



## 糖价宽幅震荡

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格编号: F0292230

投资咨询编号: Z0012887

黄维

从业资格编号: F3015232

投资咨询编号: Z0013331

联系人: 黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 我们的观点

明年糖价大概率围绕成本宽幅震荡。由于目前糖价较低,因此向上的弹性更大。

#### ● 我们的逻辑

预计明年国内产糖量小幅增加,另外明年的甘蔗价格继续维持高位,生产端缺乏利多驱动。

今年食糖进口量大幅增加,明年的进口配额仍未知,不过进口增加的预期已经部分体现在盘面中。今年糖浆进口量突然增加,不过由于走私减少,替代糖源的总量没有增加太多。

总的来看,预计明年供需偏宽松,不过由于目前糖价较低,下跌空间不大,预计明年糖价将围绕成本宽幅震荡。

国外方面,巴西、印度产量处于历史高位,新榨季产量易减难增。另外巴西干旱、印度补贴政策低于预期均对美糖形成支撑,预计美糖偏强运行。

#### ● 风险提示

极端天气,国内政策变化。

## 报告目录

1.行情回顾.....	错误!未定义书签。
2.国外基本面分析.....	3
2.1 巴西：增产兑现，产区遭遇干旱.....	3
2.2 印度：预计新榨季产量回升.....	4
2.3 泰国：产量维持低位.....	5
2.4 国外基本面小结.....	5
3.国内基本面分析.....	错误!未定义书签。
3.1 产销双减，结转库存增加.....	错误!未定义书签。
3.2 食糖、糖浆进口增加.....	错误!未定义书签。
3.3 国产糖销量减少.....	7
3.4 预计新榨季产量小幅增加.....	7
3.5 进口政策仍存不确定性，但大部分利空已体现.....	7
3.6 如果政策没有新的利空，糖价底部区域已经出现.....	8
3.7 国内基本面小结.....	8

## 图目录

图 1：郑糖主连日线.....	3
图 2：ICE11 号糖主连日线.....	3
图 3：郑糖基差.....	3
图 4：巴西中南部累计甘蔗产量（百万吨）.....	4
图 5：巴西中南部双周甘蔗产量（百万吨）.....	4
图 6：巴西中南部每月降雨量（单位：毫米）.....	4
图 7：巴西中南部降雨量分布.....	4
图 8：巴西中南部累计降雨量（毫米）.....	5
图 9：巴西圣保罗糖价（雷亚尔/50kg）.....	5
图 10：巴西圣保罗含水乙醇价格（雷亚尔/升）.....	5
图 11：巴西糖醇比.....	5
图 12：巴西雷亚尔与美糖价格.....	错误!未定义书签。
图 13：巴西圣保罗乙醇汽油比价.....	错误!未定义书签。
图 14：巴西汽油 C 销量（亿升）.....	7
图 15：印度甘蔗及其竞争作物收购价.....	7
图 16：印度马邦累计降雨量（mm）.....	7
图 17：印度孟买食糖现货价格（卢比/吨）.....	7
图 18：印度现货与美糖期货价差（美元/吨）.....	7
图 19：泰国甘蔗及其竞争作物收购价.....	7
图 20：泰国中东部累计降雨量（mm）.....	7
图 21：广西食糖销量（万吨）.....	7
图 22：广西食糖库存（万吨）.....	7

图 23: 全国食糖销量 (万吨) .....	7
图 24: 全国食糖库存 (万吨) .....	7
图 25: 加工糖产量 (万吨) .....	7
图 26: 加工糖库存 (万吨) .....	7
图 27: 我国食糖累计进口量 (万吨) .....	7
图 28: 我国食糖单月进口量 (万吨) .....	7
图 29: 我国食糖进口利润 .....	7
图 30: 广西云南白糖日成交量 .....	7
图 31: 广西云南白糖周成交量 .....	7
图 32: 广西钦州累计降雨量 (毫米) .....	7
图 33: 广西来宾累计降雨量 (毫米) .....	7

## 1. 行情回顾

今年国内糖价震荡下跌，是大宗商品中较弱的品种之一。现货方面，南宁现货价格在年初的时候达到 5950 元/吨，但随后价格震荡走低，年底跌至 5100 元附近，最大跌幅达 14%。

期货方面，春节假期后，国内糖价一度有所反弹，主要是市场对国内外减产抱有信心。随着疫情发酵、油价以及美糖的大跌，内外共振下郑糖期货价格连续下跌。五一节前一周盘面出现快速杀跌，1 月合约最低点跌至 4678 点，随后盘面减仓回升。疫情得到控制后，需求端没有出现明显回暖，现货价格逐步下调，基差从高位回落。

9 月前后，由于结转库存高，进口糖、糖浆数量增加，现货价格持续阴跌带动盘面走低，05 合约价格一度跌破 5000 点，随后减仓反弹。

国外方面，美糖价格走出 V 字反转，价格重新回到 14 美分。年初，受疫情影响，原油价格大幅下跌，巴西提高了制糖比例，弥补了大部分供给缺口，另外巴西雷亚尔贬值也加速了原糖下跌。随着原油反弹以及巴西增产落地，原糖价格出现反弹，价格回到年初的水平。

