2023-9-22

管窥成品油系列：中国成品油需求跟踪框架及长短期展望

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

能源转型与碳中和组

研究员：
朱子悦
从业资格号 F03090679
投资咨询号 Z0016871

报告要点

本篇报告建立了国内汽柴短中长期需求跟踪和预测体系。我们认为四季度汽油需求有望维持同比 5%以上增长，柴油需求有望维持同比高增。长期来看，中国汽油消费量预计在 2026 年达峰，2045 年将降至目前水平的一半以下。随着工业增速和占比下滑，中国柴油消费进入峰值平台期，但下滑周期相对汽油更和缓。

摘要：

一、如何构建国内成品油需求跟踪指标？

汽油需求短期受出行需求影响，中期与消费需求挂钩。汽油主要做为乘用车燃料使用，短期与出行需求和意愿关系密切。国内出行小高峰主要与节假日安排相关。中期来看，汽油消费弹性部分出行多是参与实物消费和服务消费，汽油表观消费和社会商品零售总额的相关性高达 0.83。**柴油需求短期受物流行业影响，中期与工业表现挂钩。**短期国内柴油需求受物流运输行业直接影响。柴油消费结构中有一半以上的需求来自交通运输。中期国内柴油受工业直接+间接需求影响，同时还受到地产和基建助推。

二、 宏观周期视角下，国内成品油需求如何？

四季度汽油需求有望维持同比 5%以上增长，年后或有回落。社会融资增速和工业企业利润影响消费进而指引汽油需求。汽油表观消费和工业企业利润的相关性高达 0.71。当前实体经济融资需求和工业企业利润整体偏弱，汽油消费秋季仍有小高峰，四季度及明年初同环比或有回落。**四季度柴油需求有望维持同比高增。**中期指标来看，过去一年出口金额同比和工业增加值均出现先升后降的情况，柴油需求的同比高增有望延续至年底。当前工业企业的中长期贷款余额同比不断攀升，预计柴油需求有望在 2024 年中旬再次转好。

三、 长期视角下，国内成品油需求如何变化？

汽油需求预计 2026 年达峰达到 1.56 亿吨的峰值水平。随着新能源车替代速度加快，燃油经济性不断提升，以及其他交通方式替代，中国汽车保有量增速持续下滑，中国汽油消费量预计在 2026 年达峰，2045 年将降至目前水平的一半以下， 2060 年车用汽油需求基本消失。**工业增速放缓&替代燃料增长，柴油需求已进入峰值平台期。**长期视角来看，工业增速和占比下滑带累柴油需求，当前中国柴油消费进入峰值平台期，新能源替代暂不及汽油，下滑周期相对和缓。

风险提示：宏观政策转向，海外经济衰退，新能源替代速度加快

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。

目录

摘要：.....1
一、如何构建国内成品油需求跟踪指标？.....5
1、汽油需求：短期受出行需求影响，中期与消费需求挂钩.....5
2、柴油需求：短期受物流行业影响，长期与工业表现挂钩.....7
二、宏观周期视角下，国内成品油需求如何？.....10
1、消费：四季度汽油需求同比小幅增长，年后或有回落.....10
2、工业：四季度柴油需求有望维持同比高增.....12
三、长期视角下，国内成品油需求如何变化？.....14
1、燃油车增速下滑，汽油需求预计 2026 年达峰.....14
2、工业增速放缓&替代燃料增长，柴油需求缓步收缩.....16
免责声明.....18

图目录

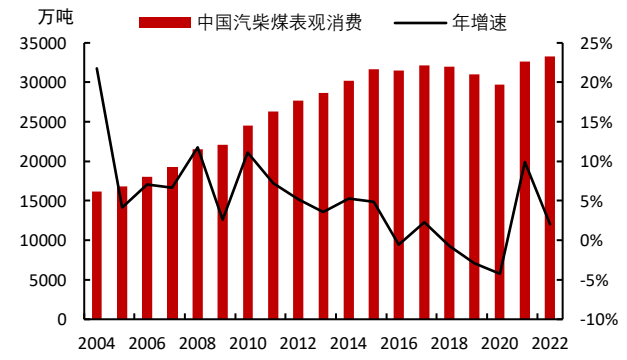
图 1：中国成品油消费量.....5
图 2：中国成品油消费结构.....5
图 3：中国汽油消费结构.....6
图 4：中国汽油表观需求.....6
图 5：汽油表观消费季节性.....6
图 6：北上广拥堵指数季节性.....6
图 1：汽油销量与 15 城出行指数.....7
图 2：汽油销量与一线城市地铁出行人数.....7
图 3：商品零售与汽油表观消费.....7
图 4：纺服零售与汽油表观消费累积同比.....7
图 5：中国柴油消费结构.....8
图 6：中国柴油表观需求.....8
图 7：物流景气指数与柴油消费.....8
图 8：全国社会物流总额与柴油消费累计同比.....8
图 9：制造业 PMI 与柴油消费.....9
图 10：制造业 PMI 新订单与柴油消费.....9
图 11：房屋施工面积与柴油消费.....9
图 12：房地产投资额与柴油消费.....9
图 13：固定资产投资与柴油消费.....10
图 14：基建投资与柴油消费.....10
图 15：社会消费品零售额季节性.....10
图 16：汽油消费季节性.....10
图 17：居民信贷扩张、社会零售与汽油消费同比.....11
图 18：工业企业利润、社会零售与汽油消费同比.....11
图 19：宏观周期预测汽油需求逻辑.....11
图 20：社会融资增速对汽油消费预测.....12
图 21：工业企业利润对汽油消费预测.....12
图 22：M2 与工业增加值.....12
图 23：SHIBOR 与工业增加值.....12
图 24：宏观周期预测柴油需求逻辑.....13
图 25：柴油需求与工业、地产、出口、信贷周期.....13
图 26：中期指标对柴油消费预测.....13
图 27：长期指标对柴油消费预测.....13
图 28：汽车销量与汽油表观消费.....14
图 29：汽车保有量与汽油表观消费.....14
图 30：中国乘用车销量及增速变化.....15
图 31：新能源汽车销量及渗透率变化.....15
图 32：单车耗油量变化.....15
图 33：2021-2025 年中国汽油需求量.....15
图 34：乘用车保有量增速与汽油消费量增速.....16
图 35：2060 年前中国汽油需求量预测.....16

图 36：2023 年中国车用汽柴油替代燃料替代规模.....16
图 37：LNG 相对柴油价格经济性.....16
图 38：工业增加值增速与柴油消费量增速.....17
图 39：国内 GDP 增速及工业占 GDP 比重.....17

