

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格编号: F0306148

投资咨询编号: Z0012671

施海

从业资格编号: F0273014

投资咨询编号: Z0011937

刘倡

从业资格编号: F3024149

投资咨询编号: Z0013691

黄韵之

从业资格编号: F3048897

联系人

刘倡

电话: 021-20370975

邮箱:

[liuchang@xzfutures.com](mailto:liuchang@xzfutures.com)

## 内容提要

在目前宏观经济预期下，我们预计19年纺织纺服等终端需求表现将呈现“刚需稳，投机性需求弱”的情况，内外需增速将放缓，产业链淡季会较18年更为分明。

结合对需求预估，国内聚酯产能及产量增速预计低于2018年，但预计仍高于PTA产量增速。此外，随聚酯环节行业集中度提升，中小工厂则面临成本压力，聚酯环节利润，特别是长丝上，存在一定压缩预期。

国内PTA新增产能不多，仅四川晟达、翔鹭石化、新凤鸣有投产预期，但受制原料和新装置开工不稳定性，预计19年实际产量增长有限，供需依然紧平衡。

亚洲PX将迎来产能集中投放，主要是国内产能，但新装置开车存在较高不确定性，实际产量增长或要到19年下半年。上半年着眼点还是关注PX检修量情况，从目前信息整理来看，19年上半年亚洲整体检修力度要低于18年，仍集中在3-5月。供需节奏上，预计一季度松，二季度紧，三四季度松。

19年PTA平均加工差有望在产业链上下游利润让渡中继续上升，PTA重心仍将稳步上抬。但宏观预期不确定下，趋势性行情难现，更多的可能是季节带来的波段行情。

单边年度策略05合约(09合约)以逢区间底部5800(5600)附近买入，逢6600(6400)附近平仓为主；跨期策略上，19年投机性需求并不乐观，PTA货紧可能性较18年下降，但全年预计紧平衡，跨期可结合库存预期变动情况，震荡思路对待；跨品种方面，MEG产能投放多于PTA，可考虑逢低买入PTA/MEG组合；PX加工差下半年有压缩预期，PTA/原油可逢高试空。

风险点上，1.全球经济面临下行风险，2019年国内外或有一定反周期的经济刺激政策，对商品市场影响存在不确定性；2.国际原油正寻求新的供需平衡点，各国减产执行将显著增加油价波动率。

## 1.行情回顾

图 1: PTA 指数与布伦特指数 (蓝)



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

2018 年，聚酯产业链迎来的久违多年的高景气，Q1-Q3 内外需表现双双向好，在新房开工高企、内需消费尚可、外需“抢出口”等因素下，行业乐观程度同比提升，行业各环节投机性备货增多，供不应求，聚酯产业链价格在 8 月大幅上升。但进入 Q4 后，高价格对需求产生了负反馈作用，叠加原油坍塌、中美贸易摩擦加剧、房产销售低迷、金融条件偏紧等宏观利空因素，聚酯产业链情绪受到抑制，各产品价格均出现大幅回调。

一季度，终端需求延续高景气，TA 高位运行。2 月因油价回调而跟随走弱。春节后，因 18 年春节较晚，终端纺织开机同比延后，导致下游 PTA-聚酯库存均有所积累，恰逢黑色系因库存高企需求滞后而出现深度回调，PTA 跟随走弱。

二季度，在产业链降价过程中，伴随着大装置轮番年检，PTA-聚酯库存得到一定去化。且终端纺服需求在滞后后出现集中放量，叠加环保等因素造成的纺织环节供不应求，聚酯产业链景气度同比明显提升，TA 在低库存强需求基础上走出一波顺畅的季节性强势行情。而后则在油价回落和需求季节性走淡预期中，窄幅回调。

三季度，今年外贸“抢出口”特征明显，同时上半年产业链景气度也使各环节投机性备货意愿提升，聚酯产业链表现出“淡季不淡”特点，而 PTA 社会库存偏低的问题，随 9 月合约临近而逐步成为市场焦点，叠加偏暖的商品市场情绪，TA 走出了 3500 点的趋势行情。

四季度，PTA 高价格对需求产生负反馈作用，聚酯工厂成本大幅抬升，聚酯工厂联合抵制，停工潮爆发，聚酯负荷降幅接近春节期间停工产能，叠加中美贸易摩擦发酵，市场情绪转弱，11 月后，伊朗供应削减不如预期，沙俄等国产量大幅增加，促使原油大幅回调，TA 跟随回调。

展望 2019 年，PTA 新增产能不多，仅四川晟达、翔鹭石化、新凤鸣有投产预期，但受制原料和新装置开工不稳定性，预计 19 年实际负荷提升有限。而 PX 和聚酯环节均有较多装置投产，PX 迎来大炼化产能投放，聚酯产能在 18 年已有较高增长，TA 在产业链话语权稳步逐步增强，以聚酯工厂为例，目前普遍反应年度合约优惠较 18 年初有所缩窄。因此，19 年 PTA 平均加工差有望在产业链上下游利润让渡中继续上升，PTA 重心仍将稳步上抬。但宏观预期不确定下，趋势性行情难现，更多的可能是季节带来的波段行情。

## 2.PTA

2019年PTA产能增长不多，仅四川晟达、福海创、新风鸣等装置有复产或投产预期，但四川晟达与蓬威面临抢PX问题，福海创面临PX开车不确定性，新风鸣则是新装置，有试车过程，因此PTA实际产量有限。产业链利润分配上，考虑PX-PTA-聚酯三环节，PX环节面临国内大炼化产能的冲击，毛利存在较大压缩空间；聚酯环节在18年产能投扩后，未配套PTA的装置增多；PTA产量增长有限；故PTA环节话语权有望增强。当下，聚酯环节在谈判2019年合约折扣，已明显感到折扣力度较往年有所降低，聚酯环节利润压缩较为确定，而PX环节利润压缩仍依赖新装置稳定运行，压缩过程预计偏缓慢。

### 2.1 PTA 供需平衡表

2018年，我国PTA名义产能先增后减，增桐昆二期220万吨，减翔鹭165万吨、华彬180万吨产能。产量保持高速增长，终端织造环节刚需增多、投机性备货增多对上游负荷形成正反馈，加之计划外停车同比减少，TA年均负荷同比提升5%左右，在78%。综合评估后，2018年1-11月，PTA累计产量3726万吨，累计同比15.79%，去年同期在9.45%。

尽管PTA产量增速较快，但聚酯产量同样保持着较高增速，使今年PTA社会库存仅小幅积累。2018年1-11月聚酯产量在4177万吨，对应PTA需求3600万吨，累计同比在11.42%，去年同期在8.20%，结合PTA其它用途，预计2019年年初库存仅较2018年增加30万吨左右。

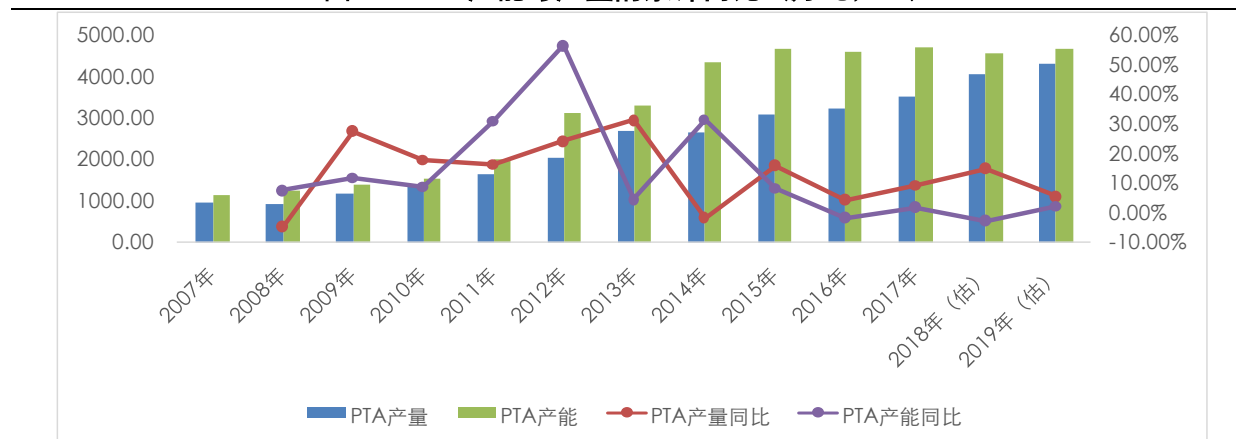
2019年，PTA产能增速或仅2%，实际产能增长有限，负荷上，考虑平均15天的检修期和意外检修，预计19年年均负荷在82%附近，产量预计在4200万吨左右，同比增长5%左右。增速预计低于18年。结合聚酯产量增速6%预估，及其它领域需求，2019年PTA供需基本平衡。