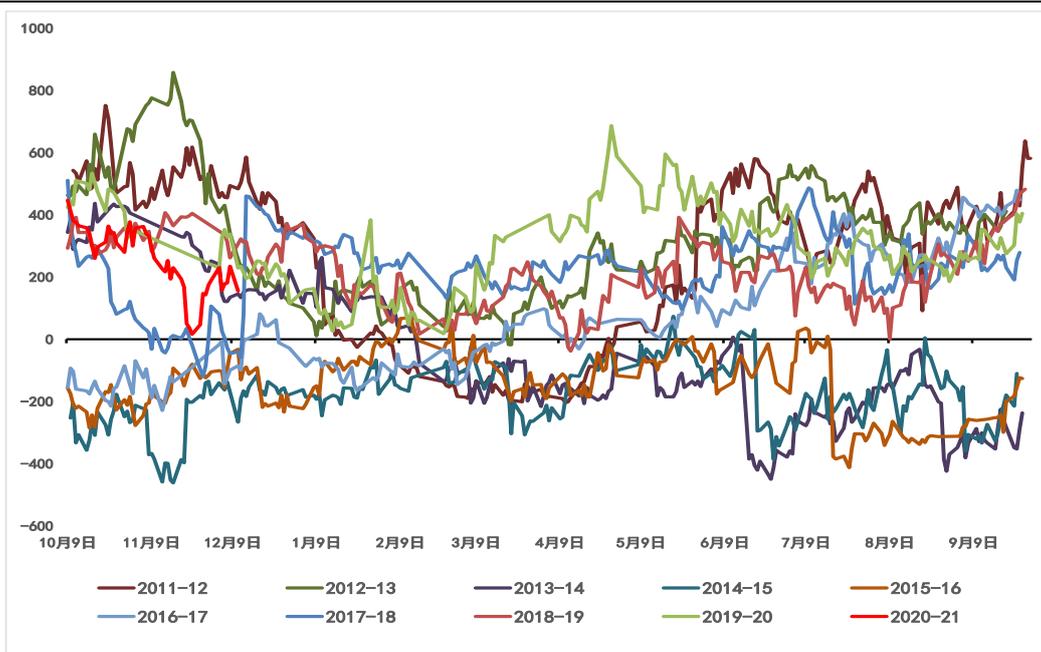
图 1：郑糖主连日线

图 2：ICE11 号糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：郑糖基差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 国外基本面分析

### 2.1 巴西：增产兑现，产区遭遇干旱

巴西甘蔗业协会的数据显示，2020/21 榨季截至 12 月 1 日，巴西中南部累计压榨甘蔗量达到 5.95 亿吨，同比增加 3.32%；累计产糖 3808.7 万吨，同比增加 44.16%；甘蔗制糖比为 46.3%，去年同期 34.59%；乙醇总产量为 289.1 亿公升，同比减少 8.98%。

图 4：巴西中南部累计甘蔗产量（百万吨）

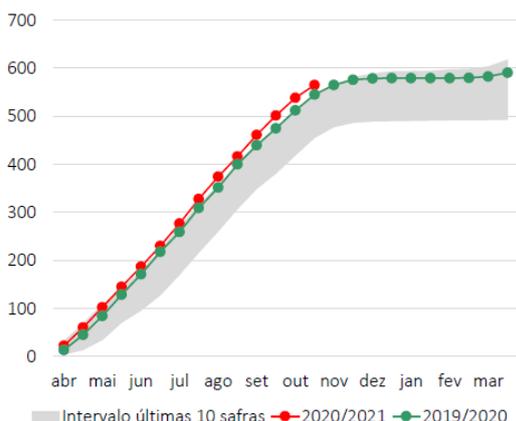
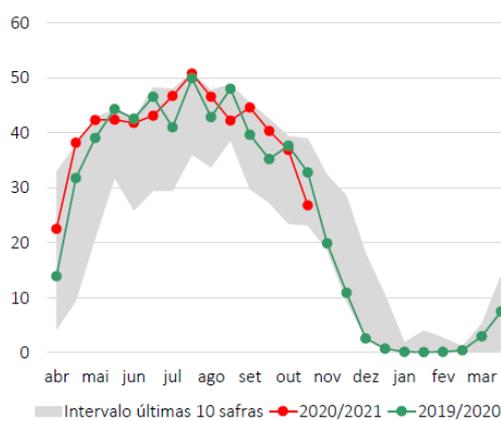


图 5：巴西中南部双周甘蔗产量（百万吨）



数据来源：Unica，兴证期货研发部

表一：巴西中南部甘蔗产量与种植面积

地区	产量（百万吨）			种植面积（千公顷）		
	2019/20	2020/21	变化	2019/20	2020/21	变化
GO	67.842	69.101	1.9%	869.2	797.8	-8.2%
MG	62.717	66.831	6.6%	811.6	781.1	-3.8%
MS	42.302	40.106	-5.2%	544.2	559.6	2.8%
PR	31.872	31.393	-1.5%	539.6	521.8	-3.3%
SP	320.728	338.237	5.5%	4303.9	4331.9	0.7%
中南部合计	545.006	564.925	3.7%	7013.5	7099.3	1.2%

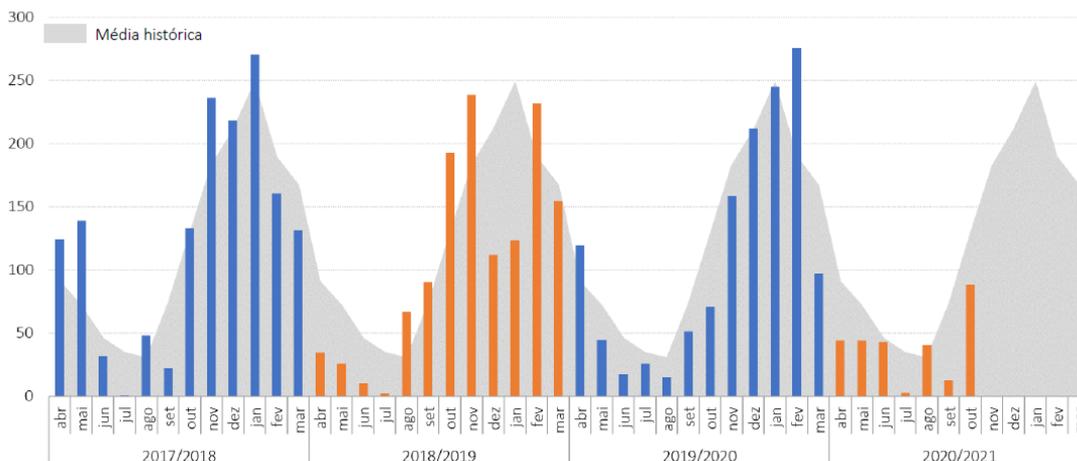
数据来源：Unica，兴证期货研发部

本榨季巴西中南部地区的甘蔗种植面积为 709.9 万公顷，同比增加 1.2%。截止到 10 月，巴西中南部地区的甘蔗单产为 79.6 吨/公顷，同比增加 2.4%。从蔗龄来看，20/21 榨季巴西中南部地区甘蔗的蔗龄同比降低。本榨季的天气和蔗龄都有利于单产的提高。

今年巴西主产区圣保罗的降雨非常少，降雨量处于近几年来最低的水平，这将会影响明年的甘蔗产量。

图 6：巴西中南部每月降雨量（单位：毫米）

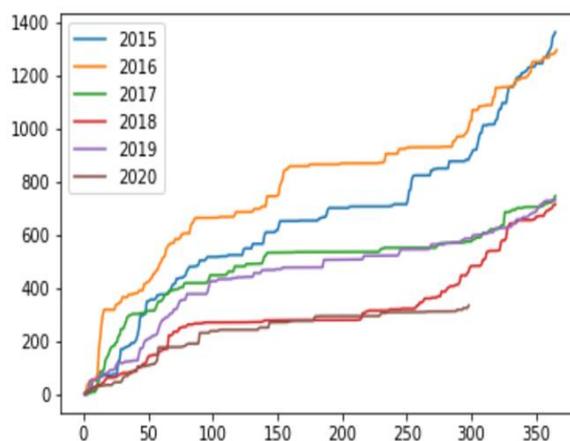
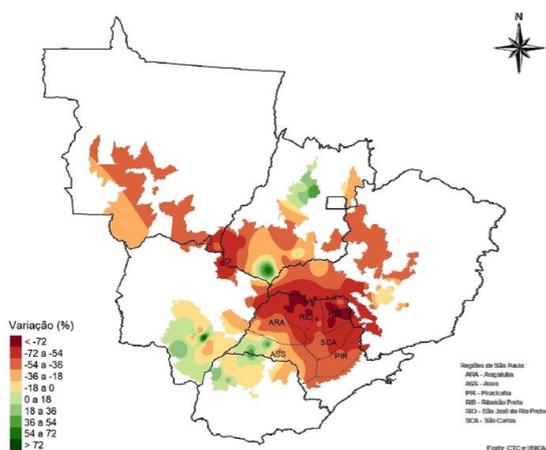
Valores em milímetros



数据来源: Unica, 兴证期货研发部

图 7: 巴西中南部降雨量分布

图 8: 巴西中南部累计降雨量 (毫米)



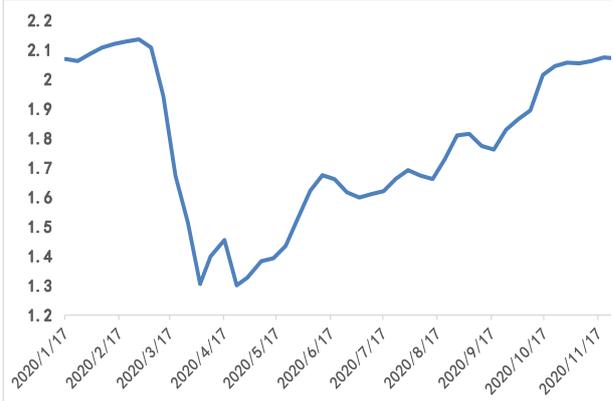
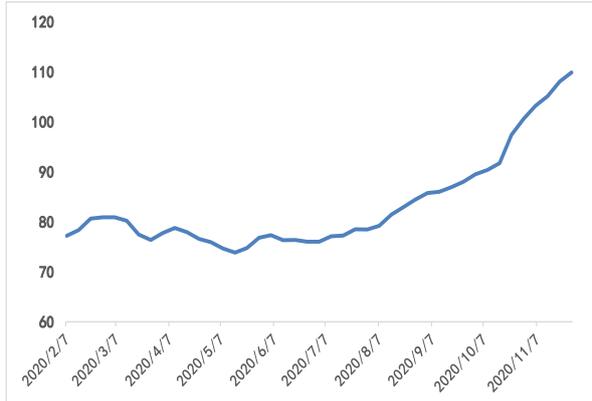
数据来源: Unica, 兴证期货研发部

价格方面, 巴西国内糖价上涨, 乙醇价格探底回升。目前巴西糖醇比依然处于历史高位, 糖厂制糖比制乙醇更有利, 因此下榨季巴西的制糖比可能依旧比较高。不过近期雷亚尔升值, 对美糖价格形成支撑。

另一方面, 虽然巴西汽油销量环比回升, 经济从疫情中有所恢复, 但是目前依然处于比较低的水平, 表明燃料的整体消费水平偏低, 不利于乙醇的价格。

图 9: 巴西圣保罗糖价 (雷亚尔/50kg)

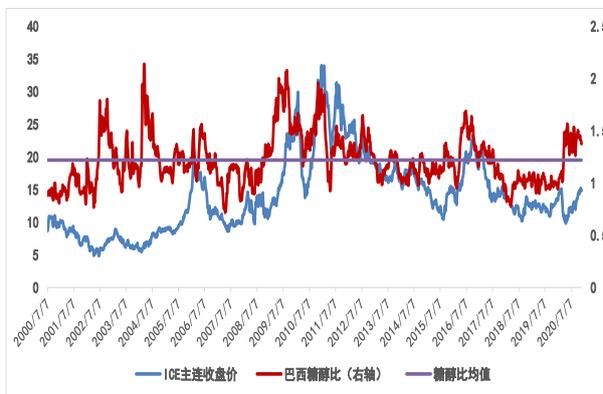
图 10: 巴西圣保罗含水乙醇价格 (雷亚尔/升)



数据来源: Unica, 兴证期货研发部

图 11: 巴西糖醇比

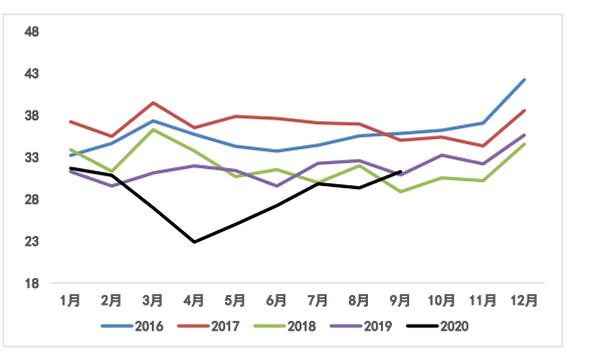
图 12: 巴西雷亚尔与美糖价格



数据来源: Unica, 兴证期货研发部

图 13: 巴西圣保罗乙醇汽油比价

图 14: 巴西汽油 C 销量 (亿升)



