

铝价持续上攻的逻辑及后续空间预测



 **中信建投期货有限公司**
CHINA FUTURES CO.,LTD.

二〇二四年3月26日
研究发展部 王贤伟

目录

Contents



降息预期及国内经济的韧性营造多头氛围



供应边际改善，进口压力较大



终端消费分化，建筑开工延后



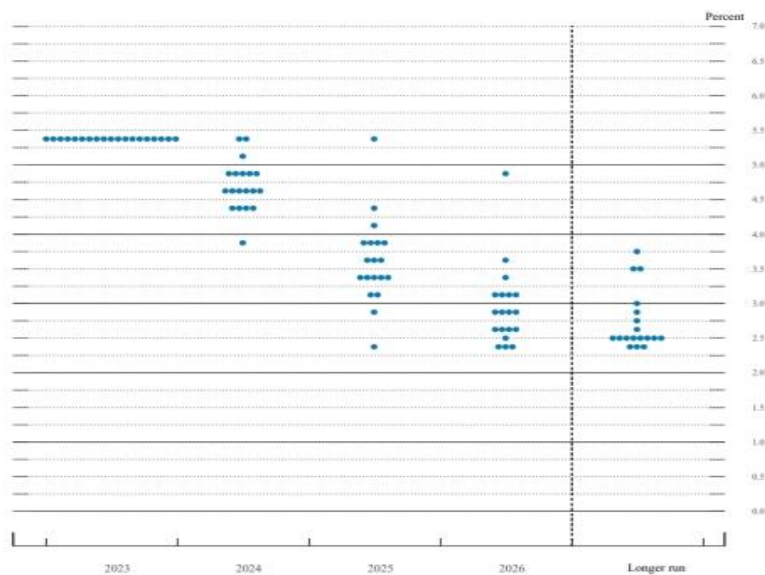
铝锭库存拐点将近，铝棒库存压力较大

第一
部分

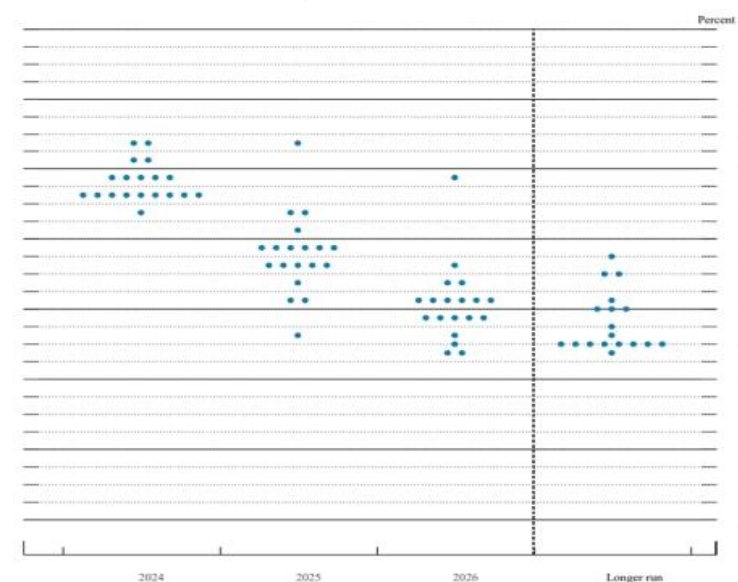
降息预期及国内经济的韧性营造多头氛围

1.1 3月联储会议偏鸽，降息预期再次回升

23年12月FOMC点阵图



24年3月FOMC点阵图



- 3月美联储议息会议结果整体偏鸽，点阵图看共有15个票委预计今年利率会降至5.0%以下，其中五人预计利率在4.75%到5.0%，相当于今年两次降息。九人预计在4.50%到4.75%，相当于预计今年三次降息，较上次点阵图增加三人，美联储主流观点认为降息三次是合适的。
- 美联储主席鲍威尔表示，相信利率可能处于周期性峰值，在今年某个时间点开始降息是适宜的，确认美联储将放缓缩表速度，但目前并没有针对调整资产负债表做任何决定。
- 关于通胀，对于美国公布的1月和2月CPI数据均超市场预期，但鲍威尔的表态并没有新增担忧。对核心PCE通胀从2023年12月的2.4%小幅上调至2.6%。他相信通胀降低的整体趋势没有改变，尽管路径可能比较颠簸。
- 上调关于2024年的经济预测，2024Q4实际GDP同比预测从1.4%上调至2.1%，2025和2026年也小幅上调。

1.1 3月联储会议偏鸽，降息预期再次回升

3月议息会议前利率预期

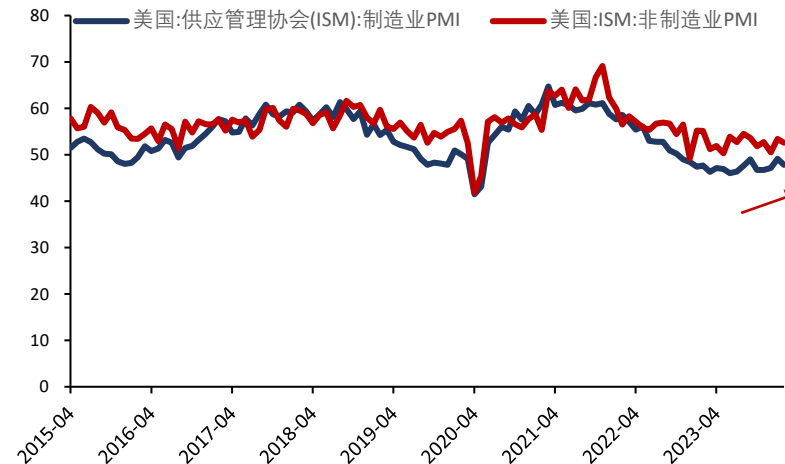
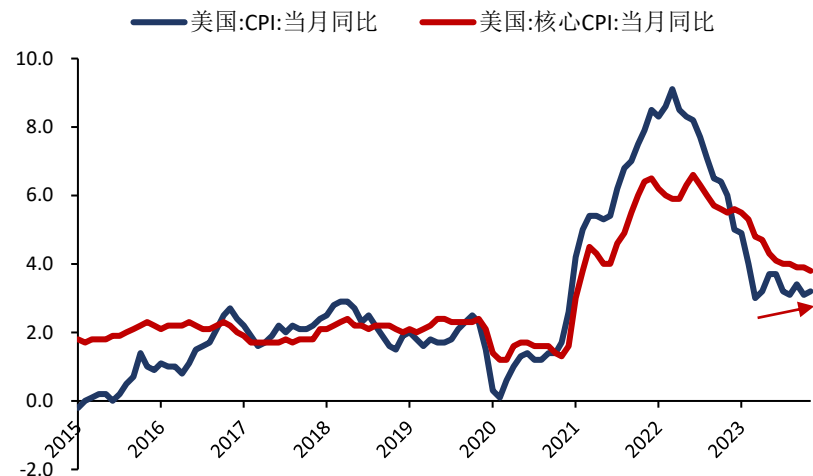
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	8.6%	91.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	50.7%	44.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	23.6%	48.3%	26.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	17.0%	40.9%	32.9%	7.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	8.9%	28.5%	37.0%	20.9%	4.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	21.4%	34.0%	26.7%	10.1%	1.5%
2025/1/29	0.0%	0.2%	3.1%	13.7%	27.7%	30.3%	18.4%	5.8%	0.7%
2025/3/19	0.1%	1.7%	8.4%	20.7%	29.0%	24.4%	12.1%	3.3%	0.4%

3月议息会议前利率预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	94.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	70.1%	26.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	33.9%	50.1%	14.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	26.8%	46.5%	22.2%	3.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	13.9%	36.6%	34.5%	12.8%	1.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.4%	9.6%	29.2%	35.2%	19.8%	5.2%	0.5%
2025/1/29	0.0%	0.2%	5.1%	19.6%	32.3%	27.3%	12.4%	2.8%	0.3%
2025/3/19	0.1%	2.9%	12.9%	26.4%	29.6%	19.3%	7.2%	1.4%	0.1%
2025/4/30	1.2%	6.9%	18.3%	27.7%	25.5%	14.4%	4.9%	0.9%	0.1%

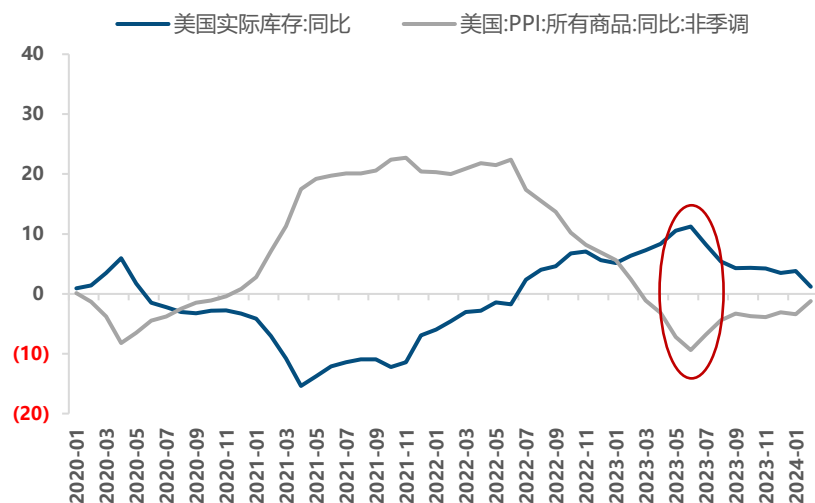
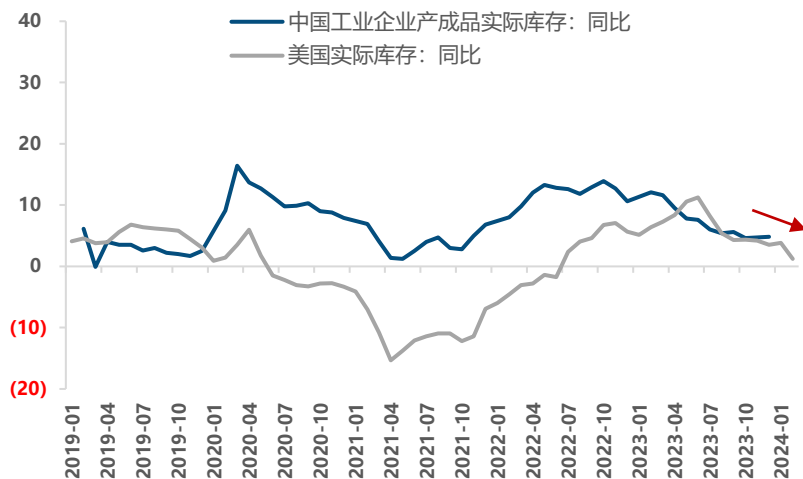
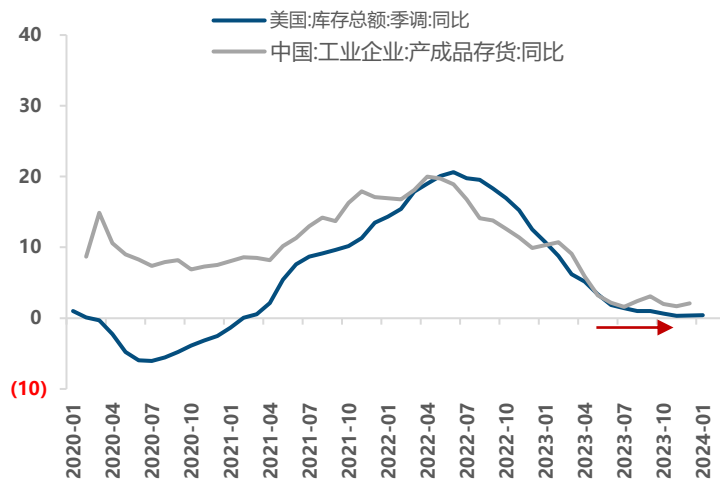
- 3月议息会议结束之后，关于降息预期的交易短期兑现。从当前美国经济仍具韧性，以及美联储对未来经济预测上调的行为来看，市场更倾向于认为今年的降息是“预防式降息”而非“纾困式降息”。衰退式降息主要是指美联储为了应对美国经济出现衰退而采取的紧急补救措施，衰退式降息一般累计次数多、幅度大。而预防式降息是美联储为了应对可能冲击美国经济的事件提前采取的预防式措施。
- 会议结束后市场认为6月首次降息的概率是70.1%，会议前这一概率是50.7%，目前下滑至64.4%。虽然关于6月降息的预期大幅回升，但我们认为后续仍存在变数。

