

白糖牛市步履姗姗，5400以上难上加难

主要观点

行情回顾。白糖外盘在今年上半年走势可谓一波三折。进入2019年后，ICE原糖逐渐从2018年底的下跌回调过程中企稳，重心小幅上移。一季度期间印度方面大幅下调白糖预估产量，美元兑巴西雷亚尔汇率也逐渐走强，加之原油价格一路上涨，降低了巴西制糖比的预期，白糖在诸多利好因素下快速从11.69美分涨至13.42美分。然而涨势并未得到持续，印度随后在天气改善的情况下又上调了白糖产量，500万的强制性出口配额持续压制原糖市场，巴西也比往年同期提早进入榨季，泰国方面也面临较大的出口压力，国际原糖步步下挫，在5月底跌至年内新低11.36美分。进入6月后，印度天气炒作又起，白糖再次迎来反弹，但鉴于本榨季供应依旧充裕，原糖期货价格并未突破前高。

国内白糖2019年上半年大体呈现先涨后跌的走势。一、二月份受到国内消费旺季刺激及进口成本支撑，郑糖涨幅较大，超10%，广西的临储政策也为其短期上涨输送动力。自二月下旬开始，伴随着国内国外北半球糖厂陆续收榨和巴西糖厂提前开榨，产量及库存增加的预期使国内白糖窄幅震荡下行，不过跌幅相对有限。进入4月后，白糖三年牛市、三年熊市的言论激发了市场情绪，在资金的裹挟下，国内白糖快速上行。5月巴西称中国将从明年起取消对巴西糖的额外进口关税，在进口成本下降的预期下，白糖继续向下探底，6月底国储抛储叠加进口糖陆续进入的压力迫使白糖又逐渐下跌至5000点附近，距离4月高点回落400余点。

后市展望。国际方面，短期印度天气炒作持续发酵，国际原糖或迎来小幅上涨，但白糖依然面临供应压力和库存问题，若国际糖价大幅上涨，印度糖出口订单增加及巴西糖醇比上升将会对糖价快速构成打压。因此ICE原糖三季度大概率在12—14美分之间区间震荡。长期来看，全球白糖主产国排名第一的巴西预计将提高甘蔗制乙醇的比例，各家机构普遍预测2019/20榨季全球糖市将出现供需缺口，利好明年原糖价格，或在今年四季度逐渐呈现出上涨态势。

国内方面，我国糖厂目前已全部收榨，来自一带一路国家的进口糖也在陆续增加，加之6月底国家抛储也增加了市场供给，7月行情不被看好，4800点左右有支撑。随着糖厂陆续去库，9、10月份库存低点叠加需求炒作或将提振郑糖走出一波上涨行情，届时期价或能达到5400。长期来看，取消对巴西的额外进口关税始终是笼罩在白糖上方的阴云，新榨季开启后郑糖复跌的概率较大。

操作上，7月可逢高做空09合约，进场点选在(5050,5100)区间，持有时间不宜过长，4850一线止盈。8月后可入手01合约多单，长期持有至10月，赢利点控制在300点以内。套利方面，明年5月后取消对巴西的额外关税，利空05合约，可持有15正套。

风险提示。1) 印度天气炒作持续发酵。2) 原油价格上涨。3) 抛储及进口的不确定性。

报告日期 2019-07-01

研究所

史玥明

白糖期货分析师

从业资格号：F3048367

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

主力合约行情走势



目录

一、行情回顾.....	5
二、国际原糖分析.....	6
(一) 基本面分析.....	6
1、全球供需分析.....	6
2、主产国供需分析.....	7
(二) 资金面分析.....	10
(三) 宏观面分析.....	10
三、国内白糖分析.....	11
(一) 基本面分析.....	11
1、产销分析.....	11
2、成本利润分析.....	12
(二) 政策面分析.....	14
(三) 季节性涨跌规律.....	14
四、后市展望.....	15
五、风险提示.....	16

