

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

9月铝价继续震荡反弹，9月国内电解铝供应继续提升，云南复产基本完成，国内电解铝运行产能逼近4300万吨，需求端在光伏和新能源汽车的支撑维持韧性。此外，由于国内电解铝厂铝水和铝棒的比例大幅上行，导致国内铝锭库存不断去库，受低库存支撑铝价一路反弹。截至9月底沪铝主力合约收盘于19445元/吨，月涨幅3.748%，伦铝电3月合约收盘于2349.5元/吨，月涨幅6.41%。

● 后市展望及策略建议

供应端，2023年8月国内电解铝产量362.3万吨，同比增加3.87%，环比增加1.54%。三季度，西南地区复产进程进一步推进，进入8月云南地区基本完成复产。截至9月底，国内电解铝建成产能4519万吨，运行产能4295万吨，开工率95%。随着国内电解铝产能基本触顶，预计4季度国内电解铝产量的环比增速将有所放缓。

需求端，9月国内铝加工行业综合PMI指数环比上涨4.5个百分点至56.1%，连续四个月处于荣枯线以上。新能源、光伏、汽车板块下游需求延续相对的高景气状态，支撑铝型材和铝箔需求转好。此外进入10月份，终端电网施工仍处于旺季，行业交货量仍较大，铝线缆需求稳中向好，传统地产需求方面，竣工数据在受疫情影响延期的项目陆续交付和保交楼政策下依旧保持中高速增长，总的地产需求复苏依旧较弱。8月下旬以来国内房地产利好政策持续出台，从9月以来市场表现来看，部分核心城市成交量在政策推动下有所放大，但仍需持续关注持续性。

9月铝价的反弹主要是强预期和低库存所支撑的。国内在8月



出台的一系列政策体现了国内支撑经济的决心，加大了市场对金九银十的预期。不过事后来看，今年依旧如往年一样旺季成色不存。而低库存隐含铝水高企的原因，在国内供应和进口回升的格局下预计也将出现累库预期。综合来看，供应端复产对铝价形成压制，后续去库动能略显不足，预计铝价有回落压力

● **风险提示：**

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

报告目录

1、行情回顾	1
2、供应篇	1
2.1、原料供应偏紧	1
2.1.1 国产铝土矿同比下滑	1
2.1.2 氧化铝价格走高	2
2.2 铝锭供应环比回升	3
2.2.1 全国电解铝产能触顶	3
2.2.1 西南复产进入尾声	4
2.3 电解铝进口同比大增	5
2.4 成本小幅回升	6
3、库存篇	7
3.1 铝水比例同比上升	7
3.2 国庆累库高于预期	8
3.2 海外库存延续回落	8
4、需求篇	9
4.1 铝加工延续回暖	9
4.2 国内消费延续弱复苏	10
4.2.1 楼市成交有所好转	10
4.2.2 光伏出口边际走弱	11
4.2.3 新能源汽车渗透率上升	12
5、风险提示	13

图目录

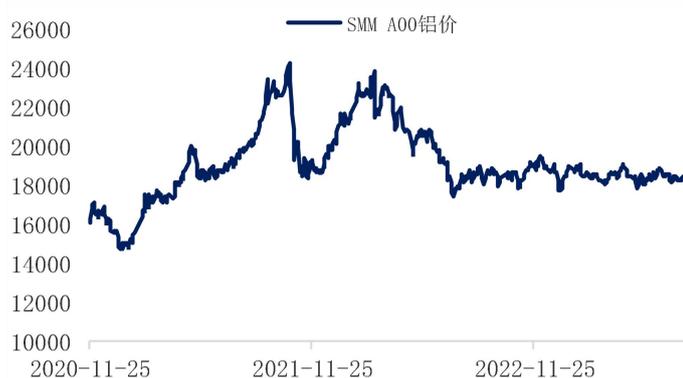
图 1: SMM A00 铝锭价 (元/吨)	1
图 2: 沪铝主力合约&伦铝电 3 合约 (美元/吨)	1
图 3: SMM 中国铝土矿产量 (万吨)	2
图 4: 中国铝土矿进口量 (万吨)	2
图 5: 国产铝高品铝土矿价格 (元/吨)	2
图 6: 进口铝土矿 CIF 价 (美元/吨)	2
图 7: SMM 中国氧化铝产量 (万吨)	3
图 8: 中国氧化铝进口量 (万吨)	3
图 9: SMM 氧化铝指数 (元/吨)	3
图 10: SMM 中国氧化铝年化产能 (万吨)	3
图 11: 中国电解铝产能 (万吨)	4
图 12: 中国电解铝月度开工率 (%)	4
图 13: 中国电解铝月度产量 (万吨)	4
图 14: 中国电解铝月度铝水比例 (万吨)	4
图 15: 云南电解铝运行产能 (万吨)	5
图 16: 贵州电解铝运行产能 (万吨)	5
图 17: 中国电解铝净进口量 (万吨)	6
图 18: 中国未锻轧铝合金净进口量 (万吨)	6
图 19: 中国电解铝进口盈亏 (元/吨)	6
图 20: 电解铝保税区库存 (吨)	6
图 21: 中国电解铝成本模型: 成本 (元/吨)	7
图 22: 中国电解铝成本模型: 利润 (元/吨)	7
图 23: 中国电解铝平均电力成本 (元/吨)	7
图 24: 国内电煤价格 (元/吨)	7
图 25: 中国铝棒产量 (万吨)	8
图 26: 中国电解铝月度铝水比例 (万吨)	8
图 27: SHFE 电解铝库存 (吨)	8
图 28: 中国电解铝社会库存 (万吨)	8
图 29: LME 电解铝库存 (吨)	9
图 30: LME 电解铝分大洲库存 (美元/吨)	9
图 31: LME 电解铝现货升水 (美元/吨)	9
图 32: 海外现货铝美元升水 (美元/吨)	9
图 33: 中国铝加工平均周度开工率 (%)	10
图 34: 中国铝型材周度开工率 (%)	10
图 35: 中国铝板带周度开工率 (%)	10
图 36: 中国铝线缆周度开工率 (%)	10
图 37: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	11