1.2 美国通胀压力反弹，降息并非一帆风顺



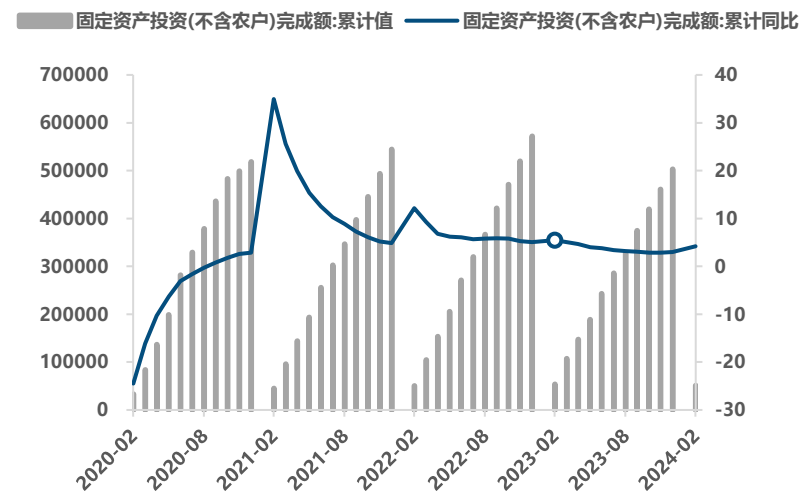
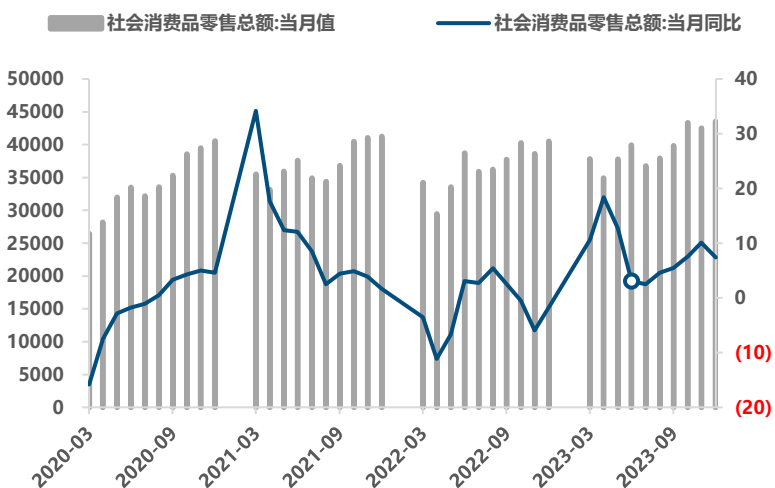
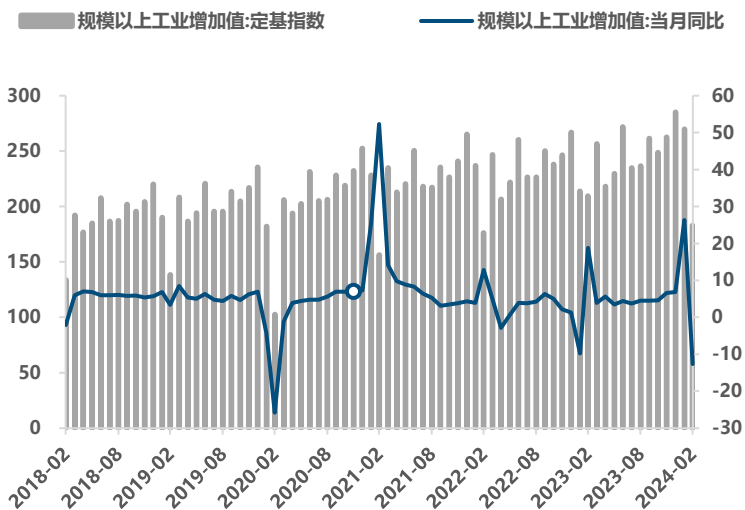
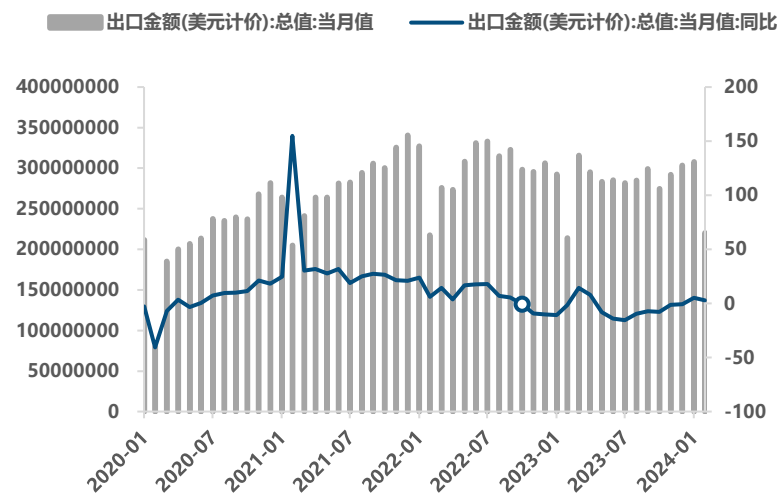
- 通胀作为一个具备趋势性的指标，目前表现出持续反弹的压力。美国2月CPI（季调后）同比3.2%，预期3.1%，前值3.1%；CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.3%。核心CPI同比3.8%，预期3.7%，前值3.9%；核心CPI环比0.36%，预期0.3%，前值0.39%，环比年化4.4%。整体CPI反弹主因是能源、二手车和卡车。核心CPI继续超预期主因核心服务保持粘性。
- 美国一季度制造业PMI企稳回升，虽然2月ISM制造业仍处于荣枯线下方，但反弹趋势不变。而2月Markit制造业数据52.2，处于扩张区。最新的3月Markit制造业PMI初值52.5，创21个月新高，预期51.8，前值52.2。
- 在制造业订单数据持续好转的背景下，3月CPI数据将面临更大的压力，这使得6月能否降息存在变数。若3月美国通胀数据再超预期，关于降息节点和降息次数的交易或再次被修正。

1.3 通胀上行的交易短暂，关注补库周期开启的节点



- 关于通胀上行的交易近期多次被提起，但当下与20-21的宏观环境有较大差异。一是目前处于高利率环境，通胀持续上行与美联储的货币政策相违背。二是目前需求的复苏偏弱，并不能与商品价格形成持续的正向反馈。
- 当下我们更应该关注在预防式降息的背景下，海外的补库周期何时开启。
- 从中美名义库存周期来看处于早期补库阶段，但从剔除价格因素影响的实际库存（名义库存增速-PPI增速）来看，美国仍处于去库阶段，中美开启补库周期共振尚须时日。
- 依照PPI对库存指标领先关系（5-12月）推断，中美在去年7月均迎来PPI增速拐点，若降息时点在6月开启，则可能带动补库周期于下半年开启。

1.4 国内经济韧性较强，三驾马车持续修复



- 开年以来，国内经济表现出较强韧性，三驾马车今年以来持续修复。
- 出口方面，前两月增速从去年负增速中实现突破，维持稳定正增长；消费及投资延续去年偏强走势。
- 全国固定资产投资（不含农户）比上年增长3.0%。其中，制造业投资增长6.5%，增速加快0.2个百分点；基础设施投资增长5.9%，增速加快0.1个百分点。
- 规上工业增加值则受季节性扰动较大（去年及今年春节时点不一致），前两月当月增速出现劈叉，累积增速仍然实现正增长。

1.5 稳增长配套政策发力，后续关注“以旧换新”补贴力度

家电以旧换新复盘	2009.6-2011.12	2010.6-2011.12
实施范围	北京、天津、上海、江苏、浙江、广东、福州、长沙	全国其他地区
补贴内容	交售旧家电并购买新家电即可享受家电补贴	
补贴标准	售价的10%	
补贴产品	电视机、冰箱、洗衣机、空调、电脑	
补贴政策	中央财政80%、地方财政20%	

