



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

何琳

0451-58896619

helin@nawaa.com

投资咨询号 TZ015285

助理分析师

刘冰欣

0451-58896619

liubingxin@nawaa.com

四面楚歌

摘要

- 上半年棕榈油领跌油脂板块，供给压力和需求低迷持续打压价格。三季度为油脂的消费淡季，也是马来棕榈油每年的产量高峰期，今年压力尤为沉重，出口的持续低迷预计继续压制价格上行。而四季度进入棕榈油减产期后，市场震荡筑底后或有望出现多单进场机会，整体而言棕榈油下半年预计仍以震荡筑底为主。
- 中美贸易争端拉开序幕以后，对豆油利多作用未如豆粕明显，豆油始终未能逃离库存高企的压力，且国储拍卖预计为价格雪上加霜。三季度美豆天气若有机会能为市场带去间或做多机会，但整体来看供给压力犹存，中期而言区间弱势震荡为大概率。
- 年初菜籽油拍卖过后一直默默无闻，5月终于带领油脂板块走出“漩涡”。中期来看菜籽油供给压力最小，产量的逐年减少主要反映在了与豆棕价差的拉大，这样的情况并不利于价格大幅走高，并且供给的缺口有望靠进口补给，但菜籽油临储库存即将清空仍有望继续支撑价格走强，下半年可通过菜籽进口榨利情况判断国内供需情况，可寻找阶段性低点进场布局多单。

第 1 章	上半年油脂回顾	4
1.1.	内外盘油脂相关性增加	4
1.2.	上半年涨跌统计	5
第 2 章	棕榈油行情分析	5
2.1.	生物柴油政策端难有亮点	5
2.2.	马棕供大于求压制价格	8
2.3.	下半年或现厄尔尼诺	10
2.4.	国内棕榈库存减幅不大	11
2.5.	棕榈操作思路	13
第 3 章	豆油行情分析	13
3.1.	美豆油新作库存预计攀升	14
3.2.	国内豆油库存消化速度较慢	16
3.3.	中美贸易战对豆油影响甚微	16
3.4.	豆棕价差大概率走扩	18
3.5.	豆油操作策略	19
第 4 章	菜籽油行情分析	19
4.1.	供给缺口与进口增加的博弈	20
4.2.	国储菜油余量寥寥	21
4.3.	价差套利机会	22
4.4.	菜籽油操作策略	23
南华期货分支机构		24
免责声明		26

图表目录

图 2.1.1.1: 2017 全球生物柴油产量占比	6
图 2.2.1: 马来西亚棕榈油月度产量 (单位: 吨)	8
图 2.2.2: 马来西亚棕榈油月度出口 (单位: 吨)	8
图 2.2.3: 马来西亚棕榈油月度库存 (单位: 吨)	8
图 2.2.4: 全球棕榈油 2017 进口量分国别占比 (单位: 千吨)	9
图 2.3.1: 太平洋海温异常指数	10
图 2.4.1: 棕榈油月度进口量 (单位: 吨)	11
图 2.4.2: 棕榈油内外价差 (单位: 元/吨)	11
图 2.4.3: 国内棕榈油库存 (单位: 万吨)	12
图 3.1.1: 美国大豆供需平衡表 (单位: 百万吨)	14
图 3.1.2: CBOT 大豆近十年来期价 (单位: 美分/蒲式耳)	14
图 3.1.3: 美豆期价与单产对比	15
表 3.1.1: 6 月 USDA 豆油供需平衡 (单位: 百万磅)	15
图 3.2.1: 国内豆油商业库存近八年 (单位: 吨)	16
图 3.4.1: 豆棕期价价差年度对比 (单位: 元/吨)	18
图 4.1.1: 全球菜籽供需平衡 (单位: 千吨)	20
图 4.1.2: 加拿大菜籽供需平衡 (单位: 千吨)	20
表 4.2.1: 2016.10.12~2017.3.8 菜籽油拍卖 (单位: 元/吨)	21
图 4.2.1: 2015.1.21~2018.2.2 菜籽油拍卖统计 (单位: 元/吨)	21
图 4.3.1: 菜豆期价价差年度对比 (单位: 元/吨)	22

第1章 上半年油脂回顾

1.1. 内外盘油脂相关性增加

表 1.1.1 油脂油料相关系数

	NYMEX 原油	CBOT 大豆	CBOT 豆粕	CBOT 豆油	DCE 豆一	DCE 豆粕	DCE 豆油	DCE 棕榈 油	CZCE 菜油	CZCE 菜粕
周期: 日线 2018/01/01 - 2018/06/15										
DCE 棕油	-0.496	-0.147	-0.435	0.824	-0.295	-0.502	0.155	1	-0.223	-0.483
DCE 豆油	0.308	0.319	0.345	-0.118	0.621	0.502	1	0.155	0.495	0.48
CZCE 菜油	0.546	-0.184	0.057	-0.38	0.205	0.112	0.495	-0.223	1	0.087
周期: 日线 2017/07/01 - 2017/12/31										
DCE 棕油	0.049	-0.143	-0.431	0.588	-0.005	-0.289	0.554	1	0.592	-0.613
DCE 豆油	-0.69	-0.301	-0.538	0.668	0.668	-0.517	1	0.554	0.763	-0.665
CZCE 菜油	-0.262	-0.235	-0.482	0.79	0.267	-0.368	0.763	0.592	1	-0.558

从油脂内外盘相关性来看，可看出 2018 年年初以来 NYMEX 原油与国内油品走势相异——与棕榈油相关度由正转负，从 0.049 跌至-0.496；与豆油的从-0.69 变成 0.308，相关度明显上升；与菜籽油则从 2017 年下半年的-0.262 到 2018 年上半年的 0.546，相关度大大增加。CBOT 豆油除了与连棕榈油相关度略有增加，从 0.588 提升到 0.824 之外，与菜豆的相关度均由正转负，由此可看出，2018 上半年内盘油脂与外盘原油和豆油的相关度均在下滑，内盘独立性略有增加。

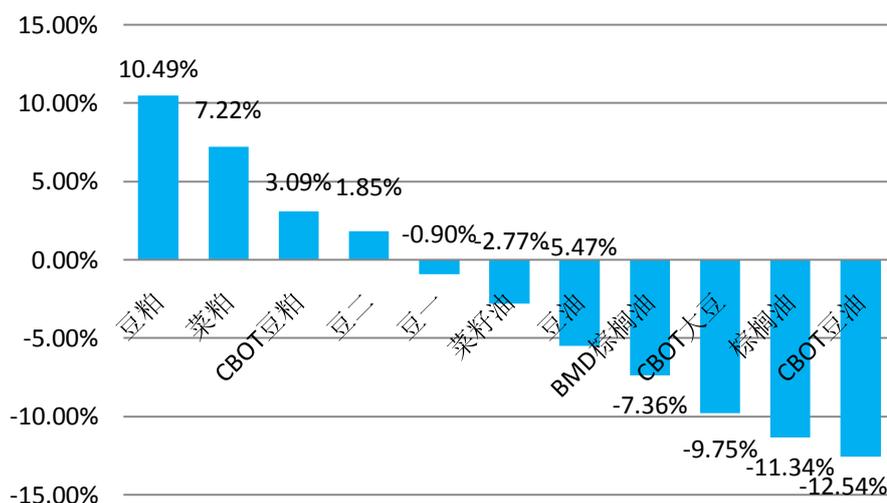
内盘对比来看，上半年棕榈油与豆油相关性从 0.554 降至 0.155，与菜籽油的相关性从 0.763 降至 0.495，棕榈油和菜籽油的相关性从 0.592 下滑至-0.223，相关度均不如去年下半年，尤其菜棕之间相关度下滑最大。内盘油粕比来看，豆粕和豆油从去年下半年的负相关-0.517，转为今年上半年的正相关 0.502，主导因素还是贸易战使得二者同涨同跌，而菜粕和菜籽油的相关性也从-0.558 变成 0.087，一样的由负转正。以上数据显示，内盘的油脂之间的相关度均在缩小，但油粕之间的相关度却在增加，而基于基本面不同，2018 年 1~5 月豆粕上涨幅度远大于豆油，使得豆油/豆粕不断创出新低，做空油粕比的投资者赚的盆满钵满。

相关度的增加或减弱只是相对的，但相关性增加的两个品种可关注其套利机会和价格联动性。通常情况下在行情出现大的上涨或下跌的情况之下，相关性高的两个品种会趋向于出现同涨同跌，而当市场价格趋向理性平静的时候，二者价格涨跌幅度才会出现

分化。目前油粕的关联度增加，三季度处于美国大豆生长关键期，易出现油粕同涨同跌的情况。而中美贸易战的持续，因豆粕的不可替代性预计国内豆粕涨幅更大，因此在油粕关联性提高之下，可择机寻找二者的套利机会。（1901 豆油/豆粕上半年运行区间为 1.8~2.2，下半年可参考此区间操作。）

1.2. 上半年涨跌统计

1.2.1. 油脂油料上半年涨跌排行



资料来源：WIND 南华研究

2018 上半年国内外油脂油料板块中，连豆粕，菜粕，CBOT 豆粕涨势位居三甲，其中中美贸易战及阿根廷减产推动粕类价格；下跌前三位依次是 CBOT 豆油，连棕榈油 CBOT 和大豆，主要因上半年油脂供给压力大、去库存缓慢。

