

## 美国大选系列三： 制造业的出口韧性

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

本篇站在国内的中观视角，聚焦制造业的三个代表性行业讨论当前中美贸易压力下的出口韧性和对国内商品需求的影响。

### 摘要：

在上一篇报告《美国大选系列二：出口这次哪里不一样》里，我们以外部的宏观视角梳理了美国大选贸易政策对我国出口的整体和结构影响、未来可能的冲击时间、以及这轮潜在冲突里新的政策思路。本篇我们站在国内的中观视角，聚焦制造业的三个代表性行业讨论当前中美贸易压力下的出口韧性和对国内商品需求的影响。

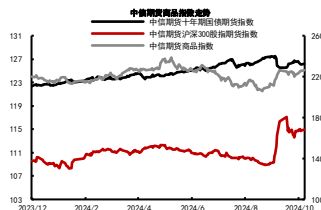
以出口交货值/营业收入来刻画行业的出口依赖度，综合考虑出口依赖度绝对水平高以及2018年以来变化方向不降反升的行业，我们聚焦到计算机通信业（出口依赖度，39%，后同）、铁路船舶业（25%）、纺织服装业（25%）作为样本行业，自下而上的观察对高端制造、运输、劳动密集型消费品的影响。

基本面角度，若特朗普胜选，可能的贸易冲击程度：纺织服装>计算机通信>铁路船舶，后两者处于行业上行周期且对美直接出口比例较低，受到的影响或低于市场预期。商品消费角度，结合影响程度及需求占比的情况，可能的影响程度：化纤、棉花>锡>钢材。1）铁路船舶行业主要影响钢材商品的消费。不过造船业仅占钢材需求的1%，影响相对有限。2）计算机通信行业主要影响锡商品的消费。美国大选虽然会在短期内不利国内需求，但对全球半导体总的需求影响的概率相对不大，而对算力金属锡的影响就更小。3）纺织服装行业主要影响化纤、棉花商品的消费。由于纺织服装业对美直接出口比例依旧较高，加征关税对这些商品消费的短期有一定负面冲击。

大类资产方面，如若美国关税政策实施，会对市场情绪造成一定扰动，但同时也会提升国内需求政策加码的预期。对权益而言，更多还是国内自身逻辑和资金驱动，短期仍在博弈政策预期。对商品而言，制造业需求较为分散，整体走势仍跟随国内地产企稳、海外流动性节奏、及地缘扰动。对利率而言，震荡格局下股债跷跷板效应延续。

风险提示：政策落地不及预期，宏观经济不确定性

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。



### 宏观研究组

研究员：

姜婧

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

刘道钰

从业资格号：F3061482

投资咨询号：Z0016422

陈健照

从业资格号：F03093837

投资咨询号：Z0020032

## 目录

摘要: .....	1
一、 聚焦制造业三个代表性行业 .....	4
(一) 计算机通信业: 受冲击影响中性偏低 .....	7
(二) 铁路船舶业: 受冲击影响偏低 .....	9
(三) 纺织服装业: 受冲击影响中性偏高 .....	13
二、 大选变化对国内制造业的影响 .....	15

## 图表目录

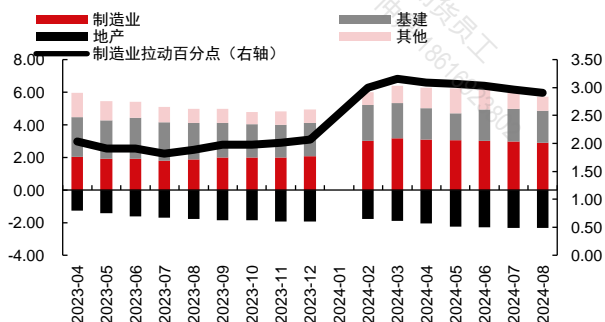
图表 1: 2024 年制造业对整体固定投资的拉动显著上升 (%)	4
图表 2: 出口与制造业投资相关性较高	4
图表 3: 出口依赖度-按上下游 (2023-12)	5
图表 4: 出口依赖度 (2024-9)	5
图表 5: 中国:工业企业:出口依存度	5
图表 6: 收入-出口同比剪刀差	5
图表 7: 出口依赖度-计算机通信	5
图表 8: 出口依赖度-文教工美	5
图表 9: 出口依赖度-家居制造	6
图表 10: 出口依赖度-电气机械	6
图表 11: 出口依赖度-铁路船舶	6
图表 12: 出口依赖度-纺织服装	6
图表 13: 出口依赖度-专用设备	6
图表 14: 出口依赖度-通用设备	6
图表 15: 行业或已步入补库周期	7
图表 16: 计算机通信行业利润与产量	7
图表 17: 出口侧价格拖累并不显著	7
图表 18: 主要行业商品对出口的拉动	7
图表 19: 美国集成电路对中国台湾进口占比	8
图表 20: 美国集成电路对中国台湾进口占比	8
图表 21: 中国集成电路贸易差额	9
图表 22: 铁路船舶业位于被动去库	9
图表 23: 19 年后, 铁路船舶业出口与制造业投资相关性极高	9
图表 24: 行业营业收入与利润率	10
图表 25: 行业利润与价格	10
图表 26: 铁路船舶业出口主要由数量拉动	10
图表 27: 行业主要商品对出口的拉动	11
图表 28: 中国船舶手持订单量快速上升	11
图表 29: 中国造船产能利用监测指数不断上升	11
图表 30: 中国新船价格指数位于高位	12
图表 31: 铁路船舶行业产量与价格	12
图表 32: 2023 船舶业 (第 89 章) 出口分布	12
图表 33: 铁路船舶出口与美国 PMI 出现劈叉	12
图表 34: 设备更新与以旧换新资金具体投向	13
图表 35: 纺织服装业出口依赖度	13
图表 36: 纺织服装业处于主动补库周期	13
图表 37: 2023 年中国 61-63 章出口国家分布	14
图表 38: 纺织服装业出口依赖度-按国家	14
图表 39: 美国制造业 PMI 领先国内纺织服装出口	14
图表 40: 纺织服装业利润与价格	15
图表 41: 纺织服装业出口与产量	15

