

棉花年报

2022-12

## 棉花：磨底已启动，东风何时来

摘要：

除中国外全球棉花产量预估较上个年度增加 120 万包，消费量预估大幅下降 620 万包，最终期末库存预估较上个年度增加 374 万包，创历史新高（2029/202 年度除外）。美国本年度产量调整预期不大，粮棉比价处于高位，明年棉花种植面积将大概率下降；印度整体供需偏宽松，产量有调减可能。

中国本年度供需偏宽松，消费量在防疫政策放松的情况下有调增可能。新棉上市进度慢，商业库存低但供应压力后移。随着新棉上市供给压力的下降，棉价重心亦会随之走高。

关注：主产棉国植棉面积、政策、疫情、宏观

投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1448 号

研究员：

王晓蓓

从业资格证号：

F0272777

投资咨询资格证号：

Z0010085



## 目 录

一、行情回顾.....	5
(一)、ICE\ZCE 市场行情回顾 .....	5
1、1-4 月，外盘强势上涨，内盘高位震荡 .....	5
2、5-7 月中旬，内外盘共振下跌 .....	5
3、7 月中旬-8 月中旬，低位反弹 .....	5
4、8 月中旬-10 月，联袂走跌 .....	5
5、11 月至今，震荡偏强 .....	6
(二)、国内棉花基差及纺纱利润 .....	6
1、棉花基差波动大 .....	6
2、加工利润先涨后跌 .....	7
二、国际棉花市场整体供需情况 .....	7
(一)、整体供给增加 .....	7
1、除中国外全球棉花期末库存创新高（2019/2020 年度除外） .....	7
(二)、需求缓慢好转 .....	8
1、欧美纺服累计进口增加 .....	8
2、东南亚开机率处于低位 .....	8
三、全球主要产棉国概况 .....	9
(一) 美国 .....	9
1、供需改善，产量调整预期不大 .....	9
2、出口签约近期表现不佳，有调减预期 .....	10
3、粮棉比价处于高位 .....	12
(二)、印度 .....	13
1、整体供需偏宽松 .....	13
2、新棉上市进度偏慢，后期产量有调减可能 .....	14
四、国内棉花供需情况 .....	14
(一)、供给整体偏宽松 .....	14
1、产量预增 .....	14



2、内外价差倒挂，进口量下降.....	15
（二）、需求表现不佳.....	16
1、棉纺 PMI 近年低位，纱、布产量同降.....	16
2、内销下降，出口增涨但近期不佳.....	17
（三）、现阶段供给压力后移，需求边际好转.....	18
1、检验进度偏慢，压力后移.....	18
2、下游开机边际好转.....	19
3、柯桥纺织总景气指数 11 月好转.....	20
五、后市展望.....	20



图表目录

图表 1	2022 年以来 ICE 连续、ZCE 主力走势 .....	6
图表 2	棉花、棉纱基差走势（328 棉花价格指数、C32S 纱线价格指数） .....	7
图表 3	棉纱理论加工利润 .....	7
图表 4	除中国外全球棉花供需情况 .....	8
图表 5	越南、巴基斯坦开机情况 .....	9
图表 6	印度纱厂开机率 .....	9
图表 7	美国棉花供需改善 .....	10
图表 8	美棉累计检验情况 .....	10
图表 9	美棉周度签约出口情况 .....	11
图表 10	中国签约美棉情况 .....	11
图表 11	美棉出口签约进度 .....	12
图表 12	比价（大豆/棉花） .....	12
图表 13	比价（玉米/棉花） .....	12
图表 14	美棉播种面积 .....	13
图表 15	印度棉花供需情况 .....	13
图表 16	印度棉花累计上市量 .....	14
图表 17	中国棉花供需情况 .....	15
图表 18	国内外棉花、棉纱价差走势 .....	15
图表 19	近年棉花、棉纱累计进口量（2022 年截至 10 月份） .....	16
图表 20	棉纺 PMI 走势 .....	16
图表 21	2020 年 1-10 月纱线产量同比下降 .....	17
图表 22	2020 年 1-10 月布产量同比上升 .....	17
图表 23	全社会纺服零售额 .....	17
图表 24	纺织品服装出口情况 .....	18
图表 25	国内棉花商业库存 .....	19
图表 26	纱厂和坯布厂开工负荷边际好转 .....	19
图表 27	纱厂和布厂产成品库存下降 .....	20
图表 28	柯桥纺织总景气指数走势 .....	20



## 一、行情回顾

### (一)、ICE\ZCE 市场行情回顾

#### 1、1-4 月，外盘强势上涨，内盘高位震荡

美棉突破 155 美分。年初，印度棉上市进度显著偏慢引发市场对印度棉产量的担忧，USDA 年初连续三个月调减印度棉花产量预估；美棉主产区天气干旱、美棉超卖、ON-CALL 卖单未点价合约处于历史高位等利多因素下美棉强势上涨，连续合约从 112 美分涨至最高 155.95 美分，涨幅近 40%。同期，印度 S-6 棉花现货价格从 70000 卢比/砍地涨至 95000 卢比/砍地，涨幅约 36%。

国内棉花价格高位震荡。从长期供需关系上看，美棉供需偏紧、国内供需宽松，在没有显著利多因素下，仅凭美棉带动而大涨是不太现实的，1-4 月份，美棉、印度棉涨势显著，国内棉花价格高位震荡，主力合约在 20600 元—22000 元/吨区间窄幅波动。

#### 2、5-7 月中旬，内外盘共振下跌

进入 5 月份，美棉 ON-CALL 未点价卖单量开始下降、美联储加息等利空因素下，美棉和郑棉联袂走跌。ICE 连续合约在此期间最低跌至 85 美分，ZCE 郑棉主力最低跌至 13560 元/吨。

#### 3、7 月中旬-8 月中旬，低位反弹

美联储加息靴子落地，美棉主产区持续干旱导致美棉产量预估大幅下降，美棉盘中几次涨停。主力合约从 82.54 美分低位最高反弹至 119.59 美分/磅，一个月涨幅 45%。

国内郑棉在 7 月下半月呈低位震荡走势，进入 8 月份开始跟涨，主力合约从 13600 元/吨涨至最高 15900 元/吨。

#### 4、8 月中旬-10 月，联袂走跌

美国方面，美棉主产区天气变化对产量有利；美联储加息；美农连续调减全球棉花消费量预期，宏观和需求前景暗淡，美棉盘中几次跌停。主力合约从最高 119.59 美分/磅跌至 70.21 美分/磅。

8 月份国内新棉零星上市，手摘絮棉价格可参考性不大；随着机采棉的陆续上市，今年并没有出现抢收现象，且价格较去年同期大幅降低。基于国内棉花现状，在美棉的带动下，郑棉在此期间跌势明显，主力合约从最高 15790 元/吨一直走跌至 12270 元/吨，跌幅超 20%。



