



品种研究报告

2020 年 12 月 22 日

原油专题

产业研究中心

化工研究组

徐婧

Tel: 027-68851583

Email: xujing@mfc.com.cn

投资咨询编号: Z0012091

赵婷

Tel: 027-68851659

Email: zhaot@mfc.com.cn

投资咨询编号: TZ013667

黎磊

Tel: 027-68851583

Email: lilei@mfc.com.cn

投资咨询编号: TZ010303



更多研报, 扫码关注

全球原油缓慢去库, 国际油价踏浪前行

投资要点

- 供给端: OPEC+每月召开会议, 评估市场状况, 并决定下个月减产产量, 动态管理原油供给, 防止原油供给失衡, 利于油市稳定。被豁免的伊朗、委内瑞拉、利比亚在 2021 年都有增产空间。2021 年, 在油价-钻机-产量的逻辑推动下, 美国页岩油将从 1100 万桶/日增加至 1135 万桶/日。
- 需求端: 在英国出现变异情况后, 欧洲的封锁措施将延长, 新冠疫苗在 2021 年 1 季度末大规模投入市场, 此前原油真实需求恢复缓慢, 油价依靠疫苗推动需求预期好转而上涨。当大部分人群接种疫苗后, 在 2021 年下半年推动原油真实需求恢复。
- 供需总结: 2021 年上半年, 全球原油供给缺口缩减到 30 万桶/日, 下半年对 OPEC 原油需求减少, 仍需减产来维持供需平衡, 整个 2021 年将持续去化 2020 年上半年累积的原油库存。WTI 在去库存过程中, 第一目标位 50 美元/桶, 第二目标位 55 美元/桶上方。
- SC 机会: 中国作为全球原油消费第二大国, 全球原油消费复苏最快的国家, 2021 年原油配额下发后, 仓单逐步消化, 并伴随着复运出口, SC 将从低估状态, 转为正常估值。按照 SC 贴水 50 元/桶计算, 阿曼原油到达 55 美元/桶, SC 价格达到 340 元/桶, 当阿曼价格达到 60 元/桶, SC 价格达到 375 元/桶。在国际油价绝对值从低估状态上涨至正常波动区间后, SC 仍处于低估状态, 存在做多机会。

1 2020 年原油行情回顾

1.1 疫情及价格战让油价大跌，减产及疫苗推动油价上涨

2020 年，国际油价先跌后涨。2020 年初，新冠疫情全球蔓延，造成原油需求坍塌，国际油价从 1 月份开启下跌之势，随后 3 月份的 OPEC+ 会议无果而终，沙特发动价格战，油价在供需双杀的局面下，进一步下跌至历史新低，WTI 05 合约更是跌至负值，到此为止，原油多头已死，空头撤退，2020 年油价下跌趋势结束。5 月至 8 月，随着 OPEC+ 开始执行 970 万桶/日的减产协议，疫情造成的恐慌情绪逐步缓解，国际油价走上再平衡之路，平稳上涨。9 月至 10 月，利比亚复产、英国疫情加重、法国重新采取新的封锁措施，国际油价整体呈现回调之势，WTI 未跌破美国页岩油老井成本。11 月至 12 月，辉瑞宣布疫苗有效性超 90%，随后多国批准疫苗，推动原油需求预期走强，带动油价进一步上涨（图 1.1）。

图 1.1 2020 年 WTI 指数价格走势图（美元/桶）

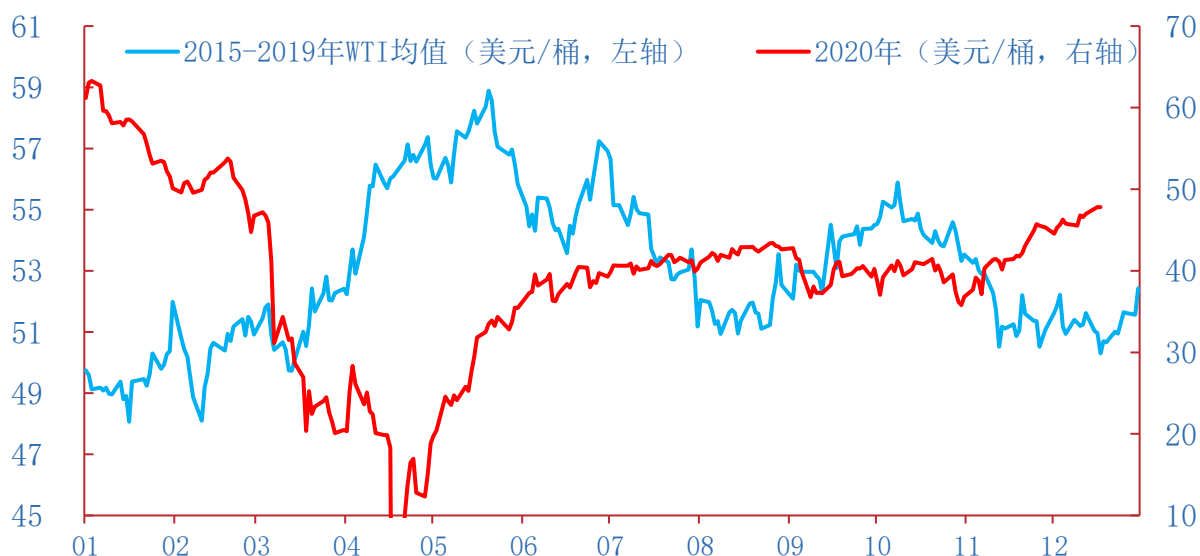


资料来源：文华财经，美尔雅期货

1.2 2020 年油价走势呈现反季节性

2020 年油价走势呈现出明显的逆季节性特征。在正常年份，国际油价在供需错配的影响下，呈现明显的季节性特征。油价一般在一季度上涨；二季度筑顶，形成年内高点；三季度处于震荡上行阶段；四季度下跌，并在 1 月或 2 月中旬形成底部。但 2020 年的疫情令油价在 1 季度大跌，2 季度反转，3 季度走平，4 季度上涨，油价走势呈现反季节性特征（图 1.2）。从季节性规律推断，既然疫情打破了油价的季节性规律，未来油价走势可能继续与季节性特征相反。

