

## 国信期货 2020 年投资策略报告

## 油脂油料

## 油脂牛市已启航 豆粕牛市未来可期

2019 年 12 月 29 日

## ● 主要结论

- 油籽方面：2019/20 年度全球油料供给出现拐点，产量大幅下降，而消费稳中有增，库存消费比出现回落。究其原因全球大豆主产国当年产不足需，尤其是美国表现突出，该国库存降幅明显。中美第一阶段经贸协议文本达成一致，市场预期中国采购步伐加快，美豆出口或增加。未来美豆总体库存呈现下降趋势，市场焦点在于下降幅度的多寡。南美 2018/19 年度大豆库存已经降至历史偏低水平，一旦 2019/20 年度大豆产量出现不利，南美供给紧张的局面或将出现。从价格上来看，860 美分或是美豆近年来相对阶段性的低点。对于 2020 年，美豆库存下降趋势或将提振美豆重返千点之上。
- 植物油方面：国际方面，从供给看，2018-19 年马来、印尼所遭遇的厄尔尼诺为短周期弱厄尔尼诺，其幅度要弱于 2015-16 年。市场已对减产事实有所体现，未来关注的焦点在于实际减产幅度是否符合预期。从消费来看，不利的出口需求、利好的生柴消费。目前国际豆棕价差缩小，美豆油消费替代显著，主产国棕榈油出口下降。市场对于马来 B20、印尼 B30 生物柴油计划新增消费量已有体现，但未来执行是否到位，从而对库存的影响程度是关键。国内油脂消费仍呈现稳中有增的局面，豆油消费增速超其他油脂。豆油进口利差成为价格上涨的边际。菜油因国内外供需紧张依旧坚挺。国内棕榈油已然跟随马棕油引领内盘油脂牛市启航，2020 年上半年仍有进一步上涨空间，由于后半程上涨是现实与预期的兑现，其上涨路径或将有所波折。从交易逻辑上看，豆油涨势或好于其他油脂，回调介入首选豆油、棕榈油次之。菜油阶段性行情或明显。
- 蛋白粕方面：国家积极鼓励各地生猪养殖，政策利好不断。2020 年国内饲料需求有望大幅增加，豆粕消费增速远超蛋白粕整体增速。国内商品猪集中供应要到 2020 年 5-6 月以后。2021 年国内生猪供应将有望恢复至正常水平。国内豆粕消费或将在 2020 年二季度以后有望逐步回升。随着中美贸易第一阶段协议的落地，中国采购美豆增加，美豆与豆粕的联动或将重新回到高度相关中。总的来看豆粕需求未来向好，美豆供给减弱，成本提振，价格长期有乐观预期。按照季节性规律来看，豆粕年度低点或出现在 2020 年第一季度，二季度市场或缓慢回升，结构性上涨或将展开。

分析师：曹彦辉

从业资格号：F0247183

电话：021-55007766

邮箱：15037@guosen.com.cn

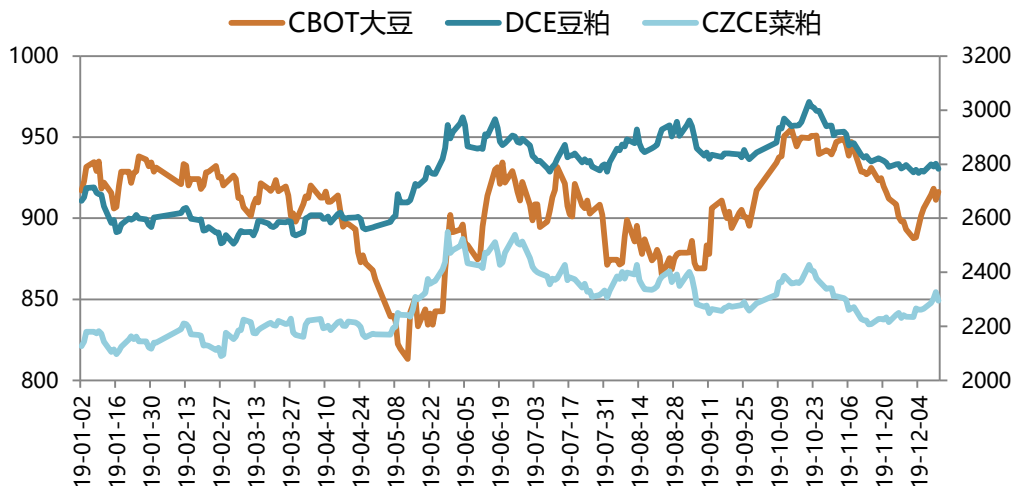
## 独立性申明：

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。

## 一、2019年油脂油料市场行情回顾

### 1.1 豆类行情回顾

图：CBOT大豆指数与DCE豆粕走势比较



数据来源：文华财经 国信期货

纵观2019年国内外豆类市场，CBOT大豆以及国内蛋白粕市场整体呈现宽幅震荡的走势。市场受到的关键因素主要围绕中美贸易谈判的进展以及非洲猪瘟带来的影响而波动。整体来看，全年期价波动大体分为以下几个部分。

1、1月3日至4月30日（筑底阶段）。内强外弱，CBOT大豆震荡下跌，国内蛋白粕低位震荡筑底。中美贸易谈判长时间未明确结果，南美大豆丰产压力不断增强，美国中西部地区遭遇洪涝，大豆种植面积的概率增加，美豆压力凸显。3月份以前，国内蛋白粕震荡走软，菜粕略强于豆粕。由于非洲猪瘟的影响，国内豆粕消费疲软，基差逐步下滑。进入3月以后，进口大豆到港量下滑，豆粕部分地区提货加速，豆粕库存紧张。中加关系僵持菜粕获得提振，豆菜粕价差创历史新低，豆粕替代需求有所增加，豆粕止跌回升。

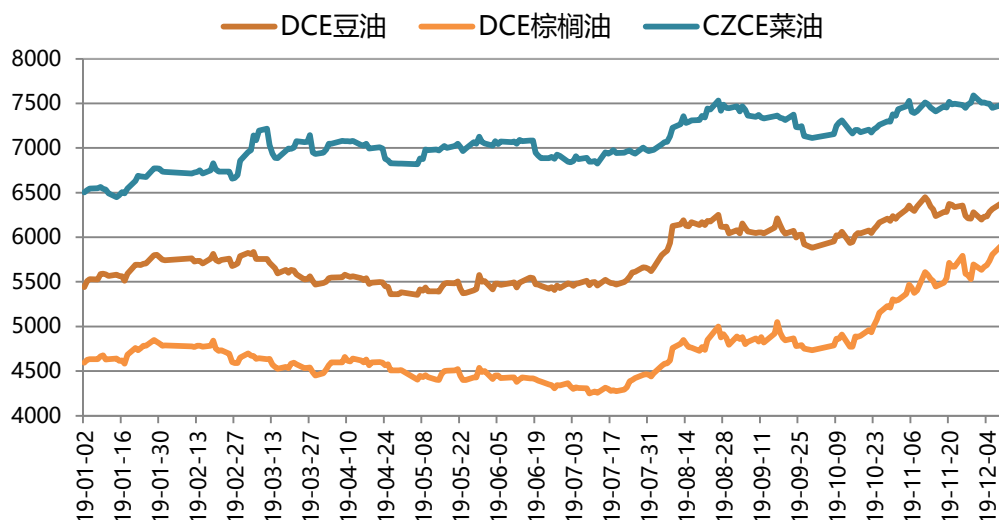
2、5月6日至6月4日（上涨阶段）。5月6日美国对中国2000亿美元商品关税加征的10%关税上调至25%。贸易战升级。南美大豆集中上市，5月13日美豆创2008年以来新低。5月中旬因强降雨，美豆播种落后，提振美豆。与之相比，国内蛋白粕市场触底反弹，豆粕成交放量，基差成交活跃。菜粕因进口菜籽较少更为坚挺。由于豆菜粕价差处于历史低位，豆粕替代消费增加。由于贸易战因素南美升贴水走强，进口成本提振豆粕大幅走高。

3、6月5日至10月21日（高位震荡阶段）。CBOT大豆先抑后扬。出口疲软，使得美豆供给压力沉重，8月初美国宣布将从9月1日对中国3000亿美元输美商品加征10%关税，这让中美贸易担忧加剧，美豆大幅回落，下跌趋势延续到9月中旬。随着USDA下调美豆出口以及国际原油走高，中美高层展开对话，美豆回升。十一长假期间，美豆季度库存报告低于预期，中国大量采购美豆，部分产区出现霜冻等诸多利多因素共振美豆飙升。相对而言，非洲猪瘟影响加重，国内蛋白粕消费疲软，油厂胀库，库存回升明显，不过由于中美贸易谈判进展反复，进口成本提振，蛋白粕市场高位震荡明显。

4、10月22日至今（下跌阶段）。美豆收割加快，中美贸易谈判延后，市场失望情绪加重，南美播种逐步加快，丰产预期逐步体现，美豆回落。12月13日中国和美国宣布第一阶段贸易协定达成。美豆触底反弹。国内方面，生猪价格大幅回落，需求恢复缓慢，豆粕库存创年内新低，部分地区提货紧张，随着油厂开工增加，豆粕库存回升。美豆止跌反弹给豆粕带来成本提振。

## 1.2 植物油市场行情回顾

图：三大油脂国内期货指数走势



数据来源：文华财经 国信期货

2019年国内油脂走势要强于蛋白粕类，全年价格呈现震荡筑底后三轮上涨的走势，全年基本可分为以下几个部分。

1、1月3日至7月9日（低位宽幅震荡）。1月原油走高，美豆油、马棕油小幅反弹。此后美豆油库存增加，马棕油库存超预期，美豆回落，美豆油跟盘下挫，马棕油创历史低点。国内油脂1月份春节消费提振油脂震荡上行，2月份区间震荡，3月份菜油因供给担忧价格大幅走高，而豆油、棕榈油则因国内供给增加而大幅跳水。4月美豆下跌及买粕卖油套利打压美豆油创四个月新低。马棕榈油库存不及预期而继续下挫。国内油脂库存增加，消费淡季。连豆油、连棕榈油刷新低点。5月6日美国对中国2000亿美元商品关税加征的10%关税上调至25%。贸易战升级。国内油脂市场，中加关系担忧加重，菜油领涨，豆油在进口成本支撑及库存压力下宽幅震荡，棕油则重心下移。6月需求疲软拖累，马棕榈油创7个月新低，美豆油因美豆的走低也震荡下跌。国内油脂库存继续走高，让油脂市场缺乏支撑。连棕榈油不断刷新低点，菜油大幅跳水，豆油市场波澜不惊。

2、7月10日至9月4日（震荡走高）。7月初随着国际原油及美豆的止跌反弹，美豆油及马棕油探底回升。马币令吉特贬值，8月MPOB报告库存下降，马棕榈油大幅飙升连续三个跳空缺口上行。此后马棕油高位震荡。相对而言，国内油脂走势略强于外盘。8月份油厂开工率下降，豆油供给减少，双节提振豆油成交明显放量，南方地区制生物柴油利润好转，掺兑需求增加叠加小包装油备货即将开启，豆油库存下滑明显。市场买油卖粕套利提振，豆油、棕榈油纷纷上涨，相对而言，菜油因中加关系复杂多变而坚挺。

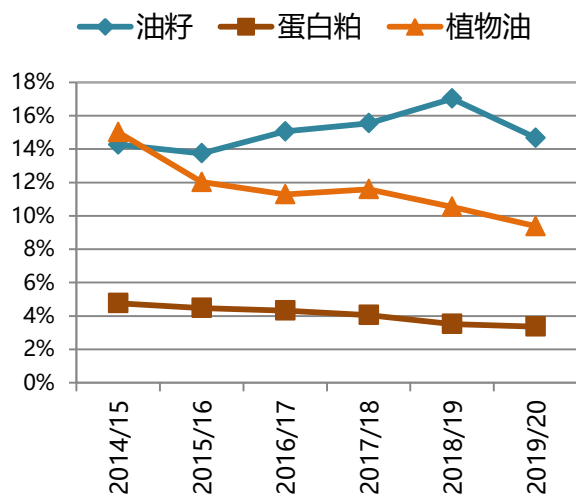
3、9月5日至9月30日（高位回落）。原油回落，国际油脂从高位开始回落。进口棕榈油利润窗口打开，中国采购数十船棕榈油打压连棕榈油。随着中美贸易谈判缓和美豆采购开启以及节日需求的结束，三大油脂轮番领跌。

4、10月8日至今（震荡上行）。由于美豆油库存紧张，加之市场预期美国或将调整生物燃油掺混规定导致十一长假期间美豆油大幅走高，节后国内油脂跟盘上涨。此后印尼及马来西亚先后公布了2020年生物柴油政策，叠加主产国减产预期，市场对未来供给担忧加剧，油脂牛市启动。国内豆油去库存加快。连棕榈油成本驱动领涨油脂。