## 一、聚焦制造业三个代表性行业

我们在上一篇报告《美国大选系列二：出口这次哪里不一样》里以外部的宏观视角梳理了美国大选贸易政策对我国出口的整体和结构影响、未来可能的冲击时间、以及这轮潜在冲突里新的政策思路。本篇我们站在国内的中观视角，聚焦制造业的三个代表性行业讨论当前的出口韧性和对国内商品需求的影响。如若美国关税政策实施并对制造业出口造成负面冲击，国内需求政策有望加码对冲外部风险。财政政策资金投向正在扩容，今年有 3000 亿元超长期特别国债支持“设备更新”和“以旧换新”促进消费，预计新质生产力相关政策或有进一步发力的空间。

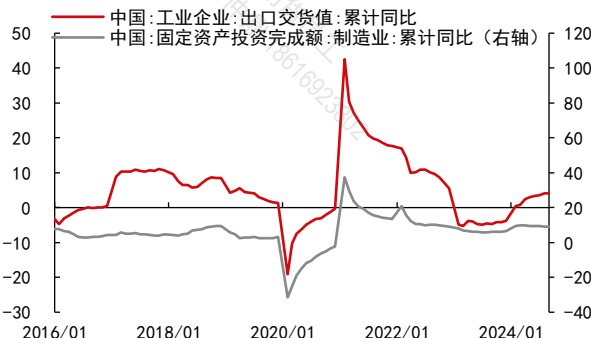
自 2023 年起，制造业投资已逐渐代替基建成为投资端的主要拉动项。一方面，出口强势回暖，出口与制造业投资之间的相关性极强，叠加政策对于新质生产力相关领域的资金支持，使得制造业投资持续位于绝对高位。另一方面，专项债等财政资金落地不及预期，传统资金对于基建投资有所降温。我国制造业投资主要由出口、建筑业（地产基建）、以及消费拉动。其中，出口主要是与计算机通信、铁路船舶、文教工美等领域高度相关，出口依赖度均超过 20%。建筑业对应黑色金属冶炼、非金属矿物、家具等偏上游的行业，消费对应汽车、纺织服装、食品制造等下游制造业。

图表1：2024 年制造业对整体固定投资的拉动显著上升（%）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表2：出口与制造业投资相关性较高



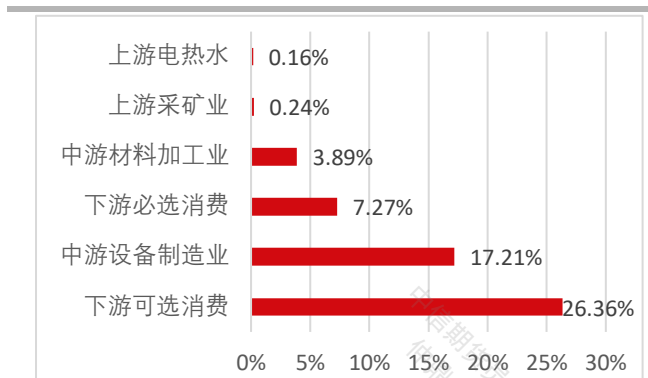
资料来源：Wind、中信期货研究所

我们使用出口交货值/营业收入来刻画行业的出口依赖度，以衡量哪些行业受出口因素影响更高。对比发现，制造业下游可选消费与中游设备制造业的对外依存度最高，其中计算机、通信和其他电子设备制造业对外依存度最大，接近 40%。其中超过 20% 的行业有 1) 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备业、2) 文教、工美、体育和娱乐用品制造业、3) 家具制造业以及 4) 纺织服装、服饰业等。

从时间序列的角度来看，在 2018 年中美贸易冲突后，我国整体制造业出口依赖度在 2019 年初短暂下降后转为上升，直到 2020 年起趋势下行。这反映贸易冲突后我国长期的贸易转型使得我国对外需的依赖度趋势下行。而 2024 年在外

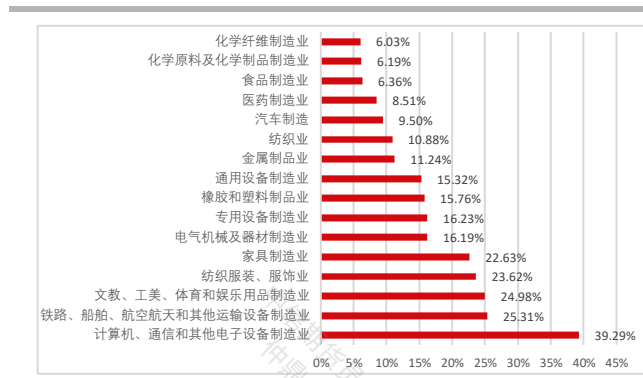
需持续强于内需的结构下，外需对国内制造业收入的占比重新出现抬升，当前已恢复至 2018 年的水平。

图表3：出口依赖度-按上下游（2023-12）



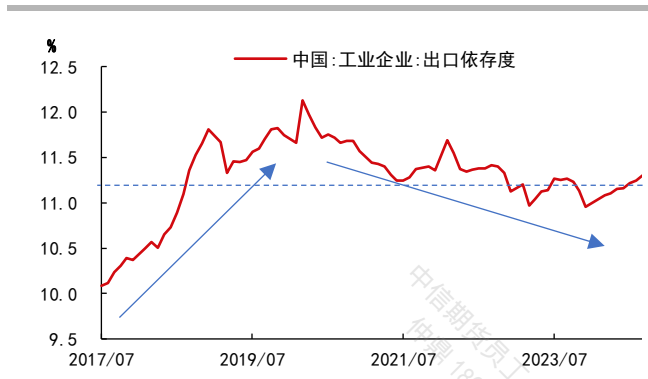
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表4：出口依赖度（2024-9）



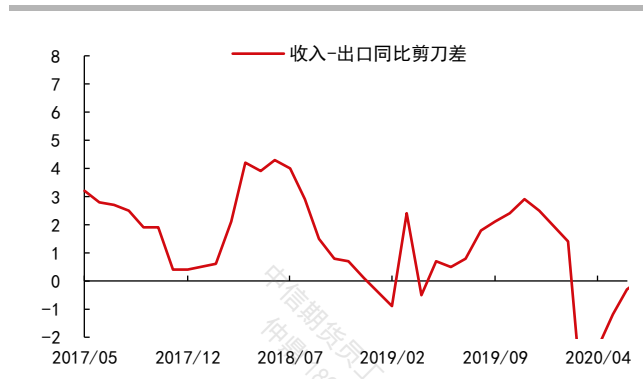
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表5：中国：工业企业：出口依存度



