

● 主要结论

回顾2026年上半年，全球铜市在宏观预期摇摆与产业现实强化的碰撞中完成了数次逻辑切换。展望下半年，铜价预计仍在多重博弈框架下运行，核心矛盾是产业面确定性缺口与宏观地缘面不确定性迷雾的对抗。产业端，矿端紧缺难以扭转。全球铜矿长期资本开支不足导致的供给瓶颈仍在深化，智利、秘鲁等主产区生产干扰持续，TC维持深度负值，原料约束提供坚实成本底线。需求端，AI算力基础设施建设、全球电网升级改造、新能源汽车等领域结构性增长，供需缺口刚性特征日益凸显。美国精炼铜进口关税政策悬而未决，若分阶段加码落地，将强化美国虹吸铜资源的叙事。

从宏观端来看，美联储高利率环境持续已成定局。点阵图显示利率中位数上修至3.8%，降息预期基本消退。沃什推进弱化点阵图指引、优化通胀评估工具等政策框架调整，长期有助于修复过度偏紧的利率定价，但短期难以转向宽松。若下半年通胀见顶回落，市场对紧缩的过度定价有望修正，但政策转向需时间。

从基本面来看，当前大宗商品市场正处于全球供需平衡体系再塑造的历史性阶段。全球资源品价格频繁异动的背后，是全球地缘经贸往来承受效率损失加剧、综合成本抬升、国际订单转移及产业竞争失衡等多重压力。大宗关键战略原材料正面临全球地缘经贸及大国博弈、产业链供应链重塑下的定价重估，金融属性强化与中长期政策预期构成主要推手。从地缘端来看，中东边打边谈格局预计延续。本轮冲突对全球供应链的冲击已从风险溢价阶段进入供应链冲击阶段，全球重要资源产地陷入动荡，迫使市场对大宗商品长期供需平衡表进行重估，地缘风险溢价将长期内化于铜定价。

综合来看，下半年铜价预计呈现上有顶、下有底、中枢抬升、波动加剧的高位震荡格局。价格顶部由现实需求对高价的接受度和宏观流动性紧缩预期共同界定，底部由矿端极端成本、全球低库存及系统性地缘风险溢价共同构筑。沪铜主力合约7月核心运行区间预计在98000-110000元/吨，若宏观情绪修复或关税政策落地，有望向上测试更高区间，下半年铜价重心上移不改，预估价格宽幅区间95000-12000元/吨。

对于趋势投资者，应继续持有铜期货的战略多头底仓，将其视为对冲全球通胀与供应链风险的核心资产配置。操作上采取大跌敢买、大涨不追的震荡思维，利用市场因宏观数据冲击或情绪恐慌产生的回调机会，耐心分批优化持仓成本。市场定价的关键已从交易不确定性转向交易确定性损失，在控制总风险敞口的同时，结构上敢于在产业巨变中建立战略头寸。对于产业客户，高波动环境更凸显风险管理的重要性，应坚持利用期货及期权工具进行套期保值，锁定生产和经营利润。无论哪类参与者，都必须将严格控制总风险敞口置于首位，这是在高波动市场中生存与获利的基础。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116号

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com

独立性申明：

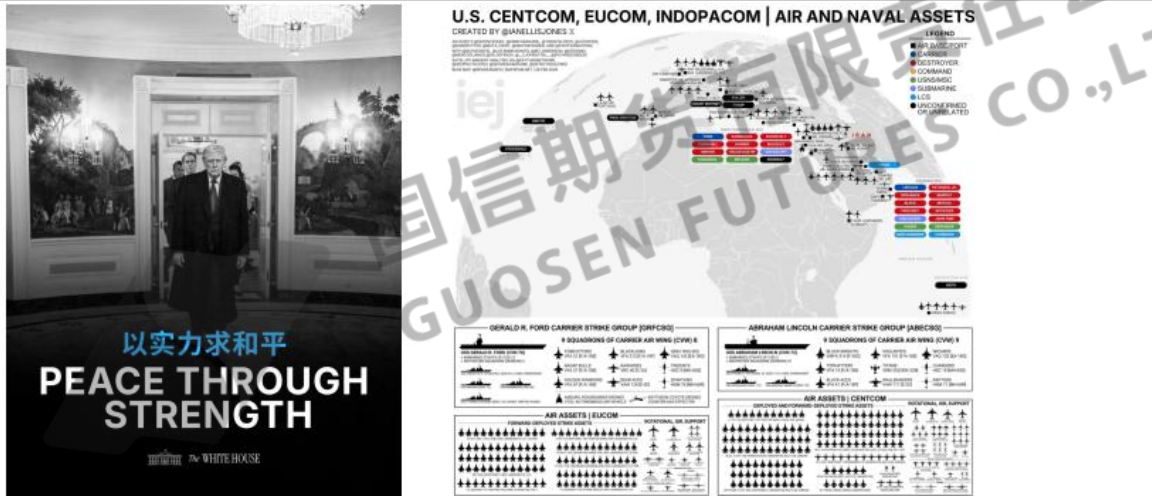
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、全球宏观主线趋势跟踪

回顾 2026 年上半年，全球铜市在宏观预期摇摆与产业现实强化的碰撞中完成了数次逻辑切换。年初，地缘风险溢价与政策宽松预期共振，铜价一度冲高。2 月沃什获美联储主席提名，降息预期迅速收敛。随后美伊冲突升级，霍尔木兹海峡关闭，油价推升通胀预期，铜的金融属性受到压制。5 月市场沉浸于美伊缓和的和平幻想，但美国 CPI、PPI、PCE 全面超预期，降息期待彻底破灭，更高更久的利率成为新共识。地缘边打边谈，市场对高频消息逐渐钝化。最终主导行情的是产业现实：铜精矿加工费创新低 TC 低至-100 美元/千吨以下并不断刷新历史更低极值，全球铜资源的矿端紧缺为战略资源争夺与重估构筑了坚强支撑。

6 月分，铜市场进入多重博弈框架。第一重是地缘持久僵局，美伊谈判拉锯，关键资源产区动荡从事件性风险演变为系统性成本。第二重是宏观数据依赖，沃什时代在抗通胀与防衰退间左右为难。第三重是产业刚性现实，全球对关键矿物争夺与铜矿长期资本开支不足导致结构性错配，LME 极低库存与极高升水正是深层矛盾的体现。6 月美联储点阵图显示 8 位官员预计年内至少加息一次，美元突破 101，沪铜一度跌破 10 万元至 100880 元。下旬 PCE 数据符合预期，加息押注下调，铜价反弹至 102740 元。月末美伊再反转后同意停火并在多哈会晤。沪铜实际运行区间 100880-105510 元，六月底流动性冲击使下沿有所扩展。

图：2026 年海外风高浪急惊涛骇浪，地缘政治冲击重塑产业链供应链



数据来源：美国白宫、IANELLISJONES，国信期货

图：全球大国博弈加剧：变局时代聚焦战略性资源的安全保障作用



数据来源：摩根大通，X 平台，国信期货整理

摩根大通CEO杰米·戴蒙对地缘政治的思考逻辑清晰而克制：他先划定界限——如果伊朗冲突保持短暂，油价短期波动、汽油小涨，但不会带来重大通胀冲击，美国经济和市场能基本扛住；一旦拖成持久战，所有乐观前提瞬间失效，滞胀信用紧缩、网络/恐怖连锁反应都可能登场。

他把当前全球风险格局视为二战后最复杂的一局：俄乌、中东、中国-西方、朝鲜等多线并行，非线性叠加，远超过去任何单点危机。市场对伊朗事件的淡定反应在他看来，正是过度自满的典型症状——资产高估、利差极低、坏尾部概率被严重低估。核心判断不是悲观预言，而是概率提醒：短期可控不等于长期安全，地缘这张牌从来不按剧本走，一旦拐弯，通胀随时可能现身。他提醒的不是“一定崩”，而是“别把低概率当零概率”

