

本轮油价为何再度逼近年内低点

2025 年 10 月 17 日 星期五

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

吴森宇

从业资格编号: F03121615

投资咨询编号: Z0023000

联系人

俞秉甫

F03123867

yubf@xzfutures.com

内容提要

近期受基本面与宏观情绪双重压制，油价持续走弱。本周国际油价已逼近今年 4 月和 5 月因美国加征关税而触及的低点。供应端，全球石油供应持续增长且短期内将延续增产趋势。9 月 OPEC+ 实际产量出现较明显增长，且地缘局势对伊朗和俄罗斯的原油出口影响有限。考虑到 OPEC+8 国已经计划启动第二轮增产（预计从今年 10 月至明年 9 月，共计 165 万桶/日），未来 OPEC+ 的增产行动将持续利空油价。同时，近期美国产量刷新历史新高，尽管持续下行的油价使得美国油气商对行业前景表现出悲观的看法，但企业仍然在低油价的背景下寻找新的平衡点，短期难以开启大规模减产。9 月其他非 OPEC+ 产国产量维持稳定，且短期仍在推进投产项目。需求端，尽管今年第三季度全球石油消费较今年第二季度的低点出现显著回升，但相较往年同期表现仍显低迷，10 月 10 日，特朗普再次威胁将对中国加征关税，未来全球贸易战对原油消费的负面影响可能延续。在弱宏观、新能源冲击以及美国关税政策的扰乱下，预计今年成品油及化工原料的消费增长均将低于疫情前 10 年的平均水平。库存角度，今年 1 至 8 月全球可观测石油库存增加 2.25 亿桶，达到四年来最高水平。国际能源署（IEA）最新预测，2025 年全球石油供应将增加 300 万桶/日，2026 年将再增加 240 万桶/日；而 IEA 对 2025 年和 2026 年全球石油需求的年均增长预期仅为 70 万桶/日左右。未来全球石油库存面临较大的累库压力。宏观层面，由于特朗普近期再度发表关于“贸易战”及关税的言论，市场重现类似今年 4 月初的衰退预期逻辑，宏观情绪转弱进一步压制油价。综合来看，油价延续偏弱走势，



市场仍在寻底过程中，短期上行风险主要来自潜在的地缘冲突爆发或升级。

报告目录

一、基本面和宏观共振，油价跌至年内低位	4
二、OPEC+产量持续增加，且 8 国集团计划开启第二轮增产	4
三、美国产量刷新历史新高，非 OPEC+国家仍有增产空间	6
四、全球经济低迷叠加贸易关税扰动，石油消费前景堪忧	8
五、全球石油库存出现显著增长，未来将延续累库趋势	10
六、总结与展望	12

