

菜系供强需弱，宽松格局延续

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

2024 年全球菜籽产量依旧高产，大豆增产预期也对菜系市场形成压力。

一季度是菜籽进口高峰期，我国从俄罗斯进口菜油量也较高，因此菜油供应相对充足，而菜粕市场既存在进口增加的供应压力，下游水产消费也处于淡季，因此供需更加宽松。二季度随着进口高峰期过去，菜油供应压力逐步缓解，菜粕的下游水产也逐渐进入旺季，供需将有收紧。整体来看，2024 年全球菜籽产量较高，而需求缺乏驱动，预计菜系市场宽松格局为主。

农业组研究团队

研究员：

李兴彪

从业资格号：F3048193

投资咨询号：Z0015543

李青

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

吴静雯

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

李艺华

从业资格号：F3086449

投资咨询号：Z0019380

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

摘要：

（一）菜油：供给充足，延续宽松

供给端，预计 23/24 年度全球菜籽产量略降，但绝对量仍位于近年高位，供应相对充足。国内来看，一季度处于加拿大、俄罗斯菜籽上市期，我国菜籽进口量增加，俄罗斯菜油进口量也较高，菜油供应充足，而二季度开始随着进口高峰期过去，供给压力逐渐缓和。

需求端，下游消费表现一般，春节前备货对于油脂的消费有一定拉动，节后预计延续疲软。目前菜油豆油价差倒挂，菜油消费具有替代优势，但是随着南美天气改善，大豆供应预期增加，菜油替代优势将逐渐减弱。

综合来看，23/24 年全球菜籽减产幅度不大，总产量依旧高位，消费端缺乏明显利好，供需整体延续宽松格局。一季度加拿大、俄罗斯菜籽集中上市，我国菜籽进口压力、菜油进口压力集中兑现，二季度随着进口高峰期过去，供应压力或有好转，但全球供需相对充足的背景下，基本面依旧宽松为主。

（二）菜粕：产量增加，需求萎缩

供给端，23/24 年度全球菜籽产量依旧较高，一季度正处于主产国菜籽集中上市期，我国菜籽进口量较大，随着油厂开工率、压榨量的提升，菜粕产量增长。

需求端，2023 年水产品价格偏低，养殖利润较差，预计 24 年水产养殖规模减少，菜粕的需求将减少。季节性来看，一季度是水产淡季，菜粕需求较差，二、三季度水产需求增长，四季度再次进入淡季。替代品方面，目前豆菜粕价差较高，菜粕存在替代优势，但是若大豆增产预期兑现，菜粕的替代优势将减弱。

综合来看，2024 年全球菜籽供应依旧相对充足，我国菜籽进口量预计较高，而饲用需求下降，因此菜粕市场供需关系相对宽松。一季度菜籽进口高峰期，水产需求淡

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

季，菜粕市场相对更加宽松，二季度随着进口高峰期过去，同时水产需求开始增加，预计菜粕供需将有收紧。但是 2024 年菜籽、菜粕供应预计充足，而需求总量减少，因此菜粕市场预计仍以供需宽松为主。

风险因素：天气；替代品产量变化；进口变化；需求超预期。

目 录

摘要:	1
一、 2023 年菜系行情回顾	5
(一) 菜油	5
(二) 菜粕	5
二、 菜系市场基本面分析	6
(一) 全球菜籽生产情况: 产量略降, 出口调减	6
1. 23/24 年度全球菜籽产量下降	6
2. 加拿大菜籽出口减少	7
3. 欧盟菜籽库销比下降	8
4. 澳大利亚菜籽产量和出口大幅减少	8
(二) 国内菜籽生产情况: 产量新高	9
(三) 国内菜籽进口情况: 进口增长	9
(四) 国内菜籽压榨情况: 开工增加	10
(五) 菜油: 油厂开榨、库存高位	10
1. 菜油供给: 国内压榨、菜油进口均环比增加	10
2. 菜油需求: 油脂价格偏弱, 菜豆油价差缩小	11
3. 菜油库存: 油厂库存同比偏高	12
(六) 菜粕: 供给充足, 需求跟随季节性变化	12
1. 菜粕供给: 产量和进口均明显增长	12
2. 菜粕需求: 饲用消费总量减少	13
三、 2024 年菜系市场展望	14
(一) 菜油: 供给充足, 延续宽松	14
(二) 菜粕: 产量增加, 需求萎缩	15

图表目录

图表 1: 菜油现货价格	5
图表 2: 菜油期货主力合约收盘价	5
图表 3: 菜粕现货价格	6
图表 4: 菜粕期货活跃合约收盘价	6
图表 5: 全球及主产国菜籽产量变动表	6
图表 6: 全球菜籽供需平衡表 (USDA)	7
图表 7: 全球菜籽库存消费比 (USDA)	7
图表 8: 加拿大菜籽供需平衡表 (USDA)	7
图表 9: 加拿大菜籽生产情况 (加拿大统计局)	7
图表 10: 欧盟菜籽供需平衡表 (USDA)	8
图表 11: 欧盟菜籽单产	8
图表 12: 澳大利亚菜籽供需平衡表 (USDA)	8
图表 13: 澳大利亚菜籽单产	8
图表 14: 国内菜籽产量及预估	9
图表 15: 我国菜籽月度进口量	10
图表 16: 我国菜籽进口结构	10
图表 17: 菜籽压榨开工率	10