展望下半年，铜价预计仍在多重博弈框架下运行，核心矛盾是产业面确定性缺口与宏观地缘面不确定性迷雾的对抗。产业端，矿端紧缺难以扭转。全球铜矿长期资本开支不足导致的供给瓶颈仍在深化，智利、秘鲁等主产区生产干扰持续，TC维持深度负值，原料约束提供坚实成本底线。需求端，AI算力基础设施建设、全球电网升级改造、新能源汽车等领域结构性增长，供需缺口刚性特征日益凸显。美国精炼铜进口关税政策悬而未决，若分阶段加码落地，将进一步强化美国虹吸非美铜资源的叙事。

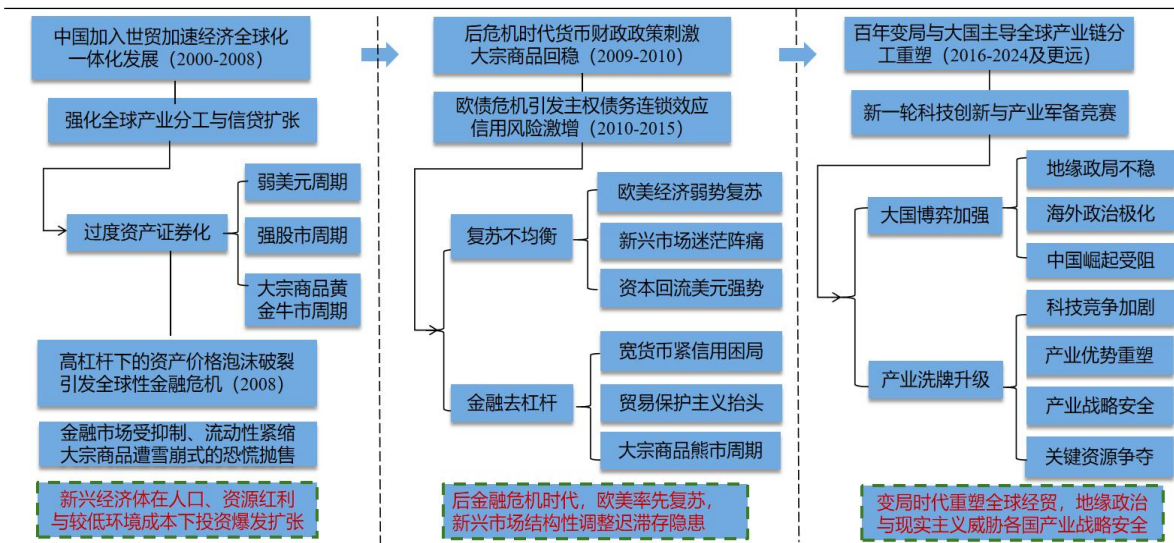
从宏观端来看，美联储高利率环境持续已成定局。点阵图显示利率中位数上修至3.8%，降息预期基本消退。沃什推进弱化点阵图指引、优化通胀评估工具等政策框架调整，长期有助于修复过度偏紧的利率定价，但短期难以转向宽松。若下半年通胀见顶回落，市场对紧缩的过度定价有望修正，但政策转向需时间。

从基本面来看，当前大宗商品市场正处于全球供需平衡体系再塑造的历史性阶段。全球资源品价格频繁异动的背后，是全球地缘经贸往来承受效率损失加剧、综合成本抬升、国际订单转移及产业竞争失衡等多重压力。大宗关键战略原材料正面临全球地缘经贸及大国博弈、产业链供应链重塑下的定价重估，金融属性强化与中长期政策预期构成主要推手。从地缘端来看，中东边打边谈格局预计延续。本轮冲突对全球供应链的冲击已从风险溢价阶段进入供应链冲击阶段，全球重要资源产地陷入动荡，迫使市场对大宗商品长期供需平衡表进行重估，地缘风险溢价将长期内化于铜的定价中。

综合来看，下半年铜价预计呈现上有顶、下有底、中枢抬升、波动加剧的高位震荡格局。价格顶部由现实需求对高价的接受度和宏观流动性紧缩预期共同界定，底部由矿端极端成本、全球低库存及系统性地缘风险溢价共同构筑。沪铜主力合约7月核心运行区间预计在98000-110000元/吨，若宏观情绪修复或关税政策落地，有望向上测试更高区间，下半年铜价重心上移不改，预估价格宽幅区间95000-12000元/吨。

对于趋势投资者，应继续持有铜期货的战略多头底仓，将其视为对冲全球通胀与供应链风险的核心资产配置。操作上采取大跌敢买、大涨不追的震荡思维，利用市场因宏观数据冲击或情绪恐慌产生的回调机会，耐心分批优化持仓成本。市场定价的关键已从交易不确定性转向交易确定性损失，在控制总风险敞口的同时，结构上敢于在产业巨变中建立战略头寸。对于产业客户，高波动环境更凸显风险管理的重要性，应坚持利用期货及期权工具进行套期保值，锁定生产和经营利润。无论哪类参与者，都必须将严格控制总风险敞口置于首位，这是在高波动市场中生存与获利的基础。

图：洞察长周期全球变局演进，地缘政治与现实主义威胁全球产业战略安全



数据来源：WIND，国信期货

图：洞察全球变局演进，实体产业链供应链重构，各国安全发展面临冲击

- **经济周期波动 (危机、萧条、复苏、过热)**
- **金融货币和财政政策 (利率、汇率)**
- **自然因素 (气候地理、疾病、灾害)**
- **政治因素 (大国博弈、地缘政治)**
- **投机和监管 (资产配置、金融监管)**
- **基本面分析: 判断中长期价格趋势**
- **技术面分析: 判断较短期价格趋势**
- **海外: 波谲云诡 风高浪急 甚至惊涛骇浪**
- **国内: 经济稳中求进 以进促稳 先立后破**



数据来源：外交部直属中国国际问题研究院基金会，国信期货

图：全球大国博弈加剧：变局时代聚焦战略性资源的安全保障作用



维度	旧世界：成本优先	新世界：安全优先
决策目标	全球最低成本	供应安全与可交付
关键变量	价格、库存、短期供需	政策、许可、联盟、库存、物流
控制节点	矿山与现货市场	精炼、中间材料、运输、库存与规则
企业动作	准时化采购、压价、单点最优	长协+包销+股权+回收+多地配置
国家动作	强调全球化自由流通	强调国家安全、出口控制、补贴龙头

数据来源：IEA、国信期货整理

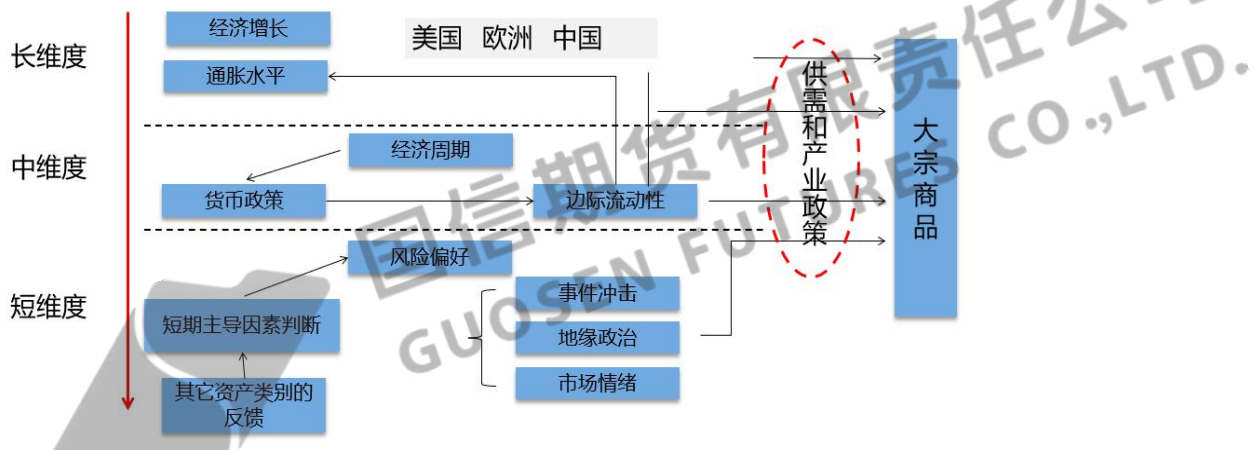
在百年变局加速演进的当下乱局困局之下，全球资本避险和多元化配置意愿激增，使得铜等大宗商品具有强金融属性的大宗商品呈现出高波动特征。这一特征既反映了战略资源金融属性与商品属性的重新定价，也是供应链成本上升、资本博弈加剧和全球经贸政策不确定性共同作用的结果。近阶段大宗商品市场是市场情绪、预期和偏好的变化成为关键驱动主导，期货市场出现的剧烈波动，短期警惕铜为代表国际大宗商品市场暴涨暴跌过山车行情的同时，中长期则关注国内外政策冲击带来风险溢价抬升机会，铜铝为代表国际定价的战略大宗商品价格在未来两个季度仍在强势期！