插图

图 1 白糖内外盘主力合约走势.....	5
图 2 白糖主力合约走势.....	5
图 3 白糖 1、5、9 合约走势.....	6
图 4 白糖量价分析.....	6
图 5 白糖基差.....	6
图 6 白糖现货价格.....	6
图 7 全球白糖供需平衡.....	7
图 8 巴西双周糖入榨量.....	9
图 9 巴西糖月出口量.....	9
图 10 巴西白糖供需平衡.....	9
图 11 印度白糖供需平衡.....	9
图 12 欧盟白糖供需平衡.....	9
图 13 泰国白糖供需平衡.....	9
图 14 CFTC 持仓.....	10
图 15 CFTC 净持仓与期价走势.....	10
图 16 原油与白糖期价走势.....	11
图 17 美元指数与巴西汇率.....	11
图 18 甘蔗糖月产量.....	12
图 19 甜菜糖月产量.....	12
图 20 全国月产糖量.....	12
图 21 全国销糖率.....	12
图 22 白糖仓单.....	12
图 23 白糖工业库存.....	12

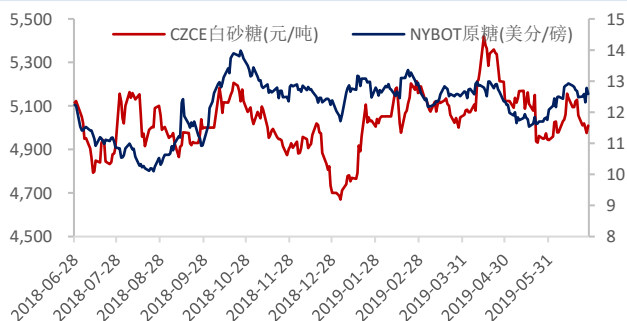
图 24 巴西配额内外进口成本.....	13
图 25 泰国配额内外进口成本.....	13
图 26 巴西配额内外进口利润.....	13
图 27 泰国配额内外进口利润.....	13
图 28 国内糖厂生产利润.....	14
图 29 白糖月度涨跌统计.....	15

一、行情回顾

白糖外盘在今年上半年走势可谓一波三折。进入2019年后，ICE原糖逐渐从2018年底的下跌回调过程中企稳，重心小幅上移。一季度期间印度方面大幅下调白糖预估产量，美元兑巴西雷亚尔汇率也逐渐走强，加之原油价格一路上涨，降低了巴西制糖比的预期，白糖在诸多利好因素下快速从11.69美分涨至13.42美分。然而涨势并未得到持续，印度随后在天气改善的情况下又上调了白糖产量，500万的强制性出口配额持续压制原糖市场，巴西也比往年同期提早进入榨季，泰国方面也面临较大的出口压力，国际原糖步步下挫，在5月底跌至年内新低11.36美分。进入6月后，印度天气炒作又起，白糖再次迎来反弹，但鉴于本榨季供应依旧充裕，原糖期货价格并未突破前高。

国内白糖2019年上半年大体呈现先涨后跌的走势。一、二月份受到国内消费旺季刺激及国外原糖期价成本支撑，郑糖涨幅较大，超10%，广西的临储政策也为其短期上涨输送动力。自二月下旬开始，伴随着国内国外北半球糖厂陆续收榨和巴西糖厂提前开榨，产量及库存增加的预期使国内白糖窄幅震荡下行，不过跌幅相对有限。进入4月后，白糖三年牛市、三年熊市的言论激发了市场情绪，在资金的裹挟下，国内白糖快速上行。不过受到增值税改革的影响，3月的销售数据挤压了部分4月的份额，4月中旬白糖在涨至5439点高位后，下跌回吐4月涨幅。5月巴西称中国将从明年起取消对巴西糖的额外进口关税，在进口成本下降的预期下，白糖继续向下探底，但并未跌出年内新低。6月初国内白糖在缺乏指引的情况下，弱势跟随ICE原糖上涨，但月底国储抛储叠加进口糖陆续进入的压力迫使白糖又逐渐下跌至5000点附近，距离4月高点回落400余点。

