



金融投资专业理财

聚酯半年报

2023年6月28号

金九银十不宜悲观 聚酯下行空间有限

摘要

下半年 PTA、乙二醇呈现供需双增局面。聚酯双料虽有数套装置计划投产，但总体库存压力不大。短纤方面，同原料端增量相比，投产压力相对较轻。需求方面，当前聚酯现金流水平有所修复，库存压力不大，下半年出现集中减产降负可能性较小，后续“金九银十”旺季值得期待。从终端需求来看，今年面对海外经济增速放缓、欧美银行业流动性危机等问题，尽管我国在稳外贸政策及供应链的恢复上不断发力，但仍然以阻挡整体出口形势的恶化，年内纺织品服装累计出口降幅进一步增加，后期纺织品服装出口难言乐观。内销方面，1-5月服装、鞋帽、针纺织品类累计零售额 5619 亿元，同比增长 14.1%。上半年纺织服装零售额在去年疫情封控的低基数背景下实现强劲反弹。

策略上，PTA 主连震荡区间在 5300-6000；乙二醇主连震荡区间 3800-4400；短纤主连震荡区间 6800-7600，建议关注下半年“金九银十”的旺季做多机会。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
林静宜
投资咨询证号：
Z0013465

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



目录

一、2023 年上半年聚酯市场行情回顾.....	2
二、PTA、乙二醇、短纤供应情况.....	3
1、PTA 供应压力增大.....	3
2、乙二醇供应情况.....	5
3、短纤投产压力较小.....	8
三、聚酯及服装需求.....	10
1、聚酯需求向好.....	10
2、服装内外需求预计分化.....	12
四、聚酯链加工利润.....	14
1、PX-石脑油价差偏强运行.....	14
2、PTA 加工差低位震荡.....	15
3、乙二醇加工利润深度亏损.....	16
4、短纤加工差先抑后扬.....	16
五、总结与展望.....	17
免责声明.....	18

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

一、2023 年上半年聚酯市场行情回顾

第一阶段：原油多空博弈，聚酯跟随震荡（2022 年 1-2 月）

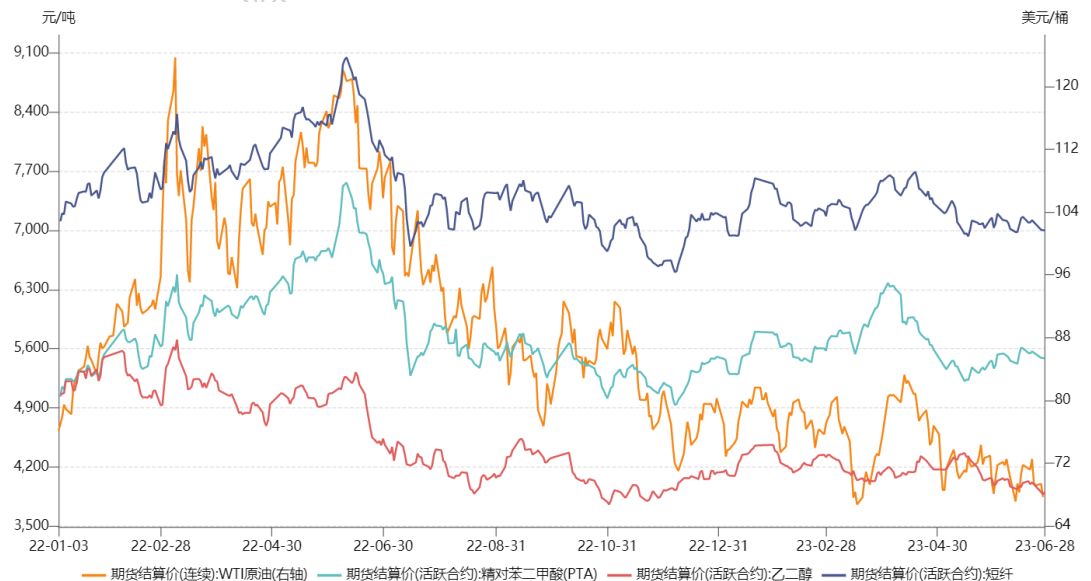
一月上旬国际货币基金组织警告称多个经济体面临衰退，且北半球相对温暖的气温也减少了燃料取暖需求，国际油价下跌。中旬市场关注中国需求的持续复苏表现，叠加美联储可能进一步放缓加息力度，国际油价上涨。下旬市场对美国经济将陷入衰退的担忧仍存，且俄罗斯原油供应仍显充裕，油价小幅回落。二月上旬国际能源署看好中国需求前景，且土耳其强震引发短线供应担忧，国际油价上涨。中旬美国 CPI 数据显示仍需继续加息对抗通胀，美联储官员多次发表鹰派讲话，且美国商业原油持续累库，国际油价下跌。下旬市场对全球经济增长放缓的担忧仍存，但俄罗斯明确将在三月起主动减产，油价月末小幅反弹。阶段内聚酯整体跟随原油波动，春节后下游需求强预期被证伪，聚酯走势偏弱。

第二阶段：宏观扰动加剧，原油止跌反弹（2022 年 3 月）

三月中旬美国硅谷银行突发破产，欧洲瑞信股价暴跌，欧美银行业风险骤然凸显，冲击经济信心及需求前景，国际油价大跌。下旬沙特及俄罗斯重申减产立场坚定，美联储转向温和加息操作，油价逐渐摆脱低位反弹。聚酯端现货流通趋紧，走势偏强。

第三阶段：夏季出行高峰到来，成本提振聚酯价格（2022 年 4 月至今）

五月伊始欧美央行频繁表态加息短期内不会结束，美国银行业风险仍有浮现，市场对欧美经济可能衰退的担忧增强，国际油价震荡下跌。后续美国夏季出行高峰到来，且 OPEC+ 减产带来的利好支撑延续，叠加美国债务上限风险暂时解除，原油价格止跌后带动聚酯板块反弹。



