

国信期货有色（铝）季报

铝

宏观政策观察期 铝市料震荡运行

2023年3月26

● 主要结论

一季度宏观扰动频繁，尤其是3月以来，矛盾的焦点主要出现在海外，内外铝价受宏观影响波动震荡，但面对宏观风险展现出了不同程度的抗跌性，逐渐呈现出“内强外弱”的特点。基本面上，2月云南再度限电减产，供应由宽松转向偏紧，叠加消费刺激及旺季需求好转，3月进入去库阶段，基本面的利多逻辑支撑铝价。一季度多空因素交织，铝价主要受宏观因素主导，前期交易预期，后期震荡偏弱。

展望后市，美联储加息或将进入尾声，宏观情绪有所好转，宏观或有短时间对宽松预期的交易，但整体较为不确定。基本面上，供给端，考虑云南来水偏多与偏少，预计二季度运行产能区间为4000-4300万吨。需求方面，4月仍处旺季，需求预计进一步提升，随着两会后各地房地产及新能源汽车政策的落地，终端需求向好并可能在二季度传导至铝端，国内铝需求向好。外需方面，出口利润缩减，订单表现不佳，需求较为疲软，拖累整体消费。进出口方面，进口窗口期打开，随着海外现货流入，国内铝价有受到冲击的可能，沪伦比预计将有所回落。库存上，根据历史数据，二季度预计以去库为主，去库速度将影响供需格局的强弱。成本方面，氧化铝、预焙阳极及动力煤价格有下移可能，电解铝成本重心下移，刺激产能复产的同时削弱价格的底部支撑。整体来看，二季度铝供需或将趋紧，缺乏强势利多动力，基本面震荡偏强。铝价何时从宏观面主导回归到基本面主导还有待观察，预计未来铝价将有短时间的上行，继而震荡运行，价格区间在17500-19000元/吨。操作上建议区间操作，低位布局多单。

分析师助理：张嘉艺
从业资格号：F03109217
电话：021-55007766-6619
邮箱：15691@guosen.com.cn

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

一季度内外盘铝价宽幅震荡，总体上可以分上涨和震荡下行两个区间。

内外盘在1月初分别触底17685元/吨和2251.5美元/吨后，开始上涨，主要原因是对中国疫后经济恢复向好以及美联储加息放缓的预期性交易。外盘于1月中旬开始震荡下行，一季度最高点触及2679.5美元/吨。内盘在春节触及季度最高点19500元/吨后开始震荡偏弱走势。该阶段，海外宏观对美联储加息的预测从预期回归现实，国内基本面上，节后复工复产，经济逐渐进入复苏期后下游需求缓慢提升，高库存在3月进入去库阶段，叠加云南减产影响形成底部价格支撑，多空因素交织，但宏观更占主导，导致铝价持续震荡偏弱走势。宏观面在经历了一系列海外银行风波，市场情绪躁动后，内外盘铝价在3月美联储加息当周开始反弹，3月24日沪铝主力较上一日涨1.21%，报收18470元/吨。2023年第一季度较上一季度，沪铝跌幅为1.23%，伦铝跌幅为1.95%。