一、如何构建国内成品油需求跟踪指标？

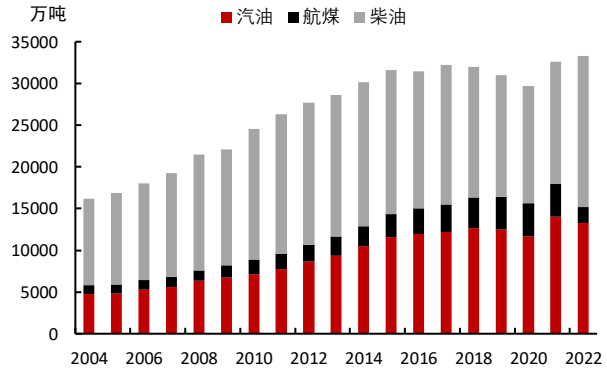
中国成品油市场日渐饱和，汽柴占比较大。中国成品油消费总量整体保持增长态势，仅 2020 年受疫情影响略有下滑。根据国家统计局公布的数据，2022 年国内成品油（汽、柴、煤）消费量为 3.33 亿吨，较 2021 年增加 2%，CAGR5 仅为 0.68%，剔除疫情年份的影响，近十年消费增速持续下滑，表明我国成品油市场日渐饱和。从成品油消费结构来看，柴油为消费量最大的产品，占比超 50%，汽油次之，占比约为 40%。从变化趋势来看，2022 年以前国内汽油、煤油消费占比逐步提升，柴油消费占比逐步降低，但是 2022 年由于国内疫情和隐形产量的影响，柴油产量大幅增加而航煤产量大幅减少。

图 1： 中国成品油消费量



资料来源：国家统计局 中信期货研究所

图 2： 中国成品油消费结构

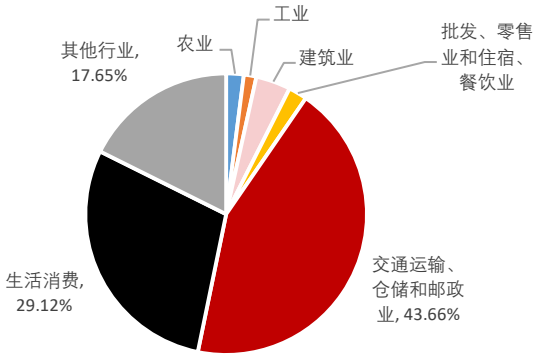


资料来源：国家统计局 中信期货研究所

1、汽油需求：短期受出行需求影响，中期与消费需求挂钩

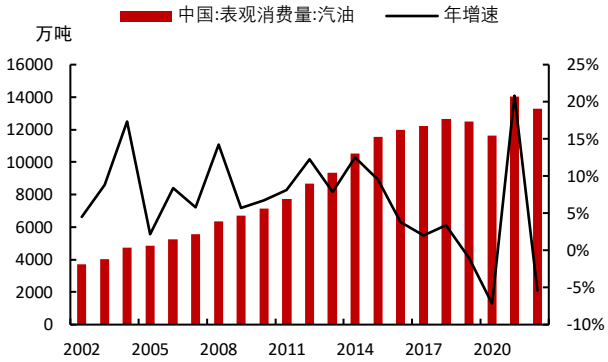
汽油以出行需求为主，进入低速增长区间。2010 年-2022 年，国内汽油消费量的年均增速为 6.38%，但近五年的年均增速仅为 1.67%，表明汽油市场需求增长逐步放缓，需求接近达峰。在应用领域方面，交通运输、仓储和邮政业消费占比最大，持续稳定在 40%以上，居民生活消费行业占比稳中有增，达到近 30%。

图 3： 中国汽油消费结构



资料来源：国家统计局 中信期货研究所

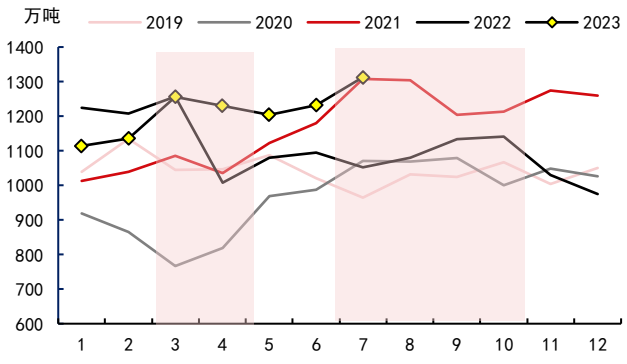
图 4： 中国汽油表观需求



资料来源：国家统计局 中信期货研究所

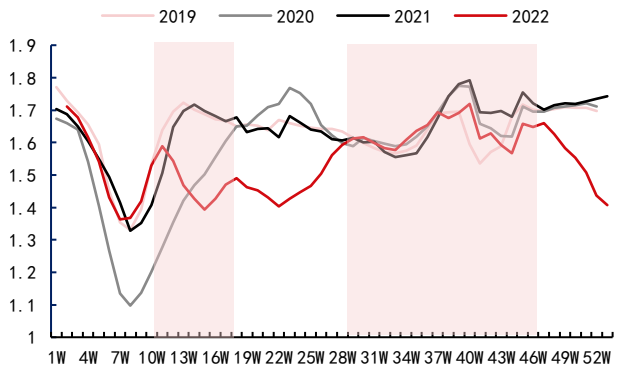
短期汽油消费量受到居民出行和客运的影响。汽油主要做为乘用车燃料使用，与出行需求关系密切。国内出行小高峰主要与节假日安排相关，如劳动节、国庆节时期会迎来汽油销量的备货和销售增量。中国汽油消费量的最低点一般出现在春节附近的 2 月，春季是年内出行第一个小高峰，第二个季节性高峰是夏季 7-10 月份，此后进入消费量波动下行趋势。中国 15 城出行指数和一线地铁出行人数从序列相关角度看与汽油消费的的统计相关性一般，但其拐点变动的同步性却不低。

图 5： 汽油表观消费季节性



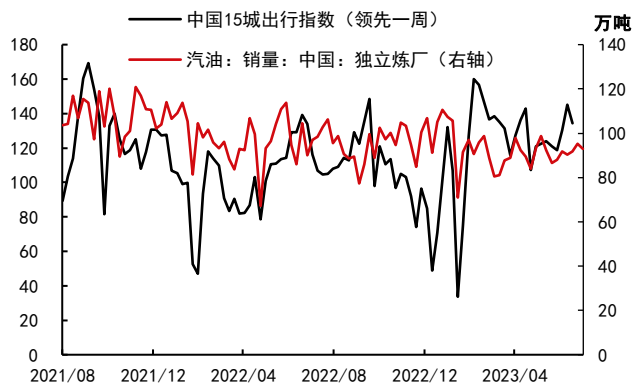
资料来源：国家统计局 中信期货研究所

图 6： 北上广拥堵指数季节性



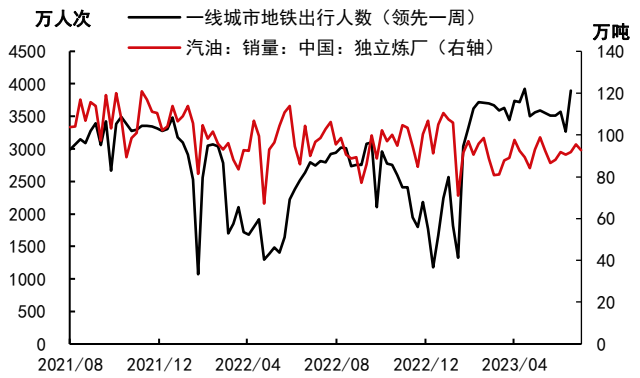
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 1： 汽油销量与 15 城出行指数



