

减产未必保价，宏观明显承压，油价转折或将来临

兴证期货·研发中心

2019年6月24日 星期一

能化研究团队

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

黄韵之

021-20370972

huangyz@xzsfutures.com

内容提要

2019年上半年的油价呈现先扬后抑的走势，1月至4月中旬，油价受OPEC减产及地缘危机导致的供给紧缩而连续上涨，4月下旬起因宏观承压及地缘危机缓解，油价进入偏空走势。6月因地缘事件、降息预期及OPEC减产临近，油价止跌企稳。

全球宏观趋弱仍为油价最主要的承压点，主要压力来自于全球经济预期不断下调，美债收益率多次倒挂及中美贸易谈判势头不佳。这也将是2019年下半年打压油价的主要承压点。

OPEC+减产成为2019年上半年油价的最大支撑点，但目前OPEC+尚未就延长减产达成协议，且下半年保持高额减产的可能性存疑，油价的底部支撑或受动摇。地缘危机虽然仍在发酵，但持续时间及热度基本只能起到短线拉升油价的作用，并不足以支持油价继续冲高。

需求端受主要经济体宏观经济下行、油市轻质油过剩及汽车终端行业趋弱的影响，二季度出现旺季不旺的态势，三季度或有一定好转的可能，但没有明显的新需求增长出现，油价不会出现长足上涨的行情。

库存方面，OECD库存仍在5年均值上方，如该值降至均值以下，OPEC或停止减产，恢复增产。美国原油库存在2019年5-6月攀升至历史高位，出现反季节性的超预期累库，表现了美油市场供给偏强，需求疲软的情况。

油市目前的利好集中于供给端及地缘危机：OPEC+或延长减产至年底，中东乱局仍在持续。但利好中蕴含了较大风险：OPEC+尚未就减产一事达成协议，减产或被证伪，或执行力度大打折扣；中东危机能为油价提供的动力恐不长久。宏观及需求同步走弱，仍使油价承压，但三季度是传统需求旺季，即使存在旺季不旺的问题，三季度的需求仍能对油价形成一定支撑，不至于完全落



入下行通道中。四季度淡季需求锐减，油价承压将更为显著。如 OPEC+达成减产，2019 年下半年油价将短期上行后高位震荡，中长期有较大下行风险；如减产被证伪或执行力度大减，油价或难逃下行的态势。

风险提示：OPEC+减产；中东危机；中美贸易谈判；全球宏观下行；主要经济体降息；特朗普打压油价。

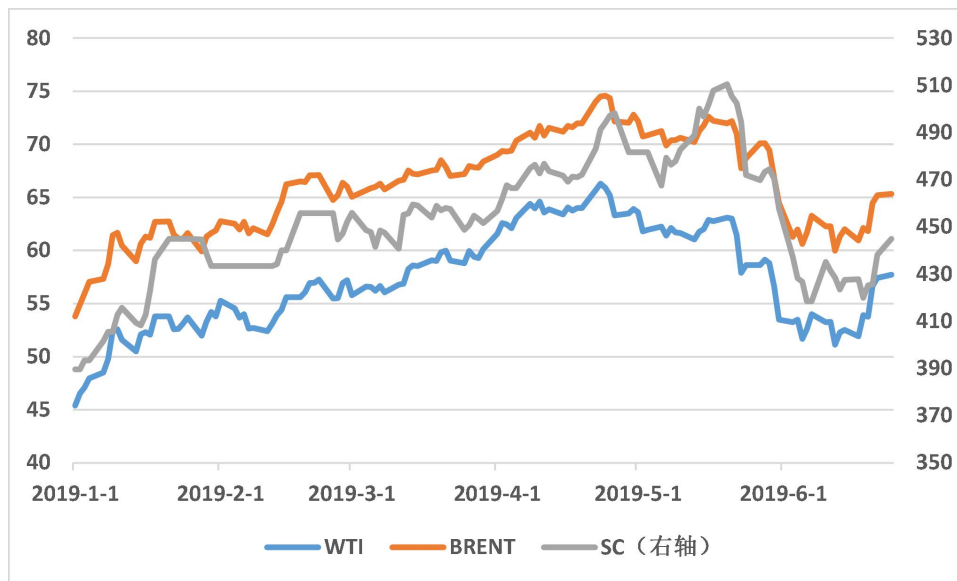
1. 行情回顾

1.1 期货端半年度走势

2019年上半年的油价呈现先扬后抑的走势，1月至4月中旬，油价受OPEC减产及地缘危机导致的供给紧缩而连续上涨，4月下旬起因宏观承压及地缘危机缓解，油价进入偏空走势。1月油价筑底反弹：OPEC减产协议正式生效，美国累库情况好转，钻井数大降，加之委内瑞拉制裁的地缘推动，油价自暴跌中企稳回升。2-3月油价震荡上行：OPEC高额减产，委内瑞拉、俄罗斯、尼日利亚等地缘危机继续推涨油价，但特朗普打压油价及欧美经济数据出现波动使油价承压。4月油价到达上半年高点后转为震荡偏空：中美宏观好转，美国宣布将取消伊朗制裁豁免，美油于4月23日达到上半年高点，报66.18美元/桶，布油于4月24日达到上半年高点，报73.74美元/桶；随后因市场普遍预期供给增加，美油超预期累库，特朗普再度打压油价，油价转为震荡偏空的走势。5月油价震荡下行：特朗普打压油价，美油库存在需求旺季高企，全球宏观经济不佳，美墨加征关税，油价月内多次大跌，创年内最大跌幅；但中东及委内瑞拉地缘热度仍在，加之俄罗斯因油品污染被迫减产，油价还未进入单边下行的走势。6月油价企稳后上行，6月前两周原油库存在需求旺季高企，导致市场担忧旺季不旺，但美墨贸易争端以和解告终，中东油轮遇袭催生地缘动力，且OPEC+大概率延长减产，油价止跌企稳；6月第三周起油市出现了多重利好：宏观层面欧美可能降息，供给端OPEC+大概率延长减产、俄罗斯因新污染源短期内无法恢复产量，地缘方面中东危机仍有发酵空间、美国及新加坡炼厂爆炸，油价走出了一段上行趋势。

