



报告日期:

2025年3月17日

★策略推荐

豆/菜粕: 加税事件令市场预期远期我国菜粕供应紧张, 政策不发生变化的情况下建议逢高做缩 M-RM 09 价差及 RM 5-9 反套。未来重点关注政策变化, 尤其我国对进口加拿大菜籽反倾销调查结果, 以及在反倾销调查结果落地前是否有油厂在高利润刺激下增加进口加菜籽。

油脂: 3月高频供需数据显示马棕3月极有可能转为累库, 在需求低迷的情况下, 即便产地当前处于低库存低产量, 但是在供应恢复的预期下, 很难进一步上涨, 预计将逐步走弱。国内现货依旧存在矛盾, 近月合约存在软逼仓风险, 建议关注空配棕榈油09合约机会。

生猪: 以头均体重代表的库存压力仍继续上升, 根据母猪、仔猪推测, 目前仍处于出栏继续增量阶段, 未来价格上涨几乎不存在投机以外的驱动。我们认为在交易完高基差之后, 现货压力带动价格下跌的趋势将成为交易重心, 关注超涨之后沽空近月合约的机会。

玉米: 短期北港弱基差压制盘面上行, 但随着东北潮粮售罄及华北库存持续消耗, 东北粮源的去库有望加速。届时“玉米需要大量小麦替代”的市场共识也有望逐渐形成, 贸易摩擦加剧将导致小麦饲用量被动提升的利多也有望逐渐被计价, 本年度的第二轮向上修复有望逐渐启动。

白糖: 国际市场基本面“短多长空”, 郑糖短期料偏强震荡, 但不看好主力6000以上的空间, 25Q2-Q3内外糖价料总体震荡向下, 关注逢高沽空的机会。

★强弱排序及多空配置建议

短期强弱排序: 粕类>玉米>油脂>软商品>养殖类

多空配置建议: **短期:** 宜多配豆粕、玉米; 空配生猪、鸡蛋。 **中长期:** 宜关注逢低多配远月9月合约豆粕及棉花的机会; 关注逢高空配远月9月合约白糖及棕榈油的机会。

★风险提示

产地天气风险、产业政策风险及宏观金融市场动荡风险等。

方慧玲

首席分析师(棉花&糖)

从业资格号:

F3039861

投资咨询号:

Z0010565

Tel:

8621-63325888-2737

Email:

huiling.fang@orientfutures.com

黄玉萍

资深分析师(油籽&豆菜粕)

从业资格号:

F3079233

投资咨询号:

Z0015897

Tel:

8621-63325888-3907

Email:

yuping.hang@orientfutures.com

吴冰心

高级分析师(生猪&鸡蛋
&原木)

从业资格号:

F03087442

投资咨询号:

Z0019498

Tel:

8621-63325888-4192

Email:

bingxin.wu@orientfutures.com

杨云兰

高级分析师(玉米&玉米淀粉)

从业资格号:

F 03107631

投资咨询号:

Z0021468

Tel:

8621-63325888-4192

Email:

yunlan.yang@orientfutures.com

联系人

李兆聪

分析师(油脂)

从业资格号:

F03117868

Tel:

8621-63325888-4192

Email:

zhacong.li@orientfutures.com

目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1、 上期策略回顾 | 3 |
| 2、 本期策略推荐 | 4 |
| 2.1、 单边策略 | 4 |
| 2.2、 套利策略 | 5 |
| 2.3、 推荐策略逻辑详述及相关指标跟踪 | 6 |
| 2.3.1、 豆粕菜粕 | 6 |
| 2.3.2、 油脂板块 | 8 |
| 2.3.3、 玉米板块 | 10 |
| 2.3.4、 养殖板块 | 12 |
| 2.3.5、 白糖 | 14 |
| 3、 农产品品种间强弱排序 | 16 |
| 3.1、 农产品各主要品种观点 | 16 |
| 3.2、 主要指标跟踪 | 19 |
| 3.2.1、 资金面动态 | 19 |
| 3.2.2、 各品种基差及基差率（2025年3月14日） | 20 |
| 3.2.3、 农产品期货强弱排序及多空配置策略 | 21 |
| 4、 风险提示 | 22 |

1、上期策略回顾

油脂：上期单边策略中推荐了“关注5月合约做多机会，止盈位9500元/吨”。策略推出之后，连棕5月合约最高涨至9448元/吨，之后伴随印度、印尼需求端的崩塌回落至8800元一线，最低至8746元/吨，之后再度随着对产地虫害以及天气的担忧反弹至9300元一线后，维持震荡为主。上期套利策略中推荐了“豆油-棕榈油05合约价差做缩策略”与“豆油-棕榈油09合约价差做扩策略”。策略推出之后，豆棕05合约价差随着棕榈油价格大幅上涨迅速走缩，最低跌至-1492元/吨，之后迅速反弹至-864元/吨后，再度走缩至-1252元/吨，最终维持震荡。豆棕09合约价差在策略推出后首先跌至-908元/吨，随后迅速上涨至-450元/吨附近，震荡盘整后再度上涨至-400元/吨以上。整体来看，豆棕价差的变动主要跟随棕榈油单边价格走势。单边策略与套利策略均一度达到理想止盈点附近，但市场整体波动幅度较大，行情持续时间较短。

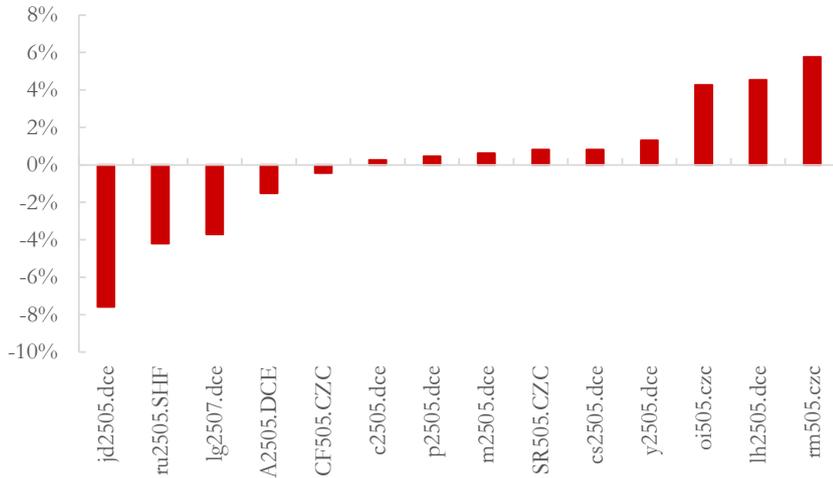
玉米：上期策略中推荐了中长期“关注玉米05、07合约的逢低做多机会”，过去一个月，05合约继续围绕2300元/吨震荡运行，而07合约小幅突破了此前的震荡区间，中枢略有抬升。由于北港基差较弱，加上东北最后一轮潮粮尚未出尽，以及对政策粮拍卖的担忧，盘面短期受到一定压制，贸易摩擦加剧对杂粮进口的影响也暂未被市场做过多计价。

生猪&鸡蛋：上期策略中推荐了“关注LH5月合约13100以上逢高沽空机会，止盈位12500，止损位13200”与“关注LH3-5月合约逢反弹沽空机会，止盈位3000，止损位3400”。策略推出后，生猪主力震荡下行至12800-12900区间后，低位反弹突破，一路突破我们所设定的止损点位，目前已超预期涨至13600的高位，背后主要系基差过高、投机资金拉升及空头主力砍仓所致；此外，鸡蛋淡季合约一路趋势下跌至3000附近，已达到止盈位置，策略表现较好。

白糖：上期策略中推荐了“关注5月合约6000以上逢高沽空远月的机会”，策略推出之后，郑糖5月合约最高至6044元/吨，随着ICE原糖3月合约在2月底到期迎来大量交割，外盘出现回落，带动郑糖也跟随回调，最低至5884元/吨。由于北半球主产国产量低于预期以及巴西降水不足引发担忧等因素，外盘5月合约在18美分一线附近止跌反弹，进而导致了郑糖的回升反复，盘面表现顺畅度差于预期。

强弱配置策略：上一期的农产品多空配置中，我们推荐短期宜多配棕榈油、豆油，空配生猪、鸡蛋。在过去一个月内，农产品涨幅最大的为菜系期货，棕榈油高位震荡为主，月涨幅0.5%（期间最大涨幅3.5%），而豆油实现月涨幅1.3%；农产品跌幅最大的为鸡蛋，实现了7.6%的月度跌幅水平，但生猪价格出现4.5%的涨幅，超出预期。总体而言，该多空配置组合为盈利状态。