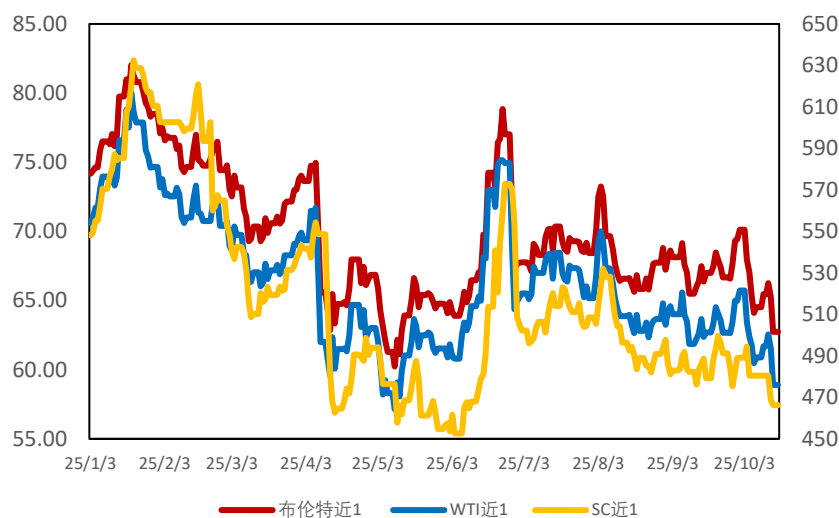
图表目录

图表 1. 年初至今油价走势（美元/桶；元/桶）	4
图表 2. OPEC+各国产量、配额及产能（百万桶/日）：截至 2025 年 9 月	6
图表 3. 美国原油产量及活跃钻机数（桶/日；部）	8
图表 4. 全球石油消费:IEA 口径（千桶/日）	10
图表 5. 全球可观测石油库存：百万桶	11
图表 6. OECD 国家石油库存：百万桶	11
图表 7. 中国原油库存：百万桶	12

一、基本面和宏观共振，油价跌至年内低位

近期市场因基本面及宏观情绪共振导致油价趋势走弱。近两周（9月29日至10月16日）布伦特及WTI原油价格跌幅均超过10%，绝对价格逼近4月和5月时的年内最低点。基本面角度，9月7日OPEC+8国宣布将开启第二轮增产，新一轮的增产将从今年10月延续至明年9月；此后，10月5日，OPEC+8宣布11月将继续增产13.7万桶/日，且计划于11月2日举行下一次会议来讨论12月的供应政策。同时，近期美国原油产量创历史新高，全球石油市场凸显供应过剩的压力。本周国际能源署发布的月报警告全球石油市场面临的供应过剩局面将比先前预期更为严峻。IEA在最新一期的月报中表示，2025年全球石油供应将增加300万桶/日，高于先前预测的270万桶/日。2026年将再增加240万桶/日。同时，IEA预计2025年和2026年全球石油需求增长均低于100万桶/日。IEA预计在OPEC+成员国及其他生产国提高产量的背景下，今明两年石油需求仍显疲弱，未来原油库存将会逐渐增加。宏观层面，10月10日，特朗普再次威胁将对中国加征关税，引发宏观层面的恐慌情绪，若未来中美“贸易战”升级将利空原油需求，这进一步驱动油价下行。全球资本市场也短暂出现类似4月初特朗普首次推出“对等关税”时的熊市行情。

图表1. 年初至今油价走势（美元/桶；元/桶）



数据来源：Bloomberg，兴证期货研究咨询部

二、OPEC+产量持续增加，且8国集团计划开启第二轮增产

根据国际能源署（IEA）的数据，9月OPEC+原油总产量大幅增加97万桶/日达到4400万

桶/日，创下 2020 年 4 月以来的最高水平，同时闲置产能降至 2022 年第四季度以来的最低点。中东地区的 OPEC+成员国原油产量环比增加 84 万桶/日，同时该地区原油出口量大幅增加 130 万桶/日至 1690 万桶/日，创下近 30 个月的新高。参与 2023 年 11 月减产协议的 18 国 9 月原油供应量较当月目标高出 91 万桶/日（含 10 月 1 日宣布的新补偿性减产）。随着 OPEC+8 国将 2023 年 11 月制定的 220 万桶/日减产措施在 4 月至 9 月期间被解除，加之阿联酋额外获得 30 万桶/日的配额增量，该集团 9 月产量较 2025 年第一季度基准产量高出 200 万桶/日。

9 月 7 日，OPEC+8 国（沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿拉伯联合酋长国、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼）宣布将从今年 10 月份开始逐步退出 2023 年 4 月宣布的 165 万桶/日的额外自愿减产方案（即开启第二轮增产）；且预计本轮增产将延续至明年 9 月份。在 10 月 5 日举行的最新会议上，OPEC+8 国同意在 11 月继续增产 13.7 万桶/日（与 10 月增产节奏持平）。但是，由于集团在 10 月初宣布的补偿性减产措施抵消了大部分增量，理论上当月仅沙特与阿尔及利亚可获得小幅增产空间。从重点国家来看：

沙特 9 月原油供应量环比增加 55 万桶/日，达到略低于 1000 万桶/日的水平，创下自 2023 年 5 月以来的最高产量。当月沙特供应量的增加部分得益于当地气温下降、发电用原油需求季节性减少。