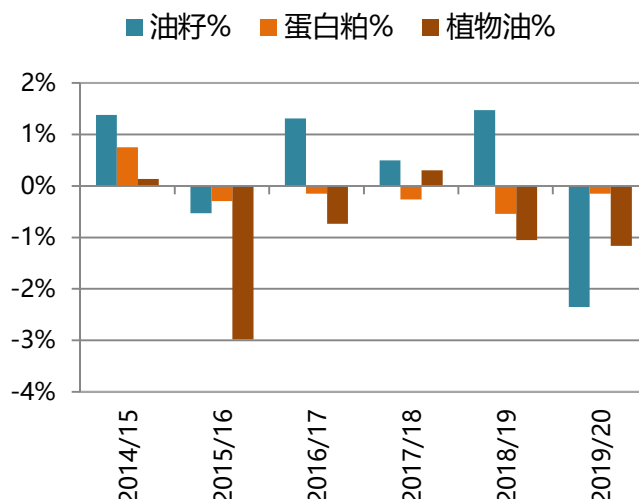
## 二、全球油料市场供需分析

### 2.1 全球油籽供需结构拐点已现

图：全球油脂油料库存消费比走势对比



图：库存消费比年度增幅对比

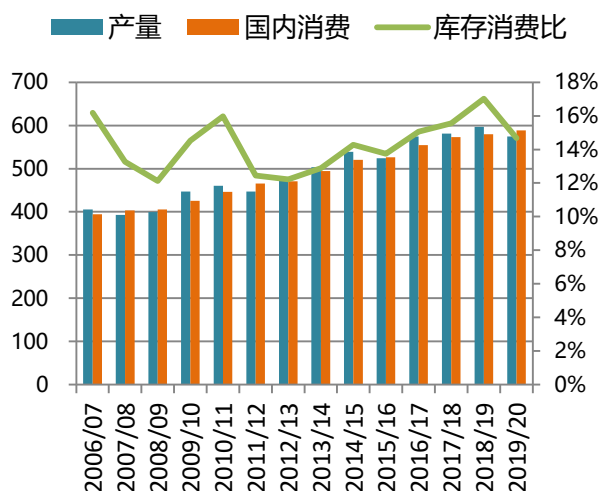


数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

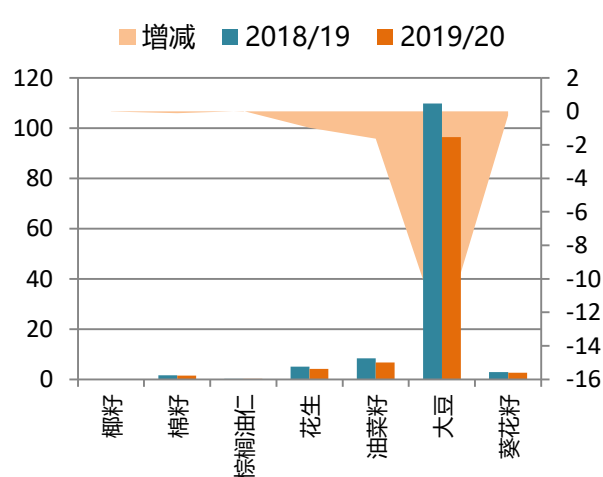
根据美国农业部最新数据显示，2019/20年度全球油籽库存消费比在经历三连增后回落。从2018/19年度的17.03%回落至2019/20年度的14.68%。目前水平略低于2016/17年度，但仍高于2015/16年度。相对而言，全球蛋白粕市场库存消费比实现五连降，但整体降幅都不大。而全球油脂市场库存消费比实现两连降，其下滑幅度明显。可见全球油脂油料市场供求结构正在发生实质性转变。市场整体从供给宽松走向平衡或偏紧，其下游蛋白粕、油脂市场已然开启去库存。市场似乎从下游供需紧张开始向上游传导。

图：全球油籽产销量对比（单位：百万吨）



数据来源：USDA 国信期货

图：全球油籽分品种库存与增幅（单位：百万吨）



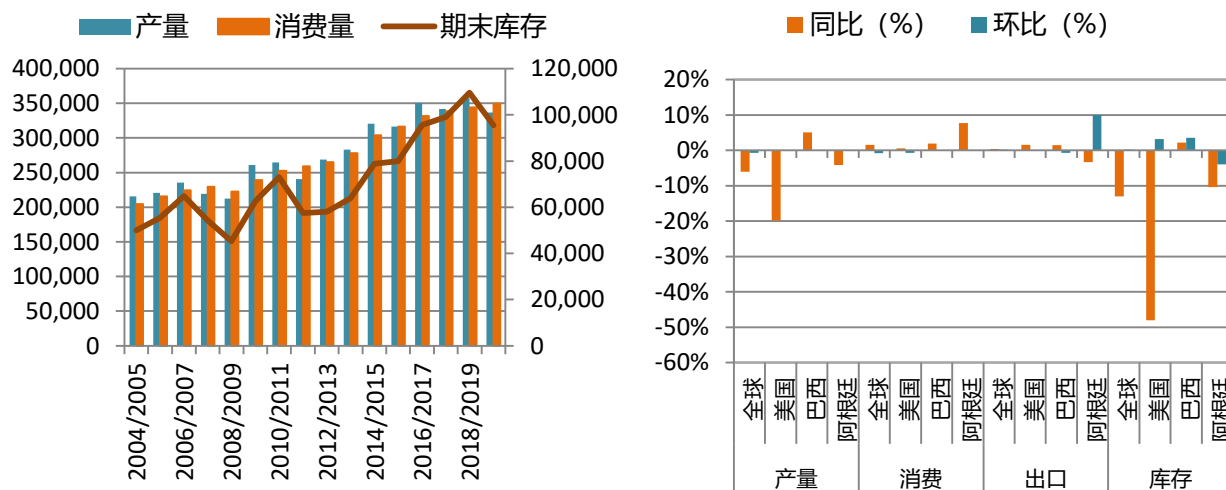
数据来源：USDA 国信期货

在经历全球油籽产量急速扩张后，2019/20年度油籽供给出现拐点，产量出现大幅下降，而消费保持稳中有增的局面，库存消费比出现拐点，从升转降。全球油籽产量达到57.46亿吨，同比下降3.68%，消费达到58.85万吨，增幅1.5%。明显出现了产不足需的情况，全球油籽市场出现了在库存三连增后出现去库存局面。从分品种来看，七大油籽中，只有棕榈油仁籽略有小幅增加外，其他油籽库存均有不同程度的下降，其中大豆降幅最大。

## 2.2 全球大豆库存消费比回落

图：全球大豆产消对比（单位：千吨）

图：主产国供需同比变化



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

全球大豆持续供给压力终于在2019/20年度出现转变，在连续七年产大于需，库存累加七年后，2019/20全球大豆出现产不足需，库存出现拐头向下。尽管仍处于历史次高位置，但全球大豆供需格局已经发生变化。USDA12月报告预估，2019/20年度全球大豆库存降至9639.7万吨，低于上年同期的1.09亿吨。造成全球大豆库存下调的主要原因在于主产国大豆当年产不足需，尤其是美国和阿根廷两国表现明显。

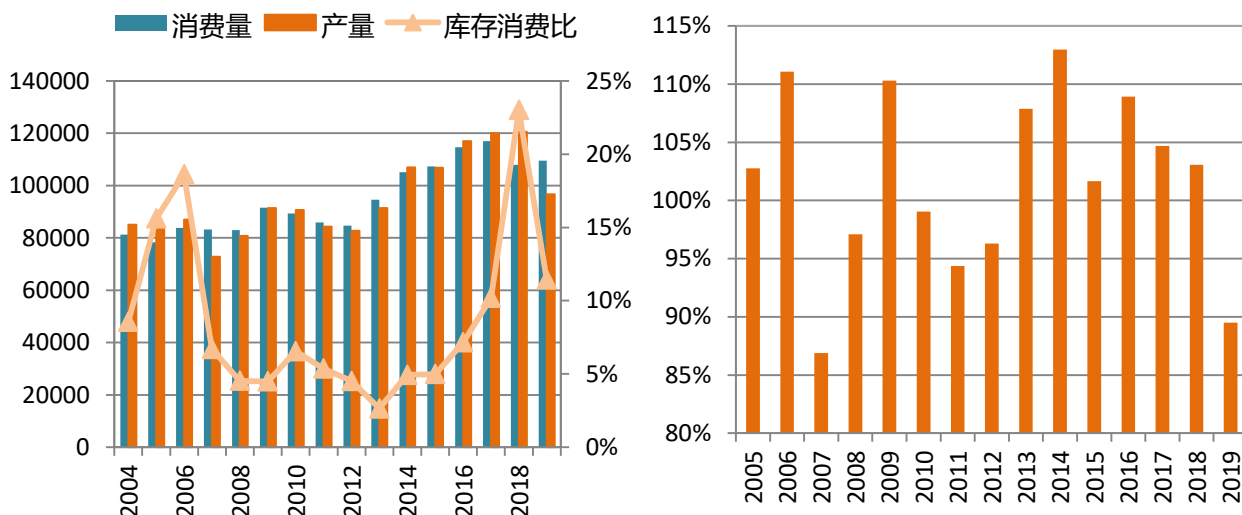
### 2.21、美豆供给压力最大时期已过，供给先松后紧

USDA12月报告预计，2019/20年度美豆产量同比下降19.83%至9662万吨，较2018/19年的1.20亿吨大幅下降，其2019/20年度总消费在1.09亿吨，较上年2018/19年度1.07亿吨略有增加，从而导致美豆库存降幅达48%，目前美豆2019/20年度库存为1292万吨，上年同期为2485万吨。目前美豆库存消费比已经大幅下降至11.84%，接近2017/18年度水平。从新作消费比来看，就是当年产量来满足上年消费的程度，目前已经跌破100%，并创下12年来新低，说明已经美豆在2019/20年度去库存速度加快。

图：美豆产消库走势对比（单位：千吨、%）

图：美豆新作消费比





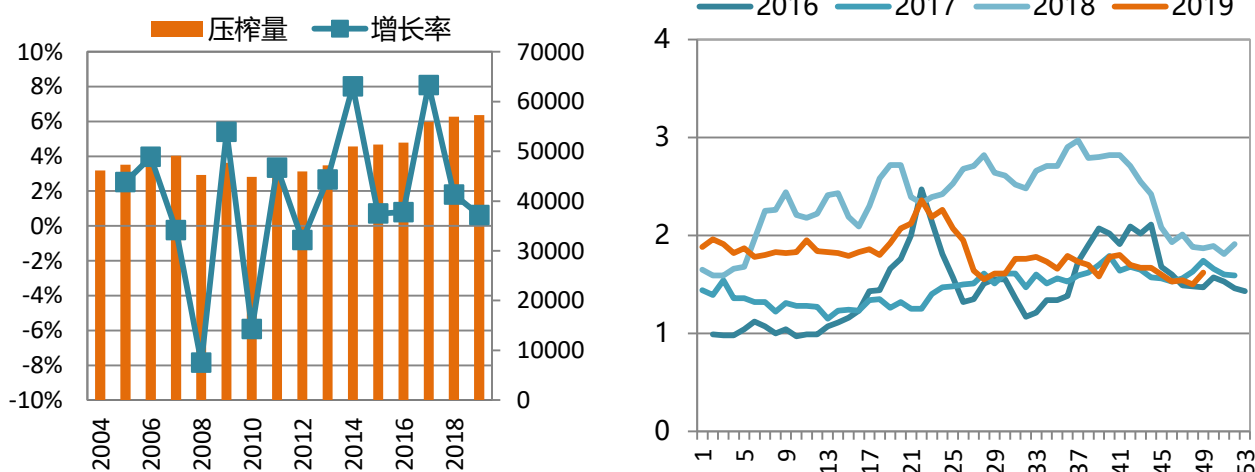
数据来源: USDA 国信期货

数据来源: USDA 国信期货

从美豆的压榨消费来看, USDA预计2019/20年度美豆压榨需求增至5729万吨, 2018/19年度为5693万吨。按照USDA报告预测2019/20年度单月压榨量要在480万吨左右才能完成预估水平。目前美豆压榨利润仅为1.51美元, 2018年同期1.89美元/蒲式耳, 2017年同期为1.74美元。最新NOPA报告显示美豆9月-11月月均压榨量仅为446万吨, 其中10月份压榨量创历史同期最高水平也只有477万吨。可见要想完成USDA预估的压榨量, 对于美国压榨企业而言是略显压力的。总的来看, 美豆2019/20年度压榨需求进一步大幅提升可能性不大, 未来持平或者略降的可能性较大。

图: 美豆单月压榨量 (单位: 千吨、%)

图: 美国压榨利润 (单位: 美元/蒲式耳)



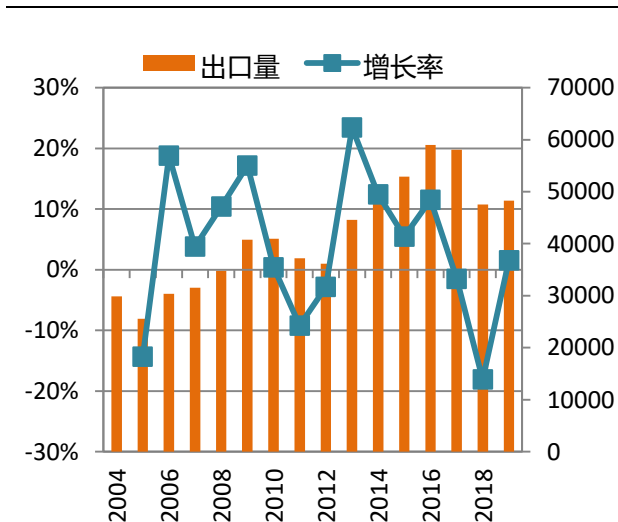
数据来源: USDA 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

