

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

10月锌价偏弱震荡，在经历9月的高位回落之后，10月锌价整体维持区间震荡。美国多项经济数据延续超预期强势，市场对后市继续加息的预期抬升，预计利率将维持高位。国内方面，10月底宣布将增发万亿国债，宏观预期进一步改善。国内低库存也反映了锌整体依旧维持紧平衡状态。截至10月底沪锌主力合约收盘于21160元/吨，月涨幅-1.60%，伦锌电3月合约收盘于2417.5元/吨，月涨幅-8.76%。

● 后市展望及策略建议

供给端：

三季度矿端供应继续环比收紧，锌精矿加工费持续下行。一方面是锌矿的增量有限，一方面是国内外冶炼运行产能的修复。截至三季度海外锌矿产量依旧负增长，全年预计勉强同比持平。锌冶炼端，三季度随着此前检修的炼厂恢复生产，国内锌冶炼产量回升明显，四季度预计精炼锌供应维持高位。

需求端：

三季度国内锌锭库存依旧维持低位反映了下游的实际需求可能比市场反馈的要好。不过旺季锌初端加工回升有限，镀锌受环保因素影响，复产后也开工较低。

终端方面，10月万亿国债落地，对后市基建需求预期有明显改善。房地产方面在多层次地产政策充分发力之下，但潜在购房者观望情绪仍较重，复苏较为有限，家电出口端则加速回暖，对锌需求有一定支撑。汽车需求方面延续高景气，新能源汽车渗透率继续提

升，此外近期国家提出稳定燃油车消费，百姓购燃油车有利于中低端车市的恢复。

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。展望未来锌价，供应端预计将维持高开工，随着国内旺季结束，需求端可能呈现一定的环比回落，四季度万亿国债发行对需求有一定支撑，但整体看供需将逐步走向宽松。锌价进一步走高的空间不大。

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	1
2. 供给篇	1
2.1 锌精矿供给环比收紧	1
2.2 全球精炼锌冶炼产能修复	4
2.3 锌锭进口维持高位	6
3. 库存篇	6
3.1 国内社库处在历史低位	6
3.2 LME 库存超预期去库	7
4. 需求篇	8
4.1 初端加工改善有限	8
4.2 地产需求延续弱势	9
4.3 家电出口继续回暖	10
4.4 万亿国债提振基建消费预期	11
4.5 汽车 9 月产销创新高	12
5. 风险提示	13

图目录

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

图 20: SMM 精炼锌冶炼厂月度成品库存 (万吨)	7
图 21: SMM 精炼锌保税区 (万吨)	7
图 22: SMM 下游锌加工材企业月度原料库存 (万吨)	7
图 23: LME 锌库存总计 (吨)	8
图 24: LME 精炼锌分区域库存 (吨)	8
图 25: SMM 镀锌周度产量 (吨)	9
图 26: SMM 镀锌月度开工率 (%)	9
图 27: SMM 压铸锌月度开工率 (%)	9
图 28: SMM 氧化锌月度开工率 (%)	9
图 29: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	10
图 30: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	10
图 31: 中国商品房销售面积 (万平方米)	10
图 32: 中国房地产开发投资额 (亿元)	10
图 33: 中国空调销量 (万台)	11
图 34: 中国冰箱销量 (万台)	11
图 35: 中国洗衣机销量 (万台)	11
图 36: 中国家电出口量 (万台)	11
图 37: 社会融资规模: 政府债券 (亿元)	12
图 38: 固定资产投资累计同比 (%)	12
图 39: 中国汽车产量 (万辆)	13
图 40: 中国新能源车产销量 (辆)	13

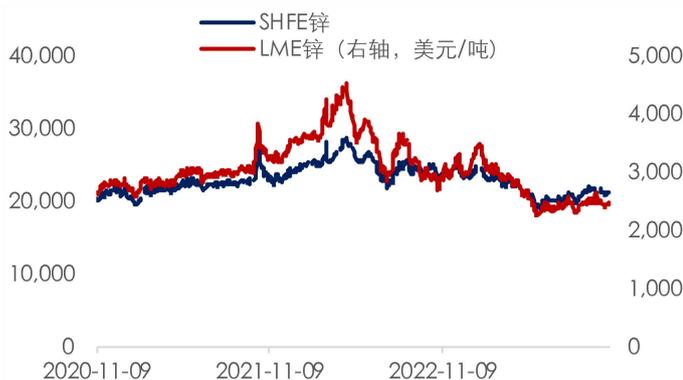
表目录

表 1: 中国锌冶炼产能变动情况 (万吨)	5
-----------------------	---

1. 行情回顾

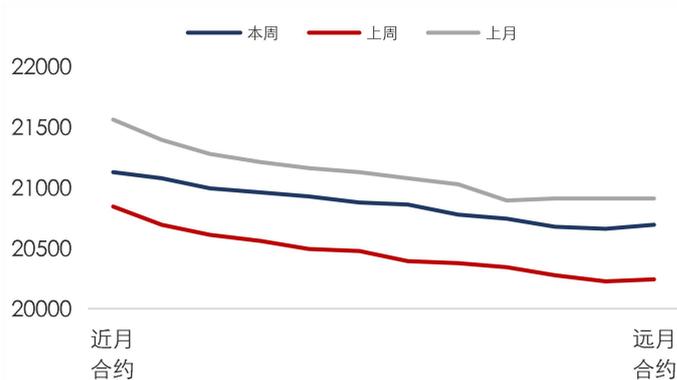
10月锌价偏弱震荡，在经历9月的高位回落之后，10月锌价整体维持区间震荡。美国多项经济数据延续超预期强势，市场对后市继续加息的预期抬升，预计利率将维持高位。国内方面，10月底宣布将增发万亿国债，宏观预期进一步改善。国内低库存也反映了锌整体依旧维持紧平衡状态。截至10月底沪锌主力合约收盘于21160元/吨，月涨幅-1.60%，伦锌电3月合约收盘于2417.5元/吨，月涨幅-8.76%。

