

国信期货软商品季报

棉花、白糖

郑糖牛市尾期，郑棉下有支撑上有阻力

2023年3月26日

主要结论

白糖：国内糖市供需方面，国产糖基本定产，减产格局已定。进口虽然1-2月总量高于预期，但是单月开看，2月下降趋势已经显现，后期进口有收缩可能。二季度来看，国产糖以及进口糖同时收紧。对糖价仍有较强的支撑。需求二季度进入传统淡季，叠加疫情放开后的消费不及预期，且糖价走高对于销售意愿有一定打压。糖价二季度来看，下方有支撑，但上行也存在压力。需要警惕，国产糖估产再度下调风险，如实现，且叠加消费不超预期下降，糖价有继续上行空间。

国际市场来看，一季度供应偏紧情况使得糖价维持高位，二季度开始，南半球巴西则进入生产。目前来看，巴西2023/24年度估产非常乐观，糖醇比价也更利于生产食糖，3月以来干燥天气使得开榨提前概率提升。如果巴西如预期大幅增产，并且出口顺利，对于国际糖价的压力将逐步增加。但如果巴西后期生产不及预期，或者出口遭遇堵港问题，糖价仍有进一步上升可能。

操作建议：波段交易思路为主。

分析师：侯雅婷
从业资格号：F3037058
投资咨询号：Z0013232
电话：021-55007766-6616
邮箱：15227@guosen.com.cn

棉花：国内总体来看，纺织企业的原料库存持续上升，目前已经处于五年相对偏高水平，缺乏补库动力。需求方面来看，金三银四成色不及预期。短期内销较好，但是出口订单缺乏，面临形势严峻。新年度供应来看，补贴迟迟未落地，棉花种植面积或有收缩，二季度关注主产区播种进度以及天气情况。总体来看，郑棉后期面临上下空间均有限的格局，下方关注新棉成本，上方主要观察消费情况，以前高为限。同时，警惕宏观方面的风险，导致棉价超预期的下跌。

国际市场，全球总体供需向宽松转向。宏观方面，美联储加息落地，持续加息对于经济的影响难以避免，需求受到冲击，各大纺织服装出口国数据多有滑落。美棉出口基本完成，后期将进入“超卖”，短期出口较为强劲，但仍面临巴西出口的竞争。国际买家在美棉和巴西之间选择，竞争或刺激棉花低价销售。新年度供应来看，如果棉价持续低迷，或有收缩可能，这为后期棉价下方带来一定支撑。

操作建议：郑棉波段交易为主。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

第一部分 白糖篇

一、行情回顾

郑糖一季度强势上行。

春节前郑糖小幅盘中，节日期间国际糖价大幅上行，春节后郑糖跳空高开，站上 5800 元/吨一线，2 月糖价在高位整理。产销数据利多，广西销量高于预期，第三方库存在生产季不增反降，并且内外价差维持高位，糖价在 3 月突破上行，主力合约最高至 6343 元/吨。

ICE 期糖一季度震荡上行。

1 月国际糖价快速上行。基本面上，巴西汽油价格上调，印度产量恶化，出口受到限制，糖价从 18 美分反弹至 20 美分之上。2 月原糖在供应忧虑的支撑下，基本围绕 20 美分上下高位盘整。3 月中旬受到宏观方面风险事件影响，商品整体回落，糖价也受到拖累。但印度、泰国以及中国的估产下调仍支撑糖价，巴西丰产预期同时物流可能受阻，糖价在 19-22 美分/磅之间波动。

图：郑糖主力合约走势



数据来源：博易云 国信期货

图：ICE 期糖主力合约走势



数据来源：博易云 国信期货

二、国内市场分析

1、国产糖供应收紧 进口存在收缩可能

1.1 生产进入尾声 2022/23 榨季国内基本定产

截至3月21日广西2022/23榨季收榨糖厂已达71家，目前仅有2家糖厂尚未收榨，上榨季同期约30家糖厂尚未收榨，本榨季制糖企业提前收榨率增幅较大。预计广西最终产量在550万吨左右，较去年611.94万吨大幅缩减60万吨以上。2月底工业库存289.95万吨，同比减少38.51万吨。其中2月份单月销糖54.5万吨，同比增加19.44万吨。