USDA最新预估2019/20年度美豆出口将从上年的4756万吨会升至4831万吨, 增加75万吨。2017/18年度美豆出口5807万吨。这似乎也说明美国农业部对于的中美贸易关系仍然持谨慎态度。10月份以来中国采购增加明显, 按照每周周度出口检验量来测算, 2019/20年度, 美豆出口中国累计为823万吨, 上年同期为34万吨, 17年1781万吨。美豆对非中国地区出口累计达1040万吨, 上年同期为1481万吨, 17年806万吨。2018/19年度中国采购美豆1300万吨。2017/18年度2750万吨。

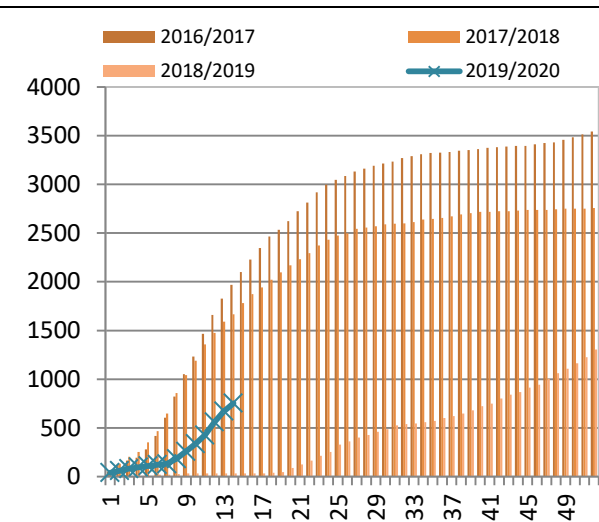
由此可见，美豆需求更大的突破在于出口。增量就体现在中国采购的增加上。一般而言，美国大豆出口的关键阶段是从每年10-1月，现在当下已经是12月，留给美国的时间也就不到2个月左右的时间。12月13日，中美第一阶段经贸协议文本达成一致。美方将对约1200亿美元中国商品加征的关税从15%下降至7.5%，实现加征关税从升到降的转变。中方官方指出，协议实施后，中国从美国进口农产品将大幅增加。据美国贸易代表莱特希泽称，中国已同意在未来两年内再购买320亿美元的美国农产品。如果该消息确实，那么美豆出口有望大幅增加。2017年中国采购美国农产品创历史最高纪录247亿美元，其中2017年全年从美进口大豆共计3286万吨，进口金额为139.45亿美元。

图：美国大豆出口量走势（单位：千吨、%）



数据来源：USDA 国信期货

图：美国对中国大豆出口累计（单位：万吨）



数据来源：USDA 国信期货

该协议一旦实施，对于中国大豆的影响是有一定影响。2019/20年度中国作为大豆主要进口国，采购美国还是买巴西、阿根廷豆均可以。现阶段，抛除掉关税外，美豆具有一定的价格优势。从数量上看，按照贸易战以前年度，中国采购量占美豆出口量比例大体在50-62%左右。那么按照4830万吨计算的话中国采购美豆数量大体在2400-3000万吨。也就130亿上下。剩下的可能采购更多的小麦、玉米、高粱等其他谷物，如果真的达成协议的话，那么对中国谷物市场的冲击可能要强于豆类市场。对于豆类市场的冲击可能更多的来自于进口成本。一方面，中美贸易协议达成，人民币汇率就有望升值，有望降低成本。另一方面，美豆出口的增加，对其库存下降有一定的推动作用，从而推动美豆走强。国内进口大豆成本或受到提振。

图：美豆供求平衡表的未来调整的三种假设

项目	2018/19 Est.	2019/20 Proj. (单位: 百万公顷、蒲式耳/英亩)			
		USDA11月	预测1	预测2	预测3
种植面积	89.20	76.50	76.50	76.50	76.50
收获面积	87.60	75.60	75.60	75.60	75.60
单产	50.60	46.90	46.60	46.90	46.90
(单位: 万吨)					
期初库存	1192	2485	2485	2485	2485
产量	12051	9662	9588	9662	9662
进口	38	54	54	54	54
总供给	13281	12201	12127	12201	12201
压榨	5694	5729	5729	5729	5694
出口	4757	4831	4831	5895	5808
种用	242	261	261	261	261
残差	106	87	87	87	87
总需求	10797	10908	11417	11972	11850
期末库存	2485	1293	710	229	351
与USDA预估比较 (万吨)			-583	-1064	-942

数据来源: USDA 国信期货

根据上面的分析, 我们对美豆供求平衡表进行三种猜想。

**预测1: 单产下调至市场预估水平** : 由于2019/20年美豆从播种到收获均延迟, 尤其是收割后期, 北部地区遭遇暴风雪, 但美国农业部并未下调单产, 市场预期2020年1月USDA有进一步下调单产的可能。因此假设在其他因素不变, 美豆单产从46.9下降至市场预期的46.6, 那么美豆库存降至710万吨。较12月份预估的下降580万吨。

**预测2: 出口上调至历史最大记录。**假设中美贸易协议达成, 中国采购与历史最高纪录持平, 美豆出口也与历史最高纪录持平, 在其他因素不变的条件下, 美豆库存降至229万吨, 比2013年历史最低库存250万吨还少21万吨。当时美豆创历史最高纪录1700美分以上的。这种可能性实现的概率不大。

**预测3: 压榨下调、出口上调。**预期未来压榨或有下调, 出口或有上调。调整的幅度, 压榨量与2018/19年度持平 5694 万吨, 出口恢复到2017/18年度5808万吨, 那么库存将降至351万吨。比12月报告下降942万吨。

由此可见, 美豆供求关系能否发生变化的关键在于出口的变化。如果中国采购在2500万吨上下, 那么对于美豆库存的冲击在市场预期范围内, 但是一旦超过3000万吨, 美豆的库存降幅会非常明显。未来美豆总体库存呈现下降趋势, 市场的焦点在于下降幅度的多寡。

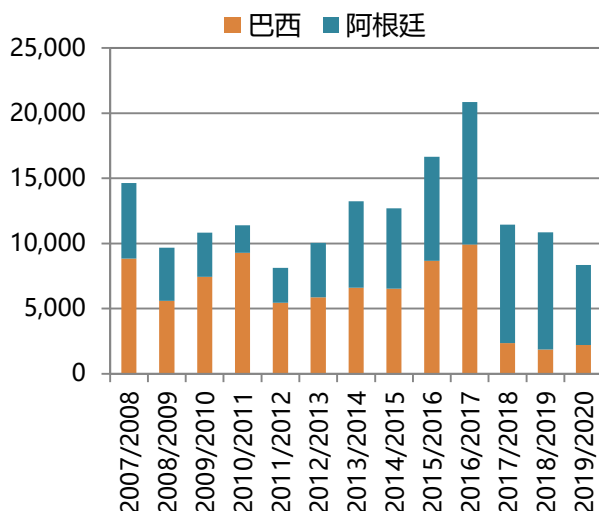
## 2.22、南美大豆库存极低 产量不容减少

按照USDA预估, 2020年1月巴西大豆库存仅为220万吨, 2020年3月阿根廷大豆库存仅为615万吨。可见由于中美贸易因素, 中国在2019年大量采购了巴西、阿根廷大豆。这几乎将巴西、阿根廷大豆库存掏空。这两国大豆库存已经降至非常低的水平。USDA预估2018/19年度巴西出口7485万吨, 较10月下降了60万吨。但是从巴西官方机构公布的出口数据来看, 巴西2018/19年度出口已经高达7652万吨。USDA下调巴西出口意在提高巴西结转库存, 不让数据看起来太低。如果按照巴西数据测算, 巴西2020年1月库存或仅剩下100万吨左右。

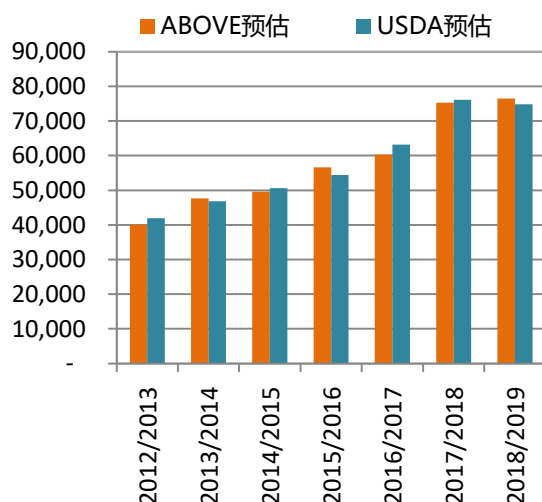
图: 巴西、阿根廷当地作物年度大豆库存 (单位: 千吨)

图: 巴西大豆出口机构预测对比 (单位: 千吨)





数据来源: USDA 国信期货

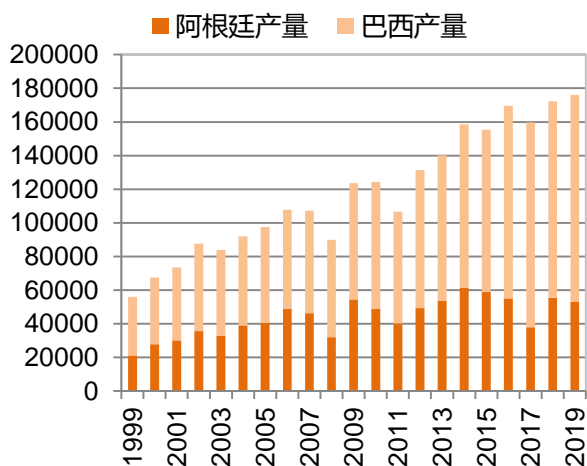


数据来源: USDA 国信期货

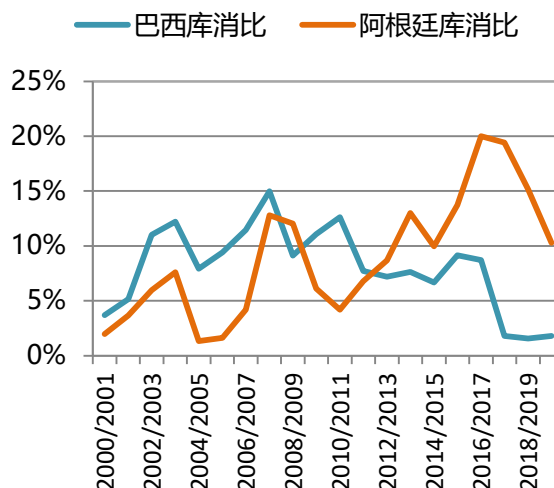
目前USDA已经将巴西的产量设定为丰产数据,其预估2019/20年巴西产量为1.23亿的历史最高纪录,而阿根廷产量则为5300万吨,上年5530万吨。据农业咨询机构AgRural称,截至12月20日,巴西农户的大豆播种工作已经完成。目前巴西南旱北涝,降雨略显不均匀。在截至12月18日,阿根廷2019/20年度大豆播种面积达到1080万公顷,相当于计划播种面积的70.2%,比去年同期低了3.8%。报告称,土壤墒情不足导致今年大豆播种进度落后。后期一旦天气出现问题,产量就有出现下降的可能。那么南美库存或将降至更低的水平。

图: 南美大豆产量对比 (单位: 千吨)

图: 南美大豆库消比 (单位: %)



数据来源: USDA 国信期货



数据来源: USDA 国信期货

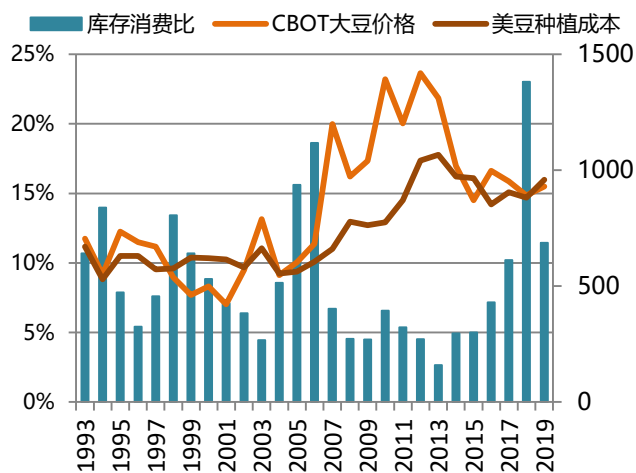
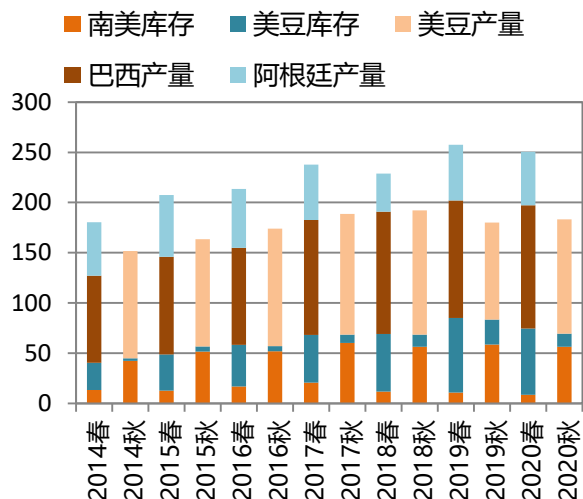
对于南美大豆,有几点值得注意的事项:第一、根据阿根廷12月14日发布的一项官方法令,该国新届政府上调了大豆、小麦和玉米的出口关税,以增加必要的收入,避免即将到来的主权债务违约。或将大豆、豆油和豆粕的出口税率从25%提高到30%,并将玉米和小麦的税率从约7%提高到12%。阿根廷关税的提高,或将减少该国大豆及其制品的出口竞争力。第二、由于中美贸易战依旧存在诸多不确定性,巴西大豆能否在新豆上市前满足中国采购供给成为需要注意的事项。

