

甲醇承压运行，全年震荡偏弱

——2022 年甲醇年报

2021 年 12 月 10 日 星期五

兴证期货·研发中心

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

林玲

电话：0591-38117682

邮箱：

linling@xzfutures.com

内容提要

展望 2022 年，从宏观和能源端来看，海外流动性边际收紧，对大宗商品价格形成压制；国内政策干预下煤炭供需紧张的格局已扭转，预计 2022 年煤价中枢下移，甲醇成本支撑明显减弱。

从甲醇自身供需面看，2022 年我国甲醇计划投产 530 万吨，低于 2021 年水平，由于双碳政策长期性，预计未来几年我国甲醇产能和产量均处于低增长周期，预估 2022 年我国甲醇产量 7665 万吨左右，产量增速 5%。进口方面，2022 年海外新装置投产主要集中在伊朗，但受制于设备老旧及经济制裁，实际投产力度可能不及预期，加之天然气紧张的格局短期难以缓解，预计 2022 年我国甲醇进口量进一步下降，预估 2022 年我国甲醇进口量 1000 万吨左右，同比增速-9%。需求方面，疫情反复背景下全球经济环境更加复杂，双碳政策长期性对传统煤化工行业造成压力，2022 年 MTO 装置新投产有限，甲醇需求增速或将进一步放缓，预估 2022 年我国甲醇实际消费量 8647 万吨，同比增速 3%。库存方面，2022 年供需双弱背景下，预计甲醇港口库存维持低位，内地存在一定累库预期。综上，2022 年甲醇整体呈现供需双弱的格局，全年供需相对平衡。

从甲醇产业利润变动周期来看，目前煤价已在政府的政策支持下回归合理区间，2021 年煤炭端的超额利润大概率要向甲醇产业链回归。回到甲醇产业链本身，甲醇上游生产企业已连续亏损近 3 年时间，从利润周期角

度，2022 年甲醇上游生产企业或将从亏损周期中逐步走出，而下游 MT0 企业或将重新进入低利润周期。

综上，预计 2022 年甲醇价格整体承压，全年大概率呈现震荡偏弱走势，由于目前甲醇期价已随煤价回落较多，因此全年策略上以逢反弹抛空或者反套策略为主。对冲策略上，可在适当阶段考虑多甲醇空动力煤，或多甲醇空 PP 的策略。

风险分析：煤价大幅反弹；能源危机；国内外经济超预期恢复。

报告目录

1. 2021 年甲醇期现货行情由宏观和煤价主导	4
2. 2022 年宏观和煤价或对甲醇价格形成压制	5
3. 2022 年甲醇供需面相对平衡	7
(1) 供应面	7
(2) 需求面	10
(3) 库存情况	13
(4) 供需平衡表	14
4. 2022 年甲醇产业链利润或将重回上游	14
5. 2022 年甲醇或将呈现震荡偏弱走势	16

图表目录

图表 1: 郑醇指数日 K 线图	5
图表 2: 国内外甲醇现货价格走势	5
图表 3: 美国核心 PCE 同比	6
图表 4: 美联储月度购债规模及联邦基金目标利率水平	6
图表 5: 煤炭在产产能及我国全口径发电量	7
图表 6: 甲醇年度产能产量及同比增速	7
图表 7: 中国甲醇主要企业周度开工率及西北甲醇主要企业周度开工率	8
图表 8: 2022 年我国甲醇投产计划	8
图表 9: 甲醇月度进口量	9
图表 10: 2022 年海外甲醇投产计划	9
图表 11: 2021 年甲醇下游需求分布	10
图表 12: 甲醇传统下游加权开工率及下游利润情况	11
图表 13: 甲醛和二甲醚开工率	11
图表 14: 醋酸和 MTBE 开工率	11
图表 15: 2022 年 CTO/MTO 项目投产计划	12
图表 16: CTO/MTO 周度开工率及盘面利润	12
图表 17: 中国甲醇年度消费量	13
图表 18: 甲醇港口库存及主产区企业库存	14
图表 19: 甲醇供需平衡表	14
图表 20: 甲醇生产利润及甲醇制烯烃盘面利润	15
图表 21: 甲醇与动力煤期价比价	15

