

本轮油价为何趋势下行

2025 年 8 月 21 日 星期四

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

联系人

俞秉甫

从业资格编号：F03123867

yubf@xzfutures.com

内容提要

截至 8 月 15 日当周，本轮油价已经较 7 月末的高位下跌近 10%，触及近 8 周以来的低位。本轮油价的走弱主要与美俄关系的缓和、OPEC+计划 9 月继续增产以及汽油旺季临近结束相关。

长期来看，我们对于油价偏弱的观点暂未改变。供应侧，未来 OPEC+的产量将会延续上行趋势，同时短期美国很难出现大规模减产。在 OPEC+增产的推动下，未来全球石油供应有望持续增加，增速主要取决于 OPEC+实际投产进度。需求侧，今年夏季汽油消费旺季临近结束，未来油品需求的增长缺乏新的驱动，在弱宏观以及新能源冲击的背景下，今明两年石油消费增速较疫情前 10 年的均值将会有所放缓。从地区上看，未来的增量市场仍然是非 OECD 国家，但中国、印度和巴西等国家的经济前景仍受到“贸易战”等因素的负面影响。从下游产品来看，未来汽油消费可能持续偏弱，因其受到新能源替代的冲击，而柴油及航空煤油可能会维持相对稳定的增长。未来全球油品需求的边际变化主要取决于经济周期以及美国“贸易谈判”的走向。根据国际能源署（IEA）的预测，2025 年及 2026 年全球石油需求增速分别为 68 万桶/日和 70 万桶/日。考虑到今明两年在 OPEC+的增产的驱动下，全球原油年均供应增量

将超过 100 万桶/日，未来全球原油库存存在持续累库的压力。

但从短期视角来看，油价走势存在较多变数，其中“X”因素为地缘局势。首先，油价在跌至前低之后存在低位盘整的可能，再度大跌下挫需要出现新的利空驱动。短期底部位置关注 60 美金附近的美国页岩油平均成本线。其次，若美俄关系发生转向，不排除油价再度上涨的可能。当前美国与俄罗斯的谈判未达成任何官方协议。此外，特朗普的关税政策也存在较多不确定性。因此，短期油价走势更多是“事件驱动性”逻辑。

报告目录

1. 油价趋势下行，触及近 8 周低位	4
2. 供应侧：OPEC+坚持增产计划，同时美国产量未出现显著下滑	6
3. 需求侧：旺季临近结束，未来增长缺乏新驱动	8
4. 地缘方面：俄油供应面临“被制裁”的风险	10
5. 总结与展望	13

图表目录

图表 1：近一个月布伦特原油价格走势（美元/桶）	4
图表 2：WTI 原油期货非商业持仓	5
图表 3：布伦特原油期货管理基金持仓	5
图表 4：OPEC+产量、配额及产能（截至 2025 年 7 月）：百万桶/日	7
图表 5：美国原油产量及钻机数（桶/日；部）	8
图表 6：全球石油月度需求表现及预期（百万桶/日）	10
图表 7：俄罗斯石油月度出口量（百万桶/日）	13