截至3月20日，云南5家糖厂收榨，同比增加5家，3月下旬预计增加3-5家。云南预计产量较去年有所略有增加，达到200万吨左右，去年为194.13万吨。

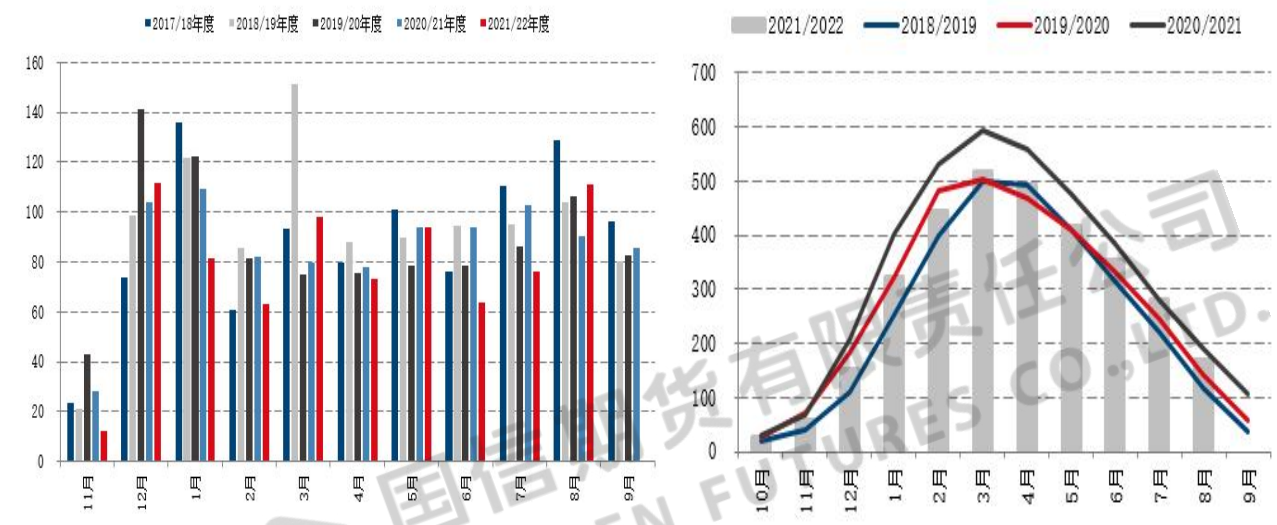
广东湛江地区预计3月底完成压榨，预计产糖45万吨，同比下降3万吨。

甜菜糖方面，内蒙产糖量58.3万吨，同比增加11.3万吨。新疆产糖量约为45万吨，同比增加11.25万吨。

综合来看，全国产量预计920万吨左右，较上一年度下降35万吨。

图：全国月度销糖量（单位：万吨）

图：国内工业库存（单位：万吨）



数据来源：中国糖业协会 国信期货

数据来源：Wind 国信期货

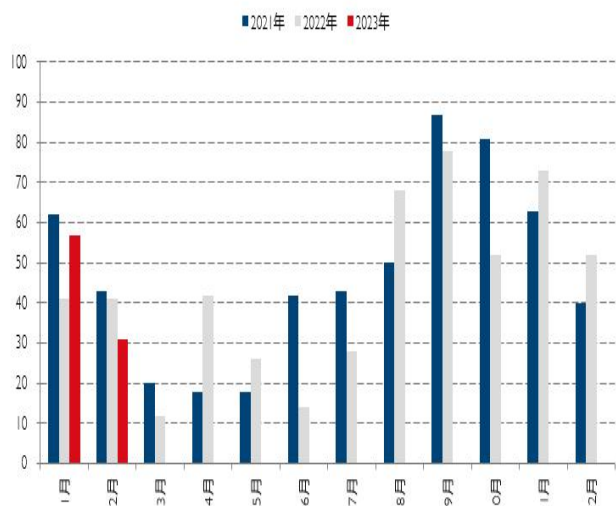
1-2月进口糖总体数量高于预期，二季度有收紧趋势

据中国海关总署数据，2023年1-2月我国累计进口食糖88万吨，同比增加6.32万吨，增幅7.74%。其中，1月我国进口食糖57万吨，同比增加15.92万吨，增幅38.75%；2月进口食糖31万吨，同比减少9.6万吨，降幅23.65%。截至今年2月，2022/2023榨季累计进口食糖265.13万吨，同比增加0.48万吨，增幅0.18%。

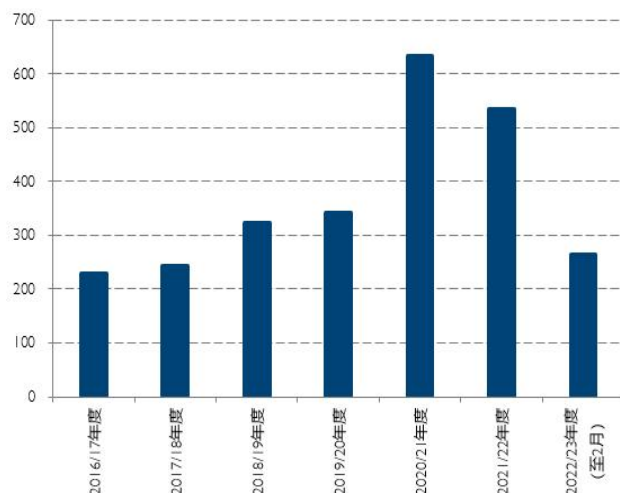
1-2月进口量高于市场预期，此前市场预计进口量低于80万吨，总量数据影响略偏空。但是其中2月进口量出现同比下降趋势，环比下降也较为明显，对于后市有一定指导意义，在当前国内外糖价倒挂严重，缺乏进口利润的前提下，3月之后的进口或进一步收缩。

图：全国食糖单月进口量（单位：万吨）

图：全国食糖榨季进口量（单位：万吨）



数据来源: 中国海关 国信期货



数据来源: 中国海关 国信期货

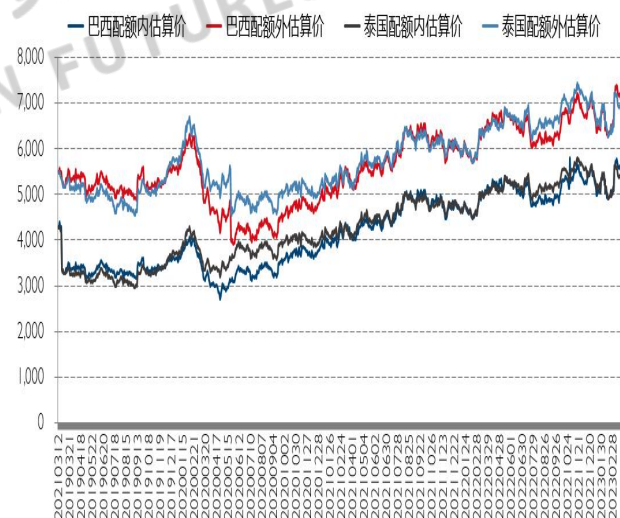
一季度以来, ICE 期糖合约基本维持在 18 美分之上, 折算巴西以及泰国配额外进口成本均高于 6200 元/吨。对于加工糖厂来说, 基本处于持续亏损状态。颇为紧缺的供应导致国际糖价难有明显的回落, 加工厂进口动力明显不足。目前加工厂库存也偏低, 不过二季度开始, 糖厂逐步开机, 沿海 11 家工厂里 9 家已经开机, 预计库存开始累积。

