

2023年3月5日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com



内看供弱需强，外防利多出尽

内容提要

截止2月28日，国内白糖3月合约收5937元/吨，较1月31日上涨1.24%；国内白糖5月合约收5949元/吨，较1月31日上涨1.35%。2月以来，内盘呈现contango结构。

截止2月28日，ICE原糖3月合约收22.1美分/磅，较1月31日上涨1.38%；ICE原糖5月合约收20.01美分/磅，较1月31日下跌2.29%。2月以来，外盘呈现backwardation结构。

步入3月，国内提前收榨且库存预期将减少；国内经济复苏信心强劲；阿拉伯斋月将至，但印度出口无望、国际贸易流趋紧；巴西新榨季未至，国内期货价格或将向近月强远月弱发展，预计将呈现backwardation结构。

白糖目前处于上有压力下有支撑的现状，基本上随着中国和东南亚榨季进入尾声，供给利多消息已基本出尽，贸易流趋紧预期已计价，进入3月后，市场交易焦点将转向巴西新榨季增产预期和恢复燃料税后对“油-醇-糖”逻辑的后续影响。虽然印度的消息面上不断释放供给利多，但就2月实际产出数据来看，仍为小幅增产。谨防3月印度在供给方面出现“弱预期强现实”的预期差。

操作建议

单边操作可在震荡区间内考虑高抛低吸，白糖主力（5950-6170）。套利策略方面可关注5月-9月价差做扩。

风险提示

南美天气；产地出口政策；国际能源价格等。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、基本面分析

1、行情综述

截止2月28日，国内白糖3月合约收5937元/吨，较1月31日上涨1.24%；国内白糖5月合约收5949元/吨，较1月31日上涨1.35%。2月以来，内盘呈现contango结构。

截止2月28日，ICE原糖3月合约收22.1美分/磅，较1月31日上涨1.38%；ICE原糖5月合约收20.01美分/磅，较1月31日下跌2.29%。2月以来，外盘呈现backwardation结构。

受国外糖价上涨及春节消费复苏预期提振，郑糖期货价格在春节第一个交易日跳空高开后一路震荡上行，涨势至2月末于6000点关口受阻。从技术角度来看，白糖主力月K线实现三连阳，MACD于3月处于0轴上方金叉，RSI指标金叉离80上轨仍有一段距离。

梳理2月以来的基本面消息，国际糖价2月主要由印度产量和出口主导，印度22/23榨季产量增长预期被现实证伪。ISMA最终调低产量，印度减少第二批出口配额预期落地。国内虽处于消费淡季，但是广西糖产提前收榨的天数及厂家数量超出预期，供应趋紧支撑国内糖价居高不下。

国内现货方面，2月以来，广西南宁白糖基差走强，由负转正；云南昆明白糖基差相对较弱，保持负基差状态。由于广西今年糖厂提前收榨日期较早且厂数较多，导致广西产地的现货糖价较高。而云南糖厂则压榨情况较好，产地现货价格较低。

仓单方面，截止2月28日，郑商所注册仓单量为36707张，有效仓单预报量为9018张，处于近五年较高水平。美国商品期货交易委员会(CFTC)最新报告显示，截至1月31日当周，11号糖非商业多头持仓共333718.00张，较前一周增长63568张；11号糖非商业空头持仓共86646.00张，较前一周增长1580张。多头持仓处于近五年来历史高位。