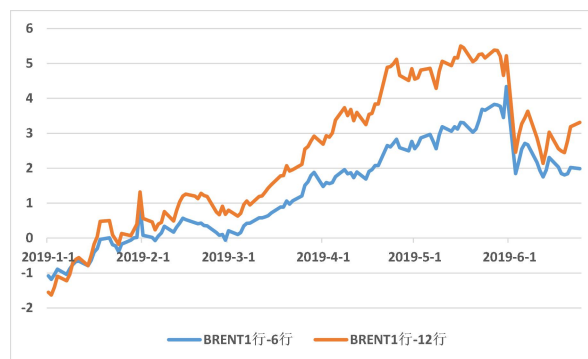
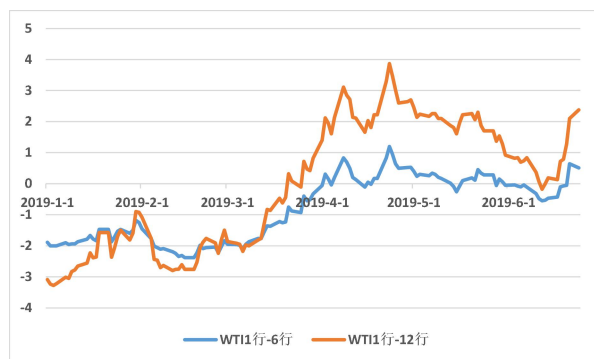
SC走势在与外盘联动的同时，逐步开始显示出自身的区域定价功能。4月伊朗制裁豁免取消的消息传出后，SC走势与WTI及BRENT明显不一致，风险溢价要高于美布两油。这是因为SC锚定的是中东原油，一旦中东原油供应出现重大地缘风险，受影响最大的亚太地区，尤其是中国、印度。因此SC对伊朗事件的风险体现出自己独立的走势，SC的区域定价功能有所显现。

图 1：2019 年上半年 WTI、BRENT（美元/桶）、SC 走势（元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 2：2019 年上半年 WTI 跨期价差（美元/桶） 图 3：2019 年上半年 BRENT 跨期价差（美元/桶）



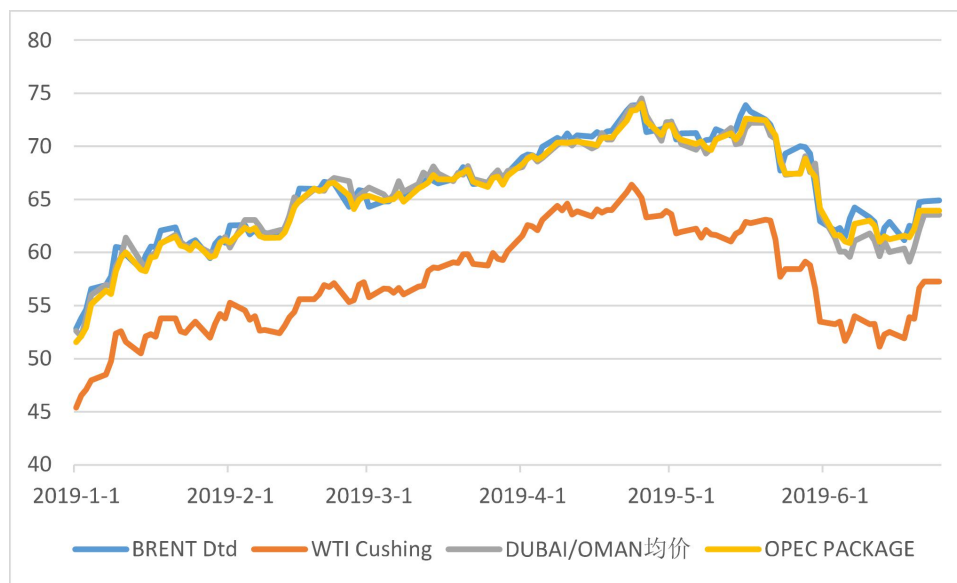
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

1.2 现货端年度走势

现货端，1-4 月均受 OPEC 减产推动，供给紧缩，现货价格不断抬升；5 月受宏观走弱，美国增产及累库，需求旺季不旺等因素打压，现货市场趋弱。6 月因中东地缘恶化，现货止跌企稳，有重新抬头的趋势。

图 5：2019 年上半年主要现货走势（美元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

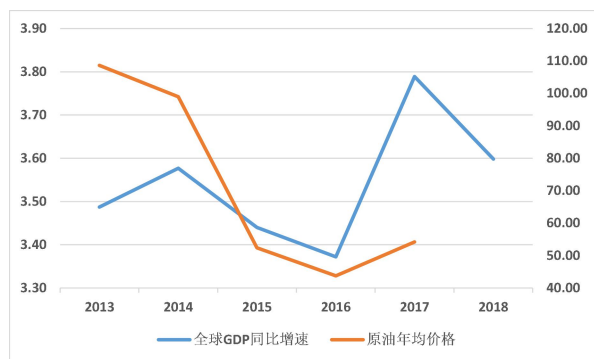
2. 宏观及金融

全球宏观趋弱仍为油价最主要的承压点，主要压力来自于全球经济预期不断下调，美债收益率多次倒挂及全球贸易的不确定性大幅增加。

2019 年上半年，尽管宏观经济还未进入完全衰退，但预期不断下滑，波动也明显增强。1 月 IMF 下调全球经济预期，导致全球股市暴跌，打压油价；2 月欧盟下调经济增速预期，使布油承压，两油出现涨跌互现，走势不一的情形；3 月欧洲多国下调经济预期，欧美制造业数据疲软，美联储对美经济评价趋缓，美债收益率倒挂，布油承压严重，涨幅显著小于美油；4 月 IMF 再度下调 2019 年全球经济增长预期，全球股市又现暴跌，继续打压油价；5 月下旬，美联储降息态度不明，美国短期经济数据不佳，美债收益率倒挂，欧洲经济预期继续下滑，意大利债务危机恶化，美布两油三度大跌。6 月中旬欧洲央行暗示可能降息，美联储态度转鸽，市场对宏观的情绪有所好转。

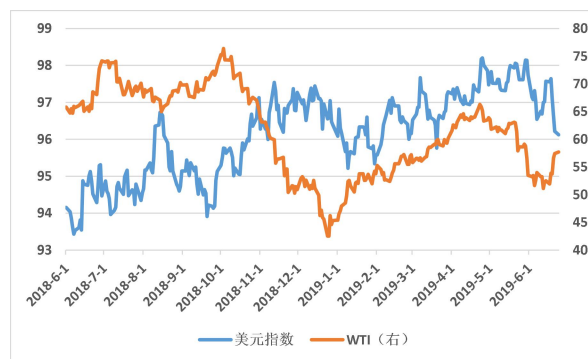
全球贸易的不确定性也是油价承压的一大因素。中美贸易谈判一波三折，2 月上旬谈判走势不明朗，下旬有所好转，但至 5 月形势再度恶化。6 月因特朗普为连任大选考虑，有放松中美贸易谈判的意向。市场预判贸易谈判后续将保持拉锯，但不至于迅速恶化。美墨之间的贸易问题也对全球市场信心造成一定打击，但墨西哥很快妥协，危机基本解除。

