

油脂长期难转势，豆粕牛市仍可期

内容摘要：

今年以来全球油脂油料市场经历了大幅波动，其中油脂市场价格呈现出趋势性上涨的走势，而粕类市场价格呈现出先涨后跌的态势。未来一年油脂油料市场供需如何演绎成为市场关注的重点。

在 2011 年至 2018 年前后，全球大豆产量出现了快速增长，尤其是以美国、巴西和阿根廷为代表的三个最大的大豆主产国，其产量增幅最为明显。全球大豆产量增长主要依靠两个因素的推动，一方面是过去十年随着转基因大豆种子技术的不断提高，大豆单产趋势持续上升；另一方面是，G3 国家大豆种植面积的不增长。但目前来看，未来这两个因素都面临一定的瓶颈，或限制未来全球大豆产量的增长空间。

年初市场普遍预期今年马棕产量会较上一年份出现恢复性增产，但实际上从年初至今，马来西亚棕榈油产量恢复水平始终不及市场预期，低产量造成马棕产地一直维持低库存水平，紧张的库存状态支撑棕榈油以及整体油脂价格不断走高。造成今年马棕产量偏低的原因有短期和长期两方面的因素，短期在于劳动力短缺对收割工作造成的不利影响，长期在于马棕未来长周期产量增长瓶颈的制约。

美豆期货盘面和国际大豆升贴水价格企稳，受产量增长瓶颈限制，未来全球大豆供需仍偏紧，一旦产区出现天气风险，则全球大豆和豆粕价格易涨难跌，豆粕牛市仍然可期。东南亚棕榈油产量增长空间有限，加拿大菜籽大减产，全球大豆低库存，在全球油脂供需环境逐步向好，国内外库存仍然偏紧的情况下，未来油脂价格仍将延续长期上涨趋势。

策略：

粕类：单边谨慎看多

油脂：单边谨慎看多

风险：

粕类：消费需求不及预期

油脂：国内外政策风险

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 农产品组

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号：F3047125

投资咨询号：Z0015474

2021 年行情回顾

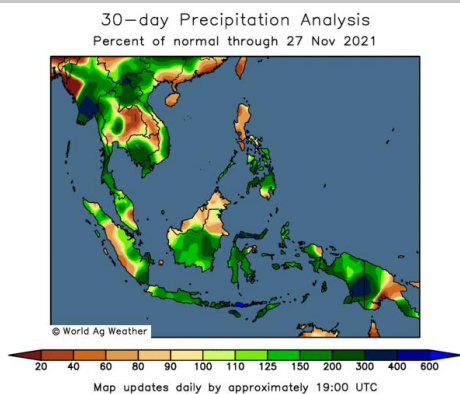
今年以来全球油脂油料市场经历了大幅波动，其中油脂市场价格呈现出趋势性上涨的走势，而粕类市场价格呈现出先涨后跌的态势。海外市场方面，上半年美豆价格一路走高，从年初的 1300 美分上涨至 5 月份的 1600 美分以上，之后随着南美丰产落地，美豆价格自高位持续回落，并在 11 月跌至 1200 美分附近后逐步企稳；因为今年马棕产量恢复情况始终低于正常水平，导致马棕价格从年初至今一路上涨，马棕价格指数从 3100 林吉特附近涨至最高 5000 林吉特附近，价格涨幅达到 60%。国内市场方面，上半年豆粕价格一直围绕 3300-3600 左右高位震荡，之后在 9 月份随着进口大豆成本回落以及油脂价格上涨压制，豆粕价格自高位下跌回落，在 11 月跌破 3000 关口后止跌企稳。

产地天气分析

在今年 7-8 月期间，美国 NOAA 和澳大利亚气象局等海外气象机构已经将今年底至明年初全球出现拉尼娜气象的概率上调至 70% 以上。从 Nino3.4 SST 指数也可以看出，今年四季度和明年一季度该指数处于 -1.0 至 -1.5 区间，说明该时间段拉尼娜气候特点会较为突出。随着今年拉尼娜气候的出现，这也是全球连续第二年迎来拉尼娜，这会对全球农业生产活动带来一系列的影响。

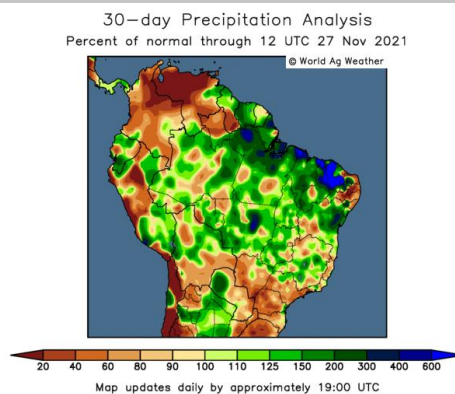
一般来讲，当北半球的冬季出现拉尼娜的时候，东南亚地区往往呈现多雨的特点，而南美大概率会出现干旱现象。近几个月，东南亚地区无论是马来西亚还是印尼都出现了持续强降雨，甚至部分地区出现了严重积水，这对当地棕榈果串的收获工作造成了延误，降低了当地棕榈油的生产和运输效率，对东南亚棕榈油出口节奏造成了影响。同时，每年 12 月-1 月是巴西大豆的关键生长期，2-3 月是阿根廷大豆的关键生长期，而今年拉尼娜气候特点最突出的时间段正好覆盖南美大豆的关键生长期，因此后期巴西南部 and 阿根廷产区有较大概率出现干旱现象，这可能会对新季南美大豆产量造成不利影响。

