

亏损减产预期有望发酵，铜价大概率走强

兴证期货·研发中心

2020年01月06日 星期一

有色研究团队

孙二春

从业资格编号:F3004203

咨询资格编号:Z0012934

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

截至2019年12月31日，伦铜收于6169美元/吨，12月涨幅4.92%，沪铜主力CU2003收于49280元/吨，月涨幅3.81%，创下2019年4月份以来新高。

● 后市展望及策略建议

1. 铜矿产量增速有限，TC维持低位，冶炼厂经营压力仍较大。从矿企的角度看，已公布的10家大矿企2020年产量预期相较2019年增加近30万吨。

根据CRU数据，全球90%分位铜矿现金成本C1达5258美元/吨，90%分位AISC成本达6236美元/吨（AISC成本=C1+管理费用+维持性资本支出+特许权费用），基于当前铜价（2019年12月31日收于6169美元/吨），我们认为部分小矿企经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加剧，预计2020年中小矿山可能会出现10万吨左右的减产。我们认为**2020年全球铜矿产量增量为20万吨，增速在1%附近。**

预计2020年国内粗炼冶炼仍有30万吨待投放，根据对2020年铜矿产量的预期，我们认为2020年铜精矿加工费很难出现实质性回升，即使冶炼产能持续投放，精炼铜产量受制于原料端的相对不足，增量有限。预计**2020年国内精铜产量增速在2%附近。**

综上，我们认为铜供应端压力不大，产业链上小矿山以及国内冶炼厂成本对铜价支撑较强。

2. 铜消费整体疲软。国家电网12月20日公布2019年预计完成电网投资4500亿元左右，较年初计划的5126亿元下降12%，国内铜消费仍较为疲软。铜下游其他消费终端行



业整体表现不佳，汽车、家电、房地产领域无明显亮点，但随着国家稳增长措施逐步落实，国内铜消费有望企稳。

海外方面，主要经济体制造业景气度维持在荣枯线下方。

结合海内外来看，我们认为铜消费暂无明显亮点，大概率维持低速增长状态。

3.全球铜显性库存可用天数降至 8 天附近。截至 2020 年 1 月 3 日，三大交易所叠加保税区库存仅为 53.89 万吨，同比 2018 年减少 26.38 万吨。低库存条件下，铜价向上弹性更大。

展望后期，我们认为，随着产业链上铜矿山及冶炼厂亏损减产发酵，精铜供应压力相对有限，需求端随着中美经贸关系缓和，国内稳增长政策逐步落地，铜消费悲观预期或将缓解，铜价继续走强的概率较大。仅供参考。

● 风险提示：

1. 中美贸易摩擦再起波澜；
2. 国际宏观货币层面风险加大，打压铜金融投机属性；
3. 中国宏观经济超预期下滑。

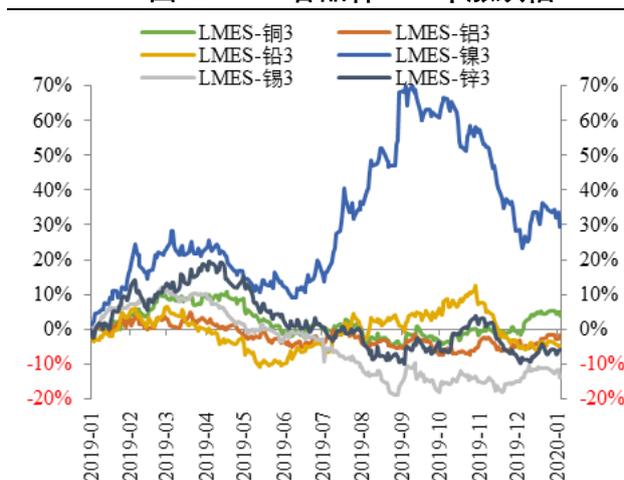
报告目录

1.行情回顾.....	4
2.基本面：冶炼厂亏损减产预期有望发酵，产业链上供应端成本对铜价支撑较强.....	4
2.1 供应：铜矿产量增速有限，TC 维持低位，冶炼厂经营压力仍较大.....	5
2.1.1 全球主要 15 家矿企前三季度产量负增长，四季度产量仍不乐观.....	5
2.1.2 2020 年铜精矿 TC 长单价格为 62 美元/吨，环比 2019 年大幅下滑.....	8
2.2 需求：铜消费整体疲软.....	10
2.2.1 铜材开工率处于相对低位.....	11
2.2.2 电网投资完成情况不及预期.....	12
2.2.3 空调产量季节性回升.....	12
2.2.4 传统汽车产销萎缩幅度收窄.....	13
2.2.5.海外欧美发达国家制造业景气度仍处于荣枯线下方.....	14
2.3 全球铜显性库存处于季节性低位.....	15
3.宏观面：美元指数继续走弱.....	16
4.结论：亏损减产预期有望发酵，铜价大概率走强.....	17
5.风险提示.....	18

