

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



 **瑞达期货**
RUIDA FUTURES

 **金尝发**



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

部门：瑞达期货研究院
&金属小组

咨询电话：4008-8787-66

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



沪铜：全球疫情持续蔓延 后市或将承压下行

内容提要：

- 1、中国新冠肺炎新增确诊病例持续下降，不过国外日本、韩国、意大利和伊朗的感染大幅上升，全球对新冠病毒在中国境外传播担忧加剧。
- 2、中国2月制造业PMI指数为35.7，较上月下降14.3个百分点；2月中国服务业PMI指数为26.5，较上月回落24.1个百分点。
- 3、世界金属统计局(WBMS)公布的数据显示，2019年全球铜市供应短缺9.4万吨，2018年全年为短缺27.5万吨。
- 4、铜矿TC（粗加工费）出现回升，至2月21日当周TC费用为70.5美元/干吨，较1月17日当周小幅增加11.5美元/干吨，创下去年3月以来新高。
- 5、根据2月各家炼厂排产看，由于生产天数的减少，多有下降，且受疫情影响，冶炼厂硫酸胀库情况加剧，硫酸价格下降使得冶炼生产利润压缩，倒逼冶炼厂减产，预计2月国内电解铜产量将会回落至70.13万吨，环比下降3.39%，同比下降2.54%。

策略方案：

单边操作策略	逢高做空	套利操作策略	多强空弱
操作品种合约	沪铜 2004	操作品种合约	沪铜 2004 沪铝 2004
操作方向	卖出	操作方向	多沪铜 2004 空沪铝 2004
入场价区	44600 附近	入场价区（沪铜 2004 ÷ 沪铝 2004）	3.380 附近
目标价区	43400	目标价区	4.460
止损价区	45200	止损价区	3.340

风险提示：

- 1、政府陆续推出经济刺激政策，利于市场信心修复，空单减仓离场。
- 2、下游加工企业复工加快，需求得到快速修复，空单减仓离场。

沪铜：全球疫情持续蔓延 后市或将承压下行

宏观面，中国肺炎疫情呈现下降趋势，不过全球疫情风险急剧升温；美国2月制造业和服务业PMI数据双降，美联储降息预期升温；中国央行超预期投放流动性，以缓解疫情对经济的冲击。基本面，中国铜矿进口量同比增加，铜矿TC自低位出现回升，废铜进口量大幅下降；中游因硫酸胀库倒逼冶炼厂出现减产，而沪铜库存仍持续累积；下游铜材加工企业受疫情影响复工延迟；终端电网投资增速下降趋势，不过电源投资加快增长，房地产投资增速仍保持较高增速，空调行业及汽车行业产销受疫情影响较大，电子行业仍有较大增长预期。

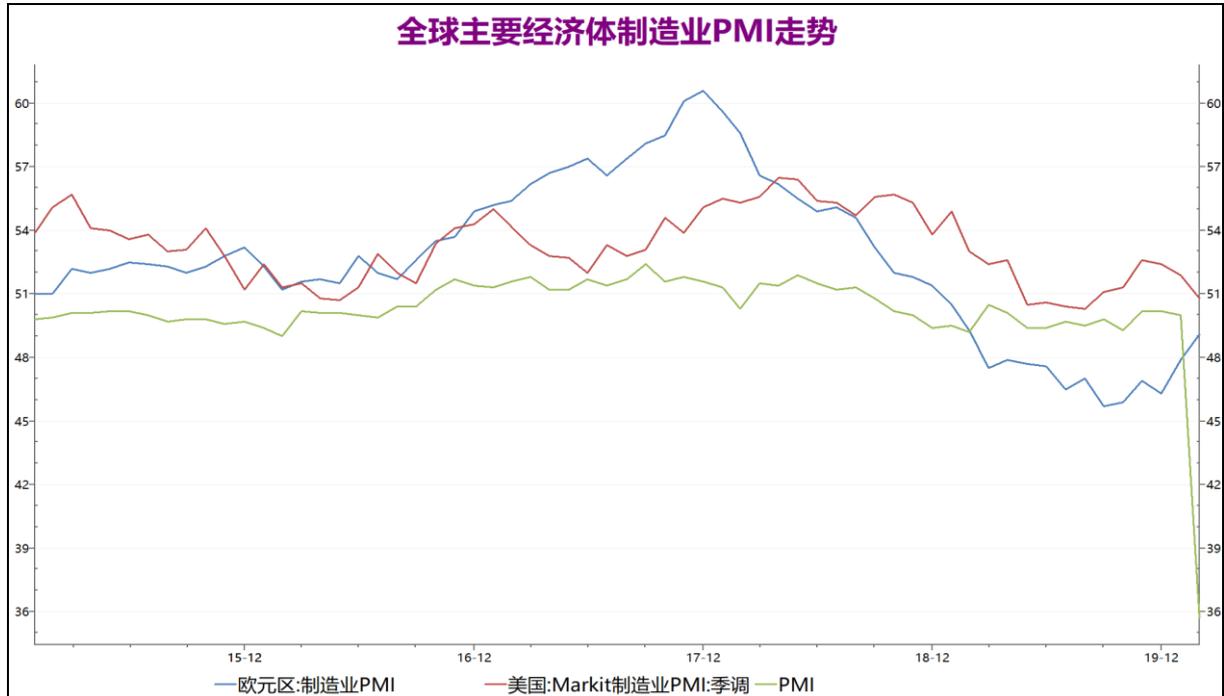
一、宏观面分析

2月，中国新冠肺炎疫情形势出现积极向好趋势，非湖北地区新增确诊基本处于个位数以内，多个省份出现零增长，而湖北地区新增确诊病例也回落至1000人以下，疫情防控工作也初显成效。不过，除了中国，世界上其他国家却出现蔓延态势，新冠病毒海外确诊数出现激增，其中大部分集中在亚洲，主要是日本、韩国、新加坡、伊朗等国家，而欧洲方面，意大利的新增病例也在不断上升，疫情形势不容乐观。英欧贸易协议谈判方面，英国和欧盟预计将于3月就一项贸易协议展开谈判，多数经济学家认为，最有可能的结果是达成一项只针对商品的协议；英国和欧盟在一些关键问题上存在严重分歧，其中最主要的分歧是英国坚持认为其必须能够自由制定自己的商业规则，而欧盟希望在环境和国家援助等问题上有一个公平竞争环境，增加了谈判难度，英镑受到由硬脱欧担忧带来的压力。