## 5、11 月至今，震荡偏强

11 月美联储议息会议后短期内宏观利空消退，叠加美棉质量担忧，美棉反弹，随后呈横盘整理走势；国内新棉加工检验落后，市场担忧新棉仓单注册，加之宏观面以及疫情措施调整，郑棉低位反弹后呈震荡偏强走势。

图表 1 2022 年以来 ICE 连续、ZCE 主力走势



图片来源：博易大师，弘业期货金融研究院

## （二）、国内棉花基差及纺纱利润

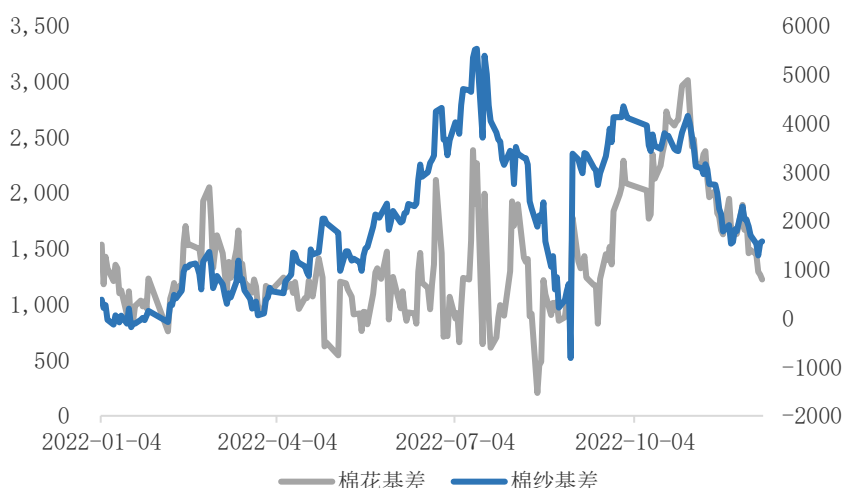
### 1、棉花基差波动大

1-8 月份，国内棉花基差呈剧烈波动走势，尤其是在 6-8 月之间，基差上下波动幅度大且频繁；进入 9 月份，国内新棉上市，现货皮棉价格跌幅小于期棉，棉花基差震荡走高，从 200 元/吨涨至 10 月底近 3000 元/吨；11 月份，随着新棉上市量的增加，现货皮棉价格与新棉价格逐渐接轨，基差开始收敛，目前已回归至 1200 元/吨左右。

上半年，国内棉花基差呈震荡走高状态，在 7 月中旬达到年内最高，近 2400 元/吨；在随后的一个半月里高位回落，最低约为-800 元/吨；进入 11 月份，随着棉纱期货价格的震荡走高，两者基差收敛，由月初 4000 元/吨左右回归至目前 1500 元/吨附近。



图表 2 棉花、棉纱基差走势（328 棉花价格指数、C32S 纱线价格指数）

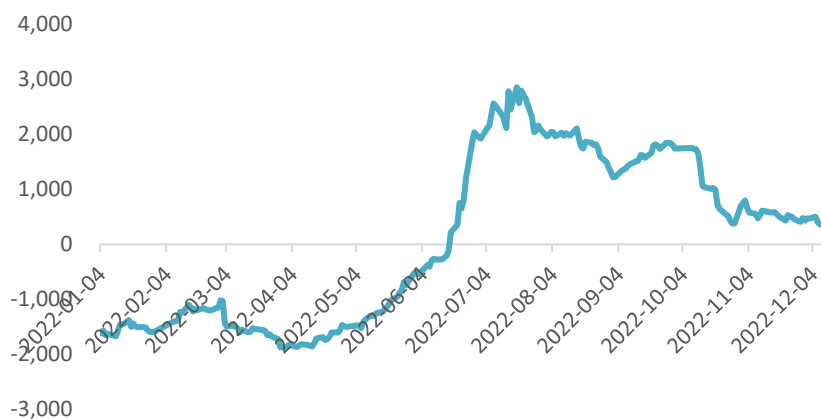


数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

## 2、加工利润先涨后跌

1-7 月份，国内棉纱理论加工利润呈震荡走高状态，其中，4-6 月中旬呈快速上涨、6 月中旬-7 月中旬呈急速上涨，并于 7 月中旬达到年内最高 2800 元/吨。8 月份开始震荡回落，目前在 300 元/吨附近。

图表 3 棉纱理论加工利润



数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

## 二、国际棉花市场整体供需情况

### （一）、整体供给增加

#### 1、除中国外全球棉花期末库存创新高（2019/2020 年度除外）

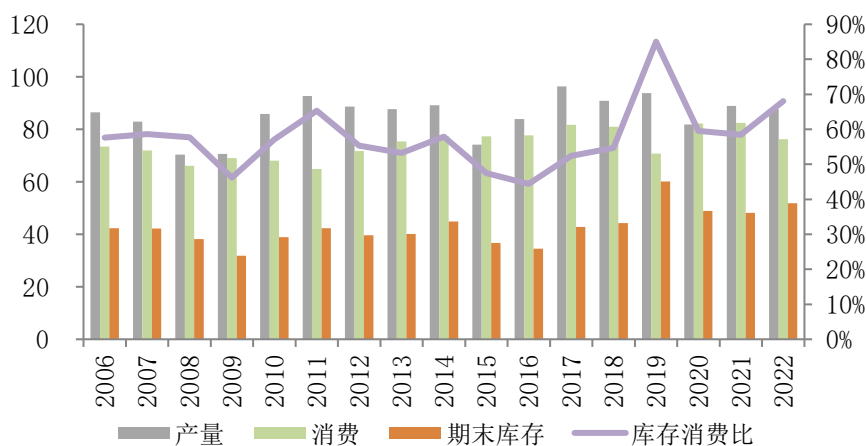
除中国外全球棉花产量预估较上个年度增加 120 万包，消费量预估大幅下降 620 万包，





最终期末库存预估较上个年度增加 374 万包，创历史新高（2029/202 年度除外）。期末库存比同比上升 9.7 个百分点至 68.1%。

图表 4 除中国外全球棉花供需情况



数据来源：USDA，弘业期货金融研究院

## （二）、需求缓慢好转

### 1、欧美纺服累计进口增加

2022 年 10 月，美国纺织品服装进口量 78.1 亿平方米，同比下降 12.4%，环比下降 11.4%，为连续第五个月下降。进口额达到 108.4 亿美元，同比下降 3.6%。其中，服装进口量 22.1 亿平方米，同比下降 22.7%，环比下降 17.6%，服装进口额 82.4 亿美元，同比下降 1.2%。10 月份，美国进口纺织品服装 108.4 亿美元，同比下降 3.6%，环比下降 11.3%，已连续五个月下降。1-10 月份，美国纺织品服装进口量 927 亿平方米，同比增加 21.5%；进口额为 1147.4 亿美元，同比增加 22.7%。

