

季度报告——集装箱运价

长夜难明，集运行进低谷开端

走势评级：

震荡

报告日期：

2022 年 9 月 29 日

★滞胀加深，集装箱需求下行

海外衰退风险继续回升，集装箱需求前景并不乐观，欧美需求表现略有差异。美国通胀维持高位，美联储加息态度强硬，双压之下，经济前景堪忧。此外，短期因素的支撑逐渐淡出，短期需求趋势和长期逐步趋同，北美集装箱需求面临加速回落。欧洲形势有所不同，一是通胀更高、更顽固，商品消费受到的抑制更为明显，集装箱需求的拐点更早到来，回落速度也更快。另一方面，能源危机带来亚洲对欧洲产业替代的新机会，但支撑相对有限。

★拥堵运力释放，关注边际机会

供应端趋于宽松。一方面，集装箱需求走弱将大幅缓解港口压力，拥堵运力将伴随港口效率的回升逐渐释放。另一方面，运力的短期调节能力正在受到挤压，三季度末随着市场预期的进一步转弱，班轮航速显著下调，集装箱船舶闲置率大幅回升，不论航速还是热闲置比率已经非常接近疫情初期的高点，后续调节空间受限。

运力供应将逐渐回升。但也存在边际机会：（1）罢工潮并未结束，（2）IMO 新规 2023 年生效即执行的可能性，（3）燃油价差维持高位、班轮利润压缩下，脱硫塔经济效益凸显。

★四季度市场展望：

供需过剩逐步加深，市场预期并不乐观，预期先于现实主导运价下跌。国庆后，四季度淡季行情逐步兑现，运价将回归现实波动，边际供需是否存在改善空间，或是不及预期，将决定短期运价走向，重点关注劳资纠纷、运力调节以及能源危机带来的边际机会。

★风险提示：

劳资纠纷失控或解决、脱硫塔再现安装潮、能源危机再现等



兰浙

高级分析师（航运）

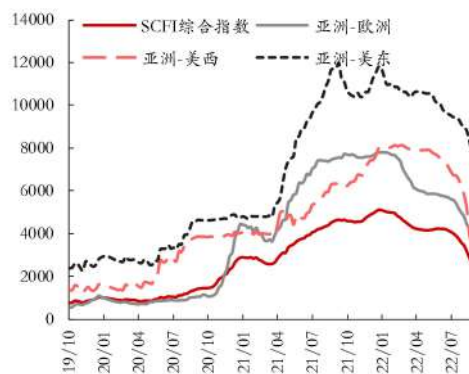
从业资格号：F03086543

投资咨询号：Z0016590

Tel: 8621-63325888

Email: xi.lan@orientfutures.com

集装箱运价走势图



目录

1、滞胀加深，集装箱需求下行.....	4
1.1、北美：支撑减弱，需求回归长期波动.....	4
1.2、欧洲：衰退临近，替代需求独木难支.....	8
2、拥堵运力释放，关注边际机会.....	11
2.1、港口拥堵改善，欧美呈现分化.....	11
2.2、运力调节能力受限.....	13
3、四季度集装箱海运市场展望.....	15
4、风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 美国通胀水平维持高位 (%)	4
图表 2: 美国 GDP 环比折年率 (%)	4
图表 3: 实际消费增速边际放缓	5
图表 4: 消费者信心持续下滑	5
图表 5: 亚洲-北美集装箱贸易季节性 (万 TEU)	5
图表 6: 中国八大港外贸集装箱吞吐两年复合增速	5
图表 7: 美国零售进口集装箱预测 (百万 TEU)	6
图表 8: 实际社会库存回归正常, 名义社会库存过高	6
图表 9: 亚洲-北美集装箱贸易季节性 (万 TEU)	7
图表 10: 劳动参与率缓慢恢复 (%)	7
图表 11: 职位空缺率维持高位 (%)	7
图表 12: 商品和服务通胀压力不对等 (%)	7
图表 13: 实际商品消费占比回落	8
图表 14: 实际商品消费下滑快于服务消费	8
图表 15: 欧元区消费者信心指数初值降到历史低位	9
图表 16: 欧盟实际消费增速边际放缓	9
图表 17: 商品消费占比回落, 幅度大于美国	9
图表 18: 欧元区 CPI 商品分项和服务分项劈叉严重	9
图表 19: 化工行业欧盟对中国进出口增速	10
图表 20: 金属冶炼行业欧盟对中国进出口增速	10
图表 21: 浆纸行业欧盟对中国进出口增速	10
图表 22: 欧洲集装箱贸易季节性图	10
图表 23: 北美分区域港口拥堵船数 (艘)	11
图表 24: 美国内贸尚未完全恢复	11
图表 25: 欧洲港口集装箱拥堵运力 (百万 TEU)	12
图表 26: 莱茵河水位大幅回升 (cm)	12
图表 27: 港口周转改善、准班率小幅回升 (%)	13
图表 28: 近期航速下快下调 (%)	14
图表 29: 三季度闲置率小幅增加 (%)	14
图表 30: 船舶闲置类型划分 (%)	15
图表 31: 燃油价差 (美元/吨)	15

1、滞胀加深，集装箱需求下行

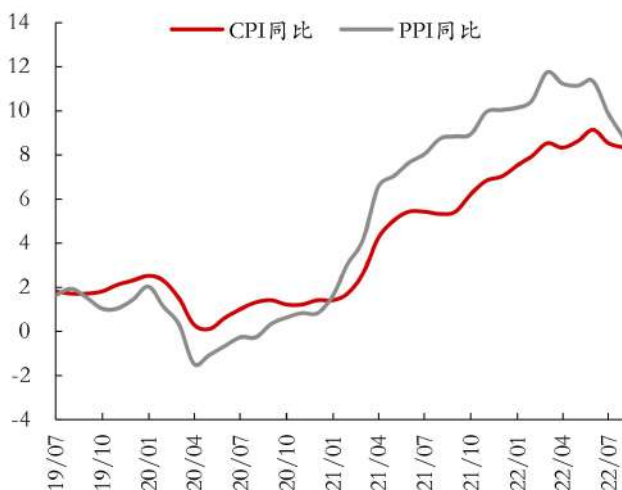
海外经济仍然深陷于滞胀的困境，但欧美境况有所不同。

1.1、北美：支撑减弱，需求回归长期波动

美联储在6月和7月分别加息75个基点，激进的加息非但没有如期改善通胀，反而让经济率先遭到冲击。2022年前两个季度，美国GDP环比均为负数，经济已经陷入技术性衰退；美国消费增速边际放缓，消费者信心跌入前所未有的低谷。但长夜难明，衰退风险还在持续回升。