图 38: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	11
图 39: 中国商品房销售面积 (万平方米)	11
图 40: 中国房地产开发投资额 (亿元)	11
图 41: 中国电源投资金额累计同比 (%)	12
图 42: 中国光伏装机量 (万千瓦)	12
图 43: 中国汽车月度产量 (辆)	13
图 44: 中国新能源汽车产量 (辆)	13

1、行情回顾

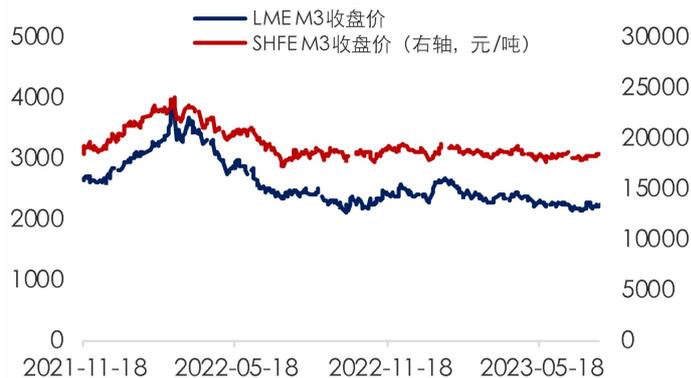
9月铝价继续震荡反弹，9月国内电解铝供应继续提升，云南复产基本完成，国内电解铝运行产能逼近4300万吨，需求端在光伏和新能源汽车的支撑维持韧性。此外，由于国内电解铝厂铝水和铝棒的比例大幅上行，导致国内铝锭库存不断去库，受低库存支撑铝价一路反弹。截至9月底沪铝主力合约收盘于19445元/吨，月涨幅3.748%，伦铝电3月合约收盘于2349.5美元/吨，月涨幅6.41%。

图 1: SMM A00 铝锭价 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 2: 沪铝主力合约&伦铝电 3 合约 (美元/吨)



数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

2、供应篇

2.1、原料供应偏紧

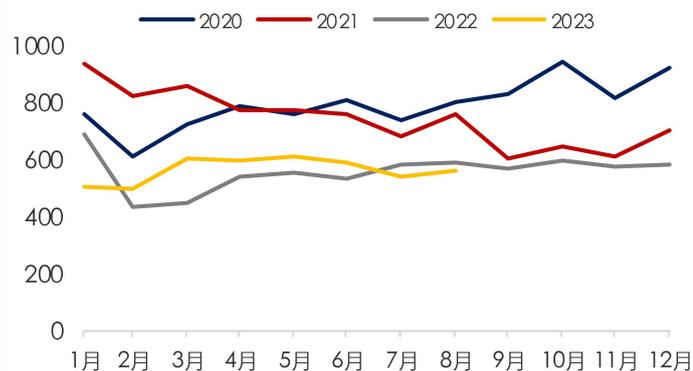
2.1.1 国产铝土矿同比下滑

根据 SMM 数据, 2023 年 8 月, 国产铝土矿 564.6 万吨, 同比增加 4.9%。进口方面, 根据海关数据, 2023 年 8 月中国共进口铝土矿 1163.48 万吨, 环比减少 9.88%, 同比增加 17.37%。2023 年 1-8 月, 中国共进口铝土矿 9670 万吨, 同比增加 11.7%。雨季对几内亚矿石发运的影响逐渐显现, 8 月来自几内亚的铝土矿进口量环比减少明显。此外印尼禁矿正式落地, 进口量也降至 0。

国内继续受到环保政策和矿山安全检查的影响, 山西河南地区铝土矿现货市场依旧维持偏紧状态。进口端, 随着印尼禁矿令的正式实施和几内亚雨季的到来铝土矿进口供应量逐步减少。而铝土矿需求则在电解铝产能和氧化铝价格上行的格局下进一步上行, 国内铝土矿供需维持偏

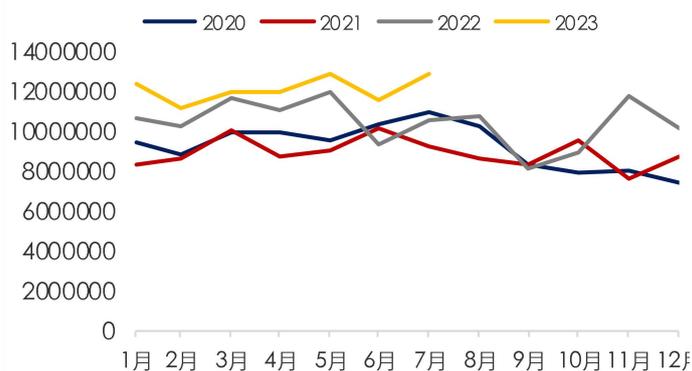
紧的状态。

图 3: SMM 中国铝土矿产量 (万吨)



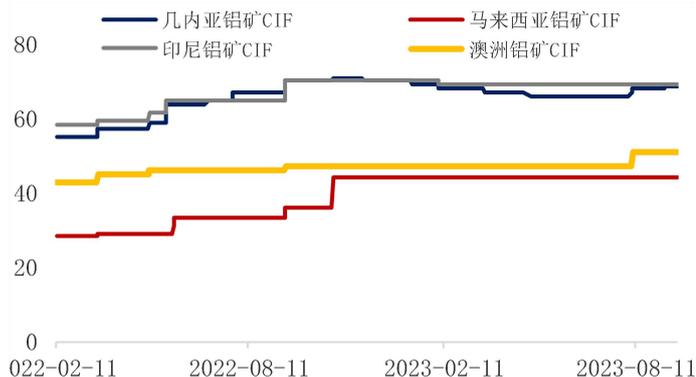
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 4: 中国铝土矿进口量 (万吨)