图 1 白糖内外盘主力合约走势

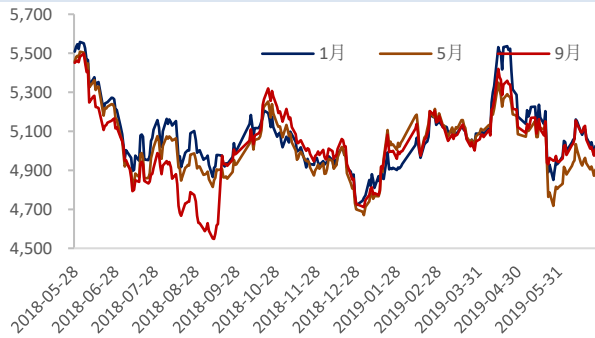


数据来源：Wind、国都期货研究所

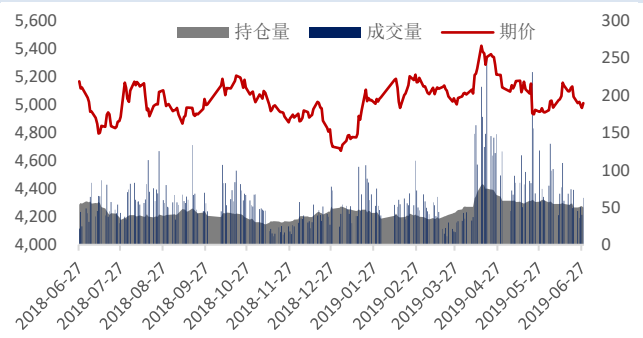
图 2 白糖主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 白糖1、5、9合约走势


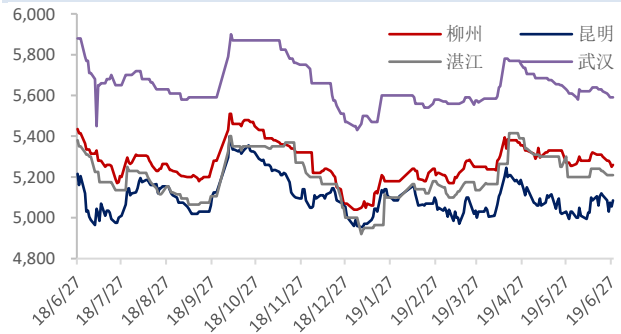
数据来源: Wind、国都期货研究所

图4 白糖量价分析


数据来源: Wind、国都期货研究所

图5 白糖基差


数据来源: Wind、国都期货研究所

图6 白糖现货价格


数据来源: Wind、国都期货研究所

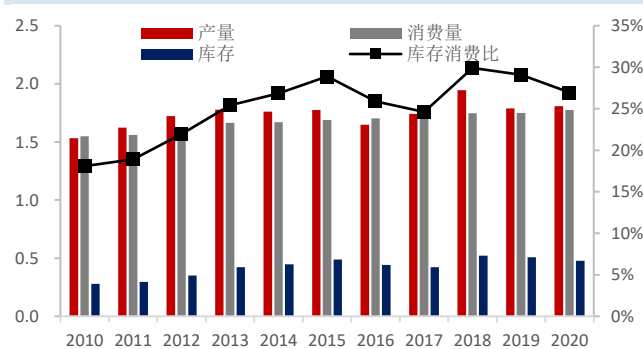
二、国际原糖分析

(一) 基本面分析

1、全球供需分析

机构	18/19 榨季	19/20 榨季
Green Pool (澳大利亚分析机构)	过剩 410 万吨	短缺 162 万吨
ISO (国际糖业组织)	过剩 183 万吨	短缺 300 万吨
LMC (英国 LMC 国际公司)	过剩 150 万吨	短缺 300 万吨
Rabobank (荷兰合作银行)	过剩 110 万吨	短缺 430 万吨
Datagro (巴西糖及乙醇行业组织)	过剩 48 万吨	短缺 234 万吨
F.O.Licht (德国统计分析机构)	过剩 40 万吨	短缺 170 万吨
LDC (路易达孚)	过剩 40.1 万吨	短缺 670 万吨
Succden (苏克顿)	短缺 50 万吨	短缺 400 万吨
INTL FSCSTON (福四通)	短缺 30 万吨	短缺 570 万吨