表 1：2019 年有复产或投产可能的 PTA 装置

装置	产能 (万吨)	地点	投产情况
四川晟达	100	四川南充	原料供应存在问题，不排除未来从新疆地区调拨原料
福化福海创	450	福建漳州	目前两条线共300万吨装置7-8成负荷运行，剩余部分看PX的重启进度，1月有重启预期。
新风鸣	220	浙江嘉兴	计划2019年Q3投产

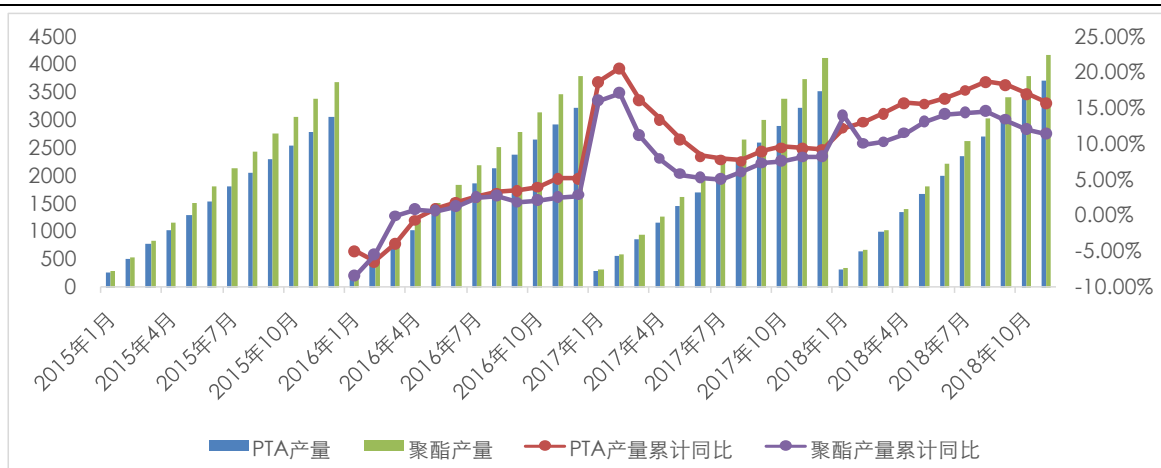
数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图 2：PTA 产能与产量的累计同比 (万吨，%)



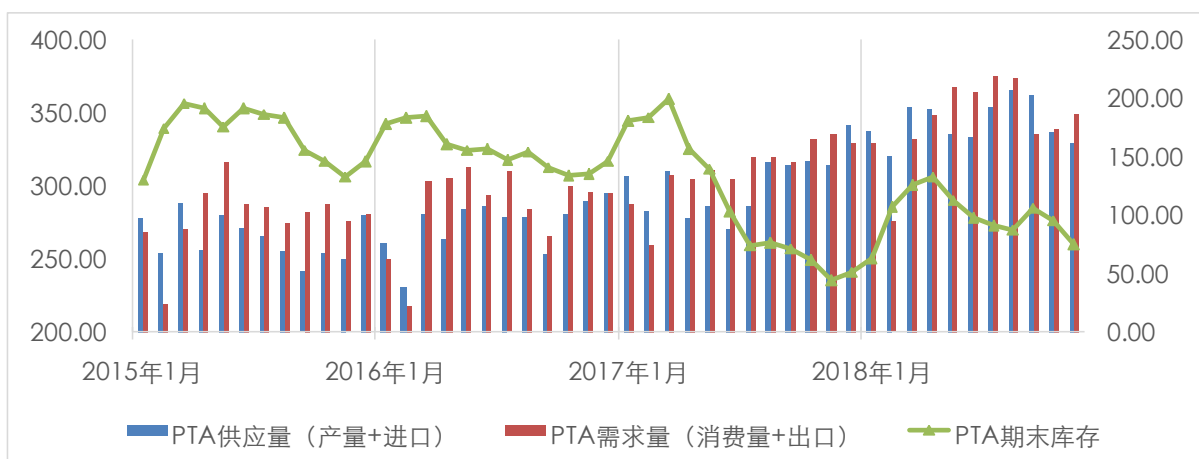
数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图 3: PTA 与聚酯累计产量和累计同比 (万吨, %)



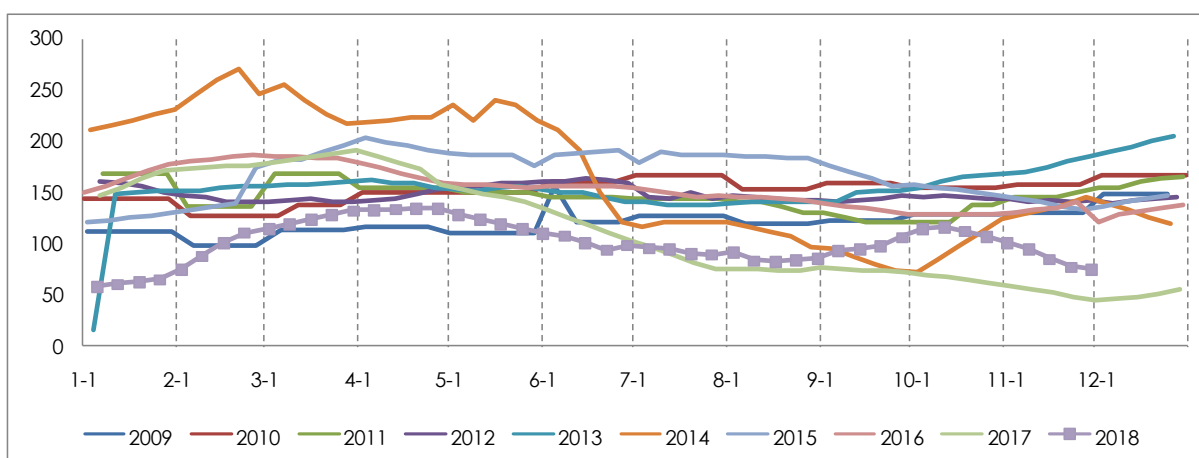
数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 4: PTA 月度供需平衡表 (万吨)



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

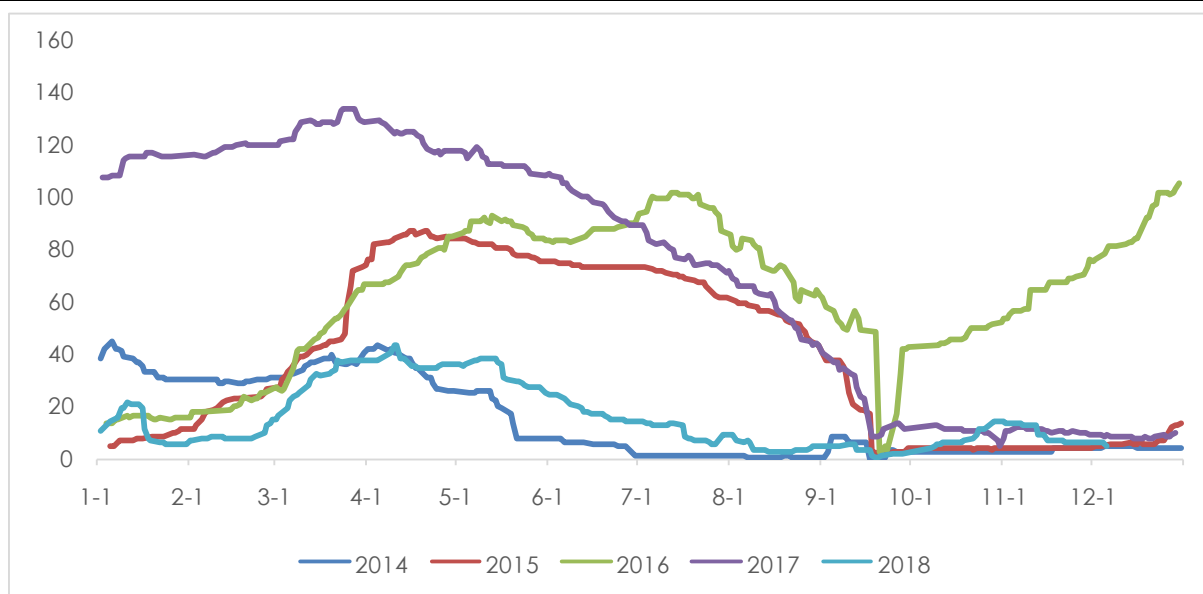
图 5: PTA 社会库存季节图 (万吨)



