

## 主题热点系列专题之一：

# 降息&补库周期视角下的铜逻辑梳理

### 报告要点

中国补库与铜价表现没有明显相关性，美国补库周期启动易带动铜价上涨。美国零售商+批发商进入补库周期能够拉动对生产国商品进口，从而带动全球精炼铜消费增长驱动铜价上升。

### 摘要：

中国补库与铜价表现没有明显相关性，美国补库周期启动易带动铜价上涨。就库存周期的不同阶段而言，铜价在中国库存周期的不同阶段并没有表现出较为一致的特征。美国全社会库存（制造+批发+零售）主动补库周期铜价上涨概率最大，主动去库周期铜价下跌概率较大，被动补库和被动去库周期铜价涨跌参半。

美国零售商+批发商进入补库周期能够拉动对生产国商品进口，从而带动全球精炼铜消费增长驱动铜价上升。美国全社会库存主要分为制造商、批发商和零售商三个环节，主要对应生产、渠道和消费各个环节的社会库存。美国作为全球内需大国，需求回升拉动自身进入补库的同时，也会提振生产国的出口。美国渠道+消费环节（批发商+零售商）与中国对美出口相关性更强，美国渠道和消费环节补库促使美国进口增加，拉动全球精炼铜消费增长从而带动铜价上升。

矿端偏紧对供应端的约束未来 1-2 年难以解决，美国顺利进入补库周期会拉动全球精炼铜需求增长，对待铜价以偏多思路较为合适。未来铜价可能在 8 万这个平台继续向上拓展空间，远期往 10 万靠拢的可能性比较大。产业链下游企业应及时调整思路，充分运用好各种风险管理工具，规避进一步极端行情的风险。

**操作建议：**美联储降息前以偏多思路对待，降息时需要关注欧美经济硬着陆的概率，降息后继续关注铜供需基本面变化

**风险因素：**中国 GDP 中内需占比上升会增加中国库存周期与铜价相关性；供应中断；欧美经济硬着陆；美联储鸽派不及预期；地缘政治风险；

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因关注、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。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 有色与新材料团队

研究员：  
沈照明  
021-80401745  
shenzhaoming@citicsf.com  
从业资格号：F3074367  
投资咨询号：Z0015479

李苏横  
0755-82723054  
lisuheng@citicsf.com  
从业资格号：F03093505  
投资咨询号：Z0017197

郑非凡  
zhenfeifan@citicsf.com  
从业资格号：F03088415  
投资咨询号：Z0016667

张远  
zhangyuan@citicsf.com  
从业资格号：F03087000  
投资咨询号：Z0019399

何妍  
heyanc@citicsf.com  
从业资格号：F03128282  
投资咨询号：Z0020224

## 目 录

摘要：	1
一、 库存周期与工业品价格分析框架	3
二、 中美库存似乎迎来拐点或步入补库周期	4
三、 中国补库：与铜价表现没有明显相关性	6
四、 美国补库：周期启动易带动铜价上涨	8
五、 美国渠道&消费环节补库能够带动进口	9
六、 总结	10
免责声明	12

## 图表目录

图表 1：1970 年以来 9 轮明显降息周期期间的铜价表现	3
图表 2：库存周期四个阶段的特征和指标表现	4
图表 3：中国或已启动补库周期	5
图表 4：美国全社会库或也进入补库周期	5
图表 5：中国库存周期与持续时长	5
图表 6：美国全社会库存周期与持续时长	6
图表 7：中国库存周期与铜价	6
图表 8：中国库存周期与铜价表现	7
图表 9：中国补库周期中的铜价表现	7
图表 10：美国库存周期与铜价	8
图表 12：美国全社会补库周期中的铜价表现	8
图表 11：美国全社会库存周期与铜价表现	9
图表 13：铜价领先于美国制造商库存	9
图表 14：美批发+零售库存与铜价基本同步	9
图表 15：2023 年美国消费占 GDP 约 79%	10
图表 16：2023 年中国出口占 GDP 比重为 18.9%	10
图表 17：美国总库存与中国对美出口相关性较弱	10
图表 18：美批发+零售库存与中国对美出口相关性较强	10

《美联储降息前后铜价走势复盘》这篇报告细致回顾与分析了在美国联储实施降息政策前后，铜价波动的趋势、相关经济逻辑及其市场反馈。核心推理与结论敬请参阅该篇报告，此处不再赘述。然而关于中美补库周期启动的讨论增加了即将到来的降息周期铜价是否还符合历史经验的疑问，并困扰着市场对即将到来的降息周期内铜价走势的判断。本文主要从中美补库周期的视角出发，试图去理清中美补库周期背景下的铜价背后驱动逻辑。