图 1：东南亚过去 30 天降雨监测



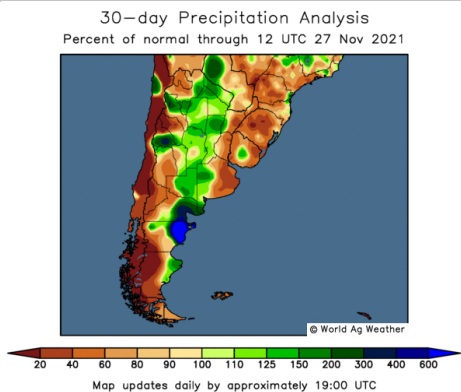
数据来源：世界农业天气 华泰期货研究院

图 2：巴西过去 30 天降雨监测



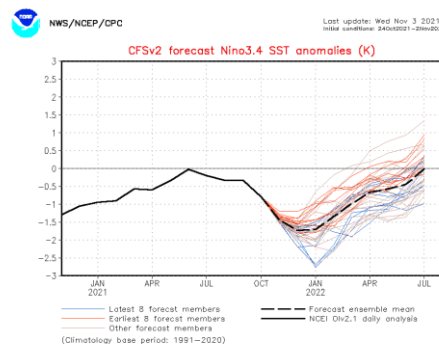
数据来源：世界农业天气 华泰期货研究院

图 3：阿根廷过去 30 天降雨监测



数据来源：世界农业天气 华泰期货研究院

图 4：Nino3.4 SST 指数



数据来源：NOAA 华泰期货研究院

全球大豆供需分析

在 2011 年至 2018 年前后，全球大豆产量出现了快速增长，尤其是以美国、巴西和阿根廷为代表的三个最大的大豆主产国，其产量增幅最为明显。全球大豆产量增长主要依靠两个因素的推动，一方面是过去十年随着转基因大豆种子技术的不断提高，大豆单产趋势持续上升；另一方面是，G3 国家大豆种植面积的不断增长。但目前来看，未来这两个因素都面临一定的瓶颈，或限制未来全球大豆产量的增长空间。

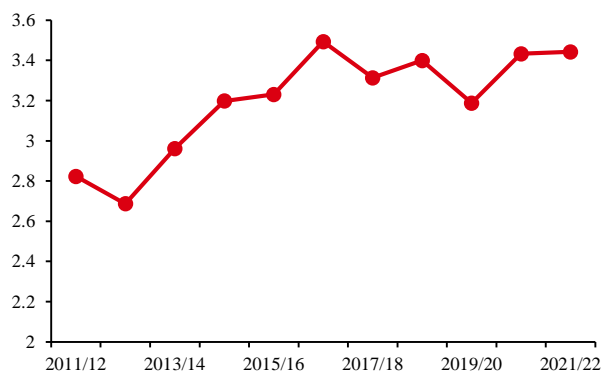
单产增长趋势放缓

从 2011 年到 2016 年美国大豆单产水平一直处于趋势性上升阶段，每隔两年大豆单产表现就可以上一个台阶，从 40 蒲式耳/英亩的区间增长到 50 蒲式耳/英亩的区间，并且在 2016 年创下历史最高单产 52 蒲式耳/英亩。但从 2016 年至 2021 年，美国大豆单产并未继续延续上升趋势，而是始终围绕 50 蒲式耳/英亩的区间上下波动，而且没有继续打破 2016 年创下的纪录单产。从过往数据表现来看，显然当下美国大豆单产增长趋势放缓，边际增量空间减少。

同样，南美两个大豆主产国也面临类似的问题。2011 年至 2017 年巴西大豆单产从 2.66 吨/公顷上升至 3.51 吨/公顷，一直处于单产趋势上升阶段，之后巴西大豆单产基本就围绕 3.5 吨/公顷上下浮动，单产继续提升也遇到了类似的瓶颈。而阿根廷较为特殊，由于其土壤和气候条件一般，导致其大豆单产表现并不稳定，历史上并没有表现出单产持续上升的趋势，而是始终围绕 3.0 吨/公顷上下浮动，未来进一步大幅增长的空間也较为有限。

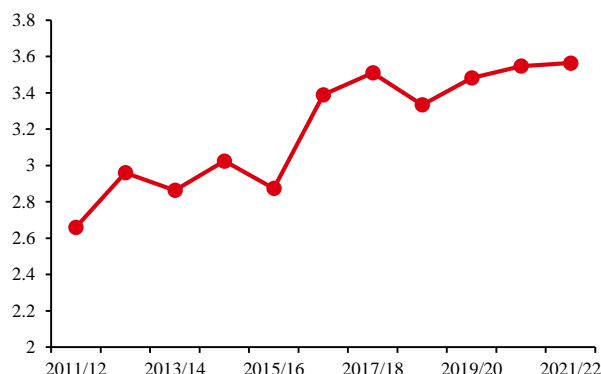
因此，整体来看，全球最大的三个大豆主产国在大豆单产提升方面都遇到了一定瓶颈，未来依靠单产增长来为全球大豆贡献新增产量的空间越来越小。