图: 巴西、泰国配额外进口成本

原糖价格 (美分/磅)	巴西配额外进口成本 (元/吨)	泰国配额外进口成本 (元/吨)
18	6494	6284
18.5	6632	6423
19	6771	6561
19.5	6910	6700
20	7048	6839
20.5	7187	6978
21	7326	7116

数据来源: 沐甜科技 国信期货

图: 巴西、泰国进口成本 (单位: 元/吨)



数据来源: 泛糖科技 国信期货

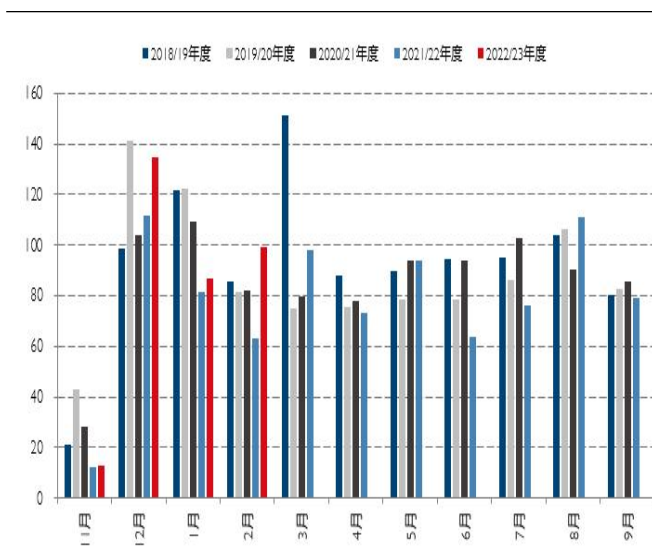
2、二季度进入传统淡季 高价或抑制消费

截止 2 月底, 全国累计销售食糖 336 万吨, 同比增加 63 万吨。累计销糖率 42.5%, 同比快 4.5 个百分点。2 月全国单月销糖量为 99 万吨, 处于五年最高水平。从 2022 年 12 月开始, 单月销量一直表现较好。尤其是 2 月, 较往年有明显的提升。贸易商有一定的备货。下游消费也有好转。但是随着糖价不断走高, 进入 3 月, 销售情况明显转淡, 下游对于高价接受度有限。此前较好的销售情况或对于后市存在一定透支。

二季度, 处于糖市传统淡季, 通常缺乏消费的支撑。而国产新糖以及加工糖逐步上市, 从糖价走势季

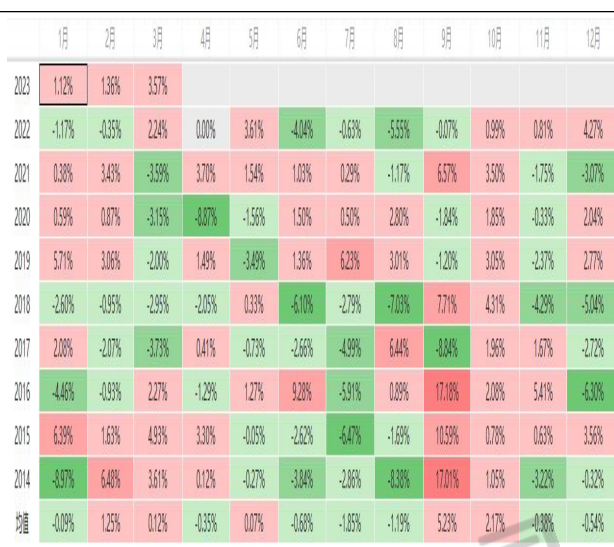
节性来看，二季度糖价上行压力较大。

图：国内单月销糖量（单位：万吨）



数据来源：Wind 国信期货

图：郑糖 09 合约走势季节性图



数据来源：Wind 国信期货

三、国际市场分析

1、供应偏紧格局兑现 后期焦点转向巴西

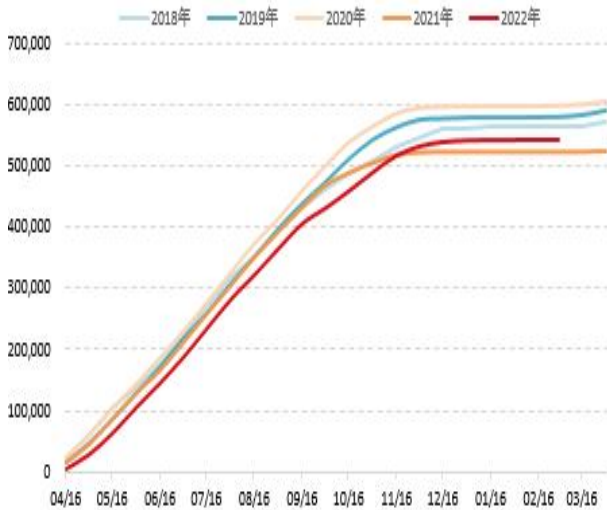
印度、泰国、中国、以及欧盟估产均下调，一季度供应偏紧持续消化。二季度主要的供应变数在巴西的压榨以及印度能否释放新的供应。市场对于巴西增产预期较强。

1.1 巴西预计产量高于预期 糖醇比大幅提升

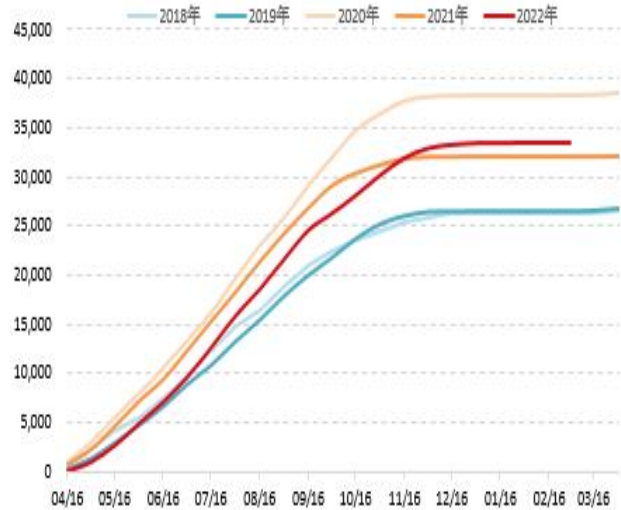
2023/24年度巴西产量预计有显著的增加，主流机构预计南巴西甘蔗压榨为5.9亿吨，2022/23年度为5.52亿吨。糖产量预计将回复到3830万吨，较前一年度增长13.1%。近期由于巴西的主产区天气相对干燥，提前开榨的概率较高。