阿联酋 9 月原油产量增加 6 万桶/日，达到 370 万桶/日，刷新历史峰值。当月阿联酋原油出口量大幅增加 26 万桶/日，同样刷新历史峰值至 340 万桶/日。

伊拉克 9 月原油产量环比增加 4 万桶/日，达到 460 万桶/日。巴士拉港海运出口量因库存释放增加 7 万桶/日。此外，停运两年半的伊拉克-土耳其管道（ITP）已恢复输油。9 月 27 日起，伊拉克国家石油营销组织（SOMO）、库尔德地区政府（KRG）及北部库尔德自治区国际石油公司达成协议，以约 23 万桶/日的流量重启 ITP 管道运营。但各方尚未就欠款偿付方案达成一致，管道持续运营需每月延长现行临时协议。此外，土耳其去年已通知退出 ITP 协议，伊拉克需在明年 7 月前与土方达成新协定。当月，道达尔能源宣布启动拉塔维油田开发与天然气综合增长项目（GGIP）的最终阶段建设。拉塔维一期工程将于 2026 年投产，新增 12 万桶/日产能；二期工程（+9 万桶/日）计划 2028 年投产并与 GGIP 项目对接。

伊朗 9 月原油供应量增加 15 万桶/日，达到 330 万桶/日；原油出口量大幅增加 72 万桶/日至 190 万桶/日，创 2018 年 6 月以来最高水平。9 月 16 日，美国财政部外国资产控制办公室（OFAC）对伊朗石油供应链金融环节实施制裁，涉及被指控协助伊朗石油销售资金流转的伊朗、阿联酋及中国香港实体。当月伊朗对华原油交付量环比骤降 57 万桶/日至 100 万桶/日，创 1 月以来新低。

俄罗斯 9 月原油产量环比增加 17 万桶/日，达到 920 万桶/日。油品总出口量环比增长 21 万

桶/日，但成品油出口下降 17 万桶/日。当月乌克兰无人机袭击事件导致炼油产能再降 20 万桶/日，累计影响达 50 万桶/日。由于俄罗斯国内炼厂持续受到乌克兰无人机袭击的影响，短期俄罗斯增加原油出口来对冲成品油出口下降的影响。9 月 19 日，欧盟宣布扩大对俄制裁，旨在进一步削减其油气收入。新措施将 118 艘影子船队船舶列入黑名单（总数达 560 艘），首次针对加密货币平台交易实施禁令，同时禁止与俄罗斯石油公司（Rosneft）、俄气石油（Gazprom Neft）及协助油气贸易的银行进行交易。

综合来看，9 月 OPEC+实际产量出现较明显增长，且地缘局势对伊朗和俄罗斯的原油出口影响有限。考虑到 OPEC+8 国已经计划启动第二轮增产（预计从今年 10 月至明年 9 月，共计 165 万桶/日），未来 OPEC+的增产方案将持续利空油价。

图表 2. OPEC+各国产量、配额及产能（百万桶/日）：截至 2025 年 9 月

	8月实际产量	9月实际产量	较目标产量盈余	9月目标产量	产能	闲置产能
阿尔及利亚	0.92	0.97	0.01	0.96	1.00	0.00
刚果	0.25	0.26	-0.02	0.28	0.30	0.00
几内亚	0.04	0.05	-0.03	0.07	0.10	0.00
加蓬	0.25	0.26	0.08	0.18	0.20	0.00
伊拉克	4.56	4.60	0.51	4.09	4.90	0.30
科威特	2.65	2.73	0.21	2.52	2.90	0.10
尼日利亚	1.44	1.40	-0.10	1.50	1.40	0.00
沙特	9.43	9.98	0.00	9.98	12.10	2.10
阿联酋	3.58	3.64	0.28	3.37	4.30	0.60
OPEC-9国	23.12	23.89	0.94	22.95	27.20	3.10
伊朗	3.17	3.32			3.80	
利比亚	1.28	1.26			1.20	0.00
委内瑞拉	1.03	1.00			0.90	0.00
OPEC 总和	28.60	29.47			33.10	3.10
阿塞拜疆	0.46	0.45	-0.10	0.55	0.50	0.00
哈萨克斯坦	1.86	1.84	0.31	1.53	1.80	0.00
墨西哥	1.46	1.46			1.50	0.00
阿曼	0.81	0.79	-0.01	0.79	0.80	0.00
俄罗斯	9.03	9.21	-0.16	9.36	9.40	
其他	0.80	0.79	-0.08	0.87	0.90	0.10
OPEC+18国	36.07	36.95	0.91	36.04	40.40	3.40
OPEC+总和	43.01	43.99			47.90	3.40

