

上海和广深有色调研纪要：宏观预期有分歧，市场聚焦铜供应问题

报告要点

春节后，国内有色和新材料产业逐步复工复产。随着企业逐步恢复生产，产业链的供需关系也在悄然发生变化。同时，我们也看到，在美国展开全球性贸易战和中国积极维稳经济的背景下，上下游企业如何看待当前形势，他们对今年供需和价格是怎么看的？为了准确把握这些变化，并为期货市场提供有价值的参考，我们聚焦铜、锂等关键品种进行了本次调研。

摘要

铜：宏观预期有分歧，企业聚焦铜供应问题

受访企业普遍反馈当下现实需求一般，没有春节前表现好，个别贸易企业反馈近期市场精铜较多。受访企业反馈的悲观预期无外乎，出口增长放缓，期待国内政策刺激继续发力、对地产仍偏悲观；乐观预期，除了新能源的部分，还有人工智能、人形机器人、低空经济等长期需求预期较为乐观，看好国内政策刺激，还有企业反馈看好乌克兰战后重建及欧洲经济改善；部分受访企业反馈海外需求较为稳定，像美国、中东和印度等国家铜消费增长较快。整体上来看，铜需求预期并不悲观，跟我们的观点相差不大，2025年全球铜需求预期增长3个百分点左右。

同时，在矿端偏紧及持续低TC背景下，受访企业普遍预期铜冶炼厂将面临减产压力。一季度国内炼厂超量生产主要是由于部分地方政府补贴、硫酸价格高位弥补部分亏损、个别近几年新建的炼厂签订高TC长期铜精矿供货合同和“囚徒困境”下不愿意第一个减产而采取的硬抗的想法。而对于未来何时中国铜冶炼可能会减产，铜相关企业分歧非常大，个别企业谈到年中可能是一个非常重要的时间点，主要是基于利润情况。我们这边认为3月可能是一个重要的时间窗口，若中央政府对2025年GDP增长硬要求放开，地方铜冶炼企业或有动力减产。多数企业把目光放在了海外，日韩铜冶炼企业可能会先于中国企业减产，尤其韩国铜冶炼企业。

年初以来，Comex-LME铜溢价明显上升，这对全球铜贸易流向将造成较大冲击。据个别受访贸易企业反馈，他们认为自美国废铜进口将逐步归零，预计未来1-2个月中国市场将逐步感受到废铜进口下滑的影响。据个别贸易商反馈，他们预计今年一季度智利往美国精铜发货量季度环比增量在10万吨左右。若美国政府执行1月底提出的针对加墨大幅加税25%的政

有色与新材料团队

研究员：

沈照明

从业资格号：F3074367

投资咨询号：Z0015479

李苏横

从业资格号：F03093505

投资咨询号：Z0017197

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

白帅

从业资格号：F03093201

投资咨询号：Z0020543

杨飞

从业资格号：F03108013

投资咨询号：Z0021455

王雨欣

从业资格号：F03108000

投资咨询号：Z0021453

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作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、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。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。

策，那么加墨两国将退出美国精铜供应，美国将需要更多的南美精铜。

2025 年宏观经济存在巨大不确定性，一方面是特朗普全球性贸易战，另外一方面是中国政府积极维稳经济。另外，美联储货币政策也存在较大不确定性。在这种背景下，宏观预期无法形成合力，多数企业反馈的价格观点是偏震荡，区别在于是先涨后跌，还是先跌后涨，个别企业认为今年铜价振幅可能会比较小（沪铜一万元以内的波动），除非出现新的推动因素。

我们看好上半年铜价，我们认为上半年宏观面整体偏正面一些，美联储货币政策还在降息周期之内，国内货币政策较为宽松，财政政策积极，这对铜来说是相对偏好的宏观环境；矿端偏紧，低 TC 背景下，炼厂有减产压力，上半年需求预期不差，二季度供需可能偏紧，我们认为上半年铜价仍有进一步冲高基础。但下半年可能会偏谨慎一些，一方面是美国关税落地后可能会冲击经济和消费，另外一方面美国关税落地后，美国通胀抬升可能会导致美联储政策转变，这对铜来说是不利的。