1. 油价趋势下行，触及近 8 周低位

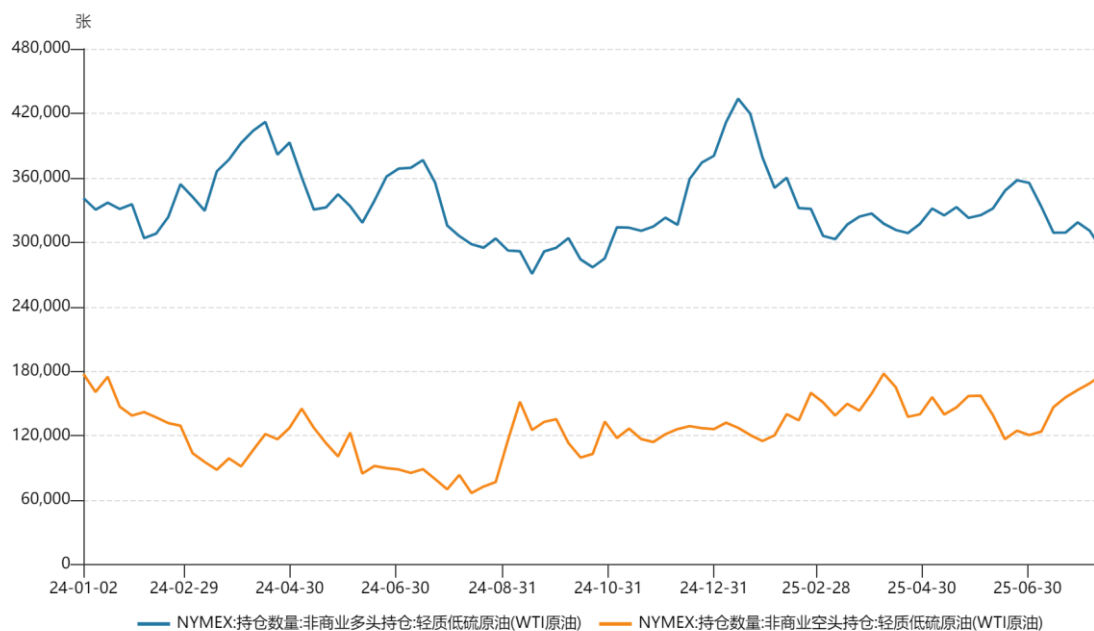
截至 8 月 15 日当周，本轮油价已经较 7 月末的高位下跌近 10%，触及近 8 周以来的低位。市场对基本面的预期转弱以及俄乌局势趋向缓和都偏利空市场。供应端，8 月 3 日，OPEC+八国决定自 9 月起每日增产 54.7 万桶，该增量与 8 月的增产目标保持一致，反映 OPEC+夺回市场份额的决心。预期今年 OPEC+端的供应量将会呈现稳步增长的趋势，这将导致全球原油供应偏宽松。同时，上周美国原油产量环比增加 5.5 万桶/日至 1338.2 万桶/日，当前美国原油产量仍处于历史相对高位，并未出现显著的减产。需求端，夏季汽油消费旺季临近结束，未来油品需求的增长缺乏新的驱动，在弱宏观以及新能源冲击的背景下，今明两年石油消费增速较过去 10 年均值将会有所放缓。因此，今明两年原油基本面面临供应过剩的压力。地缘方面，近期俄乌局势趋向缓和，市场对前期炒作“美国制裁俄罗斯石油出口”的逻辑转弱，这也驱动前期上行的地缘溢价回落。此外，近期布伦特及 WTI 原油期货的投机空头持仓趋势增加，显示市场看空情绪增强。

图表 1：近一个月布伦特原油价格走势（美元/桶）



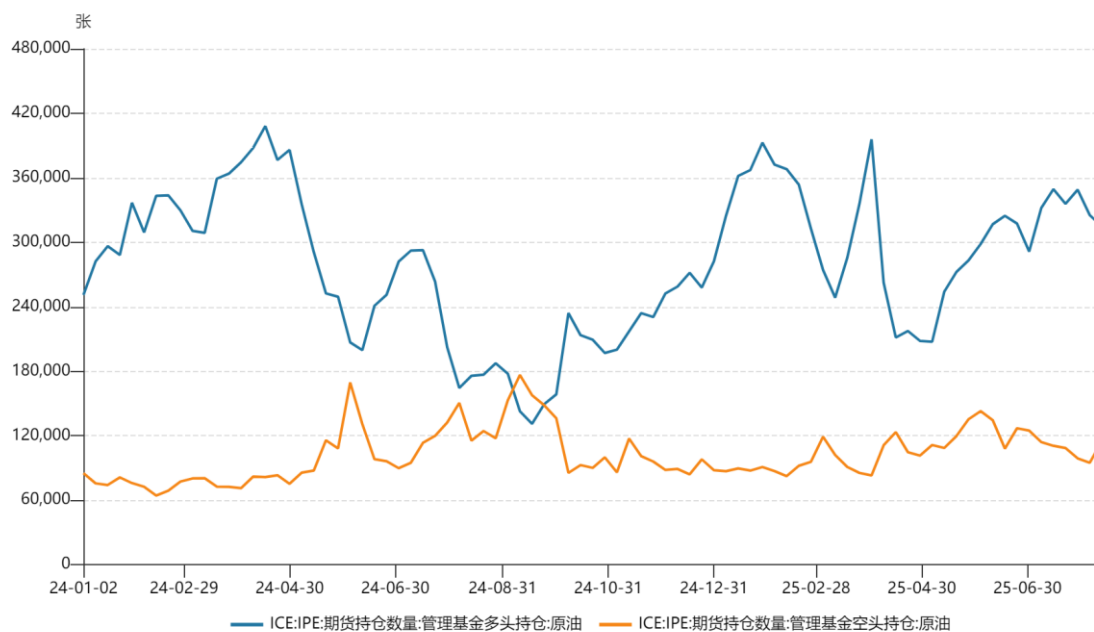
数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