图 5：美国大豆单产趋势 单位：吨/公顷



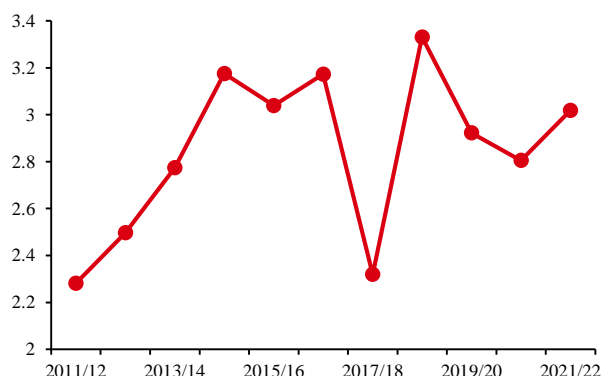
数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 6：巴西大豆单产趋势 单位：吨/公顷



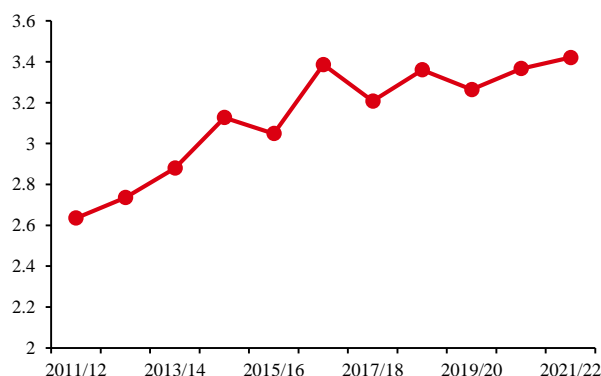
数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 7：阿根廷大豆单产趋势 单位：吨/公顷



数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 8：G3 大豆单产趋势 单位：吨/公顷



数据来源：USDA 华泰期货研究院

面积扩张空间有限

针对美国、巴西和阿根廷这三个主要大豆出口国，过去 5-10 年平均每年 G3 国家合计大豆需求增量达到 800-1000 万吨。如果未来 5-10 年 G3 国家大豆需求依然能够保持该增长水平，即使按照需求下沿 800 万吨来预估，假设未来气候正常 G3 国家大豆单产保持在 3.5 吨/公顷的历史高位，推算需要每年新增 230 万公顷左右的种植面积才能够匹配到需求增量，从而维持供需平衡。

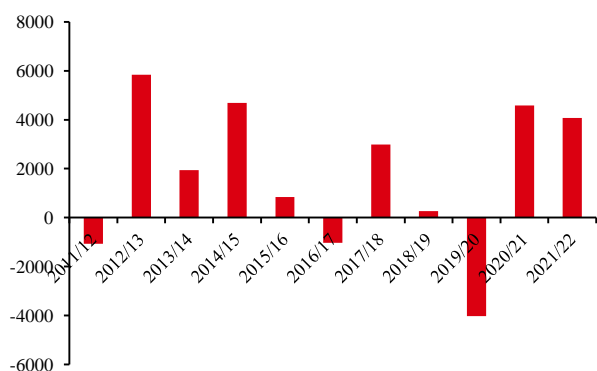
每年 G3 国家新增 230 万公顷大豆种植面积属于什么概念，可以从两个视角来进行比较。首先，从历史增量来看，过去 5-10 年 G3 国家平均每年新增大豆面积在 150-200 万公顷，这显然低于未来所需要的 230 万公顷的面积增量要求。

其次，从 G3 国家各自面积增长空间来看，美国农作物总面积保持稳定，总体新增面积空

间不大,未来美豆种植面积的大小更多取决于作物之间的面积竞争。按照最乐观预期假设,美国大豆和玉米总面积在 1.82 亿英亩,美国大豆和玉米期货比价在 2.6:1 以上时,从历史统计规律来看,该比价往往对应着大豆和玉米播种面积比例在 1:1。因此,9000 万-9100 万英亩的大豆种植面积预估基本上是未来美国大豆种植面积的一个顶部区间,折合约 3600 万公顷。2021 年美国大豆种植面积在 3500 万公顷,意味着在今年的基础上,未来美国大豆种植面积的增量空间最多只有 100 万公顷。南美大豆方面,巴西虽然仍有较大的面积增长空间,但从过往面积增速看,过去 5-10 年巴西大豆种植面积平均每年增加 130-150 万公顷,阿根廷大豆种植面积基本饱和,如果考虑到转种玉米的葵籽的情况,阿根廷大豆种植面积甚至会略有下降。因此,总体来看未来 G3 国家大豆种植面积的增长空间有限,国际市场上主要出口国的产量增长很难匹配其需求增长,产地库存很难出现大幅累库压力,供应端的瓶颈将会支撑未来全球大豆价格。