资料来源：国家统计局 Wind 中信期货研究所

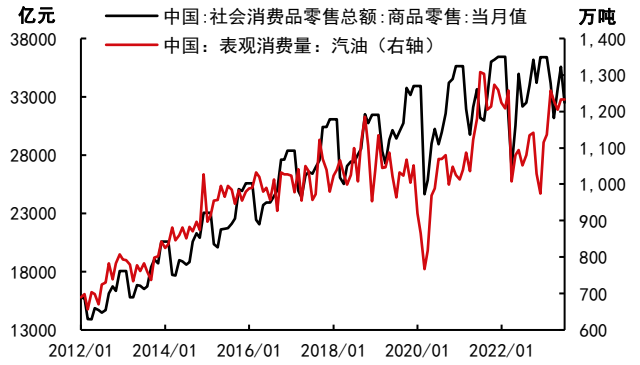
图 2： 汽油销量与一线城市地铁出行人数



资料来源：国家统计局 Wind 中信期货研究所

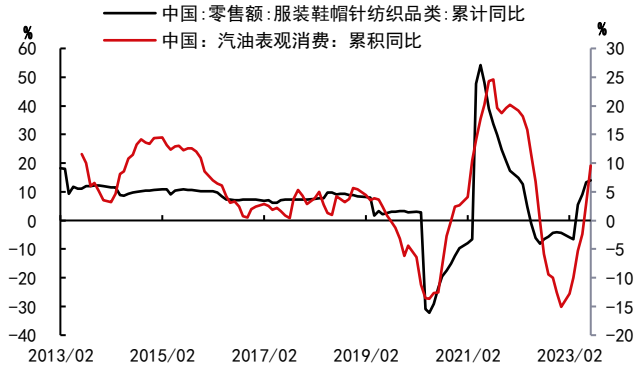
中期零售消费指引汽油需求趋势。汽油消费弹性部分出行多是参与实物消费和服务消费，消费趋势是汽油消费的良好指引之一。社会消费品零售总额主要反映实物商品消费，以及餐饮等少部分服务类消费。汽油表观消费和社会商品零售总额的相关性高达 0.83，其中与商品零售的相关性高于餐饮收入。从限额以上批发和零售业零售额累积同比相关度来看，相关性较高的指标依次是纺织品类（0.72）、烟酒类（0.71）、化妆品类（0.67）和家具建材类（0.66）。

图 3： 商品零售与汽油表观消费



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 4： 纺服零售与汽油表观消费累积同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

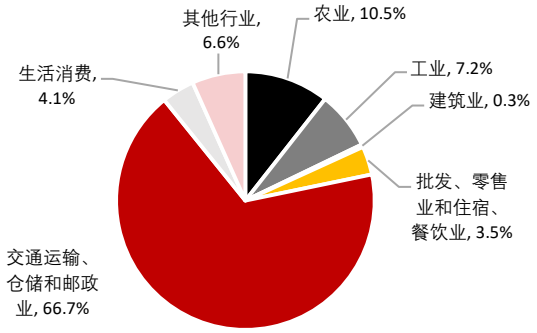
2、柴油需求：短期受物流行业影响，长期与工业表现挂钩

柴油以运输和工农需求为主。从消费结构来看，柴油消费主要涉及交通运输、仓储和邮政业，占比达到 67%。其次是农业，占比达到 10.5%，主要是农业机械的燃料使用。此外还有工业和建筑业，占比 7.2%和 4.1%，主要是作为挖掘机等土木工程类机械的燃料使用。

柴油实际需求增速放缓。根据国家统计局公布的数据，2015 年国内柴油需

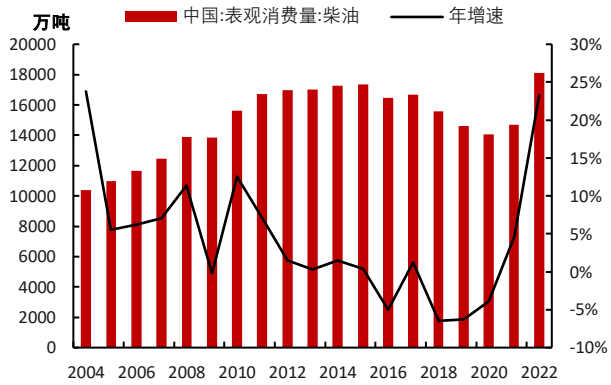
求达峰，消费量为 1.733 亿吨，近十年平均增速为 4.7%，2017-2020 年第二产业增速明显放缓，柴油消费逐步收缩。但由于 2015 年地方炼厂取得原油进口权后，原油进口量和加工量快速增长，隐性资源大增，我国实际柴油消费与官方统计的表观柴油差距迅速扩大。据中石油统计，2016-2020 年柴油实际消费小幅上升，由 1.7 亿吨升至 1.92 亿吨，5 年平均增速为 2.4%。

图 5： 中国柴油消费结构



资料来源：国家统计局 中信期货研究所

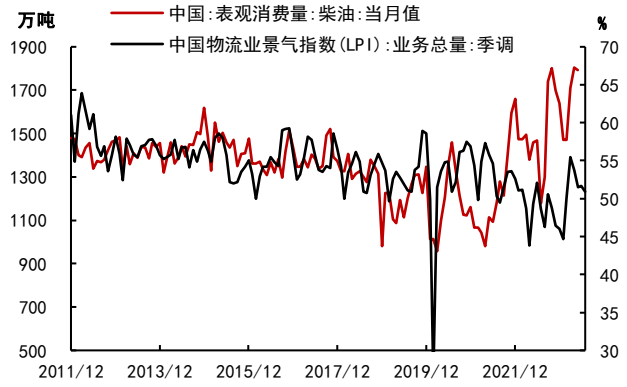
图 6： 中国柴油表观需求



资料来源：国家统计局 中信期货研究所

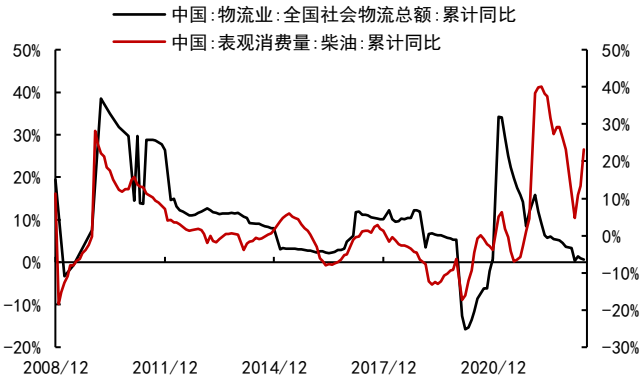
短期国内柴油需求受物流运输行业直接影响。柴油消费结构中有一半以上的需求来自交通运输。其中公路运输的比例达到 78%，而公路运输的主要工具为乘用车和商用车，国内商用车中 70%以上都是以柴油为燃料，而乘用车的柴油燃料使用比例仅为 1%，说明商用车是柴油交运需求的主要载体。而商用车中货车的占比接近 90%，如微卡、轻卡、自卸车、载货车、牵引车等，表明货物运输的燃料需求在柴油消费中有较大占比。物流景气指数和社会物流总额与国内柴油表需有较好相关性。