图：南巴西双周累计压榨量（单位：千吨）

图：南巴西双周累计产糖量（单位：千吨）



数据来源: UNICA 国信期货

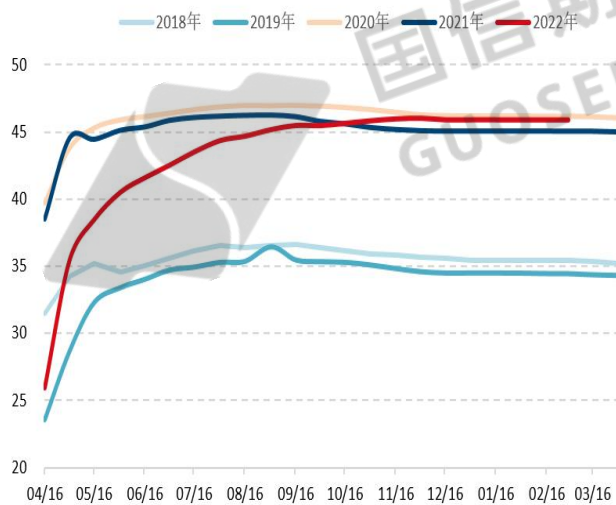


数据来源: UNICA 国信期货

2022/23年度巴西中南部双周累计甘蔗制糖比为45.6%，2023/24年度预计将提升至48%。巴西可能重新征收燃料税，对于乙醇的竞争力将会有提升，但是由于糖醇比较来看，糖价的竞争优势非常显著，当前乙醇折糖价为16.6美分/磅，现货糖价处于21美分/磅之上，即使后期利好乙醇价格的因素落地，也难以撼动生产企业倾向于生产食糖的意愿。

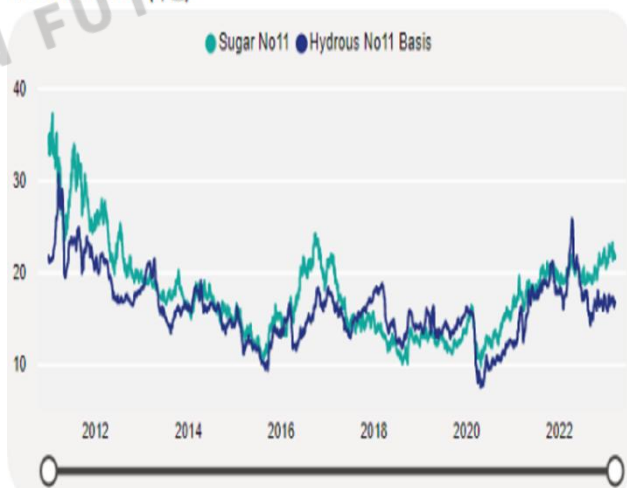
图：南巴西双周累计制糖比（单位：%）

图：巴西糖醇价格（单位：美分/磅）



数据来源: UNICA 国信期货

Historical Prices (c/lb)



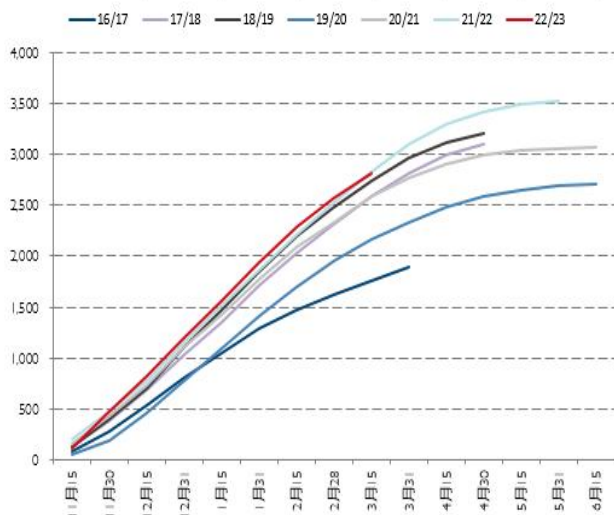
数据来源: CZAPP 国信期货

1.2 印度估产下调或难增加出口 泰国提前收榨出口强劲

根据印度糖厂协会数据，2022/23年度截至3月15日，印度共产糖2818万吨，去年同期为2848万吨。未收榨糖厂336家，去年同期为438家。转向生产乙醇的糖产量大约为311万吨，去年为254万吨。印度估产较此前大幅下降，此前市场预期3400万吨以上，目前主流预估降至3350万吨，在供应收紧的前提下，国内供应充足是首要保证的，增加出口的数量非常有限，预计100万吨左右。

图：印度双周累计产糖量（单位：万吨）

图：印度糖产量（单位：千吨）



数据来源: ISMA 国信期货

地区	未收榨糖厂数		产糖量 (万吨)		转向乙醇生产的糖产量预估 (万吨)	
	2022-23	2021-22	2022-23	2021-22	2022-23	2021-22
北方邦	108	104	796	783	111	91
马哈拉施特拉邦	113	184	1019	1090	97	86
卡纳塔克邦	20	49	535	554	92	69
其他	95	101	468	418	11	8
全国总计	336	438	2818	2848	311	254
同比增幅	-102		-30		57	