图表 1：1970 年以来 9 轮明显降息周期期间的铜价表现

末次加息	首次降息	末次降息	降息次数	降息前持续月数	降息后持续月数	降息幅度	降息前铜价表现	降息后铜价表现	降息周期铜价表现
1971-08	1971-09	1971-12	7	1	4	2.25	-3.78%	-1.75%	-5.46%
1974-05	1974-07	1976-01	14	3	19	8.25	-33.26%	-37.84%	-58.51%
1981-05	1981-06	1982-12	12	1	19	11.50	-2.41%	-13.34%	-15.43%
1984-08	1984-10	1986-08	13	2	23	5.87	-4.82%	2.36%	-2.57%
1989-02	1989-06	1992-09	21	4	40	6.75	-17.79%	-5.18%	-22.05%
1995-02	1995-07	1998-11	6	6	42	1.25	6.88%	-48.83%	-45.30%
2000-05	2001-01	2003-06	13	8	31	5.50	0.11%	-5.65%	-5.55%
2006-06	2007-09	2008-12	10	15	16	5.00	6.27%	-59.84%	-57.32%
2018-12	2019-07	2020-03	5	8	8	2.25	-2.21%	-12.77%	-14.69%

资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

## 一、库存周期与工业品价格分析框架

库存周期又被称为基钦周期，该周期可分为四个阶段：被动去库-主动补库-被动补库-主动去库，分别对应经济的复苏、繁荣、衰退、萧条阶段。

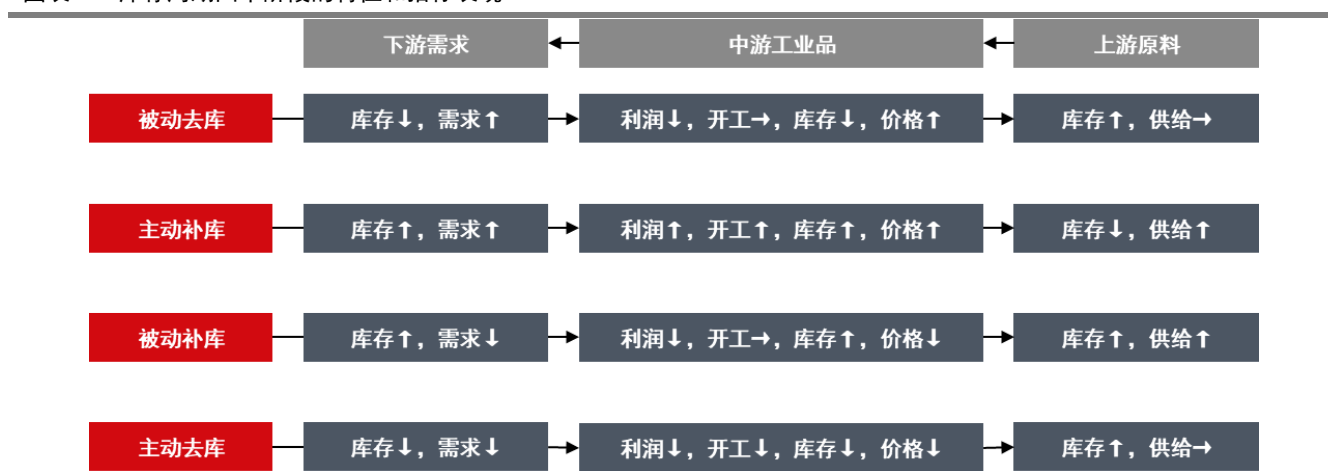
**（1）被动去库阶段：**经济出现边际修复，市场需求开始出现回升导致出现供不应求，但制造业企业对未来经济尚持观望态度，生产未及时跟进导致成品库存下降。下游需求通过增加采购向上传导，导致工业品现货价格上涨。此时，厂商没有扩大生产，贸易商也没有主动补库存，工业品库存被消耗下降；

**（2）主动补库阶段：**经济出现上行，市场需求持续回升进一步向上游传导，上、中、下生产企业会提高产品价格并扩大生产，贸易商基于投机性需求也会积极囤货建库存，生产企业基于未来产品价格会继续上涨预期会加速采购，此时工业品基本面表现出供需双旺格局，产业链将资金转为有升值预期的库存；

