

美豆触顶回落预期强，短期关注国内油粕比回归行情

——豆类6月月度投资策略

2022-6-7**农产品策略组**

研究员

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：Jialj@qh168.com.cn

联系人

刘兵

从业资格证号：F03091165

联系电话：021-68757827

邮箱：liub@qh168.com.cn

李根

从业资格证号：F3079958

电话：021-68757023

邮箱：lig@qh168.com.cn

投资要点：

◆**美豆**：从基金表现来看，持仓依然兴趣浓，无论是考虑从西北部过量降雨、生柴利好情绪弥漫、谷物深跌后正常修复预期，还是日益见底的美豆库存，美豆市场氛围还是易涨难跌的。不过这种涨势更多的是资金行为，波动风险巨大，需要警惕的是，利润空间兑现后资金回撤和技术性修正行情。6月，除局部天气、谷物、生柴因素之外，月底的面积报告超预期缩减，很容易使得美豆出现偏差而出现超买行情，只要市场对天气形势预期依然乐观，美豆依然非常具备试空价值。

◆**豆粕**：6月份整体豆粕的供应带来的现货压力还是非常大的，地区性库存压力下供应节奏不同，带来的地区性价差有可能扩大。目前基于三季度大豆到港不足的预期，而抛售的远月高基差（主流地区m09+250）成交预期不会持续。当前大豆的库存趋势良好，今年主要油厂的库存高峰或提早到来6月末7月初，约在650-700万水平。从当前采购进度及市场预期的总量来看，预计7月不会有明显缺口，8-10月月均缺口在100-150万。因此，在新季美豆供应上市之前，国内主要油厂大豆的库存最低在300万左右，叠加部分供应再通过抛储调控，大豆供应并不会出现特别明显的缺口。

◆**豆油**：6月豆油或继续延续供需双旺局面，尽管库存增库进度缓慢，但趋势预计将延续。目前国内棕榈油库存见底，刚需被压制极低水平而缺乏需求弹性，仅从供需层面考虑，豆油的增量完全可以覆盖棕榈油的替代需求，这种情况下，并没有足够的替代空间支撑豆棕现货价差回归，需求层面因替代关系而出现的这种补涨行情更多是情绪上的利多兑现。只要6月增库趋势确定，这种主要靠需求引发的行情或难以为继。

◆**结论及操作建议**：6月份考虑油粕比回调行情下的交易机会。

◆**风险因素**：油脂政策性利多行情出现

相关研究报告

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

1. 行情回顾及季节性展望	3
2. 美豆：新旧供应预期收缩背景下的天气市场容易出现偏差	3
3. 豆粕：6月现货压力依然较大，7-9月供应紧缩或低于预期	7
4. 豆油：6月增库趋势依然明显，需求引发的行情或难以为继	9
5. 结论：美豆触顶回落预期强，短期关注油粕比回调行情	10

图表目录

图 1 美国大豆累积出口量（吨）	4
图 2 美国大豆当前市场年度未装船量（吨）	4
图 3 豆油月度生柴投料量	4
图 4 SME 生柴掺混利润（3rd Future）	4
图 5 USDA 美国国内豆油月度库存	5
图 6 USDA 美国国内大豆月度压榨量	5
图 7 美豆期货库存（百万蒲） vs 库存 YOY	5
图 8 农产价格（美元/蒲） vs 库需比	5
图 5 美国 6 月气温预报展望	6
图 6 美国 6 月降雨预期展望	6
图 5 拉尼娜气候展望	6
图 6 美豆大豆种植进度（截止 5 月 29 日统计）	6
图 13 美国大豆玉米种植利润率	7
图 14 美国大豆种植利润（美元/英亩）	7
图 15 USDA 美国大豆平衡表	7
图 16 全国主要油厂大豆库存	8
图 17 全国主要油厂豆粕库存	8
图 18 全国主要油厂豆粕提货量	8
图 19 全国主要油厂大豆压榨量	8
图 20 华东地区一级豆油-棕榈油（24 度）现货价差	9
图 21 国内主要地区豆油消费趋势	9
图 22 棕榈油基差	9
图 23 豆油基差	9

未找到图形项目表。

1.行情回顾及季节性展望

5月CBOT市场美豆整体表现较为强势，不过在供需报告前期，美豆还是基本延续了4月受外围市场主导的调整行情。5月初期宏观收紧预期逐步兑现，风险资金外流，原油、黄金等大宗商品价格大幅承压，美豆油高位价格下也抛盘涌出。美豆受此拖累，叠加新季美豆供应基于超高的种植面积预期，有良好的改善预期，且春播初期天气良好，基金净多持仓也大幅回落，价格轻松突破60日长均线支撑，并测试整体区间底部支撑。然而，5月USDA供需报告对全球大豆进一步呈现紧缩状态再被证实，旧作大豆库存受中国需求增加影响也再次下调，就此美豆一个相对清晰的底部显现，中国也趁机开始大幅采购，美豆很快便走出了触底反转行情。