图 6: 全球 GDP 同比增速 (%) 与原油年均价格 (美元/桶)



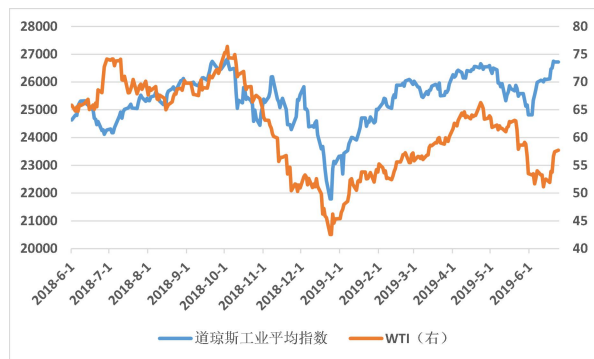
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 7: 美元指数与 WTI (美元/桶)



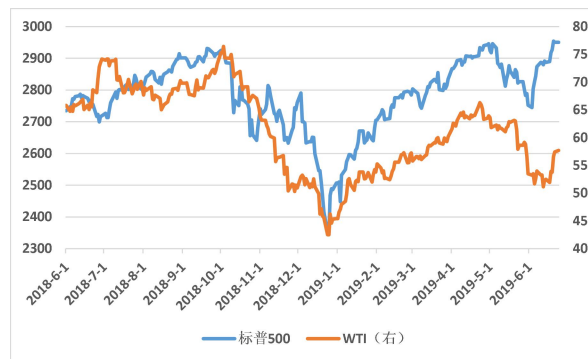
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 6: 道琼斯指数与 WTI (美元/桶)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 7: 标普 500 指数与 WTI (美元/桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

3. 供给端

OPEC+减产成为 2019 年上半年油价的最大支撑点, 减产执行率始终保持在 100%以上的超额状态。主动减产的是沙特及阿联酋, 尤其是沙特减产至 1000 万桶/日以下, 出口降至 700 万桶/日, 占据了减产总额的 70%。被动减产的是伊朗、委内瑞拉及利比亚: 伊朗在制裁豁免到期后, 产量及出口量均迅速下滑, 出口量降至 40 万桶/日以下; 委内瑞拉因制裁及断电事件, 国内石油产业几乎停摆, 出口量降至 100 万桶/日以下; 利比亚因国内动乱, 原油产量下滑至 30 万桶/日。俄罗斯继续在减产中扮演摇摆国的角色, 在 2019 年 1-4 月, 其减产执行率一直维持在 14 万桶/日以下, 仅达到其减产配额 23 万桶/日的 60%, 与我们 2019 年的年报中所预测的一致。自 5 月起, 俄罗斯因原油污染问题, 出口受损严重, 减产执行率才被动提升至 100%以上。俄罗斯也声明, 将在污染问题解决后, 将减产率降至 100%, 换言之, 就是迅速增产。而在近期针对延长减产协议一事中, 俄罗斯发表的言论也耐人寻味, 大体表示了仅靠 OPEC 减产就能达到平衡油市的目的, 且全球原油需求在不断萎缩, 俄罗斯无需减产的言外之意。沙特也明确表示,

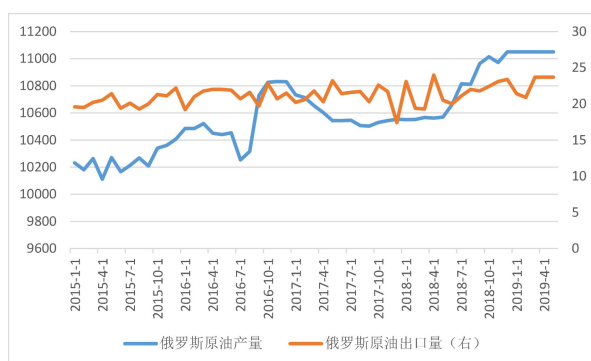
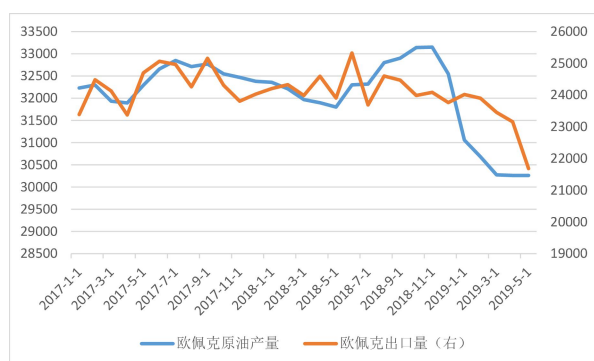
OPEC 各国均愿意延长减产，主要问题在于与非 OPEC 盟国进行协商，矛头直指上半年消极减产的俄罗斯。但下半年减产协议将会以何种程度执行，市场颇有疑虑，因为上半年后期，减产执行率已超过 150%，油价也已触到了阶段性高点，继续扩大减产规模的可能性不高。OPEC 提出的两种设想也是消除过度减产或直接减少减产目标 30 万桶，因此下半年的减产力度预计将小于上半年。此外，尽管目前 OPEC 仍维持高额减产，但保价的效果已不显著，宏观承压及需求走弱降低了 OPEC 减产对油价托底的作用，因此下半年的减产保价很可能是个伪命题。

美国的原油产量经过 2018 年的迅猛增长后，2019 年增速显著放缓。究其原因，一是 2018 年下半年的油价大跌打击了页岩油商的盈利信心，因此他们收缩了 2019 年上半年的资本支出，从而导致了钻井数明显下滑，目前已跌至 800 座以内；二是宏观经济动荡及需求走弱导致页岩油商对未来产油盈利继续不看好，2019 年下半年美油产量或仍保持稳健增长的态势。但随着二叠纪盆地的 SUNRISE 管道和 EPD NGL 转换管道提前上线，该地区的管输能力已能覆盖当前产量。如第三季度 EPIC NGL 转换管道和 CACTUS II 管道能部分上线，二叠纪盆地的管输能力将十分充足，管输瓶颈或不复存在，甚至过剩，这会是刺激页岩油快速增产的一个重大因素。