图表来源：wind 瑞达期货研究院

二、PTA、乙二醇、短纤供应情况

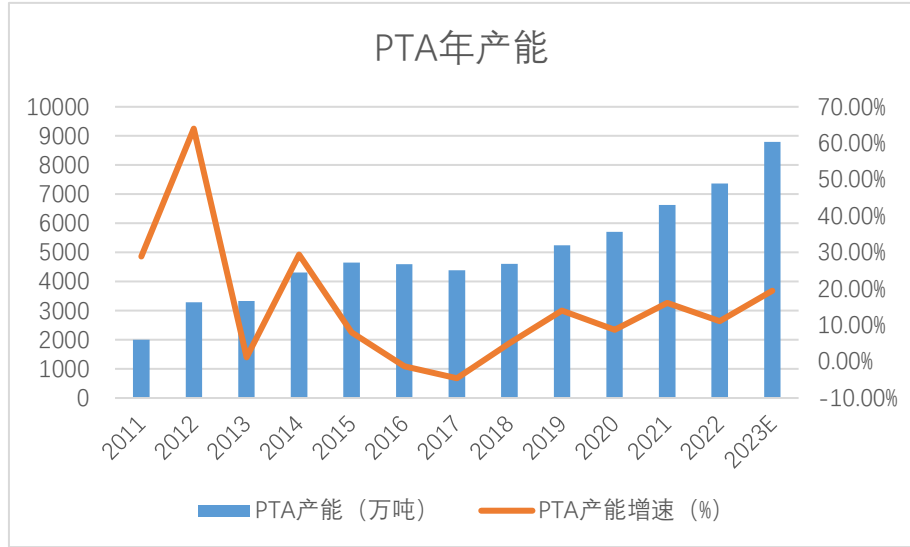
1、PTA 供应压力增大

截止 2023 年 6 月底，我国境内 PTA 有效产能 7650 万吨。1 季度内年前嘉通能源及恒力惠州 1#装置投产，释放约 500 万吨产能。5 月初嘉通能源 2# 250 万吨装置投产，恒力惠州 2#计划在 3 季度投产，随着新产能逐步兑现，PTA 过剩矛盾势必加重，产能利用率或将有所下滑。据统计，年内 PTA 计划投放产能 1770 万吨，产能增速约 19.43%。受投产压力与不断压缩的 PTA 加工差影响，部分尾部装置或将出局。2019 年至今是国内 PTA 产能第三轮投放周期，具有原料装卸成本低、装置体量大、功耗低的特点。去年以来，受下游需求低迷、加工利润不足等因素影响，PTA 大部分投产计划均有延后。从 PTA 供需平衡表来看，3 季度 PTA 仍然以去库为主，春节过后，终端补库需求回升带动聚酯端，库存开始逐渐被消化。

海关总署数据显示，2023 年 5 月，当月 PTA 进口量为 517.11 吨，环比下降 81.47%，同比下降 64.63%。2023 年 1-5 月，PTA 累计进口量 17995.65 吨，同比增加 253.92%。2023 年 5 月 PTA 进口量环比下降，累计进口量同比下降。

上半年 PTA 供应压力增大。年初伴随新装置投产，市场供应量增大，需求端受春节假期影响，装置负荷提前下滑，PTA 累库大幅加剧，拖累 PTA 价格。节后需求端开工负荷快速上升，PTA 现货流通转为趋紧，加工差亦有所修复。二季度经济衰退风险及加息预期的增加以及美国债务问题的出现，都加剧市场扰动，PTA 价格下跌压制加工差，行业开工维持在往年同期中为水平。后市来看，下半年仍有 2 至多套装置投产，PTA 加工差仍将维持低位，供应难有大幅增加的机会。

图：PTA 年产能变化



图表来源：瑞达期货研究

表：2023年PTA投产计划表

装置	产能	投产时间	地区
恒力惠州1#	250	2023年Q1	惠州
恒力惠州2#	250	2023年Q2	惠州
嘉通能源2#	250	2023年Q2	江苏
台化兴业	150	2023年	浙江
逸盛海南2#	250	2023年	海南
仪征化纤3#	300	2023年	江苏
海伦石化	320	2023年	江苏
PTA2023年预计	1770		

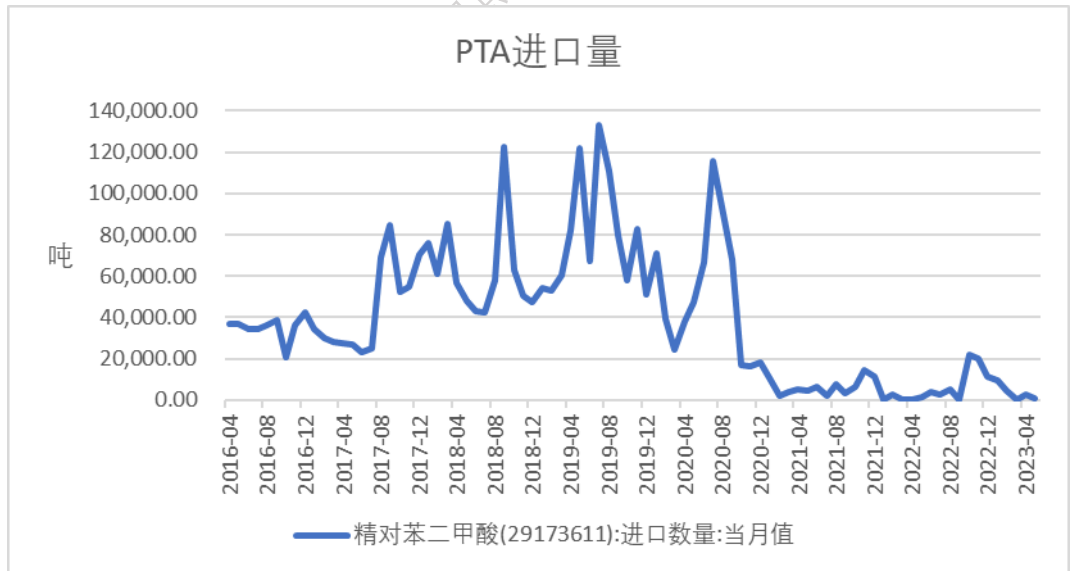
图表来源：隆众资讯 瑞达期货研究

表：PTA供需平衡表

月份	进口量	出口量	产量	聚酯产量	其他需求	总需求	过剩量
1月	0.01	41.24	466.60	477.79	18.00	426.51	-1.14
2月	0.29	26.04	436.10	451.32	16.00	401.88	8.47
3月	0.05	29.11	453.52	531.21	19.00	473.18	-48.72
4月	0.02	39.14	427.90	465.66	18.00	416.14	-27.36
5月	0.15	31.13	445.95	474.55	19.00	424.74	-9.77
6月	0.42	39.27	448.69	470.56	19.00	421.33	-11.49
7月	0.26	29.27	450.00	464.94	18.00	415.52	5.47
8月	0.54	19.69	427.55	480.96	19.00	430.22	-21.82
9月	0.02	23.67	434.21	478.47	20.00	429.09	-18.53
10月	2.21	20.48	475.00	495.46	20.00	443.62	13.11
11月	2.01	21.40	443.00	466.83	17.00	416.14	7.47
12月	1.15	24.25	412.35	420.95	18.00	377.91	11.34
1月	0.95	19.91	442.00	403.87	17.00	362.31	60.73
2月	0.48	30.73	430.00	423.60	18.00	380.18	19.58
3月	0.04	41.10	479.00	538.87	21.00	481.73	-43.80
4月	0.28	31.14	510.00	515.02	20.00	460.34	18.80
5月	0.05	45.68	519.00	549.37	20.00	489.71	-16.34
6月E	0.05	30.00	510.00	558.18	20.00	497.24	-17.19
7月E	0.05	32.00	530.55	572.58	20.00	509.55	-10.95
8月E	0.05	32.00	534.02	568.32	20.00	505.91	-1.84
9月E	0.05	34.00	533.31	552.16	20.00	492.10	7.27