图 1：白糖主力合约日 K 线



资料来源：ifind，优财研究院

图 2：白糖主力合约月 K 线



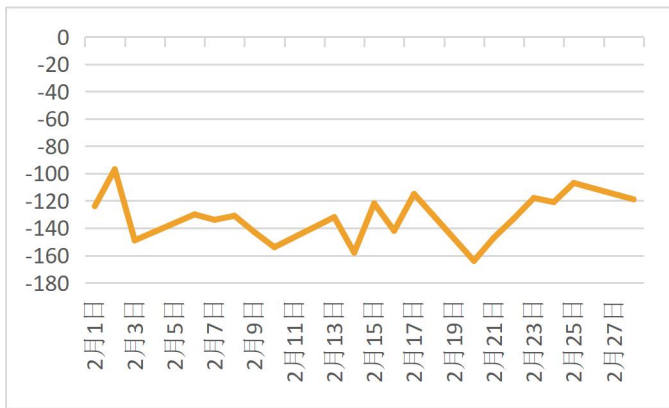
资料来源：ifind，优财研究院

图 3：2 月白糖现货价格走势（元/吨）



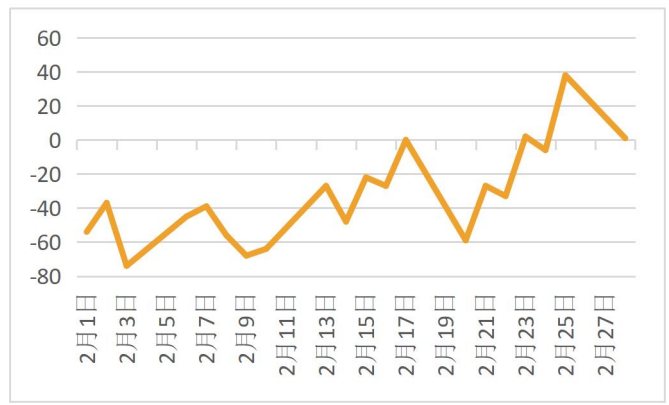
资料来源: ifind, 优财研究院

图 5：2 月（昆明）基差走势（元/吨）



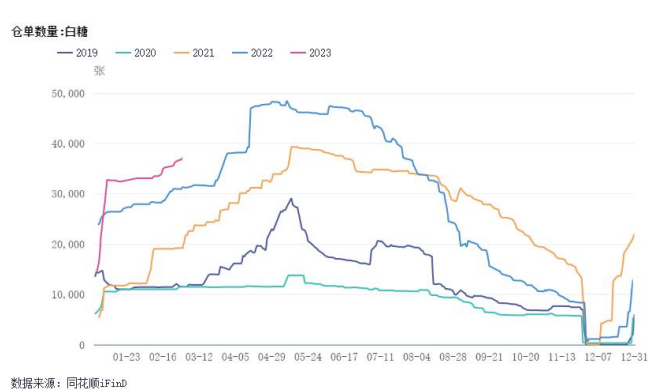
资料来源: ifind, 优财研究院

图 4：2 月（南宁）基差走势（元/吨）



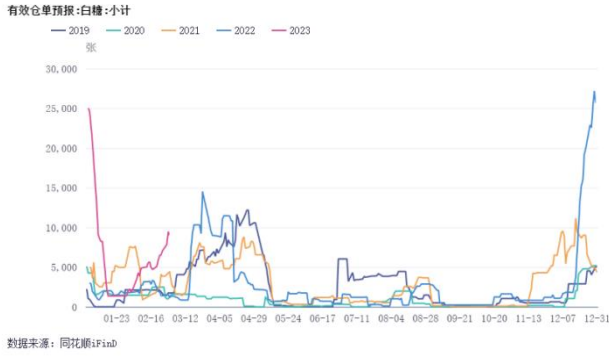
资料来源: ifind, 优财研究院

图 6：白糖仓单数量季度性图表（张）



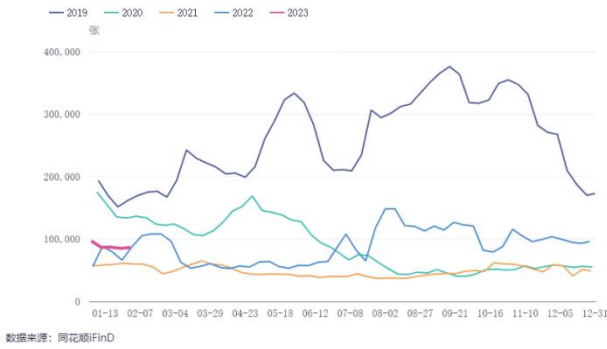
资料来源: ifind, 优财研究院

图 7：白糖有效仓单预报季度性图表（张）



资料来源: ifind, 优财研究院

图 9：CFTC 非商业空头持仓季度性图表（张）



资料来源: ifind, 优财研究院

图 8：CFTC 非商业多头持仓季度性图表（张）



资料来源: ifind, 优财研究院

2、本月重要信息回顾

国际消息

2月3日，巴西农业部表示，巴西政府已终止对进口燃料乙醇的免税政策，进口乙醇现在必须缴纳16%的进口关税，立即生效。

观点：中性偏空。

2月8日，据印度快报报道，预计马邦本榨季的食糖产量或将低于预期。由于马邦的甘蔗单产减少，预计该邦糖厂压榨运营时间将缩短，食糖产量可能会低于最初的预期。

此前，市场预计马邦本榨季开榨的202家糖厂将生产1380万吨食糖。然而，在最新预测中，预计马邦本榨季食糖产量为1220万吨至1250万吨，低于上榨季。

观点：利多。

2月10日，泰国甘蔗及糖业委员会（OCSB）表示，预计泰国本榨季食糖出口量将较上榨季增加17%，至900万吨。

观点：利空。

2月15日，印度食品部长Sanjeev Chopra表示，在评估国内产量后，将在下个月召开会议来决定是否增加2022/23榨季的食糖出口配额。印度食品部此前仅批准了2022/23榨季600万吨的食糖出口配额。而去年印度出口了创纪录的1100万吨食糖。