图表 2：WTI 原油期货非商业持仓



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

图表 3：布伦特原油期货管理基金持仓



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

2. 供应侧：OPEC+坚持增产计划，同时美国产量未出现显著下滑

供应侧的利空驱动主要来自 OPEC+的增产计划。8 月 3 日，OPEC+8 国决定将在 9 月增产 54.7 万桶/日，该增量与 8 月的增产目标保持一致，显示了该集团重新夺回市场份额的决心。从 OPEC+已公布的增产计划来看，5 月至 7 月期间，该集团每个月增产 41.1 万桶/日，该数值是去年年底给定的增产计划的 3 倍；此后在 8 月和 9 月期间，该集团计划每个月增产 54.7 万桶/日，该数值是去年年底给定的增产计划的 4 倍。

但从实际公布的产量来看，5 月至 7 月，OPEC+的实际增产量低于目标值，这主要因为部分成员国存在补偿减产计划以及部分成员国仍存在产能爬坡。具体来看，根据国际能源署（IEA）的数据，OPEC+5 月产量较 4 月增加 16 万桶/日；6 月产量较 5 月增加 50 万桶/日；7 月产量较 6 月减少 25 万桶/日。其中，7 月 OPEC+的产量出现滑坡主要因为沙特供应量下降 28 万桶/日，使得其产量重新符合目标水平。此外，根据航运数据显示，7 月沙特原油出口量降幅超 50 万桶/日，部分原因是季节性电力需求高峰期间更多原油被转用于发电。总体上看，截至 7 月，集团 18 个成员国的总产量较目标水平仍高出 110 万桶/日。预期未来 OPEC+18 国的实际产量仍不会完全匹配目标，即会议中释放的加速增产态度的重要性大于公布的增产数值的重要性，因为年初至今多数 OPEC+成员国存在较为严重的超额生产现象，未来也可能不会严格按照配额生产。总体上看，我们预计未来 OPEC+的总产量仍然会延续上行趋势，但每个月的实际增量会有所波动，可能不会完全吻合目标值，需要持续跟踪。

另一方面，近期美国产量在前期小幅下滑之后又重新回到历史高位，打消了市场炒作“页岩油减产”的利多逻辑。截至 8 月 15 日当周，美国原油总产量为 1338.2 万桶/日，接近 1360 万桶/日的历史高位。前期市场有出现过炒作美国产量下滑对冲 OPEC+增产影响的逻辑，但目前看该交易逻辑驱动有限。根据达拉斯联储今年 1 季度的调研报告，今年美国油气公司平均需要 65 美元/桶的油价才能盈亏平衡，高于去年第一季度调查时的 64 美元/桶。4 月及 5 月持续下跌的油价已经逼近甚至一度跌破页岩油生产盈亏平衡线，这给油气商带来经营压力。因低迷的油价，5 月初美国两大页岩油巨头均宣布计划在年内削减资本开支。Diamondback Energy 计划将 2025 年资本预算削减 10%至 34-38 亿美元，并通过减少 3 台钻机和 1 个完井作业队来降低开采活动。Coterra Energy 也宣布计划缩减投资计划。该公司将 2025 年资本支出指引从原先的

21-24 亿美元下调至 20-23 亿美元。该公司修订后的战略包括在下半年将 Permian 地区的活跃钻井平台数量从 10 个削减至 7 个。尽管因低迷的油价，美国页岩油行业已经出现削减资本开支的趋势，但我们预计今年美国石油行业较难出现大规模减产，这主要因为短期油气商削减的投资相对有限，且近年来行业生产效率显著提升，可以确保在较低的投入下产量不出现明显下滑。

综合来看，我们预计未来 OPEC+ 的供应将会延续趋势上行，同时短期美国原油产量将会维持高位，较难出现明显增加或减少。在 OPEC+ 计划扩大市场份额的背景下，未来全球石油供应有望持续增加，增速主要取决于 OPEC+ 实际投产情况。