国内豆类市场主要还是围绕成本支撑逻辑演绎，行情拐点和趋势性反弹与美豆表现基本同步。5月随着国内集中采购的南美大豆陆续到港，油厂库存快速累积，开机率也环比大幅回升，并带动豆油和豆粕出现了季节性增库趋势，使得国内未来供应不足预期和供应宽松现实的矛盾愈发对立。眼下豆粕和豆油消费依然不能左右行情，且并没有出现明显的季节性特点。豆粕进入消费旺季，高昂的价格叠加政府层面力促消费替代，在饲料消费上并没有出现明显增量；反而，豆油虽于消费淡季，但的品种间价差让其极具性价比，且节前及疫情后短期报复性消费回升，豆油表观消费超市场预期。整体来看，5月中下旬后，在随美豆反弹的行情中，豆粕现货拖累明显，相对美豆表现弱势；豆油受成本价格影响远不及豆粕，但在短期需求提振及在整体油脂市场强势带动下，走出了突破行情，并创历史新高。

展望后市，6月供需报告中可能对旧作出口及压榨数据调整，进而对结转库存的修正，依然值得关注，这是目前寻求豆类市场安全边际的关键。此外，随着新季美豆播种高峰的到来，最终能否如期完成播种及作物生长初期天气将成为市场关注的焦点。更为重要的是6月底美豆的季度库存报告和种植面积报告，基于两者的市场预期是主导6月行情的基础，天气是围绕基础行情波动的主要变量。两个重磅报告落地之后，基于天气修正，或在三季度出现一个趋势性行情。6月可能出现交易机会，值的关注。国内方面，豆粕主要还是围绕成本价格交易，另外要关注国内供应端边际变化；豆油除成本支撑、国内供应之外，重点关注积极性消费淡季回归，以及豆棕间的消费替代。本文基于以上要点，展开6月豆类市场供需形势分析，并做出投资建议。

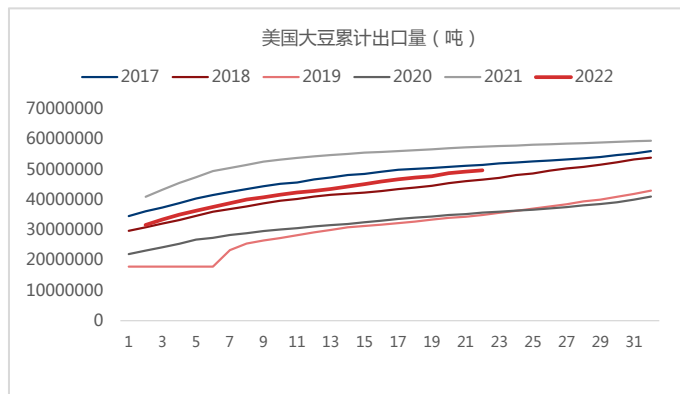
2.美豆：新旧供应预期收缩背景下的天气市场容易出现偏差

出口转运及销售总量超预期，出口目标或将上调136万。

根据USDA出口检测及销售报告数据显示，截止2022年5月26日，2021/22年度美豆已累积出口4967万吨，较去年同期的5747万，同比减少13.5%；该年度出口销售但未装船量为993万，较去年同期的407万，同比增加1.44%。可以看出，自2021/22年南美大豆减产，出口供应收缩之后，美豆的替代需求明显增加。目前美豆已销售总量为5960万，同比去年最终出口量6152万吨减少192万，这里主要反映出中国需求的疲软，以及高价对全球大豆需求的抑制。5月USDA供需报告数据显示，2021/22年美豆出口预计为5824万，较目前已销售量少136万（约0.5亿蒲），假设未来出口销售订单未被取消，后期美豆出口数据仍有向上修正的空间。

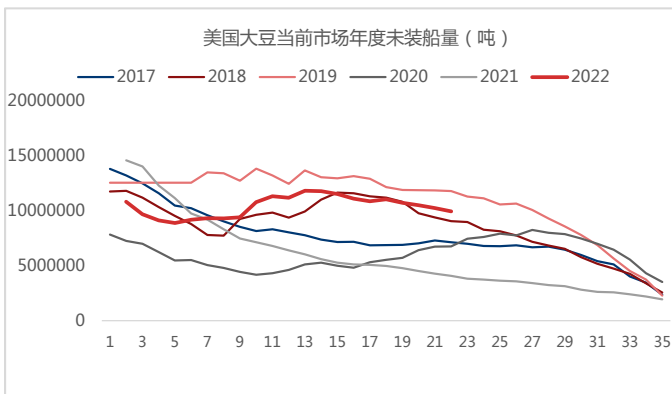
重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