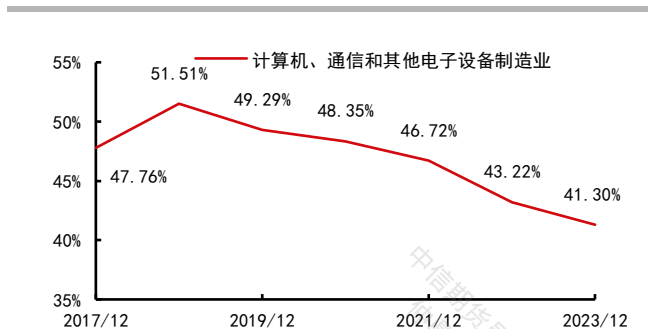
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表6：收入-出口同比剪刀差



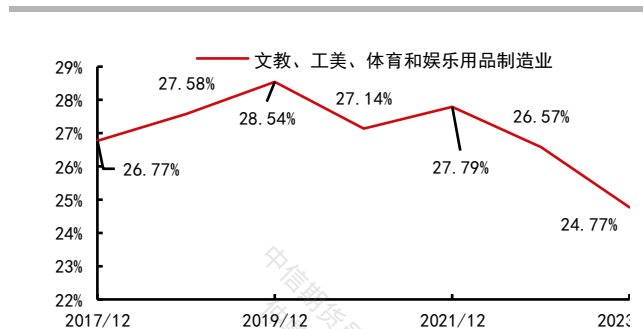
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表7：出口依赖度-计算机通信



资料来源：Wind、中信期货研究所

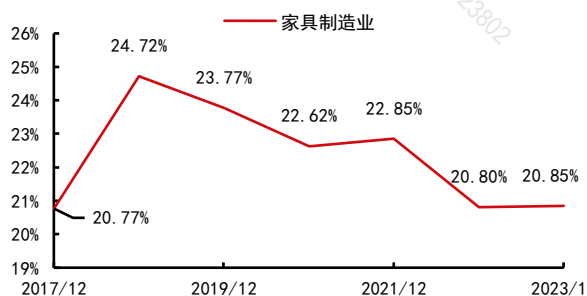
图表8：出口依赖度-文教工美



资料来源：Wind、中信期货研究所

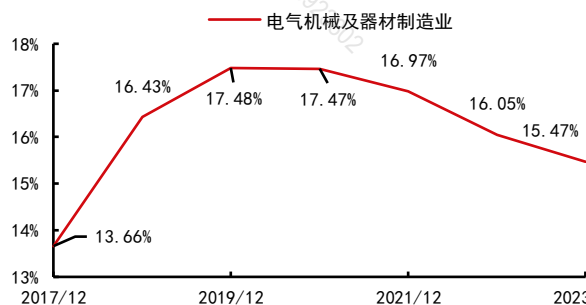


图表9：出口依赖度-家居制造



资料来源：Wind、中信期货研究所

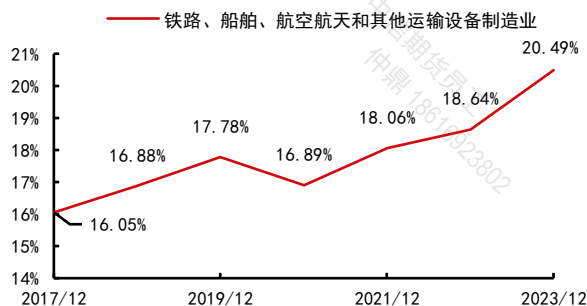
图表10：出口依赖度-电气机械



资料来源：Wind、中信期货研究所

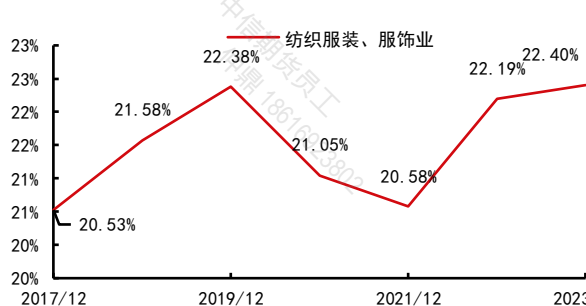
值得注意的是，在整体制造业出口依赖度下降的背景下，一些行业与出口的关联度不降反升。其中，铁路船舶业出口依赖度自 2017 年以来逆势上行，涨幅最高，且绝对水平位于高位。尽管铁路船舶更多与设备更新周期、国内市场份额扩大有关，需求维持刚性，但 2024 年 9 月铁路船舶出口依赖度已达 25%，排名第二，仅次于计算机通信的 39%。除此之外，纺织服装业，专用设备业以及通用设备业也呈现上行趋势。计算机通信业与纺织服装和欧美需求相关性较高，短期波动与欧美制造业保持同步。综合出口依赖度绝对水平高且 2018 年以来变化方向不降反升的行业，我们选择计算机通信业、铁路船舶业、纺织服装业这三个行业进一步分析。

图表11：出口依赖度-铁路船舶



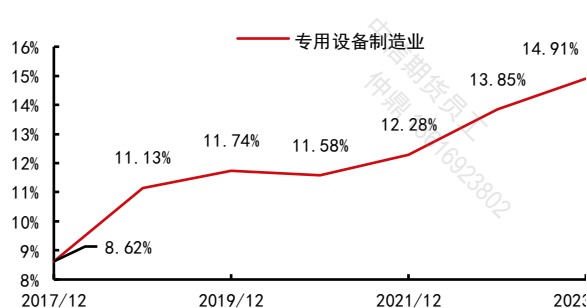
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表12：出口依赖度-纺织服装