数据来源: Unica, 兴证期货研发部

出口方面, 20/21 榨季 4 月-11 月巴西累计出口食糖 2514.81 万吨, 同比增加 87.79%。

对于下榨季的产量, 目前各个分析机构的预测存在分歧。据报道, DATAGO 预计 2021/22 榨季巴西全国食糖产量同比下降 4.8%至 3965 万吨, 预计巴西中南部产糖量同比下降 5.3%至 3600 万吨; 预计甘蔗压榨量同比下降 3.6%至 5.75 亿吨, 甘蔗制糖比为 46.54%, 与本榨季持平。Canaplan 则认为, 若巴西中南部甘蔗种植面积下降 15 万公顷, 则糖产量在 3340-3430 万吨之间; 若甘蔗种植面积下降 25 万公顷, 则糖产量在 3300-3380 万吨之间, 制糖比例为 45%。

## 2.2 印度：预计新榨季产量回升

美国农业部预计，2020/21 榨季印度食糖产量同比增加 17%至 3370 万吨。由于今年降雨较好，印度马邦和卡纳塔克邦的甘蔗单产增加，预计两个地区的单产在 85-90 吨/公顷。印度农业部预计 2020/21 榨季印度甘蔗的种植面积提高 11%至 528 万公顷，主要由于马邦和卡纳塔克邦的种植面积增加，另外印度部分地区种植了新植蔗，导致单产提高。

需求方面，美国农业部预计新榨季印度食糖需求量为 2850 万吨。疫情期间，印度食糖产业的中下游，包括食品加工企业、饭店、零售商店均受到不同程度的影响。不过网络渠道的销量增加，弥补了线下损失的消费量。由于印度国内提倡更健康的饮食，美国农业部预计印度的食糖消费量增速将放缓。印度的人均食糖消费量从 2014/15 榨季的 20.5 千克下降至 18.5 千克。

出口方面，19/20 榨季，糖厂依靠政府的补贴出口了 600 万吨食糖。在 19/20 榨季的方案中，政府对出口进行了全方位的补贴，其中包括：4400 卢比/吨（59.3 美元/吨）的加工、包装成本，3428 卢比/吨（46.2 美元/吨）的国内运输成本，以及 2620 卢比/吨（35.3 美元/吨）的国际运输补贴。补贴总额合计 10448 卢比/吨（140.8 美元/吨）。

11 月 16 日，印度 2020/21 榨季的补贴政策落地。补贴额度为 5833 卢比/吨（约 79 美元/吨），补贴低于市场预期，但有助于印度食糖出口。印度的大幅度补贴引起其他食糖出口国的抗议，印度在 2020 年 9 月的 WTO 会议上表示，补贴最晚将持续到 2023 年底。2019/20 榨季，印度糖的主要出口目的地是苏丹、伊朗、索马里。

库存方面，美国农业部预计 20/21 榨季印度的结转库存为 1480 万吨，同比增加 2%。其中包括 400 万吨的国储库存。

乙醇方面，印度计划在 2022 年出台强制在汽油中添加 10% 乙醇的政策，2030 年底将提高到 20%，19/20 年的比例在 5.2%。

图 15：印度甘蔗及其竞争作物收购价

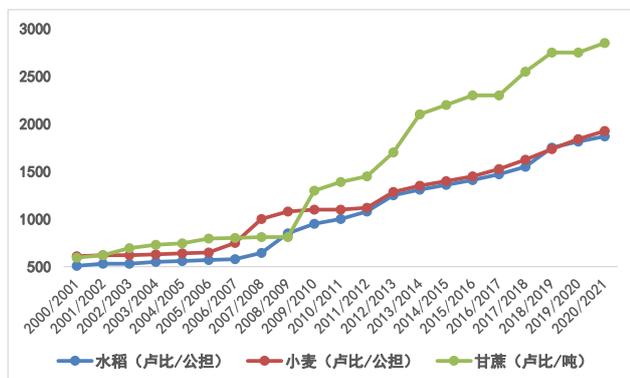
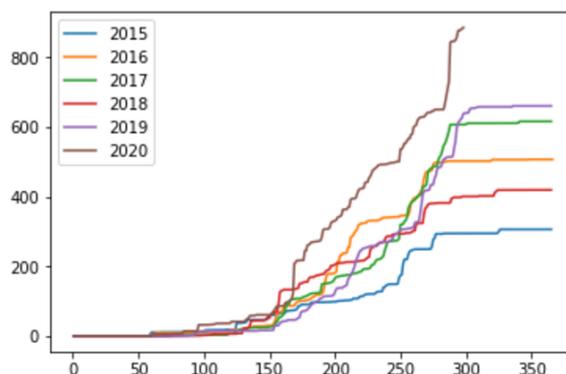


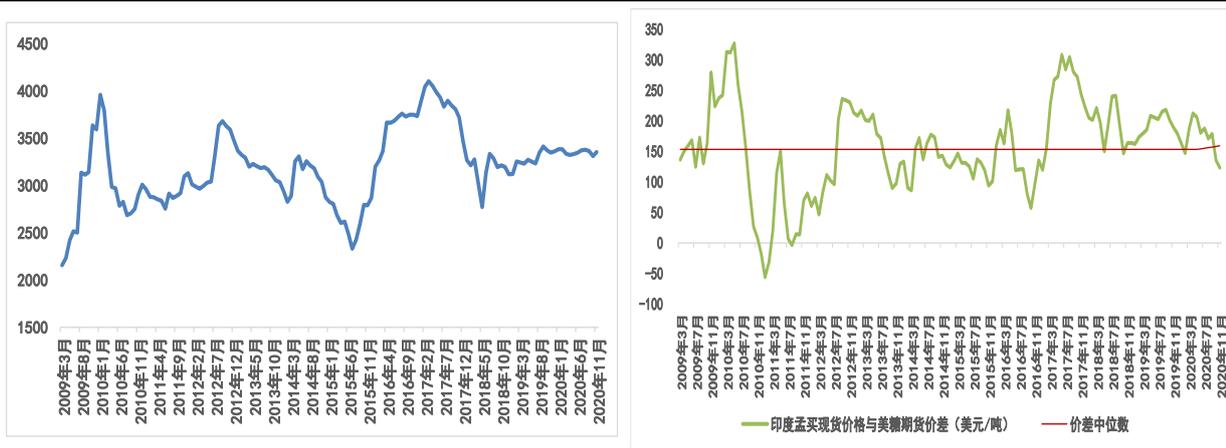
图 16：印度马邦累计降雨量 (mm)