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

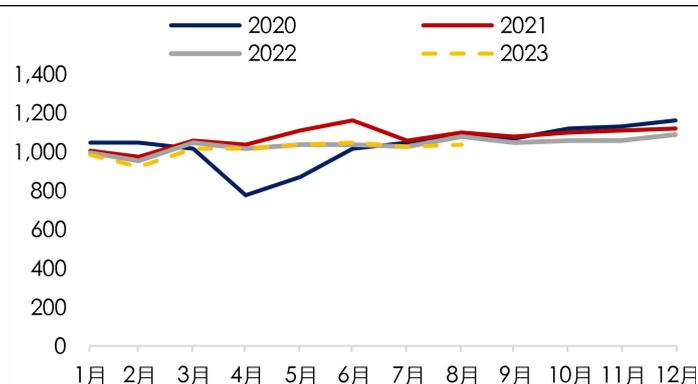
2. 供给篇

2.1 锌精矿供给环比收紧

2.1.1 海外大矿企产量回升有限

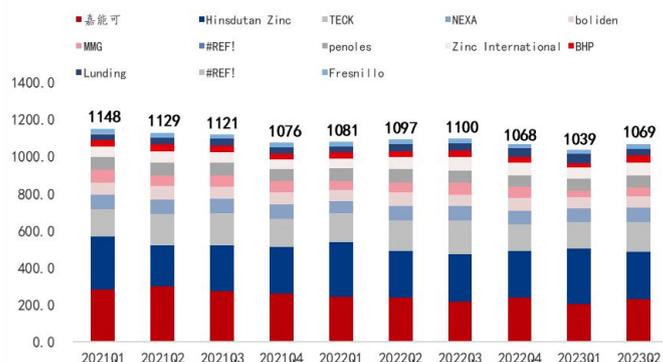
根据国际锌业组织统计数据，2023年1-8月全球锌精矿产量808.47万吨，同比下降1.5%，绝对量同比下降12.2万吨。根据兴证期货统计的海外锌矿企业的产量情况几大传统矿企的2023H1产量为210.8万吨，同比下降3.2%，绝对量下降约6.9万吨，其中二季度月均产量103.4万吨，同比下降2.5%；三季度全球锌矿月均产量103万吨，较二季度环比基本持平，同比下降2.3%。2023年锌精矿最大的新增项目Ozernoye（年化产能30万吨）目前进展快于预期，但实际释放量的时间尚未可知，2023年全年锌精矿产量预计将勉强回到正增长，当前矿端供需有进一步收紧的趋势。

图 3: ILZSG 全球锌精矿产量 (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)

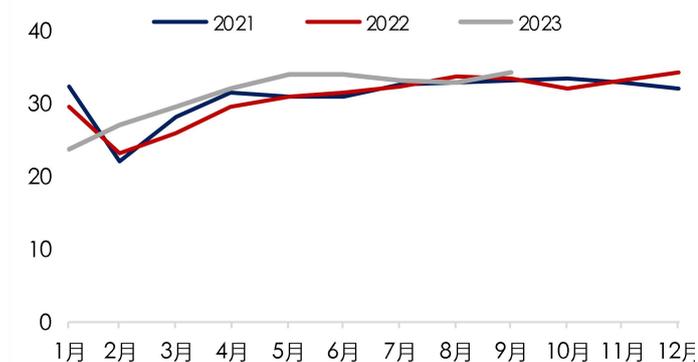


数据来源: 公开资料, 兴证期货

2.1.2 国内锌矿产量同比大增

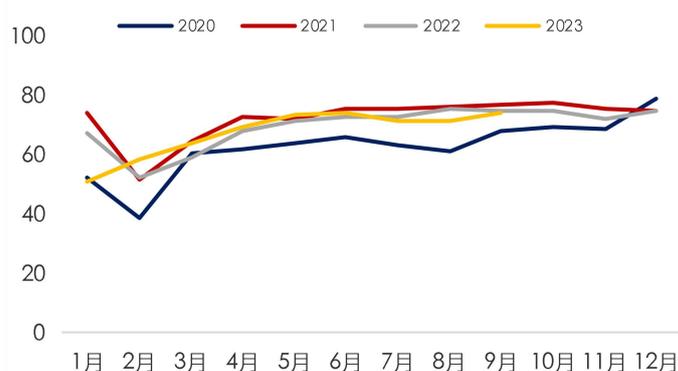
国内方面,根据 SMM 样本数据,2023 年 1-9 月中国锌精矿产量 281.11 万吨,同比增加 3.81%,绝对量增加约 11 万吨,其中三季度产量 100.4 万吨,环比二季度基本持平,同比小幅增长 1.02%。2023 年作为疫情放开后的第一年,疫情扰动开工的情况结束,同时年内受环保的影响亦较少,二季度开始国内矿山生产开工较为积极,产量同比增幅较为明显。不过国内锌矿增量产能有限,随着大部分矿山恢复正常生产,展望未来预计将维持较低增速。