根据各机构对本榨季和下一榨季全球糖产量的预测可以看出，大部分机构认为本榨季白糖供应过剩，而下一榨季白糖供应则相对短缺。尽管少部分机构认为本榨季白糖供应不足，但所有机构对于明年白糖的供需情况看法是相同的。因印度和欧盟产量减少，巴西降低糖醇比，USDA报告将2018/19年度产量又之前预估的1.859亿吨下修至1.789亿吨，并预估2019/20年度糖产量为1.807亿吨，消费则将达到1.765亿吨高位，基本面较今年好转。因此展望下半年，白糖供应依旧较为充足，白糖缺乏大幅上行的动力。下一榨季白糖行情在供需面收紧的情况下或可期。

图7 全球白糖供需平衡


数据来源：Wind、国都期货研究所

2、主产国供需分析

巴西

巴西甘蔗行业协会Unica称，巴西中南部地区6月上半月压榨甘蔗4237万吨，同比降0.36%。该地区6月上半月糖产量为187万吨，较去年同期减少6.1%。同期，中南部地区乙醇产量为21亿公升，较去年同期下降2.3%。6月上半月制糖比例从去年同期的36.44%下降至35.84%。出糖量为128.89千克/吨，低于去年同期的134.49千克/吨。

从整个榨季预测数据来看，巴西2019/20年度将取代印度，再次成为全球头号糖产量国，预计2019/20榨季该国产量为3200万吨，较2018/19年度增加8.5%。从榨季累计数据来看，2019/20榨季截至6月16日累计压榨甘蔗1.708亿吨，同比减少4.1%。Unica总监表示，最近巴西中南部天气良好，但甘蔗压榨量依然较往年延迟了700多万吨。截至6月16日，巴西中南部已有251家糖厂开榨，同比减少8家，预计6月结束时将有260家糖厂开榨。2019/20榨季截至6月中旬，糖厂累计产糖671万吨，同比减少10.4%；累计生产乙醇82.93亿升，同比减少5.27%。榨季累计制糖比例从上年同期的34.96%下降至34.04%。

在产量数据炒作幅度有限的情况下，巴西方面的关注点更多的将转向糖醇比。因为今年美国中西部玉米播种期间的持续降雨天气，玉米价格大

幅上涨，进而带动乙醇价格上扬，巴西使用甘蔗生产乙醇有利可图，且巴西矿业和能源部长在巴西乙醇峰会开幕式上签署了支持能源的新法令，巴西政府预计将在乙醇行业大举投资。若巴西以牺牲糖为代价生产乙醇，则利多下一榨季国际原糖价格。

印度

鉴于上一榨季结转库存为1040万吨，本榨季糖产量预估为3280万吨，本榨季印度糖总供应量将达到4320万吨。在预计国内消费2600万吨，出口300万吨的情况下，印度下榨季期初库存将达到1320万吨的历史新高。印度制糖业要求政府在2019/20年度继续对糖厂提供出口补贴，以确保至少700万吨的出口，这说明销售疲软和巨量产量给当下印度糖业已经造成了巨大压力。从印度的出口进度来看，截至5月底，总出口合同累计约为285万吨，因全球糖价疲软，糖厂出口进度慢于预期。

然而从当下时点来看，印度白糖的转机则在于因厄尔尼诺延迟的季风雨。根据印度气象局数据，6月印度季风降雨量比平均水平低24%，印度中部和西北部地区季风降雨不足。马邦大部分水库的水量远低于正常水位，伤及甘蔗作物，作为印度第二大产区，2019/20榨季该邦甘蔗面积或将同比减少28%，糖产量预计将同比锐减39.2%至650万吨。整个印度地区糖厂产量可能从本榨季的3280万吨下滑至2800万吨左右，产量下降将缓解印度糖厂一部分出口压力，并对下一榨季国际糖价构成支撑。