图表 18: 菜籽压榨量	10
图表 19: 国内菜油产量	11
图表 20: 我国菜油进口量	11
图表 21: 我国菜油进口结构.....	11
图表 22: 我国从俄罗斯进口菜油量快速增长.....	11
图表 23: 各类油脂价格	12
图表 24: 餐饮行业消费	12
图表 25: 压榨厂菜油库存	12
图表 26: 国内菜粕产量	13
图表 27: 我国菜粕进口量	13
图表 28: 水产饲料产量（万吨）.....	14
图表 29: 淡水鱼价格	14
图表 30: 豆粕菜粕价差	14

一、2023 年菜系行情回顾

（一）菜油

2023 年菜油价格大幅回落。年初，我国从俄罗斯进口菜油量快速增长，菜油价格开启下跌模式，3 月-5 月，在海外银行业危机的利空因素影响下，菜油价格继续下跌，江苏南通菜油现货价格从年初的 13120 元/吨，下跌至 2023 年 5 月末的 7650 元/吨，累计跌幅 42%。6 月-7 月下旬，加拿大高温、降水偏少，恐影响菜籽产量，并且国内菜籽进口量下降，菜油库存减少，菜油价格阶段反弹至 10000 元/吨。8 月之后，加拿大干旱问题改善，菜油价格又重回下跌趋势。到 2023 年底，全球菜籽主产国收获完成，供应压力增加，国内菜籽进口量增加，菜油价格回落至 8290 元/吨。

菜油期货主力合约价格走势也与现货节奏类似，上半年原油市场利空油脂、国内需求不佳，菜油期货持续下跌，6 月-7 月收到加拿大干旱天气影响，菜油期货价格反弹，8 月随着降水改善，期货回吐升水，年底菜籽进口量增加，菜油期货价格持续回落。

图表1：菜油现货价格



图表2：菜油期货主力合约收盘价



（二）菜粕

2023 年菜粕价格较 2022 年略有下降，但是绝对价格仍旧在历史高位运行。华东地区 2023 年菜粕年度均价 3412 元/吨，较 2022 年的 3715 元/吨，变化-8%。

节奏来看，2023 年一季度，我国菜籽、菜粕进口增加，油厂开机率提高，菜粕供应宽松，菜粕价格震荡下跌，从 3500 元/吨左右下跌至 3000 元/吨附近。二、三季度，随着气温回暖，水厂养殖备货启动，菜粕需求进入旺季，菜粕价格快速上涨，到 8 月涨至 4170 元/吨左右。9 月开始，加拿大菜籽收获进程较快，国内

菜籽进口量增加，菜粕价格从高位大幅回落。四季度，进入水产养殖淡季，菜粕需求减少，到 2023 年 12 月，华东地区菜粕价格跌至 2800 元/吨附近，创下 2023 年新低。

菜粕期货主力合约价格走势也与现货节奏相近，一季度菜粕供给宽松，菜粕期货价格震荡走弱；二、三季度随着需求进入旺季，以及主产国减产预期，菜粕期货价格开始反弹；9 月之后到四季度，国内菜籽进口增加，年底需求进入淡季，菜粕期货价格回落。

图表3：菜粕现货价格



资料来源：Wind、USDA、钢联、中信期货研究所

图表4：菜粕期货活跃合约收盘价



资料来源：Wind、USDA、涌益咨询、钢联、中信期货研究所

二、菜系市场基本面分析

（一）全球菜籽生产情况：产量略降，出口调减

1. 23/24 年度全球菜籽产量下降

23/24 年度全球菜籽预期产量下降，虽然播种面积增加，但是受天气等因素影响，多数主产区单产下调。据 USDA2023 年 12 月供需报告显示，23/24 年度全球菜籽总产量预计 87 百万吨，同比变化-2.1%。其中，主要减产国家有中国、澳大利亚、俄罗斯等，增产国家有欧盟、加拿大、印度、乌克兰等。

图表5：全球及主产国菜籽产量变动表

	种植面积（百万公顷）		单产（吨/公顷）		产量（百万吨）		
	22/23	23/24	22/23	23/24	22/23	23/24	yoy
全球	41.9	42.4	2.1	2.0	88.8	87.0	-2.1%
欧盟	5.9	6.3	3.3	3.2	19.6	20.1	2.4%
加拿大	8.6	8.9	2.2	2.1	18.7	18.8	0.6%
中国	7.3	7.4	2.1	2.1	15.5	15.4	-0.8%
印度	8.9	9.2	1.3	1.3	11.3	11.7	3.5%
澳大利亚	3.9	3.5	2.1	1.6	8.3	5.5	-33.5%