图表 1：过去一个月农产品期货品种主力合约涨跌幅情况



资料来源：Wind

2、本期策略推荐

2.1、单边策略

| 品种 | 方向 | 时间 | 主要逻辑 | 风险 | 策略关注 |
|-----|----|--------|--|---------------------------------------|--|
| 棕榈油 | 偏空 | 1-3 个月 | 国际方面，供应端，2 月报告减产及去库幅度不及预期后，3 月产量数据显示环比增加，出口继续下降，3 月马来有望开启累库，供应端叙事空间缩小，且需求端仍无显著起色，短期价格或震荡偏弱，待产地产量与库存恢复，或将转势下跌。 | 国内 05 合约软逼仓、产地天气与虫害问题恶化、国际柴油价格大涨等。 | 关注 9 月合约 (P2509) 做空机会，建议止盈位 7900-8000，止损位 8600-8700。 |
| 玉米 | 偏多 | 1-3 个月 | 随着东北潮粮销售完毕及华北库存持续消耗，东北粮源的外流和去库有望加速，北港弱基差对盘面的压制预计消退，“玉米需要大量小麦替代”的市场共识有望形成。贸易摩擦加剧将导致小麦饲用量被动提升的利多也有望被计价。而若无规模化替代，7 月中下旬缺口预计将基本完全暴露。不过 5 月空间或受高港存压制。 | 进口玉米储备拍卖超预期；糙米拍卖底价低于预期；能量原料饲用需求大幅不及预期 | 关注玉米 07 合约逢低做多机会。建议止盈位 2450-2500、止损位 2250-2270。 |
| 生猪 | 偏空 | 1-2 个月 | 当前价格难跌并非在于供应端存在缺口，而在于供应压力释放节奏滞缓。以头均体重代表的库存压力仍继续上升，根据母猪、仔猪推测，目前仍处于出栏继续增量阶段，未来价格上涨几乎不存在投机以外的驱动。我们认为在交易完高基差之后，现货压力带动价格下跌的趋势将成为交易重心，策略上，关注超涨之后沽空近月合约的机会。 | 猪病；出栏节奏；饲料价格上涨风险。 | 关注 5 月合约超涨后沽空机会。建议止盈位 13200-13400、止损位 13800-14000。 |

| | | | | | |
|----|----|-------|---|----------------------------|--|
| 郑糖 | 偏空 | 3个月以上 | 外盘5月合约仍处于国际供应偏紧的背景中，巴西开榨前多头易炒作，而国内一季度进口糖地量、进口糖浆停滞令糖厂销售压力暂未体现，郑糖短期料偏坚挺。但国内连续第二年增产，糖厂库存不低，产区三方仓储及销区港口库存较高，加工厂开机率陆续提升，预计5月后进口糖到港将增多；而巴西开榨后，国际供应紧张的局面将逐步消散，25Q2全球贸易流预计将由偏紧逐渐趋向于均衡，全球25/26榨季产需仍预期过剩，25Q3国际供应过剩压力预计将加大。不看好郑糖主力6000以上的空间，维持长期熊市观点不变，25Q2-Q3内外糖料总体震荡向下。 | 主产国天气风险；巴西乙醇政策风险；印度进口政策风险。 | 关注逢高沽空的机会。建议5月合约止盈位5700-5800、止损位6100-6150；9月合约止盈位5400-5500、止损位5950-6000。 |
|----|----|-------|---|----------------------------|--|

2.2、套利策略

| 品种及合约 | 策略建议 | 时间 | 主要逻辑 | 风险 |
|-------------|------|-------|--|--------------------------------------|
| M-RM 09 | 做缩 | 1-6个月 | 自3月20日起对进口加拿大菜粕加征100%关税（目前进口菜粕关税为0，增值税为0），同时去年9月我国对进口加拿大菜籽进行反倾销调查，虽然目前没有最终裁决结果，但远月进口菜籽到港预估明显下降。加拿大是我国进口菜籽及菜粕最重要来源国，国产菜籽压榨的菜粕不符合交割标准，加税事件令市场预期远期我国菜粕供应极度紧张。虽然受此影响豆菜粕价格已经大幅缩小，但政策不发生变化的情况下仍建议逢高做缩。 | 政策变化。第一目标位为22年4月底的120，第二目标位看豆菜粕价格平水。 |
| RM 5-9 | 反套 | 1个月 | 菜粕现实供应充足，油厂菜籽库存和菜粕库存、进口颗粒菜粕库存均处于高位。对进口加拿大菜籽粕加税影响远期供应，且随着气温升高菜粕需求进入季节性旺季。 | 政策变化 |
| P2505-P2509 | 正套 | 1-2个月 | 虽然产地产量将在3月份后显著修复，但05合约对应的产地库存依旧偏低，产地挺价意愿强，且印度植物油库存较低，存在补库需求， | 印度补库不及预期。建议止盈位850-900、止损位400-450。 |
| Y2509-P2509 | 做扩 | 3个月以上 | 棕榈油方面，3月斋月结束后，产地供应将逐步复苏，棕榈油的刚需也将逐步下降，棕榈油相对豆油的性价比缺失将更加明显；而豆油方面，2025/26年度美豆种植面积大概率下降，叠加09合约对应易发生美豆天气炒作，预计4-5月过后，豆棕价差将逐步呈现修复的态势。 | 美国生物柴油政策。建议止盈位-100~0、止损位-600~-700。 |

2.3、推荐策略逻辑详述及相关指标跟踪

2.3.1、豆粕菜粕

套利策略—M-RM 09 做缩

逻辑

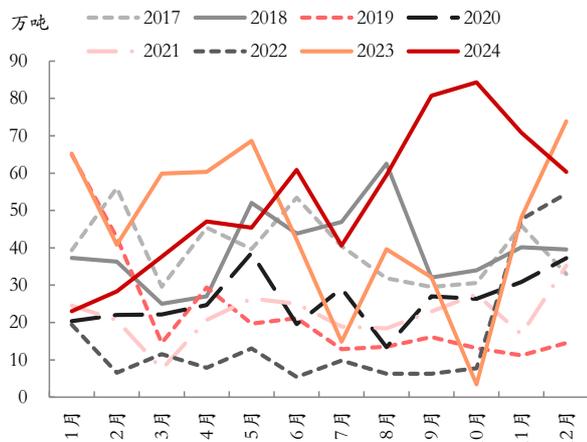
加拿大是世界上最大的菜籽生产国和菜籽、菜粕、菜油出口国。加拿大菜籽主要出口目的地为中国，菜油主要出口目的地为美国，菜粕出口目的地为美国（占比约 60-70%）和中国（占比约 30-40%）。就我国而言，国产菜籽压榨的菜粕不符合交割标准，加拿大是我国进口菜籽及菜粕的最重要来源国，2024 年我国自加拿大进口菜籽占比 96%，自加拿大进口菜粕占比 73.5%。目前我国进口菜籽最惠国税率 9%，普通税率 80%，增值税 9%；菜粕进口最惠国税率 5%，普通税率 30%（2019 年起进口菜粕暂定税率为 0），增值税 0。对进口加拿大菜粕加征 100%关税，意味着加菜粕基本无法进口至国内。虽然此次加税并不包括加菜籽，去年 9 月我国对进口加拿大菜籽反倾销调查也暂时没有裁决结果，但此次加税暗示着中加关系趋于紧张，未来我国进口加菜籽数量或较正常年份锐减。

供应下降的情况下，菜粕的需求能否被完全替代？历史上广东地区豆菜粕现货价差曾经在 22 年 4 月底最低至 90 元/吨、在 23 年 7 月中最低至 180 元/吨，对应时间内菜粕仍保持一定刚需，因此我们倾向于认为菜粕在水产料中或存在最低添加比例。虽然加税事件后豆菜粕价格已经大幅缩小，但政策不发生变化的情况下仍建议逢高做缩。第一目标位为 22 年 4 月底的 120，第二目标位看豆菜粕价格平水。

重点指标跟踪

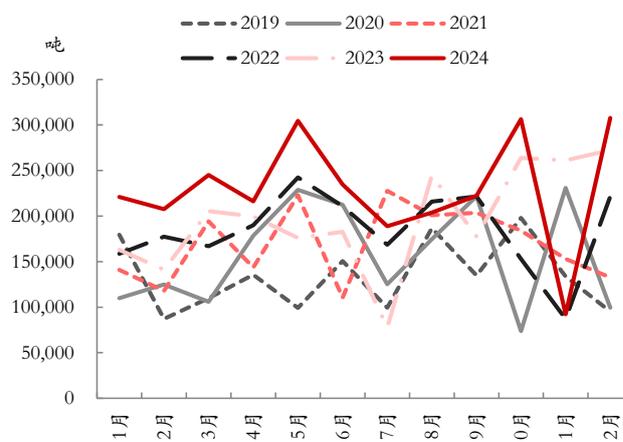
重点关注政策变化，尤其是我国对进口加拿大菜籽反倾销调查结果，以及在反倾销调查结果落地前是否有油厂在高利润刺激下增加进口加菜籽。

图表 2：中国菜籽月度进口



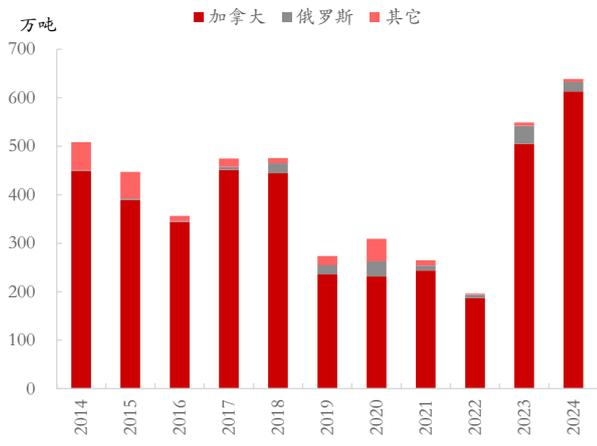
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 3：中国菜粕月度进口



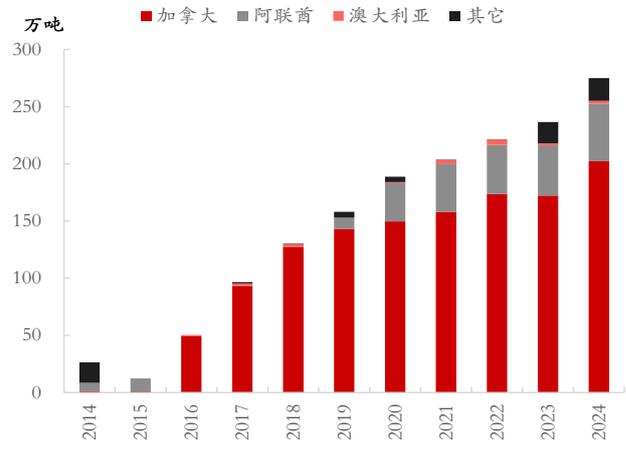
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 4：我国进口菜籽来源国