## 2.23主产国供给压力逐步下降

按照G3国的产量及库存进行统计，2020年春季，全球大豆供给量达到2.50亿吨，较上年同期减少701万吨，这说明全球大豆供给压力最大的时期已经过去，未来大豆供给压力开始逐步缓和。而且2020年美豆库存仍有进一步下调的可能，这让全球大豆秋季供给继续下降存在可能性。

图：G3国供给对比（单位：百万吨）

图：美豆价格与库消比对比（单位：%、美分/蒲式耳）



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

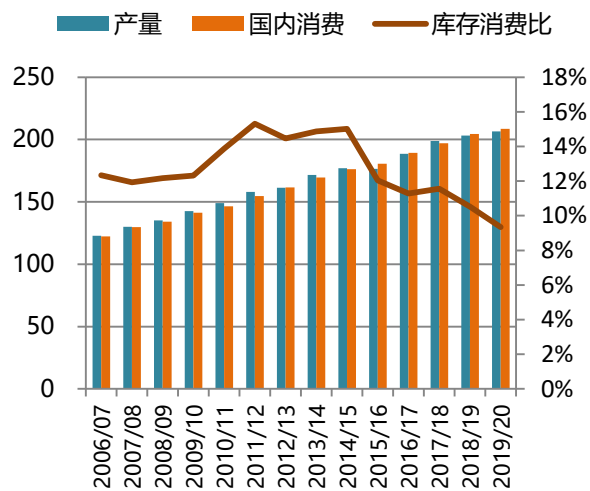
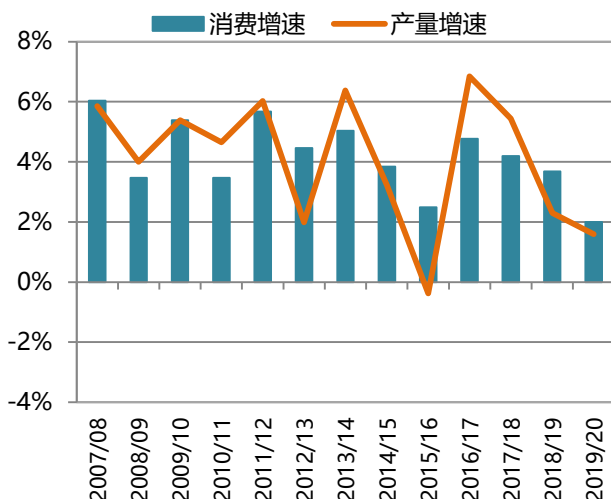
从价格上来看，随着库存消费比的回落，美豆价格或震荡走高。860美分或是美豆近年来相对阶段性的低点。由于2019年单产下滑，因此美豆种植成本较上年有所上升，目前美豆成本集中在917-950美分/蒲式耳。从历史来看，美豆脱离成本的时间不会太长。对于2020年，如果美豆出口能够有所恢复，美豆库存下降趋势或将提振美豆重返千点之上。

## 三、全球植物油供需分析

### 3.1 全球植物油产不足需 未来走势需看棕榈油

图：全球植物油产消增速走势（单位：%）

图：全球植物油供需对比（单位：百万吨、%）



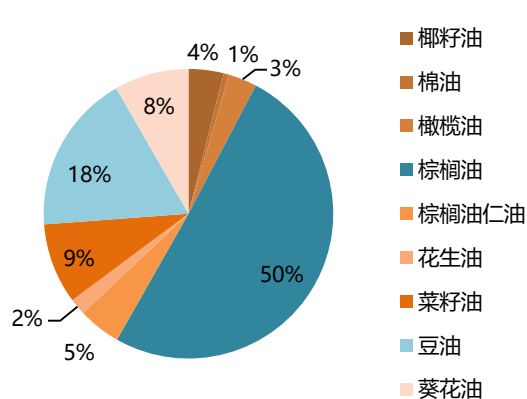
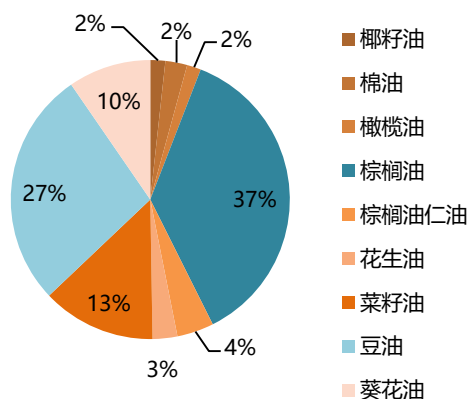
数据来源: USDA 国信期货

数据来源: USDA 国信期货

在过去10年甚至更长的时间,全球油脂年消费增速均保持2%以上的增速。油脂刚需特质导致其供给不能承担较大的波动,一旦供给的增幅小于需求的增幅,造成库存下降导致行情大幅波动。例如2007-2008年、2010-2011年、2015-2016年。2019/20年度全球油脂继续保持产消同增的局面,产量2.07亿吨,消费量2.08亿吨,库存下降189万吨至1921万吨。库存消费比连续第二年下降,目前已经降至9.38%。不足10%,创近十年来新低。

图:全球植物油各品种产量占比 (单位:%)

图:全球植物油库存占比 (单位:%)



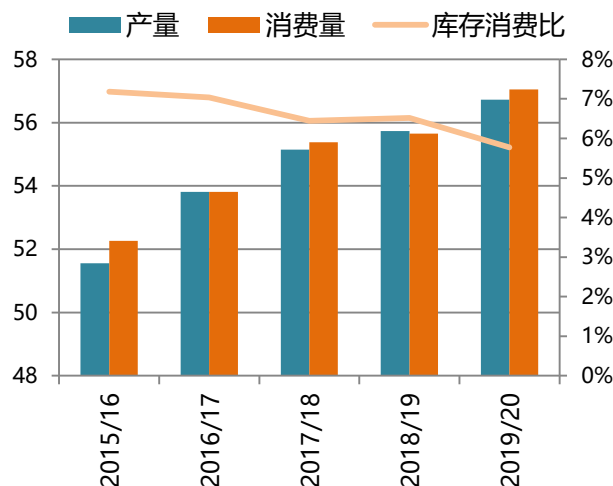
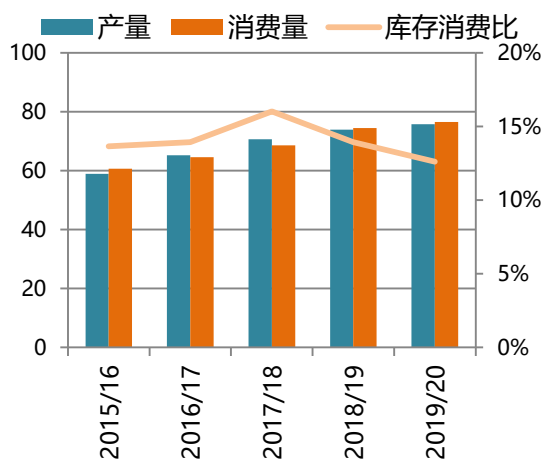
数据来源: USDA 国信期货

数据来源: USDA 国信期货

尽管我们看到全球油脂已经连续两年去库存,但是国际油脂价格依旧处于相对偏低的位置,这主要是由于三大主要油脂中,棕榈油供给依旧处于相对宽松局面中。从产量来看,目前全球棕榈油产量占据全球植物油供给的37%,豆油占27%,菜油占13%。从库存来看,全球棕榈油库存占全球植物油库存的50%,豆油占18%,菜油占9%。可见油脂能否有行情关键要看棕榈油的供求状况,其次看豆油。

图:全球棕榈油产消走势 (单位:百万吨、%)

图:全球豆油产消走势 (单位:百万吨、%)



数据来源: USDA 国信期货

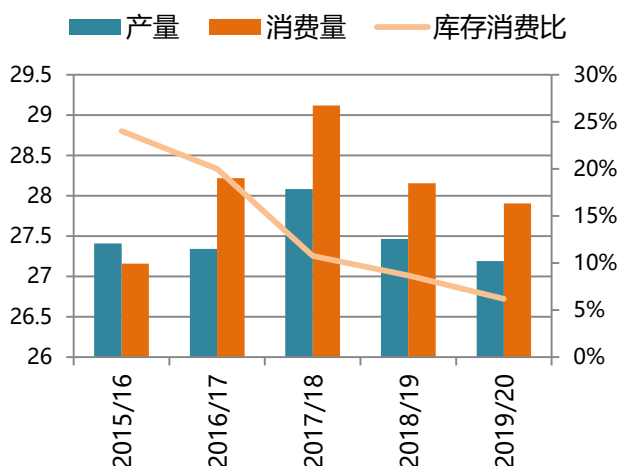
数据来源: USDA 国信期货

按照USDA最新预估，全球棕榈油2019/20年度产量预计在7581万吨，消费量在7654万吨，库存在964万吨，从千万吨库存回落。目前库存水平是处于历史第三大库存水平，第一、第二库存高位为2017/18年度的1098万吨，2018/19年度的1037万吨。从整体的供应来说，全球油脂库存有1909万吨，棕榈油占到964万吨。这也充分说明的当下油脂走势看棕榈油的关键所在。

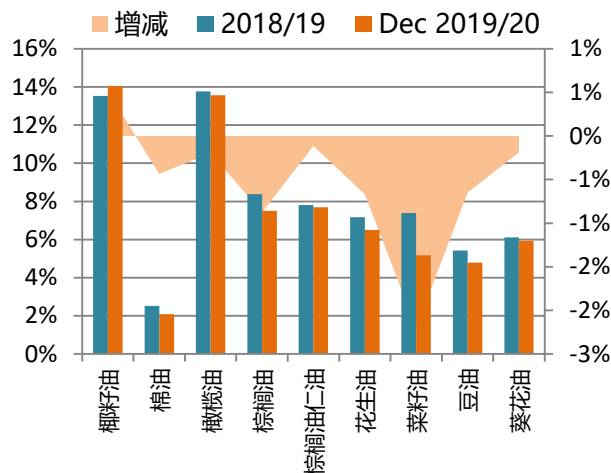
相比之下，全球豆油在2019/20年度产消同增，但产量增幅不及消费增幅。库存消费比已经三连降，全球豆油库存从2016/17年度开始逐年下滑。可见在油脂中，豆油早就开始去库存，但由于棕榈油库存庞大，替代效应明显，以及油厂豆粕利润丰厚，因此全球豆油价格并没有获得提振。

图：全球菜油产消走势（单位：百万吨、%）

图：主要植物油品种库消比对比（单位：%）



数据来源：USDA 国信期货



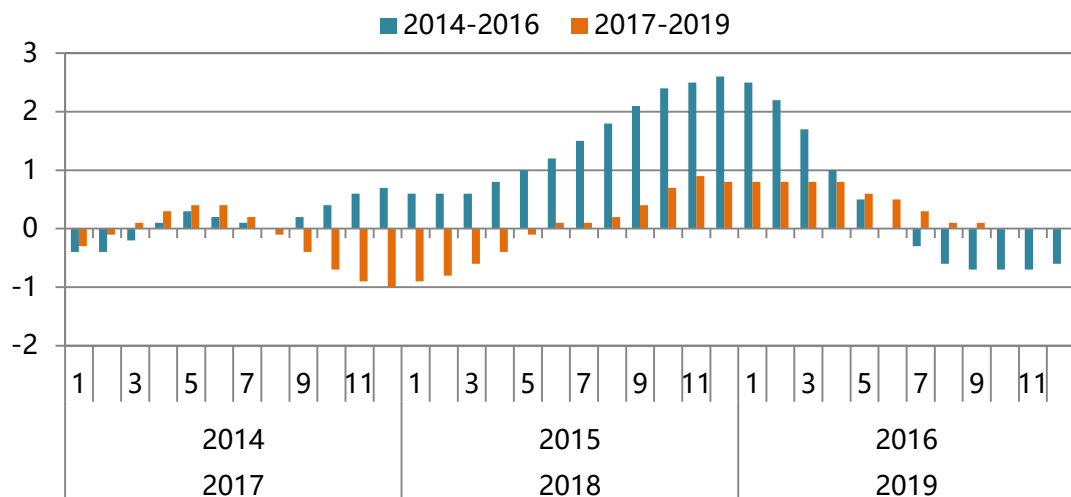
数据来源：USDA 国信期货

全球菜油在2019/20年度继续呈现产消同降的局面，其中产量降幅超过消费的降幅，其库存下降明显，目前全球菜油仅为172万吨，库消比已经降至6.17%。从油脂品种情况来看，全球菜油供给相对处于紧张局面中。同样道理，由于棕榈油的替代效应，使其价格并未获得足够的支撑。