乌克兰	1.2	1.5	2.8	2.9	3.5	4.3	22.9%
俄罗斯	2.3	2.0	1.9	2.0	4.3	4.0	-7.0%

资料来源: USDA、中信期货研究所

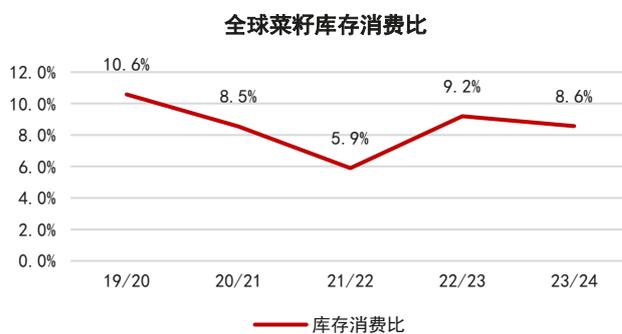
全球菜籽库销比下降。22/23 年度, 由于全球菜籽产量的大幅增长, 库存从 21/22 年度的 4.5 百万吨, 迅速增长至 7.8 百万吨, 变化+73%, 全球菜籽供应一下子变得宽松起来。23/24 年度, USDA 预计全球菜籽产量小幅下降, 但是总产量依旧位于近五年偏高水平。需求方面, 23/24 年度全球菜籽需求量预计继续增长。因此 23/24 年度全球菜籽产量小幅下降, 需求增加, 期末库存预计减少 0.4 百万吨, 库存消费比从 9.2%, 下降至 8.6%。

图表6: 全球菜籽供需平衡表 (USDA)

百万吨	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24
期初库存	9.7	7.6	6.4	4.5	7.8
产量	70.3	74.7	75.8	88.8	87.0
进口	15.8	16.7	13.8	20.1	16.0
消费	72.2	74.5	76.2	85.3	86.3
出口	16.0	18.1	15.3	20.2	17.1
期末库存	7.6	6.4	4.5	7.8	7.4

资料来源: USDA、中信期货研究所

图表7: 全球菜籽库存消费比 (USDA)



资料来源: USDA、中信期货研究所

2. 加拿大菜籽出口减少

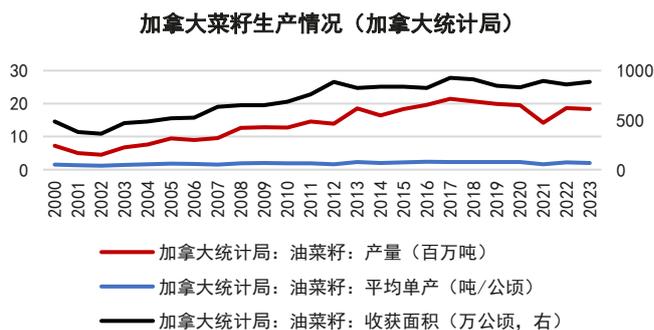
USDA 和加拿大统计局均预计 23/24 年度加拿大菜籽播种面积增加, 但是单产下降。但是加拿大统计局预计 23/24 年度菜籽产量 18.3 百万吨, 环比减少 0.4 百万吨, 而 USDA 预计 23/24 年度加拿大菜籽产量 18.8 百万吨, 环比增加 0.1 百万吨。整体来看, 加拿大单产下降对于实际产量造成的损失有待验证, 但是由于加拿大自用菜籽量的增加, 导致其出口的菜籽量出现下降。据 USDA 数据, 23/24 年度预计加拿大菜籽出口量 7.7 百万吨, 环比减少 0.3 百万吨。

图表8: 加拿大菜籽供需平衡表 (USDA)

百万吨	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24
期初库存	4.4	3.5	1.8	1.3	1.5
产量	19.9	19.5	14.2	18.7	18.8
进口	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
消费	11.0	10.7	9.6	10.7	11.1
出口	10.0	10.6	5.3	8.0	7.7
期末库存	3.5	1.8	1.3	1.5	1.7
库存消费比	31%	17%	14%	14%	15%

资料来源: USDA、中信期货研究所

图表9: 加拿大菜籽生产情况 (加拿大统计局)



资料来源: 加拿大统计局、钢联、中信期货研究所

3. 欧盟菜籽库销比下降

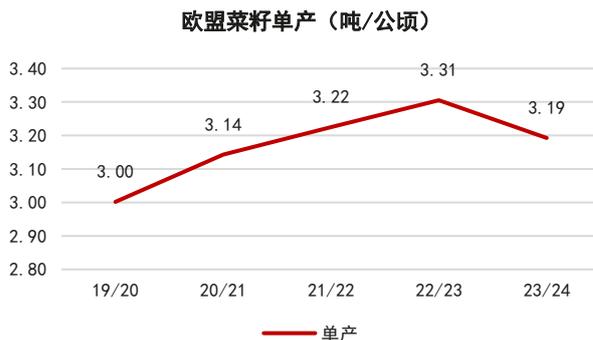
据 USDA 预计 23/24 年度欧盟菜籽单产下降, 但是种植面积增加, 菜籽总产量环比增长, 同时消费量环比增加, 菜籽期末库存预计较上一年度减少 0.2 百万吨, 库销比从 7%下降至 6%。

图表10: 欧盟菜籽供需平衡表 (USDA)