碳酸锂：供需预期较为一致，价格预期震荡磨底

受访企业反馈江西复产锂项目成本降低至 8 万以下，非洲重要锂项目成本降至 7 万以下；当前碳酸锂需求一般，受访企业担心旺季不旺。

由于投资者对碳酸锂供需预期较为一致，在产能投放还在延续的背景下，供应高增的问题还需要价格去动态平衡；尽管需求维持高增长，但供需偏过剩的预期非常一致，所以受访企业普遍认为 2025 年碳酸锂价格将延续震荡走势，差别在于对碳酸锂下限的预期，乐观的预期波动区间在 7-8.5 万，这跟我们的预期基本一致，也有看 6.5-8.5 万这个区间的，更悲观的看价格下限至 6 万。

风险因素： 供应扰动；国内政策刺激超预期；美联储鸽派不及预期；国内需求复苏不及预期；经济衰退。

目录

一、 调研背景	5
二、 调研对象	5
三、 调研结论	5
(一) 调研品种：铜.....	5
3.1.1 铜真实冶炼利润比低 TC 看起来的要好，冶炼厂减产还需等待.....	5
3.1.2 美国加税预期抬高 Comex-LME 铜溢价，全球铜贸易流向面临扰动风险.....	6
3.1.2.1 中国废铜进口面临收缩风险，估计在 2 季度会有明显体现.....	7
3.1.2.2 Comex-LME 铜持续高溢价下，实货套利将驱动智利精铜大幅流入美国，亚洲流入减量.....	7
3.1.3 若美国对加墨大幅加税，美国精铜贸易将向南美进一步集中.....	8
3.1.4 铜冶炼厂和下游存在分歧，2025 年铜内贸长单比例不高.....	8
3.1.5 企业比较关注俄乌冲突，若结束影响较为复杂.....	9
3.1.6 需求预期略有分歧，但需求整体预期不悲观.....	9
3.1.7 价格走势预期存在分歧，多数企业看震荡.....	9
(二) 调研品种：碳酸锂.....	9
3.2.1 江西锂项目复产，碳酸锂产量增长加快.....	9
3.2.2 需求将进入旺季，但有不旺的风险.....	10
3.2.3 价格走势预期较为一致，震荡磨底等待行业供应出清.....	10
四、 总结	10
4.1 宏观预期有分歧，企业聚焦铜供应问题.....	10
4.2 碳酸锂供需预期较为一致，价格预期震荡磨底.....	11

图表目录

图表 1：中国电解铜产量.....	6
图表 2：电解铜冶炼利润.....	6
图表 3：铜精矿周度 TC 和 RC	6
图表 4：硫酸价格.....	6
图表 5：Comex-LME 铜价差走势	7
图表 6：中国废铜进口量.....	7
图表 7：中国废铜进口来源结构.....	7
图表 8：智利精炼铜出口量.....	8
图表 9：2023 年美国精炼铜进口来源国分布.....	8
图表 10：碳酸锂周度产量.....	10
图表 11：中国碳酸锂库存.....	10

一、调研背景

1.1 调研背景

春节后，国内有色和新材料产业逐步复工复产。随着企业逐步恢复生产，产业链的供需关系也在悄然发生变化。同时，我们也看到，在美国展开全球性贸易战和中国积极维稳经济的背景下，上下游企业如何看待当前形势，他们对今年供需和价格是怎么看的？为了准确把握这些变化，并为期货市场提供有价值的参考，我们聚焦铜、锂等关键品种进行了本次调研。

1.2 调研目的

- 评估下游需求变化：了解节后下游行业的需求现状和回升情况，以及对未来需求的预期。
- 了解生产恢复情况：掌握企业复产进展和生产能力的恢复速度，以及行业供应预期。
- 当前库存及变化：调查企业在复产过程中面临的原材料供应状况和成本控制策略。
- 行业关注点：了解产业链企业关注重点。
- 市场前景预测：收集行业对未来市场供需、价格走势的看法。

二、调研对象

我们在 2 月 10-28 日期间，分别在上海和广深两地，就铜和碳酸锂这两个产业链做线上和线下调研。其中上海地区 12 家，主要以铜贸易相关的企业为主，重叠有碳酸锂贸易的有两家；广深地区 4 家，其中两家是铜下游企业，另外 2 家分别是碳酸锂下游企业和锂矿贸易企业。