* 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

三、美国产量刷新历史新高，非 OPEC+国家仍有增产空间

根据 EIA 的数据，截至 10 月 10 日当周，美国原油产量为 1363.6 万桶/日，刷新历史新高。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

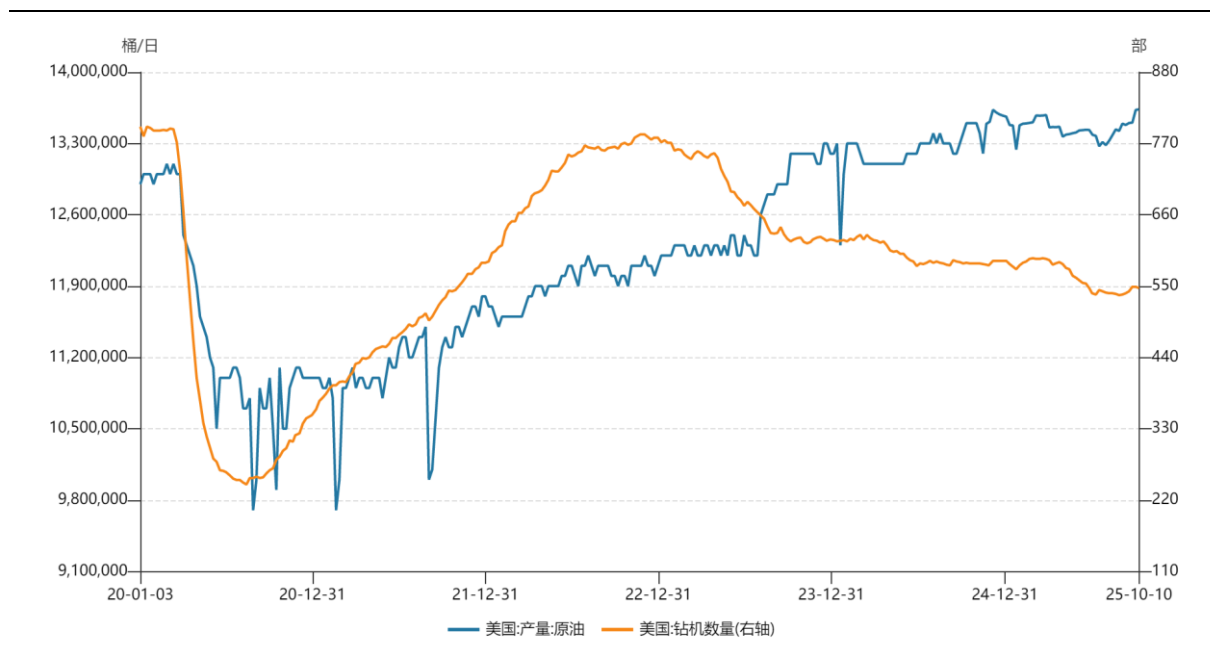
亏平衡，高于去年第一季度调查时的 64 美元/桶。近期低迷的油价已经逼近甚至一度跌破页岩油生产盈亏平衡线，5 月初美国两大页岩油巨头均宣布计划在年内削减资本开支。Diamondback Energy 计划将 2025 年资本预算削减 10%至 34-38 亿美元，并通过减少 3 台钻机和 1 个完井作业队来降低开采活动。此后 Coterra Energy 也宣布计划缩减投资计划。该公司将 2025 年资本支出指引从原先的 21-24 亿美元下调至 20-23 亿美元。该公司修订后的战略包括在下半年将 Permian 地区的活跃钻井平台数量从 10 个削减至 7 个。2025 年第三季度达拉斯联储能源调查结果显示，美国页岩油行业对市场前景的态度依然消极，这是生产商和油田服务企业首次自 2020 年上半年以来连续两个季度呈现负面情绪。受访者显示行业对政策变动和成本通胀持续感到忧虑。2025 年第三季度堪萨斯城联储能源调查同样显示，落基山脉地区的生产商也对行业前景堪忧。另一方面，贝克休斯钻井平台数据显示，自 8 月跌至 362 台后，9 月美国陆上水平石油钻井平台已回升 11 台，而二叠纪盆地钻井平台数量稳定在 230 台，较 2025 年 3 月水平下降 20%。Primary Vision 数据也显示，压裂车队数量正从 8 月 165 台的低点逐步回升至接近 180 台，但仍较 3 月水平低 15%。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，但过去几个月美国原油产量非但没有出现大规模减产反而出现小幅上升，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。预计短期美国原油产量不会出现大规模减产。