图表来源：瑞达期货研究

图：PTA 进口情况



2、乙二醇供应情况

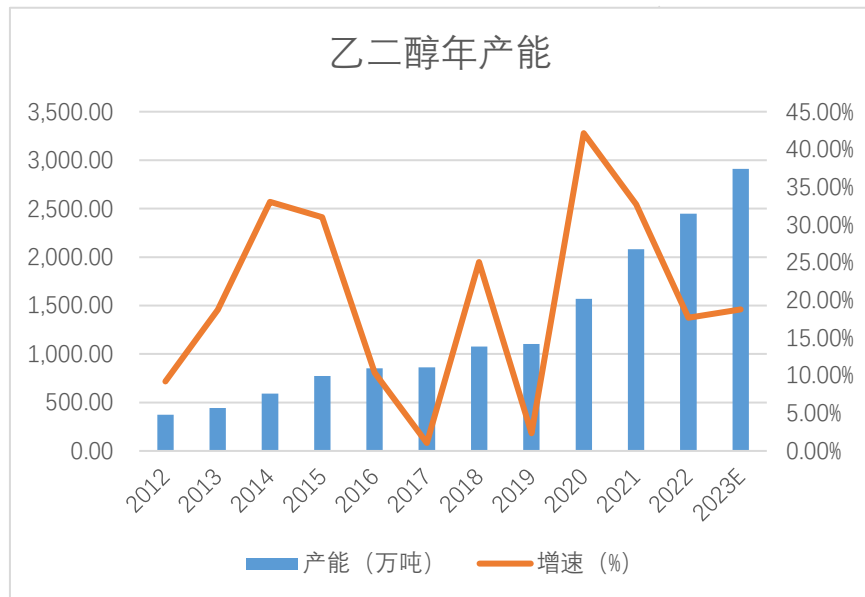
2.1 乙二醇供应压力较大

截止 2023 年 6 月底，国内乙二醇装置产能基数在 2649.1 万吨。其中煤制乙二醇产能基数 925 万吨，乙烯制乙二醇产能 1724.1 万吨。据统计数据显示，2023 年约有 460 万吨

产能投放，产能基数预计达到 2909.10 万吨，产能增速约 18.78%。从下图投产计划表来看，盛虹炼化、海南炼化已于上半年投产，榆能化学 40 万吨煤制装置计划于年中投产，其余新装置暂未公布具体投产时间，随着新产能逐步兑现，乙二醇投产压力增大。从乙二醇供需平衡表来看，3 季度乙二醇仍然以去库为主。一季度新装置陆续投产，下游需求好于预期，库存去库情况预计好于往年。

上半年乙二醇整体供应较为稳定。一季度部分检修装置重启，新装置逐步稳定，但春节后需求端的复苏低于预期，港口库存维持高位，供需延续弱势预期，乙二醇走势较弱。进入二季度，恒力石化和海南炼化等装置开始检修，陕煤榆林、内蒙古建元等装置出现故障短停，其余有部分一体化装置转产 EO，国内供应缩量明确。同时进口持续缩量，需求端表现坚韧，乙二醇港口库存开启季节性去库。

图：乙二醇年产能变化图



图表来源：瑞达期货研究

表：2023 年乙二醇投产计划表

企业	产能	投产时间	地区	工艺
宁夏鲲鹏	20	2023年Q1	西北	煤制
榆能化学	40	2023年	西北	煤制
盛虹炼化	100	2023年Q1	华东	一体化
嘉兴石化	100	2023年	华东	油制
内蒙古久泰	100	2023年Q2	西北	煤制
海南炼化	80	2023年Q1	华南	煤制
山西襄矿	20	2023年	华北	煤制
乙二醇2023年预计	460			

图表来源：隆众资讯 瑞达期货研究院

表：乙二醇供需平衡表

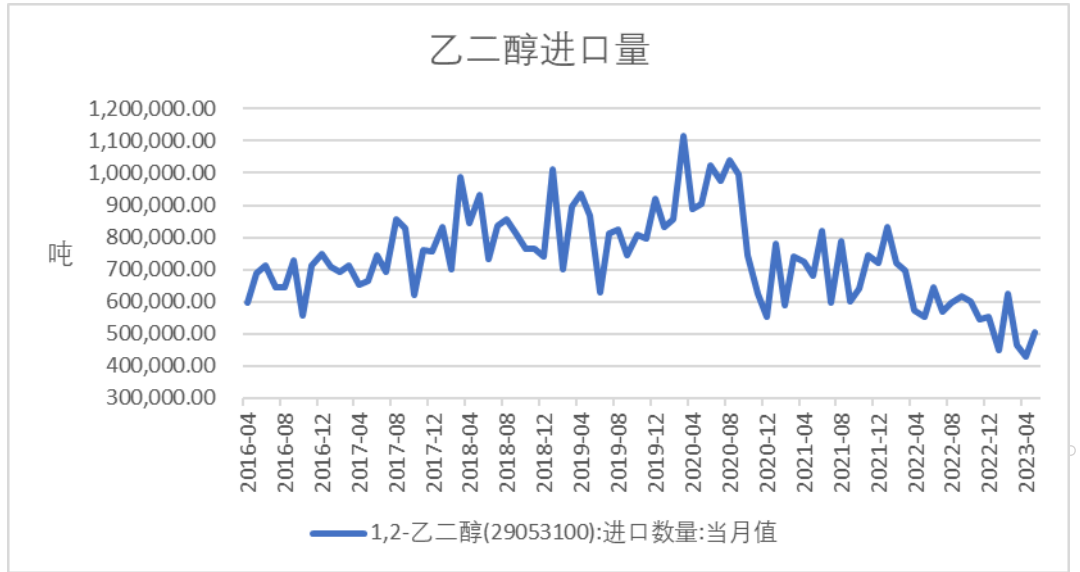
月份	进口量	出口量	产量	聚酯产量	其他需求	总需求	过剩量
1月	83.13	0.85	107.17	477.79	13.00	173.06	16.39
2月	71.91	0.02	121.40	451.32	13.00	164.19	29.09
3月	69.82	0.51	128.08	531.21	13.00	190.96	6.43
4月	57.46	0.05	115.76	465.66	13.00	169.00	4.17
5月	55.17	0.45	108.20	474.55	13.00	171.97	-9.06
6月	64.64	0.07	105.92	470.56	13.00	170.64	-0.15
7月	57.06	0.84	103.03	464.94	13.00	168.75	-9.51
8月	59.81	0.42	92.65	480.96	13.00	174.12	-22.08
9月	61.84	0.13	101.36	478.47	13.00	173.29	-16.22
10月	60.21	0.15	113.69	495.46	13.00	178.98	-5.23
11月	54.63	0.34	107.40	466.83	13.00	169.39	-7.70
12月	55.40	0.19	123.14	420.95	13.00	154.02	24.33
1月	44.87	1.77	121.68	403.87	13.00	148.30	16.48
2月	62.54	0.29	116.74	423.60	13.00	154.91	24.09
3月	46.49	1.17	138.65	538.87	13.00	193.52	-9.55
4月	42.80	0.54	127.97	515.02	13.00	185.53	-15.30
5月	50.39	0.36	126.53	549.37	13.00	197.04	-20.48
6月E	55.00	0.30	118.11	558.18	13.00	199.99	-27.18
7月E	57.00	0.30	127.75	572.58	13.00	204.81	-26.37
8月E	60.00	0.30	128.89	568.32	13.00	203.39	-14.80
9月E	58.00	0.30	134.06	552.16	13.00	197.97	-6.21