观点：中性偏多。

2月23日，分析机构Fitch Solutions 23日发布的报告中表示，预测今年原糖均价将上涨2%，因为包括欧洲和印度在内的多个地区的产量可能会下降，而中国的需求应该会复苏。Fitch Solutions表示，其认为原糖均价将从去年的18.6美分/磅上涨到今年的19美分/磅。Fitch Solutions表示，预计巴西本榨季的食糖产量将达到3810万吨，同比增长7.6%。

观点：中性偏多。

2月24日，分析机构Stone X在一份报告中表示，预计今年巴西含水乙醇的消

费量将较去年增长 5.4%，达 164 亿升。Stone X 称：“2023/24 榨季开始后，甘蔗产量的提升和含水乙醇供应的增加将推动这种生物燃料的使用量增加。”该机构预计，2023/24 榨季巴西中南部地区甘蔗产量为 5.882 亿吨，较上一年度增加 5.5%。

观点：中性。

国际糖业组织(ISO)最新季度报告显示，预计 2022/23 年度(10 月/次年 9 月)全球糖市供应过剩 420 万吨，低于上次在 2022 年 11 月预估的过剩 620 万吨，主要因部分国家产量低于预期。

观点：利多。

2 月 27 日，全印度糖业贸易协会(AISTA)表示，预计印度 2022/23 榨季的食糖产量将较此前预测的 3450 万吨下降 100 万吨，至 3350 万吨，比 2021/22 榨季的实际产量 3580 万吨低 230 万吨。AISTA 表示，马邦和卡纳塔克邦产量下降的主要原因是甘蔗产量和产糖率较低。

观点：利多。

2 月 28 日，法国甜菜种植组织 CGB 负责人 Nicolas Rialland 表示，尽管收购价格上涨，但法国今年甜菜种植面积减少了 6%~7%，甜菜种植户因作物受损和农药使用限制而望而却步。根据官方数据显示，6%的降幅将使得甜菜的种植面积降至 37.8 万公顷，为 2009 年以来最低水平。2022 年法国甜菜的种植面积为 40.2 万公顷。

观点：中性偏多。

2 月 28 日，巴西政府决定 3 月恢复征收 75%的汽油和 21%的乙醇联邦税，叠加 PETROBRAS (巴西国家石油公司)下调汽油出厂价的影响，汽油价格最终增幅 0.34 雷亚尔/升，而含水乙醇价格增幅仅 0.02 雷亚尔/升，对巴西新榨季糖醇比例的影响甚微。

观点：中性偏空。

2 月 28 日，全印度糖业贸易协会副主席 Rahil Shaikh 表示，马哈拉施特拉邦和卡纳塔克邦的产量下降主要是由于甘蔗单产下降。在向全球市场销售了 610 万吨糖之后，印度今年不可能允许更多糖出口。

观点：利多。

国内消息

2月3日讯，2022/23榨季截至1月底，内蒙古12家糖厂已经全部停机，累计收购甜菜442万吨，同比增加52万吨；累计产糖58.3万吨，同比增加11.3万吨；产糖率13.22%。截至1月底内蒙古累计销糖17.4万吨，同比减少18.5万吨；产销率29.85%，同比下降46.53%；工业库存40.9万吨，同比增加29.8万吨。。

观点：中性。

截至2月28日，广西2022/23榨季已收榨糖厂达40家，同比增加34家，较2020/21榨季增加17家；未收榨糖厂33家，榨蔗能力为24.4万吨/日。

观点：利多。

3、国内库存、开工情况及进口

截至 2023 年 1 月末，全国食糖新增工业库存 329 万吨，同比增加 6.74 万吨。

从下图的库存可以看出在 2023 年 1 月我国食糖库存处于近年平均水平，其次我们根据巴西 1 月及 2 月披露的出口量、广西和云南 1-2 月的产销量，线性外推 2 月份的工业库存。

根据巴西经济部外贸秘书处披露，巴西 2023 年 1 月的糖和糖蜜出口量为 211.9 万吨或 9.634 万吨/日，比 2022 年 1 月（6.426 万吨/日）高出 49%以上；巴西 2023 年 2 月的糖和糖蜜出口量为 114.7 万吨或 6.375 万吨/日，比 2022 年 2 月（9.072 万吨/日）下降 29%以上。