**（3）被动补库阶段：**经济出现边际恶化，市场由于商品价格高、库存高且备货充足等因素开始减少采购，需求下降价格下跌，时滞因素导致生产企业继续生产，产业链的库存仍在累库；

**（4）主动去库阶段：**经济出现下行，市场发现下游需求不足，同时为将手中库存变现会降价出售，企业主动减少生产基本按需采购，整个产业链库存表现为下降。

图表 2：库存周期四个阶段的特征和指标表现



资料来源：公开资料 中信期货研究所

**库存变化是供需不平衡的结果，需求变化领先于库存变化。**通过以上库存周期框架的简单介绍不难发现，库存周期产生的原因是企业和市场的供需不平衡，供给变化往往会滞后于需求变化导致库存产生周期波动。影响库存周期节奏的因素很多，如：市场需求的周期性变化（市场需求的变化会影响企业的生产和销售，从而影响到库存水平）、生产活动的滞后性（企业生产活动相对于市场需求的变化存在一定的滞后性）、企业的策略调整（企业在面对市场需求变化时，会选择相应的策略来应对，如增加或减少生产量等）、政策因素（政府出台的一些政策也可能会影响到企业的需求和供给，进而影响到库存水平）等，这些因素相互交织，共同推动着库存周期的形成和发展。

**价格波动较大背景下，实际库存比名义库存更可靠。**中美官方数据公布的库存指标体系以货值为主，体现了数量和价格的叠加变化，即库存的单位是人民币、美元，因此可以用增速去刻画库存所在的位置，但当前价格波动较大，去除价格因素的实际库存比名义库存更可靠。实际库存和名义库存的差异主要为价格，当价格稳定时，两者差异较小，在全球面临通胀背景下，使用实际库存更能真实刻画当前库存周期所处位置。

## 二、中美库存似乎迎来拐点或步入补库周期

**中美库存似乎迎来拐点或将步入补库周期。**用中国工业企业的存货同比增速代表当前中国的库存水平，中国规模以上工业企业名义库存和产成品名义库存同比增速在 2023 年 8 月已似乎迎来拐点，用名义存货同比增速剔除价格因素（减去 PPI 同比增速），工业企业产成品实际库存同比增速也于 9 月显示回升，然而工业企业实际库存同比增速显示仍在回落，当前中国工业企业实际库存与产成品实际库存显示仍在高位。

中美库存指标体系存在结构上的差异，中国库存周期的指标体系主要为工业企业，结构上主要集中于生产环节，而美国库存周期指标体系涵盖了生产、物流

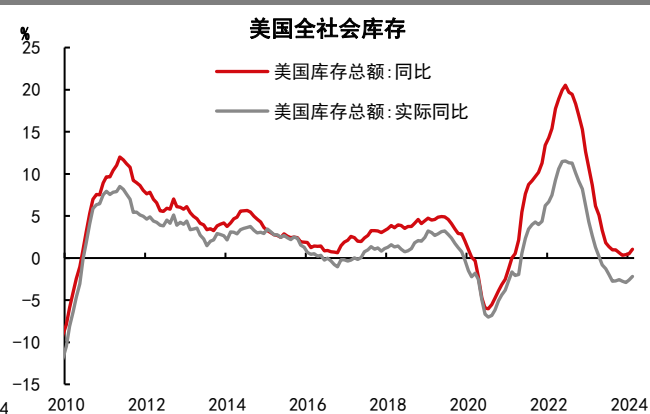
和消费各个环节的全社会库存。美国全社会库存（制造+批发+零售，三项分别占比近三分之一）实际增速也于 2023 年 11 月表现出见底趋势。

图表 3：中国或已启动补库周期



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4：美国全社会库或也进入补库周期



资料来源：Wind 中信期货研究所

**中国库存周期受产业、政策因素影响并不完整。**采用中国规模以上工业企业产成品实际库存同比增速代表库存，营业收入累计同比增速代表需求，综合判断当前市场对应的库存周期。选取中国加入 WTO 后的库存数据进行回顾发现，受黑天鹅事件、产业调整和政策等相关因素影响，中国库存周期并不完整。例如，中国在 2011 年受宏观调控影响从 8 月由主动去库周期直接进入主动补库，并于 2012 年年初直接进入主动去库周期；2020 年 5 月受新冠疫情期间相关刺激政策及防疫相关需求带动，中国由被动补库周期直接进入被动去库周期等。

图表 5：中国库存周期与持续时长

单位：月

	主动补库			被动补库			主动去库			被动去库		
	周期	时长		周期	时长		周期	时长		周期	时长	
1				2000-08	2001-10	14				2001-12	2002-11	11
2	2002-11	2004-05	18	2004-08	2005-02	6	2005-02	2005-05	3	2005-05	2005-06	1
3	2005-06	2007-08	26	2008-02	2008-08	6	2008-10	2009-08	10	2009-08	2010-05	9
4	2010-05	2010-08	3	2010-10	2011-05	7	2011-05	2011-07	2			
5	2011-07	2011-12	5				2011-12	2012-12	12	2012-12	2013-02	2
6	2013-10	2013-12	2	2013-12	2014-09	9	2014-12	2016-12	24	2016-12	2017-02	2
7	2017-02	2017-06	4	2017-10	2018-12	14	2018-12	2019-04	4	2018-12	2019-11	11
8				2019-11	2020-04	5				2020-05	2021-04	11
9				2021-06	2022-06	12						
10	2022-06	2022-11	5				2022-11	2023-10	11	2023-10		
平均时长（月）			10									