百万吨	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24
期初库存	1.9	1.2	0.7	0.8	1.8
产量	15.3	16.7	17.4	19.6	20.1
进口	6.1	5.8	5.6	6.8	5.3
消费	21.7	22.8	22.4	24.9	25.2
出口	0.3	0.2	0.5	0.5	0.5
期末库存	1.2	0.7	0.8	1.8	1.6
库存消费比	5%	3%	4%	7%	6%

资料来源: USDA、中信期货研究所

图表11: 欧盟菜籽单产



资料来源: USDA、中信期货研究所

4. 澳大利亚菜籽产量和出口大幅减少

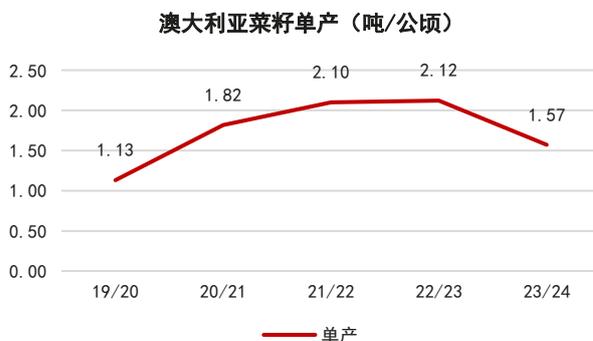
由于上一年度菜籽价格下跌, 澳大利亚农民播种积极性减弱, 23/24 年度澳大利亚菜籽播种面积仅 3.5 百万公顷, 较上一年度减少 0.4 百万公顷, 降幅约 10%, 同时菜籽单产也出现下滑, 据 USDA 预计 23/24 年度澳大利亚菜籽产量仅 5.5 百万吨, 较上一年的 8.3 百万吨, 减少 2.8 百万吨, 降幅约 34%。菜籽产量的下降也影响到澳大利亚的菜籽出口, 23/24 年度澳大利亚菜籽出口量预计减少 2.3 百万吨。

图表12: 澳大利亚菜籽供需平衡表 (USDA)

百万吨	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24
期初库存	0.9	0.5	0.4	0.1	0.5
产量	2.3	4.8	6.8	8.3	5.5
进口	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
消费	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
出口	1.7	3.7	5.9	6.7	4.4
期末库存	0.5	0.4	0.1	0.5	0.4
库存消费比	42%	34%	10%	44%	35%

资料来源: USDA、中信期货研究所

图表13: 澳大利亚菜籽单产

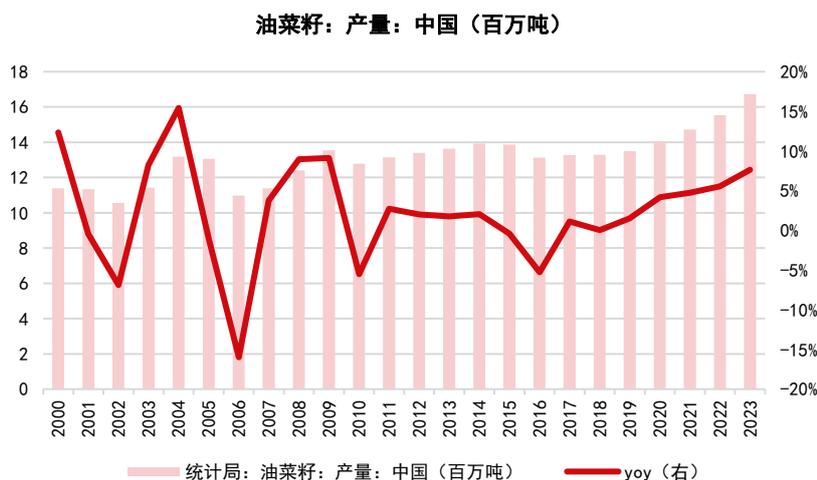


资料来源: USDA、中信期货研究所

（二）国内菜籽生产情况：产量新高

2023 年我国菜籽产量继续保持高速增长，据国家粮油信息中心预计，2023 年我国菜籽产量 16.27 百万吨，较上一年度增加+7.65%，实现了自 2017 年以来连续第七年的正增长，且增幅也创下新高。