图 7： 物流景气指数与柴油消费



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 8： 全国社会物流总额与柴油消费累计同比

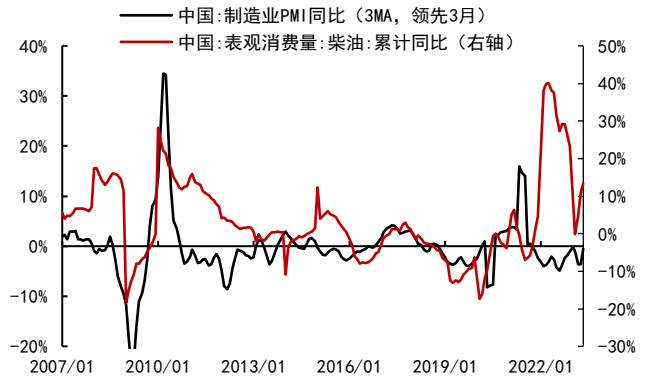


资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

中期国内柴油受工业直接+间接需求影响。工业对柴油需求的影响一部分来

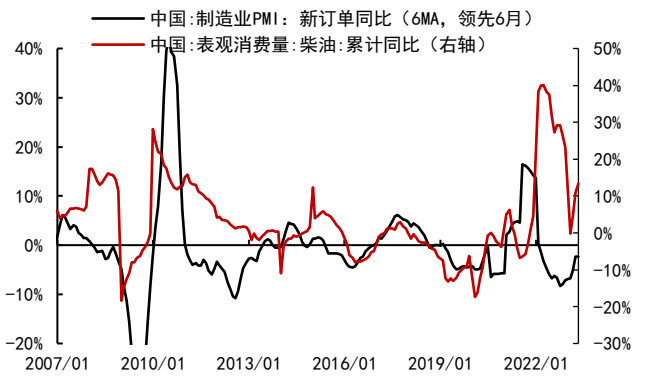
自生产需求，另一部分来自间接的运输需求。货物运输的产品主要是普通货物，包括大宗商品，如煤、沙石、工业产品、农业产品和加工过的矿产品等。因此虽然在工业在柴油的直接消费中比例不高，但由于货物运输的主要产品大量涉及工业需求，因此两者之间有着间接的带动作用。从数据指标来看，工业增加值与柴油表观消费相关度超 0.6，而制造业 PMI 滞后 2 个月以及制造业 PMI 新订单滞后 6 个月与柴油表观消费同比具有良好相关性。

图 9： 制造业 PMI 与柴油消费



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 10： 制造业 PMI 新订单与柴油消费



资料来源：Wind 中信期货研究所

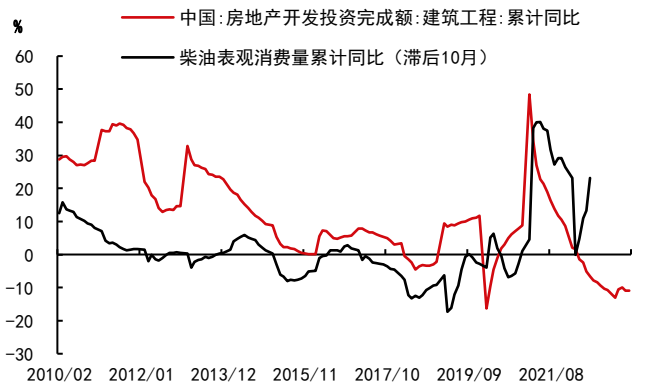
中期国内柴油需求还受到地产和基建助推。地产和基建对柴油需求有三方面的助推作用：（1）房地产和基础设施建设过程中建筑机械的燃料使用；（2）房地产和基建投资会加大采矿业、水泥、钢材和玻璃等建筑材料的需求，带动大宗商品货运需求；（3）房地产后周期会带动下游家电家具等行业的需求，增强制造业活力，进一步带动普通商品货运需求，因此柴油消费表现出一定的顺地产和基建周期趋势。从数据来看，房地产开发投资额、固定资产投资与柴油消费相关度分别达 0.5 和 0.63，房屋施工面积累计同比领先柴油表观消费累计同比 10 个月，基建投资累计同比领先柴油表观消费累计同比 8 个月。

图 11： 房屋施工面积与柴油消费



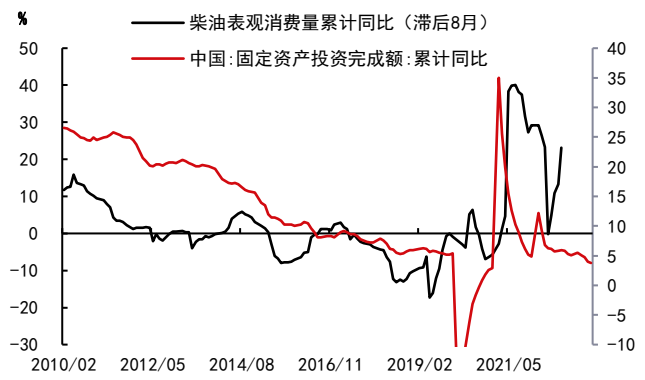
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 12： 房地产投资额与柴油消费