泰国

泰国54家糖厂已于5月9日全部收榨。2018/19榨季泰国共计压榨甘蔗1.31亿吨，同比减少390万吨；共计产糖1458.1万吨，同比小幅减少约10万吨。其中，原糖产量为1110万吨，同比增加6%；白糖和精制糖产量同比减少18%，为328万吨。

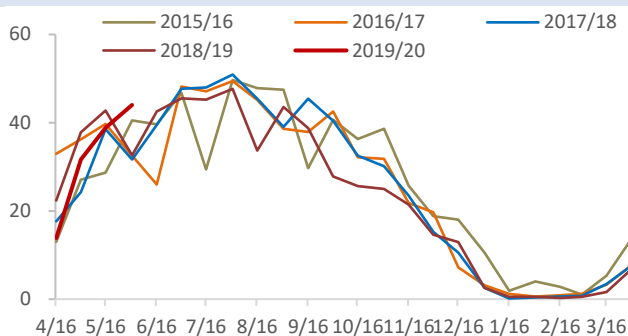
从出口情况来看，2019年5月泰国共计出口糖约83.9万吨，同比减少35.18%。其中出口原糖50万吨，同比减少42.98%，主要因印尼进口量同比减少约19万吨，至28.6万吨；5月出口低质量白糖约5.5万吨，同比增加4000多吨；出口精制糖28.4万吨，同比减少8.3万吨，中国台湾（8.2万吨）和韩国（4.7万吨）为主要精制糖出口目的地。2018/19榨季18年10月-19年5月泰国累计出口糖620.8万吨，同比增加约18.62%。

当下，国际原糖下跌回调主要缘于泰国方面的出口糖压力，在泰国出口可能仍会增加的背景下，三季度原糖面临较大的上方压力。

欧盟

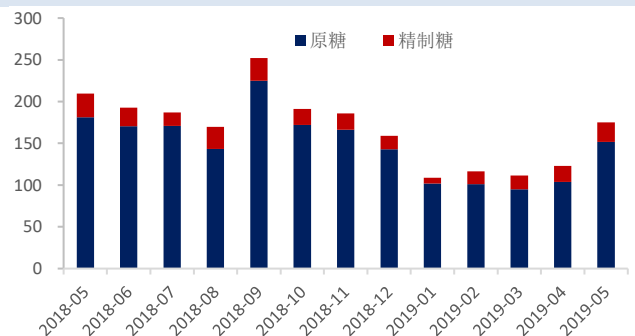
根据欧盟委员会预测，因单产改善，2019/20年度欧盟白糖产量将达到1830万吨，较2018/19年度的1760万吨增长3.9%。出口方面，2019/20年度欧盟白糖出口量将为170万吨，与当前2018/19年度的预估量持平，但将较2017/18年度的340万吨大幅下降。整体来看对全球糖价影响不大。

图 8 巴西双周糖入榨量



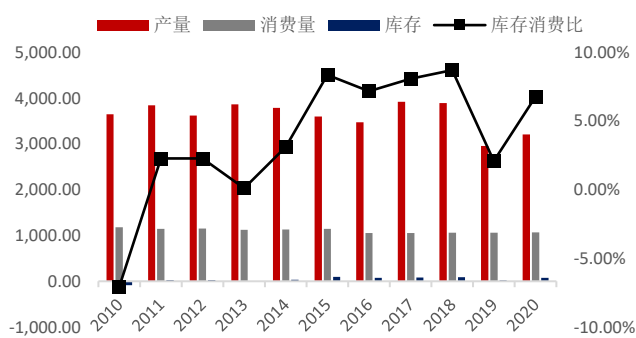
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9 巴西糖月出口量



