

有色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

马志君

从业资格编号：F03114682

联系人：

马志君

电话：021-68982784

邮箱：mazj@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

8月锌价先跌后涨，整体维持宽幅震荡。美国有再通胀风险，9月美联储议息会议有继续加息可能，美元指数反弹对锌价施压，8月上半月锌价从此前反弹的高点回落。随着宏观预期有所改善，叠加低库存的支撑，锌价在下半月走出了一轮反弹。截至8月底沪锌主力合约收盘于20960元/吨，月涨幅1.65%，伦锌电3月合约收盘于2434元/吨，月涨幅-5.11%。

● 后市展望及策略建议

供给端：

2023年上半年全球锌矿的供应同比去年基本持平，其中国内贡献增量。下半年随着海外新增项目的投产，预计全年锌矿产量以及维持正增长。锌冶炼端，2023年上半年国内精炼锌产能维持高增长，同比增速接近10%。展望下半年，全球锌供应的新增量可能来源于海外，除了矿的新增产能投产，欧洲锌冶炼也从2022年的限电减产中逐步复苏，预计2023年锌供应端将维持高增速。

需求端：

国内锌锭库存在2023年经历了超预期的库存，反映了下游的实际需求可能比市场反馈的要好。2023年二季度国内锌的初端加工有一定分化。镀锌在基建和汽车的支撑下同步维持较高增长，房地产弱勢影响下压铸锌合金同比下滑8%。

终端方面，8-9月专项债资金有望对基建投资形成较好支撑，则Q3基建增速仍可延续。家电在海外需求的回暖的情况下，预计将延续较高增长。汽车需求主要集中在新能源汽车，对锌消费的带动整

体中性。房地产在 8 月出台的大量刺激政策之后，预期明显改善，但实际需求尚需等待市场验证。

综合来看，锌的供应端当前延续了较高增速，需求侧在基建、汽车和家电的需求下整体上是好于市场预期的，国内锌锭的持续去库也反映了这一点。2023 年二季度锌价一度跌破锌冶炼成本线，逼近矿端成本线。展望未来锌价，锌的金九银十是值得期待的，价格下跌后下游主动补库意愿也比较强，但在经历的 8 月底的连续走高后，实际消费落地的预期差导致价格下行的风险也在累积。9 月在低库存的支撑下，我们对锌价的判断依旧的偏多头，但月差交易的机会或许大于做多绝对价格。

风险提示：

1. 欧美加息不及预期；
2. 国内房地产超预期恢复

报告目录

1. 行情回顾.....	5
2. 供给篇.....	5
2.1 锌精矿供给环比收紧.....	5
2.2 全球精炼锌冶炼同比高增速.....	8
2.3 锌锭进口同比大增.....	10
3. 库存篇.....	10
3.1 国内社库处在历史低位.....	10
3.2 LME 亚洲库存持续累库.....	11
4. 需求篇.....	12
4.1 初端消费同比偏弱运行.....	12
4.2 地产需求延续弱势.....	12
4.3 家电消费超预期.....	13
4.4 基建增速或可延续.....	14
4.5 汽车需求环比回升.....	15
5. 风险提示.....	16

图目录

图 1: 沪锌主力合约&伦锌电 3 合约 (元/吨)	5
图 2: 沪锌合约远期曲线 (元/吨)	5
图 3: ILZSG 全球锌精矿生产利润 (千吨)	6
图 4: 海外锌矿企业季度产量 (千吨)	6
图 5: SMM 国内锌精矿产量 (万吨)	6
图 6: SMM 国内锌精矿开工率 (%)	6
图 7: 中国国产锌精矿利润 (元/吨)	7
图 8: 海外锌精矿采选现金成本 (美元/磅)	7
图 9: 中国锌精矿加工费 TC 现货价 (元/吨)	7
图 10: 中国锌精矿 TC 年度 Benchmark (美元/吨)	7
图 11: 中国锌精矿进口量 (万吨)	8
图 12: 中国国产 - 进口锌精矿价差 (元/吨)	8
图 13: 嘉能可欧洲冶炼产量 (万吨)	8
图 14: BOLIDEN 欧洲冶炼产量 (元/吨)	8
图 15: 中国精炼锌产量 (万吨)	9
图 16: 中国锌冶炼盘面利润 (元/吨)	9
图 17: 中国精炼锌净进口量 (吨)	10
图 18: 中国精炼锌进口盈亏 (元/吨)	10
图 19: SMM 中国七地精炼锌社会库存 (万吨)	11
图 20: SMM 精炼锌冶炼厂月度成品库存 (万吨)	11

图 21: SMM 精炼锌冶炼厂月度成品库存 (万吨)	11
图 22: SMM 下游锌加工材企业月度原料库存 (万吨)	11
图 23: LME 锌库存总计 (吨)	11
图 24: LME 精炼锌分区域库存 (吨)	11
图 25: SMM 镀锌周度产量 (吨)	12
图 26: SMM 镀锌月度开工率 (%)	12
图 27: SMM 压铸锌月度开工率 (%)	12
图 28: SMM 氧化锌月度开工率 (%)	12
图 29: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	13
图 30: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	13
图 31: 中国商品房销售面积 (万平方米)	13
图 32: 房地产开发投资投资 (亿元)	13
图 33: 中国空调销量 (万台)	14
图 34: 中国冰箱销量 (万台)	14
图 35: 中国洗衣机销量 (万台)	14
图 36: 中国家电出口量 (万台)	14
图 37: 社会融资规模: 政府债券 (亿元)	15
图 38: 固定资产投资累计同比 (%)	15
图 39: 中国汽车产量 (万辆)	16
图 40: 中国新能源车产销量 (辆)	16

表目录

表 1: 中国锌冶炼产能变动情况 (万吨)	9
-----------------------	---

1. 行情回顾

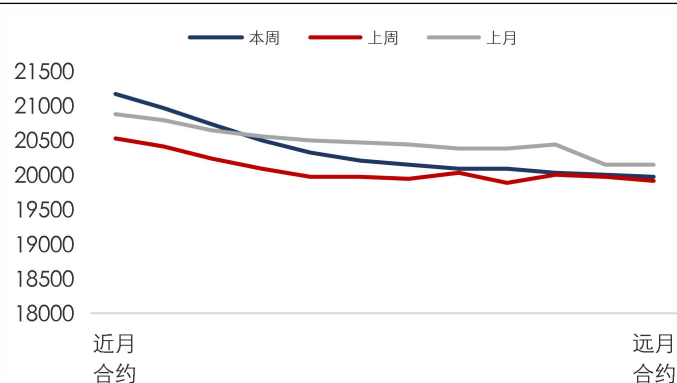
8月锌价先跌后涨，整体维持宽幅震荡。美国有再通胀风险，9月美联储议息会议有继续加息可能，美元指数反弹对锌价施压，8月上半月锌价从此前反弹的高点回落。随着宏观预期有所改善，叠加低库存的支撑，锌价在下半月走出了一轮反弹。截至8月底沪锌主力合约收盘于20960元/吨，月涨幅1.65%，伦锌电3月合约收盘于2434元/吨，月涨幅-5.11%。

图 1：沪锌主力合约&伦锌电 3 合约（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 2：沪锌合约远期曲线（元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货

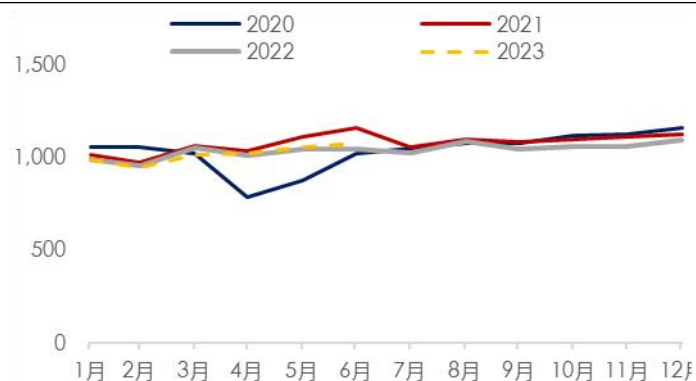
2. 供给篇

2.1 锌精矿供给环比收紧

2.1.1 海外大矿企产量环比回升

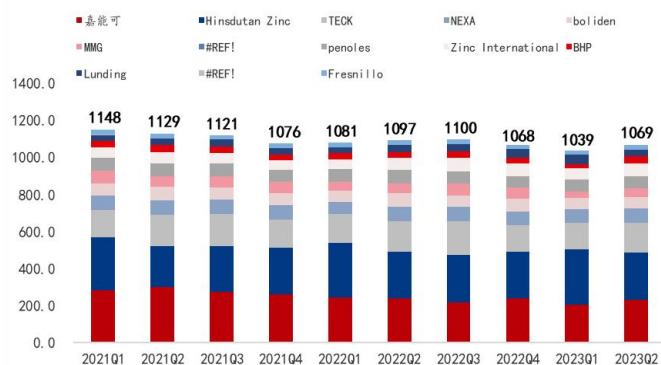
根据国际锌业组织统计数据，2023年1-6月全球锌精矿产量610.16万吨，同比增加0.5%。根据兴证期货统计的海外锌矿企业的产量情况几大传统矿企的2023H1产量为210.8万吨，同比下降3.2%，绝对量下降约6.9万吨，其中二季度产量106.9万吨，同比下降2.5%，环比增加2.9%。2023年锌精矿最大的新增项目Ozernoye（年化产能30万吨）目前进展快于预期，部分头部矿企对2023年的年度产量指引依旧维持较快增长，因此预计2023年下半年海外锌矿产量将重回增长，但全年锌精矿产量整体或低于预期。

图 3: ILZSG 全球锌精矿生产利润 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 4: 海外锌矿企业季度产量 (千吨)

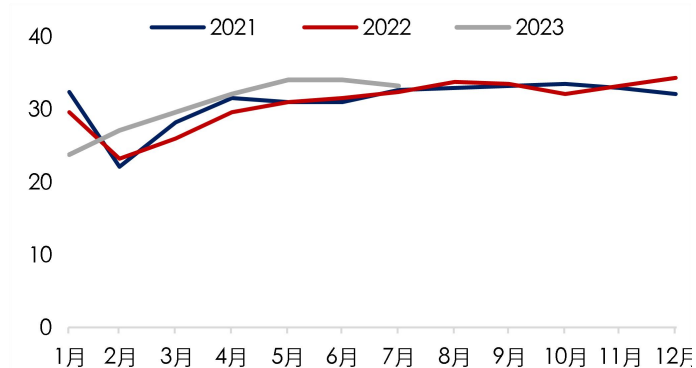


数据来源: 公开资料, 兴证期货

2.1.2 国内锌矿产量同比大增

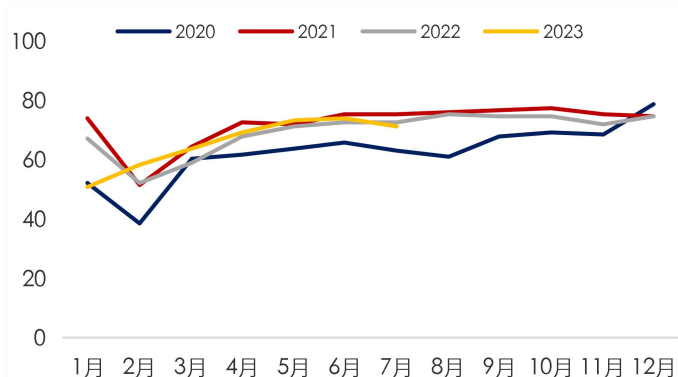
国内方面, 根据 SMM 样本数据, 2023 年 1-7 月中国锌精矿产量 231.8, 同比增加 4.94%, 绝对量增加约 10 万吨, 国内矿山的增量基本弥补了海外传统矿企的减量。2023 年作为疫情放开后的第一年, 疫情扰动开工的情况结束, 同时年内受环保的影响亦较少, 国内矿山生产开工较为积极, 产量同环比增幅较为明显, 国内加工费整体处于 4800~5100 元/金属吨的相对高位, 国内矿端供应增加。

图 5: SMM 国内锌精矿产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 6: SMM 国内锌精矿开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货

2.1.3 锌价锌矿采选成本上移

此外, 我们从 SMM 统计的国产锌精矿利润情况来看, 目前较 2021 年四季度至 2022 年一季度时期的高峰已经大幅下滑, 目前每金属吨为 1885 元, 较最高点下降了 8000-9000 元。整体水平已经处在历史中低位水平, 但过往数轮锌价的底部基本都击穿了国产锌精矿加权平均的成本线。海外矿方面, 根据我们统计的几大公布成本矿企数据 (2022 年度产量 309.5 万吨), 海

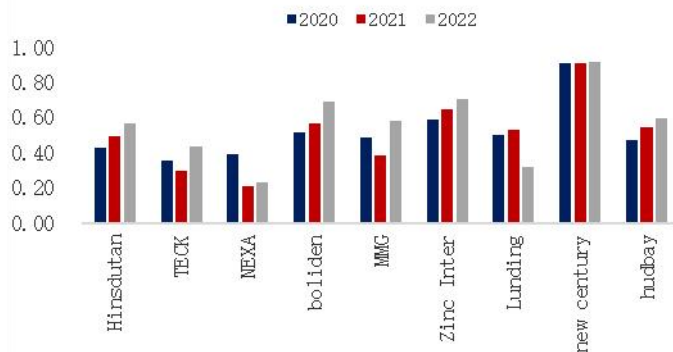
外锌矿采选的成本呈现上升的趋势，因此本轮周期的锌矿的成本线要较 2020 上行，预计在沪锌 17000-18000 元/吨，伦锌 2100-2200 美元/吨。

图 7：中国国产锌精矿利润（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 8：海外锌精矿采选现金成本（美元/磅）



数据来源：公开资料，兴证期货

2.2 锌精矿 TC 高位回落

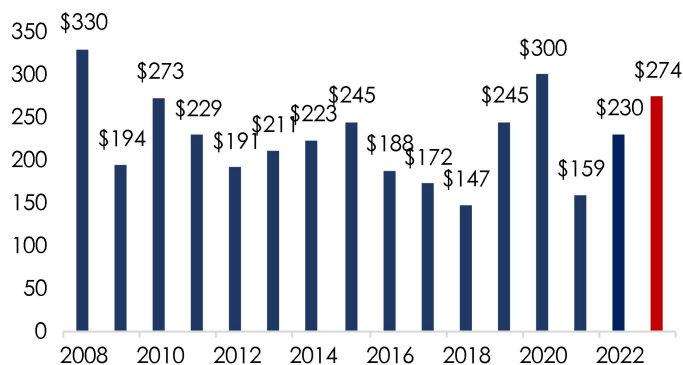
从反映锌矿供需的加工费 TC 来看，当前 TC 加工费依然较 2022 年 4 季度的高位有着明显的回落。截至 2023 年 8 月底，中国国产锌精矿加工费为 5150 元/吨，进口锌精矿加工费为 155 美元/吨，分别较此前高点回落了 59 元/吨和 105 元/吨，反映国内锌矿供需已经开始收紧。当前的锌精矿加工费基本出资按历史上一个中位数的水平。不过从历年中国锌冶炼签订的锌精矿年度 TC Benchmark 价格来看，2023 年 274 美元/吨的价格已经处在历史高位了。

图 9：中国锌精矿加工费 TC 现货价（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货

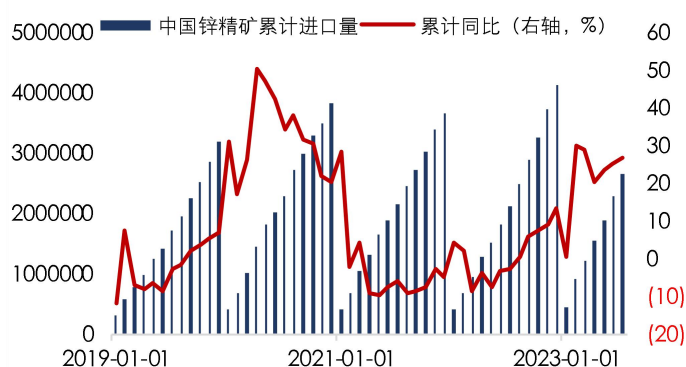
图 10：中国锌精矿 TC 年度 Benchmark（美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货

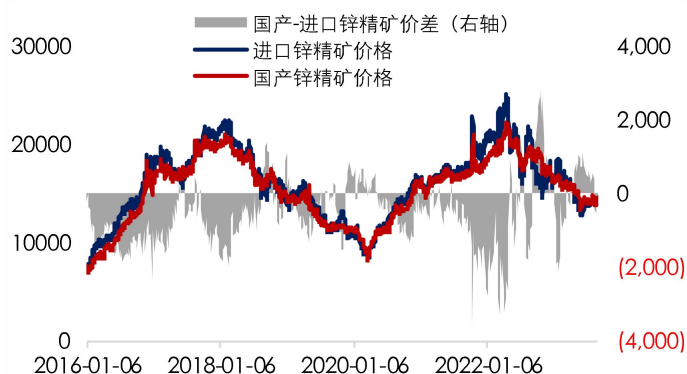
2023 年国内冶炼产能的扩张加大了对海外矿的需求。根据 SMM 数据，2023 年 1-7 月中国锌精矿进口量 267.21 万干吨，同比增加 26.64%。不过随着欧洲冶炼端的产能的复产，海外对锌精矿需求也在回升，预计下半年国内锌精矿供需或进一步收紧。

图 11: 中国锌精矿进口量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 12: 中国国产 - 进口锌精矿价差 (元/吨)



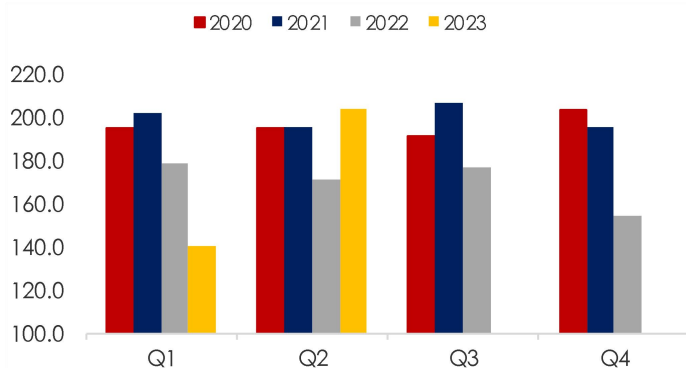
数据来源: SMM, 兴证期货

2.2 全球精炼锌冶炼同比高增速

2.2.1 海外复产情况良好

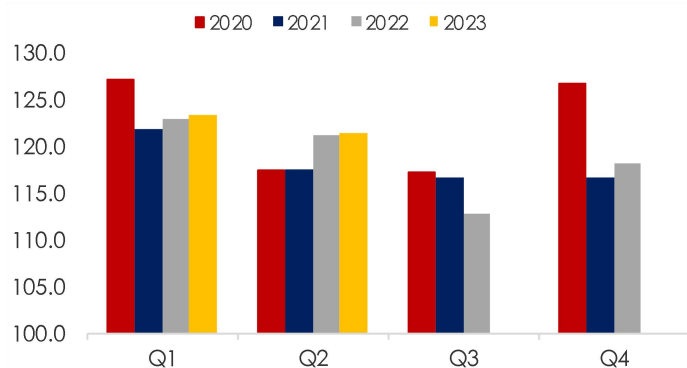
海外冶炼方面，2023 年欧洲天然气价格已经回落，Nyrstar 旗下三家冶炼厂宣布在 Q1 逐步复产，预计同比将有 10 万-15 万吨的产能修复。此外，同样宣布减产的嘉能可旗下冶炼企业，除位于意大利的 Portovesme 因成本较高及工人问题原生锌产能或永久关闭之外，基本都开始复产。根据嘉能可公布的半年报，2023 年上半年公司的欧洲锌冶炼产量为 34.53 万吨，同比去年下降了 0.56 万吨，同比 2021 年减产前下降了 5.31 万吨。不过需要注意的是嘉能可旗下冶炼企业 2023Q2 的产量为 20.47 万吨，同比去年增加了 3.28 万吨，同比 2021 年减产前也增加了 0.89 万吨，这足以表明其冶炼已经基本完全复产。并未减产的 BOLIDEN 欧洲冶炼厂产量同比也呈现正增长，也进一步验证了能源问题对欧洲冶炼的影响正在消退。

图 13: 嘉能可欧洲冶炼产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 14: BOLIDEN 欧洲冶炼产量 (元/吨)

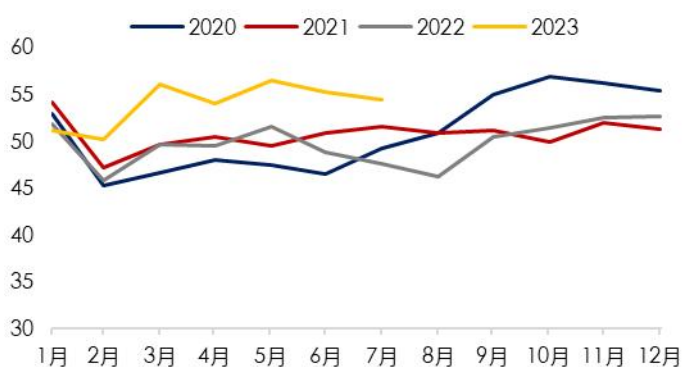


数据来源: 公开资料, 兴证期货

2.2.2 国产锌冶炼增速基本触顶

根据 SMM 数据，2023 年 1-7 月国内锌冶炼产量 377.45 万吨，同比增加 9.5%。2023 年上半年国内锌冶炼原料充足，受益于锌精矿长单加工费较高，导致国内利润水平处于历史高位。除了已有产能开工意愿高之外，国内锌冶炼端的新投产能也纷纷达产，其中金利金铅在年初基本顺利达产贡献最大增量。二季度尽管受到锌价下跌的影响，国内冶炼的盘面利润大幅下滑，但由于有锌精矿长单的支撑，冶炼厂减产意愿不高，导致 2023 年 Q2 的冶炼检修低于预期。此外 2022 年二至三季度国内锌冶炼受到部分地区限电的影响导致产量下降，基数数值低也使得今年同比增量较大。

图 15: 中国精炼锌产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 16: 中国锌冶炼盘面利润 (元/吨)



数据来源: 公开资料, 兴证期货

不过进入到二季度，我们还是明显可以看到国内冶炼产量环比出现一定的回落，一是冶炼厂检修量较一季度有所增多，二是大部分新增产能都已经完成达产，二季度末开始锌冶炼的增量较为有限。从下表统计的 2023 年国内锌冶炼产能情况可以看出随着上半年的集中投产，下半年锌冶炼基本没有新增产能，明年预期到南方有色的 30 万吨原生产能实际投产还很遥远，因此本轮冶炼产能扩张增速将开始放缓。

表 1: 中国锌冶炼产能变动情况 (万吨)

省份	炼厂	类型	性质	新增产能	投产时间
江西	江西思远	再生	爬产	1.2	
湖南	湖南皓钰	再生	爬产	5	
广西	梧州永鑫	再生	新建	5	23H1
四川	鑫美科技	再生	新建	10	
河南	金利金铅	原生	新建	15	
广西	南丹吉朗	再生	增产	2	23H2
广西	南方有色	原生	新建	30	2024

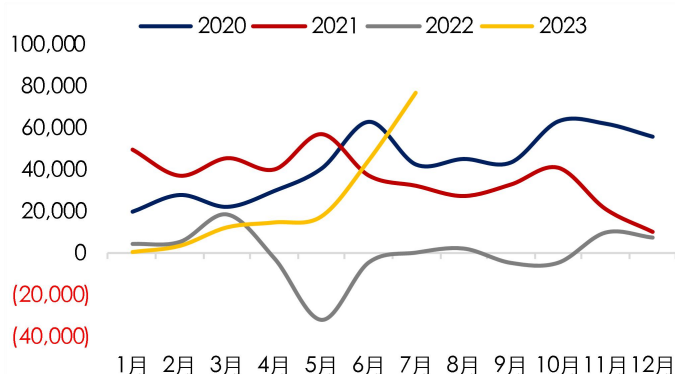
数据来源: SMM, 兴证期货

2.3 锌锭进口同比大增

2023 年锌内外比价修复，锌锭净进口同比大增。根据海关数据，2023 年 1-7 月中国锌锭合计进口量 175062 吨，同比上升 243.20%，1-7 月中国锌锭合计出口量 4691 吨，同比下降 92.03%，两相合计之下锌锭 2023 年 1-7 月累计净进口量 170101 吨，去年同期为出口 11290 吨。

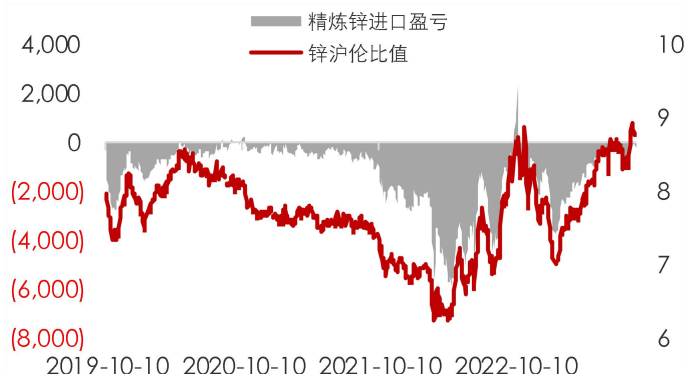
根据 SMM 从测算，截至 2023 年 8 月底国内锌锭进口盈亏基本维持在零轴附近震荡，进口窗口基本打开。展望后市，随着海外锌冶炼的复产，锌价外强内弱的格局已经改变，预计进口端将延续同比高增速。

图 17: 中国精炼锌净进口量 (吨)



数据来源：海关数据，兴证期货

图 18: 中国精炼锌进口盈亏 (元/吨)



数据来源：SMM，兴证期货

3. 库存篇

3.1 国内社库处在历史低位

根据 SMM 数据，截至 9 月 4 日，全国七地锌库存总量为 9.56 万吨，较去年 2 月的高点下降近 10 万吨，已经处在疫情后以来的绝对低点。相对地在经历了去年锌价的走低，锌冶炼厂的厂内库存呈现上升趋势，截至 7 月底，SMM 统计的冶炼厂厂内库存 6.95 万吨，同比去年同期增加了超 3 万吨。而保税和国内下游加工端的库存变化不大。综合来看今年上半年国内锌锭的去库量整体是超预期的，也反映了下游的实际需求可能比市场反馈的要好。

图 19: SMM 中国七地精炼锌社会库存 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 20: SMM 精炼锌冶炼厂月度成品库存 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 21: SMM 精炼锌保税区 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 22: SMM 下游锌加工材企业月度原料库存 (万吨)

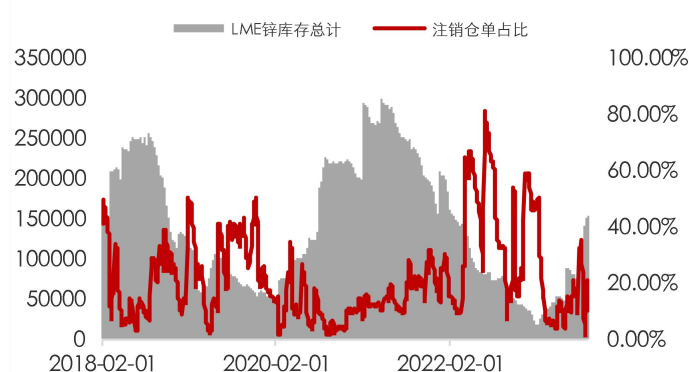


数据来源: SMM, 兴证期货研

3.2 LME 亚洲库存持续累库

海外方面, 2023 年年初以来 LME 库存持续累库, 其中欧洲和美洲依旧维持 0 库存, 而亚洲库存则从最低的 15600 吨, 一路累库至 8 月底的 153975 吨, 累库量接近 14 万吨。

图 23: LME 锌库存总计 (吨)



数据来源: LME, 兴证期货

图 24: LME 精炼锌分区域库存 (吨)



数据来源: LME, 兴证期货

4. 需求篇

4.1 初端加工有所分化

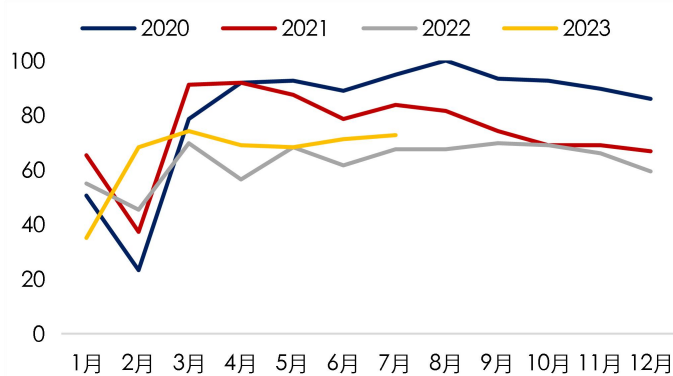
2023 年二季度国内锌的初端加工有一定分化。热镀锌开工率 1-8 月优于去年同期，同比上行 6.5%左右，8 月样本企业开工率上行了 7%，预计 9 月镀锌板市场需求继续维持较好。压铸锌整体受到房地产订单影响，今年 1-8 月开工率同比下降 9.8%，8 月样本企业压铸锌开工率同比上行 3%，压铸锌从本月开始订单出现明显好转，主要原因是人民币贬值，还有圣诞节订单增加，整体带动了出口订单好转，其次是房地产竣工端好转下，装修的带动，如卫浴、门窗、锁具等订单。

图 25: SMM 镀锌周度产量 (吨)



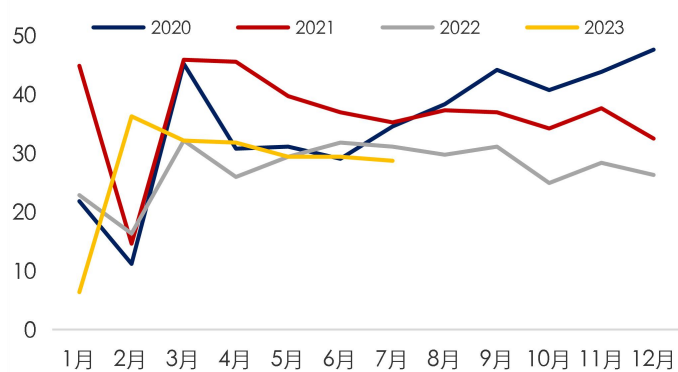
数据来源: SMM, 兴证期货

图 26: SMM 镀锌月度开工率 (%)



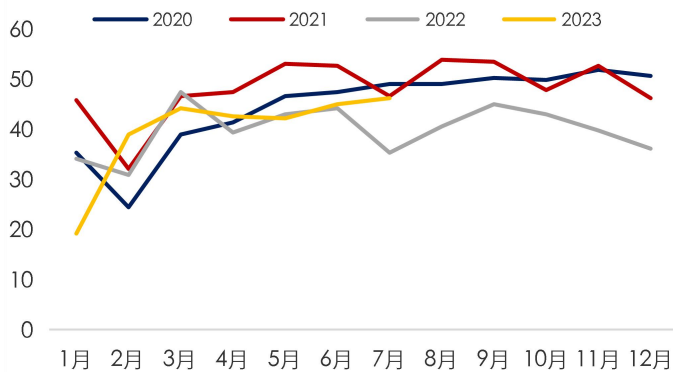
数据来源: SMM, 兴证期货

图 27: SMM 压铸锌月度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 28: SMM 氧化锌月度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货

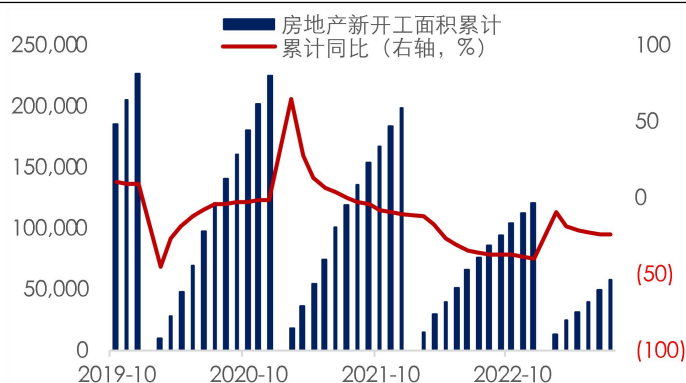
4.2 地产需求延续弱勢

房地产方面，2023 年 1-7 月份，全国房地产开发投资 67717 亿元，同比下降 8.5%（按可比

口径计算)。房地产开发企业房屋施工面积 799682 万平方米，同比下降 6.8%。房屋新开工面积 56969 万平方米，下降 24.5%。房屋竣工面积 38405 万平方米，增长 20.5%。不过销售数据依旧承压，7 月商品房销售面积 7048 万平方米环比下降 46%，超近五年同期环比跌幅，同比下降 15.5%；商品房销售额 7358 亿元，环比下降 45%，同比下降 19.3%。

图 29：中国房屋新开工面积（万平方米）

图 30：中国房屋竣工面积（万平方米）

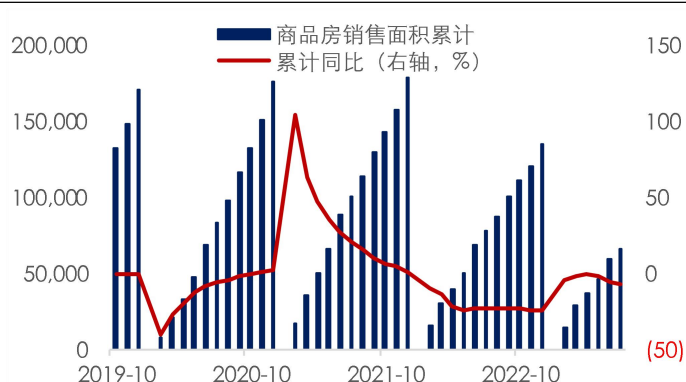


数据来源：WIND，兴证期货

数据来源：WIND，兴证期货

图 31：中国商品房销售面积（万平方米）

图 32：房地产开发投资（亿元）



数据来源：WIND，兴证期货

数据来源：WIND，兴证期货

在这样一个弱勢的房地產需求之下，8 月國內政府支持政策大量釋放。全國性政策方面，央行、金融監管總局調整優化差別化住房信貸政策，並發布關於降低存量首套住房貸款利率有關事項的通知。上交所：進一步優化基礎設施 REITs 發行交易機制。證監會：房地產上市公司再融資不受破發、破淨和虧損限制。地方政策方面，北京、上海、廣州、深圳、成都、蘇州、長沙、廈門、武漢、重慶等城市落地“認房不認貸”。多地公布首套房貸利率自律下限。廣州：大力推進四大重點片區“統籌做地”新模式試點。

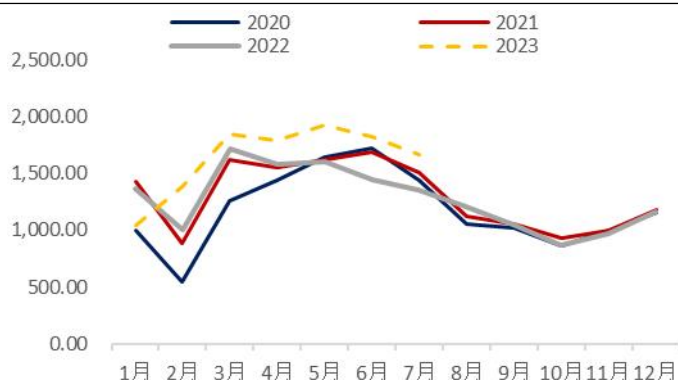
整體上來看，整個房地產前端的投資和開工依舊延續弱勢，僅僅竣工在保交樓政策的支撐

下维持正增长。8月底国内需求端政策力度及落地节奏超预期，市场对其反应尚有待验证，我们对于地产需求的复苏依旧维持较为中性的观点。

4.3 家电消费超预期

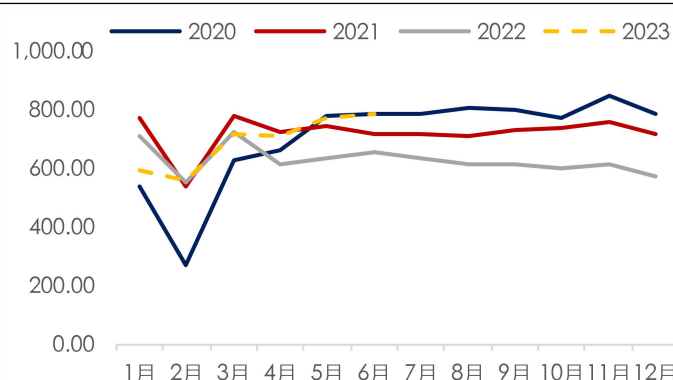
家电方面，受益于竣工端的增速的扩张，二季度国内家电需求也呈现了一定超预期的增长。根据产业在线数据，2023年1-6月，国内空调、冰箱和洗衣机销量分别为11485万台、4134万台和3697万台，同比分别+14.09%、8.84%和-2.65%，其中内销的贡献较大，这或与线下消费场景修复、工程类需求疫后释放有关。进入三季度，美国耐用消费品市场延续库存去化态势，23H1五大渠道商库销比增量继续环比大幅回落。叠加海运费回落，国内家电外销出货数据有望回暖。因此，下半年在国内政策端的加码下，家电类全年消费有望保持较高增速，对锌需求的支撑依旧存在。

图 33: 中国空调销量 (万台)



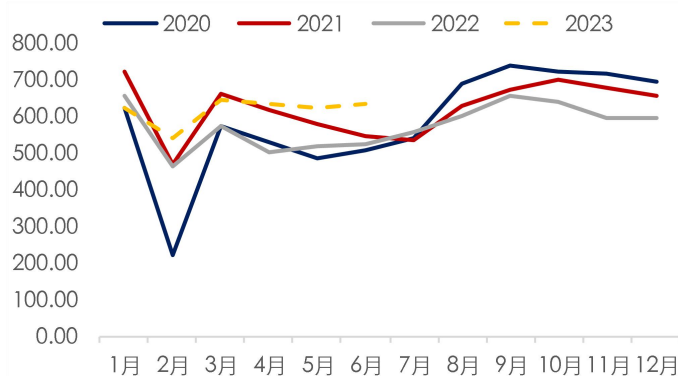
数据来源: WIND, 兴证期货

图 34: 中国冰箱销量 (万台)



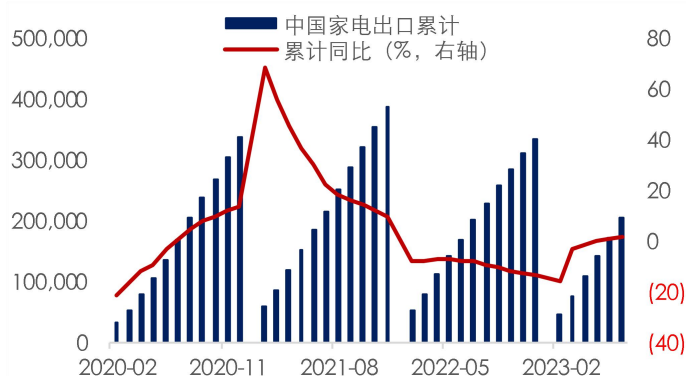
数据来源: WIND, 兴证期货

图 35: 中国洗衣机销量 (万台)



数据来源: WIND, 兴证期货

图 36: 中国家电出口量 (万台)



数据来源: WIND, 兴证期货

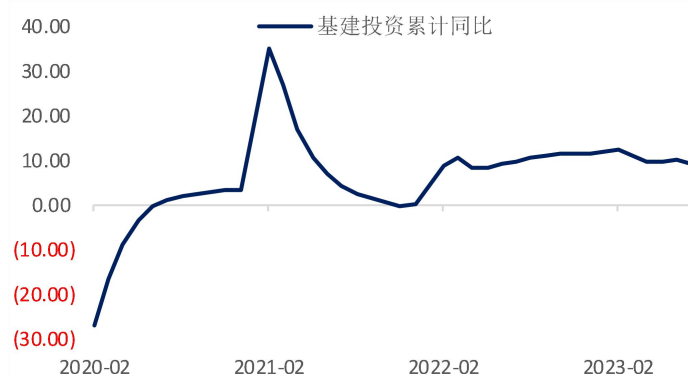
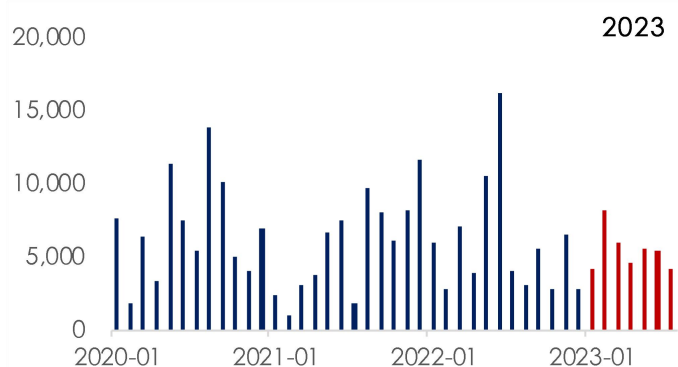
4.4 基建增速或可延续

2023年1-7月国内狭义和广义基建投资分别上涨6.8%和9.8%。基建细分板块中，1-7月交通仓储邮政投资同比+11.7%，其中铁路运输投资同比+24.9%，道路运输投资同比+2.8%；1-7月水电燃热投资同比+25.4%，1-7月水利环境公共设施投资同比+1.6%，其中水利投资同比+7.5%，公共设施管理投资同比+0.8%，

在7月24日召开的中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”后，近期监管部门通知地方，要求2023年新增专项债需于9月底前发行完毕，原则上在10月底前使用完毕。从发行看，截至7月31日，今年用于项目建设的专项债共发行2.36万亿，意味着后续还有1.34万亿额度待发行。如果按照9月底之前发完的要求计算，意味着8月、9月月均发行规模在0.67万亿左右，考虑到去年同期8-9月的总发行量较低，单月发行额度分别为0.22和0.12万亿元，按此推算则8-9月专项债资金有望对基建投资形成较好支撑，则Q3基建增速仍可延续。

图 37：社会融资规模：政府债券（亿元）

图 38：固定资产投资累计同比（%）



数据来源：WIND，兴证期货

数据来源：WIND，兴证期货

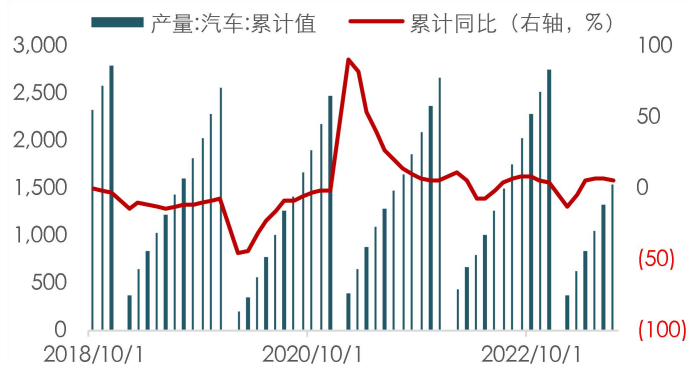
4.5 汽车需求环比回升

2023年7月，我国汽车产销分别完成240.1万辆和238.7万辆，同比分别下降2.2%和1.4%。其中，新能源汽车产销分别完成80.5万辆和78万辆，同比分别增长30.6%和31.6%。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的32.7%。乘用车产销分别完成211.5万辆和210万辆，同比分别下降4.3%和3.4%。此外，根据乘联会预计，2023年8月国内乘用车同比降幅有所收窄，月狭义乘用车零售销量预计185.0万辆，环比增加4.7%，同比下降1.3%。

由于暑期即将结束，以及即将到来的“金九银十”销售旺季使得消费者处于观望情绪，8月末乘用车零售量出现一定程度的萎缩；而经销商为了为促销季备足库存，近半个月的日均批

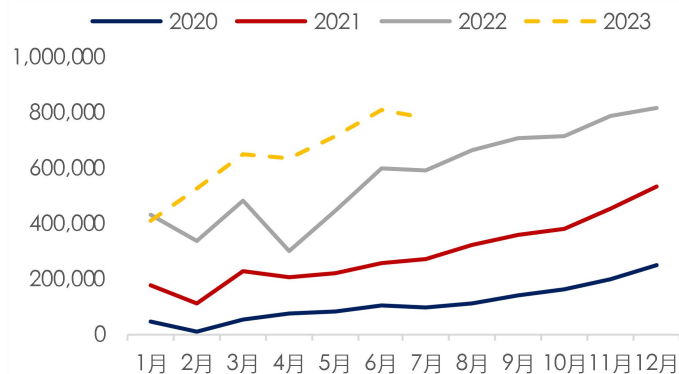
发量处于较高水平。预计随着“金九银十”销售旺季的开始以及促进新能源汽车消费政策的陆续实施，汽车销量将会环比继续走高

图 39：中国汽车产量（万辆）



数据来源：WIND，兴证期货

图 40：中国新能源车产销量（辆）



数据来源：WIND，兴证期货

5. 风险提示

1. 欧洲能源问题出现反复；
2. 欧美降息不及预期；
3. 国内房地产超预期恢复

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，通过合理判断地得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因此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唯一因素。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。