总体来看整个上半年整体呈现粕强油弱的格局，内盘油脂中菜籽油最为抗跌。整体排名为连豆粕>菜粕>CBOT 豆粕>豆二>豆一>菜籽油>豆油>BMD 棕榈油>CBOT 大豆>棕榈油>CBOT 豆油。

第2章 棕榈油行情分析

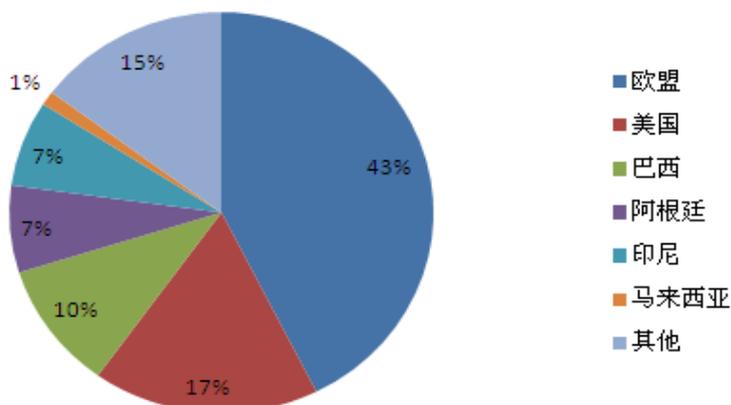
2.1. 生物柴油政策端难有亮点

2018 年上半年棕榈油是震荡寻底的过程，并一度领跌。12 月末以来的反弹在 1 月 10 日 MPOB 报告显示马来棕榈油库存增加的利空宣告结束，棕榈油指数缓跌至 2 月初的 5064 元/吨才略有企稳，之后春节备货刺激需求增加，再加上马来西亚当局为刺激出口，将 1~3 月份棕榈油出口关税调为 0，利好因素叠加促使期价反弹至 3 月初的 5345 元/吨附近。在 3 月 1 日全球棕榈油消费第一大国印度宣布国内上调棕榈油进口税后，需求减少的担忧将反弹的期价再次打回原形，棕榈油再度下滑至 4 月初的 4985 元/吨附近。

中美贸易战开战的 4 月 9 日棕榈油跳空高开低走，期价自最高的 5340 元/吨附近跌至月末的 4940 元/吨附近，整整下跌 400 点。随后 5 月初原油的持续走升带动市场生物柴油题材的发酵，棕榈油价格走出低谷，然而好景不长，月末因马棕的出口疲弱再度拖累国内跟随回落。尤其是 6 月 19 日的欧盟与印度可能减少棕榈进口的消息推动空头进场杀跌，最低曾到 4637 元/吨一线，创下 2016 年 1 月以来近两年半新低。

2.1.1. 巴西增加生柴中食用油掺混量

图 2.1.1.1: 2017 全球生物柴油产量占比



资料来源: WIND 南华研究

生物柴油主产国也是植物油主产国，从生物柴油产量大国排名看，欧盟产量最大（也是消费量第一大国），其次为美国，巴西产量第三，阿根廷和印尼位列四五，马来西亚产量最低。从生产原料看，欧盟生物柴油的原料中菜油所占比重最大（但呈现下降趋势），美国、巴西和阿根廷生物柴油的原料为豆油，马来和印尼生物柴油原料为棕榈油。

表 2.1.1.1: 2017 生物柴油主产国以及原料使用量

	生物柴油产量 (万吨)	棕油用量 (万吨)	豆油用量 (万吨)	菜油用量 (万吨)
欧盟	1499.904	261	62	616
美国	608.664		282.59	65.86
巴西	361.2		274.3	
阿根廷	246.96		264	
印尼	243.6	266.8		
马来西亚	40.32	42.3		

资料来源: 油世界 南华研究

据德国《油世界》数据显示，欧盟是世界上最大的生物柴油生产主体，2011 年生物柴油产量为 910 万吨，占全球产量的 41%，2017 年欧盟生物柴油产量为 1499.9 万吨，占全球产量的 42.61%。美国是世界第二大生物柴油生产国，2011 年产量为 285 万吨，占全球产量的 13%，2017 年产量增至 608.67 万吨，占全球产量的 17.29%。巴西是第三大生物柴油生产国，2011 年产量为 240 万吨，占全球产量的 11%，2017 年产量为 361.2

万吨，占全球产量的 10.26%。阿根廷位列第四，2011 年产量为 240 万吨，占全球产量的 11%，2017 年产量为 246.96 万吨，占全球产量的 7.02%。印尼为第五大产油国，2011 年产量为 130 万吨，占全球产量的 6%，2017 年产量为 243.6 万吨，占全球产量的 6.92%。

《油世界》此前在 3 月 30 日称，2018 年 1 月到 12 月期间全球生物柴油产量预计增加 220 万吨，高于 2017 年的产量增幅 120 万吨。各国逐年增加的生物柴油产量，侧面反映了符合条件用于实现先进生物燃料标准的替代品燃料有限，因此生物柴油和可再生柴油被视为首选，这样作为生物柴油主要原料的食用油消费量就会得到提升。

由于生柴的生产利润还依赖补贴，因此 2007 年以来生柴的产量还受到各国的政策影响——2018 年 5 月 24 日巴西宣布计划到 2025 年将所有零售柴油中的生物燃料掺混率达到 15%，较当前水平提高 50%（此前 3 月份政府将生物燃料掺混率从 8% 提高到 10%，将使得生物柴油产量增加 60-70 万吨，达到创纪录的水平）。因此，增加到 15% 的掺混率意味着生物柴油约增加 150 万吨。据巴西原油管理机构 ANP 称，2017 年豆油占到生物柴油生产中的 70%。按此比例则豆油增量近 105 万吨，比较 2017 年豆油总消费量扩大需求近 15%。

巴西这一政策颁布尽管对比豆油全球总需求量上看无太多影响，但可以看出近几年美国巴西等大豆主产国对生物柴油的支持政策陆续出台，而印尼和马来在 2017 年也出台过增加生物柴油中棕榈油掺混量的政策，推动生柴中对植物油的需求量逐步增加。

生柴政策扩大了植物油需求，但从总量来看，2017 年全球植物油的消费量为 1.92 亿吨，而全球生物柴油的产量为 0.352 亿吨，折植物油大约在 0.229 亿吨，那么植物油占消费总量大约在 12%，因此增量仍相对有限，短期无法带动价格大幅上行，且政策因素将是持续影响生物燃料生产的最重要因素。作为三大油脂中价格相对最为低廉的棕榈而言，加工利润空间最大，因此，下半年不仅需要密切关注原油走势，还需跟踪各国生柴方面的后续政策，预计生柴需求增加能够支撑棕榈油相对抗跌。

2.1.2. 欧盟淘汰棕系生柴协议引发油价大跌

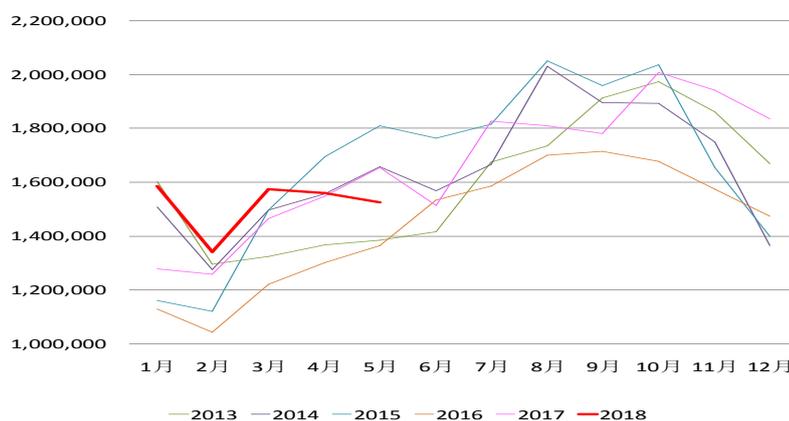
2018 年 6 月 19 日欧盟议员已达成一项非正式协议，将在 2030 年前逐步淘汰棕榈油生产的生物柴油，从而结束了逾一年半的争论。据卢森堡绿党议员克劳德·图姆斯 (Claude Turmes) 称，根据普氏 6 月 14 日的报告，分阶段退出将从冻结当前棕榈油进口水平开始。此举令全球最大的两家棕榈油生产国印尼和马来西亚感到不安。这两个国家曾威胁称，如果欧盟实施棕榈油禁令，它们将采取贸易报复行动。欧盟气候行动和能源专员 Miguel Arias Canete 在推特上发布消息称，这项分阶段淘汰的决定是更新欧盟可再生能源指令 (RED) 的更广泛协议的一部分。

而此前今年 3 月 21 日印尼贸易部曾发布声明，印尼与欧盟有关对生物柴油课征反倾销税的争议，印尼已经赢得胜诉。欧盟最高法院欧洲法院裁定，欧盟集团必须废除对从印尼进口的生物柴油产品，课征 8.8% 到 23.3% 的反倾销税。