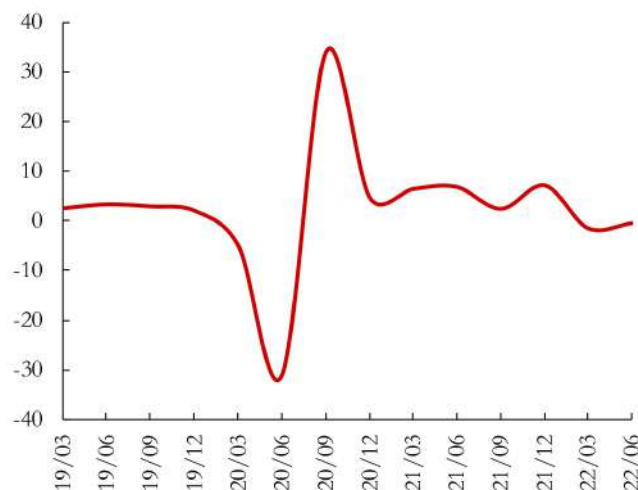
面对顽固的通胀，美联储的选项只剩加息。但对通胀来说，需求拉动只是成因的一部分，而供应侧诸如供应链、劳动力等问题所引起的生产成本增加，是推升通胀的主要原因。加息的逻辑是通过直接抑制需求，来抑制供需缺口，以达到遏制通胀的目的，但美国供需错配的程度过深，治理通胀所需要的加息力度更大、持续时间更久，也意味着需要付出的代价越大。伴随加息而来的将是，经济持续下行以及衰退风险的回升。因此，在通胀和加息的双重打压下，消费端仍将加速恶化，集装箱需求前景惨淡。

图表1：美国通胀水平维持高位（%）



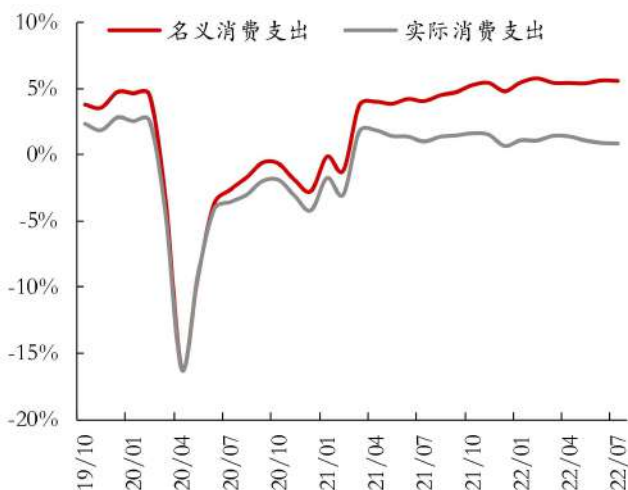
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表2：美国GDP环比折年率（%）



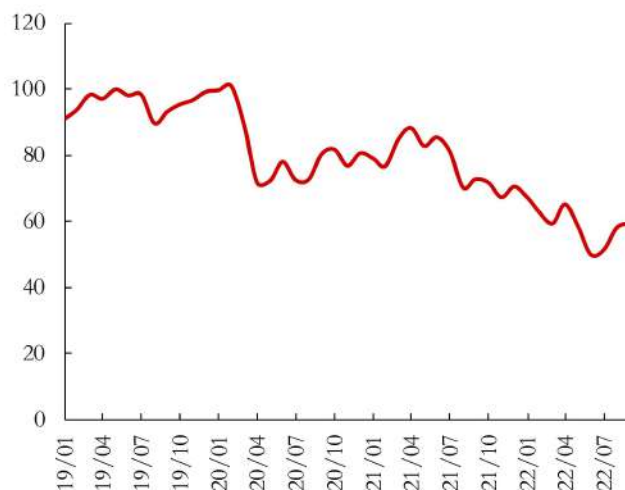
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 3：实际消费增速边际放缓



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

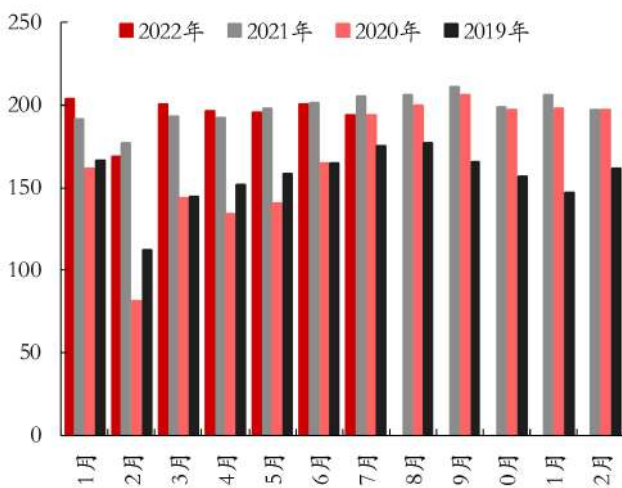
图表 4：消费者信心持续下滑



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

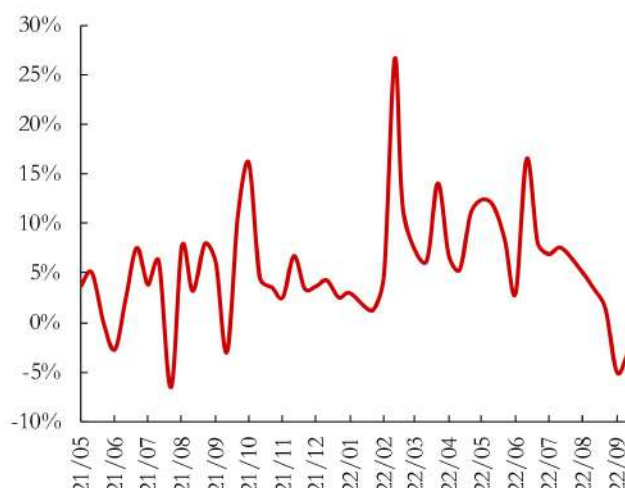
此前我们反复提到，由于短期支撑因素的存在，集装箱需求表现出一定韧性，因此，需求见顶、但并未迅速走弱。但宏观经济迅速恶化，短期支撑转弱并逐渐逆转，短期需求波动正逐渐与中长期趋势重合。