1. 行情回顾

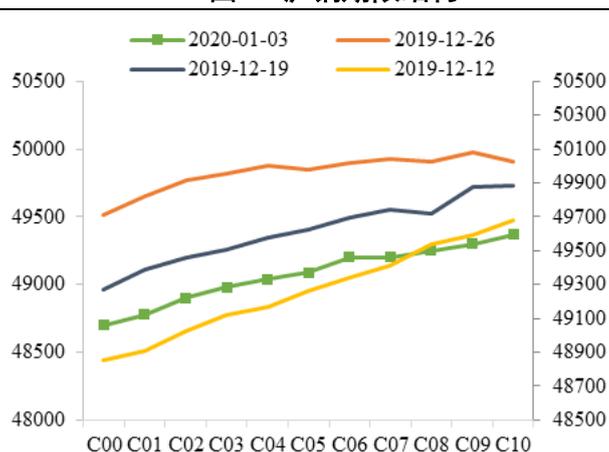
截至 2019 年 12 月 31 日，伦铜收于 6169 美元/吨，12 月涨幅 4.92%，沪铜主力 CU2003 收于 49280 元/吨，月涨幅 3.81%，创下 2019 年 4 月份以来新高。

图1：LME各品种2019年涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：沪铜期限结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 基本面：冶炼厂亏损减产预期有望发酵，产业链上供应端成本对铜价支撑较强

2020 年全球铜矿产量增量有限。根据我们对全球主要大矿企产量预期来看，2019 年四季度铜矿供应增速依旧不乐观。基于当前铜价，我们认为部分中小矿企经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加剧，12 月份澳洲 Metals X 公司决定关停旗下 Nifty 铜矿（成本高企，2019 年前三季度平均现金成本高到 8548 美元/吨，2018 年产 1.87 万金属吨铜精矿）。预期 2020 年中小矿山可能会出现 10 万吨左右的减产。

冶炼厂经营压力较大，产业链上供应端成本对铜价支撑较强。国内冶炼产能继续增加，2020 年预期有 30 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿产量增速低位，铜精矿加工费 TC 难上涨，叠加冶炼副产品硫酸价格低迷，预计 2020 年国内精炼铜供应增速有限。

展望后期，我们认为，随着产业链上铜矿山及冶炼厂亏损发酵，铜基本面有望逐步改善，铜价继续走强概率较大。

2.1 供应：铜矿产量增速有限，TC 维持低位，冶炼厂经营压力仍较大

从矿企的角度看，已公布的 10 家大矿企 2020 年产量预期相较 2019 年增加近 30 万吨。

根据 CRU 数据，全球 90%分位铜矿现金成本 C1 达 5258 美元/吨，90%分位 AISC 成本达 6236 美元/吨（AISC 成本=C1+管理费用+维持性资本支出+特许权费用），基于当前铜价（2019 年 12 月 31 日收于 6169 美元/吨），我们认为部分小矿企明年经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加剧，预计 2020 年中小矿山可能会出现 10 万吨左右的减产。

结合以上分析，我们认为 2020 年全球铜矿产量增量为 20 万吨，增速在 1%附近。

预计 2020 年国内粗炼冶炼有 30 万吨待投放，根据对 2020 年铜矿产量的预期，我们认为 2020 年铜精矿加工费很难出现实质性回升，即使冶炼产能持续投放，精炼铜产量受制于原料端的相对不足，增量有限。预计 2020 年国内精铜产量增速在 2%附近。

我们认为，2020 年铜供应端压力不大，产业链上小矿山以及国内冶炼厂成本对铜价支撑较强。

2.1.1 全球主要 15 家矿企前三季度产量负增长，四季度产量仍不乐观

三季度矿企铜矿产量有所恢复，全球前 15 大矿企铜矿产量小幅增加 1.06%（3.37 万吨），主要是由于 First Quantum 旗下在巴拿马的 Cobre Panama 矿山产量释放，贡献近 4 万吨增量。Freeport 旗下 Grasberg 矿山产量继续大幅下滑，三季度 Freeport 产量同比下滑 6.44 万吨（-14.12%）。根据我们对 2019 年全球前 15 大矿企产量累计下滑 28.76 万吨的预期，在前三季度前 15 大矿企产量已经下滑 14 万吨的情况下，预计四季度铜矿产量减量仍在 10 万吨以上。

从矿企的角度看，已公布的 10 家大矿企 2020 年产量预期相较 2019 年增加近 30 万吨。根据 CRU 数据，全球 90%分位铜矿现金成本 C1 达 5258 美元/吨，90%分位 AISC 成本达 6236 美元/吨（AISC 成本=C1+管理费用+维持性资本支出+特许权费用），基于当前铜价（2019 年 12 月 31 日收于 6169 美元/吨），我们认为部分小矿企明年经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加