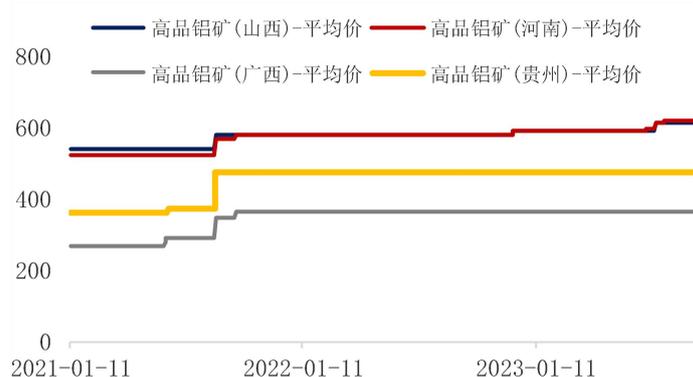
数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

图 5: 国产铝高品铝土矿价格 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 6: 进口铝土矿 CIF 价 (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.1.2 氧化铝价格走高

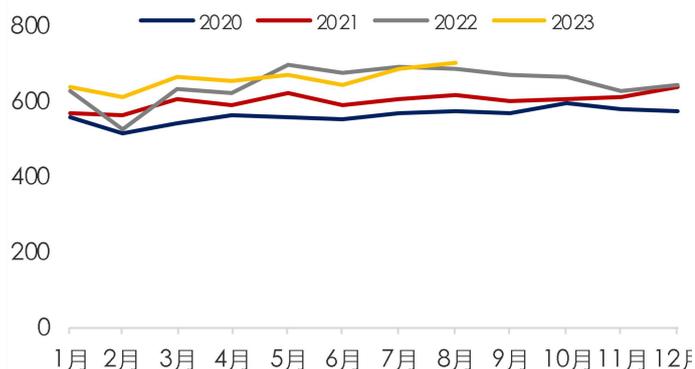
根据 SMM 数据, 2023 年 8 月中国氧化铝产量为 701.7 万吨, 环比上升 2.15%, 同比上升 2.52%; 1-8 月份中国氧化铝产量累计为 5269 万吨, 同比增长 2.17%。产能方面, 截至 2023 年 8 月底, 国内氧化铝运行年化产能 8616 万吨, 同比增加 2.7%。全球范围, 根据国际铝业协会 (IAI) 公布的数据显示, 全球 8 月氧化铝产量为 1152 万吨, 日均产量为 37.2 万吨, 环比增加 0.18%, 同比增加 1.72%。

今年上半年国内项目投产规模已完成预期的七成以上, 绝大多数项目产量渐入释放期, 因此三季度国内氧化铝产能增速显著上行。不过下半年新投规模不足 200 万吨/年, 且当年产量贡献预期较小, 预计进入四季度国内氧化铝供应端增量压力相对有限。

进出口方面, 2023 年 8 月中国氧化铝进口量为 25.15 万吨, 同比增加 60.4%; 氧化铝净进

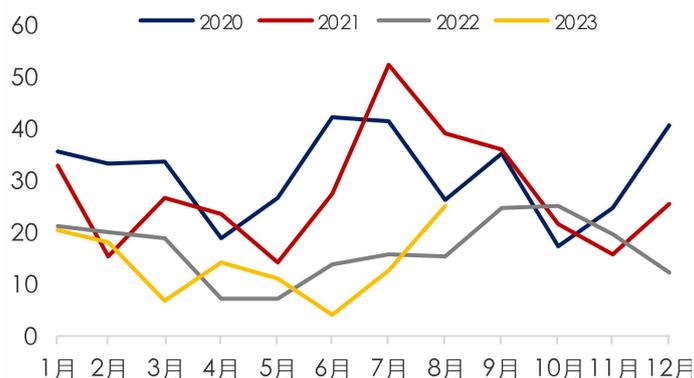
口量为 10.5 万吨，同比增加 157.9%。2023 年 1-8 月中国氧化铝累计进口 114.02 万吨，同比下降 5.09%；2023 年 1-6 月中国氧化铝累计净进口 29.53 万吨，同比下降 38.72%。

图 7: SMM 中国氧化铝产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 8: 中国氧化铝进口量 (万吨)



数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

图 9: SMM 氧化铝指数 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 10: SMM 中国氧化铝年化产能 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.2 铝锭供应环比回升

2.2.1 全国电解铝产能触顶

根据SMM数据,2023年8月国内电解铝产量362.3万吨,同比增加3.87%,环比增加1.54%。2023年1-8月国内电解铝产量2729.9万吨,同比增加2.8%。8月份,国内电解铝运行产能增速环比放缓,云南地区主流生产企业复产工作基本完成,加之部分新增产能转移项目的投产推进,云南运行产能修复至555万吨附近,较6月增加203万吨的规模。除山东地区涉及10万多吨指标转移的产能的减产之外,国内其他地区铝厂运行基本持稳。

截至9月,国内电解铝建成产能4519万吨,运行产能4295万吨,开工率95%。9月份国内供应端增速收窄,仅部分转移产能有待投产,四川等地区少量前期减产产能,企业在技改中,

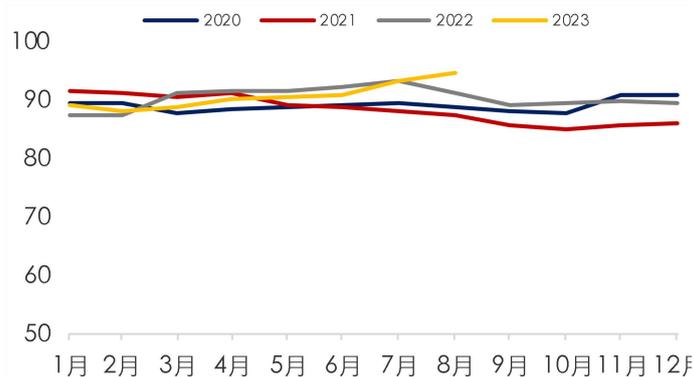
短期暂无复产计划。结合其他地区产能变动的情况，SMM 预计 9 月（30 天）国内电解铝总产量达 351 万吨左右，同比增长 5.1%。此外需要关注 10-11 月云南枯水季情况，或造成一定的产能减产。