根据 IEA 的数据，9 月加拿大原油供应量环比下降 25 万桶/日至 620 万桶/日，这主要受到油砂项目计划内检修的影响。预计检修活动将在 10 月逐步减少，2025 年第四季度产量有望回升。9 月巴西原油产量环比下降 1 万桶/日，但同比增加 41 万桶/日。巴西国家石油公司报告称，当地第七座布齐奥斯油田生产设施——P-78 浮式生产储卸油船（FPSO）已于 9 月下旬抵达作业海域，预计年底前实现首油投产。该公司还宣布启动第十二座布齐奥斯 FPSO 的招标程序，该设施原油产能达 18 万桶/日，有望在 2030 年前投产。

9 月圭亚那原油产量接近 80 万桶/日。当地产量的增长完全来自埃克森美孚牵头的财团对高产斯塔布鲁克区块的开发——该区块目前估计拥有近 120 亿桶油当量资源。在优惠财税政策和政府支持下，由中国海油和美国雪佛龙等组成的开发集团已部署四艘大型浮式生产储卸油船（FPSO），总产能达 90 万桶/日。随着第七座设施近期做出最终投资决定，预计到 2030 年底总产能将提升至 160 万桶/日。圭亚那所有原油均用于出口，其中绝大部分流向大西洋盆地。目前欧洲和美国是其原油主要目的地。此外，圭亚那对欧洲的交付量呈现阶梯式增长。挪威原油供应延续季节性下滑趋势，9 月产量环比下降 9 万桶/日至 200 万桶/日，这主要受到 Ekofisk、Troll-Oseberg 和 Johan Sverdrup 油田检修的影响。随着油田陆续结束检修，加之 Johan Castberg 和 Balder X 项目逐步增产，预计第四季度挪威产量将同比增加 18 万桶/日。

综合来看，美国油气商尽管对行业前景持悲观态度，但企业仍然在低油价的背景下寻找新的平衡点，短期难以开启大规模减产，反而近期美国产量再度刷新历史新高。同时，其他非 OPEC+ 产国产量维持相对稳定，且未来仍有投产项目。预计年内非 OPEC+ 端的供应仍存在增长空间。

图表 3. 美国原油产量及活跃钻机数（桶/日；部）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

四、全球经济低迷叠加贸易关税扰动，石油消费前景堪忧

根据 IEA 的数据，2025 年第三季度全球石油需求同比增长 75 万桶/日，较第二季度 42 万桶/日的增速显著回升（今年 2 季度低迷的需求表现主要受到美国贸易关税的拖累）。其中，液化石油气/乙烷需求在第二季度因美国关税政策扰乱中美乙烷贸易而出现收缩，但第三季度已恢复至 14 万桶/日的增长。