图表14：国内菜籽产量及预估

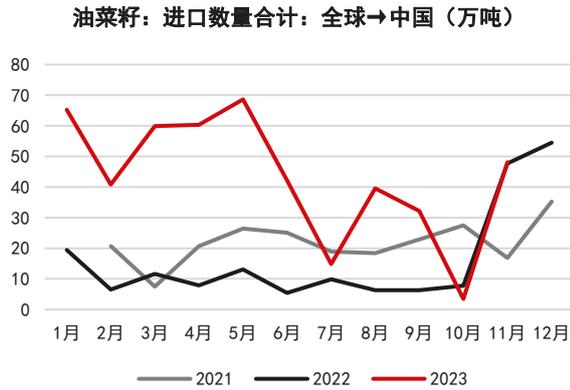


资料来源：Wind、国粮中心、中信期货研究所

（三）国内菜籽进口情况：进口增长

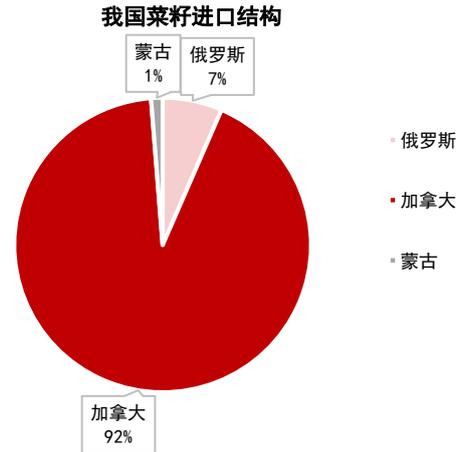
22/23 市场年度，全球菜籽产量大增，我国菜籽进口量翻倍增长。海关总署数据显示，2023 年 1 月-11 月，我国菜籽累计进口 475 万吨，较上一年度同期变化+236%，进口供应充足，其中约 92%来自于加拿大菜籽。而 23/24 年度，由于加大拿菜籽单产下降，国内消费增加，菜籽出口预期下调，可能影响我国菜籽进口量。

图表15：我国菜籽月度进口量



资料来源：钢联、海关总署、中信期货研究所

图表16：我国菜籽进口结构

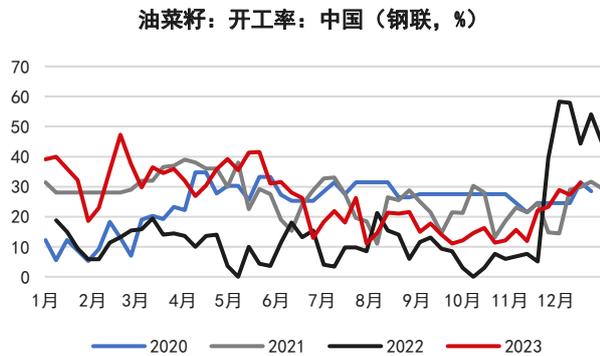


资料来源：钢联、海关总署、中信期货研究所

（四）国内菜籽压榨情况：开工增加

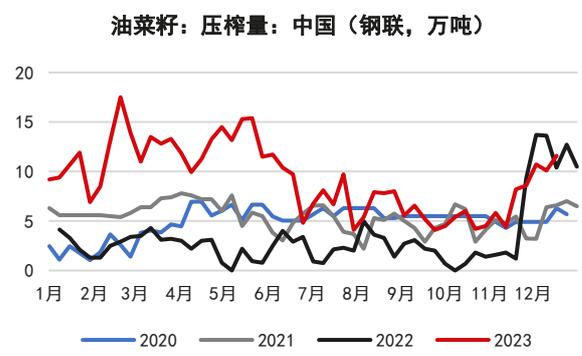
2023年上半年菜籽开工率和压榨量较高，下半年随着进口菜籽量减少，压榨量逐渐下滑。2023年11月，随着加拿大菜籽上市，我国进口菜籽量环比增加，压榨开机率和菜籽压榨量逐渐提升，国内菜籽供应相对宽松。

图表17：菜籽压榨开工率



资料来源：钢联、中信期货研究所

图表18：菜籽压榨量



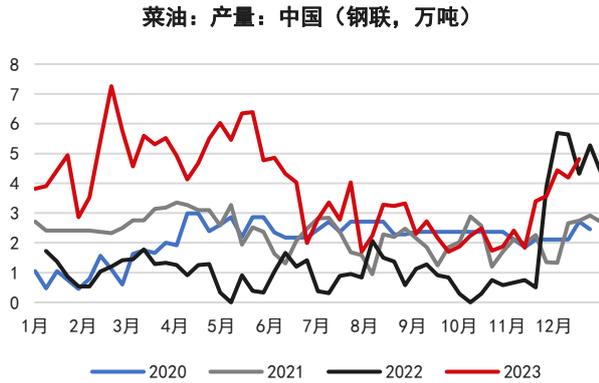
资料来源：钢联、中信期货研究所

（五）菜油：油厂开榨、库存高位

1. 菜油供给：国内压榨、菜油进口均环比增加

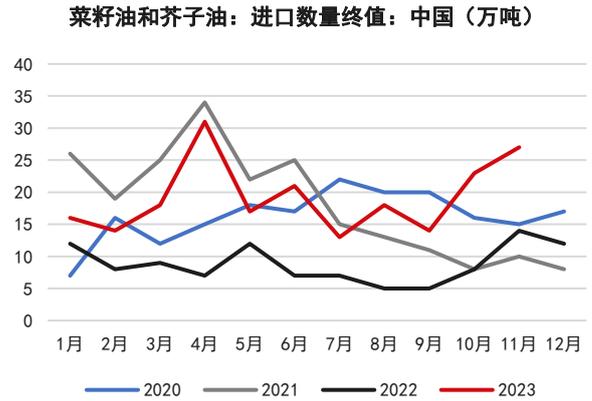
我国菜油产量和菜籽压榨量同步变化。2023年我国菜籽进口量较大，菜油产量也相对较高。2023年12月以来，随着新季进口菜籽陆续到港，我国油厂菜籽开工率和压榨量再度增加，菜油产量也开始增长。