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

今年 PTA 仓单水平整体不高，与仅有去年同期 1/3 左右水平。盘面套保压力极大减轻，从交易所公布的套保持仓来看，今年出现净买套保持仓结构的情况大大增多。

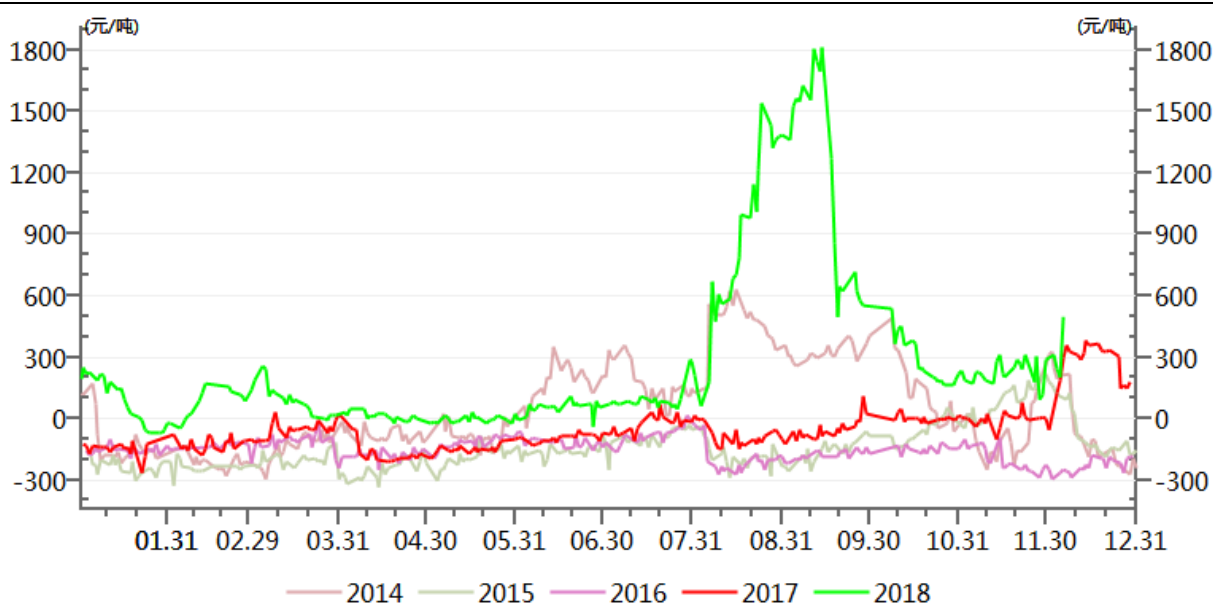
图 6：期货交割库库存量（万吨）



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

PTA 低社会库存导致今年 PTA 基差同比上升，H1 在升水期货 20-50 元/吨之间，H2 在升水期货 300 元/吨上下。期限结构上，PTA 远期曲线维持 Backwardation 结构，且正套驱动力更强。

图 7：PTA 基差季节图（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

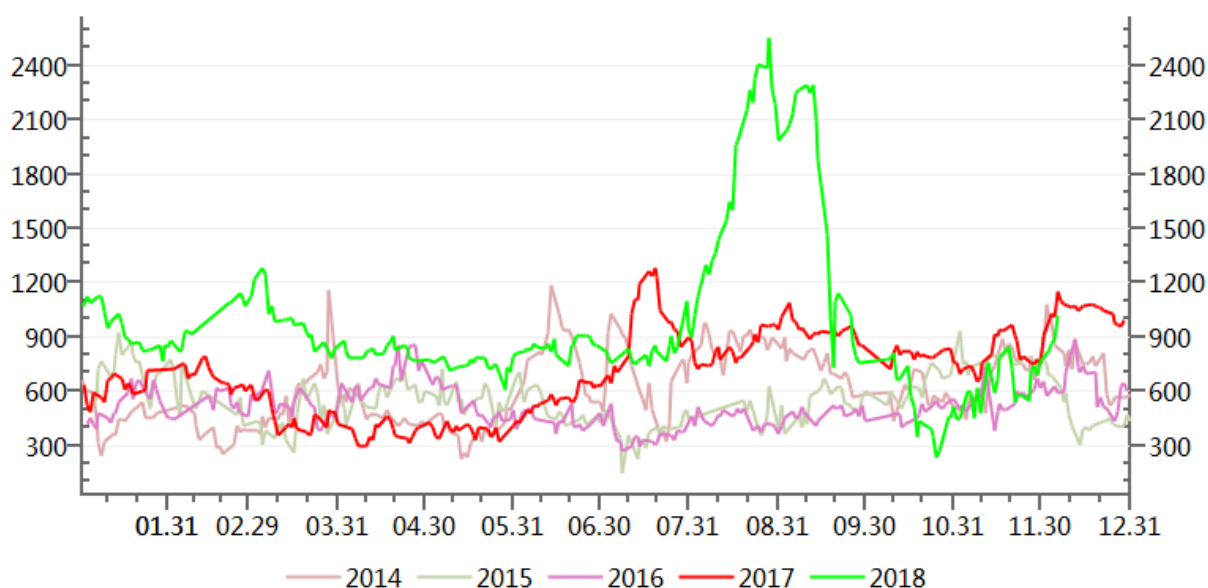


## 2.2 PTA 的加工差及原油的比价

全年除 9、10 月外，PTA 产销均保持较高水平，PTA 加工差年均同比增长 280 元/吨，同比增长 36%。春节前后因炒作需求预期，加工差高点触及 1200 元/吨，而后因需求滞后，PTA 春节累库而受到压缩。二季度纺织旺季来临，后置的需求集中显现，PTA 价格上升，但因二季度 PX 大量检修价格坚挺，PTA 加工差反弹乏力。三季度在多重因素刺激下，PTA 加工差随价格大幅上涨，创出多年新高。四季度因高价抑制需求及议价能力不如 PX 而有所回落。

2019 年，结合 PX-PTA-聚酯三环节产能投放情况来看，未来议价能力排序为  $PX \approx PTA > 聚酯$ ，我们预计 PTA 加工差同比将继续上抬，前期主要通过压缩下游环节的利润实现，后期随国内 PX 产能投产，PX 环节议价能力也将逐步降低。

图 8：PTA 加工差季节图（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 3. 聚酯

2019 年因宏观经济预期的不确定性增强，需求增速存在走弱可能，聚酯产能及产量增速预计低于 2018 年，虽然 19 年目前统计约有 550 万吨上的新增产能，但实际投放比例或不如 2018 年，2018 年新增聚酯产能约 545 万吨，对有配套 PTA 的企业来说，如恒逸、恒力集团，投产概率较高，该部分产能约 350 万吨上下，而无配套 PTA 的企业，则在未来原料供应、利润问题上存在不确定性。此外，聚酯环节行业集中度也逐步提升，如恒逸集团今年大量并购整合，大工厂规模化效应增强，而中小工厂则面临成本压力，因此预计 2019 年聚酯环节利润，特别是长丝上，存在一定压缩预期。

### 3.1 产能产量及库存

2018 年，聚酯产能及产量均高速增长。截止 11 月，聚酯环节新增产能总计 564 万吨，同比增长 11%。2018 年 1-11 月聚酯产量在 4177 万吨，对应 PTA 需求 3600 万吨，累计同比在 11%，