图 1.2 WTI 连续合约结算价季节性特征（美元/桶）

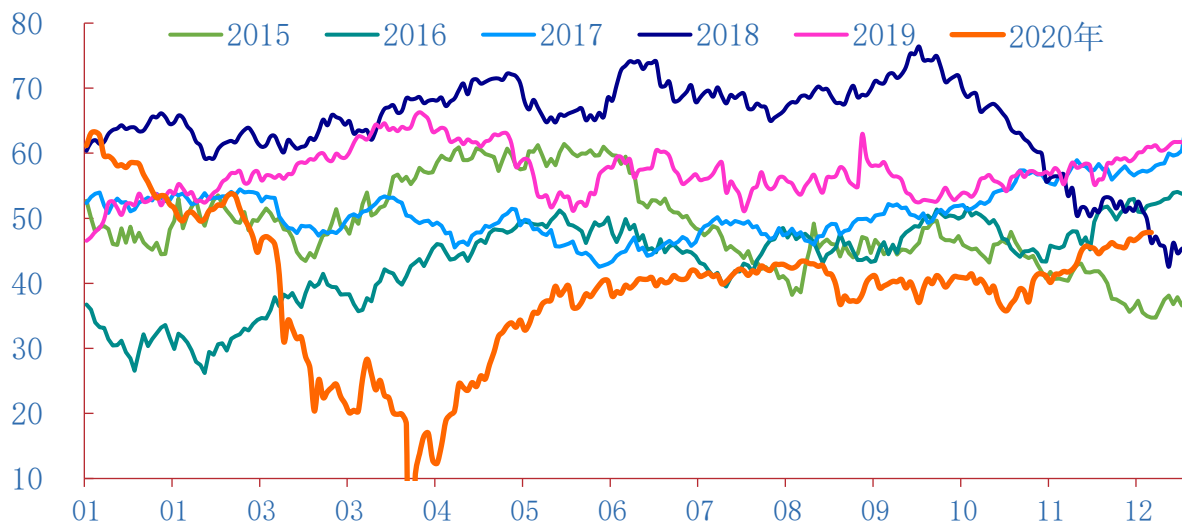


资料来源：NYMEX、Wind，美尔雅期货

1.3 油价已经从历史低值回归至正常区间

2015 年至 2019 年，WTI 近月合约结算价波动区间为 34-76 美元/桶，中轴为 55 美元/桶（图 1.3）。今年上半年，由于新冠疫情及沙特发动的价格战，让原油需求塌陷，同时供给大增，WTI 05 合约更是跌至负值，处于严重低估状态。随后全球疫情逐步缓解，中国经济快速复苏，OPEC+主动减产及美国被动减产管理原油供给，油价从底部开始上涨，WTI 近月合约已经从低估状态回归至正常波动区间内。前期做多油价的一个重要理由（绝对值低估）这一因素已经被市场反应完全，后期油价在正常波动区间内，更多由实际供需及预期来决定。

图 1.3 2015 年至 2020 年 WTI 连续合约价格走势（美元/桶）



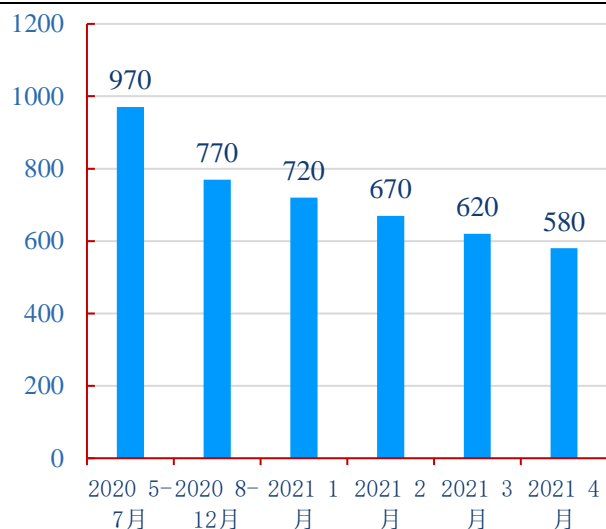
资料来源：NYMEX、Wind，美尔雅期货

2 原油供给分析

2.1 OPEC+动态调整产量，稳定原油供给

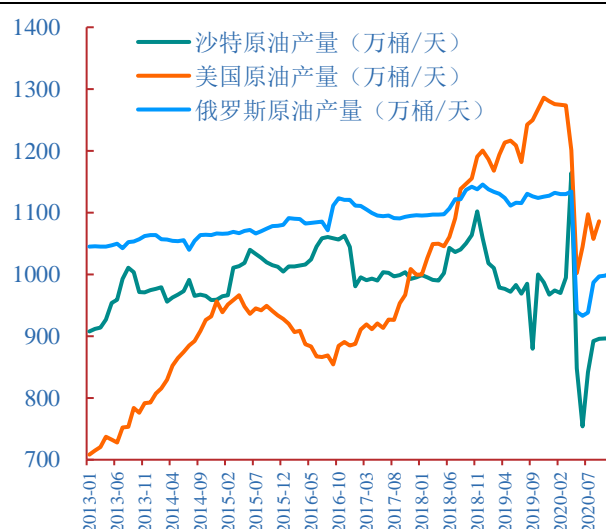
OPEC+每个月动态调整油价。自2021年1月开始，OPEC+减产从770万桶/日降至720万桶/日，并每月召开欧佩克和非欧佩克部长级会议，评估市场状况，并决定下个月调整量，每月调整量不超过50万桶/日（图2.1）。OPEC+实行动态调整产量策略，有利于油市稳定。目前OPEC 13个产油国有941万桶/日的富余产能，完全能够满足需求恢复增量，所有保持减产状态对油价非常有必要（图2.2）。

图 2.1 OPEC+减产联盟减产量（万桶/日）



资料来源：OPEC，美尔雅期货

图 2.2 美国沙特俄罗斯原油产量（万桶/日）

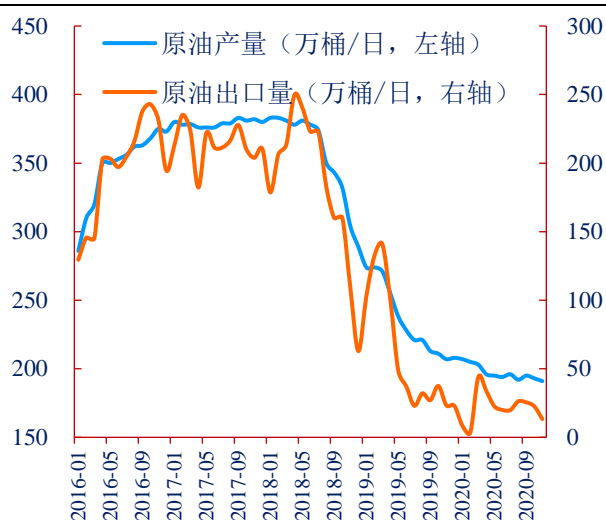


资料来源：OPEC、EIA、俄罗斯能源部，美尔雅期货

2.2 美伊重返伊核协议，伊朗原油冲击市场

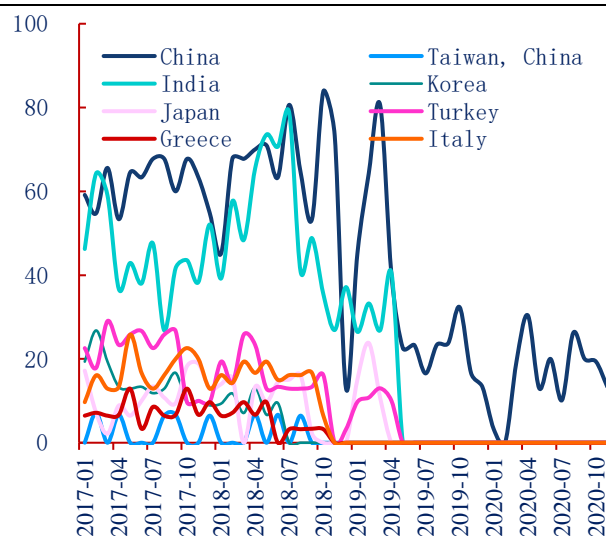
美国重返《伊核协议》，伊朗原油冲击市场。拜登是《伊核协议》的主要参与者，胜选后将重返伊核协议，将推动与伊朗建交，伊朗在 2021 年预算草案中计划自 3 月起将原油和凝析油产量增至 450 万桶/日，出口增至 230 万桶/日（图 2.3、2.4）。伊朗、委内瑞拉、利比亚属于 OPEC+ 减产豁免国，产量不受减产协议约束，后期如果伊朗增加产量，势必造成减产联盟内部出现分歧，从而影响减产协议执行。