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 17：印度孟买食糖现货价格 (卢比/吨)

图 18：印度现货与美糖期货价差 (美元/吨)



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

### 2.3 泰国：产量维持低位

今年泰国甘蔗主产区的降雨依然不是非常理想。虽然 5~8 月份泰国降雨量同比回升，但随后降雨量减少。不过 5~8 月泰国甘蔗处于需水量较大的阶段，这一阶段降雨量对甘蔗生长较为关键。另一方面，从数据来看，今年泰国水库水位同比继续下降，处在历史同期偏低水平，这会对甘蔗的灌溉造成影响。据报道，嘉利高最新预估显示，泰国 2020/21 榨季糖产量为 710 万吨，主要因为农民改种木薯以及干旱。

出口方面，2019/20 榨季泰国共出口糖 800.54 万吨，同比减少 19.39%。

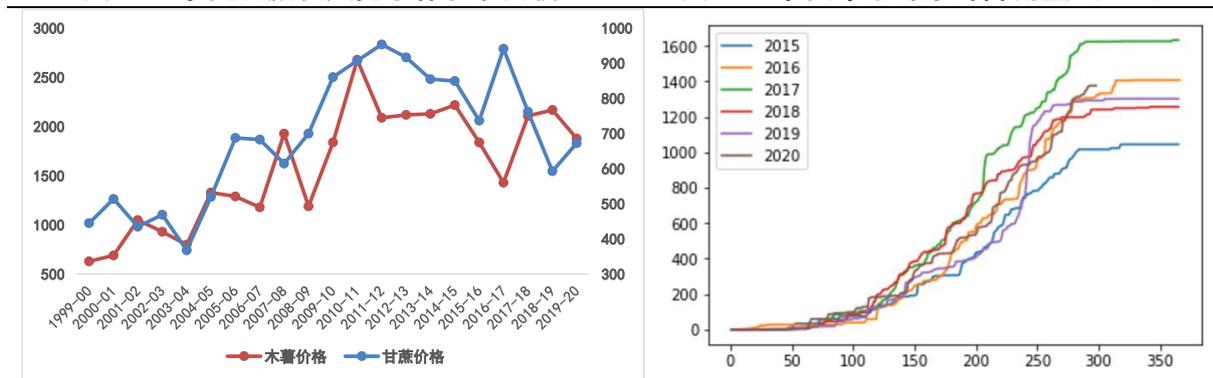
另外，泰国出口到台湾、缅甸的食糖数量大幅减少，因此流入到我国境内的走私糖数量也减少了。今年 1-8 月泰国出口到台湾和缅甸的食糖数量分别为 13.5 万吨和 7.06 万吨，同比减少 47% 和 54%，合计减少 20.39 万吨。这主要是由于我国对边境走私加强了管控。

但是今年泰国出口到我国的糖浆数量大幅增加。1-8 月泰国出口到我国 29.18 万吨糖浆，去年同期 2.31 万吨。糖浆进口增加主要是因为走私糖数量减少以及糖浆进口零关税，糖浆的成本在 4700 元/吨左右。但是相比食糖，糖浆的缺点在于存储时间短、存储条件要求高。

另一个现象是泰国的食糖进口量增加，今年 1-8 月泰国进口食糖 3.25 万吨，去年同期 120 吨，泰国进口的食糖主要用于制作糖浆然后出口到中国。

图 19：泰国甘蔗及其竞争作物收购价

图 20：泰国中东部累计降雨量 (mm)



数据来源：泰国农业部，兴证期货研发部

## 2.4 国外基本面小结

预计明年美糖价格仍然偏强。今年巴西产量大增，但是甘蔗制糖比已经处于历史高位。另外今年巴西干旱，明年甘蔗产量可能减少，因此明年巴西的产糖量大概率同比减少。泰国方面，由于甘蔗价格依然比较低，预计产量维持低位。唯一的利空点在印度，印度的甘蔗收购价格逐年增加，农民种植热情较高，没有天气问题的话，产量将维持高位。虽然新榨季印度的出口补贴策低于预期，但是仍然有利于食糖出口。总的来看，明年各个主产国的产量易减难增，虽然印度库存较高，但出口量也很难同比增加，供给端对美糖形成支撑。另外，目前美糖远月合约贴水，表明市场对未来的供应偏谨慎，如果巴西甘蔗产量超预期减少的话，将会引发美糖上涨。

## 3.国内基本面分析

### 3.1 产销双减，结转库存增加

2019/20 榨季，广西全区共入榨甘蔗 4579 万吨，较上年同期减少 892 万吨；产糖 600 万吨，同比减少 34 万吨；出糖率 13.11%，同比增加 1.59 个百分点。截至 9 月 30 日，广西累计销糖 569 万吨，同比减少 32.3 万吨；产销率 94.83%，同比增加 0.74 个百分点；工业库存 31 万吨，同比减少 1.7 万吨。

云南方面，2019/20 榨季云南共入榨甘蔗 1679.81 万吨，同比增加 49.27 万吨；产糖 216.13 万吨，同比增加 54.64 万吨；出糖率 12.91%，同比提高 0.1 个百分点。截至 9 月 30 日，云南累计销售食糖 195.04 万吨，同比增加 5.6 万吨；销糖率 89.91%，同比降低 1.16 个百分点。

从全国范围来看，本榨季国内产糖 1041.51 万吨，同比减少 3.21；截止到 9 月底，国内糖厂销糖 984.89 万吨，同比减少 5.36%；结转库存 56.62 万吨，同比增加 21.21 万吨。