去年同期在 8%。

2019 年，从目前统计的信息来看，明年仍有 615 万吨装置投产，其中长丝占 360 万吨、短纤占 58 万吨、工业丝占 42 万吨、瓶片占 210 万吨，切片 25 万吨。投产还是集中在高附加值产品种类多的长丝和全球竞争力强的瓶片上。考虑纺织纺服等环节明年增速预计有限，以及原料配套问题，暂估明年产能增 6-7%，约 350 万吨，产量或在 4600 万吨上下，增速约 6-7%，对应 PTA 需求 4000 万吨上下。

**表 2：2019 年有投产预期的聚酯装置**

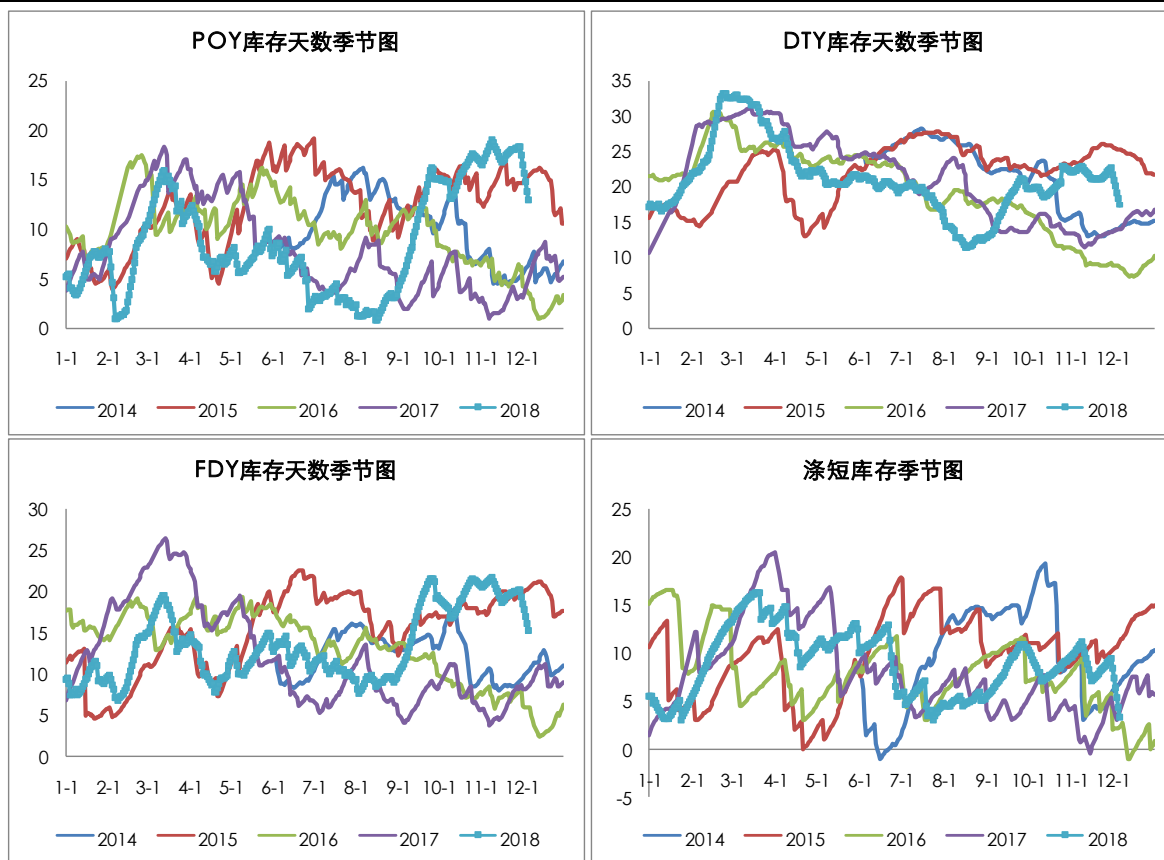
装置	产能	地点	时间	产品
经纬新纤	20	长乐	2018 年 12 月	长丝
国望高科	20	吴江	2018 年 12 月	长丝
江苏向阳	8	江阴	2019 年 Q1	短纤
扬州富威尔	20	扬州	2018 年 12 月	短纤
华亚	7	宜兴	2019 年 3 月	工业丝
江苏华西村	10	江阴	2019 年 Q1	短纤
嘉兴逸鹏	50	嘉兴	2019 年	长丝
海南逸盛	50	海南	2019 年 H2	瓶片
大连逸盛	100	大连	2019 年 H2	瓶片
澄高包装二期	60	江阴	2019 年 H1	瓶片
仪征化纤	20	扬州	2019 年	短纤
江苏恒力	20	盛泽	2019 年 Q2	工业丝
浙江三维	15	台州	2019 年 H2	工业丝
浙江三维	25	台州	2019 年 H2	切片
桐昆二期	60	嘉兴	2019 年	长丝
桐昆恒忱	60	嘉兴	2019 年	长丝
盛虹	25	吴江	2019 年	长丝
恒逸（海宁）	75	嘉兴	2019 年	长丝
桐昆恒邦四期	30	嘉兴	2019-2020 年	长丝
桐昆恒腾四期	30	湖州	2019-2020 年	长丝
逸鹏	50	嘉兴	2019 年	长丝
南通恒科	60	南通	2019-2020 年	长丝
锦兴	50	晋江	2019-2020 年	长丝
大连逸盛	60	大连	2020 年	瓶片
总计	845			

数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

库存水平上，今年聚酯产品库存波动幅度明显扩大，上半年因海内外经济增长优秀，纺服需求增长，纺服产业链大幅去库后心态乐观，开始积极建库备货，瓶片则因海外装置故障多及竞争力差，出口量价齐升，而下半年全球经济增长放缓，前期的投机性需求在预期转弱后迅速消失，同时“抢出口”带来的需求前置效应逐步释放，刚需降低，聚酯产销因此持续低迷，产成品库存快速增长。截止 12 月初，聚酯产成品库存大幅高于去年同期水平，与 15 年水平相近，