图 9: G3 大豆面积增量

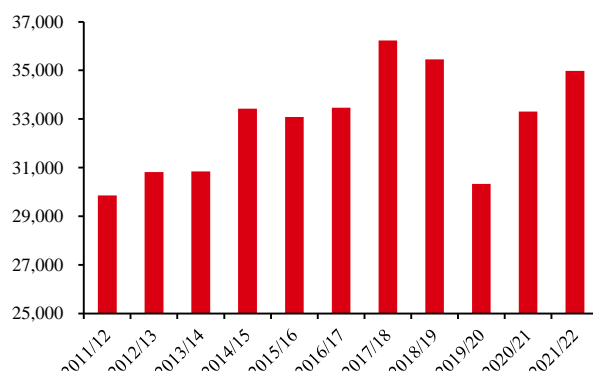
单位: 千公顷



数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 10: 美国大豆种植面积

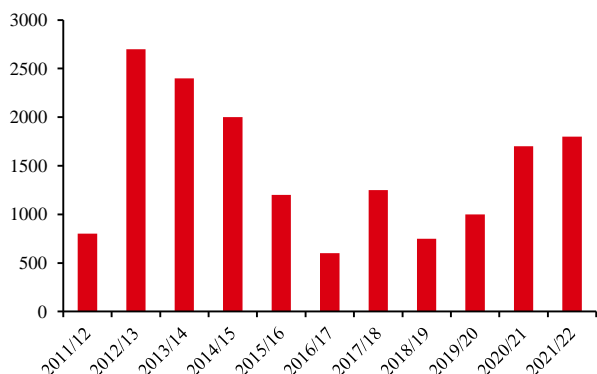
单位: 千公顷



数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 11: 巴西大豆面积增量

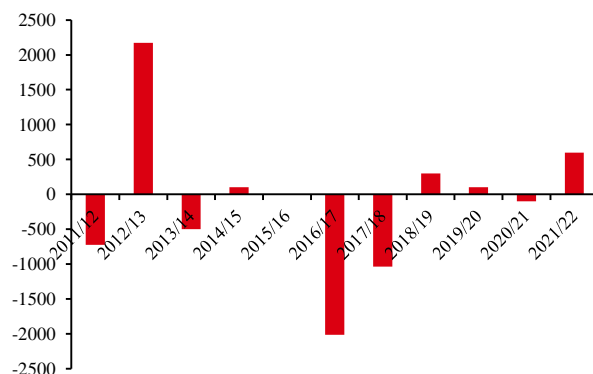
单位: 千公顷



数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 12: 阿根廷大豆面积增量

单位: 千公顷



数据来源: USDA 华泰期货研究院

美豆平衡表依旧紧张

2020/21 年度美豆结转库存 2.56 亿蒲，由于旧作美豆结转库存处于低位，意味着 2021/22 年度美豆面临一个紧张的期初库存，在全球大豆消费需求保持稳定的情况下，期初库存缺乏足够的缓冲空间，那么对 G3 国家的大豆产量要求会更加苛刻。虽然目前 USDA 预估 2021/22 年度美豆结转库存约 3.4 亿蒲，相比旧作库存略有上升，但要注意到 3.4 亿蒲结转库存背后的假设条件是后期南美大豆要实现大丰产，也就是巴西新作大豆要达到 1.44 亿吨的产量，阿根廷要实现 5000 万吨的产量。考虑到今年拉尼娜气候特征表现突出，因此未来南美大豆产量最终表现如何还存在非常大的不确定性，一旦南美产区出现天气风险，南美大豆产量未达预期，那么对应的未来新一年度南美大豆出口供应势必下降，出口份额更多的让渡给美豆，那么美豆的供需平衡表依然会维持紧张的库存状态。

表格 1：美豆供需平衡表

单位：百万蒲，蒲式耳/英亩，英亩

年度	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
期初库存	302	438	909	525	256
单产	49.3	50.6	47.4	51.1	51.2
播种面积	90,142	89,167	76,100	83,084	87,235
产量	4,412	4,428	3,552	4,216	4,425
进口	22	14	15	20	15
出口	2,134	1,753	1,679	2,265	2,050
压榨	2,055	2,092	2,165	2,141	2,190
饲残	108	126	108	99	116
期末库存	438	909	525	256	340
S/D	10.2%	22.9%	13.3%	5.7%	7.8%

资料来源：USDA 华泰期货研究院

全球棕榈油分析

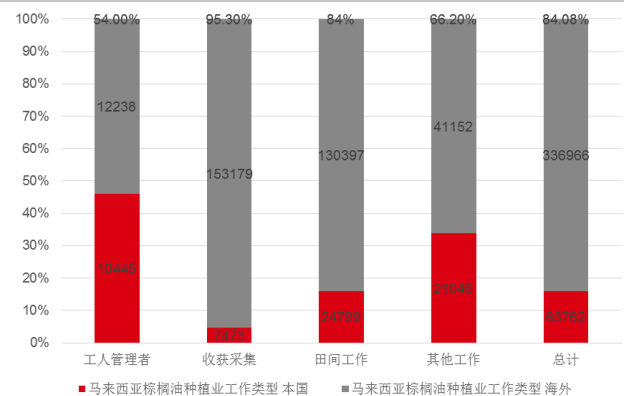
过去一年全球油脂价格呈现出持续上涨的趋势，三大油脂价格均回到十年前的高位。作为全球产量和贸易量最大的油脂品种，棕榈油的供需矛盾始终是引领油脂价格上涨的关键因素。年初市场普遍预期今年马棕产量会较上一年份出现恢复性增产，但实际上从年初至今，马来西亚棕榈油产量恢复水平始终不及市场预期，低产量造成马棕产地一直维持低库存水平，紧张的库存状态支撑棕榈油以及整体油脂价格不断走高。造成今年马棕产量偏低的原因有短期和长期两方面的因素，短期在于劳动力短缺对收割工作造成的不利影响，长期在于马棕未来长周期产量增长瓶颈的制约。

疫情封锁政策导致劳动力短缺

与大豆、玉米等一般农作物的种植和收获不同，棕榈园区的日常收割和生产过程很难实现大规模机械化作业，需要依靠大量人工劳动力。但由于棕榈收割、生产和运输等环节劳动力强度大，导致马来西亚本国人口并不愿意参与该行业的生产工作，因此，马来西亚棕榈油园区内的劳动力大部分是外籍劳工。根据公开数据显示，在疫情出现之前，马来西亚棕榈产业工人总数达到 40 万人，其中 85% 来自于海外。在所有工种中，负责收割采集的工人占比最大，其中有接近 90% 来自于海外。