图 2.3 伊朗原油产量及出口量（万桶/日）



资料来源：Bloomberg，美尔雅期货

图 2.4 伊朗原油至各国家出口量（万桶/日）



资料来源：Bloomberg，美尔雅期货

2.3 中国进口委内瑞拉原油，推动委内瑞拉增产

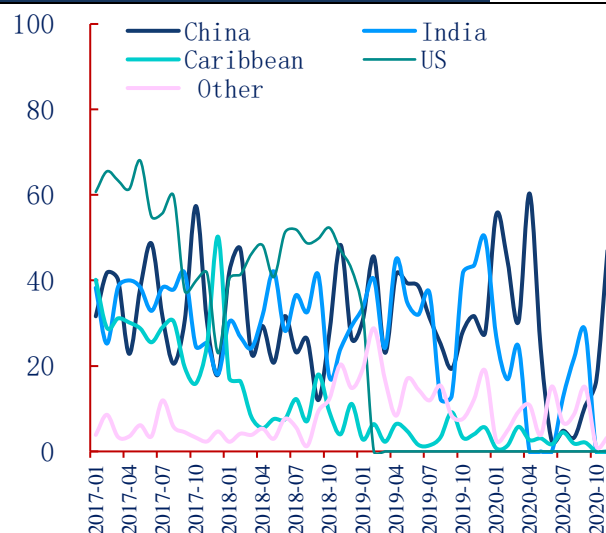
2020 年 11 月，委内瑞拉国家石油公司恢复向中国出口原油，同时，伊朗将成品油出口至委内瑞拉，然后进口委内瑞拉原油，随后转运至其他地区。特朗普政府时期，对伊朗和委内瑞拉的制裁最严，如果拜登上台后，与伊朗建交的同时，放松对委内瑞拉的制裁，后期委内瑞拉原油产量可能从 40 万桶/日增加至 90 万桶/日（图 2.5、2.6）。

图 2.5 委内瑞拉原油产量及出口量（万桶/日）

图 2.6 委内瑞拉至各国原油出口量（万桶/日）



资料来源：Bloomberg，美尔雅期货

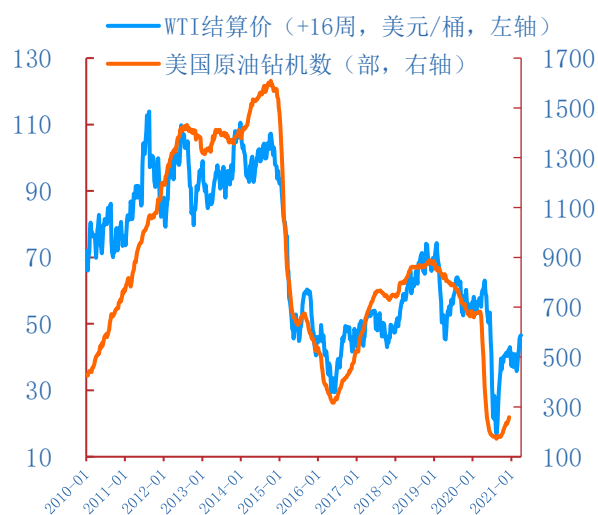


资料来源：Bloomberg，美尔雅期货

2.4 美国原油后期将逐步增产，扰动 OPEC+ 减产协议稳定性

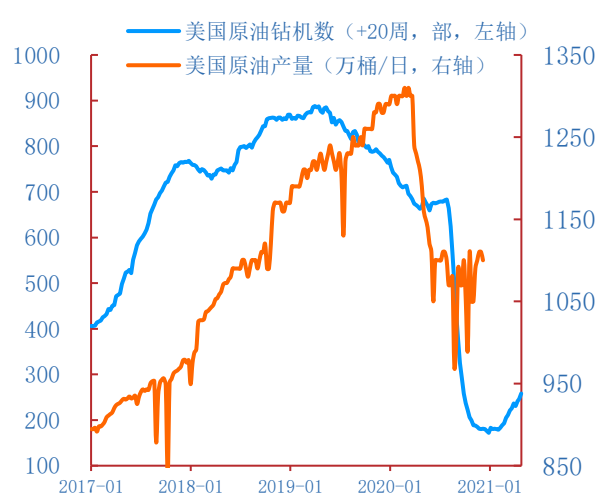
钻机增加推动美国原油增产。油价领先钻机数 16 周，前期油价上涨，带动近期美国原油钻机数增加，钻机数领先原油产量 20 周，钻机数增加推动后期美国原油产量增加，EIA 预计 2021 年美国原油产量将从 1100 万桶/日增加至 1135 万桶/日（图 2.7、2.8）。但拜登上台后，禁止在联邦土地上发放新的钻探许可，并逐步淘汰水力压裂技术，短期可能面临法院和生产商的阻挠，但长期影响美国 100 万桶/日以上的原油产量，从而改变美国原油市场格局。

图 2.7 美国原油钻机数与油价关系



资料来源：NYMEX、EIA，美尔雅期货

图 2.8 美国原油产量与钻机数关系



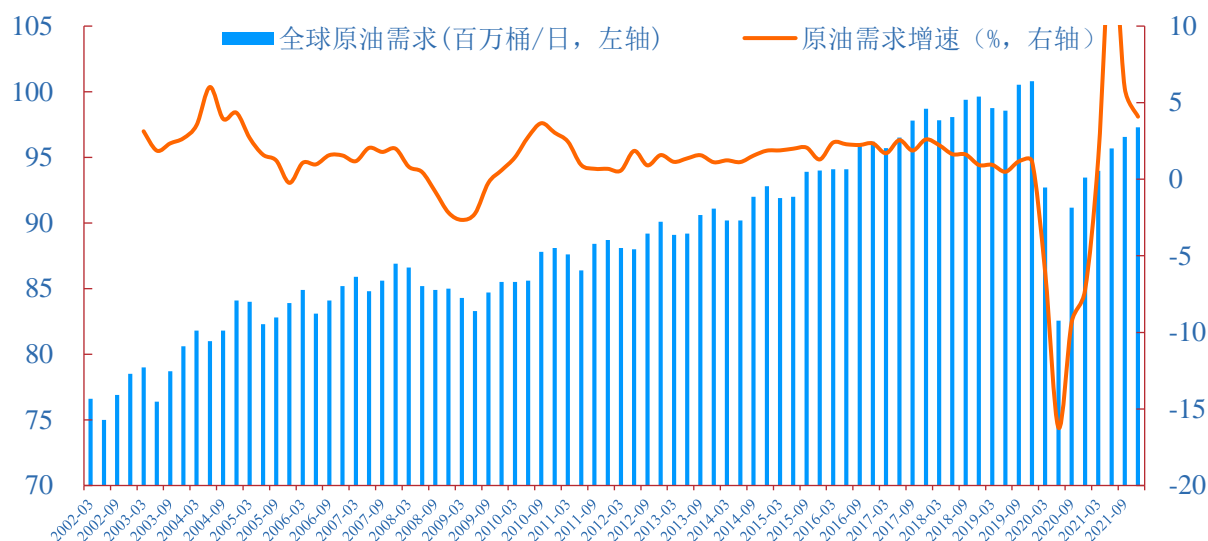
资料来源：EIA、贝克休斯，美尔雅期货

3 原油需求分析

3.1 原油真实需求恢复缓慢，疫苗提振未来需求预期

目前，欧洲依然处于封锁状态，在新冠病毒存在变异的情况下，欧洲国家将进一步延长限制措施，从而限制原油需求恢复速度。但美国、加拿大、墨西哥、英国、沙特批准辉瑞疫苗，疫苗面世大大改善市场情绪，提振需求预期。但新冠疫苗大规模投入市场可能要等到 2021 年 1 季度末，经济恢复活力可能需要等到 2021 年下半年，从而推动原油真实需求走强（图 3.1）。