预计一季度聚酯负荷同比偏低。

图 9：涤丝及短纤产品库存可用天数季节图（天）

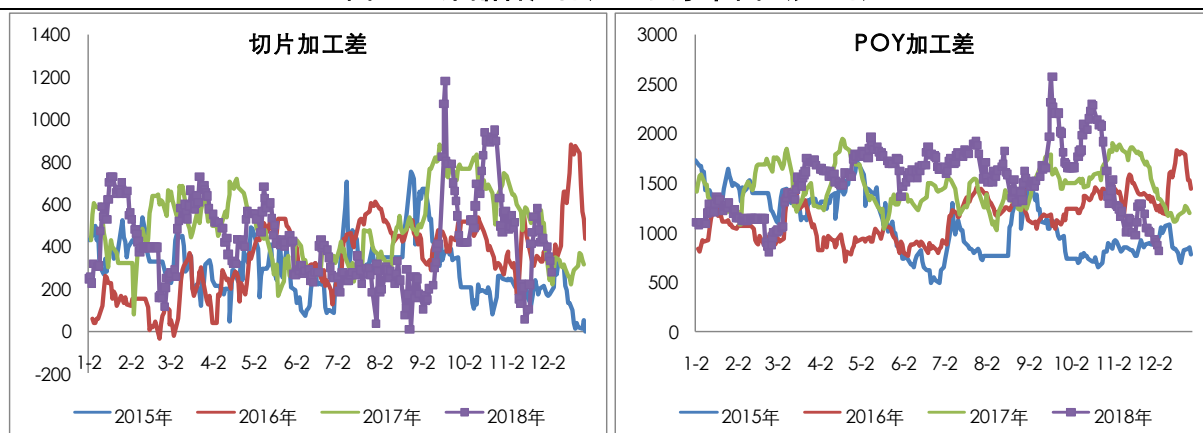


数据来源：CCF，兴证期货研发部

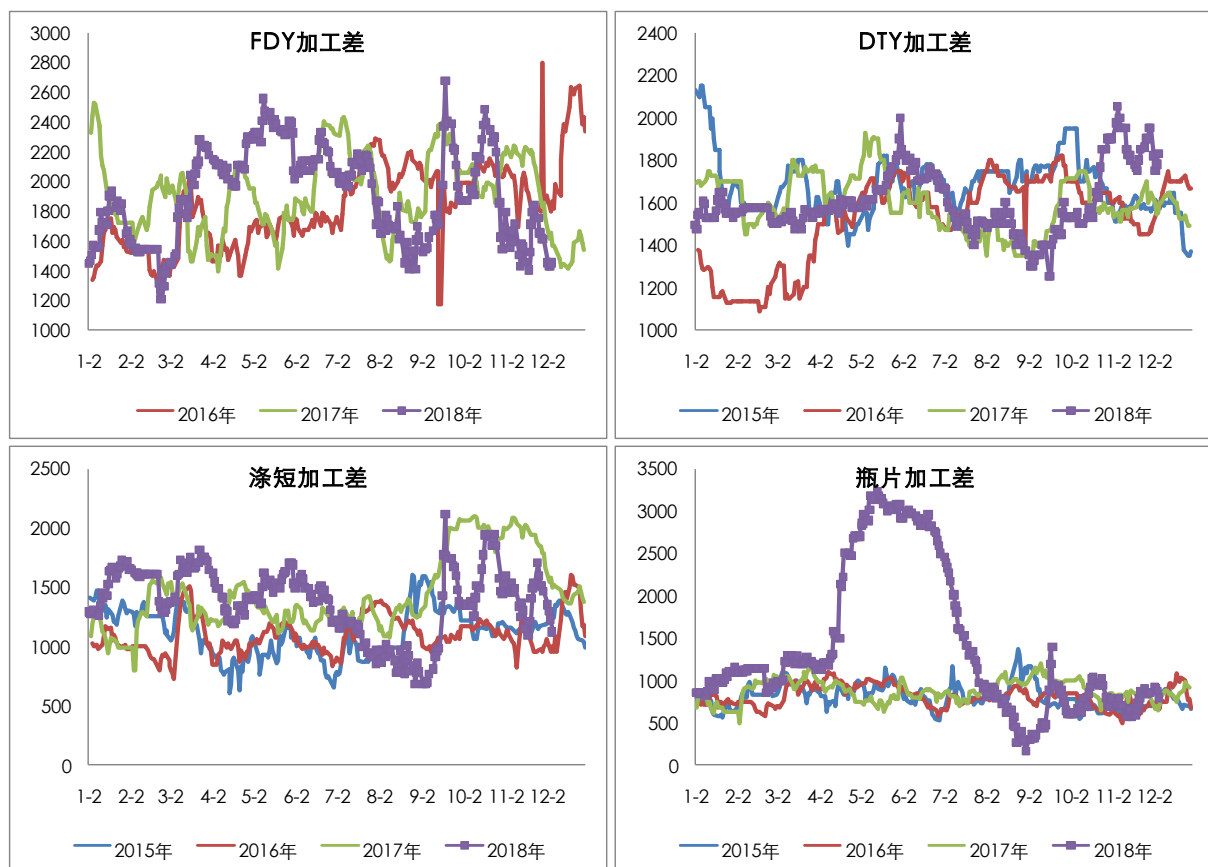
### 3.2 毛利水平

盈利水平来看，2018 年聚酯产业链景气度回升，聚酯各产品毛利同比均有一定提高，其中 POY、瓶片表现突出，毛利同比增长明显；FDY、涤短优秀，毛利同比略高；DTY、切片一般，毛利同比持平。2019 年加工差预计聚酯各产品毛利将面临压缩，一方面因龙头企业不断并购整合，规模化优势逐步体现，另一方面，从前述统计的产能增长来看，聚酯产能增长大于 PTA 产能增长，来自 PTA 的挤压力量将显著增强。

图 10：聚酯各产品加工差季节图（元/吨）







数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4. 纺织业及纺织服装、服饰业

从2017年Q4开始，纺织纺服环节迎来一轮弱复苏，内外需双双转好，2018年H1纺织纺服环节平均产成品库存快速下降，但进入2018年H2后，全球宏观环境转弱，外需逐步走弱，内需同样在商品房销售转弱后开始收缩，市场预期在多因素下转为谨慎保守，消费及投机因此需求均有下滑，纺织纺服环节重新累库。2019年来看，宏观经济不确定性增强，预期能否扭转依赖于各经济体的刺激政策，纺织纺服的出口金额、零售额等内外需指标增速预计放缓。

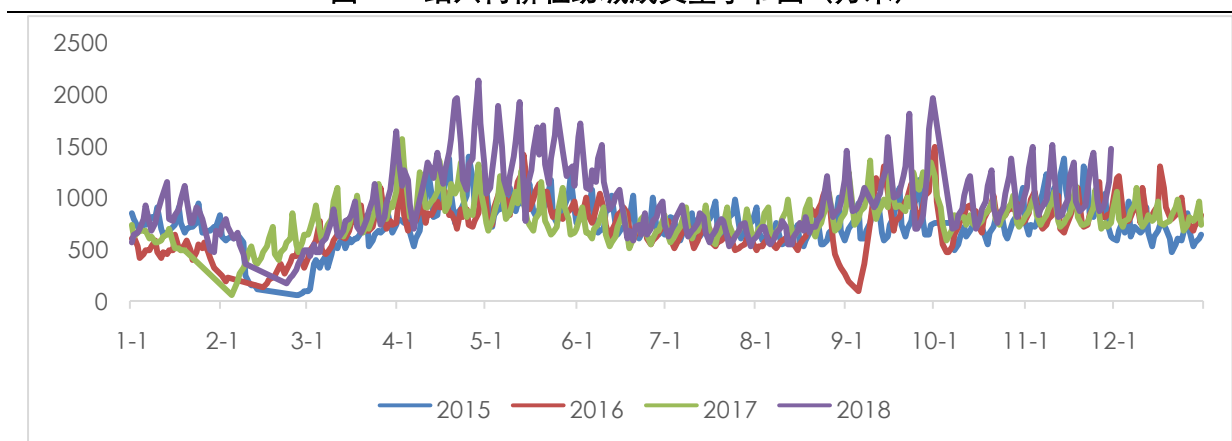
### 4.1 绍兴柯桥轻纺城成交量

2018年柯桥轻纺城成交量较往年显著增加，截止11月30日，轻纺城平均成交量在975万平米，同比增20.67%，2017年平均成交量同比仅7.73%。

坯布库存量表现先强后弱，上半年最低到21天，而后重新进入累库周期，同比来看，2018年末坯布库存高于16、17年，19年一季度涤丝-加弹-织造供需同比预计走弱，加弹、织造停工时间预计较18年有所提前。

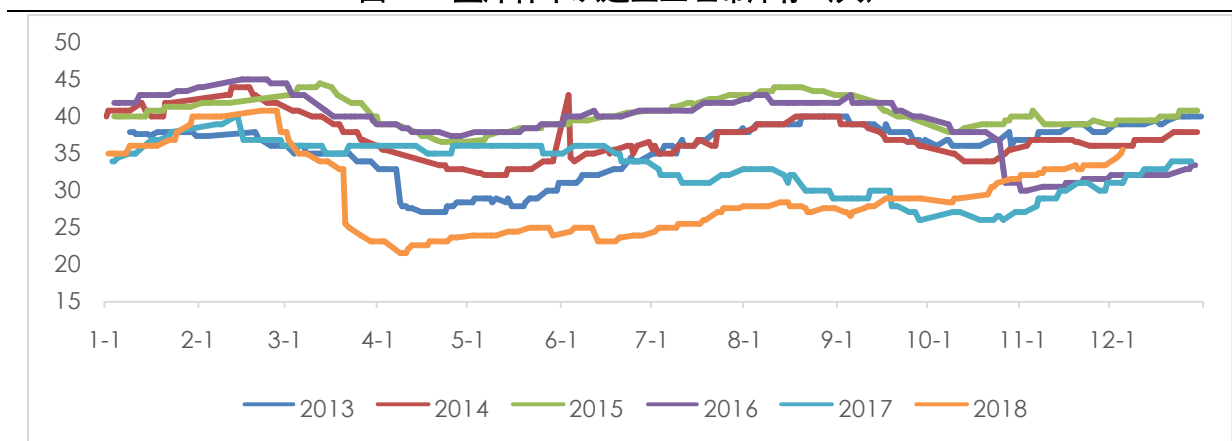
进口纺织机械量来看，今年纺织机械增速先高后底，17年尾18年初有增速上抬的现象，与本轮弱复苏有一定对应，但后期逐步走弱，今年累计增速均不如去年，因此至少19年H1看，旺季气氛或同比有所转弱。