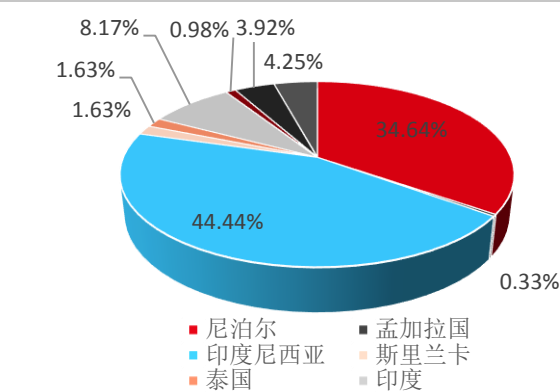
疫情爆发之后，马来西亚政府严格实行了境外人员入境限制政策，这导致大量的棕榈行业外籍劳工无法入境，使得过去一年多马来西亚棕榈园区始终面对严重的劳动力短缺问题。MPOB 数据显示，2021 年 1-10 月份马棕产量累计 1500 万吨，同比 2020 年同期减少 8%。2020 年是受天气影响导致的自然减产年份，但 2021 年马棕产量在减产年份的基础上出现进一步的产量下降，其中很大原因在于劳动力不足导致的产量损失。虽然在 10 月份马来西亚政府决定针对本国棕榈产业逐步引进 32000 名外籍劳工，但在当前全球疫情形势尚未稳定的情况下，预计最终等待外籍劳工真正入境并投入到实际生产工作中仍需一定时间。短期来看，劳动力短缺问题仍是制约马棕产量恢复的重要因素。

图 13: 马来西亚棕榈油行业劳工占比 单位: %



数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 14: 外劳来源国占比 单位: %



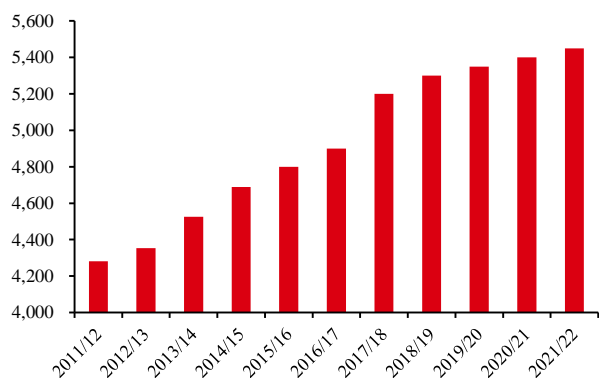
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

马棕产量增长见瓶颈

从长周期来看，全球棕榈油也同样面临产量增长潜力下降的问题，尤其是马来西亚棕榈油产量增长瓶颈最为凸显。在种植面积方面，从 2011 年到 2017 年，马棕种植面积处于快速扩张阶段，种植面积从 430 万公顷增至 520 万公顷，但从 2018 年至今马棕种植面积基本就稳定在 540 万公顷附近，未来进一步扩种的空间有限。在单产方面，棕榈油的单产和棕榈树的树龄结构紧密相关，一旦棕榈树过了旺产周期，随着树龄的增长，棕榈油的单产潜力会逐步下降。2011 年至 2014 年前后马棕单产在 4.4 吨/公顷附近上下浮动，2015 年至 2018 年马棕单产水平下降到 3.8 吨/公顷附近，2019 年至 2021 年马棕单产水平进一步下降到 3.5

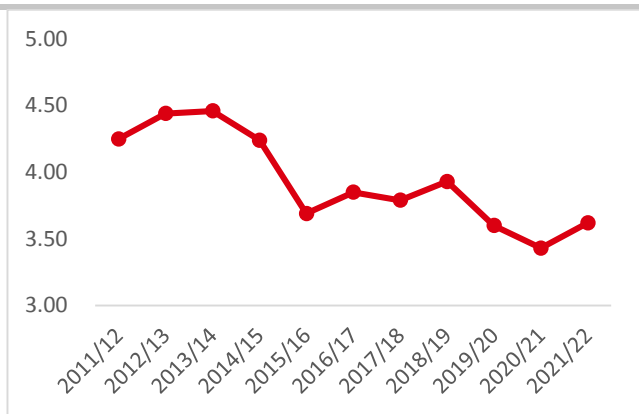
吨/公顷。按照目前马棕的种植面积和单产水平来测算，未来马棕每年的产量很难再超过2000万吨的水平。

图 15: 马棕种植面积 单位: 千公顷



数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 16: 马棕单产 单位: 吨/公顷



数据来源: MPOB 华泰期货研究院

产地维持低库存格局

在劳动力短缺和产量增长潜力下降的情况下，目前马来西亚棕榈油产量很难出现明显提升，这也就造成了今年以来马棕库存水平始终处于低位，年内库存高点仅有180万吨左右，在2017年至2019年油脂价格熊市阶段，当时马棕库存水平一直在250万吨至300万吨附近运行，可见当下马棕库存并无压力。同时，印尼方面产量恢复也并不乐观，受到今年拉尼娜气候影响，东南亚部分地区出现了持续高强度降雨，印尼不少棕榈油园区遭遇了大量积水，对棕榈果串的收割和生产运输造成了延误。除此之外，随着国际棕榈油价格的不断走高，印尼政府也不断提高了其棕榈油出口征税的基准价格，出口税随之抬升，印尼与马来西亚之间巨大的出口关税差异使得需求国采购更多转向马来西亚，因此今年以来马棕出口数据始终保持着不错的表现。在产量恢复不乐观和出口需求保持稳定的情况下，马棕库存一直维持低库存格局，对全球棕榈油价格形成了向上的支撑。