2025-2026年是特朗普领导美国重塑全球政治格局并推动极右政策的关键年份。继2024年“超级选举年”逾80个国家和地区、超百场选举活动后，海外政局的惊涛骇浪已波及占全球人口41%、全球经济总量42%的区域。尤其是2025-2026年特朗普政府实现“三权合一”，保守右翼势力与资本高度结合形成极端霸权政治，其连锁反应冲击欧洲、英国、加拿大、日韩及澳大利亚等传统盟友内部，乌克兰与以色列局势更现冰火逆转，多国面临新一轮政治压力测试。聚焦2025年国别风险敏感时点，需警惕2025年至2026年全球政治环境急转与地缘乱局下“灰犀牛”临近与“黑天鹅”频发风险。

关键战略资源品与高新技术与日益成为大国博弈与地缘风险的核心交锋领域，也是保护主义与民族主义集中爆发的焦点。全球资源问题政治化趋势突出，欧美推动对华“脱钩断链”，令经由亲西方地区及航道的战略资源进口更易受限。多重因素共振显著抬升全球产业链供应链成本、降低效率、削弱前景稳定性。历史经验显示，政治因素常驱动各国货币与财政政策预期调整，深刻影响金融市场情绪与价格。当前特朗普带来政治不确定性及美联储货币政策的剧烈波动背后是政治与经济、市场预期与政策影响间的多重博弈。

铜价运行轨迹的核心支撑在于地缘政治风险溢价与资金推动力量的双重驱动机制。从刚果（金）、几内亚等非洲主要资源地区，到印尼、菲律宾等亚洲国家群体，再到智利、秘鲁等南美核心矿产带，资源民族主义思潮正加速崛起并付诸政策实践。这种趋势叠加全球地缘政治局势持续动荡的宏观背景，特别是美国系统性推行对华“脱钩断链”战略，导致矿产资源供应体系被深度政治化操控，显著抬升铜等商品中长期定价成本中枢。这一供需矛盾的持续激化正将铜市推向错配极限状态，既成为价格飙升的关键催化剂，也是全球供应链脆弱性的集中缩影。当前宏观环境巨变正深刻重塑大宗商品市场格局，特朗普政府的重大政策转向主导全球市场关切方向，大宗商品焦点高度聚焦于地缘博弈与贸易关税议题。全球宏观秩序处于加速演变进程中，大国地缘竞争激化严重冲击国际经贸关系的稳定性，东西方在产业链布局、价值链分配与供应链整合层面的裂痕持续加深，传统经贸秩序正遭遇严峻挑战。

图：多重博弈下的大宗研究：自上而下把握大趋势，自下而上抓住矛盾点



数据来源：国信期货整理

图：全球大国博弈加剧：变局时代聚焦战略性资源的安全保障作用

类型	代表品种	定价逻辑	价格走势
中美争夺的关键资源品	铜、黄金、铝、稀土	跟着博弈走、抢货走、市场操纵垄断走	天量天价，历史级别走势
中美不争夺的品种	农产品、煤炭、黑色金属	跟着成本走，甚至跌至成本线以下	量大从优，价格跟着成本走

现实映射		
农产品过剩 美国玉米烂在地里，由于缺乏战略争夺属性，价格受全球丰产压制。	国内内卷 中国生猪价格2026年一季度创阶段性谷底，产能过剩导致成本线博弈。	能源黑色系 俄乌冲突前中国煤炭黑色金属低于成本价内卷竞争，缺乏博弈溢价。

数据来源：国信期货整理

二、大宗商品铜市观察

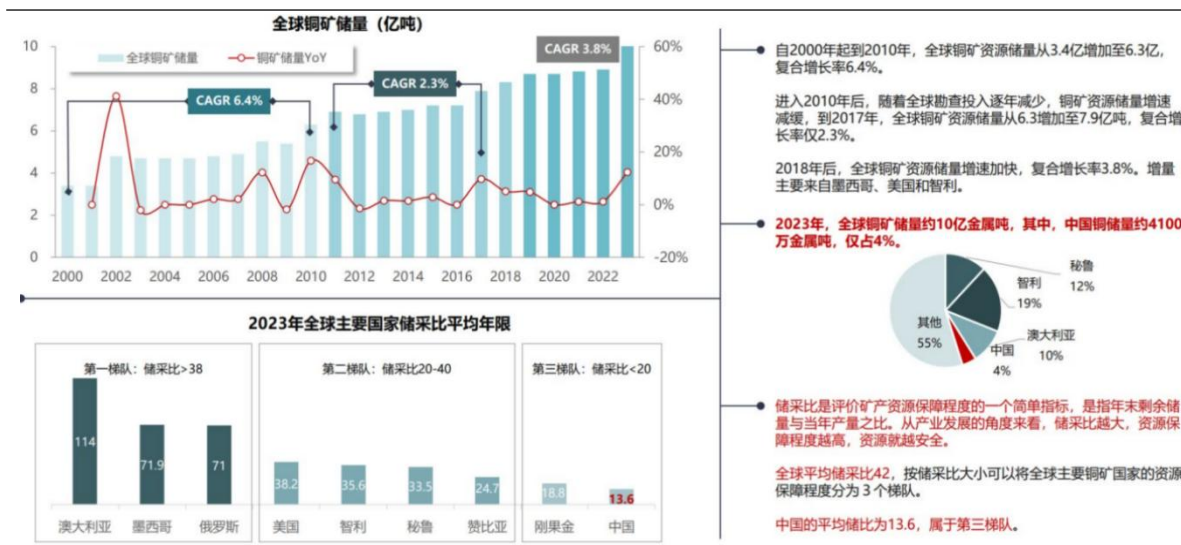
铜作为工业金属的“风向标”，当前正处在全球资源博弈的核心位置，近年来以来其价格高位剧烈震荡不仅是供需结构性错配的直接体现，更深植于地缘政治扰动、资本流动与市场情绪共同驱动的“周期表行情”特征。供应链承压事件、资本抱团行为、地缘风险溢价抬升及大国政策博弈相互交织，共同折射出全球资源格局的深刻变局。从基本面观察，“剪刀差”态势持续凸显：非洲、东南亚及南美关键矿产地资源民族主义政策变动与罢工事件频发，叠加全球贸易战风险升级，显著加剧铜矿供应短缺预期；与此同时，人工智能算力基建、电动交通工具、充电桩网络及智能电网等新兴领域用铜需求呈现刚性攀升特征。

在供应端不确定性加剧背景下，市场对潜在供应中断事件的恐慌情绪不断推高投机性需求规模，资金抱团炒作行为进一步放大价格波动幅度。伦敦金属交易所(LME)铜价高位巨震与国内铜期货价格持续居高不下的市场现象背后，本质是市场焦点集中于资金大规模涌入推动资源安全题材，将铜交易市场转变为以“风险溢价”为核心逻辑的资本博弈场所。在百年变局加速演进过程中大国博弈深化、地缘政治冲突升级、全球产业格局重塑及大类资产风险偏好转向等系统性因素的复杂联动效应，准确研判政治风险传导路径、地缘博弈冲击经贸秩序的程度及市场避险情绪演化方向，成为理解铜为代表的大宗资源品价格趋势的核心。

