



2025 年 7 月 9 日

“反内卷”与新一轮供给侧改革解读

王笑	投资咨询从业资格号: Z0013736 Wangxiao@gtht.com
毛磊	投资咨询从业资格号: Z0011222 maolei@gtht.com
邵婉嫣	投资咨询从业资格号: Z0015722 shaowanyi@gtht.com
张航	投资咨询从业资格号: Z0018008 zhanghang2@gtht.com
李亚飞	投资咨询从业资格号: Z0021184 liyafei2@gtht.com
刘豫武	投资咨询从业资格号: Z0021518 liuyuwu@gtht.com
张驰	投资咨询从业资格号: Z0011243 zhangchi4@gtht.com
高琳琳	投资咨询从业资格号: Z0002332 gaolinlin@gtht.com
周小球	投资咨询从业资格号: Z0001891 zhouxiaqiu@gtht.com

报告导读:

■ 摘要:

近期市场热议的新一轮“供给侧改革”，在内容上，主要以“反内卷”为核心。区别于上一轮主要为上游传统资源品行业的产能过剩，本轮调控覆盖传统与新兴行业双主线，但重点无疑在于中下游制造业、新兴行业的无序竞争。从调控目的上看，上一轮供给侧改革修复了通缩环境，改善了企业盈利，但未根本改变经济底层逻辑。本轮供给端调控政策，以构建统一大市场、促进经济循环为目的，最终是为了通过改革优化供给质量，最终实现产业升级目标和高质量发展。从调控手段上看，上一轮“供给侧改革”以行政性措施为主，聚焦产能收缩。但本次“反内卷”由于调控对象行业与目的差异，无疑需要更复杂的制度创新和市场机制加以调节。在实施主导力量上，注重行业自律机制、法律法规完善和地方政府行为规范参与调控。从后期政策实施进程来看，本次中央财经委定调后，将成为中期政策面重点推进工作之一，预计将持续推进和落地。不过，对商品价格影响上，当前传统行业产能利用率并不低；新兴行业较为分散，民企占比更高，考虑到本次调控方式更注重市场化和制度化，预计整体效果释放速度和强度或将较上一轮供给侧改革周期更为温和。

目 录

1. 上一轮“供给侧改革”回顾	3
1.1 上一轮“供给侧改革”推进进程	3
1.2 上一轮“供给侧改革”特点	3
1.3 上一轮“供给侧改革”效果	4
2. 本次新一轮“供给侧改革”——“反内卷”的内涵与目标	4
3. “反内卷”政策出台时间线	6
4. 两次“供给侧改革”的不同点	6
4.1 去产能对象不同	6
4.2 去产能企业所有制不同	7
4.3 政策目的、实施方式不同	8
5. 本轮“反内卷”后续展望	8
6. 部分商品对本次“反内卷”政策的调研反馈与影响展望	9

(正文)