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 5：我国进口菜粕来源国



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

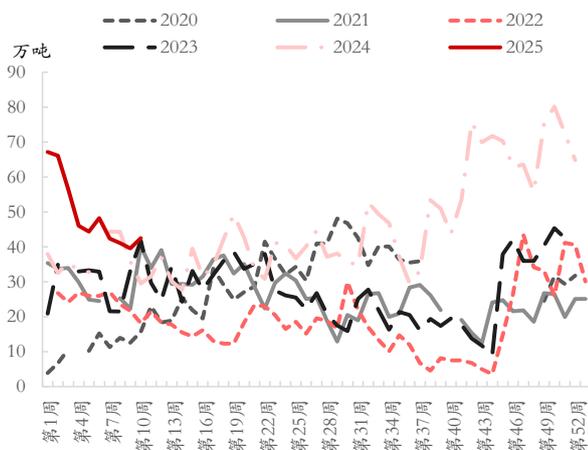
套利策略—RM 5-9 反套

逻辑

加税事件对菜粕供需的影响见上文。菜粕现实供应充足，油厂菜籽库存和菜粕库存、进口颗粒菜粕库存均处于高位。对进口加拿大菜籽粕加税主要影响远期供应，且随着气温升高菜粕需求进入季节性旺季。

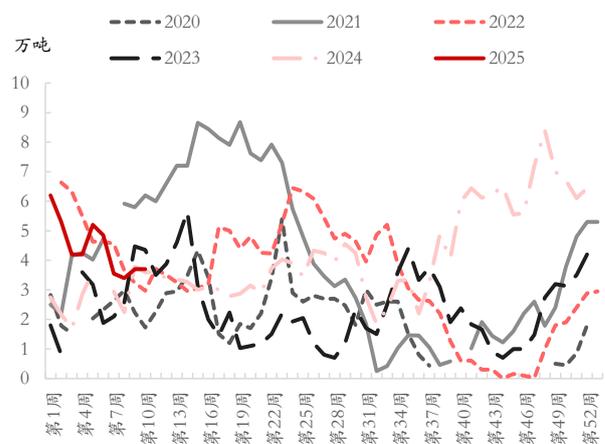
重点指标跟踪

图表 6：沿海油厂菜籽库存



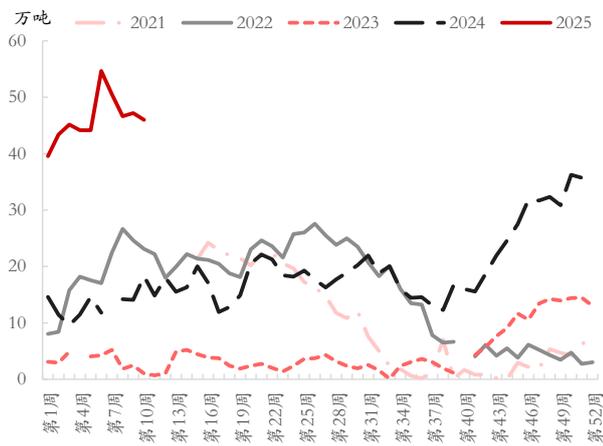
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 7：沿海油厂菜粕库存



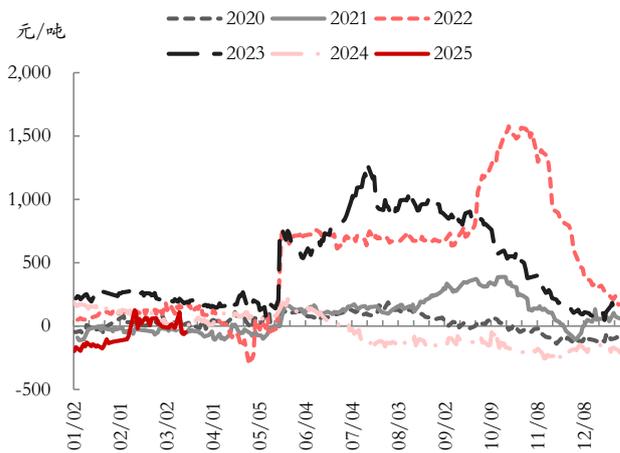
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 8：华东颗粒菜粕库存



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 9：华东菜粕-RM 05 现货基差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.3.2、油脂板块

单边策略—关注 09 合约做空机会

➤ 逻辑

MPOB2 月报告发布后，后续报告继续利多的可能性较差，为数不多支撑棕榈油价格上涨的可能便是产地虫害与天气问题以及印度补库支撑产地报价问题。但上述可能性均会影响 05 合约，而 09 合约对应的供应恢复确定性较高。在产量恢复后，需求端的低迷问题将凸显，产地将逐步提高卖货意愿，直至豆棕以及 POGO 价差修复至棕榈油再度具有性价比的水平。而在大豆丰产以及特朗普意在压低油价的大环境下，豆油价格与柴油价格大幅上涨的可能性较小，故我们认为会以棕榈油价格的回调为主来进行价差修复。

套利策略—关注棕榈油近远月正套与远月豆棕价差做扩

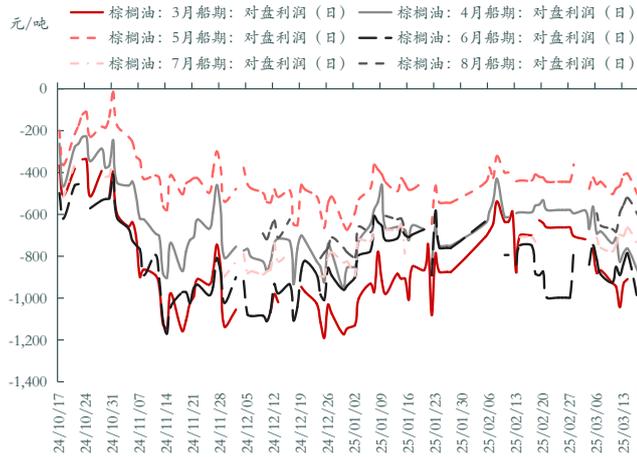
➤ 逻辑

P59 正套方面，09 合约空配逻辑同上述单边策略逻辑，而 05 合约多配逻辑在于产地的现实情况仍是低库存低产量，且印度的补库也基本会在 3-4 月进行，对于国内来讲，若印度的采购足够消化产地库存，产地依旧会有较强的挺价意愿，国内 05 合约对应供需情况则是低库存高持仓，有出现翘尾行情的可能性，虽 09 合约可能会被动跟涨，但预计远不如 05 合约强势。

YP09 做扩方面，随着中国对美豆加征关税后，美国农民对于美豆的种植意愿可能进一步下降，可能会造成新季美豆种植面积的进一步下降。此外，远月合约受到中美关系的影响大于近月合约，故资金更加青睐于在 09 合约进行多配。另一方面，目前国际豆油需求显著优于棕榈油，南北美豆油出口情况均较为理想，国际豆棕价差将在需求端的替代效应下逐步走出修复行情，且随着棕榈油产量恢复，产地卖货意愿将逐步提升，豆棕价差修复持续性将有所提升。

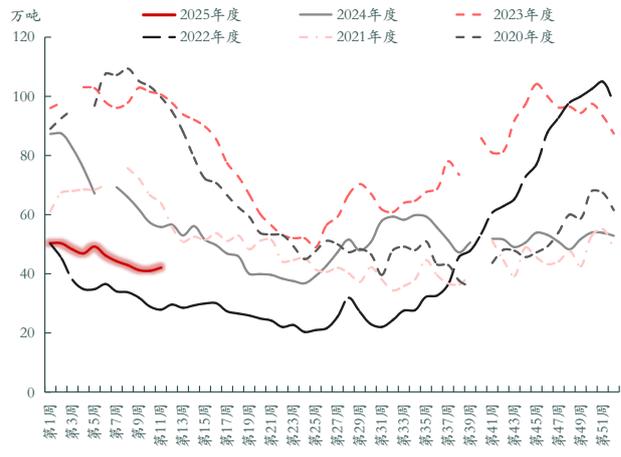
重点指标跟踪

图表 10: 3-4 月国内棕榈油进口利润倒挂



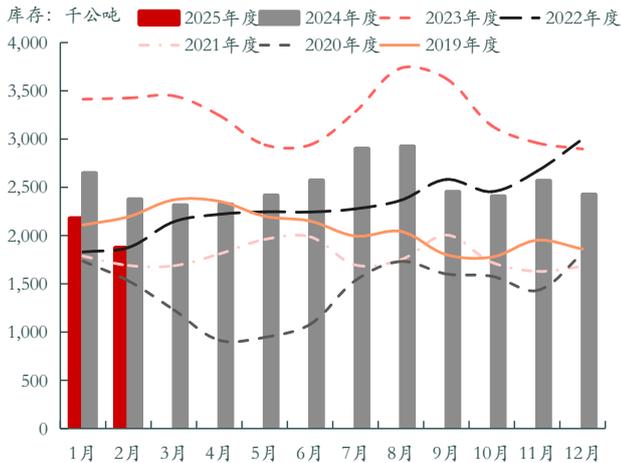
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 11: 中国棕榈油库存持续下降