图 11：绍兴柯桥轻纺城成交量季节图（万米）



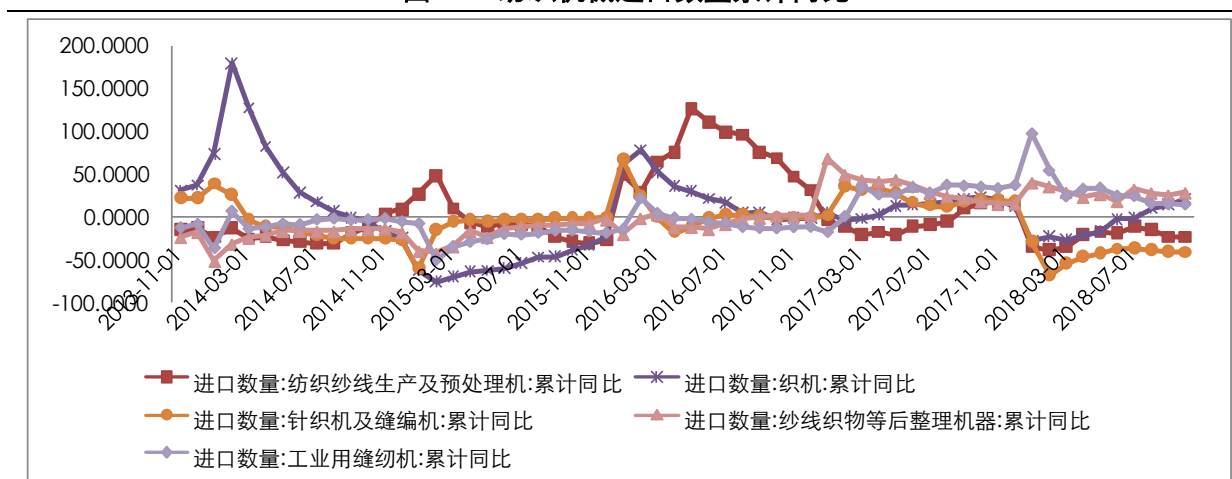
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：盛泽样本织造企业坯布库存（天）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13：纺织机械进口数量累计同比

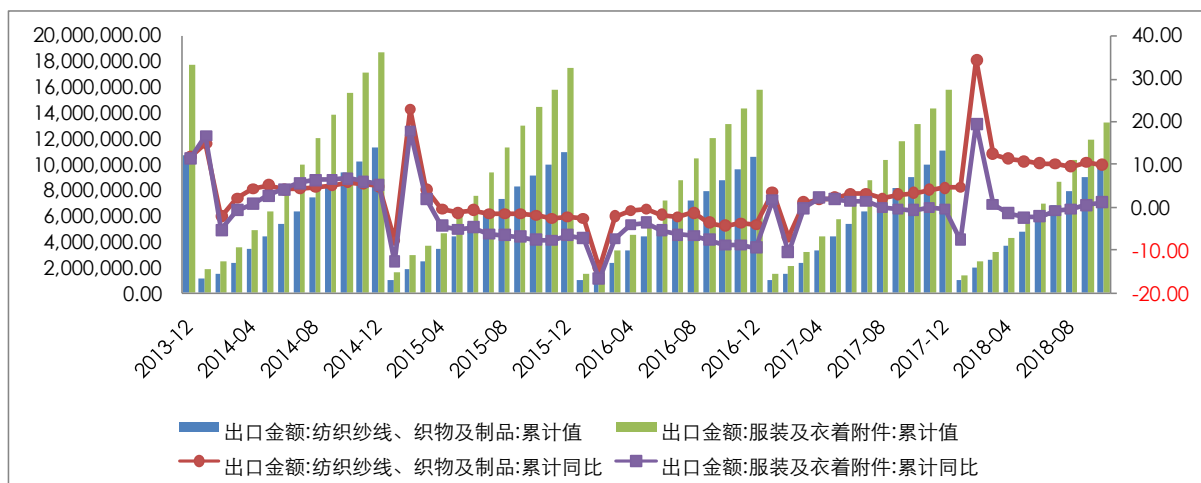


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4.2 出口

2018 年外需表现优秀，据海关统计的纺织纱线、织物及制品 1-10 月累计出口 989 亿美元，累计同比 9.9%，去年同期在 3.3%，服装及衣着附件 1-10 月累计出口 1318 亿美元，累计同比在 1.2%，去年同期在-0.6%。

图 14：纺织纱线织物及制品、服装及衣着附件出口累计值和累计同比



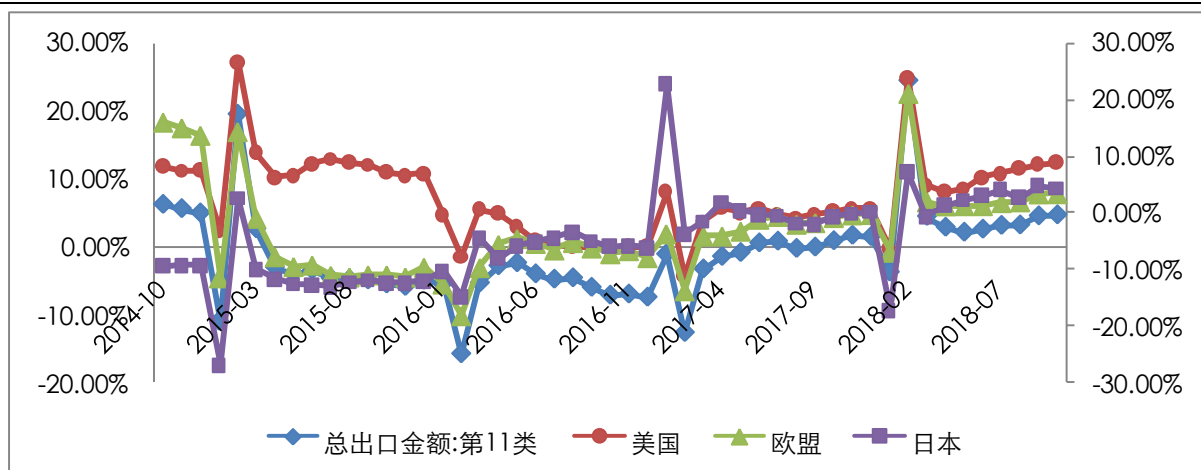
数据来源：Wind，兴证期货研发部

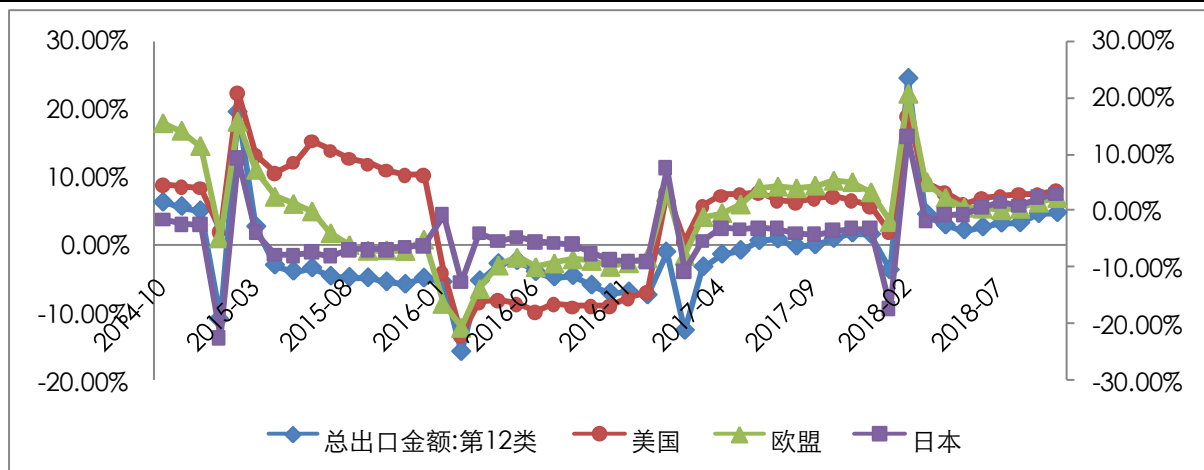
分国别看，对美国出口增加显著，1-10 月 HS 口径第 11 类产品和第 12 类产品出口累计值在 386 亿美元和 187 亿美元，同比分别在 8.87%和 3.50%，去年同期在 0.31%和 2.63%，出口占比约 17.4%和 6.19%。