三、调研结论

（一）调研品种：铜

3.1.1 铜真实冶炼利润比低 TC 看起来的要好，冶炼厂减产还需等待

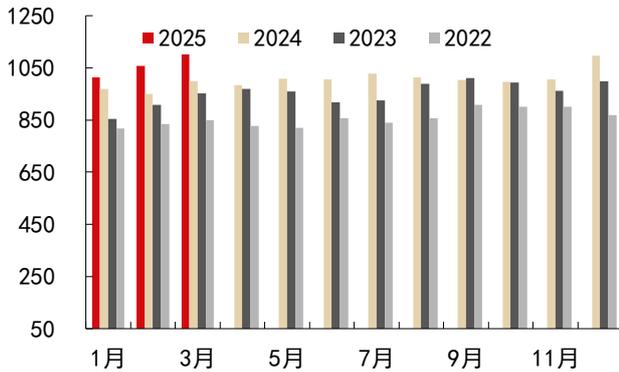
根据 SMM 公布的最新消息，1-2 月中国精炼铜产量 207.2 万吨，同比增长 7.9%，3 月份中国精铜产量预计还进一步攀升到 110.2 万吨。年初中国电解铜产量比我们此前的预期要高不少，我们把此次集中调研就这个反常现象的原因汇总如下：1、硫酸价格在相对高位，1 吨铜冶炼会产生 3-4 吨硫酸，硫酸利润适当弥补部分亏损；2、部分地方政府对炼厂有支持，鼓励铜冶炼企业支持地方经济增长；3、2021 年以来新建的部分铜冶炼厂有签订一定比例的长期铜精矿长协合同；4、去年铜冶炼厂有部分利润，年初亏损能够扛住；5、近期铜冶炼出口窗口打开，可适当弥补冶炼亏损。

而对于未来何时中国铜冶炼可能会减产，铜相关企业分歧非常大，个别企业谈到年中可能是一个非常重要的时间点，主要是基于利润情况。我们这边认为 3 月可能是一个重要的时间窗口，若中央政府对 2025 年 GDP 增长硬要求放开，地方铜冶炼企业或有动力减产。虽然就铜冶炼厂减产时间点并未形成共识，不过普遍性的共识是今年铜冶炼厂需要减产，多数企业把目光放在了海外，日韩铜冶炼企业可能会先于中国企业减产，尤其韩国铜冶炼企业，毕竟日本在海外还是有不少矿产权益。

我们认为铜精矿今年全年供应增量是有限的，但中国铜冶炼厂产量持续居高不下背景下，铜精矿供需

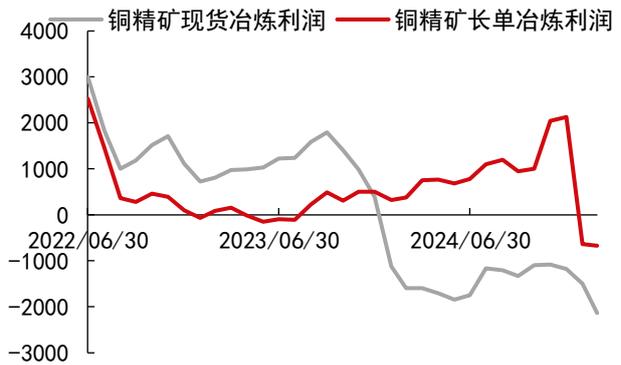
失衡在持续加剧。另外，Comex 铜年初以来较 LME 铜保持高溢价，这对中国废铜进口构成负面冲击，尤其来自于美国的废铜，废铜进口减少的影响预计会在二季度逐步体现。我们认为若中国铜冶炼厂仍保持当前生产状态，那么铜精矿现货 TC 可能会存在进一步失速回落的风险，负 TC 大概率会进一步加大，直到出现铜冶炼厂无法容忍的亏损，我们希望铜冶炼行业能保持理性，提前为此做好积极应对。

图表 1：中国电解铜产量 单位：万吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 2：电解铜冶炼利润 单位：元



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 3：铜精矿周度 TC 和 RC 单位：美元/吨、美分/磅