资料来源：Wind 中信期货研究所

美国全社会库存在 2014 年之后周期相对较为完整，当前处于被动去库周期或即将转入补库周期，但步入主动库存还是被动补库仍存疑问。采用美国全社会库存（制造+批发+零售）总额实际增速代表美国全社会库存，销售总额实际增速



代表需求，综合判断美国当前对应的库存周期。2023 年 6 月以来步入被动去库周期以来，至 2024 年 1 月已经持续近 7 个月，与历史上被动去库平均持续时长持平。回顾历史经验来看，2000 年后美国共有两次由被动去库直接进入被动补库周期，分别是 2005 年 10 月和 2013 年 9 月。

图表 6：美国全社会库存周期与持续时长

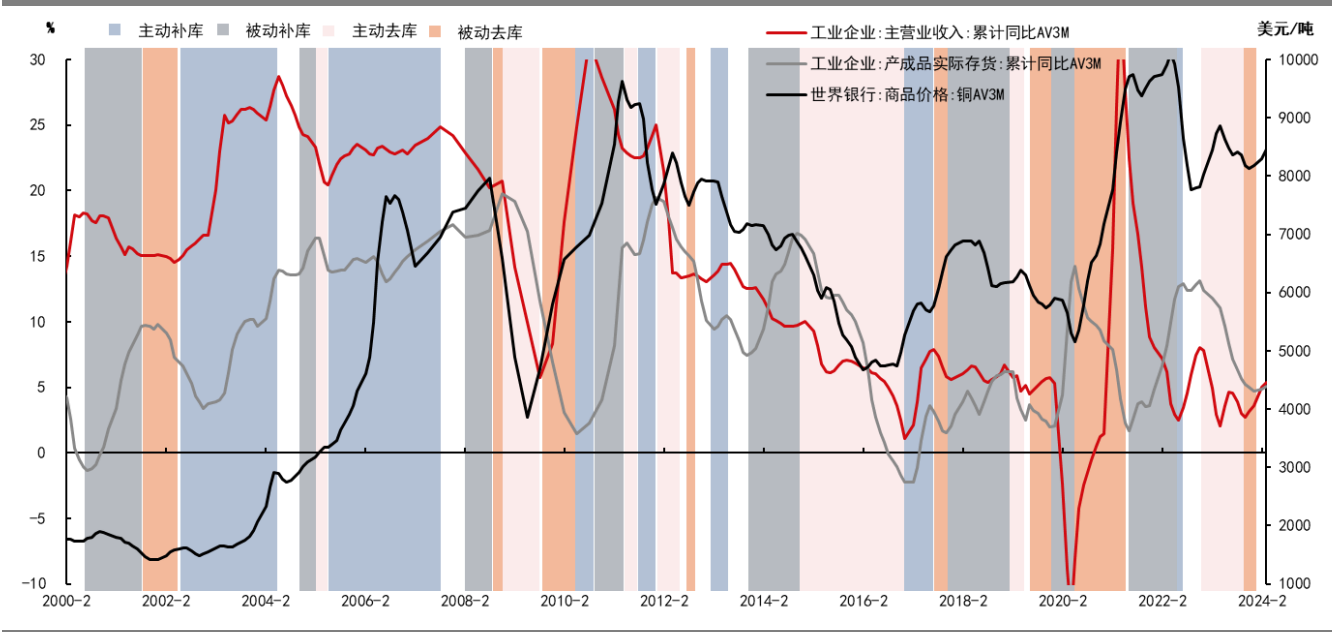
单位：月

	主动补库			被动补库			主动去库			被动去库		
	周期	时长		周期	时长		周期	时长		周期	时长	
1				2000-02	2000-10	8	2000-10	2001-11	13	2001-11	2002-04	5
2	2002-04	2003-06	14							2003-06	2004-01	7
4	2004-01	2004-04	3	2004-04	2005-03	11				2005-02	2005-10	8
5				2005-10	2006-11	13	2006-11	2007-02	3	2007-02	2007-11	9
6							2007-11	2009-03	16	2009-03	2009-11	8
7	2009-11	2010-05	6	2010-05	2011-06	13	2011-06	2013-04	22	2013-04	2013-09	5
9				2013-09	2013-12	3	2013-12	2014-03	3			
10	2014-03	2014-07	4	2014-07	2014-08	1	2014-08	2015-10	14	2015-10	2016-10	12
11	2016-10	2018-07	21	2018-07	2019-06	11	2019-06	2020-05	11	2020-05	2020-08	3
12	2020-08	2021-05	9	2021-05	2022-07	14	2022-07	2023-06	11	2023-06	2024-01	7
	平均时长（月）		7			8			12			7