图表来源：瑞达期货研究

2.2 乙二醇进口量依赖减弱

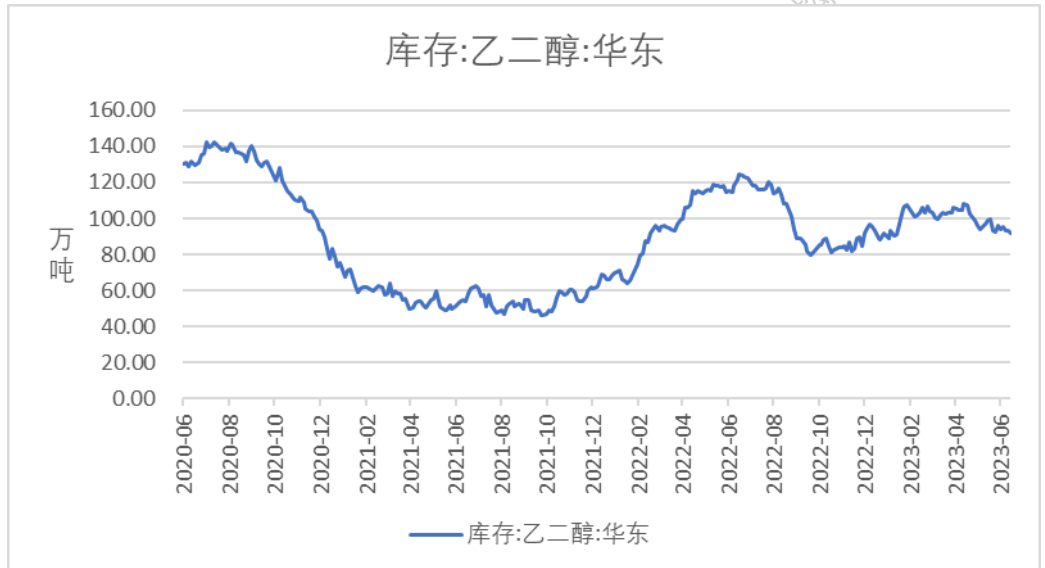
目前全球乙二醇供应趋于过剩。我国是世界上最大的乙二醇消费国，但国内乙二醇的生产能力和产量均不能满足国内实际需求，每年都需要依赖部分进口。近年来随着国内产能快速扩张，我国乙二醇进口依存度逐渐降低。海关总署数据显示，2023年1-5月，乙二醇累计进口量2470950.71吨，同比减少26.78%。海外方面，受利润的压缩影响，装置停机检修维持高位，部分装置退出生产。与此同时，国内装置持续投放导致国内现货报价偏弱，贸易商套利动能减弱。港口库存方面，截止2季度底，乙二醇华东港口库存共计93.80万吨，较1季度底102.97万吨去库9.17万吨。1季度国内乙二醇新装置投产，叠加下游需求萎靡，华东主港库存不断累库；2季度伊始，海外检修量偏高叠加国内需求有所好转，港口开启季节性去库。后续来看，下半年乙二醇海外装置检修计划较少，进口量有回升预期，港口去库能力将有所转弱。

图：乙二醇进口量



图表来源：瑞达期货研究院

图：乙二醇港口库存



图表来源：瑞达期货研究院

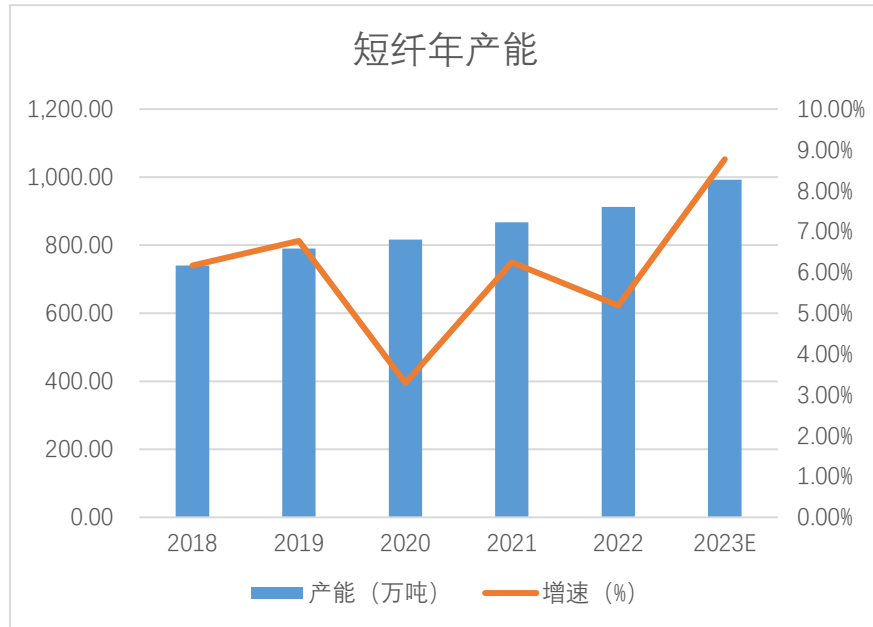
3、短纤投产压力较小

截至 2023 年 6 月底，我国短纤产能基数达到 942.10 万吨。据统计数据显示，2023 年约有 80 万吨产能投放，产能基数预计达到 992.10 万吨，产能增速约 8.77%其中新凤鸣徐州 30 万吨装置于 2023 年 1 月 5 日投产，宿迁逸达 30 万吨装置于 5 月 27 日投产，年内仪征化纤 20 万吨装置预计投产，整体供应增量相对较小。

上半年短纤整体开工负荷低于往年同期水平。一季度节前受宏观利好提振、成本端走势偏强以及市场需求预期良好等因素提振，涤纶短纤市场价格持续攀升。节后“强预期”遭遇“弱现实”，涤纶短纤下游各个领域表现偏弱，涤纶短纤市场缺乏需求支撑，价格整体震荡下滑。进入二季度，4 月行业减产力度逐渐增加，月均开工水平下滑至 72.29%，行