图表19：国内菜油产量



资料来源：钢联、中信期货研究所

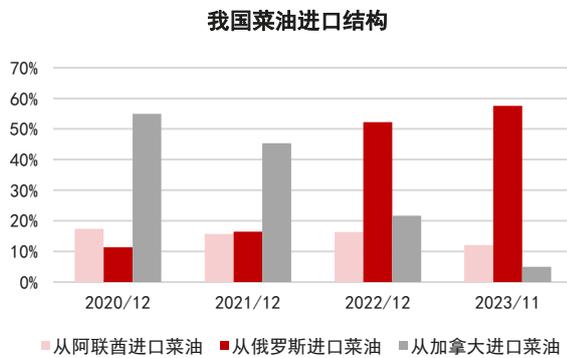
图表20：我国菜油进口量



资料来源：钢联、海关总署、中信期货研究所

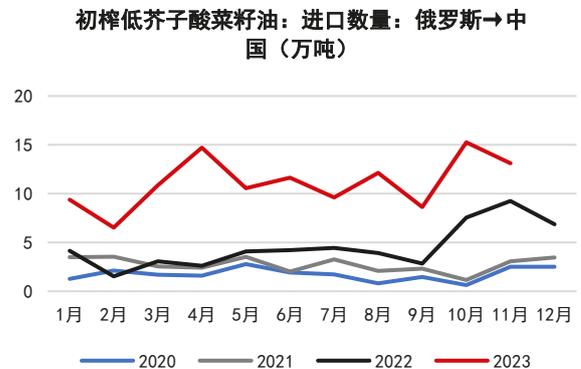
进口供应来看，2023 年我国菜油进口量相对较高，菜油主要进口国家从加拿大转变为俄罗斯。据海关数据，2023 年 1-11 月，我国从俄罗斯累计进口菜油量占总进口量的 58%左右。从俄罗斯大量进口菜油后，2023 年我国菜油总进口量较 2022 年明显增长。随着加拿大、俄罗斯新赛季菜籽上市，主产国菜油出口将进入高峰期，预计 2024 年一季度我国菜油进口量继续保持高位，菜油供应相对充足。

图表21：我国菜油进口结构



资料来源：钢联、海关总署、中信期货研究所

图表22：我国从俄罗斯进口菜油量快速增长



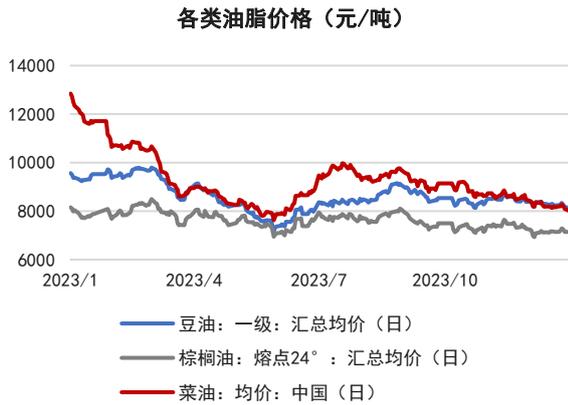
资料来源：钢联、海关总署、中信期货研究所

2. 菜油需求：油脂价格偏弱，菜豆油价差缩小

菜油主要用于餐饮行业和食品加工业，跟豆油、棕榈油等油脂存在替代关系。多数时间，菜油价格要高于豆油、棕榈油，但是 2023 年三季度以来，菜油价格跌幅较其他油脂更大，菜油的溢价价差逐渐缩小，甚至和豆油出现倒挂。

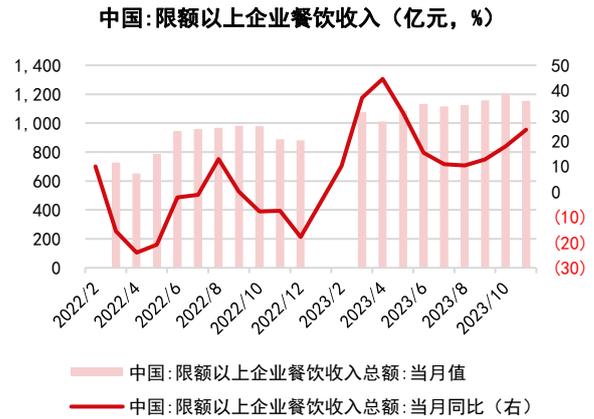
菜油的消费旺季多集中在每年中秋国庆、春节前的备货阶段。2023 年随着餐饮行业消费回暖，我国限额以上企业餐饮收入同比增幅明显，也拉动了菜油消费量的增长。2024 年春节临近，预计节前备货也将拉动菜油的消费需求。