### 3.2 厄尔尼诺影响会历史重演？

很多人都觉得今年的行情与2015-17年的行情类似。主要是这两个时间段东南亚地区均遭遇厄尔尼诺天气。上一次厄尔尼诺是从2014年11月开始，2016年5月份结束。时长达19个月。而此次厄尔尼诺开始于2018年10月，结束于2019年6月，长度为9个月。从厄尔尼诺程度来看，2015年的厄尔尼诺程度是长周期的强厄尔尼诺，2018年的为短周期的弱厄尔尼诺。可见从影响程度来看，2018年所形成的厄尔尼诺对于市场的影响可能要弱于2015年。

图：马棕油2014-2016与2018-2019厄尔尼诺情况对比

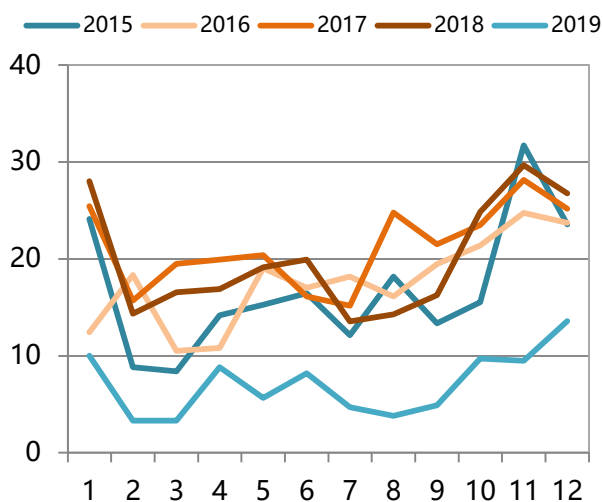


数据来源: NOAA 国信期货

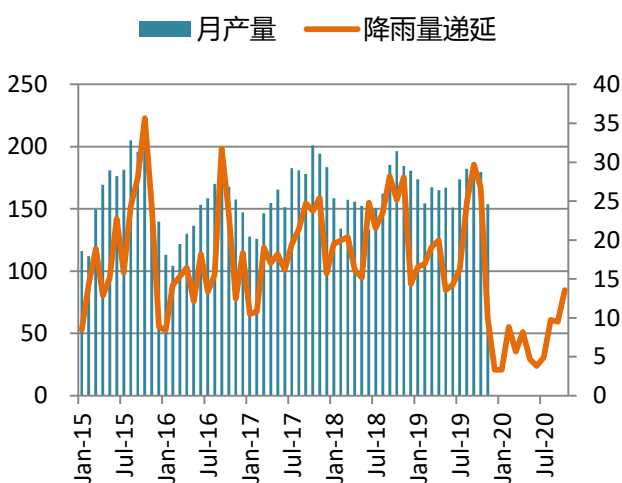
2019年从彭博公布的马来降雨量来看,全年月度降雨量都在10厘米以下,比2015年同期降雨量是略有下降的。但是由于2018年土壤墒情还不错,因此2019年马来西亚土壤墒情可能要好于2015年。2015月份马来西亚降雨量出现干旱,导致2015年11月份开始马棕油月度产量开始下降5%。2016年1-10月份单月产量同比降幅在2-24%不等。对于2019年马棕油的产量,由于2018年马棕油价格超低,导致农民化肥使用量减少。田间管理相对较差。2019年按照降雨对产量的预估来算,市场预期是11月开始减产。但是从MPOB报告来看,10月份,减产已经提前到来。此外马来西亚因为它的树龄比较老,因为2018年高产而面临压力,棕榈油树要休息,它将会进入产量的幼年,大概5到8月处于低产的状态。干旱、田间管理降低,以及产量周期进入小周期等多因素共振,市场预计2020年马来西亚的产量将低于2019年。

图: 马来西亚降雨量年度对比 (单位: MM)

图: 马棕榈油降雨量对单产的影响



数据来源: Bloomberg 国信期货

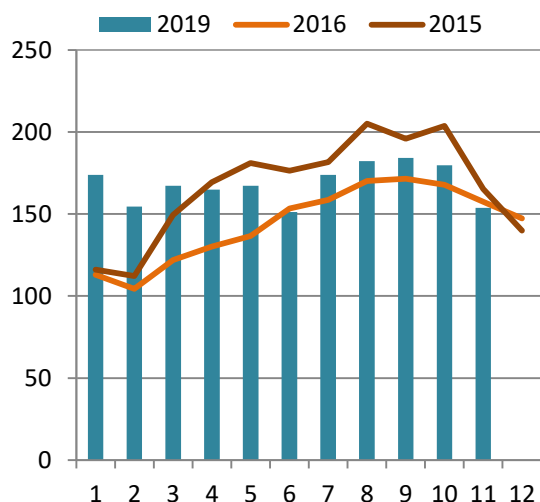


数据来源: Bloomberg MPOB 国信期货

从时间上来看,按照10个月的滞后期推算,马来西亚将在2019年11月—2020年1月以及2020年的6—7月出现较为明显的减产。从产量上看,2016年同比上年减少264万吨,市场预期2020年上半年产量减少在100万吨,下半年保持不变。所以,2020年马来西亚的产量可能仅为1930-1950万。

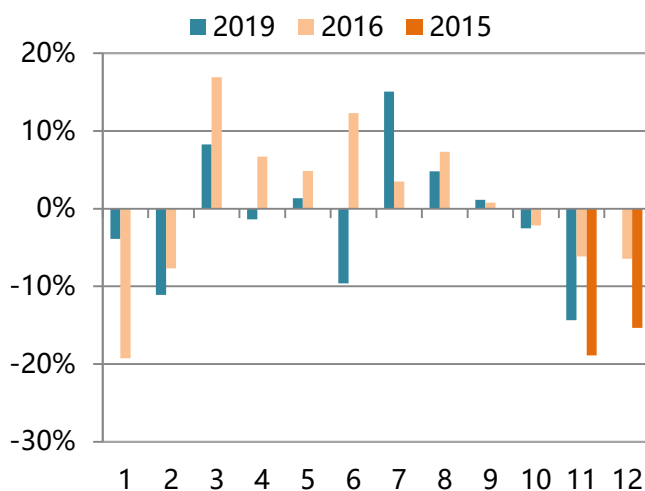


图：马来西亚棕榈油产量对比（单位：万吨）



数据来源：MPOB 国信期货

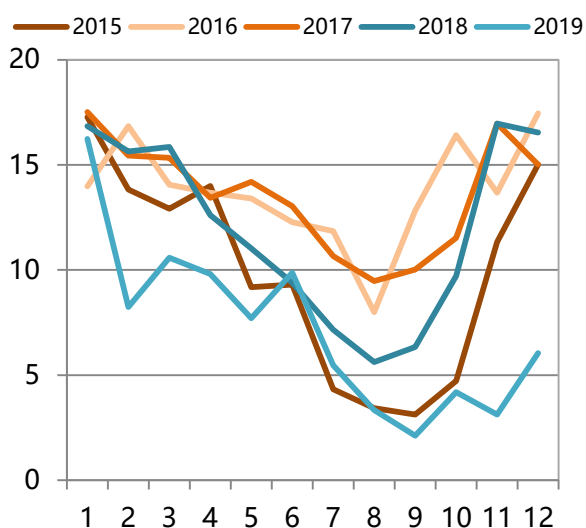
图：马来西亚棕榈油产量增减幅度对比



数据来源：MPOB 国信期货

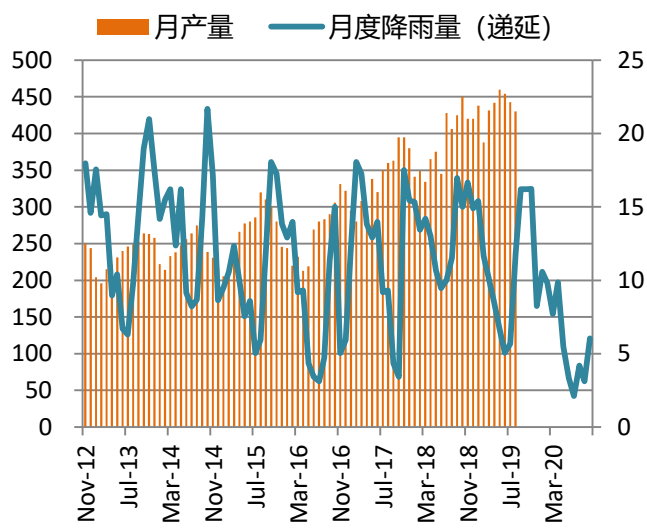
与2015年印尼旱情相比，2019年其降雨量上半年旱情明显，但下半年大体降雨量更低，苏门答腊省8—9月的降雨创下历史同期新低。从时间上来看，印尼棕榈油产量减产的时间要晚于马来西亚，印尼将在2020年的5—7月出现显著减产。减产的幅度来看，2015年当年干旱造成印尼从2015年11月开始减产，一直持续到2016年5月，此后印尼棕榈油产量开始增长。2019年印尼的总产量存在较大的分歧。2018年官方机构公布的印尼棕榈油种植面积约1400万公顷，但从企业了解到的实际种植面积可能在1500-1600万公顷左右。目前印尼中间段树龄占比大概60%。从产区调研的情况来看，2019年印尼的化肥使用大量减少，甚至部分地区根本不施肥，加之出现了干旱，降雨量一直没有跟上来，因此印尼单产可能会出现一定的回落，印尼减产时间可能集中在上半年，总产量要看实际单产的降幅，由于种植面积略增加，因此印尼的总产量存在争议。预计印尼棕榈油的2020年产量变化在-100~+50万吨左右。

图：印尼降雨量（单位：毫米）



数据来源：Bloomberg 国信期货

图：印尼棕榈油降雨量对单产的影响



数据来源：Bloomberg MPOB 国信期货

按照年度来看，USDA预估马来产量相对偏高，市场普遍认为2019/20年度正处于马来西亚减产的时间段里面，其产量下滑至少在100万吨左右。但美国农业部没有任何调整。其次生物柴油用量，马来政府表示实施B20计划，大约能够增加马棕油用量56万吨左右。从出口方面来看，12月13日马来西亚政府上调马棕油出口关税，其未来出口或将减弱。从库存来看，目前马棕油库存225万吨，USDA预估2019/20年度库存为204万吨。从月度来看，只有马棕油库存降至200万吨以下，市场才能真正有了供需紧张的基础。目前市场预期未来供需或出现紧平衡局面，市场需要预期与现实的兑现，方能刺激价格飙升。

对于印尼的USDA供求平衡表，可能产量相对处于合理的预测区间内，但是生物柴油的数量可能有被低估的嫌疑。B30提前适用，不执行还要罚款。对于CPO他的需求量会直接增加250万吨。如果能够执行到位，将带来近300万吨的消费增量。据相关分析称，2020年印尼B30的目标是大约835万吨，月平均消费量为70万吨左右。B30生物柴油计划使得印尼明年起月棕榈油消费量增加超过20万吨，全年将达到300万吨左右。印尼政府预期2021年执行B40政策。由于目前马来以及印尼政府的强制措施相对较为严格，市场对于生物柴油的消费量的预期盘面基本上已经消化。如果后期产量下降，需求增加，印尼库存回落至250万吨以下，市场有了进一步上涨的空间。

图：马来西亚棕榈油供求平衡表

	2014/2015	2015/2016	同比	2018/2019	2019/2020	同比
产量	19.879	17.7	-10.96%	20.8	21	0.96%
进口量	0.991	0.816	-17.66%	0.6	0.65	8.33%
总供给	22.96	21.127	-7.98%	23.929	24.075	0.61%
出口	17.403	16.667	-4.23%	18	18.35	1.94%
工业消费	2.231	2.29	2.64%	2.7	2.85	5.56%
食用	0.66	0.65	-1.52%	0.725	0.76	4.83%
其他	0.055	0.06	9.09%	0.079	0.075	-5.06%
国内消费	2.946	3	1.83%	3.504	3.685	5.17%
期末库存	2.611	1.46	-44.08%	2.425	2.04	-15.88%