图 1 美国大豆累积出口量（吨）



资料来源：USDA 东海期货整理

图 2 美国大豆当前市场年度未装船量（吨）

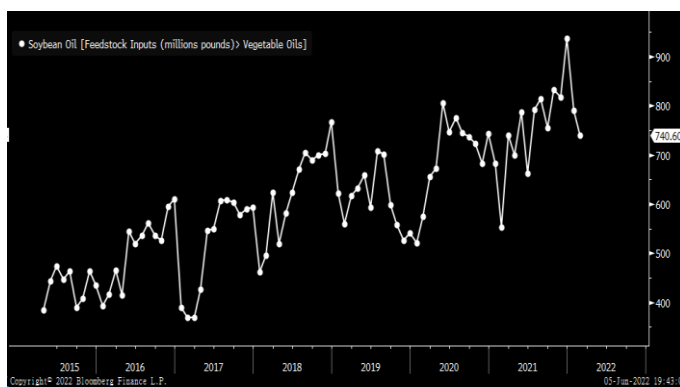


资料来源：USDA 东海期货整理

美生柴政策目标鉴定，压榨消费形势依然良好。

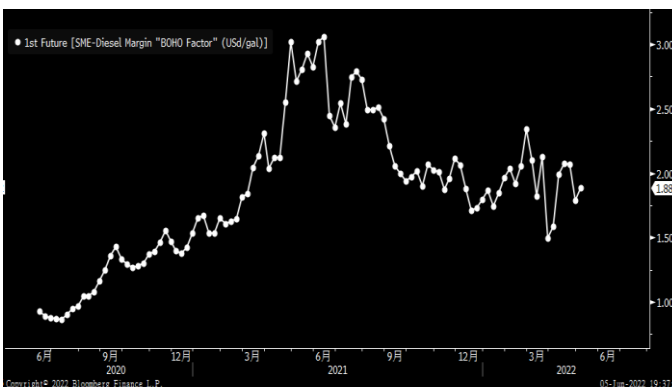
当前 2021/22 年度美豆库存预计为 639 万，处于 2015 年以来的低位。尽管出口需求预期值上调，但带动国内消费下调的空间有限。就在 2022 年 6 月 3 日，美国最终确定 2021 年和 2022 年的可再生燃料掺混义务量（RFS），分别为 188.4 亿加仑和 206.3 亿加仑，并将追溯削减 2020 年生物燃料混合配额至 171.3 亿加仑。当日，USDA 宣布也将投资 7 亿美元帮助降低成本，以补贴 25 个州的近 300 家生物燃料生产商，因新冠肺炎疫情而面临意外的市场损失。在食品和能源通胀压力下，拜登政府最终还是选择了忽视食品价格而执意增加本土生物燃料的供应，这也可以看着拜登政府对清洁能源政策的坚定态度。市场预计美国可再生燃料标准计划将进入增长模式，并推动市场对基于石油的汽油和柴油替代品的需求， 这为 RFS 项目提供了确定性和稳定性保证。

图 3 豆油月度生柴投料量



资料来源：彭博

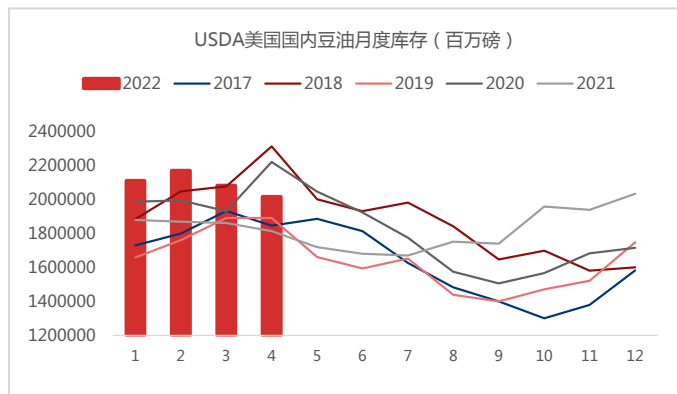
图 4 SME 生柴掺混利润（3rd Future）



资料来源：彭博

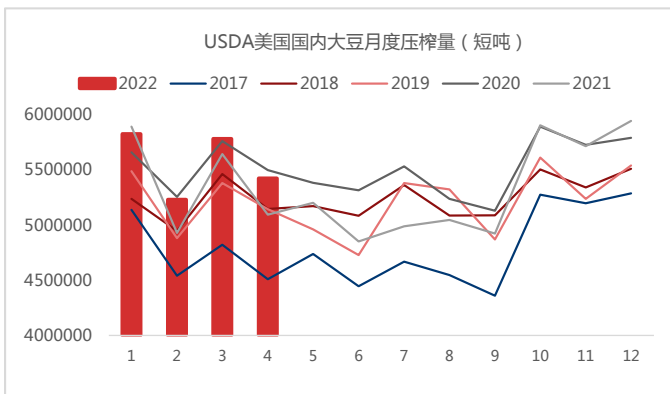
具体来看，生物质柴油义务量较此前草案未做变动，2021 年为 24.3 亿加仑，2022 年为 27.6 亿加仑，比去年目标高出 13.6%。据彭博计算数据显示，目前美国的生物质柴油生产利润依然丰厚，豆油作为生物质柴油主要的原料，约占国内消费总量的 42%，也是影响豆油供应的主要变量。由于 2021 年生柴义务量不变，因此，对于此前主要基于 2021 掺混任务需求而确定的大豆压榨量目标，或维持不变。2021/22 年度，截止 4 月数据统计，美豆压榨 4477 万短吨（约 14.85 亿蒲），去年同期压榨消费 4412 万短吨（约 14.71 亿蒲），同比增加 1.5%。据 5 月预估年度压榨消费量 22.15 亿蒲，还差 7.3 亿蒲（约 2022 万短吨），去年 5 月-8 月合计压榨量为 6.69 亿蒲（2010 万短吨），过去近五年平均值为 6.73 亿蒲，如果维持 1.5% 的合理增量的话，压榨数据不存在下调空间。