图：沪铝主力合约日K线图



数据来源：博易云

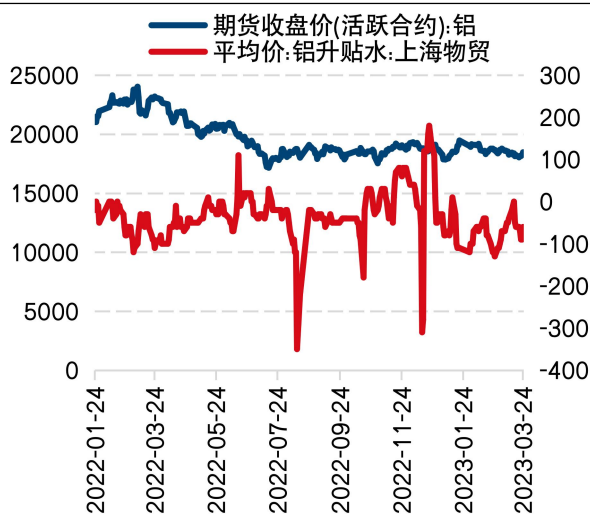
图：伦铝（电子盘）日K线图



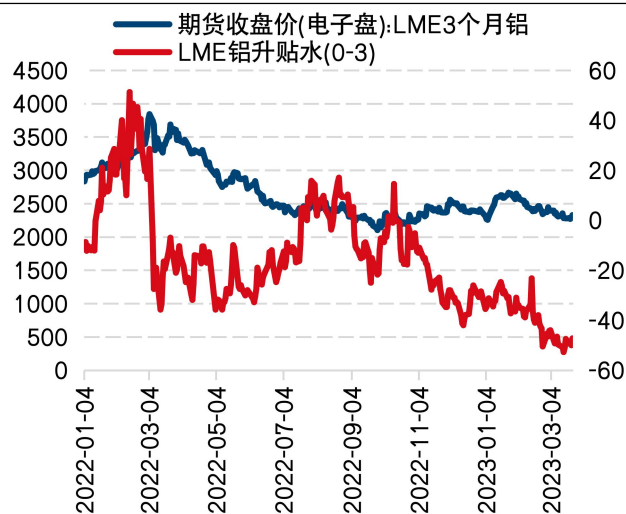
数据来源：博易云

图：沪铝价格走势与基差

图：伦铝价格走势与基差



数据来源：Wind 国信期货



数据来源：Wind 国信期货

二、宏观热点追踪

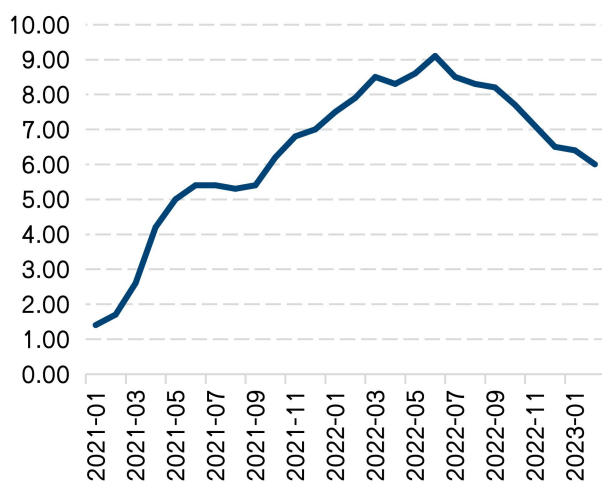
宏观方面，美联储3月最终加息25bp符合市场预期，结合鲍威尔的发言暗示以及加息点阵图，美联储加息或将进入尾声，市场推测紧缩政策放缓的概率升高，宏观情绪有所好转，预计短期内将交易一段时间的宽松预期，带来宏观面的利多。但长期来看，宏观表现较为不确定。欧美经济通胀依然存在，“黑天鹅”事件引发的市场恐慌情绪和资金避险情绪无法完全迅速消退，系统性金融风险发生的可能性依然存在。另外，大国之间的博弈、制裁也会给宏观面带来诸多不确定的影响。

1. 海外成矛盾焦点

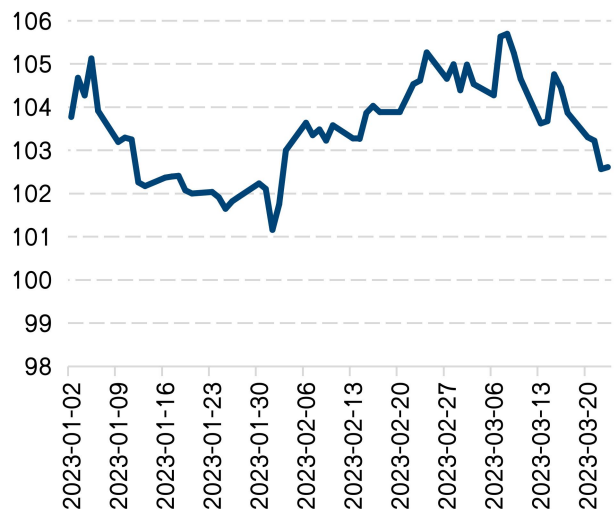
1.1 欧美加息或将进入尾声

2023 年第一季度，美联储及欧央行均继续加息以抑制通胀，但幅度上有所缩小。美联储先后加息两次，2 月加息 25bp，3 月加息 25bp。欧洲方面，欧央行 2 月加息 50bp，3 月继续加息 50bp。加息决议前后，受各方影响，市场情绪波动较大，美元指数也走势震荡。1 月，市场交易美联储紧缩降温的预期，美元震荡偏弱，2 月鲍威尔鹰派表态后市场从预期向现实回归。3 月美国硅谷银行暴雷事件发生后，市场恐慌情绪和资金避险情绪飙升，系统性金融风险发生的可能性让市场对美联储减轻紧缩货币政策的预期上升。3 月加息后，点阵图中对今年政策利率高点维持不变，意味着美联储加息进入尾声。