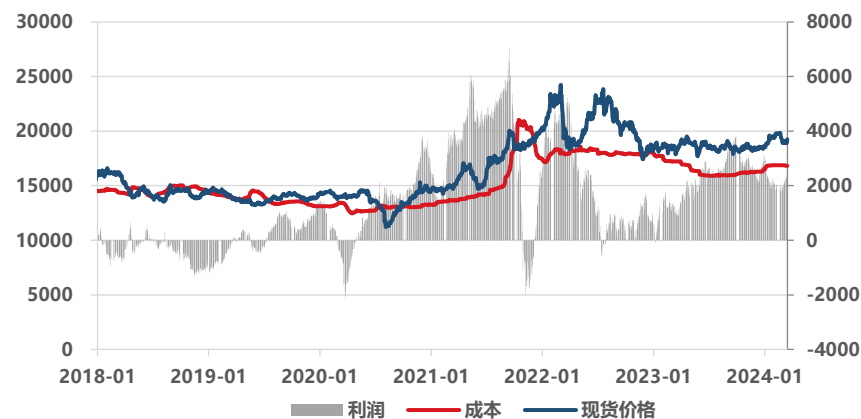
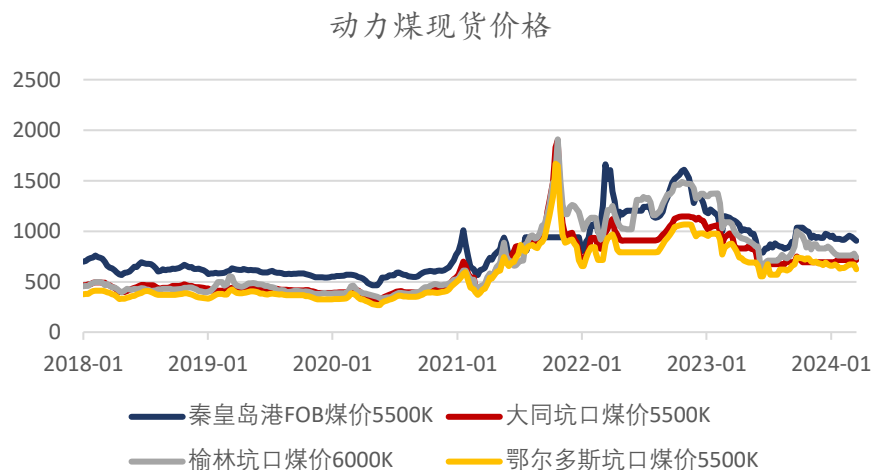
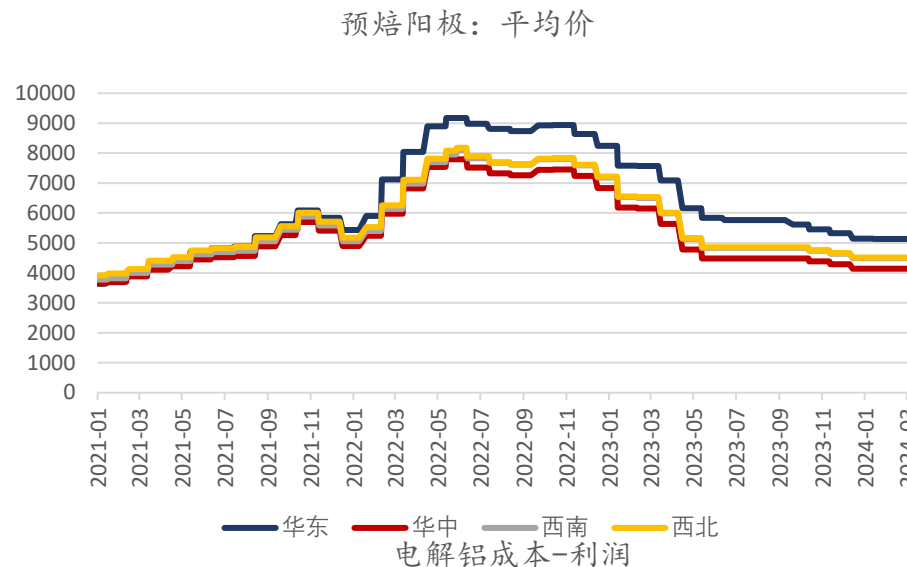
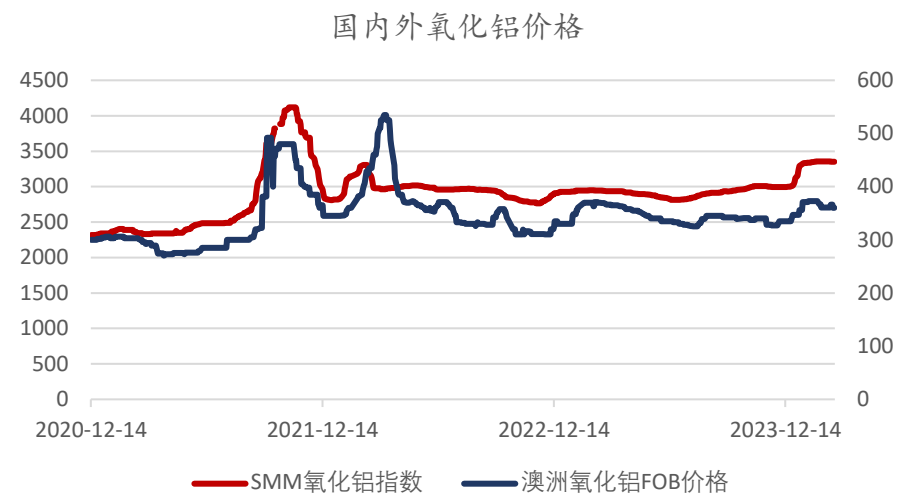
汽车以旧换新复盘	2024年汽车以旧换新政策	2020-2023年汽车以旧换新政策
政策文件导向	明确提出开展汽车以旧换新	以鼓励、支持汽车以旧换新为主
补贴资金来源	预计 中央财政、地方政府及车企 将共同参与	地方政府及车企
覆盖区域	预计覆盖区域更广	部分财政实力较强的省市
支持力度	预计力度或将高于此前	上海市：燃油车/纯电动车分别补贴2800元/10000元； 广州市：5000-10000元；重庆市：2000元
覆盖车型	预计将覆盖乘用车及商用车	乘用车为主
报废汽车回收量目标	2027年报废汽车回收量较2023年增加约100%	/
二手车交易量目标	2027年二手车交易量较2023年增长45%	/

- 汽车及家电以旧换新政策由来已久，政策落地的效果取决于中央财政补贴的力度。
- 2024年开展的以旧换新政策将由中央财政和地方政府联动：2024年中央财经委员会第四次会议明确提出“对消费品以旧换新，要坚持中央财政和地方政府联动，统筹支持全链条各环节，更多惠及消费者”，在《行动方案》中亦提出“坚持中央财政和地方政府联动支持消费品以旧换新，通过中央财政安排的节能减排补助资金支持符合条件的汽车以旧换新”。
- 本次“以旧换新”涉及设备、家电、汽车等多类大宗商品，具体细则将于二季度公布，政策对终端消费的边际改善仍需观察，但不影响短期其对做多情绪的推动。

第二部分

供应边际改善，进口压力较大

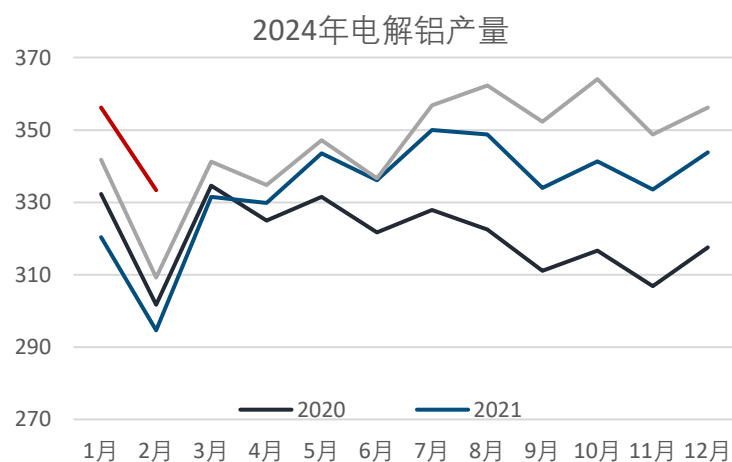
2.1 电解铝成本支撑有限，利润仍在高位



- 整体来看，未来铝土矿供给预期偏宽松，氧化铝价格后续有回落空间，动力煤价格及预焙阳极价格低位企稳，电解铝生产成本后续或小幅回落。目前全国平均成本约在16825元/吨附近，目前全国冶炼利润在2500元/吨附近，冶炼利润仍处于相对高位。

2.2 云南复产提前，供应边际改善

地区	2024年变动产能				总计
	Q1	Q2	Q3	Q4	
甘肃	5	0	0	0	5
贵州	0	0	0	5	5
内蒙古	0	13	0	0	13
山东	0	-15	-40	-20	-75
云南	0	83	78	10	171
汇总	5	81	38	-5	119

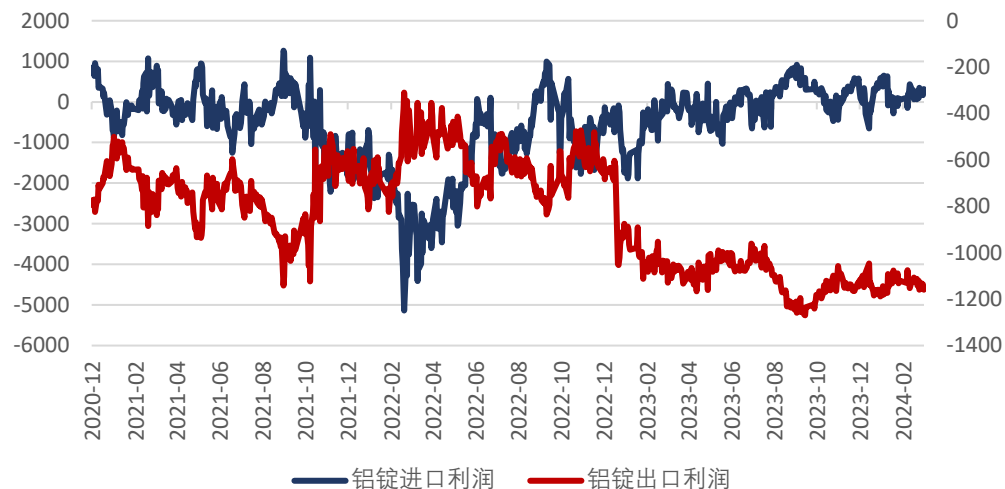


区域	企业名称(万吨)	建成产能	当前运行产能	备注
云南	企业A	305	244	3月底计划复产26万吨
	企业B	90	54	3月底计划复产10万吨
	企业C	180	138	3月底计划复产15万吨
	企业D	35	17	
总计		610	453	51