图 5 USDA 美国国内豆油月度库存



资料来源：USDA 东海期货整理

图 6 USDA 美国国内大豆月度压榨量

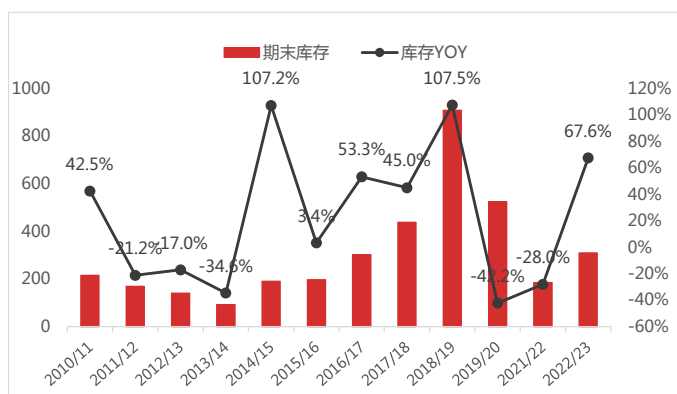


资料来源：USDA 东海期货整理

旧作供应继续收缩，结转库存或仍将下探空间。

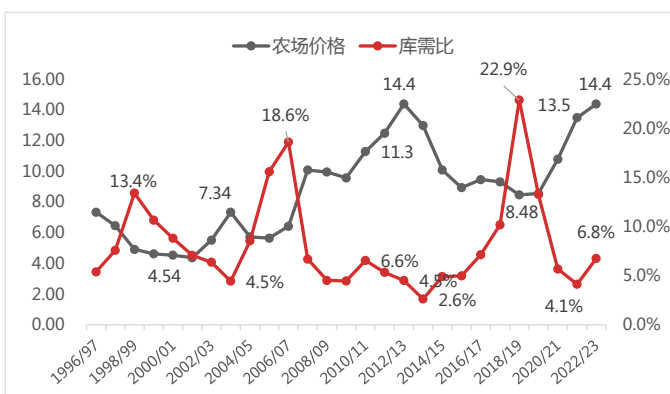
6 月 USDA 即将公布的供需报告，2021/22 年美豆出口目标或上调 50 百万蒲（约 136 万吨）至 2190 百万蒲；当前生柴消费趋势良好，豆油也提前进入去库周期，同期依然较高的压榨利润，对后期压榨维持增量依然可期，此前预期的压榨目标或能实现，暂不存在下调空间。因此，6 月或将 2021/22 年度结转库存或下调 50 百万蒲至 185 百万蒲水平，这将创下自 2013 年以来低位，库需比收缩至 4.1%。

图 7 美豆期货库存（百万蒲） vs 库存 YOY



资料来源：USDA 东海期货整理

图 8 农场价格（美元/蒲） vs 库需比



资料来源：USDA 东海期货整理

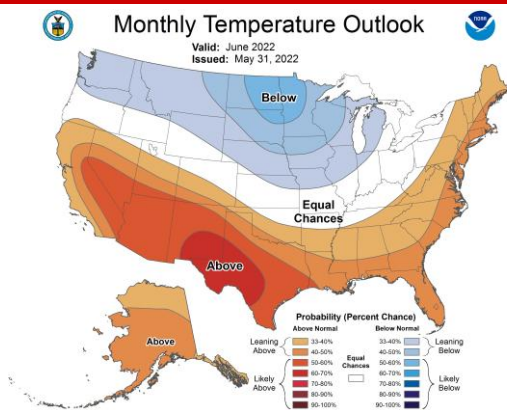
尽管 6 月天气形势良好，但局部风险仍存在炒作机会。

今年拉尼娜现象有望继续，但拉尼娜现象的可能性在北半球夏季后期下降（2022 年 8 月至 10 月的概率为 58%），然后在北半球秋季和 2022 年初冬略有上升（61% 的概率）。拉尼娜给全球天气状况带来了破坏。这种现象可能会在北美冬季将太平洋风暴转移到加州和其他西海岸州，加剧该地区的干旱状况。在大西洋，拉尼娜的影响可以减少飓风季节核心的风速，并允许更多风暴形成和加强。