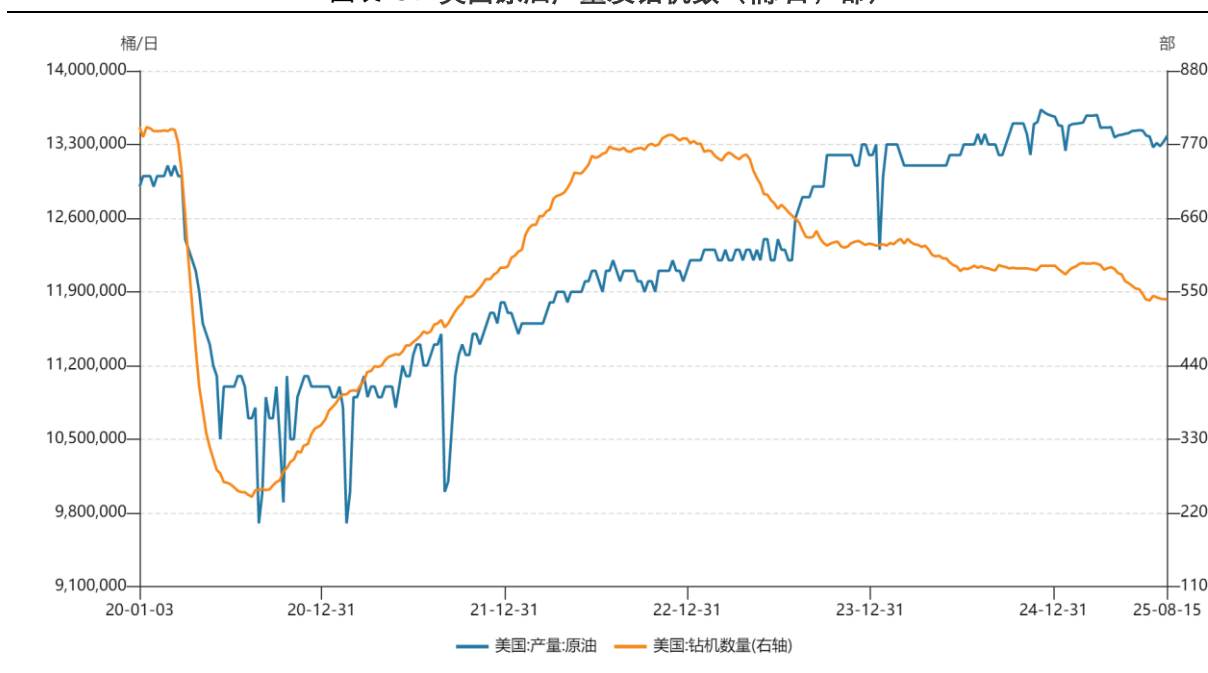
图表 4：OPEC+ 产量、配额及产能（截至 2025 年 7 月）：百万桶/日

	6月实际产量	7月实际产量	较目标产量盈余	7月目标产量	产能
阿尔及利亚	0.93	0.89	-0.05	0.94	1.00
刚果	0.26	0.24	-0.04	0.28	0.30
几内亚	0.05	0.05	-0.03	0.07	0.10
加蓬	0.25	0.22	0.04	0.18	0.20
伊拉克	4.28	4.32	0.34	3.99	4.90
科威特	2.66	2.64	0.18	2.46	2.90
尼日利亚	1.51	1.48	-0.02	1.50	1.40
沙特	9.80	9.52	-0.02	9.53	12.10
阿联酋	3.47	3.53	0.37	3.16	4.30
OPEC-9国	23.21	22.89	0.77	22.11	27.20
伊朗	3.08	3.27			3.80
利比亚	1.20	1.23			1.20
委内瑞拉	0.94	0.83			0.90
OPEC 总和	28.43	28.22			33.10
阿塞拜疆	0.46	0.46	-0.09	0.55	0.50
哈萨克斯坦	1.84	1.79	-0.40	1.39	1.80
墨西哥	1.46	1.47			1.60
阿曼	0.76	0.77	0.01	0.77	0.90
俄罗斯	9.23	9.20	0.10	9.10	9.40
其他	0.80	0.81	-0.05	0.87	0.90
OPEC+18国	36.28	35.92	1.15	34.77	40.50
OPEC+总和	42.97	42.72			48.00

* 伊朗、利比亚和委内瑞拉3国为减产豁免国

数据来源：IEA；兴证期货研究咨询部

图表 5：美国原油产量及钻机数（桶/日；部）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

3. 需求侧：旺季临近结束，未来增长缺乏新驱动

油品的需求预期开始边际转弱。夏季汽油消费旺季临近结束，未来油品需求的增长缺乏新的驱动，在弱宏观以及新能源冲击的背景下，今明两年石油消费增速较疫情前 10 年的均值将会有所放缓。