资料来源：Wind 中信期货研究所

### 三、中国补库：与铜价表现没有明显相关性

图表 7：中国库存周期与铜价



资料来源：Wind 中信期货研究所

中国被动补库周期铜价下跌概率较大，被动去库周期铜价上涨概率较大，主

动补库与主动去库周期铜价涨跌参半。回顾中国加入 WTO 前后以来的中国库存周期中铜价表现，铜价在主动补库周期中表现为上涨的概率为 57%，被动补库周期铜价上涨的概率为 25%，主动去库周期铜价上涨的概率为 57%，被动去库周期铜价上涨的概率为 86%，铜价在四个阶段的平均表现分别为 22.4%、-5.3%、4.3%和 15.3%。综上，铜价在中国库存周期的不同阶段并没有表现出较为一致的特征。

图表 8：中国库存周期与铜价表现

	主动补库			被动补库			主动去库			被动去库		
	周期	铜价表现		周期	铜价表现		周期	铜价表现		周期	铜价表现	
1				2000-08 2001-10	-25.8%					2001-12 2002-11	7.5%	
2	2002-11 2004-05	72.8%		2004-08 2005-02	14.3%		2005-02 2005-05	-0.1%		2005-05 2005-06	8.5%	
3	2005-06 2007-08	113.2%		2008-02 2008-08	-3.2%		2008-10 2009-08	25.2%		2009-08 2010-05	10.9%	
4	2010-05 2010-08	6.5%		2010-10 2011-05	8.0%		2011-05 2011-07	7.7%				
5	2011-07 2011-12	-21.6%					2011-12 2012-12	5.3%		2012-12 2013-02	1.2%	
6	2013-10 2013-12	0.2%		2013-12 2014-09	-4.7%		2014-12 2016-12	-12.2%		2016-12 2017-02	5.0%	
7	2017-02 2017-06	-3.7%		2017-10 2018-12	-10.8%		2018-12 2019-04	6.0%		2019-0 2019-11	-2.6%	
8				2019-11 2020-04	-13.7%					2020-05 2021-04	78.0%	
9				2021-06 2022-06	-6.3%							
10	2022-06 2022-11	-10.8%					2022-11 2023-10	-1.4%		2023-10 2023-12	5.8%	
	平均表现	22.4%			-5.3%			4.3%			15.3%	

资料来源：Wind 中信期货研究所

即使综合起来去回顾中国补库周期中的铜价表现，2000 年以来中国规模以上工业企业共有 8 轮明显的补库周期，铜价表现为上涨的有 4 轮，表现为下跌的有 4 轮，由此可见，中国进入补库周期不一定会带动铜价上涨，基于中国补库周期视角对铜价走势进行预测并据此构建投资策略时，由于在铜价估值中金融属性和产业属性的相互作用，以及市场的复杂性和不确定性，单纯依赖中国补库周期动态变化（产业属性中的需求侧）可能导致预判失误和投资效果减弱。