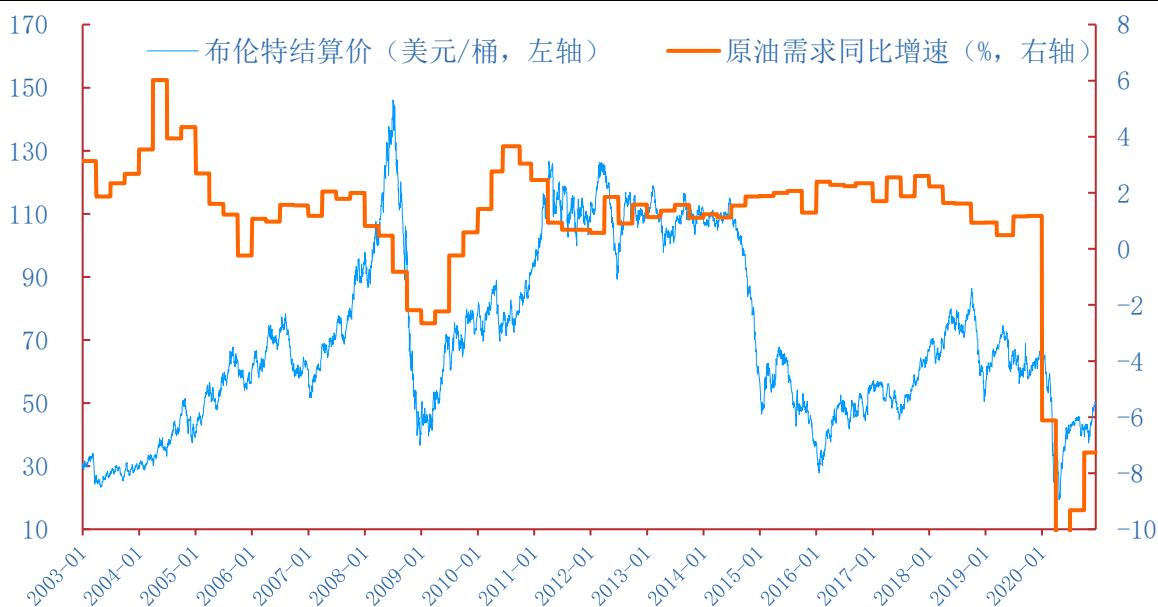
图 3.1 全球原油季度需求及同比增速



资料来源：OPEC，美尔雅期货

原油需求增速决定油价涨幅。农产品看供给，工业品看需求，原油需求同比增速决定油价涨幅，2020 年上半年，全球原油需求同比增速大幅下滑，让油价跌至历史低值，后期虽然原油需求同比增速仍处于负值，但增速缓慢提升，带动油价上涨（图 3.2）。由于 2020 年疫情让原油需求坍塌，2021 年原油需求增速将出现高增长，但 2021 年原油需求绝对值难以恢复至 2019 年水平，限制油价高度。WTI 价格在回升至 55 美元/桶后，可能出现上涨动力不足的情况。

图 3.2 布伦特价格与原油需求同比增速

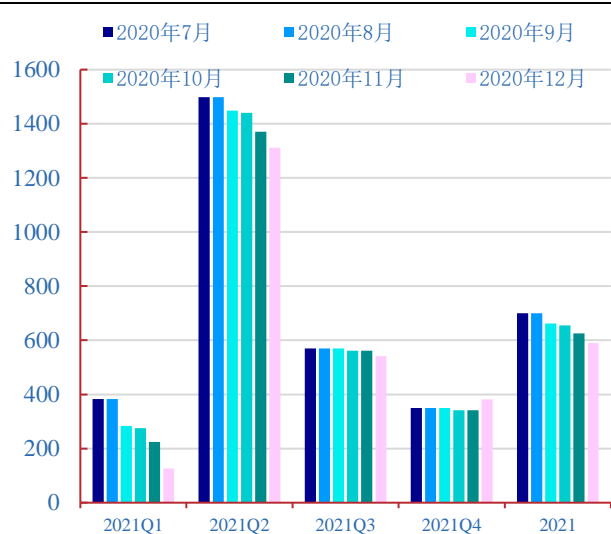


资料来源：ICE、OPEC，美尔雅期货

3.2 机构下调 2021 年上半年预期，调整下半年预期

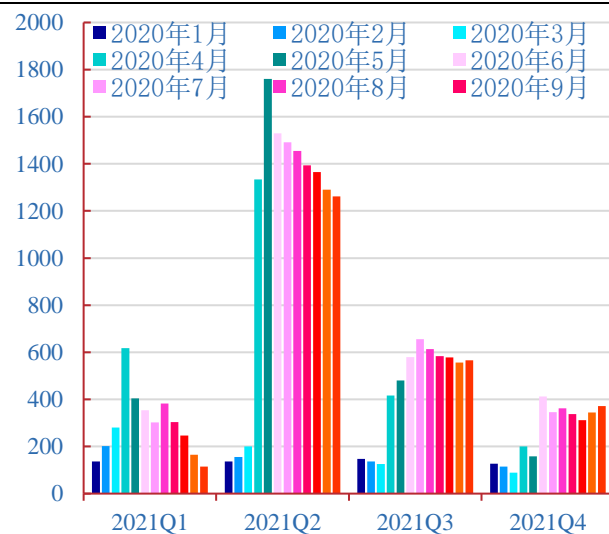
欧洲封锁拖累原油真实需求，2021 上半年需求面临考验，下半年需求预期良好。虽然疫苗利好消息频传，但大规模投放要到 2021 年 1 季度末，2021 年下半年推动原油真实需求恢复。机构持续下调 2021 年上半年需求同比增量预期，显示原油真实需求依然面临较大考验，但上调 2020 年下半年同比增量预期，对疫苗上市后的需求充满信心（图 3.3、3.4）。

图 3.3 OPEC 对 2021 年原油需求增量预期（万桶/日）



资料来源：OPEC，美尔雅期货

图 3.4 EIA 对 2021 年原油需求增量预期（万桶/日）



资料来源：EIA，美尔雅期货

3.3 未来需求增量看中美欧印

在疫苗大规模投入市场后，原油真实需求将恢复，未来原油需求增量主要来自于中国、美国、欧洲和印度。从全球原油需求预测表上看，2021 年全球原油需求增量主要来自于 OECD 美洲和欧洲，其中 OECD 美洲中，贡献最多的国家是美国。非 OECD 国家中，需求增量主要来自于中国和印度，且只有中国在 2021 年原油需求恢复至 2019 年水平（表 3.1）。