数据来源：USDA 国信期货

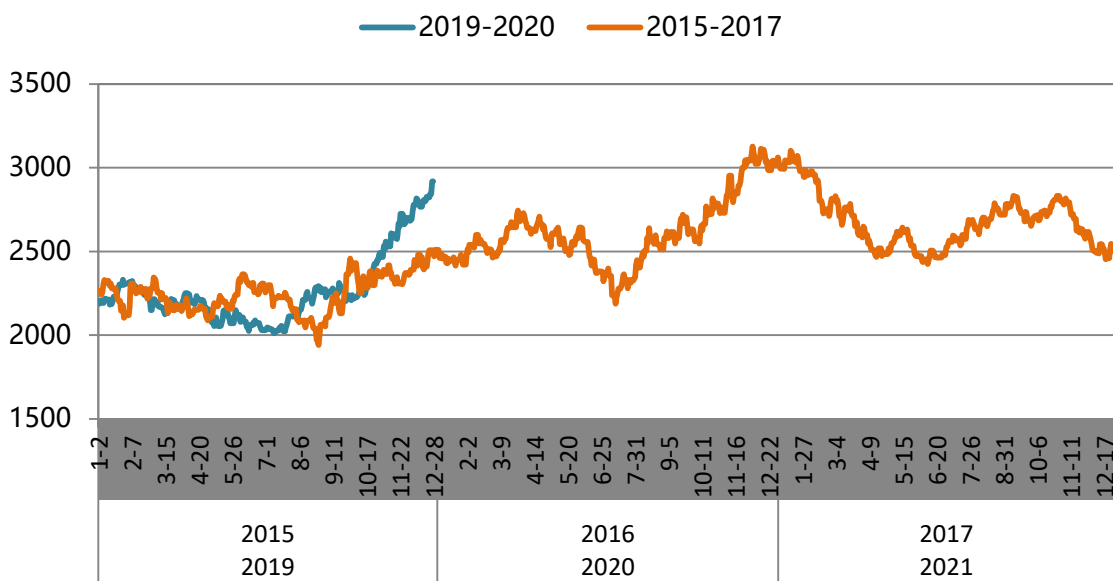
图：印度尼西亚棕榈油供求平衡表

	2014/2015	2015/2016	同比	2018/2019	2019/2020	同比
产量	33	32	-3.03%	41.5	43	3.61%
总供给	35.618	34.434	-3.32%	44.504	45.679	2.64%
出口	25.964	22.906	-11.78%	29.2	30.3	3.77%
工业消费	1.7	3.7	117.65%	6.4	6.6	3.12%
食用	5.2	5.25	0.96%	5.8	6.1	5.17%
其他	0.32	0.32	0.00%	0.425	0.05	-88.24%
国内消费	7.22	9.27	28.39%	12.625	12.75	0.99%
期末库存	2.434	2.258	-7.23%	2.679	2.629	-1.87%

数据来源：USDA 国信期货

目前未来市场需要关注的焦点有三，其一生物柴油政策具体执行情况，提前实施的情况与奖励与罚款的力度。其二产量的焦点，减幅与减产节奏。目前减产的预期已经达成共识，但是减产的幅度市场也大致有所预估，就要看预期和现实的差距，如果比预期低的话，那么棕榈油供需结构可能再度扩大，那么价格或继续走高，如果与预期持平，那么价格波动可能不大。高于预期，价格面临回调。其三、出口的焦点，印度处于对自身国家油脂企业的保护，对于棕榈油等植物油进口的政策成为影响棕榈油出口消费的关键；随着马棕油价格的走高，国际豆油与棕榈油价差大幅缩小，国际豆油的消费替代增长明显，棕榈油出口消费有所抑制。最后库存的落点也是印证棕榈油是否展开牛市晋升阶段的关键所在。如果马来+印尼棕榈油库存降至450-500万吨以下，那么棕榈油的供需紧张格局或将开启。

图：马棕油2014-2016与2018-2019价格走势对比



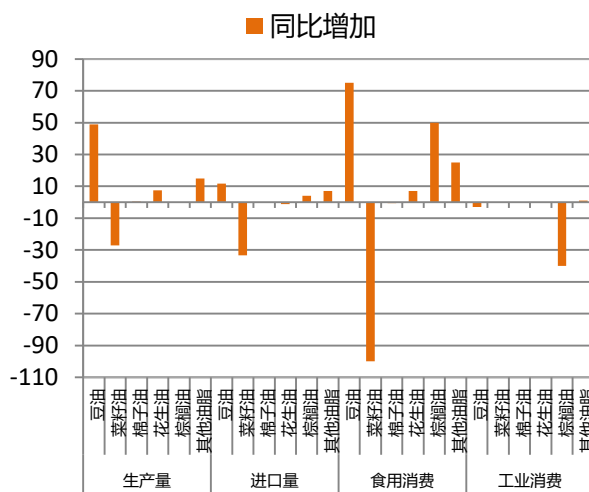
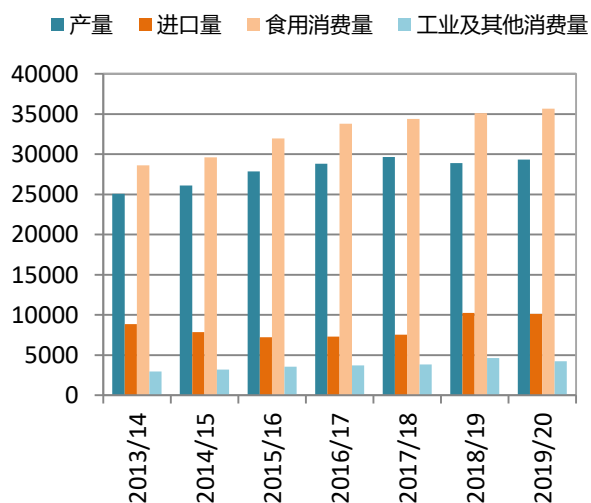
数据来源: WIND 国信期货

历史会重演,但是历史不会简单的重复。按照厄尔尼诺的时间和干旱的时间来进行对比,2019年马棕油的涨幅相对2015年过于凌厉,其价格在10-12月的涨幅几乎将2015年11月开始减产到2016年11月份的整体涨幅基本涵盖。由于2019年所面临的厄尔尼诺情况要弱于上轮,因此其对产量的影响时间和幅度都要弱。但由于生物柴油消费增幅明显,其库存下降幅度可能要超过2016年同期水平。从价格上看,上一轮马棕油2015年8月份开始上涨,一路涨到2017年2月份,价格从2088涨到3126,上涨幅度达1038点,涨幅达49.7%。此轮上涨从2019年7月最低点2034一路上涨至12月底的3011,上涨幅度达977点,涨幅达48%。从上涨的时间来看,减产大体在2020年上半年结束,5月份之前马棕油保持看涨思路。

### 3.3 国内油脂去库存加速

图:我国油脂产消对比(单位:千吨)

图:我国油脂分品种产消变化对比(单位:千吨)



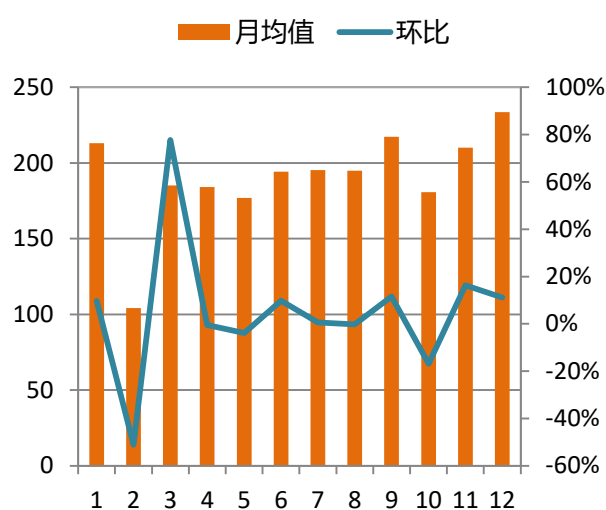
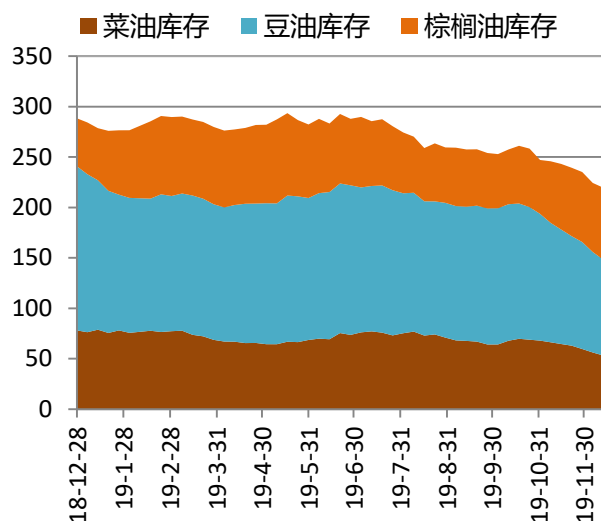
数据来源: 国家粮油信息中心 国信期货

数据来源: 国家粮油信息中心 国信期货

国家粮油信息中心预计2019/20年度我国植物油生产量为2937万吨，比上年度增加46万吨，进口大豆的增加导致豆油产量增加，弥补了菜油产量的下滑。预计植物油食用消费量为3567万吨，比上年度增加56万吨，增幅为1.5%。我国油脂产不足需，仍需进口。国家粮油信息中心预计19/20年度我国植物油进口量为1011万吨，比上年度减少11万吨。其中菜油进口减少33万吨，豆油增加11.7万吨，棕榈油进口仅增加4万吨。同时由于棕榈油预期上涨，国内华南地区棕榈油生柴消费可能会大幅减少。总体统计，国家粮油信息中心预计2019/20年度植物油供需缺口59.5万吨，较上年明显缩小。国内油脂市场进入第二年去库存阶段。

图：我国三大油脂库存走势（万吨）

图：我国三大油脂消费季节性规律



数据来源：天下粮仓 国信期货

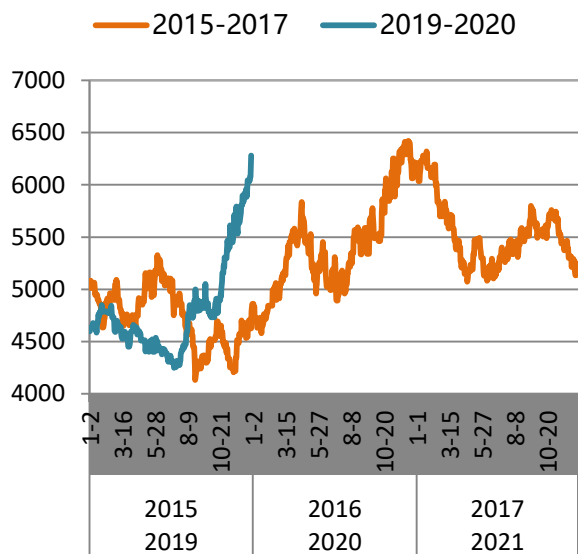
数据来源：WIND 国信期货

与全球植物油消费增速大体相同，国内油脂消费也依旧保持每年2-3%的增加。月度植物油消费大部分处于均衡状态。只有每年的8-9月份，中秋十一出现第一个高峰，11-12月由于冬季以及春节备货出现第二个高峰，而且第二个高峰要高于第一个。一般都是提前一个月备货。消费低点在2、10月节日当月相对偏低。日常月度油脂消费在180-190万吨，高峰在230-250万吨左右。与往年相比，2019年国内油脂库存实现了供给侧改革，库存出现了明显的下降，截止到12月20日，国内三大主要植物油库存212万吨，较最高峰292万吨下降80万吨。其中豆油供给增幅最为明显。目前豆油库存仅为90万吨。棕榈油库存为72万吨。菜油库存为49万吨。油脂去库存或将在春节前结束。

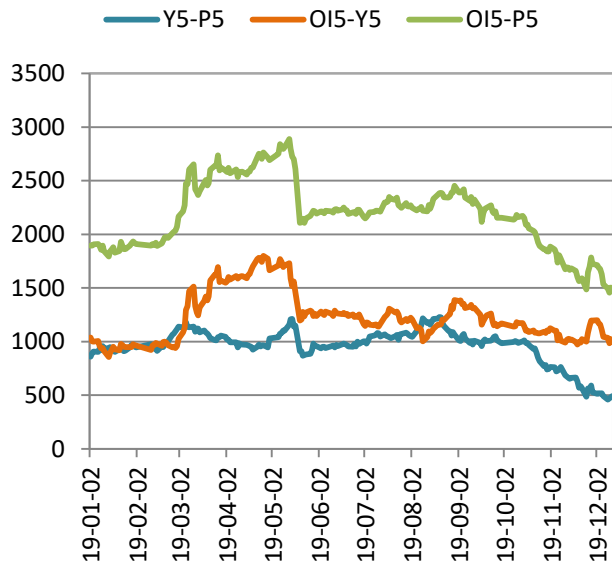
对于2020年，国内三大植物油市场或将走出不同的交易逻辑。豆油或从高库存、弱基差的局面向低库存、高基差转变。油脂间价差有利于豆油消费，豆油去库存明显。豆油价格优势依旧，消费依旧有增。未来关键在于供给与成本。棕榈油市场在2020年或呈现成本驱动型上涨，外盘引领内盘，成本驱动，其库存或高企，消费相对平淡。菜油市场持续临储去库存后，菜油供给从宽松走向趋紧。随着中美贸易协议的落地，进口菜油开始启动。但全球菜籽减产，菜油的故事仍有阶段性题材讲述。总的来看，国内油脂市场在2020年仍有进一步上涨的动能，但由于此前涨幅过于急速凌厉，持仓超往年同期两倍有余，后半程涨幅或将在波折中前行。