同时，作为关键的领先指标，全球主要经济体最新的制造业和服务业PMI数据出炉。其中，中国2月制造业PMI指数为35.7，较上月下降14.3个百分点；2月中国服务业PMI指数为26.5，较上月回落24.1个百分点；2月中国综合PMI指数为28.9，较上月下降24.1个百分点，数据大幅走低主要因新冠肺炎疫情影响，市场需求和企业生产均明显收缩，随着国内疫情持续好转，3月国内企业逐渐复工复产，进入二季度有望得到复苏和增长。欧元区2月制造业PMI初值49.1，高于预期47.9和前值47.5；欧元区2月服务业PMI初值52.8，高于预期和前值52.5；欧元区1月综合PMI初值51.6，低于预期51和前值51.3，欧元区经济有所回暖，尽管许多企业因疫情影响而导致供应问题，并且数据显示旅游业出现遭受打击的迹象。欧元区的经济扩张主要受服务业带动，但制造业也出现向好迹象，显示制造业正在摆脱低迷状态。美国2月Markit制造业PMI初值50.8，低于预期和前值52.4，处于6个月来的最低水平；美国2月Markit服务业PMI初值49.4，低于预期和前值的53.4，是四年来首次跌入萎缩区间；美国2月Markit综合PMI初值49.6，低于前值53.3，跌入萎缩区间并创2013年10月以来最低，其中服务业活动为四年来首次下降，制造业生产也因新订单增长近乎停滞而遭受打击。

政策方面，本月美联储会议纪要显示，美联储认为当前利率处于适当水平，与贸易相关的风险有所缓解，全球经济初步出现企稳迹象，但美国经济前景面临的下行风险依然突出。此外，美联储的点阵图表明大多数委员会成员认为再2020年保持目标范围不变是适当的。不过随着全球公共卫生事件担忧情绪升温，以及美国2月制造业和服务业PMI下降，市场预计美联储将在6月10日下调利率25个基点。欧洲央行会议纪要显示，欧洲央行决策者们在1月对于欧元区经济增长前景持谨慎乐观看法，不过当时并未考虑疫情对全球经济增长的影响。欧洲央行上月维持超宽松货币政策立场不变，但认为通胀压力正在建立，增长面临的风险在消退，部分原因在于全球贸易紧张局势有所缓和。2月24日货币市场预期欧洲央行在7月前降息10个基点的概率升至50%，上周仅为35%。中国央行在2月3日创纪录单日公开市场操作投放1.2万亿元之后，2月4日央行再次投放5000亿元，并下调了7天期及14天期逆回购利率各10个基点。2月17日中国央行开展了2000亿元MLF操作和1000

亿元 7 天期逆回购操作，并下调 1 年期 MLF 利率 10 个基点。2 月 20 日，央行将 1 年期、5 年期 LPR 分别下调 10 个基点和 5 个基点。27 日国务院联防联控机制新闻发布会上表示，下一步将继续推进 LPR 改革，引导整体市场利率和贷款利率下行。同时，加大政策落实力度，支持小微企业和个体工商户尽快有序复工复产，对受疫情影响的中小微企业采取临时性的延期还本付息安排。



数据来源：瑞达期货，WIND 资讯

二、铜市基本面分析

1、全球铜市供应短缺缩窄

世界金属统计局(WBMS)公布的数据显示,2019 年全球铜市供应短缺 9.4 万吨,2018 年全年为短缺 27.5 万吨。12 月期间,可报告库存下降,较 2018 年 12 月底低 4.2 万吨。2019 年全球矿山铜产量为 2,069 万吨,较上年同期增加 1.7%。全球精炼铜产量为 2372 万吨,同比增加 0.3%,其中印度产量大幅减少 12.8 万吨,智利产量下降 19.2 万吨。2019 年全球铜消费量为 2382 万吨,上年同期为 2392 万吨。中国表观需求量为 1280 万吨,较上年同期增加 2.5%。欧盟 28 国产量减少 4.7%,需求量为 306.9 万吨,较上年减少 7.5%。2019 年 12 月,全球精炼铜产量为 216.24 万吨,消费量为 212.19 万吨。

国际铜业研究组织(ICSG)在最新公布的月度报告中称,2019 年 11 月全球精炼铜市场供应过剩 33000 吨,10 月短缺 15000 吨。ICSG 月报显示,今年前 11 个月,全球精炼铜市场短缺 384000 吨,上年同期为短缺 408000 吨。全球 11 月精炼铜产量为 202 万吨,消费量为 199 万吨。报告还称,11 月中国保税仓库铜供过剩 23000 吨,10 月为供应短缺 57000 吨。

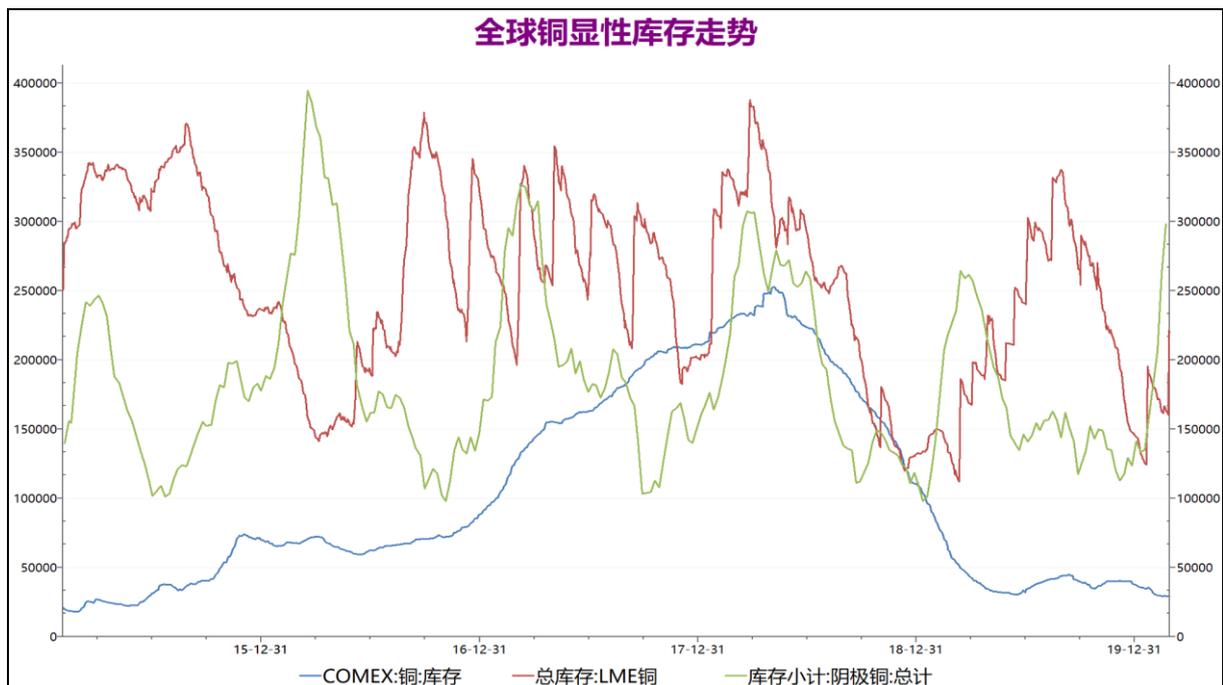
全球精炼铜供需情况表(单位:万吨)