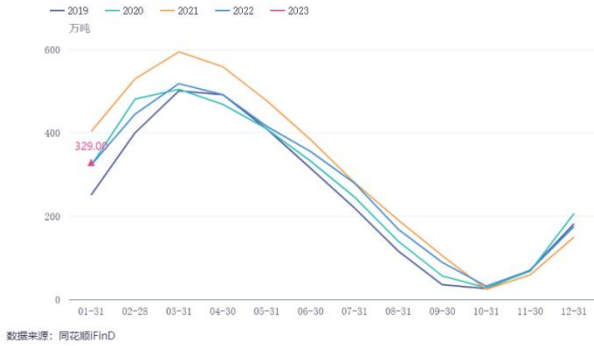
2022/23 年榨季截至 2 月底，广西 2 月单月产糖 146.56 万吨，同比增加 14.8 万吨；2 月销糖 54.5 万吨，同比增加 19.44 万吨；月度工业库存 289.95 万吨，同比减少 38.51 万吨。云南 2 月单月产糖约 42.10 万吨，同比增加 6.07 万吨；2 月份单月销售食糖 12.72 万吨，同比增 1.9 万吨。内蒙古 2 月甜菜糖工业库存 36.2 万吨，同比增加 27 万吨。

以上述数据测算，2 月全国食糖新增工业库存预期将在 400 万吨左右，同比下降约 9%-11%。由于今年广西提前收榨日期较早且收榨厂数较多，预计 2 月末至 3 月初今年国内库存将达到顶峰。

截至 2 月末，广西 2022/23 榨季已收榨糖厂达 40 家，同比增加 34 家，较 2020/21 榨季增加 17 家；未收榨糖厂 33 家，榨蔗能力为 24.4 万吨/日。云南 50 家糖厂全部开榨，同比持平。开榨糖厂累计产能合计 17.22 万吨/日，同比增加 0.62 万吨/日。

截止 2022 年 12 月，海关数据显示中国食糖进口量为 520,000 吨，环比减少 210,000 吨。从近五年来看，食糖进口量处于季节性平均水平。

图 10: 全国食糖新增工业库存季节性分析 (万吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 12: 糖月度进口量季节性分析 (吨)



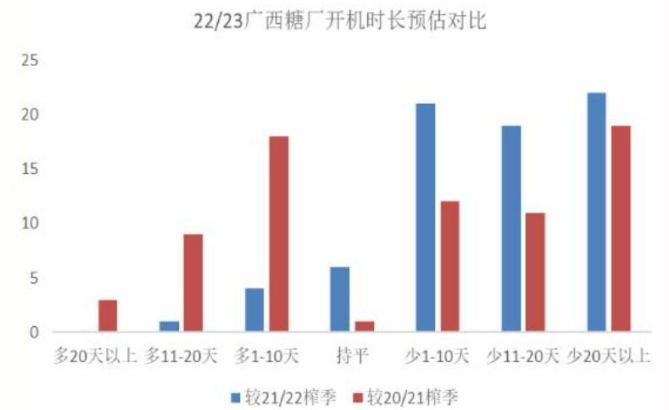
资料来源: ifind, 优财研究院

图 11: 22/23 广西糖厂开机时间预估对比



资料来源: 沐甜科技, 优财研究院

图 13: 22/23 广西糖厂开机时间预估对比



资料来源: 沐甜科技, 优财研究院

4、产地供需情况

巴西：燃油税落地尚起涟漪

根据 UNICA 数据，截至 2 月 16 日，22/23 榨季巴西累计甘蔗产量为 10,849.36 万吨，较 21/22 榨季同期 10,452.33 万吨增长 3.80%。22/23 榨季巴西累计产糖 6700.6 万吨，较 21/22 榨季同期 6412.2 万吨增长 4.50%。产糖率同比提升约 0.71 个百分点。

巴西对外贸易秘书处(Secex)公布的数据显示，2023 年 2 月份巴西出口糖 114.76 万吨（上年 2 月份出口量为 172.37 万吨），同比降 33%，日均出口量为 6.38 万吨，较上年 2 月全月的日均出口量 9.07 万吨减少 30%。另，巴西在 2023 年 1 月（22 个工作日）出口了 211.9 万吨糖和糖蜜，日均出口量为 9.634 万吨/日，比 2022 年 1 月（6.426 万吨/日）高出 49%以上。

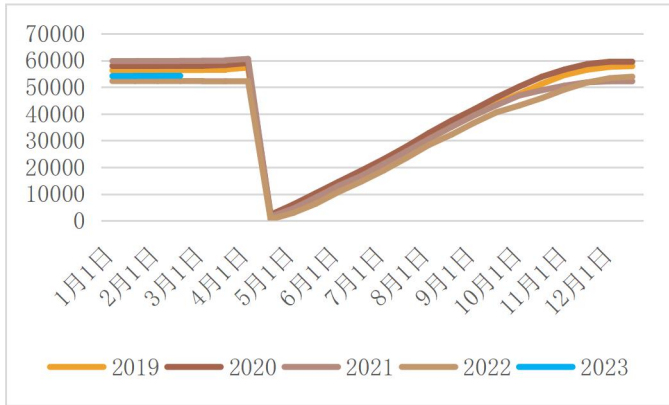
22/23 榨季巴西甘蔗压榨已基本结束，从数据上看，巴西 2 月产量基本符合市场预期。但由于中国今年春节在 1 月份，商家备货提前，巴西 2 月出口对比 1 月出口数据出现明显回落。在印度出口量悲观、全球贸易流收紧预期下，新榨季开始前的巴西进入供弱需强的阶段。