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 4：硫酸价格 单位：元/吨



资料来源：IFind 中信期货研究所

3.1.2 美国加税预期抬高 Comex-LME 铜溢价，全球铜贸易流向面临扰动风险

在特朗普上任前后，他提到对全球加征 10% 普遍性关税的问题，由于 Comex 铜体量较小，基金在该市场有较大影响力，这是春节后美国贸易战出现正预期差时，Comex-LME 铜溢价快速回升的原因。有个别企业提到，特朗普幕僚中有相当大一部分来自于华尔街，不排除基金提前交易美国关税政策，这也是 Comex-LME 铜溢价在年后悄然走强的一个重要原因。

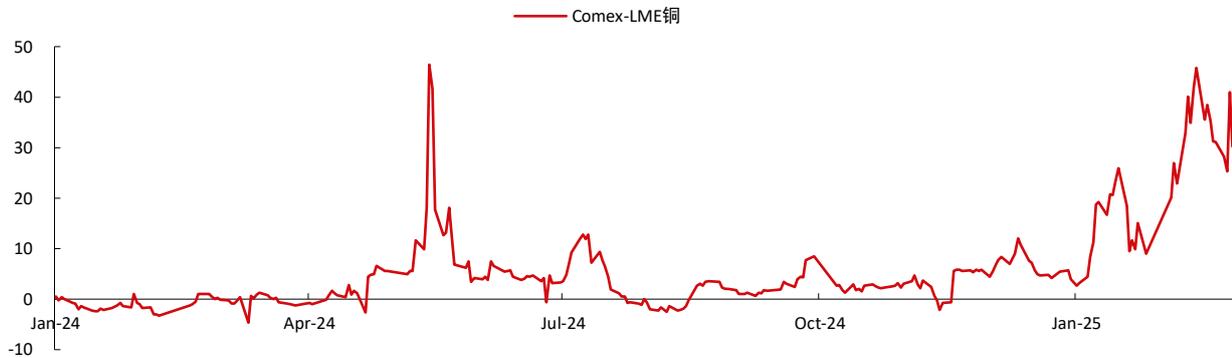
另外我们看到，今年以来 Comex-LME 铜溢价走势跟 2024 年 5 月不太相同，主要是因为 2024 年 5 月交易挤仓逻辑，Comex 铜低库存及 Comex 铜个别空头较为集中，而此次交易的是关税，只要美国政府最后兑现加税预期，那么 Comex-LME 铜价差将会出现永久性抬升。

但在美国关税政策落地之前，Comex-LME 铜溢价持续维持高位，将对全球铜贸易流向造成巨大扰动。

由于 Comex 铜极端溢价这块受访企业特别关注，我们在这里从废铜贸易流向及精炼铜流向两个角度分别做下分析。

图表 5: Comex-LME 铜价差走势

单位: 美分/磅



资料来源: 中信期货研究所

3.1.2.1 中国废铜进口面临收缩风险，估计在 2 季度会有明显体现

2024 年中国废铜进口 225 万实物吨, 同比增长 13%, 其中自美国进口 43.9 万实物吨, 同比增长 21.3%, 占中国废铜进口量 19.5%。去年底, 贸易商预期美国可能要加征关税, 个别企业暂停从美国进口废铜。

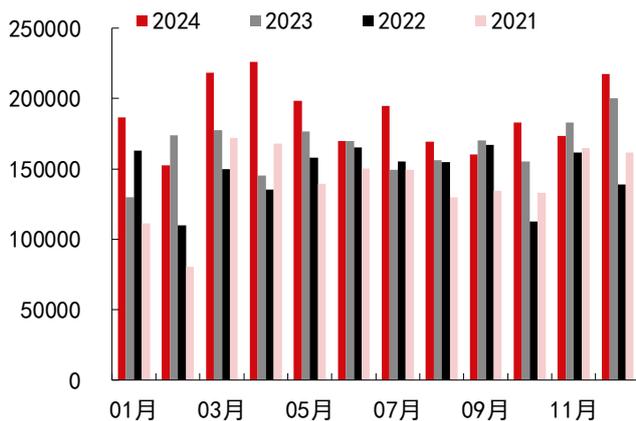
由于废铜进口多数以 Comex 铜+折扣作为计价基准, 今年以来, 伴随着 Comex-LME 铜溢价明显回升, 中国废铜进口企业从美国进口废铜成本大增, 这可能会对中国自美国进口废铜构成巨大冲击。据个别受访贸易企业反馈, 他们认为自美国废铜进口将逐步归零, 预计未来 1-2 个月中国市场将逐步感受到废铜进口下滑的影响。