10 月 10 日，特朗普再次威胁将对中国加征关税，未来全球贸易战对原油消费的负面影响可能延续。经合组织（OECD）数据显示，7 月及 8 月全球燃料交付量普遍疲软，其中与工业活动密切相关的柴油和石脑油消费更是急剧萎缩。法国因政治僵局陷入债务水平的新一轮担忧，这为欧元区经济健康蒙上阴影。此外，美国就业市场数据急剧放缓，中国经济则徘徊在通缩螺旋边缘，这些迹象都显示着宏观经济环境正趋于恶化。

IEA 预计 2025 年和 2026 年全球石油需求年均增速将维持在 70 万桶/日左右。今年石油需

求增速显著放缓，较 2024 年 98 万桶/日的增幅明显回落，更远低于 20 疫情前 10 年平均约 130 万桶/日的增长趋势。占全球需求约 60% 的三大主力油品——柴油、汽油和航空煤油近期才勉强恢复至疫情前峰值水平。成品油的低迷表现主要因为经济表现疲软叠加车辆能效提升及电动化转型。当前的需求增长越来越依赖化工原料的拉动，但今年化工原料的消费同样表现乏力。2025 年第二季度石脑油、液化石油气和乙烷需求合计同比仅增长 2 万桶/日，较 2023 年 66 万桶/日和 2024 年 69 万桶/日的年均增幅大幅萎缩。此外，LPG 和乙烷的消费因中美关税问题导致原料交付量下降。低迷的化工原料需求也直接利空原油需求增长前景。燃油市场，2025 年上半年，船用燃料和发电领域的燃料油消费量同样显著萎缩，全球燃油需求同比下降 22 万桶/日，降幅达到 3.5%，其中中东和欧洲地区贡献了约三分之二的降幅，新加坡及其他亚洲市场同样呈现下滑。虽然近期部分主要加油枢纽近期销售有所回暖，但沙特发电用燃料油消费在第二季度加速下滑。

此外，若未来中美“贸易战”升级将直接利空油价。从历史表现来看，全球石油消费与全球经济周期具有强相关性。石油是全球工业和交通运输的能源基础，制造业的运行、货物的运输乃至航空业的发展，都离不开石油及其衍生品（如汽油、柴油）。当经济繁荣时，企业生产活动增加，物流需求上升，石油消费随之增长；而在经济低迷时，生产和运输活动减少，油价则面临下行压力。高关税会增加进口商品成本，导致美国国内消费品价格上涨，削弱消费者购买力。同时，其他国家若采取报复性关税措施，例如中国宣布大规模反制，这可能进一步限制美国商品出口。这种双向贸易壁垒会扰乱全球供应链，抑制国际贸易活动，从而利空石油消费。

综合来看，受宏观环境疲弱、新能源替代效应以及美国关税政策扰动的影响，今年成品油及化工原料消费整体低迷，预计今明两年全球原油需求增速或将低于疫情前 10 年的平均水平。

图表 4. 全球石油消费:IEA 口径 (千桶/日)

	2019	2024	2025	2026	年度增量(24-25)	年度增量(25-26)
LPG和乙烷	13211	15042	15201	15506	159	305
石脑油	6690	7216	7289	7517	73	228
汽油	26928	27353	27530	27474	177	-57
航空燃料	7863	7520	7720	7849	200	128
柴油	28747	28482	28753	28891	271	138
燃料油	6228	6466	6324	6332	-141	8
其他	11110	11049	11020	10968	-29	-52
总计	100778	103128	103838	104537	710	699

	2019	2024	2025	2026	年度增量(24-25)	年度增量(25-26)
非洲	4181	4622	4820	4928	198	108
美洲	31572	31580	31730	31839	150	109
亚太	36292	38681	38913	39350	231	437
欧洲	15122	14274	14308	14252	34	-56
独联体地区	4663	4774	4802	4828	28	26
中东	8948	9196	9265	9340	69	75
全球	100778	103128	103838	104537	710	699
OECD国家	47548	45842	45811	45695	-31	-117
非OECD国家	53230	57286	58027	58843	741	816