项目	2019 年 12 月	项目	2018 年	2019 年
精炼铜产量	216.24	矿山铜产量	2034	2069
精炼铜消费量	212.19	精炼铜产量	2365	2372
		铜消费量	2392	2382
		供需平衡	-27.5	-9.4

数据来源：瑞达期货，WBMS

2、供需体现-全球铜库存进入累库周期

一般而言，库存是体现精炼铜市场供需关系的最重要指标，但因为精炼铜金融属性的存在，使得铜市库存的变化已不能简单的认为是供需关系的直接体现，2015年来铜价和库存之间的相关性明显降低。截至2月21日，全球铜显性库存报488308吨，较上月同期增加109910吨，其中COMEX铜库存28957短吨，较上月同期减少6555短吨，自去年4月以来持续位于低位运行；LME铜库存163425吨，较上月同期减少26925吨，而在27日大幅增加至219875吨；上期所铜库存298619吨，较上月同期增加142780吨，春节过后延续累库趋势。整体来看，从季节性规律来看，伦铜和沪铜库存一季度将开始进入增库周期，预计后市全球铜显性库存将持续上升。

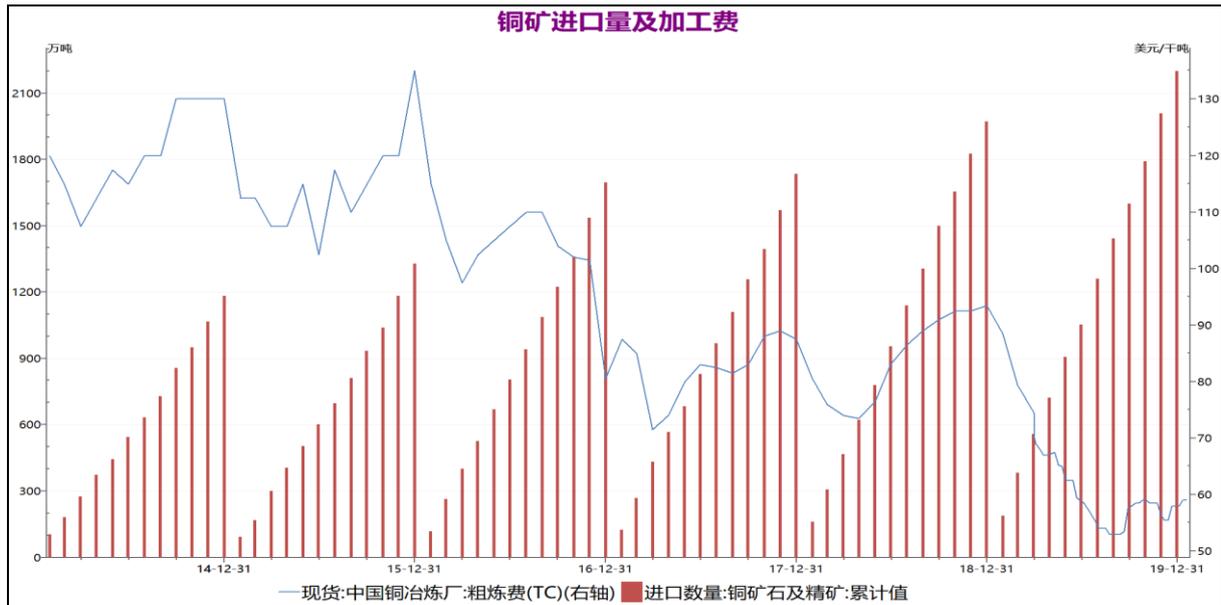


资料来源：瑞达期货，Wind 资讯

3、铜市整体供给情况

①、12月铜矿进口同比增加，铜矿TC低位回升

作为精铜的上游原料-中国铜精矿进口依赖度较高，铜精矿的供应主要关注其进口情况。海关总署数据显示，今年12月份我国铜矿砂及精矿进口量为192.8万吨，环比下降10.61%，同比增加31.79%，铜精矿同比出现大幅增加，主要由于国内铜矿需求上升以及去年同期的低基数效应。同时，1-12月我国铜矿累计进口为2200.0万吨，同比增加11.58%，增速对比1-11月的大幅增加1.62个百分点。此外，铜矿TC（粗加工费）出现回升，至2月21日当周TC费用为70.5美元/干吨，较1月17日当周小幅增加11.5美元/干吨，创下去年3月以来新高，在今年2月出现了明显的回升，主要因国内铜冶炼厂2月计划减产，加之前期原料备货较为充足，相应减少了对原料采购需求，对铜矿加工费TC形成了支撑。