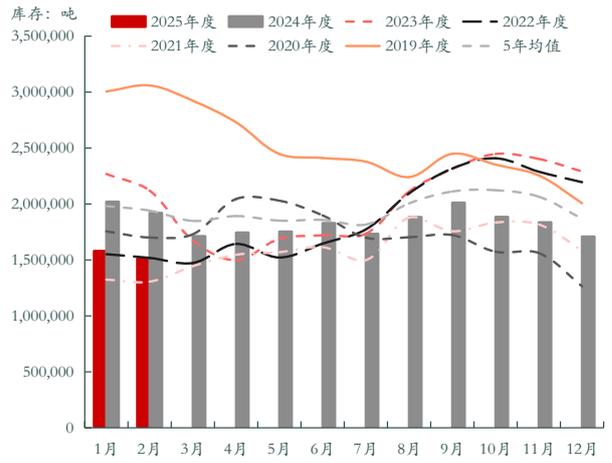
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 12: 印度植物油库存处于低位



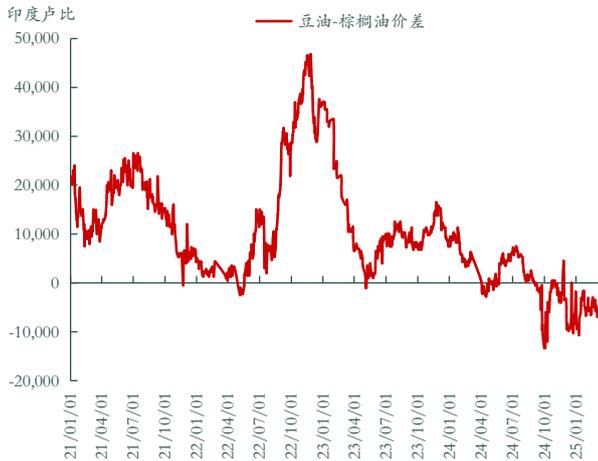
资料来源: SEA, 东证衍生品研究院

图表 13: 马棕库存处于低位



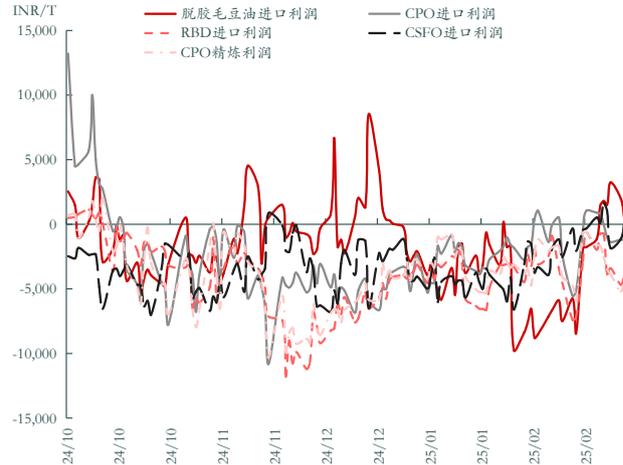
资料来源: MPOB, 东证衍生品研究院

图表 14: 印度豆棕到岸价差依旧倒挂



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 15: 印度棕榈油精炼进口利润均倒挂



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

2.3.3、玉米板块

单边策略—关注玉米 07 合约逢低做多机会

逻辑

过去几年产业端行情错判、囤粮亏损后，预期对现货的驱动力有所下降，更多依赖现实缺口线索的出现，因此我们认为价格超跌后的修复将分阶段进行。春节后的上涨，核心原因在于渠道建库预期的顺利兑现。而第二阶段的修复，有赖于“玉米需要大量小麦替代、小麦为玉米底”的市场共识的形成。

目前压制盘面上行的因素或主要是北港的弱基差以及对 3 月潮粮卖压的担忧，不过华北基差其实较强，原因或主要在于今年华北库存偏低而东北库存偏高。今年库存依旧区域分化，只是与去年相反，市场当前可能仍然低估了华北库存的定价权重。随着东北潮粮销售完毕以及华北库存持续消耗，东北粮源的外流和去库有望加速，北港弱基差对盘面的压制预计将逐渐消退，“玉米需要大量小麦替代”的市场共识有望形成。此外，贸易摩擦加剧将导致小麦饲用量被动提升的利多也有望逐渐被计价：1) 小麦端，需要托市来消化的过剩量预计减少，锚定托市价的时间预计缩短；2) 玉米端，同样是供需平衡的结果，当成本较低的进口谷物饲用量下降、小麦饲用被动提升，替代品平均成本也将提升，这对玉米估值也有一定利多。

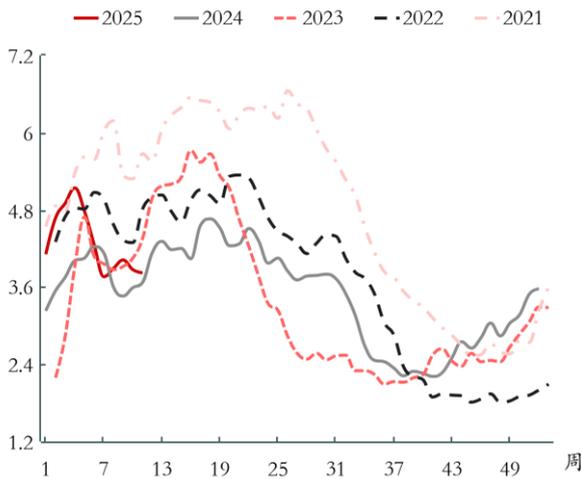
若无规模化替代，7 月中下旬缺口预计将基本完全暴露，07 合约基本面预计最强；而 5 月由于港存较高，缺口预期对价格的驱动力可能会相对不足。估值方面，按豆粕 2800-2900 元/吨的价格计算，2380 元/吨的小麦托市价对应的玉米价格为 2270-2300 元/吨，在缺口预期之下，预计这将是 07 合约的底部支撑线所在；若能量总需求较差，则小麦替代即可补足玉米剩下的缺口，07 合约高点预计在 2400-2450 元/吨区间；但若能量总需求温和回升，且贸易摩擦加剧后进口减少的部分，也全部由小麦来弥补的话，则高点将远不

止于此，不过，更大的可能性是价格上涨后触发额外的政策粮拍卖，此情景下高点或将超过 2450 元/吨，有望到 2450-2500 区间（主要取决于政策粮的拍卖价格和饲用成本）。

同样的供需缺口叙事，24/25 与过去两年相比最核心的不同之处在于：1) 小麦已无大幅下跌的空间；2) 进口谷物的政策限制及风险相对更大一些。因此，对于旧作玉米宜以偏多思路应对为主，当新作丰产基础较为明确之后，09 之后的合约可逐渐转空。

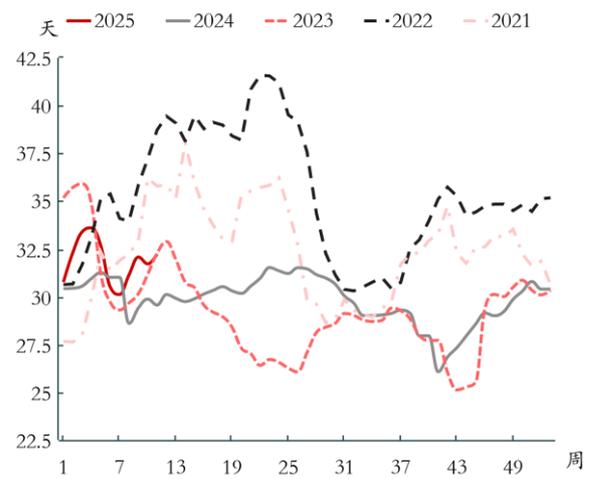
重点指标跟踪

图表 16: 深加工企业玉米库存消费比



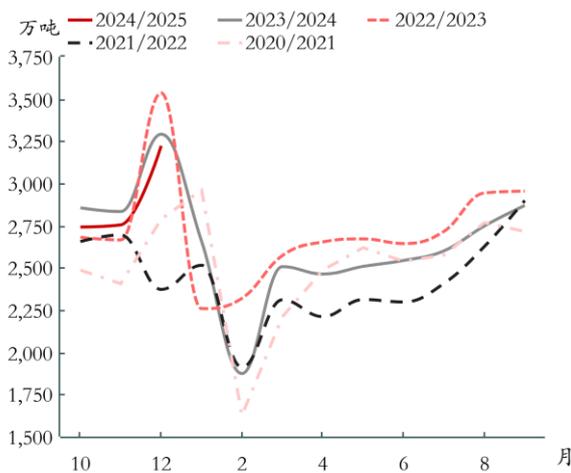
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 17: 饲料企业玉米库存天数



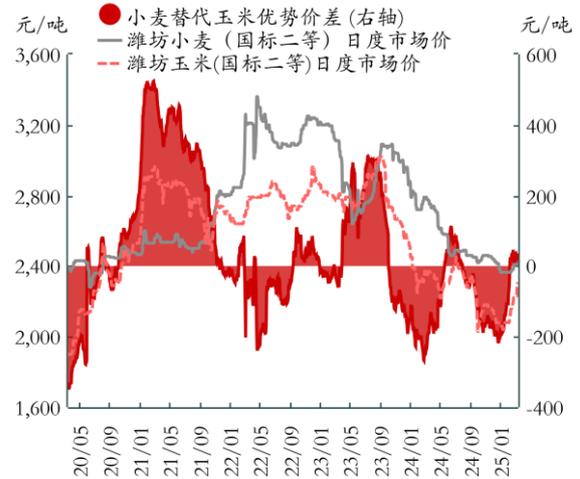
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 18: 工业饲料产量对应的能量原料耗用量估计