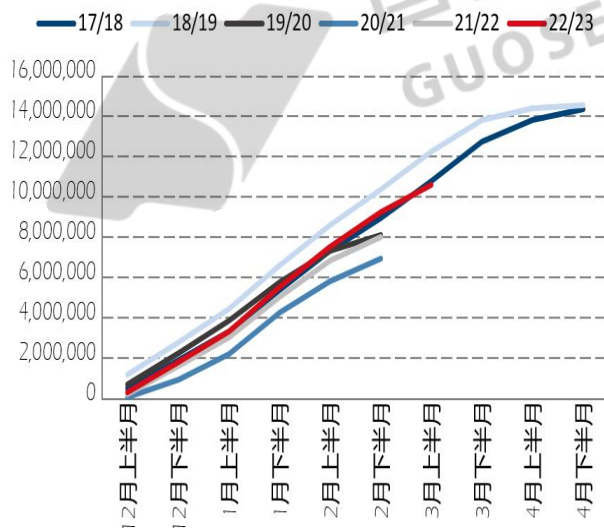
数据来源: Wind 国信期货

泰国截至3月22日,共有34家糖厂收榨,同比增加16家。泰国累计压榨甘蔗9323.72万吨,同比增加5.8%,累计生产食糖1091.16万吨,同比增加13.06%,泰国收榨进度快于预期,估产下调。

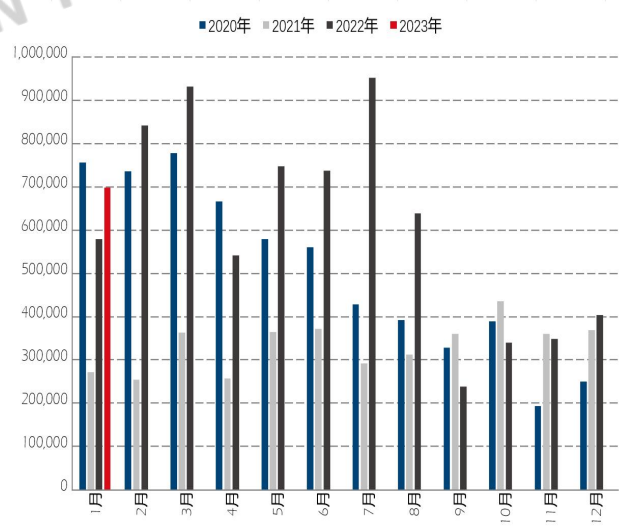
由于巴西处于出口的淡季,印度迟迟未发放增加的出口配额,泰国出口有显著恢复。1月出口量为69.84万吨,同比增加20.39%。2022/23榨季10月-23年1月泰国累计出口糖179万吨,同比增加2.62%。预计榨季出口量恢复至900万吨,同比增加17%。

图: 泰国累计产糖量 (单位: 吨)

图: 泰国出口糖量 (单位: 千吨)



数据来源: OCSB 国信期货



数据来源: OCSB 国信期货

四、结论及操作建议

国内糖市供需方面,国产糖基本定产,减产格局已定。进口虽然1-2月总量高于预期,但是单月开看,2月下降趋势已经显现,后期进口有收缩可能。二季度来看,国产糖以及进口糖同时收紧。对糖价仍有较强的支撑。需求二季度进入传统淡季,叠加疫情放开后的消费不及预期,且糖价走高对于销售意愿有一定打压。糖价二季度来看,下方有支撑,但上行也存在压力。需要警惕,国产糖估产再度下调风险,如实现,

且叠加消费不超预期下降，糖价有继续上行空间。

国际市场来看，一季度供应偏紧情况使得糖价维持高位，二季度开始，南半球巴西则进入生产。目前来看，巴西 2023/24 年度估产非常乐观，糖醇比价也更利于生产食糖，3 月以来干燥天气使得开榨提前概率提升。如果巴西如预期大幅增产，并且出口顺利，对于国际糖价的压力将逐步增加。但如果巴西后期生产不及预期，或者出口遭遇堵港问题，糖价仍有进一步上升可能。

操作建议：波段交易思路为主。

第二部分 棉花篇

一、行情回顾

一季度郑棉上冲后震荡回落。

1 月，郑棉上行。纺织企业原料库存处于极端低位，疆棉运输受到疫情影响，结构性缺棉的情况支撑，同时市场对后市经济增长及需求恢复较为乐观，强预期提振。棉价上涨至 15275 元/吨。春节后，一方面国际棉价震荡走低，国内基本上强预期落空，内需复苏缓慢，年后新增订单不及预期，郑棉跌至 14000 元/吨一线。低位点价有所增加，郑棉 3 月初小幅反弹。但随后在宏观冲击下，棉价继续下挫，最低至 13715 元/吨。

一季度美棉震荡走弱。

1 月份，美国农业部报告发布，对于消费进一步下调，全球库存继续上升。棉价有所走弱。在中国春节假期期间，由于出口数据较为强劲，中国买家返场，国际棉价有所回升。2 月国际棉市偏弱运行。美国农业部报告影响偏空，对于消费进一步下调。NCC 公布美棉意向种植面积，虽然大幅下调，但是收获面积上升，弃耕率大幅下降。美棉出口数据较为强劲，但中美关系存忧，巴基斯坦外汇告急，均有可能抑制美棉出口。3 月份起，海外银行危机发酵，引发股市、商品大幅走弱，ICE 棉金融属性较强，加速下行，跌破 80 美分/磅的支撑位。