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 (%)

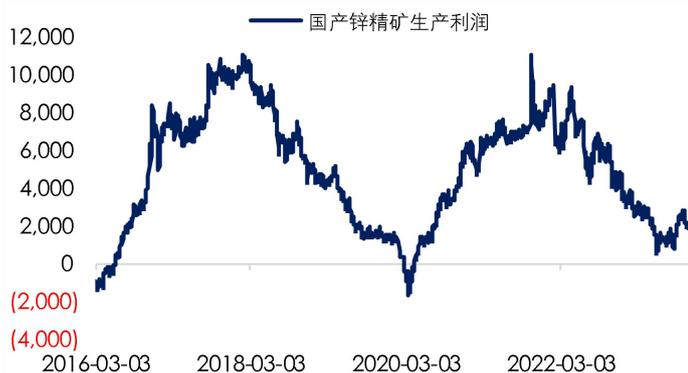


数据来源: SMM, 兴证期货

2.1.3 锌矿采选利润有所回升

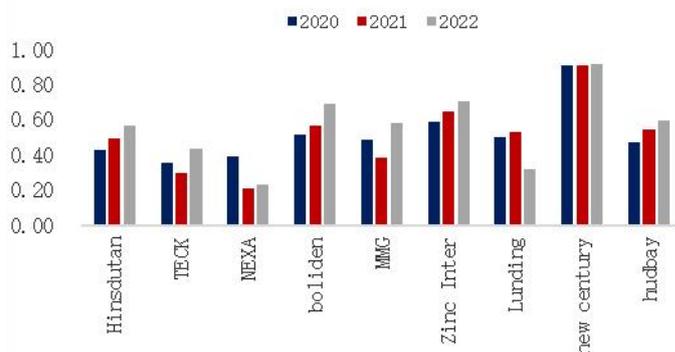
国内锌精矿采选的利润在今年 6 月触底之后快速反弹,根据 SMM 数据,截至 10 月底国内锌精矿采选利润约为 2000 元/吨,较 6 月低点 500 元/吨上行了约 1500 元/吨。整体水平依旧处在历史中低位水平。三季度国内锌精矿利润的回升是锌价上行和锌矿加工费下行共同的结果。当前锌矿的成本线预计在沪锌 17000-18000 元/吨,伦锌 2100-2200 美元/吨。

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

三季度以来国内锌精矿的加工费加速回落，截至 2023 年 10 月底，中国国产锌精矿加工费为 4750 元/吨，进口锌精矿加工费为 105 美元/吨，分别较此前高点回落了 900 元/吨和 155 美元/吨，国内锌矿供需加速收紧。一方面是由于海外锌矿的产量不及预期，冶炼复产锌矿需求增大所致，另一方面是因为国内锌冶炼产量回升，锌矿需求同步扩张。当前的进口锌精矿现货加工费已经回到历史低位。根据 SMM 数据，2023 年 1-9 月中国锌精矿进口量 353.22 万干吨，同比增加 22.78%，增补较二季度明显收窄。不过今年的中国锌冶炼签订的锌精矿年度 TC 长单价格较高，冶炼企业的利润情况良好。当前供需收紧也意味着 2024 年的锌精矿加工费长单或出现较大的回落。

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）



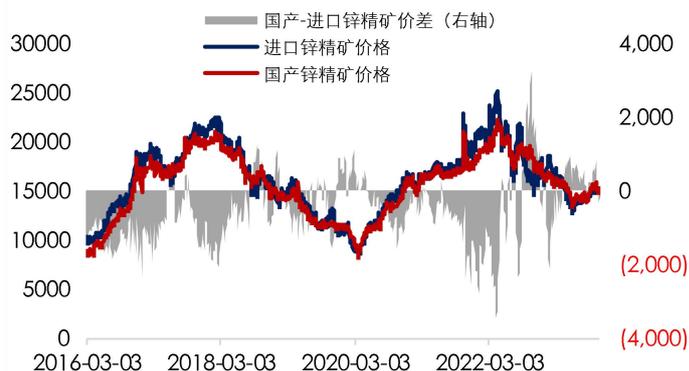
数据来源：SMM，兴证期货

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)