欧盟 2017 年棕榈油消费总量为 655 万吨（为全球棕榈油消费第三大组织，占全球总需求量的 10.07%）其中制作生柴的量为 261 万吨，占需求总量的 40% 左右。今年 6 月欧盟的这项协议并未正式发布，即便协议落地，对棕榈油短期需求影响也不会很大，但从今年到 2030 年还有 12 年时间，中长期而言，欧盟将逐渐转向菜籽油、豆油等其他植物油来替代棕榈油制作生柴，这对本就供给亚历山大的棕榈油着实是一记重锤。此项政策公布当日棕榈油盘中逼近跌停，且拖累菜豆当日余 300 点的跌幅。需关注后期这一协议公布的时间，以及减量大小对棕榈油行情阶段性影响。

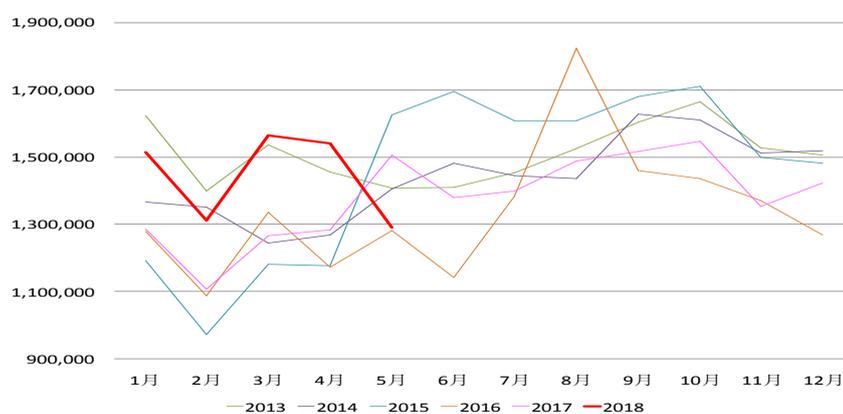
2.2. 马棕供大于求压制价格

图 2.2.1: 马来西亚棕榈油月度产量 (单位: 吨)



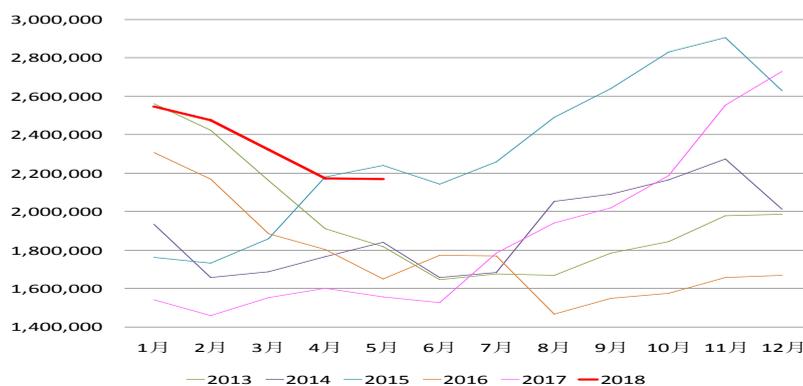
资料来源: WIND 南华研究

图 2.2.2: 马来西亚棕榈油月度出口 (单位: 吨)



资料来源: WIND 南华研究

图 2.2.3: 马来西亚棕榈油月度库存 (单位: 吨)



资料来源：WIND 南华研究

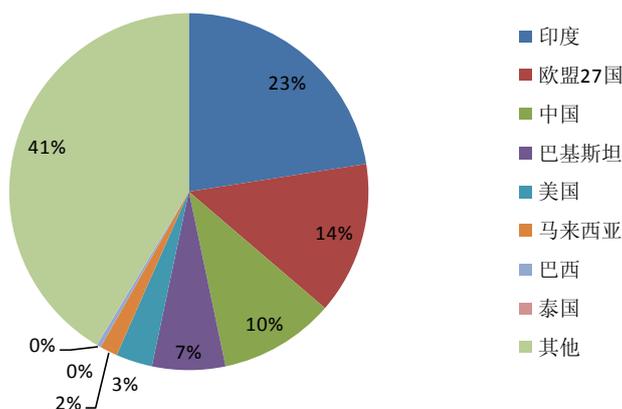
从 MPOB6 月 11 日公布数据来看，5 月马来棕榈油产量环比增 2.11%至 152.5 万吨，高于市场预估的 149 万吨。5 月出口仅 129 万吨，环比下降 15.65%，低于市场预期的 139.9 万吨，5 月库存环比下降 0.51%至 217 万吨，高于市场预期的 209.1 万吨。本次报告产量不减反增，出口下降超预期，使得 5 月库存高于预期，当期报告利空。

2018 年 1~5 月马来西亚棕榈油总产量为 758.71 万吨，同比 2017 年的 720.19 万吨增加 5.34%，而上半年出口量总量为 710.18 万吨，较去年同期增加了 10.08%。马棕最大的问题仍是在结转库存，截止到 2018 年 5 月马来棕油库存为 217.04 万吨，仅比 2015 年的 229.97 万吨略低，为近 10 年来第二高的库存，其主要原因是产量从 2016 年的厄尔尼诺减产恢复较快，但需求却未能同步。

马来西亚关税政策也是影响供需格局的另一因素——上半年 1-4 月维持出口零关税，5 月开始将出口税上调至 5%，该关税宣布为维持至到 7 月。今年的 5%虽低于去年同期的 6~7%的关税，却与 2016 前年因厄尔尼诺减产的强势年份不可同日而语。今年斋月的备货并未拉动需求，而 5%的关税目前来看也是市场能承受的最大限度，下半年马来维持 5%关税或下调关税为大概率事件，否则出口减少对其价格而言更是雪上加霜。

三季度将进入马来西亚全年产量高峰期，而此时通常是油脂需求淡季。目前来看下半年的需求并不乐观，尤其是马来相对于印尼的零关税而言没有价格优势，其次是全球能源价格的不确定性较大也无法在需求端给与支持，预计马棕三季度指数下破 2150 的概率较大，待进入四季度需求旺季时或有望反弹。

图 2.2.4：全球棕榈油 2017 进口量分国别占比（单位：千吨）



资料来源：WIND 南华研究

自 2008 年以来印度就一直占据全球棕榈油消费冠军的宝座，且一直都是棕榈油全球最大进口国。2017 年印度消费量和进口量分别占全球的 14.53%和 22.51%。2017 年印度油脂消费量近 2255 万吨（而国内产量只有 540 万吨左右），印度 2017 年植物油进口量为 1539.26 万吨，较 2016 年的 1436.56 增加 0.71%。（尽管 2017 年印度油脂

进口关税较 2016 年有明显提高，但印度 2017 年的油脂进口量仍较 2016 小幅增加。) 据 SEAI 统计数据显示，2018 年 1-4 月印度植物油累计进口 498 万吨，较上年同期增加 4.79%。

我们回顾一下近两年印度油脂进口关税的调整情况：2016 年印度油脂进口关税维持较低水平。自 2017 年 8 月份以来开始不断调高油脂进口关税税率。2018 年 3 月份，印度提高棕榈油进口关税，将毛棕榈油进口税调高到 44%，高于早先的 30%，精炼棕榈油的进口税也从 40%调高到 54%。印度将毛棕榈油和精炼棕榈油的进口关税调高到 10 年多来的最高水平。在印度油脂进口关税中棕榈油的进口关税税率提高幅度最大、税率水平最高。2018 年 6 月 14 日，再将毛豆油和精炼豆油、葵花油和菜籽油进口关税上调至十几年来来的最高水平：将毛豆油进口关税从 30%上调到 35%，毛菜籽油和葵花油的进口关税从 25%提高到 35%。精炼豆油、菜籽油和葵花油的进口关税从 35%提高到 45%。上调部分天然食用油进口关税至 35%，且将精炼食用油的进口关税上调至 45%。

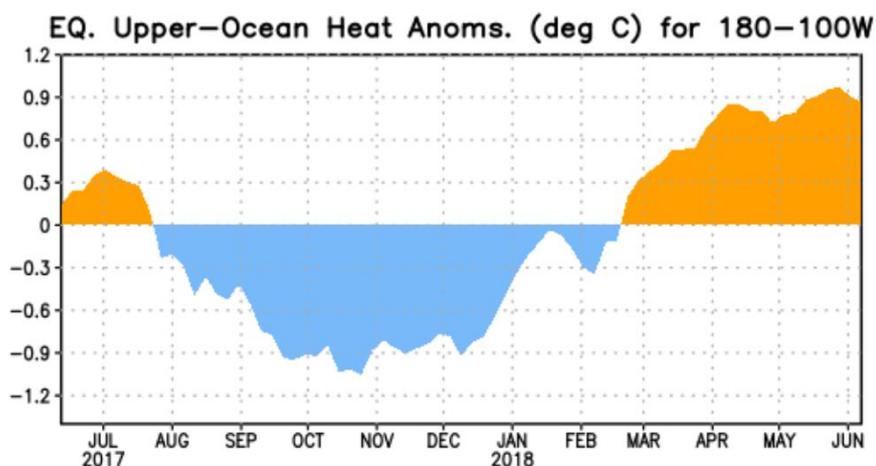
印度此举是为了保护国内的压榨企业少受外国大量低价的油品冲击，在印度持续提高油脂进口关税税率的背景下，印度的油脂进口量是否减少？答案是否定的。因为印度在饮食方面偏爱油炸食品，印度本国的油脂产量较消费量偏低，即使印度持续提高油脂进口关税，但由于其对油脂的刚性需求，印度油脂进口量仍在持续增加。