图表 9：中国补库周期中的铜价表现

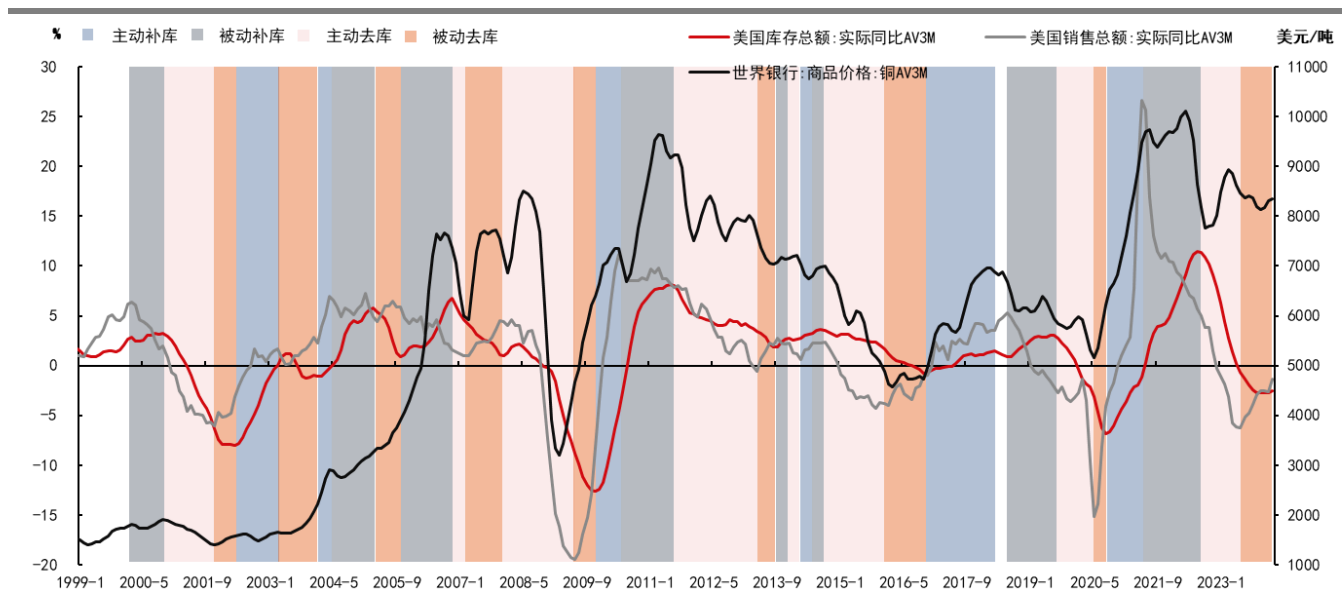
单位：月 % 美元/吨

补库周期			实际库存累计同比			铜价		
开始时间	结束时间	持续月数	开始时间	结束时间	补库幅度	开始时间	结束时间	铜价表现
2000-08	2001-10	14	-1.2	9.6	10.8	1856	1377	-25.8%
2002-11	2005-02	27	3.4	16.4	13.0	1582	3254	105.6%
2005-06	2008-08	39	13.8	17.0	3.2	3524	7635	116.6%
2010-05	2011-12	19	1.5	19.5	18.0	6838	7565	10.6%
2013-10	2014-09	11	7.5	16.4	8.9	7203	6872	-4.6%
2017-02	2018-12	22	-2.3	6.2	8.5	5941	6075	2.3%
2019-11	2020-04	5	2.0	13.1	11.1	5860	5058	-13.7%
2021-06	2022-11	17	1.7	13.2	11.5	9632	8050	-16.4%

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 四、美国补库：周期启动易带动铜价上涨

图表 10：美国库存周期与铜价



资料来源：Wind 中信期货研究所

美国全社会库存（制造+批发+零售）进入补库周期易带动铜价上涨，主动补库周期铜价上涨概率最大，主动去库周期铜价下跌概率较大，被动补库和被动去库周期铜价涨跌参半。铜价在主动补库周期上涨的概率为 100%，被动补库周期铜价上涨的概率为 62.5%，主动去库周期铜价上涨的概率为 12.5%，被动去库周期铜价上涨的概率为 66.7%，由此不难看出：美国全社会库存（制造+批发+零售）主动补库周期铜价上涨概率最大，主动去库周期铜价下跌概率较大，被动补库和被动去库周期铜价涨跌参半。

图表 11：美国全社会补库周期中的铜价表现

单位：月 % 美元/吨

补库周期			实际库存同比变化			铜价		
开始时间	结束时间	持续月数	开始时间	结束时间	补库幅度	开始时间	结束时间	铜价表现
2000-02	2000-10	8	2.7	3.1	0.5	1801	1899	5.4%
2002-04	2003-06	14	-8.2	0.7	8.9	1590	1687	6.0%
2004-01	2005-03	14	-1.2	5.5	6.7	2424	3379	39.4%
2005-10	2006-11	13	1.0	6.2	5.2	4060	7029	73.1%
2009-11	2011-06	19	-12.9	8.2	21.0	6676	9067	35.8%
2013-09	2013-12	3	2.2	2.7	0.5	7159	7215	0.8%
2014-03	2014-08	5	3.1	3.8	0.7	6650	7002	5.3%
2016-10	2019-06	32	-1.1	3.2	4.3	4731	5882	24.3%
2020-08	2022-07	23	-6.8	11.3	18.1	6499	7545	16.1%