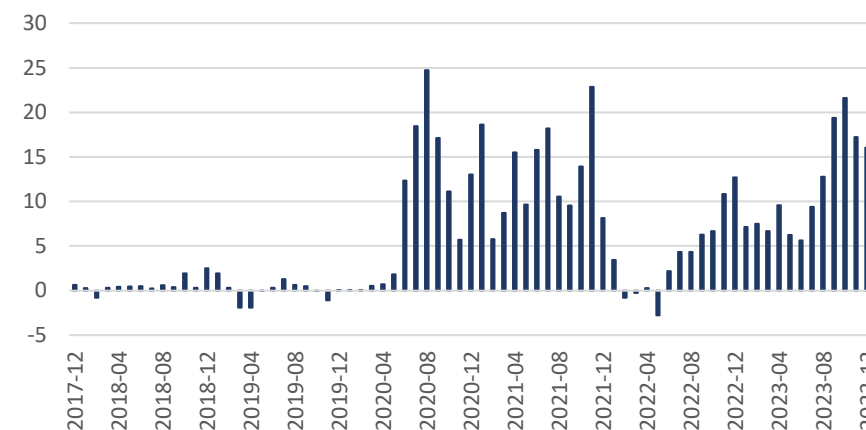
- 2023年全国电解铝产量继续增加，国内电解铝累计产量4151.3万吨，同比增长3%。
- 近期云南省内电力出现富余，云南省政府及相关部门鼓励工业用电，**将于近期释放80万千瓦负荷电力用于省内电解铝企业复产，折合电解铝年化产能51万吨左右。**由于云南4月天气仍然偏旱，后续待复产产能时间或有所延后。
- 新增方面，2024年可以落地的新增产能仅内蒙华云三期13万吨在年中投产。加上提前复产的51万吨产能。经测算，**2024年电解铝4210.6万吨，较今年增加59.3万吨，增长1.4%。供应端边际改善。**

2.3 进口窗口持续打开，今年铝锭进口量环比增加

铝锭进出口利润



电解铝净进口



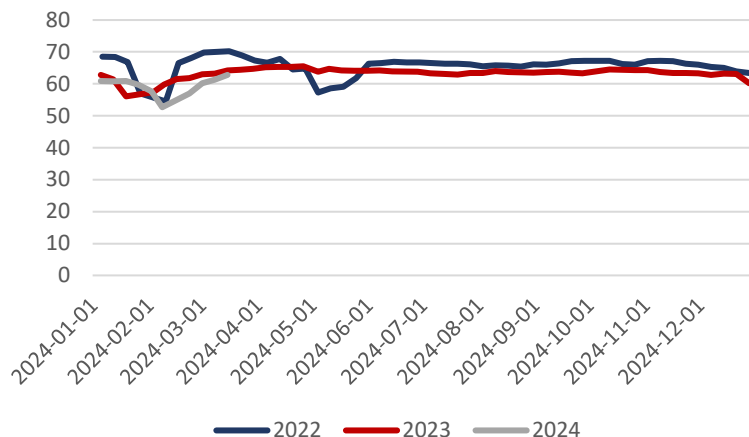
- 2023年电解铝进口量大幅增加，全年累计进口量为139.2万吨。同比增长295%。
 - 2024年，一季度进口窗口持续打开，铝锭进口量维持高位。2024年1-2月份净进口总量47.1万吨左右，同比增长221.9%。
- 另一方面，俄铝去年底与中方下游签订每月超10万吨的长单采购量，该部分量不受进口窗口影响，今年供应端进口压力有所增加，初步预估今年进口铝锭或超150万吨。

第三部分

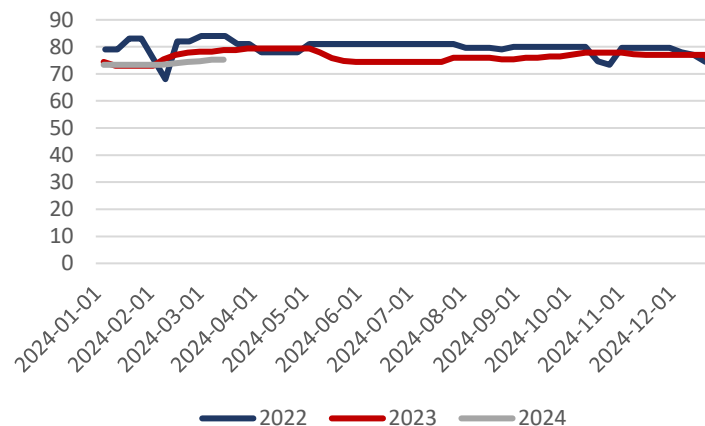
终端消费分化较大，建筑开工有所延后

3.1 下游加工企业开工率有所回升

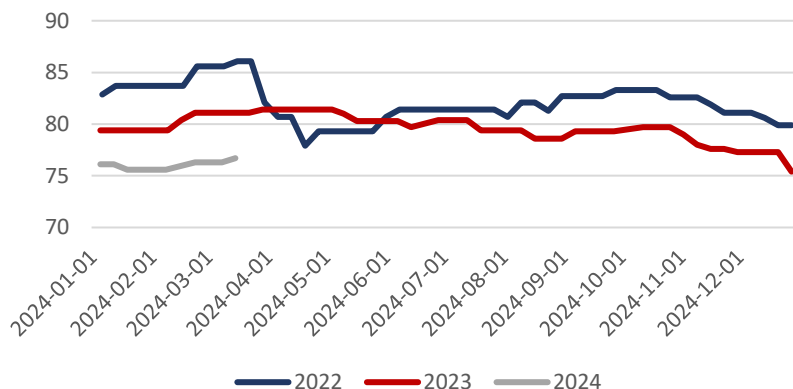
铝材行业周度开工率



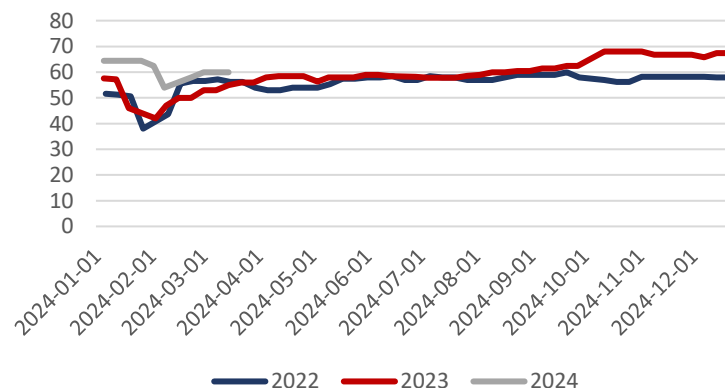
铝板带周度开工率



铝箔周度开工率



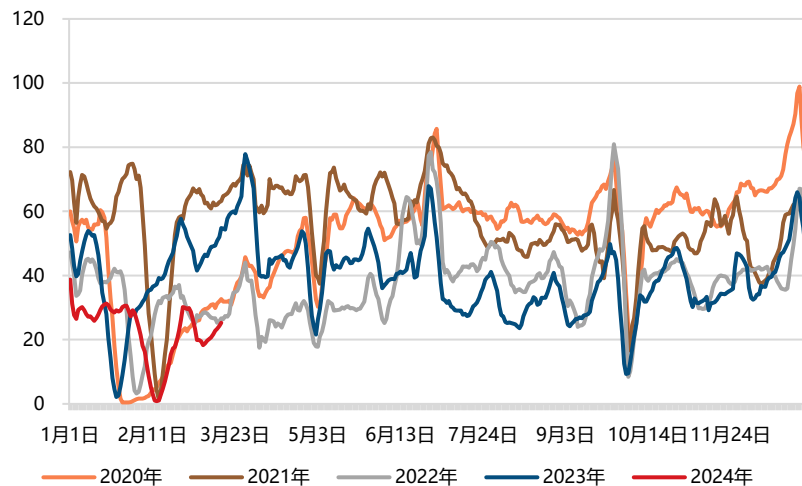
铝线缆周度开工率



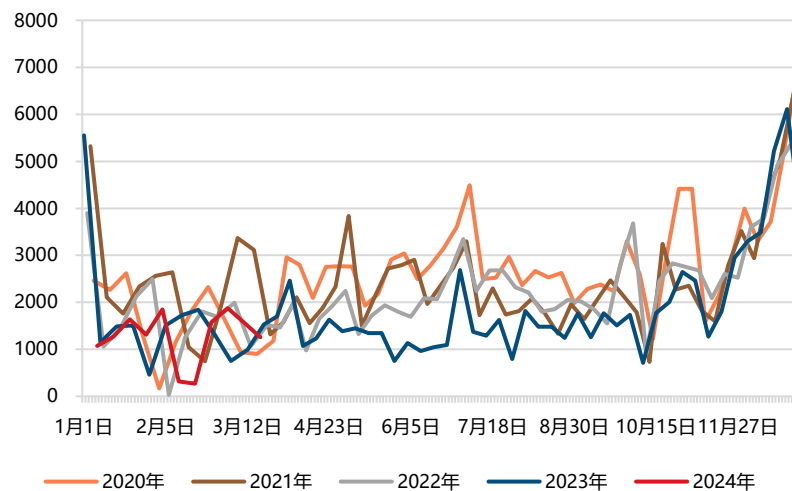
➤ 各加工板块开工率维持回升态势，其中建筑型材开工率本周有所回升，工业型材有所改善，型材整体开工率较去年持平。铝板带箔开工率低于去年平均水平，线缆开工率仍处高位。