3.1 OPEC 减产与俄罗斯消极减产

由于 2018 年下半年油市供应过剩，油价暴跌，OPEC+ 在 2018 年 12 月达成减产 120 万桶/日的协议，其中 OPEC 减产 80 万桶/日，以俄罗斯为首的非 OPEC 盟国减产 40 万桶/日。截至目前，OPEC 产量已降至 3026 万桶/日，为 2014 年 11 月以来的低位，减产执行率超过 150%。OPEC 出口量降至 2200 万桶/日。俄罗斯在 1-3 月消极减产，减产执行率在 60% 以下，4-5 月因原油污染问题被动减产，减产执行率超过了 100%。

图 9: OPEC 产量 (千桶/日) 及出口量 (千桶/日) 图 25: 俄罗斯原油产量 (千桶/日) 及出口量 (万吨)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

3.2 地缘危机

美国于 2019 年 4 月 22 日表示不会延长伊朗制裁的豁免期，要在 5 月以后迫使伊朗原油出口量降为 0。制裁生效后，美国通过卫星监控堵截伊朗油轮，冻结伊朗在国外的资金账户等手

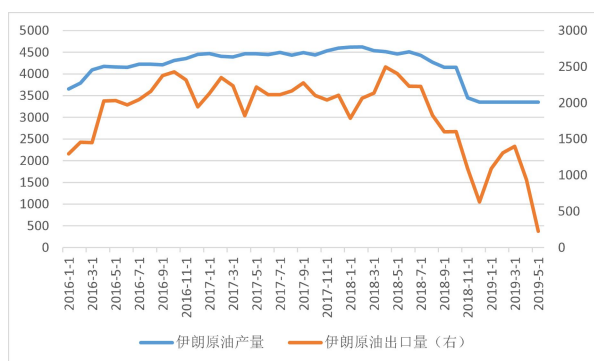
段限制伊朗原油出口，伊朗出口量确实快速下降，目前官方数据已降至 22.6 万桶/日。6 月 8 日，美国对伊朗最大的石化企业，波斯湾石化工业公司实施制裁。不过伊朗也会通过一些隐蔽的手段来出口原油，如将原油转运至伊拉克、巴基斯坦等邻国，或更换伊朗油轮的国旗，关闭无线通讯信号，行驶至卫星无法跟踪的航路，以及以物易物的方式出售原油等，因此伊朗实际下降的出口量很难估算清楚。

美国于 2019 年 1 月底实施对委内瑞拉的制裁，冻结其总计 70 亿美元的资产。在制裁开始后的一个月，委内瑞拉的原油出口下降了 40%。2 月，委内瑞拉一座日转运量 30 万桶的原油泵站发生火灾，运能中断。3 月委原油产量因电力中断导致油田、管道、港口关闭影响，跌破 100 万桶/日，创 16 年新低。俄罗斯在制裁期间一直试图协助委内瑞拉销售石油，但美国声称不会放松对委制裁，目前委原油产量及出口量尚未有恢复的迹象。

利比亚最大的沙拉拉油田自 2018 年底就不断受到武装分子袭击，损失产量为 31.5 万桶/日。2019 年 4 月 Waha 油田又因维护而削减 12.4 万桶/日的产量。5 月，利比亚国家局势持续动荡，Zella 油田附近又发生了一起袭击。5 月，利比亚 Waha 油田产量恢复至 30 万桶/日，但其他遇袭油田情况不明。截至目前，利比亚的产量仍维持在 125 万桶/日，出口量降至 85 万桶/日。

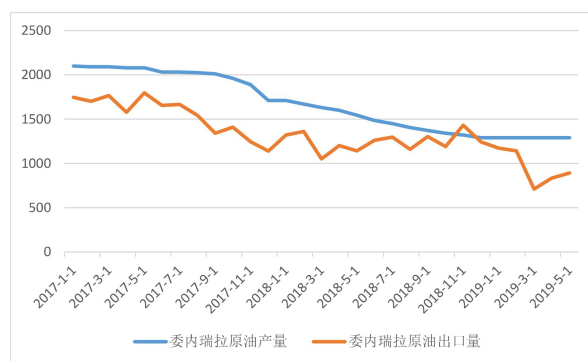
尼日利亚在 1-4 月均声称将服从 OPEC 减产的计划，其实产量不减反增，维持在 180-190 万桶/日。5 月尼日利亚东北部遭遇武装分子袭击，产量减少 10 万桶/日。

图 23：伊朗产量及出口量（千桶/日）



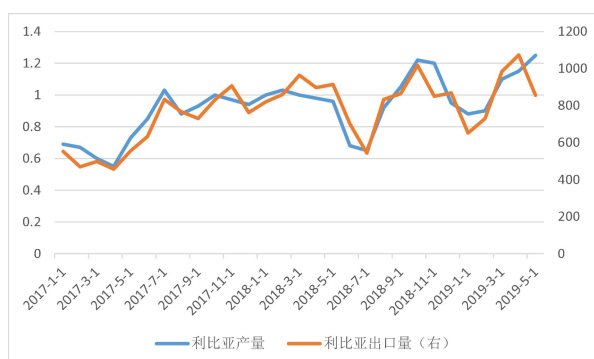
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 24：委内瑞拉产量及出口量（千桶/日）



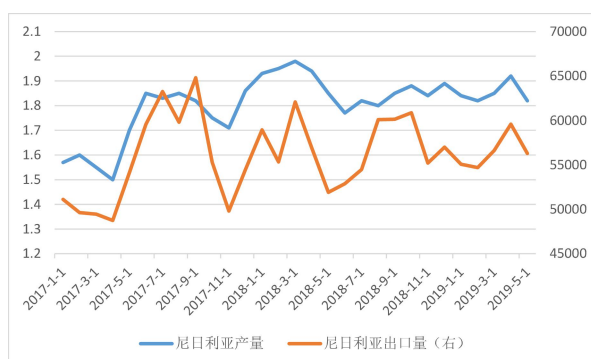
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 23: 利比亚产量 (百万桶/日) 及出口量 (千桶/日)



数据来源: REUTERS, 兴证期货研发部

图 24: 尼日利亚产量 (百万桶/日) 及出口量 (千桶/日)