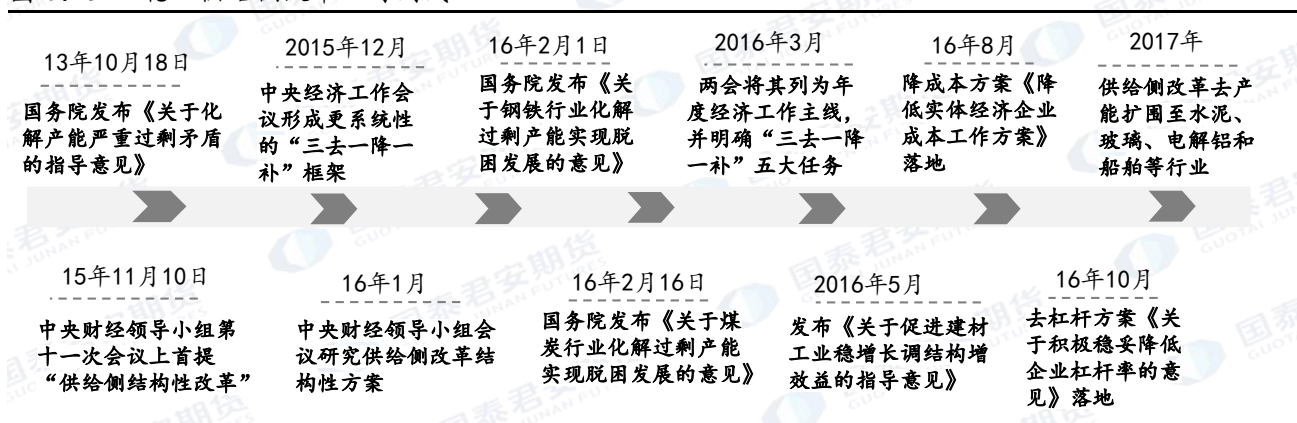
1. 上一轮“供给侧改革”回顾

1.1 上一轮“供给侧改革”推进进程

上一轮“供给侧改革”，虽然主要从2015年四季度开始开展，但去产能的政策要求从2013年就已经出现。2013年10月18日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，对钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶提出产能化解工作。不过截至到2013年年底，PPI同比负增长尚处于22个月的下跌中，加上2013年经济指标出现一定的修复，因此通缩和企业盈利压力并不突出，政策面去产能动作也相对温和。

不过进入到2015年10月，PPI已经连续44个月负增长。因此在2015年11月10日，习近平总书记在中央财经领导小组第十一次会议上，首次提出“供给侧结构性改革”，要求过剩产能有效化解。2015年12月，中央经济工作会议提出深化供给侧结构性改革，形成了更为系统性的“三去一降一补”框架。2016年1月，中央财经领导小组会议研究供给侧改革结构性方案。当年2月1日，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》；2月16日，国务院又发布了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》。与此同时各省份制定细化方案，如河北压减钢铁产能至2亿吨以内，山西等六省煤炭去产能目标达3.3亿吨。2016年3月，全国两会正式将其列为年度经济工作主线，并明确“三去一降一补”五大任务。2016年5月，发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》。2017年，供给侧改革加码扩围，去产能范围将扩至水泥、玻璃、电解铝和船舶等行业。而除了去产能的政策落地外，还包括降低成本（《降低实体经济企业成本工作方案》，2016年8月印发）的政策，去杠杆（《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，2016年10月印发）政策。

图1：上一轮“供给侧改革”时间线



资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

1.2 上一轮“供给侧改革”特点

上一轮“供给侧改革”的“三去一降一补”任务，包括去产能（淘汰钢铁、煤炭等过剩产能）、去库存（房地产去库存）、去杠杆（降低债务风险）、降成本（降低企业税费负担）、补短板（加强基础设施和民生领域投入），形成了系统的政策框架。

其中针对上游资源品特别是钢铁、煤炭的去产能工作，无疑是核心中的核心。从去产能目标来看，任

务十分明确。前文提到的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》指出，从2016年开始，用5年时间压减粗钢产能1亿-1.5亿吨。其中2016、2017、2018年分别压减粗钢产能4500、5000、3000万吨。《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》要求从2016年开始，用3至5年的时间，退出煤炭产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右。

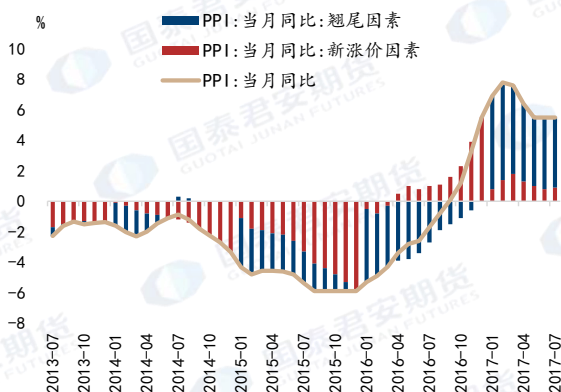
值得一提的是，当时除了明确的去产能指标之外，还包括了稳就业的详细配套措施。在2016年两会上，宣布了中央财政安排1000亿元专项奖补资金，重点用于分流安置180万职工，解决职工生活问题。2017年3月，人社部等五部门发布《关于做好2017年化解钢铁煤炭行业过剩产能中职工安置工作的通知》，明确“确保不发生因职工安置引发的规模性失业和重大群体性事件”。

1.3 上一轮“供给侧改革”效果

上一轮“供给侧改革”取得了较为明显的成果，2016-2018年累计压减粗钢产能超过1.5亿吨，提前完成“十三五”目标。2016-2018年退出煤炭落后产能8.1亿吨，超额完成“退出5亿吨”的初始目标。