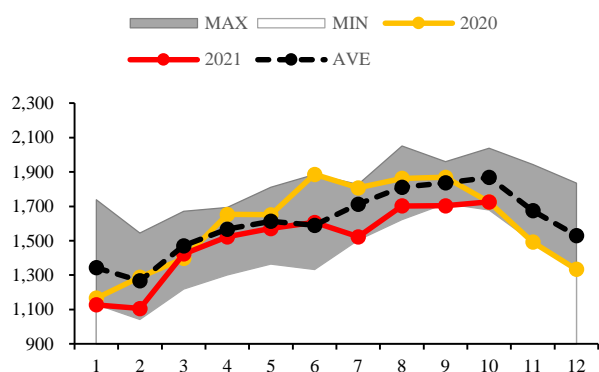
表格 2: 马棕供需平衡表

单位: 千吨

月度	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
期初库存	1,266	1,325	1,306	1,444	1,546	1,569	1,614	1,496	1,878	1,756	1,834	1,784
产量	1,127	1,108	1,423	1,528	1,572	1,606	1,523	1,710	1,704	1,726	1,700	1,500
进口	165	87	137	110	89	113	54	91	75	50	100	100
出口	947	897	1,189	1,346	1,269	1,419	1,402	1,167	1,612	1,418	1,550	1,400
国内消费	285	318	234	190	368	256	292	253	288	281	300	300
期末库存	1,325	1,306	1,444	1,546	1,569	1,614	1,496	1,878	1,756	1,834	1,784	1,684

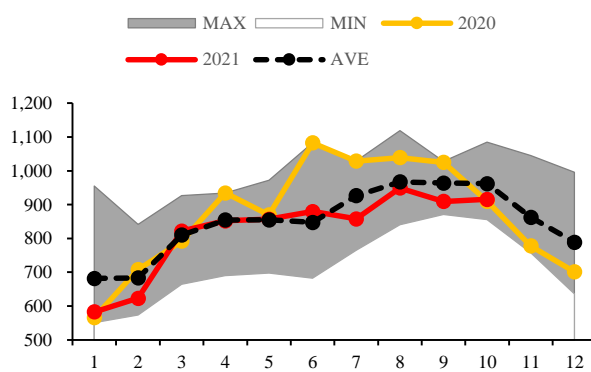
资料来源: MPOB 华泰期货研究院

图 17: 棕榈油产量 单位: 千吨



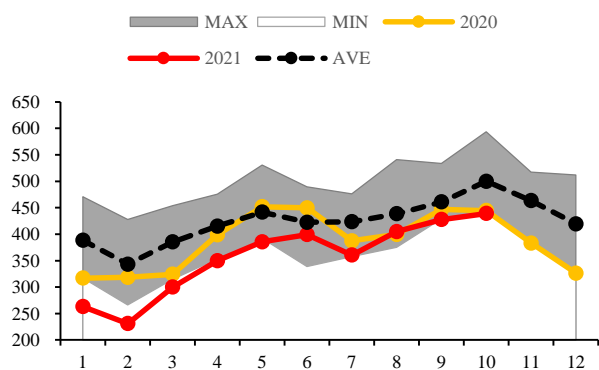
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 18: 马来半岛产量 单位: 千吨



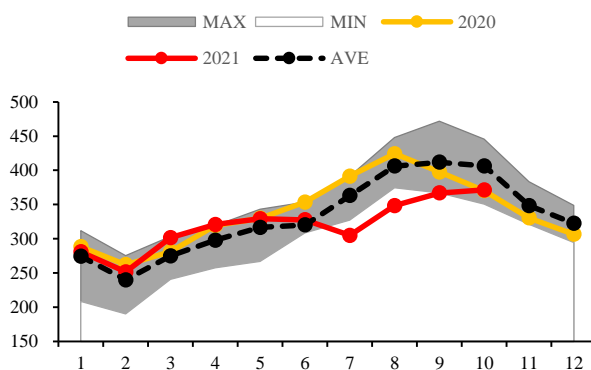
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 19: 沙巴州产量 单位: 千吨



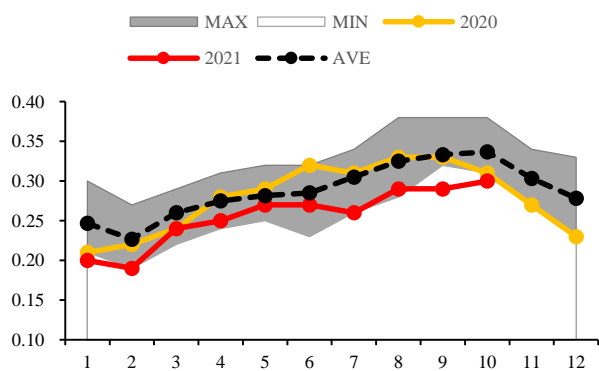
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 20: 沙撈越产量 单位: 千吨



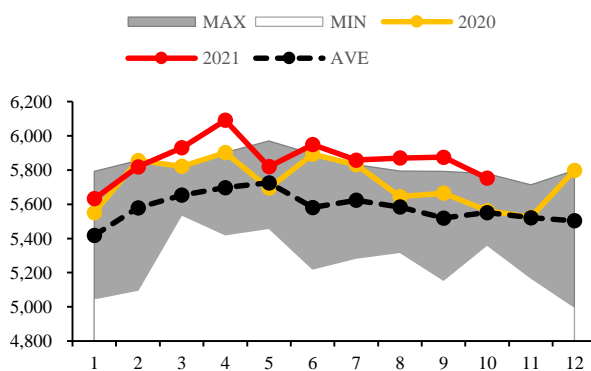
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 21: 棕榈油单产 单位: 吨/公顷