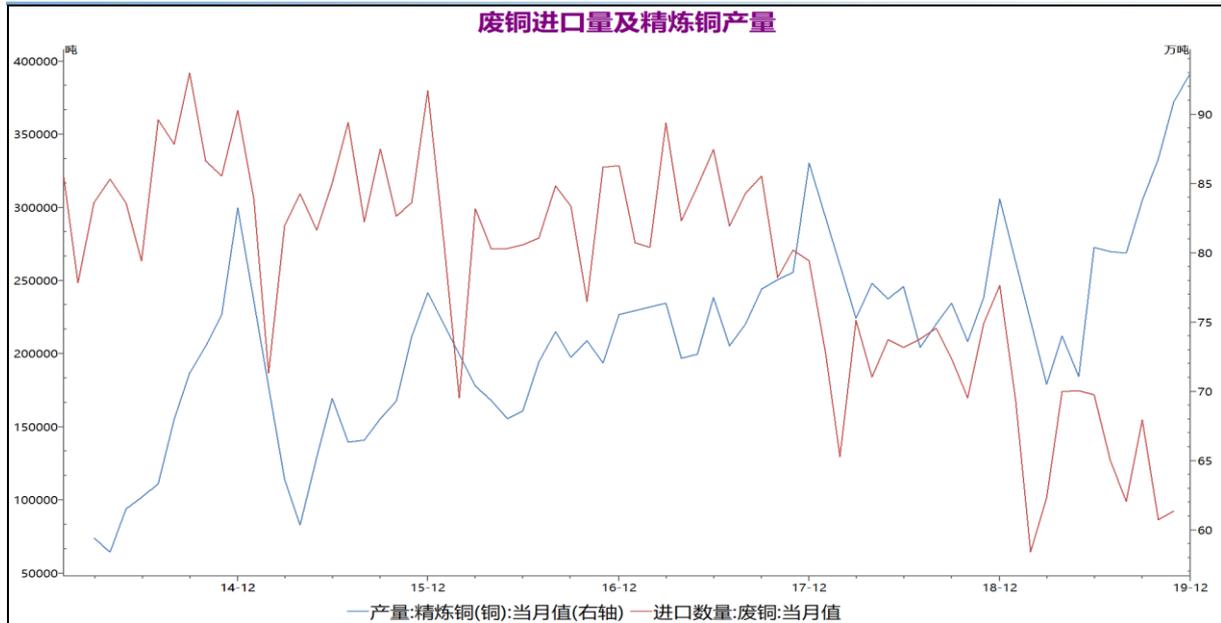


数据来源：瑞达期货，Wind 资讯

②、废铜进口大幅下降，硫酸胀库倒逼炼厂减产

废铜是上游原材料之一，中国在 2019 年 7 月 1 日将“六类”废铜由非限制类进口固废转为限制类进口固废，并且计划将在 2020 年全面停止进口固废。中国海关数据显示，中国 2019 年 12 月废铜进口量为 71439.8 吨，环比小幅下降 22.71%，同比下降 71.05%。1-12 月废铜累计进口量为 148.7 万吨，较 2018 年的 241.3 万吨大幅下降了 38.39%，降幅较 1-11 月扩大 3.72 个百分点。2020 年 1 月 8 日，2020 年第二批限制类铜废碎料进口批文公布，涉及铜废碎料 26566 吨，而第一批的批文量为 270885 吨，目前两批累计批文量为 297451 吨，按照 80%品味测算，共涉及金属量 229961 吨，对比 2019 年一季度共进口废铜约 28 万金属吨，因此今年一季度批文发放量较为充足。

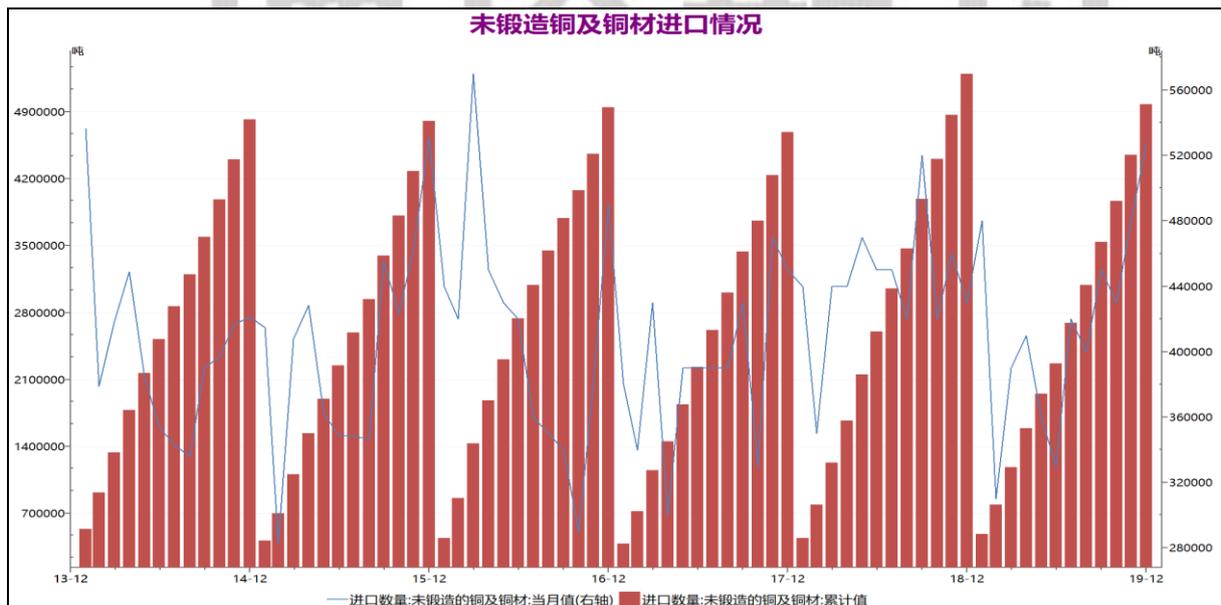
2019 年 1 月 SMM 中国精铜产量为 73.75 万吨，环比减少 3.16%，同比增长 5.22%。1 月部分大型冶炼厂放缓生产节奏，同时青海铜业和豫光金铅，因检修和环保因素导致月度产量减半，是导致环比产量下降的主因。但多数冶炼厂保持正常运行，现货铜精矿 TC 和硫酸价格较好也为保持高开工也提供了动能。金川集团和云南铜业实际产量高于原计划，致使 1 月中国精铜产量略高于 SMM 之前预计的 73.26 万吨。从调研来看，2018 年新扩建和复产的冶炼产能仅中铝宁德和梧州金升尚未完全达产，中铝宁德计划在 4 月全面达产，1 月产能利用率近 60%，梧州金升产能利用率尚不足三成，达产时间尚需时日。根据 2 月各家炼厂排产看，由于生产天数的减少，多有下降，且受疫情影响，冶炼厂硫酸胀库情况加剧，硫酸价格下降使得冶炼生产利润压缩，倒逼冶炼厂减产，预计 2 月国内电解铜产量将会回落至 70.13 万吨，环比下降 3.39%，同比下降 2.54%。



数据来源：瑞达期货，Wind 资讯

③、12 月铜材进口同比增加

在进口需求方面，海关总署公布数据显示，中国 12 月未锻轧铜及铜材进口量为 52.7 万吨，较上月的 48 万吨增加 9.79%，同比大幅增加 22.56%。中国 2019 年 1-12 月未锻轧铜及铜材进口量为 497.9 万吨，较上年同期的 530 万吨减少 6.06%，降幅较 1-11 月的缩小 1.56 个百分点。去年下半年我国下游消费出现回暖，在 11-12 月未锻造铜及铜材进口量持续上升，而去年全年我国未锻轧铜及铜材进口整体下降，在未锻轧铜及铜材中，精铜占比 70%，显示精铜进口量下降占据大部分，一方面是由于我国铜冶炼产能不断扩大，精铜及铜材产量的增加，降低了对进口的需求，另一方面是由于经济增长放缓，以及贸易环境恶化，导致铜消费需求有所下降。今年中美贸易磋商取得进展，加上中国或将出台更多经济刺激政策，预计今年需求的表现将好于去年，精铜及铜材进口量将较去年得到回升。