而以上关税调节对不同油品进口格局产生影响：由于 3 月印度棕榈油关税上调，豆油和葵花油进口关税不变，使得软油比棕榈油更具有竞争力。今年 5 月份印度的棕榈油进口量降至四年半的最低水平，比去年同期减少 38%。（印度从印尼和马来西亚进口棕榈油，从阿根廷和巴西进口豆油，从乌克兰进口葵花油）6 月其他油品关税上调后，预计下半年印度的葵花油和菜籽油进口可能放缓，豆油进口可能趋于稳定，而棕榈油有望夺回失去的市场份额。

因此，从长期来看，印度提高油脂进口关税并不会减少其本国的进口需求，尤其对于价格相对低廉的棕榈油，下半年有望在印度市场重获竞争力。

2.3. 下半年或现厄尔尼诺

图 2.3.1：太平洋海温异常指数



资料来源：NOAA 南华研究

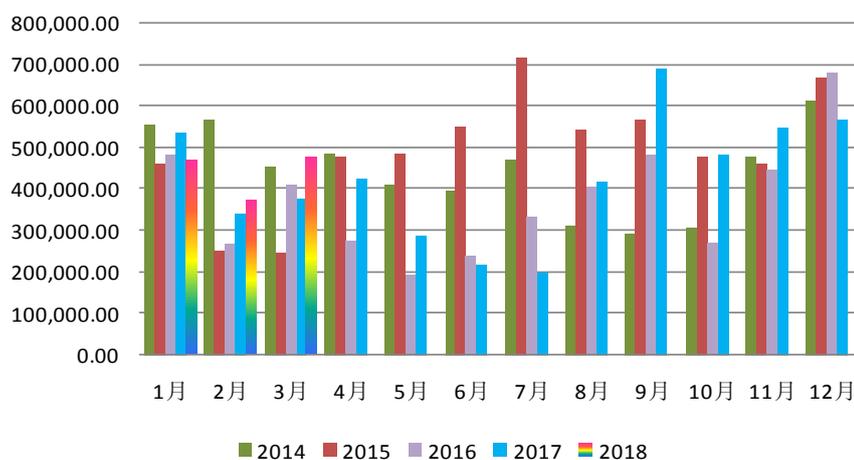
2017年8月中旬太平洋海温异常指数从 -0.5°C 一直持续到12月中旬，持续了四个月，最低在10月中旬曾达到 -1.0°C ~ -1.1°C 之间，而通常数值持续在 -0.5°C 达到5个月以上形成拉尼娜，四个月大概率为弱拉尼娜。一般拉尼娜对气候的影响会在形成后的六个月以后显现，那么就意味着2018年6月-8月可能会出现太平洋东岸的美国高温干旱、马来印尼等国湿润多雨，对应着大豆减产而棕榈油增产为大概率事件。

联合国的世界气象组织（WMO）6月14日称，三季度的天气指标很可能延续当前的中性状态，2018年四季度出现弱厄尔尼诺的几率达到50%。美国政府气象机构6月14日也称，今年北半球夏季期间很可能出现中性天气，意味着本年度出现厄尔尼诺或拉尼娜等极端天气的几率降低。美国国家气象局下属的气候预报中心（CPC）在一份月度报告里指出，在2018/19年度的秋季期间，出现厄尔尼诺的几率为50%，冬季期间的出现几率进一步提高到65%。报告称，目前的共识倾向于认为北半球秋季期间出现厄尔尼诺，并且持续到冬季。

由此推断，2018/19年度的冬季可能出现厄尔尼诺天气，对太平洋西岸的棕榈油主产国会带去高温干旱的影响，届时若棕榈油出现减产，或有望推动棕油价格反弹，上涨幅度还需根据厄尔尼诺的强弱程度决定。

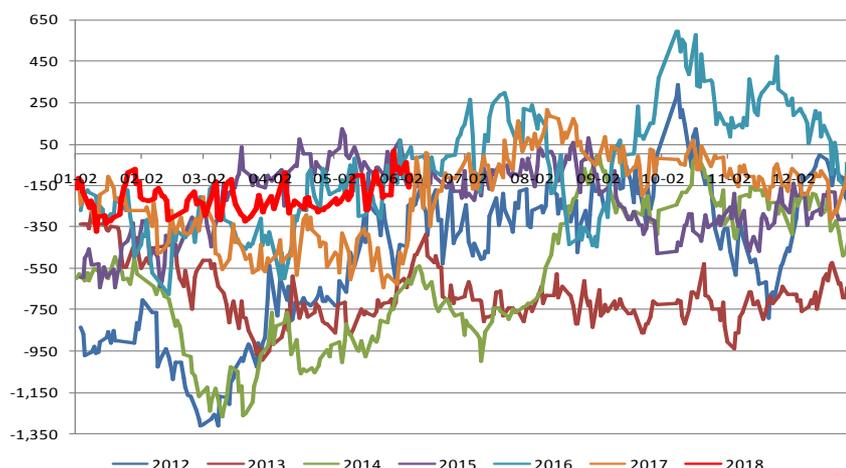
2.4. 国内棕榈库存减幅不大

图 2.4.1：棕榈油月度进口量（单位：吨）



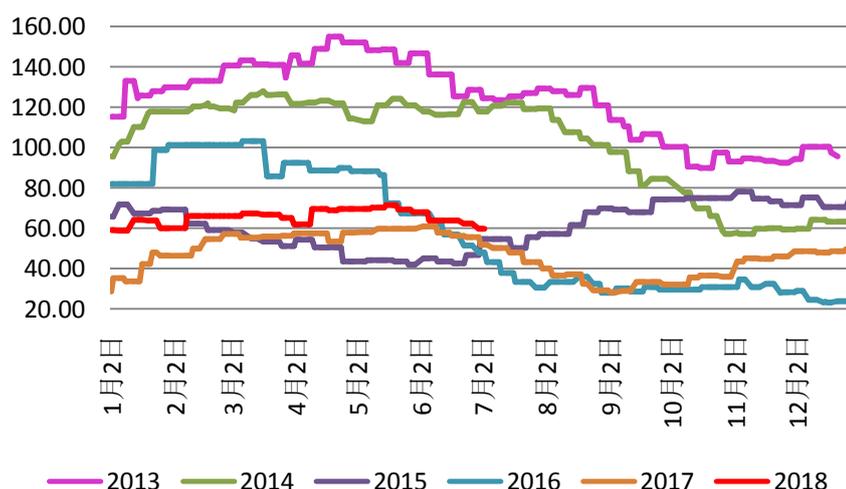
资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.2：棕榈油内外价差（单位：元/吨）



资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.3：国内棕榈油库存（单位：万吨）



资料来源：WIND 南华研究

今年上半年以来马棕油进口成本下滑了 456.71 元/吨至 4795.52 元/吨，国内广州现货价格下跌了 300 元/吨至 4800 元/吨，二者价差扩大了 156.71 元/吨至-182.29 元/吨。整个上半年国内棕油较马棕油还是抗跌的，除了内外价差倒挂持续抑制了马来西亚棕榈油进口之外，上半年消费增速缓慢也是不争的事实。

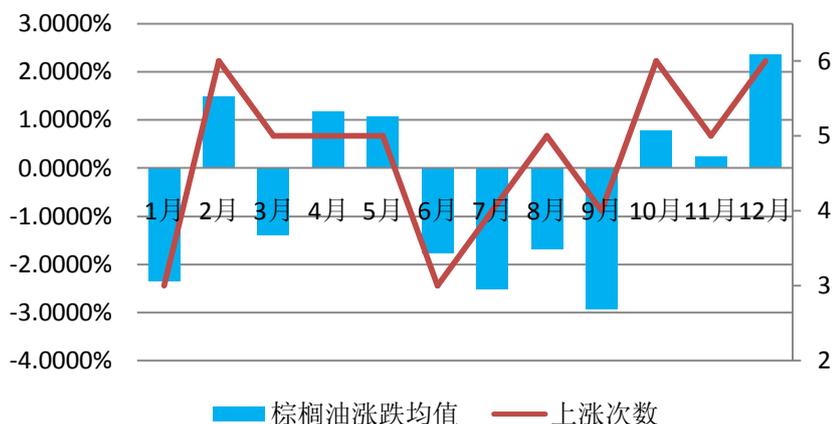
分国别来看，1~3 月我国进口印尼棕榈油为 92.55 万吨，进口马来西亚棕榈油为 39.53 万吨。据天下粮仓数据显示，7~9 月马来西亚棕榈油进口成本为 4860 元/吨，印尼棕榈油进口成本为 4780 元/吨附近，整个上半年印尼的到港完税价与国内广州报价维持在 20~50 元/吨之间，而马来因 5 月开始上调出口关税，价差一直在 50~100 元/吨震荡，因此下半年预计我国仍以进口印尼棕榈油为主，届时马来将不得已用低价换取需求，出口税维持 5%或下调的概率较大。