图表 5：亚洲-北美集装箱贸易季节性（万 TEU）



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 6：中国八大港外贸集装箱吞吐两年复合增速



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

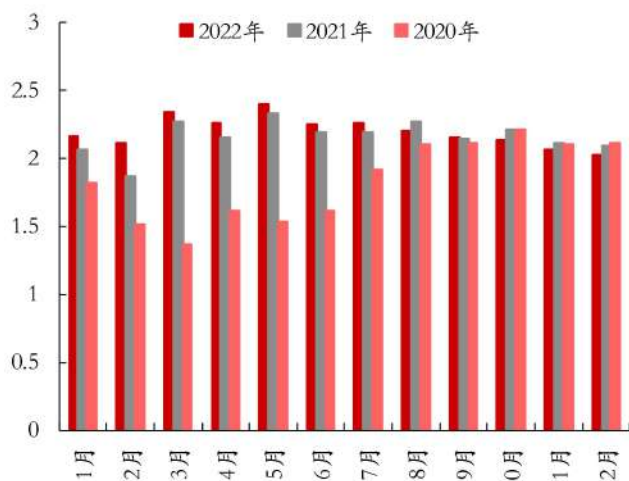
四季淡季临近。6月国内疫情出现阶段性改善，加上北美订单前置的影响，季节性旺季在6月中下旬提前到来。但经济面受加息影响迅速走弱，不论从需求幅度还是从持续性

角度来评估，旺季表现并不理想。8月末，北美圣诞订单告一段落意味着旺季基本结束，9月处于淡旺交接的过渡期，仍然存在少量旺季订单的交付。伴随10月国庆假期到来的是传统淡季，外需和通胀双重打压下继续走弱，淡季更淡是大概率。因此，短期的季节性因素已经逆转，旺季支撑不再。年末春节临近，12月需求可能小幅转暖，但与年中相比，旺季表现或将更加惨淡。

库存因素逆转。剔除价格因素，美国实际的社会库存还处在正常区间，与周期性高点相比仍然存在一定距离，加上供应链中断带来的备需补库空间，单纯从量上来衡量，美国库存理论上还处于主动补库阶段。但通胀影响无法忽视，由于资金压力过大，价格已经先于量，对库存空间形成挤压，实际上美国库存已经过渡至主动去库阶段。经过一个季度的调整，零售库存压力小幅缓解，但制造业库存压力仍然偏高，去库尚未完成，对集装箱需求的挤出还在持续。

就业支撑逐渐减弱。就业恢复缓慢，缺口仍然较大。但经济下行后，劳动力市场面临降温，就业需求转弱一定程度上可以改善劳动力紧缺的状况，经济错配程度有望收敛。目前美国商品和服务消费面临的通胀压力存在差异，商品消费受到更明显的抑制，回落速度将快于服务。但是，消费习惯的转变不可逆，商品消费占比即便回落也难以回落到疫情前。

图表7：美国零售进口集装箱预测（百万TEU）



资料来源：NRF，东证衍生品研究院

图表8：实际社会库存回归正常，名义社会库存过高



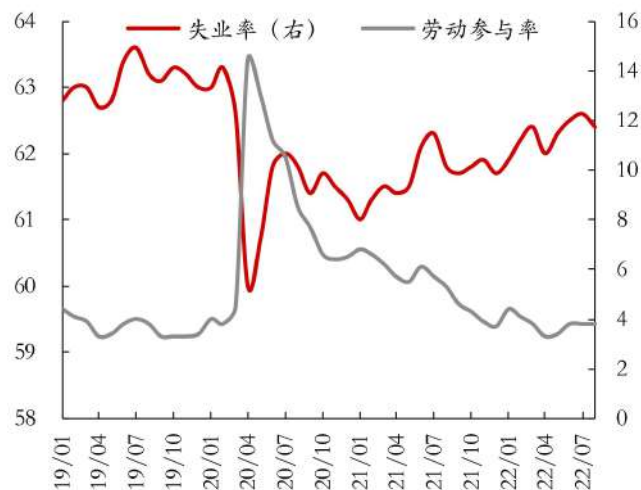
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 9：亚洲-北美集装箱贸易季节性（万 TEU）



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 10：劳动参与率缓慢恢复（%）



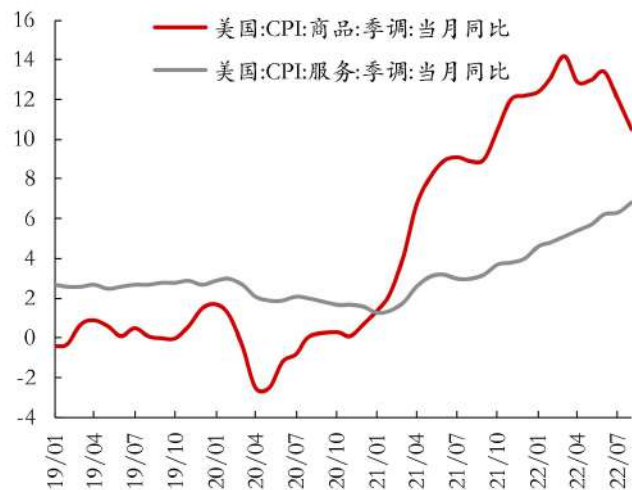
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 11：职位空缺率维持高位（%）



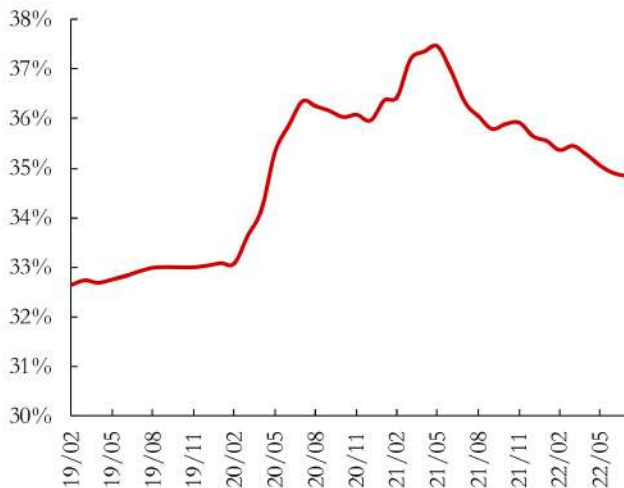
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 12：商品和服务通胀压力不对等（%）



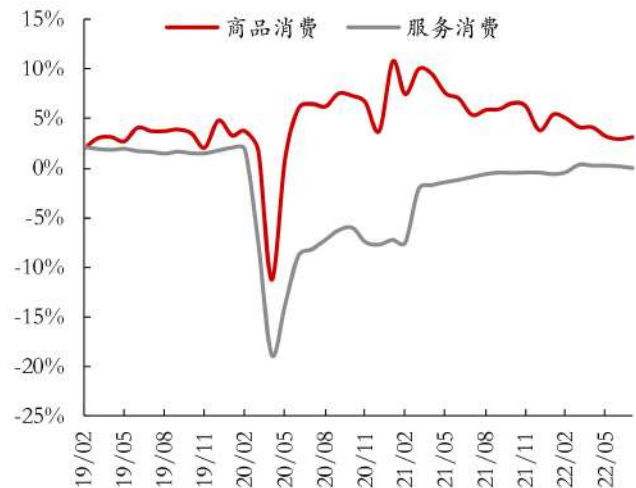
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 13: 实际商品消费占比回落



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 14: 实际商品消费下滑快于服务消费



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

1.2、欧洲：衰退临近，替代需求独木难支

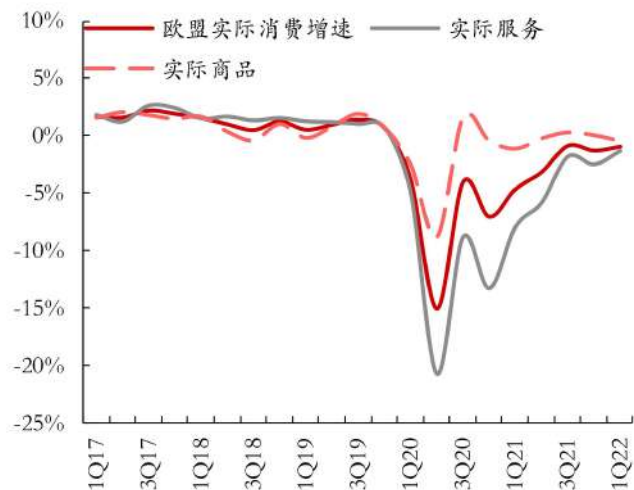
欧洲经济形势相比美国更加严峻。一方面，通胀更多地来自供应扰动，通过加息治理通胀难度更大。欧洲即便采取和美国一样的加息力度，也很难取得同样的效果，更大的可能性是，只要能源问题没有解决，通胀大概率还会继续恶化。通胀抑制经济需求，而加息则是雪上加霜，预计欧洲经济将加速收缩。另一方面，消费已经显现出疲软迹象。消费者信心指数降至历史新低，低于 2008 年金融危机和 2020 年的水平。居民最终消费增速自年初以来已呈现放缓，实际零售销售加速回落，随着经济继续下行，消费和零售销售还有进一步回落的空间。和美国相比，欧洲通胀结构差异更大，商品与服务消费的增速差将会加速弥合，商品消费占比继续回落，截至二季度末，已经从 52% 的高位回落至 48%，相比美国更快。

图表 15: 欧元区消费者信心指数初值降到历史低位



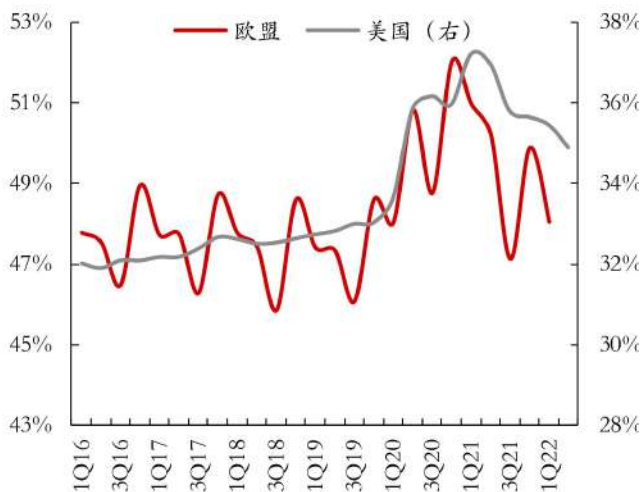
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 16: 欧盟实际消费增速边际放缓



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 17: 商品消费占比回落, 幅度大于美国



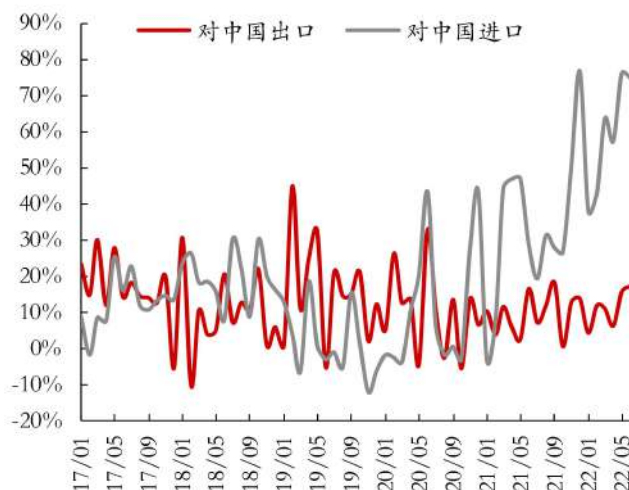
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 18: 欧元区 CPI 商品分项和服务分项劈叉严重



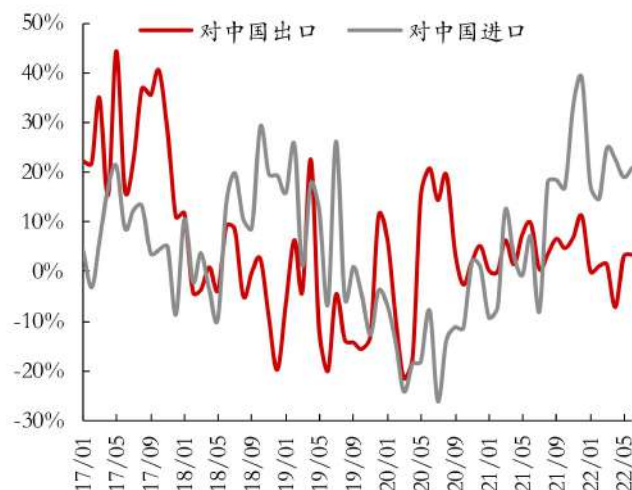
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 19: 化工行业欧盟对中国进出口增速



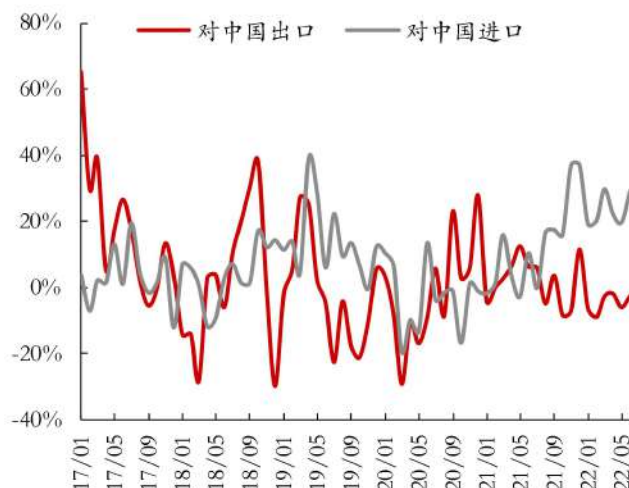
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 20: 金属冶炼行业欧盟对中国进出口增速



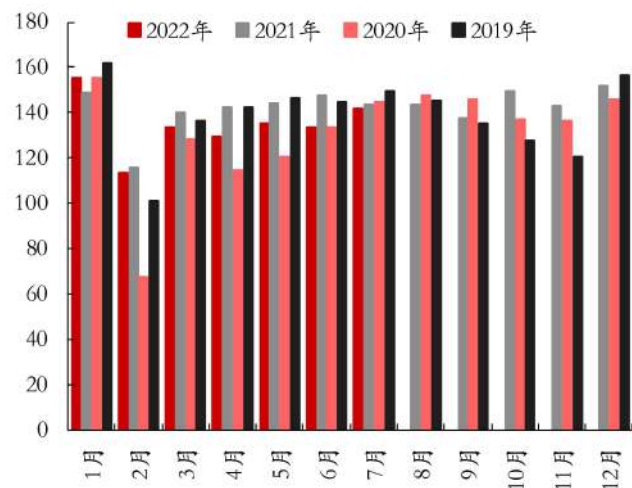
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 21: 浆纸行业欧盟对中国进出口增速



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 22: 欧洲集装箱贸易季节性图



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

能源问题已经接替疫情成为产业替代的新驱动。虽然欧洲天然气库存水平近期回升到正常区间,但俄乌局势僵持、极端气候未消,随着四季度冬季来临,能源问题或再度恶化。能源继续驱动高耗能产业的替代,特别是化工、金属冶炼和浆纸行业,但边际支撑或有所放缓。能源危机不仅直接冲击经济供应侧,还间接影响需求端。能源价格通过推高通胀以此对消费需求形成抑制,但影响路径更为间接,需求对能源价格的反应滞后于供应,生产端收缩快于消费端,由此引发替代。但9月开始,欧央行开始执行加息以应对通胀,

但加息只会加速经济衰退、进一步压低需求和消费，并不会改善能源紧缺的困境和抑制高能源价格，消费端收缩的速度预计加快、并向供应靠拢，由此替代的节奏或随着加息深入逐渐放缓。

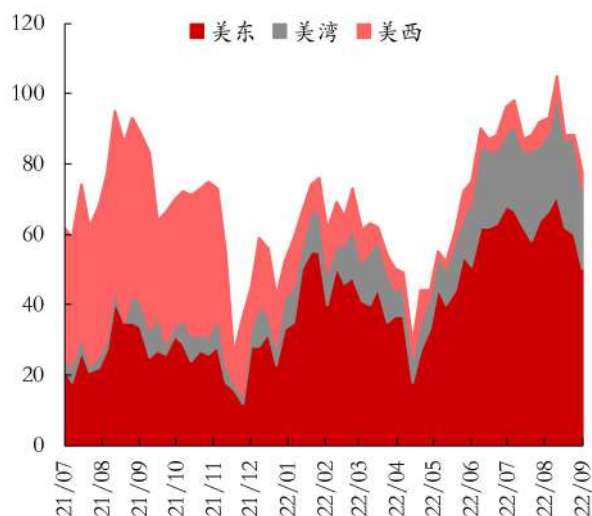
市场预期，能源危机在四季度或一季度缓和的概率偏高，因此替代的影响相对短期，预计随着能源危机逐渐解除，订单将有回流。能源和原料价格上涨，但因经济需求低迷，成本向下转嫁并不顺畅，欧洲企业经营压力剧增。8月，德国约有718家实体企业宣告破产，同比增长26%，此外，最新调查显示，30%的公司面临存续问题，20%的企业考虑业务迁移。随着滞胀局面加深，一旦产能大面积关停、企业大规模倒闭，产业替代趋势难以完全逆转，订单回流的规模将非常受限。

2、拥堵运力释放，关注边际机会

2.1、港口拥堵改善，欧美呈现分化

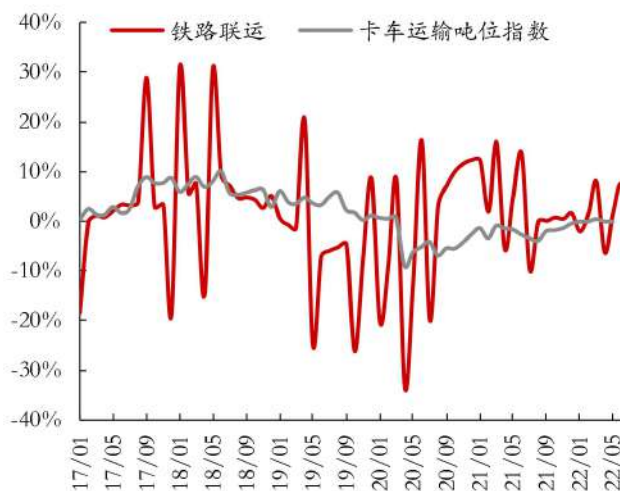
北美港口拥堵有望得到趋势性改善。此前我们提到，北美港口拥堵的成因主要受三方面影响，需求增长、劳动力紧缺、运输设备不足。2020年以来，劳动力和运输设备紧缺的状况并没有显著改善，未来迅速解决的可能性很低。因此，需求变化是制约拥堵的关键。三季度旺季影响，货量环比回升，北美港口压力再度增加。拥堵区域间的分歧扩大，美西码头劳工合同在7月1日正式到期，货流加速向东部和湾区转移，美东港口拥堵运力迅速增加，并不断突破历史高位。8月旺季结束以来，集装箱贸易量环比下降，港口周转效率有所回升，北美拥堵水平小幅下降。展望四季度，美国经济前景不佳，加上传统淡季影响，集装箱贸易需求加速回落将带来拥堵的持续改善，但结构性改善还需等劳工谈判的落地。

图表 23：北美分区域港口拥堵船数（艘）



资料来源：美国政府网站，东证衍生品研究院

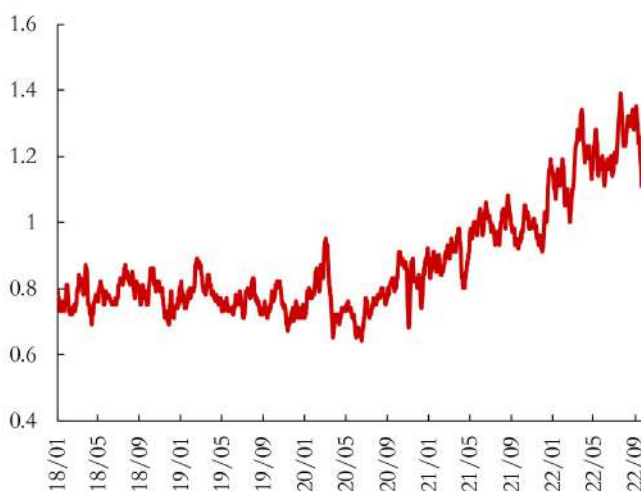
图表 24：美国内贸尚未完全恢复



资料来源：美国政府网站，东证衍生品研究院

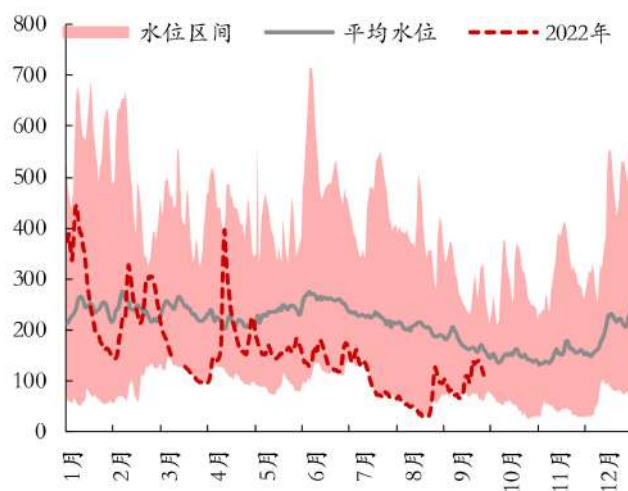
但也存在不确定性。美国中期选举临近，铁路和码头面临的罢工风险，虽然在政府介入下暂时平息。但劳资纠纷并未完全解决，铁路工会与铁路公司的临时协议有待工会成员投票通过，且美西码头劳工谈判尚未取得实质性进展，中期选举后，不排除罢工风险再度回升的可能。一旦大规模罢工发生，届时将对内陆运输网络和港口运营造成较大冲击，供应链风险将传导到海运端，造成拥堵回升，运力再度面临吃紧。

图表 25: 欧洲港口集装箱拥堵运力 (百万 TEU)



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 26: 莱茵河水位大幅回升 (cm)