地区冲突危机与战势升级风险相互叠加，结合频发的地缘政治突发事件，对各国产业安全体系构成持续性冲击，并导致关键产业链科技竞争态势加剧、战略资源面临大国间供应链控制权争夺、大宗原料贸易格局持续重塑以及供需错配现象频繁显现。特朗普掀起的全球贸易关税冲突，其对包括铜、铝、黄金等采取国际定价机制的大宗商品的深远影响已全面显现，并将持续向纵深发酵。

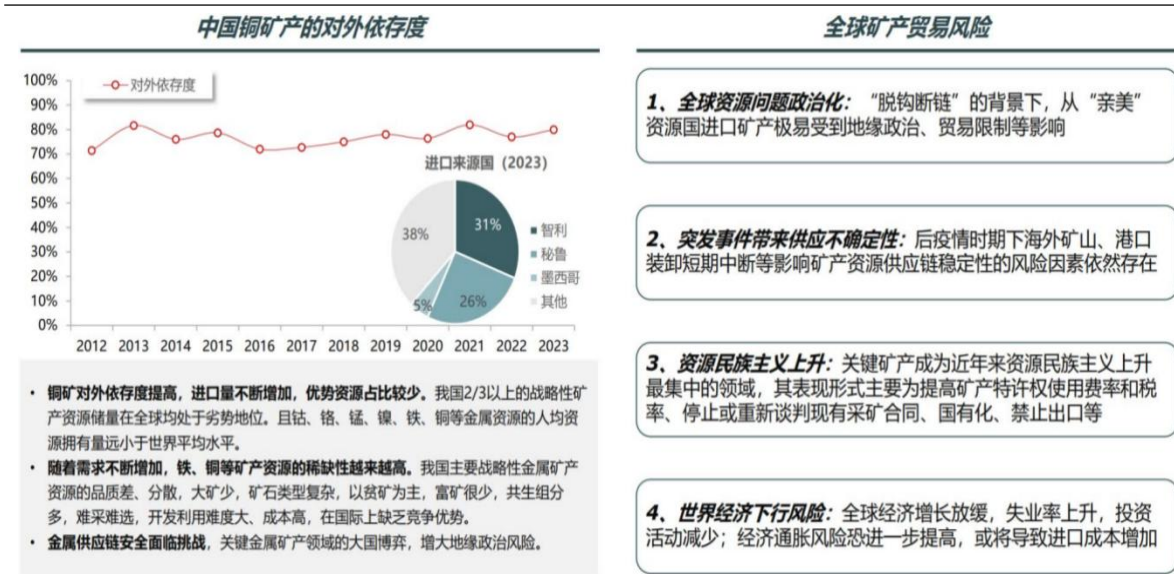
近年来铜市场呈现四大特征尤为引人注目：一是海外宏观与地缘政治乱局导致黑天鹅事件密集爆发，股债汇商品的潜在价格波动性与系统性风险均攀升至近年峰值；二是全球大国博弈加剧推动国际共识基础削弱、战略分歧持续深化，资源民族主义政策与贸易保护主义措施同步兴起，致全球经贸体系割裂风险与大宗商品产业链供需错配压力显著激增；三是在持续宏观动荡与产业链供应安全冲击背景下，铜等关键资源品战略价值重估与风险溢价明显抬高，“安全优先于效率”原则正成为市场定价新共识；四是大宗商品实体产业链困局乱象频现，金融资本与产业资本间的博弈强度剧增，如LME及COMEX市场逼空行情频发。

图：在全球资源问题政治化的背景下，全球铜资源严重不均衡问题被放大



数据来源：SMM，国信期货

图：在全球资源问题政治化的背景下，中国自身铜资源保障程度严重不足



数据来源：SMM，国信期货

我国金融市场存在典型的“周期躁动”特征——资金反复豪赌政策预期驱动行情。铜产业正处于供需平衡体系再塑造的历史性阶段，尤其是近年来全球资源品价格频繁异动的背后，金融属性强化与中长期预期改善构成主要推手，其中海外大宗商品供应链巨头及对冲基金等金融机构的集中操作产生显著助推动能。需注意铜等关键战略原材料对全球地缘经贸及大国博弈、全球供应链重塑下大宗商品风险定价的重估影响。当前全球经贸往来正承受效率损失加剧、综合成本抬升、国际订单转移及产业竞争失衡等多重压力。聚焦国内市场，大宗商品产业链终端需求复苏仍显疲弱，国内外制造业补库存周期尚未实质启动，生产企业持续面临终端消费乏力、产能结构性过剩、行业利润空间萎缩的三重困局。这不仅显著加大产业链各环节企业经营与价格风险管理难度，更通过激化全球产业竞争与加速行业内卷，推动企业淘汰重整进程。

横向商品比较可见，金融属性主导的有色金属及贵金属价格表现显著强于商品属性主导的黑色系、能源化工及农产品板块；纵向产业链调研则清晰验证，以铜为代表的上游资源品市场景气度持续高于中下游加工及终端产品。该现象实质性反映了我国大宗商品产业链上下游的严重结构性失衡。在大变局时代全球资本推波助澜下，铜等具备强金融属性、高国际经贸关联度的上游资源品呈现的畸形繁荣态势，与2021年前新能源产业泡沫存在高度相似性，警惕2025年海外市场极端剧烈波动的过山车行情重演风险。

从铜矿供应端分析来看，铜矿资源不可再生特性导致矿山老龄化问题持续加剧，铜矿增量呈现逐年递减趋势。美国地质调查局（USGS）数据显示，近年来全球铜精矿产量接近2400万吨，但供应增速远低于全球用铜需求的增长水平。中国作为电解铜冶炼产能占全球50%以上的国家，铜矿自给能力严重不足。当前对外依存度已攀升至85%以上，海外矿山扰动对供应缩减的边际影响正显著增强。2025年全球头部矿企已多次发出预警，头部铜矿商铜精矿产量不稳定，这预示全球铜精矿供应紧张格局将进一步恶化。

需高度关注的是，类似于全球铜市多次出现的冲高回落“过山车式”异动行情，正在包括金银铝锡镍锰等战略性关键矿产资源品市场中接连上演。其共性驱动逻辑在于：宏观政策预期快速转向刺激投机交易、大国博弈背景下的地缘冲突持续升级加剧供应链恐慌、国际产业经贸低效高成本不稳定状态常态化、国际金融资本抱团追逐稀缺性避险资产荒现象重现、关键产业链上游战略性资源品属性成为各国资本集中争夺的战略基点——多重宏观及市场题材叠加共振推动下，市场波动显著放大。特朗普不可预测的政策调整，正在全球范围内加速扩散风险偏好冲击与经济政策不确定性。

三、产业链供需热点分析-铜

1. 上游资源：聚焦铜矿供应紧张，龙头矿企供应扰动增大

从全球铜资源贸易和供需结构性来看，中国作为全球制造业第一大国，也是铜等有色关键资源进口第一大国，中国进口铜矿实物量在全球进口量中占比达到60%以上，随着近年来国内矿业资源不足和冶炼加工产能过剩，在全球关键矿物资源供应持续紧缺的威胁之下，我国铜产业链面临资源“卡脖子”问题突出。由于全球铜资源分布和冶炼加工产业布局区域分布不均衡，近年来中国铜资源的供需结构矛盾较为突出，我国铜产业链上游资源严重依赖进口。2020-2025年我国精炼铜产销量在全球占比高达50%左右，相比之下我国铜矿的自给率近年来长期低于20%。

全球铜资源贸易格局中，中国作为制造业第一大国与有色金属关键资源进口第一大国，其进口铜矿实物量占全球进口总量比重持续超过60%。在近年来国内矿产资源禀赋不足与冶炼加工产能过剩矛盾并存的背景下，伴随全球关键矿物供应持续紧缺的威胁加剧，我国铜产业链面临显著的资源“卡脖子”压力。由于全球铜矿资源分布与冶炼产业布局存在显著区域失衡，中国铜资源进口供需结构矛盾尤为突出。数据显示，2020-2025年我国铜粗炼产能持续高速扩张，以铜精矿为主要原料的冶炼产能当前已接近全球总产能的50%。最新数据警示：2026年全球地缘政治与经贸不确定性加剧，上游铜精矿及废铜资源供应明显趋紧，国内冶炼商因原料短缺被迫减产已成高概率事件。

