

【申银万国期货】南美大豆丰产，油脂油料板块承压

——2 月份油脂油料期货投资策略报告

2024 年 1 月 30 日

分析师

李霁月

从业资格号：F03119649

投资咨询号：Z0019570

邮箱：lijy@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货研究



申银万国期货
宏观金融研究

摘要：

- 马棕 12 月底库存受产量下滑幅度较大影响明显下降，现阶段东南亚产区受雨季影响产量仍在下降，1 月马棕库存预计仍将维持去库趋势。
- 巴西新季大豆陆续开始收获工作，受高温天气影响大豆生长周期缩短导致目前收获进度快于往年同期。不过由于中西部地区在生长期遭遇长期高温干旱天气，巴西大豆单产预计下降明显，巴西大豆产量预估较前期下调。
- 今年阿根廷大豆产量较去年大幅恢复，弥补了巴西大豆产量下滑的影响，并且乌拉圭、巴拉圭等国也增产，南美丰产格局仍较为确定，全球大豆供应充足将继续给油脂油料板块施加压力。

● 核心因素评定表：

核心利多因素	影响力演化方向	评级
东南亚棕榈油库存压力明显下降	趋强	★★★
东南亚处于雨季，棕榈油产量将继续下滑	趋强	★★
阿根廷大豆优良率下降，天气预报降雨缺乏	趋弱	★★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
国内豆类粕供应充足、油脂库存高位	趋弱	★★
国内下游养殖亏损严重，终端需求疲软	趋强	★★★
南美大豆丰产格局难改，全球大豆供应充足	趋强	★★★

综评：马棕产量受到产区洪水影响下滑幅度较大，使得马棕库存下降超市场预期；目前东南亚仍处雨季，产量预计继续下滑，马棕预计维持去库趋势将给棕榈油价格提供支撑。不过豆棕价差跌至历史低位水平，棕榈油性价比优势削减将限制棕榈油需求，并且 23/24 年度全球大豆丰产将继续施压豆油从而限制油脂上方空间。蛋白粕方面，南美丰产将陆续兑现，全球大豆供应宽松，国内下游养殖亏损严重需求疲软，粕类将继续维持弱势。

注：“★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★”支撑型因素或阻力型因素；“★”背景型因素。

目录

一、2 月份操作策略	3
1、单边操作	3
2、套利对冲操作	3
3、套期保值操作建议	3
二、行情分析	4
1、关键数据表	4
2、产业链分析	5
3、行情图解	6
4、热点问题	15
三、交易逻辑	16
1、豆油单边交易逻辑	16
2、012405-P2405 跨品种套利逻辑	16
3、套期保值交易逻辑	16
四、风险提示	16

一、2 月份操作策略

1、单边操作

建议关注，卖豆油 Y2405，具体操作如下表。总仓位控制在 10%以内。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	仓位建议
卖豆油 2405	7500 至 7600	7700	7000-7100	10%

2、套利对冲操作

建议关注卖菜油 0I2405 和买棕榈油 P2405 的套利机会，具体操作如下表。总仓位控制在 10%以内。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	仓位建议
卖菜油 0I2405 买棕榈油 P2405	500 至 600	700	300-400	10%

3、套期保值操作建议

对于油厂而言，明年南美大豆盘面压榨亏损较小，尤其是对 2405 合约，锁定汇率，销售基差，同时抛售 DCE2405 月豆粕和豆油的正向压榨套利。

对于贸易商而言，建议适量采购一些远期的油粕基差，不建议过多采购。

二、行情分析

1、关键数据表

国外		CBOT 大豆涨跌	CBOT 豆粕涨跌	CBOT 豆油涨跌	马来棕榈油涨跌	
	12 月	-2.38%	-6.33%	-6.29%	-0.77%	
	1 月	-7.64%	-8.29%	-5.50%	4.80%	
国内		DCE 豆油涨跌	ZCE 菜油涨跌	DCE 棕榈油涨跌	ZCE 菜粕涨跌	DCE 豆粕涨跌
	12 月	-7.20%	-5.54%	-1.42%	4.21%	-14.17%
	1 月	-1.62%	-1.78%	4.60%	-14.60%	-10.90%
现货		天津一级豆油现货涨跌	山东一级豆油现货涨跌	江苏一级豆油现货涨跌	广东一级豆油现货涨跌	
	12 月	-3.58%	-3.21%	-3.18%	-3.19%	
	1 月	-0.62%	-0.74%	-0.85%	-0.98%	
现货		天津棕榈油现货涨跌	江苏棕榈油现货涨跌	广东棕榈油现货涨跌	江苏豆粕涨跌	广东豆粕涨跌
	12 月	-1.37%	-1.25%	-2.07%	0.78%	0.26%
	1 月	6.94%	6.46%	6.91%	-14.43%	-15.38%
		江苏菜油现货涨跌	成都菜油现货涨跌	广东菜油现货涨跌	福建菜粕涨跌	广东菜粕涨跌
	12 月	-4.95%	-4.76%	-4.71%	1.38%	5.40%
	1 月	-2.30%	-2.50%	-2.47%	-14.97%	-14.68%

备注：*数据截至 1 月 29 日；资料来源：Wind，申万期货研究所

**其中的现货数据为最后日期价格，期货价格为月收盘价。

2、产业链分析

USDA1 月供需报告中性偏空。1 月 USDA 供需报告中美国农业部对旧作数据稍作修改，主要是小幅调高美豆国内消费量使得 22/23 年度美豆旧作库存较上月预估下调 400 万蒲式耳至 2.64 亿蒲式耳，库存消费比随之下降至 6.13%。对于 23/24 年度美豆数据，在本月报告中美国农业部意外上调美豆单产水平至 50.6 蒲式耳/英亩，上月报告预估为 49.9 蒲式耳/英亩。虽然美豆收获面积小幅调降至 8240 万英亩，但由于单产的意外上调，使得 23/24 年度美豆产量预估较上月预估的 41.29 亿蒲式耳增加到 41.65 亿蒲式耳。需求端，本月报告维持美豆国内压榨需求量为 23 亿蒲式耳，较上月报告预估持平。从目前 NOPA 的数据来看，美豆月度压榨量持续维持高位，显示美豆压榨需求较为强劲。出口方面，美豆出口预估仍维持在 17.55 亿蒲式耳。近期美豆出口数据表现欠佳，随着南美大豆丰产的逐步兑现，南美新豆后期陆续上市将持续给美豆出口带来压力。最终，由于产量预估上调，23/24 年度美豆期末库存预估增加 0.35 亿蒲式耳至 28 亿蒲式耳，美豆库存消费比回升至 6.7%。美豆农场均价下调至 12.75 美元/蒲式耳，较上月预估下降 0.15 美元/蒲式耳，较上年度均价下跌 1.45 美元/蒲式耳。