根据国际能源署（IEA）的数据及观点，全球石油需求增长预计将从 2024 年的 86 万桶/日放缓至 2025 年的 68 万桶/日，主要受宏观经济前景疲软影响。这一数据较 IEA 上月预测值下调了 2 万桶/日，主因是因为非 OECD 国家的消费量持续低于预期。同时，IEA 预计 2026 年全球需求增速预计将保持相近水平，同比增幅约 70 万桶/日。考虑到今明两年在 OPEC+ 的增产背景下，全球原油供应增量将超过 100 万桶/日，未来全球原油库存存在持续累库的压力。

从地区来看，非 OECD 国家中，中国、印度和巴西的表现尤为疲软。这三个国家原本是 2024 年和 2025 年全球需求增长的主力军，但其 6 月至 7 月的需求增长低于预期。同时，这三国目前面临美国最高达 50% 的贸易关税威胁，进一步凸显了新兴市场经济前景的动荡。此外，尼日利亚

的石油需求近期表现亮眼，其国内全面改革显著刺激了经济活动，推动石油消费大幅增长。该国 2025 年需求增量约 10 万桶/日，仅次于印度的增幅。相比之下，OECD 国家的需求自 2024 年下半年以来展现出较强韧性，冬季取暖用油消费的增长为总需求提供了支撑。其中，欧洲表现尤为突出，今年的需求数据持续超出市场预期。在货币宽松政策加力、油价走低、欧元走强以及终端用户取暖油库存重建等因素的推动下，欧洲 2025 年需求有望实现正增长。

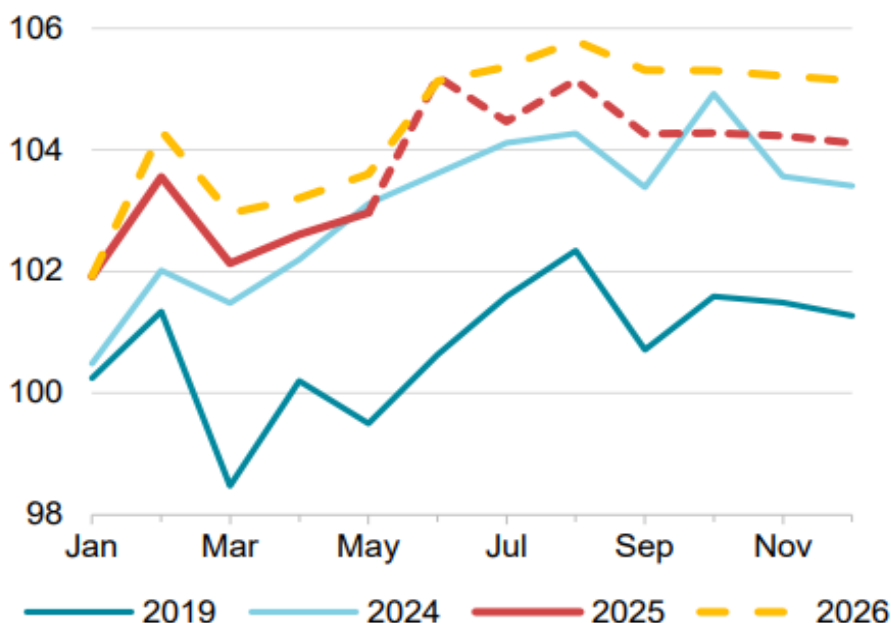
然而，OECD 国家消费的强势仅是相对而言。2025 年二季度全球消费同比增幅仅为 60 万桶/日，为一年多来最弱的表现，且这一增量完全由非 OECD 国家贡献，而 OECD 国家的年度需求可能出现萎缩，主要受亚太地区消费持续低迷拖累。例如，日本 5 月需求仅为 270 万桶/日，已跌至数十年低点。美国消费者信心指数虽在 4 月初因关税恐慌骤降后有所回升，但其他经济指标已显疲态。7 月就业数据异常疲软，且 5-6 月数据被大幅下修，这一定程度上反映了今年汽油消费需求弱于预期的原因。5 月至 7 月期间，美国汽油需求同比下降约 2%。