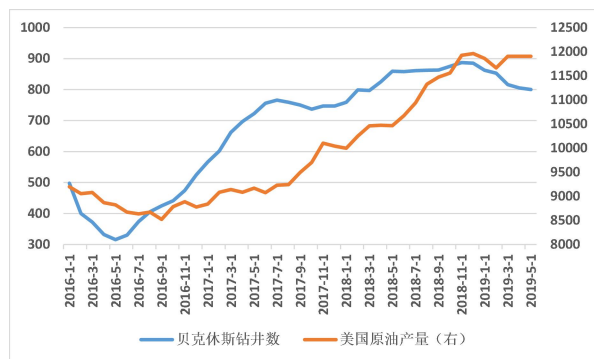


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.3 美国增速放缓

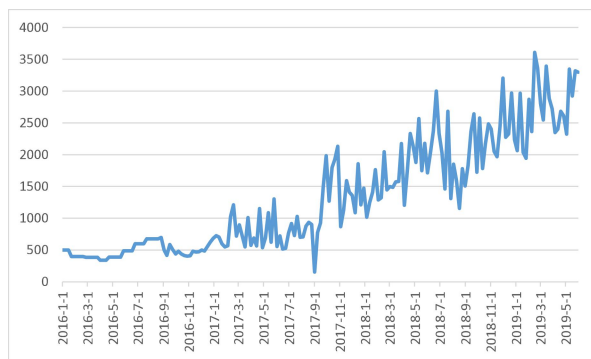
2019 年上半年, 美国原油钻井数录得最大降幅, 产量也维持在 1220 万桶/日, 增速显著放缓。受前期油价大幅下行及对后市不慎看好的影响, 综合油服资本支出增速开始趋缓, 短期内美国原油产量增速并不会火力全开。但从未完井的数目来看, 美国有随时快速增产的能力, 因此也要谨慎防范美国随时大幅增产, 抢夺市场份额的行为, 这一行为或将导致与 2018 年下半年类似的单边下跌行情。

图 11: 美国原油钻井数及产量



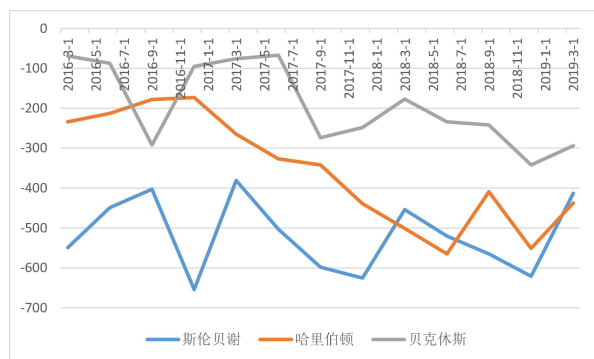
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 12: 美国原油出口量 (千桶/日)



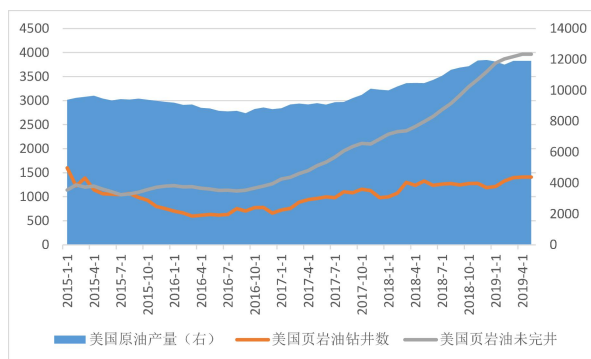
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 13: 综合油服资本支出 (百万美元)



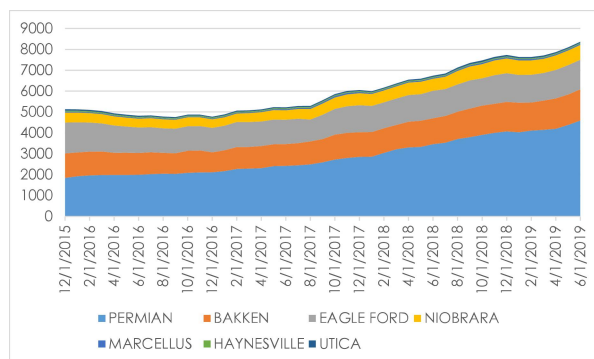
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 14: 美国页岩油钻井数、未完井 (座) 及产量 (千桶/日)



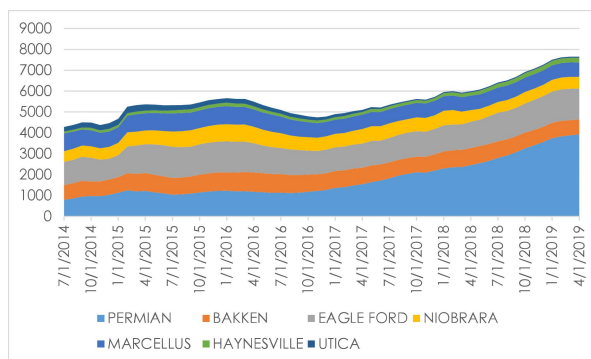
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 15: 美国 7 大盆地原油产量



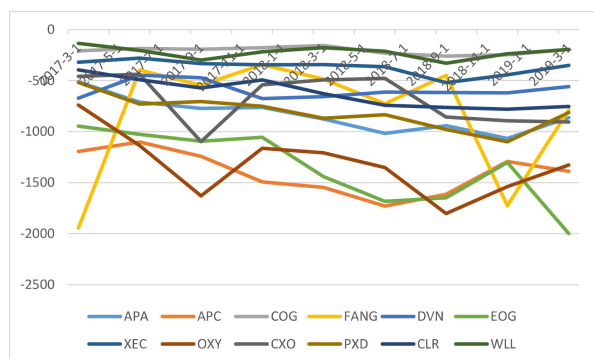
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 16: 美国 7 大盆地未完井 DUC



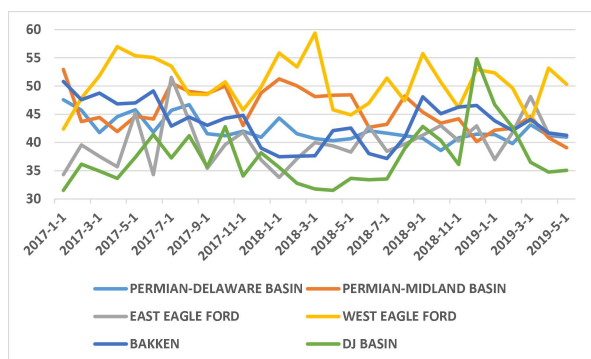
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 17: 美国页岩油公司资本支出



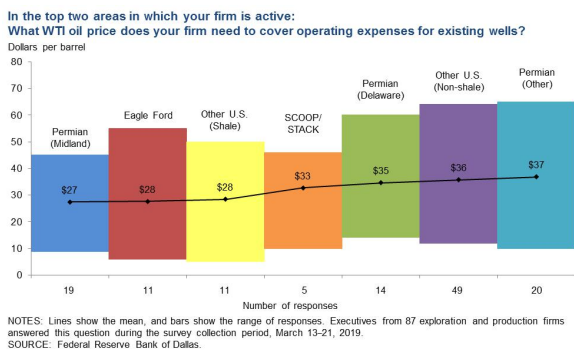
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 18: 美国页岩油主产区盈亏平衡价格 (美元/桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