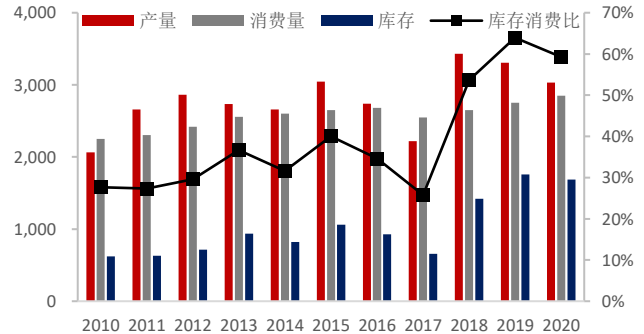
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 巴西白糖供需平衡



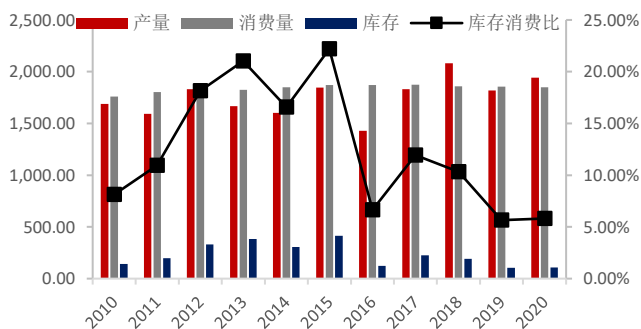
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 印度白糖供需平衡



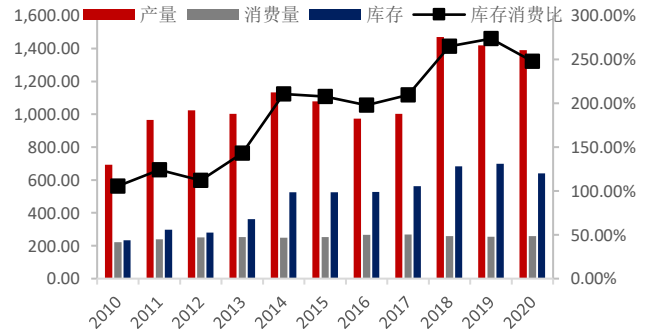
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 欧盟白糖供需平衡



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 泰国白糖供需平衡



数据来源: Wind、国都期货研究所

（二）资金面分析

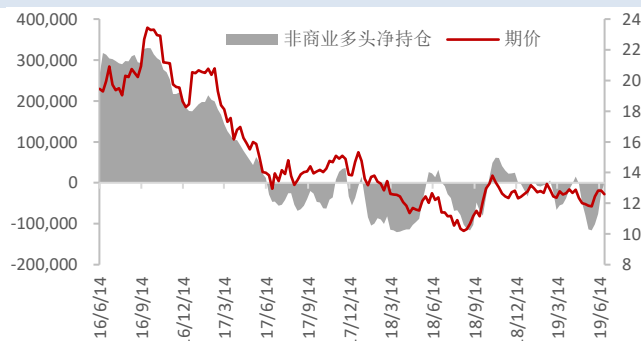
据美国CFTC持仓报告，2019年上半年非商业多头变化幅度较小，但非商业空头进出资金变化较大，呈现先增后减的特征。截至6月25日当周，非商业净空头由年初的33175手减少30818手至2357手。其中非商业多头头寸增加46922手，至207447手；非商业空头头寸增加16134手，至209834手。因此从资金面角度来看，ICE原糖空头趋势近期有所弱化，或对期价有向上的指引作用。

图 14 CFTC 持仓



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 15 CFTC 净持仓与期价走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

（三）宏观面分析

从汇率水平来看，美元指数在今年上半年震荡走高，6月有所回调，美元兑巴西雷亚尔汇率与美元指数走势基本相似，在当下巴西雷亚尔小幅升值的背景下，以美元计价的原糖价格或将受到支撑。并且，美元兑泰铢、美元兑印度卢比汇率近期都有不同幅度的下探，因此汇率层面利好国际糖价。

从原油价格来看，今年5月前WTI原油价格不断上扬，提振了生物燃料需求，甘蔗制乙醇利润增加，制糖比的下降带动白糖价格上涨。但5月至今原油价格有小幅回落，未呈现出明显的趋势性，加之近期伊朗方面局势扑朔迷离，对于白糖价格的指引作用削弱。