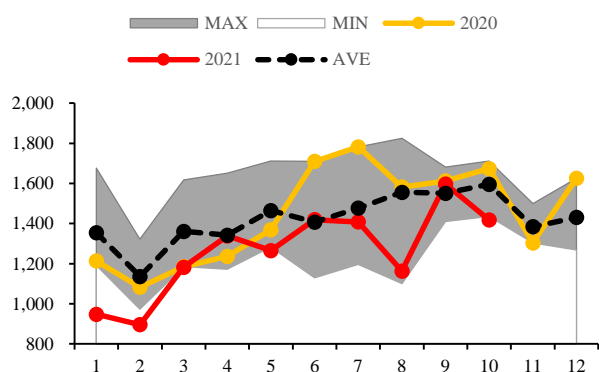
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 22: 推算收获面积 单位: 公顷



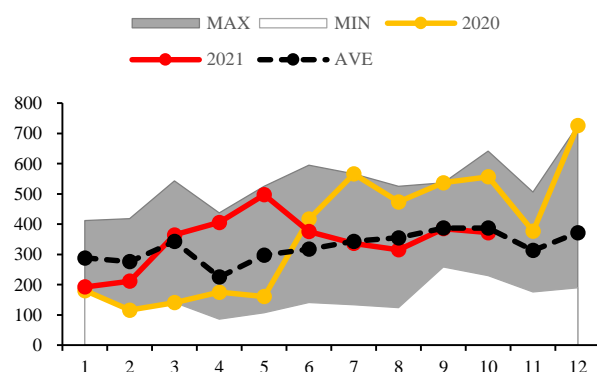
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 23: 棕榈油出口 单位: 千吨



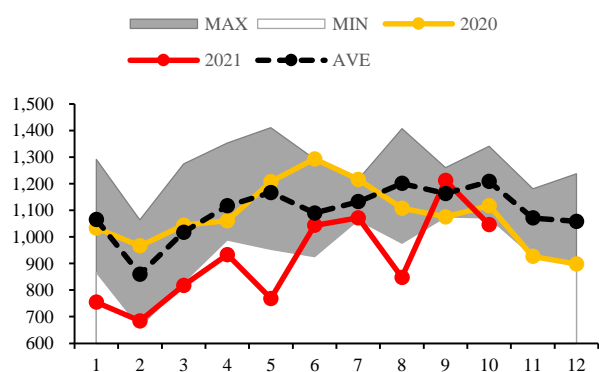
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 24: CPO 出口 单位: 千吨



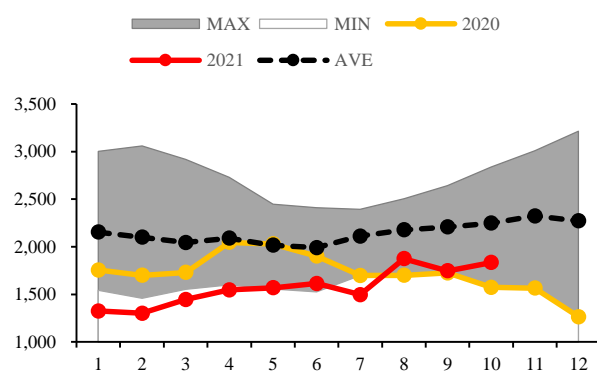
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 25: PPO 出口 单位: 千吨



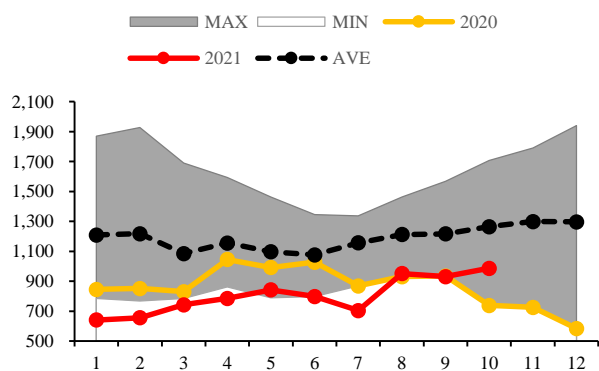
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 26: 棕榈油库存 单位: 千吨



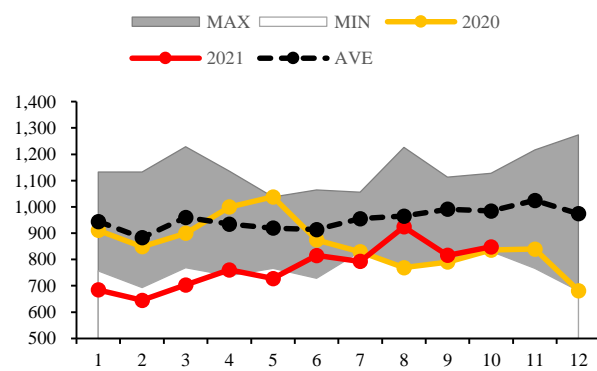
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 27: CPO 库存 单位: 千吨