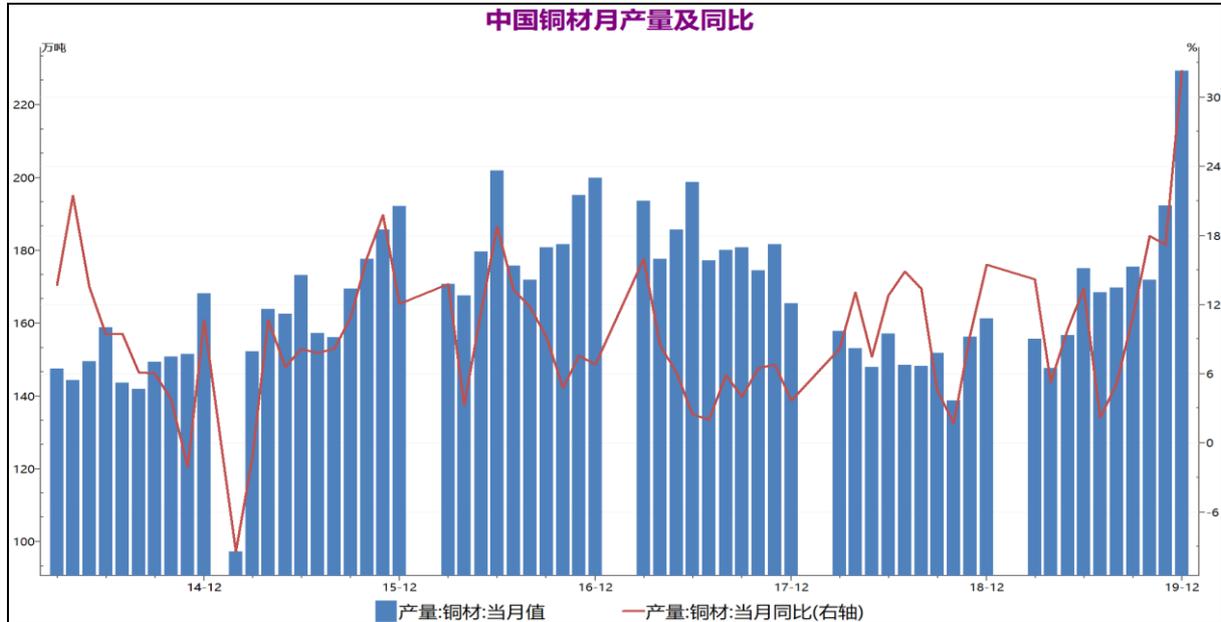


资料来源：瑞达期货，国家统计局

4、铜市整体消费情况

①、国内铜材企业复工较缓

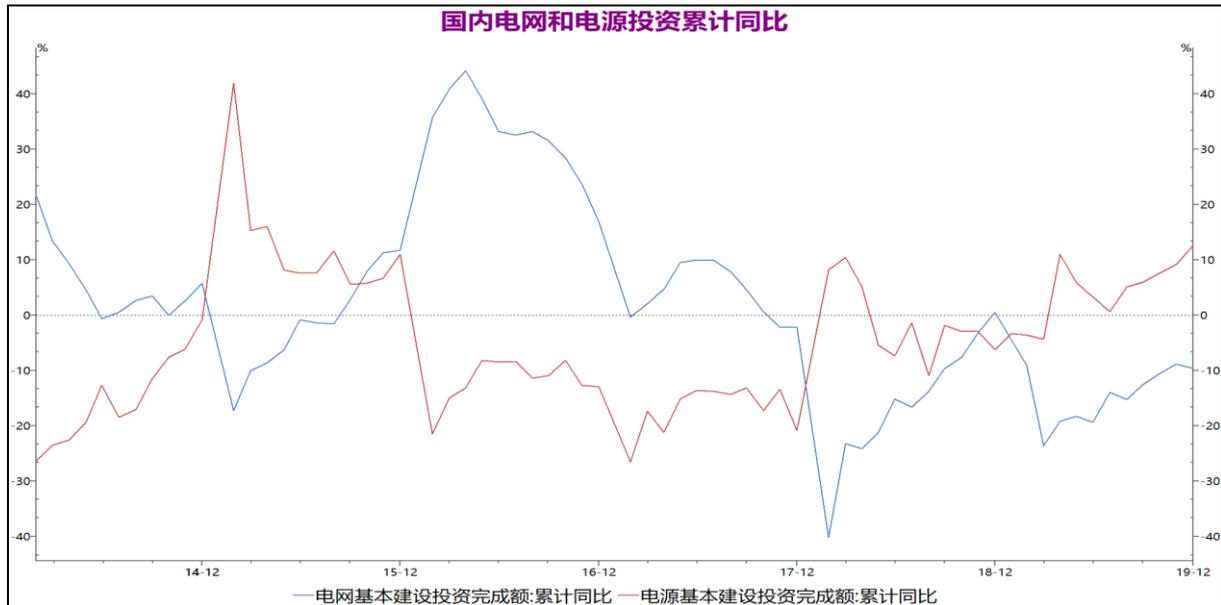
据国家统计局数据显示，中国 12 月铜材月度产量为 229.3 万吨，环比增加 19.18%，同比大幅增加 68.0 万吨或 42.16%。1-12 月铜材产量累计为 2017.2 万吨，同比增加 17.59%，增速较 1-11 月扩大 3.9 个百分点。去年四季度铜材产量出现大幅上升，主要由于年底下游需求出现明显回暖，以及多数企业为完成年度目标加快生产节奏。受疫情影响，下游加工企业整体开工进程相对缓慢，铜材加工企业开工率为 40.89%，预计 3 月中旬才能得到基本恢复，对需求造成较大的负面影响。