对欧盟出口小幅，1-10 月 HS 口径第 11 类产品和第 12 类产品出口累计值在 405 亿美元和 109 亿美元，同比分别在 3.41%和 2.20%，去年同期在-0.79%和 5.25%，出口占比约 18.25%和 4.92%。

对日本出口增加显著，1-10 月 HS 口径第 11 类产品和第 12 类产品出口累计值在 170 亿美元和 24 亿美元，同比分别在 4.33%和 2.91%，去年同期在-0.64%和-3.46%，出口占比约 7.68%和 1.12%。

图 15：HS 口径下，第 11 类产品（上）和第 12 类产品（下）分国别累计同比



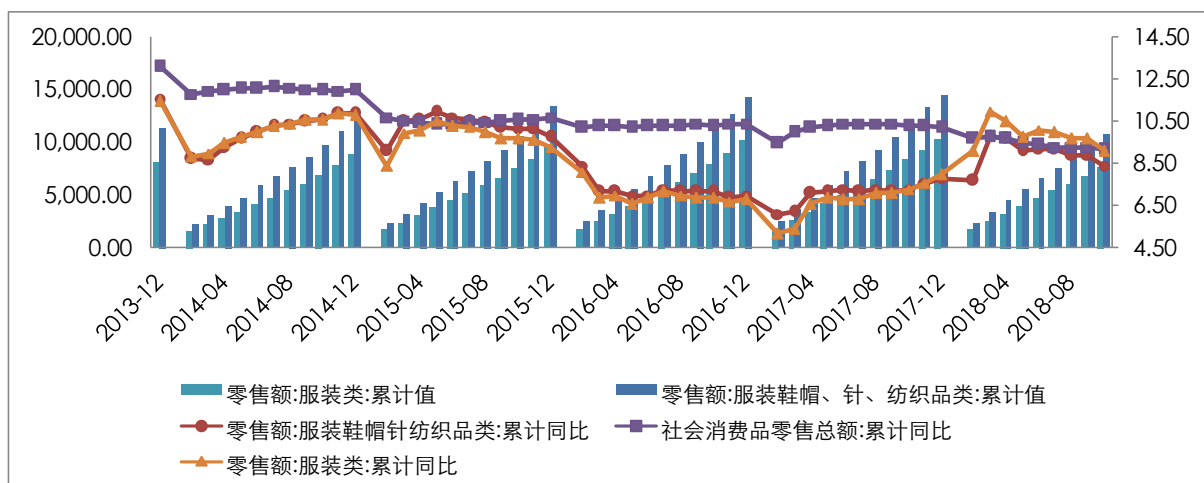


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 4.3 纺服国内消费

内需增长先强后弱，增速从高点逐月下滑。社会消费品零售总额 1-10 月累计 31.0 万亿元，累计同比 9.2%，去年同期在 10.3%，子项服装类和服装鞋帽、针、纺织品类零售额却有显著增长，1-10 月分别在 7.7 千亿元和 1.1 万亿元，累计同比增长在 9.1% 和 8.4%，去年同期在 7.3% 和 7.3%。

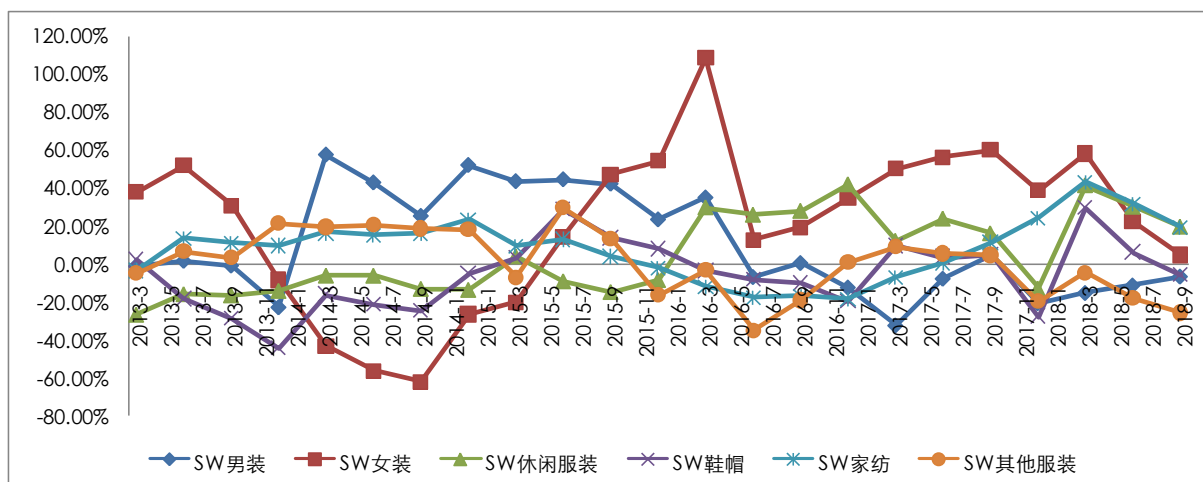
图 16：社会消费品、服装类、服装鞋帽针纺织品零售额累计值和累计同比



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

分子行业看，2018 年 A 股纺服板块归母净利润呈现同样呈现先强后弱，上半年表现突出的 SW 女装、休闲服装、家纺均出现明显回调，2018 年三季报同比分别在 4.89%、19.72%、19.22%，较一季报下降 53%、21% 和 23%，同样也弱于 2017 年同期。反应行业弱复苏遇阻。

图 17: SW 服装家纺子板块的归母公司净利润合计同比

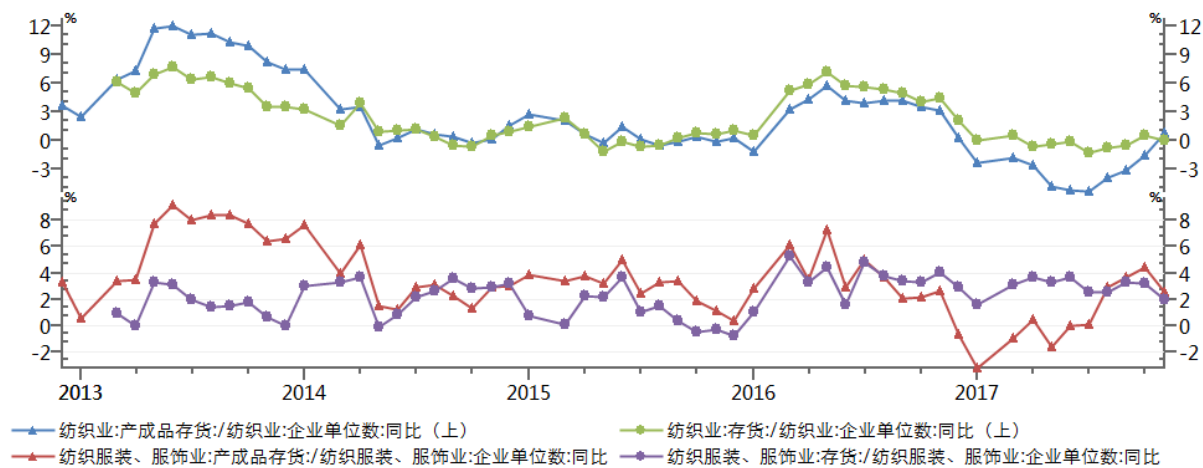


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 4.4 纺服行业库存

限额以上企业产成品库存同样表现出先强后弱的态势, 反应下半年需求转弱后, 纺服行业产成品库存重新积累。截止 10 月, 纺织业平均产成品存货同比在 0.76%, 存货同比在-0.04%; 纺织服装服饰业平均产成品存货在 2.57%, 存货同比 2.02%。

图 18: 纺织业(上)和纺织服装服饰业产成品存货与存货同比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 5. PX

2018 年 PX 环节先弱后强, 上半年因期初库存较高及 PTA 开工低于预期, 使得加工差同比偏低, 库存去化缓慢。下半年, PTA 集中检修结束, 负荷同比显著增加, 而 PX 负荷增速低于 PTA, 导致 PX 开始出现供不应求, 库存快速消化。