对价格的影响方面，钢铁、煤炭等原材料价格结束长期低迷走势。从PPI表现来看，2016年9月，PPI结束连续54个月负增长，同比开始转正，而到12月同比涨幅突破5%。在企业利润方面，盈利能力修复，2017年钢铁行业扭亏为盈。

图2：从2016年开始PPI出现强势上涨



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图3：上一轮供给侧改革对商品价格影响对比



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 本次新一轮“供给侧改革”——“反内卷”的内涵与目标

今年7月1日，中财委的会议重点提及“依法依规治理企业低价无序竞争”，“推动落后产能有序退出”等纵深推进统一大市场建设的方案。结合当天《求是》杂志的发文，一时间通过“反内卷”来实现新一轮“供给侧改革”的预期急速升温。

根据7月1日《求是》杂志《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》文章，“内卷式”竞争主要涉及企业和地方政府两类行为主体。

图 4：2025 年第 13 期《求是》杂志《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》文章提到的“内卷式”竞争表现

企业行为	低价竞争	□ 打价格战，甚至低于成本价销售	地方政府行为	违规补贴	□ 人为制造政策洼地，使用不公平普惠优惠政策
	同质化竞争	□ 追逐热点跟风扩产，产业重复建设		盲目上马	□ 不顾地方产业基础和资源禀赋，重复建设
	逐底竞争	□ 只重宣传不重品质		市场分割	□ 保护本地市场和企业，搞区别对待

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

从 7 月 1 日中财委会议推进“统一大市场”内容来看，也相应涉及企业和政府两方面主体。企业层面与供给侧、“反内卷”相关的内容包括，要求治理低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出；政府层面则要求规范政府招标投标和规范地方招商引资。

图 5：纵深推进全国统一大市场建设要求

企业	□ 依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出	政府	□ 规范政府采购和招标投标，加强对中标结果公平性审查
	□ 着力推动内外贸一体化发展，畅通出口转内销路径，培育一批内外贸优质企业		□ 规范地方招商引资，加强招商引资信息披露
	□ 持续开展规范涉企执法专项行动，健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系		□ 引导干部树立和践行正确政绩观，完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

因此本次“反内卷”需要解决的部分领域物价偏低的问题，核心在于不正当竞争和地方保护主义引发的结构性内卷。所涉及的领域包括一些产能过剩突出的资源行业，价格战恶性循环的制造业中下游行业（尤其以新能源产业链为典型），以及平台经济。

图 6：本轮“反内卷”覆盖传统与新兴行业双主线

行业类别	细分领域	主要问题
传统行业	钢铁、水泥、建材、生猪	产能过剩
新兴行业	光伏、锂电池与储能、新能源车、电商平台	同质化高，低价无序竞争

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

3. “反内卷”政策出台时间线

梳理“反内卷”政策出现时点，事实上在去年7月的政治局会议上就已经提出。随后在去年年底的中央经济工作会议、再到今年两会，以及总书记的活动；包括发改委、市场监管总局等各个部位，均在反复强调。

不过，去年开始提到“反内卷”，主要以“顶层设计”、方向性指引入手。我们认为一方面具体政策细则仍在完善，另一方面，也是更为重要的原因是，今年上半年中美贸易摩擦重新升温，导致稳增长、保就业的压力增大，为了稳经济，供给端去产能的紧迫性不强。但是，随着美国对华关税的趋稳，国内扩内需政策的见效，在6月27日，央行二季度货币政策委员会例会定调经济“呈现向好态势”。因此短期稳增长的压力有所减弱，打开了供给端调控产能的政策空间。

从6月以来，汽车、光伏等多个行业组织，通过自律机制，设立规章制度等方式，开始提速落地“反内卷”政策。比较典型的如6月初汽车行业的所谓“三道红线”的消息，就提到“控产能”的问题。