图表23: 各类油脂价格



资料来源: 钢联、中信期货研究所

图表24: 餐饮行业消费

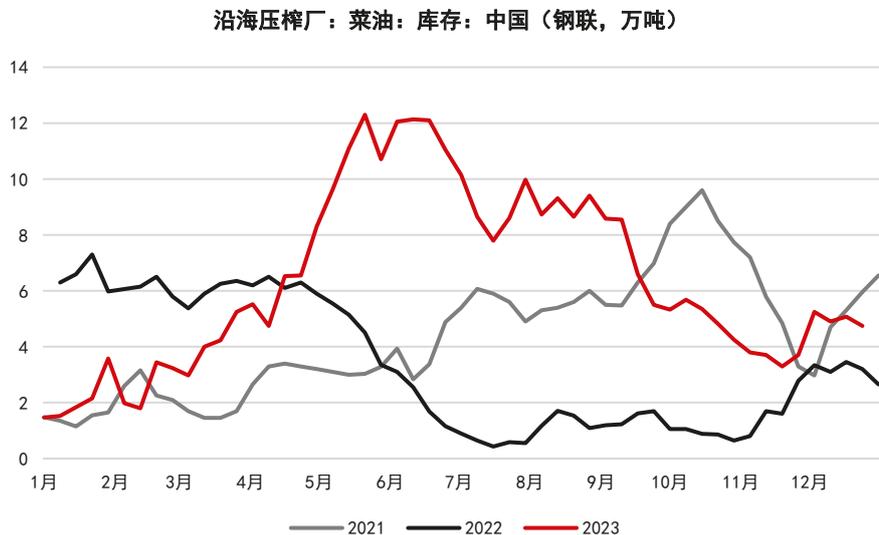


资料来源: Wind、中信期货研究所

3. 菜油库存: 油厂库存同比偏高

2023 年上半年压榨厂菜油库存快速累积, 2023 年 5 月-6 月菜油库存达到了历史年份约两倍以上, 高库存压力使菜油价格大幅下跌。2023 年下半年, 菜油库存开始去库, 截至 2023 年 12 月底, 沿海压榨厂菜油有 4.75 万吨, 环比变化-6.50%, 同比变化+79.25%, 虽然库存仍在下降, 但是绝对量依旧高于去年同期。

图表25: 压榨厂菜油库存



资料来源: 钢联、中信期货研究所

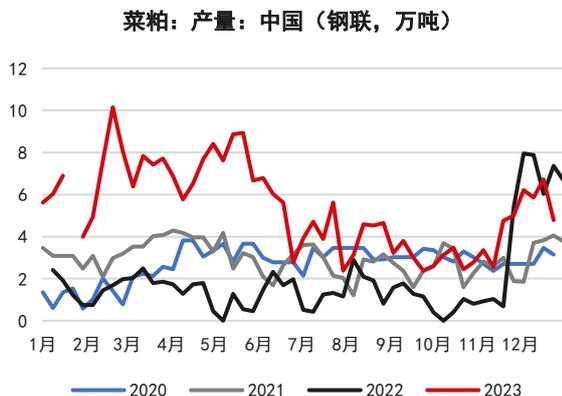
(六) 菜粕: 供给充足, 需求跟随季节性变化

1. 菜粕供给: 产量和进口均明显增长

国内供应来看, 2023 年因为菜籽压榨量较大, 我国菜粕产量也偏高。2023

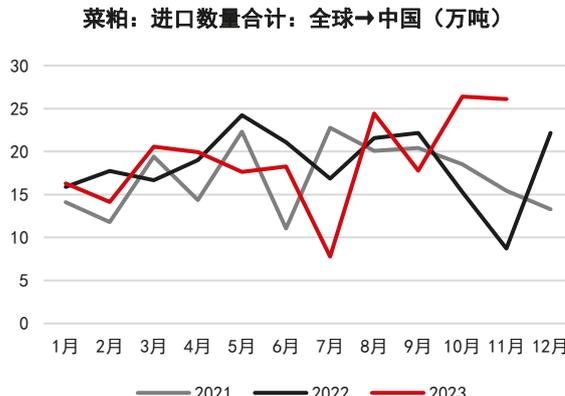
年 12 月，随着油厂菜籽开工率和压榨量提高，菜粕产量也环比增长。进口供应来看，2023 年前三个季度菜粕进口总量不及往年，但是四季度菜粕进口量大幅增长，海关数据显示，2023 年 1 月-11 月我国菜粕累计进口量 209 万吨，较上年同期变化+5%。无论是国产菜粕，还是进口菜粕，供应较上一年度均明显增多。

图表26：国内菜粕产量



资料来源：钢联、中信期货研究所

图表27：我国菜粕进口量



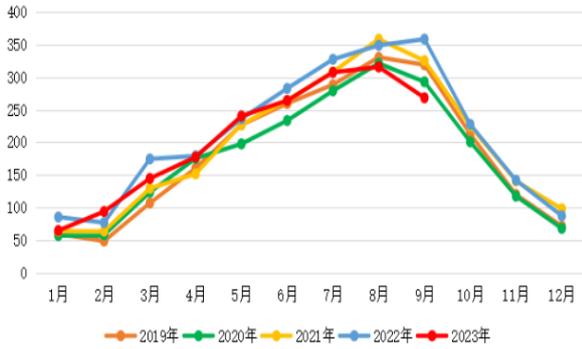
资料来源：钢联、海关总署、中信期货研究所

2. 菜粕需求：饲用消费总量减少

菜粕消费主要用于饲料生产，尤其是水产饲料。饲料工业协会数据显示，2023 年我国水产饲料量不及上年，前三季度我国水产饲料产量 1876 万吨，同比变化 -9.3%。而且 2023 年水产行情持续低迷，预计 2024 年水产养殖规模将会减少，菜粕的饲用消费需求萎缩。在饲料产业蛋白粕供给充足，而需求较弱的环境下，对粕类市场形成压制，但是目前豆粕-菜粕的价差较高，菜粕存在替代优势，因此菜粕较豆粕相对更具抗压性