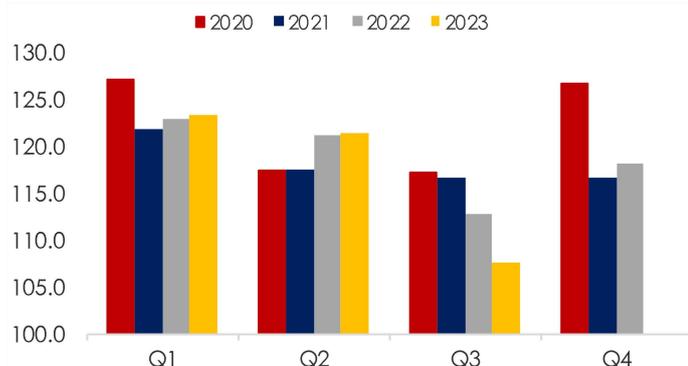
数据来源: SMM, 兴证期货

2.2 全球精炼锌冶炼产能修复

2.2.1 海外复产情况良好

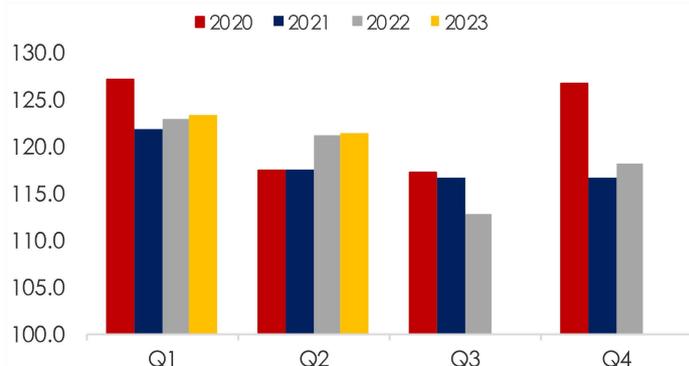
根据世界金属统计局 (WBMS) 公布的最新数据报告显示, 2023 年 8 月, 全球精炼锌产量为 111.42 万吨, 1-8 月, 全球精炼锌产量为 919.59 万吨。海外冶炼方面, 2023 年欧洲天然气价格已经回落, 9 月以来欧洲交易所天然气价格维持偏低水平、美国天然气价格上涨, 锌冶炼成本压力依然不大。宣布减产的嘉能可旗下冶炼企业, 除位于意大利的 Portovesme 因成本较高及工人问题原生锌产能或永久关闭之外, 基本都开始复产。根据嘉能可公布的半年报, 嘉能可旗下冶炼企业 2023Q2 的产量为 20.47 万吨, 同比去年增加了 3.28 万吨, 同比 2021 年减产前也增加了 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 欧洲冶炼厂产量基本和往年处在同一水平线, 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 (万吨)

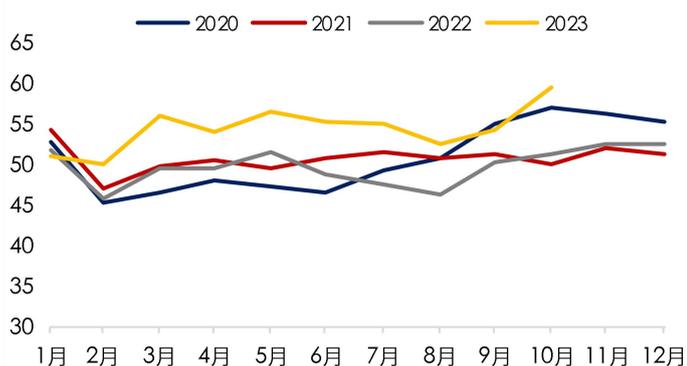


数据来源: 公开资料, 兴证期货

2.2.2 国产锌冶炼产量将维持高位

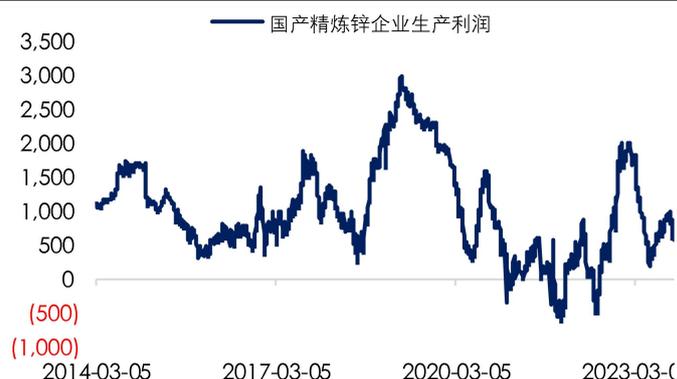
国内冶炼厂除检修外全年不停产，根据 SMM 数据，2023 年 9 月 SMM 中国精炼锌产量为 54.4 万吨，预计 2023 年 10 月国内精炼锌产量环比增加至 59 万吨以上，且 11 月产量仍维持高位，而年底南方冶炼厂也存在产能增加预期，四季度冶炼厂产量预计提升。2023 年上半年国内锌冶炼原料充足，受益于锌精矿长单加工费较高，导致国内利润水平处于历史高位。除了已有产能开工意愿高之外，国内锌冶炼端的新投产能也纷纷达产，其中金利金铅在年初基本顺利达产贡献最大增量。二季度尽管受到锌价下跌的影响，国内冶炼的盘面利润大幅下滑，但由于有锌精矿长单的支撑，冶炼厂减产意愿不高。

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

三季度随着此前检修的炼厂恢复生产，国内锌冶炼产量回升明显。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。预计后市国内锌冶炼产量将维持在高位震荡，国内锌锭供应端延续宽松的格局。

表 1: 中国锌冶炼产能变动情况 (万吨)