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 13： 固定资产投资与柴油消费



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 14： 基建投资与柴油消费



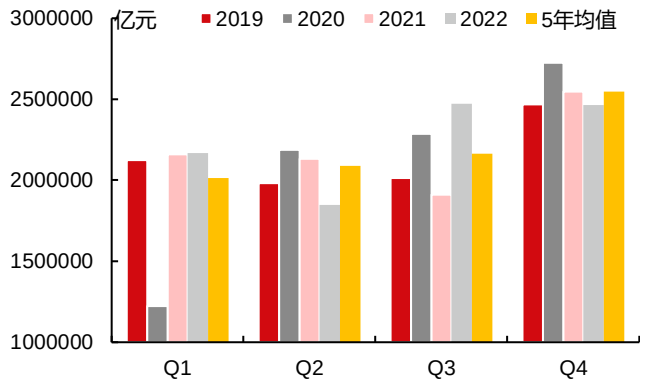
资料来源：Wind 中信期货研究所

二、宏观周期视角下，国内成品油需求如何？

1、消费：四季度汽油需求同比小幅增长，年后或有回落

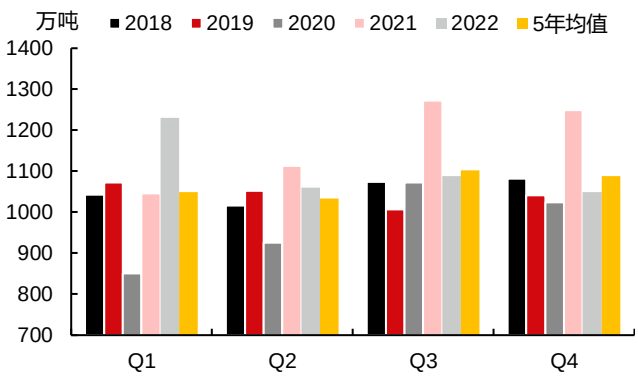
国内社会零售消费与汽油消费有类似的季节性。三、四季度是国内消费旺季，这与汽油消费趋势相似。两者季节性与多个方面的因素有关，（1）三四季度假期和活动较多，比如暑假、国庆节假期、各类购物节等，对商品消费和出行有一定带动作用。（2）居民收入有季节性，一季度和四季度是年内高点，而收入提高对消费也会有促进作用。（3）限额以上社会零售消费额中汽车消费占比超 20%，石油制品消费占比超 10%。

图 15： 社会消费品零售额季节性



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 16： 汽油消费季节性



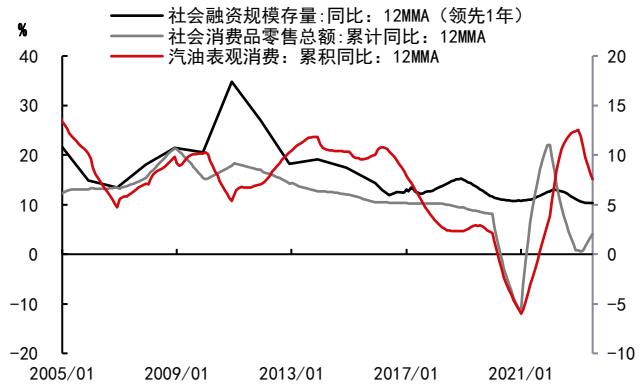
资料来源：Wind 中信期货研究所

社会融资增速和工业企业利润领先社会零售。从数据模型来看，社会零售与汽油消费显著相关，社零每增长 1 亿元可以带动 230 吨的汽油消费。那么预测汽油需求的本质就是判断国内消费走势。社零主要受到居民收入水平影响，而居民收入增加主要依靠工业企业利润增长以及居民信贷扩张。从数据相关度上看，社会零售总额与工业企业利润相关性高达 0.78，与滞后 1 年的社会融资

规模增速相关性为 0.48，基本符合判断。

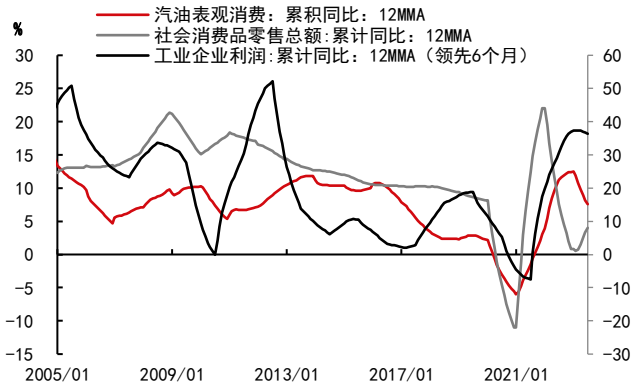
社会融资增速和工业企业利润指引汽油需求。社会融资增速上行表明居民信贷扩张，当前处于货币政策相对宽松的阶段或者居民预期改善、主动加杠杆阶段，居民可用资金增加会带动当期消费增加，或者利率走低使得居民贷款成本下降，从而对汽车消费形成刺激作用。无论是出行消费还是汽车消费增加都会带动汽油消费。汽油表观消费和工业企业利润的相关性高达 0.71，与信贷指标相关性略弱，其中与滞后 1 年 M2 增速相关性达到 0.35，与滞后 1 年社会融资规模增速相关性达到 0.36。

图 17： 居民信贷扩张、社会零售与汽油消费同比



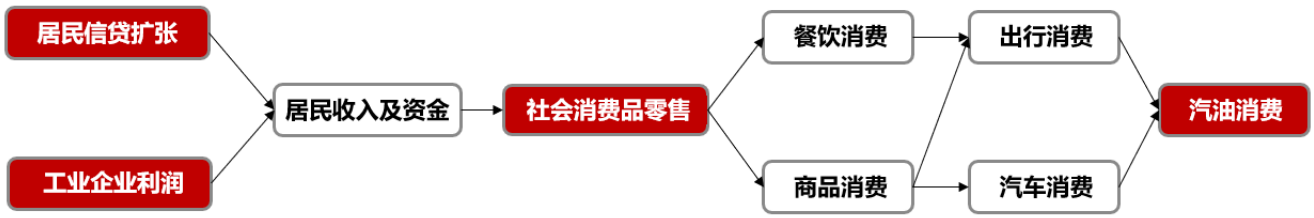
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 18： 工业企业利润、社会零售与汽油消费同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