资料来源：Wind 中信期货研究所



图表 12：美国全社会库存周期与铜价表现

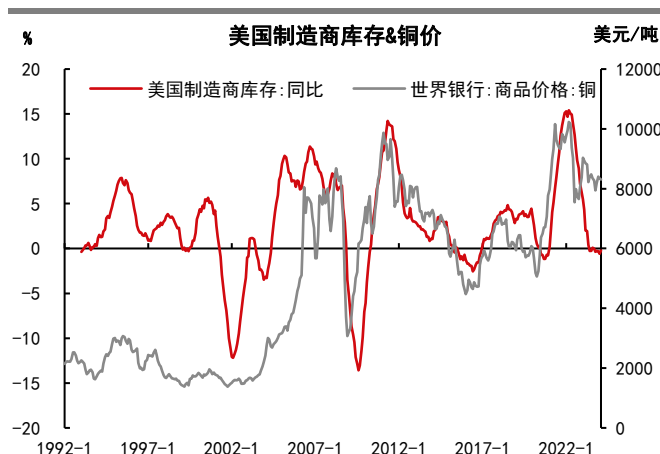
	主动补库			被动补库			主动去库			被动去库		
	周期	铜价表现		周期	铜价表现		周期	铜价表现		周期	铜价表现	
1				2000-02 2000-10	5.4%		2000-10 2001-11	-24.8%		2001-11 2002-04	11.4%	
2	2002-04 2003-06	6.0%								2003-06 2004-01	43.7%	
3	2004-01 2004-04	21.7%		2004-04 2005-03	14.6%					2005-02 2005-10	24.8%	
4				2005-10 2006-11	73.1%		2006-11 2007-02	-19.2%		2007-02 2007-11	22.7%	
5							2007-11 2009-03	-46.2%		2009-03 2009-11	78.0%	
6	2009-11 2010-05	2.4%		2010-05 2011-06	32.6%		2011-06 2013-04	-20.2%		2013-04 2013-09	-1.0%	
7				2013-09 2013-12	0.8%		2013-12 2014-03	-7.8%				
8	2014-03 2014-07	7.0%		2014-07 2014-08	-1.6%		2014-08 2015-10	-25.5%		2015-10 2016-10	-9.3%	
9	2016-10 2018-07	32.1%		2018-07 2019-06	-5.9%		2019-06 2020-05	-10.9%		2020-05 2020-08	24.0%	
10	2020-08 2021-05	56.4%		2021-05 2022-07	-25.8%		2022-07 2023-06	11.3%		2023-06 2024-01	-0.7%	
平均表现		20.9%			12.3%			-17.9%			21.5%	

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 五、美国渠道&消费环节补库能够带动进口

美国制造业库存落后于铜价，且相关性较美国批发+零售环节库存与铜价相关性弱。美国作为全球内需大国，2023 年消费约占 GDP 的 79%，而净出口对美国 GDP 的贡献率为-4%，美国需求回升从而拉动美国进入补库的同时，也会提振生产国的出口。自中国加入 WTO 后，国际原料-生产-消费分工格局得到强化，美国随全球化加速、制造业外流导致精铜的直接消费（生产端）逐年下降，当前美国精铜直接消费约占全球的 8%左右。

图表 13：铜价领先于美国制造商库存



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 14：美批发+零售库存与铜价基本同步

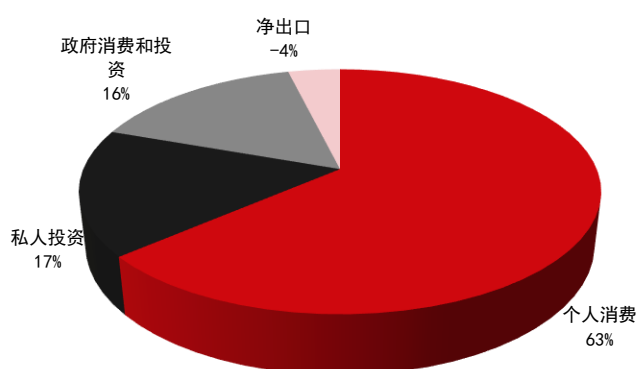


资料来源：Wind 中信期货研究所

铜价与美国批发+零售环节库存基本同步且相关性较强，美国零售商+批发商进入补库周期能够拉动对生产国商品进口，从而带动全球精炼铜消费增长驱动铜价上升。美国全社会库存主要分为制造商、批发商和零售商三个环节，主要对应