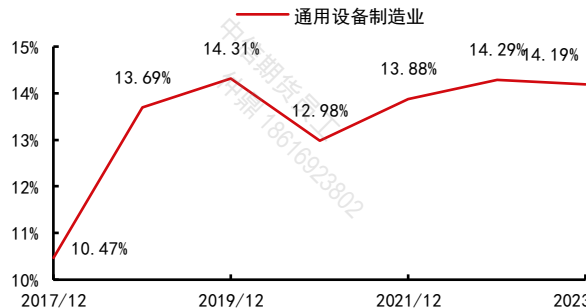
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表13：出口依赖度-专用设备



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表14：出口依赖度-通用设备



资料来源：Wind、中信期货研究所

## (一) 计算机通信业：受冲击影响中性偏低

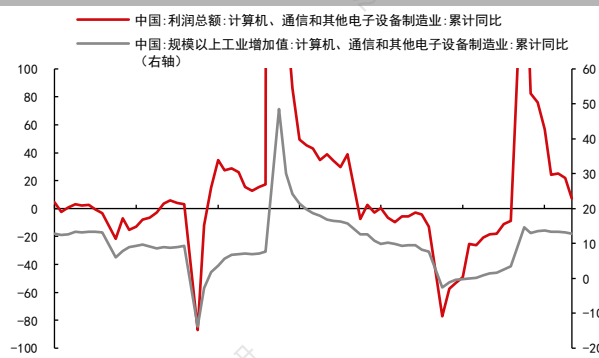
计算机通信行业景气度回暖，但整体行业“以价换量”的特征明显。2024年，全球半导体进入上行周期，计算机通信行业领先于国内整体库存周期，或已进入主动补库阶段。行业产成品存货同比从2023年12月底部的-3.5%已经回升至7.2%，而收入也从由负转正，目前已高达8%的水平，领先于整体制造业的库存和收入，为优势行业。从就业情况来看，电子技术/半导体/集成电路二季度同比增速为22.5%，排全行业第四，保持较高景气度（前三分别为交通/运输、物流/仓储、酒店/餐饮业）。其中弱点在于，利润与价格仍在逐月下滑，按照量、价、利润率的拆分来看，利润率逐月下滑，价格持续为负，仅产量维持高位，整体行业“以价换量”特征明显。

图表15：行业或已步入补库周期



资料来源：Wind、中信期货研究所

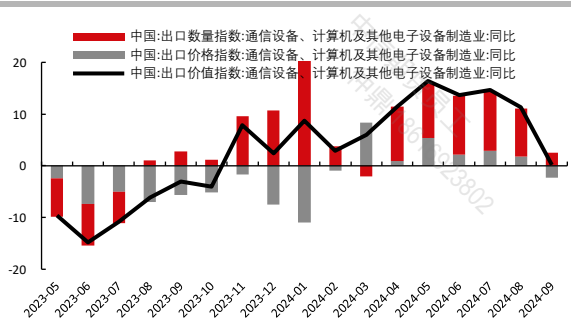
图表16：计算机通信行业利润与产量



资料来源：Wind、中信期货研究所

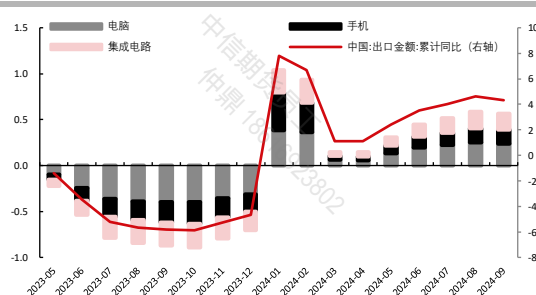
不过从出口情况来看，价格拖累并不显著，且我国对美出口占比仅2%。2024年以来，价格指数同比快速回升，目前已回归正值区间，对出口金额产生正向拉动。分商品来看，行业中主要的正向拉动来自集成电路、电脑、手机（拉动量依次下降），且基本与总出口量同向变动，对于整体出口的贡献率在12%-18%。分国别来看，2023年集成电路出口主要国家/地区为：中国香港（42%）、中国台湾（14%）、韩国（13%）、越南（8%）。从23年10月起，前四大地区出口同比持续为正，对美出口占比约2%，增速低位波动。

图表17：出口侧价格拖累并不显著



资料来源：Wind、中信期货研究所

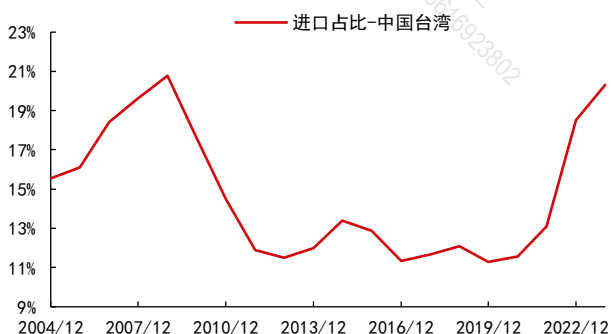
图表18：主要行业商品对出口的拉动



资料来源：Wind、中信期货研究所

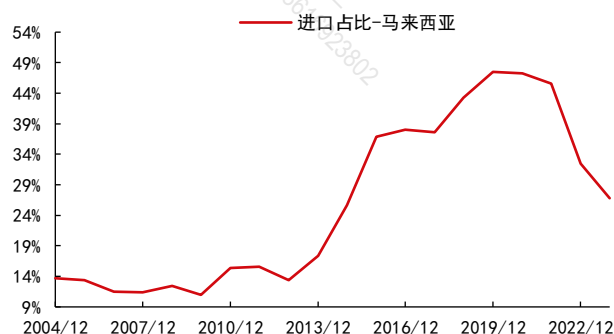
如果半导体贸易限制条件涉及核心地区将会对目前的出口结构产生实质性的明显冲击。此次半导体贸易壁垒或覆盖中国台湾的预期是使得行业情绪大幅回落的关键原因之一。美国主要从马来西亚、中国台湾、韩国、以色列等地进口集成电路商品，其中从马来西亚以及中国台湾两地的进口份额接近一半，是美国在半导体行业的最核心的贸易伙伴。从进口趋势来看，中国台湾或将代替马来西亚成为美国第一大贸易伙伴。2020年起，美国对中国台湾进口的占比不断攀升，增长约76%，与之对应的是马来西亚的进口份额减少，幅度约-43%。此外，还有一个有趣的特征是，美国近年对以色列的进口急剧上升，2020年对其进口占比不到1%，而如今已高达5.8%，排名第四，增长幅度高达537%。