展望后市，棕榈油作为油脂内相对短板，短期仍是最弱一环，油脂整体走势仍在

低位整理，但后市随着油脂内整体利空的逐渐消化，后续若呈现菜油、豆油等价格突围拉动，油脂类可能会进一步震荡回升，后续原油走升的波动和持续性也会进一步影响生物柴油题材的发酵节奏。

2.5. 棕榈操作思路

2.5.1. 连盘棕榈油涨跌幅度和次数（左%，右次）



资料来源：WIND 南华研究

三季度为油脂的消费淡季，也是马来棕榈油每年的产量高峰期，今年压力尤为沉重，出口的持续低迷预计继续压制价格上行。而四季度进入棕榈油减产期后，市场震荡筑底后或有望出现多单进场机会。

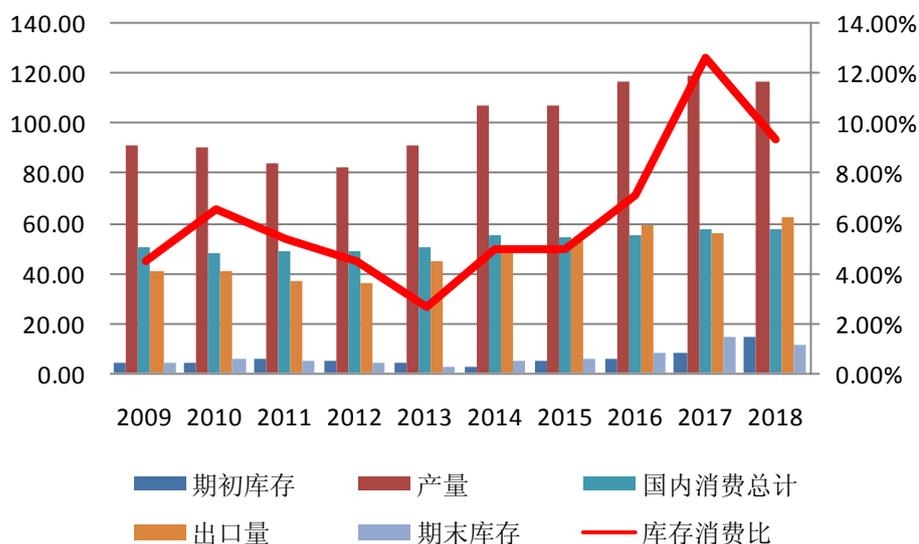
从棕油历年涨跌统计来看，下半年棕榈油走势大概率为先抑后扬。今年面临着国内外的双重压力，连棕榈油下半年预计仍以弱势震荡为主，值得关注的是目前太平洋海温异常指数显示呈现偏厄尔尼诺，进入天气炒作将为市场增添向上动力。

第3章 豆油行情分析

国内豆油从一季度到二季度震荡区间明显缩窄：春节备货结束价格开启了下滑模式，到1月22日走出一波短短暂的技术性反弹，但在2月1日欧洲公布减少棕榈油进口的消息拖累了豆油的价格走势，之后维持一个月的反弹走势为菜籽油拍卖成交向好带动。3月整月为粕强油弱格局，直到3月末中美贸易战打响价格才再次抬头，但好景不长，贸易争端的利好终究难敌国内库存压力，4月9日高开至6150元/吨后遭遇空头进场杀跌，价格一直跌至5月初才企稳。在此期间贸易争端无论是升级还是缓和均未对豆油有太多影响，市场走势仍是跟随基本面。5月以后原油的不断攀升以及巴西上调柴油中生物柴油的掺兑量提振了食用油价格，豆油走出盘弱区间，但好景不长，6月初多头始终未能守住5800整数大关，空头再次进场打压价格，6月19日的大阴线导致期价已至5500元/吨更是创下了两年半以来的新低。

3.1. 美豆油新作库存预计攀升

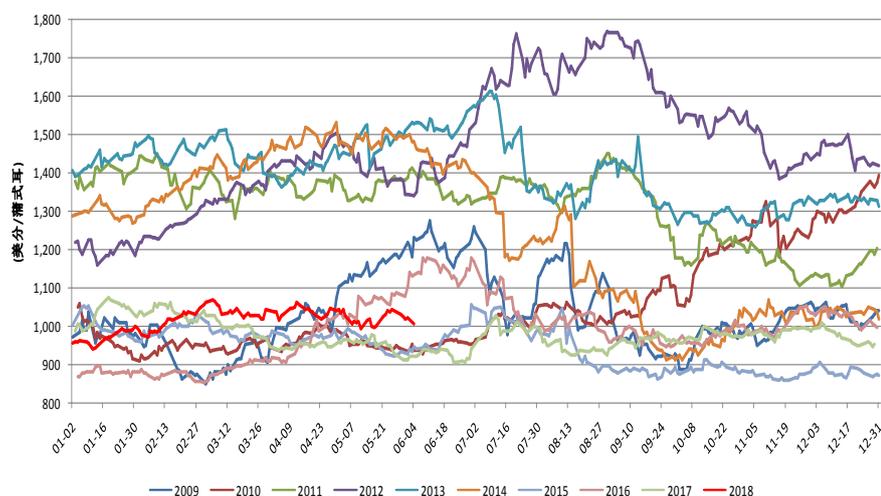
图 3.1.1: 美国大豆供需平衡表 (单位: 百万吨)



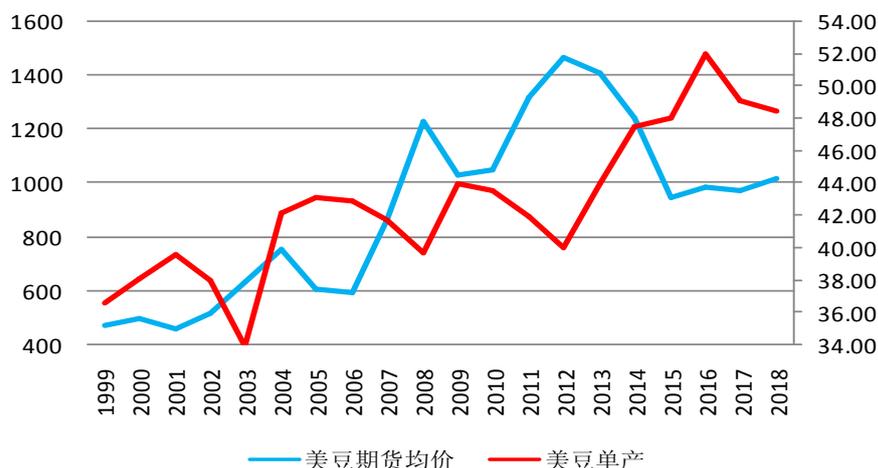
资料来源: WIND 南华研究

今年阿根廷大豆的减产, 导致了全球 2017/18 年大豆期末库存减少, 从 USDA 预测数据来看, 全球大豆 2017/18 年的期末库存为 9216 万吨, 较 2016/17 年的 9639 万吨减少了 4.39%, 库存消费比也由 29% 回落到 27%。6 月 USDA 报告中还显示 2018/19 年全球大豆期末库存较 2017/18 继续减少 547 万吨至 8702 万吨, 这样的数据是基于 2017/18 结转库存较低所致, 当然这个数据后期 USDA 每个月还是会调整的, 但阿根廷的大幅减产明显已经影响了全球大豆的两个市场年度。

图 3.1.2: CBOT 大豆近十年来期价 (单位: 美分/蒲式耳)



资料来源: WIND 南华研究

图 3.1.3: 美豆期价与单产对比


资料来源: WIND 南华研究

从近 20 年来看美豆期价与单产明显是反比的关系, 即单产高的年份期价走低, 而单产低的年份期价走强。2008 年当年大豆减产, 单产为 39.7 蒲式耳, 当年期价全年均值为 1233 美分/蒲式耳, 价格单产比为 31; 到了 2012 年美国 50 年不遇的大旱, 当年美豆单产为 40 蒲式耳, 全年均价在 1465 美分/蒲式耳, 达到了近 20 年的新高, 当年期价单产比为 36.6, 随后的 2013 年的单产和全年期价均值分别为 44 蒲式耳和 1465 美分/蒲式耳, 比值为 31.9。除了这三个比较极端的减产年份之外, 近十年这个比值一直在 19~24 之间。今年的比值为 20.9, 按照今年阿根廷减产的幅度来看, 此时期价仍是被低估, 在减产的年份, 期价均值跟单产比应该是达到 25~26 之间, 近期美豆因中美贸易战持续下跌, 期价单产比再度下滑处于偏低水平, 预计该比价后期有望逐渐恢复。

表 3.1.2: 6 月 USDA 豆油供需平衡 (单位: 百万磅)