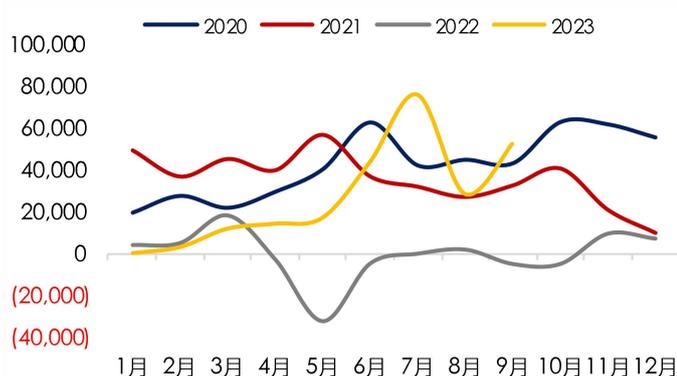
省份	炼厂	类型	性质	新增产能	投产时间
江西	江西思远	再生	爬产	1.2	
湖南	湖南皓钰	再生	爬产	5	
广西	梧州永鑫	再生	新建	5	23H1
四川	鑫美科技	再生	新建	10	
河南	金利金铅	原生	新建	15	
广西	南丹吉朗	再生	增产	2	23H2
广西	南方有色	原生	新建	30	2024

数据来源: SMM, 兴证期货

2.3 锌锭进口维持高位

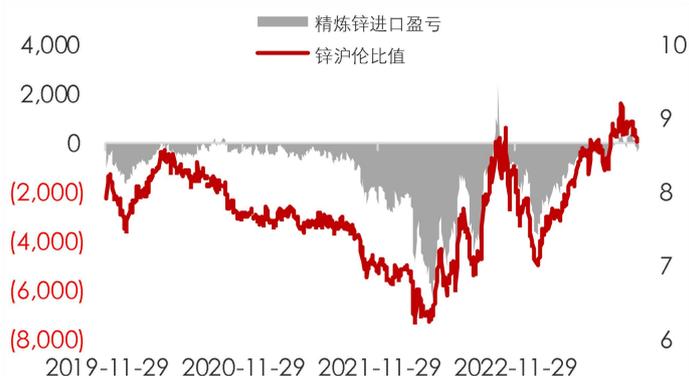
根据海关数据，9月锌锭进口量53096吨，同比增加1084.12%。2023年1-9月中国锌锭合计进口量257408吨，同比上升338.96%，1-9月中国锌锭合计出口量5327吨，同比下降92.67%，两相合计之下锌锭2023年1-9月累计净进口量252082吨，去年同期为出口14035吨。三季度锌锭的内外比价继续朝着内强外弱的走势演进，9月国内锌锭的进口盈利窗口，预计四季度国内锌锭进口量将继续维持高位。

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 10 月 27 日，全国七地锌库存总量为 9.69 万吨，较今年 2 月的高点下降近 10 万吨，依旧处在疫情后以来的绝对低点。相对地锌冶炼厂的厂内库存呈现则维持在相对高位的 6.58 万吨。保税和国内下游加工端的库存变化不大。综合来看，在经历了上半年的超预期去库存之后，国内库存基本较为稳定，但全产业库存维持在低位的格局并没有改变，反映了今年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)



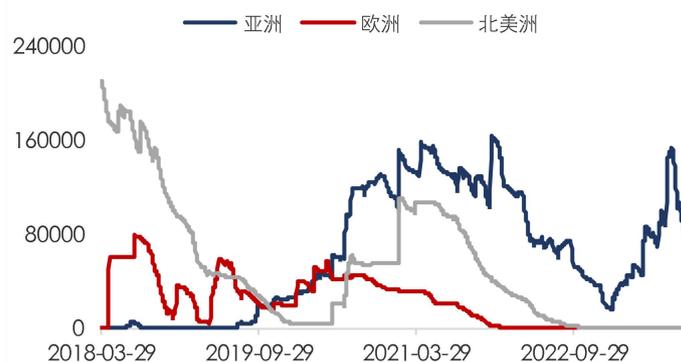
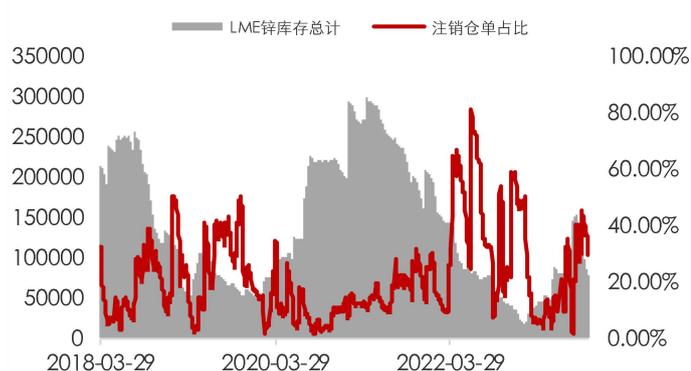
数据来源: SMM, 兴证期货研

3.2 LME 库存超预期去库存

海外方面, LME 库存自 9 月以来超预期地大幅去库, 截至 10 月底, LME 库存降至 76525 吨, 较今年的高点已经下降了 77050 吨。降幅主要就是来自亚洲库存, 受到内外比价的影响, 三季度以来国内进口锌锭量大幅上升, 大部分就来自 LME 的亚洲库存。随着海外库存的延续去库, 预计后市内强外弱的格局将逐步扭转。