2 月 28 日，巴西政府颁布了为期 120 天燃油税临时措施。根据这些措施，巴西政府将部分恢复对汽油和乙醇燃料的征税。在巴西出售的每升汽油和每升乙醇燃料将分别被征收 0.47 雷亚尔（1 雷亚尔约合 1.33 元人民币）和 0.02 雷亚尔的税项。政府还决定针对巴西的原油出口征收 9.2%的税收，以鼓励本国公司在巴西境内进行石油炼化活动。目前来看，叠加 PETROBRAS（巴西国家石油公司）下调汽油出厂价的影响，汽油价格最终增幅 0.34 雷亚尔/升，而含水乙醇价格增幅仅 0.02 雷亚尔/升，对巴西新榨季糖醇比例的影响甚微，后续需关注 ICMS 州税政策的调整方向。

今年 1 月初至 2 月末，根据巴西国家石油、天然气和生物燃料机构（ANP）的数据，巴西各区域醇油比始终处于 70%阈值之上。截至 2 月末，巴西无水乙醇折糖价约为 20.44 美分/磅。巴西生厂商尚无倾向制更多乙醇的动机。

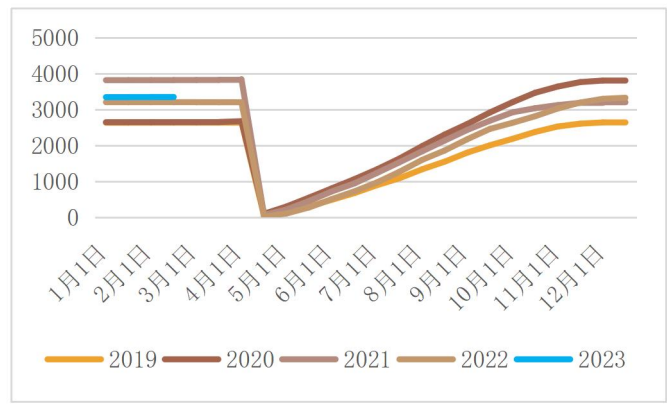
巴西进入 3 月后，1-7 天的预测降雨量并未出现异常降水现象。

图 14: 巴西中南部甘蔗双周入榨量 (万吨)



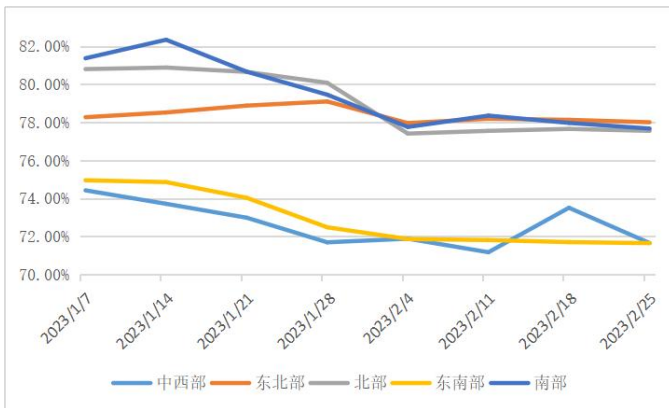
资料来源: WIND, 优财研究院

图 15: 巴西中南部白糖双周产量 (万吨)



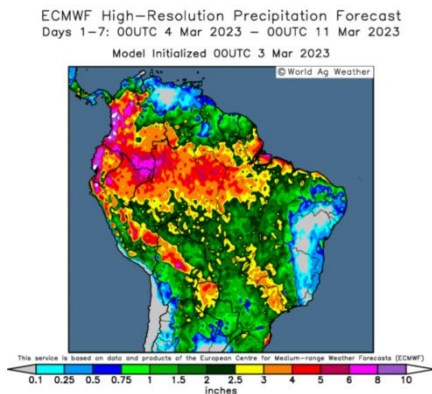
资料来源: WIND, 优财研究院

图 16: 巴西周度醇油比 (%)