②、铜市终端行业受疫情冲击

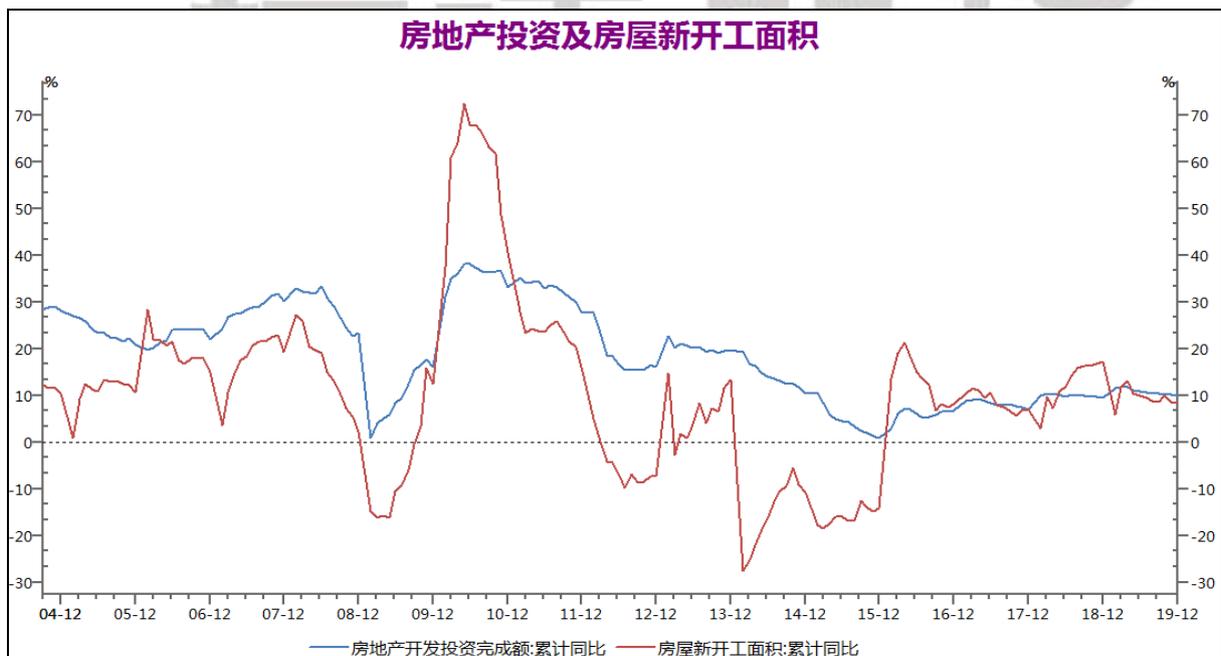
电网建设是我国铜的主要消费领域，占比在 50%以上。电网方面，根据数据统计，截止 2019 年 12 月，电网基本建设投资完成额累计值为 4856 亿元，累计同比下降 9.60%，降幅较 1-11 月的 8.80% 小幅扩大。2019 年 1-12 月我国全社会用电量 72255 亿千瓦时，累计同比增加 5.56%，较往年来看增速出现放缓。由于国内用电量增速放缓加之国家降价减费政策，电网企业政策性亏损严重，原有的投资驱动模式已经举步维艰。在 1 月份国家电网工作会议上，国家电网将 2020 年电网投资计划定在 4080 亿元，因此预计 2020 年我国电网投资仍将继续下滑。

电源方面，根据数据统计，截至 2019 年 12 月，电源基本建设投资完成额累计值为 3139 亿元，累计同比增加 12.6%，同时增速较 1-11 月份增加 3.4 个百分点，电源投资仍延续增长态势，从全国主要发电企业电源工程完成投资情况来看，自去年 7 月开始同比增长稳步上升，其中火电、核电工程投资持续负增长；水电工程同比增长，不过增速持续下降；而风电工程则呈现快速增长趋势，贡献了主要的增量。随着我国能源需求的不断增长，以及对清洁能源消纳持续推进，风电投资仍将保持较快增速。



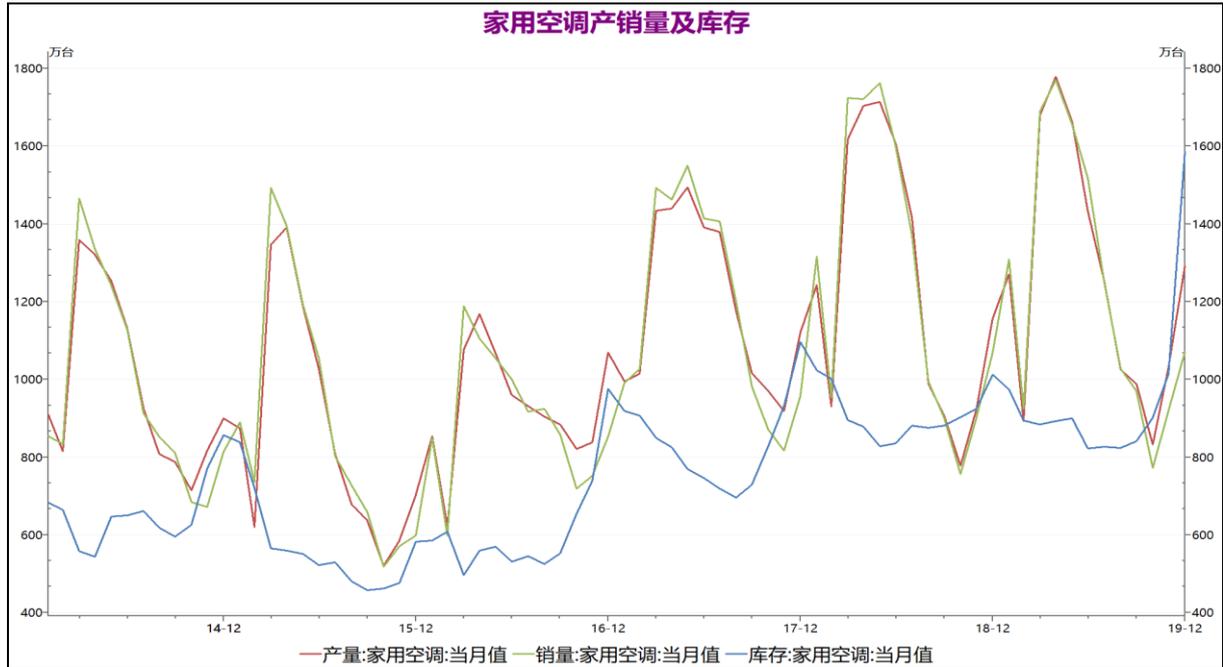
资料来源：瑞达期货，Wind 资讯

根据国家统计局公布数据显示，2019年1-12月份，全国房地产开发投资132194亿元，同比增长9.9%，增速比1-11月份下降0.3个百分点，同比上年加快0.4个百分点，去年房地产投资增速整体呈现回落走势，一定程度反应了政策调控的影响，不过较上年仍有增长，达到5年来新高。2019年1-12月份，全国房屋新开工面积累计227154万平方米，同比增加8.5%，增速较1-11月小幅下降0.1个百分点，去年整体较上年进一步增长，不过增速出现回落。去年12月召开的中央经济工作会议强调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。整体来看今年房地产调控政策仍将持续，不过在经济下行压力增大的背景下，预计房地产政策的过度收紧可能将回归中性。因此今年房地产投资也将较去年进一步增加，不过增速将有所放缓。