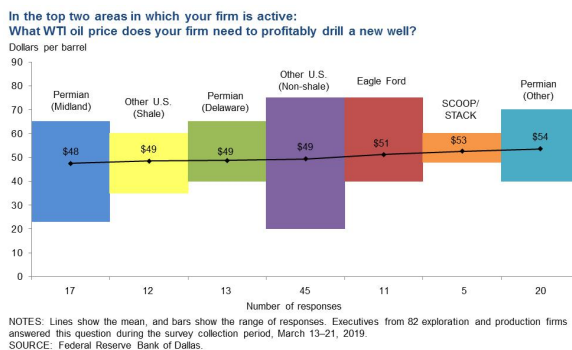
图 19: 达拉斯联储现有井盈亏平衡价格 (美元/桶)



NOTES: Lines show the mean, and bars show the range of responses. Executives from 87 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, March 13-21, 2019.
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

数据来源: FRBD, 兴证期货研发部

图 20: 达拉斯联储新钻井盈亏平衡价格 (美元/桶)



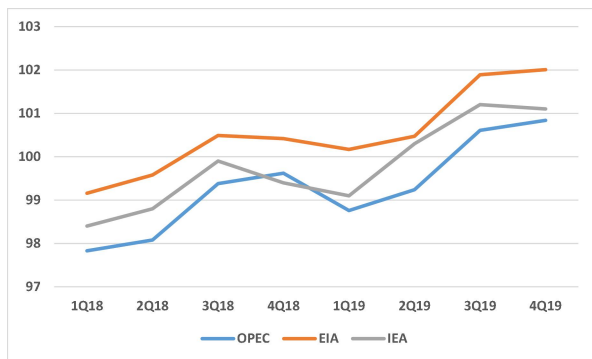
NOTES: Lines show the mean, and bars show the range of responses. Executives from 82 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, March 13-21, 2019.
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

数据来源: FRBD, 兴证期货研发部

4. 需求端

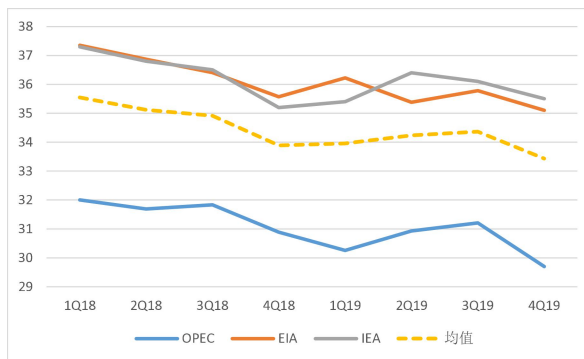
三大机构在 2019 年上半年均下调了全球原油需求的预期。其中 OPEC 的预期最为悲观, 因此 OPEC 下半年大概率将维持减产, 以保持油市平衡, 以免出现与 2018 年下半年类似的油市过剩情况。

图 27: 2019 年全球原油需求量 (百万桶/日)



数据来源: OPEC, EIA, IEA, 兴证期货研发部

图 28: CALL ON OPEC (百万桶/日)



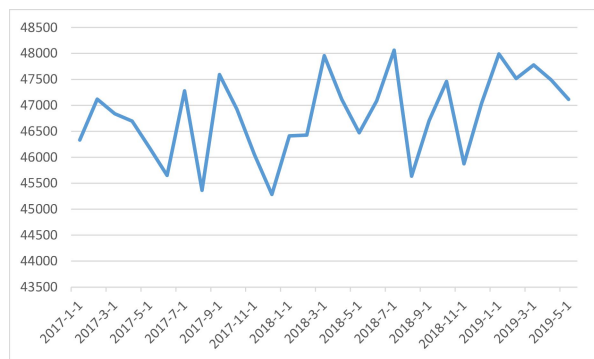
数据来源: OPEC, EIA, IEA, 兴证期货研发部

4.1 OECD、美国需求

OECD 国家的需求增速继续放缓, 主要原因是 OECD 欧洲国家经济预期下行, 英国脱欧仍陷僵局, 意大利陷入债务危机, 而日韩所代表的 OECD 亚洲国家需求也进入增长缓慢的阶段。原本在 2-3 季度会好转的需求, 今年并未显示出相同的季节性, 反而继续下滑。OECD 国家主要的需求增量仍来自于美国, 但美国自 2018 年下半年起股市频现暴跌, 美债收益率多次出现倒挂, 中美贸易谈判走势不乐观, 其经济走势难言积极, 因此原油需求也受打压。具体表现为 5-6 月美国原油库存高企, 攀升至历史高位, 炼厂开工率尽管有所提高, 但仍处于历史同期低位,

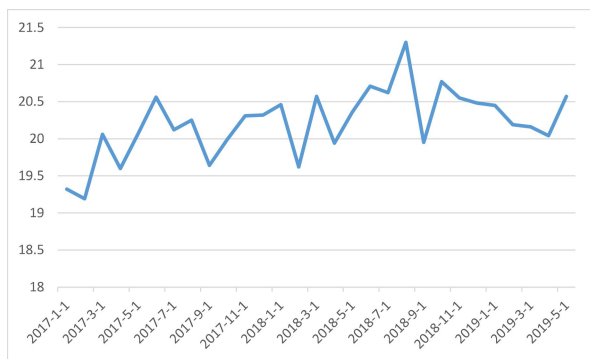
裂解价差也未出现显著好转。在本该是季节性需求旺季的时段，却出现旺季不旺的态势，一是表明美国因自身页岩油丰富，导致油市轻质油过剩，供给过分充足；二是显示美国经济有放缓迹象，民众自驾需求降低，导致汽油需求下滑，原油库存高企。6月美国及新加坡的炼厂均发生爆炸，或许会对裂解价差有所利好。

图 29: OECD 原油消费量 (千桶/日)



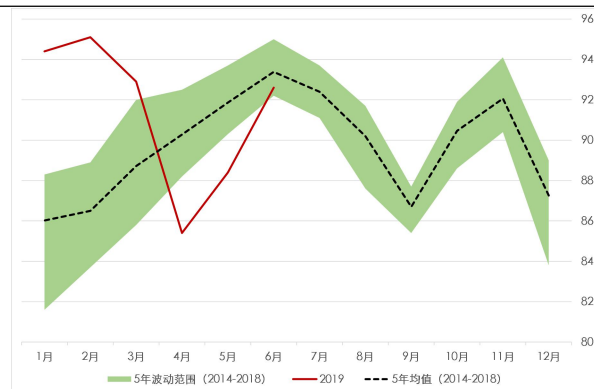
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 30: 美国原油需求量 (百万吨)