图7：“反内卷”相关政策出台时间线

时间	主体	内容
2024年7月30日	政治局会议	提出“要强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”，这是中央层面首次提及反内卷
12月	中央经济工作会议	强调了综合整治“内卷式”竞争
年底	全国发展和改革工作会议	明确提出综合整治“内卷式”竞争，推动产业升级与创新
2025年1月3日	发改委副秘书长国新办发布会	2025年，要综合整治“内卷式”竞争，积极化解一些行业供大于求的阶段性矛盾
3月5日	两会《政府工作报告》	明确将“综合整治内卷式竞争”列为年度任务
3月5日	总书记参加江苏代表团审议	强调要深化要素市场化配置改革，主动破除“内卷式”竞争
3月	市场监管总局党组扩大会议	强调将“反内卷”纳入监管重点，尤其在光伏、电商、汽车领域整治低价倾销、同质化竞争
3月18日	习近平在贵州考察	贵州要积极融入全国统一大市场建设，坚决破除地方保护、市场分割、“内卷式”竞争
5月16日	市场监督管理总局党组书记在《人民日报》上发文	题为《综合整治“内卷式”竞争 维护公平竞争市场秩序》
5月	新闻发布会	发改委明确强调整治“内卷式”竞争的重要性，提出通过优化产业布局、遏制落后产能扩张、强化市场监管等措施推动高质量发展
6月	人大常委会通过新修订的《反不正当竞争法》	首次在法律中直接针对“内卷式”竞争制定条款，将于2025年10月15日施行
6月	工信部装备工业一司发布通知	要求开展新能源汽车行业“内卷”问题综合整治，并将依法行政意识能力提升作为重点任务
6月	《保障中小企业款项支付条例》	针对汽车行业的支付账期痼疾，明确大型企业付款账期限制，并通过供应链金融规范遏制内卷衍生问题
7月1日	习近平主持召开中央财经委员会第六次会议	依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出
7月1日	《求是》杂志发文《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》	要供需两侧协同发力，促进总供给和总需求动态平衡；规范政府行为，促进有效市场和有为政府更好结合；强化行业自律，提高行业和企业反“内卷”的自觉性。

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

4. 两次“供给侧改革”的不同点

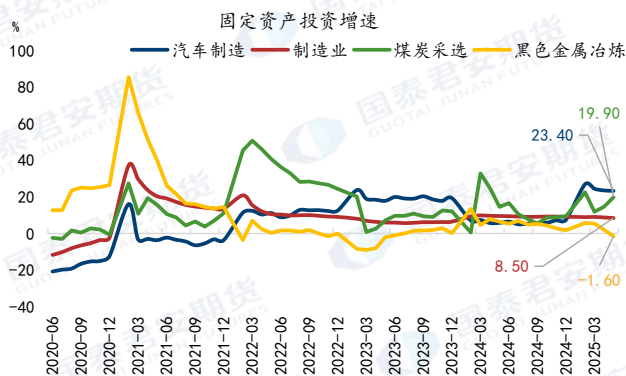
4.1 去产能对象不同

2015-2016年，中国经济在经历了2008年四万亿刺激后，按照当时的定调，中国面临“三期叠加”（增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期），出现了上游商品，特别是螺纹钢、煤炭等产能偏过剩的格局。

而当前产能过剩领域与前期存在较大不同，较多存在于制造业下游，且多出现在一些新兴行业当中。

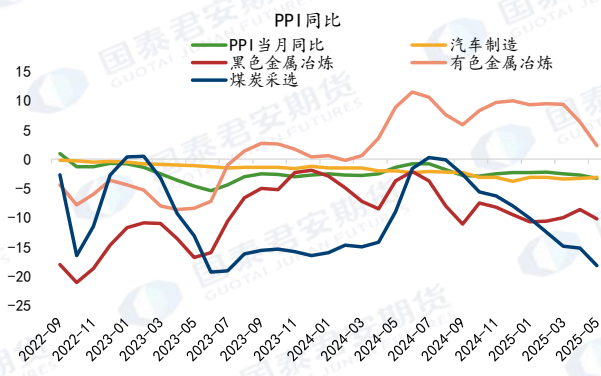
这主要由于近几年来，受中国式现代化、高质量发展政策引领，政策重点在于引导脱虚向实，自主可控，实体经济投资在产业政策推动下高速增长，部分地方政府政绩观错位，形成部分领域产能利用率偏低格局。