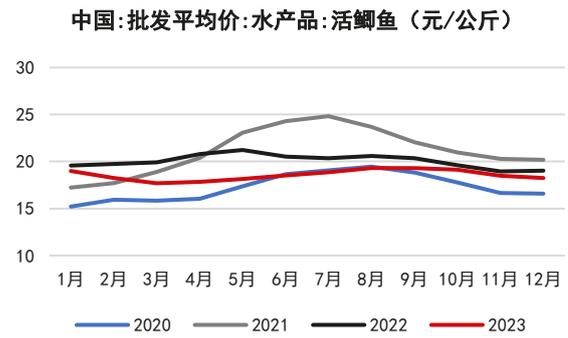
季节性来看，年初水产养殖处于淡季，菜粕需求较少，随着 3 月-4 月开始放苗喂养，菜粕需求才逐渐增加。5 月-7 月、8 月-10 月分别对应鱼苗的生长期、成熟期，菜粕的饲用需求进入旺季，而 10 月以后水产上市，水产饲料使用减少，菜粕的需求进入淡季。

图表28：水产饲料产量（万吨）



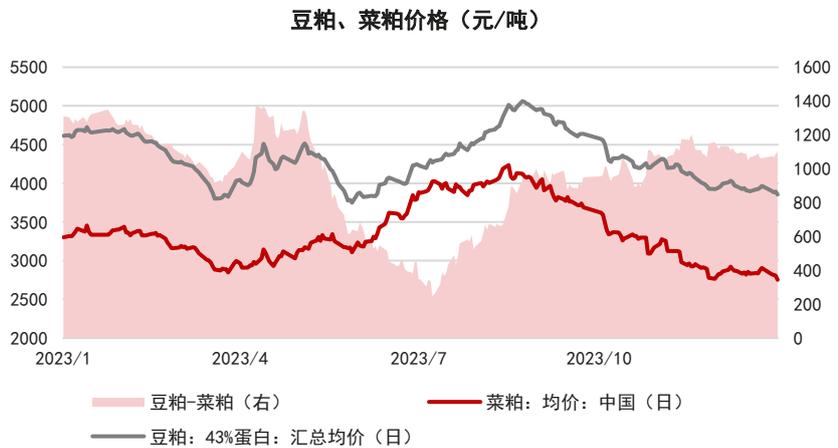
资料来源：饲料工业协会、中信期货研究所

图表29：淡水鱼价格



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表30：豆粕菜粕价差



资料来源：钢联、中信期货研究所

三、2024 年菜系市场展望

（一）菜油：供给充足，延续宽松

供给端，预计 23/24 年度全球菜籽产量略降，但绝对量仍位于近年高位，供应相对充足。国内来看，一季度处于加拿大、俄罗斯菜籽上市期，我国菜籽进口量增加，俄罗斯菜油进口量也较高，菜油供应充足，而二季度开始随着进口高峰期过去，供给压力逐渐缓和。

需求端，下游消费表现一般，春节前备货对于油脂的消费有一定拉动，节后预计延续疲软。目前菜油豆粕价差倒挂，菜油消费具有替代优势，但是随着南美天气改善，大豆供应预期增加，菜油替代优势将逐渐减弱。

综合来看，23/24 年全球菜籽减产幅度不大，总产量依旧高位，消费端缺乏

明显利好，供需整体延续宽松格局。一季度加拿大、俄罗斯菜籽集中上市，我国菜籽进口压力、菜油进口压力集中兑现，二季度随着进口高峰期过去，供应压力或有好转，但全球供需相对充足的背景下，基本面依旧宽松为主。

（二）菜粕：产量增加，需求萎缩

供给端，23/24 年度全球菜籽产量依旧较高，一季度正处于主产国菜籽集中上市期，我国菜籽进口量较大，随着油厂开工率、压榨量的提升，菜粕产量增长。

需求端，2023 年水产品价格偏低，养殖利润较差，预计 24 年水产养殖规模减少，菜粕的需求将减少。季节性来看，一季度是水产淡季，菜粕需求较差，二、三季度水产需求增长，四季度再次进入淡季。替代品方面，目前豆菜粕价差较高，菜粕存在替代优势，但是若大豆增产预期兑现，菜粕的替代优势将减弱。

综合来看，2024 年全球菜籽供应依旧相对充足，我国菜籽进口量预计较高，而饲用需求下降，因此菜粕市场供需关系相对宽松。一季度菜籽进口高峰期，水产需求淡季，菜粕市场相对更加宽松，二季度随着进口高峰期过去，同时水产需求开始增加，预计菜粕供需将有收紧。但是 2024 年菜籽、菜粕供应预计充足，而需求总量减少，因此菜粕市场预计仍以供需宽松为主。

风险因素：天气；替代品产量变化；进口变化；需求超预期。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>