美国豆油USDA供需平衡	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2018/19	变化
						5月预计	6月预计	
百万磅								
期初库存	1655	1165	1855	1687	1711	1896	2176	280
产量	20130	21399	21950	22123	23150	23040	23100	60
进口量	165	264	287	319	315	300	300	0
供应总量	21950	22828	24092	24129	25176	25236	25576	340
国内消费量	18908	18959	20162	19862	20600	21300	21300	0
生物柴油用量	5010	5039	5670	6200	6800	7300	7300	0
其他用量	13898	13920	14492	13661	13800	14000	14000	0
出口量	1877	2014	2243	2556	2400	2100	2100	0
消费总量	20785	20973	22405	22418	23000	23400	23400	0
期末库存	1165	1855	1687	1711	2176	1836	2176	340
农场平均价格/(\$/bu)	38.23	31.6	32.48	32.48	30.5	29.5-33.5	29.5-33.5	0
库存消费比	5.61%	8.84%	7.53%	7.63%	9.46%	7.85%	9.30%	0.01453

注: 绿色下调, 红色上调

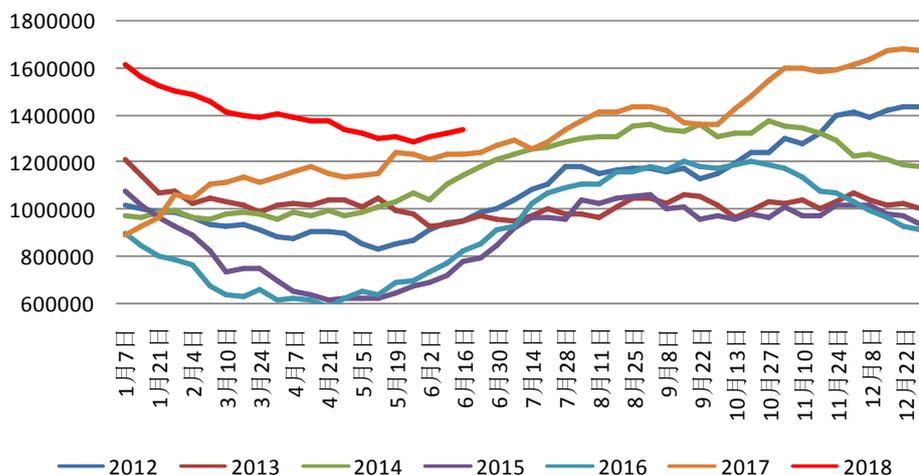
资料来源: WIND 南华研究

2018 年 6 月豆油 USDA 供需平衡表数据解读: 较 5 月报告调增 2018/19 年期初库存 2.8 亿磅至 21.76 亿磅, 产量上调 0.6 亿磅至 231 亿磅, 因此供应总量和期末库存均调增 3.4 亿磅至 255.76 亿磅和 21.76 亿磅。国内消费和出口量维持上月的

213 亿磅和 21 亿磅，包括生物柴油用量也维持在上月的 73 亿磅，并未相应调增，说明预计 2018/19 豆油供给增加，但需求维持平稳，数据偏利空，美豆油价格将继续承压。美豆油的走弱对我国国内豆油现货价格也是一种拖累。

3.2. 国内豆油库存消化速度较慢

图 3.2.1：国内豆油商业库存近八年（单位：吨）



资料来源：WIND 南华研究

由于全球大豆供给宽松，加上中国大豆进口也在逐年增加，豆油库存自 2018 年年初以来虽从 2017 年的峰值在缓慢下降，但截至年中的 140.88 万吨仍是近八年来的高位，环比年初的 165 万吨减少了 14.64%，未执行合同增加了 28.92%；库存同比 2017 年年中的 126.75 万吨增加了 11.14%，未执行合同增加了 38.5%。库存下降但价格仍低位区间震荡，造成这种局面主要因为：第一，先期由于贸易战的支撑作用，油厂倾向维持挺粕卖油思路；第二，上半年刚需消化了部分库存，而市场预期后期消费并不乐观；第三，受客观环境的影响，市场较为理性和谨慎，流通、终端环节库存存量相对有限，渠道隐性库存占比较低，一定程度上也限制了商业库存的缩减程度。

6 月 12 日国家粮食交易中心发布消息，自 6 月 22 日起启动国家临储进口豆油竞价销售。首次拍卖 5 万吨为 2011 年产国家临储进口毛豆油，销售底价 5000 元/吨，此价格为进口毛豆油罐内交货价。计划拍卖 5 万吨，1.98 万吨，成交率为 39%，成交均价为 5000.5 元/吨，成交量价均不理想，且在豆油价格低迷的此时增加市场供应，对价格更是雪上加霜。豆油的工业消费量近几年变化不大，食用消费增速也相对稳定，下半年库存压力依旧较大。

3.3. 中美贸易战对豆油影响甚微

贯穿于整个上半年的中美贸易争端，可谓是市场最热的话题，从 3 月 27 日打响的贸易战，经历了开始-发酵-僵持-和谈-重启-落地的几个过程。

1. **（起因）** 2018 年 3 月 8 日，美国总统特朗普宣布，美国将对进口钢铁征收 25%

的关税，对进口铝产品征收 10% 的关，关税措施将在 15 天后正式生效。

（当时焦点在工业品，当时豆油处于震荡区间，因此当时对油脂影响不大。）

2.（开始）2018 年 3 月 22 日，特朗普政府宣布“因知识产权侵权问题对中国商品征收 500 亿美元关税，并实施投资限制”。

2018 年 3 月 23 日北京方面作出回应，2018 年 3 月 23 日，中国商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品 232 措施的中止减让产品清单并征求公众意见，拟对自美进口部分产品加征关税，以平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中方利益造成的损失。其中计划对价值 30 亿美元的美国产水果、猪肉、葡萄酒、无缝钢管和另外 100 多种商品征收关税。

（双方“你来我往”迅速成为市场的热点话题，大豆豆粕冲高明显，但当时市场普遍预计中美只是“互相吓唬”阶段，并未对豆油构成太多实质性利好，且当周 NOPA 数据显示美国豆油库存增加，对国内的利空影响相对大，因此豆油仍在区间震荡。）

3.（升级）4 月 4 日凌晨特朗普签署备忘录，宣布将对原产于中国的 1300 余种进口商品加征 25% 的关税，涉及航空航天、信息和通讯技术等行业，涉及约 500 亿美元的中国对美出口额。当日中国商务部发布公告，公布拟对美国产大豆、汽车、飞机等进口商品对等采取加征关税措施的商品清单，税率为 25%，涉及 2017 年中国自美国进口金额约 500 亿美元。

（因受到原料来源担忧影响，清明后的第一个交易日油脂全线高开，但迅速被空头疯狂打压，尾盘报收长阴线，由此可看出贸易战对油脂的利多影响未及豆粕。）

4.（僵持）4 月 17 日商务部公布对原产于美国的进口高粱反倾销调查的初步裁定。中美贸易摩擦迎来重要缓和迹象。美方首次释放出了希望谈判的信号。

（我国进口高粱量少，僵持阶段市场普遍认为贸易战或许成为市场常态化，对豆油基本无影响）

5.（谈判）4 月 18 日，美国向 WTO 提交文件，同意就 301 征税措施与中国进行磋商。

5 月 4 日美方提出要求：1、要求中国 2020 年前将中美贸易顺差缩窄 2000 亿美元；2、要求停止对中国制造 2025 计划中涉及的行业进行补贴；3、要求中国不要针对美国农民和农产品；4、要求中国不要就美国对来自中国的投资加以限制进行报复；5、要求中国在 7 月 1 日前就外国投资发布负面清单；6、要求中国将所有商品关税降至不高于美国的水平；7、要求与中国每个季度举行会议以评估进展。中国未同意。

6 月 4 日美国商务部长罗斯和中国副总理刘鹤在结束两天的讨论后没有发表联合声明。美国代表团没有发表评论就启程回国。

5 月 19 日刘鹤接受了媒体采访表示，此次中美经贸磋商的最大成果是双方达成共识，不打贸易战，并停止互相加征关税，6 月 13 日中兴复牌。

（谈判阶段豆油国内库存高企，基本处于 5700~5900 的区间震荡。）

6.（重启）5 月 29 日白宫称将对中国价值 500 亿美元高科技产品征收 25% 关税，6 月 15 日前公布清单，并采取具体投资限制，拟 6 月 30 日前公布。

6 月 3 日中方回应：中美之间达成的成果，都应基于双方相向而行、不打贸易战这一前提。如果美方出台包括加征关税在内的贸易制裁措施，双方谈判达成的所有经贸成果将不会生效。

（美国的翻脸，市场担忧情绪甚嚣尘上，豆油走出一小波反弹走势。）

7.（发酵）6 月 15 日美国方面称，鉴于中国盗窃知识产权和技术以及其他不公平的贸易行为，美国将对中国 500 亿美元的含有工业重要技术的商品实施 25% 的关税。

6月16日国务院关税税则委员会发布公告决定,对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税,其中对农产品、汽车、水产品等545项约340亿美元商品自2018年7月6日起实施加征关税,对其余商品加征关税的实施时间另行公告。

(端午节后豆油价格并未如市场预期上行,而是被棕榈油的利空消息拖累当日下跌逾3200点,且创出2015年8月以来近三年新低。)