图：连棕榈油走势年度对比

图：国内油脂间价差差异走势（单位：元/吨）



数据来源: WIND 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

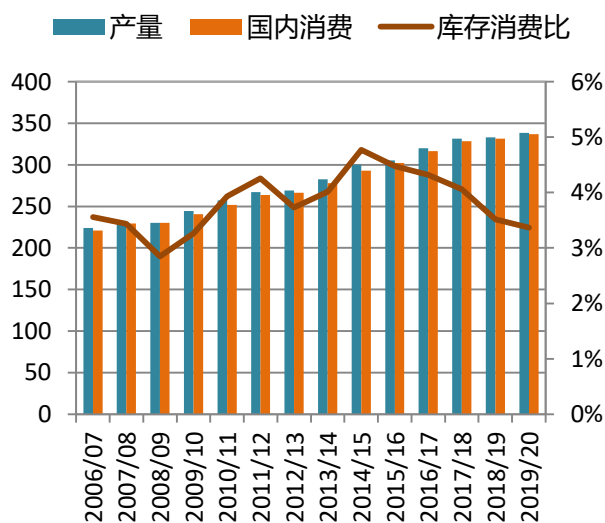
## 四、全球蛋白粕供需分析

### 4.1 全球蛋白粕库消比五连降

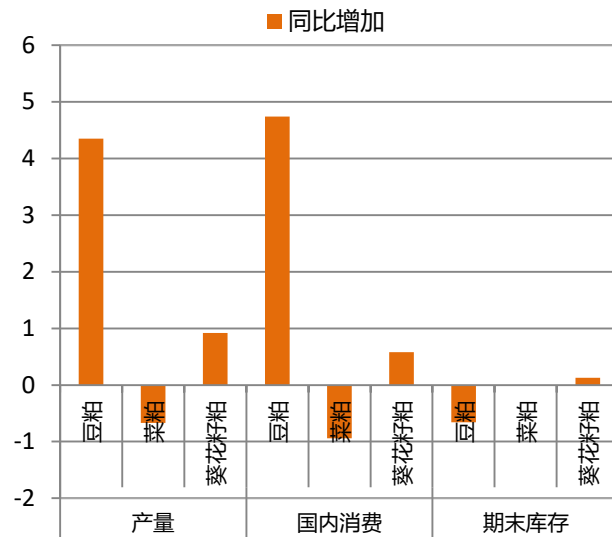
2019/20年度全球蛋白粕产消同增, 消费增长超产量, 使得全球蛋白粕库存及库存消费比继续下滑。全球蛋白粕库存实现三连降, 库存消费比实现五连降。相对于油籽、油脂而言, 2019/20年度全球蛋白粕供需情况略显紧张格局。从分品种来看, 全球豆粕产消同增, 但是消费增长超过产量, 库存略降。而菜粕产消同降, 库存微幅下降。葵花籽粕产消同增, 但产量增幅略高, 其库存回升, 但依旧无法弥补豆粕库存下滑的缺少。

图: 全球蛋白粕供需对比 (单位: 百万吨)

图: 全球蛋白粕品种供需变化对比 (单位: 百万吨)



数据来源: USDA 国信期货



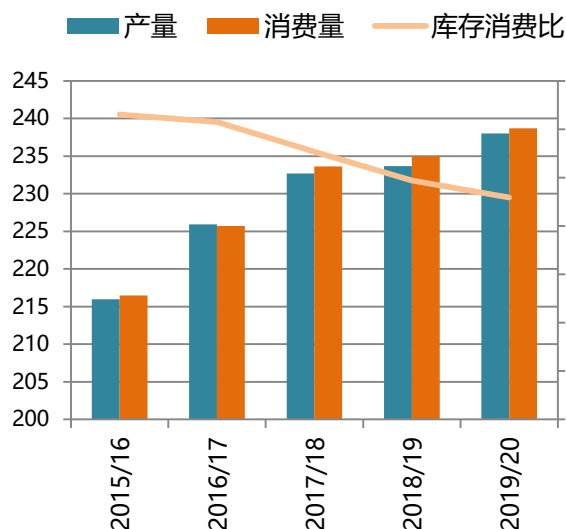
数据来源: USDA 国信期货



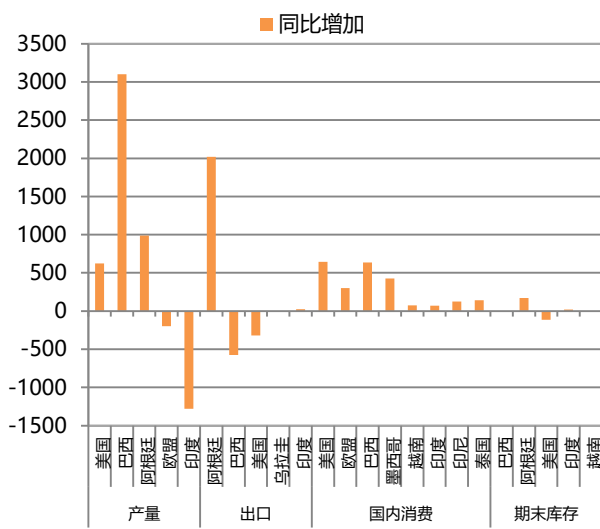
从全球豆粕供需来看，USDA12月报告预计，全球豆粕产量为2.38亿吨，消费量为2.3866亿吨，库存减少66万吨至1094万吨。从豆粕的主产国来看，2019/20年度全球豆粕产量的增长来自于美国、巴西、阿根廷，这三国产量的增长大大超过欧盟、印度豆粕产量的下滑。由于2019/20年度阿根廷出口恢复，其出口量的增加大大弥补了美国、巴西豆粕出口的下滑。国内消费来看，主要消费国豆粕消费继续呈现稳中有增的局面。主产国豆粕消费增加超过产量，导致美国豆粕库存下滑明显。可见，无论是全球蛋白粕，还是全球豆粕，还是美豆粕在连续去库存局面下，其供给格局已经从宽松走向偏紧格局。

图：全球豆粕供需对比（单位：百万吨）

图：全球豆粕分国别供需对比（千吨）



数据来源：USDA 国信期货

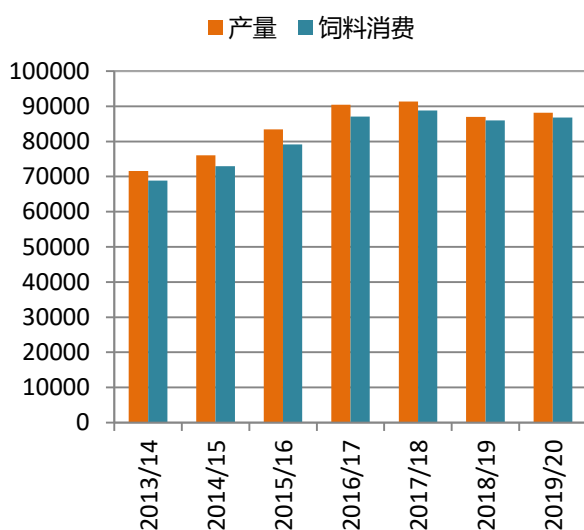


数据来源：USDA 国信期货

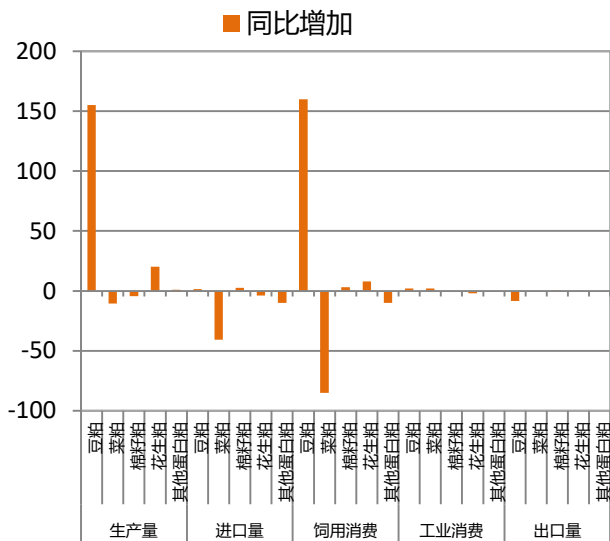
#### 4.2 中国蛋白粕增速放缓，未来需求减弱明显

图：中国蛋白粕产量与饲用消费（单位：千吨）

图：中国蛋白粕分品种进口量对比（单位：千吨）



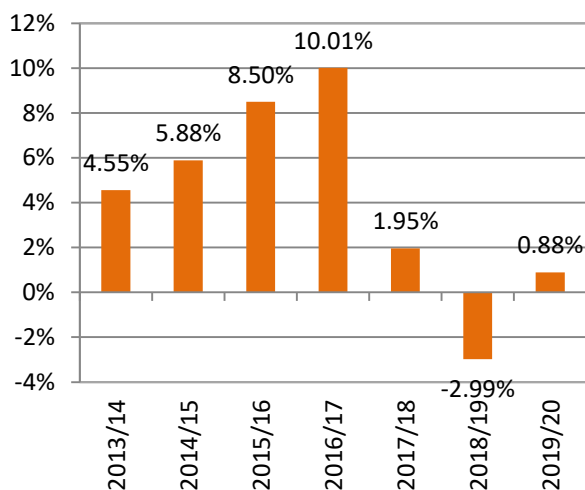
数据来源：国家粮油信息中心 国信期货



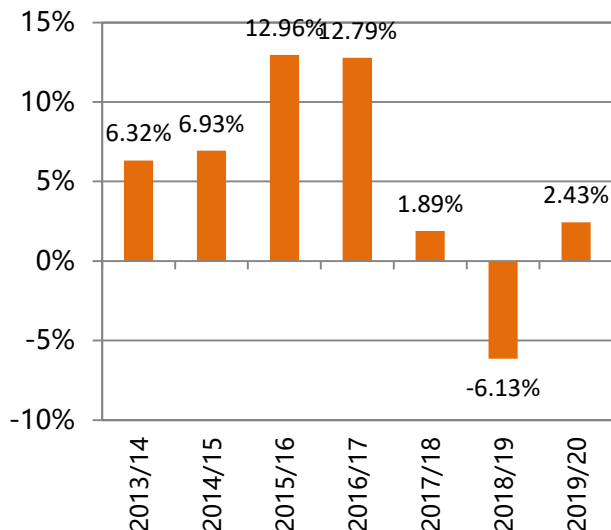
数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

随着国家各项鼓励生猪养殖政策的出台，市场预期2019/20年度国内生猪存栏会有所回升。蛋白粕消费增速会从负转正。国家粮油信息中心预计2019/20年度我国蛋白粕生产量为8843万吨，同比增加148万吨，蛋白粕饲用消费量为8688万吨，同比增加76万吨，增幅0.88%。消费的增加主要来自于豆粕消费的增加，由于豆粕价差处于相对偏低水平，这使得豆粕在蛋白粕上的替代发挥到最大效率。预计2019/20年度国内豆粕消费增幅达2.43%。可见从长期来看国内豆粕需求出现恢复性增加。豆粕消费最差的年度已经过去。2020年国内豆粕市场或迎来明显的回暖需求。

图：中国蛋白粕增速对比



图：中国豆粕增速对比



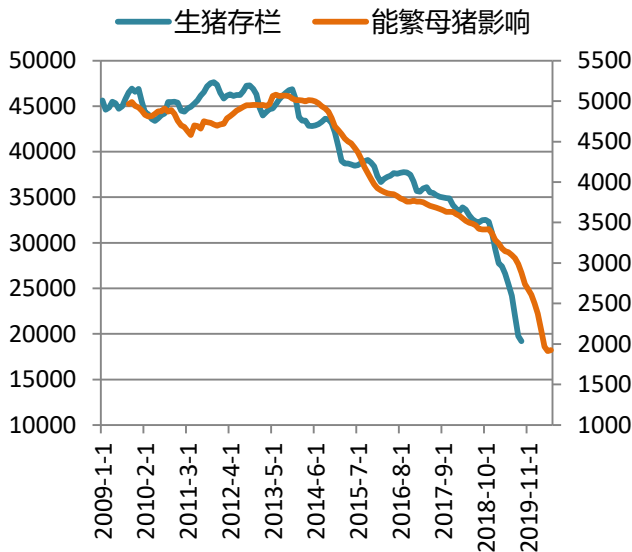
数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

对于豆粕市场而言，据农业农村部对全国400个县定点监测，11月份生猪存栏环比增长2%，自去年11月份以来首次回升；能繁母猪存栏环比增长4%，已连续2个月回升。从不同区域看，有18个省份生猪存栏环比增长，环比增加6个；有22个省份能繁母猪存栏环比增长，环比增加5个。其中，东北、西北、黄淮海、华东、华南等地区生猪生产恢复较快。规模猪场生产恢复势头更加强劲。11月份全国年出栏5000头以上规模猪场的生猪和能繁母猪存栏环比增幅分别为1.9%和6.1%，均比10月份扩大1.4个百分点，已连续3个月环比增长。