图 16 原油与白糖期价走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17 美元指数与巴西汇率


数据来源: Wind、国都期货研究所

三、国内白糖分析

(一) 基本面分析

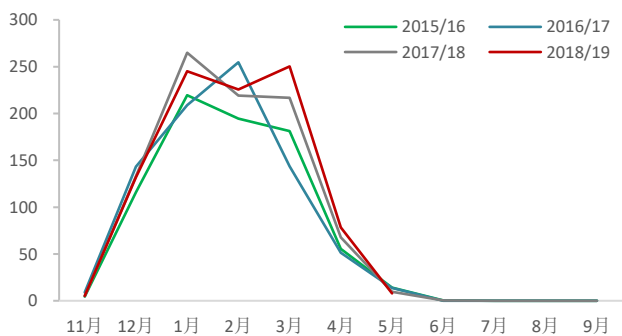
1、产销分析

目前全国各产糖区已于5月全部收榨,共生产食糖1076.04万吨,比上榨季同期多产糖45.41万吨。甜菜和甘蔗产糖比接近1:9。甜菜糖方面,共压榨甜菜1055.92万吨,产甜菜糖121.17万吨。其中内蒙及河北产区共压榨甜菜575.9万吨,产糖67.76万吨;新疆产区共压榨甜菜480.02万吨,产糖53.41万吨。甘蔗糖方面,共压榨8785.55万吨甘蔗,产甘蔗糖960.812万吨。其中广西压榨甘蔗5842.64吨,产糖645.341万吨;云南压榨甘蔗1849.53万吨,产糖214.47万吨。

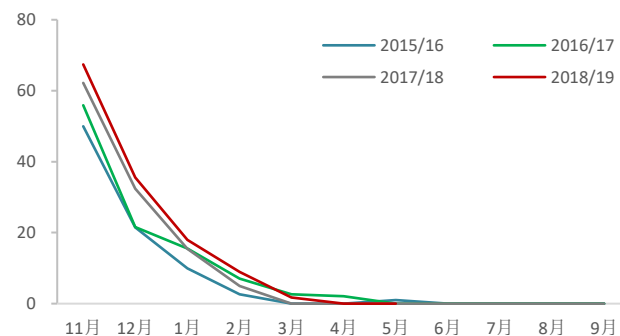
进口糖方面,2018/19榨季截至5月底我国累计进口糖177万吨,同比增加20.78万吨。

从销糖数据来看,截至2019年5月底,本榨季全国累计销售食糖666.77万吨(上榨季同期574.67万吨),累计销糖率61.97%(上榨季同期55.76%),其中,销售甘蔗糖565.35万吨(上榨季同期480.52万吨),销糖率59.86%(上榨季同期52.48%),销售甜菜糖101.42万吨(上榨季同期94.15万吨),销糖率77.1%(上榨季同期81.89%)。整体来看本榨季销糖数据好于去年。

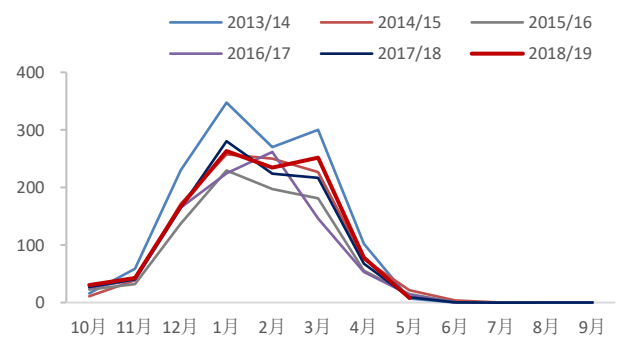
库存方面,2018/19榨季新增工业库存在3月达到500.7万吨的峰值,随后逐渐下降,截至今年5月,全国白糖库存为409.27万吨,较之上年的同期的455.96万吨下降了10.24%。在本榨季收榨、新榨季未启动之前,白糖工业库存将持续去化,尤其下半年9、10月份双节需求或能有效去库,提振白糖价格。