图：美国 CPI 同比



图：2023 年第一季度美元走势变化



数据来源：Wind 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

1.2 “俄乌战争”爆发一周年，对俄贸易制裁不降反增

自 2022 年 2 月俄乌战争爆发已有一年，欧美各国对俄罗斯多方面的贸易制裁不降反增。1 月起，英国停止进口俄罗斯的液化天然气；2 月 5 日，欧美宣布对俄石油产品实施新限价，挪威也对俄罗斯的石油产品价格设置价格上限。针对俄铝的制裁也进一步升级，自 3 月 10 日起，美国对俄铝及其制品加收 200% 关税，并将于 4 月对俄罗斯原铝进一步加收关税；加拿大也于 3 月 10 日禁止进口俄罗斯铝产品。俄罗斯作为全球第二大电解铝生产国，约占全球总产能的 6%，是全球最大原铝出口国和第四大铝合金出口国。然而 LME 没有在美国仓库注册的俄罗斯原铝仓单，加拿大此番禁止进口举措对海外铝供应格局的影响也不大，因加拿大作为全球第四大铝生产国，自身并不缺铝反而是美国铝市场主要供应商，因而，此次美加的举措更多是一种出于政治目的的行为。从全球贸易流来看，目前世界铝现货充满挑战，充分展现了全球区域经济割裂与地缘政治危机裂痕。数据显示，2022 年以前美国是俄罗斯最大的铝及铝合金出口流向国，但自俄乌冲突爆发以来，围绕俄罗斯金属制裁的相关争议消息络绎不绝，虽然 2022 年没有受到最为直接的制裁，但在不稳定的市场氛围下，欧美开始收紧与俄罗斯贸易。就铝来说，由于制裁和贸易关税或禁令，全球铝市贸易流向转向两个不同体系，欧美刻意打压俄国铝产品，促使俄铝被迫更多流向中国、东南亚等市场。

1.3 “黑天鹅”突现，宏观情绪高低起伏

3 月 10 日，全美前 20 的银行硅谷银行正式宣布破产，消息一出，市场恐慌四起，3 月 13 日，美国财

政部、美联储和 FDIC 推出政府支持计划，为硅谷银行储户存款托底，以控制事件负面影响的扩散，但效果有限。受此影响，恐慌情绪蔓延，资金避险情绪提升，欧美银行板块于当周遭受重创，瑞士信贷银行于 3 月 15 日股价跌至历史新低，资金避险情绪再度飙升，宏观情绪迎来再一次震动。一系列银行风波的背后反映的是海外央行激进加息之下市场流动性不足、金融监管和评级机构专业审查失效，市场对金融业结构性风险信任危机的爆发。

此次“黑天鹅”事件一定程度上影响了美联储的 3 月加息决议，最终 3 月加息 25bp，幅度小于事件发生前市场预测的加息 50bp。全球经济在中国带动下恢复增长的预期被海外密集风险事件忧虑与危机不确定性压制，预计受此影响，未来欧美各国的加息步伐预计大有变动，从而对铝等有色大宗商品价格产生影响。

2. 国内总体向好

2.1 疫情影响渐退，经济修复开始

一季度初起，各地防疫政策逐步放松，市场对经济复苏的预期一度高涨。1-2 月各项经济数据显示出，我国生产需求回升向好、就业物价总体稳定、经济循环逐步改善、市场主体活力趋于增强。

2.2 两会定调：稳经济增长，刺激消费

3 月初，两会顺利召开并落幕，两会政府工作报告指出 2023 年国内生产总值增长 5% 左右，但政策上拒绝“大水漫灌”，此外，扩大内需、刺激消费是今年的首要任务。两会再次定调我国经济将复苏但速度较缓的趋势。随着两会后刺激消费政策的不断推出和落地，预计需求将缓慢回升。

2.3 各方政策出台，推动经济向好

在过去的第一季度，各方出台了相关政策，从不同角度推动经济的修复和向好：央行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制；住建部着力化解房企风险，合力整治房地产市场秩序；人民银行表示金融支持消费发展；两部委明确增值税小规模纳税人减免增值税等政策；工信部表示稳住汽车等大宗消费；央行为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持银行体系流动性合理充裕，决定于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。政策将助力房地产从低迷中复苏，激发实体企业融资等，从而进一步推动经济向好。

整体上来说，一季度宏观扰动频繁，尤其是 3 月以来，矛盾的焦点主要出现在海外，内外铝价受宏观影响波动震荡，但面对宏观风险展现出了不同程度的抗跌性，逐渐呈现出“内强外弱”的特点。未来宏观铝价走势的主导作用有待观察。