3.2 销售拿地表现低迷，地产复工不及同期

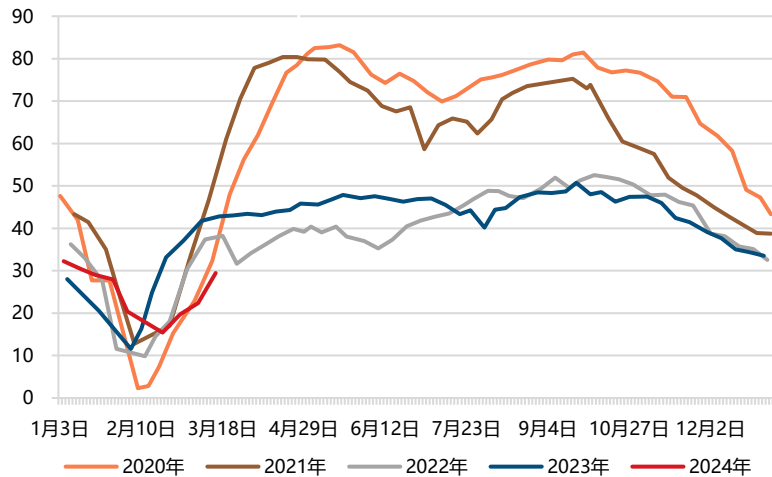
30城商品房成交面积MA7



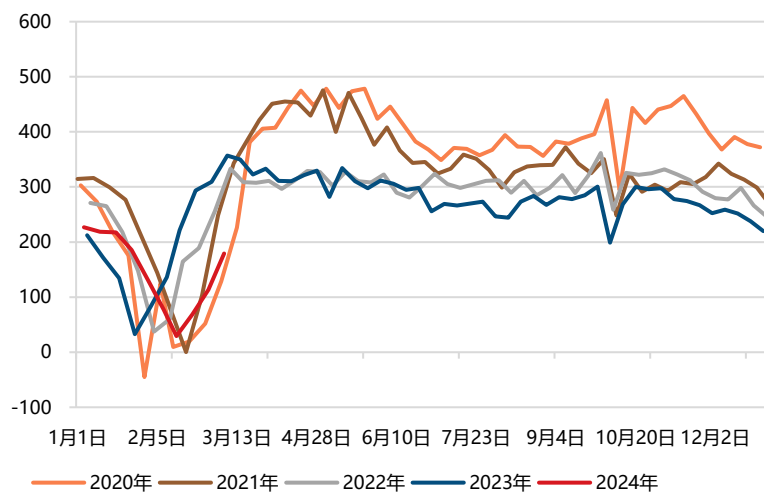
100大中城市成交土地面积：当周值



水泥发运率

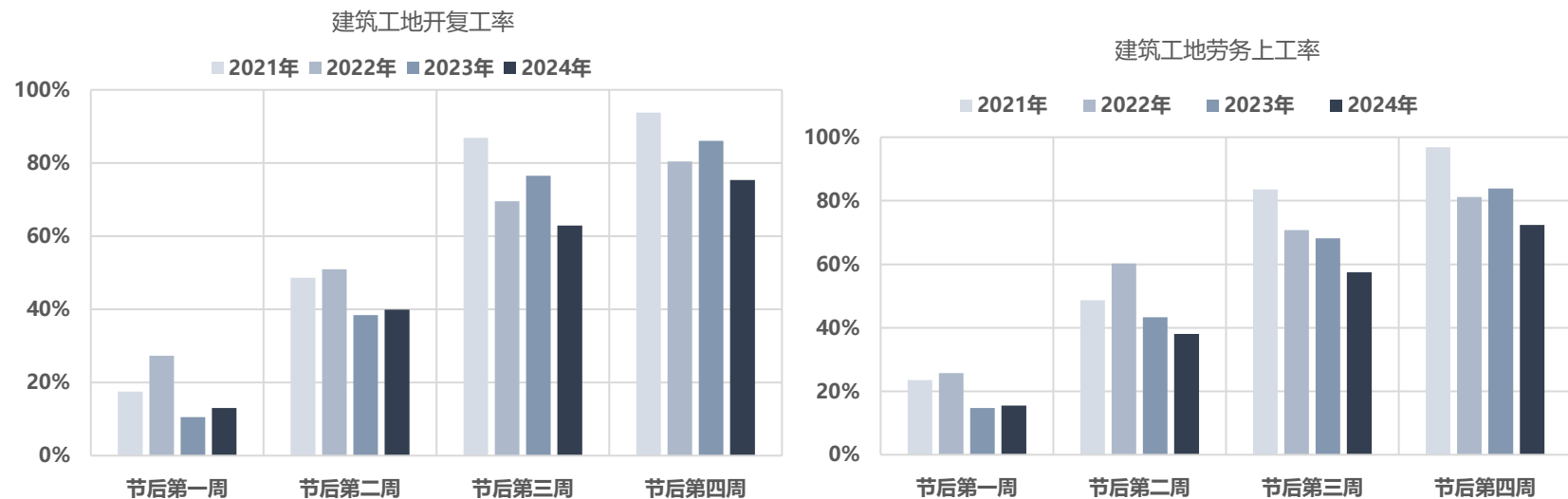


螺纹钢表观消费量



- 从高频数据来看，目前地产销售及拿地表现不及历年同期。在销售回款缺失，新增房企纾困资金到位不理想双重压力下，开工及施工环节表现低迷。
- 从水泥及螺纹钢等建筑用料来看，目前地产复工进度远不及历年同期，现实消费缺口较大。

3.2 销售拿地表现低迷，地产复工不及同期

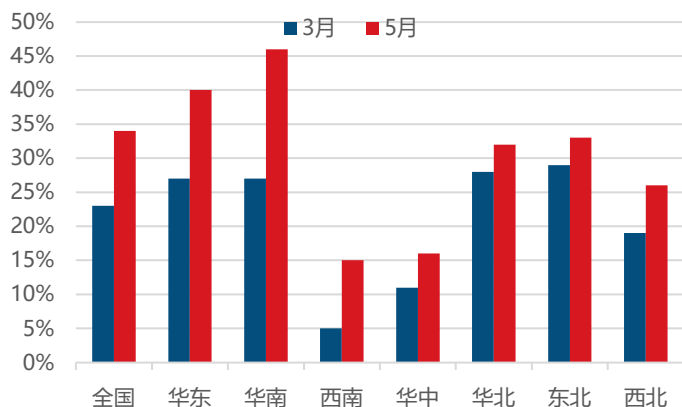


春节后建筑工地分地区开复工数据					
地区	开复工率	开复工率同比	劳务上工率	劳务上工率同比	资金到位率
华东	80.40%	-12.50%	80.00%	-9.40%	52.30%
华南	88.90%	5.90%	83.80%	-0.80%	45.90%
华中	71.20%	-19.60%	68.60%	-18.00%	40.40%
西南	72.10%	-13.00%	61.50%	-22.70%	42.70%
华北	59.20%	-4.40%	56.10%	-10.20%	40.70%
西北	55.40%	-3.30%	45.50%	-6.10%	44.10%
东北	27.70%	6.30%	28.90%	-2.50%	34.00%
全国	75.40%	-10.70%	72.40%	-11.50%	47.70%

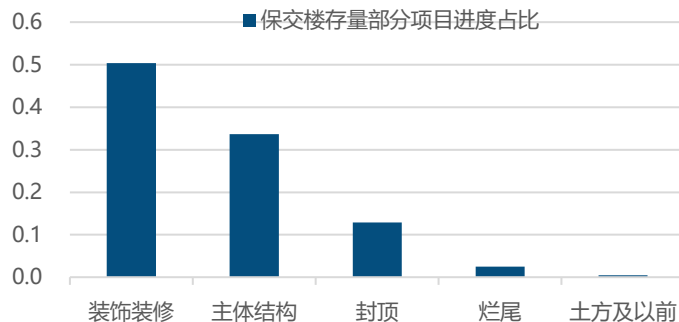
- 据百年建筑网调研数据（截止3月12日），基建方面，重大工程项目的资金回笼速度较去年有所放缓，全面复工时间较往年整体后延；房建方面，一方面资金缺口较大的房建项目采取延迟复工、推迟劳务返岗等操作，另一方面对于继续承接房地产项目多持观望态度。
- 依据目前复工进度推算，3月底至4月初开复工及劳务上工或恢复至正常水平，续建项目（保交楼）提供消费底部支撑，后续建筑型材消费有所改善。

3.3 上半年竣工维持正增长，下半年面临较大压力

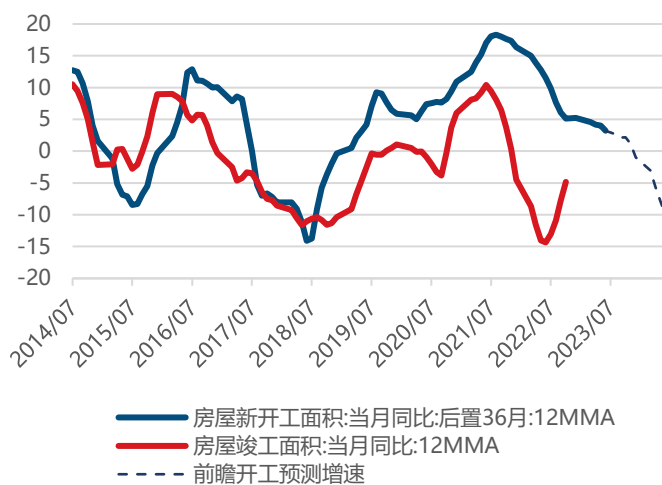
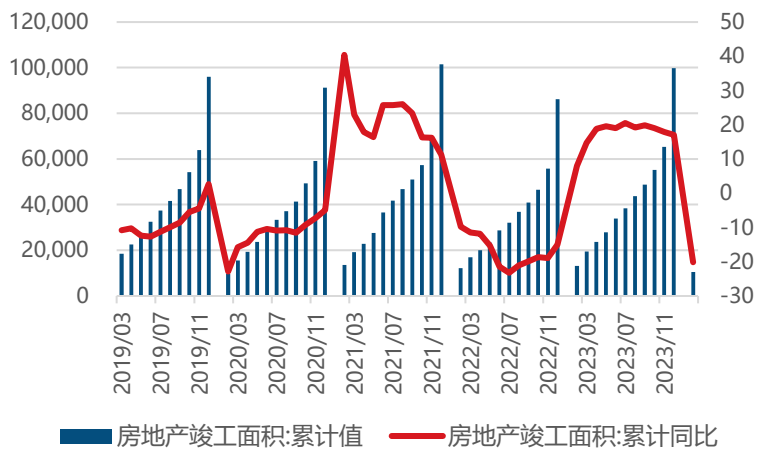
去年5月保交楼项目交付进度



存量项目预计最迟今年上半年可完成交付



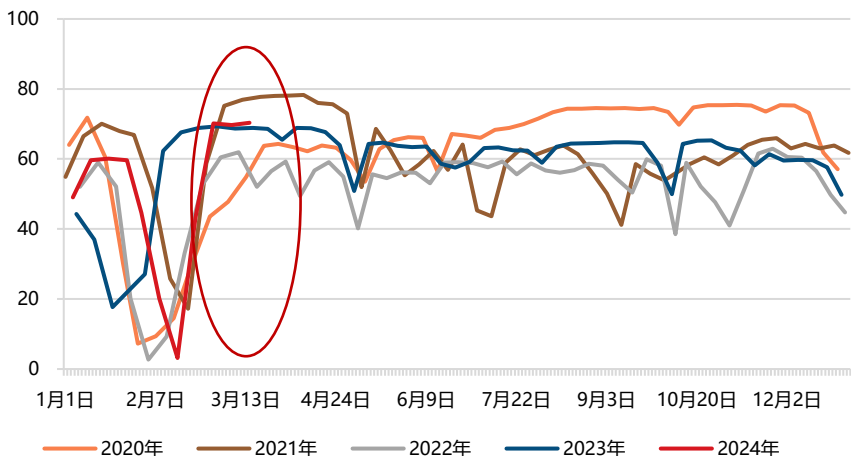
➤ 根据统计局数据，2024年2月，房地产累积竣工面积达10395万平方米，同比下降20%，受季节性因素影响较大。今年地产复工节奏整体偏慢，资金到位（包括保交楼资金）及新项目落地情况均不及预期，预计2024年6月末保交楼剩余存量即可全部交付。