资料来源: 饲料工业协会, 东证衍生品研究院

图表 19: 小麦替代玉米优势价差



资料来源: Wind、卓创, 东证衍生品研究院

2.3.4、养殖板块

单边策略—关注 LH 超涨后沽空近月合约的机会

➤ 逻辑

时间来到三月中旬，近几个交易日生猪期货盘面突破以往区间震荡偏弱走势而强劲拉升。拉升的背后有多头视角基于基差修复逻辑进场的助推，同时也是主力空头砍仓的结果。弱基本面、强基差下，矛盾逐渐凸显，我们这里讲讲现阶段的核心问题。从现货表现来看，参考钢联统计数据，1月外三元均价 15.7 元/公斤，2月均价 14.79 元/公斤，3月上旬均价 14.53 元/公斤，淡季月间跌幅不及预期。日前基准交割地河南现货价格与主力合约 LH2505 的基差始终维持在 900-1200 元/吨的高位。基差过高是当前走强的主要原因，投机资金受吸引入场，继续做多期现回归。

基本面与技术面矛盾的积累来自库存压力的滞后。当下，从出栏均重表现来看，据涌益/卓创/钢联农产品反馈，截至3月第二周，出栏均重分别在 127.92/124.74/123.71 公斤，同增分别 3.58%/1.46%/1.2%，春节后体重不降反跌，并几乎呈现了非常连续性的增重走势。这里我们结合二次育肥情况与价差继续分析，从二次育肥来看，在理论上下行周期的淡季时期，市场投机意愿并未明显削弱；标肥价差开始季节性走强，但整体拉升曲线相对过陡，背后亦有二次育肥对标猪价格的助推。此外，屠宰端反而入库动作不大，在高采购成本下意愿相对有限。

由此，当前价格难跌并非在于供应端存在缺口，而在于供应压力释放节奏滞缓。以头均体重代表的库存压力仍继续上升，根据母猪、仔猪推测，目前仍处于出栏继续增量阶段，未来价格上涨几乎不存在投机以外的驱动。我们认为在交易完高基差之后，现货压力带动价格下跌的趋势将成为交易重心，策略上，关注超涨之后沽空近月合约的机会。

➤ 重点指标跟踪

图表 20：5 月交割基差高



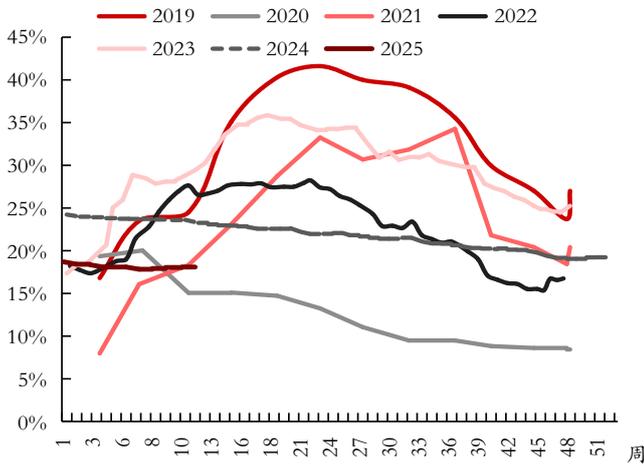
资料来源：WIND，东证衍生品研究院

图表 21：外三元出栏价格



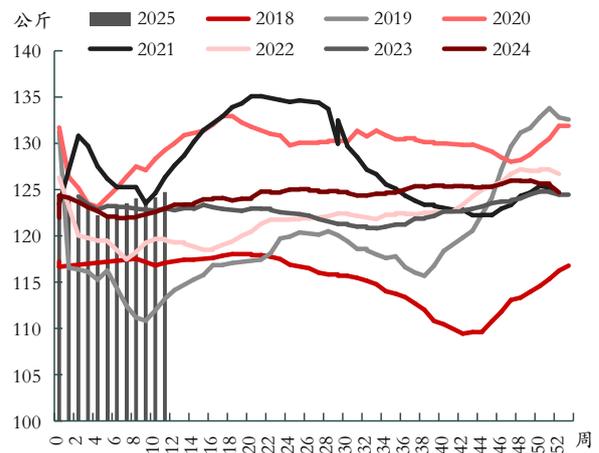
资料来源：钢联农产品，东证衍生品研究院

图表 22: 屠宰企业入库需求有限



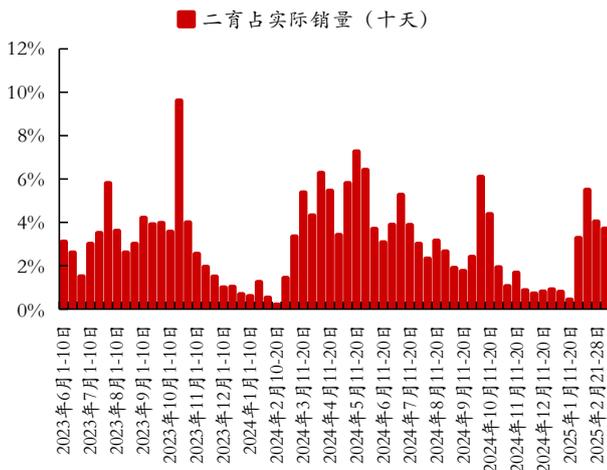
资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 23: 库存压力继续抬升



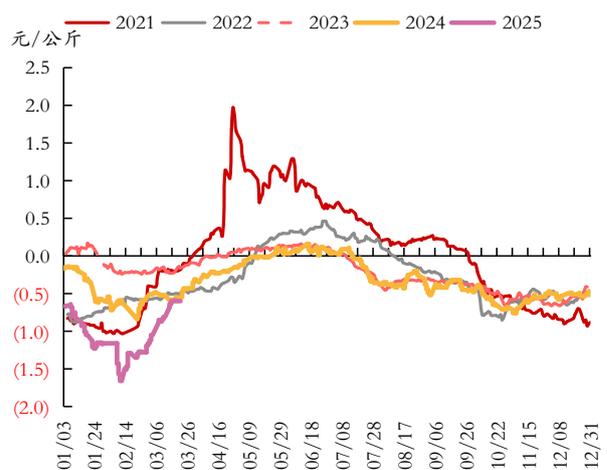
资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 24: 二次育肥并未缓和



资料来源: 涌益咨询, 东证衍生品研究院

图表 25: 标肥价差走强曲线较陡



资料来源: 钢联农产品, 东证衍生品研究院

2.3.5、白糖

单边策略—关注 SR 逢高沽空的机会

➤ 逻辑

在上一期的策略月报中我们认为，ICE3 月合约交割后，外盘存在阶段性回落风险，进而将带动郑糖短期回调。目前 3 月合约已到期摘牌，内外盘出现短暂回调后再度回升，ICE5 月合约重返 19 美分之上，主要因北半球主产国印度泰国产量不及预期、巴西降雨不足引发市场担忧以及巴西雷亚尔升值等因素推动。受外盘提振，郑糖主力也再度回到 6000 元/吨左右。

北半球主产国的甘蔗压榨生产已进入后期，产量形势愈加明朗且进一步不及预期。24/25 榨季印度糖产量前景暗淡，据印度目前糖厂的收榨形势，净食糖产量大概率降至 2700 万吨以下水平，多家机构纷纷下调其估产，印度糖协 ISMA 将印度估产下调至 2640 万吨，全印度食糖贸易协会(AISTA)甚至下调至 2580 万吨；泰国糖厂日榨量已下降，生产逐渐进入后期，24/25 榨季糖产量或在 1000-1050 万吨水平，虽不及预期，但仍较上年度的 877 万吨有所增加。巴西中南部地区干燥的天气状况也正越来越受到关注，2 月及 3 月初降雨持续低于正常值，这令市场担心未来巴西甘蔗及糖产量前景，国际机构对 25/26 榨季巴西中南部糖估产存在较大分歧，预估在 4170-4330 万吨不等。目前在北半球估产不及预期、国际贸易流供应偏紧的背景下，市场更为关注的是巴西糖厂 3-4 月份的开榨情况，若偏干燥的天气及近月升水的期限结构促使糖厂积极提前开榨，则可能缓和 3-4 月份国际贸易流供应紧张的担忧，否则 5 月合约仍将维持坚挺表现，后续需关注巴西中南部糖厂开榨的相关消息。

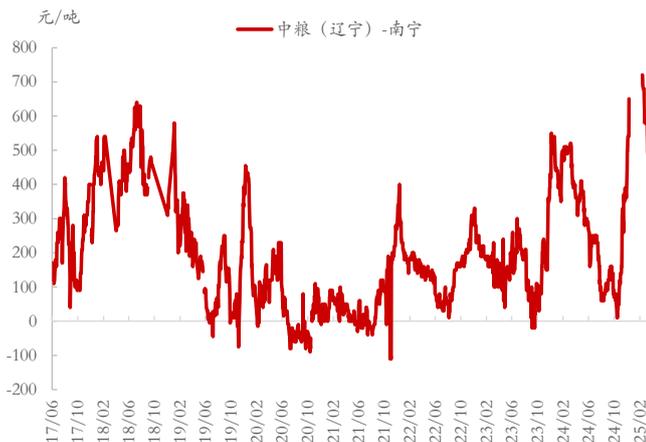
目前市场对于全球 25/26 榨季仍持产需过剩的预估，巴西开榨后国际贸易流将逐步转向宽松，因此机构多预期国际市场“短多长空”，**我们维持对外盘 5 月合约在 17-20 美分的运行区间预估，巴西开榨前偏紧的现货背景下多头易炒作，后续需密切关注巴西开榨动态及天气变化。25Q2 全球贸易流供需预计将由偏紧逐渐趋向于均衡，长期预期仍处于熊市格局**，虽然巴西天气风险令其产量前景存在较大变数，且 25/26 榨季印度泰国能否实现预期中的增产幅度也很大程度上依赖天气，甚至有市场人士认为 24/25 榨季印度产不足需可能导致后期需要进口，但我们认为，考虑到印度 23/24 榨季期末结转库存量较大&25/26 榨季扩种增产的预期，24/25 榨季印度进口的概率并不大，印度政府可以通过提前开榨来解决后期国内短缺的问题；至于天气，目前谈北半球 25/26 榨季的天气影响还为时尚早，南半球巴西天气对产量的影响可能更多体现在榨季尾部的生产上。随着巴西的开榨，国际市场供应紧张的局面将逐步消散，25Q3 国际市场供应过剩压力预计将加大，后续需密切关注主产国天气状况以及压榨生产情况。