概括讲，当季整体发生极端气候的风险较小，大部分地区降雨和温度对作物生长有利，即便在北半球秋冬季的时候，南美产区有出现极端气候的风险存在，但对当季形不成可以交易的市场环境，像风调雨顺的天气背景下的市场较普遍的增产预期或收割期内集中上市后的供应压力，这种季节性的行情预计都会出现。不过两点值的关注，一是局部地区像西北部，过量的降雨对播种初期的风险很大。截止 5 月 29 日统计，北达科他州的播种率仍然存在重大延迟，仅为 23%，平均为 70%；明尼苏达州播种率为 55%，平均为 80%。尽管其

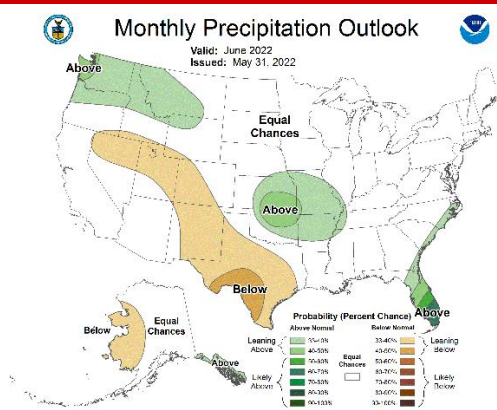
他地区已赶上正常水平，爱荷华州、伊利诺伊州和印第安纳州现在都领先于平均水平，但市场难有过于乐观的情绪。除此之外，收割尾期天气转干和飓风风险也需要注意。去年巴西大豆播种初期降雨充沛，天公作美，播种进度非常快，但中后期干旱气候回归，造成大规模减产。因此，无论是从结转库存水平，还是和去年的天气情况做参照，今年即便初期天气形势较好，但也很难形成像往年幅度的回撤。

图 9 美国 6 月气温预报展望



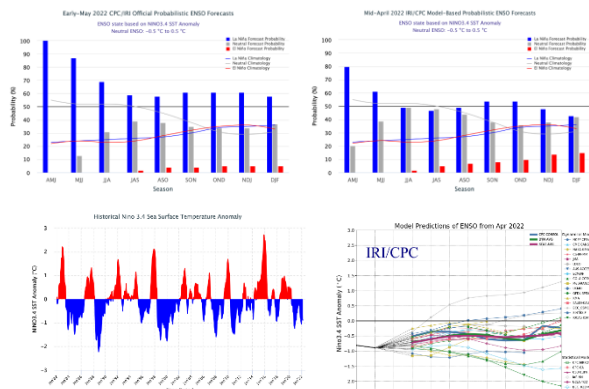
资料来源：NOAA

图 10 美国 6 月降雨预期展望



资料来源：NOAA

图 11 拉尼娜气候展望



资料来源：NOAA

图 12 美豆大豆种植进度（截止 5 月 29 日统计）

[These 18 States planted 96% of the 2021 soybean acreage]

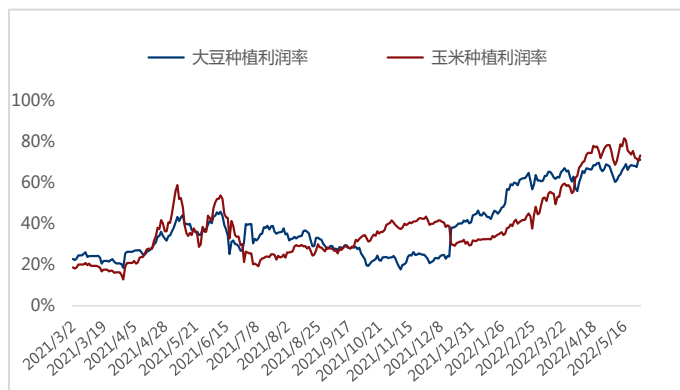
State	Week ending			2017-2021 Average
	May 29, 2021	May 22, 2022	May 29, 2022	
	(percent)	(percent)	(percent)	(percent)
Arkansas	80	71	78	72
Illinois	88	62	75	67
Indiana	84	50	70	63
Iowa	92	69	85	77
Kansas	57	49	56	50
Kentucky	64	51	63	53
Louisiana	76	97	99	88
Michigan	90	47	60	60
Minnesota	99	32	55	80
Mississippi	88	89	92	85
Missouri	48	38	52	49
Nebraska	93	72	87	83
North Carolina	59	61	72	52
North Dakota	86	7	23	70
Ohio	81	36	56	57
South Dakota	91	34	61	64
Tennessee	64	53	60	57
Wisconsin	90	49	73	64
18 States	83	50	66	67

资料来源：USDA

新季大豆种植面积或下调，供应边际改善或不及预期。

当前市场行情下，美国整体的玉米种植依然比大豆有更好的利润，美国玉米最终的种植面积或相较于此前 8900 万英亩的预期要高，大部分地区播种进度目前都赶超了历史均值水平也是佐证，但也必须考虑北达科他州和南达科他州种植面积可能出现的缩减。目前大平原北部作物保险限定的“，像最后播种期”已过，北达科他州和南达科他州地区就此结束玉米播种的可能性很高，这将很大程度上限制玉米面积调整的空间。预计 6 月底 USDA 面积报告中，玉米或有 50-100 万英亩的调整空间，相应的大豆种植面积或调整到 9000 英亩左右。