图：郑棉主力合约走势

图：美棉主力合约走势



数据来源：博易云 国信期货



数据来源：博易云 国信期货

二、国内市场分析

1、2022/23 年度估产上调，二季度关注新棉种植

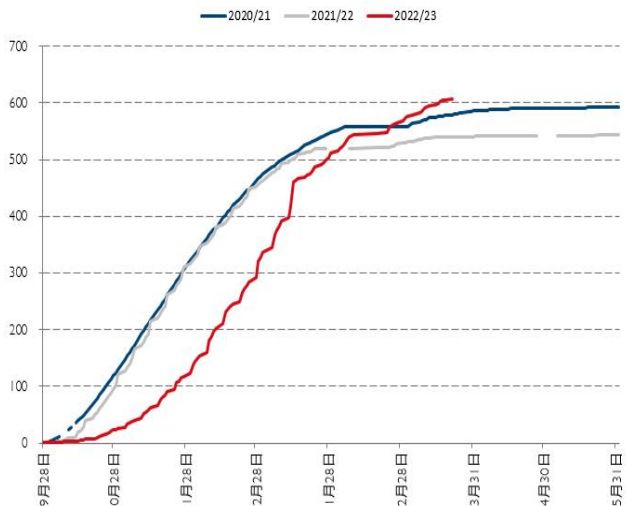
据全国棉花交易市场数据,截至 3 月 21 日,2022/23 年度新疆累计加工 608.11 万吨,同比增加 14.72%;据中纤局数据,截至 3 月 21 日,新疆棉累计检验量为 593.72 万吨,同比增 12.36%。本年度新疆棉加工结束期的继续推迟,2022/23 年度新疆、全国棉花产量的预估上调,最终或达到 640 万吨左右。

2023 年 2 月,中国棉花协会对全国 10 个产棉省、区和新疆生产建设兵团共 1975 个定点农户进行了第二期 2023 年植棉意向调查。调查结果显示:2023 年意向植棉面积较第一期调查进一步下降。本次调查全国植棉意向面积为 4211.96 万亩,同比减少 3.7%,降幅较上期扩大 2.7 个百分点。其中新疆地区植棉意向面积相对稳定,同比微降 0.5%,与上期基本持平;内地棉区由于 2022 年交售价格同比下降较多、植棉成本增加,棉花收益同比大幅降低,同时较新疆棉区相比没有补贴,因此内地棉农植棉积极性继续下降。黄河流域和长江流域植棉意向面积同比分别下降 17.8%和 30.3%,较上期分别扩大 6.6 和 23.1 个百分点。

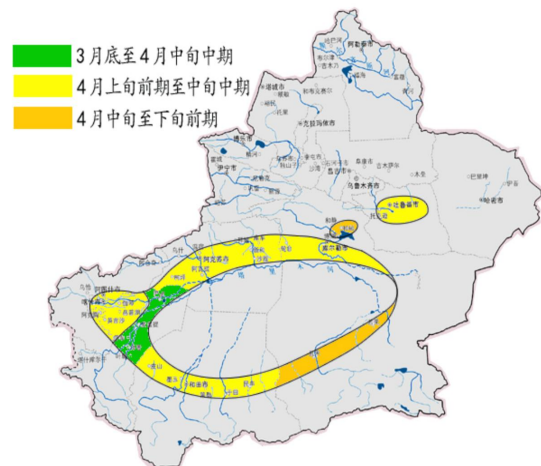
棉花种植积极性不足,一方面是种植成本的上升,地租以及农资成本大幅上升,而收购价格较上一年度大幅下跌。另一方面,国家补贴迟迟未到位,新年度的补贴政策也未公布,对于农民来说,棉花竞争力明显下降。二季度将开始春播,关注点转向播种进度以及产区天气。从当前气象来看,南疆播种或偏早。

图:全国棉花累计检验量(单位:万吨)

图:2023 年南疆棉花适播期预测示意图



数据来源: TTEB 国信期货



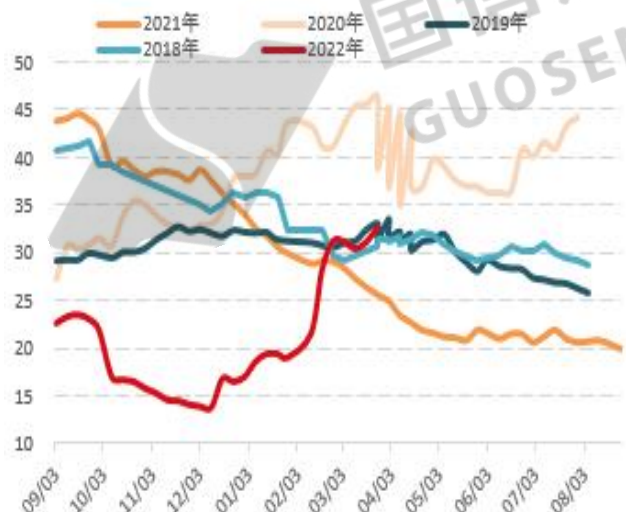
数据来源: 中国棉花协会 国信期货

2、原料库存累积 开机维持高位

一季度, 纺织企业原料库存从历史低位持续上升, 尤其是2月之后快速累积, 从半个月以下恢复至一个月以上, 基本持平于五年均值水平。织造企业棉纱库存一季度持续维持高位。原料库存处于高位的情况下, 企业缺乏补库动力。二季度如果消费没有显著的好转, 企业基本随采随用, 棉花面临的消费压力较大。

图: 纺企原料库存 (单位: 天)

图: 织厂原料库存 (单位: 天)



数据来源: TTEB 国信期货



数据来源: TTEB 国信期货

开工率方面, 春节后纺织企业以及织造企业的开机率都出现大幅回升。至3月24日, 织造企业负荷回升至61.4%, 织造企业的负荷为61.5%。春节后消费有所好转, 虽然金三银四低于市场预期, 但是仍旧环比有显著的增加, 下游来看内销和出口目前呈现冰火两重天的格局。国家统计局数据显示, 制造业PMI升至52.6%, 连续两个月位于扩张区间, 其中新订单指数54.1%, 制造业市场需求有望逐步恢复。据江浙、安徽、河北等地纺织企业表示, 春节后内销订单稳步回升, “金三银四”成色虽低于预期, 但纱布产销回暖、信心回升。消费方面主要的压力在出口方面, 出口订单起色仍不明显。