今年以来，密歇根大学消费者信心指数一直处于近年同期最低位，12 月份，该指数为 59.1，下半年整体呈恢复走势。

最新数据显示，8 月份欧盟 27 纺织服装进口量为 112.3 万吨，同比增长 13.1%；进口金额为 140.2 亿欧元，同比增长 50.4%。1-8 月份，欧盟纺织品服装累计进口量同比增长 10.6%，累计进口金额同比增长 35.4%。

1-9 月份，欧盟 27 国消费者信心指数呈下降趋势，9 月份创年内最低。11 月份，该指数为 -25.8，持续两个月回升。

### 2、东南亚开机率处于低位

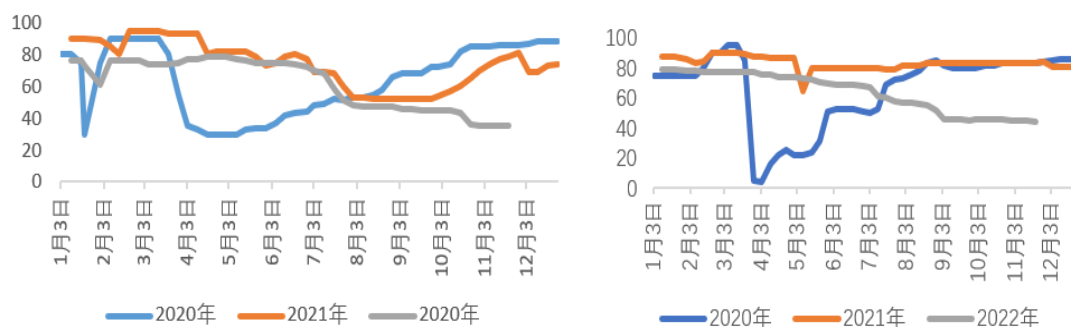
截至本月初，越南纱厂开机负荷仅有 35%，月环比下降 8 个百分点，较去年同期下降





46 个百分点；巴基斯坦纱厂开机负荷为 44%，月环比下降 2 个百分点，较去年同期下降 37 个百分点。今年以来，越南和巴基斯坦纱厂开机负荷指数一直处于去年同期下方。

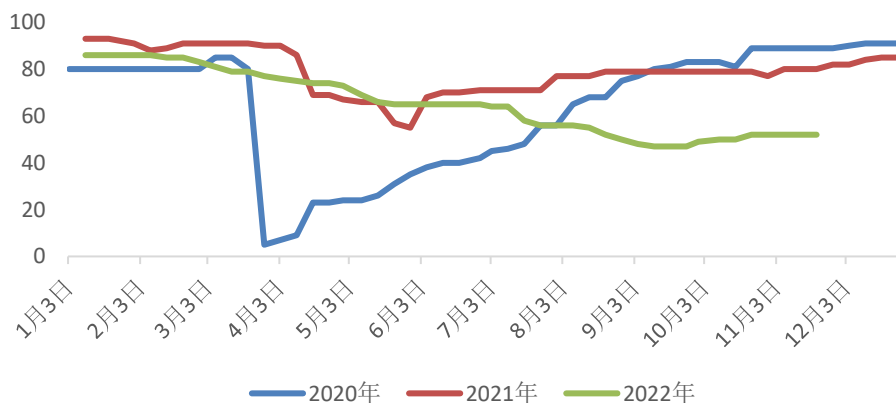
图表 5 越南、巴基斯坦开机情况



数据来源：TTEB，弘业期货金融研究院

今年以来，印度纱厂开机率呈震荡下行走势，1-4 月份开机率在 75%以上，进入 5 月份下降显著。截至本月初，开机率已降至 50%左右，较 2020 年同期下降 37 个百分点，较 2021 年同期下降 28 个百分点，较今年初下降 34 个百分点。

图表 6 印度纱厂开机率



数据来源：TTEB，弘业期货金融研究院

### 三、全球主要产棉国概况

#### (一) 美国

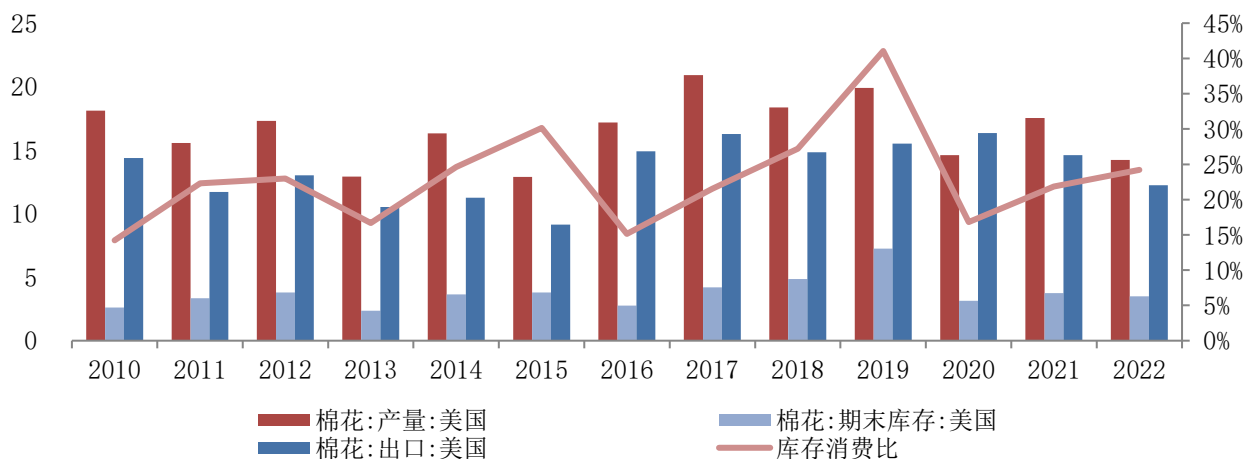
##### 1、供需改善，产量调整预期不大

得州和东南部地区单产上涨，最近美农报告调增 2022/23 年度美棉产量预估 21 万包至 1424 万包；同时，预期未来需求减弱，调减消费量预估 10 万包、出口量预估 15 万包。最终，期末库存预估月环比增加 50 万包。



较上个年度相比，2022/23 年度美国棉花产量预估同比大幅下降 328 万包，消费量预估同比下降 237 万包，期末库存预估同比略降 25 万包，处于近年同期较低位置。不过，期末库消比同比上升 2.38 个百分点至 24.22%。