国内方面，目前国内处于消费淡季，我们认为，此前 1 月下旬至 2 月下旬郑糖反弹导致基差走弱，2 月糖厂成交改善，更多是糖厂销售的糖进入到了贸易商手中，真正进入终端消费的量预计有限，目前主产区第三方仓储库存较高，但当前盘面期价和现货基差水平下，贸易商出货暂无利润，处于持货待售的状态。若盘面下跌，贸易商基差销售的积极性将提升；若盘面不跌，随着时间的推移，贸易商持货的成本压力也会不断增加。

此外，销区港口糖源供应处于充裕的状态，当前库存高、走货慢，显示消费淡季里终端需求疲软，广西与销区报价倒挂，广西糖与云南糖报价价差约 200 元/吨，广西糖无销售竞争优势，这或不利于广西糖厂的后续走货；加工厂开机率也在陆续提升，目前北方加工糖与广西糖价差自高位有所收窄，3 月下旬及 4 月份加工厂开机将增多，虽然一季度进口到港量少，但预计 5 月后到港量将增多，届时或影响国产糖去库进度。这些均不支持国内期现货价格的上行，甚至埋下中后期回落的潜在风险。不过，3 月底广西大部分糖厂都将收榨，在糖厂产销率较高且即将全部收榨、一季度进口地量、糖浆进口受阻的情况下，糖厂销售的压力暂不大，叠加外盘 5 月合约偏坚挺的表现，这给国内市场提供短期有力支撑，郑糖短期料偏强震荡，但不看好主力 6000 以上的空间，维持长期熊市周期的观点不变，25Q2-Q3 内外糖价料总体震荡向下，关注逢高沽空的机会。

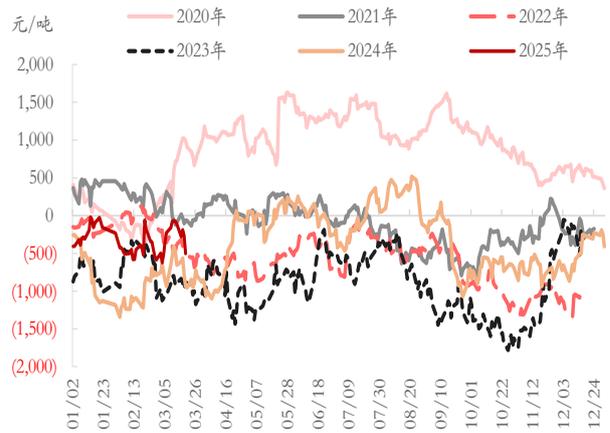
重点指标跟踪

图表 26: 国内加工糖与广西糖价差



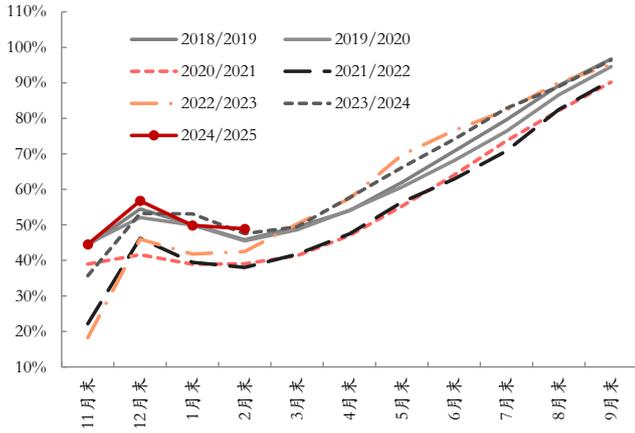
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 27: 配额外进口巴西糖利润 (与日照白糖现价比)



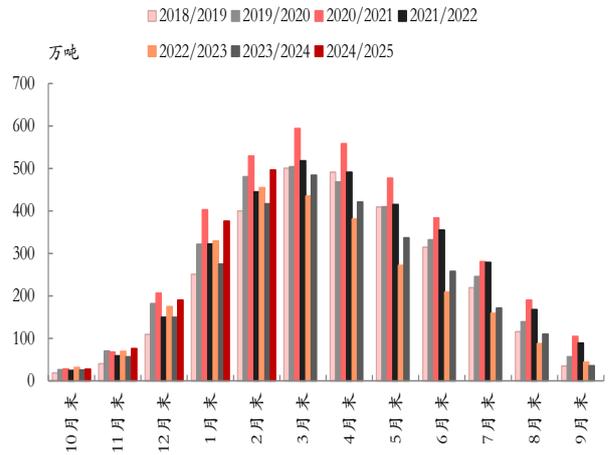
资料来源：泛糖科技网，东证衍生品研究院

图表 28: 全国国产糖产销率



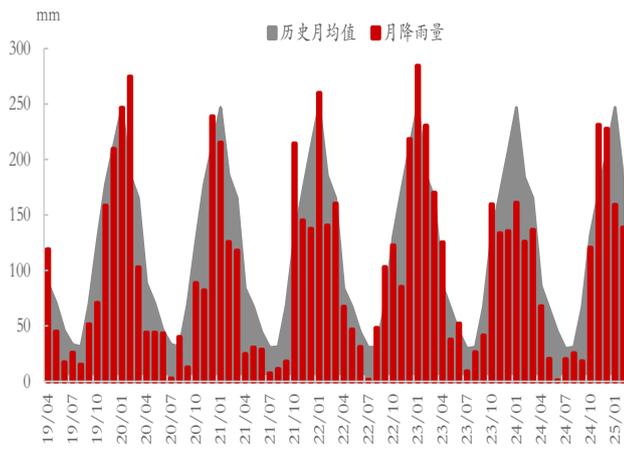
资料来源：中糖协

图表 29: 全国国产糖工业库存



资料来源：中糖协

图表 30: 巴西主产区降水情况



资料来源：Unica

图表 31: 巴西醇糖价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3、农产品品种间强弱排序

3.1、农产品各主要品种观点

| 品种 | 短期 (1-2 周) | 中期 (3 个月内) | 长期 (3 个月以上) | 主要逻辑 |
|----|---------------|---------------|----------------|---|
| M | ⊗ | ★ | ★ | M2505: 4 月起进口大豆到港将明显增加, 5 月大豆进口预计在 1000 万吨以上, 豆粕现货下跌将是必然的。预计期现收敛将以现货下跌来实现, M2505 预计区间震荡为主。 M2509: 短期仍是成本定价为主。南美 24/25 年度丰产格局基本确定, 考虑 |

| | | | | |
|------|---|----|---|--|
| | | | | 到巴西出口压力及中国 6-8 月买船进度偏慢，巴西 CNF 升贴水报价及中国进口大豆成本存在下跌空间，豆粕短期或震荡为主。 中长期 市场将陆续开始交易美国 25/26 年度平衡表，美豆种植面积下降确定，关注 3 月 31 日 USDA 种植意向报告， 4 月底美豆开始播种后若出现天气炒作也将利多豆粕期价 。此外，由于每年 4 季度至次年 1 季度中国需要进口的美豆数量增加， 未来中美贸易战发展及四季度国内可能存在供应缺口也潜在利多豆粕 。（可择机试多，但个人倾向于等待更好的价格，或等待新的驱动出现时入场） |
| RM | ⊕ | ★ | ★ | 我国宣布对进口加菜粕加征关税后，菜粕价格大幅上行，豆菜粕价差迅速收窄。未来重点关注政策变化，尤其是我国对进口加拿大菜籽反倾销调查结果，以及在反倾销调查结果落地前是否有油厂在高利润刺激下增加进口加菜籽。 |
| P | ⊕ | ☆☆ | ⊕ | P2505 : 虽然目前需求端低迷，但受制于产地低库存低产量的现实，产地当前仍无库存压力，挺价意愿较强。而需求端，印度目前植物油库存水平极低，有着较强的补库需求，一旦棕榈油相对于豆油性价比回升，印度仍会出现采购行为，以支撑产地报价，我们认为短期内棕榈油仍不具备转势大跌的基础，需产地库存与产量显著回升后，才可能出现明显的下跌行情。 P2509 : 09 合约对应了棕榈油需求端逐步修复至合理区间的过程。随着产量的恢复，棕榈油高溢价带来的需求低迷影响将更加显著，产地卖货意愿的增加将加速产地报价下跌。一旦棕榈油与豆油柴油的价差恢复至正常区间，印尼 B40 的执行将受到极大的促进作用，而印度的采购需求也将回升，棕榈油庞大的需求增量将逐步显现，直至与供应再度达到平衡，故 09 合约预计将呈现先跌后企稳回升的走势。 |
| Y | ⊕ | ★ | ★ | Y2505 : 4 月起逐步到港的大豆将进一步给到国内库存压力，近端的供应依旧处于较为充足的情况，但在国际豆油价格的支撑下，下行幅度较为有限，预计呈现震荡走势。 Y2509 : 随着巴西大豆供应压力逐步释放，09 合约交易主线将放在美豆种植面积下降以及播种期间的天气炒作上，此外国际豆油需求对棕榈油的替代也有望提振豆油价格。而中美贸易后续若继续发酵，无论从情绪还是供应上均对四季度豆油影响偏利多。 |
| OI | ⊕ | ★ | ★ | OI2505 : 近端菜籽菜油国内库存较为充足，且菜籽近月到港较多，国内依旧处于供应充足的阶段。且中国对加拿大菜油加征关税使得菜籽榨利大幅上升，有可能会刺激部分贸易商增加近月菜籽的采购，从而进一步增加国内近月供应。 OI2509 : 受制于菜籽反倾销调查影响，国内远月菜籽买船偏少，且在已经对加拿大菜油加征关税的影响下，即便加拿大菜油无法进入美国，也不会成为国内的多余供应，故远月菜籽菜油供应呈现逐步趋紧的趋势，需持续关注中加关系以及远月菜籽买船情况。 |
| C、CS | ⊕ | ★ | ⊕ | 短期 压制盘面上行的因素或主要是北港的弱基差以及对潮粮卖压的担忧，但东北潮粮余量不多，华北库存同比更低，随着 3 月东北潮粮销售完毕以及华北库存持续消耗，东北粮源的外流和去库有望加速，“玉米需要大量小麦替代”的市场共识有望形成。此外，贸易摩擦加剧将导致小麦饲用量被动提升 |

| | | | | |
|----|---|----|----|--|
| | | | | <p>的利多也有望被计价，第二轮向上修复有望逐渐启动，中期观点维持偏多。当新作丰产基础较为明确之后，09之后的合约可逐渐转空。</p> <p>淀粉单边跟随玉米波动，CS-C价差同时受原料区域价差和淀粉库存影响，且短期区域价差逻辑影响力更强。当前淀粉库存压力相对明显，企业盈利虽承压，但开机率的下降预计需要持续的深度亏损；因华北减产严重、库存较低，华北-东北玉米价差较强，但当华北小麦开启规模化饲用后，区域价差预计将会略有回落，库存压力预计将驱动CS-C转弱。</p> |
| LH | ☆ | ☆☆ | ☆☆ | <p>从长期产能波动来看，据悉，农业部农村部1月能繁母猪存栏数据显示产能已结束近一年时间的增产，转而进入到减产阶段（当月数据小幅微降）；三方机构（涌益、卓创、钢联）数据略有出入，但从趋势上来看，不同样本产能已呈现增幅缩减或环比为负的状态。我们依然相信生猪的强趋势性特点。在长期交易中，养殖利润主导的产能波动是猪价的决定性因素，那么当下25年上半年整体盘面表现应当最弱，下半年旺季合约相对上半年表现更强，年底或缓慢迎接新一轮价格转折。当然这里我们同样从库存角度对淡季的弱进一步予以支持，从出栏体重来看，市场仍未进入到快速去库阶段，下行阶段投机需求不足与消费淡季终端承接有限的两大特点下，基本面暂未释放利多信号。其次在合约选择上，5、7合约适合反弹布空。理由如下：当前价格难跌并非在于供应端存在缺口，而在于供应压力释放节奏滞缓。以头均体重代表的库存压力仍继续上升，根据母猪、仔猪推测，目前仍处于出栏继续增量阶段，未来价格上涨几乎不存在投机以外的驱动。我们认为在交易完高基差之后，现货压力带动价格下跌的趋势将成为交易重心，策略上，关注超涨之后沽空近月合约的机会。</p> |
| SR | ⊕ | ☆ | ☆☆ | <p>外盘5月合约处于北半球产量不及预期、国际贸易流供应偏紧的背景之下，预计在17-20美分区间运行；巴西开榨后，国际市场供应紧张的局面将逐步消散，25Q2全球贸易流供需预计将由偏紧逐渐趋向于均衡，全球25/26榨季产需仍预期过剩，25Q3国际市场供应过剩压力预计将加大，长期仍预期处于熊市格局，后续需密切关注主产国天气状况以及压榨生产情况。</p> <p>国内方面，短期而言，一季度进口糖地量、糖浆进口受阻令糖厂销售压力暂未体现，叠加外盘5月合约偏坚挺的表现影响，郑糖短期料偏强震荡。但主产区第三方仓储库存较高，贸易商持货较多；销区港口库存高、走货慢；加工厂开机率也在陆续提升，预计5月后进口糖到港量将增多，届时或影响国产糖去库进度，再结合国际基本面情况，不看好主力6000以上的空间，维持长期熊市观点不变，25Q2-Q3内外糖料总体震荡向下，关注逢高沽空机会。</p> |
| CF | ⊕ | ⊕ | ★ | <p>短中期：全球贸易战激烈，4月初美国对外全面对等关税措施可能开始实施，令全球需求前景蒙阴；3月份国际棉粮比价回升，美棉种植面积减幅或不及此前预期，关注3月底的USDA意向报告及产地天气变化；国内进入“金三银四”纺织旺季，近期下游订单及成交边际改善，但同比仍偏少，以内销订单走货为主，外单不理想，产业信心仍不足，美对华不断加征关税势必令中国纺服出口面临较大压力。清明节后纺织需求一般季节性开始转弱，4-5月份新疆新棉播种，意向面积预计小增。内外棉基本面向上驱动乏力，4-5</p> |

| | | | |
|--|--|--|--|
| | | | <p>月份或存回落风险，总体料维持低位震荡格局，后续需继续关注宏观政策动态、下游订单及产业链补库情况。</p> <p>长期：我们对国内外棉价长期前景不悲观，等待低位布局多单机会：1、进口棉及进口纱预期减少或令本年度中国后期国内流通领域供需趋紧；2、棉纺产业链中下游棉花棉纱库存不高，棉纱贸易商手中库存也偏低，产业逢低补库需求将支撑棉价。目前全球棉纺产业链中下游库存不高，企业维持低库存运行心态等待信心恢复的信号和补库周期的开启。一旦市场信心改善，产业内外投机需求回升，隐性需求将大幅增加需求弹性，进而将引导价格重心上移。3、国内宏观经济扶持政策不断出台，随着政策落地推进，内需有望逐步改善；美国对外关税政策出台较快，美国经济下行压力也开始显现，且2026年面临中期选举，下半年美对外贸易战或将有所缓和，美对内减税政策也可能加大推进，25H2外部环境的利空影响或将逐步减弱。</p> |
|--|--|--|--|

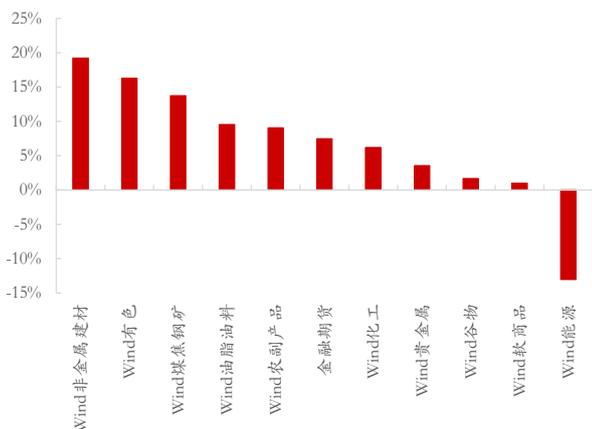
注：看涨等级：强烈★★★；中度★★；震荡偏强：★
 看跌等级：强烈☆☆☆；中度☆☆；震荡偏弱：☆
 震荡：⊙

3.2、主要指标跟踪

3.2.1、资金面动态

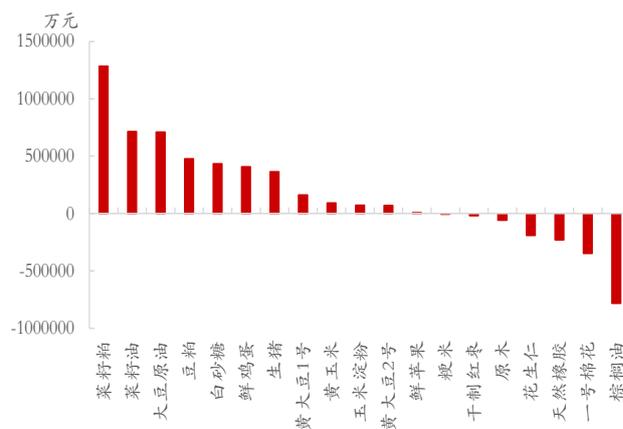
过去一个月（截至2025年3月14日），农产品期货板块资金以流入为主，其中菜系及豆类品种的资金流入量位居前列，而棕榈油上的资金呈现大幅流出的状况。

图表 32：过去一个月期货版块间资金流动情况



资料来源：Wind

图表 33：过去一个月农产品各品种间资金流动情况



资料来源：Wind

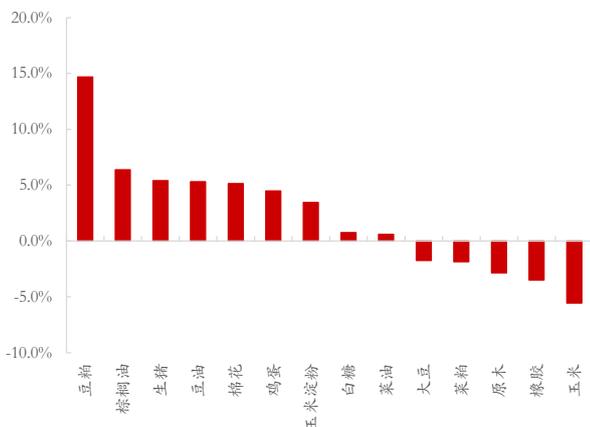
3.2.2、各品种基差及基差率 (2025年3月14日)

| 品种 | 单位 | 期货 | 现货 | 基差 | 基差率 | 外盘近月-次近月价差及价差率 | | | |
|------|----------|-------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|--------|
| | | | | | | 品种 | 单位 | 价差 | 价差率 |
| 棉花 | 元/吨 | 13680 | 14420 | 740 | 5.13% | ICE2 号棉 | 美分/磅 | -1.24 | -1.84% |
| 白糖 | 元/吨 | 6030 | 6075 | 45 | 0.74% | ICE11 号糖 | 美分/磅 | 0.26 | 1.35% |
| 大豆 | 元/吨 | 4009 | 3940 | -69 | -1.75% | CBOT 大豆 | 美分/蒲 | -14 | -1.38% |
| 豆粕 | 元/吨 | 2901 | 3400 | 499 | 14.68% | CBOT 豆粕 | 美元/短吨 | -7.2 | -2.35% |
| 菜粕 | 元/吨 | 2679 | 2630 | -49 | -1.86% | ICE 菜籽 | 加元/吨 | -13.3 | -2.37% |
| 豆油 | 元/吨 | 8068 | 8520 | 452 | 5.31% | CBOT 豆油 | 美分/磅 | -0.46 | -1.10% |
| 棕榈油 | 元/吨 | 9120 | 9740 | 620 | 6.37% | BMD 马棕 | 林吉特/吨 | 100 | 2.20% |
| 菜油 | 元/吨 | 9175 | 9230 | 55 | 0.60% | CBOT 玉米 | 美分/蒲 | -9 | -1.96% |
| 玉米 | 元/吨 | 2309 | 2187.5 | -121.5 | -5.55% | | | | |
| 玉米淀粉 | 元/吨 | 2694 | 2790 | 96 | 3.44% | | | | |
| 生猪 | 元/吨 | 13565 | 14340 | 775 | 5.40% | | | | |
| 鸡蛋 | 元/500 千克 | 3057 | 3200 | 143 | 4.47% | | | | |
| 原木 | 元/立方米 | 843.5 | 820 | -23.5 | -2.87% | | | | |
| 橡胶 | 元/吨 | 17180 | 16600 | -580 | -3.49% | | | | |

资料来源: Wind, 钢联, 泛糖科技, TIEB

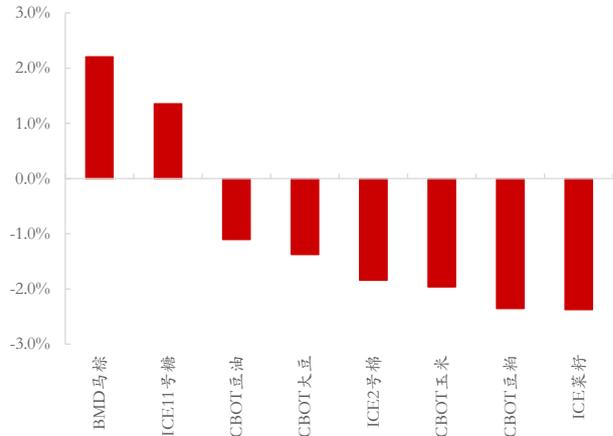
备注: 品种现货价格的选取上, 棉花: 3128 级棉花现货价格 (TIEB); 白糖: 广西白糖现货成交价格指数 (泛糖科技); 大豆: 黑龙江哈尔滨国产大豆收购价 (wind); 豆粕: 江苏张家港普通蛋白豆粕出厂价 (wind); 菜粕: 江苏南通普通菜籽粕出厂价 (wind); 豆油: 江苏南通一级散装豆油出厂价 (wind); 菜油: 江苏南通国标三等成品菜籽油市场价 (钢联); 棕榈油: 广东 24 度棕榈油现货价 (wind); 玉米: 鲅鱼圈港玉米(国标二等)市场价 (钢联); 玉米淀粉: 山东玉米淀粉国标一等价格 (钢联); 生猪: 河南新郑生猪(外三元)价格 (wind); 鸡蛋: 中国主产区鸡蛋均价 (钢联); 原木: 山东日照港辐射松原木 3.9 中 (3.8A) 现货价 (钢联); 橡胶: 上海天然橡胶(云南国营全乳胶)市场价 (wind)。

图表 34: 国内农产品主力合约基差率



资料来源: Wind, 钢联, 泛糖科技, TIEB

图表 35: 外盘农产品近月-次近月价差率



资料来源: Wind

3.2.3、农产品期货强弱排序及多空配置策略

基于上述对基本面、资金及基差指标情况的综合评判，本期我们对农产品品种间的强弱排序如下：

短期强弱排序：粕类>玉米>油脂>软商品>养殖类；细分的话，豆粕>菜粕>玉米>棕榈油>豆油>菜油>糖>棉花>生猪>鸡蛋

中长期基本面强弱情况：

粕类方面：南美丰产令 24/25 年度全球大豆期末库存较上年继续增加，但由于去年 12 月下旬至今年 1 月阿根廷干旱天气、巴西南里奥格兰德州不利天气、以及今年 1 月 USDA 月度供需报告下调美豆单产及产量，全球 24/25 年度的宽松程度已经较此前预估明显收窄。接下来美国 25/26 年度大豆播种即将开始，面积下降的情况下若出现天气炒作则可能利多美豆及豆粕期价。此外，由于每年 4 季度至次年 1 季度中国需要进口的美豆数量增加，未来中美贸易战发展及四季度国内可能存在供应缺口也潜在利多豆粕。因此，**粕类属于“低价值+驱动偏向上”的品种，但上行力度需要关注潜在利多题材的发酵情况（天气题材的炒作力度以及未来中美贸易战的发展程度），宜关注逢低多配的机会。**

油脂方面，棕榈油方面，随着供应端炒作空间减少，需求端的低迷将逐步压低棕榈油的价格，低产量低库存的现实、印度潜在的补库需求以及国内较差的进口利润与低库存可能是最后支撑棕榈油价格的因素，一旦产地卖货意愿逐步增加，以及印度的补库逐步完成，棕榈油价格或将面临转势下跌的局面。豆油方面，近端面临较高大豆到港以及国内高库存的影响，但远月交易的美豆种植面积下降以及天气炒作对 09 合约有较强支撑，且中美关系可能随时成为四季度豆油价格上涨的催化剂，呈现远强近弱格局。菜油方面，近端较为充足的菜油与菜籽库存对近月价格显著施压，且目前大幅好转的菜籽榨利可能会催生新的近月买船。而远月买船受制于加拿大菜籽反倾销调查影响明显较少，且市场不必担忧有多余的加拿大菜油直接进入中国，故远月走势预计强于近月。**总体而言，油脂市场的主导者棕榈油正逐步向“高价值+驱动向下”转化，宜关注逢高空配机会；三大油脂间的相对强弱关系将由近月合约的棕>豆/菜逐步转变为远月合约的豆/菜>棕。**

棉花方面：全球贸易战激烈的形势令需求前景蒙阴，但国内进口棉及进口纱预期减少，本年度中后期国内棉花供需面或将趋于均衡甚至可能偏紧；产业链中下游棉花棉纱低库存的局面下，逢低补库需求支撑着盘面，企业目前总体维持低库存运行心态等待信心恢复的信号。我们将其归类于“低价值，弱驱动，等待做多机会”的品种。

白糖方面：国际市场长期基本面前景仍偏空，但国际糖市由短期的供应偏紧→供需均衡→供应过剩，需要一个发展的过程，市场的节奏需要注意。巴西开榨前，盘面易向上炒作供应，巴西开榨后，盘面易向下炒作需求。进入 Q2 后，随着巴西中南部新榨季开榨生产的推进，市场供应形势将逐步改善，下榨季 25/26 榨季全球供需预计过剩，内外糖市预期处于熊市格局中，因此，**白糖属于“偏高价值+驱动向下”品种，中长期而言适宜关注逢高空配机会。**

玉米方面：20/21 年至今玉米始终存在产需缺口，但同样的产需缺口叙事，24/25 与过去两年相比最核心的不同之处在于：1) 小麦已无大幅下跌的空间；2) 进口谷物的政策限

制及风险相对更大。目前玉米现货估值仅能令主产区少量小麦进入饲用，而盘面远月估值给出的小麦饲用优势也不够显著。因此对于旧作玉米宜以偏多思路应对为主，当新作丰产基础较为明确之后，09之后的合约可逐渐转空。上半年玉米属于“低价值+向上驱动”的品种，未来将逐渐转向“高价值+向下驱动”。

养殖板块：由于能繁母猪产能尚未进入到去化阶段，整体仔猪出生减量不多，至少上半年供应仍偏宽松，但绝对价值低位，且基差较大，令下行受到制约，将该品种归类于“低价值+弱向下驱动”；鸡蛋基本面弱于生猪，产能出清未能兑现，6月之前产蛋率预计仍偏高，属于“低价值+向下驱动”的品种。

则相应的多空配置策略为：

短期：宜多配豆粕、玉米；空配生猪、鸡蛋。

中长期：宜关注逢低多配远月9月合约豆粕及棉花的机会；关注逢高空配远月9月合约白糖、棕榈油的机会。

4、风险提示

产地天气风险、产业政策风险及宏观金融市场动荡风险等。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

| 走势评级 | 短期（1-3个月） | 中期（3-6个月） | 长期（6-12个月） |
|------|-----------|-----------|------------|
| 强烈看涨 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 |
| 看涨 | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% |
| 震荡 | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% |
| 看跌 | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% |
| 强烈看跌 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 |

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com