资料来源：瑞达期货，Wind 资讯

空调方面，产业在线数据显示，2019年12月家用空调产销量分别为1291.3万台和1070.4万台，同比分别增加11.5%和持平。累计来看，2019年1-12月家用空调产销量分别为15141万台和14876.9万台，产销量比上年同期分别增加1.04%和下降1.28%，产量增速较1-11月扩大0.88个百分点，销量降幅缩窄0.1个百分点，去年下半年空调消费得到好转，产量累计同比增速由负转正，销量累计同比降幅持续缩窄，其中产量当月同比明显增加，去年整体产量要大于销量。库存来看，2019年12月家用空调库存为1585.7万台，同比增加15.9%，在去年11、12月国内空调产量大幅回升，产量增加要远高于销量，使得库存创下历史新高，另外由于2020年市场需求存在复苏预期，也使得企业有提前备库的需求。不过受武汉新型肺炎影响，国内1季度下游销售将受到负面冲击，预计库存压力增大也将令产量出现明显放缓。

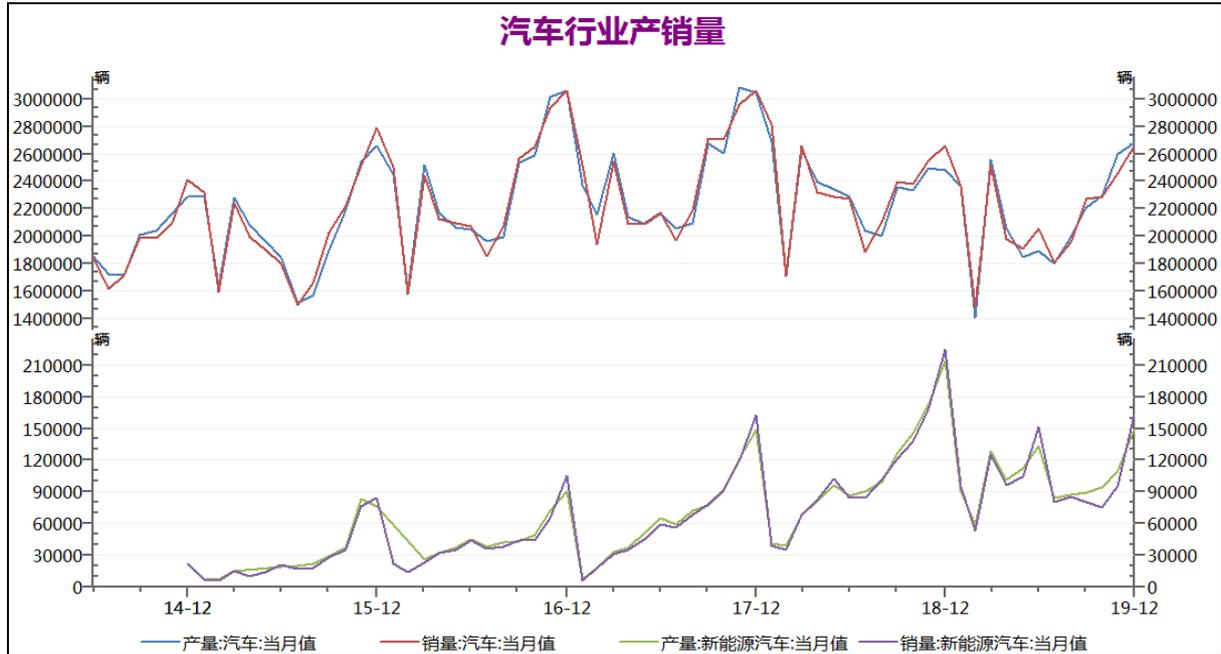


资料来源：瑞达期货，Wind 资讯

汽车产销方面，受国六标准实施以及消费需求疲软影响，国内汽车行业在下半年承受较大压力，不过这种影响正在逐渐消退。根据中国汽车工业协会发布数据显示，2019年12月中国汽车产量和销量分别完成268.3万辆和265.8万辆，环比分别增加3.46%和8.2%，同比分别增长8.09%和下降0.12%。累计方面，2019年1-12月中国汽车产量和销量分别完成2572.1万辆和2576.9万辆，产销量比上年同期分别下降7.5%和8.2%，产量降幅比1-11月收窄1.5个百分点，连续五个月收窄，销量降幅缩窄0.9个百分点，连续六个月收窄，显示去年下半年车市持续回暖，一方面由于下游需求得到边际好转，另一方面因去年下半年低基数影响。整体来看，去年下半年我国汽车产销量同比降幅持续收窄，不过一定程度上也是由于前年低基数影响，而市场需求虽边际好转但幅度依然有限，显示国六标准的实施以及经济增长乏力，对需求的影响依然较大，因此预计今年国内汽车市场产销量呈现缓慢复苏趋势。

新能源汽车方面，2019年12月中国新能源汽车产量和销量分别完成14.93万辆和16.34万辆，较上月分别增加36%和71.37%，较去年同比下降30.28%和27.36%。累计方面，2019年1-12月中国新能源汽车产量和销量分别完成124.19万辆和120.60万辆，产销量比上年同期分别下降2.25%和4.00%，增速较1-11月由正转负分别减小6.01个百分点以及5.27个百分点。2019年我国新能源汽车市场产销量同比下降，也是自2009年大力推广新能源以来首次负增长。不过纯电动汽车累计产销