图 23: LME 锌库存总计 (吨)

图 24: LME 精炼锌分区域库存 (吨)



数据来源: LME, 兴证期货

数据来源: LME, 兴证期货

4. 需求篇

4.1 初端加工改善有限

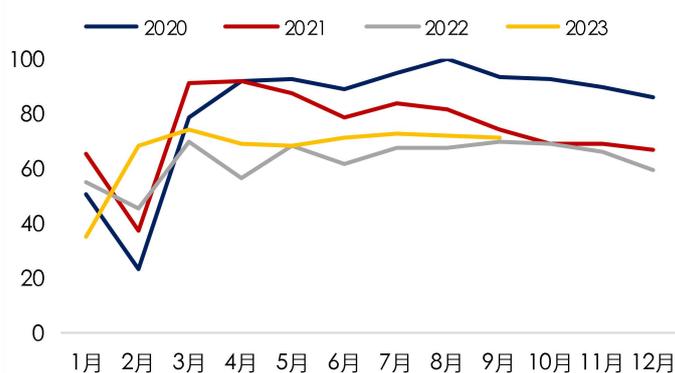
2023 年三季度国内锌的初端加工改善较为有限。环保问题导致的镀锌减产有所改善，但部分企业复工后的开工依旧受到影响，节后以来镀锌整体维持偏弱运行。不过万亿国债的落地对黑色系的信心提振有一定帮助。压铸锌合金依旧受到房地产订单影响，9 月开工率 31.02%，环比优速改善，主要原因是人民币贬值，还有圣诞节订单增加，整体带动了出口订单好转。氧化锌部分则有轮胎需求的支撑，轮胎出口同比仍处于高位，对氧化锌企业带来底部支撑作用。

图 25: SMM 镀锌周度产量 (吨)



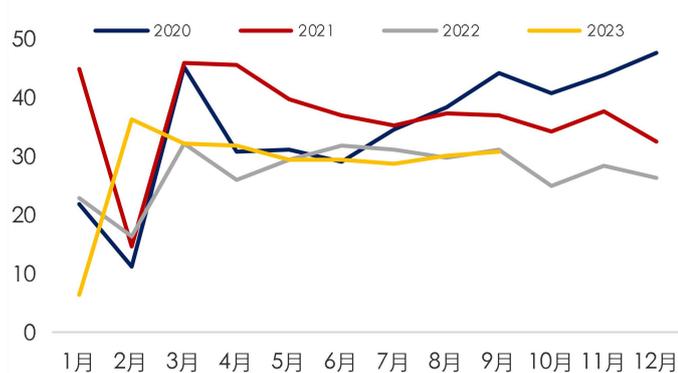
数据来源: SMM, 兴证期货

图 26: SMM 镀锌月度开工率 (%)



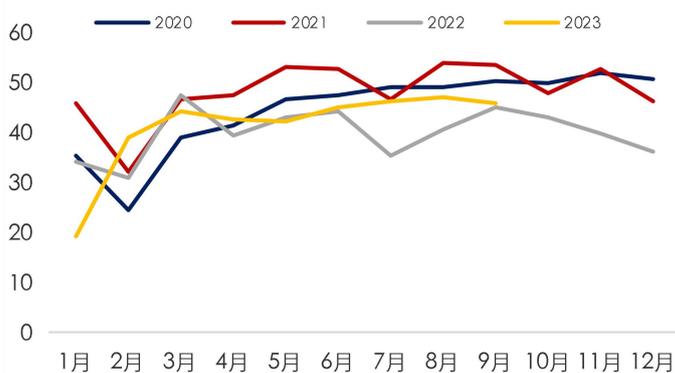
数据来源: SMM, 兴证期货

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

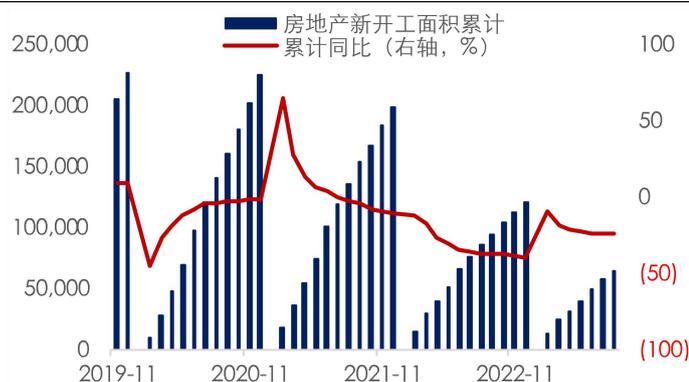
4.2 地产需求延续弱势

2023 年 1-9 月, 商品房销售面积同比-7.5%, 降幅较 1-8 月扩大 0.4 个百分点。9 月单月销售面积同比-10%, 降幅较 8 月收窄 2 个百分点。2023 年 1-9 月, 房地产开发投资为 87269 亿元, 同比 -9.1%, 降幅较 1-8 月扩大 0.3 个百分点。土地市场持续冷淡, 拿地主力仍是国央企。施工和竣工方面, 2023 年 1-9 月, 房屋新开工同比-23.4%, 仍较疲软, 但降幅较 1-8 月收窄 1.0 个百分点, 略有改善; 而竣工面积同比+19.8%, 较 1-8 月提升 0.6 个百分点, 表现依旧强劲。整体来看, 尽管 8-9 月国内的政策出台较多, 但地产的实际复苏尚未带来。