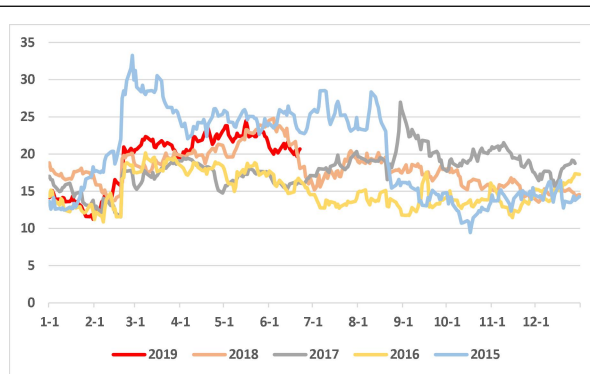
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 31: 美国炼厂开工率



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 32: 美国 WTI 各类裂解价差 (美元/桶)

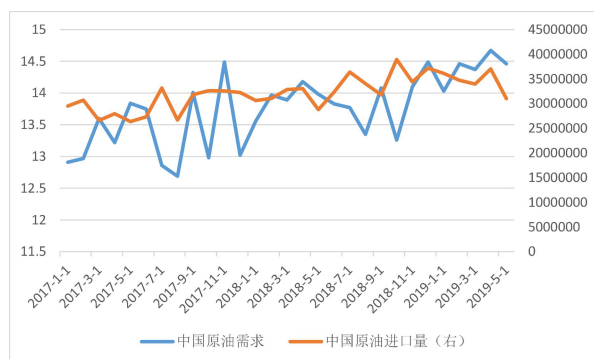


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

4.2 中国需求

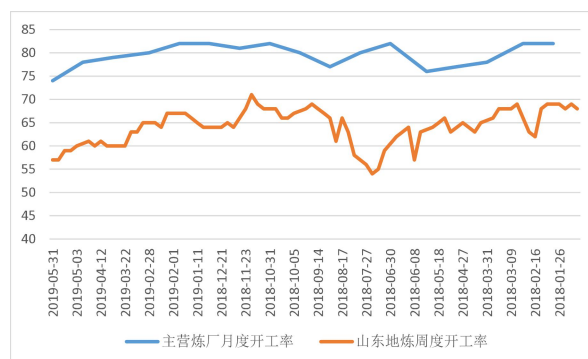
作为全球需求主要增长端的中国，2019 年经济增速继续放缓，中美贸易谈判的一波三折也使中国的对外贸易充满不确定性，原油需求增速随之遭遇打压。2019 年上半年，为了防止伊朗制裁豁免到期对中国原油进口的影响，中国提前大量进口了伊朗原油作为储备，导致目前山东原油库存高企，因而当前的库存状况不足以说明需求不佳。下游需求方面，2019 年 5 月，恒力及荣盛两个千万吨级别的大炼化项目建成投产，未来这也是中国原油需求增长的一个重点。终端需求方面，自 2018 年底起，中国的汽车销量连续出现负增长。在汽车保有量并不充足的中国，汽车销量增速却停滞，中国的原油终端消费不容乐观。

图 33: 中国原油需求量及进口量



数据来源: BLOOMBERG, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 34: 中国主营炼厂及地炼开工率

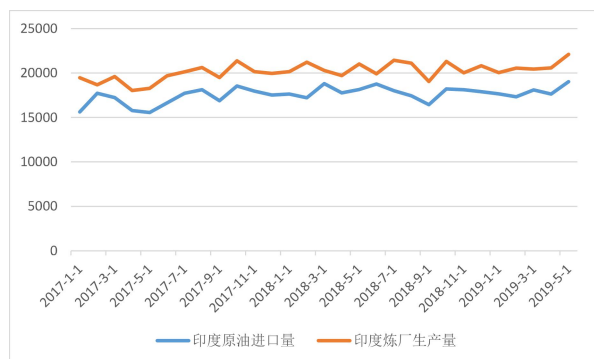


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

4.3 印度需求

印度 2019 年的经济增速预期下调了 0.2%，其原油需求增速同步放缓。尽管印度的汽油需求因大选而有显著提升，但 2019 年上半年油价大涨对印度进口原油的成本形成较大财政负担，因此需求好转只是暂时的，印度的长期需求有承压的隐患。

图 35: 印度原油进口量及炼厂生产量 (千吨)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

5. 库存

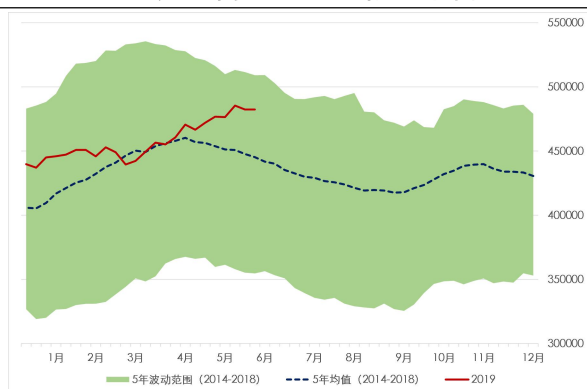
经过 OPEC 上半年的高额减产，OECD 原油库存已有显著下滑，但目前仍在 5 年均值上方。OPEC 愿意延长减产协议至下半年的一大原因也是希望降低库存，而当 OECD 库存降至 5 年均值以下时，很可能就是 OPEC 停止减产，甚至恢复增产的时刻。

美国原油库存在 2019 年 5-6 月攀升至历史高位，出现反季节性的超预期累库，这一方面说

明美国原油产量或较 EIA 的公布值更多，另一方面说明下游需求旺季不旺，虽然这可能与 5 月美国中西部地区洪灾影响炼油厂需求有关，但总体表现了美油市场供需偏弱的情况。

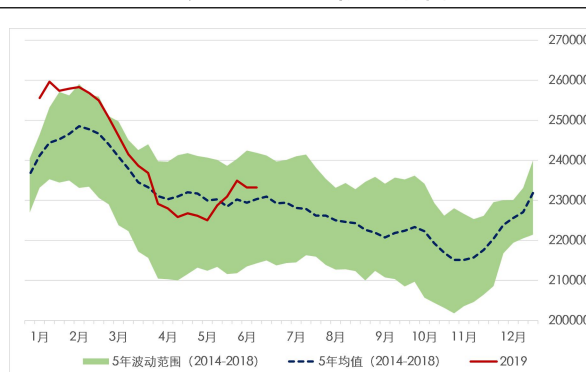
全球原油浮式库存在 6 月升至高位，显示因美国加强对伊朗及委内瑞拉的制裁，限制了该两国的原油出口，只能滞留在海上浮仓中。新加坡成品油库存受炼厂爆炸事件影响，三季度去库速度可能加快。