图 8：截至今年 5 月，汽车制造业固定资产投资增速达 23.4%



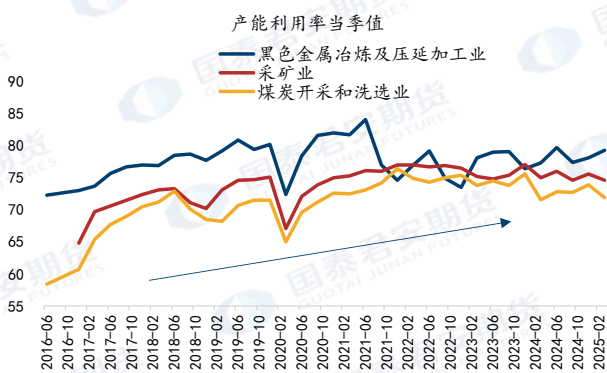
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 9：上游资源品、下游汽车 PPI 均持续处于负增长状态



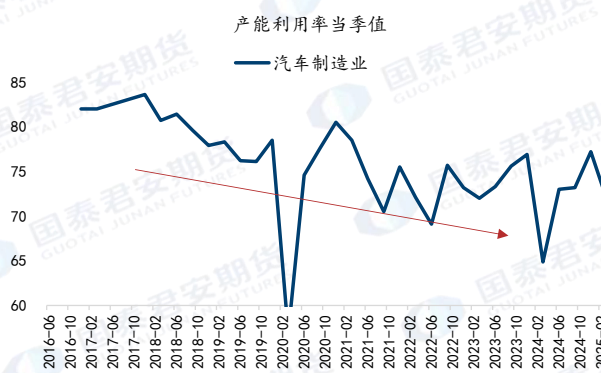
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 10：当前上游行业产能利用率高于 2016 年



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 11：当前汽车制造业产能利用率低于 2016 年



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

4.2 去产能企业所有制不同

由于上一轮供给侧改革过剩行业集中在上游，而从企业所有制性质来看，上游资源领域国企占比高。而本次供给偏过剩的行业中，部分处于偏中下游，典型的行业如光伏、新能源车等所谓的“新三样”行业，而这些行业民营企业占比较高。因此可能较难通过自上而下通过行政命令的方式下达去产能目标。

此外，本次供给侧改革涉及到的行业，市场化程度更高，有些行业本身集中度也不高，竞争十分激烈，可以更好地利用市场化优胜劣汰的形式，实现产能的去化。

图 12：A 股上市公司中，去产能，反内卷相关行业企业性质分类占比（单位：%）

	中央国有企业	地方国有企业	民营企业	外资企业	其他
新能源车板块	9.2	15.4	67.7	4.6	3.1
光伏板块	6.3	11.5	71.9	3.1	7.3
钢铁行业	32.6	30.4	37	-	-
煤炭行业	13.5	70.3	16.2	-	-

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

4.3 政策目的、实施方式不同

上一轮供给侧改革修复了通缩环境，改善了企业盈利，但未根本改变经济底层逻辑。本轮供给端调控政策，以构建统一大市场、促进经济循环为目的，最终是为了更好实现中国经济转型升级的要求，实现高质量发展。而不是仅局限于产品价格企稳回升，企业利润改善等“表面”问题。

从实施方法上看，上一轮“供给侧改革”以行政性措施为主，例如煤炭行业强制限产 276 个工作日。但本次“反内卷”由于调控对象行业与目的差异，无疑需要更复杂的制度创新和市场机制加以调节。不过，经过近几年的宏观调控的实践，国内政策面无疑也累积了相当丰富的经验，因此在本次“反内卷”工作上，方式方法上也可以更好地从过去的行政性主导，转变成“行政+市场”有机结合的方式进行。

此外，当前工作的多目标取向，在化解过剩产能的同时，也将更加注重稳就业、稳企业，两者并不是此消彼长的零和博弈，而是需要通过政策的优化找到企业发展、产能去化的平衡点。

图 13：上一轮供给侧改革与本轮“反内卷”差异对比

	上一轮“供给侧改革”	“反内卷”
调控对象	上游资源品的绝对产能过剩	重点瞄准新兴行业的过度竞争
企业性质	国企居多	民企居多
手段	行政性为主	更复杂的制度创新和市场机制调节
主导力量	地方政府执行中央指令	行业自律协议、地方政府制度规范
目的	直接淘汰落后产能，通过供给收缩实现价格回升	引导企业向差异化竞争转型，构建统一大市场、促进经济循环
效果	立竿见影，见效快	释放速度和强度或将弱于上一轮“供给侧改革”周期

