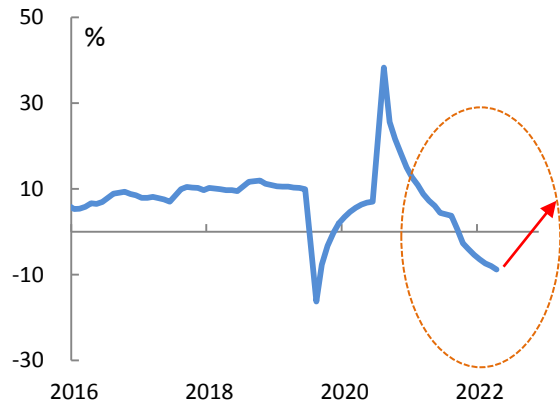
中国基建投资（不含电力）同比（%）



中国电力投资累计同比（%）



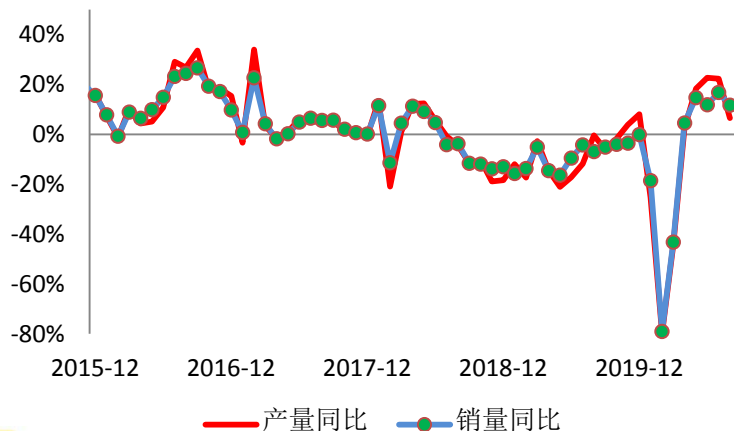
房地产投资累计同比（%）



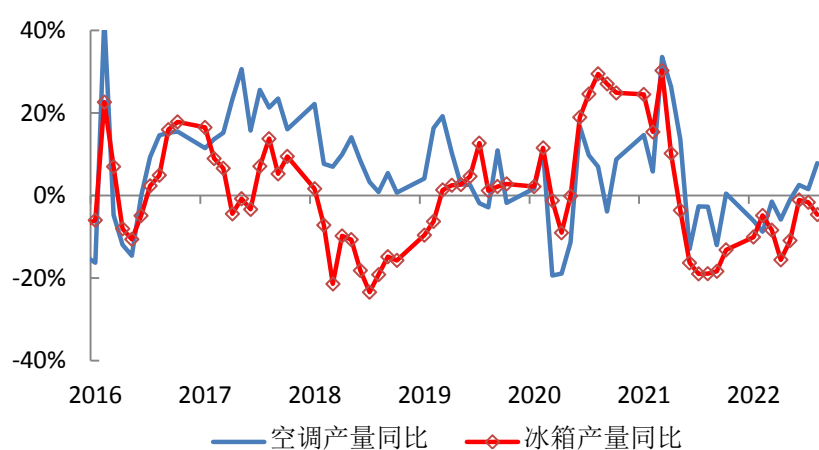
汽车产销同比正增长，家电产量总体持平

- 中汽协公布数据显示，2022年11月，乘用车产销环比分别下降7.9%和7%，同比分别下降3.9%和5.6%。2022年1-11月，乘用车产销同比分别增长14.8%和11.5%。为鼓励汽车消费，国家出台购车的优惠政策，如降低购置税等，汽车产销量明显恢复。由于部分鼓励政策取消和今年消费透支，预计2023年汽车产销量可能轻微负增长。
- 统计局数据显示，2022年1-10月空调同比增长3.2%。冰箱同比下降3.3%，洗衣机同比增加3.7%，电视机同比增加9.1%。预计明年在出口下滑等因素影响下四大家电产量有望持平。

中国汽车产销量同比 (%)



中国空调冰箱产量同比 (%)



预计2023年供求总体基本平衡

- 预计2023年欧洲继续减产，全球锌锭供应有所缩减；随着精矿加工费增加，国内冶炼产量有望明显正增长，并弥补欧洲的下滑。
- 预计2023年欧美需求难有增量，国内下游各行业表现分化，预计全球需求基本持平；供求总体基本平衡。

全球精炼锌供求平衡表（不计算国储抛储数量）

单位（千吨）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
全球锌矿产量	13,130	13,385	12,733	12,961	12,408	12,881	12,801	13,011
非洲	337	422	421	517	489	548	531	
美洲	3,904	4,036	4,099	3,947	3,559	3,978	3,879	
亚洲	6,920	7,043	5,987	5,849	5,792	5,909	5,537	
中国	5,342	5,186	4,304	4,258	4,200			
澳大利亚	849	780	1,020	1,283	1,332			
全球精炼锌产量	13,654	13,708	13,260	13,513	13,640	13,934	13,452	13,662
欧洲	2,355	2,367	2,403	2,349	2,153	2,376	2,373	
美洲	1,575	1,597	1,672	1,672	1,574	1,709	1,765	
非洲	169	165	158	154	148	163	176	
亚洲	9,540	9,839	9,279	9,138	9,174	9,538	9,328	
中国	6,650	6,906	6,501	6,431	6,749			
全球精炼锌消耗量	13,823	14,185	13,715	13,722	13,293	14,149	13,632	13,700
全球精炼锌过剩/缺口	-169	-477	-456	-209	347	-210	-180	-38

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美联储加息仍将是重要宏观风险因素，美欧经济放缓的预期不利于锌需求。
2. 预计2023年欧洲锌冶炼停产可能延续，国内冶炼产量有望回升，预计全球供应轻微正增长。
3. 预计2023年欧美难有明显增量，国内下游各行业将表现分化，预计需求基本持平。
4. 预计2023年锌供求总体基本平衡。

❖ 宏观关注：
中国宏观经济数据
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率

❖ 供应关注：
全球精矿干扰率
中国精锌产量
中国新建产能
矿加工费变化
冶炼企业开工率

❖ 需求关注：
国内镀锌产品库存
国内基建、地产、家电、汽车等行业状况

❖ 库存：
上期所库存变化
LME库存变化

2023年锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果锌价在22000元/吨以下，建议择机买入，目标区间24000-25000元/吨。

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值。

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。