图：全球铜矿生产及精铜供需预测（单位：万吨）

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
铜精矿	1981.4	2082.5	2213.3	2318.5	2386.0	2454.9	2491.5
湿法铜	500.7	509.0	526.2	555.6	558.6	571.2	566.1
总计	2482.1	2591.5	2739.5	2874.1	2944.6	3026.1	3057.6

数据来源：ICSG，国信期货

图：全球铜冶炼产能及预测（单位：万吨）

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
闪速/连续炼铜	1568.5	1571.5	1617.0	1622.0	1669.0	1704.0	1704.0
中国冶炼技术	356.1	350.1	376.6	484.6	292.6	495.1	509.6
反射炉/鼓风炉/回转炉等	362.7	362.7	365.7	384.5	385.5	390.2	390.2
其他	109.0	107.0	111.0	112.0	138.5	185.5	185.5
总计	2396.3	2391.3	2470.3	2603.1	2685.6	2774.8	2789.3

数据来源：ICSG，国信期货

面对当前全球有色金属供应链态势，南美、东南亚及非洲地区资源民族主义抬头、大国地缘博弈加剧、逆全球化浪潮下的贸易保护主义威胁构成三重挑战。作为全球最大有色产业链主体，中国正遭遇区域经贸割裂深化、地缘冲突升级与产业被迫转型的复合压力，结构调整紧迫性空前提升。深刻剖析我国制造业结

构性问题，主要体现为五大关键矛盾：战略资源自给率严重不足、国内经济增速趋势性放缓、低端加工产能结构性过剩、地缘政治对抗持续升级、科技创新核心技术短板凸显。在新一轮全球先进制造业残酷竞争格局下，中国实体产业亟需实施系统性攻坚策略。以有色金属产业为突破点，必须坚决推进资源安全保障体系建设、淘汰落后过剩产能、优化产业结构布局、稳固内需市场根基、强化技术创新能力。

2. 冶炼贸易：中国制造业工厂大而不强，原料和定价受制于人

从铜产业链结构性特征来看，近年来年间我国精炼铜产销量在全球占比始终维持在 50%-60% 左右高位，而同期铜矿自给率却长期低于 20% 水平。全球铜产业链各环节集中度呈现显著差异：铜精矿、电解铜、铜杆、铜电磁线环节 CR5 企业综合市场集中度分别为 32%、53%、22% 及 25%。其中上游铜矿因其全球战略资源的稀缺性特征，矿商毛利率位居产业链顶端，产能高度集中于智利、秘鲁等资源禀赋优势国家。

头部生产商主导全球铜精矿供应格局，美国自由港、智利国家铜业、嘉能可及必和必拓四大巨头掌握极强议价权。对比之下，中国作为“贫铜国”尽管电解铜冶炼产能位居全球首位，铜精矿对外依存度却高达 80%，导致进口资源议价权长期旁落于国际矿商；而在中游冶炼及铜杆等加工环节则深陷产能过剩困境，凸显我国作为最大铜产品产销国“大而不强”的产业窘境。具体分析当前产业链现状，全球主要矿产资源国普遍面临生产事故频发、矿石品位下降、产量萎缩及环保政策趋严等系统性挑战，导致矿山停产风险持续攀升。而我国自身矿产资源禀赋远不足以支撑世界第一制造业大国的原材料需求，资源供应增量面临刚性瓶颈。近三年中国国产铜精矿产量增速不足，但传统领域与新能源领域对铜的消费需求保持快速增长。

就铜供应链来看，东西方大国之间地缘政治博弈冲击加大以及逆全球化下的贸易保护主义威胁，以中国为代表的新兴经济体遭遇区域经贸割裂、地缘政治冲突加剧与产业洗牌升级转型的复杂局面，全球第一的我国有色产业链结构调整压力进一步加大，而 2024-2025 年铜逼仓事件作为全球有色市场标志性事件，提醒我国产业链相关企业注重风险管理。从行业有关部门和铜冶炼企业的反馈来看，当前我国铜冶炼行业正对近年来产能过快增长过快进行反思，特别是在未来提高新建项目准入门槛还是控制新增产能降低在产产能负荷，可能是中国铜行业深入贯彻供给侧结构性改革和健康有序升级转型的重要标志，行业面临结构性改革并提高集中度有利于我国铜冶炼加工铜产业链中长期景气度低位复苏，铜行业冶炼产能加快重整和利润萎缩并未影响市场对铜产业链未来前景整体看好，因行业大重整往往有利于龙头估值及产品价格。

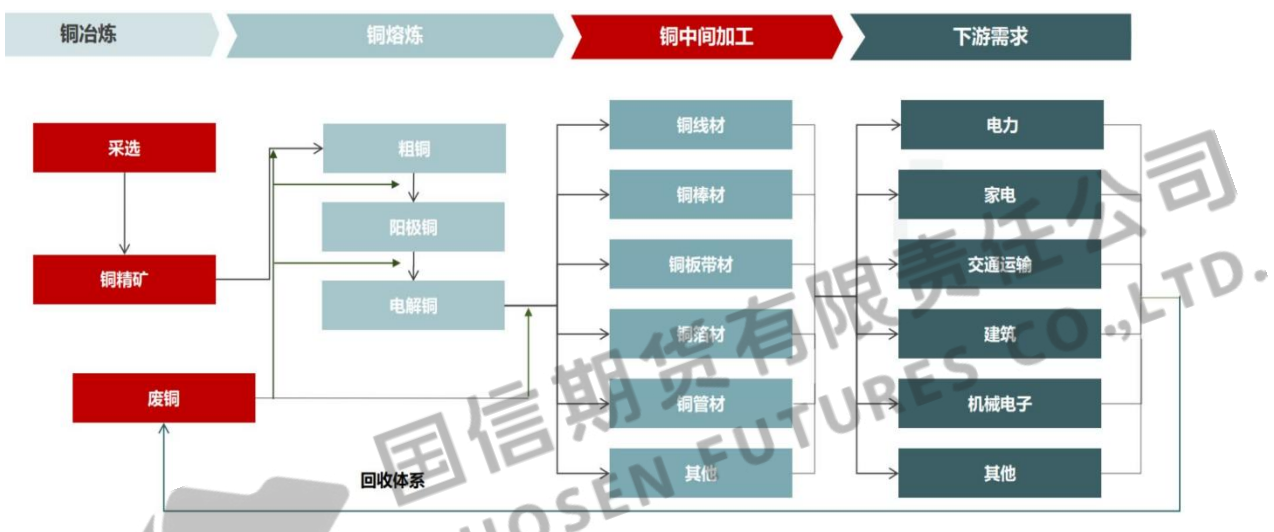
伴随全球百年变局加速演进，大宗供应链行业也正面临前所未有的机遇与挑战。大宗供应链行业，作为连接生产与消费的重要纽带，主要涉及大宗商品的采购、储存、运输、加工和分销等环节。这一行业不仅对保障国家经济的稳定运行具有重要作用，也是推动全球贸易和经济发展的关键力量。电解铜为代表的大宗商品位于上游原材料资源环节，在金融投资市场，电解铜尤其是交易所指定的交割品牌电解铜现货往往是同质化、可交易的标准化大宗商品标的。我国制造业产值占全球的比重连续多年稳居世界第一，同时我国也多年蝉联全球铜资源采销及进口的第一大国，近年来随着我国实体经济尤其是制造业相关上下游龙头集中度提高，制造业的飞速发展催生了对大宗供应链服务的较大需求。行业企业日益专业化、规模化，对原辅材料采购供应、产成品分销需求由单纯追求“价格低廉”转为更加注重整体供应链“安全效率”，以追求更稳定的铜等原材料供应和产成品分销渠道、更高效的货物和资金周转、更安全的物流仓储等等，因此传统大宗产业链供应链正面临极大重塑。