图 11：中国电解铝产能（万吨）



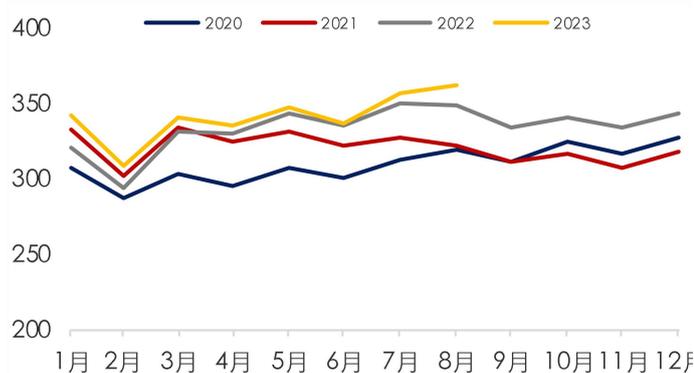
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12：中国电解铝月度开工率（%）



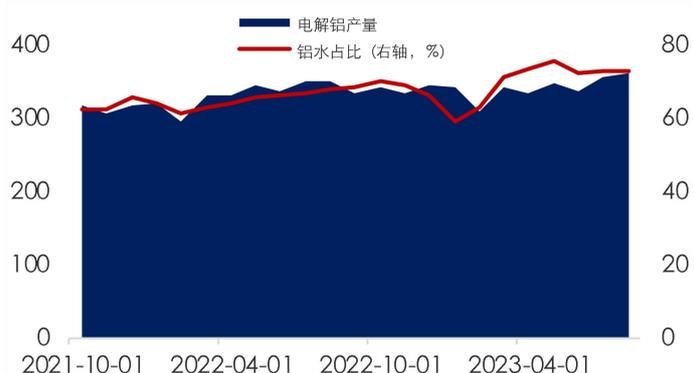
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13：中国电解铝月度产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 14：中国电解铝月度铝水比例（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.2.1 西南复产进入尾声

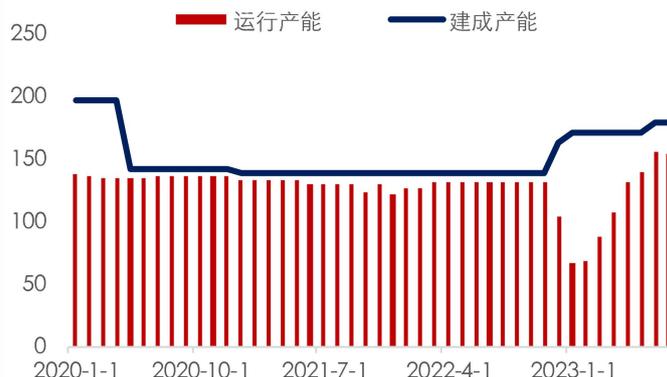
三季度，西南地区复产进程进一步推进，进入 8 月云南地区基本完成复产，新投产方面，云南 8 月释放新投产产能 15 万吨，企业计划 9 月结束之前，再继续投产 15 万吨产能。目前云南省开工产能 555 万吨，较 6 月增加 203 万吨的规模。其他地区，除山东地区涉及 10 万多吨指标转移的产能的减产之外，国内铝厂运行基本持稳。

图 15: 云南电解铝运行产能 (万吨)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图 16: 贵州电解铝运行产能 (万吨)

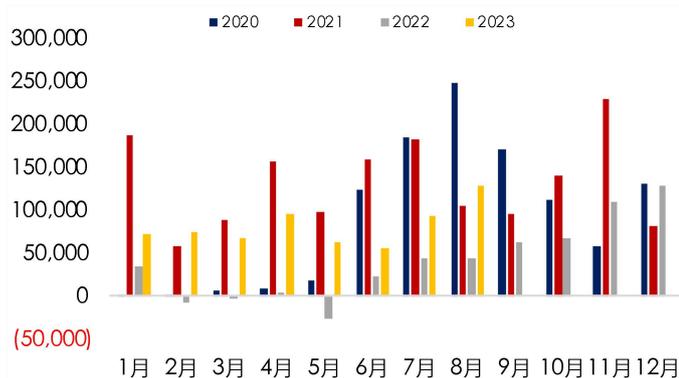


数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

2.3 电解铝进口同比大增

据海关总署统计数据, 2023 年 8 月中国原铝进口 15.33 万吨, 同比增加 210.75%; 1-8 月原铝进口总量为 75.53 万吨, 同比增长 153.79%; 出口总量为 10.58 万吨, 同比下降 44.42%; 2023 年上半年国内原铝净进口总量达 64.95 万吨, 同比增加 505.73%。尽管 2023 年上半年, 进口窗口基本处于关闭状态, 但受益于俄罗斯联邦的原铝进口量巨大, 原铝进口量同比大增。进入三季度, 国内进口窗口打开, 加上俄铝长单, 进口量进一步上行。

图 17: 中国电解铝净进口量 (万吨)



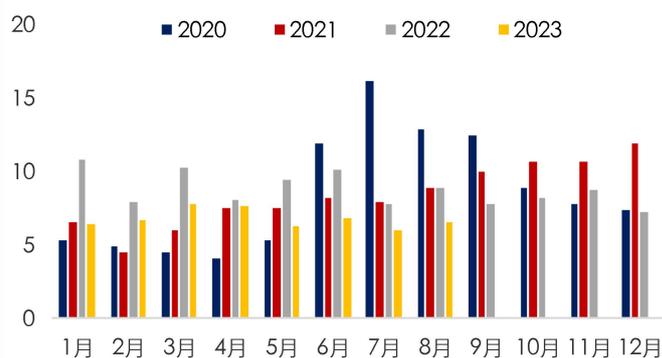
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 19: 中国电解铝进口盈亏 (元/吨)