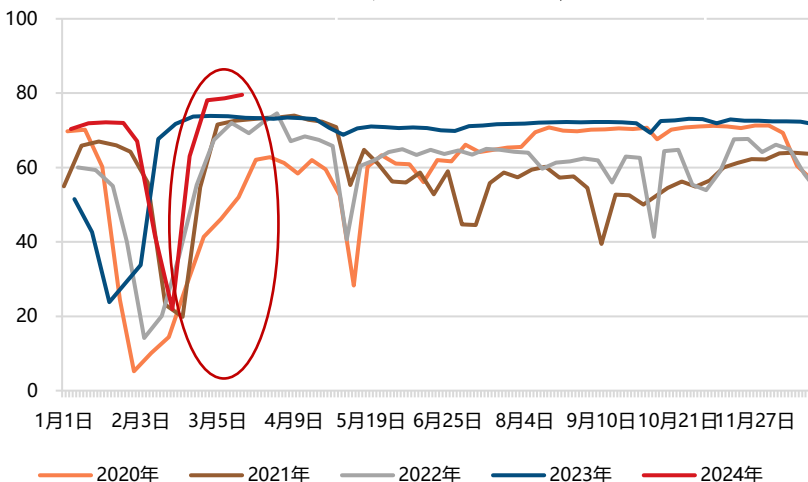
➤ 在去年年报中我们预测2024上半年（增量）自然结转待竣工面积叠加（存量）保交楼剩余存量结转预计上半年竣工面积37972万平方米，整体增速在12%左右；下半年存量结转消化完毕，增量自然结转得到下半年竣工面积53581万平方米，同比下滑20%左右。由此我们预计2024全年竣工面积91553万平方米，同比增速约为-9%。目前维持该预测不变，关注后续“三大工程”推进情况。

3.4 降价叠加政策刺激，汽车消费持续向好

全钢胎开工率



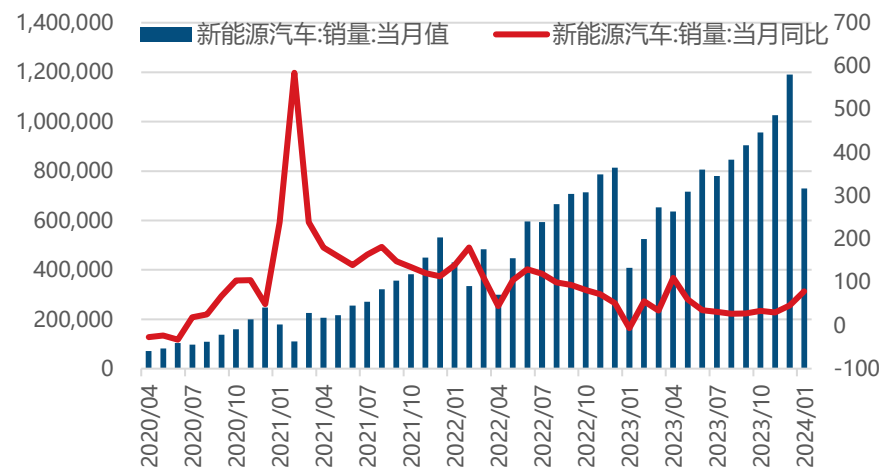
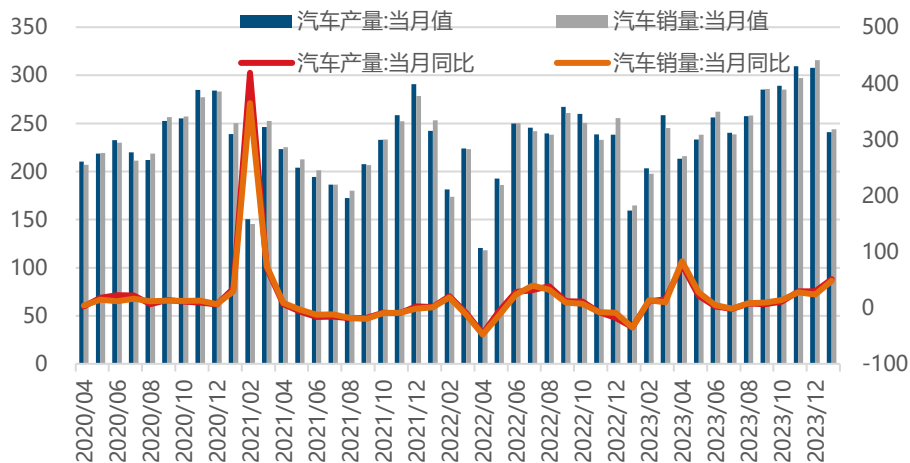
半钢胎开工率



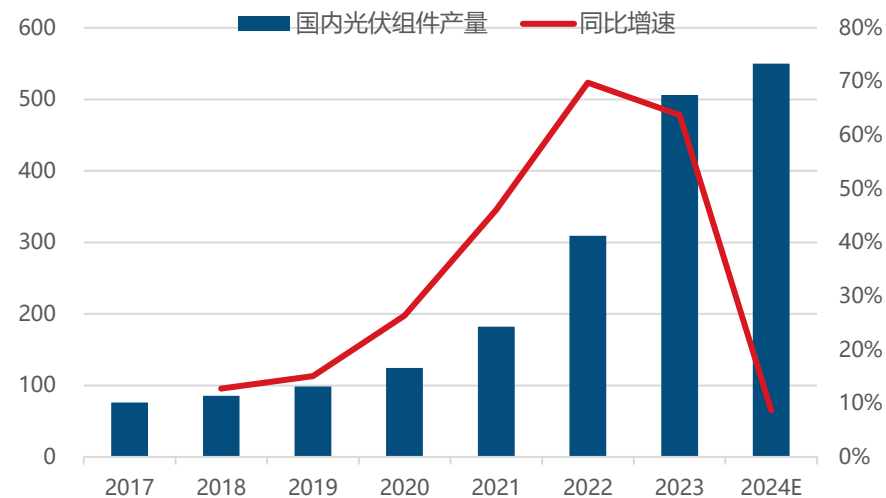
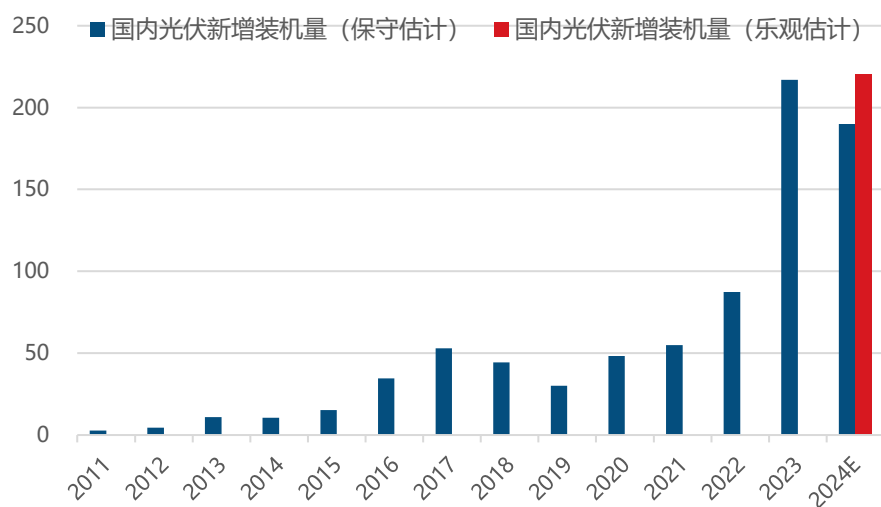
➤ 高频数据来看，目前汽车全半钢胎开工率处于历年高位，厂商在春节后复工节奏良好。

➤ 3月，狭义乘用车市场零售销量约为165.0万辆，同比增速可达3.7%，基本符合季节性走势规律。其中，新能源销量预计可达75.0万辆，同比增速约37.1%，渗透率可达45.5%。

➤ 上半年各大品牌新车上市高峰来临，叠加包括以旧换新在内的多项促消费政策下发，汽车板块向好预期偏强，预计上半年汽车产销环比增速将出现迅猛增长。



3.5 消纳承压叠加收益率下行，光伏装机增速放缓



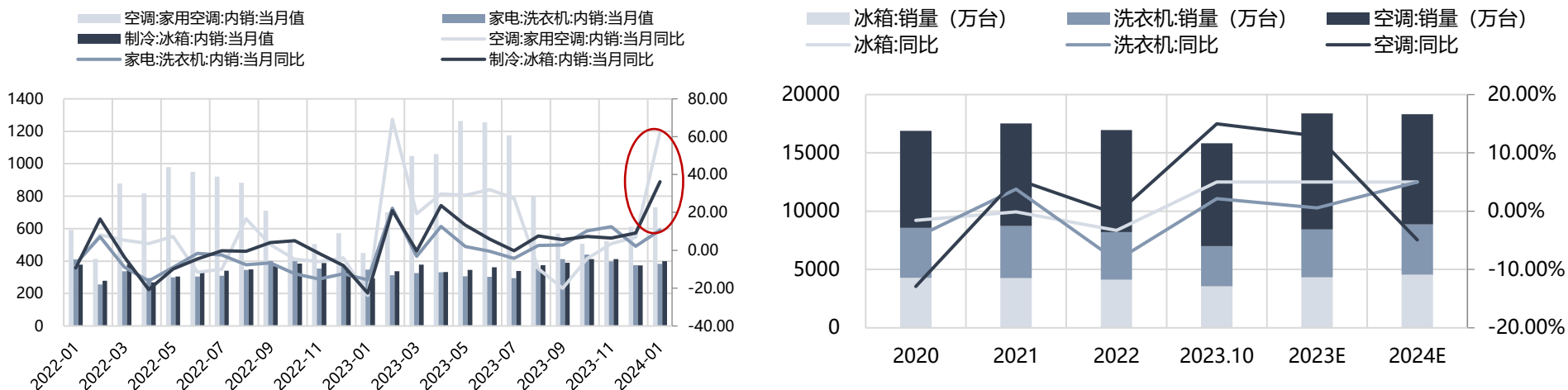
- 2023年，我国新增光伏装机量216.88GW，同比增长148.1%。其中分布式光伏96.28GW，占比44.4%。工商业分布式装机增速较户用更快，全年新增装机超50GW。2024年受消纳压力及收益率下降预期影响，新增装机增速或明显放缓，预计新增装机量将达到220GW左右，增速大幅放缓。
- 据SMM统计，2024年2月组件产量31W，环比下降18.4%，受春节因素影响2月组件产量下滑较大。3月组件排产或提升至50GW以上，环比有望大幅回暖。预计2024年上半年光伏行业仍面临产能过剩的问题，随着行业利润率下降，下半年新增产能将明显减少。同时随着龙头产业产能提速，部分企业将被淘汰，市场将出现调整。今年光伏组件产量增速亦将出现较大降幅。