表 3.1 全球原油需求预测表

全球原油需求预测表 (OPEC)																	
全球原油需求	2019	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2020	同比	同比增速	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2021	同比	同比增速	与2019年同比	与2019年比增速
美洲	25.7	24.34	20.03	22.91	24.3	22.9	-2.8	-10.9	24.3	24.88	23.94	24.77	24.48	1.58	6.88	-1.22	-4.75
美国	20.86	19.66	16.38	18.79	19.98	18.7	-2.16	-10.35	19.85	20.26	19.46	20.32	19.97	1.27	6.78	-0.89	-4.27
欧洲	14.25	13.35	10.98	12.84	12.03	12.3	-1.95	-13.7	12.35	13.46	13.44	12.71	13	0.69	5.64	-1.25	-8.77
亚太地区	7.79	7.75	6.54	6.74	7.23	7.06	-0.73	-9.33	7.6	7.28	7.21	7.45	7.38	0.32	4.55	-0.41	-5.26
OECD原油需求	47.75	45.44	37.56	42.49	43.56	42.27	-5.48	-11.48	44.26	45.61	44.59	44.93	44.86	2.59	6.13	-2.89	-6.05
中国	13.3	10.7	12.85	12.97	13.58	12.53	-0.77	-5.79	12.31	13.87	14.71	14.73	13.91	1.1	8.6	0.61	4.59
印度	4.84	4.77	3.51	3.55	4.34	4.04	-0.8	-16.53	4.89	4.19	4.75	4.99	4.71	0.57	13.69	-0.13	-2.69
其他亚太地区	9.02	8.23	7.79	8.33	8.7	8.26	-0.76	-8.42	8.33	8.96	8.57	8.84	8.68	0.47	5.7	-0.34	-3.77
拉美	6.59	6.11	5.61	6.17	6.08	5.99	-0.6	-9.11	6.21	6.27	6.41	6.31	6.3	0.3	5	-0.29	-4.40
中东	8.2	7.88	6.91	7.88	7.5	7.54	-0.66	-8	8.07	7.64	8.25	7.75	7.93	0.37	4.88	-0.27	-3.29
非洲	4.45	4.37	3.77	3.97	4.2	4.08	-0.37	-8.32	4.46	3.95	4.16	4.39	4.24	0.17	4.05	-0.21	-4.72
欧亚大陆地区	5.61	5.21	4.58	4.85	5.11	4.94	-0.67	-11.96	5.43	5.17	5.14	5.35	5.28	0.34	6.85	-0.33	-5.88
俄罗斯	3.61	3.44	3.04	3.2	3.24	3.23	-0.38	-10.54	3.57	3.37	3.37	3.38	3.42	0.19	6.02	-0.19	-5.26
其他欧亚大陆	2	1.78	1.54	1.65	1.87	1.71	-0.29	-14.53	1.86	1.81	1.77	1.97	1.85	0.14	8.43	-0.15	-7.50
非OECD原油需求	52.02	47.27	45.02	48.67	49.91	47.73	-4.29	-8.25	49.71	50.06	51.98	52.36	51.04	3.31	6.93	-0.98	-1.88
全球原油需求	99.76	92.71	82.57	91.16	93.47	89.99	-9.77	-9.79	93.97	95.68	96.57	97.29	95.89	5.9	6.56	-3.87	-3.88

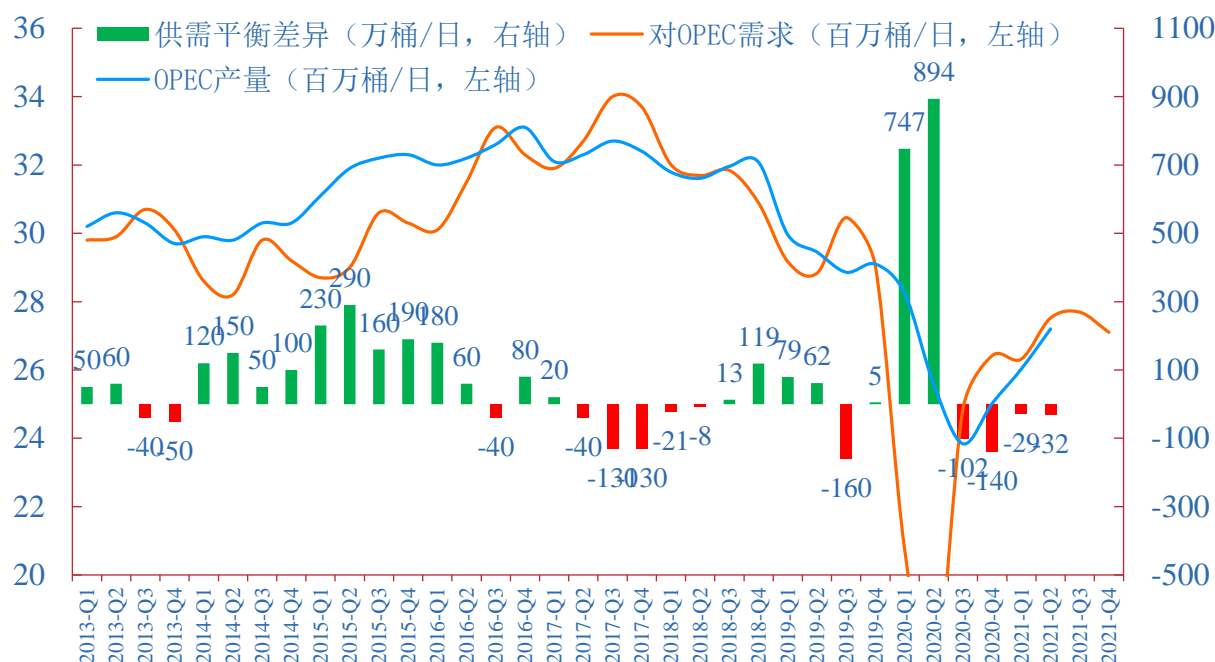
资料来源：OPEC，美尔雅期货

4 供需总结及油价的走势

4.1 原油供需缺口缩小，OPEC+减产任重道远

OPEC+在需求缓慢恢复过程中增产，导致供需缺口缩小。2020 年 4 季度，欧洲采取封锁措施限制原油真实需求恢复，但 OPEC+维持 770 万桶/日的减产产量，原油供需缺口为 140 万桶/日。2021 年 1-2 季度，原油需求缓慢恢复，同时 OPEC+每月增加 50 万桶/日的产量，叠加利比亚、伊朗原油复产，供给缺口缩减为 30 万桶/日。2021 年下半年虽然全球原油需求在恢复，但美国等非 OPEC 国家开始增产，全球对 OPEC 原油需求下滑至 2710-2770 万桶/日，整个 2021 年依然需要 OPEC 通过减产来维持供需平衡（图 4.1）。

图 4.1 全球原油供需平衡差异

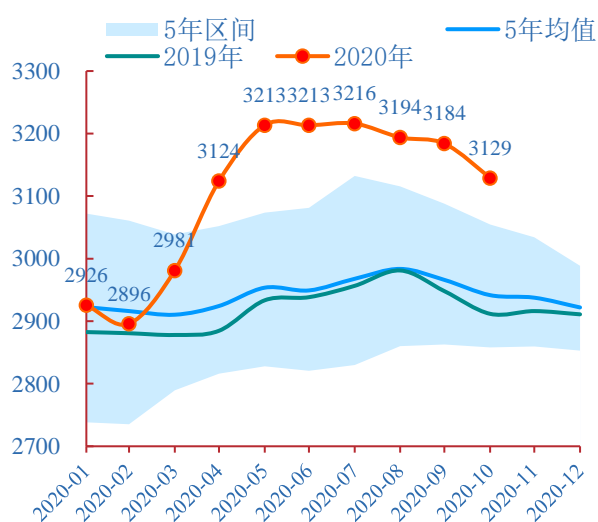


资料来源：OPEC，美尔雅期货

4.2 供不应求消化原油浮仓及内陆库存

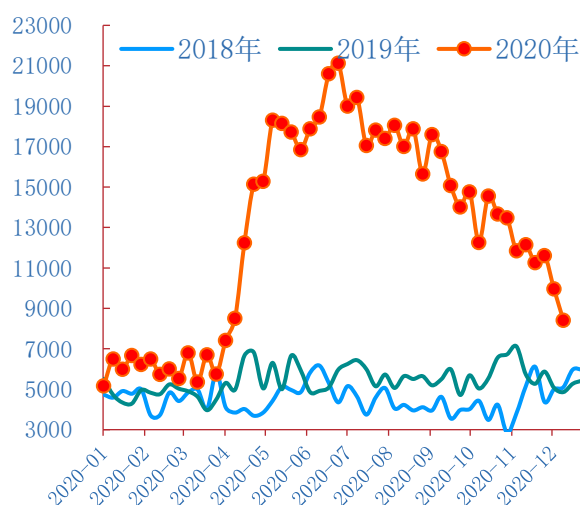
供不应求消化全球原油浮仓及内陆库存。全球原油去库存顺序为，海上原油浮仓减少，亚洲和欧洲等原油消费地区原油内陆库存去化，美国等原油产量地区内陆库存下降。从供需平衡表上看，3、4季度形成的供给缺口，正在消化2季度累计的大量浮仓及内陆库存，只有原油浮仓降至正常水平，OECD石油库存回到5年均值区间，2季度需求坍塌及价格战造成的创伤才算修复，SC原油期货仓单去化就会比较顺利（图4.2、4.3）。