剧，预计 2020 年中小矿山可能会出现 10 万吨左右的减产。

结合以上分析，我们认为 2020 年全球铜矿产量增量为 20 万吨，增速在 1% 附近。

表 1: 2019 年全球前 20 大矿企产量负增长

序号	公司	2017 产量 (万吨)	2018 产量 (万吨)	2019E 增量	2019E 同比	2018 同比
1	Codelco	184.20	180.60	-10.60	-5.87%	-1.95%
2	Freeport-McMoRan	169.51	172.96	-23.18	-13.40%	2.03%
3	BHP	144.74	174.55	-5.30	-3.04%	20.60%
4	Glencore	130.97	145.37	-6.87	-4.73%	10.99%
5	Grupo Mexico	101.06	100.21	12.57	12.55%	-0.84%
6	Antofagasta	70.43	72.53	3.47	4.78%	2.98%
7	Rio Tinto	67.53	90.83	-9.83	-10.82%	34.50%
8	KGHM Polska	65.64	63.39	5.71	9.01%	-3.43%
9	MMG	59.82	51.78	-6.78	-13.10%	-13.44%
10	Anglo American	57.93	66.83	-2.83	-4.23%	15.36%
11	First Quantum	57.40	60.59	11.16	18.42%	5.56%
12	Vale	43.85	39.55	1.65	4.17%	-9.81%
13	Norilsk	40.11	47.37	0.93	1.97%	18.09%
14	Teck Resources	28.70	29.40	0.60	2.04%	2.44%
15	Kazakhmys	25.85	29.47	0.53	1.80%	14.00%
16	洛阳钼业	24.88	20.02	1.58	7.89%	-19.52%
17	江西铜业	20.96	20.83	-0.25	-1.20%	-0.62%
18	紫金矿业	20.80	24.86	10.14	40.79%	19.53%
19	LundinMining Corp	20.30	19.96	3.49	17.47%	-21.00%
20	Barrick Gold Corp	18.73	17.37	0.88	5.09%	-7.25%
前 20 大矿企		1313.35	1372.63	-12.92	-0.94%	4.51%
前 15 大矿企		1202.72	1269.58	-28.76	-2.27%	5.56%
前 10 大矿企		1006.81	1063.21	-43.64	-4.10%	5.60%
全球-ICSG		2052	2064			

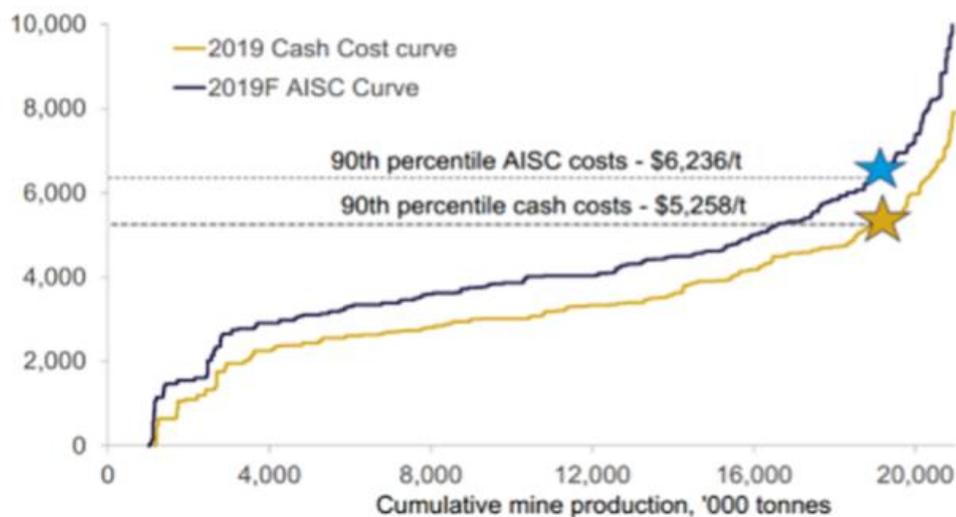
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

表 2: 2019 年前三季度 15 大矿企铜矿产量-1.50%

序号	公司	2019Q3 (万吨)	2019Q3 同比	2019Q1-Q3 同比	2019Q2 同比	2019Q1 同比
1	Codelco	43.95	4.44%	-6.73%	-7.13%	-16.82%
2	Freeport	39.19	-14.12%	-19.39%	-23.47%	-18.07%
3	BHP Billiton	42.95	4.99%	-2.69%	-4.12%	-8.12%
4	Glencore	35.28	-3.84%	-4.45%	-2.42%	-7.15%
5	Grupo Mexico	28.63	12.63%	13.94%	16.35%	12.81%
6	Antofagasta	19.70	4.62%	15.61%	21.69%	22.63%
7	Rio Tinto	21.50	-6.72%	-2.76%	0.41%	-1.69%
8	KGHM Polska	17.77	4.10%	13.80%	18.06%	20.85%
9	MMG	11.59	-4.97%	-14.39%	-26.38%	-10.48%
10	Anglo American	15.89	-7.51%	-1.18%	0.70%	4.00%
11	First Quantum	19.25	27.29%	11.25%	11.56%	-5.77%
12	Vale	9.83	4.02%	1.65%	0.41%	0.54%
13	Norilsk	12.07	0.24%	6.30%	6.19%	12.89%
14	Teck Resources	7.90	9.72%	2.26%	2.67%	-5.41%
15	Kazakhmys	8.29	7.38%	6.32%	7.33%	4.01%
Total		320.16	1.06%	-1.50%	-1.67%	-3.55%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 3: 全球铜矿成本曲线 (美元/吨)