图 36: 美国商业原油库存 (千桶/日)



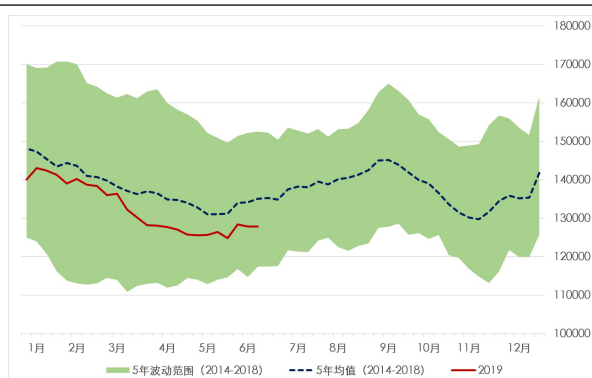
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 37: 美国汽油库存 (千桶/日)



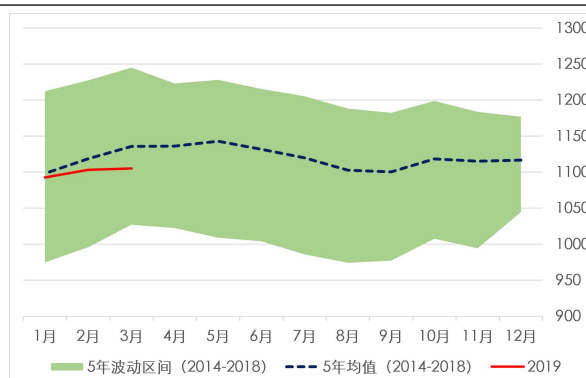
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 36: 美国精炼油库存 (千桶/日)



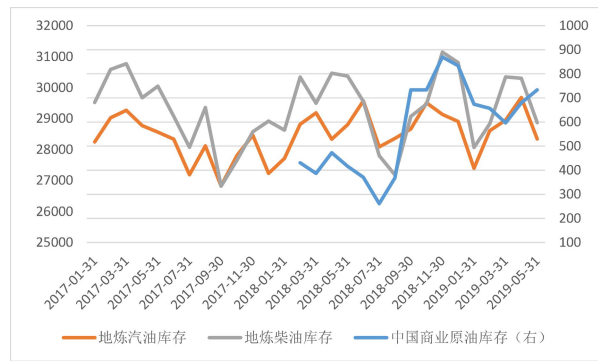
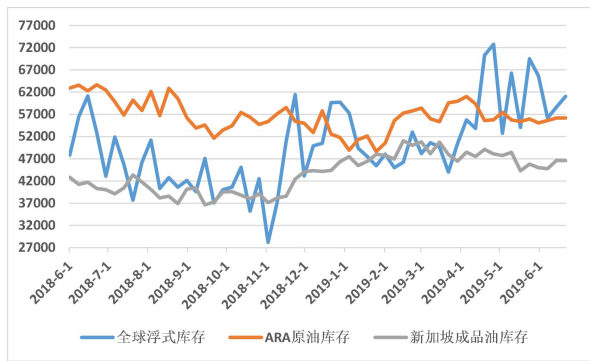
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 38: OECD 原油库存 (百万桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 40: 新加坡成品油、ARA 原油库存 (千桶) 图 41: 中国商业原油及地炼汽柴油库存 (千吨)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

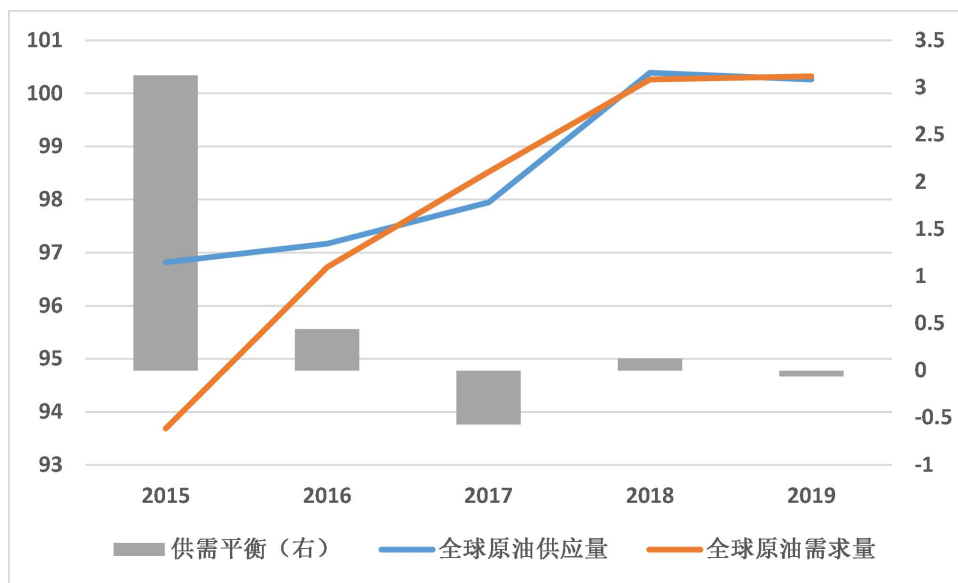
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

6. 结论

油市目前的利好集中于供给端及地缘危机: OPEC+或延长减产至年底, 中东乱局仍在持续。但利好中蕴含了较大风险: OPEC+尚未就减产一事达成协议, 减产或被证伪, 或执行力度大打折扣; 中东危机能为油价提供的动力恐不长久。宏观及需求同步走弱, 仍使油价承压, 但三季度是传统需求旺季, 即使存在旺季不旺的问题, 三季度的需求仍能对油价形成一定支撑, 不至于完全落入下行通道中。四季度淡季需求锐减, 油价承压将更为显著。如 OPEC+达成减产, 2019年下半年油价将短期上行后高位震荡, 中长期有较大下行风险; 如减产被证伪或执行力度大减, 油价或难逃下行的态势。

风险提示: OPEC+减产; 中东危机; 中美贸易谈判; 全球宏观下行; 主要经济体降息; 特朗普打压油价。

图 42: 全球原油供需平衡表



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

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。