2023 年下半年以来, 多层次地产政策充分发力, 但潜在购房者观望情绪仍较重。但在楼市“不起不休”的导向下, 政策仍将发力, 方向为重点城市放松限购、利率继续下调, 核心是让刚需上车。地产销售面积或难回到受棚改货币化影响的 2016-2021 年每年 17 亿平需求中枢, 但在改善及更新需求的支撑下预计在 2024 年延续修复的态势。

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）

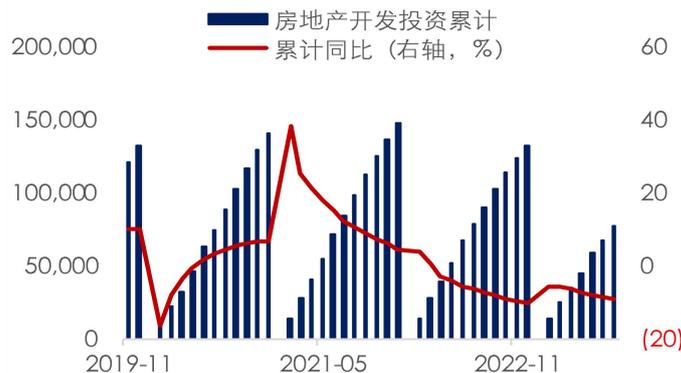


数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 31：中国商品房销售面积（万平方米）

图 32：中国房地产开发投资额（亿元）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

4.3 家电出口继续回暖

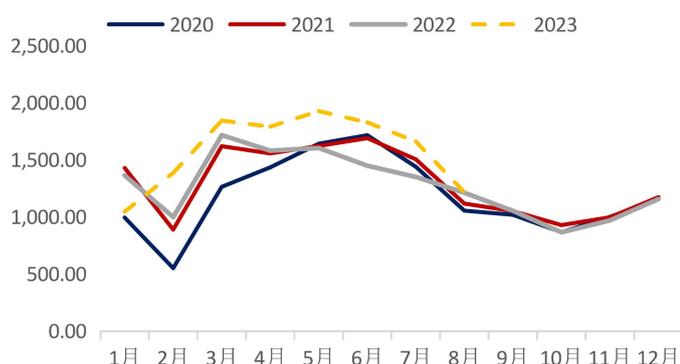
9 月我国家电出口加速回暖，根据海关总署数据，202 年 9 月中国出口家用电器 35304 万台，同比增长 23.6%。其中出口空调 229 万台，同比增长 21.1%；冰箱 609 万台，同比增长 55.8%；洗衣机 28 万台，同比增长 50.2%。

根据产业在线数据，11 月份家用空调排产 1054 万台，较去年同期实绩下降 4.3%；冰箱排产 743 万台，较去年同期实绩增长 19.2%；洗衣机排产 654 万台，较去年同期生产实绩增长 9.9%。冰箱、洗衣机排产增长主要来自出口端，分别较去年同期实绩增长 46.6%、19.8%，补库需求、中国出口均价的走低、汇率的贬值以及航运的低位都提高了产品的竞争力。

内销方面，9 月社会消费品零售总额 39,826 亿元，同比增长 5.5%，其中家电表现相对较弱，9 月家用电器和音像器材类商品零售额同比下滑 2.30%。考虑到近期房地产宽松政策接连出台，相信随着各地政策落地，核心城市地产政策有望进一步松绑，叠加双十一临近，国内家电

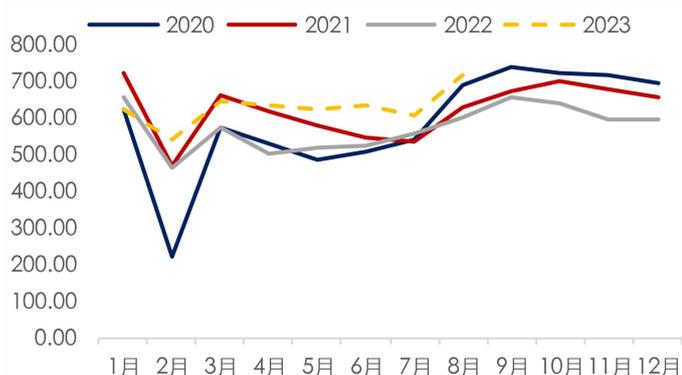
需求有望修复。

图 33: 中国空调销量 (万台)



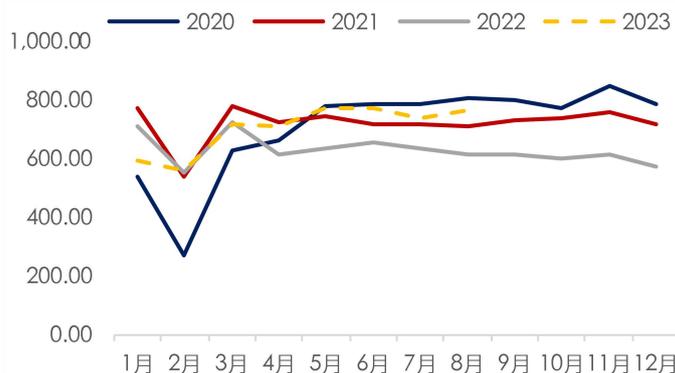
数据来源: WIND, 兴证期货

图 35: 中国洗衣机销量 (万台)