数据来源：CRU，兴证期货研发部

表 3: 预期 2020 年全球铜矿产量增量 20 万吨

序号	公司	2019 产量 E (万吨)	2020 产量 E (万吨)	2020E 增量	2020E 同比	备注
1	Codelco	170.00	-	-	-	未公布
2	Freeport-McMoRan	149.78	158.76	8.98	6.00%	-
3	BHP	169.25	176.25	7.00	4.14%	-
4	Glencore	138.50	130.00	-8.50	-6.14%	-
5	Grupo Mexico	112.78	-	-	-	未公布
6	Antofagasta	76.00	-	-	-	未公布
7	Rio Tinto	81.00	-	-	-	未公布
8	KGHM Polska	69.10	-	-	-	未公布
9	MMG	45.00	-	-	-	未公布
10	Anglo American	64.00	64.50	0.50	0.78%	-
11	First Quantum	71.75	85.50	13.75	19.16%	-
12	Vale	41.20	40.00	-1.20	-2.91%	-
13	Norilsk	48.30	49.00	0.70	1.45%	-
14	Teck Resources	30.00	29.50	-0.50	-1.67%	-
15	Kazakhmys	30.00	-	-	-	未公布
16	洛阳钼业	21.60	-	-	-	未公布
17	江西铜业	20.58	-	-	-	未公布
18	紫金矿业	37.00	41.00	4.00	10.81%	-
19	Lundin Mining Corp	23.45	28.40	4.95	21.11%	-
20	Barrick Gold Corp	18.26	-	-	-	未公布
小计				29.68		
其他调整				-9.68		小矿山减产等
全球				20.00		

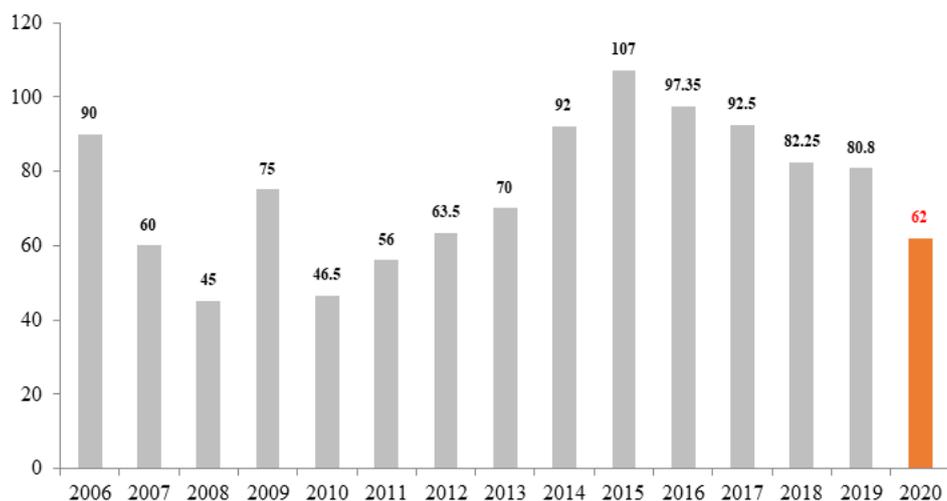
数据来源：公司公告、兴证期货研发部

2.1.2 2020 年铜精矿 TC 长单价格为 62 美元/吨，环比 2019 年大幅下滑

2020 年铜精矿 TC 长单价格为 62 美元/吨，环比 2019 年长单价格大幅下滑 18.8 美元/吨，显示市场对 2020 年铜精矿相对偏紧的预期逐步趋于一致。

国内冶炼产能继续增加，2020 年预期有 30 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿产量增速低位，铜精矿加工费 TC 难上涨，叠加冶炼副产品硫酸价格低迷，预计 2020 年国内精炼铜供应增速维持低位。

图 4：2020 年铜精矿长单 TC 大幅下滑 18.8 美元/吨（美元/吨）



数据来源：CRU，兴证期货研发部

表 4：预计 2020 年国内粗炼产能投放 30 万吨（万吨）

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019 年 10 月
广西南国铜业有限公司	30	30	阳极铜/铜精矿	2019 年 4 月
山东恒邦股份有限公司	0	10	铜精矿	2019 年下半年
黑龙江紫金铜业有限公司	10	15	铜精矿	2019 年 9 月
Total-2019	90	103		
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2020 年 6 月
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2020 年下半年
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020 年下半年
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020 年 8 月
Total-2020	30	45		

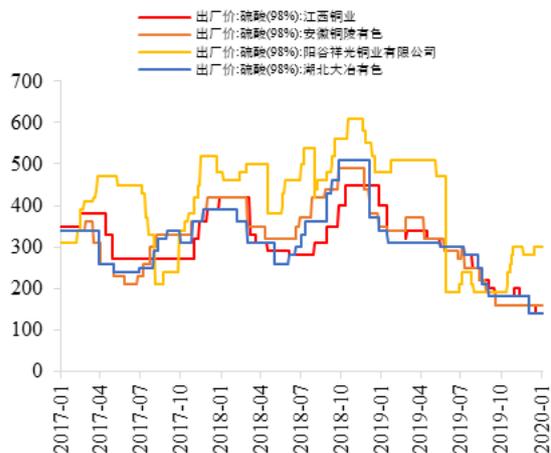
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 5: TC 维持在 60 美元/吨以下 (美元/吨)



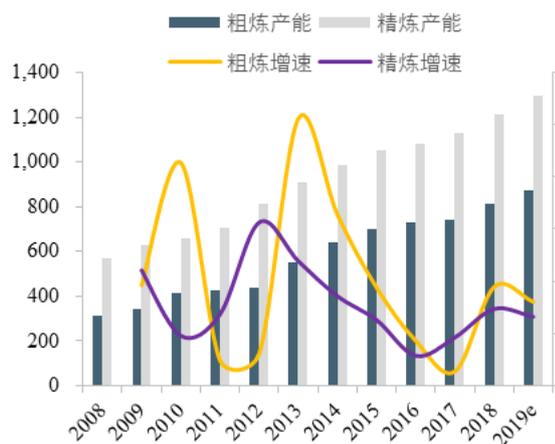
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 6: 硫酸价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: 中国冶炼产能变化 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 8: 国内 1-11 月精铜产量增速 2.09%