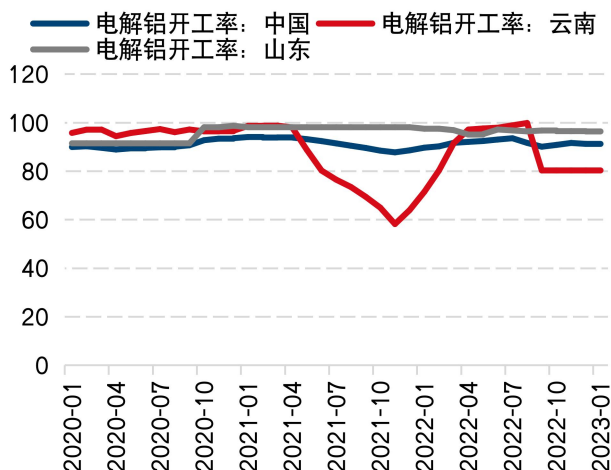
三、铝市分析

1. 云南再度限电减产，来水情况影响二季度产能运行率

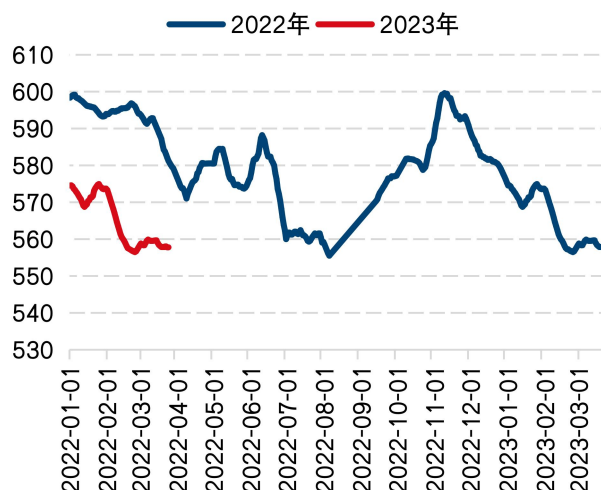
供给端，一季度电解铝产能虽有复产、新投以及云南的限电减产，但从总量上来看，在产产能维持在 4000 万吨左右，与 2022 年四季度相差不大。二季度规划产能变动为增加 190 万吨左右，但其中有 80 万吨增量来自云南，因此还需重点关注云南等西南地区丰水期的来水情况，当前云南主要水库水位仍然偏低，未来天气状况较为不确定。考虑云南来水偏多与偏少，预计二季度运行产能区间为 4000-4300 万吨。

减产始于贵州，因冬季取暖导致用电紧张而限电，贵州一季度共计减产 42.5 万吨。2 月末，云南减产落实。1-2 月云南主要水库水位降至近年来历史同期地位，用电供需紧张，云南地区电解铝企业被要求按照总建成产能的 40%-42% 为标准进行负荷减压。此次云南减产影响产能近 80 万吨，约占我国总在产产能的 2% 左右，叠加 2022 年 9 月减产产能，2 月减产后，云南省减产产能已扩大至 195 万吨，省内在产产能回落至 337 万吨左右。另外，山东南山铝业由于指标转让减产 5 万吨产能。

图：电解铝开工率（单位：%）



图：溪洛渡水库水位（单位：米）

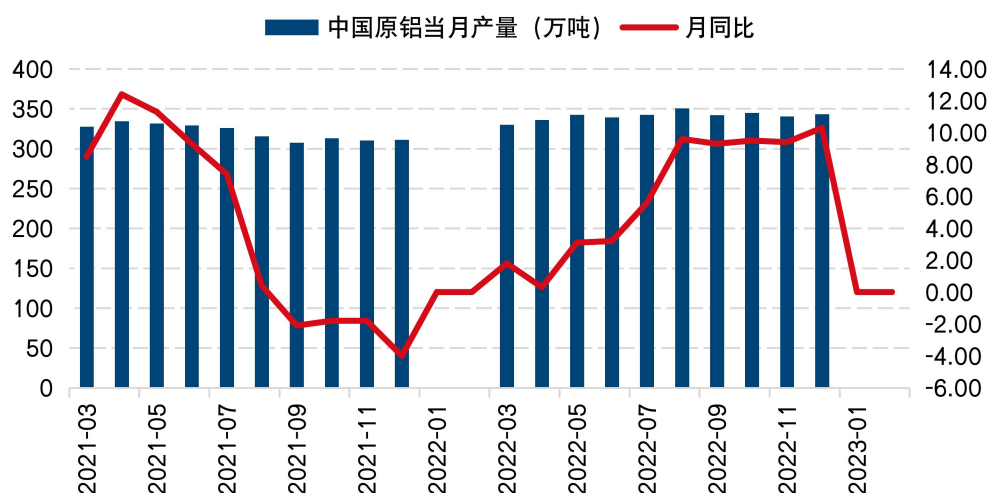


数据来源：Wind 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

云南的大规模减产一定程度上缓解了因前期累库过高带来的供应过剩压力，此次减产的产能至少于 5 月枯水期结束，即二季度中后期才能逐步恢复，而电解铝产能复产需要一定时间，因而预计二季度这部分产能即使复产，贡献的产量也较为有限。且如果云南的干旱持续，那么复产时间将随之延后。目前看来，云南溪洛渡水库的水位与历史同期相比仍在低位，因此云南产能的复产现在看来还是未知数，甚至还将影响云南后期新投产能的释放进度。

图：中国原铝月产量变化（单位：万吨、%）



数据来源：Wind 国信期货

复产与新增产能方面，整体来说前期速度偏慢，后期广西复产速度加快。1 月四川地区一铝厂开启复产，至今仍未实现满产运行，广西、贵州的部分铝厂 2-3 月陆续复产。新增产能来自甘肃、内蒙古和贵州，