从下游产品来看，今年汽油和石脑油的需求增长较为乏力，而中间馏分油（如柴油和航空燃油）近几个月展现出更强的韧性，推动柴油与航油裂解价差相对走高。汽油需求受到电动化进程加快及消费支出疲软的双重压力，石脑油则面临来自 NGL 衍生原料的激烈竞争。相比之下，柴油在全球制造业、航空业以及地中海地区船用燃料转向柴油的影响下，强化了中间馏分油的市场地位。IEA 预计 2025 年三季度中间馏分油需求同比增速将达到 40 万桶/日，是汽油与石脑油增速总和的两倍以上。今年航空煤油需求依然表现强劲。燃油效率的提升一定程度上抑制了需求增速，但全球国际旅行的普遍复苏提供了有力支撑。随着北半球夏季旅游旺季带动航空流量上升，当前航空煤油消费量已攀升至约 800 万桶/日的季节性高峰。今年初航空煤油需求因 2024 年一季度低基数效应而开局强劲，随后增速趋于平稳。FlightRadar24 数据显示，2025 年上半年全球商业航班数同比增长 5.5%，但自今夏以来增速已放缓至 1.2%。IEA 预计 2025 年全年航空煤油需求将增加 16 万桶/日，同比增长约 2.1%；预计 2026 年进一步增长 13 万桶/日，推动年均消费量升至 780 万桶/日以上（略低于 2019 年水平），但航班量已稳定超过疫情前基准。当前航班量与燃油消费恢复程度之间的差异，反映了飞机燃油效率的持续提升，以及煤油在烹饪、取暖等非航空领域使用量逐步减少的影响。

综合来看，在今年夏季汽油消费旺季结束之后，全球油品消费缺乏新的增长驱动。从地区上看，未来的增量市场仍然是非 OECD 国家，但中国、印度和巴西等国家的经济前景仍受到“贸易战”等因素的负面影响。从下游产品来看，未来汽油消费可能持续偏弱，因其受到新能源替

代的冲击，而柴油及航空煤油可能会维持相对稳定的增长。未来全球油品需求的边际变化主要取决于经济周期以及美国“贸易谈判”的走向。

图表 6：全球石油月度需求表现及预期（百万桶/日）



数据来源：IEA；兴证期货研究咨询部

4. 地缘方面：俄油供应面临“被制裁”的风险

近期市场针对地缘局势的炒作主要集中在“俄乌局势”方面，尤其是存在美国再次制裁俄罗斯的风险。近期油价的大幅走弱一定程度上反应了俄乌地缘风险的走弱，是对前期市场炒作“美国再次制裁俄油”导致油价上涨后的回调。7月28日，特朗普威胁称，如果普京不接受停火，美国将在10至12天内对购买俄罗斯能源等出口产品的国家实施制裁，而非此前宣布的50天期限。该消息曾短期驱动油价走强。8月15日，特朗普与普京在美国阿拉斯加州安克雷奇举行会晤，双方表示会晤“具有建设性”“富有成果”，但未就俄罗斯与乌克兰停火等问题达成任何协议。本周二（8月19日），特朗普表示，俄罗斯总统普京和乌克兰总统泽连斯基正在安排会晤，讨论结束乌克兰战争。近一个月油价的走势与美俄关系的变化高度吻合。

根据 IEA 的最新一期数据，7 月份俄罗斯的日均石油出口量环比增长约 1%，其中俄罗斯原油出口量环比小幅增加 2 万桶/日，达到 460 万桶/日，比去年同期高出 8 万桶/日。石油产品出

口量环比增加 6 万桶/日，较去年同期减少 8 万桶/日。同时，由于油价上涨以及 7 月较 6 月多出一天，当月俄罗斯石油出口收入环比增长 7%，达成 143 亿美元，但较去年同期减少 21 亿美元，是自 2021 年以来 7 月份的最低收入水平。收入同期减少主要因为今年油价中枢整体下移。

7 月份，俄罗斯乌拉尔原油价格持续低于每桶 60 美元的价格上限，但其与北海 Dated 原油的折扣缩小了 0.60-0.80 美元/桶，降至约 11.90 美元/桶，这是自制裁开始以来折扣最窄的水平之一，反映了整体酸性原油市场的紧缩。ESPO 原油价格上涨速度快于乌拉尔原油，受到苏伊士以东市场强劲表现的推动，7 月份再次超过价格上限。其与北海 Dated 原油的折扣在当月缩小 1.70 美元/桶，降至-5.98 美元/桶。乌拉尔原油相对于印度西海岸交货的迪拜原油折扣在 6 月份接近持平，随后在 7 月份有所缓和。强劲的酸性原油需求支撑了乌拉尔原油的价值，但新制裁宣布后，8 月初折扣大幅扩大。