图：能繁母猪对生猪存栏的影响（单位：万头）

图：未来生猪存栏修复时间表



次数	时间	影响省份	影响程度	复产 (空栏6月)	仔猪上市 (3+4)	商品猪供给 (6)
1	2018年8月-2019年1月	东北、华北	恐慌情绪加重	2019年3-4月及6-7月	2019年12月及2020年3月	2020年5-6月及8-9月
2	2019年5月-2019年6月	两广、云、贵川	最为严重	2019年12月	2020年7月	2020年12月
3	2019-7月	两湖、安徽、江西		2020年1月-2月	2020年8月-9月	2021年1月-2月

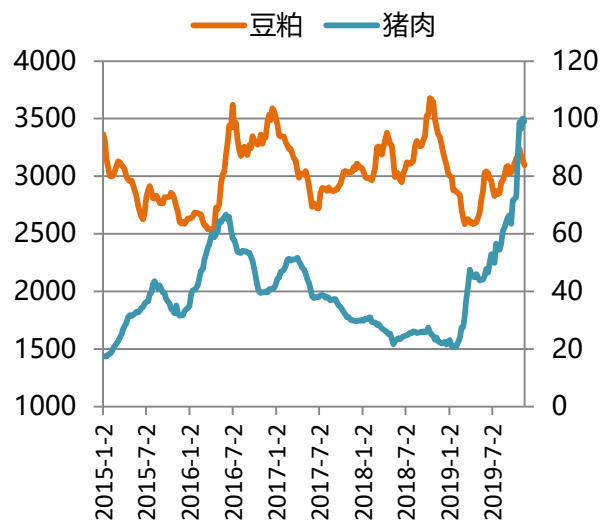
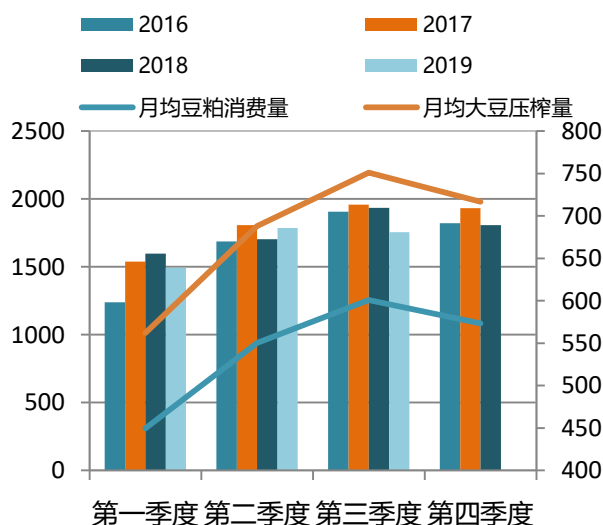
数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

我国生猪养殖主要集中在两湖、四川、两广等地。2019年5月份以后,两广、两湖先后遭遇非洲猪瘟,这对国内生猪养殖带来的损害要远远大于东北华北地区,这也是2019年下半年以来,生猪价格高涨,豆粕消费大幅下滑的主要原因。那么如果后期不再大面积爆发猪瘟的前提下,全国生猪存栏何时修复呢?国内疫情最早区域,以东北为代表,按照券商调研及疫情空栏期6个月推算,东北的复养从2019年3-4月零星开始,华北从6-7月零星开始,华南的复养要到12月才能够零星开始。90公斤三元商品母猪留种,3个月转能繁,4个月产仔,6个月供应市场商品猪推算,东北的三元回交仔猪要到2019年年底才能上市,形成商品猪集中供应能力至少要到2020年5-6月。可见生猪生产或将在2019年下半年恢复。2020年国内生猪存栏较2019年有所恢复,国内生猪供应有望在2021年恢复至正常水平。

图: 豆粕月度消费量对比 (单位: 万吨)

图: 豆粕与生猪价格关系



数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

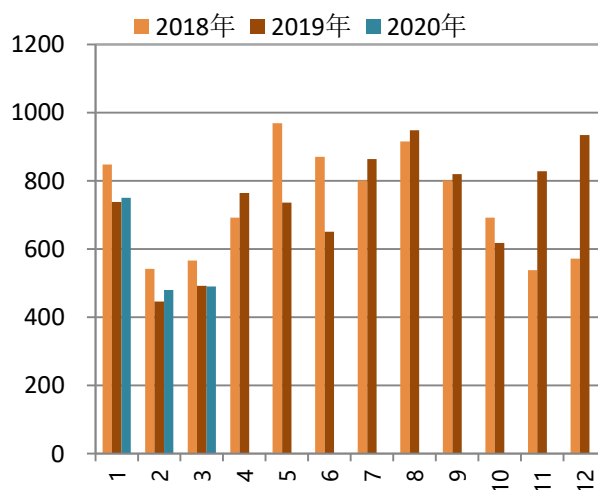
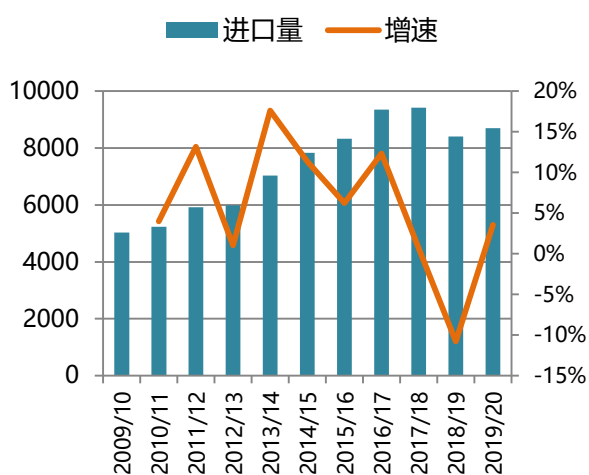
从消费来看,按照季节性来看,一般第一季度消费最差,第二季度略有回升,第三、第四季度是豆粕

消费的高峰期。一般而言，春节前，可能会有一大批生猪出栏满足中国春节的消费。春节后，国内生猪存栏可能会相对偏低，因为大猪都基本上屠宰，小猪可能还没有长大。所以春节后国内生猪方面豆粕的消费可能会比较差。从数量上来看，第一季度，按照五年平均来计算，第一季度豆粕月均消费量在450万吨，折算大豆压榨量在560万吨，单周压榨量在140万吨。其次几个季度月消费量在550、600、573万吨，单周需要大豆压榨量在172、187、179万吨之间。可见从数量来看，2020年第一季度，豆粕消费可能相对偏弱，豆粕价格或依旧低位震荡，后期可能随着消费的增加，豆粕价格才有望抬头。

从豆粕与猪肉价格的相关性及对比关系来看，从长周期来看，他们呈现负相关关系，尤其是在极值的对应上来看，一般生猪存栏最高猪肉价格最低的时候，是豆粕价格最高的时候，因为猪多吃的也多。在生猪存栏最低，猪肉价格高的时候，豆粕价格最低。因此市场普遍预期，国内生猪价格在春节前仍有上涨的空间。春节后生猪价格或开始走低。那么豆粕价格可能经历筑底后震荡回升。

图：中国大豆进口量年度对比（单位：千吨）

图：大豆月的进口量（单位：万吨）



数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

数据来源：天下粮仓 国信期货

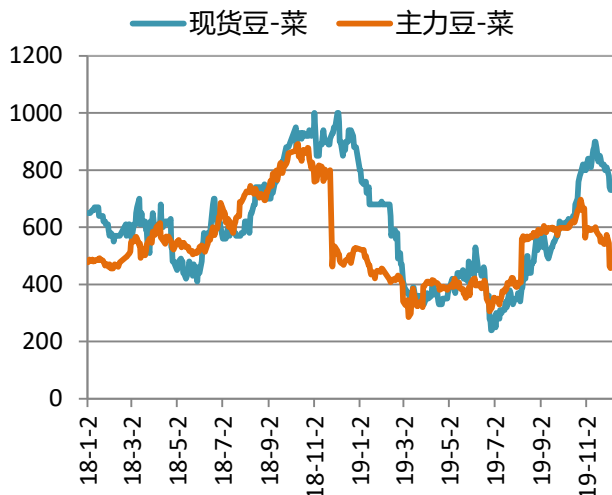
从供给方面来看，国家粮油信息中心预估，2019/20年度我国大豆进口量达到8700万吨，较上年增加447万吨。天下粮仓预估2019年12月份国内到港934万吨，1月份初步预估维持750万吨，2月份初步预估480万吨，3月份初步预估490万吨。总的来看，国内大豆供给短期可以满足供给，但区域性不均衡依旧存在。

图：DCE豆粕指数季节性走势图

图：豆菜粕价差



数据来源: WIND 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

从豆粕走势季节性来看,一般豆粕价格年内有两个低点,第一是春季,该时期为南美收割期,第二是冬季,该时期为北美收割期。从目前国外大豆及豆粕供需情况来看,国内豆粕在2020年第一季度出现年内低点的概率较大。由于M2005合约是处于南美集中上市,需求尚未启动前相对较弱的合约。M2009合约也许是体现需求启动最明显的合约,未来豆粕走强首选合约M2009。

## 五、未来油脂油料市场展望

2019/2020年全球油脂油料市场供求结构正在发生实质性转变。全球油籽市场整体从供给宽松走向平衡或偏紧,其下游蛋白粕、油脂市场早已开启去库存。市场似乎从下游供需紧张开始向上游传导。在经历全球油籽产量急速扩张后,2019/2020年度油籽供给出现拐点,产量出现大幅下降,而消费保持稳中有增的局面,库存消费比出现回落。究其原因,全球大豆库存降幅明显,在于主产国大豆当年产不足需,尤其是美国 and 阿根廷两国表现明显。2019/2020年度美豆去库存节奏加快。一方面,其单产仍有进一步下调的空间。另一方面,中美第一阶段经贸协议文本达成一致,市场预期中国采购美豆步伐加快,这将对美豆出口有所提振。如果中国采购超过3000万吨,美豆的库存降幅会非常明显。未来美豆总体库存呈现下降趋势,市场的焦点在于下降幅度的多寡。南美2018/19年度大豆库存已经降至相对偏低水平,一旦后期产量不及预期,那么南美供给紧张的局面或将出现。从价格上来看,860美分或是美豆近年来相对阶段性的低点。对于2020年,如果美豆出口如期恢复,美豆库存下降趋势或将提振美豆重返千点之上。

植物油方面:国际方面,2019/2020年度全球油脂库存消费比实现两连降,创近十年来新低。从整体的供应来说,全球油脂库存中棕榈油占半壁江山。未来油脂走势看棕榈油。从供给上来看,与2015-16年度厄尔尼诺相比,2018-19年度的厄尔尼诺为短周期弱厄尔尼诺,其幅度要弱于上一次。对于马来西亚及印尼棕榈油2020年减产市场已经超预期反应,未来市场关注的焦点在于实际减产幅度是否符合预期。预计马来西亚将在2019年11月—2020年1月以及2020年的6—7月出现较为明显的减产。印尼将在2020年的5—7月出现显著减产。从消费来看,利好的生柴消费,不利的出口需求。2020年印尼B30生物柴油计划使该国全年棕榈消费增加300万吨左右。如果执行到位,印尼棕榈油库存或将处于加速去库存局面。从出口方面来看,国际豆棕价差大幅缩小,美豆油出口增加,消费替代棕榈油迹象明显,这或将对印尼、马来西亚棕榈油出口有所阻碍。总的来看,2020年上半年,全球棕榈油依旧处于产量下滑,去库存局面中。国际油脂上涨或在2020年上半年延续,库存的下降幅度成为涨势幅度的关键所在。国内油脂消费仍呈现



稳中有增的局面，豆油消费增速超其他油脂。油脂进口多元化渠道开启，豆油进口增幅明显。进口利润成为价格上涨的边际。菜油因国内外供需紧张依旧坚挺。国内棕榈油已然跟随马棕油引领内盘油脂牛市启航，2020年上半年仍有进一步上涨空间，由于后半程上涨是现实与预期的兑现，其上涨路径或将有所波折。从交易逻辑上看，从交易逻辑上看，豆油涨势或好于其他油脂，回调介入首选豆油、棕榈油次之。菜油阶段性行情或明显。

蛋白粕方面：2019/20年度全球蛋白粕库存实现三连降，库存消费比实现五连降。相对于油籽、油脂而言，无论是全球蛋白粕，还是全球豆粕，还是美豆粕在连续去库存局面下，其供给格局已经从宽松走向偏紧格局中。国家积极鼓励各地生猪养殖，政策利好不断。2020年国内饲料需求有望大幅增加，豆粕消费增速远超蛋白粕整体增速。国内商品猪集中供应要到2020年5-6月以后。2021年国内生猪供应将有望恢复至正常水平。国内豆粕消费或将在2020年2季度以后有望逐步回升。随着中美贸易第一阶段协议的落地，中国采购美豆增加，美豆与豆粕的联动或将重新回到高度相关中。总的来看豆粕需求未来向好，美豆供给减弱，成本提振，价格长期有乐观预期。按照季节性规律来看，豆粕年度低点或出现在2020年第一季度，二季度市场或缓慢回升，结构性上涨或将展开。交易上可以在第一季度出现低点后择机做多M2009，或者在低点后买入虚值豆粕M2009看涨期权，或者牛市价差期权策略。

#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，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，但不对其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。