从我国电解铜相关的产能规模来看，全球方面，2023-2025 年以来，世界铜生产主要增量依然来自中国的产量增长，海外产量有一定下滑；需求端，全球制造业情况增速放缓，消费增速下滑。近年来随着中国为代表的亚洲铜生产加工产能扩张，目前我国铜粗炼产能已接近全球产能的半壁江山，但绝对量水平仍遥遥领先于各国，相当于全球精铜产量其余前 12 个大国的总和之多。根据中商产业研究院《2024-2029 年中国电解铜市场发展现状及潜力分析研究报告》显示，2024-2029 我国电解铜产量呈现整体持续上升态势，

考虑到近年来全球地缘政治和经贸形势不确定性增大，尤其是铜上游的铜精矿及废铜资源供应明显紧张，我国铜冶炼商因铜矿原料供应紧张被迫减少供应将是大概率事件，预计2026年中国电解铜产量增速将从2025年之前的10%以上的高增长跌至降至7%左右的五年均值。

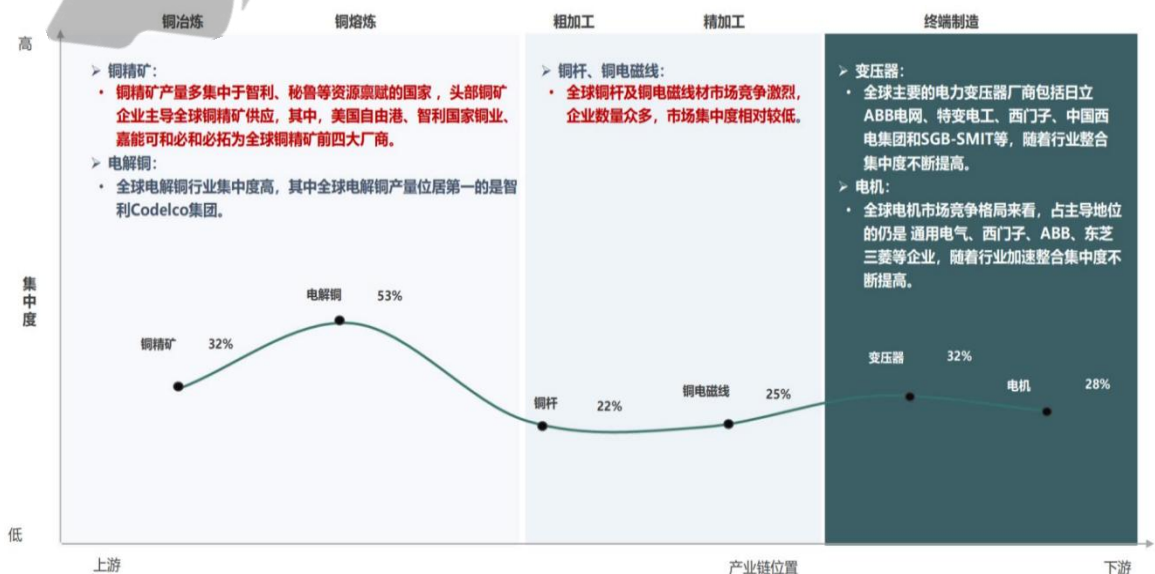
从铜行业定价话语权来看，当前国际铜精矿供应扰动持续施压国内冶炼企业采购渠道，卖方大幅缩减长单比例并扩大现货交易规模，导致现货加工费持续崩塌。当前铜精矿加工费已跌破0美元/吨并多次出现-100美元负值极端情形，充分印证我国有色产业链“中游产能过剩、上游受制于人、下游遭遇贸易壁垒”的三重困境。全球显性库存（三大交易所）绝对值仍处历史低位，其总量甚至不足全球月度消费需求。即使叠加全球最大隐性库存——上海保税区铜库存，总可跟踪库存仍低于全球两周消费量。这种库存安全边际薄弱的状态，表明资源卡脖子危机在我国铜产业链系统性重演，对实体产业链安全构成实质性威胁。

图：铜产业链供应链面临重塑洗牌，上游矿端紧缺，中下游加工产能过剩，终端下游一般



数据来源：SMM，国信期货整理

图：全球铜精矿、电解铜、铜杆环节 CR5 企业综合市场集中度分别为 32%、53%、22%



数据来源：SMM，国信期货整理

国际铜研究组（ICSG）数据显示，全球现存运营及计划开发铜矿山超过 840 座，配套粗炼厂近 200 家，精炼厂超 300 家。从产业开发进程观察，大型矿业公司经营重心集中于勘探采选环节，而新矿山从资源勘探到采矿达产的完整周期通常需 5-10 年；即便是现有矿山的改扩建增产项目也需 2-3 年实施周期，其间需持续投入高额资本支出，仅在项目末期方能实现现金回流。这种特性使得大型矿山开发具有显著投资风险，往往需要多家矿业企业联合运作。在当前全球铜矿平均品位持续下降、开发成本系统性抬升背景下，短期铜价高位运行难以有效刺激新增产能释放。新项目及改扩建增量面临的高投资强度与长回报周期，导致市场预估的超额供应量存在现实约束。结合近年矿山挖潜增产及新矿投产进度评估，全球铜矿供应弹性明显受限的资源开发天花板已基本确立。

ICSG 报告进一步揭示全球供需格局演变特征：全球铜矿供应增量主要分布于非洲、美洲及亚洲；精炼铜产能增长集中于非洲、南美和亚洲；精炼铜消费增长则几乎全部来自亚洲地区，其中中国继续发挥全球铜市“稳定器”功能。然而值得注意的是，铜原料贸易作为平衡区域供需的关键机制，其流通格局正在发生结构性转变——全球最大出口国智利因产量增速下滑及本土冶炼产能提升，出口规模呈现收缩态势。形之下，秘鲁作为第二大铜矿出口国持续提升全球份额，但其供应链正更多倒向美国而非中国，印尼、哈萨克斯坦及塞尔维亚等国进出口量亦快速增长。上述国家铜矿出口变化映射全球原料供应格局重构进程。该演变趋势与可能在全球经贸割裂与供应链重塑下加速呈现出结构性不平衡！

图：近年来中国电解铜产量预期增速或见顶回落



数据来源：ICSG，国信期货

近年来，中国有色金属协会及铜冶炼企业组织多场专题会议讨论应对铜精矿加工费持续低迷情况，但无助于完全解决全球铜精矿供应端带来的干扰叠加新建冶炼产能的扩张使供应紧张，而国内铜精矿供应总量不足、品位下降、成本高企等因素也限制我国铜精矿产能及产能，这也引发海外矿商推波助澜导致我国铜精矿现货加工费前所未见跌势，中国冶炼厂的铜精矿加工费联合谈判机制及我国资源保障面临严峻挑战。

3. 下游消费：下游行业消费偏弱，聚焦行业再库存情况

从铜消费情况来看，跟踪近年来中国铜消费从中高增速变缓的同时结构性转型的趋势变化来看，有三大因素主导着中国铜需求潜力：1、房地产为代表的建筑、基建等传统固定资产投资对铜消费贡献有所放缓；2、新能源新基建等领域发展对铜消费提升的促进持续，3、智能网联及城镇化加大全社会电气化对铜消费的提升。过去十年，中国平均单位 GDP 消费强度是世界的 3-4 倍左右、是美国的 8 倍、印度 4 倍、智利 2 倍，虽然我国单位 GDP 精炼铜消费强度已提前进入下降区域，然而我国人均铜消费高峰尚未出现拐点，随着实体经济制造业升级仍具有较大发展潜力。

参照先行工业化国家的相关指标，通过对中国经济发展不平衡及人口因素，更多按照参照对象的低值进行预测和对比分析，时点预测如下：（1）人均 GDP 和三产，参照先行工业化国家低值 1.6 万美元，峰值约 2027 年达到；（2）城镇化率，参照人均铜消费量超过 10kg 的制造业发达国家均值 76%，峰值约 2030 年达到；（3）三产占 GDP 比值，参照低值 59%，峰值约 2023 年达到；（4）人均电耗，参照低值 5834kwh，峰值约 2024 年达到。综合以上指标，考虑到我国制造业体系齐全及内外消费双循环战略发展，预计我国将在更长时间内持续维持在铜消费的高峰平台期，中国铜消费峰值预估时点或将延长至 2030 年左右。2024 年及 2025 年需对全球铜为代表的供应链体系冲击重塑及资源供应方抱团垄断威胁保持足够警惕，需从铜精矿现货爆雷及海外 COMEX 铜逼仓事件中吸取深刻教训避免产业链供应链冲击重演。