图 13 美国大豆玉米种植利润率



资料来源：东海期货研究所

图 14 美国大豆种植利润（美元/英亩）



资料来源：东海期货研究所

新旧大豆供应收缩或被兑现，叠加短期天气炒作，美豆容易出现偏差行情。

图 15 USDA 美国大豆平衡表

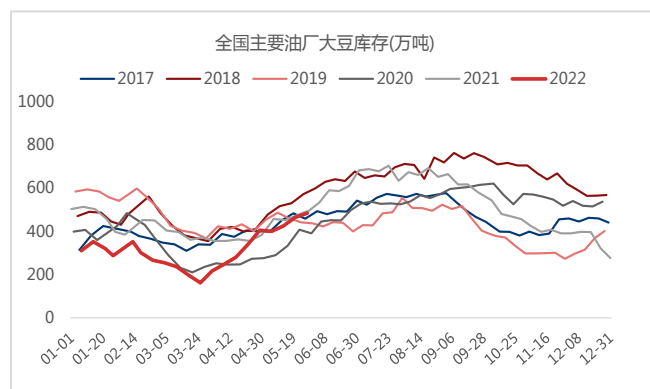
USDA 美国大豆平衡表										
名称	USDA5月						旧作	新作	较差	中性
百万英亩/蒲	旧作						旧作	新作	预期	预期
项目	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22	2022/23	2022/23	21/22	22/23	预期
种植面积	89.2	76.1	83.4	87.2	87.2	91	91		22/23	22/23
收获面积	87.6	74.9	82.6	86.3	86.3	90.1	90.1		90.00	90.50
收获率	98%	98%	99%	99%	99%	99%	99%		89.10	89.60
单产	50.6	47.4	51	51.4	51.4	51.5	51.5		51.5	51.5
期初库存	438	909	525	257	257	235	235		185	185
产量	4428	3552	4216	4435	4435	4640	4640		4589	4614
进口	14	15	20	15	15	15	15		15	15
总供给	4880	4476	4761	4707	4707	4890	4890		4789	4814
压榨	2092	2165	2141	2215	2215	2255	2255		2250	2255
出口	1752	1679	2261	2140	2190	2200	2200	50	2200	2200
种用	88	96	101	106	106	102	102		102	102
残余	39	12	1	12	12	23	23		23	23
总需求	3971	3952	4504	4472	4472	4580	4580		4575	4580
期末库存	909	525	257	235	185	310	310	-50	214	234
库存比	22.9%	13.3%	5.7%	5.3%	4.1%	6.8%	6.8%	0.0%	4.7%	5.1%

资料来源：USDA 东海期货研究所

3.豆粕：6月现货压力依然较大，7-9月供应紧缩或低于预期

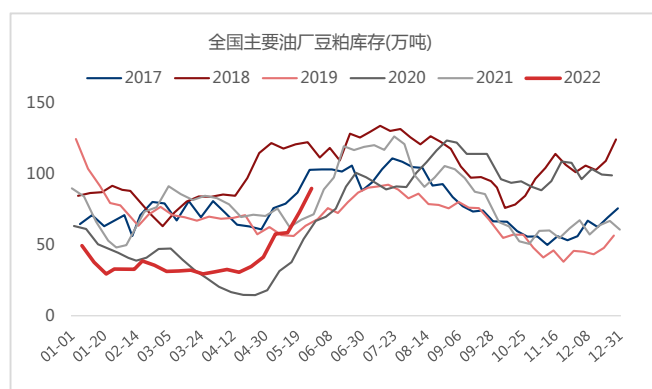
近期豆粕受美豆成本支撑逻辑大幅反弹，但是豆粕 09 合约 4200 价格突破之后略显乏力，除现货及需求疲软压力之外，豆油溢价也在限制豆粕涨幅。6月国内大豆到港量较大，叠加抛储调控，国内供应依然宽松，豆粕增库趋势不变，现货依然承压。据 mysteel 船期数据推演，6月国内主要油厂将有 923 万吨大豆到港，按照 800 万的压榨预估数据核算，国内主要油厂大豆库存将增加 120 万至 620 万左右库存水平，处于同期偏高水平。反观豆粕，6月 800 万的压榨量将产出豆粕 628 万吨，按照提货量 600 万吨推算，豆粕的增库量约有 30 万吨，6月底豆粕库将高达 120 万吨，同样处于历史同期高位。