图表 7 美国棉花供需改善

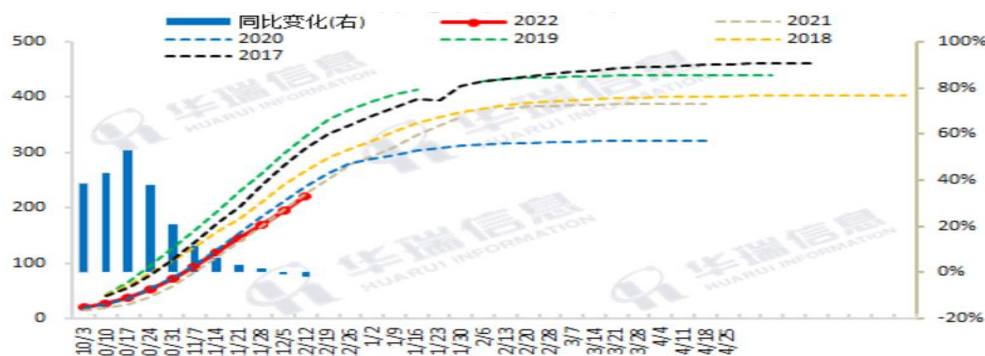


数据来源：USDA，弘业期货金融研究院

根据美国农业部的统计，截至 2022 年 12 月 8 日当周，美陆地棉合计检验量 221.39 万吨，同比降 1.7%，占年陆地棉产量预估值的 73.17%；皮马棉合计检验量 5.55 万吨，同比增 25.5%，占年皮马棉产量预估值的 54.2%。

目前美棉检验量已过三分之二，与往年检验进度相比，2022/23 年度美棉产量调整的空间较小。

图表 8 美棉累计检验情况



图片来源：TTEB，弘业期货金融研究院

## 2、出口签约近期表现不佳，有调减预期

11 月份以来，美棉出口表现不佳，尤其是截至到 11 月 17 日的一周里，2022/23 美陆地棉周度取消签约 2.64 万吨，其中，中国取消签约 2.48 万吨，巴基斯坦取消签约 0.35

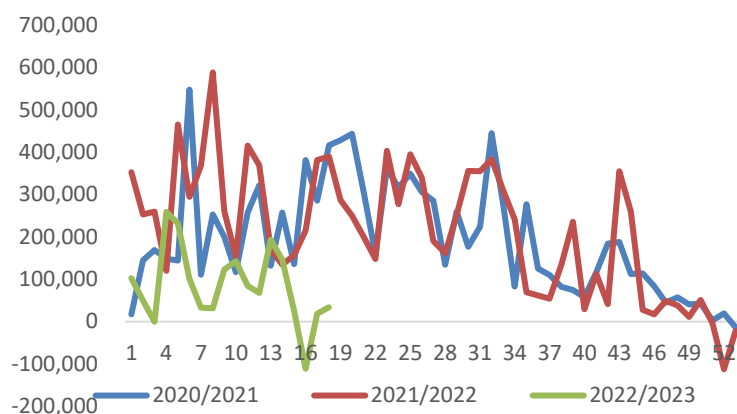


万吨。

截至 12 月 1 日当周, 2022/23 美陆地棉周度签约 0.74 万吨, 周增 98%, 其中中国 0.25 万吨, 孟加拉 0.17 万吨。

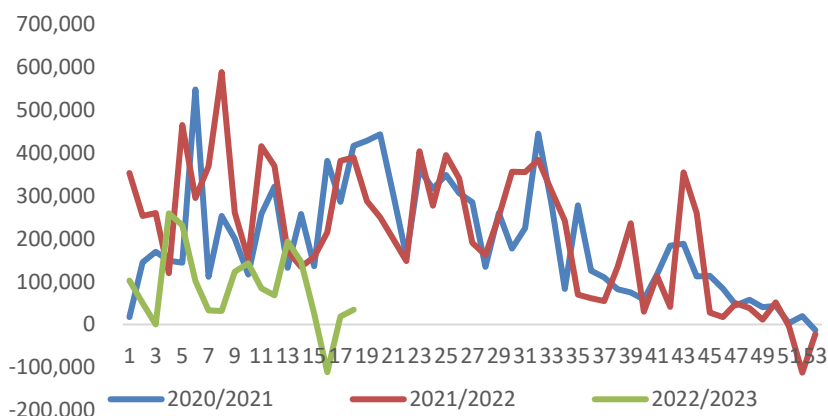
截至 12 月 1 日当周, 2022/23 美棉陆地棉和皮马棉总签售量 200.65 万吨, 占年度预测总出口量的 74%, 较去年同期增加 6.2 个百分点, 较过去三年同期增加 3.6 个百分点; 累计出口装运量 77.5 万吨, 占年度总签约量的 39%, 较去年同期增加 13 个百分点, 较过去三年同期增加 5.8 个百分点。其中, 中国总签售量为 42.7 万吨, 同比下降 39%; 巴基斯坦总签售量为 39.5 万吨, 同比增加 35%; 土耳其总签售量为 26.3 万吨, 同比降 19%。

图表 9 美棉周度签约出口情况



数据来源: USDA, 弘业期货金融研究院

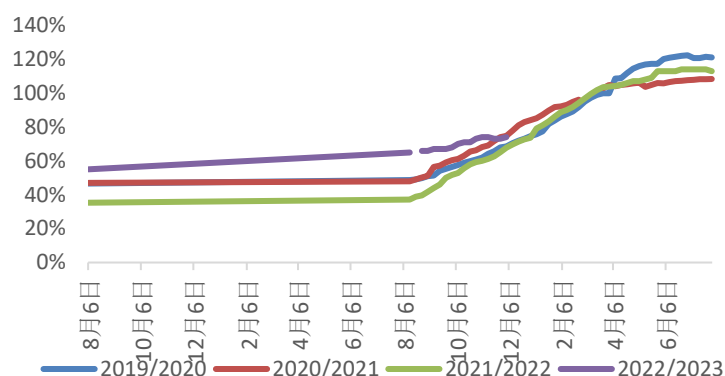
图表 10 中国签约美棉情况



数据来源: USDA, 弘业期货金融研究院



图表 11 美棉出口签约进度

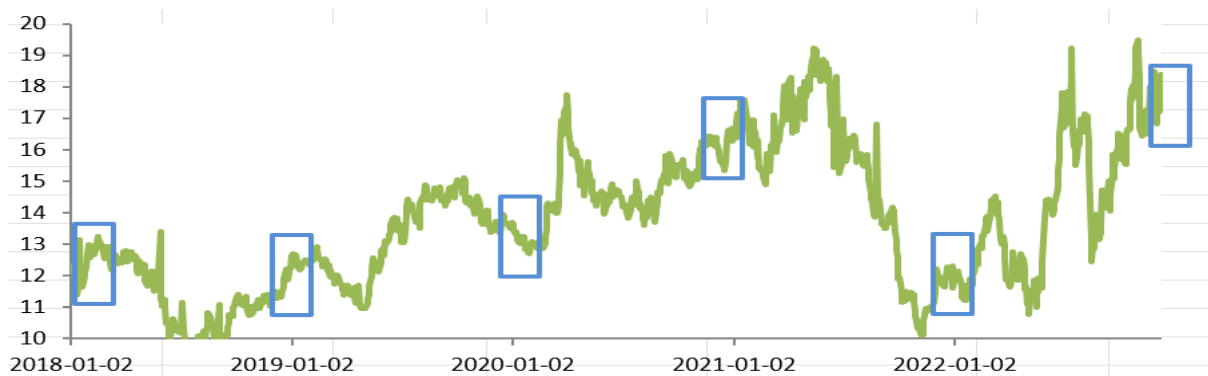


数据来源：USDA，弘业期货金融研究院

### 3、粮棉比价处于高位

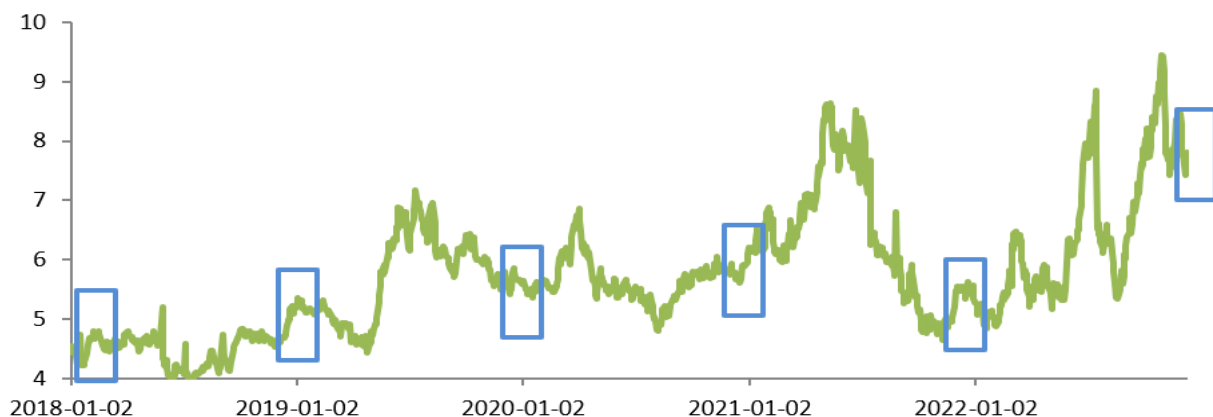
从大豆/棉花和玉米/棉花比价走势上看，目前的比价处于近年同期高位，也就意味着，如果后期两者比价没有明显回落的话，单从大豆/棉花和玉米/棉花的比价上来看，2023年美国棉花种植面积将大概率下降。

图表 12 比价（大豆/棉花）



数据来源：WIND，弘业期货农产品研究所

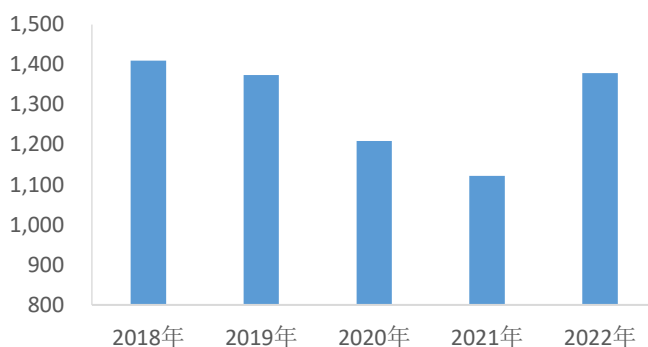
图表 13 比价（玉米/棉花）



数据来源：WIND，弘业期货农产品研究所



图表 14 美棉播种面积



数据来源：USDA，弘业期货农产品研究所

由上图可以看出，2020 年和 2021 年由于大豆/棉花和玉米/棉花比价处于较高位置，美国棉花种植面积下降明显。因 2021/22 年度棉花价格很高且签约销售顺畅，美国农场主、国际棉商等普遍判断 2022 年美棉种植面积将恢复增长。

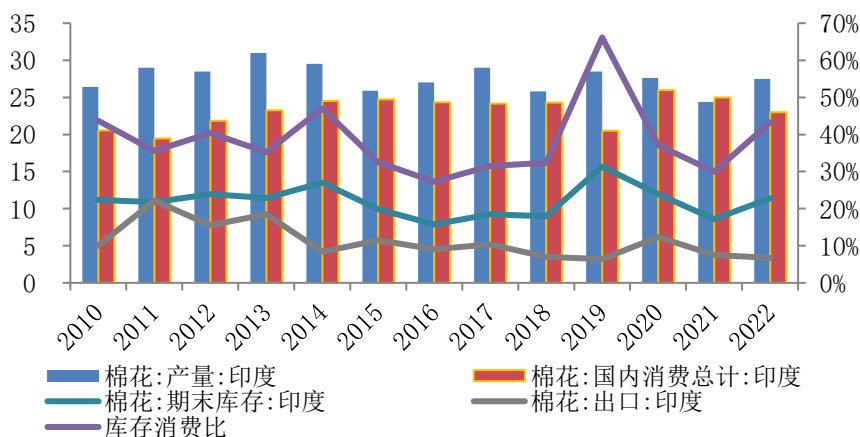
## (二)、印度

### 1、整体供需偏宽松

12 月份美农报告调减印度国内棉花消费量预估 100 万包、位置产量预估较上个月不变。与 11 月份相比，期末库存量预估环比增加 110 万包。

2022/23 年度，印度期初库存量预估同比大幅下降 334 万包、产量预估同比大幅增加 310 万包，消费量预估同比下降 200 万包，相抵之后，2022/23 年度印度棉花期末库存量预估较上个年度大幅增加 280 万包，处于近年较高位置。期末库消比同比增加 13.34 个百分点至 43.26%，为除 2019/2020 年度外近年新高。

图表 15 印度棉花供需情况



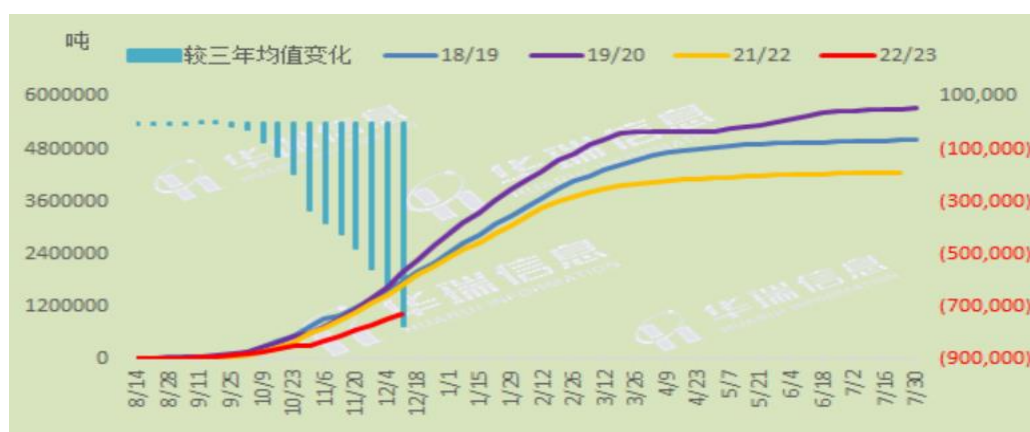
数据来源：USDA，弘业期货金融研究院



## 2、新棉上市进度偏慢，后期产量有调减可能

据 AGM 公布的数据统计显示,截至 2022 年 12 月 11 日当周,印度棉花周度上市量 11.21 万吨,环比上一周减少 2.01 万吨,较三年均值减少约 13.0 万吨;印度 2022/23 年度的棉花累计上市量约 102.05 万吨,较三年均值累计减少约 77.55 万吨。其中,马哈拉斯特邦和古吉拉特邦上市进度较往年同期严重偏慢。

图表 16 印度棉花累计上市量



图片来源：TTEB，弘业期货金融研究院

## 四、国内棉花供需情况

### (一)、供给整体偏宽松

#### 1、产量预增

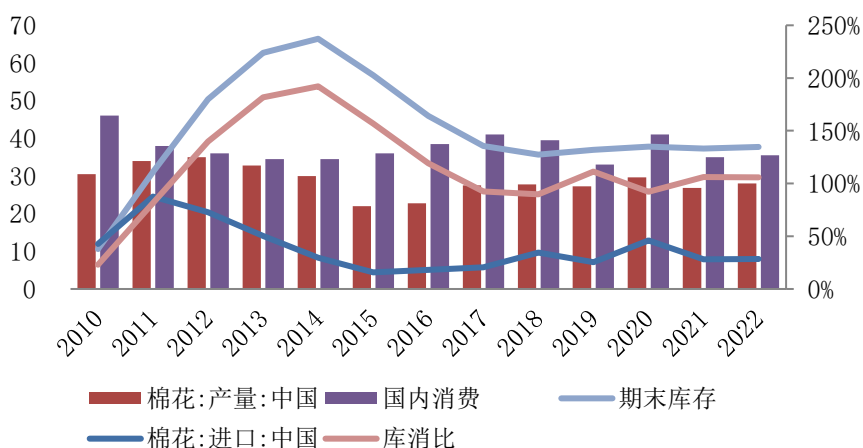
12 月美农报告维持中国 2022/23 年度棉花产量预估较上个月不变,调减消费量预估 100 万包,最终期末库存预估较上个月调增 45 万包。

2022/23 年度,中国棉花产量预估同比增加 120 万包,消费量预估同比上升 50 万包;期末库存消费比同比下降 0.46 个百分点至 105.78%,处于近年高位(2019/20 年度除外)。





图表 17 中国棉花供需情况



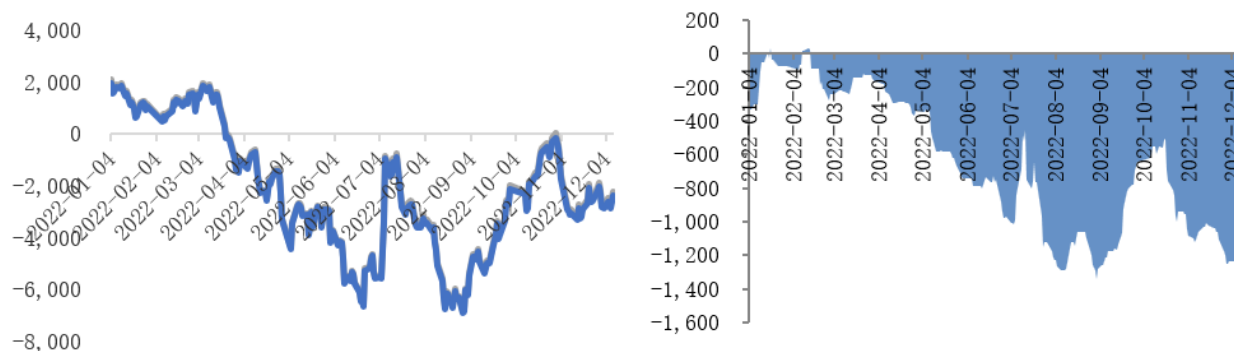
数据来源：USDA，弘业期货金融研究院

## 2、内外价差倒挂，进口量下降

3 月底至今，国内外棉花价差一直呈倒挂走势。3128B 棉花价格指数与进口棉价格指数港口提货价滑准税下价差从年初最高 2000 元/吨附近一直震荡走跌，在 6 月份达到阶段性低点-6500 元/吨后冲高回落。北半球新棉上市之际再次创年内新低，为-7000 元/吨。今年以来，该价差运行区间为-7000——2000 元/吨，较去年波动更大；日均价差为-2200 元/吨，去年为 1100 元/吨。

国内 C32S 纱线价格指数与进口 C32S 港口提货价的价差今年以来一直呈倒挂走势，全年运行区间为-1300——0 元/吨，

图表 18 国内外棉花、棉纱价差走势



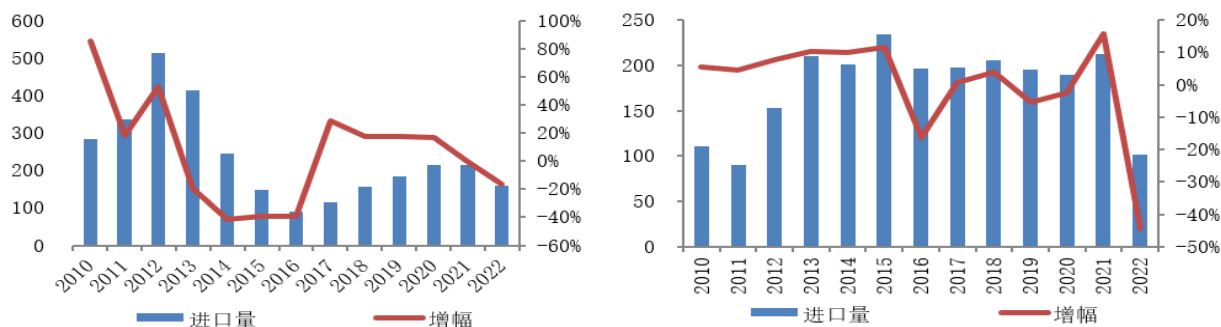
数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

国内外棉花、棉纱价格倒挂导致棉花、棉纱进口量萎缩。据海关统计数据显示，10 月份，进口棉花 13 万吨，月环比增加 4 万吨，年同比增加 7 万吨；1-10 月份，我国累计



进口棉花 159 万吨，较去年同期减少 32 万吨。10 月份，进口棉纱 6 万吨，月环比下降 3 万吨，年同比下降 9 万吨；1-10 月份，我国累计进口棉纱 102 万吨，较去年同期下降 81 万吨。

图表 19 近年棉花、棉纱累计进口量（2022 年截至 10 月份）



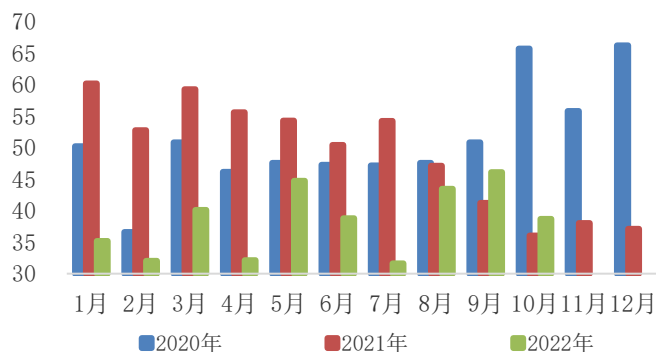
数据来源：海关总署，弘业期货金融研究院

## （二）、需求表现不佳

### 1、棉纺 PMI 近年低位，纱、布产量同降

今年 1-8 月份，国内棉纺 PMI 值一直处于金三年同期最低位，9、10 月份略好于去年同期。1-10 月份，该值最高为 46.1，于 9 月份录得；最低为 31.65，于 7 月份录得。

图表 20 棉纺 PMI 走势

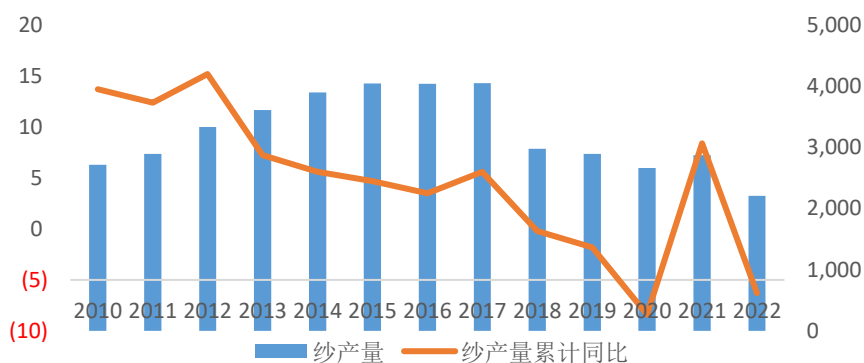


数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

据有关数据统计显示，10 月份，我国纱线产量 231.5 万吨，月环比上升 22.8%，年同比下降 6.7%；1-10 月，累计产纱 2209.5 万吨，较去年同期 6.3%。10 月，我国布产量为 31.8 亿米，月环比下降 0.9%，较去年同期下降 5.9%；1-10 月，累计产布 299.9 亿米，较去年同期下降 5.2%。受疫情反复影响，去年国内纱线和布产量同比下降。

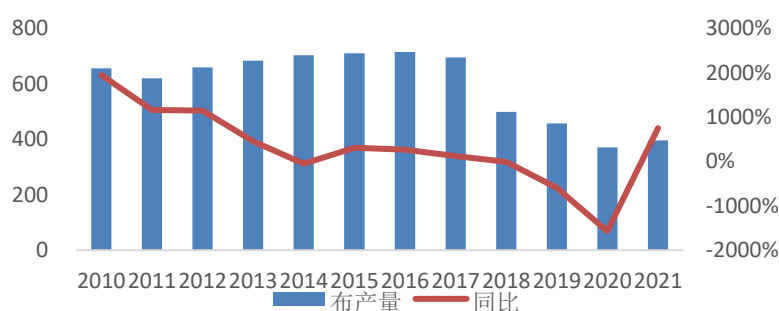


图表 21 20201 年 1-10 月纱线产量同比下降



数据来源：国家统计局，弘业期货农产品研究所

图表 22 20201 年 1-10 月布产量同比上升

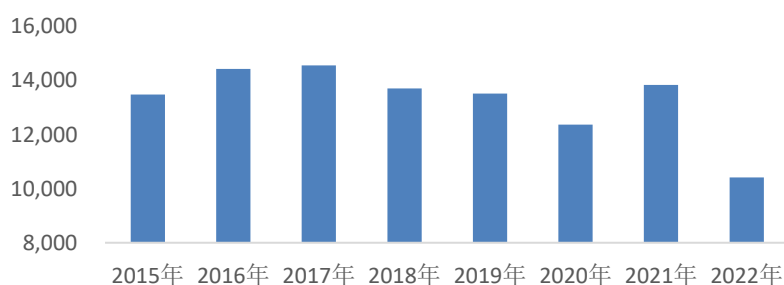


数据来源：国家统计局，弘业期货农产品研究所

## 2、内销下降，出口增涨但近期不佳

国内疫情反复导致今年纺服内需和出口均呈现出下降态势。10 月份，国内纺织品服装类零售额为 1154.8 亿元，环比上升 7.75%，同比下降 7.5%。1-10 月份，国内纺织品服装类累计零售额为 10413.8 亿元，同比下降 4.4%。

图表 23 全社会纺服零售额



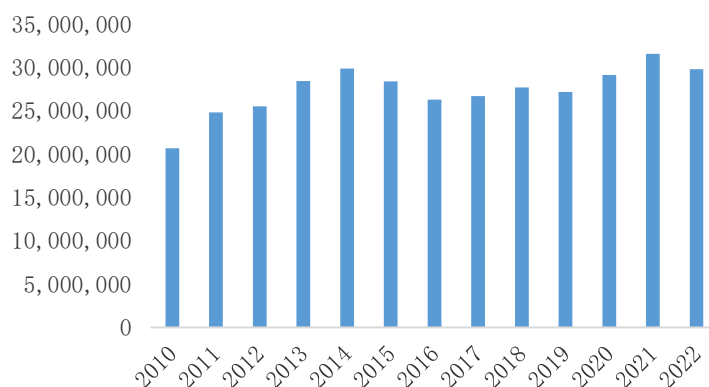
数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

根据海关总署统计快讯，今年 1—11 月，全国纺织品服装出口 2976.3 亿美元，同比增长 4.5%。其中，纺织品出口 1369.3 亿美元，同比增长 4.7%；服装出口 1607 亿美元，同比增长 4.3%。



11 月当月，全国纺织品服装出口 243.9 亿美元，同比减少 14.6%。其中，纺织品出口 112.7 亿美元，同比下降 14.8%，自 8 月份落入负增长区间以来，降幅持续扩大；服装出口 131.2 亿美元，同比下降 14.4%，降幅较上月收窄 1.6 个百分点。欧美等发达经济体通胀压力持续加大，我国纺织服装受海外消费需求疲软等因素影响，出口承压。

图表 24 纺织品服装出口情况



数据来源：海关总署，弘业期货金融研究院

从出口主要市场来看，东盟占比呈上升趋势，欧美地区呈下降趋势。2022 年 1-10 月，我国出口东盟地区纺服占全部出口量的 16.97%，出口欧盟地区占全部出口量的 14.7%，出口美国占全部出口量的 16.85%。