图表19：美国集成电路对中国台湾进口占比



资料来源：TradeMap、中信期货研究所

图表20：美国集成电路对中国台湾进口占比

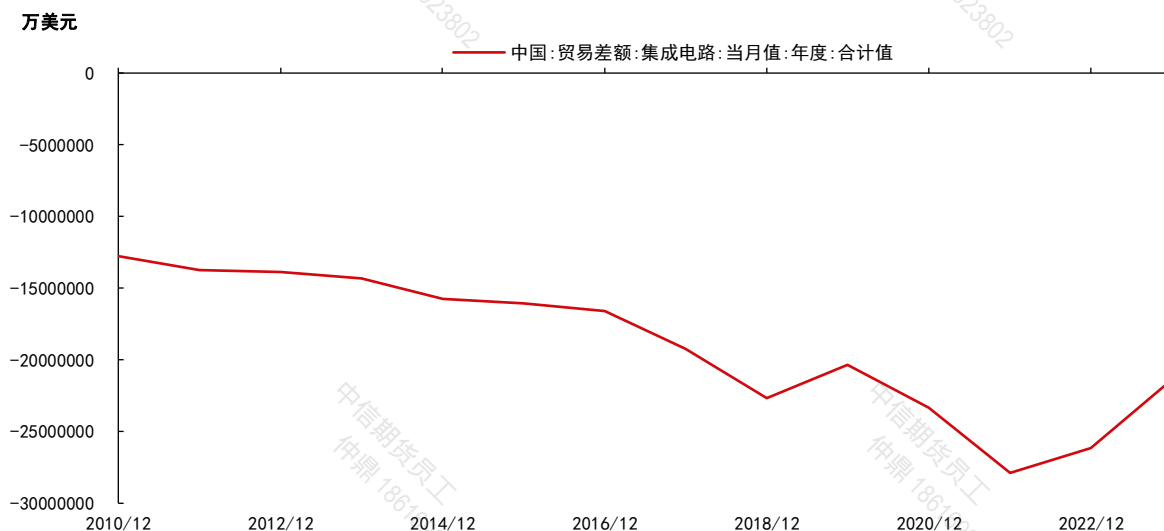


资料来源：TradeMap、中信期货研究所

预计本轮半导体行业的冲击或将弱于上一轮。从2010年至今，集成电路产业的贸易量迅速上升，但一直处于深度贸易逆差。这一方面可能与产能有限有一定联系，但更多的原因或来自于偏薄弱的高端生产技术。2018年美国限制关键商品出口中国使得国内半导体行业的发展产生了较大负面影响。因此，当近期有美国有较大可能限制科技企业对华出口的消息出现时，还是给市场带来较大的负面情绪。不过，近年来集成电路深度贸易逆差的模式有一定缓解，叠加技术不断地更新突破，若真正开启更高的贸易壁垒，预计给整体行业的冲击将弱于上一轮。



图表21：中国集成电路贸易差额

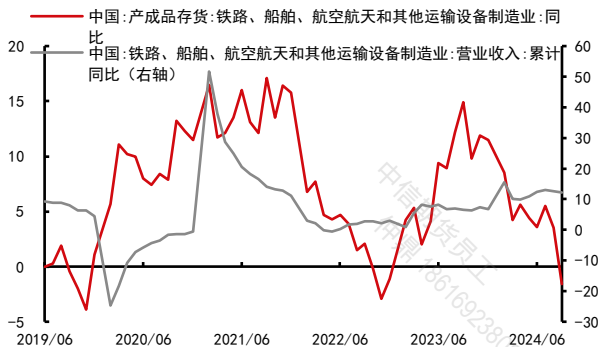


资料来源：中国海关总署、中信期货研究所

## （二）铁路船舶业：受冲击影响偏低

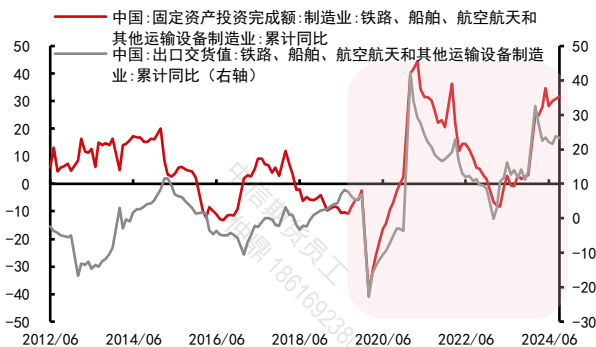
铁路船舶业处于被动去库周期，结构上仍有“以价换量”的特征。一方面，2019年后，铁路船舶行业的出口增速与制造业投资相关性快速抬升至90%上方，且当前行业收入稳中有升，处于被动去库周期。另一方面，按照利润=营业收入\*利润率的拆分方式来看，尽管近期行业收入稳中有升，但利润率下滑。同时进一步按量、价拆分收入，其产量仍位于绝对高位，价格仍然是主要的拖累。不过，从趋势上来看年初以来价格降幅出现显著收窄，当月同比回归正值，带动利润整体仍有较强的韧性。9月行业PPI累计同比录得0%，当月同比录得0.5%，较年初分别增长0.4和0.9个百分点。