图 4.2 OECD 商业石油库存（百万桶）



资料来源：IEA，美尔雅期货

图 4.3 全球原油浮仓（百万桶）

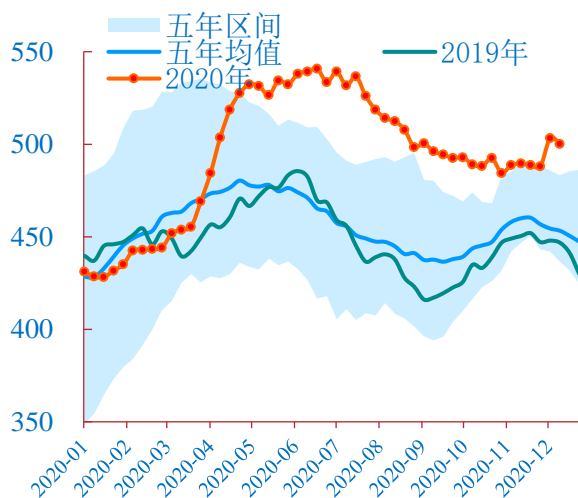


资料来源：Bloomberg，美尔雅期货

4.3 美国原油库存处于去库存趋势当中

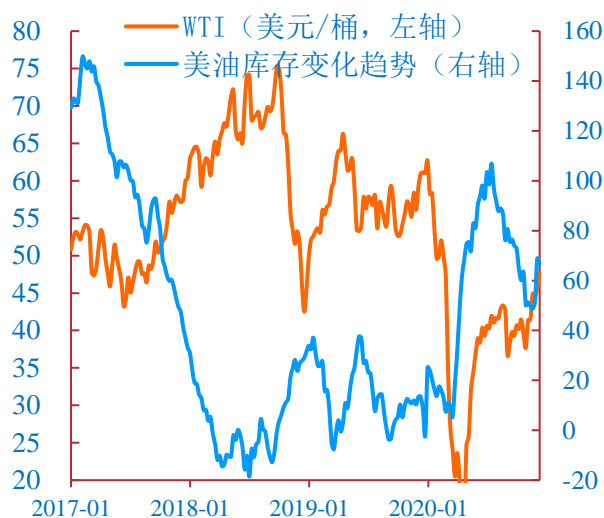
2020 年上半年，美国原油曾因内陆库容紧张导致 WTI 跌至负值，随后库存逐步下降，库容问题解决，WTI 后期不存在跌至负值的风险。从美国原油库存变化趋势指标看，美国原油库存正处于漫长的去库存之路，首先原油库存从 5 年区间外回到正常区间内，然后库存降至 5 年均值水平，后期随着需求的恢复，库存总量可能降至 5 年均值以下，从而说明原油市场转为供不应求状态（图 4.4、4.5）。

图 4.4 美国商业原油库存（百万桶）



资料来源：EIA，美尔雅期货

图 4.5 美国商业原油库存变化趋势与 WTI



资料来源：EIA、NYMEX，美尔雅期货

4.4 上半年缓慢去库带动油价，下半年需求拉动油价

从整个供需平衡表推算，原油处于漫长的去库存阶段，2021 年上半年原油真实需求恢复有限，处于疫苗上市推动需求预期与 OPEC+ 逐步增产的博弈当中，仍需注意回调风险，未来 WTI 第一目标位上提至 50 美元/桶，重点关注疫苗上市进程、真实需求恢复、OPEC+ 减产、伊朗原油出口对油价形成的影响。2021 年下半年，原油真实需求恢复，全球原油库存去化到位，WTI 或将涨至 55 美元/桶上方（图 4.6）。

图 4.6 WTI 指数价格走势图（美元/桶）

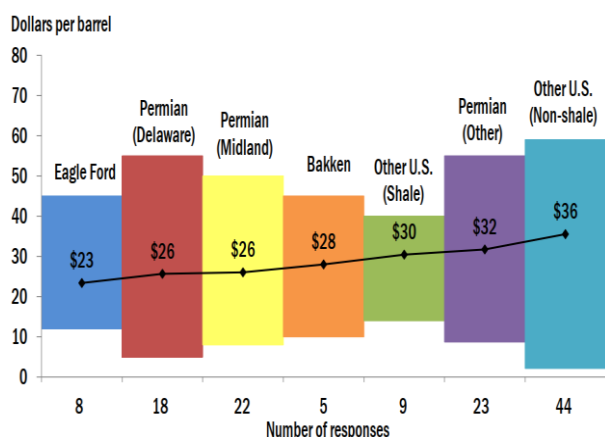


资料来源：Wind、Bloomberg，美尔雅期货

4.5 未来油价位于成本之上，但难以达到 OPEC 产油国目标

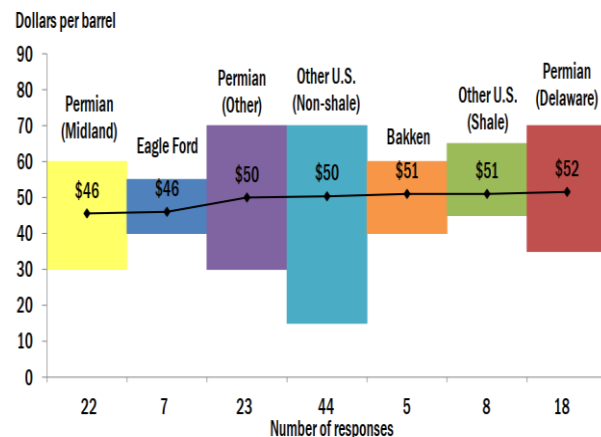
成本决定底部，利润决定高度。国际油价的绝对低值就看美国页岩油老井运营成本 36 美元/桶（图 1.7），油价可以短期跌破 36 美元/桶，但当 WTI 长期跌破 36 美元/桶时，就会促使页岩油厂商关井停产，供给收缩支撑油价，所以 WTI 长期必须位于 36 美元/桶以上，这是国际油价的一个重要成本线（图 4.7）。当 WTI 涨至美国页岩油新井成本 50 美元/桶后，将促使页岩油厂商启动钻机打新井，并在盘面上套保未来产量，所以 50 美元/桶是 WTI 的一个重要阻力位，这也是把油价的目标放在 50 美元/桶的一个重要原因（图 4.8）。

图 4.7 页岩油老井运营成本（美元/桶）



资料来源：达拉斯联储，美尔雅期货

图 4.8 页岩油新井成本（美元/桶）

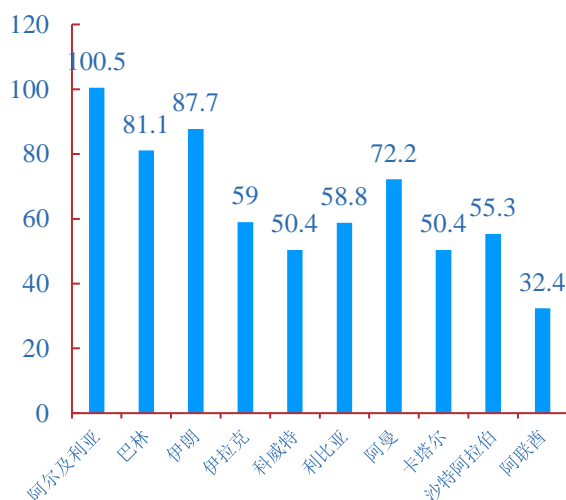


资料来源：达拉斯联储，美尔雅期货

原油的利润就要看沙特和俄罗斯的财政盈亏平衡油价。以布伦特作为基准，俄罗斯的财政平衡油价长期位于 42 美元/桶，沙特等中东产油国的经常账户预算平衡油价大概位于 55 美元/桶（图 4.9），财政盈亏平衡油价位于 70 美元/桶（图 4.10）。也就是说，当布伦特超过 42 美元/桶时，俄罗斯的减产动力就减