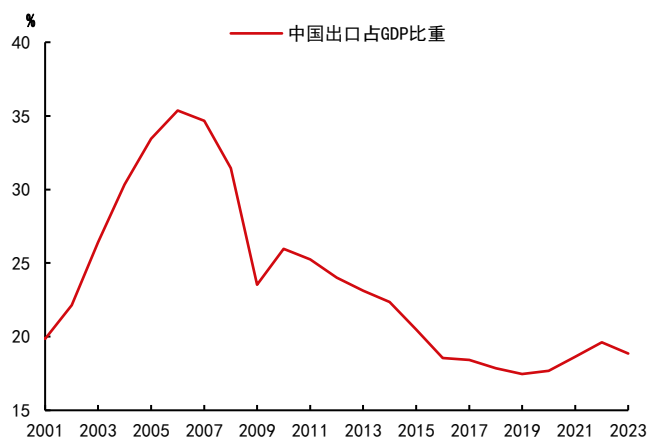
生产、渠道和消费各个环节的全社会库存。而美国作为消费国通过进口生产国中国等生产国的商品带动了生产国精铜直接消费，因此，分析美国库存周期对铜价的影响，以渠道和消费环节库存表现更有意义。通过数据也能够直接直观得出：美国渠道+消费环节（批发商+零售商）与中国对美出口相关性更强，而美国全社会库存与中国对美出口相关性较弱，美国渠道和消费环节补库推动美国进口，从而拉动全球精炼铜消费增长从而带动铜价上升。

图表 15：2023 年美国消费占 GDP 约 79%



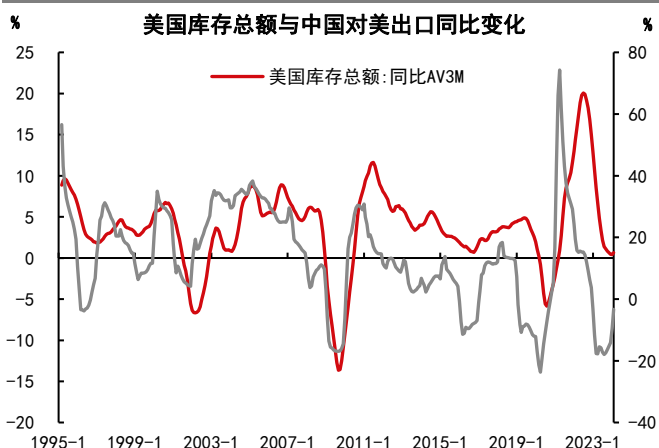
资料来源：Wind 美国经济分析局 中信期货研究所

图表 16：2023 年中国出口占 GDP 比重为 18.9%



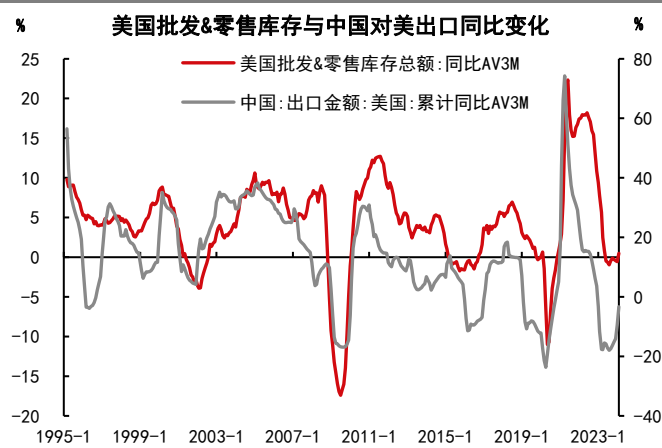
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 17：美国总库存与中国对美出口相关性较弱



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 18：美批发+零售库存与中国对美出口相关性较强



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 六、总结

中国补库与铜价表现没有明显相关性，美国补库周期启动易带动铜价上涨。就库存周期的不同阶段而言，铜价在中国库存周期的不同阶段并没有表现出较为一致的特征。美国全社会库存（制造+批发+零售）主动补库周期铜价上涨概率最大，主动去库周期铜价下跌概率较大，被动补库和被动去库周期铜价涨跌参半。

**美国零售商+批发商进入补库周期能够拉动对生产国商品进口，从而带动全球精炼铜消费增长驱动铜价上升。**美国全社会库存主要分为制造商、批发商和零售商三个环节，主要对应生产、渠道和消费各个环节的社会库存。美国作为全球内需大国，需求回升拉动自身进入补库的同时，也会提振生产国的出口。美国渠道+消费环节（批发商+零售商）与中国对美出口相关性更强，美国渠道和消费环节补库促使美国进口增加，拉动全球精炼铜消费增长从而带动铜价上升。

矿端偏紧对供应端的约束未来 1-2 年难以解决，美国顺利进入补库周期会拉动全球精炼铜需求增长，对待铜价以偏多思路较为合适。未来铜价可能在 8 万这个平台继续向上拓展空间，远期往 10 万靠拢的可能性比较大。产业链下游企业应及时调整思路，充分运用好各种风险管理工具，规避进一步极端行情的风险。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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>