图表22：铁路船舶业位于被动去库



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表23：19年后，铁路船舶业出口与制造业投资相关性极高



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表24：行业营业收入与利润率



资料来源：Wind、中信期货研究所

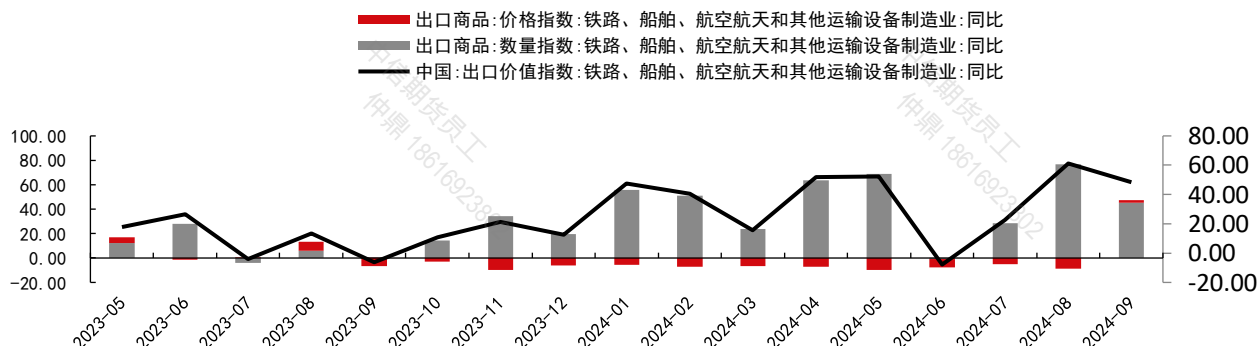
图表25：行业利润与价格



资料来源：Wind、中信期货研究所

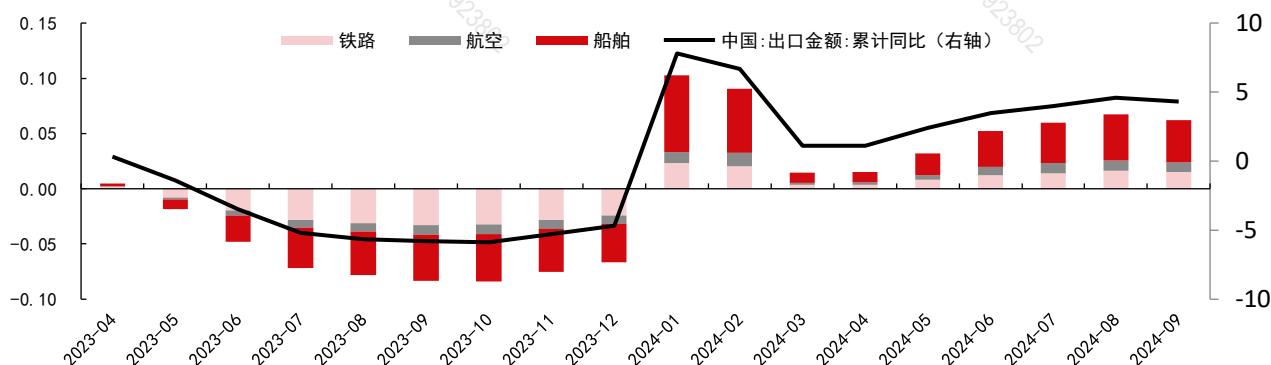
聚焦出口端，铁路船舶的主要出口商品为船舶业，高景气出口主要由数量拉动，而价格仍为拖累项。目前数量仍然是主要支撑项，而价格仍为负值。值得注意的是，6月起数量指数出现明显下滑，与之对应的是中厚板产量与表观需求出现下滑，持续性有待进一步跟踪。从主要商品来看，铁路船舶行业对应的HS出口分类分别为第86章（铁路相关）、第88章（航空相关）以及第89章（船舶相关）。其中，造船业对于出口的拉动最高，其次是铁路设备制造业。造船业为该行业中主要的需求增长点。

图表26：铁路船舶业出口主要由数量拉动



资料来源：Wind、中信期货研究所

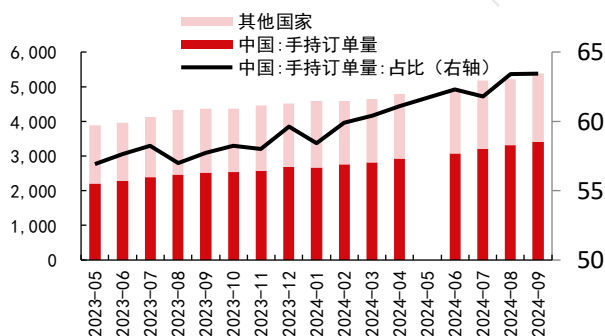
图表27：行业主要商品对出口的拉动



资料来源：Wind、中信期货研究所

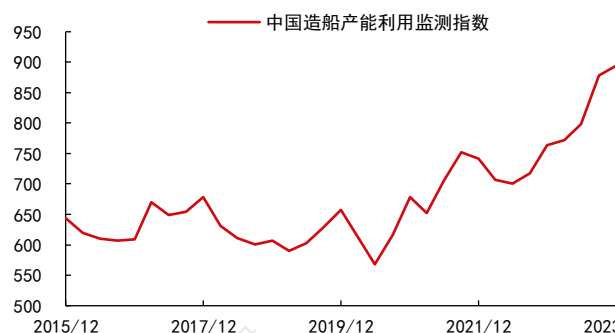
微观行业数据也与宏观数据特征相互呼应，近年我国造船业在全球市场份额快速提升。2023 年，中国已超越希腊成为最大船东国，同时，中国船厂在全球新造船市场份额也在不断提升，已超过 50%。从订单量上来看，未来国内造船需求相对稳定上升，在全球占比也在进一步上升中，行业目前产能正处于扩张阶段、成本相对占优、利润也较为稳定。根据克拉克森，全球产能的增长主要来自中国闲置船厂重启，以及现有船厂扩建，与制造业投资增长相互印证。从成本来看，国内船板价格远低于日本与韩国，钢价下滑之下，成本占据绝对优势。从利润来看，受手持订单覆盖率维持高位以及供给相对刚性的影响，中国新船价格指数位于高位。成本较低背景下，行业利润与现金流较为健康，投资意愿高。2024 年 7 月，全球船厂手持订单量为 5171 艘，其中中国占比将近 62%。预计投向该行业的资金乘数效应相对较高，或能给投资需求带来较好支撑。

图表28：中国船舶手持订单量快速上升



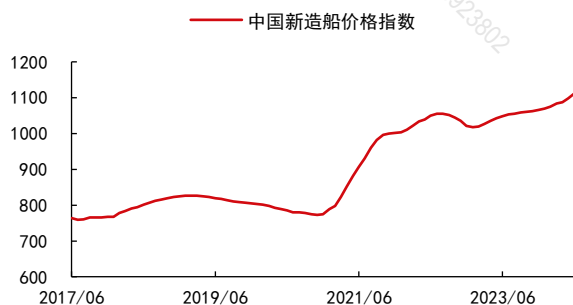
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表29：中国造船产能利用监测指数不断上升