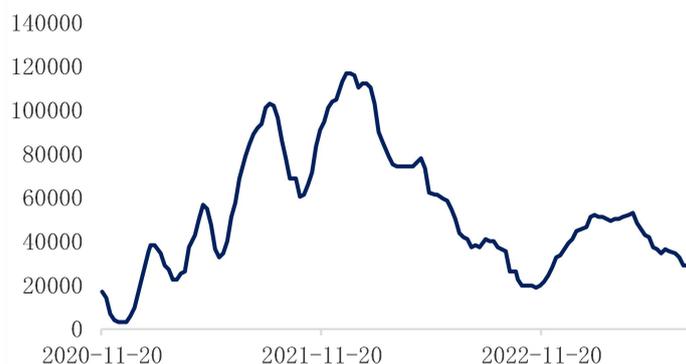
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 18: 中国未锻轧铝合金净进口量 (万吨)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 20: 电解铝保税区库存 (吨)



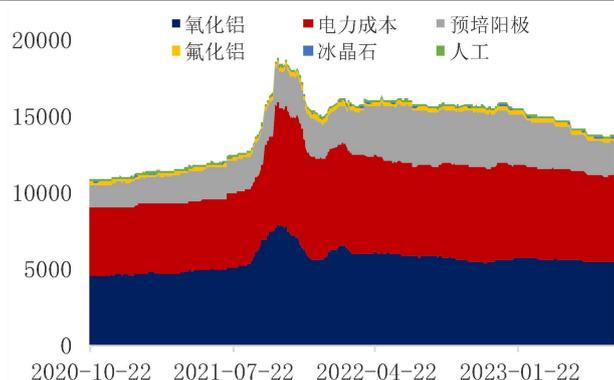
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2.4 成本小幅回升

根据 SMM 数据, 截至 9 月底国内电解铝即时完全成本持稳运行于 16016 元/吨附近, 环比上月底回升约 81 元/吨。当前全国电解铝加权平均盈利在 3763 元/吨左右, 环比上月底上升约 539 元/吨。

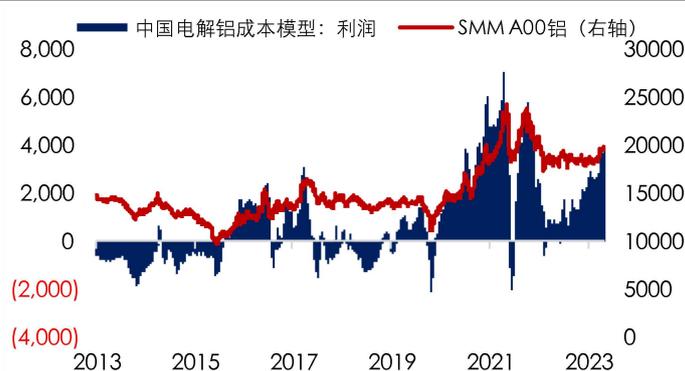
受安监环保持续影响, 国内煤矿开工率 8-9 月份持续维持低位, 9 月份行业加权电价 0.413 元/度, 其中网电加权 0.451 元/度, 自备电加权 0.387 元/度。煤炭四季度供需预计维持偏紧, 电价将维持偏强运行。此外原料端氧化铝、氟化铝、冰晶石等皆微幅走高, 预计 10 月份电解铝成本或稳中稍涨。

图 21: 中国电解铝成本模型: 成本 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 22: 中国电解铝成本模型: 利润 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 23: 中国电解铝平均电力成本 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 24: 国内电煤价格 (元/吨)



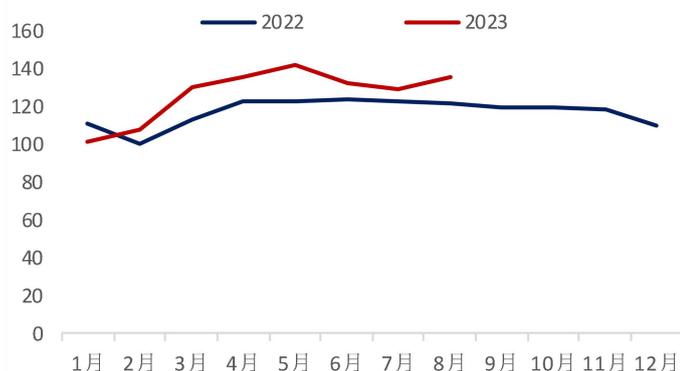
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3、库存篇

3.1 铝水比例同比上升

据 SMM 调研, 截至 8 月底国内电解铝铝水比例为 72.8%, 较去年同期提高 4.78 个百分点。铝水比例的提升主要受新建铝棒厂陆续投产影响。根据 SMM 数据, 2023 年 8 月国内铝棒产量 135.6 万吨, 同比增加 11.8%, 环比增加 5.11%; 1-8 月合计产量 1013.5 万吨, 同比增加 7.94%, 而电解铝的总产量同比增速仅为 2.8%。今年 3 月份开始, 铝棒超过铝锭成为占比最高的加工品, 4-5 月铝棒铝锭在铝水流向中所占比重的差异明显走扩。6-7 月逐步步入淡季后, 叠加电解铝再度减产的产量更多体现在铝棒上, 导致铝棒产量持续下降、其在铝水比例流向中占比也随之下降, 库存亦随铸锭比例提高和需求季节性影响出现大幅波动。

图 25: 中国铝棒产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 26: 中国电解铝月度铝水比例 (万吨)