业亏损压力亦稍有缓解。后续受涤纶短纤部分头部企业现货供应偏紧等因素提振，月内涤纶短纤价格相对原料端较为抗跌，故月内短纤行业加工费修复明显，装置开工负荷有所提升。

图：2023 年短纤投产计划表



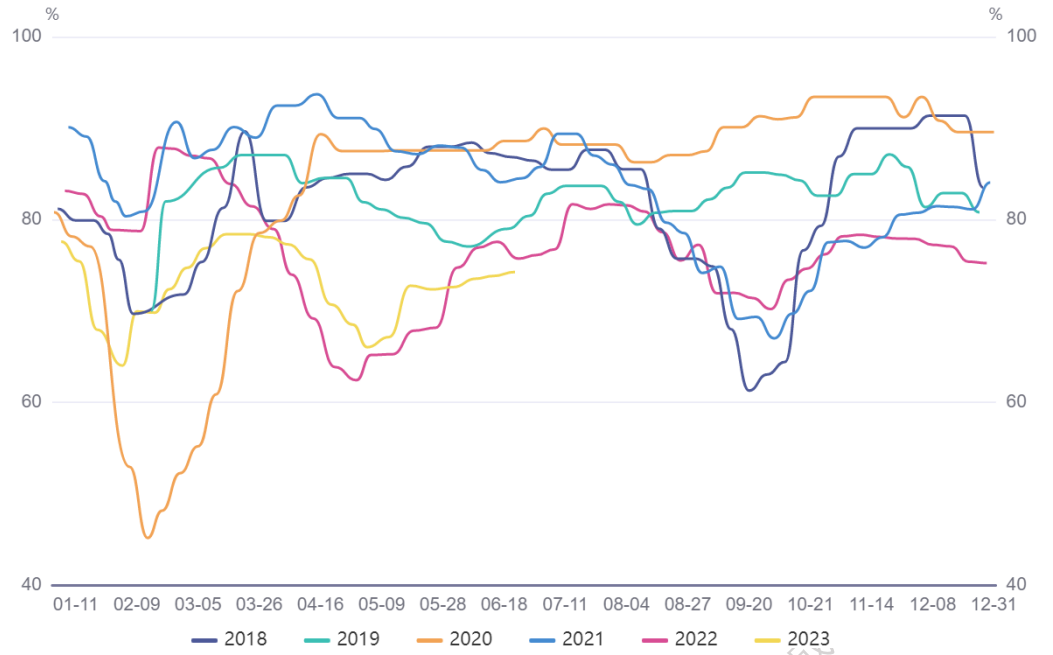
图表来源：瑞达期货研究院

表：短纤投产计划表

企业	产能	投产时间	地区
新凤鸣徐州	30	2023年Q1	江苏徐州
宿迁逸达	30	2023年Q2	江苏宿迁
仪征化纤	20	2023年	江苏扬州
短纤2023年预计	80		

图表来源：瑞达期货研究院

图：涤纶短纤开工率



图表来源：瑞达期货研究院

三、聚酯及服装需求

1、聚酯需求向好

截止 2023 年 6 月底，我国境内聚酯有效产能 7526 万吨。据统计，2023 年计划投产聚酯产能有约 1170 万吨，按 60%投产进度来算，实际投产产能超过 700 万吨。从投产时间来看，新增装置投产时间较为均匀分布在四个季度，其中二三季度略高，四季度新增产能较少。从聚酯开工率走势图来看，一季度春节后聚酯开工负荷攀升至 85%附近，整体低于往年水平。然而下游节前备货充足，节后对需求的“强预期”逐渐被“弱现实”证伪，织造订单水平未有起色。二季度上游原料价格下跌，聚酯产品现金流均出现修复，下游织造受刚需支撑，聚酯开工负荷再次提负至 90%上下，接近历史同期高点。库存方面，据隆众资讯统计，截至 6 月底，POY 工厂库存在 12.50 天，FDY 工厂库存在 18.40 天，DTY 库存在 24.90 天，整体库存压力不大。三季度处于织造行业淡季，当前聚酯现金流水平有所修复，企业联合出现集中减产降负可能性较小，后续“金九银十”旺季值得期待。

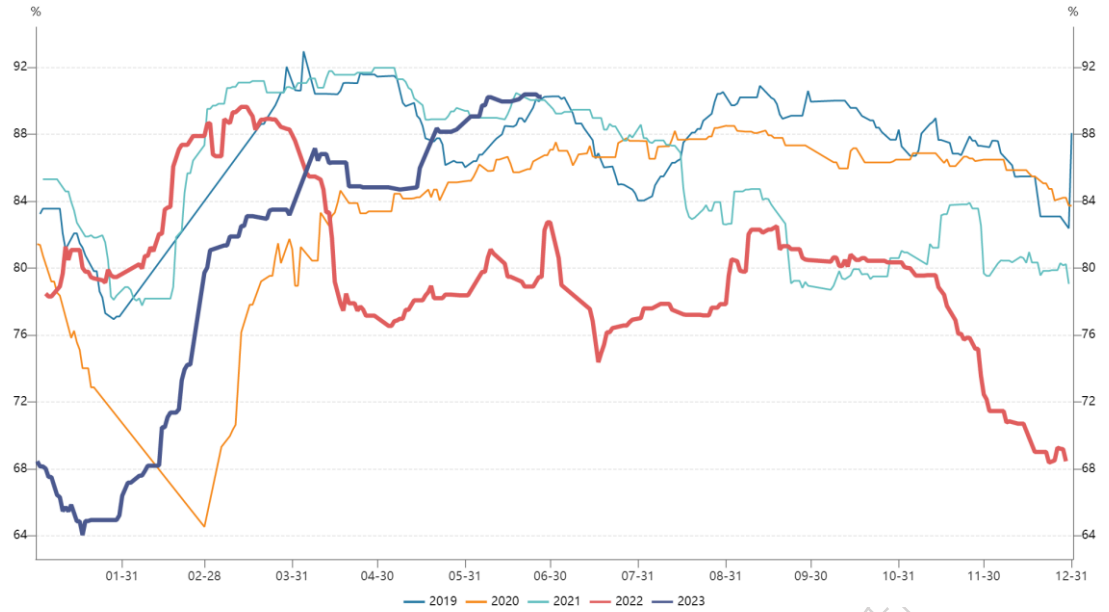
表：聚酯投产计划表

装置	产能	投产时间	地区	产品
新凤鸣新拓	30	2023年1月	江苏徐州	涤纶短纤
桐昆恒阳	30	2023年2月	江苏宿迁	涤纶长丝
新凤鸣新拓	30	2023年2月	江苏徐州	涤纶长丝
桐昆恒超	60	2023年2月	浙江桐乡	涤纶长丝
绍兴恒鸣	20	2023年3月	浙江绍兴	涤纶长丝
桐昆宇欣	30	2023年3月	新疆阿拉尔	涤纶长丝
汉江新材料	60	2023年3月	四川汉江	聚酯瓶片
嘉通能源	30	2023年3月	江苏南通	涤纶长丝
江苏轩达	25	2023年4月	江苏南通	涤纶长丝
荣盛永盛	20	2023年4月	浙江绍兴	聚酯薄膜
港虹纤维	25	2023年4月	江苏吴江	涤纶长丝
轩达高分子材料	25	2023年5月	江苏南通	涤纶长丝
桐昆恒阳	30	2023年5月	江苏宿迁	涤纶长丝
宿迁逸达	30	2023年5月	江苏宿迁	涤纶短纤
重庆万凯	60	2023年5月	重庆涪陵	聚酯瓶片
三房巷	75	2023年6月	江苏无锡	聚酯瓶片
嘉通能源	30	2023年6月	江苏南通	涤纶长丝
新凤鸣徐州	30	2023年Q3	江苏徐州	涤纶长丝
桐昆宇欣	30	2023年Q3	新疆阿拉尔	涤纶长丝
国望高科	25	2023年Q3	宿迁沭阳	涤纶长丝
海南逸盛	50	2023年H2	海南儋州	聚酯瓶片
安徽昊源	60	2023年H2	安徽阜阳	聚酯瓶片
福建百宏	50	2023年H2	福建泉州	聚酯瓶片
三房巷	75	2023年H2	江苏无锡	聚酯瓶片
大连恒力	30	2023年H2	辽宁大连	聚酯切片
嘉通能源	30	2023年	江苏南通	涤纶长丝
荣盛盛元	50	2023年	浙江杭州	涤纶长丝
仪征化纤	20	2023年	江苏扬州	涤纶短纤
逸普新材料	60	2023年	克拉玛依	聚酯瓶片
仪征化纤	50	2023年	江苏扬州	聚酯瓶片
2023年预计	1170			