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

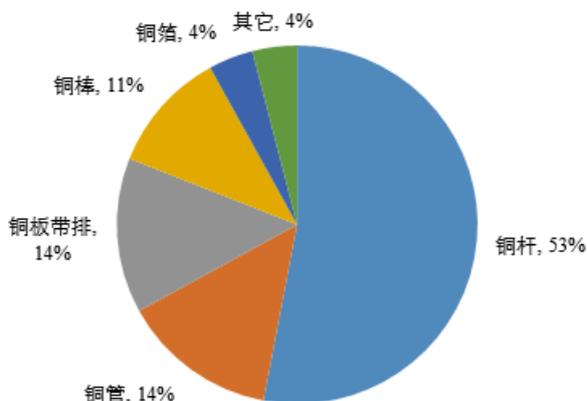
2.2 需求: 铜消费整体疲软

国家电网 12 月 20 日公布 2019 年预计完成电网投资 4500 亿元左右, 较年初计划的 5126 亿元下降 12%。铜下游其他消费终端行业整体表现不佳, 汽车、家电、房地产领域无明显亮点, 但随着国家稳增长措施逐步落实, 国内铜消费有望企稳。

海外方面, 主要经济体制造业景气度维持在荣枯线下方。

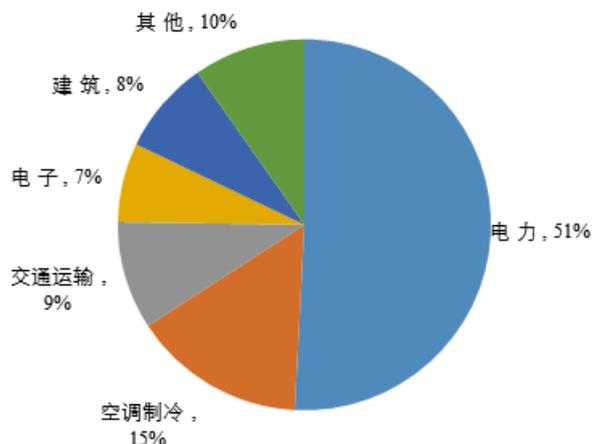
结合海内外来看, 我们认为铜消费暂无明显亮点, 大概率维持低速增长状态。

图 9：国内铜消费按品种分布



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 10：国内铜终端消费行业分布

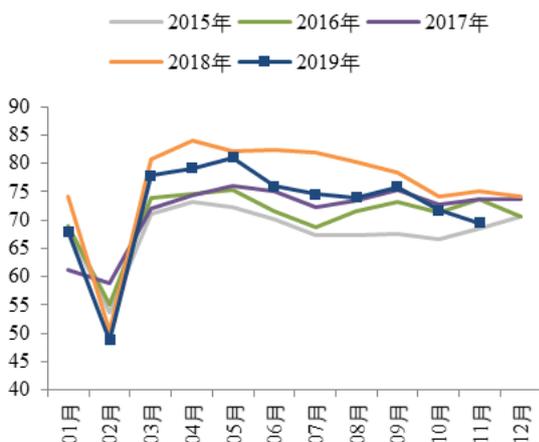


数据来源：安泰科，兴证期货研发部

2.2.1 铜材开工率处于相对低位

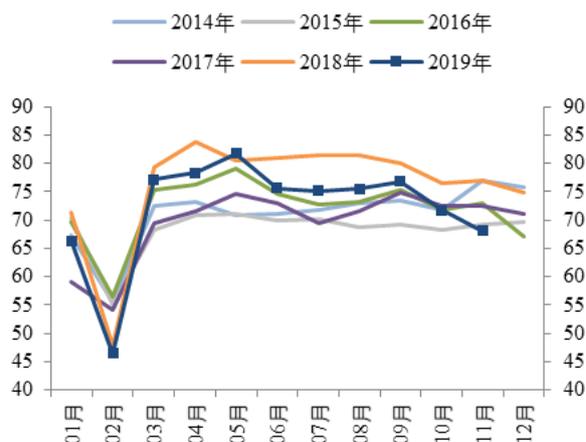
从精炼铜直接下游各铜材企业开工率来看，国内铜消费相对疲软，铜杆、铜板带开工率无明显好转。

图 11：铜材企业整体开工率



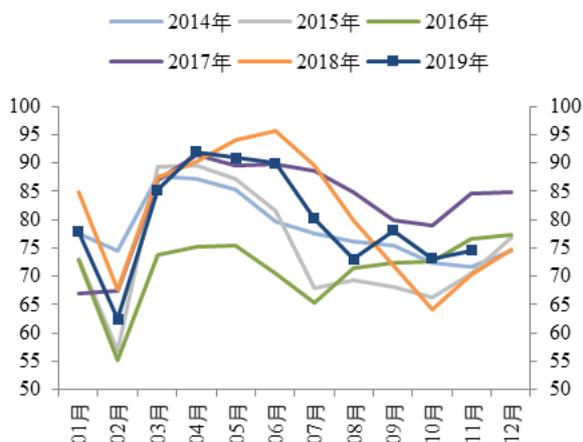
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12：铜杆开工率