然而，我国铜产业链关键原材料铜精矿严重依赖海外进口，随着我国经济的持续发展和铜产业发展，对铜精矿产品的需求将会持续增加，我国有色金属精矿供应缺口持续扩大，原材料对外依存度持续走高。国内铜金属市场属于卖方市场，位于上游的铜金属采选企业依靠其基础性资源而获得优势地位，铜金属采选企业的市场供给能力将会极大地影响下游冶炼、加工企业的生产经营活动。值得注意的是，2025 年欧盟首次公开新战略，包含了 47 个战略项目，以提高国内战略原材料产能，进而加强欧洲原材料价值链并使供应来源多样化，标志着 2023 年通过的欧盟《关键原材料法案》被大幅加强！该法案旨在确保到 2030 年，欧洲战略原材料的开采、加工和回收分别满足欧盟 10%、40% 和 25% 的需求。该法案近年来新添加铜镍铝及更多其他军民两用材料到战略材料清单，保障将在未来出现供应不稳局面。

图：战略性关键原料事关各主要经济体产业链供应安全和稳定



数据来源：自然资源部，国信期货整理

无独有偶，近年来美国能源部正式将铜列入其关键材料名单，标志着继中欧日印和加拿大之后，美国政府首次将铜列入官方“关键”名单，2025 特朗普上台后加强铜等关键矿物的战略性重视程度，目前美国关键材料清单包括电工钢、铜铝镁镍钴锂、镕钨钼钽镓、铂铱、氟、天然石墨、硅和碳化硅，美国正将重点识别并保障关键材料未来供应安全，从更广泛的大宗关键原料产业链视野来看，面对百年变局加速演进下，大国博弈及地缘政治等因素复杂影响持续施压，有色为代表的全球实体经济供应链受制于区域经贸割裂与重塑，全球经贸往来的效率损失、成本增加、订单转移、产业冲击等多重压力，目前我国大宗商品产业链贴近下游终端行业的需求仍有待恢复，生产企业深陷终端需求不振、产能过剩压力、行业利润萎缩的

困局，这不仅导致大宗产业上下游企业经营和价格管理难度加大，还会通过全球产业竞争加大与行业内卷加速企业淘汰重整，产业处于供需重塑的转型阶段，这对于大宗商品阶段性的呈现生产成本提高、供需结构性偏紧，进而导致大宗商品呈现“畸形繁荣”境况，在大宗商品稳价保供工作推动下，关注原料端非理性的结构性上涨对我国产业链上下游均衡发展及复苏发展构成的冲击和掣肘。

美国的关键矿物全球战略呈现旨在构建一个排除战略竞争对手的供应链闭环。这一战略的制定，建立在对全球供应链“结构性失衡”的深刻认知之上。针对不同地区，美国采取了灵活的策略组合，旨在形成多个可相互备份的供应链板块：**1. 北美与拉美：**强调“近岸外包”，通过与墨西哥的《关键矿产行动计划》整合北美供应链，并强力拉拢“锂三角”国家。**2. 非洲：**投资如“洛比托走廊”等基础设施，旨在控制从资源腹地到港口的物流命脉，实现“资源-运输”一体化掌控，核心目标是刚果（金）的钴与铜。**3. 印太与盟友圈：**深化与澳大利亚、日本等国的技术及资本同盟，并通过与欧盟、日本的“供应链韧性行动计划”谈判，在盟友圈内统一贸易与投资标准。这一地缘图景展现全球关键矿产核心资源国与加工国的角色定位。

图：美国主导组建的55个国家的关键资源联盟推动“去中国化”产业重塑



- 为避免与中国直接展开“产能竞赛”，特朗普政府转向地缘政治层面，以排他性思路构建“去中国化”关键矿产供应链。为此，特朗普政府试图建立以FORGE为中枢的供应链伙伴网络。
- 基于FORGE平台，特朗普政府构建一系列政策工具推动其“关键矿产供应链俱乐部”的落地。其中最引人瞩目的是基于价格底线的兜底机制，试图因应甚至“反击”关键矿产外部竞争带来的低价冲击、补贴挤压与倾销风险，避免新项目总是在投产前后被低价打穿现金流，进而稳定关键矿产供应链项目的长期融资。
- 特朗普政府推出的FORGE平台及其政策工具，充分体现其打造“关键矿产俱乐部”的逻辑特点：长期运转、对外排他、对内分层。

数据来源：美国国务院、美国能源部，美国战争部，国信期货整理

图：美国主导的“关键矿物去中国化”全球战略正在布局

区域	典型国家/联盟	供应链角色定位	关键矿产
北美	美国	核心消费与规则主导国、新兴生产与加工中心	(消费端覆盖全体系) 国内重点开发：锂、稀土、铜、钴
	加拿大	关键资源供应国、美国盟友与加工伙伴	锂、钴、铜、稀土、铀、石墨
南美	智利、阿根廷	全球锂核心、铜资源供应国	锂(盐湖)、铜
	巴西	重要资源国(尤其稀土)	稀土(重稀土)、铀、石墨、锂
非洲	刚果(金)	全球钴供应中心、重要铜产国	钴(占全球70%以上)、铜
	赞比亚	重要铜钴资源国	铜、钴
	几内亚	重要铝土矿与新兴锂资源国	铝土矿、锂
亚太(资源国)	南非	重要铂族金属与铀矿供应国	铂族金属、铀、钒
	澳大利亚	美国核心盟友、多元化关键矿产供应支柱	锂、稀土、钴、铜、石墨
	印度尼西亚	全球最大镍资源国与新兴加工中心	镍(全球最大储量)、钴、铜、铝土矿
亚太(加工/消费国)	菲律宾	重要铜钴资源国、新兴加工地	铜、钴、镍
	中国	全球主导的加工与精炼中心、重要资源国	稀土(分离与磁体产能占全球90%+)、镍、铜、锂盐、石墨加工
印太(盟友圈)	日本、韩国	高端材料与加工技术国、核心消费与盟友	高端稀土材料、电池组件、高纯度金属(镍钴进口资源加工)
	越南、印度	新兴稀土资源与加工国、供应链多元化选项	稀土(越南)、多种矿产(印度)
欧洲	欧盟	主要消费与技术方、供应链整合与规则制定者	(消费端覆盖全体系) 本土资源有限，依赖进口

数据来源：美国国务院、美国能源部，美国战争部，国信期货整理

为避免与中国直接展开“产能竞赛”，特朗普政府转向地缘政治层面，以排他性思路构建“去中国化”关键矿产供应链。为此，特朗普政府试图建立以FORGE为中枢的供应链伙伴网络。基于FORGE平台，特朗普政府构建一系列政策工具推动其“关键矿产供应链俱乐部”的落地。其中最引人瞩目的是基于价格底线的兜底机制，试图因应甚至“反击”关键矿产外部竞争带来的低价冲击、补贴挤压与倾销风险，避免新项目总是在投产前后被低价打穿现金流，进而稳定关键矿产供应链项目的长期融资。特朗普政府推出的FORGE平台及其政策工具，充分体现其打造“关键矿产俱乐部”的逻辑特点：长期运转、对外排他、对内分层。