3.6 特高压迎来确收高峰，铝线缆保持高速增长

类型	项目名称	建设情况	核准时间	开工时间	投运时间	线路长度（公里）
直流	青海-河南	已投运	2018年10月	2018年11月	2020年12月	1563
	雅中-江西	已投运	2019年8月	2019年9月	2021年6月	1696
	陕北-武汉	已投运	2019年1月	2020年2月	2022年4月	1137
	白鹤滩-江苏	已投运	2019年11月	2020年12月	2022年7月	2080
	白鹤滩-浙江	已投运	2021年7月	2021年10月	2022年12月	2121
	金上-湖北	建设中	2023年1月	2023年2月	2024E	1901
	陇东-山东	建设中	2023年2月	2023年3月	2024E	926
	哈密-重庆	建设中	2023年7月	2023年8月	2024E	2283
	宁夏-湖南	建设中	2023年5月	2023年6月	2024E	1619
	蒙西-京津冀	22年11月可研	2024E	2024E	2025E	703
	藏东南-粤港澳	22年5月可研	2023E	2023E	2024E	2400
	甘肃-浙江	22年4月预可研	2024E	2024E	2025E	2370
	陕西-河南	23年3月招标	2024E	2024E	2025E	900
	陕西-安徽	23年8月可研	2024E	2024E	2025E	1000
交流	南昌-长沙	已投运	2020年12月	2021年2月	2021年12月	682
	荆门-武汉	已投运	2020年12月	2021年3月	2022年12月	254
	南阳-荆门-长沙	已投运	2020年4月	2021年6月	2022年10月	965.4
	驻马店-武汉	建设中	2021年11月	2022年3月	2023年11月	287
	福州-厦门	建设中	2022年1月	2022年3月	2023E	559
	武汉-南昌	建设中	2022年7月	2022年9月	2023E	913.2
	川渝交流	建设中	2022年	2022年9月	2024E	1316
	张北-胜利	已核准	2022年9月	2023年7月	2024E	368
	黄石特高压	已核准	2022年9月	2023年4月	2024E	38.5

1) 直流：4条正在建设的直流线路已于3月1日全部复工；23-25年直流线路有望投运0/5/4条；2) 交流：此前预计25年交付的川渝交流3月18日已全线贯通，预计年内即可投运；交流线路23-25年有望投运3/2/1条，24年有望开启确收高峰。23/24年特高压线路增量将实现1759/9536公里，23/24年直流线路增量分别为0/9129公里，23/24年交流线路增量分别为1759/407公里，铝线缆板块消费将保持较高增速。

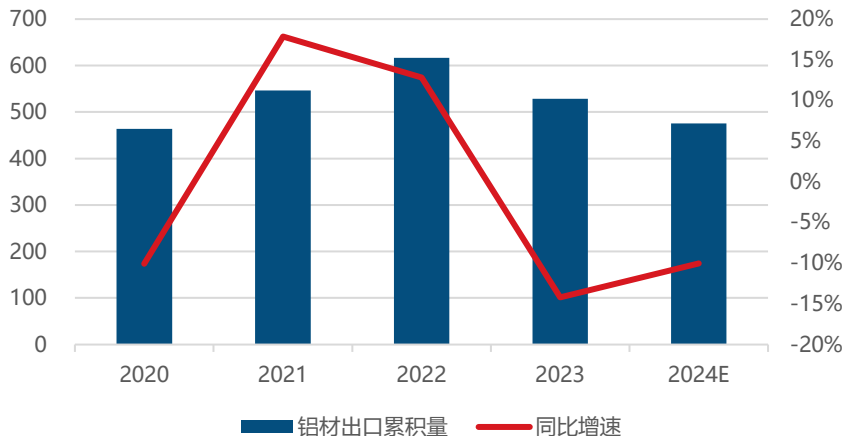
3.7 以旧换新释放利好，家电保持正增长



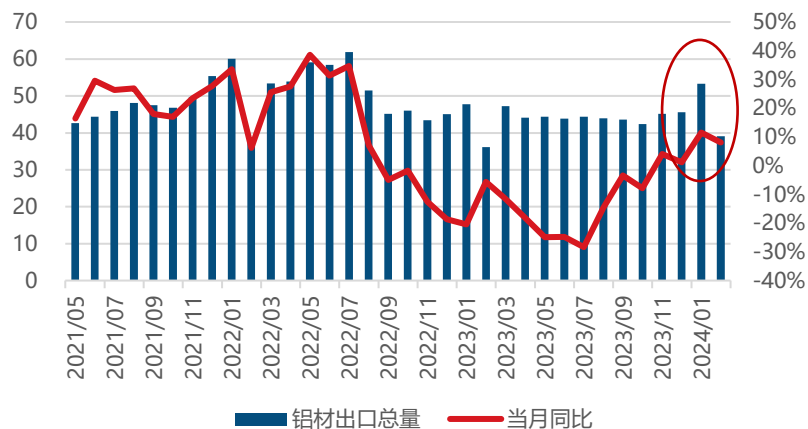
- 根据产业在线数据显示，受去年春节假期低基数影响，今年1月家电行业面临厂家年货促销等影响，2024年1月家电销售表现亮眼，空调国内销量为732万台，同比增长63%；冰箱国内销量为399万台，同比增长36%；洗衣机国内销量383万台，同比增长11%。
- 展望后续，今年下半年至明年上半年地产竣工端还将保持正增长，届时将会拉动家电行业需求，坐实增长基本盘。同时近期国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》亦将刺激厂商促销力度，预计2024年空调销量或将回归正常区间。我们以疫情前三年销量规模均值为预测值，预计2024年空调国内销量规模为9475万台。洗衣机和冰箱需求回暖，我们结合产业在线给出的预测值，预计洗衣机23/24年销量分别为4100/4266万台，冰箱23/24年销量分别为4329/4416万台。用铝量方面，我们仍然按照去年年报测算的单位指标，假设一台空调大约需要耗费2.88KG的铝，一台冰箱需要用3.97KG的铝，一台洗衣机需要用到3.03KG的铝。预计2024年家电行业用铝增加0.4万吨，同比小幅增加。

3.8 出口有所好转，降幅有所收窄

铝材出口累积量 (万吨)



铝材出口当月量 (万吨)

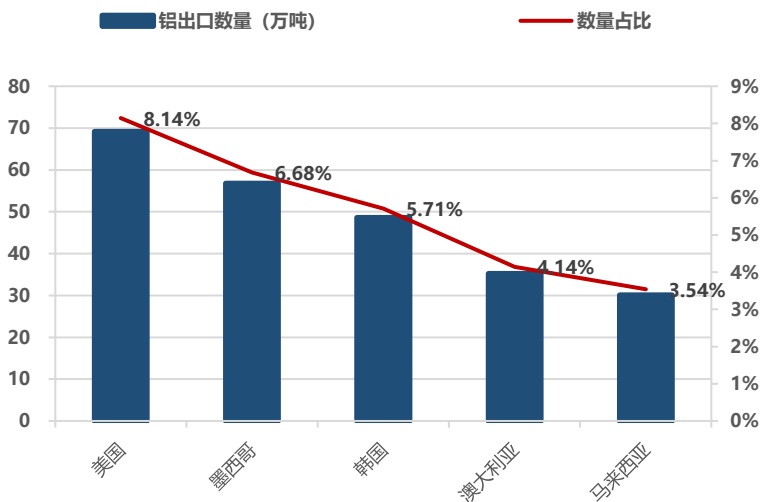


➤ 2024年2月，铝材出口量达39.09万吨，同比增加8%，延续1月以来的正增速，出口情况持续好转。

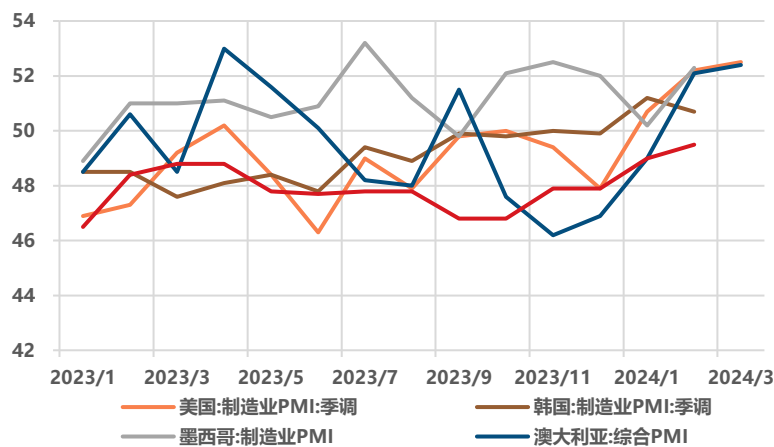
➤ 出口1-2月的表现可以说大幅好于预期，我们在年初给与出口板块-10%的增速需要修正。