图 16 全国主要油厂大豆库存



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 17 全国主要油厂豆粕库存

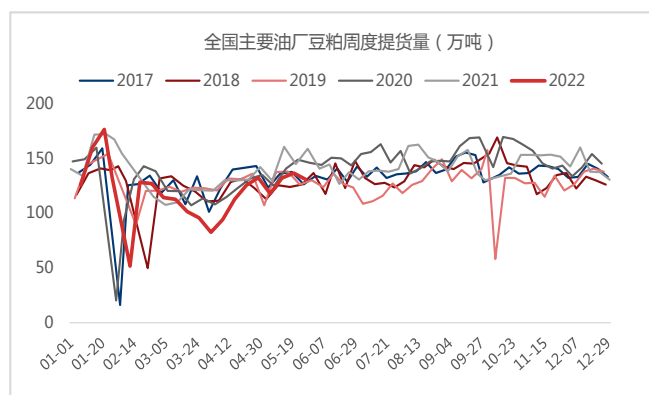


资料来源：我的农产品网 东海期货整理

然而，当前国内豆粕市场面临以下问题：

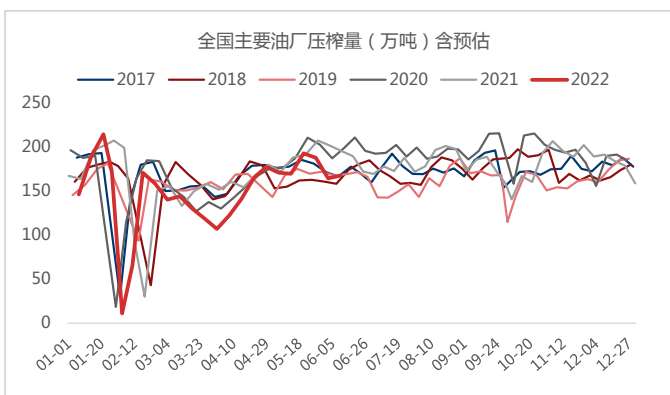
下游饲料企业库存天数不高，高价下观望情绪浓重，采购和提货进度迟缓。尽管玉米饲料回归带来蛋白需求增加，但是国家层面一直低蛋白饲料推广，同时也受限于微薄的养殖利润，豆粕掺混较以往水平依然偏低。据全国工业饲料协会统计，2022 年 4 月，饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 40.8%，同比增长 0.7 个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比 15.0%，同比增长 0.2 个百分点。此外，生猪存栏下滑明显，豆粕刚需受限，多重原因导致下游提货缓慢。

图 18 全国主要油厂豆粕提货量



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 19 全国主要油厂大豆压榨量



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

油厂现货出货缓慢，油厂豆粕库存压力远大于预期。目前南方地区豆粕库存压力凸显，但全国整体库存依然处于合理水平。不过目前国内油厂压榨利润不佳，面对高昂的原料成本和下游疲软的消费，主动降低开机率，维持豆粕合理供给也是常规操作。目前相对普遍的胀库停机，或更多是油厂主动作为，然而，油厂限制开机，只能缓解但仍不能解决问题。限制开机带来的大豆较快的胀库压力，出现同期较高的库存数据，也是很重的负担，尽管全国主要油厂整体依然还有 200 万库容作为缓冲。

概率来讲，6 月份整体豆粕的供应带来的现货压力还是非常大的，地区性库存压力下供应节奏不同，带来的地区性价差有可能扩大。目前基于三季度大豆到港不足的预期，而抛售的远月高基差（主流地区 m09+250）成交预期不会持续。当前大豆的库存趋势良好，今年主要油厂的库存高峰或提早到来 6 月末 7 月初，约在 650-700 万水平。从当前采购进度及市场预期的总量来看，预计 7 月不会有明显缺口，8-10 月月均缺口在 100-150 万。因此，

在新季美豆供应上市之前，国内主要油厂大豆的库存最低在 300 万左右，叠加部分抛储调控，大豆供应并不会出现明显缺口。

4.豆油：6 月增库趋势依然明显，需求引发的行情或难以为继

近期疫情转好且管控措施放宽，报复性消费需求增加，叠加节日消费需求释放，短期豆油消费趋势良好，终端补库需求也在增加。随着天气渐热，油脂季节性消费淡季依然回归，但当前豆棕价差结构下，豆油的性价比优势依然明显，作为当前国内三个油脂中最廉价的存在，豆油在传统淡季的需求要比以往要好很多。不过随着大豆到港量的不断增加，且豆粕库存仍存在弹性空间，油厂开机依然有望保持相对高位，粗略推算，仅按照月度 750 万压榨预估数据推算，豆油供给量有 138 万吨，而 5 月（4 周数据）国内主要地区豆油消费约有 130 万，豆油依然有盈余。6 月豆油或继续延续供需双旺局面，尽管库存增库进度缓慢，但趋势预计将延续。