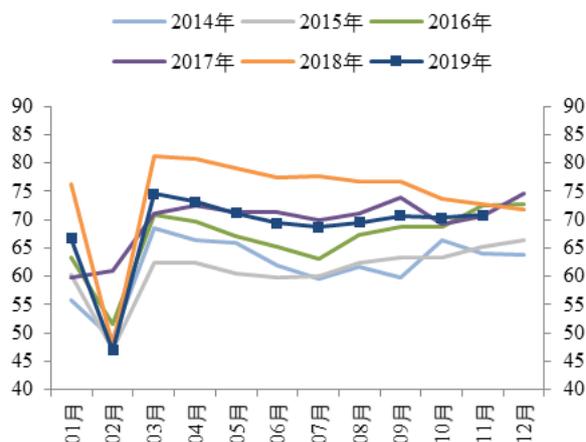
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13: 铜管开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 14: 铜板带箔开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.2.2 电网投资完成情况不及预期

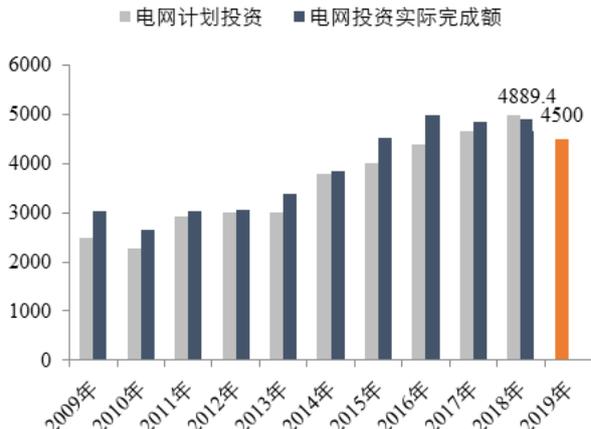
国家电网 12 月 20 日公布 2019 年预计完成电网投资 4500 亿元左右, 较年初计划的 5126 亿元下降 12%, 国内铜消费仍较为疲软。

图 15: 1-11 月电网投资负增长-8.8%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 国家电网 2019 年计划投资额向下调整为 4500 亿元



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.3 空调产量季节性回升

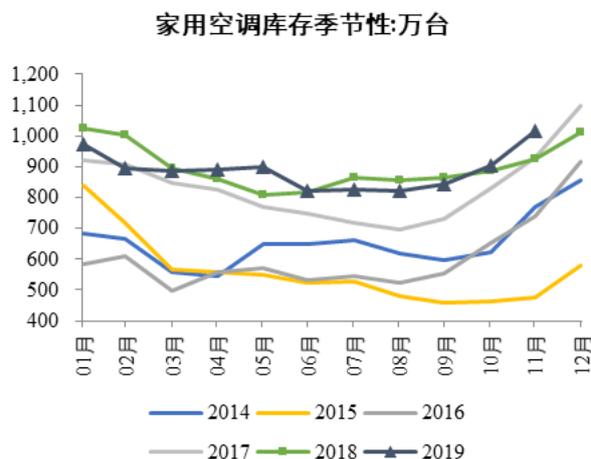
产业在线数据显示, 2019 年 11 月家用空调总产量 1032.7 万台, 同比增 11.5%, 1-11 月空调产量 13849.7 万台, 同比微幅正增长 0.16%。11 月空调库存环比增加 112.8 万台, 至 1014.8 万台, 空调库存压力明显高于去年同期。

图 17: 空调产量季节性回升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 空调库存压力高于 2018 年同期



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.4 传统汽车产销萎缩幅度收窄

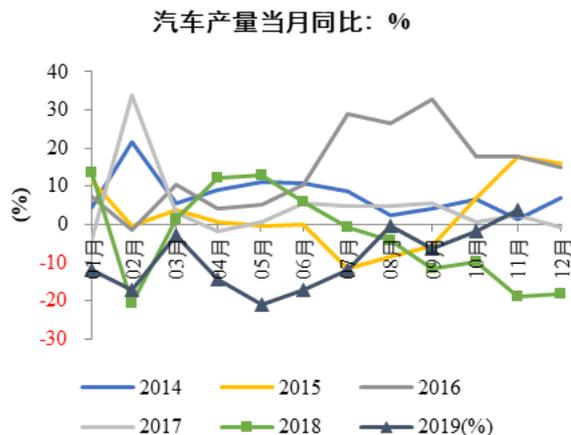
2018年下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑，据中国汽车工业协会数据，2019年1-11月全国共生产汽车2311万辆，同比下滑9.10%。汽车产销萎靡状态短期出现边际改善，11月单月产量259.3万辆，同比增长转正3.8%。

图 19: 汽车产量逐步恢复（万辆，%）



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 汽车产量增速季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图21：乘联会11月狭义乘用车销量负增长-4.6%



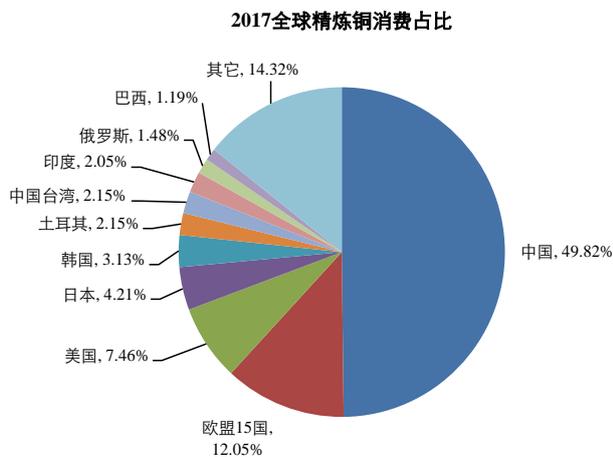
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.5.海外欧美发达国家制造业景气度仍处于荣枯线下方