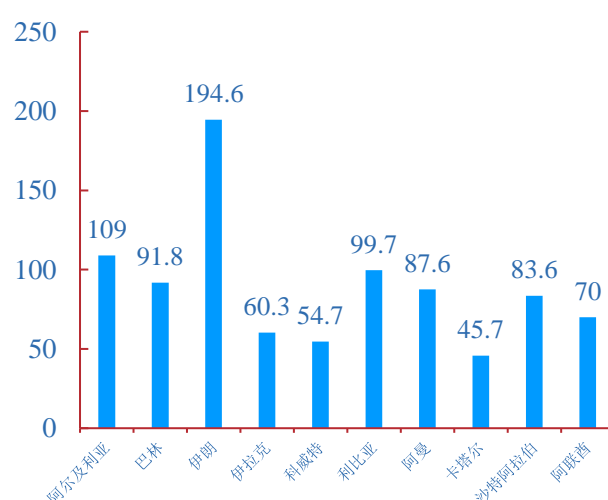
弱了，当布伦特超过 55 美元/桶，中东产油国减产出现松动；当油价长期超过 55 美元/桶，有可能达到 70 美元/桶的时候，沙特及其他产油国就会跳出减产协议而拼命增产，大量的供给冲击市场，导致油价大跌。所以看布伦特油价，第一目标位是 55 美元/桶，第二目标位是 70 美元/桶，由于 2020 年原油需求难以恢复至 2019 年水平，布伦特达到 70 美元/桶可能较困难，涨至 60 美元/桶的可能性较大。

图 4.9 产油国经常账户预算平衡油价（美元/桶）



资料来源：IMF、Bloomberg，美尔雅期货

图 4.10 产油国财政盈亏预算平衡油价（美元/桶）



资料来源：IMF、Bloomberg，美尔雅期货

图 4.11 布伦特结算价与沙特预算平衡油价



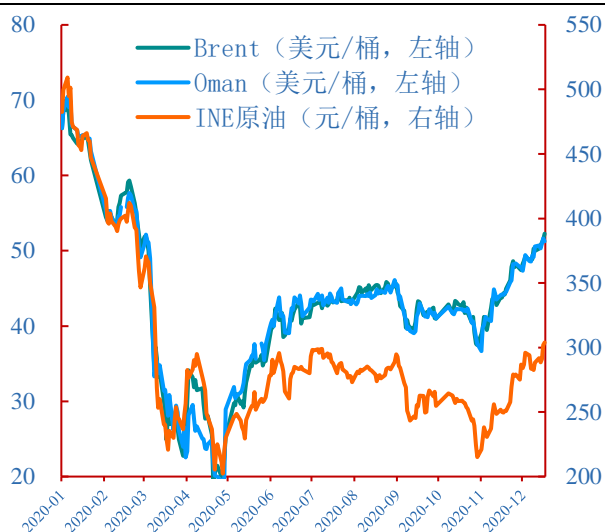
资料来源：Wind、Bloomberg，美尔雅期货

5 SC 原油期货投资机会

5.1 内盘原油从溢价转为大幅折价

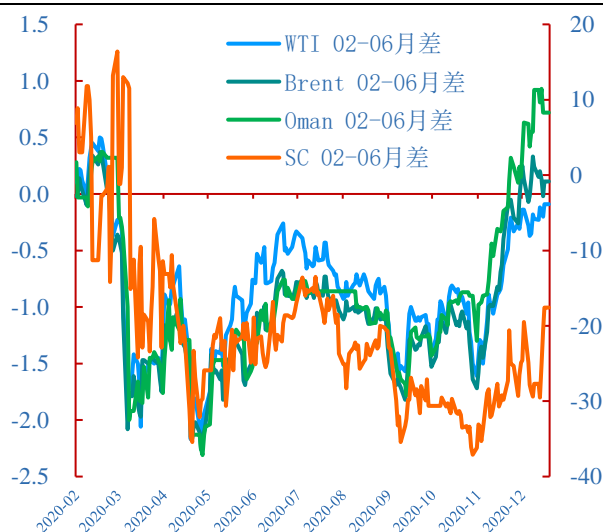
3-4 月份国内外油价大跌，原油市场投机情绪亢奋，SC 相较于阿曼大幅溢价，前期的高溢价导致巨量仓单生产，投机热度褪去后，巨量仓单造成 SC 原油期货深度贴水外盘（图 5.1）。随着外盘原油基本面走好，月差持续回升，阿曼及布伦特期限结构转为 Back 结构，但内盘 SC 原油依然处于深度 Contango 结构当中，显示国内原油面临的供需基本面并未显著改善（图 5.2）。

图 5.1 国内外原油连续合约价格走势



资料来源：文华财经，美尔雅期货

图 5.2 四大原油期货 02-06 月差对比图

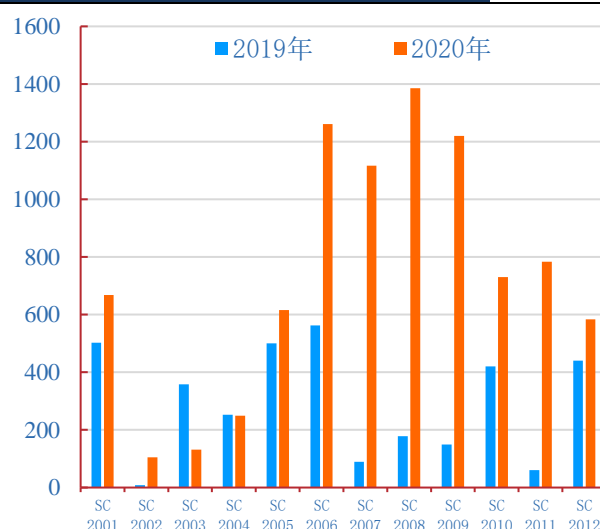
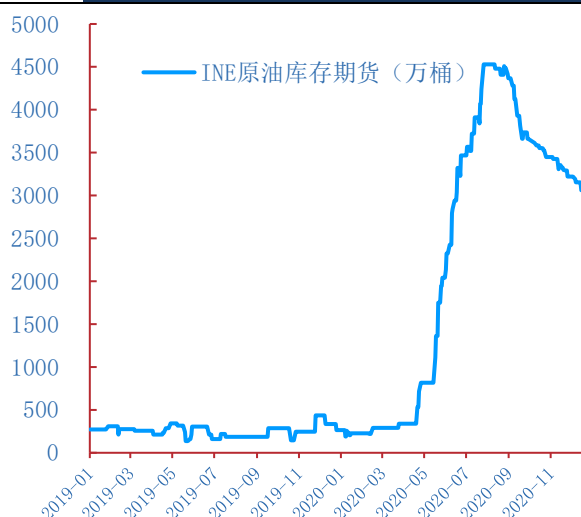