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

5. 本轮“反内卷”后续展望

政策有望持续落地。本次“反内卷”政策通过中央财经委员会再度得到强化，或预示着供给侧调控将成为政策面中期的重要工作方向之一。可以参考的一个例子是，在 2024 年 2 月，召开了第四次中央财

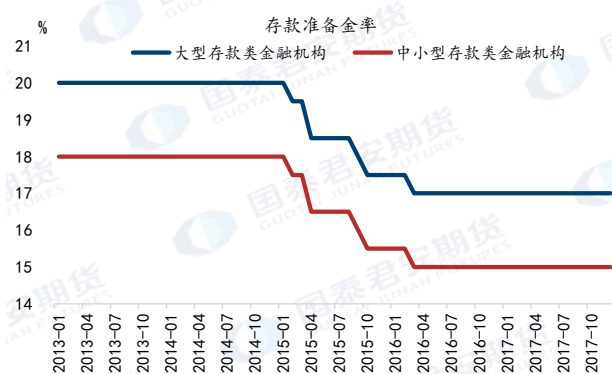
经委会议，重点研究了大规模设备更新和消费品以旧换新问题，随后“两新”政策成为近两年提振内需的重要抓手。

在高层的重视下，预计后期多个重要会议，如7月底政治局会议，均会将“反内卷”持续进行推进。此外，预计今年将发布的“十五五”规划草案，也将成为政策主线之一。此外各个部委、行业协会、自律组织或将持续出台相关制度措施、倡议文件等加以落实。在6月29日《人民日报》的文章《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》中就提到“政府有引导、行业有自律、企业有行动，综合整治‘内卷式’竞争就能稳步推进、见到成效”。

政策多元化、市场化。鉴于当前政府在施政中对市场的高度重视，以及本身本轮“去产能”行业对象民企占比高的特点，我们预计政策也将更多元化、法制化、市场化，针对不同商品或产品，推出不同的做法，而非一刀切式的简单执行产能缩减目标。例如6月出台车企缩短供应商账期等行业自律措施，通过《反不正当竞争法》约束低价竞争等。5月16日，国家市场监督管理总局党组书记、局长在《人民日报》上发文，也表示要通过“有效市场和有为政府更好结合”，“坚持多元施策，切实增强整体治理效能”。

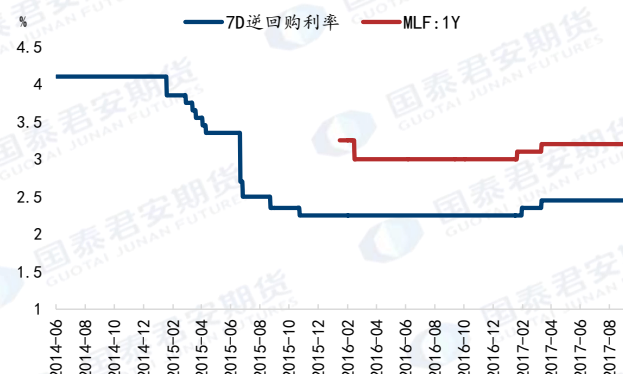
供给侧政策加码与需求侧托底并行不悖。考虑到今年不确定性的外部形势和内需市场的疲弱，即使当前政策面在供给侧出现更多倾斜，但需求侧的稳定也将不会缺席。从上一轮“供给侧改革”来看，当时也曾多次降准降息，保持流动性的宽松。