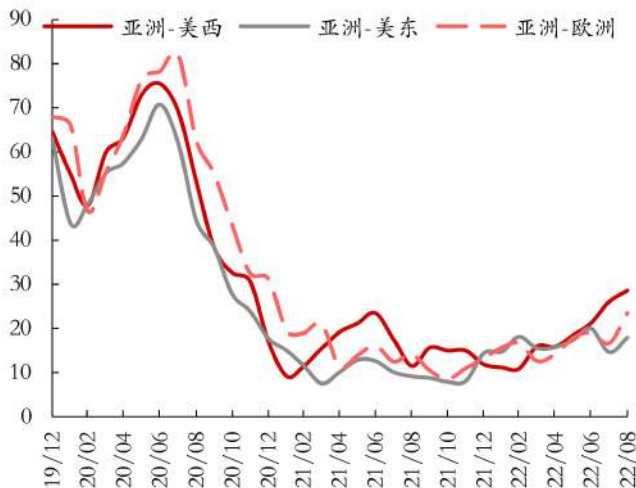


资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

欧洲拥堵重点关注劳资纠纷进展。三季度，欧洲罢工升级，德国、英国、比利时等国家相继发生工人罢工事件，包括但不限于码头、铁路和卡车司机，其中影响最大的是英国铁路罢工和德国港口罢工，供应链再度遭到重挫。此外，极端高温天气引发莱茵河水位下降，严重影响船舶载重和通行，水运压力外溢至铁路和公路运输，西北欧内陆运输再度承压。预计四季度供应链压力将有好转，但幅度相对有限。

一方面，莱茵河水位已经显著回升到警示线以上，水运压力大幅缓解。另一方面，德国港口工会和海港运营商协会在 8 月末达成协议，港口罢工风险基本平息。但是，欧洲铁路罢工风险尚未解除，而且不论对英国、德国还是欧洲其他国家，也不论港口、铁路、公路运输还是其他运输行业，所面临的问题是一致的——薪资涨幅无法覆盖通胀。因此，罢工对欧洲而言其实是全局性的问题，并非是某一国家独有。高通胀引发劳动力贬值，工人有涨薪诉求不难理解，但企业经营成本同样也面临上涨、加上经济衰退风险增加，经营压力可想而知，在此环境下，双方矛盾激化并僵持也在情理之中。欧洲港口拥堵虽然因为局部风险解除，边际上有所缓和，但欧洲全局的罢工风险仍然持续、短期难有改善，拥堵还将出现反复，完全解决需要等待劳资纠纷取得实质性进展。

图表 27: 港口周转改善、准班率小幅回升 (%)



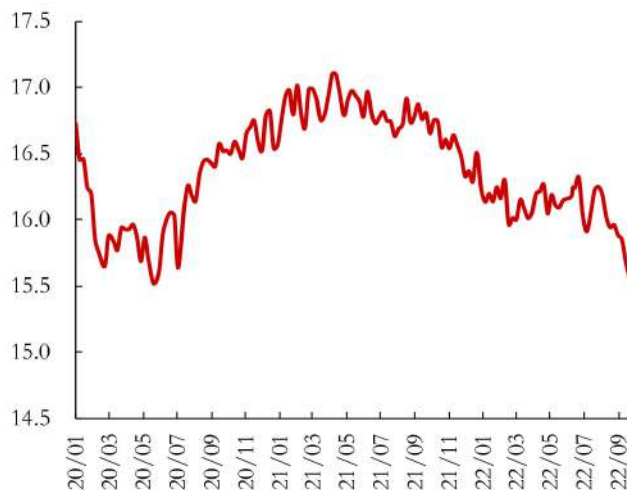
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

预计随着全球港口拥堵的逐渐缓和, 港口周转效率进一步回升, 将有更多运力释放, 对供应形成压制。

2.2、运力调节能力受限

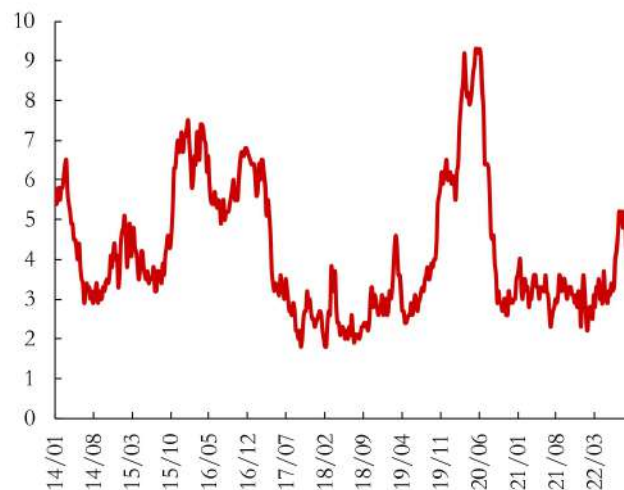
逆周期调控受限。去年四季度以来, 市场预期开始转弱, 集装箱航速已经逐步下调, 以减少供应、并实现燃油的经济性。三季度旺季, 燃油价格和船舶租金维持高位, 而运价迅速向下挤压利润空间。加上市场悲观预期影响, 航速加速向下调整, 且空班航次增加导致运力闲置比率出现反弹。而供应加速收缩的代价是, 挤压未来调节空间。一方面, 集装箱船舶平均航速已经超过 2020 年 7 月的极低水平, 继续下修的空间有限。另一方面, 船舶闲置分为三种情况, 热闲置、冷闲置和脱硫塔安装。热闲置持续时间短, 船舶恢复运营速度快, 冷闲置相反, 持续时间通常在一年以上且恢复所需时间长, 因此热闲置虽然成本较高, 但相对灵活, 是配合航次调整所采取的常用手段。目前来看, 闲置运力占比已经反弹至偏高位置, 虽然国庆开始, 班轮公司计划进一步减少运力供应, 但边际空间相对有限。此外, 随着港口周转改善, 拥堵运力逐渐释放, 或削弱停航和降速的效果。

图表 28: 近期航速下快下调 (%)



资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

图表 29: 三季度闲置率小幅增加 (%)