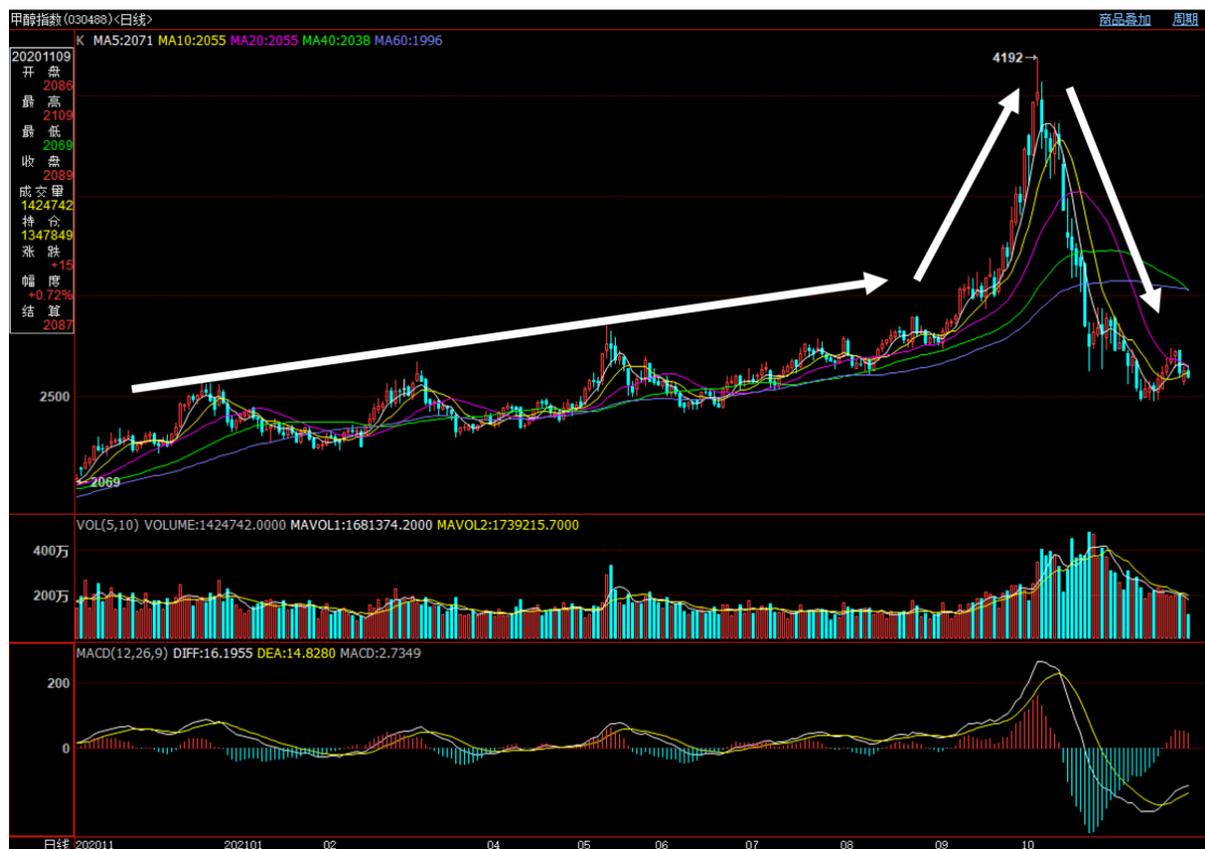
1. 2021 年甲醇期现货行情由宏观和煤价主导

2021 年甲醇期现货价格走势总体分为三个阶段：缓慢上涨——快速上涨——快速回落。截至 2021 年 11 月 30 日，郑醇指数全年运行区间 2232-4192 元/吨，波动幅度 88%；江苏地区甲醇现货价格全年运行区间 2315-4150 元/吨，波动幅度 79%；内蒙古甲醇现货价格全年运行区间 1675-3975 元/吨，波动幅度 137%；外盘甲醇 CFR 中国主港中间价全年运行区间 287.5-477.5 美元/吨，波动幅度 66%。

分阶段来看，（1）1 至 8 月——缓慢上涨：该阶段主要是后疫情时期全球经济恢复带来的需求提升，以及全球央行超宽松货币政策导致的流动性泛滥，推升大宗商品价格普涨，甲醇价格也逐渐走出低谷，缓慢上行；（2）9 至 10 月中旬——快速上涨：该阶段甲醇价格上涨的主要驱动力是上游煤炭，9 月开始我国煤炭供需缺口加大，煤价快速上行，导致甲醇成本迅速抬升，同时我国碳中和政策下能耗双控，西北地区煤化工限产，华东华南工业企业限电限产等，进一步加剧甲醇供需面紧张，甲醇价格快速上行；（3）10 月中旬至今——快速回落：该阶段甲醇价格快速回落的主要因素仍然是煤炭，10 月中下旬发改委开始对煤炭价格实施干预，并持续加大保供力度，煤炭社会库存快速积累，供需面扭转，煤价快速下跌，导致甲醇等下游化工产品成本坍塌，同时“煤荒”解除后国内阶段性限产限电结束，也助推了甲醇价格的快速回落。

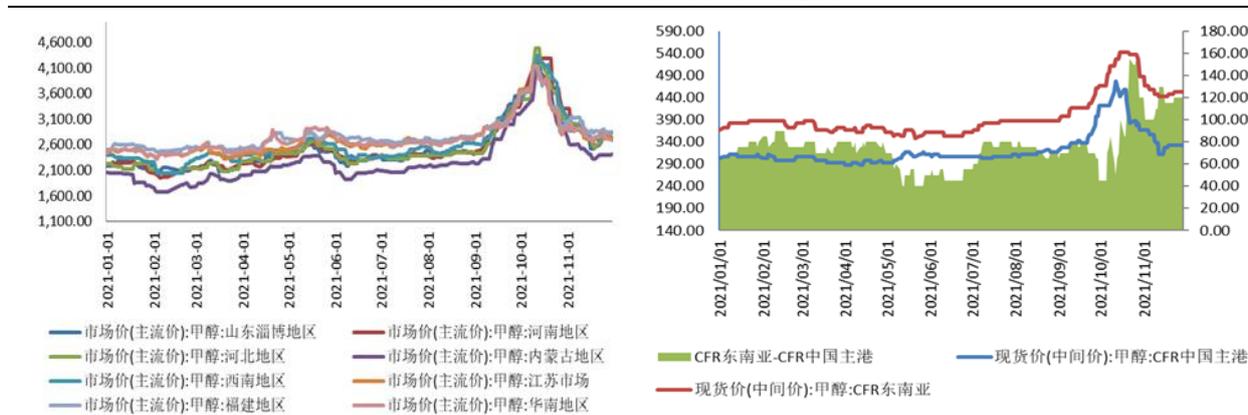
可以说，2021 年甲醇行情最主要的影响因素就是宏观和煤炭。展望 2022 年，宏观以及上游能源价格依然对甲醇有较大的影响，同时甲醇自身基本面以及产业链利润波动等也将对行情产生影响。

图表 1: 郑醇指数日 K 线图



数据来源: 博易大师、兴证期货研发部

图表 2: 国内外甲醇现货价格走势



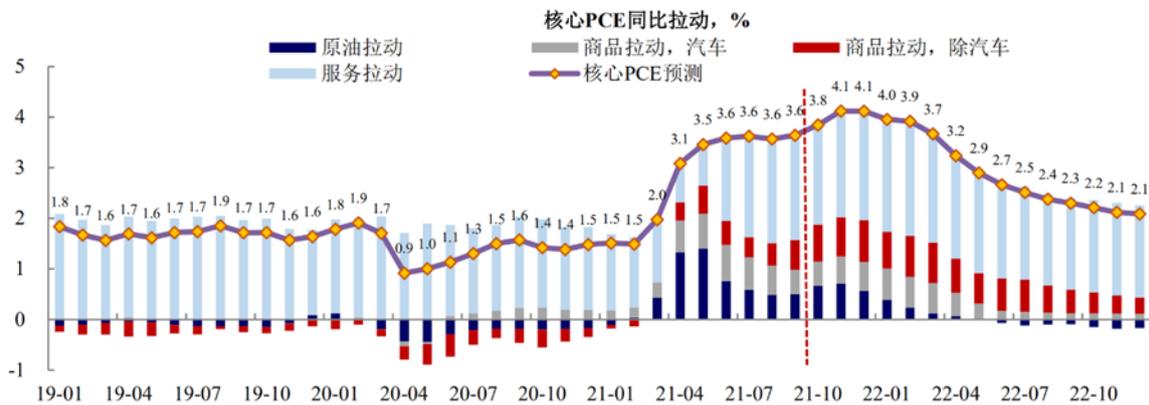
数据来源: Wind、兴证期货研发部

2. 2022 年宏观和煤价或对甲醇价格形成压制

宏观方面, 目前主流观点认为: 海外方面, 2021 年疫情后全球央行超宽松的货币政策在刺激经济复苏的同时, 推升了大宗商品价格, 导致欧美国家通胀压力上升。为应对目前高通胀水