图 14：上一轮供给侧改革时期也多次降准



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 15：上一轮供给侧改革时期利率政策偏稳健



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

6. 部分商品对本次“反内卷”政策的调研反馈与影响展望

图 16：部分商品对本次“反内卷”政策的调研反馈

行业	品种	所处行业产能利用率	"反内卷"现状	本行业反内卷及去产能的难度	涨价后下游接受度
新能源	碳酸锂	上游80%，中游60%，下游50%。	主要是下游新能源车遭遇资金周转周期缩短的要求，乃至反内卷也开始涉及下游汽车行业。	碳酸锂尚未提及去产能；车企去产能将导致就业问题。	行业价格主要都在下跌，并没有上涨，下游希望上游降本。
	多晶硅	工业硅50%，多晶硅33%，硅片62%，电池片59%，组件45%。	光伏产业处于阶段性供过于求的格局之中，亟需相关政策引导整体行业回归至健康发展的道路上，尤其是关于治理低价无序竞争等相关的措施。此外，水泥行业协会发布“反内卷 稳增长”工作指导意见，亦给到市场关于后续光伏产业发布“反内卷”政策的相关预期。受此影响，多晶硅企业纷纷上调对外报价，部分下游亦挺价。	1、资金来源：产能收购、整合落后方案的资金来源需要明确。出资主体，各家出资占比仍需要明确； 2、主体性质：光伏产业多数为民营企业，国企背景少； 3、各家差异：各家生产成本不一，无法形成统一的标准。	下游深陷现金流亏损，完全无力接受上游涨价。
黑色建材	螺纹钢/热卷	螺纹钢50%，热卷85%。	产能充裕，供给跟随需求。	落后产能已经基本退出。	利润低位波动，钢价跟随原料波动。
	煤焦	煤矿85%，焦炭78%。	整体供应偏充裕，以量换价。	与上一轮周期全面过剩不同，此轮更多的是结构性过剩，导致筑底时间线或有所拉长。	部分性价比高、资源较为稀缺的货源下游有出现适当补库。
	玻璃纯碱	玻璃87%，纯碱85%。	整体供应偏充裕，以量换价。	经过2011-2015去产能，行业产能都合理、合法，缺乏去产能的具体法律法规。	正常。
轻工	天然橡胶	内卷集中在下游。下游轮胎TBR60%左右，PCR70%左右。	天然橡胶约60%以上用于下游轮胎生产，中国轮胎产量已连续多年稳居世界第一，行业深陷增量不增收、以量换价的泥潭。	1、同质化严重，中低端轮胎表现明显； 2、无序扩张下，产能严重过剩； 3、利润空间无限压缩，创新引擎熄火。	今年天胶价格震荡下跌为主，轮胎企业刚需采购，逢低采购，高价抵触。
	纸浆	内卷集中在下游。下游四大主要纸品（双胶、双铜、白卡、生活用纸）除白卡开工在70%上下，其他开工维持在60%附近。	纸浆主要用于造纸，2021年整个造纸行业景气度较高，产业链价格持续上涨的情况下，下游投放了大量产能，导致造纸行业由供需紧平衡转变为过剩。根据已公布投产时间的项目统计来看，预计2025年国内成品纸产能投产超过600万吨，约占2024年末成品纸产能之和的9.6%，扩张仍在持续。	1、同质化严重，恶性竞争下，价格战屡屡上演； 2、市场竞争格局相对分散加剧了行业内卷； 3、错误预判或者无法预判国内消费市场趋势，只能依赖无序扩张来扩大企业市场规模。	今年纸浆价格整体重心走低，但因为下游企业缺乏向终端的议价能力，导致纸浆成本的利润让渡多流向终端，甚至成为压低纸价的原因。纸厂刚需采购或调整配方比例来做低成本。
农产品	生猪	2024年2月，农业农村部首次将全国能繁母猪正常保有量从4100万头下调至3900万头；2025年6月，相关部门进一步提出在现有4038万头基础上再调减100万头，目标降至3950万头。	降产能、降体重、不鼓励二育。	散户端难以统一调度。	养殖有利润，饲料成本可接受。

资料来源：国泰君安期货研究

从针对我们商品期货研究员的调研可以发现，上游资源品行业如钢铁、煤炭、玻璃等，由于上一轮供给侧改革有效地实现了行业整合与产能去化，目前产能利用率并不低。对于传统行业供给端调控的范围和力度，仍需要进一步明确。而典型的“内卷化”新兴行业，产能利用率反而相对更低。因此本次“反内卷”边际增量点在于新兴行业，有其必然性。

从行业反馈的去产能难度来看，譬如像新能源产业链内部差异化较大，行业竞争格局分散，因此在政策落地上仍面临一定困难。此外对于地方财政、税收以及就业问题的博弈，各方利益协调仍面临难度。因此对于市场影响方面，预计本轮“反内卷”可能在中长期推动光伏、新能源车等领域的竞争格局优化，但其效果释放速度和强度将弱于上一轮供给侧改革周期。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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国君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，未经国君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。