数据来源: IEA, 兴证期货研究咨询部

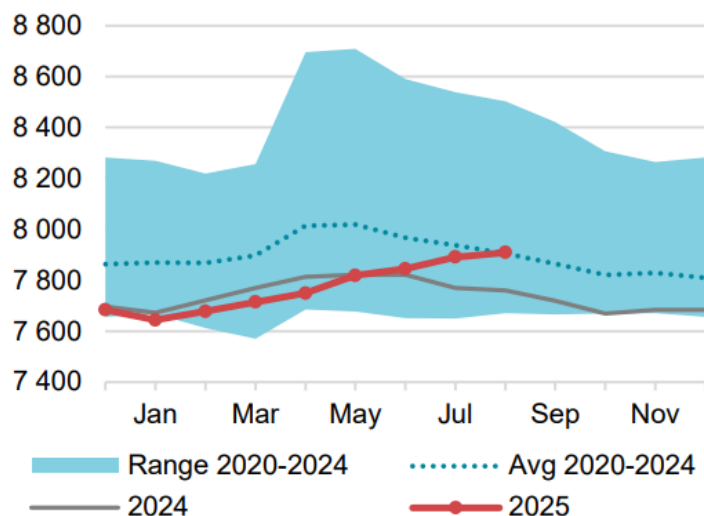
五、全球石油库存出现显著增长，未来将延续累库趋势

根据 IEA 的数据，今年 1 至 8 月全球可观测石油库存增加 2.25 亿桶，达到四年来最高水平。8 月份全球库存再增 1770 万桶至 79.09 亿桶，较五年均值高出 400 万桶，同比增幅达 1.48 亿桶。当月成品油库存环比增加 3620 万桶，但增量部分被原油、NGL 及原料库存下降所抵消。当月 OECD 国家油品总库存增加 2200 万桶，其中成品油持续累库，但原油库存小幅下降；非 OECD 国家油品总库存增加 400 万桶，其中中国原油库存增长是主要推手。相比之下，8 月海上浮仓减少 800 万桶，主要因原油运输量下降。但近期航运数据显示，随着主要产油国出口激增，9 月全球海上浮仓可能会出现明显增长。考虑到今明两年在 OPEC+增产的驱动下全球石油供应将会趋势增长，同时全球石油消费增长已经出现放缓的迹象，未来全球石油库存仍将延续增长趋势。

炼厂端，当前全球原油加工量正逼近秋季低点，预计 10 月将降至 8160 万桶/日，较 7 月创纪录水平下降近 400 万桶/日，这主要因为美国、欧洲及亚洲多地炼厂进入检修高峰期。此外，乌克兰无人机袭击的急剧升级导致俄罗斯炼能下降。俄乌局势的升级可能将大幅推高柴油和航空煤油价格。IEA 预计 2025 年全球炼厂加工量为平均 8350 万桶/日，2026 年为平均 8400 万桶/

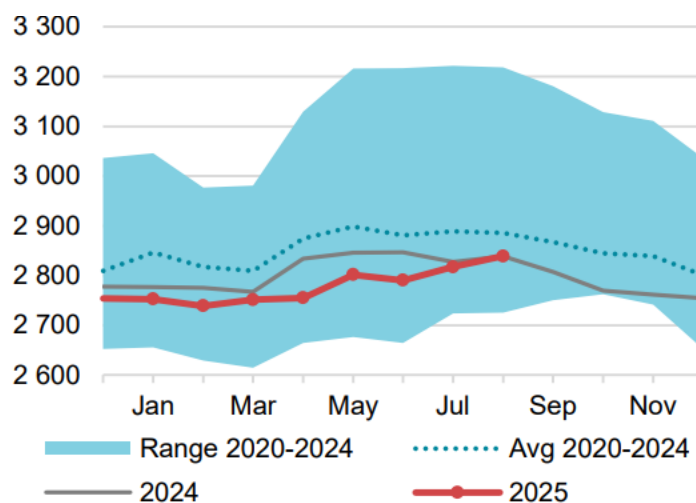
日。利润端，全球炼厂综合利润在 9 月中旬见顶后有所回落，但欧洲轻质低硫原油裂解价差月均值仍创下两年新高，欧美墨西哥湾及亚洲多数炼油装置的利润也触及 18 个月高位。俄罗斯成品油出口下降推升柴油和航煤裂解价差，是利润走强的部分原因。