综上,中美贸易战期间对油脂价格影响比较大只有两次,就是两次贸易战4月9日的升级和6月19日发酵期,但两次油脂的表现却如出一辙的高开低走,都创下了上半年最大的单日跌幅,后一次棕榈油日内逼近跌停。

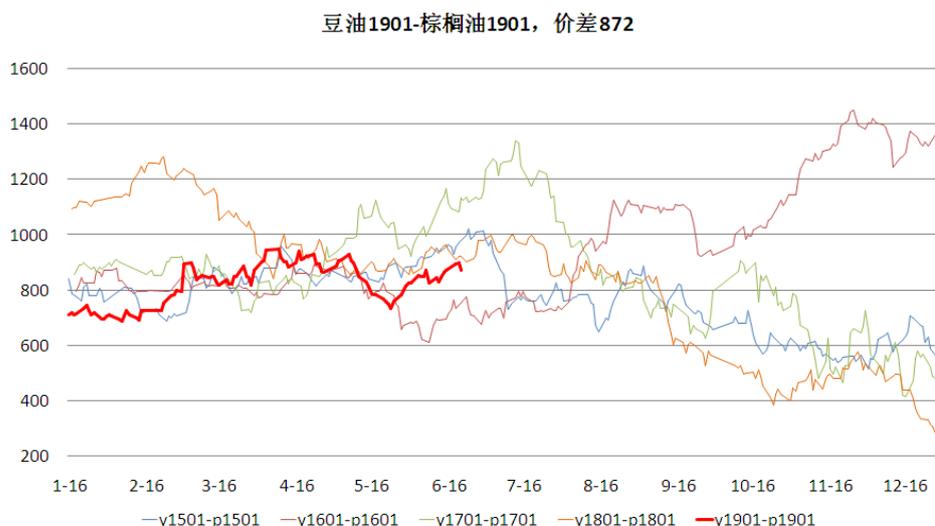
贸易战关税一旦落地持续到11月的特朗普中期选举或是至明年,则我国大豆进口量减少,必然导致我国豆油缺口或转向棕油或菜籽油替代。

2017/18年国内豆油、菜籽油和棕榈油的食用消费量分别占据总消费量的35.6%、23.4%和10.8%,近几年来看豆油的消费增幅居前。我们假设2018/19从美国进口大豆减少三分之一,即1000万吨,折合豆油180万吨,用菜籽油和棕榈油来替代,那么国内将加大进口加拿大油菜籽,印尼以及马来棕榈油的数量。理论上说这样操作等于变相依赖进口,且可能推升棕榈油和菜籽油的市场价格。

7月6日关税落地之前,中美双方仍有继续谈判的空间,但美国本次明显是对准中国的2025计划,预计下半年贸易战的拉锯有望成为常态化,但预计对油脂的影响甚微。首先豆油并非不可替代,无论是进口菜籽压榨还是进口棕榈油,或者增加花生油,葵花油的压榨量都可以填补豆油缺口。其次全球油脂供给过剩,尤其是棕榈油三季度及将进入增产期,若价格持续下跌,倒挂情况出现改善,贸易商或增加进口量。最后,我国进口菜籽压榨良好,进口菜籽补给国内菜籽油缺口亦然大方向。因此除非油脂的供给或需求出现问题,否则贸易战不太可能改变油脂的弱势格局。

3.4. 豆棕价差大概率走扩

图 3.4.1: 豆棕期价价差年度对比 (单位: 元/吨)



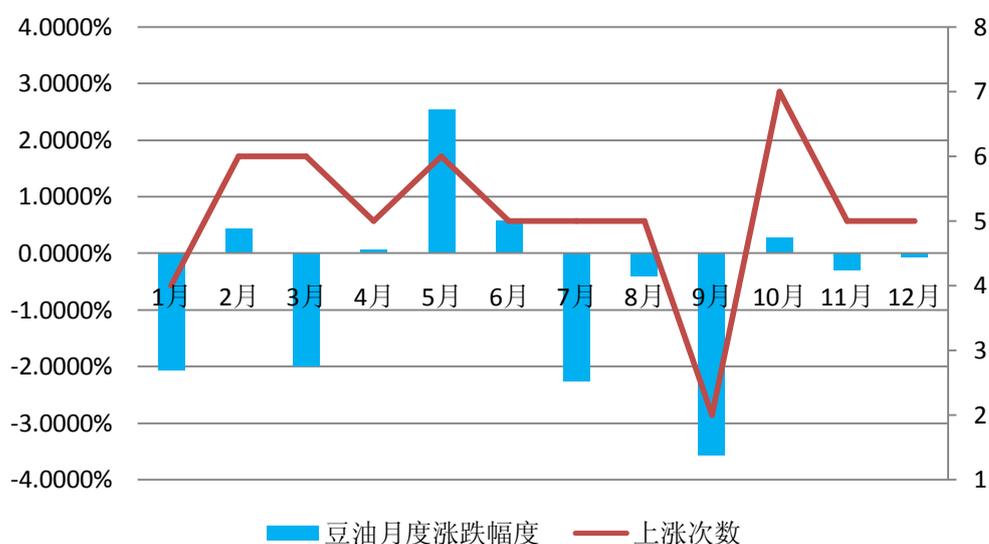
资料来源: WIND 南华研究

豆棕价差 1901 在 2018 年上半年以来一直维持 700~950 的震荡区间，并未出现趋势性走扩或走缩，但整体而言还是趋向走扩，因上半年因阿根廷大豆减产，豆油原料端压力较轻；其次是贸易战期间市场做多资金都在关注豆粕，油脂理所当然成了空头配置，棕榈油的压力相对要大于豆油，因此上半年市场做多豆棕价差为主流。

从历史价差来看，下半年棕榈油一般会强于豆油，因四季度随着棕榈油进入减产期，市场供给减少引发棕榈油价格易涨难跌。但今年豆油原料压力小于棕榈油，预计下半年豆棕价差维持区间震荡的概率较大，或维持震荡走扩。

3.5. 豆油操作策略

3.5.1. 连盘豆油涨跌幅度和次数（左%，右次）



资料来源：WIND 南华研究

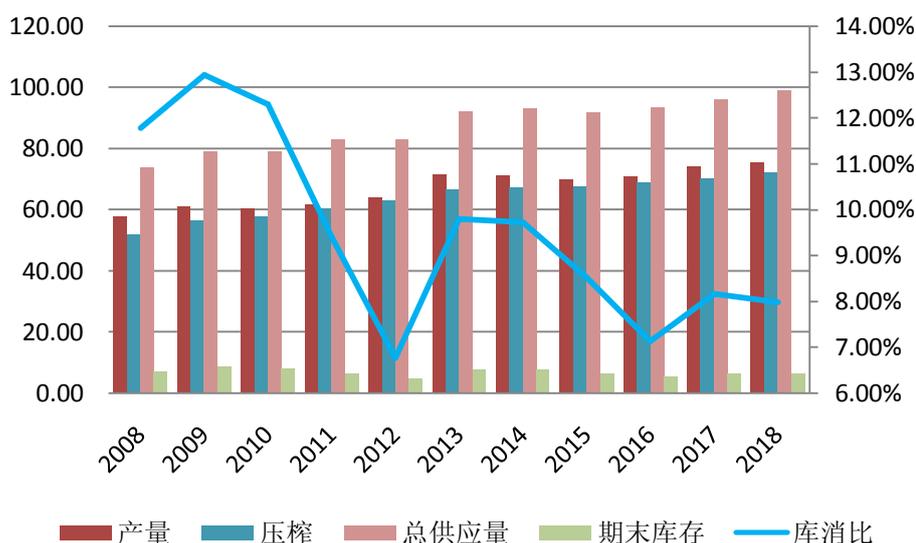
豆油下半年整体来看仍是内外交困，三季度国储的拍卖、四季度北美新豆收割上市的压力，都将压制期价反弹。预计豆油下半年的整体运行区间在 5400~6000 之间，仍将是震荡寻低的过程。

第4章 菜籽油行情分析

菜籽油上半年从默默无闻到领涨油脂，与全球供给的减少以及国内供给缺口密不可分。整个一季度菜籽油走势基本跟随豆油，3月末创新低后略有抬头，但4月9日贸易战的长阴线狠狠地打击了市场多头的积极性，期价再度缓跌至4月末，到了五月初国储菜油库存出清的传言再起，期价指数才从颓势中抽离，从 6450 附近一飞冲天至五月末最高 7211，涨幅达 10.55%，收复了整个上半年的跌势。之后6月新季菜籽大量上市的预期价格开始回吐之前的升水，到六月末又重新回到上涨的起点 6500 附近。整体而言，下半年菜油仍是三大油脂缺口最大的一环，供给压力最小，因此下半年有望引领油脂价格。