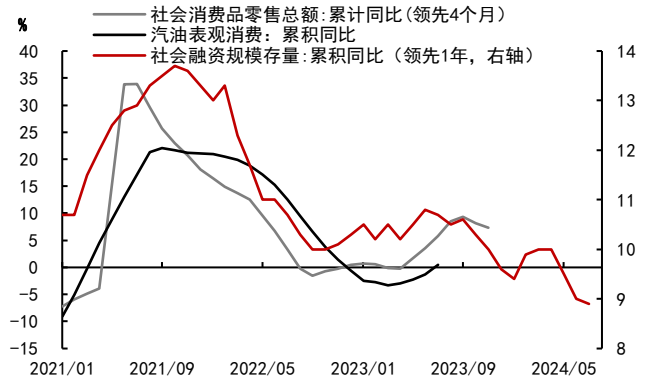
图 19： 宏观周期预测汽油需求逻辑



资料来源：Wind 中信期货研究所

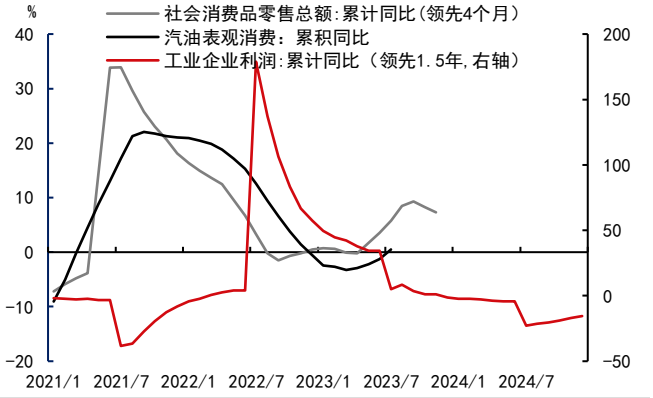
四季度汽油消费会面临一定的瓶颈。1-7 月份全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 15.5%，显示实体经济融资需求整体偏弱。7 月社会消费品零售总额同比增速回落 0.6 个百分点至 2.5%，低基数效应减弱，居民消费受实际收入及预期不佳的制约或持续反应至消费端。因此预计汽油消费四季度及明年初同比小幅提升后或有回落。此前国内社融规模持续下行，但 8 月社会融资规模存量同比增长 9%，社融增量出现了明显的回暖，或是明年中旬汽油需求增加的积极信号。

图 20： 社会融资增速对汽油消费预测



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 21： 工业企业利润对汽油消费预测



资料来源：Wind 中信期货研究所

2、工业：四季度柴油需求有望维持同比高增

信贷扩张、地产和出口周期对工业有指引作用，进而影响柴油消费。依据前文，判断中期柴油需求趋势的重点就是工业表现。我国工业产值增长依赖信贷扩张、国内需求和出口放量。企业留存利润和银行贷款在制造业投资的资金来源中占到了较为重要的位置，出口是跟踪工业需求的有效指标，地产基建助推工业需求，进而影响柴油消费。将数据平滑后，我们发现工业信贷同比领先柴油需求同比 1.5 年左右，房地产开发投资完成额同比和出口金额同比领先柴油需求同比 1 年左右，工业增加值同比领先柴油需求 10-12 个月左右。

图 22： M2 与工业增加值



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 23： SHIBOR 与工业增加值



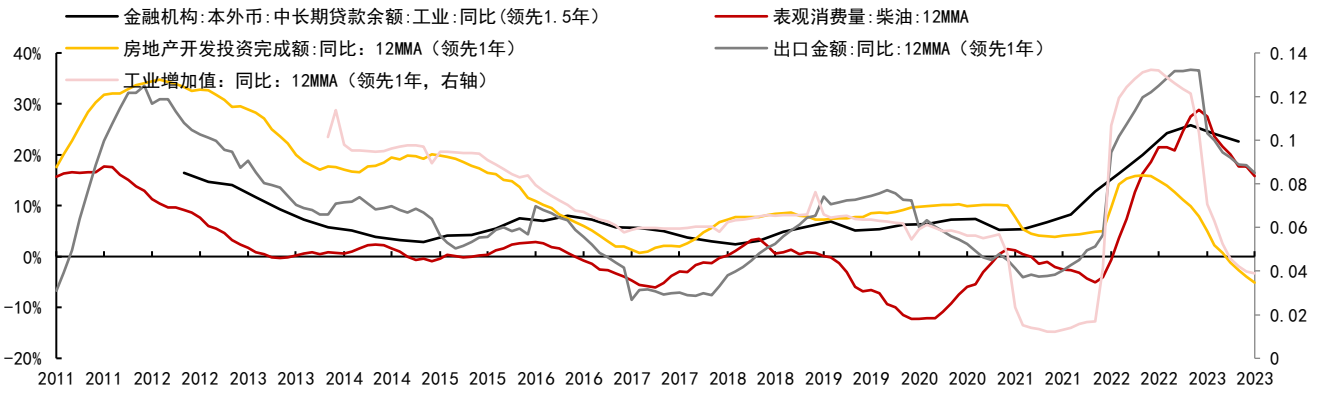
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 24： 宏观周期预测柴油需求逻辑



资料来源：Wind 中信期货研究所

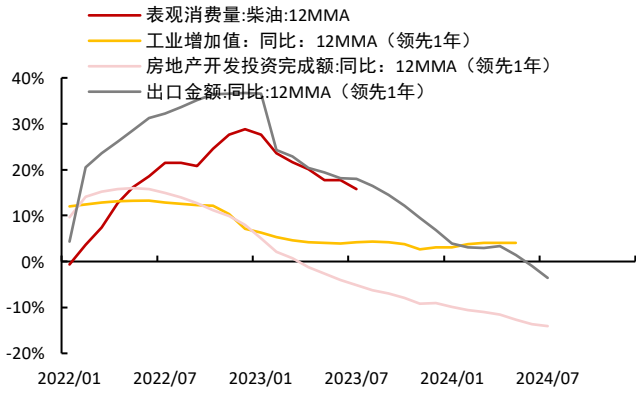
图 25： 柴油需求与工业、地产、出口、信贷周期



资料来源：Wind 中信期货研究所

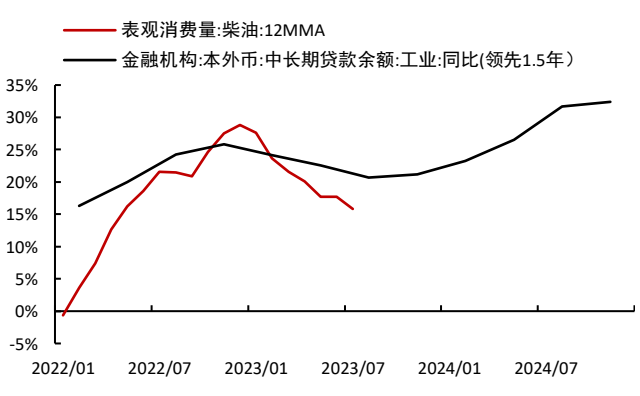
今年四季度柴油有望维持偏高需求。中期指标来看，房地产开发投资完成额累计同比自 2022 年 5 月持续为负，表明地产对柴油需求的支撑减弱，过去一年出口金额同比和工业增加值均出现先升后降的情况，中期柴油需求的同比高增有望延续至年底后转为需求下滑。长期指标来看，当前工业企业的中长期贷款余额同比不断攀升，预计柴油需求有望在 2024 年中旬再次转好。