图表来源：隆众资讯 瑞达期货研究院

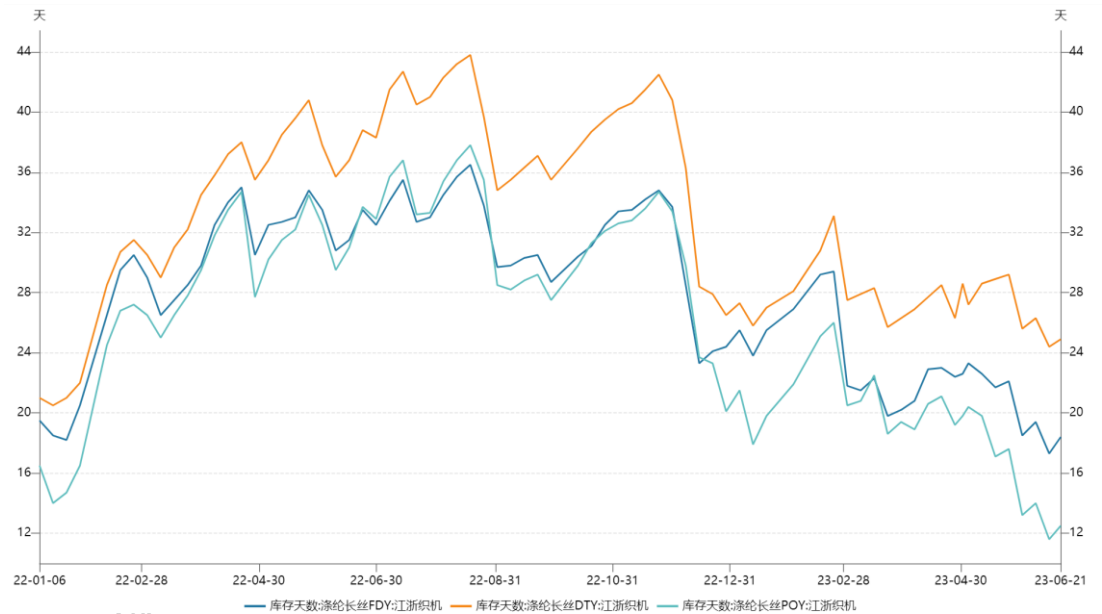
图：聚酯开工率

研究报告全部内容



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

图：终端原料库存天数



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

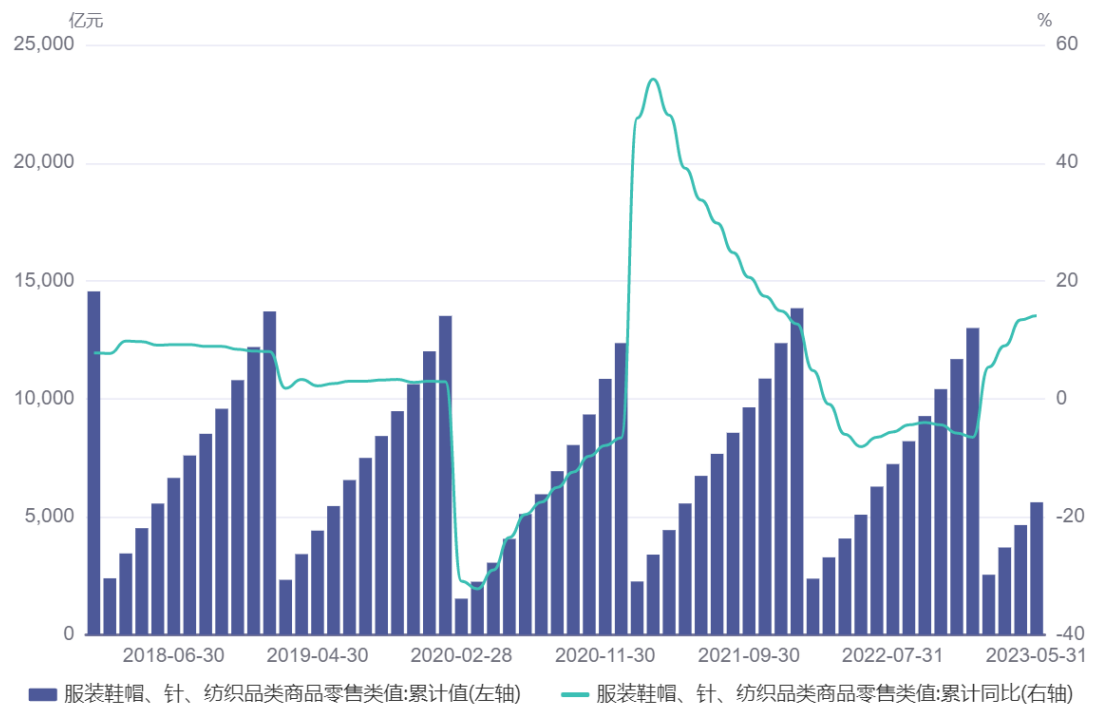
2、服装内外需求预计分化

内销方面，1-5 月份，社会消费品零售总额 187636 亿元，同比增长 9.3%。其中，5 月服装、鞋帽、针纺织品类零售额为 1076 亿元，同比增长 17.6%，1-5 月累计零售额 5619 亿元，同比增长 14.1%。5 月纺织服装零售额在去年疫情封控的低基数背景下实现强劲反弹。

出口方面，海关总署数据显示，2023 年 1-5 月，纺织品服装合计出口 1182.02 亿美元，同比减少 5.49%。其中，服装累计出口 613.73 亿美元，同比减少 1.35%；纺织品累计出口