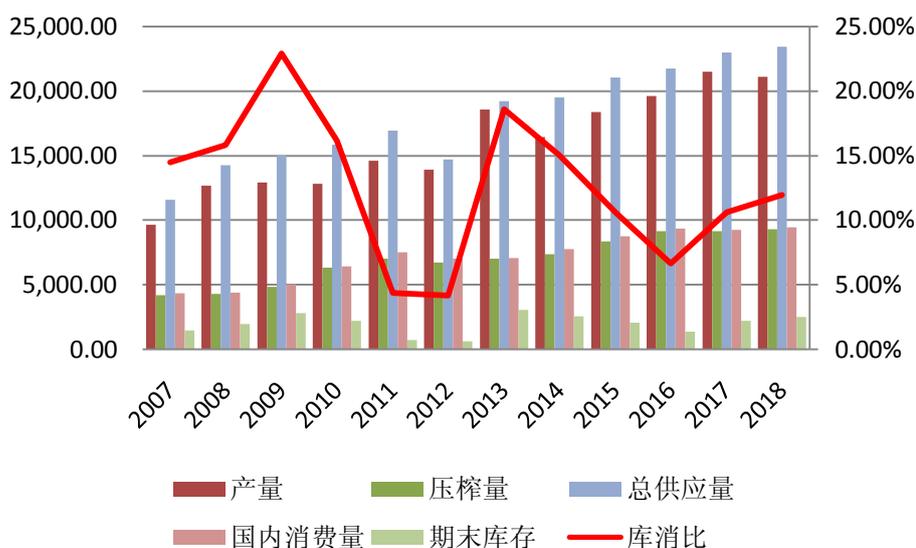
4.1. 供给缺口与进口增加的博弈

图 4.1.1: 全球菜籽供需平衡 (单位: 千吨)



资料来源: 国家统计局 南华研究

图 4.1.2: 加拿大菜籽供需平衡 (单位: 千吨)



资料来源: 国家统计局 南华研究

全球菜籽油2018/19年库消比略有下降,从2017/18年的8.17%回落至7.98%,主要因为全球菜籽主产国加拿大,中国和俄罗斯菜籽油等主产国减产。

我国进口菜籽主要来源为加拿大,由于加拿大地广人稀,近几年其国内消费量

只占 40%左右，其余均出口。中国是加拿大菜籽全球最大买方，2017 年从加拿大进口量为 315.48 万吨，占加拿大全年总出口量的 35%左右，占我国总进口量 474.74 万吨的 66%。今年阿根廷大豆以及加拿大菜籽减产，全球油籽供给减少，我国国内油菜籽播种面积继续减少（进口菜籽压榨利润向好），因此预计 2018/19 年我国菜籽进口增量有限。

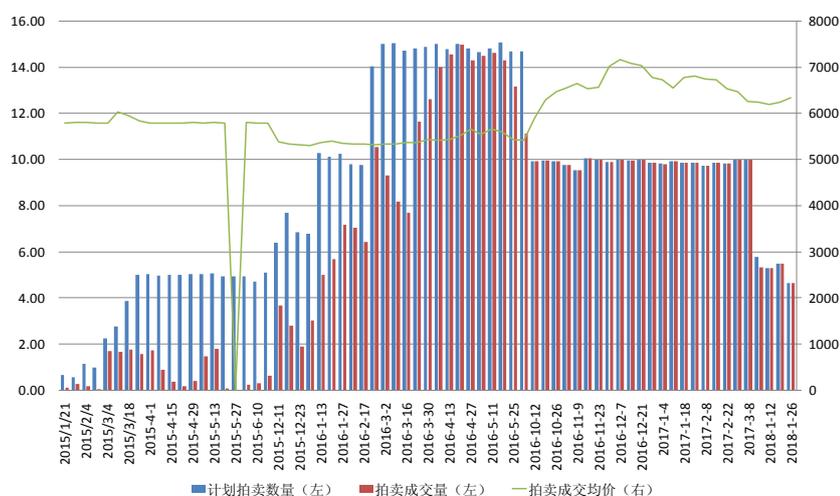
4.2. 国储菜油余量寥寥

表 4.2.1：2016.10.12~2017.3.8 菜籽油拍卖（单位：元/吨）

	收购量	折合菜油	拍卖量	定向销售
2008		50 万中央储备		
2009	440	154		
2010	240	84	140.70	51.00
2011	380	130		
2012	388	147	0.66	
2013	451	180		
2014	215	85	15.12	
2015			226.41	
2016			208.00	
2017			207.87	
2018			20.71	
总计		830	819.47	51.00
剩余量		11		

资料来源：WIND 南华研究

图 4.2.2：2015.1.21~2018.2.2 菜籽油拍卖统计（单位：元/吨）



资料来源：WIND 南华研究

从 2008~2014 年国家实行油菜籽收储，2010、2012 和 2014 有过少量的轮库，2014 年收出结束改为直补后，2015~2018 每年都在拍卖，截止到 2018 年 1~2 月最后一轮拍卖（拍卖的基本为 2013 年陈菜油），国储库的菜油已经所剩无几。从历年菜籽油拍卖的情况来看，不难看出几乎每次拍卖价格都会先涨后跌，因拍卖增加了市场的供给为不争的事实，且后期集中出库的确增加了整个市场的压力，但随着逐年拍卖，国储库里的余粮只减不增，中期来看仍是在逐渐消化国产菜籽油庞大的库存。

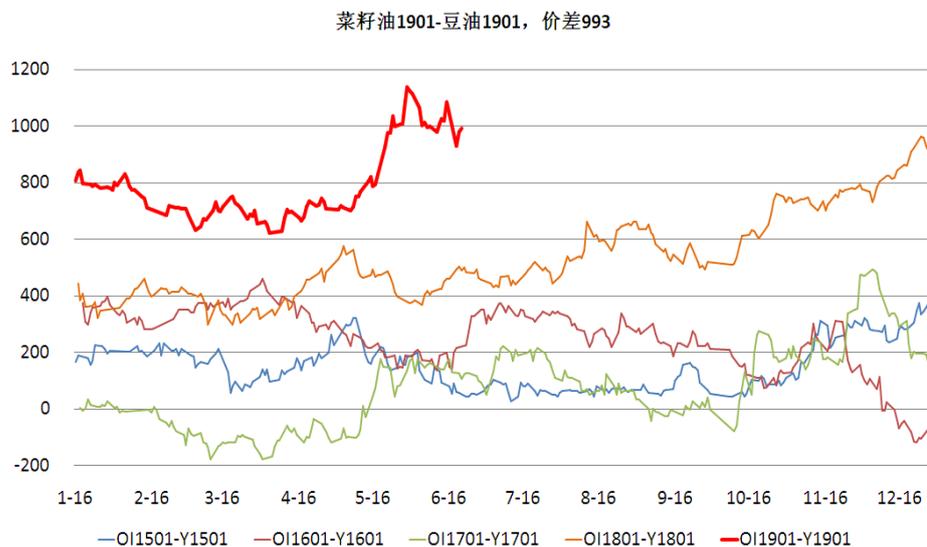
我国 2018/19 菜籽油需求主要是由国产菜籽压榨+进口菜籽压榨+进口菜籽油三部分组成，据市场估计国储库中还剩余不到 30 万吨的量，基本可以忽略不计。

我国 2017 年菜籽油进口量为 75.67 万吨，其中从加拿大进口 66.92 万吨，占总进口量的 88.44%；从澳大利亚进口 4.1 万吨，占总进口量的 5.42%。菜籽油进口量约占国内总消费量的 15%~20%。预计 2018/19 年我国菜籽油进口量有望达到 90~100 万吨，国产菜籽大约折合菜油 110 万吨，进口油菜籽折菜油大约 175 万吨，总供给大约在 385 万吨。对比我国 2017/18 年 500 万吨的消费量，仍有 115 万吨的缺口，则需要再进口 300 万吨左右的菜籽，但加拿大的减产注定我国进口增量十分有限；若用豆油替代消费，阿根廷的减产致使全球大豆的库消比也在下降，且在两湖以及四川等菜籽油主要消费区，小包装的菜油需求相对刚性，其他油脂替代的空间并不大。

近几年在产量大幅减少的背景下，国产油菜籽上市后价格便震荡走高，而大型油厂压榨亏损，大多已停机，而小榨菜油盛行，小作坊高价收购原料，价格基本保持着稳步向上的态势。预计下半年菜油价格仍是油脂板块最为抗跌的一环。

4.3. 价差套利机会

图 4.3.1：菜豆期价价差年度对比（单位：元/吨）



资料来源：WIND 南华研究

菜豆 1901 价差最低在 3 月初的 600 附近，最高为 5 月末的 1110，且创下近 4 年来新高，因豆油库存的不断增加。整体上菜油基本面情况好于豆油，下半年价差大概率仍是震荡向上，可逢二者价差回落做扩。

4.4. 菜籽油操作策略

4.4.1. 郑州菜籽油涨跌幅度和次数（左%，右次）



资料来源：WIND 南华研究

中期来看菜籽油供给压力最小，产量的逐年减少主要反映在了与豆棕价差的拉大，这样的情况并不利于价格大幅走高，并且供给的缺口有望靠进口补给，但菜籽油临储库存即将清空仍有望继续支撑价格走强，下半年可通过菜籽进口榨利情况判断国内供需情况，可寻找阶段性低点进场布局多单，或择机买菜油空豆油或棕油操作。

南华期货分支机构

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路555号交易中心大楼
三层3232、3233室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公楼
1405室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号15层C室
电话：024-22566699

期货大厦第34层3401、3410号
电话：0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号11层001号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、811室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路4028号荣超经贸中心
2701、2702室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话：0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话：025-86209875

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