图：纺企开机负荷（单位：%）



数据来源：TTEB 国信期货

图：织厂开机负荷（单位：%）



数据来源：TTEB 国信期货

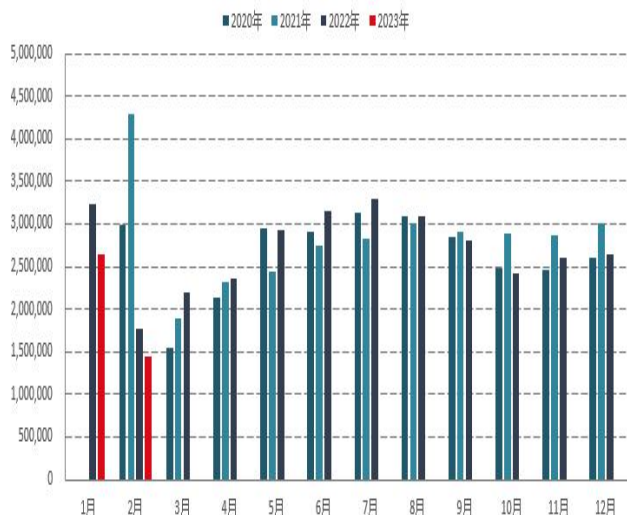
3、出口金额同比走弱 总体形势严峻

2023 年 1-2 月，中国纺织服装累计出口 408.4 亿美元，下降 18.5%，其中纺织品类出口 191.6 亿美元，下降 22.4%，服装出口 216.8 亿美元，下降 14.7%。2023 年以来出口疲态显现。出口面临的局势较为艰难，国际市场对于新疆棉的限制有升级趋势。加之原本国际市场的需求也受到经济衰退的拖累。后期出口仍难言乐观。

2023 年 3 月 14 日，美国海关和边境保护局 (CBP) 发布根据所谓“《维吾尔强迫劳动预防法》”(UFLPA) 扣留和放行相关货物的执法数据。数据显示，自 2022 年 6 月 UFLPA 生效以来，CBP 已根据该法案扣留了 3237 批货物，总价值高达 9.61 亿美元。其中电子产品居第一位，占被扣留总批数的 50.3%、总金额的 87.5%，纺织、服装和鞋类居第二位，占被扣留总批数的 19.5%、总金额的 3.1%。被扣留的纺织品、服装和鞋类产品价值总计 2955 万美元，共计 631 批。自中国进口 1345 万美元，占比 45.5%；89 批被放行，164 批被拒绝放行，92 批仍在审查中涉案产品即使本身不产自新疆，但只要供应链任何一环和新疆有关联，产品都在其限制范围。

图：纺织品服装出口额（单位：万美元）

图：纺织品服装出口累计同比



数据来源：中国海关 国信期货



数据来源：Wind 国信期货

三、国际市场分析

1、全球供求预期转宽松

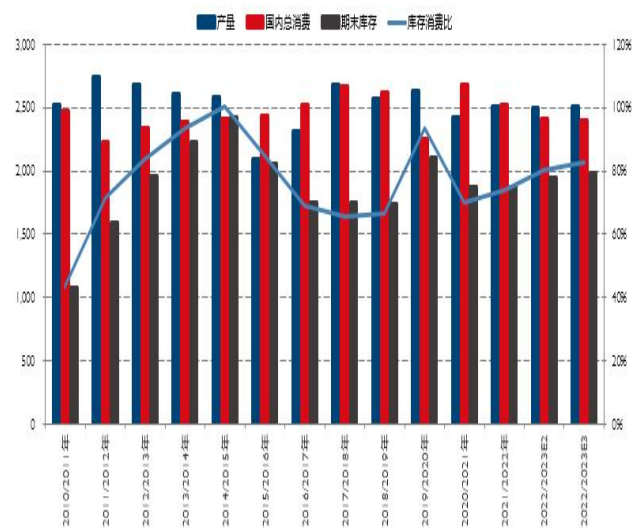
2022/23 年度，美国农业部发布了 3 月棉花供需报告。全球方面，整体供需转宽松。产量较上月预估上调 16 万吨，中国、澳大利亚和乌兹别克斯坦产量预期增加，但印度产量预期下滑。消费较上月预估下调 12 万吨，预计同比减少 123 万吨，需求下滑主要是土耳其、巴基斯坦、印尼和孟加拉。这些国家和中国进口量也降低，出口量减少的有巴西、印度和阿根廷，全球贸易量下滑。全球期末库存预期较上月增加 45 万吨，同比 118 万吨。

图：全球棉花平衡表（单位：万吨、%）

市场年度	期初库存 (万吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	国内总消费 (万吨)	出口量 (万吨)	损耗 (万吨)	期末库存 (万吨)	库存消费比
2010/2011年	1,017	2,524	773	2,475	770	-8	1,073	43.3%
2011/2012年	1,098	2,748	977	2,232	999	-7	1,594	71.4%
2012/2013年	1,605	2,683	1,005	2,338	1,012	-18	1,954	83.6%
2013/2014年	1,998	2,613	895	2,385	887	-8	2,232	93.6%
2014/2015年	2,252	2,586	783	2,418	766	2	2,425	100.3%
2015/2016年	2,415	2,088	769	2,437	759	4	2,060	84.5%
2016/2017年	1,969	2,315	818	2,521	823	5	1,745	69.2%
2017/2018年	1,750	2,686	893	2,664	902	3	1,752	65.8%
2018/2019年	1,768	2,573	921	2,614	904	1	1,735	66.4%
2019/2020年	1,749	2,626	880	2,251	891	-1	2,106	93.6%
2020/2021年	2,140	2,419	1,056	2,676	1,060	-1	1,872	70.0%
2021/2022年	1,881	2,515	926	2,523	930	-8	1,869	74.1%
2022/2023E2	1,858	2,493	882	2,412	880	-2	1,942	80.5%
2022/2023E3	1,877	2,509	863	2,400	863	-2	1,987	82.8%
Proj.+-		15.70	-18.75	-11.99	-17.00	0.22	45.13	0.02