资料来源: ANP, 优财研究院

图 27: 巴西未来 1-7 天预测降水量



资料来源: worldagweather, 优财研究院

图 18: 巴西糖双周生产情况总览

Product	South-Central region			São Paulo			Others states		
	2021/2022	2022/2023	Var. (%)	2021/2022	2022/2023	Var. (%)	2021/2022	2022/2023	Var. (%)
Sugarcane ¹	522,616	542,468	↑ 3.80%	298,620	311,359	↑ 4.27%	223,997	231,109	↑ 3.18%
Sugar ¹	32,061	33,503	↑ 4.50%	21,492	22,468	↑ 4.54%	10,569	11,035	↑ 4.41%
Anhydrous ethanol ²	10,905	11,976	↑ 9.81%	5,608	5,835	↑ 4.04%	5,297	6,141	↑ 15.92%
Hydrous ethanol ²	16,209	16,118	↓ -0.56%	6,310	5,995	↓ -5.00%	9,898	10,123	↑ 2.27%
Total ethanol ²	27,114	28,094	↑ 3.61%	11,918	11,830	↓ -0.74%	15,196	16,264	↑ 7.03%
TRS ¹	74,727	76,568	↑ 2.46%	42,943	43,835	↑ 2.08%	31,785	32,733	↑ 2.98%
TRS/ ton of sugarcane ³	142.99	141.15	↓ -1.29%	143.80	140.79	↓ -2.10%	141.90	141.64	↓ -0.18%
Share % sugar	45.03%	45.92%	↑	52.53%	53.79%	↑	34.90%	35.38%	↑
Share % ethanol	54.97%	54.08%	↓	47.47%	46.21%	↓	65.10%	64.62%	↓
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	46.06	44.70	↓ -2.95%	39.91	37.99	↓ -4.81%	54.26	53.74	↓ -0.95%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	61.35	61.76	↑ 0.67%	71.97	72.16	↑ 0.26%	47.18	47.75	↑ 1.20%

资料来源: UNICA, 优财研究院

印度：减产减出口预期落地，谨慎以对“弱预期强现实”

据 ISMA，截至 2 月 28 日印度当榨季累计实际糖产量（去除转化为乙醇的部分）约为 2576 万吨，较去年同期增长 46 万吨。全印度糖厂在榨数量为 467 家，较去年同期减少 17 家。

印度 2 月以来产出下降的消息不断发酵，由于去年拉尼娜现象扰动天气，使印度马邦和卡纳塔纳邦在去年 10 月遭遇异常降雨量，马邦将食糖的产量预估下调 9% 至 1250 万吨，低于先前预期的 1380 万吨。卡纳塔克邦今年的食糖产量估计为 550 万吨，同比减少 14%。第二大生产邦北方邦今年的食糖产量预计在 1000 万吨左右，与去年的产量几乎持平。

2022/23 榨季，截至 2 月末，马邦产量为 951 万吨，同比减少 22 万吨。马邦官员表示，“在索拉布尔地区有 13 家糖厂收榨，另外 20 家糖厂将在两周内收榨。”并称，该邦所有糖厂将在 3 月底前全面停榨。在 2021/22 榨季，马邦糖厂的榨糖工作一直持续到 6 月中旬。

根据印度政府官员 Saraogi 透露，如果本榨季产量超过 3400 万吨，政府在 4 月份看到足够的库存，很可能批准多达 100 万吨的新增出口。然而，2 月末，全印度糖业贸易协会 (Aista) 表示，本榨季印度可能只会生产 3350 万吨。Aista 副主席 Rahil Shaikh 表示，大约 450 万吨蔗糖被用于乙醇生产，政府优先考虑乙醇和国内食糖市场，而不是出口。食糖贸易商 Alvean 表示，目前该机构预计印度产量为 3350 万吨，但是不排除最终产量会下调至 3300 万吨以下。

2 月 14 日，印度经济统计局在最新报告中上调了本榨季印度甘蔗的预期产量，由（22 年 9 月 21 日）的 46.50 亿吨上调至 46.88 亿吨。甘蔗产量的提升为印度能否达标 3400 万吨产量提供了一线希望。

综合来看，本榨季印度第二批出口配额最多为 100 万吨，不下发第二批配额的概率较高。相较 21/22 榨季印度 1120 万吨的出口配额，22/23 榨季同比将减少 420-520 万吨，对全球贸易流带来较大的缺口。印度双减预期落地，期货市场已充分计价，跟踪印度甘蔗提产及高频产量数据，关注 3 月份是否出现供给的弱预期强现实。

图 19: 印度当榨季糖厂开工数及累计产量 (万吨)

Sugar Production as on 28th February (In lac tons)

Sl.No.	State	No. of Working Factories		Actual Sugar Production (after Diversion)		Estimated Sugar Diversion into ethanol		Net estimated Sugar Production (without Diversion)	
		2022-23	2021-22	2022-23	2021-22	2022-23	2021-22	2022-23	2021-22
1	Uttar Pradesh	113	112	70.0	68.6	9.7	7.7	79.7	76.3
2	Maharashtra	180	197	95.2	97.2	9.0	7.2	104.2	104.4
3	Karnataka	52	60	51.2	50.8	8.8	6.3	60.0	57.1
4	Others*	122	115	41.2	36.4	1.0	0.7	42.2	37.1
Total		467	484	257.6	253.0	28.5	21.9	286.1	274.9
Increase		-17		4.6		6.6		11.2	