图表 6: 中国废铜进口量

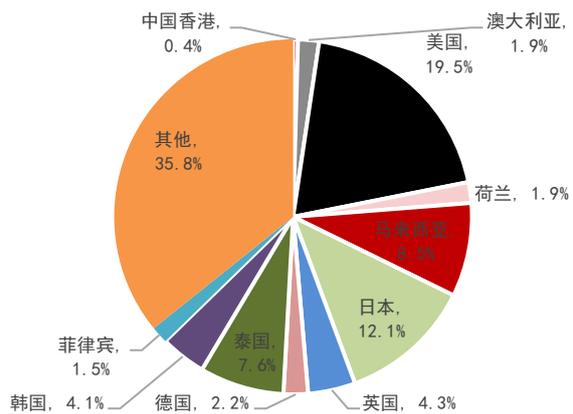
单位: 万实物吨

图表 7: 中国废铜进口来源结构

单位: %



资料来源: SMM 中信期货研究所



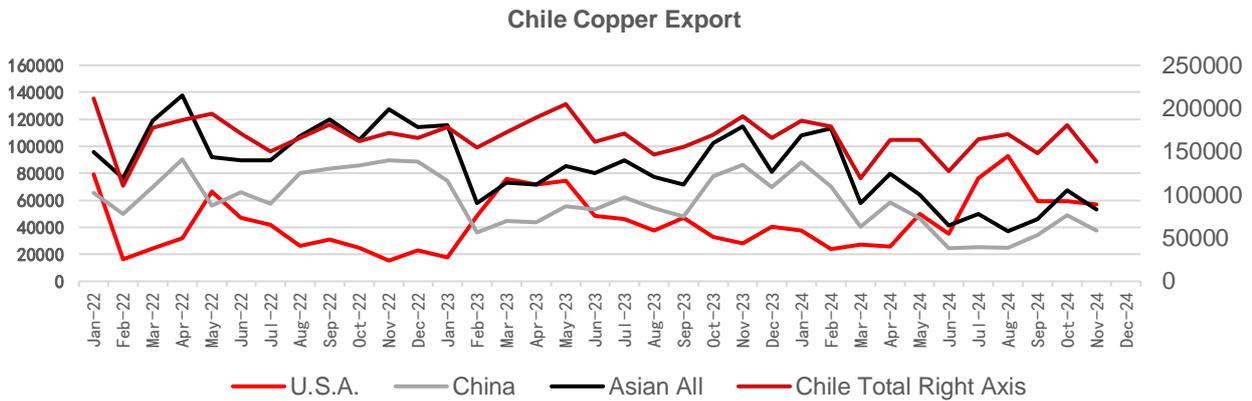
资料来源: SMM 中信期货研究所

3.1.2.2 Comex-LME 铜持续高溢价下，实货套利将驱动智利精铜大幅流入美国，亚洲流入减量

在 2024 年 5 月 Comex-LME 铜极端溢价时, 智利发往美国和亚洲地区的精铜量发生明显劈叉。智利精铜月度出口量维持在 15-16 万吨之间, 但在 2024 年 5-8 月之间, 智利流向美国的精铜量从 2.6 万吨快速攀升到 9.3 万吨, 9 月之后稳定在 6 万吨左右的水平, 同期智利发往亚洲地区的精铜量从 8 万吨降至 3.7 万吨, 9 月后逐步恢复至 6 万吨左右的水平。

考虑到这次 Comex-LME 铜溢价持续时间较长，我们预计今年智利往美国精铜发货量将进一步抬升，往亚洲区域发货量将维持偏低水平，尤其上半年，这将对铜主要消费地的供应构成巨大冲击，这对中国铜供需改善是有帮助的。据个别贸易商反馈，他们预计今年一季度智利往美国精铜发货量季度环比增量在 10 万吨左右。