图 26： 中期指标对柴油消费预测



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 27： 长期指标对柴油消费预测



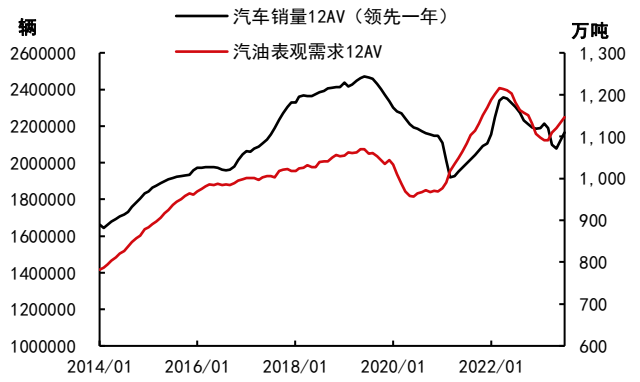
资料来源：Wind 中信期货研究所

三、长期视角下，国内成品油需求如何变化？

1、燃油车增速下滑，汽油需求预计 2026 年达峰

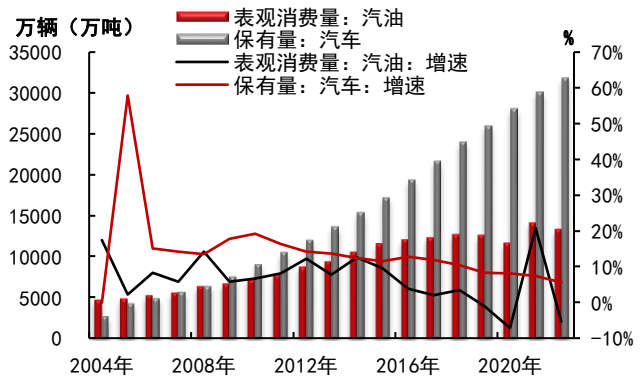
长期汽油消费受汽车保有量影响。由于汽油的主要消费载体是汽车，因此其消费量受到汽车保有量和单车耗油量的影响。汽油表观消费与汽车保有量相关度高达 0.82，同时滞后汽车销量增速一年左右。通过回归分析进行拟合发现汽油需求与社零和汽车保有量这两个指标具有较高的显著性，P 值全部在 5%以内，拟合优度达到 0.94。

图 28： 汽车销量与汽油表观消费



资料来源：Wind 中信期货研究所

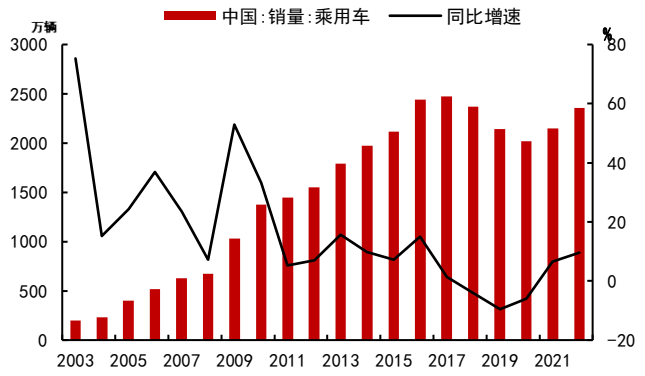
图 29： 汽车保有量与汽油表观消费



资料来源：Wind 中信期货研究所

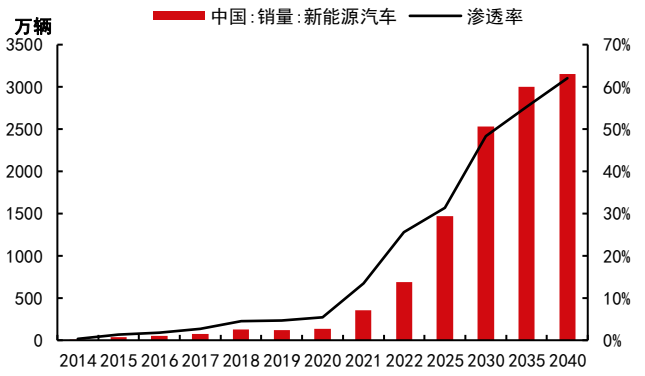
乘用车销量增速下滑，新能源的替代速度增长。乘用车的新车销量是汽油需求的增长动力，决定着汽油消费的增速，是边际增长的主要贡献者。但目前抑制汽油消费增长的因素也主要来自乘用车销量的结构变化，一方面是乘用车销量增速的下降，2018-2020 年乘用车销量增速年均下滑 6%，另一方面是其他能源汽车的替代，新能源车的渗透率自 2020 年以来加速提升，2022 年渗透率达到 26%，未来新能源汽车将会成为替代的主要因素。

图 30： 中国乘用车销量及增速变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

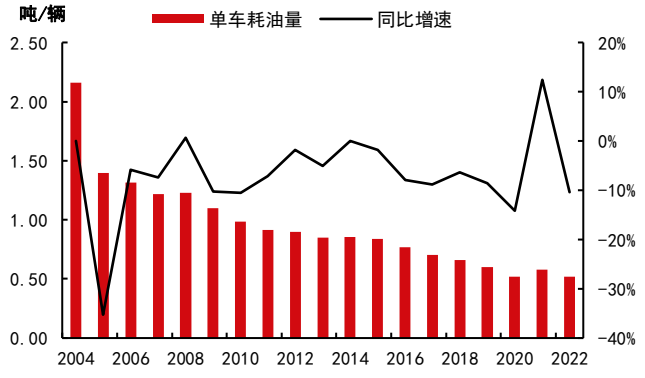
图 31： 新能源汽车销量及渗透率变化



资料来源：中国石油规划总院 中信期货研究所

国内汽车燃油经济性提高。2004－2010 年中国汽车单车汽油消耗量由 2.16 吨/年降低到 0.9 吨/年，年均减少 11%；2011－2021 年年均减少 6%。2021 年实施的《乘用车燃料消耗量限值》将新车燃料消耗量目标值由 2020 年的 5 升/百千米降低至 2025 年的 4 升/百千米，年均下降达 4.4%，新车燃油经济性的提高必然带动存量燃油乘用车总体单车油耗水平的降低。中国石油规划总院预计 2030 年前保有的燃油乘用车燃油经济性年均提升 1.4%，2030－2060 年年均提升 0.7%。

图 32： 单车耗油量变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

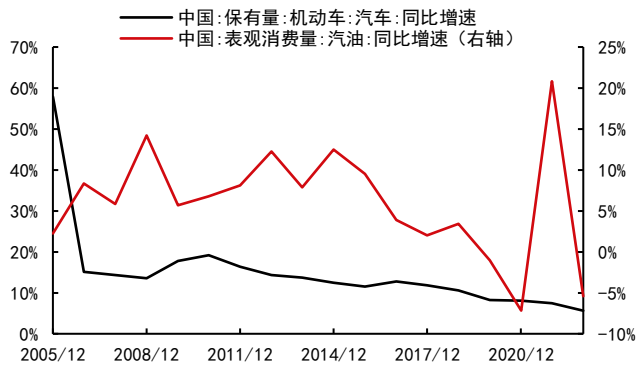
图 33： 2021-2025 年中国汽油需求量

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乘用车保有量（亿辆）	2.42	2.55	2.80	3.05	3.30
单车耗油量（吨/年）	0.58	0.52	0.50	0.48	0.45
汽油消费量（亿吨）	1.40	1.33	1.39	1.45	1.50
消费增速	21%	-5%	5%	4%	4%

资料来源：Wind 中信期货研究所

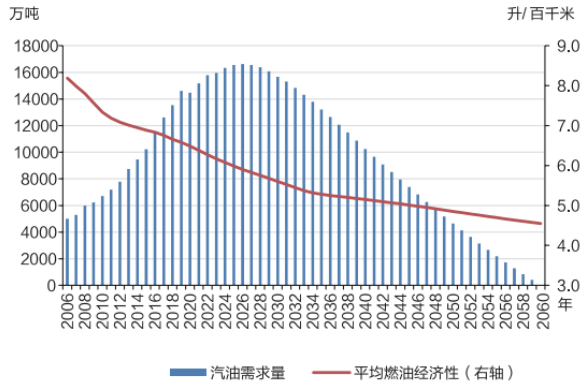
预计中国汽油需求量 2026 年达到 1.56 亿吨的峰值水平。随着新能源车替代速度加快，燃油经济性不断提升，以及其他交通方式替代，中国汽车保有量增速持续下滑，预计汽油年度需求增速。根据中国石油规划总院预测，中国汽油消费量预计在 2026 年达峰。2026—2035 年、2035—2045 年年均降幅分别为 2.5%和 5.6%，2045 年将降至目前水平的一半以下，2045 年以后燃油乘用车不再销售，车辆持续报废，2060 年车用汽油需求基本消失。

图 34： 乘用车保有量增速与汽油消费量增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 35： 2060 年前中国汽油需求量预测

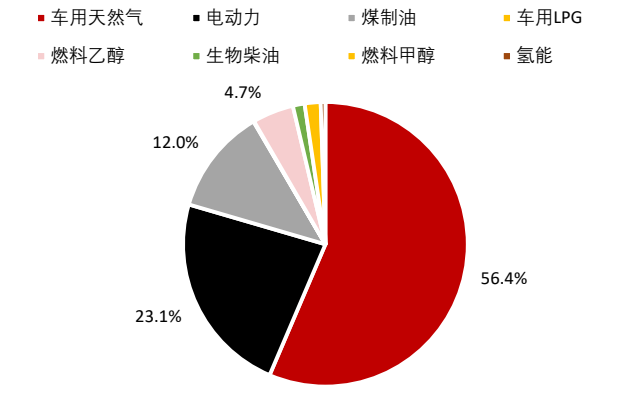


资料来源：中国石油规划总院 中信期货研究所

2、工业增速放缓&替代燃料增长，柴油需求缓步收缩

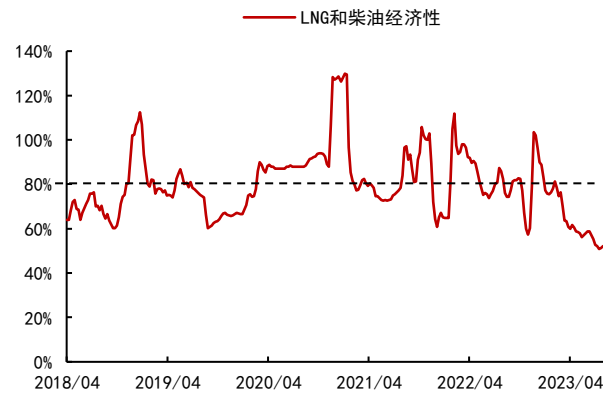
柴油替代燃料和新能源商用车均有增长。2022 年替代燃料约有 6513 万吨，约占柴油消费量的 50%，其中车用天然气占比 56.4%。受天然气价格飙升影响，2021-2022 年车用天然气替代量大幅下降。2022 年中国天然气汽车销量为 5 万辆，比上年下降 18.5%，天然气汽车保有量为 664 万辆，同比下降 5%。随着天然气价格的下滑和柴油价格的抬升，天然气作为替代燃料仍有增长空间。此外，2022 年新能源商用车渗透率达 10.2%，销量 33.8 万辆，同比增长 79%，对柴油需求市场的影响也将提速。

图 36： 2023 年中国车用汽柴油替代燃料替代规模



资料来源：中国石油规划总院 中信期货研究所

图 37： LNG 相对柴油价格经济性

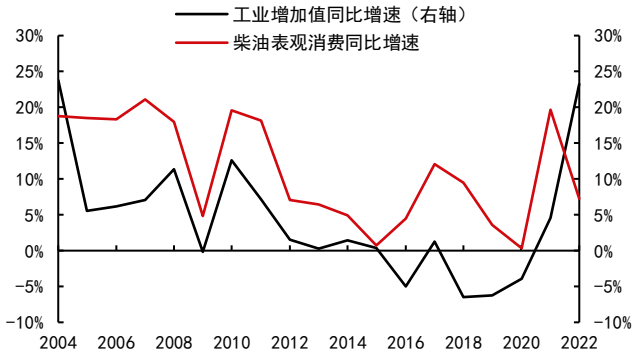


资料来源：Wind 中信期货研究所

中国柴油消费进入峰值平台期，未来或进入下滑周期。随着工业增加值增速下滑以及工业占比的下滑，2010-2022 年柴油总体消费量大部分时间为负增长，仅有 2017-2019 年供给侧改革和 2021 年疫后工业复苏，柴油消费取得正增长。2021 年后在“双碳”经济目标约束下，工业、建筑、交通等高耗能产业持续加快转型升级，加上以房地产为代表的主要用油行业受到政策调控影响较大，进

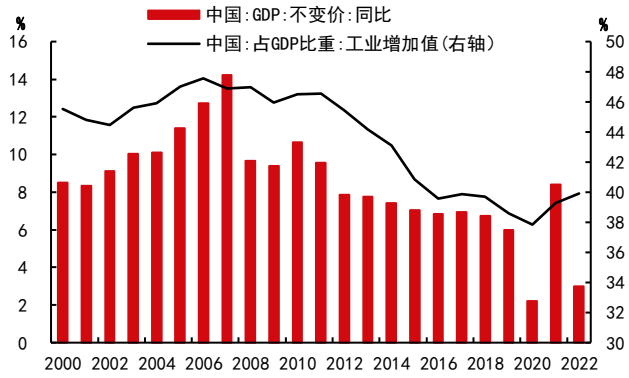
一步影响了柴油消费的恢复力度。中国石油集团经济技术研究院认为公转铁、公转水的持续推进以及部分场景下电动重卡的应用促使柴油消费稳步下降，2025 年、2030 年、2035 年柴油实际消费量分别回落至 1.77 亿吨、1.59 亿吨、1.33 亿吨，增速下降加快。但预计柴油需求下降速度短期不及汽油。

图 38： 工业增加值增速与柴油消费量增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 39： 国内 GDP 增速及工业占 GDP 比重



资料来源：Wind 中信期货研究所

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