数据来源：USDA 国信期货

图：全球棉花平衡表（单位：万吨、%）



数据来源：USDA 国信期货

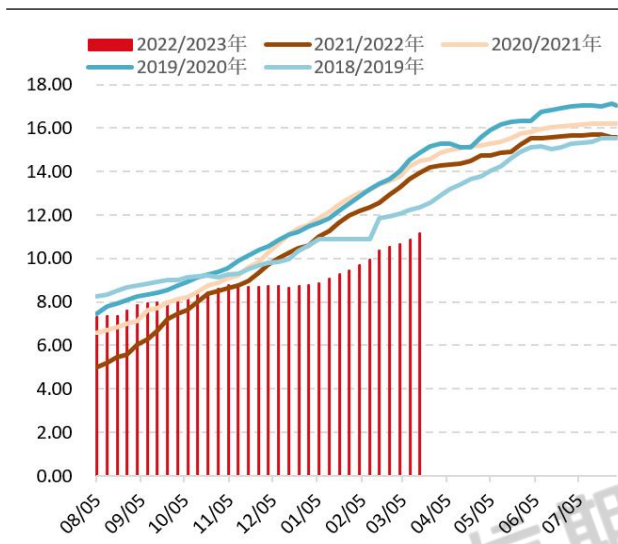
2、美棉销售基本完成 巴西出口大幅下滑

截止 3 月 16 日，2022/23 年度美国陆地棉累计签约量 253.54 万吨，签约进度为 99%，预计本年度美

棉出口总量 261.3 万吨。美棉累计签约较 5 年均值低 1 个百分点，但即将进入“超卖”节奏。

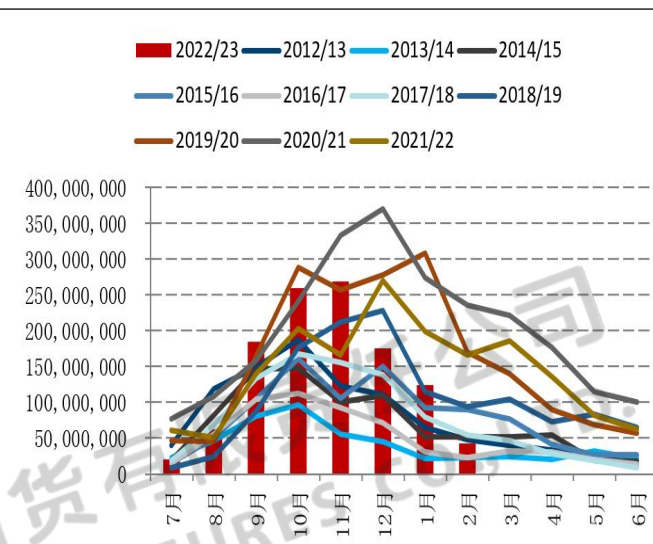
截至 2 月当月巴西棉共出口 5.78 万吨，同比降低 65.3%。22 年 8 月-23 年 2 月累计出口 113.4 万吨，同比降低 5.26%。巴西出口大幅减少主要来自于中国买家的减少。近两年由于中国对澳棉的采购大幅减少，对巴西棉的采购增加明显，巴西棉占据中国进口的半壁江山。但 2022 年年底开始巴西棉船货大量到港，导致国内巴西棉市场竞争加剧，现货基差报价一路下调。另外巴西棉新花品质不高，去年到港的 2021/22 年度的巴西棉新花马值偏低，而相较之下，美棉的竞争力则上升。

图：美棉累计出口（单位：百万包）



数据来源：USDA 国信期货

图：巴西原棉出口（单位：吨）



数据来源：Wind 国信期货

3、宏观风险释放 需求面临严峻考验

美联储公布 3 月利率决议，本次美联储如期加息 25bp 至 4.75%-5% 区间，是美联储 2022 年 3 月以来的第九次加息，累计加息幅度 475bp。美联储下调未来两年美国 GDP 预期。从中期来看，持续加息的压力终将会对于经济产生负面影响，从而影响需求。

从全球主要纺织大国的生产情况来看，巴基斯坦以及印度的开机率自 3 月以来有拐头迹象。几个纺织大国出口情况也较为悲观。1-2 月数据来看，除了孟加拉和土耳其保持正增长外（对比去年 2022 年全年的增幅仍有一定下滑），东南亚和中国的纺服出口数据均出现同比大幅下滑，下滑幅度在 15-20% 左右。终端消费持续保持低迷。

图：美联储加息幅度（%）

图：巴基斯坦、越南及印度开机率（单位：%）



数据来源: Wind 国信期货



数据来源: TTEB 国信期货

四、结论及操作建议

国内总体来看，纺织企业的原料库存持续上升，目前已经处于五年相对偏高水平，缺乏补库动力。需求方面来看，金三银四成色不及预期。短期内销较好，但是出口订单缺乏，面临形势严峻。新年度供应来看，补贴迟迟未落地，棉花种植面积或有收缩，二季度关注主产区播种进度以及天气情况。总体来看，郑棉后期面临上下空间均有限的格局，下方关注新棉成本，上方主要观察消费情况，以前高为限。同时，警惕宏观方面的风险，导致棉价超预期的下跌。

国际市场，全球总体供需向宽松转向。宏观方面，美联储加息落地，持续加息对于经济的影响难以避免，需求受到冲击，各大纺织服装出口国数据多有滑落。美棉出口基本完成，后期将进入“超卖”，短期出口较为强劲，但仍面临巴西出口的竞争。国际买家在美棉和巴西之间选择，竞争或刺激棉花低价销售。新年度供应来看，如果棉价持续低迷，或有收缩可能，这为后期棉价下方带来一定支撑。

操作建议：郑棉波段交易为主。

国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。