图 21：广西食糖销量（万吨）

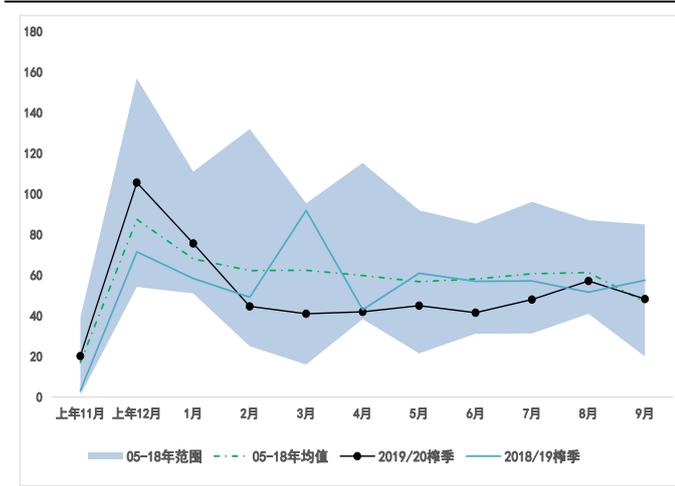
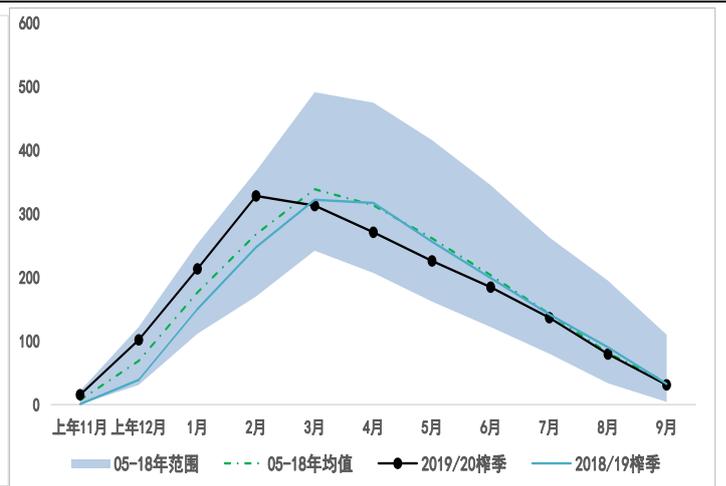


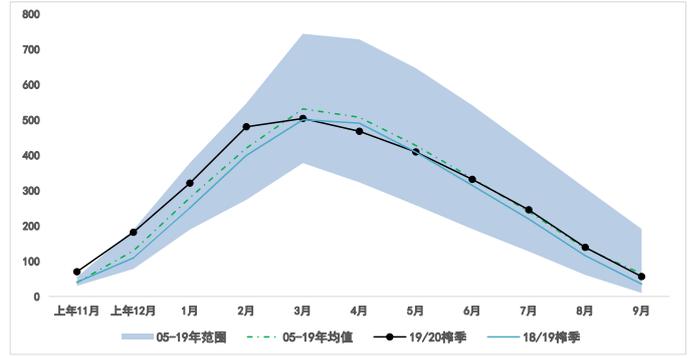
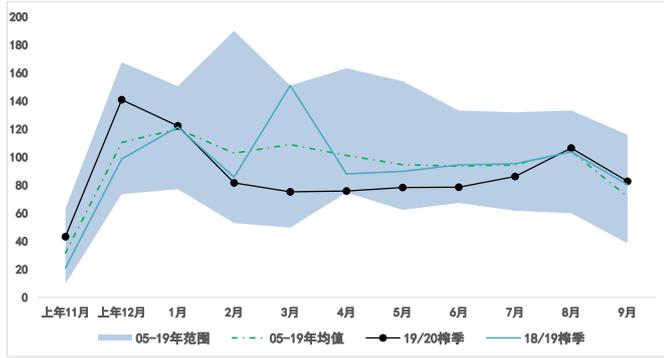
图 22：广西食糖库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：全国食糖销量（万吨）

图 24：全国食糖库存（万吨）



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2 食糖进口量增加, 糖浆进口增加

受疫情以及进口关税变化的影响, 一季度国内加工糖生产处于停滞状态。随着疫情逐步得到控制以及关税下调, 进口增加, 加工糖产量稳步提升。

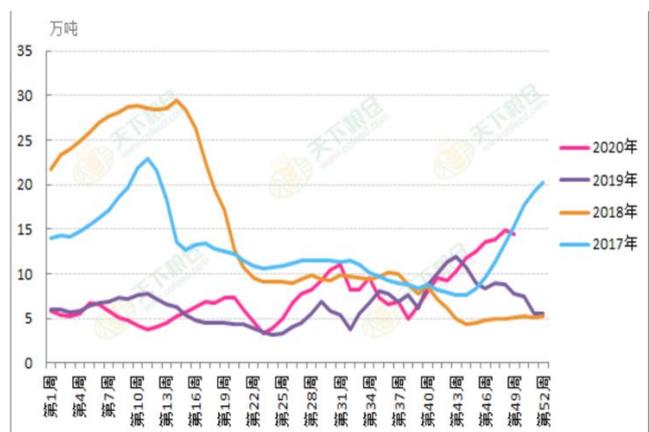
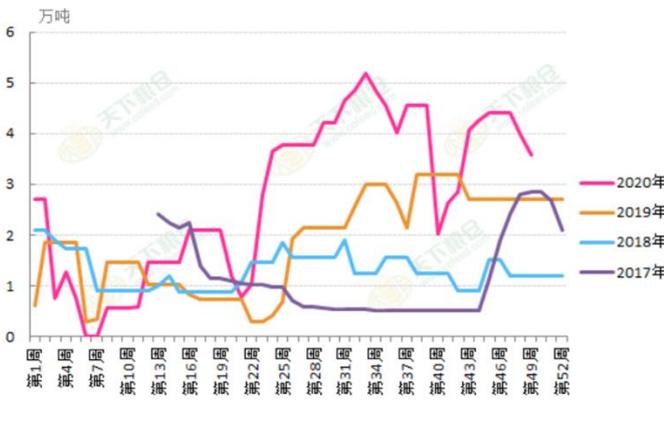
进口方面, 海关数据显示, 2020年1-10月我国累计进口食糖365万吨, 同比增加81万吨; 2019/20榨季截至9月底, 我国累计进口食糖375万吨, 同比增加51万吨。

另外, 今年我国的糖浆进口量大幅增加, 海关数据显示, 2020年1-10月我国累计进口糖浆85.52万吨, 同比增加75.98万吨。

进口利润方面, 今年内外糖价背离, 进口利润减少。

图 25: 加工糖产量 (万吨)

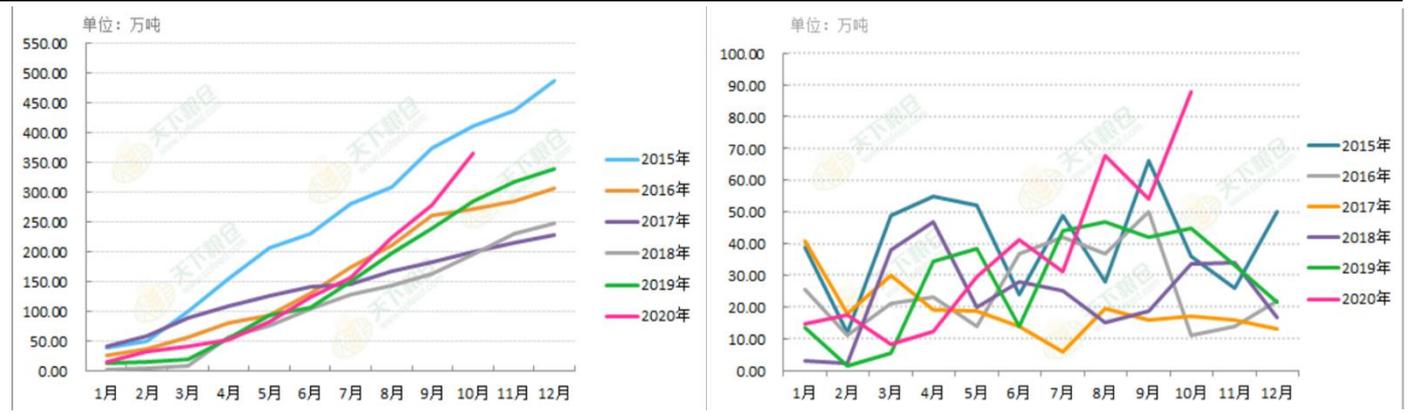
图 26: 加工糖库存 (万吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 27: 我国食糖累计进口量 (万吨)

图 28: 我国食糖单月进口量 (万吨)



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 29：我国食糖进口利润



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

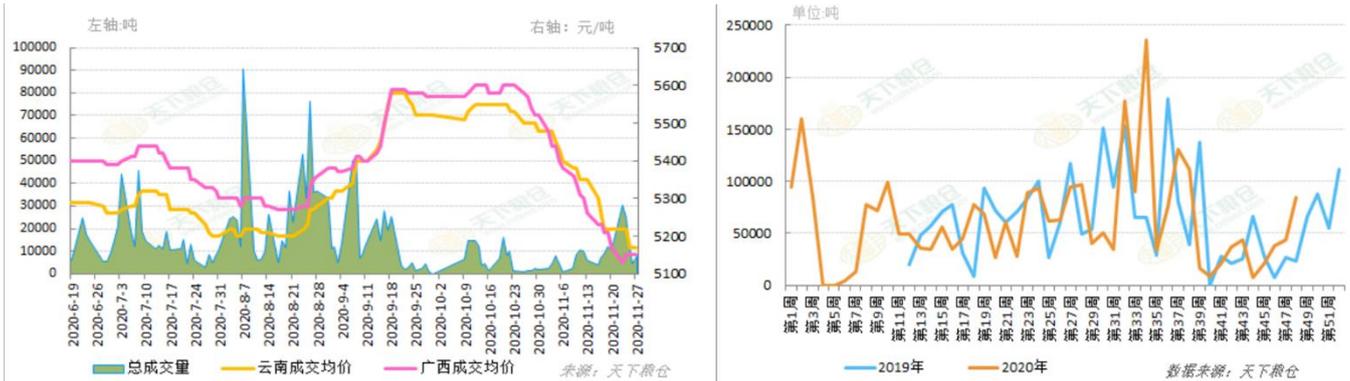
### 3.3 国产糖销量减少

今年国产糖销量减少主要受两个方面的影响。首先，是受疫情的影响。疫情期间国内经济活动几乎陷入停滞，食糖消费量萎缩。疫情得到控制后，食品类行业恢复得也较慢。这部分是因为消费者收入减少，另一方面也与中下游减少备货有关。之后需求逐步恢复正常。

其次是替代糖源的冲击。今年 1-10 月我国累计进口食糖 365 万吨，同比增加 81 万吨；累计进口糖浆 85.52 万吨，按照 0.75 的含糖度测算，糖浆进口增量替代国内食糖消费量约为 64 万吨。进口糖和糖浆替代了部分国产糖的销量。不过，由于今年国家对边境管控较严，走私糖明显减少，降低了对国产糖销量的冲击。

图 30：广西云南白糖日成交量

图 31：广西云南白糖周成交量



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

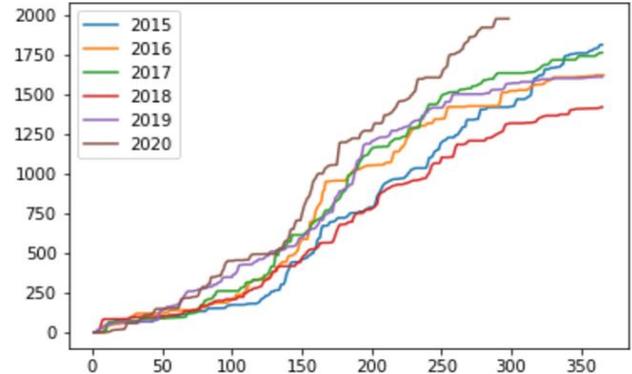
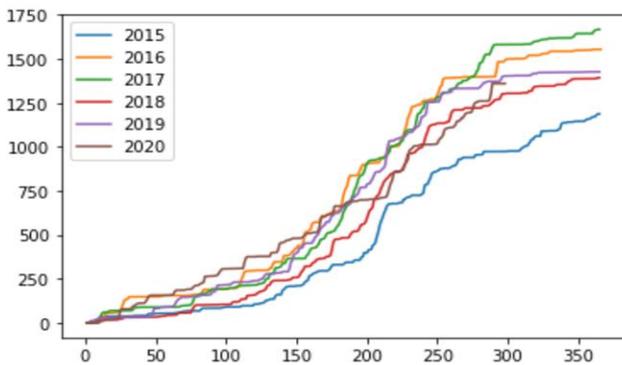
### 3.4 预计新榨季产量小幅增加

美国农业部的数据显示，预计新榨季国内甘蔗糖产量 925 万吨，同比增加 25 万吨。其中，预计广西产糖量 610 万吨，同比小幅增加 10 万吨。今年 1-5 月广西降雨较好，但是 5 月份广西南部地区降雨量减少，6 月份广西甘蔗进入伸长期，干旱对桂南甘蔗产量造成一定影响。不过，据了解，此次干旱影响范围较小，对产量影响不大。另外，今年桂北降雨较好，甘蔗生长形势较好。

甜菜糖方面，预计新榨季产量 145 万吨，同比增加 5 万吨。

图 32：广西钦州累计降雨量（毫米）

图 33：广西来宾累计降雨量



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 3.5 进口政策仍存在不确定性，但大部分利空已体现

今年进口政策有两个变化，均利空糖价。首先，期三年的贸易保障措施于今年 5 月 22 日到期，配额外进口关税由 85% 恢复为 50%。在国内对进口总量做出限制的情况下，配额外进口成本是国内糖价的支撑价、地板价。关税降低后国内食糖支撑价格下移，对郑糖构成利空。

不过，由于国内合法进口量有限，内外价差并非一定需要收敛。只不过在缺乏利多驱动，看空氛围较浓的情况下，利空国内糖价。从中长期看，国内的供需结构没有发生改变。

第二个政策变化涉及到进口总量的变化，关系到国内的供需结构。6 月 30 日商务部发文，将配额外食糖纳入《实行进口报告管理的大宗农产品目录》，自 2020 年 7 月 1 日起实行进口报告管理。进口配额外食糖的对外贸易经营者，原糖加工生产型企业应向中国糖业协会备案，食糖进口国营贸易企业和其他企业应向中国食品土畜进出口商会备案，并将《关税配额外

食糖进口报告企业备案登记表》抄报企业注册地省级商务主管部门，在京中央企业抄报商务部。

从文件内容来看，只是调整了配额外进口糖的管理方式，并没有就市场关心的进口总量做出明确说明。但是在政策公布后，食糖进口量大幅增加，进口量的增加让市场担忧新的进口政策将是一个更宽松的政策。

目前关于明年进口总量仍没有官方消息。不过我们认为，只要没有完全放开进口，即使增加一些进口配额，利空也是有限的。特别是在盘面持续下跌的情况下，利空预期已经部分体现在盘面中。一旦进口政策最终落地，将会出现政策端利空出尽的情况。

### **3.6 如果政策没有新的利空，糖价底部区域已经出现**

如果进口政策没有出现利空的话，糖价的底部区域已经出现。从历史上看，糖价具有比较好的周期性，并且一般围绕成本波动。一般在周期转换的年份，糖价相对于成本会有一个超涨或者超跌，极限幅度一般在 15%~20% 左右。本榨季以及下榨季广西糖厂的成本在 5500 元/吨左右，05 合约价格最低低点偏离成本的幅度已经较大。

虽然食糖进口量与糖浆进口量增加减少了国产糖的需求，但是由于走私减少，因此部分抵消了利空影响。

从外盘看，预计明年美糖价格仍然偏强。今年内外糖价背离，进口利润缩小。目前进口仍有一定利润，并不会影响进口量，不过如果明年内外糖价继续背离的话，将会对国内糖价形成支撑。特别是目前进口增加的预期已经部分体现在盘面价格中，政策端有利空出尽的迹象，进口利润持续缩小将使得价格有较大的向上弹性。

国内方面，糖价上涨最大的问题在于供给端缺乏驱动力。3 月 31 日广西发布了《广西壮族自治区人民政府关于印发广西糖料蔗良种良法技术推广工作实施方案的通知》，对使用脱毒、健康种苗的按新植面积补贴 350 元/亩，补贴方式主要是补贴供种企业及农民。政策实施后，农民的种植积极性提高，未来广西的种植面积可能保持在相对较高的水平。

去年广西进行了甘蔗价格改革，改革后甘蔗价格长期维持在一个比较高的水平，国内糖价的运行规律发生了一定的变化。糖价三年周期背后的核心是产量的周期变化，而甘蔗价格和糖价之间的价格传导是产量变化的主要原因。当糖价比较低的时候，价格传导到上游，导致甘蔗价格降低，甘蔗的种植面积、食糖的产量就会下降，糖价就会回升，反之亦然。

因此，虽然目前期货价格跌破成本价，但是糖价的下跌没有传导到上游，甘蔗价格依然维持较高的水平。那么如果不出现天气问题的话，新榨季广西的食糖产量可能不会出现明显的减少，这是压制糖价上涨的主要原因。

### **3.6 国内基本面小结**

明年糖价大概率围绕成本大幅波动。由于目前糖价较低，因此向上的弹性更大。

预计明年国内产糖量小幅增加，另外明年的甘蔗价格继续维持高位，生产端缺乏利多驱动。

今年食糖进口量大幅增加，明年的进口配额仍未知，不过进口增加的预期已经部分体现在盘面中。今年糖浆进口量突然增加，不过由于走私减少，替代糖源的总量没有增加太多。

总的来看，预计明年供需偏宽松，不过由于目前糖价较低，下跌空间不大，预计明年糖价将围绕成本宽幅震荡。

国外方面，巴西、印度产量处于历史高位，新榨季产量易减难增。另外巴西干旱、印度补贴政策低于预期均对美糖形成支撑，预计美糖偏强运行。

### 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。