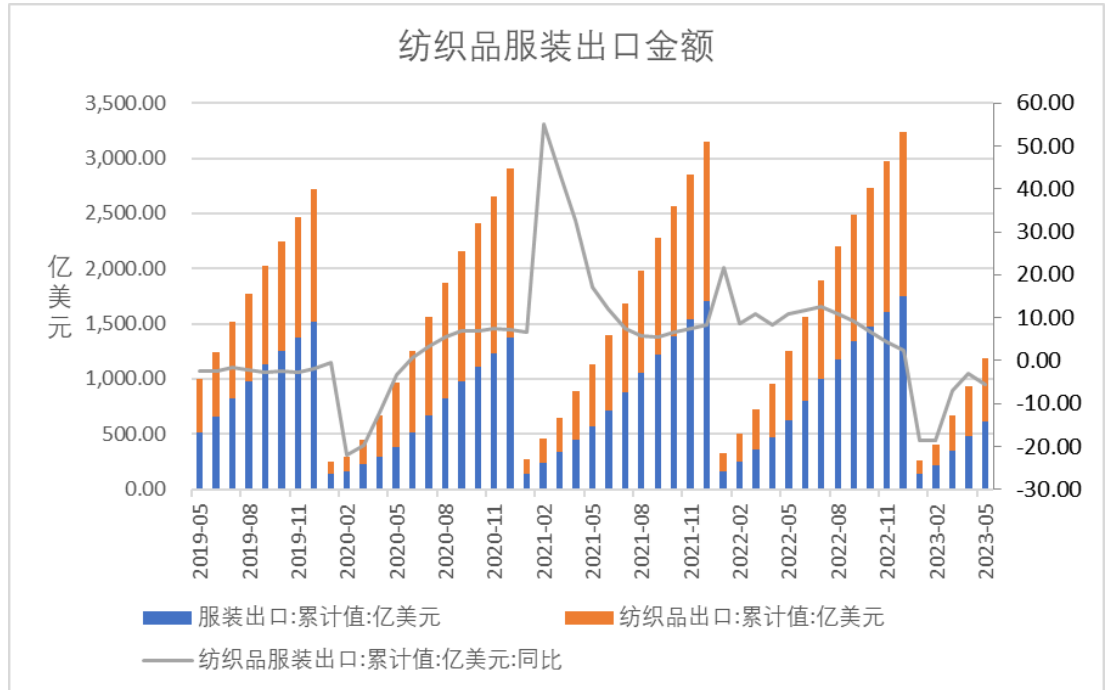
568.29 亿美元，同比减少 9.58%。去年至今欧美主要国家通胀水平高居不下，美联储、欧洲央行奉行鹰派加息政策以抑制通胀，但加息所导致的经济增速放缓、欧美银行业流动性危机等问题愈发严重。6 月下旬鲍威尔出席美国众议院金融服务委员会听证，以及参议院银行委员会听证。鲍威尔表示若经济表现符合预期，支持年内再加息两次，美国远未实现通胀目标。他强调，美联储从未采用过“暂停”这个词来描述加息决策，18 位 FOMC 与会官员中有 16 人认为年内继续加息是合适的，而且绝大多数人预计今年还会再加息两次。加息脚步仍未停止，欧美经济衰退仍将是国内出口所面临的主要阻力。今年面对海外经济增速放缓、欧美银行业流动性危机等问题，尽管我国在稳外贸政策及供应链的恢复上不断发力，但仍然以阻挡整体出口形势的恶化，年内纺织品服装累计出口降幅进一步增加，后期纺织品服装出口难言乐观。

图：纺织服装商品零售额



图表来源：ifind 瑞达期货研究院

图：纺织品服装出口金额



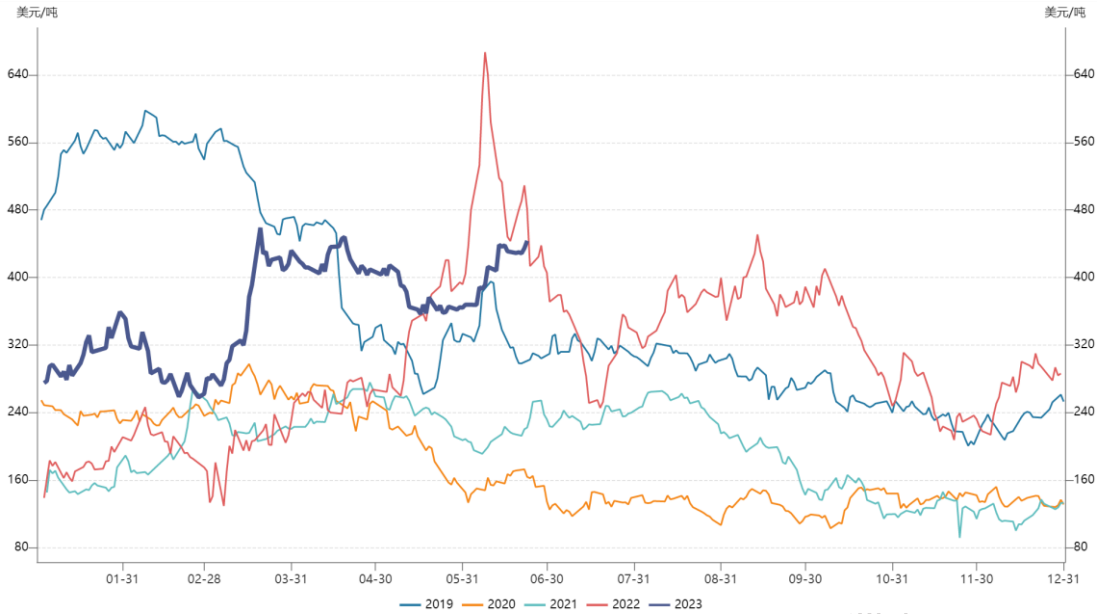
图表来源：瑞达期货研究院

四、聚酯链加工利润

1、PX-石脑油价差偏强运行

今年上半年 PX-石脑油价差总体偏强运行走势。一月下游企业现货采购积极性增加，PXN 月内涨幅明显，叠加石脑油端月内涨幅较大，PX 月内绝对价格上涨明显。二月 PX 供应端增加明显，压制 PXN 价格。二季度开始 PX 进入季节性检修季，供应偏紧对 PX 价格形成一定带动，PXN 高位震荡。

图：PX-石脑油价差

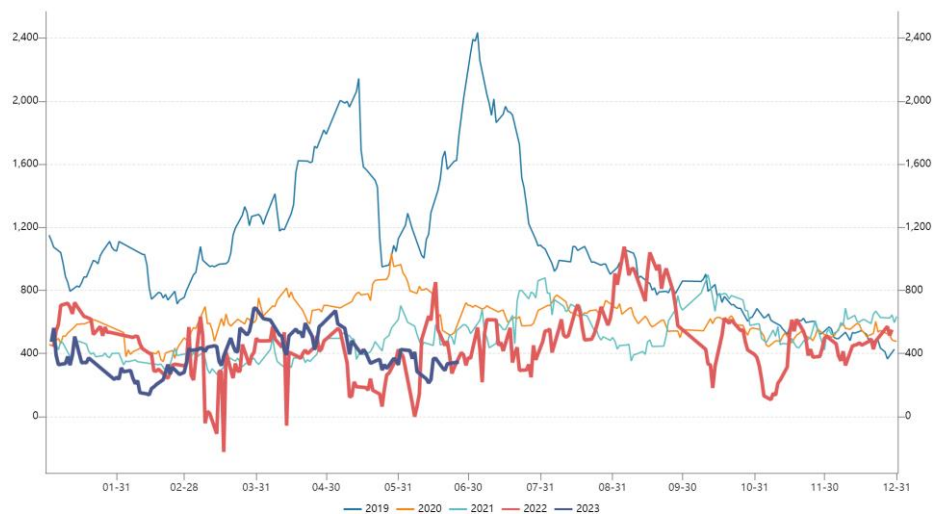


图表来源：Wind 瑞达期货研究院

2、PTA 加工差低位震荡

2023 年上半年加工差呈现底部震荡走势。一季度受 PTA 新装置投产影响，现货走势逐渐趋弱，累库压力下 PTA 加工差下跌至 140 元/吨附近，创往年同期新低。随后聚酯端开工逐步上升，PTA 累库压力有所减小，加工差修复。二季度经济衰退风险及加息预期的增加以及美国债务问题的出现，都加剧市场扰动，PTA 价格有所下跌，再度走弱。目前加工差在 200-500 区间震荡，即使考虑到近年来技术改进以及部分旧装置折旧期结束，整体 PTA 装置依然处于亏损状态。远期来看，PTA 端投产压力仍旧较大，加工差将维持低位。

图：PTA 加工差

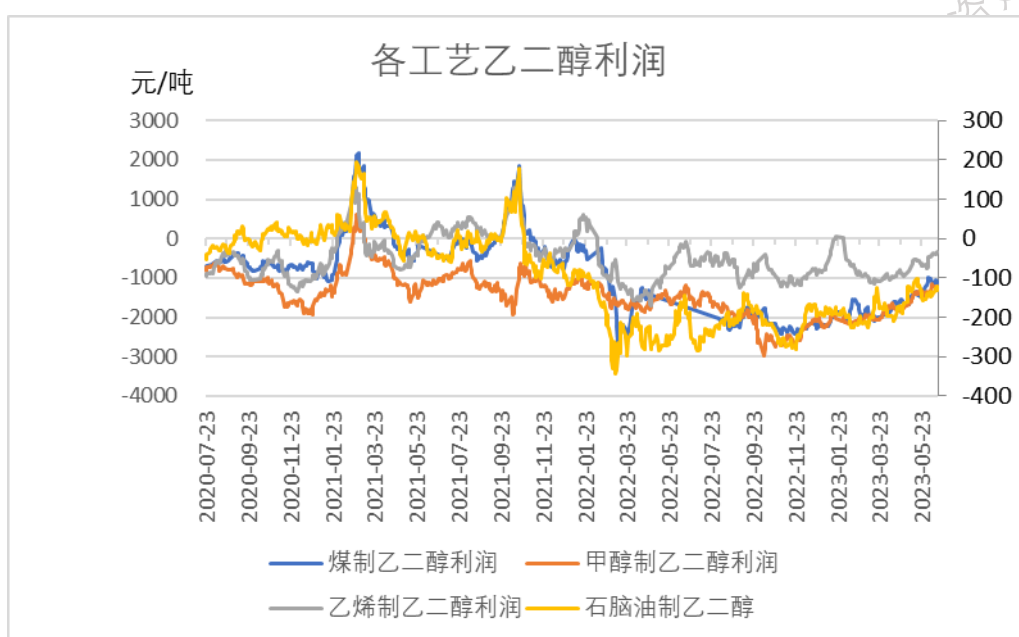


图表来源：Wind 瑞达期货研究院

3、乙二醇加工利润深度亏损

各工艺乙二醇的上半年市场毛利可以看出，煤制、甲醇制、石脑油制、甲醇制乙二醇几乎都处于亏损状态。一季度以来受国内乙二醇装置投产影响，乙二醇在聚酯产业链中的走势相对较弱，各工艺利润处于深度亏损。从上文可以得知。二季度乙二醇开启季节性去库，现货弱势的情况有所改善，整体利润亏损幅度减弱。综合来看，行业内运输成本高，无配套下游的单流程生产企业将面临淘汰，而后生产利润将会有所改观。但是目前，该产业链仍将在亏损竞争中匍匐向前。

图： 乙二醇利润价格走势图

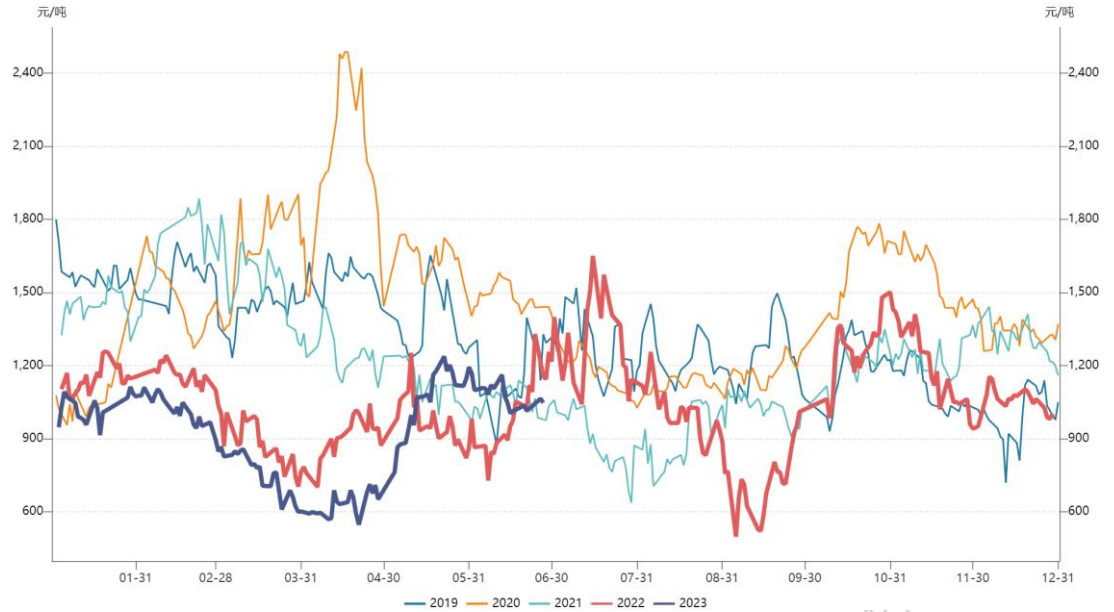


图表来源：瑞达期货研究院

4、短纤加工差先抑后扬

上半年短纤加工差呈现先抑后扬走势。一季度春节前后受聚酯双料累库及集中投产影响，短纤价格有所下跌。同时受聚酯端高库存影响，跌幅大于原料端，短纤现货加工差不断走弱。二季度原料 PTA 市场供应增量、价格表现偏弱，涤纶短纤行业成本压力有所下滑。但受涤纶短纤部分头部企业现货供应偏紧等因素提振，短纤价格相对抗跌，现货加工利润修复明显。展望后市，聚酯双料投产压力较大，终端需求复苏已显，短纤加工差有望走高。

图：短纤现货加工差



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

五、总结与展望

回顾全文，PTA、乙二醇下半年呈现供需双增局面。聚酯双料虽有数套装置计划投产，但总体库存压力不大。短纤方面，同原料端增量相比，投产压力相对较轻。需求方面，当前聚酯现金流水平有所修复，库存压力不大，下半年出现集中减产降负可能性较小，后续“金九银十”旺季值得期待。从终端需求来看，今年面对海外经济增速放缓、欧美银行业流动性危机等问题，尽管我国在稳外贸政策及供应链的恢复上不断发力，但仍然以阻挡整体出口形势的恶化，年内纺织品服装累计出口降幅进一步增加，后期纺织品服装出口难言乐观。内销方面，1-5月服装、鞋帽、针纺织品类累计零售额5619亿元，同比增长14.1%。上半年纺织服装零售额在去年疫情封控的低基数背景下实现强劲反弹。

策略上，PTA主连震荡区间在5300-6000；乙二醇主连震荡区间3800-4400；短纤主连震荡区间6800-7600，建议关注下半年“金九银十”的旺季做多机会。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。