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表30：中国新船价格指数位于高位



资料来源：Wind、中信期货研究所

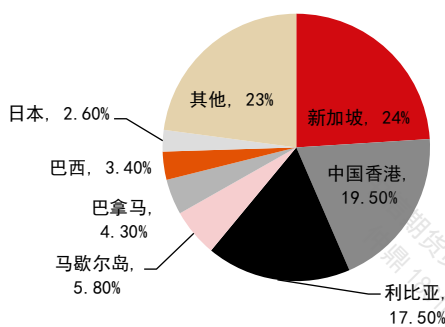
图表31：铁路船舶行业产量与价格



资料来源：Wind、中信期货研究所

近期欧美外需边际转弱，但铁路船舶行业始终保持绝对优势，体现韧性。一方面，从出口国别来看，截止到 2023 年，船舶业主要向新加坡、中国香港、利比亚等地出口，与欧美需求相关性相对有限。另一方面，正如前文所述，船舶业出口的高景气或主要由中国在全球的市场份额提升以及行业自身设备更新周期带动，需求相对刚性。

图表32：2023 船舶业（第 89 章）出口分布



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表33：铁路船舶出口与美国 PMI 出现劈叉



资料来源：Wind、中信期货研究所

同时，近期中央资金对行业关注亦有所增加，政策驱动力有所提升。2024 年 7 月 24 日，《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》发布，3000 亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新和设备更新项目。从资金投向上来看，此次将用 1480 亿元左右超长期特别国债大规模设备更新专项资金用于优化设备更新项目支持方式以及支持老旧营运船舶报废更新，体现对于船舶业设备更新的支持。

图表34：设备更新与以旧换新资金具体投向

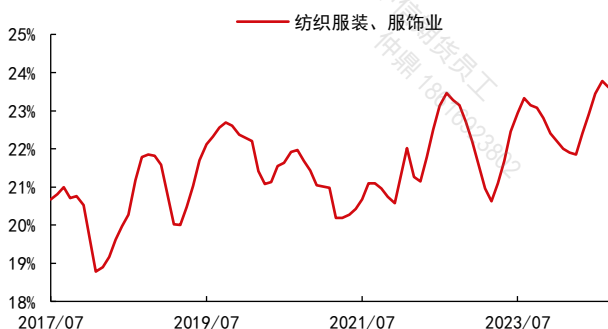
资金投向	资金具体用途	超长期特别国债使用金额（亿元）	中央财政资金（亿元）
设备更新	优化设备更新项目支持方式	1480	-
	支持老旧营运船舶报废更新		-
	支持老旧营运货车报废更新		-
	提高农业机械报废更新补贴标准	1600	-
	提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准		-
	提高设备更新贷款财政贴息比例		200
消费品以旧换新	支持地方提升消费品以旧换新能力	-	-
	提高汽车报废更新补贴标准		-
	支持家电产品以旧换新		-
	落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策		75

资料来源：Wind、各地政府网、中信期货研究所

### （三）纺织服装业：受冲击影响中性偏高

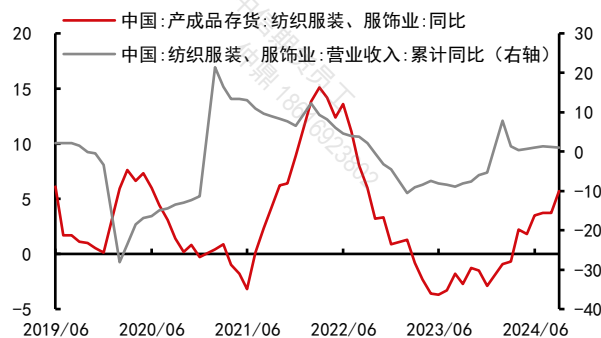
当前国内纺织服装行业整体收入平稳、库存回升，已进入主动补库周期。纺织服装业的固定资产投资与出口相关性极高，约 92%，出口为该行业扩张与否的主要需求驱动。出口对行业制造业扩张的需求扩张效益依旧，近期纺织服装出口的高位回落，显然已反过来影响行业利润与库存周期。

图表35：纺织服装业出口依赖度



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表36：纺织服装业处于主动补库周期

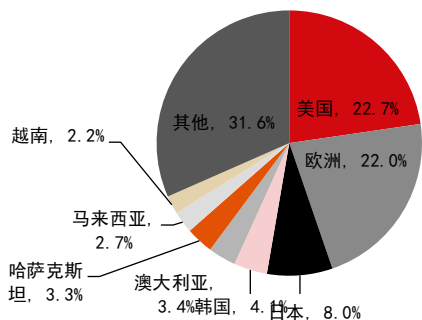


资料来源：Wind、中信期货研究所

纺织服装业出口景气度的主要因素，2023 年欧美出口占比约为 45%。除欧美以外，日本、韩国、澳大利亚、哈萨克斯坦也占据了不少的市场份额。从贸易流动来看，2018 年之后，欧美市场份额出现拐头向下，而越南、马来西亚、哈萨克斯坦等地的出口份额出现显著增加，但绝对水平仍处于相对低位。截至 2023 年，越南、马来西亚、哈萨克斯坦合计出口份额较贸易战之前上升约 84%，为 8.2%，而欧美份额下滑 18%，但绝对占比依旧维持在 45%的水平。美国制造业略领先于国内出口 1-2 个月左右，近期美国制造业需求出现走弱迹象，同时其领先指标新订单-自由库存也显示未来动能相对不足，整体行业出口景气度短期可能有一定波动。