*Others include -Tamil Nādu, Gujarat, A.P., Telangana, Bihar, Punjab, Haryana, Rajasthan, M.P., Chhattisgarh, Uttarakhand & Odisha

资料来源: ISMA, 优财研究院

中国：消费复苏春暖花开，提前收榨供给趋紧

今年以来，国内市场逐渐呈现需强供弱的现象。春节期间火爆的消费及旅游盛况，2月各行业PMI均超预期，展现出生产商及下游消费的信心在疫情放开后出现了显著回升。国内用糖量占比最高的饮料行业产值连年高速增长，2022年饮料类商品零售产值，高于2019年以来的历年水平。2023年1月，广西、云南、内蒙（甜菜糖）三大主产地的糖销量数据，均高于近2019年以来的平均水平。

22/23榨季在3月后将步入尾声，今年广西出现了大规模的糖厂提前收榨现象，截至2月28日，广西2022/23榨季已收榨糖厂达40家，同比增加34家，较2020/21榨季增加17家；未收榨糖厂33家，榨蔗能力为24.4万吨/日。

从月度产量季节性分析中可以看出，广西1月累计产量低于近5年的平均水平，而云南1月累计产量则位于近5年的较高水平。

汇易网2022年12月对我国年度期末库存预测768.7万吨下调至728.7万吨后，截至2月末预测值未有变化。从我国库存消费比的预测值月度变化的季节性分析可以看出，本年度国内库存消费比低于历史平均水平。从国内供需预测值月度变化的季节性分析中可以看出，本年度我国供需缺口预期将进一步放大。

进出口方面，配额内/外进口糖利润自年初至2月末跟随糖价一路走高，截至2月末，配额内巴西糖和泰国糖利润相近在550元/吨左右，较低于近4年来历史平均水平。配额外进口糖利润仍为负数。

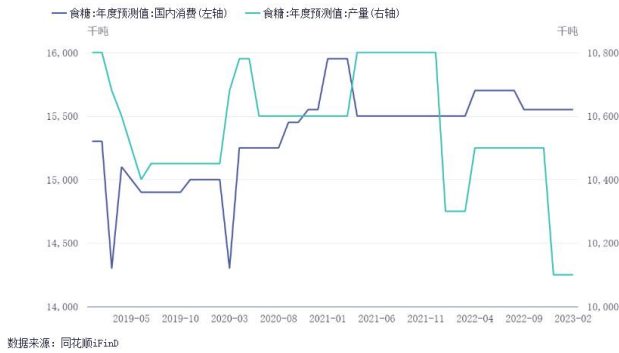
供应趋紧、需求随经济复苏而提振的格局越发明显，在内外因素共振下，国内白糖现货价与期货价2月以来一路走高，主力305合约突破6000大关。截至2月中下旬，广西制糖集团报价区间为5850-5910元/吨，加工糖厂报价区间为6000-6200元/吨，单日成交量较节前有所上涨。现货商多以观望为主，成交量较为一般，高价糖对下游需求有一定抑制作用。

图 20: 广西糖累计月产量季节性分析 (万吨)



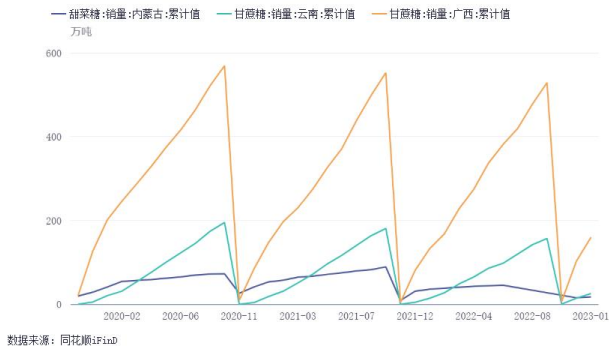
资料来源: ifind, 优财研究院

图 22: 国内食糖供需预测变化 (千吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 24: 国内主产地销糖累计值 (万吨)



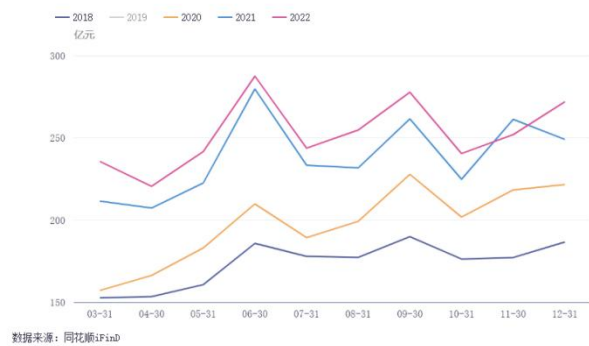
资料来源: ifind, 优财研究院

图 21: 云南糖累计月产量季节性分析 (万吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 23: 饮料类商品零售值月度季节性分析 (亿元)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 25: 国内库销比预测值月度变化季节性分析 (%)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 26: 配额内进口糖利润 (元/吨)



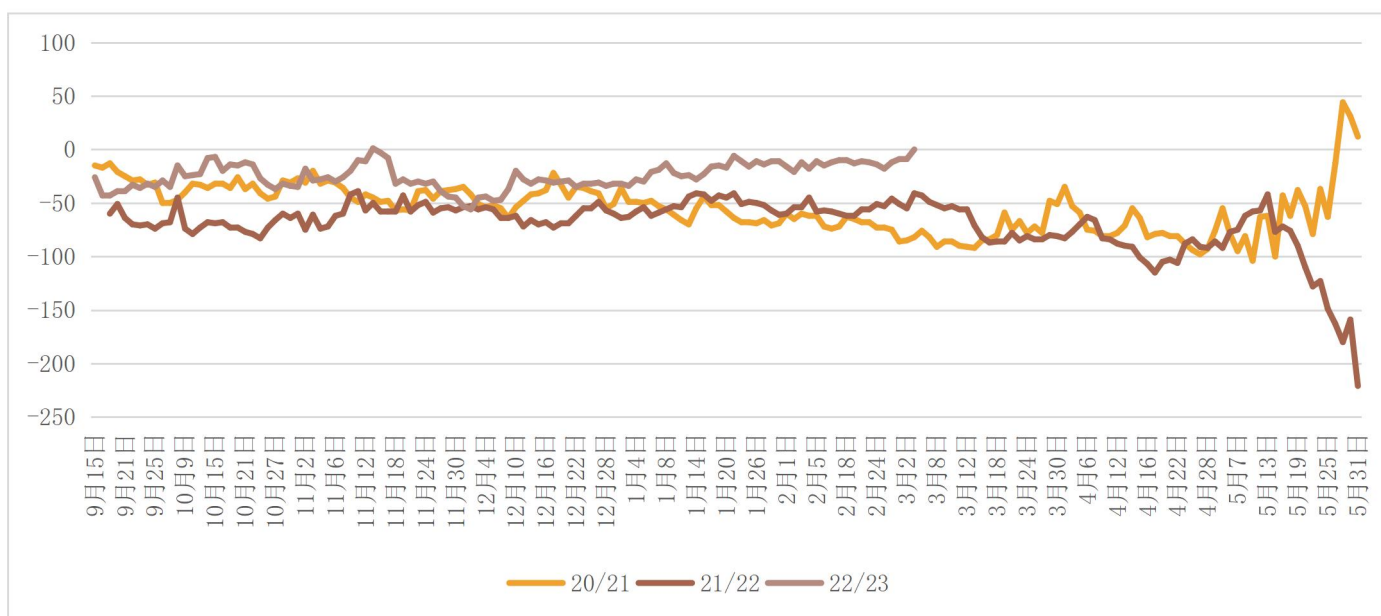
资料来源: ifind, 优财研究院

图 27: 配额外进口糖利润 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 28: 郑糖期货 5 月-9 月合约价差



资料来源: ifind, 优财研究院

二、后市展望

白糖目前处于上有压力下有支撑的现状，基本上随着中国和东南亚榨季进入尾声，供给利多消息已基本出尽，贸易流趋紧预期已计价，进入3月后，市场交易焦点将转向巴西新榨季增产预期和恢复燃料税后对“油-醇-糖”逻辑的后续影响。虽然印度的消息面上不断释放供给利多，但就2月实际产出数据来看，仍为小幅增产。谨防3月印度在供给方面出现“弱预期强现实”的预期差。预计3月国际原糖价格高位震荡，不对上方空间过分乐观。

国内需强供弱结构渐显，受内外因素共振，近期现货价居高不下，但在高价抑制需求下现货成交较淡。步入3月，国内提前收榨且库存预期将减少；国内经济复苏信心强劲；阿拉伯斋月将至，但印度出口无望、国际贸易流趋紧；巴西新榨季未至，国内期货价格或将向近月强远月弱发展，预计将呈现 backwardtion 结构。郑糖5月与9月价差处于近三年高位，即将向上突破0值转正。郑糖仓单量和有效仓单申报持续增长，面临现货压盘。宏观层面，大宗商品价格仍受“美国经济韧性强、底层通胀结构稳固、美联储加息峰值预期再升、年内降息可能性缩减”乌云布罩。预计3月郑糖将跟随国际原糖高位震荡。

3月需关注迪拜糖会动态，巴西新榨季甘蔗生产情况，印度产糖情况。单边操作可在震荡区间内考虑高抛低吸，白糖主力（5950-6170）。套利策略方面可关注5月9月价差做扩。

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>