欧美国家精铜消费占全球比例在 20%左右，是中国以外最大的两个消费区域。

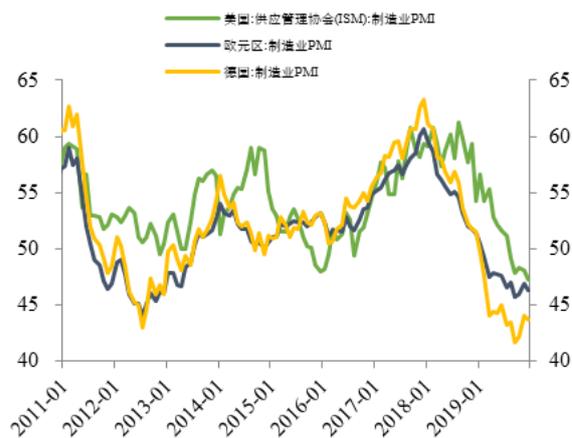
欧美国家制造业边际转弱，美国 12 月 ISM 制造业 PMI 下滑至 47.20，欧元区 12 月制造业 PMI 小幅下滑至 46.3，其中德国制造业 PMI 处于 43.7 低位。整体看，欧美发达国家实体经济较差，对消费拉动有限。

图 22：欧美国铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：欧美发达国家制造业疲软



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 全球铜显性库存处于季节性低位

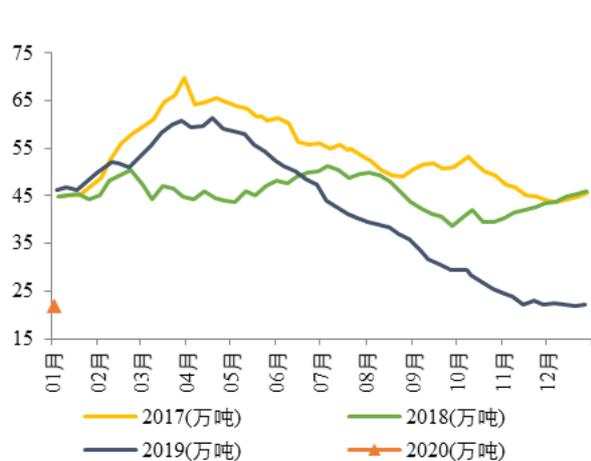
截至 2020 年 11 月 01 日，三大交易所叠加保税区库存仅为 68.51 万吨，同比 2018 年减少 18.89 万吨，处于绝对低位。

图 24：三大交易所叠加保税区库存处于低位



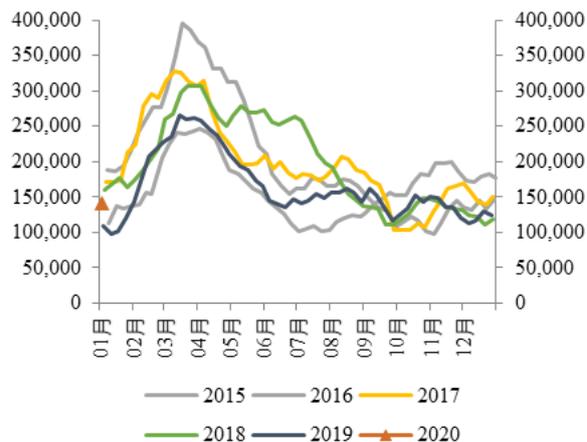
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25：保税区库存季节性 (万吨)



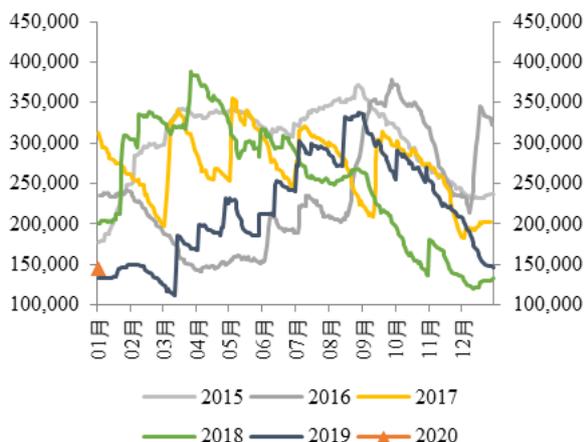
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 26：上期所铜库存季节性 (吨)



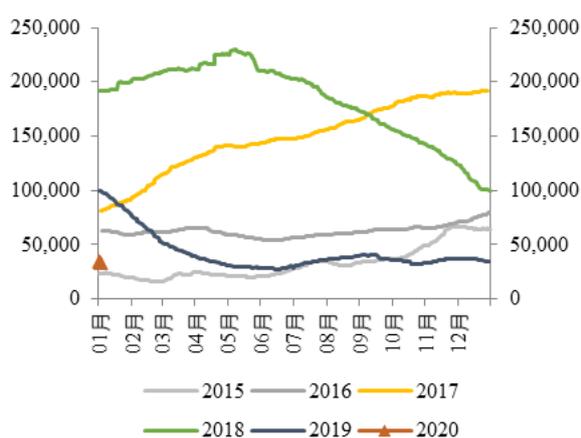
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 27: LME 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: COMEX 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观面: 美元指数继续走弱