其中甘肃中瑞铝业有限公司 19.2 万吨新产能，目前已全部投产完毕。3 月末，广西产能复产提速，使一季度最终复产、新增产能与云南减产产能足以相抵消，但由于部分产能复产于 3 月末，预计 3 月整体产量低于 2 月。二季度规划变动产能为增加 190 万吨左右，若按计划投产、复产，二季度末全国在产产能有望回升至 4200 万吨左右，但其中有 80 万吨产能来自云南，还需考虑云南来水情况。

产量方面，国家统计局数据显示，2023 年 1-2 月电解铝产量 673.5 万吨，同比增长 7.5%，云南减产的影响预计将会体现 3 月的产量上。

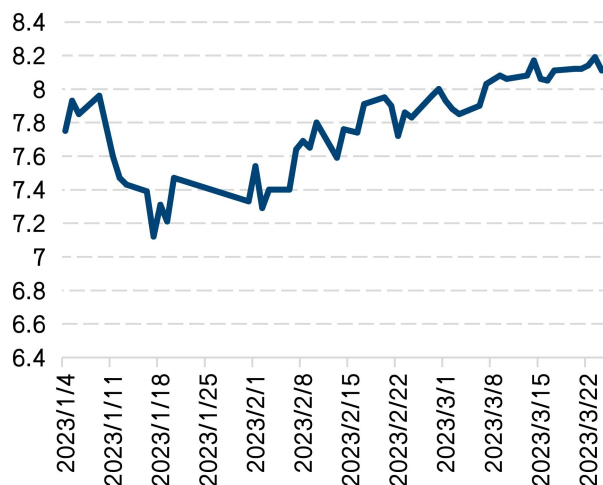
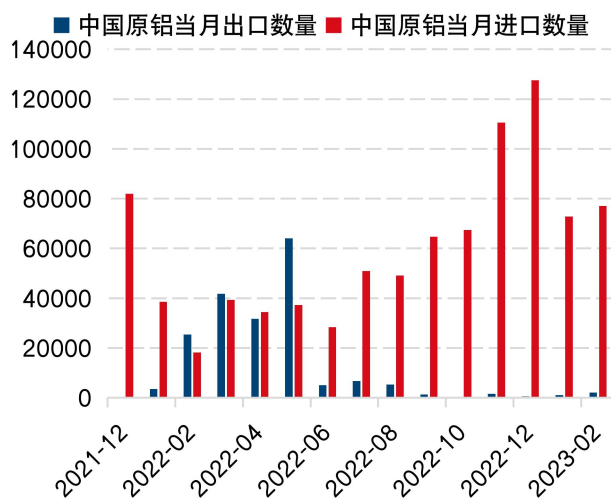
2. 进口窗口期打开，警惕进口冲击

进出口方面，云南减产的影响将在二季度有所持续，随着进口窗口期打开，外加需求增加，国内供应偏紧且价高，铝的进口量在二季度或许会再有爬升。但进口量达到一定阶段后，随着更多海外铝进入中国市场，国内铝价有受到冲击的可能。3 月第四周，随着宏观情绪转暖，内外盘铝价反弹，铝价沪伦比已有回落趋势，中期来看，铝价“内强外弱”的程度将有所削弱，市场需要警惕进口带来的冲击。下游产成品出口方面，出口利润下降叠加出口订单不佳，预计 3-4 月铝材出口量难有显著增量，铝的外需疲软将拖累铝的整体消费。

海关总署数据显示，中国前两个月原铝进口量分别为 7.92 万吨和 7.71 万吨，均高于去年同期，但较去年年底有所回落。值得注意的是，前两个月从俄罗斯进口铝同比暴增，这是由于欧美对俄铝制裁的进一步升级，一定程度上影响了贸易的流向，加之中国需求缓慢复苏，进口窗口打开，俄铝逐渐流向中国。

图：中国原铝当月进出口数量（单位：吨/月）

图：铝价沪伦比值走势



数据来源：Wind 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

其他铝产业链进出口数据上，2023 年 2 月，中国进口铝矿砂及其精矿 1124 万吨，同比增长 9.1%；1-2 月累计进口铝矿砂及其精矿 2362 万吨，同比增长 12.8%。2023 年 2 月氧化铝出口 11 万吨，同比增长 2946.5%；1-2 月累计出口 25 万吨，同比增长 3076.6%。2023 年 2 月出口未锻轧铝及铝材 38.46 万吨，同比下降 8.6%；1-2 月累计出口 88.04 万吨，同比下降 14.8%；2 月进口未锻轧铝及铝材 19.31 万吨，同比增长 35.2%；1-2 月累计进口 37.43 万吨，同比增长 11.3%。

可以看到，上游原料端，受国内氧化铝价格下行影响，氧化铝出口量同比激增。铝以及其下游铝材产

品的出口量同比下降，而进口数据表现亮眼。这是由于面对宏观的扰动，铝内外价格总体呈震荡下跌态势，重心有所下移，但沪铝表现更为抗跌，铝价沪伦比值由1月中旬的7.1附近开始上升，至2月底已升至8，目前仍位于8左右，近期呈现出“内强外弱”的特点。因此原铝及其下游产品进口盈利窗口打开，进口量有所增加。但随着海外铝进入中国市场，国内铝价有受到冲击的可能，中期来看，“内强外弱”的程度将有所削弱，市场需要警惕进口带来的冲击。3月第四周，随着宏观情绪转暖，内外盘铝价反弹，铝价沪伦比已有回落趋势。