此外，美国推动关键矿产战略储备“金库计划”由美国进出口银行出资最高100亿美元、私营部门出资20亿美元，构建政府信用背书、私人资本跟投的资金池结构。其中战争部表示将关键矿产纳入国防工业能力与战略资本工具，美国能源部将用国家贷款与担保体系，支撑关键矿产与电池材料链条的资本密集环节，而美国进出口银行（EXIM）与美国国际开发金融公司（DFC）等金融机构则共同使美国国家资本吸收项目风险，并在关键矿产战略目标指导下规范融资项目。在运作方式上，“金库计划”采取订阅式库存和周期性轮换的思路，允许企业按协议在一定条件下按需提取并将库存维持在规定数量，已达到库存不容易被掏空、不容易快速贬值、确保库存对接需求的目标。“金库计划”体现美国进出口银行与白宫的协同，也体现其与产业界、供应商的协同，使进出口银行在这一轮关键矿产战略计划中超越出口信贷机构角色，进一步升格为国内库存与供应链安全工程的金融基础。这一战略储备由政府利用政策性金融工具搭建基底，将关键矿产从传统的国家安全库存进一步扩展为面向制造业运行的金融化、制度化缓冲工具，即将国家库存能力塑造为可持续基础设施，意图让关键矿产供应链企业在受链条冲击时稳定原料、在价格被打压时借融资救火，也意味着美国对关键矿产问题的治理重心从供给补充转向波动管理和预期稳定。

图：美国推动关键矿产战略储备“金库计划”吸引百亿以上美元资金支持

牵头部门	项目/机制	金额 (美元)	地点	资金工具	主要矿产品类	牵头部门	项目/机制	金额 (美元)	地点	资金工具	主要矿产品类
美国能源部	美国铝业	23 亿	美国内华达州	贷款	氧化铝	美国进出口银行	金库计划	最高 100 亿	美国	直接贷款	根据 OEM 需求决定
	Inoco	9.96 亿	美国内华达州	贷款	镍、钴、锂		特朗普政府关键矿产项目	148 亿	美国、英国、澳大利亚	意向书	稀土、铀矿、铷矿等
	摩根可充电回收公司	4.75 亿	美国	贷款	锂矿、镍矿、钴矿、铜矿		雷科迪克	13 亿	巴基斯坦	贷款	铜矿、黄金
	Syrah	9800 万	美国	贷款	石墨		6K Additive	2470 万	美国宾夕法尼亚州	贷款	钛矿、镍矿、先进金属粉末
	Energy Source Minerals	14 亿	美国	有条件承诺	氧化锂		Amesco 先进材料公司	2350 万	美国田纳西州	贷款	先进材料
	Nevomix	7.5 亿	美国	有条件承诺	合成石墨		帝国矿业公司	1590 万	美国纽约	贷款	铀矿
美国战争部	密歇根钾肥公司	12.4 亿	美国密歇根州	有条件承诺	钾肥矿	IperionX	1110 万	美国弗吉尼亚州	贷款	钛矿	
	Amstar Metals	3500 万	美国阿拉斯加	股权	铜矿	乌克兰种子基金	7500 万	乌克兰	股权/基金	多矿种	
	Akso-Sejitz	9300 万	澳大利亚	股权	铝矿	Orion 财团	6 亿	全球	股权	铜矿、铝矿	
	Vulcan Elements	6.2 亿	美国北卡罗来纳州	债务	稀土与材料	巴西稀土	5.65 亿	巴西	按揭	稀土	
	ReElement	8000 万	美国印第安纳州	债务	稀土	哈萨克斯组铜	最多 7 亿	中亚	意向书	铜矿	
	韩国铝业	12.5 亿	美国、韩国	债务	铝矿、稀有金属	非洲铜贸易		非洲	合资	铜矿	
Atalco	1.5 亿	美国、牙买加	股权		台湾合作		台湾地区	投资	多矿种		

数据来源：美国国务院、美国能源部、美国战争部、国信期货整理

4 铜市展望：地缘僵局、宏观迷雾与产业现实多重博弈

回顾 2026 年上半年，全球铜市在宏观预期摇摆与产业现实强化的碰撞中完成了数次逻辑切换。年初，地缘风险溢价与政策宽松预期共振，铜价一度冲高。2 月沃什获美联储主席提名，降息预期迅速收敛。随后美伊冲突升级，霍尔木兹海峡关闭，油价推升通胀预期，铜的金融属性受到压制。5 月市场沉浸于美伊缓和的和平幻想，但美国 CPI、PPI、PCE 全面超预期，降息期待彻底破灭，更高更久的利率成为新共识。地缘边打边谈，市场对高频消息逐渐钝化。最终主导行情的是产业现实：铜精矿加工费创新低 TC 低至-100 美元/千吨以下并不断刷新历史更低极值，矿端紧缺为铜价构筑了难以撼动的成本底线。

6月分，铜市场进入多重博弈框架。第一重是地缘持久僵局，美伊谈判拉锯，关键资源产区动荡从事件性风险演变为系统性成本。第二重是宏观数据依赖，沃什时代在抗通胀与防衰退间左右为难。第三重是产业刚性现实，全球对关键矿物争夺与铜矿长期资本开支不足导致结构性错配，LME 极低库存与极高升水正是深层矛盾的体现。6月美联储点阵图显示8位官员预计年内至少加息一次，美元突破101，沪铜一度跌破10万元至100880元。下旬PCE数据符合预期，加息押注下调，铜价反弹至102740元。月末美伊再反转后同意停火并在多哈会晤。沪铜实际运行区间100880-105510元，六月底流动性冲击使下沿有所扩展。

展望下半年，铜价预计仍在多重博弈框架下运行，核心矛盾是产业面确定性缺口与宏观地缘面不确定性迷雾的对抗。产业端，矿端紧缺难以扭转。全球铜矿长期资本开支不足导致的供给瓶颈仍在深化，智利、秘鲁等主产区生产干扰持续，TC维持深度负值，原料约束提供坚实成本底线。需求端，AI算力基础设施建设、全球电网升级改造、新能源汽车等领域结构性增长，供需缺口刚性特征日益凸显。美国精炼铜进口关税政策悬而未决，若分阶段加码落地，将进一步强化美国虹吸非美铜资源的叙事。

从宏观端来看，美联储高利率环境持续已成定局。点阵图显示利率中位数上修至3.8%，降息预期基本消退。沃什推进弱化点阵图指引、优化通胀评估工具等政策框架调整，长期有助于修复过度偏紧的利率定价，但短期难以转向宽松。若下半年通胀见顶回落，市场对紧缩的过度定价有望修正，但政策转向需时间。

从基本面来看，当前大宗商品市场正处于全球供需平衡体系再塑造的历史性阶段。全球资源品价格频繁异动的背后，是全球地缘经贸往来承受效率损失加剧、综合成本抬升、国际订单转移及产业竞争失衡等多重压力。大宗关键战略原材料正面临全球地缘经贸及大国博弈、产业链供应链重塑下的定价重估，金融属性强化与中长期政策预期构成主要推手。从地缘端来看，中东边打边谈格局预计延续。本轮冲突对全球供应链的冲击已从风险溢价阶段进入供应链冲击阶段，全球重要资源产地陷入动荡，迫使市场对大宗商品长期供需平衡表进行重估，地缘风险溢价将长期内化于铜的定价中。

综合来看，下半年铜价预计呈现上有顶、下有底、中枢抬升、波动加剧的高位震荡格局。价格顶部由现实需求对高价的接受度和宏观流动性紧缩预期共同界定，底部由矿端极端成本、全球低库存及系统性地缘风险溢价共同构筑。沪铜主力合约7月核心运行区间预计在98000-110000元/吨，若宏观情绪修复或关税政策落地，有望向上测试更高区间，下半年铜价重心上移不改，预估价格宽幅区间95000-12000元/吨。

对于趋势投资者，应继续持有铜期货的战略多头底仓，将其视为对冲全球通胀与供应链风险的核心资产配置。操作上采取大跌敢买、大涨不追的震荡思维，利用市场因宏观数据冲击或情绪恐慌产生的回调机会，耐心分批优化持仓成本。市场定价的关键已从交易不确定性转向交易确定性损失，在控制总风险敞口的同时，结构上敢于在产业巨变中建立战略头寸。对于产业客户，高波动环境更凸显风险管理的重要性，应坚持利用期货及期权工具进行套期保值，锁定生产和经营利润。无论哪类参与者，都必须将严格控制总风险敞口置于首位，这是在高波动市场中生存与获利的基础。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。