### （三）、现阶段供给压力后移，需求边际好转

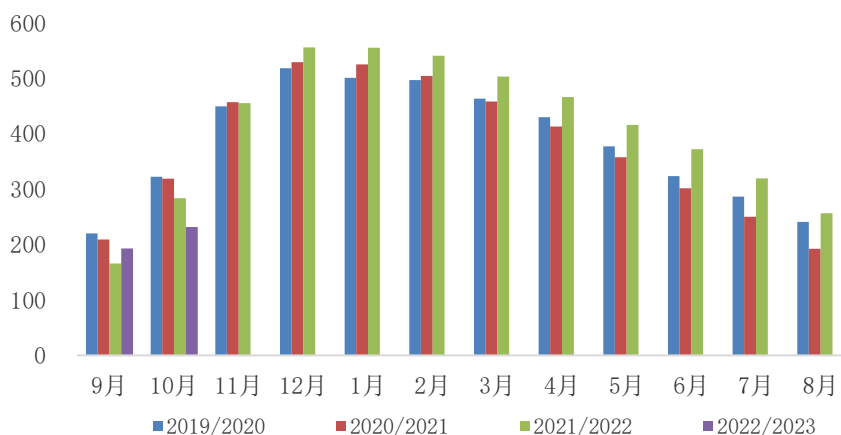
#### 1、检验进度偏慢，压力后移

截至 12 月 12 日，2022/2023 年度新疆棉累计加工 327.63 万吨，较上一日增加 5.98 万吨，较上一日增加 5.98 万吨，较去年同期减少 85.24 万吨，同比减幅 20.6%；检验 174.87 万吨，较去年同期减少 194.7 万吨，同比减幅 52.7%。

截至 10 月底，国内棉花商业库存 232 万吨，月环比上升 39 万吨，年同比下降 51.6 万吨，为近五个年度以来同期最低。



图表 25 国内棉花商业库存



数据来源：WIND，弘业期货金融研究院

## 2、下游开机边际好转

今年以来，下游纱厂和坯布厂开工负荷基本处于近三年同期最低（2020 年除外），3 月份至 8 月份呈震荡下滑走势，9-11 月份冲高回落。随着国内防疫政策的放开，下游纱厂和布厂开工负荷在 12 月份开始止跌回升。截至本周一，纱厂开工负荷指数为 47.4%，较 11 月底回升 7.3 个百分点；布厂开工负荷指数为 46.1%，较 11 月底回升 6.3 个百分点。同时，纱厂和布厂产成品库存亦呈下降走势，截至本周一，分别较 11 月下降 9.6 天和 0.9 天。

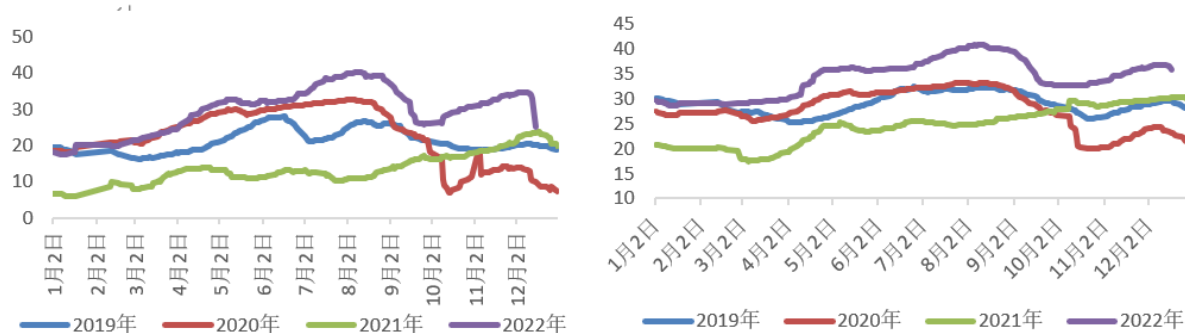
图表 26 纱厂和坯布厂开工负荷边际好转



数据来源：TTEB，弘业期货金融研究院



图表 27 纱厂和布厂产成品库存下降

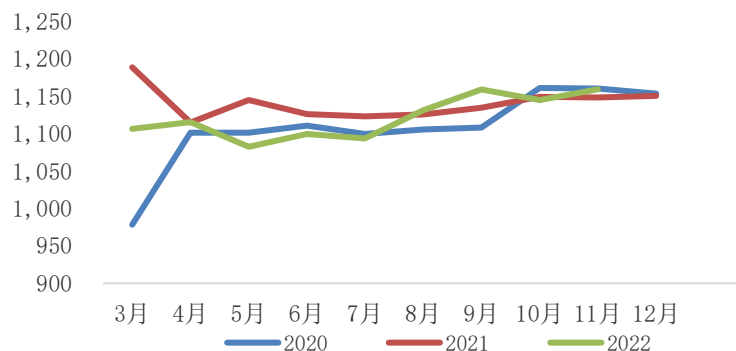


数据来源：TTEB，弘业期货金融研究院

### 3、柯桥纺织总景气指数 11 月好转

据有关统计数据显示，11 月份，柯桥纺织总景气指数为 1159，环比增 14.39 个百分点，同比增 10.76 个百分点。今年前八个月，柯桥纺织总景气指数基本处于近三年同期低位，9、10 月比较优势有所波动，11 月基本与过去两年持平。

图表 28 柯桥纺织总景气指数走势



数据来源：WIND，弘业农产品研究所

## 五、后市展望

### (一)、国际市场

#### 1、供给

2022/23 年度全球供给增加，整体呈偏宽松状态。美国产量可调整空间不大，印度较大概率会调减本年度棉花产量。

下一年度，美国粮棉比处于高位，在不考虑其他因素的情况下 2023 年美棉植棉面积大概率下降。

#### 2、需求

欧美高通胀情况下纺服需求萎缩，主要制造国开机率处于历史低位，全球棉花消费量





有进一步下调空间。

## (二)、国内市场

### 1、整体供需偏宽松，需求量有上调可能

随着国内疫情管控的放松，下游需求有调增可能，增量主要来自于国内消费。

今年籽棉上市初期价格较去年同期大幅下降，低价维持了较长一段时间，且与去年相比价格降幅一直较大。受此影响，2023 年种植积极性预计将受到打击，不过面积降幅预计不大。

2、新棉加工检验量严重落后，棉花商业库存同期低位，供给压力后移。虽然目前下游开工负荷边际好转，但仍处于往年同期低位，短期内疫情对下游需求的拉动力度有限。在新棉集中供给期，叠加下游消费整体疲软的状态，棉价涨幅受限。二季度，随着新棉上市供给压力的下降，下游消费在疫情管控放松的情况下缓慢回升，棉价重心亦会随之走高。  
**关注：主产棉国植棉面积、政策、疫情、宏观**



### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

### 免责声明

本报告中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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。