➤ 海外主要进口国制造业出现不同程度回升，并带动铝出口的增加。今年出口有可能恢复到正增长，值得持续跟踪。

铝材出口国占比前五国家



铝材出口国占比前五国家制造业PMI

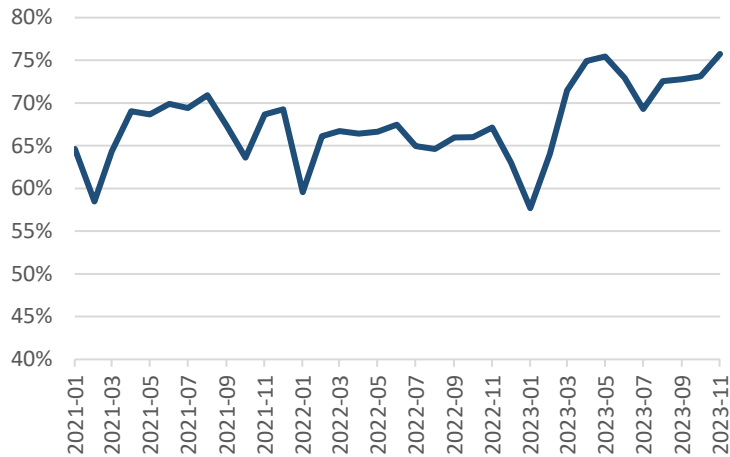


第四部分

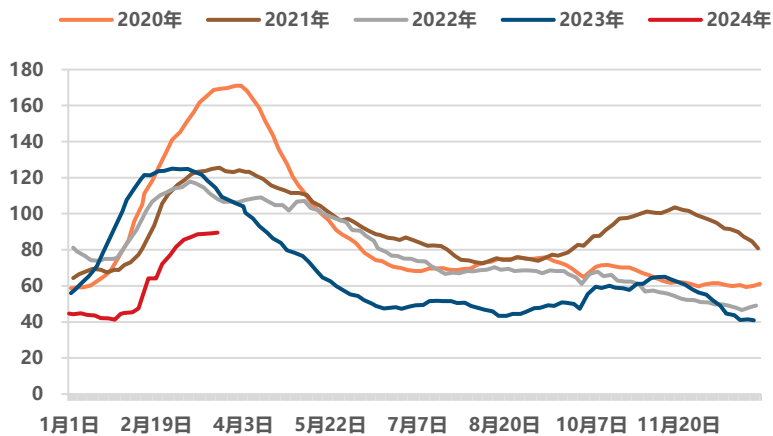
铝锭库存拐点将近，铝棒库存压力较大

关于现货：铝锭库存拐点临近，下游采购情绪不佳

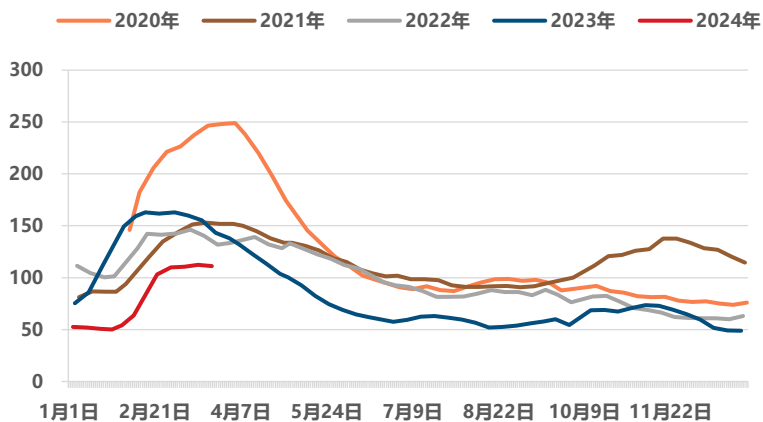
铝水比例



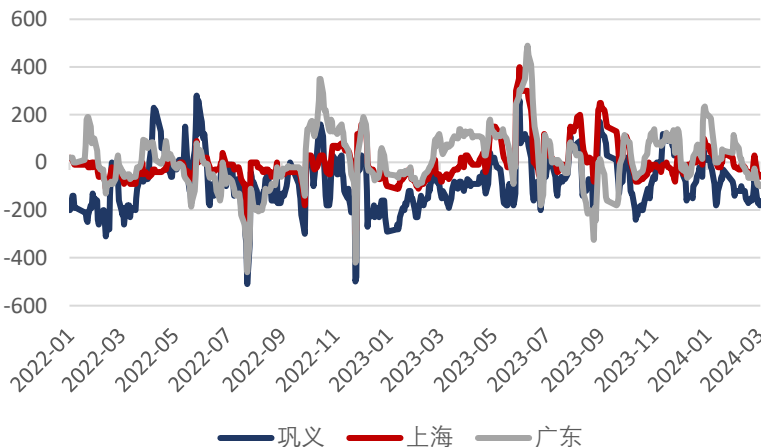
铝锭社库



铝锭社+厂库+仓单



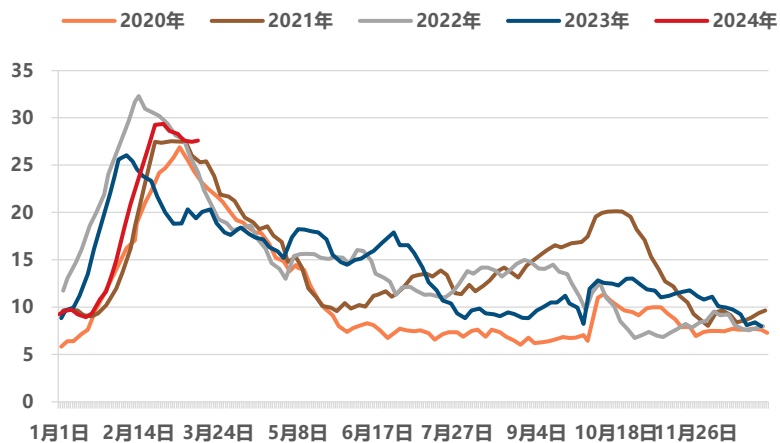
主流消费地升贴水



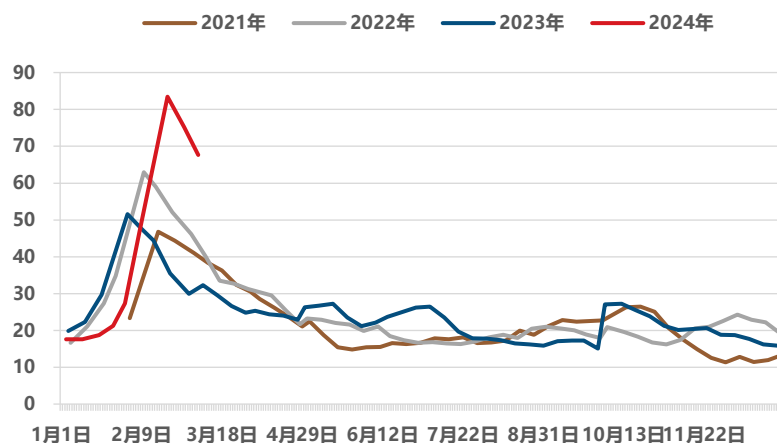
- 基本面看，供应端铝水产量提升使得铝锭低库存常态化，春节期间铝锭累库幅度远低于预期，背后是铝水铸锭量的进一步下滑。
- 目前铝锭社会库存累库幅度持续收窄，但从铝锭国内总库存来看，拐点已现。预计4月将正式进入去库阶段。
- 随着铝价的持续反弹，下游接货情绪不高，主流消费地贴水较为明显。高铝价向下游传导不畅。

关于铝棒：铝棒库存压力明显，加工费处于历史低位

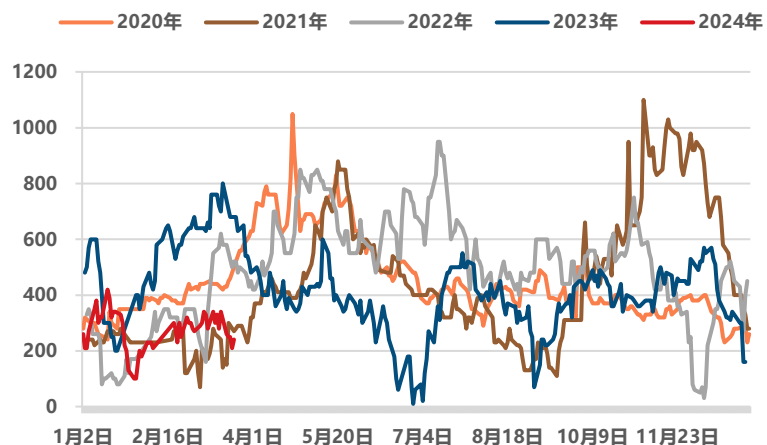
铝棒社库



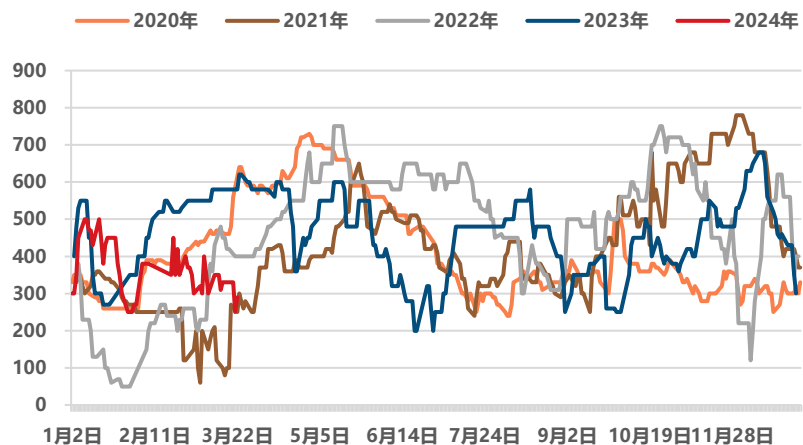
铝棒社库+厂库



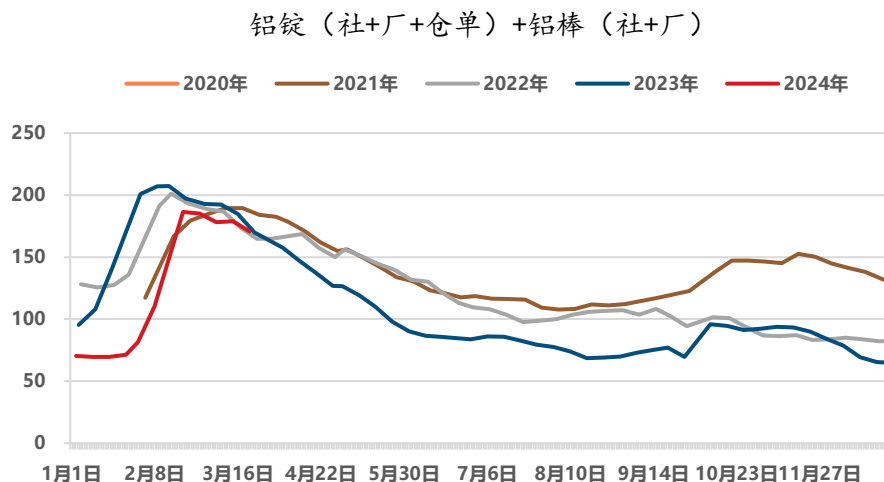
铝棒：6063：Φ90：加工费：佛山



铝棒：6063：Φ90：加工费：无锡



- 铝水产量提升使得铝棒的产量有所提升，并在春节期间以厂库的形式存在，目前铝棒社会库存拐点已现。
- 随着厂库的隐形库存显性化，就总库存而言当前仍面临较大的压力。
- 由于地产的开工延后，铝棒（普通棒）的库存去化速度偏缓，同时铝价的反弹及消费的孱弱也使得铝棒加工费来到同期历史低位。
- 后续铝棒去库的斜率及加工费的改善情况将较快反馈建筑型材的消费。



- 宏观面：3月联储议息会议偏鸽，市场对降息的预期进行了较为充分的交易。而在国内经济数据改善，政策持续发力的背景下，多头的氛围仍将持续，**接下来需要关注美国的通胀数据是否持续反弹，若反弹超预期，则降息的节点和次数会有所修正，进而对商品价格施压。**
- 供应端：国内压力暂未显现，进口环节压力仍存，5-6月随着内蒙及云南的复产，供应压力将进一步回升，但这不是当前交易的重点。
- 消费端：地产开工的持续推进会在四月带来建筑型材的消费改善，而汽车、光伏、家电，电力板块上半年消费维持正增长，出口亦明显改善，**3月总库存去库斜率低于去年同期水平，4月去库有望加速。**
- 当前宏观依然偏多，基本面维持去库节奏，金三银四仍属于做多窗口期。不过目前期现贴水有所扩大，高价传导并不顺畅，限制了短期铝价反弹的空间，4月的消费成色将决定铝价后续高度，短期没有做空的动能。
- 四月下旬则主要关注海外的通胀情况，以及云南后续的复产进度，或带来一定的下行压力，上半年运行区间18500-20000元/吨。

风险提示

本报告内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。