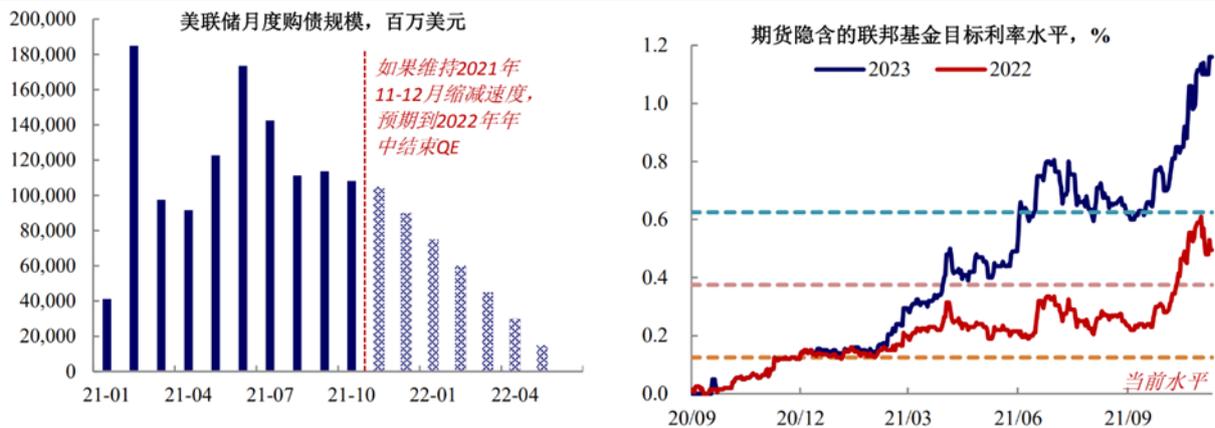
平，美联储已于 2021 年 11 月启动缩减购债规模，市场预计 2022 年下半年或逐渐启动加息。全球范围的流动性边际收紧，对于 2022 年大宗商品的价格或将形成一定压力。

图表 3: 美国核心 PCE 同比



数据来源: CEIC、兴证期货研发部

图表 4: 美联储月度购债规模及联邦基金目标利率水平

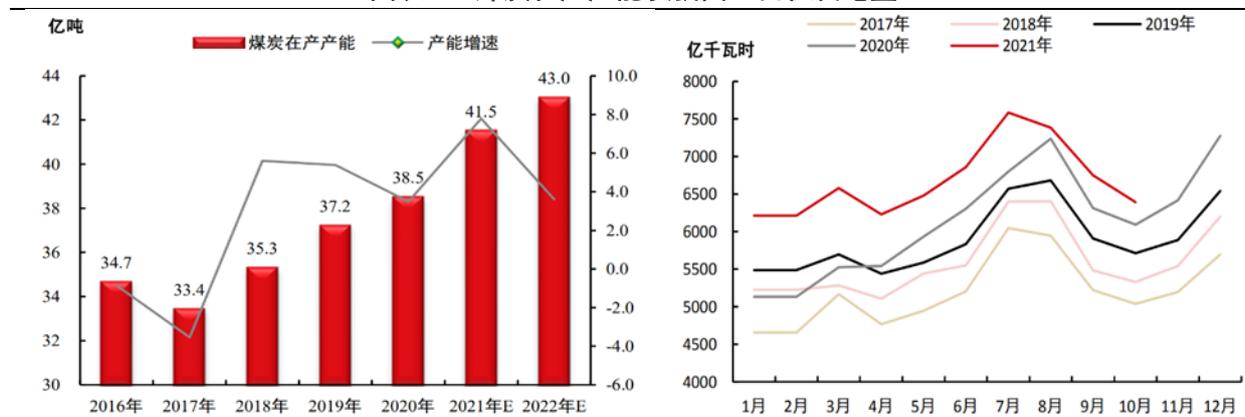


数据来源: Bloomberg、兴证期货研发部

国内来看,国产甲醇 75%以上是煤制,2021 年煤价与甲醇价格相关性快速提升,已达到 0.91。2021 年,受到全球经济恢复及煤炭自身供需面影响,煤价重心整体上移,10 月中下旬在国家政策强有力干预下,目前煤价基本已回到合理区间。展望 2022 年煤价,供应来看,由于 2021 年“煤荒”后核增的永久产能将在 2022 年逐步全面达产,市场供应量将出现较大增速,有效产能的高基数也会带来实际产量的高基数。需求来看,双碳政策的长期性对于煤炭的消费量有一定影响,2022 年虽然煤炭作为能源压舱石的地位不变,但在国内外经济压力加大的背景下,煤炭的需求增速或将放缓。因此,在供应增加,需求减弱的供需背景下,加之政府强有力的政策干预煤价,2022 年预计煤炭供需缺口逐渐修复,库存逐渐攀升,全年煤价中枢将较 2021 年有所下移。

也就是说，2022 年从宏观环境和能源端价格来看，海外流动性边际收紧，国内的煤炭价格中枢或将下移，均对于甲醇的价格形成一定压制。

图表 5：煤炭在产产能及我国全口径发电量



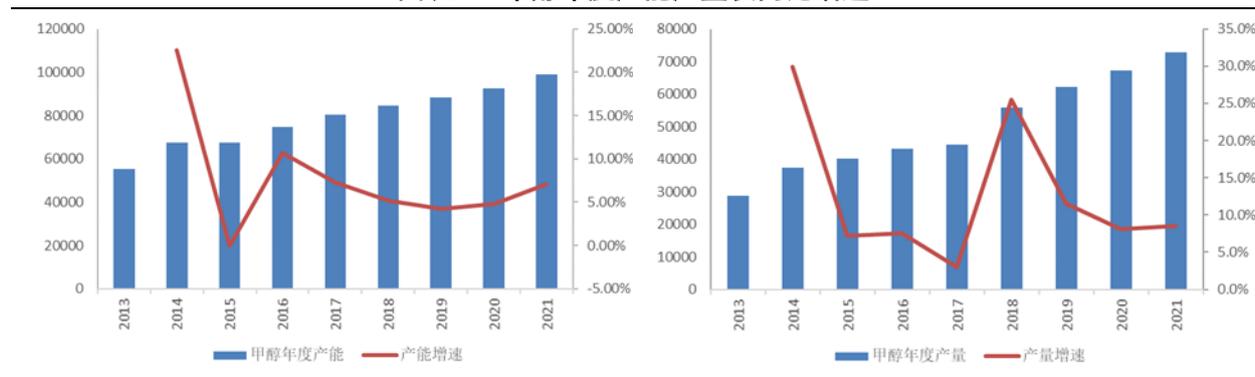
数据来源：Wind、兴证期货研发部

3. 2022 年甲醇供需面相对平衡

(1) 供应面

2021 年我国甲醇产能有所增长，根据卓创资讯数据，预计到 2021 年末，我国甲醇总产能将达到 9891 万吨，产能增速为 7.1%，与 2020 年的产能增速 4.8% 相比有所增长。2017 年开始，我国甲醇进入产能增速放缓周期，年产能增速均在 10% 以内。从产量角度看，根据卓创资讯数据，2021 年 1-11 月我国甲醇累计产量为 6729.8 万吨，同比增长 10.1%，预估 12 月甲醇产量在 560 万吨左右，预计 2021 年我国甲醇产量约为 7300 万吨左右，同比增速 8.5%。

图表 6：甲醇年度产能产量及同比增速

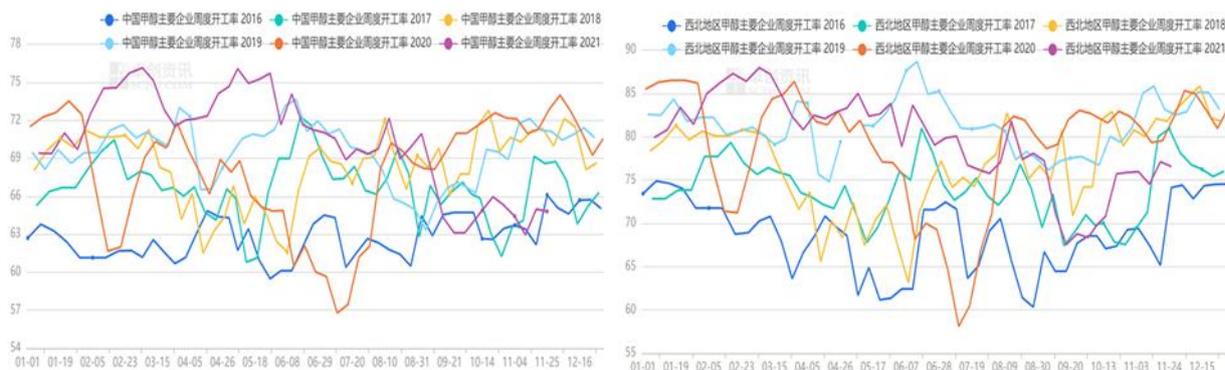


数据来源：卓创资讯、兴证期货研发部

从开工率看，截至 2020 年 11 月 25 日当周，2021 年我国甲醇平均开工率为 70.3%，西北甲醇平均开工率为 79.4%，相比于 2020 年的全国甲醇平均开工率及西北甲醇平均开工率 67.6% 和

78.6%，均有小幅提高。从开工率走势看，1-9 月份受需求好转刺激，甲醇整体开工情况较好，但 9 月开始，受到能耗双控政策影响，西北煤化工开始限产，加之华东和华南工业企业限电，甲醇开工率出现明显下降，预计 12 月份受生产利润低位以及西南西北气头装置停车影响，国内甲醇开工率或将进一步下降。

图表 7：中国甲醇主要企业周度开工率及西北甲醇主要企业周度开工率



数据来源：卓创资讯、兴证期货研发部

对于 2022 年，从目前的投产计划表来看，甲醇新增产能在 530 万吨左右，或将低于 2021 年水平。预计到 2022 年末，我国甲醇总产能将达到 10421 万吨，产能增速约为 5.6%，产能增速比 2021 年进一步放缓。由于甲醇生产利润目前仍未得到有效恢复，加之双碳政策的长期性，预计未来几年甲醇产能及产量依旧处于低增长周期，预估 2022 年我国甲醇产量在 7665 万吨左右，产量增速约为 5%。

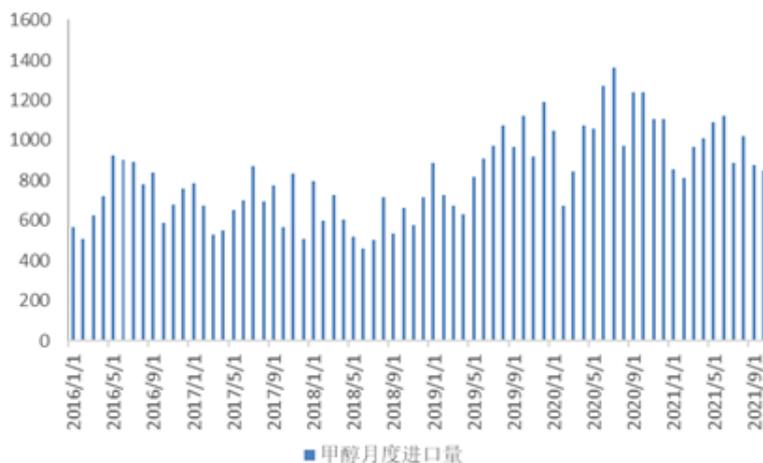
图表 8：2022 年我国甲醇投产计划

企业名称	产能（万吨）	原料	计划投产时间
内蒙古黑猫	30	焦炉气	2022 年一季度
安徽临涣	50	煤炭	2022 年一季度
内蒙古久泰	100	煤炭	2022 年一季度
宁夏鲲鹏	40	煤炭	2022 年二季度
山西永鑫	20	焦炉气	2022 年三季度
沂州焦化	30	焦炉气	2022 年三季度
山东瑞星	20	煤炭	2022 年
包头经纬能化	20	焦炉气	2022 年
内蒙古亚鑫	70	焦炉气	2022 年
宁夏宝丰三期	150	煤炭	2022 年
合计	530		

数据来源：卓创资讯、兴证期货研发部

从进口量来看，2021年1-10月，我国甲醇累计进口量为949万吨，同比增速-12.1%。今年我国甲醇进口量较去年明显下降，主要有几个原因：一方面今年伊朗装置运行不稳定，整体开工水平处于偏低位置；二是今年欧美天然气紧张，装置开工水平低，同时由于天然气价格飙升带动欧洲甲醇价格上涨，中东非伊朗货源多发往欧美套利。从海外装置运行的情况来看，伊朗装置目前仍有较多故障，ZPC仍停一条线而另一条线低负荷运行；Kaveh、Marjarn、Kimiya和Busher仍然低负荷运行，加之目前仍处于寒冬，不排除伊朗装置进一步检修可能，预计11-12月我国甲醇进口量仍将维持低位，预计在75万吨/月水平，预计2021年全年甲醇进口量为1100万吨左右，同比增速-15.4%。

图表 9：甲醇月度进口量



数据来源：卓创资讯、兴证期货研发部

对于2022年，海外的甲醇新装置投产主要集中在伊朗，但伊朗由于工业设备老旧，加之近年来受到欧美国家经济制裁，预计实际投产力度可能不及预期。另外从天然气角度看，今年进口量减少很大程度上和欧洲天然气紧张有关，目前市场对于天然气主流观点，由于全球双碳政策的长期性，预计2022年天然气紧张的格局难以缓解，因而我们对于2022年甲醇进口量的预估也不乐观。预计2022年我国甲醇进口量在1000万吨左右，同比增速-9%。

图表 10：2022年海外甲醇投产计划

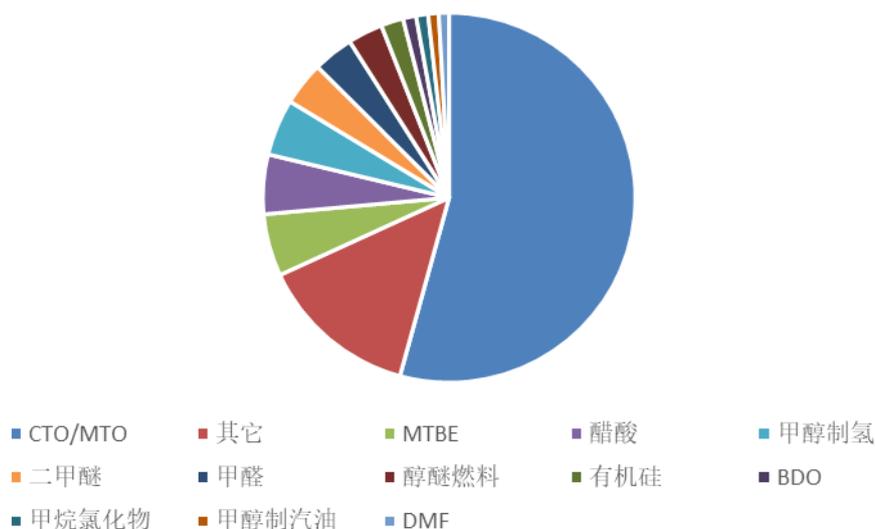
地区	企业名称	产能	原料	计划投产时间
伊朗	Dena	165	天然气	2022年三季度
伊朗	DiPolymer Arian	165	天然气	2022年四季度
伊朗	Siraf energy	165	天然气	2022年底
美国	西北创新一期	180	天然气	2022年
俄罗斯	斯科沃罗季诺	120	天然气	2022年

数据来源：卓创资讯、兴证期货研发部

(2) 需求面

甲醇的需求分为传统需求和新兴需求，传统需求主要有甲醛、二甲醚、醋酸和 MTBE 等，新兴需求主要是煤/甲醇制烯烃（CTO/MTO）和甲醇燃料，其中占比最大的仍是 CTO/MTO。根据卓创资讯数据，预计 2021 年 CTO/MTO 占甲醇消费量的比例在 54.26%，依然是甲醇最大的下游。

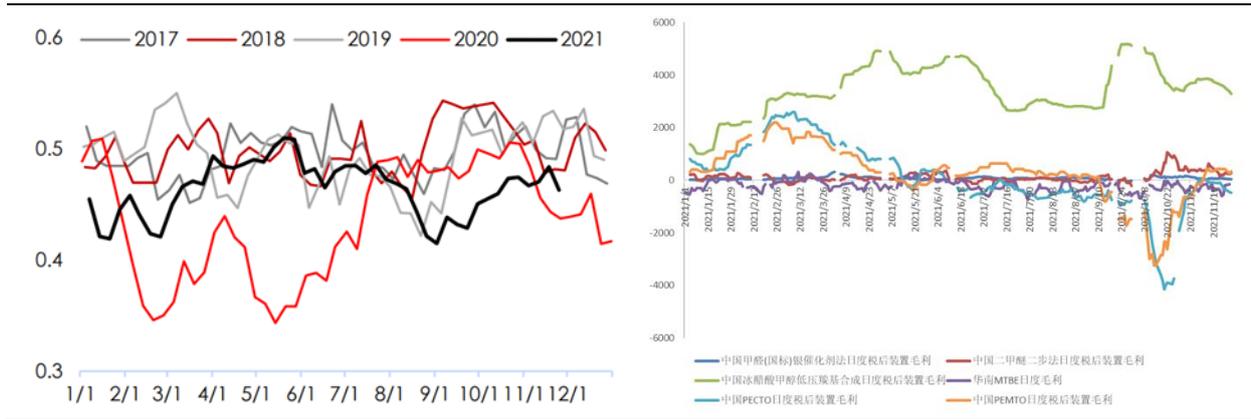
图表 11：2021 年甲醇下游需求分布



数据来源：卓创资讯、兴证期货研发部

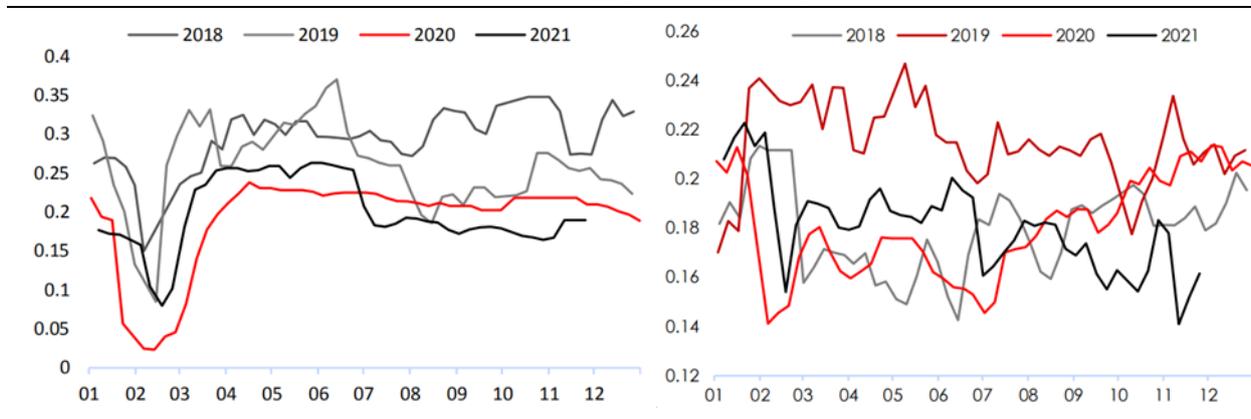
2021 年，从甲醇各项传统下游加权开工率来看，总体也是呈现前高后低的走势。上半年走宏观逻辑，后疫情时期需求的恢复，甲醇各项传统下游开工率有所上升；下半年受到能源危机和能耗双控影响，甲醇传统下游开工率明显下降，且低于往年同期。从利润角度看，甲醇各传统下游今年整体利润一般，冰醋酸利润情况较好，其他品种多在盈亏点附近。接下来春节临近，甲醛和二甲醚等存在停工预期。展望 2022 年，由于宏观环境整体存在较大压力，且双碳政策的长期性对于甲醇传统下游有一定的压制作用，预计甲醇传统下游难有亮眼表现，整体维持稳中偏弱格局。

图表 12: 甲醇传统下游加权开工率及下游利润情况



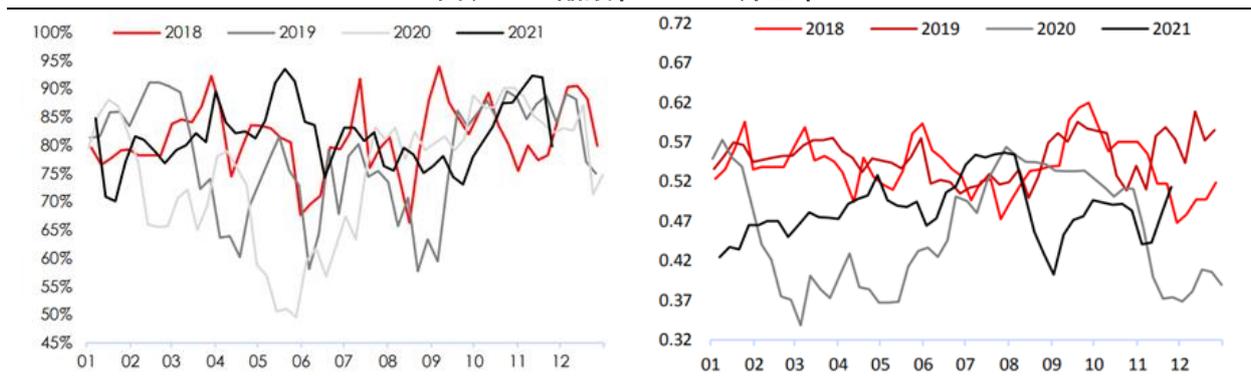
数据来源: 卓创资讯、兴证期货研发部

图表 13: 甲醛和二甲醛开工率



数据来源: 卓创资讯、兴证期货研发部

图表 14: 醋酸和 MTBE 开工率



数据来源: 卓创资讯、兴证期货研发部

2021 年, 我国没有新投产的 CT0/MTO 装置, 截至 2021 年末, 预计我国 CT0/MTO 总产能依旧维持 2020 年末的 1634.5 万吨。对于 2022 年, 主要关注的两套新装置投产还是天津渤化和新疆广汇恒友。但考虑到今年 CT0/MTO 整体利润极差, 加之天津渤化的投产已经延后一年多, 这两套装置能否如期投产还存在较大疑问。按照目前投产计划, 预计截至 2022 年末, 我国 CT0/MTO

总产能在 1714.5 万吨左右。

图表 15: 2022 年 CTO/MTO 项目投产计划

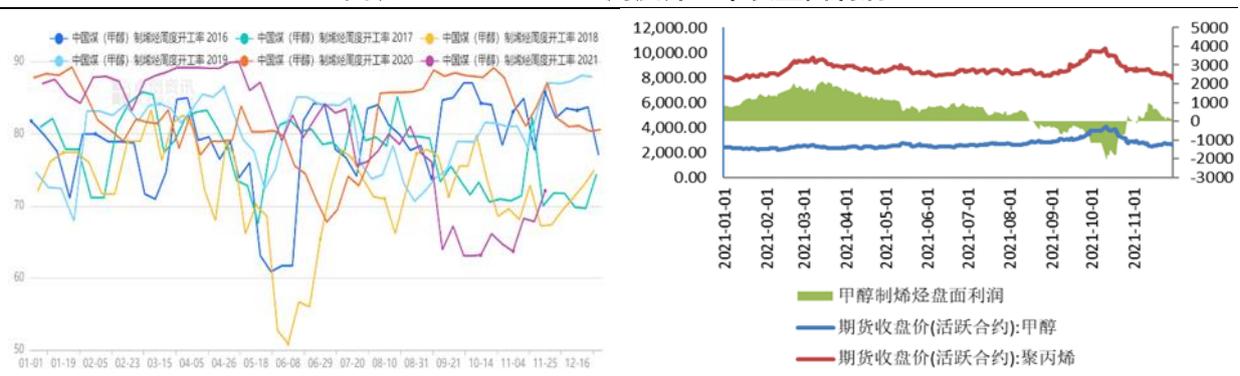
企业名称	产能（万吨）	配套甲醇产能	投产时间
天津渤化	60	0	2022 年二季度
新疆广汇恒友	20	0	2022 年一季度
2022 年合计	80		

数据来源：卓创资讯、兴证期货研发部

从开工率角度看，2021 年 CTO/MTO 行业整体开工率较 2020 年明显下降，截至 11 月 25 日当周，2021 年我国 CTO/MTO 行业平均开工率为 79.9%，而 2020 年 CTO/MTO 行业平均开工率为 81.9%。2021 年 CTO/MTO 行业开工率主要在下半年走弱，除了能耗双控因素影响西北煤化工装置开工，利润差也成为主要原因。今年外采 MTO 利润极差，盘面 PP-3MA 价差最低走至-2094 元/吨，因而三四季度大部分沿海外采 MTO 装置都轮番进行检修，包括浙江兴兴，宁波富德、江苏斯尔邦等等。目前随着利润的修复，沿海外采 MTO 装置陆续复工，整体开工有所提升，但仍低于往年同期。展望 2022 年，由于煤化工的投产已经进入低谷期，且相对于油化工而言，从利润看 CTO/MTO 行业竞争力有限，预计行业开工率将维持偏低水平。

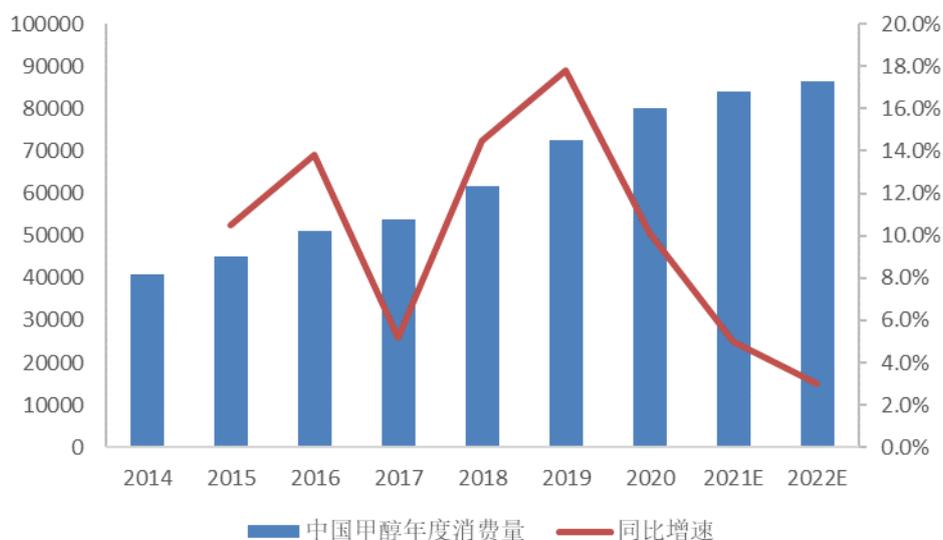
综合来看，2021 年甲醇需求整体呈现前高后低走势，国内需求增速放缓。以卓创数据 2020 年我国甲醇实际消费量 7995 万吨为计算基数，预计 2021 年我国甲醇实际消费量为 8395 万吨，同比增速 5%，增速较 2020 年有所放缓。2022 年，受到全球宏观经济压力及双碳政策的影响，预计我国甲醇实际消费量增速将进一步放缓，预计 2022 年我国甲醇实际消费量 8647 万吨，同比增速 3%。

图表 16: CTO/MTO 周度开工率及盘面利润



数据来源：卓创资讯、兴证期货研发部

图表 17: 中国甲醇年度消费量



数据来源: 卓创资讯、兴证期货研发部

(3) 库存情况

从库存情况看,2021 年甲醇港口库存和产区库存均处于近年来的中等偏低位置。港口方面,今年海外甲醇装置开工率较低,加之欧美天然气紧张,甲醇进口量锐减,导致港口库存整体偏低;内地方面,下半年能耗双控等因素影响阶段性甲醇开工率,导致企业库存中等偏低,后随着限产限电结束库存小幅回升,预计年底气头装置停车,库存将再度回落。根据卓创资讯数据,截至 11 月 25 日当周,卓创甲醇港口库存 92.8 万吨,较去年同期的 114 万吨下降 18.6%,其中江苏库存 45.3 万吨,浙江库存 28 万吨,广东库存 13.9 万吨,福建库存 4 万吨。甲醇中国样本企业库存 60.1 万吨,较去年同期的 54.8 万吨上升 9.7%,12 月 3 日当周甲醇中国样本企业库存 55.93 万吨。

对于 2022 年,由于对进口量的预期依旧不乐观,因而预计 2022 年甲醇港口库存仍将维持相对低位,且港口库存与价格之间的相关性也有所减弱;内地库存方面,由于生产利润的相对恢复(见下文产业链利润变动周期的探讨),可能存在一定累库预期。

图表 18: 甲醇港口库存及主产区企业库存



数据来源：卓创资讯、兴证期货研发部

(4) 供需平衡表

2020 年，我国甲醇整体供需呈现供略大于求，全年供需差在 10 万吨左右，上半年受疫情爆发影响，供需迅速走弱，下半年逐步恢复。正如去年年报预测，2021 年甲醇供需持续改善，全年呈现供需偏紧的状态，供需差-35 万吨左右，库存走低，助推甲醇价格逐步走出低谷。对于 2022 年，由于双碳政策的长期性，我们判断甲醇将呈现供需双弱的格局，预计 2022 年全年甲醇供需整体回归相对平衡的状态，供需差缩小至全年-2 万吨，港口库存维持低位，内地有一定累库预期。

图表 19: 甲醇供需平衡表

年份	国内产量	进口量	总供应量	国内需求量	出口量	总需求量	供需差
2020	6717	1300	8017	7995	12	8007	10
2021E	7300	1100	8400	8395	40	8435	-35
2022E	7665	1000	8665	8647	20	8667	-2