下游出口方面，铝锭进口亏损的收窄导致了铝材出口利润的下降，另一方面，作为我国铝材出口主要品种的铝板带箔，近期出口订单表现不佳。据Mysteel调研，河南部分铝板带箔加工企业表示，当前1-2月出口订单显著低于去年同期水平。海关数据显示，今年1-2月末锻轧的铝及铝材累计出口88.04万吨，同比下降14.8%。出口利润下降叠加出口订单不佳，预计3-4月铝材出口量难有显著增量，铝的外需疲软将拖累铝的整体消费。

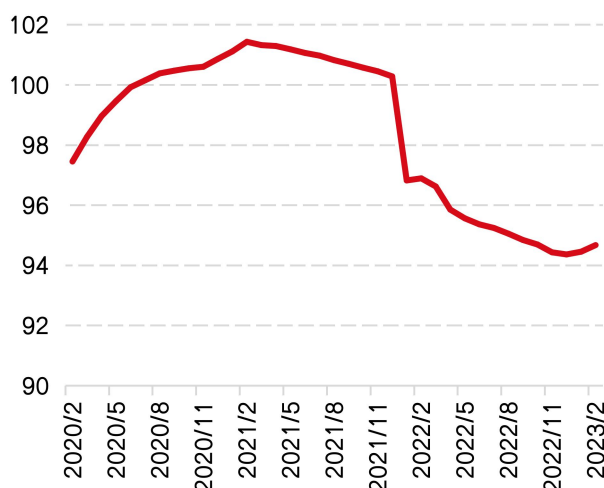
3. 供需偏紧叠加去库，构筑铝价底部防线

需求方面，4月仍处旺季，预计铝需求将有进一步提升，随着两会后各地房地产及新能源汽车政策的落地，终端需求向好并可能在二季度逐渐传导至铝端，国内铝消费需求向好。库存上，根据历史数据，二季度预计以去库为主，去库速度将影响供需格局的强弱。整体上来说，随着产能复产、新产能释放及海外铝的流入，供应端压力稍有释放，但叠加旺季需求回升和去库速度加快，整体供需格局或仍然偏紧，构筑铝价的底部价格支撑，价格上涨动力还需视需求兑现情况而定。

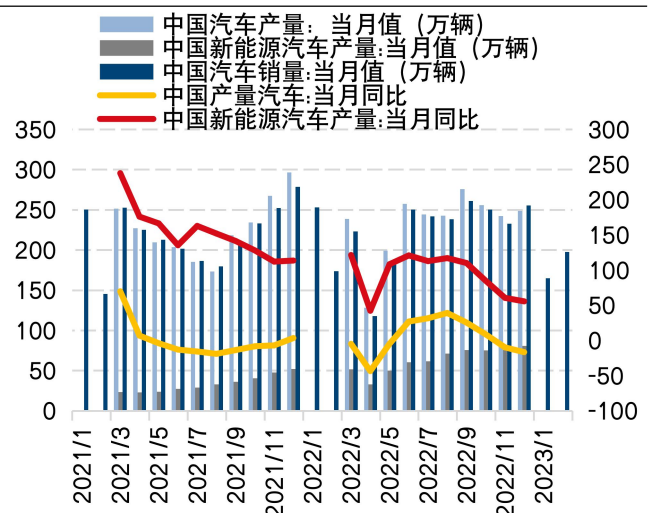
具体来说，一季度下游需求端，铝棒及铝板带开工率均上升至40%左右。铝型材方面，受铝型材加工企业生产周期及太阳能光伏型材订单爆发影响，2023年2月中国铝型材样本企业开工率同比往年大幅走高并突破50%以上，若后续建筑型材与新能源汽车消费复苏，订单增长，铝型材开工率有望进一步提升。

终端消费上，在宏观政策的指引下，2023年房地产向好趋势较为确定，目前等待利好政策推动下真正拐点的到来。2月房地产相关数据表明房地产行业正从低迷期复苏回暖，中国房景气指数略微抬头，虽然新开工还处于下行，但销售端已经回暖，预计二季度房地产对铝的需求将有一定提振效果。汽车消费上，2月汽车销量较1月有所回升，环比上涨19.84%，同比上涨13.75%。随着新能源车企的进一步降价以及各地刺激消费政策的落地，预计未来汽车销量向好，增加对铝的需求。