7 月 18 日，欧盟通过了对俄罗斯的第十八轮制裁措施。显著调整了俄罗斯海上原油出口的价格上限，使其与全球原油价格挂钩，并引入自动调整机制，以确保上限的有效性。新价格上限将于 9 月 3 日生效，定为每桶 47.60 美元，较当前的 60 美元/桶有所降低。欧盟委员会将根据 2025 年 7 月 15 日起连续 22 周的俄罗斯原油平均市场价格计算价格上限，每六个月调整一次。若参考期间的市场价格变化低于 5%，价格上限保持不变。为符合规定的合同，允许在 2025 年 7 月 20 日之前签订的合同在 2025 年 10 月 18 日之前履行。

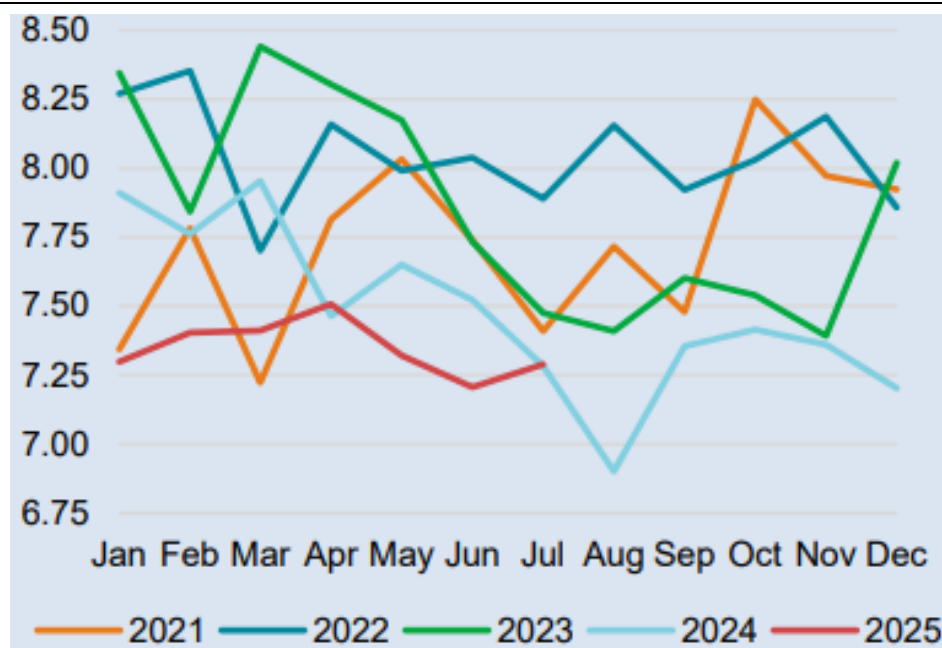
此外，自 2026 年 1 月 21 日起，欧盟禁止欧盟运营商购买、进口或转移来自非欧盟非伙伴国（这些国家在进口前一年为净原油进口国）精炼的俄罗斯原油衍生物。进口商需提供用于生产精炼产品的原油来源证明。该禁令旨在切断欧盟对俄罗斯石油的任何获取渠道，禁止提供直接或间接的技术援助、经纪服务、融资或财务援助，以及保险和再保险。欧盟委员会正在敲定法规细节，包括对俄罗斯原料的处理方式，并将发布实施指导意见。欧盟还在 7 月份对另外 105 艘船只实施了制裁，使受欧盟制裁的影子油轮总数增至 444 艘，同时制裁了 55 个实体和个人，包括管理影子船队的俄罗斯及国际公司、俄罗斯原油贸易商，以及印度 Nayara 炼油厂（Rosneft 持有其 49%股份）。此外，对白俄罗斯实施了额外的措施，内容大致与对俄罗斯的制裁相仿。最后，这些变化取消了捷克进口俄罗斯原油的现有豁免，该国已在 4 月份停止了俄罗斯原油进口。在这些制裁之后，英国也对其 135 艘油轮实施了制裁。尽管 Nayara 位于 Vadinar 的 40 万桶/日炼油厂在 2024 年向欧洲出口的油品不足 20 万桶/日，但欧盟制裁对其运营产生了即时影响。Nayara 已将 2025 年上半年的运行率从 103%下调至 7 月底的 80-85%，并在 8 月初进一步降至

60-70%，这主要是由于将产品转移至国内市场而非出口的困难。该公司缺乏足够的加油站、储存容量或卡车来增加国内销售。制裁也影响了占 Nayara 产品出口 40% 的中东买家。此外，新油轮制裁减少了可用船只，推高了运费成本，并对俄罗斯原油的离岸价格造成压力，市场已经传闻一些印度炼油厂已放缓采购计划。