5.2 巨量仓单压制 SC 价格

SC 原油期货面临巨量仓单。3-5 月份采购的原油，集中在 5-7 月份到港，国内原油仓单在 5 月份开始进入集中爆发期，从 400 万桶急剧增加至 4529 万桶，目前降至 3152 万桶（图 5.3）。SC 合约平均交割量 600 万桶，最大交割量 1386 万桶，目前的原油仓单量远远大于交割需求（图 5.4）。也就是说，进入交割月之后，空头手里面的仓单绝对能够满足多头的接货需求，造成 SC 近月合约在交割前，出现期货下跌的现象，内外价差再次向下走弱。

图 5.3 上海原油期货仓单量

图 5.4 SC 原油期货交割量

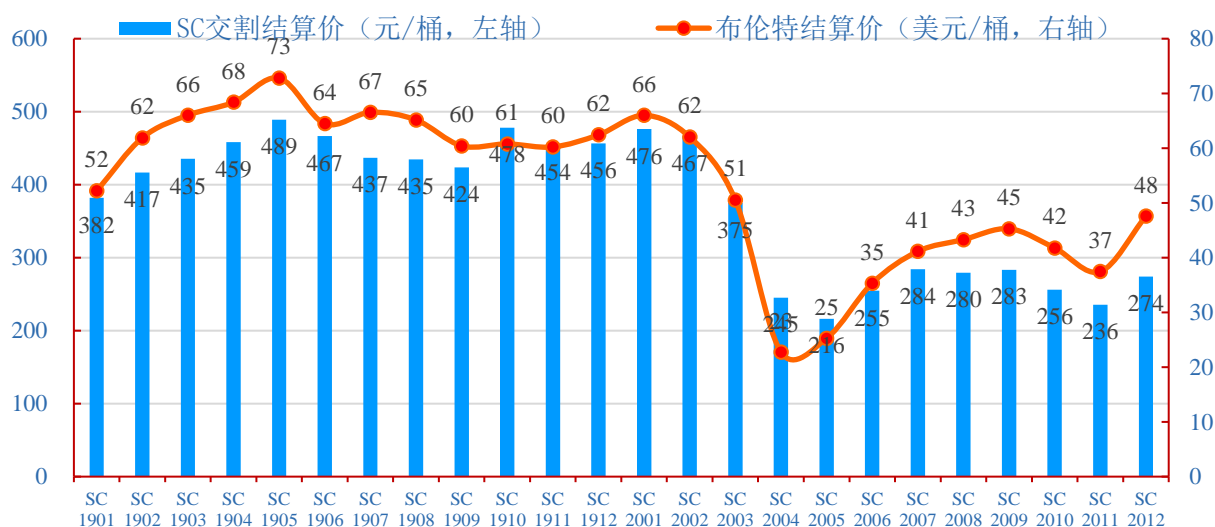


资料来源：文华财经，美尔雅期货

5.3 SC 原油交割结算价难以大幅上行

SC 原油期货仓单绝对值高。受高仓单及仓单持仓比的限制，国际油价上涨时，SC 近交割结算价维持平稳（2007、2008、2009 合约）；国际油价下跌时，SC 跌幅较大（2010、2011 合约）；国际油价大涨时，SC 交割结算价小幅上涨（2012 合约）。交割结算价可以近似看做国内保税原油现货价格，国际油价上涨，难以带动国内现货价格，SC 近月合约进入交割月后，向现货价格回归（图 5.5）。直接从仓单的逻辑看，就是巨量的仓单压制国内原油现货价格上涨，从而让 SC 主力合约在换月后，价格不能随之抬升，而是下跌向交割结算价靠拢。

图 5.5 SC 原油期货交割结算价与布伦特结算价对比图

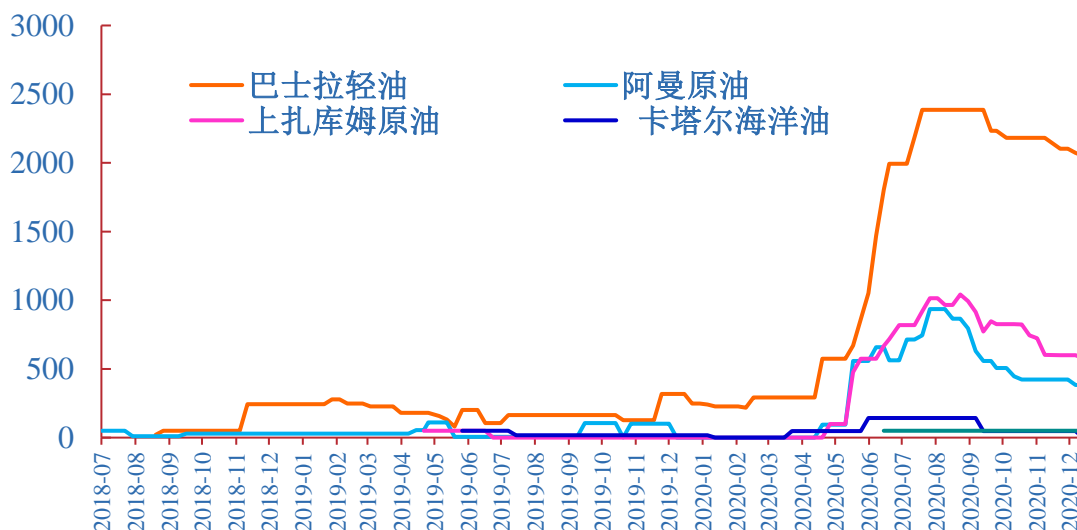


资料来源：Wind、Bloomberg，美尔雅期货

5.4 SC 仓单出路：仓单转抛、炼厂消化、复运出口

目前制约 SC 盘面价格的主要因素就是仓单，但在中国经济复苏，炼厂保持高开工的状态下，仓单有转抛、炼厂消化、复运出口三条出路。接仓单转抛主要涉及仓储费（自 2021 年 3 月 1 日起，仓储费调整为 0.3 元/桶·天）、交割手续费（2021 年 1 月 9 日起至 2022 年 1 月 10 日止，原油期货交割手续费暂定 0）和资金成本（按照 6% 的利息算）三大块。炼厂消化的主要驱动因素就是 2021 年配额，12 月 21 日，商务部下发 2021 年首批原油非国营贸易进口允许量总计 12259 万吨，同比去年首批增加 18%，2021 年原油配额下发后，地炼可直接采购 SC 原油仓单（图 5.6）。原油仓单也可以转出口至韩国，SC 原油仓单可以通过报关进口、转关及复运出境的方式出库，转运至包括 SK 和 GS 在内的韩国炼厂。

图 5.6 上海原油仓单具体油种



资料来源：Wind、Bloomberg，美尔雅期货

5.5 SC 投资机会

做多 SC 的投机机会。阿曼到 SC 的交割利润，正常波动区间-40 元/桶至 0 元/桶，中轴 20 元/桶，目前阿曼到 SC 交割利润为-50 元/桶，SC 处于低估状态（图 5.7）。中国作为全球原油消费第二大国，全球原油消费复苏最快的国家，2021 年原油配额下发后，仓单逐步消化，并伴随着复运出口，SC 将从低估状态，转为正常估值。按照 SC 贴水 50 元/桶计算，阿曼原油到达 55 美元/桶，SC 价格达到 340 元/桶，当阿曼价格达到 60 元/桶，SC 价格达到 375 元/桶。

图 5.7 阿曼到 SC 交割利润（元/桶）



资料来源：Wind、Bloomberg，美尔雅期货

免责条款

本报告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任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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、复印和发布，否则本公司保留追究法律责任的权利。任何媒体如引用、刊发本报告必须注明出处为美尔雅期货产业研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的的一切法律后果由该媒体承担。任何机构和个人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。