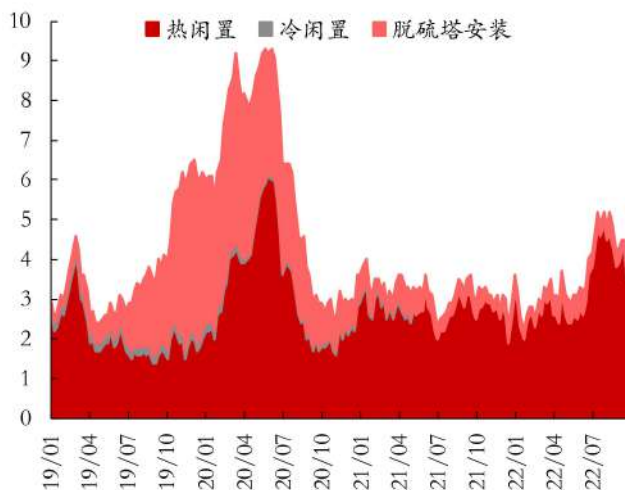


资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

但并非没有转机。2020 年上半年有效运力大幅下降很大程度上受益于脱硫塔安装, 三季度以来, 燃油价差走阔后, 脱硫塔的经济效益再次凸显, 船东安装脱硫塔设备的意愿得到强化。现有船队约 34.8% 的集装箱船已经完成脱硫塔安装, 虽然高于船舶市场的平均比率, 但以绝对占比来看仍有提升空间。脱硫塔安装大约需要 2 个月时间, 班轮利润虽然下滑但依然偏高, 因此时间上并不紧迫。新一轮脱硫塔安装热潮的触发, 需要同时满足两个先决条件, 一是燃油价格是否能维持高位, 二是班轮利润何时回落至正常区间。由于班轮公司大部分舱位被长协锁定, 今年利润常态化的概率较低, 但燃油价差维持高位的情况下, 不排除脱硫塔安装需求边际改善的可能。

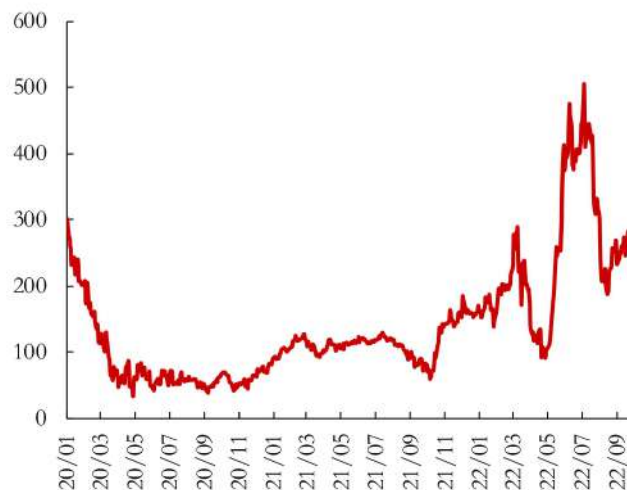
此外, 2023 年 1 月 1 日, IMO 新规——MARPOL 附则 VI 修正案将正式生效, 新规中明确了海运减排指标的要求——EEDI、EEXI、CII、SEEMP, 其中 EEDI 与 EEXI 是对船舶碳排放的限制, 其中集装箱船合规率为 25.6%。符合新规要求, 只有三种可行路径, 新造船、旧船改造或限制发动机功率——即降速。短期看, 前两种方案难以在较短时间内实现, 降速短期的可能性较高。如果新规生效即执行, 预计四季度末, 集装箱船队将迎来大规模大幅降速、降幅可能高达 10%, 但目前市场普遍预期, 新规大概率会在 2024 或 2025 年正式实施。四季度末船舶降速空间扩大的概率较低, 但不无可能。

图表 30: 船舶闲置类型划分 (%)



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 31: 燃油价差 (美元/吨)



资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

3、四季度集装箱海运市场展望

海外衰退风险继续回升, 集装箱需求前景并不乐观, 欧美需求表现略有差异。美国通胀维持高位, 美联储加息态度强硬, 双压之下, 经济前景堪忧。此外, 短期因素的支撑逐渐淡出: (1) 四季度进入传统淡季, 即便年末旺季来临, 但由于经济形势持续恶化, 旺季不旺的概率很高; (2) 需求恶化加上高通胀影响, 零售端库存压力增加, 高库存的逆向牛鞭效应正在显现, 对集装箱需求形成负反馈; (3) 就业恢复缓慢, 但就业需求或受经济下行抑制, 劳动力缺口由此可能收敛, 对集装箱需求的支撑在减弱。短期趋势和长期逐步趋同, 北美集装箱需求面临加速回落。

欧洲形势有所不同, 一是通胀更高、更顽固, 商品消费受到的抑制更为明显, 集装箱需求的拐点更早到来, 回落速度也更快。另一方面, 能源危机带来亚洲对欧洲产业替代的新机会, 部分高耗能行业停产、破产的风险增加, 部分本土需求只能转向进口, 对集装箱需求形成支撑。只是随着加息推进, 经济需求侧将率先受到挤压, 边际替代需求面临下滑, 加上市场普遍预期能源危机有望在四季度或一季度解除, 因此替代的持续性相对有限。

供应端趋于宽松。一方面, 拥堵问题有望迎来趋势性改善。集装箱需求走弱将大幅缓解港口压力, 拥堵运力将伴随港口效率的回升逐渐释放。另一方面, 运力的短期调节能力正在受到挤压, 三季度末随着市场预期的进一步转弱, 班轮航速显著下调、集装箱船舶闲置率大幅回升, 不论航速还是热闲置比率已经非常接近疫情初期的高点, 后续调节空间受限。总的来说, 运力供应将逐渐回升。但也存在边际机会: (1) 罢工潮并未结束, (2) IMO 新规 2023 年生效即执行的可能性, (3) 燃油价差维持高位、班轮利润压缩下, 脱硫塔经济效益的凸显。

供需过剩逐步加深，市场预期并不乐观，预期先于现实主导运价下跌。国庆后，四季度淡季行情逐步兑现，运价将回归现实波动，边际供需是否存在改善空间，或是不及预期，将决定短期运价走向，重点关注劳资纠纷、运力调节以及能源危机带来的边际机会。

4、风险提示

劳资纠纷失控或解决、脱硫塔再现安装潮、能源危机再现等

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,注册资本金 23 亿元人民币,员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持市场化、国际化、集团化的发展道路,打造以衍生品风险管理为核心,具有研究和技术两大核心竞争力,为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

兰浙

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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。本人不曾因，不因，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com