8 月 6 日，特朗普发布行政命令，宣布对从印度进口的美国商品额外征收 25% 关税（叠加于 8 月 7 日起实施的 25% 关税），可能将总关税推高至 50%。这是一项针对印度购买俄罗斯石油的惩罚措施。特朗普还威胁对其他国家实施类似制裁，希望迫使克里姆林宫在 8 月 8 日截止日期前与乌克兰达成停火协议。8 月 15 日，普京与特朗普举行了会晤，从而推迟了新的美国关税。但如果未来双方仍未达成停火协议，美国针对相关国家的额外关税仍可能生效。在制裁的背景下，印度国家炼油厂和印度石油公司自 7 月底以来联合购买了 2200 万桶非俄罗斯现货原油，计划于 9 月和 10 月交付。

总体上看，美国对俄油的制裁前景尚不明朗，这主要取决于国际地缘局势。但我们预计本轮俄乌局势的交易逻辑与 1 月份的拜登政府制裁时的交易逻辑相对类似。即使未来特朗普公布对俄油制裁的具体方案，我们也预计对俄油实际供应影响有限，市场走势也可能呈现油价先冲高再逐步回落的走势，当下市场无需对未来俄油供应下滑过分悲观。首先是俄罗斯能源行业已经受到西方国家的多轮制裁，但其出口量仍然较为稳定，不排除相关产业已经具备一定反制裁手段，例如可以找到新的“影子船队”或者通过寻找新的中间贸易商来进行出口。其次，从长期视角来看，2025 年全球原油的闲置产能较为充足，即使俄罗斯原油出口量出现明显下滑，OPEC+ 的其他国家有能力通过增产来弥补俄油供应下滑后的缺口。在不考虑俄罗斯和其余三大赦免国的情况下，当前 OPEC+ 总闲置产能有近 600 万桶/日。因此，从年度平衡表的角度看，若俄油供应持续下滑，短期供需平衡会存在偏紧的压力，但是若全球市场长期处于供应不足、油价偏高的状态，未来 OPEC+ 其他国家大概率会加快增产的节奏以满足市场需求。

图表 7：俄罗斯石油月度出口量（百万桶/日）



数据来源：IEA；兴证期货研究咨询部

5. 总结与展望

截至 8 月 15 日当周，本轮油价已经较 7 月末的高位下跌近 10%，触及近 8 周以来的低位。本轮油价的走弱主要与美俄关系的缓和、OPEC+计划 9 月继续增产以及汽油旺季临近结束相关。

长期来看，我们对于油价偏弱的观点暂未改变。供应侧，未来 OPEC+的产量将会延续上行趋势，同时短期美国很难出现大规模减产。在 OPEC+增产的推动下，未来全球石油供应有望持续增加，增速主要取决于 OPEC+实际投产进度。需求侧，今年夏季汽油消费旺季临近结束，未来油品需求的增长缺乏新的驱动，在弱宏观以及新能源冲击的背景下，今明两年石油消费增速较疫情前 10 年的均值将会有所放缓。从地区上看，未来的增量市场仍然是非 OECD 国家，但中国、印度和巴西等国家的经济前景仍受到“贸易战”等因素的负面影响。从下游产品来看，未来汽油消费可能持续偏弱，因其受到新能源替代的冲击，而柴油及航空煤油可能会维持相对稳定的增长。未来全球油品需求的边际变化主要取决于经济周期以及美国“贸易谈判”的走向。根据国际能源署（IEA）的预测，2025 年及 2026 年全球石油需求增速分别为 68 万桶/日和 70 万桶/日。

考虑到今明两年在 OPEC+ 的增产的驱动下，全球原油年均供应增量将超过 100 万桶/日，未来全球原油库存存在持续累库的压力。

但从短期视角来看，油价走势存在较多变数，其中“X”因素为地缘局势。首先，油价在跌至前低之后存在低位盘整的可能，再度大跌下挫需要出现新的利空驱动。短期底部位置关注 60 美金附近的美国页岩油平均成本线。其次，若美俄关系发生转向，不排除油价再度上涨的可能。当前美国与俄罗斯的谈判未达成任何官方协议。此外，特朗普的关税政策也存在较多不确定性。因此，短期油价走势更多是“事件驱动性”逻辑。

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。本报告清晰准确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唯一因素。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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。