数据来源：卓创资讯、兴证期货研发部

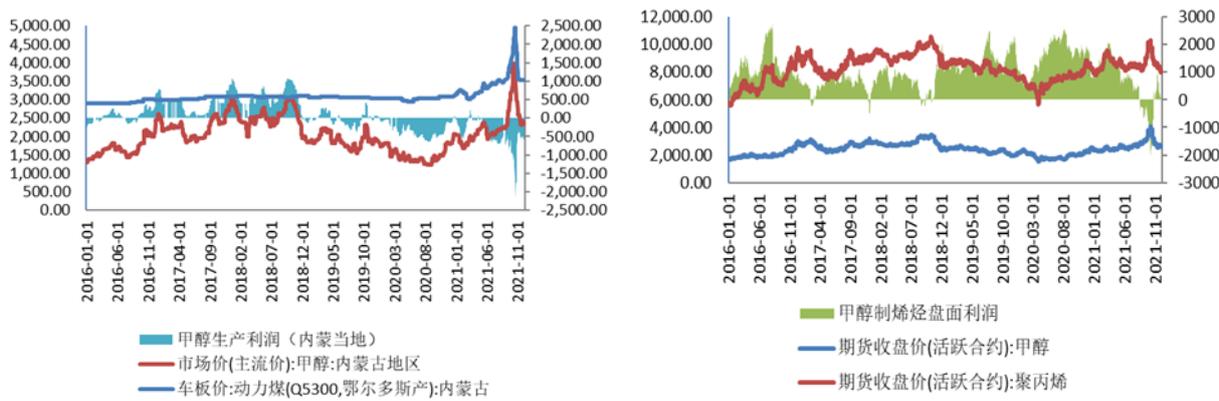
4. 2022 年甲醇产业链利润或将重回上游

在去年的年报中，我们提出了关于甲醇产业链利润变动周期的探讨：2016 年-2018 年三季度，甲醇产业链的利润主要集中在上游甲醇生产企业，而下游例如 MT0 行业的利润情况整体较差；2018 年四季度至 2021 年上半年，甲醇产业链的利润从上游甲醇生产企业，流动至甲醇下游如 MT0 企业。因而我们提出，甲醇产业链利润变动周期大约在 3 年左右。2021 年的下半年，甲醇产业链的利润发生了比较大的变动：由于煤炭供需紧张导致的阶段性“煤荒”推升了煤价，

使得甲醇生产企业及甲醇下游企业如 MTO 等均产生比较大的亏损，也就是说，产业链的利润向煤炭端流动，导致了全产业链的亏损。

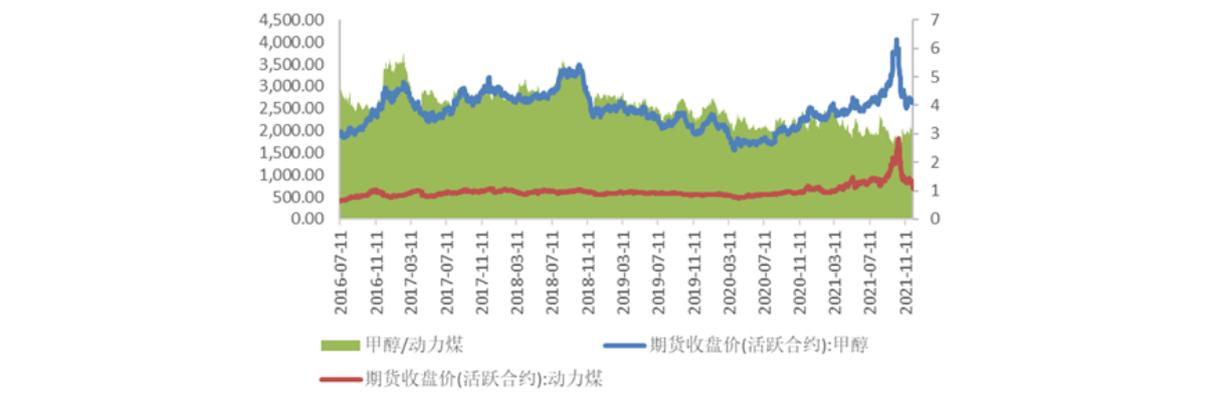
展望 2022 年，目前煤价已在政府的政策支持下回归合理区间，煤炭端的超额利润明年大概率要向甲醇产业链回归。回到甲醇产业链本身，甲醇上游生产企业已连续亏损近 3 年时间，从利润周期角度，明年甲醇上游生产企业或将从亏损周期中逐步走出，而下游 MTO 企业或将重新进入低利润周期。因而从品种套利的角度看，由于 2021 年动力煤和甲醇的相关性加强，2022 年预计利润从煤炭端流向甲醇生产端，则甲醇和动力煤的比价将有所走强，适当时机可考虑多甲醇空动力煤的策略。从 MTO 利润角度看，预计 2022 年 MTO 重回低利润周期，加之明年 PP 投产较甲醇多，则 PP-3MA 价差整体走弱，适当时机可考虑空 PP 多甲醇的策略。

图表 20：甲醇生产利润及甲醇制烯烃盘面利润



数据来源：Wind、兴证期货研发部

图表 21：甲醇与动力煤期价比价



数据来源：Wind、兴证期货研发部

5. 2022 年甲醇或将呈现震荡偏弱走势

展望 2022 年，从宏观和能源端来看，海外流动性边际收紧，对大宗商品价格形成压制；国内政策干预下煤炭供需紧张的格局已扭转，预计 2022 年煤价中枢下移，甲醇成本支撑明显减弱。

从甲醇自身供需面看，2022 年我国甲醇计划投产 530 万吨，低于 2021 年水平，由于双碳政策长期性，预计未来几年我国甲醇产能和产量均处于低增长周期，预估 2022 年我国甲醇产量 7665 万吨左右，产量增速 5%。进口方面，2022 年海外新装置投产主要集中在伊朗，但受制于设备老旧及经济制裁，实际投产力度可能不及预期，加之天然气紧张的格局短期难以缓解，预计 2022 年我国甲醇进口量进一步下降，预估 2022 年我国甲醇进口量 1000 万吨左右，同比增速 -9%。需求方面，疫情反复背景下全球经济环境更加复杂，双碳政策长期性对传统煤化工行业造成压力，2022 年 MTO 装置新投产有限，甲醇需求增速或将进一步放缓，预估 2022 年我国甲醇实际消费量 8647 万吨，同比增速 3%。库存方面，2022 年供需双弱背景下，预计甲醇港口库存维持低位，内地有一定累库预期。综上，2022 年甲醇整体呈现供需双弱的格局，全年供需相对平衡。

从甲醇产业利润变动周期来看，目前煤价已在政府的政策支持下回归合理区间，煤炭端的超额利润明年大概率要向甲醇产业链回归。回到甲醇产业链本身，甲醇上游生产企业已连续亏损近 3 年时间，从利润周期角度，明年甲醇上游生产企业或将从亏损周期中逐步走出，而下游 MTO 企业或将重新进入低利润周期。

综上，预计 2022 年甲醇价格整体承压，全年大概率呈现震荡偏弱走势，由于目前甲醇期价随煤价回落较多，因此全年策略上以逢反弹抛空或者反套策略为主。对冲策略上，可在适当阶段考虑多甲醇空动力煤，或多甲醇空 PP 的策略。

风险分析：煤价大幅反弹；能源危机；国内外经济超预期恢复。

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。