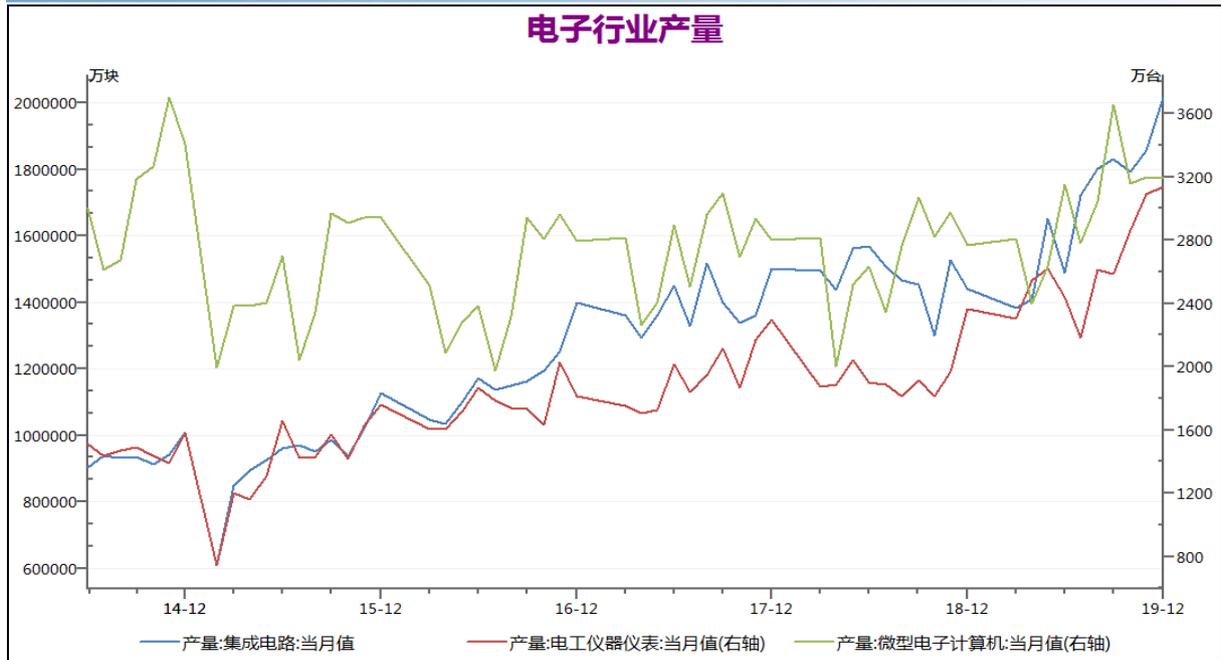
同比分别增很脏 10.8%和 5.9%，增速高于行业水平。今年中国新能源汽车的补贴政策将保持稳定，加上行业进入洗牌期竞争加大，将有利于市场需求的回暖，预计今年产销整体将有小幅增长。



资料来源：瑞达期货、Wind 资讯

电子行业方面，根据国家统计局数据显示，2019 年 12 月集成电路产量为 201.6 亿块，环比增加 8.5%，同比大幅增加 40.0%，2019 年 1-12 月累计产量 2018.2 亿块，同比增加 16.02%，增速较 1-11 月份增加 1.25 个百分点。2019 年 12 月电工仪器仪表产量为 3137.9 万台，环比增加 1.61%，同比增加 32.61%，2019 年 1-12 月累计产量 28753.3 万台，同比增加 30.03%，增速较 1-11 月份增加 1.52 个百分点。2019 年 12 月微型电子计算机产量为 3189.1 万台，环比减少 0.37%，同比增加 15.19%，2019 年 1-12 月累计产量 34163.2 万台，同比增加 11.28%。去年电子行业出现了明显的复苏，主要因我国大力推进 5G 的发展，中国联通称，今年上半年与中国电信力争完成 10 万基站的建设任务，三季度力争完成全国 25 万基站建设，此外，中国移动表示，力争 2020 年底 5G 基站数达到 30 万。另一方面也将开启新一轮智能手机换机周期，将推动整个电子产业进一步发展。

RUIDA FUTURES



三、3 月份铜价展望

宏观面，中国新冠肺炎疫情形势出现好转态势，疫情防控工作已初显成效，不过国外疫情呈现蔓延趋势，其中韩国、意大利新增病例加速上升，市场担忧情绪升温。而美国2月制造业和服务业PMI数据超预期双降，以及全球公共卫生事件的影响，美联储降息预期增加，美元指数承压回落。同时中国央行超预期投放流动性，推动了市场利率下调，未来仍有望采取定向降准等方式，降低企业融资成本，缓解疫情对经济的冲击。

基本面，上游去年铜矿进口量同比增加，多数冶炼厂备库存较为充足，不过疫情期间国内陆运受限，国内冶炼厂硫酸胀库问题严重，硫酸价格承压下降导致生产利润被压缩，部分冶炼厂采取减产应对，预计2月精炼铜产量进一步回落，也导致铜矿需求下降，铜矿TC出现回升。不过受疫情影响下游铜材复工延后且进度较缓，短期需求仍表现疲软，预计3月中旬企业陆续完成复工，库存压力或将得到改善。终端行业方面，电网投资增速下降趋势，不过电源投资加快增长，房地产投资增速仍保持较高增速，空调行业及汽车行业产销受疫情冲击较大，电子行业仍有较大增长预期。不过全球疫情仍呈现蔓延趋势，疫情进一步扩散将对终端行业造成更大冲击。展望3月份，铜价预计承压下行，建议逢高做空为主。

四、操作策略建议

- 1、**中期（1-2 个月）操作策略：**谨慎逢高空为主
 - 具体操作策略
 - ◇ **对象：**沪铜2004合约
 - ◇ **参考入场点位区间：**44400-44800 建仓均价在 44600 元/吨附近
 - ◇ **止损设置：**根据个人风格和风险报酬比进行设定，此处建议沪铜 2004 合约止损参考 45200

元/吨

◇ **后市预期目标：**目标关注 43400 元/吨；最小预期风险报酬比：1:2 之上

2、**套利策略：跨市套利**-2 月沪伦比值震荡偏强，鉴于海外疫情形势加剧，两市比值预计回升，建议尝试买沪铜（CU2004 合约）卖伦铜（3 个月伦铜），参考建议：建仓位（CU2004/LME 铜 3 个月）7.00，目标 7.14，止损 6.93。**跨品种套利**-鉴于当前基本面铝弱于铜，预计铜铝比上升，建议尝试买沪铜、卖沪铝操作，参考建议：建仓位（CU2004/AL2004）3.380，目标 3.460，止损 3.340。

3、**期权策略：**鉴于后市铜价预计低位运行，隐含波动率处于高位，可在隐含波动率升至高位构筑宽跨式盘整策略，卖出 CU2004C44000，卖出 CU2004P44000，在 CU2004 震荡运行于 44000 附近获利，突破 43000-45000 区间止损出场。

4、**套保策略：**现铜持货商可谨慎建立短期空头保值，关注铜价反弹至 45000 元附近；下方用铜企业可在铜价下跌后建立多头套期保值，目标关注 43400 元附近，同时极端行情下，若铜价跌至 42500 元，可建立一部分的长期库存。

风险防范

- ◇ 政府陆续推出经济刺激政策，市场信心得到修复，空单注意减仓离场。
- ◇ 下游加工企业复工加快，需求得到快速修复，空单注意减仓离场。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改

瑞达期货
RUIDA FUTURES