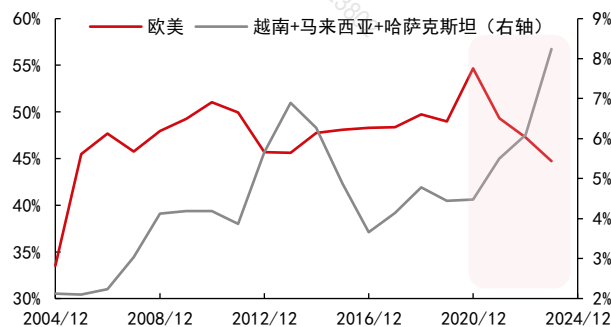


图表37：2023 年中国 61-63 章出口国家分布



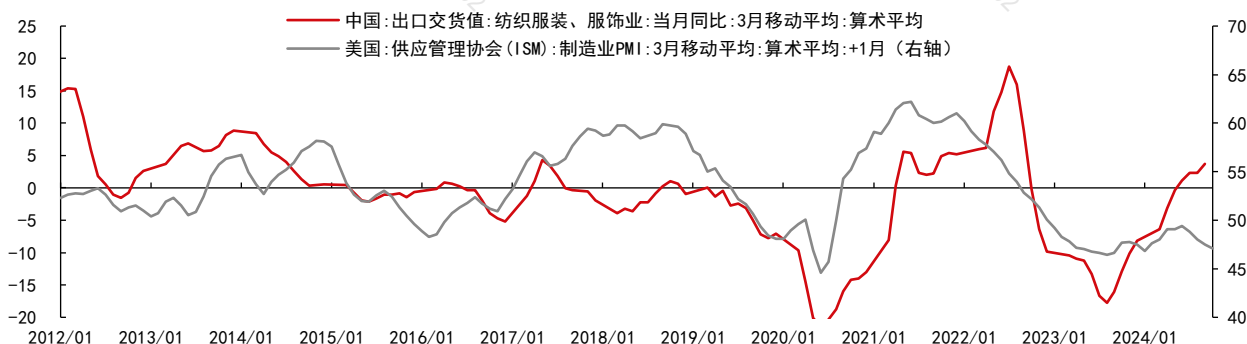
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表38：纺织服装业出口依赖度-按国家



资料来源：Wind、中信期货研究所

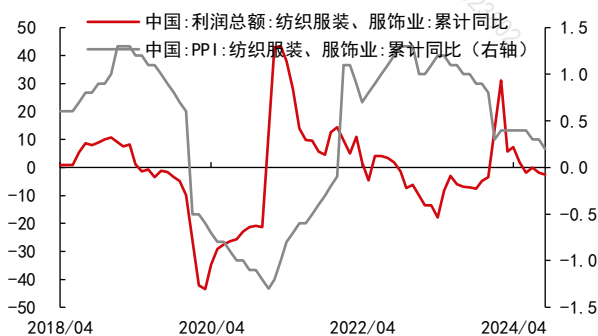
图表39：美国制造业 PMI 领先国内纺织服装出口



资料来源：Wind、中信期货研究所

由于产能利用率与利润相对稳健，该行业或有一定抵御出口下滑负面冲击的能力。一方面，行业产能利用率处于相对偏高水平，2024 年 6 月，纺织业产能利用率录得 79.1%的水平，历史分位数在 67%左右。而另一方面，从行业自身利润来看，尽管近期利润同比重新回到负值区间，但是通过拆分来看，行业最大的优势在于价格并未出现明显下滑，利润率相对偏高，因此行业或可以通过量的上升实现利润的回暖。而纺织服装业的产量增长大部分由出口增长驱动，工业增加值与出口景气度呈现高相关性，约 90%。不过，行业投资的政策驱动较不明显，仅纺织服装数字化转型及部分重点地区有相关补贴政策。

图表40：纺织服装业利润与价格



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表41：纺织服装业出口与产量



资料来源：Wind、中信期货研究所

## 二、大选变化对国内制造业的影响

根据对三个代表性行业的基本面观察，若特朗普胜选，可能的贸易冲击程度**纺织服装>计算机通信>铁路船舶**，后两者处于行业上行周期，且对美直接出口比例较低，受到的影响或低于市场预期。从对美依赖度来看，若特朗普当选，市场对于出口限制的定价或有所增加，使得与出口依赖度较高的行业或受到脉冲式的负面影响。但从实际基本面观察，我们认为计算机通信行业以及铁路船舶处于行业自身的上行周期，且对美直接出口比例较低，受到的影响或低于市场预期，而纺织服装作为传统的劳动密集型行业，其自身周期与美国制造业周期息息相关，受到的影响或相对较高。

对于商品消费而言，铁路船舶行业主要影响钢材商品的消费。从需求结构来看，造船业仅占钢材需求的1%，因此船舶消费增长对钢材整体需求的贡献度或相对有限。计算机通信行业主要影响锡商品的消费。美国大选虽然会在短期内阻碍国内获取高端芯片而对需求产生一定的负面影响，但对全球半导体总的需求影响的概率相对不大，而对算力金属锡的影响就更小。对于锡而言，在行业整体位于上行周期的背景下，尽管贸易摩擦会从局部供需错配与贸易结构转移等角度干扰短期全球需求，但其消费需求长期向上趋势不改。纺织服装行业主要影响化纤、棉花等商品消费。纺织服装行业主要影响化纤、棉花商品的消费。由于纺织服装业对美直接出口比例依旧较高，份额超过20%，在贸易结构短期很难实质性改变的背景下，加征关税对这些商品消费的短期或有一定负面冲击。

同时，制造业作为稳增长政策的新重点，如若关税实施并对制造业有负面冲击，新质生产力相关政策或有进一步发力的空间。从政策导向来看，当前中央资金主要以制造业与消费作为稳增长的抓手，而地方资金更多承载防范风险的职能，资金的分化使得今年投资内部结构出现变化，高技术制造业持续高增，而基建趋于下滑。三中全会强调高质量发展激励约束机制改革与教育科技人才体制机制改

革，发展新质生产力、数字经济，提升产业链供应链韧性，未来 5 年时间，因地制宜发展新质生产力或都为战略目标。今年所发行的 1 万亿超长期特别国债中分拨 3000 亿给“两新”，我们认为这或是一种中央资金从拉动基建转为拉动制造业与消费的尝试。在新的战略背景下，若特朗普关税政策实施且对于国内出口以及制造业形成较大拖累，中央资金存在进一步推进制造业投资的可能性。

## 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，且不承担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>