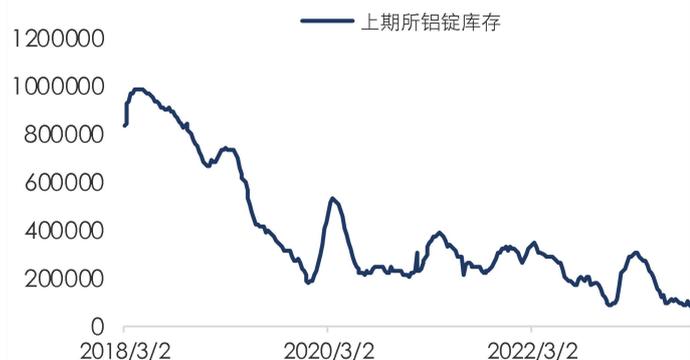


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.2 国庆累库高于预期

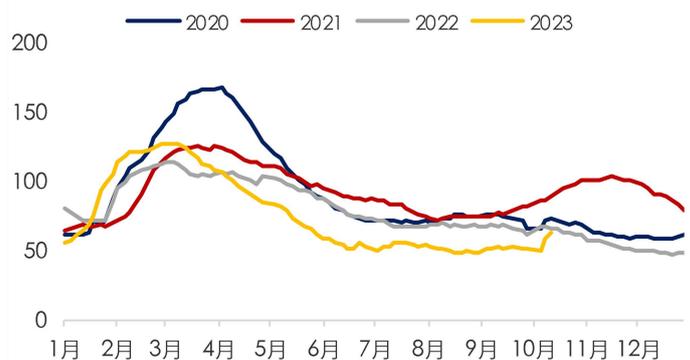
截至 10 月 9 日, SMM 统计国内电解铝锭社会库存 63.1 万吨, 较节前库存增加了 13.5 万吨, 较去年节后历史同期的 67.2 万吨仅相距 4.1 万吨, 虽仍处于近五年同期低位, 但假期累库略多于预期无疑为节后的市场带来了一定的压力。展望四季度, 国内供应端在产能复产完成后维持较高增长, 在需求端旺季成色不足的格局之下, 预计国内社会库存将重回累库周期。

图 27: SHFE 电解铝库存 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 28: 中国电解铝社会库存 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.2 海外库存延续回落

截至 2023 年 10 月 9 日, LME 电解铝库存 495650 吨, 同比去年同期增加 168025 吨, 环比 6 月底下降 5825 吨。当前海外 LME 铝库存依旧处在历史低位, 但较去年低点已经有较大的回升。

随着欧洲天然气价格已经大幅回落, 叠加铝价反弹, 冶炼利润较为可观, 欧洲关停的电解铝厂走在复产的路径上。从全球铝现货升水以及 LME 铝现货升水都呈现不断回落的态势, 表明

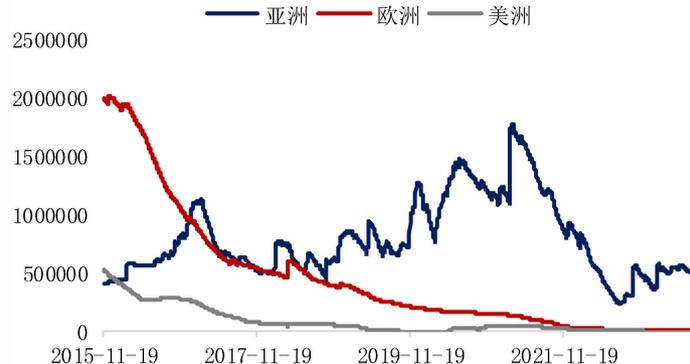
当前海外铝现货供需尚不紧张，海外铝供需难言乐观，预计后续海外铝库存继续下行的空间有限。

图 29: LME 电解铝库存 (吨)



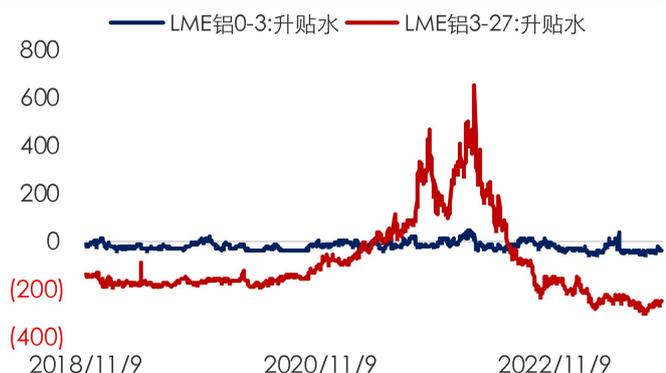
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 30: LME 电解铝分大洲库存 (美元/吨)



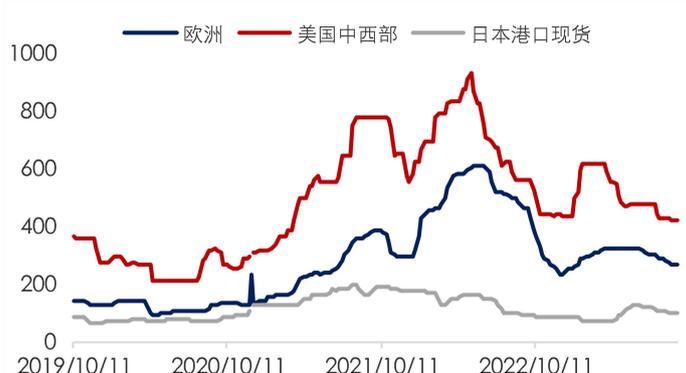
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 31: LME 电解铝现货升水 (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 32: 海外现货铝美元升水 (美元/吨)



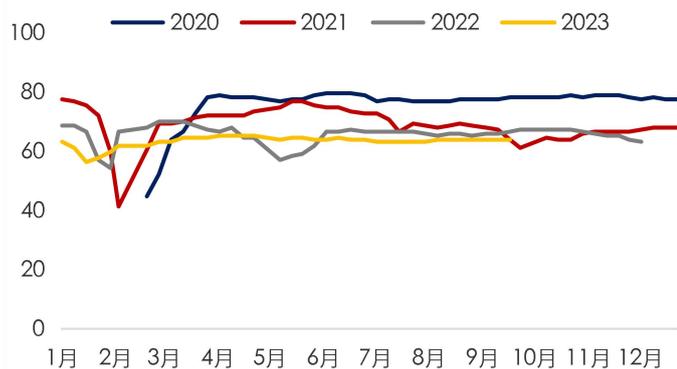
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4、需求篇