图表 8：智利精炼铜出口量 单位：吨

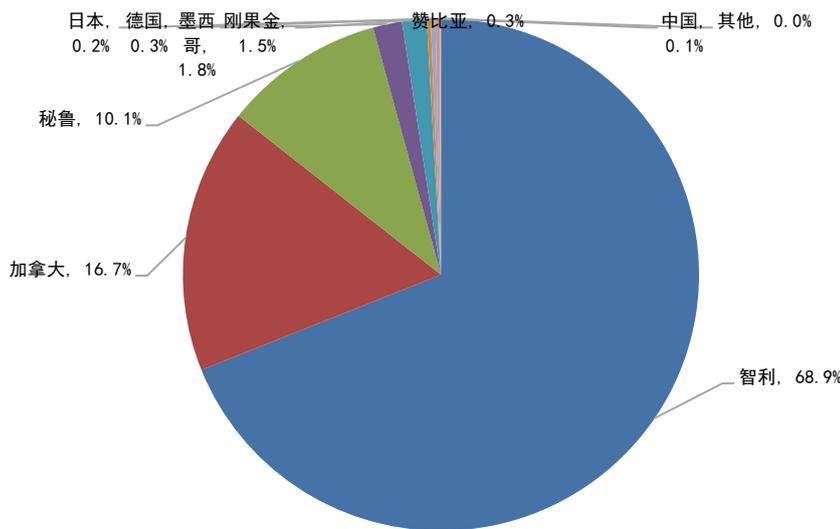


资料来源：路透、中信期货研究所

3.1.3 若美国对加墨大幅加税，美国精铜贸易将向南美进一步集中

2023 年美国自加拿大和墨西哥进口精炼铜约 14.2 万吨，占比 18.5%。若美国政府执行 1 月底提出的针对加墨大幅加税 25% 的政策，那么加墨两国将退出美国精铜供应，美国将需要更多的南美精铜。据个别铜贸易企业反馈，他们近几年往美国精铜消费增长较快，往美国发货量在持续增多，主要是铜下游线缆及铜管等企业。

图表 9：2023 年美国精炼铜进口来源国分布 单位：%



资料来源：路透 中信期货研究所

3.1.4 铜冶炼厂和下游存在分歧，2025 年铜内贸长单比例不高

2024 年国内铜现货升水平均值-52.7 元/吨，远低于当年内贸长单升水，2024 年国内铜下游较为受伤，

所以 2025 年下游对内贸长单压价较为积极，但铜炼厂面临低 TC 的问题，挺价积极也较高，这使得上下游分歧较大。据铜相关贸易商反馈，2025 年铜内贸长单普遍比例不高，部分下游采取的是锁量不锁价的方式，而部分有铜炼厂的贸易公司采取的是相互签订长单的方式。

3.1.5 企业比较关注俄乌冲突，若结束影响较为复杂

春节过后，随着美国积极介入，俄乌冲突一度出现好转，甚至市场开始预期俄乌冲突可能要结束。对于该事件的影响，我们认为较为复杂，大致可以从两个方面来观察，一方面若俄乌冲突结束，供应链扰动及高能源价格可能会松动，这对金属价格是不利的，另外一方面若俄乌冲突结束，能源价格回落将改善欧洲经济，提振欧洲铜等金属需求，这对金属价格是偏正面的。所以该事件的影响较为复杂，还需要持续观察。

3.1.6 需求预期略有分歧，但需求整体预期不悲观

受访企业对 2025 年铜需求预期有分歧，企业普遍反馈当下现实需求一般，没有春节前表现好，个别贸易企业反馈近期市场精铜较多，我们从国内精铜产量及春节后累库情况也确实证实了现实需求偏弱的问题。受访企业反馈的悲观预期无外乎，出口增长放缓，期待国内政策刺激继续发力、对地产仍偏悲观；乐观预期，除了新能源的部分，还有人工智能、人形机器人、低空经济等长期需求预期较为乐观，看好国内政策刺激，还有企业反馈看好乌克兰战后重建及欧洲经济改善；部分受访企业反馈海外需求较为稳定，像美国、中东和印度等国家铜消费增长较快。整体上来看，铜需求预期并不悲观，跟我们的观点相差不大，2025 年全球铜需求预期增长 3 个百分点左右。