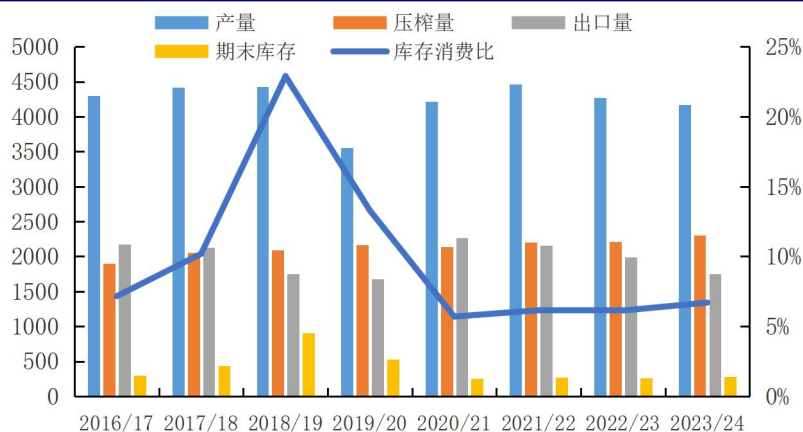
全球大豆方面，本月报告预计 23/24 年度全球大豆产量较上月略有增加为 39898 万吨，主要美豆单产上升美豆产量预估提高；巴西产量预期较上月下调，预估为 1.57 亿吨，主要由于巴西大豆播种生长期天气情况欠佳导致巴西大豆单产水平下滑；阿根廷大豆产量预期继续提升，1 月报告预估为 5000 万吨，较上月报告预估增加 200 万吨，较 22/23 年度更是显著增加了 50%。全球大豆进口量稍和出口量有调增，而全球大豆国内消费量略有下降，最终 23/24 年度全球大豆期末库存预估落在 11460 万吨，较上月增加了 41 万吨。由于本月报告超预期上调美豆单产导致美豆库存上调、南美大豆丰产预期仍较强全球大豆供应宽松，报告对市场影响中性偏空。

MPOB1 月报告中性偏多。MPOB 公布 1 月马来西亚棕榈油供需报告。12 月底马来西亚棕榈油产量下降 13.31%至 155.1 万吨；马棕进口环比下降 7.87%至 3.7 万吨，马棕出口较上月下降 5.12%至 133.4 万吨，消费环比减少 21.9%至 36.4 万吨。12 月马来西亚棕榈油库存较 11 月环比下降 4.64%至 229.1 万吨。与此前机构预估相比，产量数据与市场预期相差较大。受马来西亚部分地区遭遇洪水影响，马棕生产力降低，从而使得 12 月马棕产量较市场预估大幅偏低。马棕出口基本和市场预估持平，而马棕国内消费则略低于市场预期。虽然近期马棕出口放缓，但由于产量下滑幅度大于出口下降幅度，使得马棕库存下降幅度加大，12 月马棕库存低于市场预估，报告对市场影响中性偏多。

3、行情图解

1月 USDA 供需报告中美国农业部下调 22/23 年度美豆期末库存 2.64 亿蒲式耳，上月预估为 2.68 亿蒲式耳。对于 23/24 年度，报告上调美豆单产预估，由此美豆产量上调到 41.65 亿蒲式耳。因美豆产量上调导致美豆库存上升，报告对市场影响中性偏空。

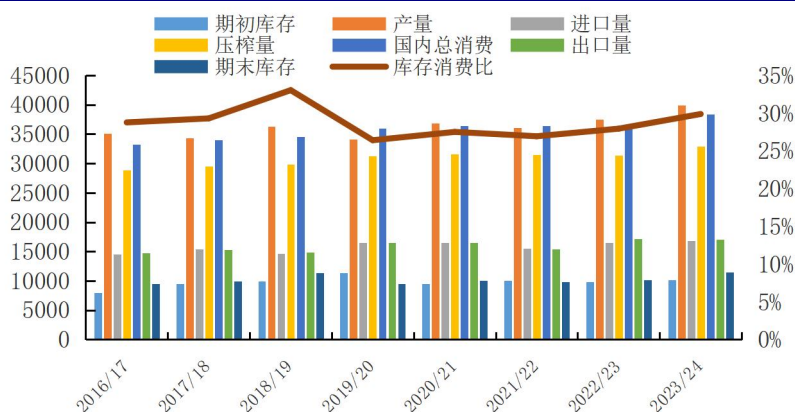
图 1：美国大豆供需平衡表（百万吨，%）



资料来源：USDA，申万期货研究所

1月报告全球大豆产量预估未作过多调整，23/24 年度全球大豆产量预估为 39898 万吨，上月预估为 39888 万吨，同比上年约有 2358 万吨的增量。在本月报告中巴西产量略有下调，但阿根廷产量预估则有所上调。全球大豆供应走向充裕，23/24 年度全球大豆库存预估在 1.14 亿吨，较上月报告小幅调减，但同比 22/23 年度增加 12%。

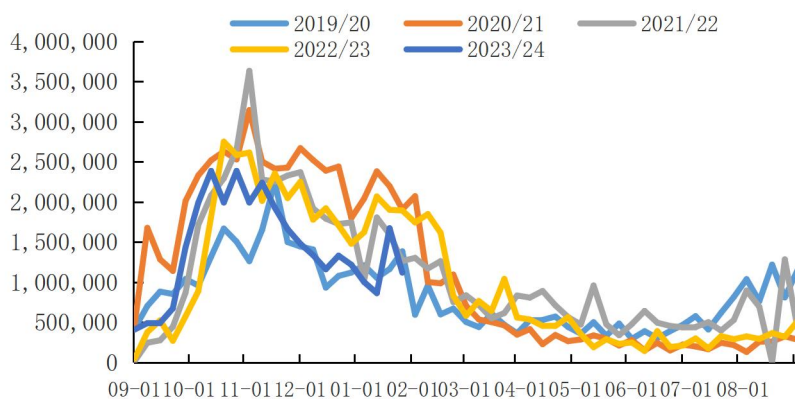
图 2：全球大豆供需平衡表（千万吨，%）



资料来源：USDA，申万期货研究所

截至 1 月 18 日当周美国大豆出口检验量为 116.11 万吨；当周对中国大陆的大豆出口检验量为 79.99 万吨，占出口检验总量的 68.89%。本作物年度迄今，美国大豆出口检验量累计为 2675.16 万吨，其中对华出口累计达到 1539.85 万吨，占比 57.08%。

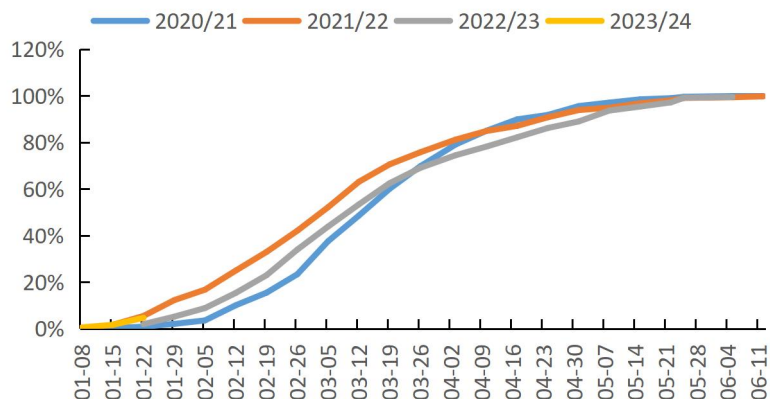
图 3：美豆出口检验（吨）



资料来源：USDA，申万期货研究所

根据 CONAB 数据显示，截止到 1 月 22 日当周巴西大豆收割进度达到 4.7%，上一周为 1.7%，去年同期为 2%，创下 2017 年以来最快收获进度。近期巴西大豆收割进度加快，主要由于马托格罗索州及帕拉纳州进度加快。

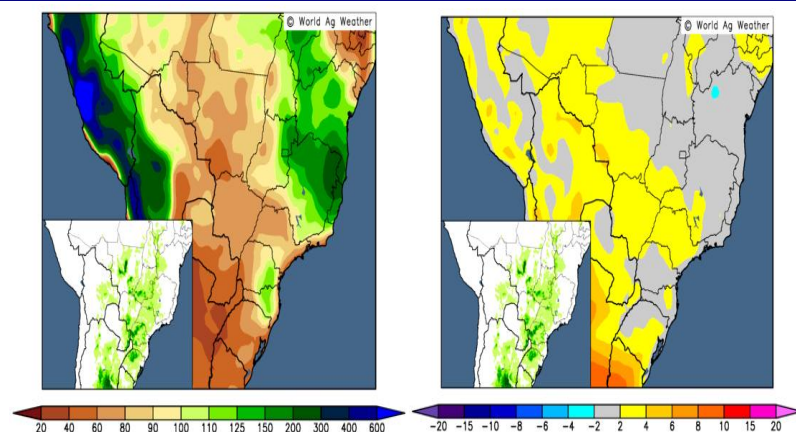
图 4：巴西大豆收割进度（%）



资料来源：CONAB，申万期货研究所

天气预报显示，巴西未来几天降水将持续，但雨量趋于减少。未来 1-7 天各产区降水集中在帕拉州和马托北部，核心区域降水量为 55mm-85mm，对比历史同期，基本巴西中南部降水量偏低。

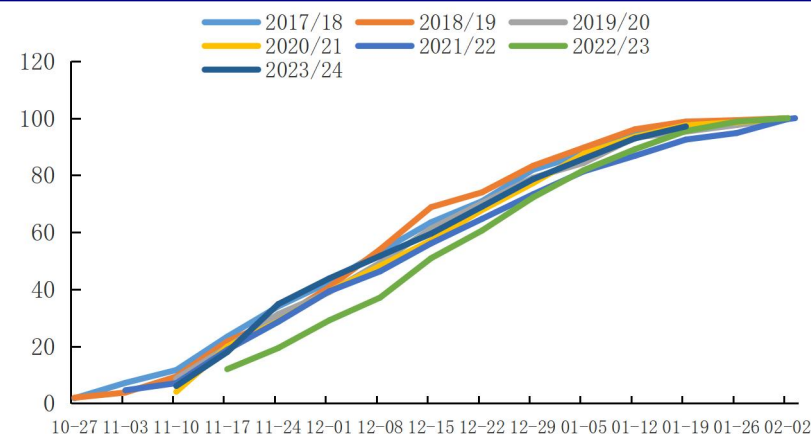
图 5：巴西产区天气预报



资料来源：World Ag Weather，申万期货研究所

截止到 1 月 19 日阿根廷 23/24 年度大豆播种进度为 97.1%，去年同期为 95.5%，阿根廷大豆播种工作已基本完成。不过受到产区降雨偏少的影响，近期阿根廷大豆优良率从上周的 55% 下降到 44%。根据天气预报显示未来一周阿根廷产区降雨缺乏而气温较高，继续关注产区天气变化对阿根廷大豆单产的影响。

图 6：阿根廷大豆播种进度（%）



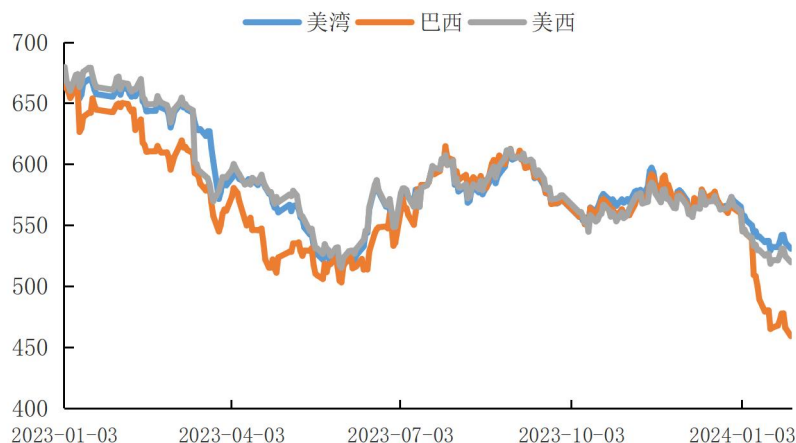
资料来源：阿根廷农业部，申万期货研究所

✚ 截止到1月26日巴西近月船期CNF报价为465.91美元/吨，周环比下跌14.3美元/吨；美湾大豆CNF报价为540美元/吨。由于巴西新作丰产预期较强，随着巴西大豆丰产的逐步兑现，导致CNF报价松动。近期巴西CNF报价持续下跌，大幅低于美豆报价。

✚ 截至2024年1月26日当周，全国港口大豆库存为608.74万吨，较上周减少59.21万吨，减幅8.86%，同比去年增加114.64万吨，增幅为23.2%。

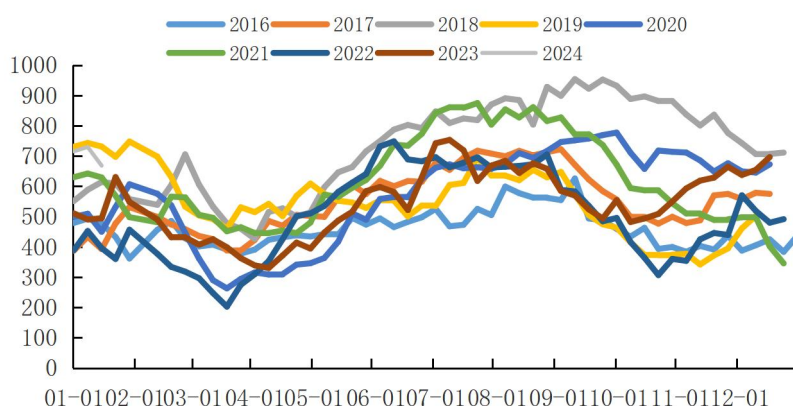
✚ 截至到2024年1月26日，当周大豆到港量为130万吨，较前一周到港量减少3.25万吨，同比去年同期减少3.25万吨，同比减幅为2.44%。

图7：CNF升贴水（美元/吨）



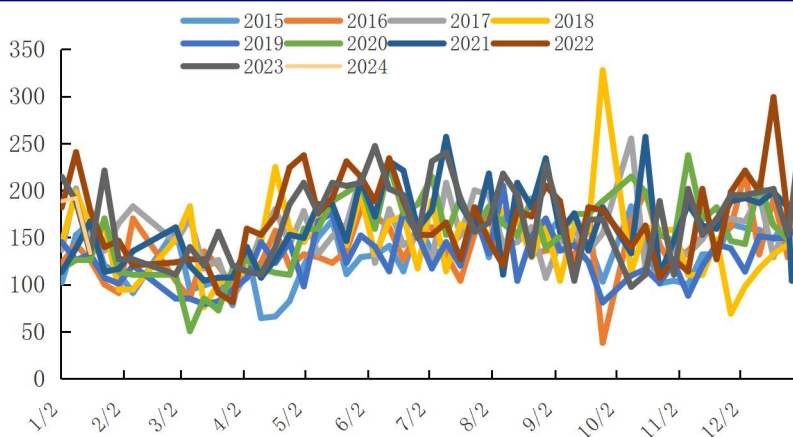
资料来源：WIND，申万期货研究所

图8：沿海油厂大豆库存（万吨）



资料来源：我的农产品，申万期货研究所

图9：大豆到港量（万吨）



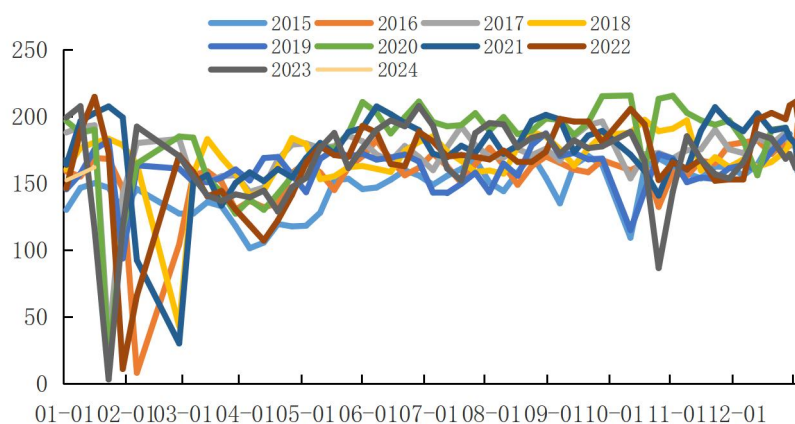
资料来源：我的农产品，申万期货研究所

截至 2024 年 1 月 16 日当周，大豆压榨量为 195.59 万吨，目前油厂开机率小幅回升，压榨量维持高位，不过春节临近油厂将陆续停机，压榨量或有所下降。

国内大豆压榨开机保持高位，但是受节前备货影响近期豆油成交较前期有所好转，导致豆油库存略有下降。截止到 2024 年 1 月 19 日豆油商业库存为 92.95 万吨，环比上周减少 2.83 万吨，降幅为 2.95%。

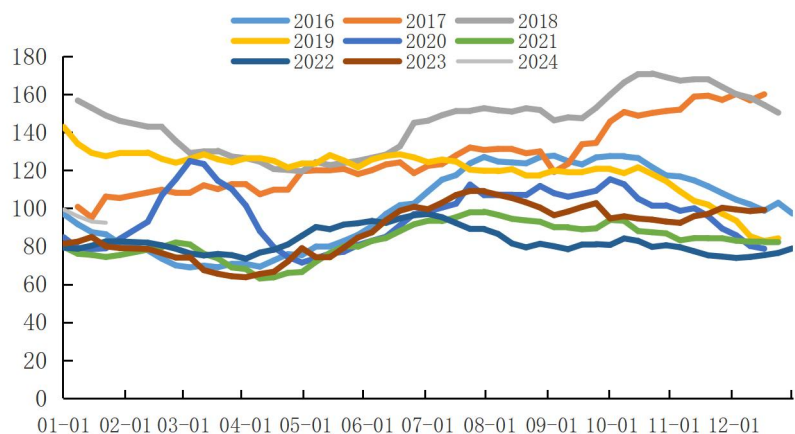
目前国内豆油基差稳中偏弱运行，截止到 2024 年 1 月 26 日当周国内沿海地区一级豆油主要市场基差 Y2405+490-720 元/吨，较前一周基本持平。

图 10：周度大豆压榨量（万吨）



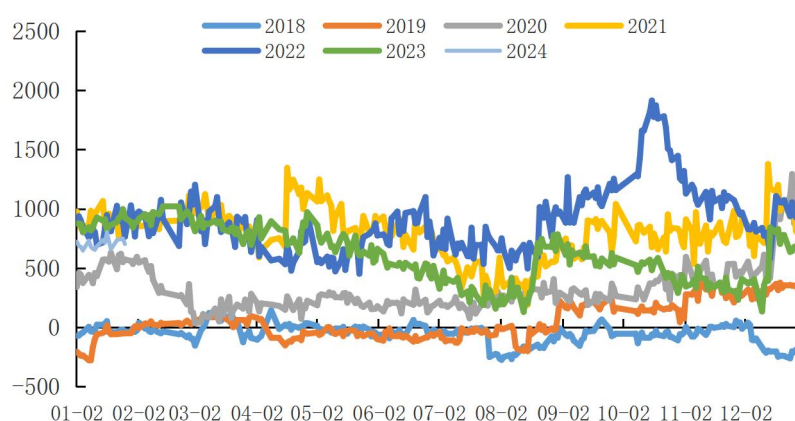
资料来源：我的农产品，申万期货研究所

图 11：豆油库存（万吨）



资料来源：我的农产品，申万期货研究所

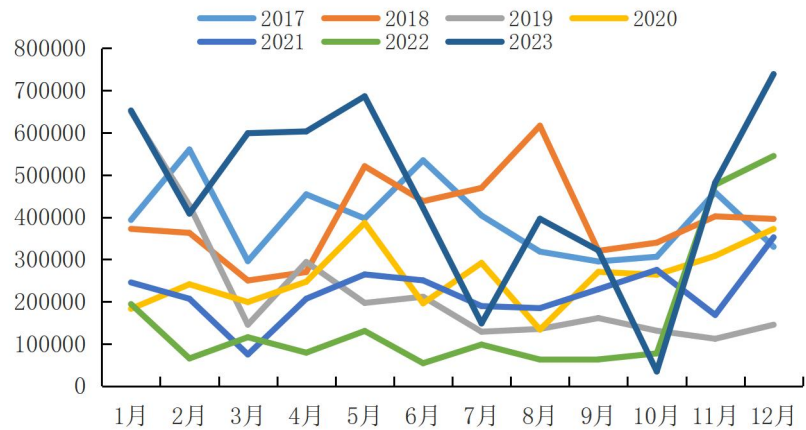
图 12：华东一级豆油现货基差



资料来源：WIND，申万期货研究所

2023 年 12 月，国内油菜籽进口量为 73.89 万吨，较上月大幅增加，增幅为 53.4%，较去年同期增加 35.6%。根据钢联数据预估 2024 年 1 月沿海地区进口菜籽到港船数 5 条，菜籽数量为 32.5 万吨。

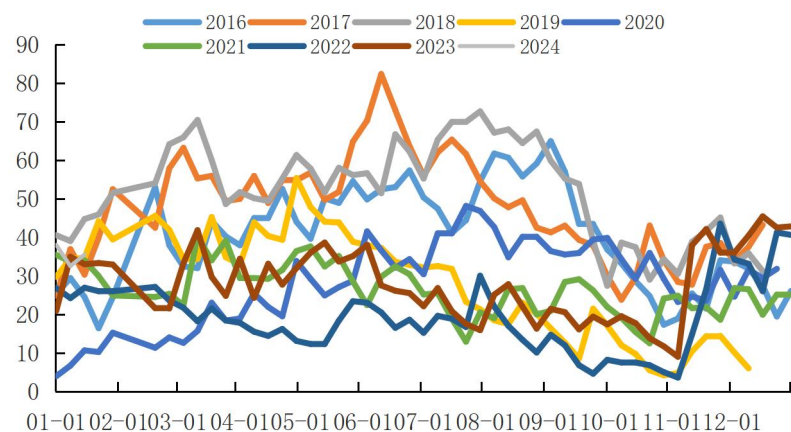
图 13：油菜籽进口量（吨）



资料来源：我的农产品，申万期货研究所

国内菜籽库存较前期高点回落，但仍处于高位水平，截至 2024 年 1 月 26 日当周，主要油厂菜籽库存为 33.17 万吨，较前一周小幅下降 2.33 万吨。

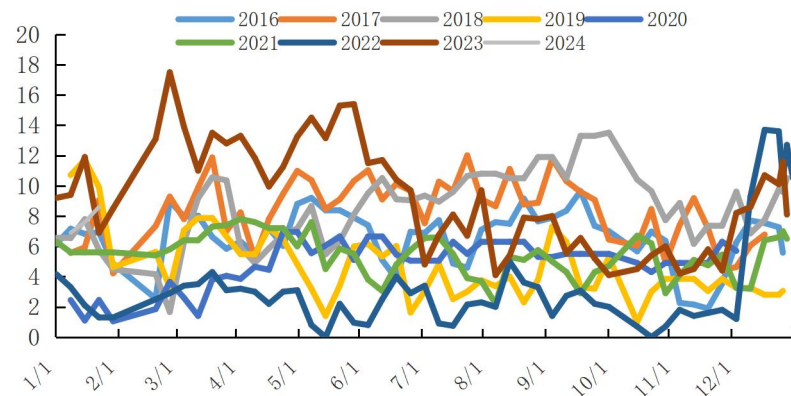
图 14：油厂菜籽库存（万吨）



资料来源：我的农产品，申万期货研究所

随着近两个月进口菜籽的大量到港，菜籽压榨量保持高位，截止 2024 年 1 月 26 日当周，主要油厂周度压榨菜籽 9.83 万吨，前一周为 8.6 万吨，环比提升 14.3%，去年同期为 11.9 万吨。

图 15：中国油厂菜籽周度压榨量（万吨）



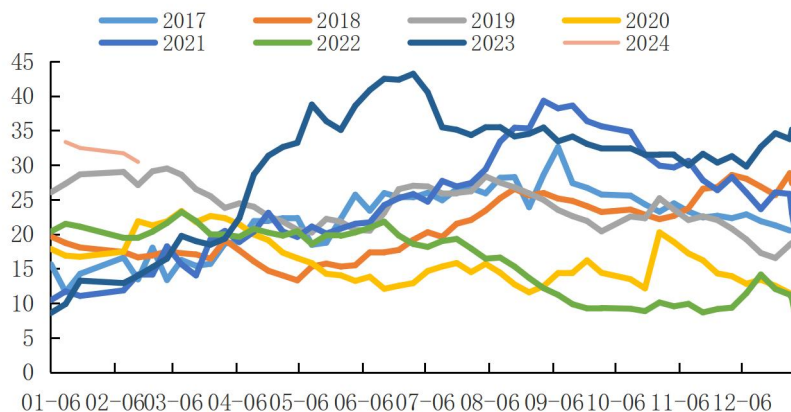
资料来源：我的农产品，申万期货研究所

截至到 2024 年 1 月 26 日当周，华东菜油库存至 29.95 万吨，国内菜油库存处于历史高位水平，菜籽压榨量回升，国内菜油供应依旧充足。

目前国内菜油基差稳定为主，广西三级菜油现货基差小幅下调至 2405+0，较前一周持平。

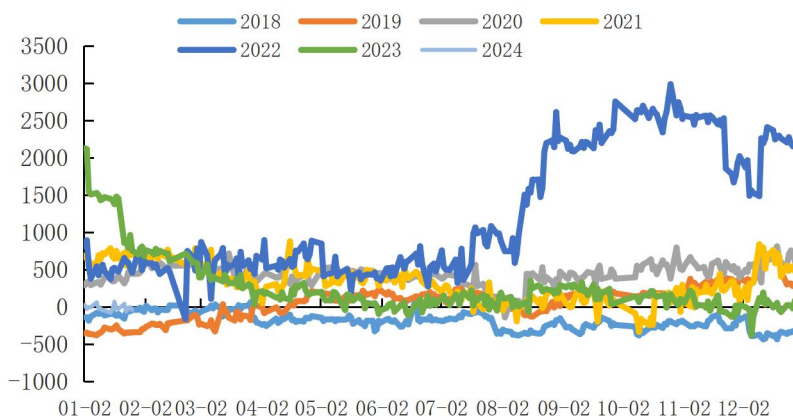
12 月份马来西亚毛棕榈油产量 155.08 万吨，环比下降 13.3%，产量低于市场预期的 160 万吨。1-12 月累计产量为 1855.36 万吨，高于 2022 年同期的 1845.36 万吨。

图 16：华东地区油厂菜油库存（万吨）



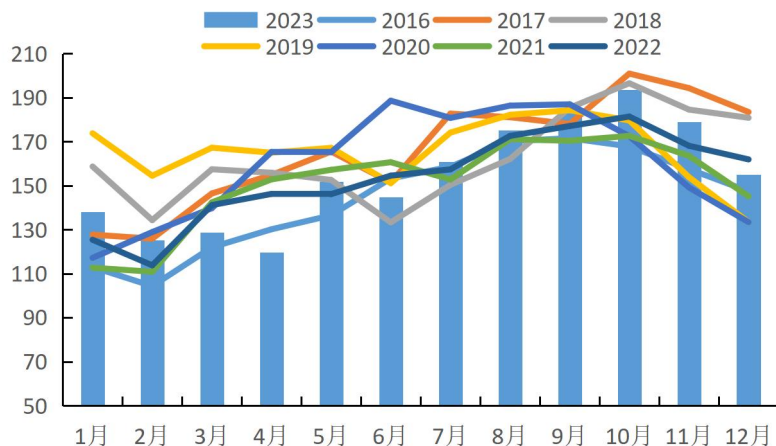
资料来源：我的农产品，申万期货研究所

图 17：广西三级菜油现货基差



资料来源：WIND，申万期货研究所

图 18：马来西亚棕榈油产量（万吨）



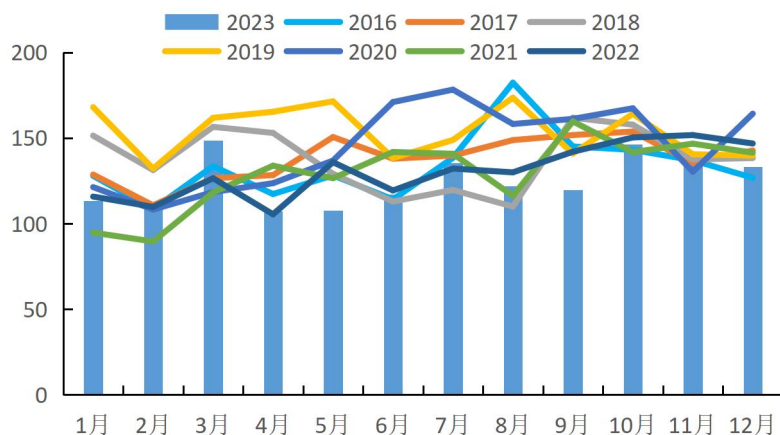
资料来源：MPOB，申万期货研究所

12 月份马来西亚棕榈油出口量 133.4 万吨，环比下降 5.12%，出口基本符合此前市场预估。近期根据高频数据显示马棕出口继续放缓，AmSpec 和 SGS 分别显示马来西亚 1 月 1-25 日棕榈油出口量环比减少 8.47% 和 11.52%。

12 月底马来西亚棕榈油库存为 229.12 万吨，环比下降 4.64%。虽然马棕出口环比下滑，但由于进入雨季棕榈油生产受阻，马棕产量下降幅度大于出口使得马棕库存明显下降，低于此前市场预估，报告对市场影响中性偏多。

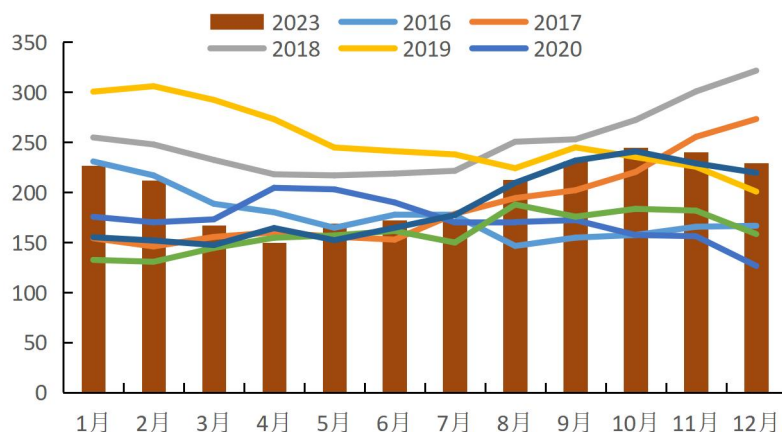
近期国内棕榈油进口量及到港减少，且受节前备货影响成交有所好转，国内棕榈油维持小幅去库趋势。截止到 2024 年 1 月 26 日当周国内棕榈油库存为 82.47 万吨，环比上周下降 5.67%，同比去年减少 20.01%。

图 19：马来西亚棕榈油月度出口（万吨）



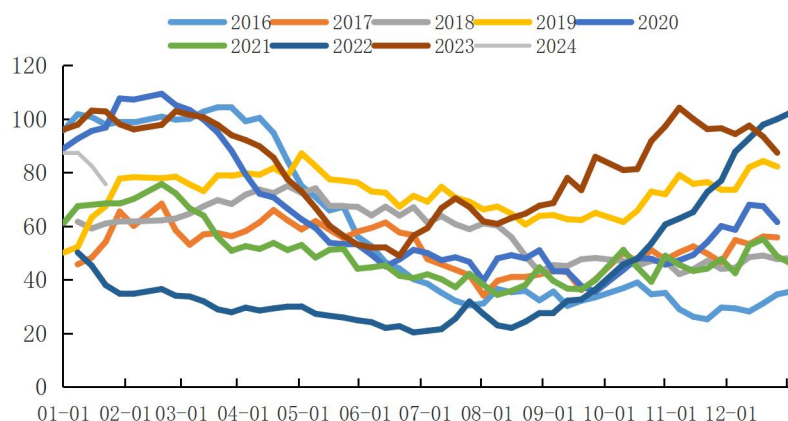
资料来源：MPOB，申万期货研究所

图 20：马来西亚棕榈油库存（万吨）



资料来源：MPOB，申万期货研究所

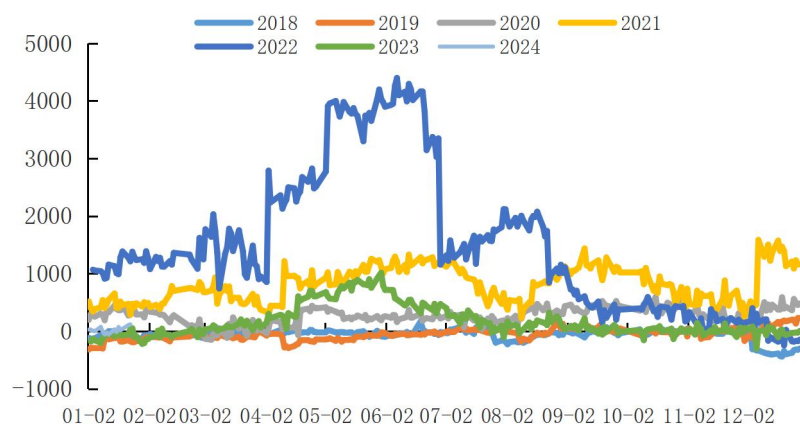
图 21：国内棕榈油周度库存（万吨）



资料来源：我的农产品，申万期货研究所

近期棕榈油在油脂板块表现强势，棕榈油基差随盘调整，截至 2024 年 1 月 26 日广东 24° 棕榈油现货基差至 2405+120，较上周上涨 50 元/吨。

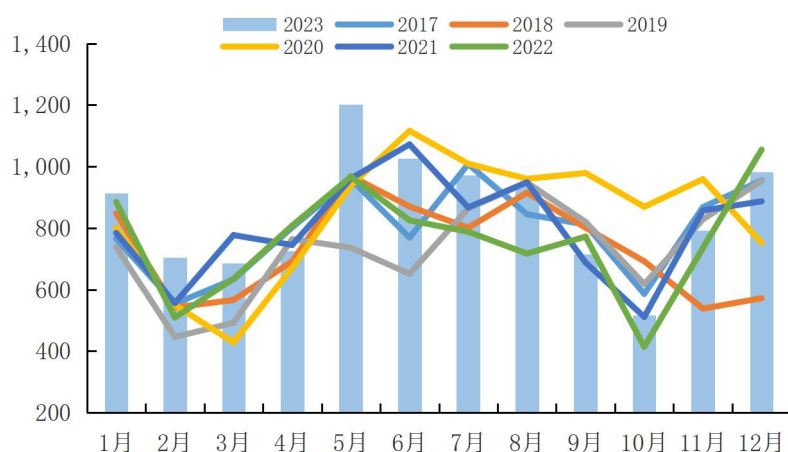
图 22：广东 24° 棕榈油现货基差



资料来源：WIND，申万期货研究所

根据海关总署数据，2023 年 12 月大豆进口量为 982 万吨，2023 年 1-12 月总计进口大豆 9941 万吨。2024 年 1 月国内油厂大豆到港预估在 754 万吨，2 月到港量预估在 560 万吨，3 月到港量预估在 530 万吨。

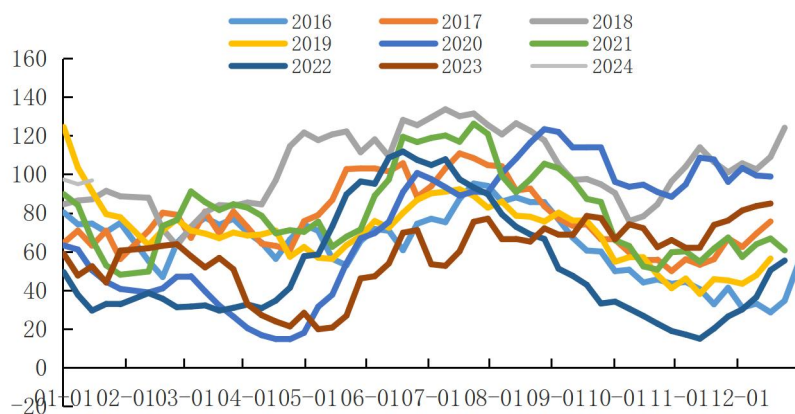
图 23：大豆进口量（万吨）



资料来源：海关总署，申万期货研究所

受节前备货影响，下游成交较前期略有好转，豆粕库存小幅下降。截止到 2024 年 1 月 26 日当周，油厂豆粕库存为

图 24：主要油厂豆粕库存（万吨）



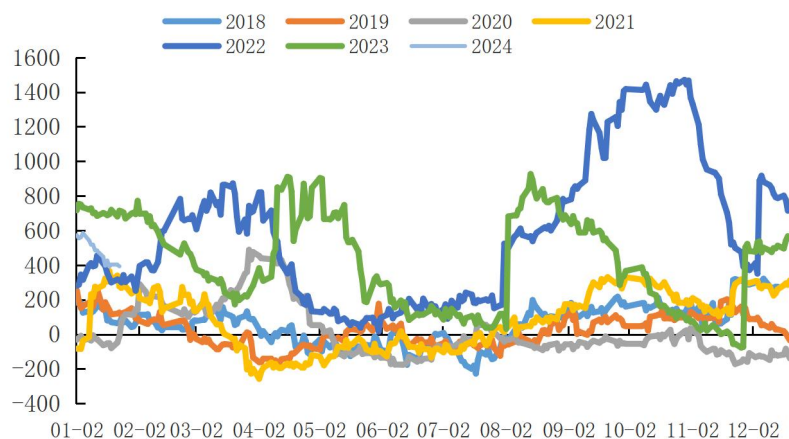
资料来源：我的农产品，申万期货研究所

国内豆粕基差均价继续下调，沿海主要市场现货基差本周均价约为 375-409 元 / 吨（对 M2405 合约），临近春节部分油厂豆粕库存仍有压力，预计后期基差或仍偏弱运行。

菜粕处于需求淡季，虽近期受市场备货菜粕库存略有下降，但整体处于高位，截止到 1 月 26 日当周油厂菜粕库存为 15.1 万吨，不过随着近期国内榨利恢复，菜籽买船有所增加，未来菜粕供应持续宽松势态。

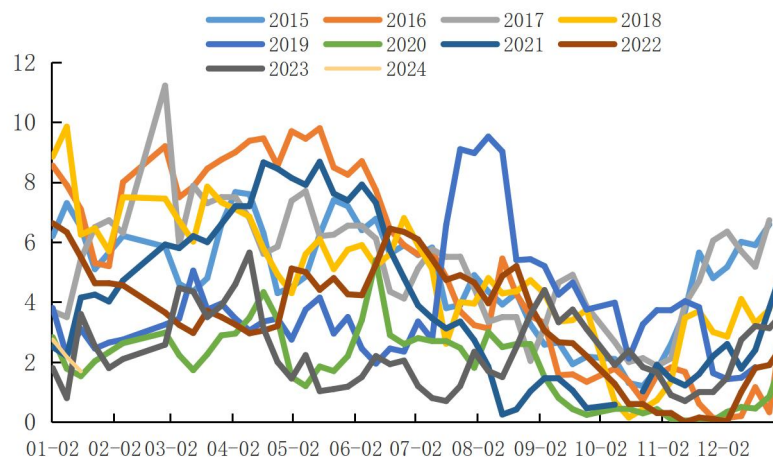
水产旺季结束，整体菜粕需求偏低，但近期节前备货稍有提振，部分水产养殖企业建立中长期库存也在一定程度上支撑菜粕淡季消费，截止到 1 月 26 日菜粕基差 RM405+50，较前一周小幅下调。

图 25：华东豆粕现货基差



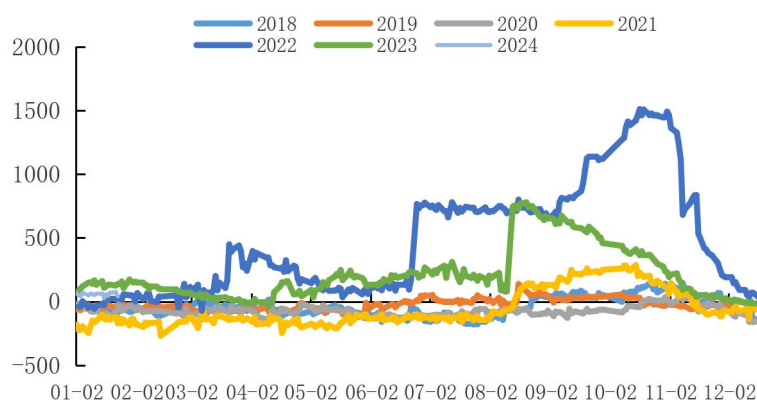
资料来源：WIND, 申万期货研究所

图 26：沿海油厂菜粕库存（万吨）



资料来源：我的农产品，申万期货研究所

图 27：广西菜粕现货基差



资料来源：WIND, 申万期货研究所

4、热点问题

➤ 南美大豆丰产是否已经确定？

在本月 USDA 报告中美国农业部虽然对巴西的产量预估进行下调，但是新季巴西大豆产量整体调减幅度有限。在新季大豆生长期间巴西产区天气情况不尽如人意中西部地区持续高温少雨，而南部地区则降雨过多导致前期巴西大豆播种进度一度落后。从目前来看巴西已经陆续在收获新季大豆，收获进度达到约 4.7%。因为高温天气加快了大豆生长的进程，使得目前大豆收获进度快于往年同期。不过从单产水平上来看巴西大豆，受到长期高温干旱天气影响巴西大豆单产或下降明显。对于巴西产量来说，后期仍有可能根据实际单产的修正而继续下调，目前 USDA 和 CONAB 对巴西大豆产量的预估均高于民间预测。

不过今年今年阿根廷大豆环比去年大幅增产，乌拉圭、巴拉圭等国家大豆产量预计均将增加，弥补了巴西大豆产量下滑的影响，23/24 年度南美大豆丰产仍较为确定。阿根廷方面，去年阿根廷受干旱天气的影响，大豆产量大幅削减。在连续三年的干旱后，今年阿根廷产区降雨较为充沛，天气表现良好，23/24 年度阿根廷核心区的大豆单产预估为 3.8 吨/公顷，远高于去年的 1.33 吨/公顷。不过根据天气预报显示未来一周阿根廷产区温度较高而降雨零星，近期阿根廷大豆优良率也有所下滑。虽然目前各机构对阿根廷产量较为乐观，但仍需继续关注阿根廷天气变化情况。整体来说，即使后期南美大豆产量较目前有所下调，但是丰产格局仍较为确定，叠加美豆产量的上调，从绝对值上来说全球大豆供应宽松，将给粕类价格继续施压。

➤ 棕榈油在油脂板块表现偏强

近期棕榈油在油脂板块表现亮眼，主要是 1 月 mpob 报告利多，马棕库存的超预期下降叠加原油上涨带动棕榈油强势运行，近期受到豆油的拖累有所下跌。产量方面，12 月马来西亚棕榈油产量为 155.1 万吨，较 11 月相比下降 13.3%，在报告发布前期市场多预估 12 月产量落在 160-161 万吨之间，导致实际产量数据较市场预期偏低 3% 左右。2023 年 1-12 月马棕累积产量为 1855.36 万吨，同比去年增加 0.54%，主要由于 10 月及 11 月产量增加明显、处于历史高位，使得 23 年产量同比去年增加；但与近 5 年均值相比仍然偏低，进入雨季马棕产量连续两个月下降，特别由于近期遭遇洪水使得 12 月马棕产量下滑幅度居近五年之最。劳工问题方面，近期马来西亚外籍劳工问题有所改善，下半年外籍劳工临时访问证数量环比上半年增加，与去年同期相比也有较明显改善，整体增幅在 19.12%。特别是 11 月外籍劳工访问证数量大幅增加，环比 10 月增加 22849 人，增幅为 16.4%，同比去年增加 27.55%。外籍劳工问题的改善使得马棕产量恢复，特别我们注意到马棕 10 月产量达到 193 万吨

的高位水平，离不开劳工问题的缓解。对于后期，外籍劳工问题的缓解抵消一部分树龄老化对于产量的影响。整体来看雨季使得棕榈油生产受阻，但是 3 月过后棕榈油将进入增产季，劳工问题的缓解后期棕榈油产量预计较为充沛。

三、交易逻辑

1、豆油单边交易逻辑

南美大豆丰产格局难改，将给全球带来 2000-2500 万吨左右的增量。全球大豆供应充裕，随着南美大豆陆续收获上市，丰产的压力将陆续兑现从而使得豆油承压。

2、012405-P2405 跨品种套利逻辑

马棕库存压力缓解，目前产地仍处雨季产量预计将继续下降，马棕预计维持去库趋势将给棕榈油价格提供一定支撑；而国内压榨量高位，国内菜油库存处于高位，近期榨利修复菜籽买船增加，菜油供应预期宽松，预计菜棕油价差将继续缩小。

3、套期保值交易逻辑

对于油厂而言，明年南美大豆盘面压榨亏损较小，尤其是对 2405 合约，锁定汇率，销售基差，同时抛售 DCE2405 月豆粕和豆油的正向压榨套利。

对于贸易商而言，建议适量采购一些远期的油粕基差，不建议过多采购。

四、风险提示

针对 2 月份的交易策略，基本面的变化可能会带来策略失败或者交易效果不及预期。潜在风险主要体现在以下几个方面：

- 1、阿根廷产区出现异常天气影响大豆生长
- 2、国内进口大豆到港不顺利
- 3、东南亚棕榈油减产不及预期

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾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获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。 研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议