4.1 铝加工延续回暖

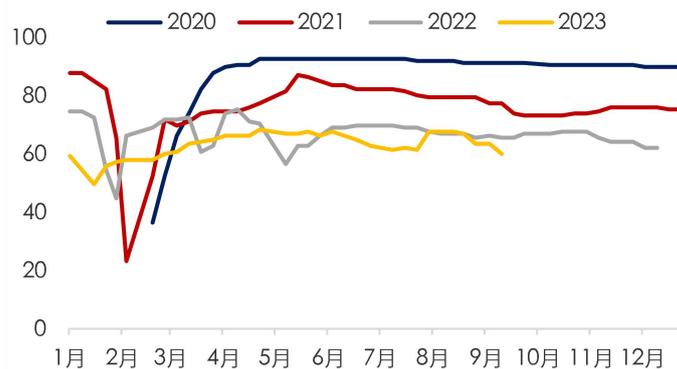
根据 SMM 数据, 2023 年 9 月国内铝加工行业综合 PMI 指数环比上涨 4.5 个百分点至 56.1%, 连续四个月处于荣枯线以上。9 月铝板带、铝箔、工业型材、铝线缆版块、原生铝合金以及再生铝合金 PMI 均维持荣枯线以上, 其中工业型材受 9 月下半旬下游组件厂下单放缓影响, 部分光伏型材加工企业订单量、开工率下滑, 拉动工业型材 PMI 环比小幅度下降, 但整体依旧维持荣枯线以上。建筑铝型材板块受房地产为主的终端需求萎缩影响, 整体淡季氛围浓厚, PMI 仍处于荣枯线以下。

图 33: 中国铝加工平均周度开工率 (%)



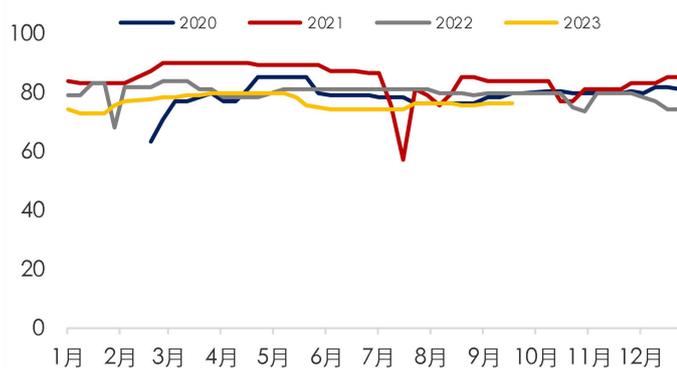
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 34: 中国铝型材周度开工率 (%)



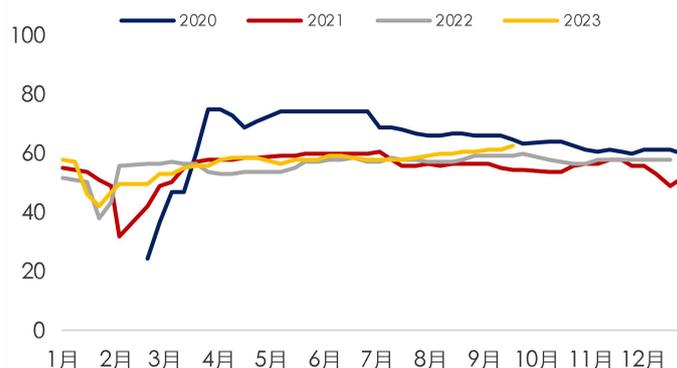
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 35: 中国铝板带周度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 36: 中国铝线缆周度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4.2 国内消费延续弱复苏

4.2.1 楼市成交有所好转

国家统计局数据显示, 2023 年 1-8 月, 全国房地产开发投资 76900 亿元, 同比下降 8.8%; 其中, 住宅投资 58425 亿元, 下降 8.0%。

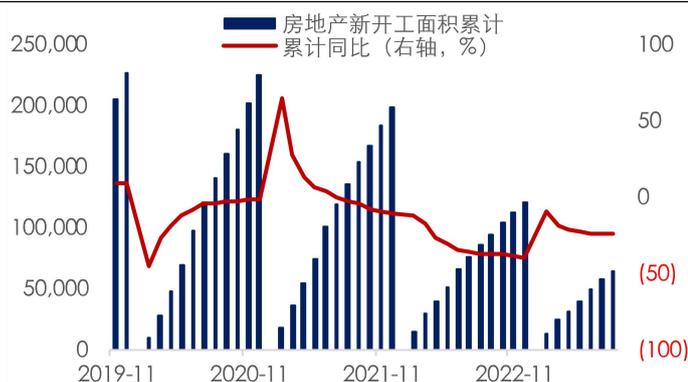
1-8 月份, 房地产开发企业房屋施工面积 806415 万平方米, 同比下降 7.1%。其中, 住宅施工面积 567792 万平方米, 下降 7.3%。房屋新开工面积 63891 万平方米, 下降 24.4%。其中, 住宅新开工面积 46636 万平方米, 下降 24.7%。房屋竣工面积 43726 万平方米, 增长 19.2%。其中, 住宅竣工面积 31775 万平方米, 增长 19.5%。竣工端数据延续增长, 在受疫情影响延期的项目陆续交付和保交楼政策下, 预计竣工数据全年有望保持中高增速。

9 月 30 日, 中指研究院发布 2023 年 1-9 月中国房地产企业销售业绩排行榜, 2023 年 1-9 月, TOP100 房企销售总额为 48501.0 亿元, 同比下降 10.3%, 降幅相比上月扩大 1.7%。双节

期间楼市整体平稳运行，新房成交相比上年同期有所增长。

8月底以来随着行业政策持续放松推进下，我们可以看到核心城市持续跟进推出需求端相关放松政策，后续政策端的利好仍可持续期待，从9月以来市场表现来看，部分核心城市成交量在政策推动下有所放大，但仍需持续关注持续性。

图 37：中国房屋新开工面积（万平方米）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 38：中国房屋竣工面积（万平方米）



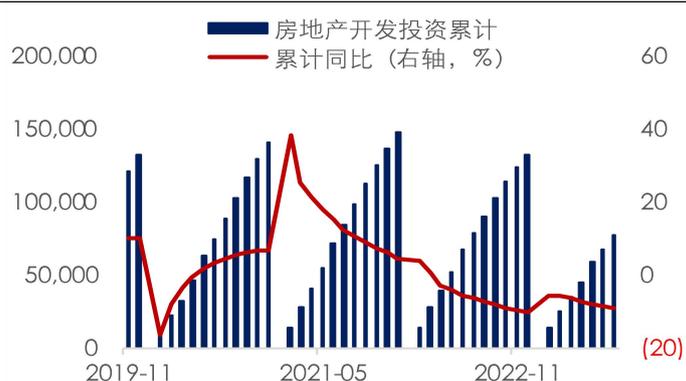
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 39：中国商品房销售面积（万平方米）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 40：中国房地产开发投资额（亿元）



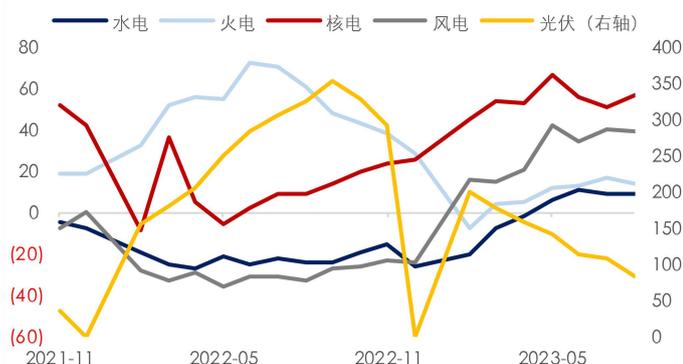
数据来源：WIND，兴证期货研发部

4.2.2 光伏出口边际走弱

8 月全国新增光伏装机量达 16GW，同比增长 137%，8 月光伏新增装机增速稍有放缓，环比下降 15%；1-8 月累计装机 113.15GW，同比增长 154.44%。国内光伏装机保持高增态势，全年有望超过 170GW。此外，根据海关总署数据 8 月太阳能电池（即光伏电池、组件）出口金额为 33.67 亿美元，环比上月的 31.7 亿美元增长 6%，但同比下跌了 21.7%。其中，太阳能电池出口金额 241.94 亿元，同比下滑 16.60%。1-8 月，我国太阳能电池累计出口金额 2272.00 亿元，同比增长 6.3%。8 月单月太阳能电池数据第二次出现负增长，但幅度有所收窄。出口疲

软预计与去年同期高基数、欧洲市场库存消化以及海外安装力度不足有关。国内逆变器出口数量和金额继续同比降低，海外市场需求有所承压。受此影响，一些二、三线生产厂家订单量减少，仅头部生产企业目前订单稳定，国内铝工业型材订单也有所走弱。

图 41：中国电源投资金额累计同比（%）



数据来源：IFind，兴证期货研发部

图 42：中国光伏装机量（万千瓦）



数据来源：IFind，兴证期货研发部

4.2.3 新能源汽车渗透率上升

根据中汽协数据，中国汽车工业协会统计分析，2023年8月，乘用车产销同比环比双增长。2023年8月，乘用车产销分别完成227.5万辆和227.3万辆，环比分别增长7.5%和8.2%，同比分别增长5.4%和6.9%。2023年1至8月，乘用车产销分别完成1567.2万辆和1564.3万辆，同比分别增长5.9%和6.7%。

8月新能源汽车产销分别完成84.3万辆和84.6万辆，同比分别增长22%和27%。其中，纯电动汽车产销分别完成58.9万辆和59.7万辆，同比分别增长9.9%和14.4%；插电式混合动力汽车产销分别完成25.3万辆和24.9万辆，同比分别增长63.9%和72.8%；燃料电池汽车产销分别完成0.01万辆和0.02万辆，同比分别增长5.2%和下降30.6%。8月新能源汽车市场渗透率提升至32.8%，新能源乘用车市场渗透率为35.1%，较去年同期的29.9%提升5.2%，与上月基本持平。

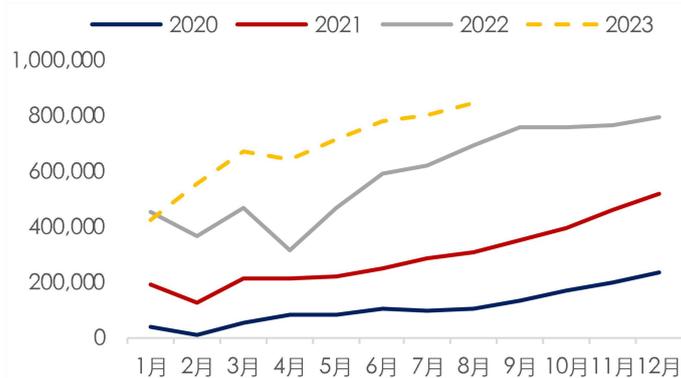
9月进入车市传统消费旺季，终端购车热情高涨，新能源车市场在旺季下表现出显著高于整体车市的“火爆”程度，据乘联会数据，9月1日-9月24日，新能源车市场零售50.8万辆，同比+33%，环比+11%，今年以来累计零售495.1万辆，同比+36%，全国乘用车厂商新能源批发59.5万辆，同比+40%，环比+17%，今年以来累计批发567.5万辆，同比+39%。

图 43：中国汽车月度产量（辆）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 44：中国新能源汽车产量（辆）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

5、风险提示

1. 欧洲能源问题出现反复；
2. 欧美加息不及预期；
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。