图：中国房地产景气指数



图：2月汽车销量有所回升（单位：万辆、%）



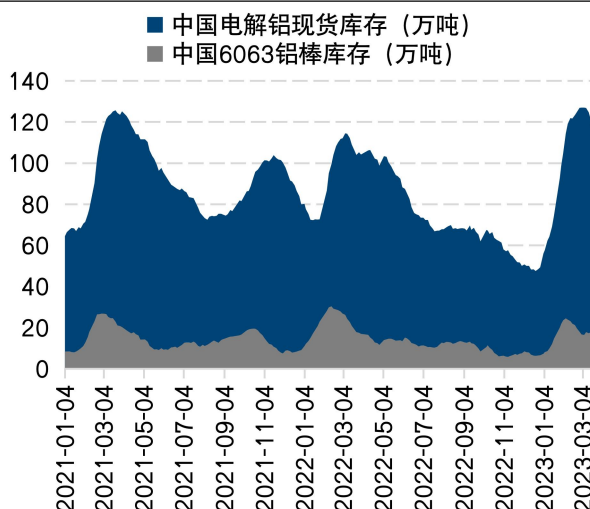
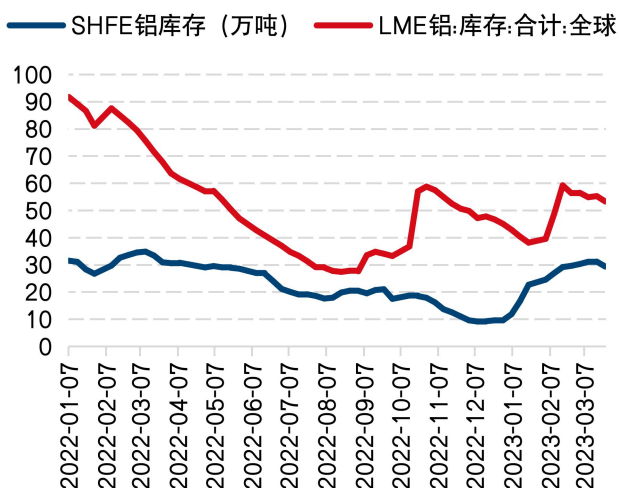
数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

库存方面, 电解铝锭社会库存自 2022 年 12 后开启累库, 并至历史高位, 于 3 月第二周出现库存下降的情况, 此后进入去库阶段, 当前仍在去库中, 但与历史同期相比, 库存较高。截至 2023 年 3 月 23 日, SMM 统计国内电解铝锭社会库存 112.6 万吨, 较 2022 年 3 月份历史同期库存增加 8.5 万吨, 较 3 月初库存累计下降 14.3 万吨, 去库超预期。随着云南减产, 供应端偏紧以及需求的提振, 去库速度有加快的可能。

图: 交易所铝库存变化 (单位: 万吨)

图: 中国电解铝及铝棒库存变化 (单位: 万吨)



数据来源: Wind 国信期货

数据来源: Wind 国信期货

一季度的供需状况以云南减产为时间结点, 可以分为两个时间段: 云南减产落地前, 电解铝持续累库, 恰逢春节, 下游加工企业停工后复工, 整体处于供应过剩。2 月, 铝棒率先开启去库, 云南减产落地后, 新增及复产产能不足以弥补减产缺口, 3 月起, 库存拐点到来, 下游开工率及需求上升, 导致供需格局由过剩向趋紧转变, 共同构筑了一季度铝价的底部防线。

4. 成本重心下移, 削弱价格支撑

成本方面, 氧化铝预计供应过剩, 价格下移, 预焙阳极及动力煤价格在一季度有所下跌后预计企稳或偏弱, 因此二季度电解铝成本重心或有下移, 刺激产能复产的同时削弱价格的底部支撑。

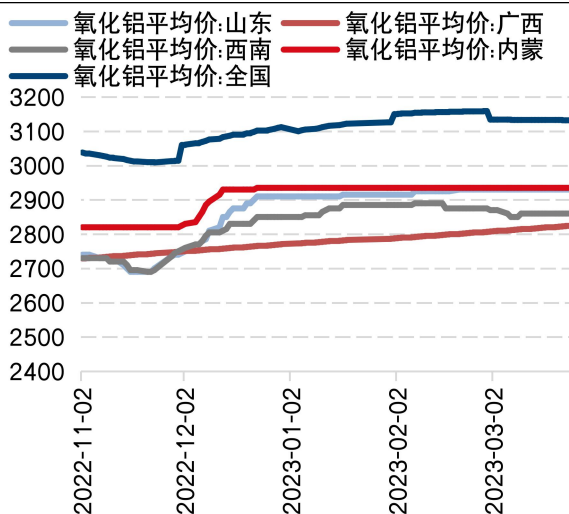
具体来看, 一季度国产氧化铝价格重心逐渐降低后企稳, 进口氧化铝价格高, 1-2 月氧化铝出口量暴增。云南减产落地后西南地区需求量下降, 氧化铝区域间价差拉大, 西南地区价格降低。一季度中国氧化铝市场供应明显增加, 达到供需平衡状态。但随着云南的减产以及氧化铝产能的释放, 供应将转向过剩, 氧化铝价格有下跌的可能。