12 月美元指数继续走弱, 月末收于 96.4481, 较 11 月末下跌 1.8323。

图 29: 美元指数与铜价走势

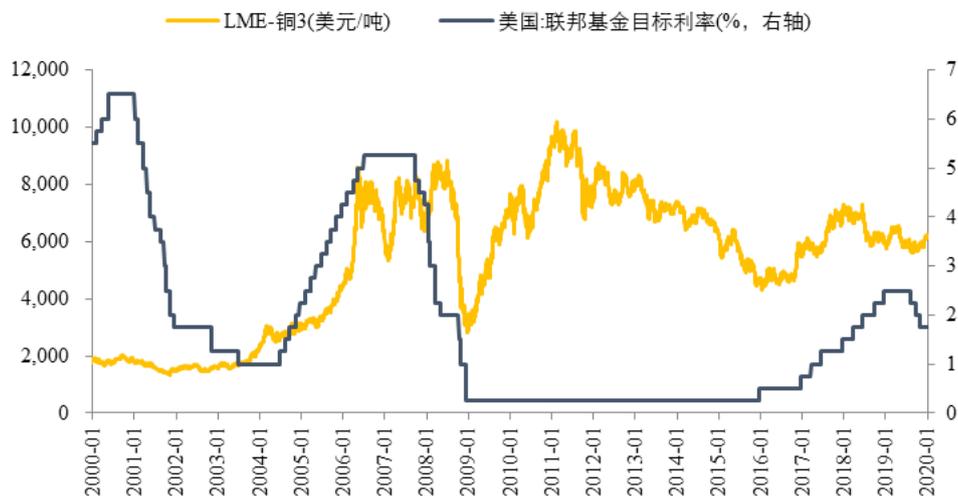


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

美联储自 2019 年 7 月以来连续三次降息, 12 月会议联储委员一致通过维持基准利率 1.50-1.75% 不变。多数委员预期未来一段时间将维持基准利率不变, 结合其对未来三年通胀及核心通胀均未超过 2% 的预测来看, 美联储降息进程有暂停, 但很难结束。美国居民消费需求下行可能在 2020 年下半年表现得更突出, 预计美联储 2020 年下半年再度重启降息进程, 届时将一

定程度提振铜的投机属性

图30：加息与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 结论

1. 铜矿产量增速有限，TC 维持低位，冶炼厂经营压力仍较大。从矿企的角度看，已公布的 10 家大矿企 2020 年产量预期相较 2019 年增加近 30 万吨。

根据 CRU 数据，全球 90%分位铜矿现金成本 C1 达 5258 美元/吨，90%分位 AISC 成本达 6236 美元/吨（AISC 成本=C1+管理费用+维持性资本支出+特许权费用），基于当前铜价（2019 年 12 月 31 日收于 6169 美元/吨），我们认为部分小矿企经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加剧，预计 2020 年中小矿山可能会出现 10 万吨左右的减产。我们认为 2020 年全球铜矿产量增量为 20 万吨，增速在 1%附近。

预计 2020 年国内粗炼冶炼仍有 30 万吨待投放，根据对 2020 年铜矿产量的预期，我们认为 2020 年铜精矿加工费很难出现实质性回升，即使冶炼产能持续投放，精炼铜产量受制于原料端的相对不足，增量有限。预计 2020 年国内精铜产量增速在 2%附近。

综上，我们认为铜供应端压力不大，产业链上小矿山以及国内冶炼厂成本对铜价支撑较强。

2. **铜消费整体疲软。**国家电网 12 月 20 日公布 2019 年预计完成电网投资 4500 亿元左右，较年初计划的 5126 亿元下降 12%，国内铜消费仍较为疲软。铜下游其他消费终端行业整体表现不佳，汽车、家电、房地产领域无明显亮点，但随着国家稳增长措施逐步落实，国内铜消费有望企稳。

海外方面，主要经济体制造业景气度维持在荣枯线下方。

结合海内外来看，我们认为铜消费暂无明显亮点，大概率维持低速增长状态。

3. **全球铜显性库存可用天数降至 8 天附近。**截至 2020 年 1 月 3 日，三大交易所叠加保税区库存仅为 53.89 万吨，同比 2018 年减少 26.38 万吨。低库存条件下，铜价向上弹性更大。

展望后期，我们认为，随着产业链上铜矿山及冶炼厂亏损减产发酵，精铜供应压力相对有限，需求端随着中美经贸关系缓和，国内稳增长政策逐步落地，铜消费悲观预期或将缓解，铜价继续走强的概率较大。仅供参考。

表 5：中国精炼铜供需平衡表（万吨）

中国	2018A	2019H1	2019H2	2019E	2020E
产量	873	425	468	893	910
净进口	347	142	175	317	310
实际需求	1225	565	655	1220	1240
供需平衡	-5	2	-12	-10	-20

数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 风险提示

1. 中美贸易摩擦再起波澜；
2. 国际宏观货币层面风险加大，打压铜金融投机属性；
3. 中国宏观经济超预期下滑。

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。