图表 5. 全球可观测石油库存：百万桶



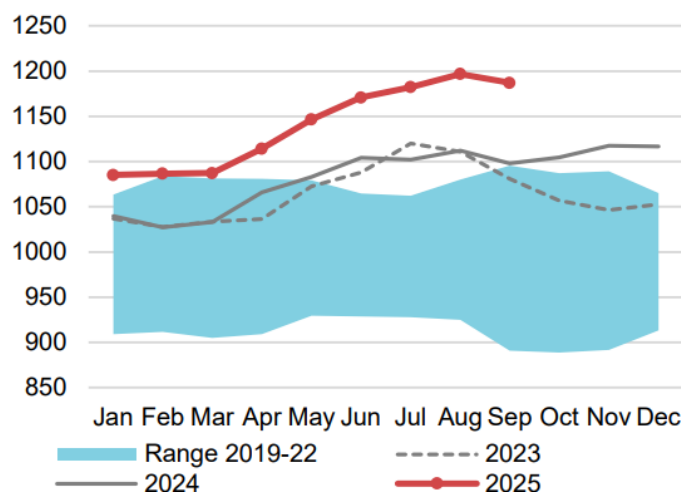
数据来源：IEA，兴证期货研究咨询部

图表 6. OECD 国家石油库存：百万桶



数据来源：IEA，兴证期货研究咨询部

图表 7. 中国原油库存：百万桶



数据来源：IEA，兴证期货研究咨询部

六、总结与展望

近期受基本面与宏观情绪双重压制，油价持续走弱。本周国际油价已逼近今年 4 月和 5 月因美国加征关税而触及的低点。供应端，全球石油供应持续增长且短期内将延续增产趋势。9 月 OPEC+ 实际产量出现较明显增长，且地缘局势对伊朗和俄罗斯的原油出口影响有限。考虑到 OPEC+ 8 国已经计划启动第二轮增产（预计从今年 10 月至明年 9 月，共计 165 万桶/日），未来 OPEC+ 的增产行动将持续利空油价。同时，近期美国产量刷新历史新高，尽管持续下行的油价使得美国油气商对行业前景表现出悲观的看法，但企业仍然在低油价的背景下寻找新的平衡点，短期难以开启大规模减产。9 月其他非 OPEC+ 产国产量维持稳定，且短期仍在推进投产项目。需求端，尽管今年第三季度全球石油消费较今年第二季度的低点出现显著回升，但相较往年同期表现仍显低迷，10 月 10 日，特朗普再次威胁将对中国加征关税，未来全球贸易战对原油消费的负面影响可能延续。在弱宏观、新能源冲击以及美国关税政策的扰乱下，预计今年成品油及化工原料的消费增长均将低于疫情前 10 年的平均水平。库存角度，今年 1 至 8 月全球可观测石油库存增加 2.25 亿桶，达到四年来最高水平。国际能源署（IEA）最新预测，2025 年全球石油供应将增加 300 万桶/日，2026 年将再增加 240 万桶/日；而 IEA 对 2025 年和 2026 年全球石油需求的年均增长预期仅为 70 万桶/日左右。未来全球石油库存面临较大的累库压力。宏观层面，由于特朗普近期再度发表关于“贸易战”及关税的言论，市场重现类似今年 4 月初的衰退预期逻辑，宏观情绪转弱进一步压制油价。综合来看，油价延续偏弱走势，市场仍在寻底过程中，短

期上行风险主要来自潜在的地缘冲突爆发或升级。

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。

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。