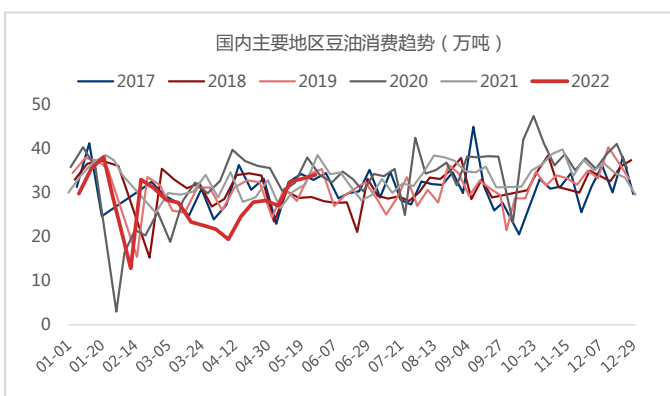
目前国内棕榈油库存见底，刚需被压制极低水平而缺乏需求弹性。当下豆棕现货价差深度倒挂至-3000 以下，棕榈油现货基差更是处于近 4000 元/吨的极值水平。仅从供需层面考虑，豆油的增量完全可以覆盖棕榈油的替代需求，这种情况下，并没有足够的替代空间支撑豆棕价差回归，需求层面因替代关系而出现的这种补涨行情更多是情绪上的利多兑现。当然，此前油脂整体的多头行情，对于豆油这种估值相对较低的品种而言，更能引发行情。

图 20 华东地区一级豆油-棕榈油（24 度）现货价差



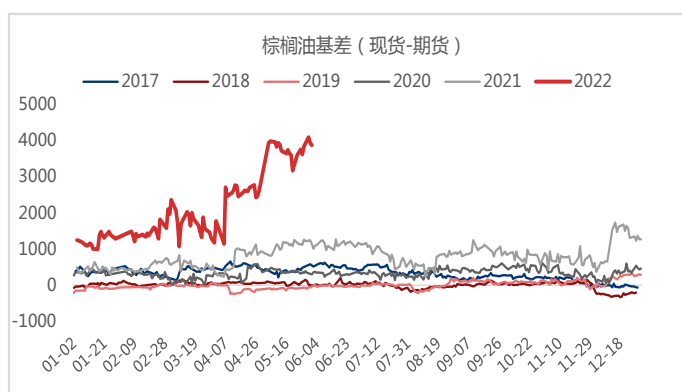
资料来源：WIND 东海期货整理

图 21 国内主要地区豆油消费趋势



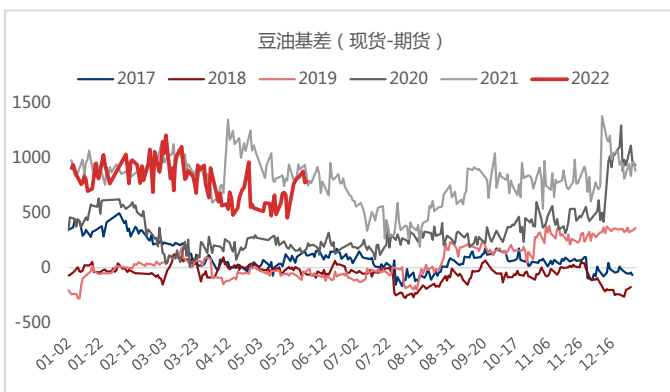
资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 22 棕榈油基差



资料来源：WIND 东海期货整理

图 23 豆油基差



资料来源：WIND 东海期货整理

5.结论：美豆触顶回落预期强，短期关注油粕比回调行情

展望后市，美豆，从基金表现来看，持仓依然兴趣浓，无论是考虑从西北部过量降雨、生柴利好情绪弥漫、谷物深跌后正常修复预期，还是日益见底的美豆库存，美豆市场氛围还是易涨难跌的。不过这种涨势更多的是资金行为，波动风险巨大，需要警惕的是，利润空间兑现后资金回撤和技术性修正行情。限制资金持续做多的原因，除宏观收缩及谷物市场边际改善带来的风险资金回撤之外，主要是6月依然缺乏天气背景的利多支撑。此外，从产业利润角度考虑，美豆价格过高，美国国内油粕却颓势稍显，其中豆油受印尼出口供应边际改善及原油顶部压力影响而承压，豆粕受DDGS价格回落挤压也稍显疲软，国内的压榨利润从高位回落，现货基差也在收缩；中国作为全球最大的消费国家，国内利润受近期供应压力影响也在持续承压。眼下产业里高昂的成本价格传导有所受阻，产业里很难给予1700以上的美豆太多支撑。6月，除局部天气、谷物、生柴因素之外，6月底的面积报告超预期缩减，很容易使得美豆出现偏差而出现超买行情，只要市场对整体的天气形势预期依然乐观，美豆依然非常具备试空价值。

目前国内豆粕09相较美豆近月1700的价格并不贵，溢价在豆油及豆粕现货体现较多。后期即便美豆不突破，高位僵持住，豆粕补涨行情预计也会出现，这样的行情并不是供需矛盾的激化，更多的是豆油溢价转移形成的，因此油粕比有很强的回调预期。当然，如果美豆突破前高，目前豆油既有顶部压力，又受油脂整体供应边际改善及政策风险释放带来疲软拖累，豆粕也会流入更多风险资金；反之，美豆整理区间内开始调整，豆油成本溢价出兑，油粕比回归依然有很高的安全边际。

分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn