

兴证期货·研发中心

2019年2月1日 星期五

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

黄维

从业资格编号：F3015232

联系人

程然

021-68982740

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

## 内容提要

### ● 行情回顾

上月纸浆期货价格震荡上涨，由月初 5000 左右上涨至月末 5400 左右。现货方面，国际纸浆市场需求不佳，企业库存及主要港口偏高，漂针浆外盘报价继续下跌，漂阔浆外盘报价有所回升。受期价上涨带动，国内漂针浆、漂阔浆现货市场价反弹。

### ● 后市展望及策略建议

国际方面，全球木浆发运量回升，企业库存及港口库存偏高，压制国际纸浆价格。国内方面，纸浆供应量下降，但是消费需求总体仍偏弱，纸浆现货市场未有明显好转。木浆供应方面，1月我国木浆进口量下降63.49%，供应减少。木浆消费方面，印刷用纸行业利润持续下滑，处于亏损状态，后期开机率可能维持低位，对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱；生活用纸虽然行业利润下降，但是目前利润仍处于较高位，对于漂针浆和漂阔浆的需求尚可；白卡纸12月开机率和产量下滑，但是白卡纸需求增加，库存止升回落，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求可能有所好转，整体来看近期漂针浆和漂阔浆的需求一般。库存方面，1月青岛港和常熟港木浆库存止降回升，港口库存增加，库存处于历史高位，库存压力大，漂针浆、漂阔浆基本面未有明显好转。春节期间下游纸厂放假，节后需关注纸厂复工开机情况。预计近期纸浆价格以震荡调整为主，建议暂时观望，仅供参考。

## 1. 国际木浆基本面分析

### 1.1 全球木浆发运量回升

2018年12月全球木浆发运量止跌回升，12月发运量439.2万吨，比前一月发运量增加40.7万吨，增幅10.21%；12月全球木浆发运量较2017年同期下降42.5万吨，降幅8.82%。2018年全球木浆发运量共5105.5万吨，较2017年增加42.9万吨，增幅0.85%，全年供应总量持稳，略有增加。

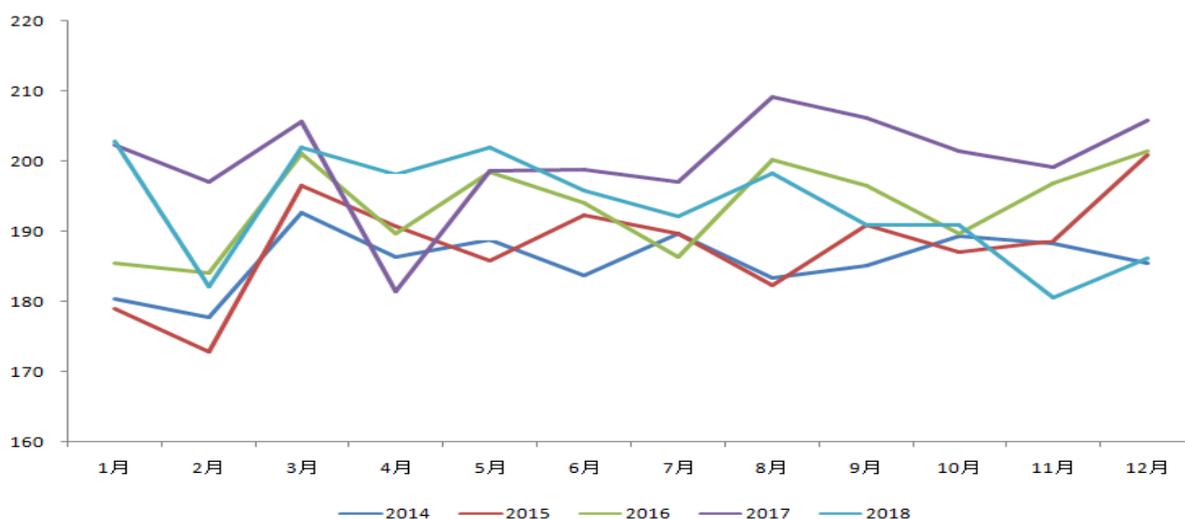
图 1：全球木浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球针叶浆发运量止跌回升，12月发运量186.1万吨，比前一月发运量增加5.5万吨，增幅3.05%；12月全球针叶浆发运量较2017年同期下降19.7万吨，降幅9.57%。

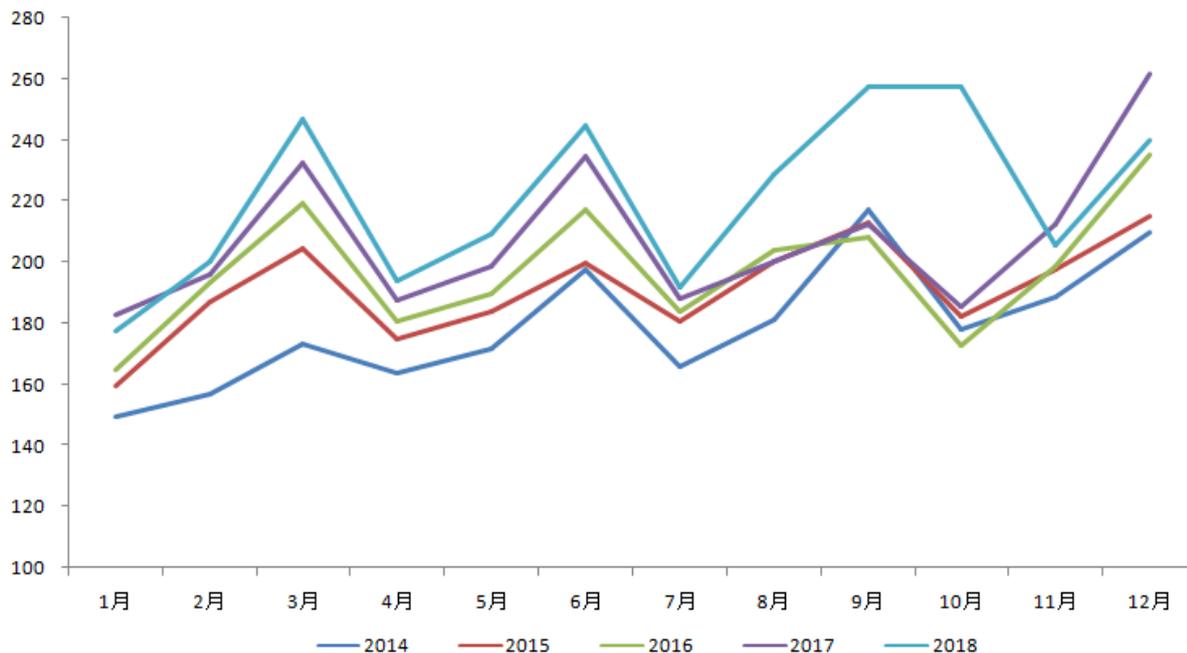
图 2：全球针叶浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球阔叶浆发运量止跌回升，12月发运量239.9万吨，比前一月发运量增加34.2万吨，增幅16.63%；12月全球阔叶浆发运量较2017年同期下降22万吨，降幅8.4%。

图3：全球阔叶浆发运量（万吨）

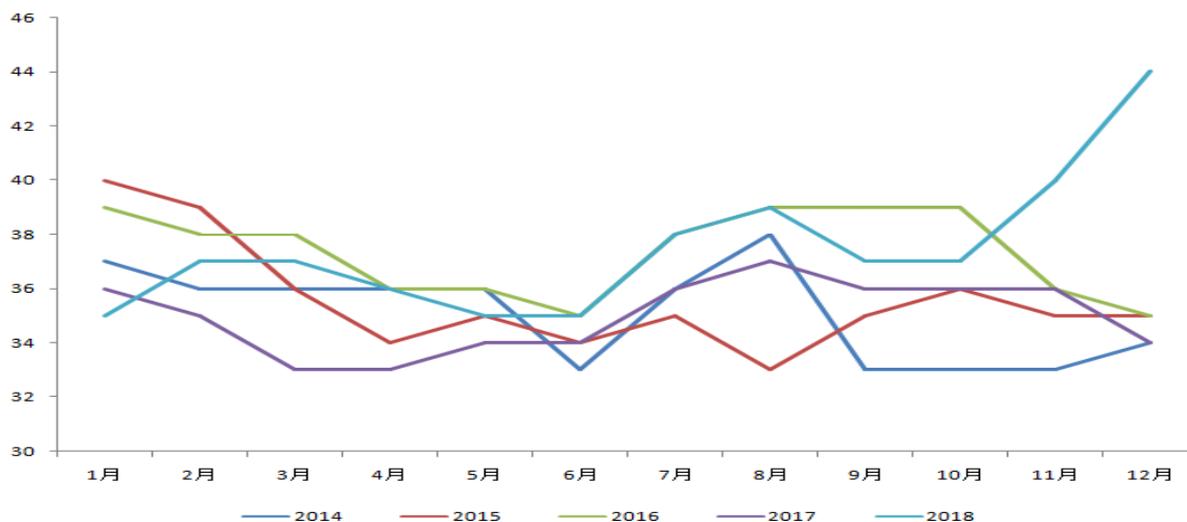


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.2 全球木浆企业月度库存天数偏高

2018年12月全球木浆企业月度库存天数44天，较前一月增加4天，比近四年全球木浆企业月度库存平均天数36天高出8天，处于历史高位，全球木浆企业库存压力较大。

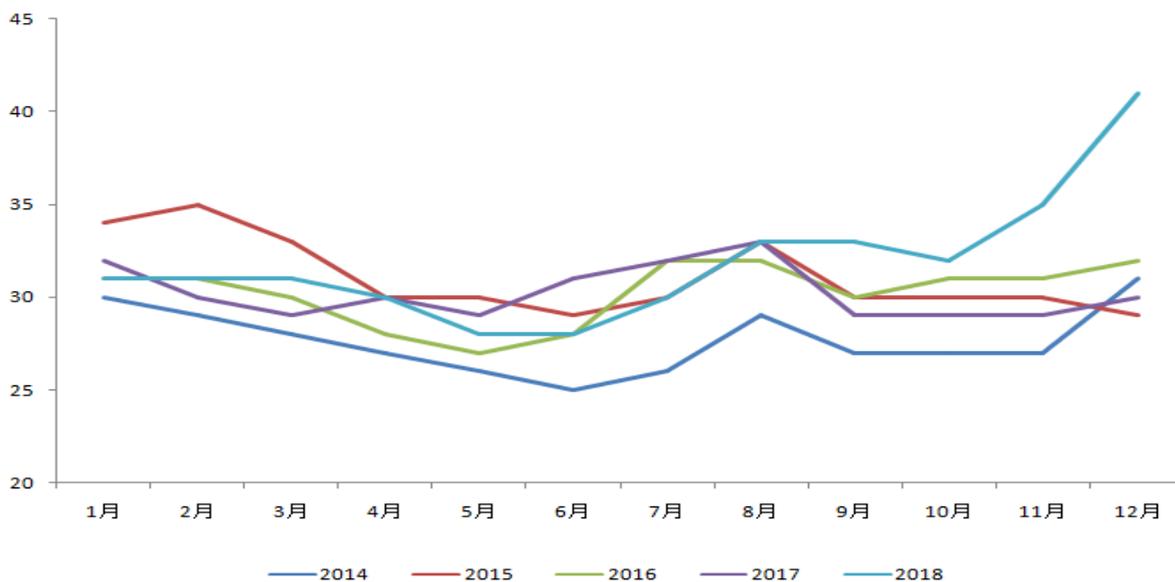
图4：全球木浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球针叶浆企业月度库存天数41天，较前一月增加6天，比近四年全球针叶浆企业月度库存平均天数30天高出10天，处于历史高位，全球针叶浆企业库存压力较大。

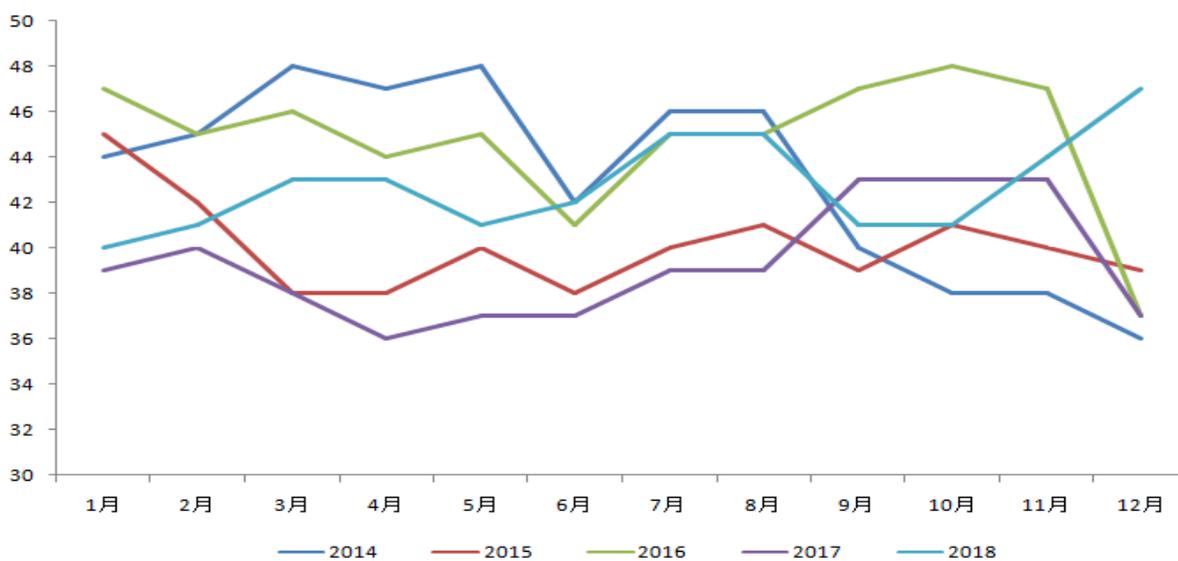
图 5：全球针叶浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球阔叶浆企业月度库存天数47天，较前一月增加3天，比近四年全球阔叶浆企业月度库存平均天数42天高出5天，处于历史较高位，全球阔叶浆企业库存压力较大。

图 6：全球阔叶浆企业库存天数



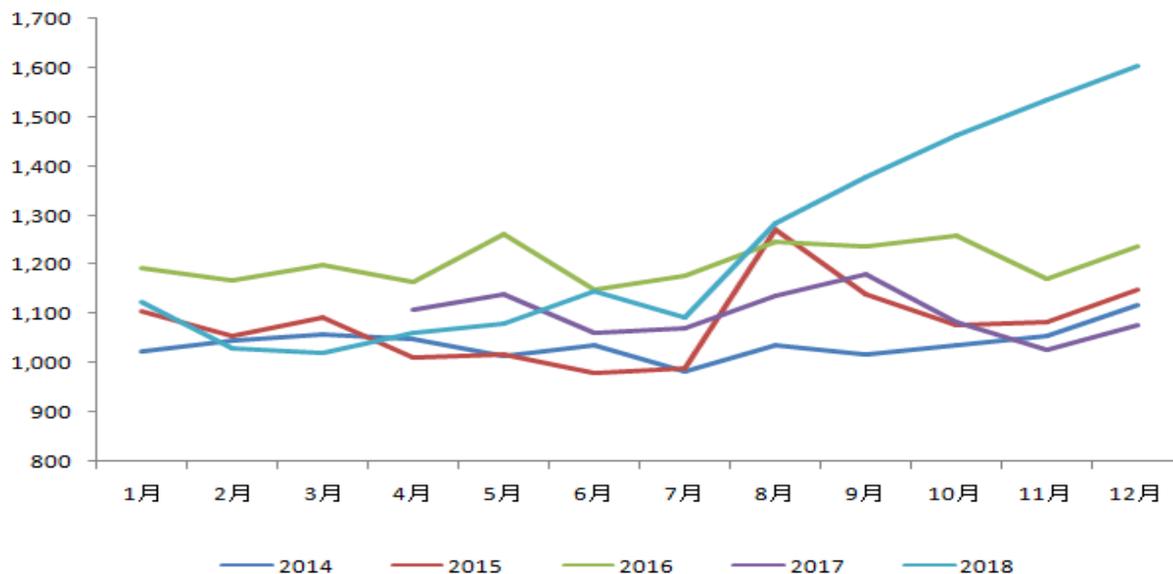
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.3 全球主要地区港口木浆库存偏高

欧洲是全球重要的木浆生产地区和出口地区，2018年12月欧洲港口木浆库存160.48万吨，

较前一月增加 7.12 万吨,增幅 4.64%,库存继续增加,比 2017 年同期增加 52.67 万吨,增幅 48.85%。欧洲港口木浆库存处于近四年的历史高位。

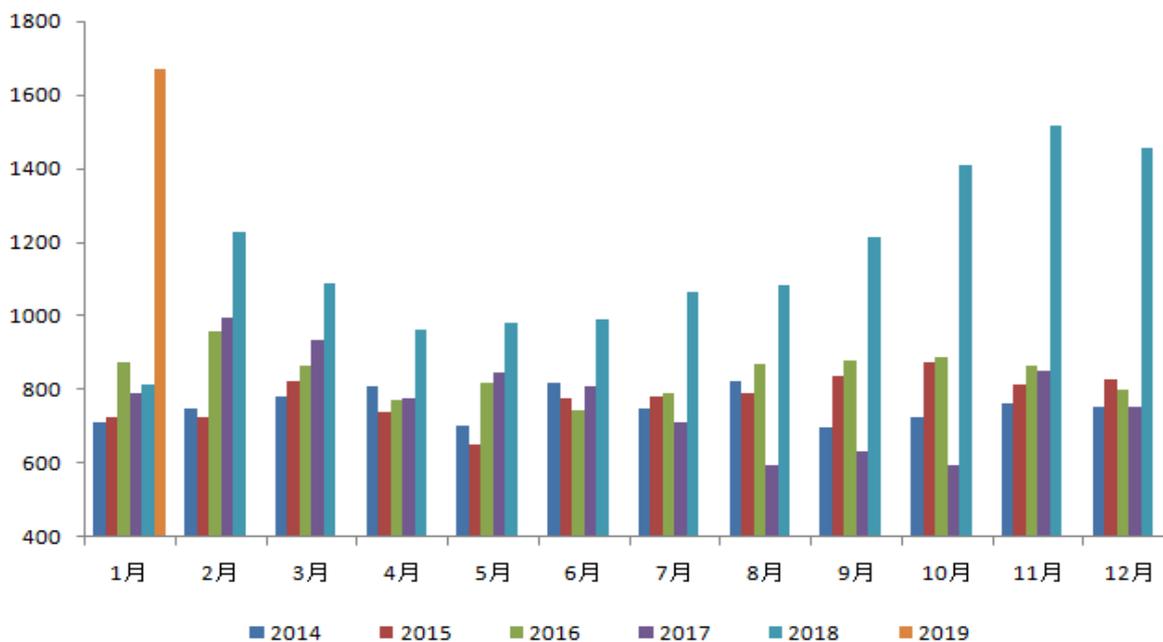
图 7: 欧洲港口木浆库存 (千吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

中国是全球最大的木浆进口国,2019 年 1 月中国港口木浆库存 167 万吨,较前一月增加 21.2 万吨,增幅 14.5%,比 2017 年同期增加 85.7 万吨,增幅 105%。中国港口木浆库存处于近四年的历史高位。

图 8: 中国港口木浆库存 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

## 1.4 总结

2018年12月全球木浆发运量增加，针叶浆和阔叶浆发运量均上升，供应量充足。在12月全球木浆发运量增加的情况下，全球木浆企业月度库存天数继续增加，无论是针叶浆还是阔叶浆企业库存天数均处于历史高位，全球木浆企业库存压力较大。港口木浆库存方面，欧洲地区和中国地区库存继续增加，港口木浆库存处于近四年的高位，压制国际纸浆价格。

## 2. 国内纸浆基本面分析

### 2.1 国内纸浆概述

纸浆根据原材料不同可以分为木浆（针叶浆、阔叶浆），非木浆（竹浆、草浆），废纸浆。

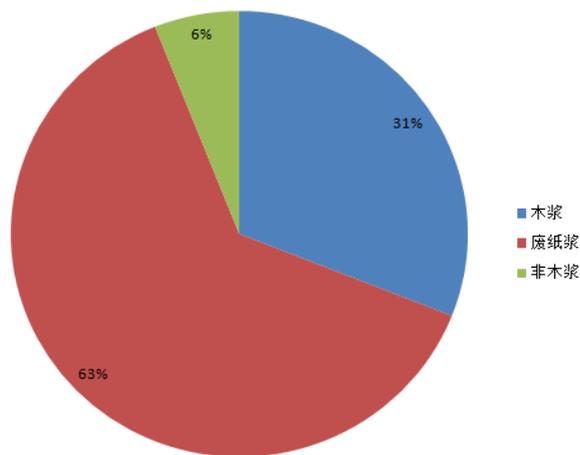
木浆具有纤维长、破裂强度高、拉伸强度高特点，木浆做成的纸具有耐折、耐破、撕裂强度高特性，多用于生产涂布印刷书写纸、未涂布印刷书写纸、生活用纸和特种用纸等。

非木浆主要包括竹浆、草浆，其价格相对低廉，多用于生产卫生用纸、包装纸及手工纸等，如本色竹浆抽纸、宣纸等。

废纸浆是用回收废纸经过一系列工序重新打制成浆，多用于生产新闻纸、瓦楞原纸及箱板纸等。

2017年我国纸浆消耗总量10051万吨，其中木浆3152万吨，占纸浆消耗总量的31%；废纸浆6302万吨，占纸浆消耗总量的63%；非木浆597万吨，占纸浆消耗总量的6%。

图9：我国纸浆消耗占比



数据来源：中国造纸协会，兴证期货研发部

### 2.2 相关环保政策变化

1、2015年1月1日，《环保法修订案》施行，新的《环境保护法》作为一部行政法律，规定了行政拘留的处罚措施，对污染违法者将动用最严厉的行政处罚手段，修订后的环保法强化了企业污染防治责任，加大了对环境违法行为的法律制裁。造纸化工等行业受到严格监管。

2、2015年4月2日，国务院发布关于印发《水污染防治行动计划的通知》，政策要求全面

控制污染物排放，狠抓工业污染防治，取缔“十小”企业。2016 年底前，按照水污染防治法律法规要求，全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸、制革、印染、染料、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目，依法淘汰落后产能，调整产业结构。国内环保设施不达标的中小型造纸企业关停，大量落后产能被淘汰。

3、2016 年 5 月 28 日，《土壤污染防治行动计划》实施，重点监管有色金属矿采选、有色金属冶炼、石油开采、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等行业。

4、2016 年 7 月 15 日环境保护部印发《“十三五”环境影响评价改革实施方案》的通知，严格环境准入，严格高能耗、高物耗、高水耗和产能过剩、低水平重复建设项目，以及涉及环境风险建设项目的环评审批。对有色金属冶炼、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等重点企业，研究开展企业关停、搬迁的环境风险评估。

5、2016 年 11 月 10 日，国务院办公厅印发《控制污染物排放许可制实施方案》的通知，目标到 2020 年，完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作，全国排污许可证管理信息平台有效运转。对造纸行业企业核发排污许可证。

6、2016 年 12 月 7 日，《中华人民共和国水污染防治法修正案（草案）》实施，强化地方责任，突出饮用水安全保障，完善排污许可与总量控制、区域流域水污染联合防治等制度，加严水污染防治措施，加大对超标、超总量排放等的处罚力度。造纸企业的环保成本提高。

7、2016 年 12 月 25 日通过《中华人民共和国环境保护税法》，自 2018 年 1 月 1 日起施行。2017 年 4 月 10 日印发《国家环境保护标准“十三五”发展规划》的通知，进一步完善环境保护标准体系。

8、2017 年 7 月 18 日国务院办公厅印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》的通知，完善固体废物进口管理制度，分行业、分种类制定禁止固体废物进口的时间表。7 月 20 日，环保部在例行发布会上表示，我国已经向 WTO 进行通报，2017 年底开始不再进口混杂类废纸。进口废纸政策的收紧导致 2017 年 9 月开始进口废纸量明显下降，2017 年废纸进口量同比下滑 9.7%，同时进口废纸政策变化引发国内纸制品市场对于后期原料的担忧，导致 2017 年下半年木浆进口需求增加，木浆价格大幅上涨。

9、2017 年 8 月 1 日环保部公布《造纸工业污染防治技术政策》，对造纸行业污染防治进行规范和指导。

10、2017 年 12 月，环保部下发《进口废纸环境保护管理规定》和《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》，对废纸进口进行规范。相比于老规定，对于废纸进口的限制更加严格：1) 限制 5 万吨以上纸企才有外废额度申请资格；2) 取消废纸贸易商的外废进口资格，于公布日起实施。

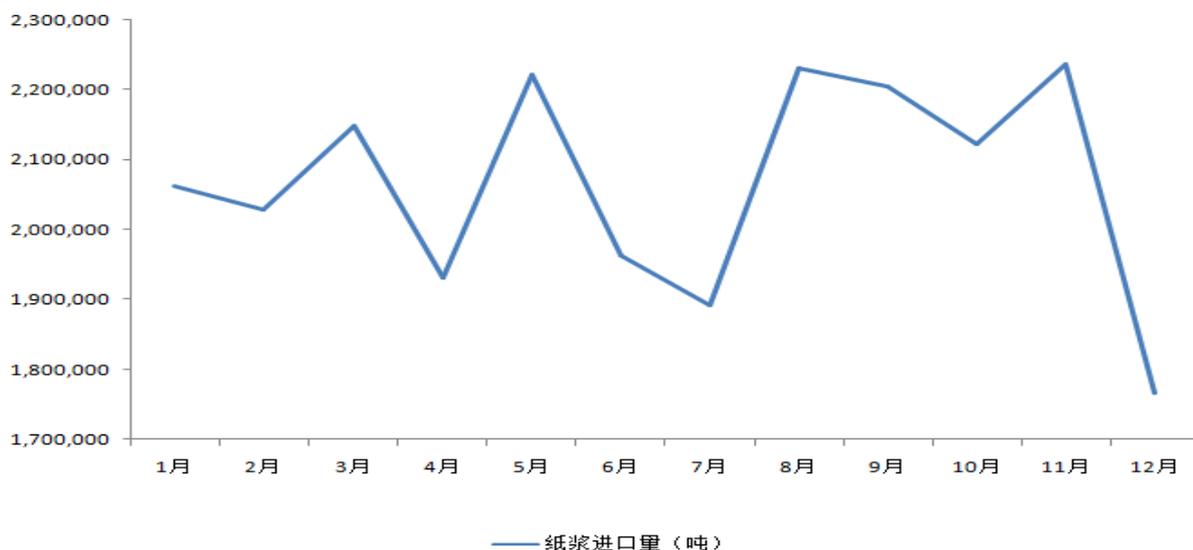
11、2017 年 12 月 29 日，环保部下发《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板》，相比于目前实施版本，最大变化是将进口废纸含杂率从 1.5%降至 0.5%。并确定 2018 年 3 月 1 日起实施。废纸含杂率新规的实施导致废纸分拣成本提升，同时 2018 年不再进口混杂类废纸，进口废纸量大幅下降，2018 年废纸进口量同比下滑 33.8%。

12、2018 年 1 月 1 日施行《中华人民共和国环境保护税法》。2018 年 1 月 5 日公布《制浆造纸工业污染防治可行技术指南》，规定了制浆造纸工业污染防治技术新标准，2018 年 3 月 1 日起实施。2018 年 1 月 17 日公布《排污许可管理办法》，实行控制污染物排放许可制。通过一系列环保政推出，造纸企业环保成本进一步提高。

### 2.3 纸浆进口量下降

2018年12月我国纸浆进口量176.7万吨，较前一月下降46.9万吨，降幅20.97%，纸浆进口量止升回落，进口供应量下降。

图 10：纸浆月度进口量

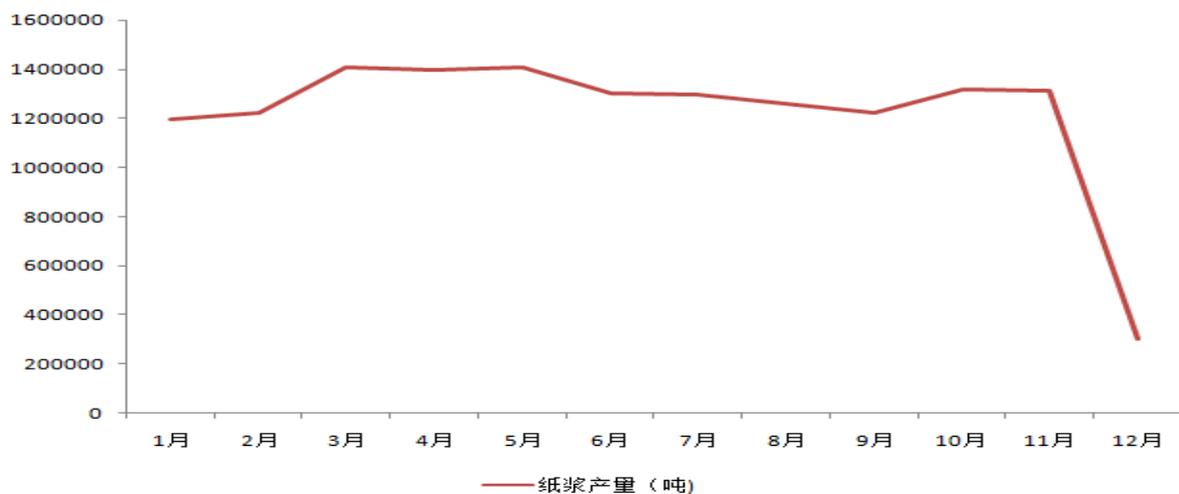


数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

### 2.4 纸浆产量大幅下降

2018年12月我国纸浆产量30.3万吨，较前一月下降101.24万吨，降幅76.97%，纸浆产量大幅下降。

图 11：纸浆月度产量



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

## 2.5 纸浆总供应量下降

2018年12月我国纸浆总供应量下降。12月纸浆进口量下降，产量更是大幅下降，12月纸浆进口量和产量总计207万吨，较前一月下降148.14万吨，降幅41.71%。

图 12：纸浆月度总供应量

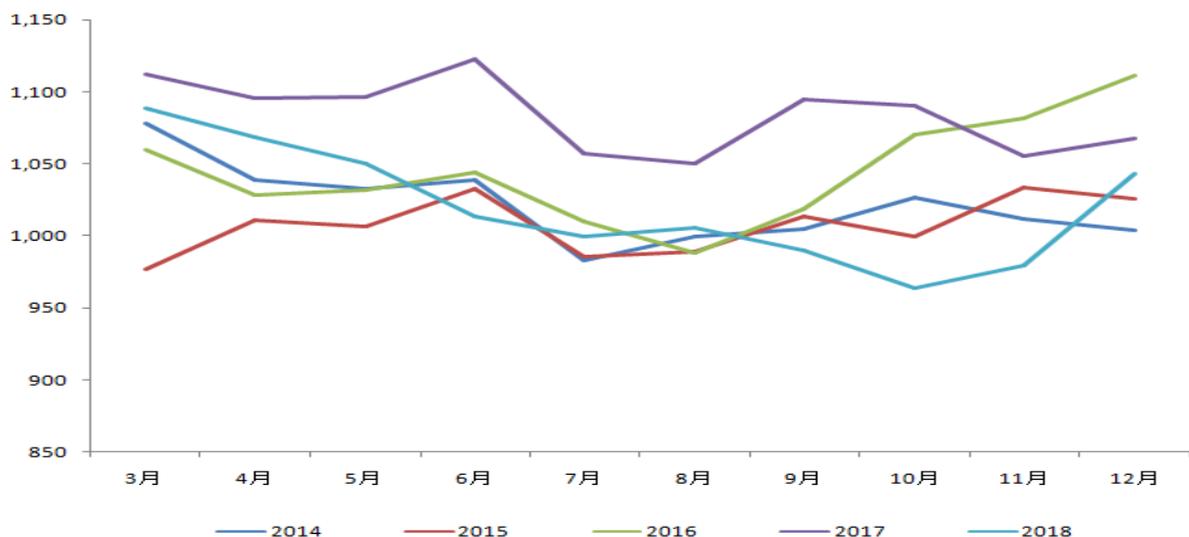


数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

## 2.6 纸浆消费总体偏弱

2018年12月我国机制纸及纸板产量1043万吨，比前一月回升6.46%，但是仍低于2017年同期水平，比2017年同期下降2.33%。2018年我国机制纸及纸板产量10201万吨，比2017年下降640万吨，降幅5.9%，纸浆消费需求总体偏弱。

图 13：机制纸及纸板产量 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.7 总结

2018年12月我国纸浆总供应量下降，12月纸浆进口量和产量总计207万吨，较前一月下降148.14万吨，降幅41.71%。而消费方面，2018年我国机制纸及纸板产量10201万吨，比2017年下降640万吨，降幅5.9%，虽然12月产量有所回升，但是纸浆消费需求总体还是偏弱。

## 3. 针叶浆和阔叶浆基本面分析

### 3.1 针叶浆、阔叶浆简介

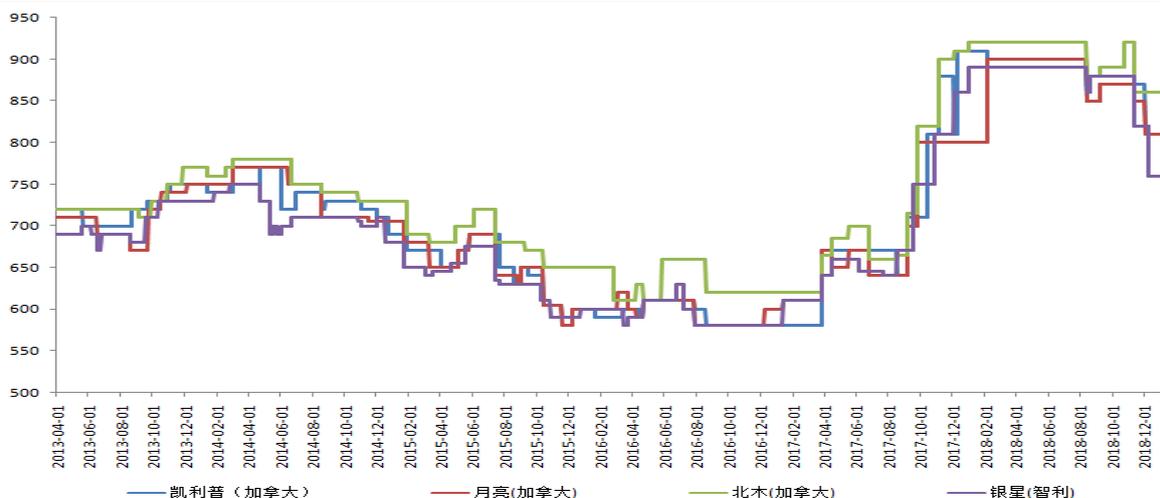
木浆主要包括针叶浆和阔叶浆。针叶浆是由针叶树作为原材料制成的纸浆。针叶树叶状多呈尖细，因其质地较软又称为软木，如落叶松、云杉等。针叶树多生长于中高纬度地区，如北美、北欧、俄罗斯、智利等地区和国家。针叶树具有生长周期长（20-25年）、纤维长度长、芯材颜色较浅等特点。由于针叶木浆纤维长且细，木浆比较纯净，杂质少，因此造出来的纸柔韧性好，耐折度高，抗张强度较好，印刷性能好。受制于地理环境、林地资源以及环保政策等因素，我国几乎不生产针叶浆，针叶浆进口依存度接近100%，几乎完全依赖进口。

阔叶浆主要由阔叶树作为纤维原料制成。阔叶树叶状多呈阔宽状，因其质地较硬又称为硬木，如桉木、桦木等。阔叶树多生长于中低纬度地区，如美国南部、巴西、智利和印度尼西亚等地区。阔叶树具有生长周期短（3-5年）、纤维长度短等特点。阔叶木浆纤维粗且短，且含有较多的杂质，成纸强度相对低，成纸比较疏松，吸收性能好，不透明度高，造出来的纸松厚度高，挺度高，包装性能好。我国阔叶浆进口依存度55%左右，进口依赖度较高。

### 3.2 漂针浆现货价

2019年1月外盘漂针浆CFR现货价继续下滑，凯利普700美元/吨，较前一月下跌110美元/吨；月亮680美元/吨，较前一月下跌130美元/吨；北木730美元/吨，较前一月下跌130美元/吨；银星680美元/吨，较前一月下跌80美元/吨。

图 14：外盘漂针浆 CFR 现货价（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年1月国内进口针叶浆市场价回升，月末山东进口针叶浆凯利普市场价5750元/吨，比月初上涨25元/吨；月末山东进口针叶浆银星市场价5625元/吨，比月初上涨175元/吨。

图 15: 进口针叶浆市场价 (元/吨)

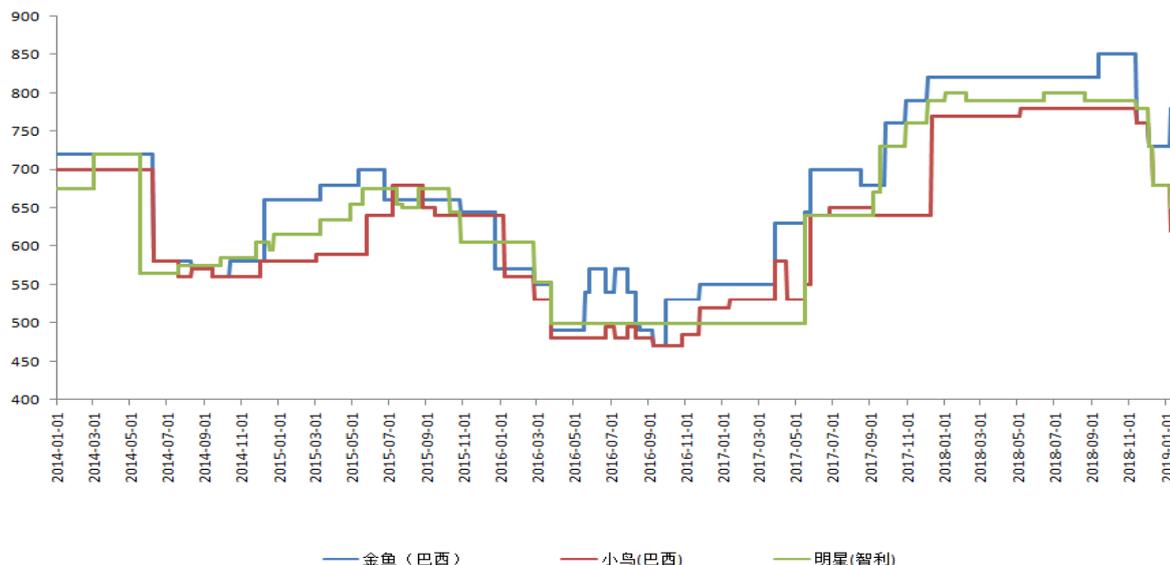


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.3 漂阔浆现货价

2019年1月外盘漂阔浆CFR现货价总体回升，巴西金鱼780美元/吨，较前一月上涨50美元/吨；巴西小鸟780美元/吨，较前一月上涨100美元/吨；智利明星650美元/吨，较前一月下跌30美元/吨。

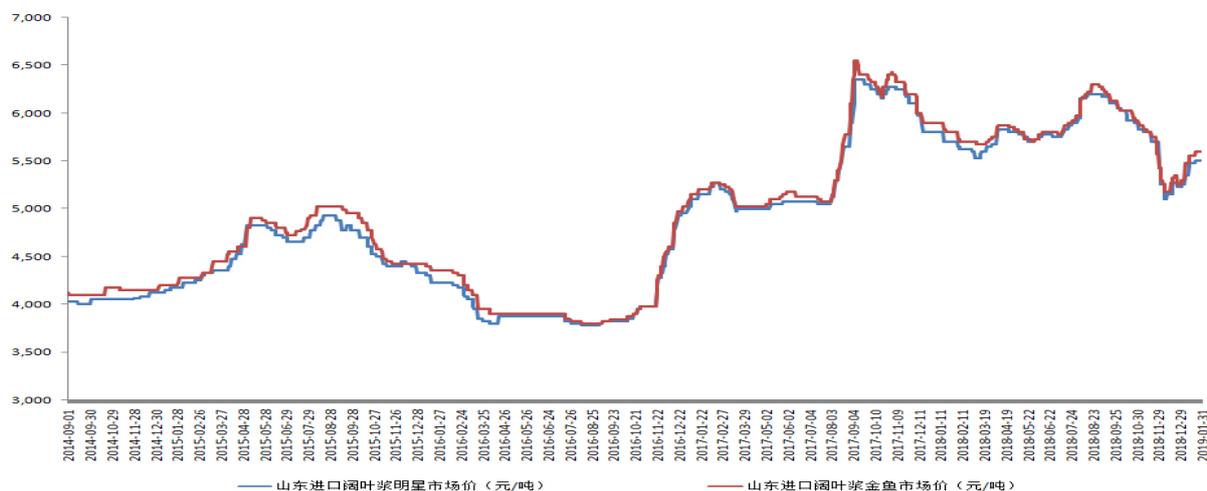
图 16: 外盘漂阔浆 CFR 现货价 (美元/吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年1月国内进口阔叶浆市场价反弹，月末山东进口阔叶浆明星市场价5500元/吨，比月初上涨275元/吨；月末山东进口阔叶浆金鱼市场价5600元/吨，比月初上涨350元/吨。

图 17：进口阔叶浆市场价（元/吨）



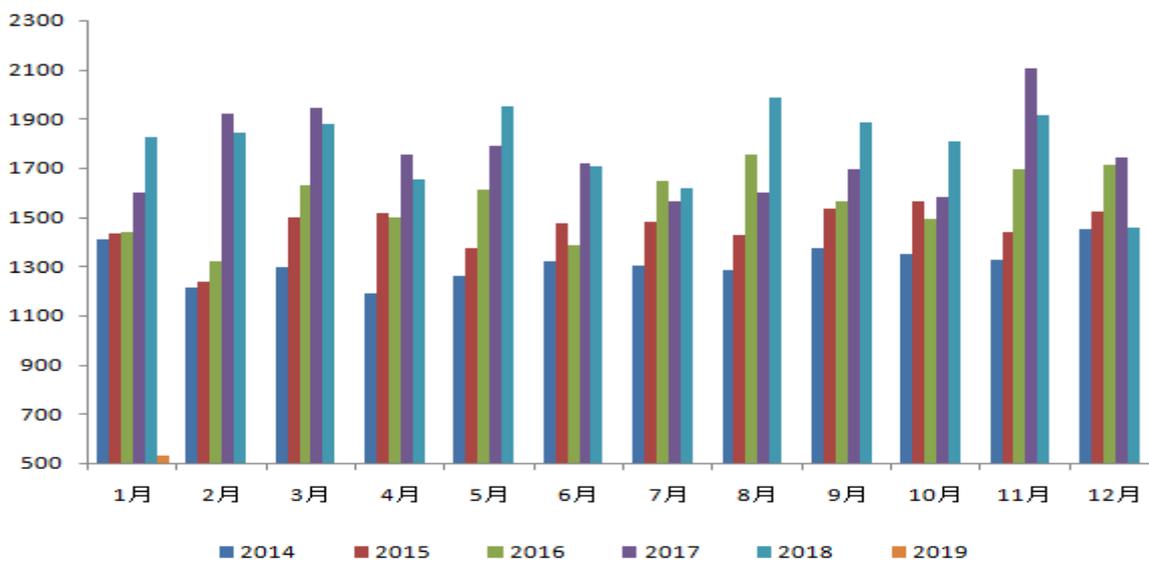
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.4 供应减少

#### 3.4.1 木浆进口量下降

2018年我国木浆进口量21540万吨，较2017年增加516万吨，增幅2.45%。2019年1月我国木浆进口量53.3万吨，比前一月进口量下降92.7万吨，降幅63.49%；1月木浆进口量较去年同期下降129.5万吨，降幅70.84%。1月木浆进口量大幅下降。

图 18：中国木浆月度进口量（千吨）

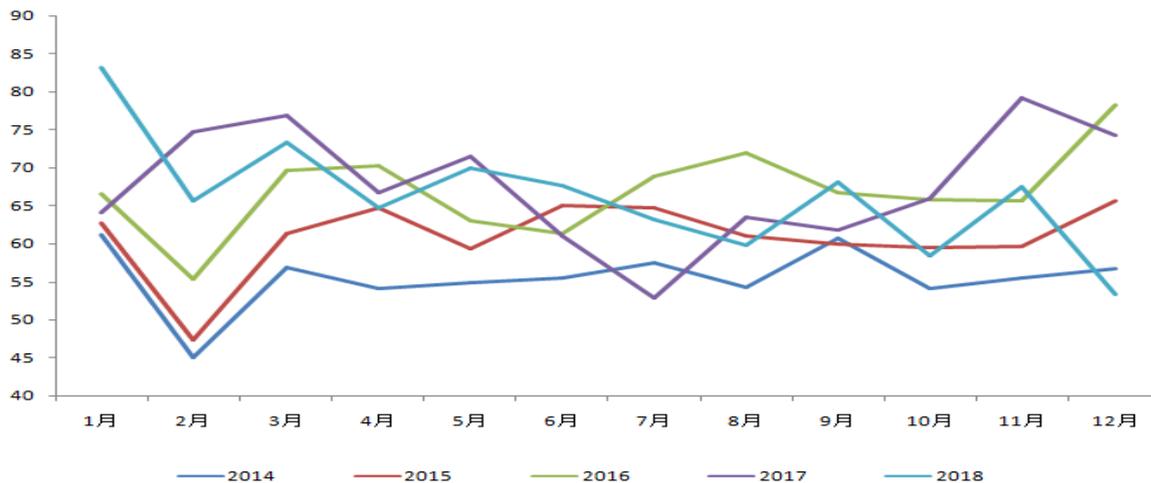


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.4.2 漂针浆进口量下降

2018 年我国漂针浆总进口量 795 万吨，较 2017 年下降 2.2%。2018 年 12 月我国漂针浆进口量 53 万吨，比前一月进口量下降 14 万吨，降幅 20.96%；12 月漂针浆进口量较 2017 年同期下降 21 万吨，降幅 28.23%。

图 19：中国漂针浆月度进口量（万吨）

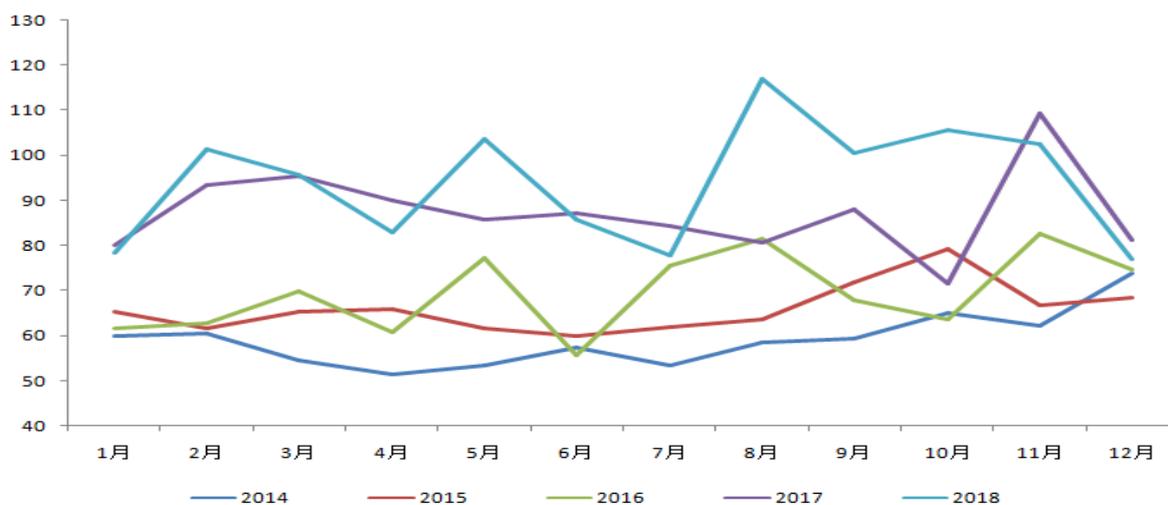


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.4.3 漂阔浆进口量下降

2018 年我国漂阔浆总进口量 1128 万吨，较 2017 年增加 7.84%。2018 年 12 月我国漂阔浆进口量 77 万吨，比前一月进口量下降 26 万吨，降幅 25.24%；12 月漂阔浆进口量较 2017 年同期下降 4 万吨，降幅 4.94%。

图 20：中国漂阔浆月度进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.4.4 供应小结

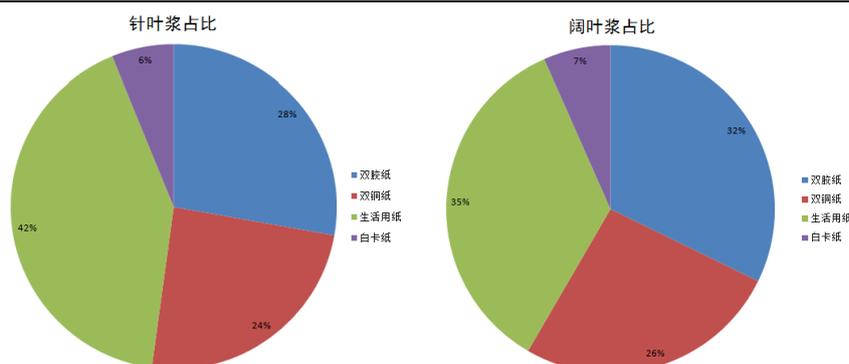
2018 年我国漂针浆总进口量 795 万吨，较 2017 年下降 2.2%；漂阔浆总进口量 1128 万吨，较 2017 年增加 7.84%；木浆总进口量 21540 万吨，较 2017 年增加 516 万吨，增幅 2.45%，木浆进口量整体增加。由于 2018 年下半年国内木浆市场表现不佳，浆价下滑，木浆进口量下降，2019 年 1 月我国木浆进口量 53.3 万吨，比前一月进口量下降 92.7 万吨，降幅 63.49%，供应减少。

### 3.5 消费未有明显好转

针叶浆下游消费方面，印刷用纸对针叶浆需求占比最大，占比 52%，印刷用纸中双胶纸占比 28%，双铜纸占比 24%。其次是生活用纸，占比 42%，最后是包装用白卡纸，占比 6%。

阔叶浆下游消费方面，印刷用纸对阔叶浆需求占比最大，占比 58%，印刷用纸中双胶纸占比 32%，双铜纸占比 26%。其次是生活用纸，占比 35%，最后是包装用白卡纸，占比 7%。

图 21：不同纸类对针叶浆、阔叶浆需求占比

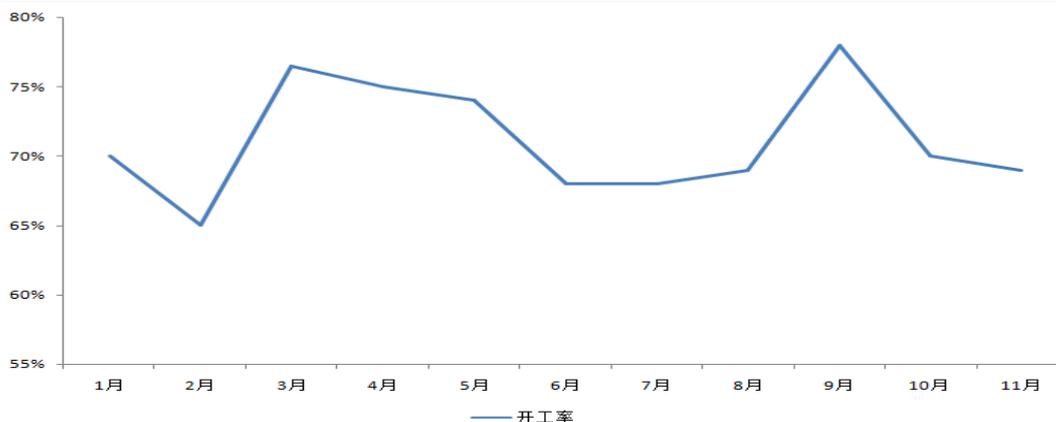


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

#### 3.5.1 双胶纸开机率下滑，利润不佳

2018 年 11 月双胶纸行业开机率 69%，较上月下滑 1%，双胶纸行业开机率自 9 月开始持续下滑，已从 9 月的 78% 下滑至 11 月的 69%。

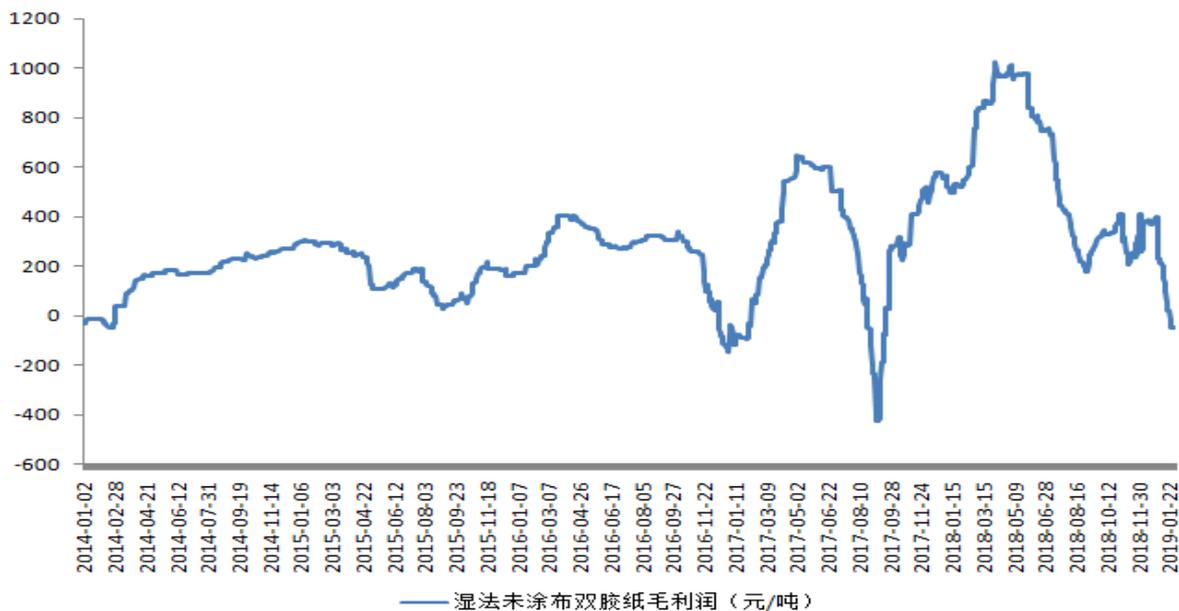
图 22：双胶纸行业开机率



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2019年1月双胶纸毛利润持续下滑，由月初的397元/吨下滑至月末-53.13元/吨，行业利润由盈利状态下滑至亏损状态，后期开机率或将受到影响。

图 23：湿法未涂布双胶纸毛利润

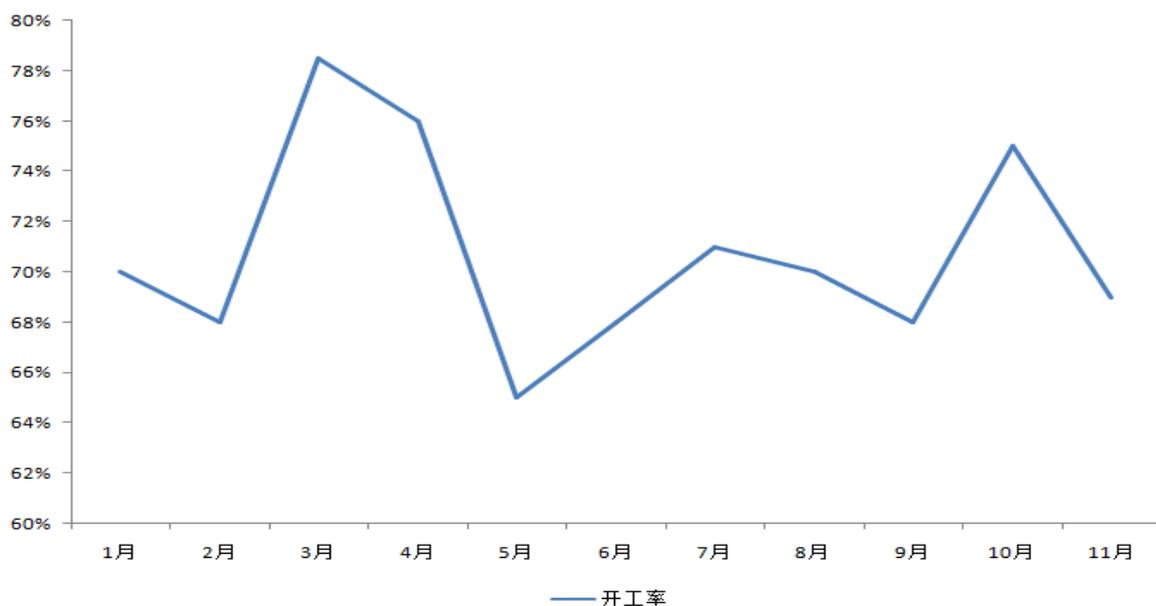


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.5.2 双铜纸开机率下滑，利润不佳

2018年11月双铜纸行业开机率69%，较上月下滑6%，双铜纸行业开机率止升回落。

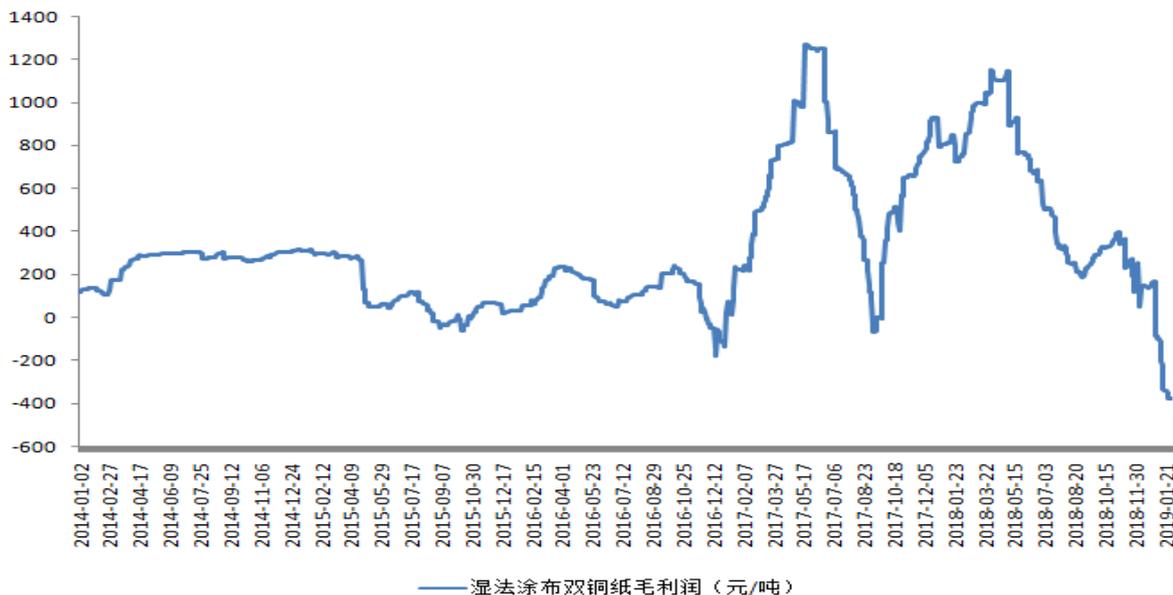
图 24：双铜纸行业开机率



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2019年1月双铜纸毛利润持续下滑，由月初的165.5元/吨下滑至月末-379.41元/吨，行业利润由盈利状态下滑至亏损状态，处于近四年底位，或将影响后期开机率。

图 25：湿法涂布双铜纸毛利润

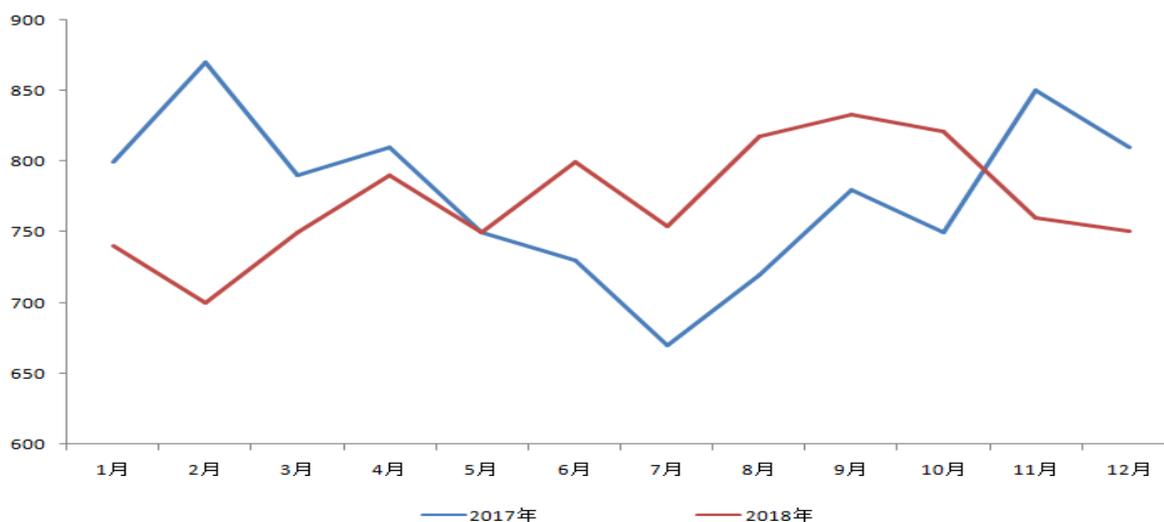


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.5.3 生活用纸产量下滑

2018年9月开始生活用纸产量持续下滑，12月生活用纸产量继续下滑，较前一月下降8800吨，降幅1.16%，降幅放缓。2018年12月生活用纸产量75.1万吨，较2017年同期下降5.9万吨，降幅7.28%。

图 26：生活用纸产量 (千吨)

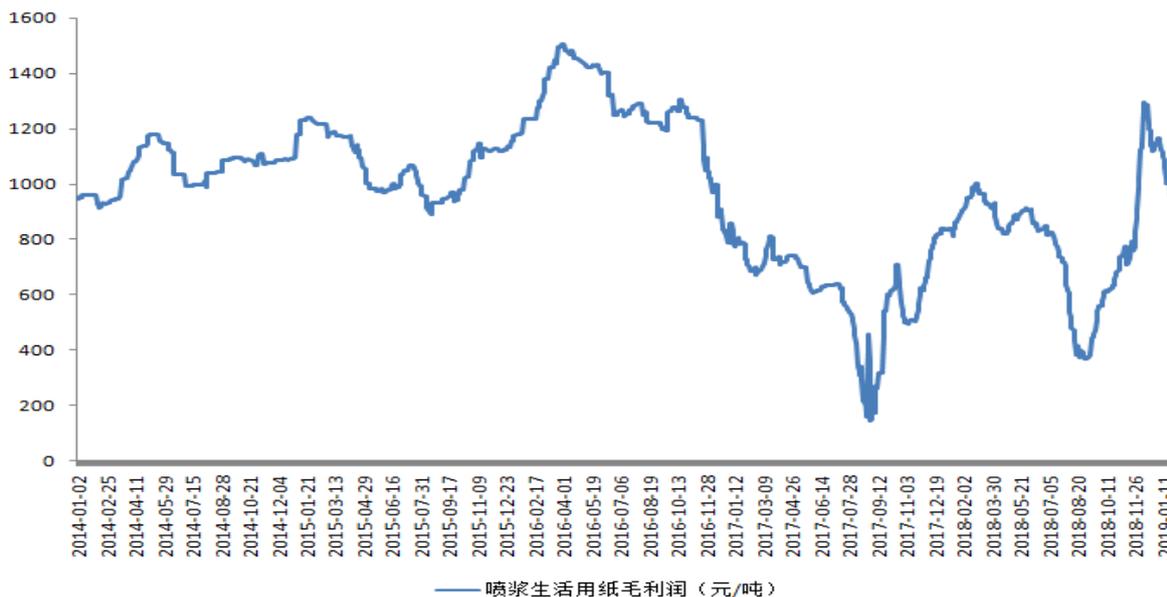


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.5.4 生活用纸利润情况较好

2019年1月上旬喷浆生活用纸毛利润持续下滑由月初的1150元/吨下滑至月末的935元/吨，但是利润仍处于较高位，利润情况总体较好。

图 27：喷浆生活用纸毛利润

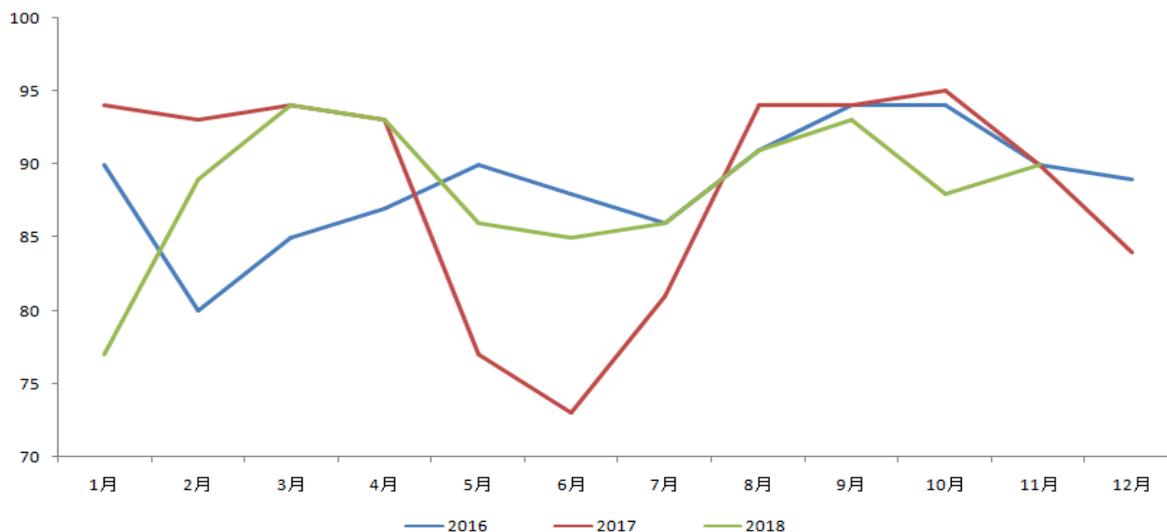


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.5.5 白卡纸开机率、产量下滑

2018年12月白卡纸行业开机率84%，比前一月下降6%，开机率较去年同期处于同一水平。

图 28：白卡纸行业开机率 (%)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2018年12月白卡纸产量53万吨，比前一月下滑13.1%，产量较去年同期增加6%。

图 29：白卡纸产量（千吨）

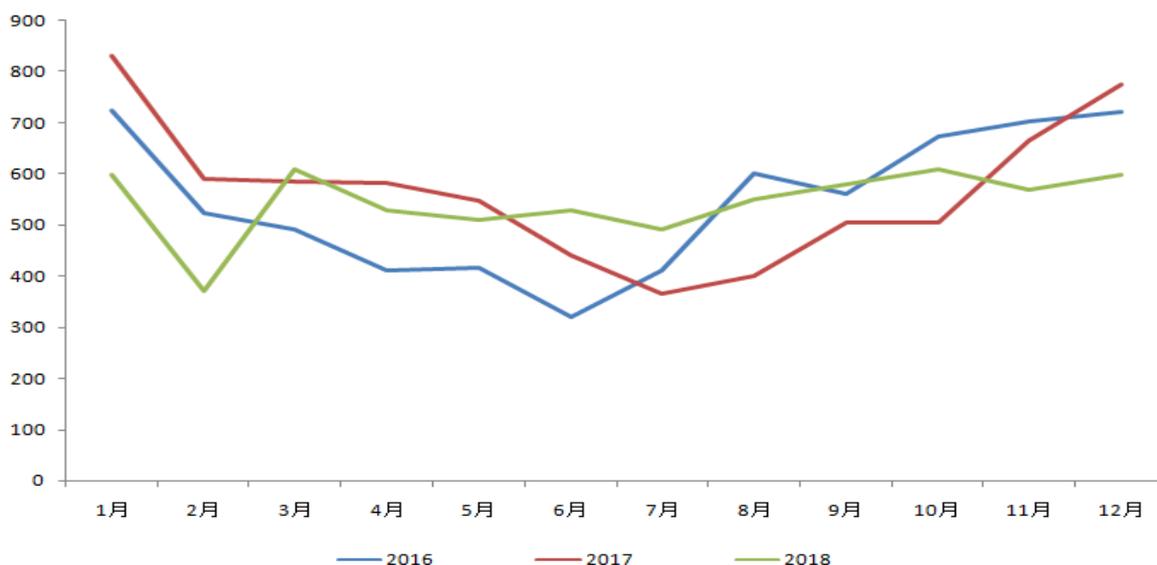


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 3.5.6 白卡纸需求量增加，库存下降

2018年12月白卡纸企业需求量60万吨，比前一月增加3万吨，增幅5.26%，需求较去年同期下降9.9%。

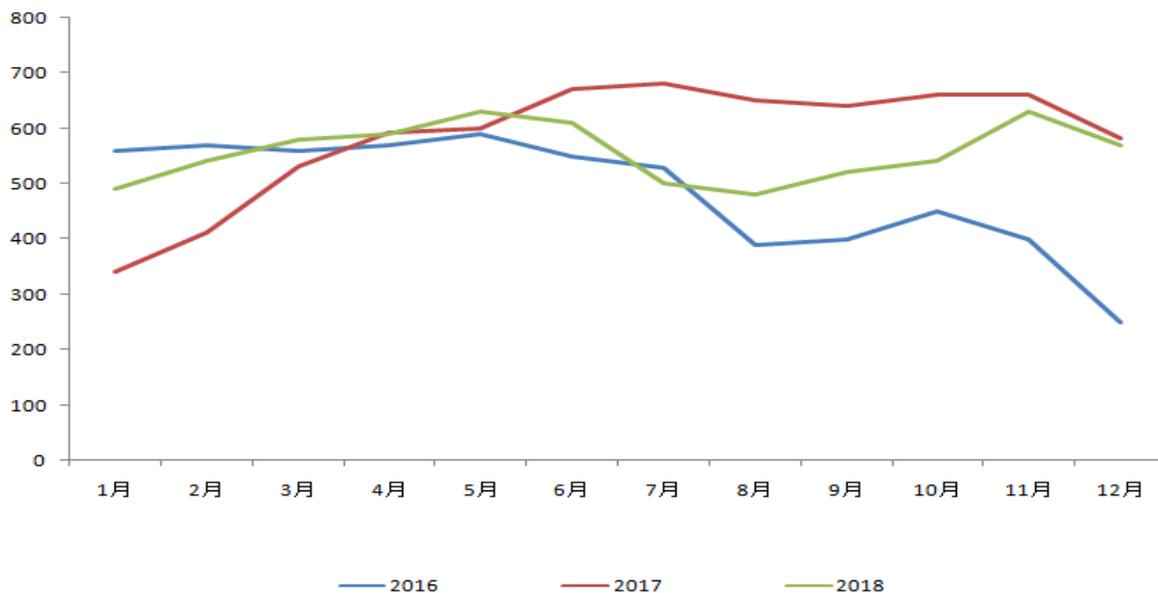
图 30：白卡纸企业库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

库存方面，2018年12月白卡纸企业库存57万吨，比前一月下降6万吨，降幅9.52%，白卡纸企业库存止升回落。

图 31: 白卡纸企业库存 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

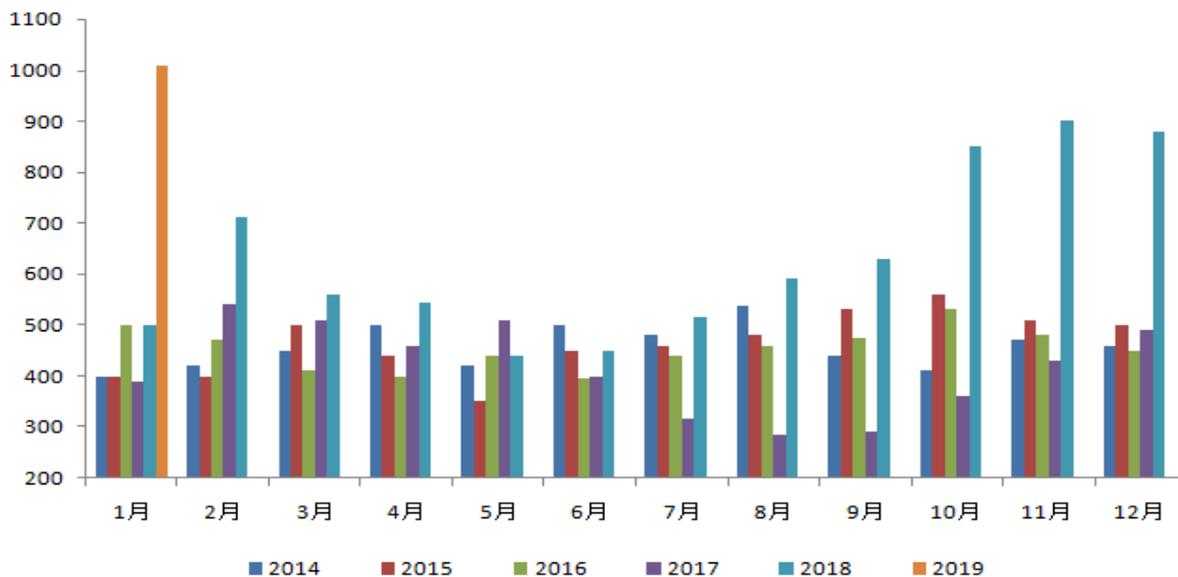
### 3.5.7 消费小结

漂针浆、漂阔浆下游需求主要集中在印刷用纸、生活用纸和包装用白卡纸。印刷用纸方面, 双胶纸、双铜纸开机率下滑, 行业利润持续下降, 已进入亏损状态, 利润情况总体不佳, 后期开机率可能维持低位, 对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱。生活用纸方面, 12月产量下滑, 但是降幅放缓, 虽然行业利润下降, 但是目前利润仍处于较高位, 对于漂针浆和漂阔浆的需求尚可。白卡纸方面, 12月开机率和产量下滑, 但是白卡纸需求增加, 库存止升回落, 后期对于漂针浆和漂阔浆的需求可能有所好转, 整体来看近期漂针浆和漂阔浆的需求一般, 未有明显好转。

### 3.6 港口库存偏高

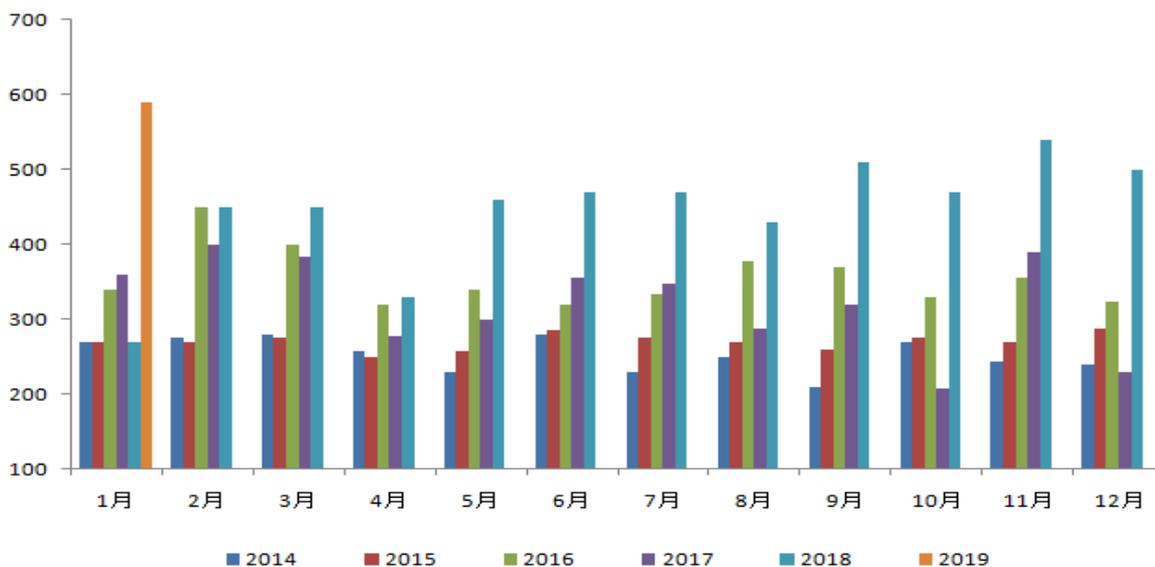
2019年1月青岛港木浆库存101万吨, 库存比上一月增加13万吨, 增幅14.77%, 库存止降回升; 1月青岛港木浆库存比去年同期增加51万吨, 增幅102%, 青岛港木浆库存处于近4年的历史高位。1月常熟港木浆库存59万吨, 库存比上一月增加9万吨, 增幅18%, 库存止降回升; 1月常熟港木浆库存比去年同期增加32万吨, 增幅119%, 常熟港木浆库存处于近4年的历史高位。港口库存增加, 库存处于历史高位, 库存压力增大压制纸浆价格。

图 32: 青岛港木浆库存 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 33: 常熟港木浆库存 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

### 3.7 总结

供应方面, 1月我国木浆进口量下降 63.49%, 供应减少。消费方面, 印刷用纸行业利润持续下滑, 处于亏损状态, 后期开机率可能维持低位, 对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱; 生活用纸虽然行业利润下降, 但是目前利润仍处于较高位, 对于漂针浆和漂阔浆的需求尚可; 白卡纸

12月开机率和产量下滑，但是白卡纸需求增加，库存止升回落，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求可能有所好转，整体来看近期漂针浆和漂阔浆的需求一般，未有明显好转。库存方面，1月青岛港和常熟港木浆库存止降回升，港口库存增加，库存处于历史高位，库存压力大，漂针浆和漂阔浆基本面未有明显好转。

### 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。