3.1.7 价格走势预期存在分歧，多数企业看震荡

2025 年宏观经济存在巨大不确定性，一方面是特朗普全球性贸易战，另外一方面是中国政府积极维稳经济。另外，美联储货币政策也存在较大不确定性。在这种背景下，宏观预期无法形成合力，多数企业反馈的价格观点是偏震荡，区别在于是先涨后跌，还是先跌后涨，个别企业认为今年铜价振幅可能会比较小（沪铜一万元以内的波动），除非出现新的推动因素。

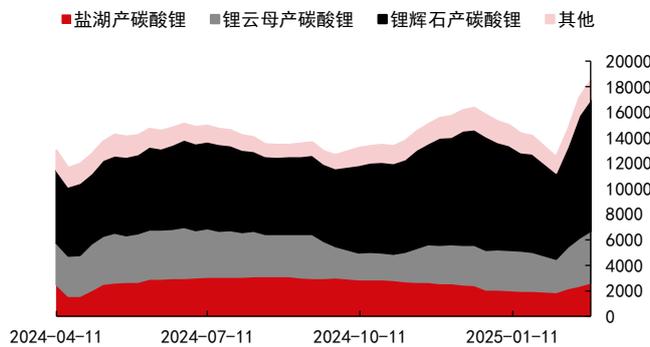
我们看好上半年铜价，我们认为上半年宏观面整体偏正面一些，美联储货币政策还在降息周期之内，国内货币政策较为宽松，财政政策积极，这对铜来说是相对偏好的宏观环境；矿端偏紧，低 TC 背景下，炼厂有减产压力，上半年需求预期不差，二季度供需可能偏紧，我们认为铜价仍有进一步冲高基础。但下半年可能会偏谨慎一些，一方面是美国关税落地后可能会冲击经济和消费，另外一方面美国关税落地后，美国通胀抬升可能会导致美联储政策转变，这对铜来说是不利的。

（二）调研品种：碳酸锂

3.2.1 江西锂项目复产，碳酸锂产量增长加快

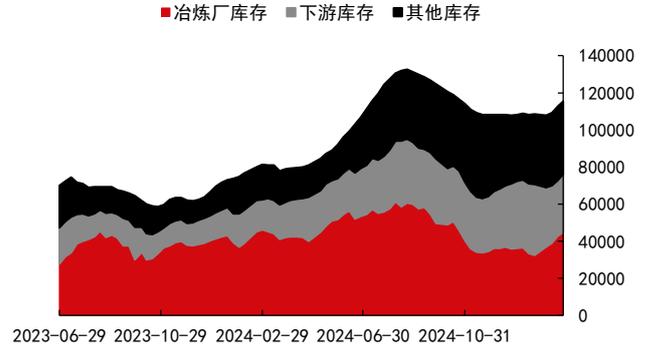
春节之后，中国碳酸锂周度产量明显抬升，已经从 1.25 万吨 LCE 增长到 1.85 万吨 LCE，锂辉石、云母和盐湖产碳酸锂产量全面恢复增长，江西锂项目复产对国内碳酸锂产量增长起到积极贡献。据受访贸易企业反馈，当地政府支持后，江西复产的锂云母项目成本降至 7-8 万元，相比于去年底，供应端增长的预期有所升温。

图表 10：碳酸锂周度产量 单位：LCE



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 11：中国碳酸锂库存 单位：LCE



资料来源：SMM 中信期货研究所

3.2.2 需求将进入旺季，但有不旺的风险

去年底及今年初，国内碳酸锂市场呈现出淡季不淡的特征，国内碳酸锂库存一度回落，尤其在去年十月之后国内碳酸锂库存基本没有累积，但春节之后，碳酸锂库存反倒是出现累积，这还是在即将进入传统旺季的背景下，这说明需求有旺季不旺的风险。据受访的碳酸锂相关企业反馈，2月中旬以来碳酸锂需求一般，春节前淡季不淡，春节后有旺季不旺风险。

3.2.3 价格走势预期较为一致，震荡磨底等待行业供应出清

由于投资者对碳酸锂供需预期较为一致，在产能投放还在延续的背景下，供应高增的问题还需要价格去动态平衡；尽管需求维持高增长，但供需偏过剩的预期非常一致，所以受访企业普遍认为 2025 年碳酸锂价格将延续震荡走势，差别在于对碳酸锂下限的预期，乐观的预期波动区间在 7-8.5 万，这跟我们的预期基本一致，也有看 6.5-8.5 万这个区间的，更悲观的看价格下限至 6 万。

四、总结

4.1 宏观预期有分歧，企业聚焦铜供应问题

受访企业普遍反馈当下现实需求一般，没有春节前表现好，个别贸易企业反馈近期市场精铜较多。受访企业反馈的悲观预期无外乎，出口增长放缓，期待国内政策刺激继续发力、对地产仍偏悲观；乐观预期，除了新能源的部分，还有人工智能、人形机器人、低空经济等长期需求预期较为乐观，看好国内政策刺激，还有企业反馈看好乌克兰战后重建及欧洲经济改善；部分受访企业反馈海外需求较为稳定，像美国、中东和印度等国家铜消费增长较快。整体上来看，铜需求预期并不悲观，跟我们的观点相差不大，2025 年全球铜需求预期增长 3 个百分点左右。

同时，在矿端偏紧及持续低 TC 背景下，受访企业普遍预期铜冶炼厂将面临减产压力。一季度国内炼厂超量生产主要是由于部分地方政府补贴、硫酸价格高位弥补部分亏损、个别近几年新建的炼厂签订高 TC 长期铜精矿供货合同和“囚徒困境”下不愿意第一个减产而采取的硬抗的想法。而对于未来何时中国铜冶炼可能会减产，铜相关企业分歧非常大，个别企业谈到年中可能是一个非常重要的时间点，主要是基于利润情况。我们这边认为 3 月可能是一个重要的时间窗口，若中央政府对 2025 年 GDP 增长硬要求放开，地方铜冶炼企业或有动力减产。多数企业把目光放在了海外，日韩铜冶炼企业可能会先于中国企业减产，

尤其韩国铜冶炼企业。

年初以来，Comex-LME 铜溢价明显上升，这对全球铜贸易流向将造成较大冲击。据个别受访贸易企业反馈，他们认为自美国废铜进口将逐步归零，预计未来 1-2 个月中国市场将逐步感受到废铜进口下滑的影响。据个别贸易商反馈，他们预计今年一季度智利往美国精铜发货量季度环比增量在 10 万吨左右。若美国政府执行 1 月底提出的针对加墨大幅加税 25% 的政策，那么加墨两国将退出美国精铜供应，美国将需要更多的南美精铜。

2025 年宏观经济存在巨大不确定性，一方面是特朗普全球性贸易战，另外一方面是中国政府积极维稳经济。另外，美联储货币政策也存在较大不确定性。在这种背景下，宏观预期无法形成合力，多数企业反馈的价格观点是偏震荡，区别在于是先涨后跌，还是先跌后涨，个别企业认为今年铜价振幅可能会比较小（沪铜一万元以内的波动），除非出现新的推动因素。

我们看好上半年铜价，我们认为上半年宏观面整体偏正面一些，美联储货币政策还在降息周期之内，国内货币政策较为宽松，财政政策积极，这对铜来说是相对偏好的宏观环境；矿端偏紧，低 TC 背景下，炼厂有减产压力，上半年需求预期不差，二季度供需可能偏紧，我们认为铜价仍有进一步冲高基础。但下半年可能会偏谨慎一些，一方面是美国关税落地后可能会冲击经济和消费，另外一方面美国关税落地后，美国通胀抬升可能会导致美联储政策转变，这对铜来说是不利的。

4.2 碳酸锂供需预期较为一致，价格预期震荡磨底

受访企业反馈江西复产锂项目成本降低至 8 万以下，非洲重要锂项目成本降至 7 万以下；当前碳酸锂需求一般，受访企业担心旺季不旺。

由于投资者对碳酸锂供需预期较为一致，在产能投放还在延续的背景下，供应高增的问题还需要价格去动态平衡；尽管需求维持高增长，但供需偏过剩的预期非常一致，所以受访企业普遍认为 2025 年碳酸锂价格将延续震荡走势，差别在于对碳酸锂下限的预期，乐观的预期波动区间在 7-8.5 万，这跟我们的预期基本一致，也有看 6.5-8.5 万这个区间的，更悲观的看价格下限至 6 万。

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。

中信期货有限公司

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>