数据来源: WIND, 兴证期货

图 34: 中国冰箱销量 (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 万亿国债提振基建消费预期

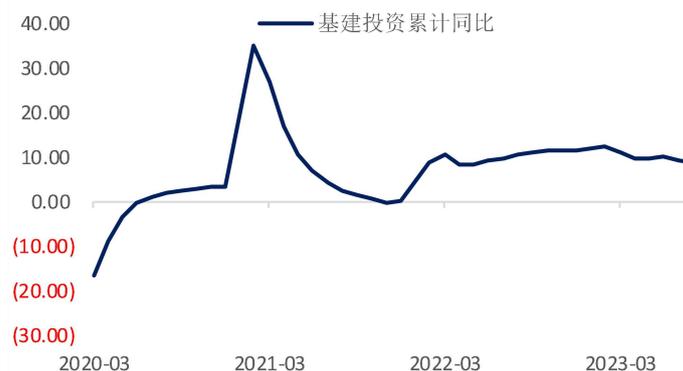
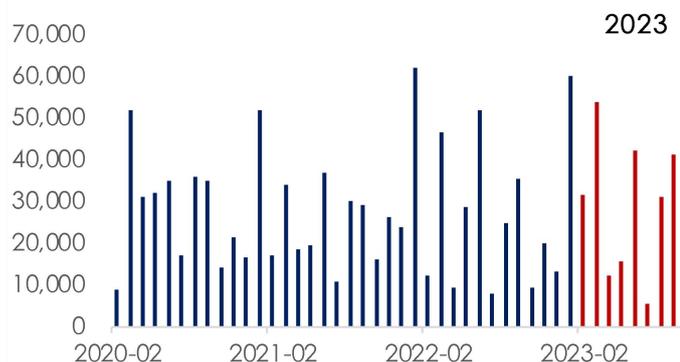
2023 年 1-9 月份基建投资增速 6.2%，其中能源投资增速 25%，水利投资减少 0.1%，交通领域投资稳定增长 11.6%，开工项目投资额环比增长 15.6%。受专项债发行偏慢，项目开工落地不及预期的影响，基建增速自年初开始逐月下滑，9 月新开工增速略不及预期。

不过近期基建中央财政公布 Q4 将增发 1 万亿国债（其中今年安排 5000 亿元，另外 5000 亿结转至明年），支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，预计 2023 年财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右此前按照监管要求，至 10 月底今年新增 3.85 万亿专项债额度需要发行完毕截至目前已发行 3.65 万亿元，预计可以基本完成发行目标，11-12 月将大概率迎来增量资金。Q4 的增量资金将推动基建项目集中于 11-12 月开工，预计 2024 年初的开工高峰将再一次提前至今

年年末基建增速有望在 12 月企稳回升，对于镀锌消费将是一大提振。

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 9 月产销创新高

根据中汽协数据, 9 月中国汽车产销延续增长态势, 产销量均创历史同期新高。9 月份, 汽车产销分别完成 285 万辆和 285.8 万辆, 环比均增长 10.7%, 同比分别增长 6.6%和 9.5%。1 至 9 月, 汽车产销分别完成 2107.5 万辆和 2106.9 万辆, 同比分别增长 7.3%和 8.2%。其中新能源汽车产销分别完成 87.9 万辆和 90.4 万辆, 同比分别增长 16.1%和 27.7%, 市场占有率达到 31.6%。1 至 9 月, 新能源汽车产销分别完成 631.3 万辆和 627.8 万辆, 同比分别增长 33.7%和 37.5%, 市场占有率达到 29.8%。

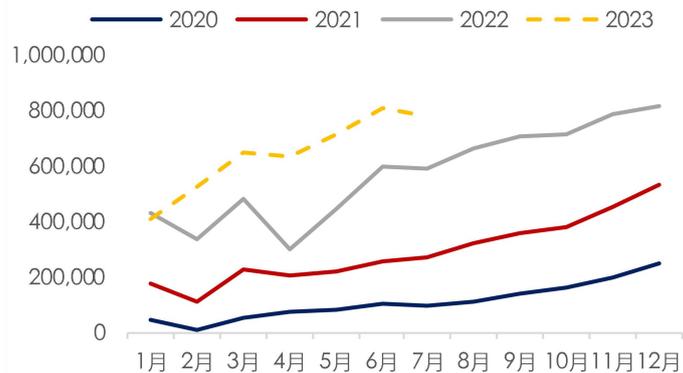
10 月后半月日均汽车零售表现好于预期。近期的房地产刺激政策力度较大但投资房产风险大, 购车消费需求替代居民炒房投资的趋势愈发明显。并且随着诸如华为 M7, 比亚迪仰望等亮点车型的重磅推出, 全民汽车消费需求依然旺盛。并且政策端, 近期国家提出稳定燃油车消费, 百姓购燃油车有利于中低端车市的恢复, 中低端车市也是稳定消费的关键。在多方利好因素共同刺激下, 秋季车市依然看好。

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。