供需平衡表来看, 2018 年 1-11 月国内 PX 产量在 1018 万吨, 累计同比在 11%, 1-11 月进口量累计在 1440 万吨, 累计同比在 11%, 均显著高于 17 年。亚洲产能则仅增 5%左右, 包括沙

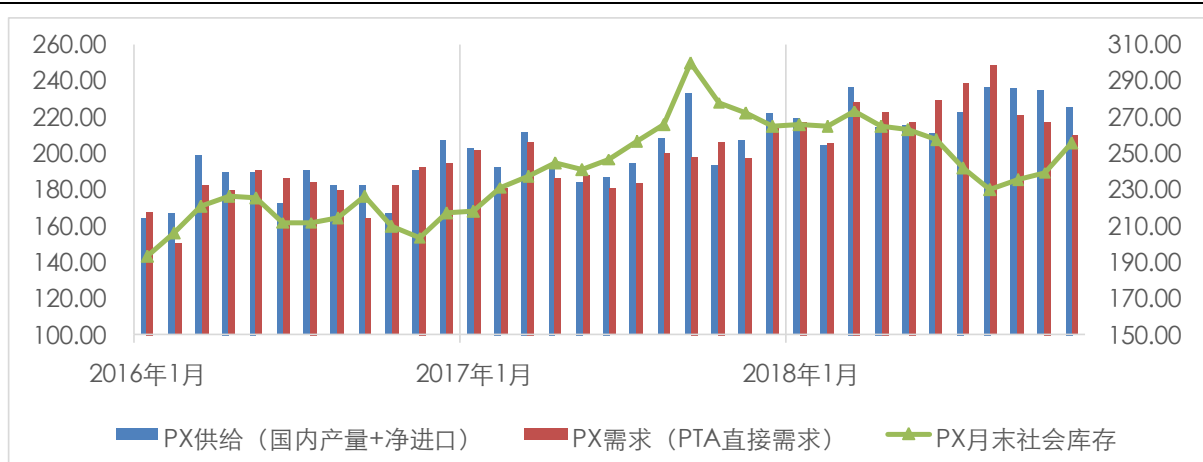


特 134 万吨、越南 70 万吨的两套新装置投产，以及印尼 55 万吨的旧装置重启，增速与 17 年持平。

2019 年，亚洲 PX 将迎来产能集中投放，主要是国内产能。其中，腾龙芳烃 160 万吨与福建炼 85 万吨均预计在 1 月前前提负，而恒力、浙石化、中石化海南均有在上半年投产可能，总计近 1000 万吨产能，其中一体化产能占比较多，新装置开车存在较高不确定性，实际产量增长或要到 19 年下半年。

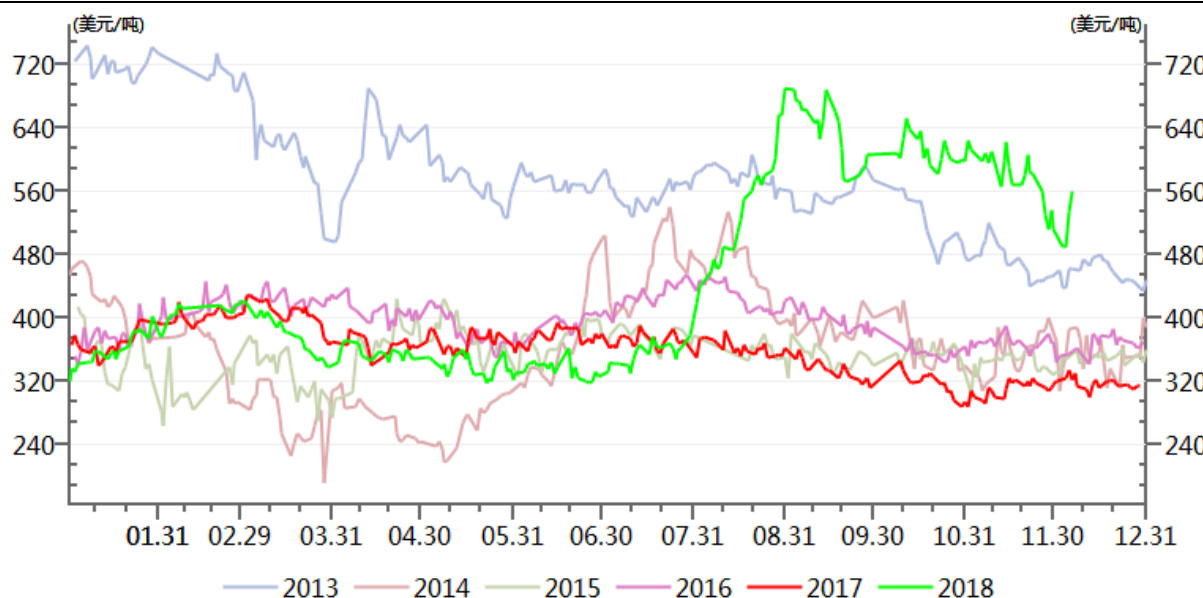
因此，上半年着眼点还是关注 PX 检修量情况，从目前信息整理来看，19 年上半年亚洲整体检修力度要低于 18 年，仍集中在 3-5 月。一季度，PTA 月均产量参照往年约 330 万吨，PX 月均供应量约 220 万吨，PX 相对过剩；二季度，PTA 月均产量预计提升至 340-350 万吨，PX 月均供应量预计 210 万吨，PX 相对偏紧；下半年随新装置投产，PX 预计走向宽松。对加工差预估同样先强后弱，二季度或是年内 PX 加工差最高点。

**图 19：PX 月度供需平衡表（万吨）**



数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

**图 20：PX-石脑油（美元/吨）**



数据来源：Wind，兴证期货研发部

**表 3: 2019 年有复产或投产可能的 PX 装置**

装置	产能 (万吨)	国家	投产情况
腾龙芳烃	160	中国	2019 年 1 月开始提负
福建炼化	85	中国	2019 年 1 月提负重启
恒力石化	240	中国	2019 年一季度
浙江石化	400	中国	2019 年二季度
中石化海南	100	中国	2019 年 6 月附近
恒逸石化一期	150	中国	2019 年三季度

数据来源: 石化资讯网, 兴证期货研发部

**表 4: 2019 年 PX 装置检修计划**

装置	产能 (万吨)	地点	检修计划
金陵石化	70	中国	二季度有检修计划
中海油惠州	95	中国	2 月中旬检修 50-60 天
Aromatics malaysia	55	马来西亚	2019 年 3-4 月检修 30 天
美孚	180	新加坡	2019 年 1 月检修 1 号线 60 天 2019 年 3 月检修 2 号线 30-40 天
美孚	50	泰国	2019 年 9 月检修 45 天
THAL OIL	53	泰国	2019 年 5 月检修 45 天
PTTG	131	泰国	2019 年 5-6 月检修 1 号线
Hyundai/COSMO	118	韩国	2019 年 4-5 月检修 2 号线 30 天
S-OIL	187	韩国	2019 年 4-5 月检修
SKGC	130	韩国	2019 年 12 月检修 30 天
JXTG	320	日本	2019 年一季度检修 Mizushima60 天 2019 年二季度检修 Sakai60 天
NSRP	70	越南	2019 年 6 月检修 30-40 天

数据来源: 石化资讯网, 兴证期货研发部

## 6.策略建议及风险提示

19 年 PTA 平均加工差有望在产业链上下游利润让渡中继续上升, PTA 重心仍将稳步上抬。但宏观预期不确定下, 趋势性行情难现, 更多的可能是季节带来的波段行情。

单边年度策略 05 合约 (09 合约) 以逢区间底部 5800 (5600) 附近买入, 逢 6600 (6400) 附近平仓为主; 跨期策略上, 19 年投机性需求并不乐观, PTA 货紧可能性较 18 年下降, 跨期可结合库存预期变动情况, 震荡思路对待; 跨品种方面, MEG 产能投放多于 PTA, 可考虑逢低买入 PTA/MEG 组合。

风险点上, 1.全球经济均面临下行风险, 2019 年国内外或有一定反周期的经济刺激政策, 对商品市场影响存在不确定性; 2.国际原油正寻求新的供需平衡点, 各国减产执行将显著增加油价波动率。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。