一季度预焙阳极市场价呈下降趋势, 截止 3 月 23 日均价 6256 元/吨。动力煤方面, CCTD 数据显示, 截至 3 月中旬, 重点样本煤矿产能利用率已达 85%, 为今年以来最高值, 预计产能将进一步释放。随着天气转暖, 冬季取暖对煤的需求降低, 煤炭供需预计较为宽松, 煤炭价格企稳或下行。

受氧化铝价格弱势及预焙阳极价格走低影响, 电解铝成本重心已由 1 月的 17500 元/吨附近下移至 17000 元/吨附近, 下降近 30%, 不同省份间成本有所差异。成本下行削弱了铝价的底部支撑, 但在增大了

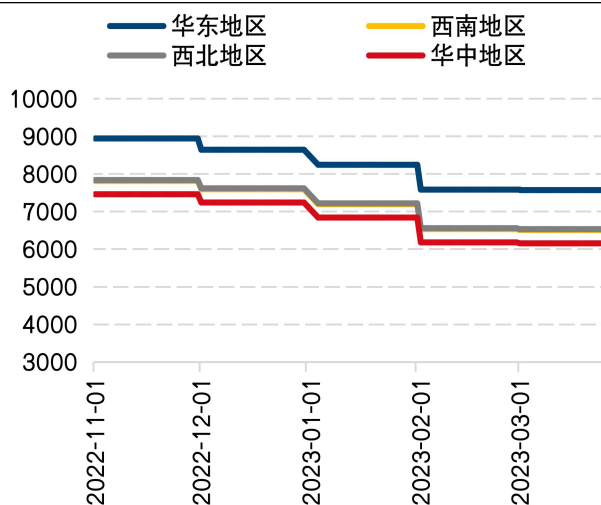
利润空间的基础上，可能会激发前期停产产能的复产积极性，导致铝供应增加，从而再度削弱价格支撑线。

图：氧化铝价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

图：预焙阳极市场价（含税）走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind 国信期货

5. 价格压制下海外产能复产依旧受阻

3月，德国铝生产商斯佩拉宣布，由于能源价格高企，将在2023年下半年关闭旗下Rheinwerk铝冶炼厂的运营，该冶炼厂已于去年10月削减50%产量，此次将关闭剩下7万吨液态铝生产。此冶炼厂的停产虽然影响非常有限，但却是欧洲能源危机下，众多高耗能产业生产遇阻的缩影。虽然欧洲的能源危机已经有所缓和，但铝生产这种耗电量大的能源密集型产业用电成本依旧居高不下，叠加宏观环境的压制，以及需求复苏迟缓，铝价迟迟维持区间震荡无法突破高位。海外电解铝生产企业利润承压，复产速度迟缓，预计今年海外电解铝整体供应仍然不容乐观。

四、后市展望

展望后市，我们预计二季度铝价将短时间上行后震荡运行。

宏观方面，美联储3月最终加息25bp符合市场预期，结合鲍威尔的发言暗示以及加息点阵图，美联储加息或将进入尾声，市场推测紧缩政策放缓的概率升高，宏观情绪有所好转，预计短期内将交易一段时间的宽松预期，带来宏观面的利多。但长期来看，宏观表现较为不确定，欧美经济通胀依然存在，“黑天鹅”事件引发的市场恐慌情绪和资金避险情绪无法完全迅速消退，系统性金融风险发生的可能性依然存在。另外，大国之间的博弈、制裁也会给宏观面带来诸多不确定的影响。

基本面上，供给端，二季度规划产能变动为增加190万吨左右，但其中有80万吨增量来自云南，因此还需重点关注云南等西南地区丰水期的来水情况，当前云南主要水库水位仍然偏低，未来天气状况较为不确定。考虑云南来水偏多与偏少，预计二季度运行产能区间为4000-4300万吨。需求方面，4月仍处旺季，需求预计进一步提升，随着两会后各地房地产及新能源汽车政策的落地，终端需求向好并可能在二季度传导至铝端，国内铝需求向好。外需方面，出口利润缩减，订单表现不佳，需求较为疲软，拖累整体消费。进出口方面，进口窗口期打开，随着海外现货流入，国内铝价有受到冲击的可能，沪伦比预计将有所

回落。库存方面，根据历史数据，二季度预计以去库为主，去库速度将影响供需格局的强弱。成本方面，氧化铝、预焙阳极及动力煤价格有下移可能，电解铝成本重心下移，刺激产能复产的同时削弱价格的底部支撑。整体来看，二季度铝供需或将趋紧，缺乏强势利多动力，基本面震荡偏强。

综上所述，宏观或有短时间对宽松预期的交易，但整体较为不确定，基本面表现震荡偏强支撑价格，铝价何时从宏观面主导回归到基本面主导还有待观察。预计未来铝价将有短时间的上行，继而震荡运行，价格区间在 17500-19000 元/吨。操作上建议区间操作，低位布局多单。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。