数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 28: PPO 库存 单位: 千吨



数据来源: MPOB 华泰期货研究院

国内市场供需分析

国内粕类供需分析

截止11月末，国内豆粕结转库存55万吨，沿海油厂菜粕库存2.2万吨。在大豆进口供应方面，2021年1-11月国内进口大豆累计到港量约为8514万吨，去年同期累计为9216万吨，同比减少7.62%。2021年1-11月全国大豆压榨总量为8481万吨，去年同期累计为8700万吨，同比减少2.52%。在油菜籽进口供应方面，2021年1-11月国内进口油菜籽累计到港量约为195.7万吨，去年同期累计为218.7万吨，同比减少10.52%。2021年1-11月国内进口菜籽压榨总量为232.8万吨，去年同期累计为139.3万吨，同比增加67.13%。

上半年因为国际大豆成本高企，挤压需求国进口利润，导致上半年我国进口大豆压榨利润较差，长时间处于榨利亏损状态。下半年随着国际大豆价格回落，成本端的下跌使得国内进口大豆压榨利润开始好转，同时伴随国内油粕现货的高基差，国内油厂现货榨利明显改善。目前明年3月新作南美大豆cnf报价530美元/吨，大豆盘面压榨利润50元/吨。远月盘面榨利给出利润窗口，国内油厂采购远月船期大豆积极性恢复。

饲料工业协会公布数据显示，2021年1—10月，全国工业饲料总产量24360万吨，同比增长14.9%。其中，猪饲料产量10599万吨，同比增长49.5%；水产、反刍动物饲料产量分别为2200万吨、1169万吨，同比分别增长13.5%、12.3%；蛋禽、肉禽饲料产量分别为2621万吨、7466万吨，同比分别下降9.7%、5.7%。虽然整体饲料消费保持稳定增长，但由于小麦和杂粕替代等因素的影响，饲料配方中豆粕添加比例明显下降，导致今年豆粕实际消费需求表现一般。总体来看，今年国内豆粕处于供需两弱状态，当前库存水平偏低，现货基差保持坚挺。目前华南豆粕基差M01+100，华南菜粕基差RM01+0。

国内油脂供需分析

截止11月末，国内豆油商业库存105万吨，棕榈油库存50万吨，菜油商业库存34万吨，三大油脂合计库存189万吨。在油脂进口供应方面，2021年1-10月豆油进口总量为111万吨，去年同期累计为85万吨，同比增加31.03%。2021年1-10月棕榈油进口总量为524万吨，去年同期累计为503万吨，同比增加4.27%。2021年1-10月菜籽油进口总量为197万吨，去年同期累计为161万吨，同比增加22.13%；

由于今年以来国际油脂价格持续上涨，国内油脂进口成本始终高企，国内外价格倒挂状态长时间维持。目前马来西亚棕榈油近月船期cnf报价1327美元/吨，棕榈油盘面进口利润-500元/吨；阿根廷豆油近月船期cnf价格1412美元/吨，豆油盘面进口利润-1650元/吨；加拿大菜油近月船期cnf价格1645美元/吨，菜油盘面进口利润-200元/吨。

今年以来虽然油脂价格呈现单边持续大涨，且近期三大油脂价格均突破“万元”关口，价格重回十年前高点，但国内油脂消费以食用消费为主，需求刚性较强，对价格敏感度不高，因此全年整体油脂消费水平保持稳定。目前华北一级豆油基差 Y01+500，华南 24 度棕榈油基差 P01+450，华南四级菜油基差 OI01+150。

行情观点及策略

粕类逻辑与观点：

因素	价格	逻辑观点
供应	中性	国内进口大豆供应保持稳定，目前国内压榨利润良好，油厂采购远月船期较为积极。
消费	中性	随着生猪供应恢复，国内饲料消费平稳增长，后期随着小麦和杂粕替代减少，豆粕消费需求有望提升。
库存	向上	目前全国豆粕库存在 55 万吨左右，处于历史同期偏低水平，油厂库存压力不大。
基差	向上	油厂豆粕库存较低，豆粕现货报价坚挺，目前全国沿海油厂豆粕现货价格均升水于盘面。
利润	中性	目前国内进口盘面压榨利润给出一定利润窗口，吸引油厂采购。
成本	向上	长期来看，国际大豆供需仍处紧张状态，美豆价格仍处长期上涨趋势。
观点	看涨	美豆期货盘面和国际大豆升贴水价格企稳，受产量增长瓶颈限制，未来全球大豆供需仍偏紧，一旦产区出现天气风险，则全球大豆和豆粕价格易涨难跌，豆粕牛市仍然可期。

油脂逻辑与策略：

因素	价格	逻辑观点
供应	向上	由于国内油脂进口利润大幅倒挂，导致国内油脂进口采购始终偏少，到港供应紧张。
消费	中性	国内油脂消费以食用消费为主，需求刚性强，整体油脂消费保持稳定。
库存	向上	目前国内三大油脂商业库存仅 190 万吨，绝对库存水平处于历史同期低位，且后期存在进一步下降的空间。
基差	向上	三大油脂现货价格均升水于盘面，盘面近远月合约间价差也保持 BACK 结构。
利润	向上	目前国内油脂进口利润明显倒挂，未来油脂进口利润存在修复需求，国内价格走势将强于国外。
成本	向上	东南亚棕榈油产量恢复不乐观，未来全球油脂产量增长潜力下滑，生物能源消费不断扩张，长期依然维持牛市格局。
观点	看涨	东南亚棕榈油产量增长空间有限，加拿大菜籽大减产，全球大豆低库存，在全球油脂供需环境逐步向好，国内外库存仍然偏紧的情况下，未来油脂价格仍将延续长期上涨趋势。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com