图 18 甘蔗糖月产量


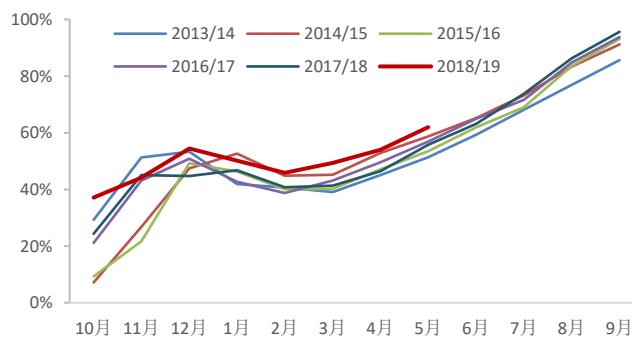
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 甜菜糖月产量


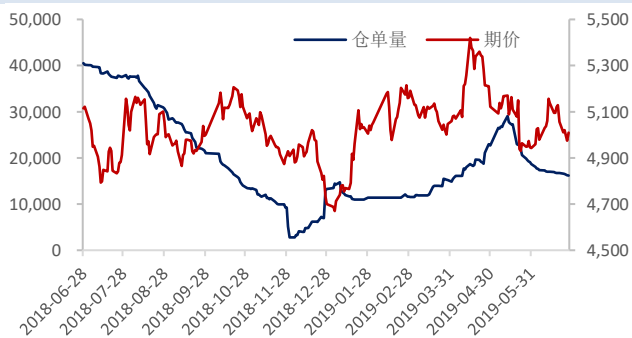
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 全国月产糖量


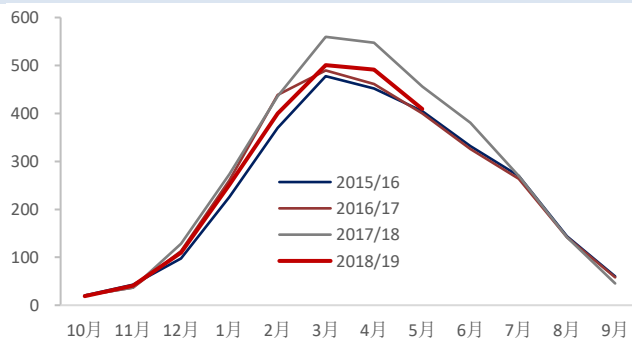
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21 全国销糖率


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22 白糖仓单


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 23 白糖工业库存


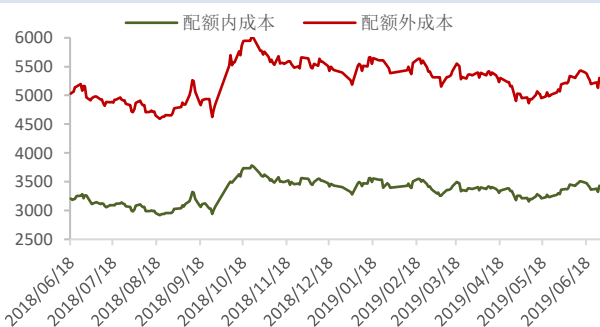
数据来源: Wind、国都期货研究所

2、成本利润分析

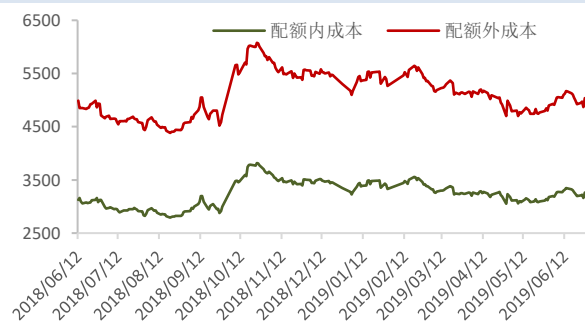
2019年上半年,巴西和泰国配额内、外成本整体走势平稳。截至6月24日当周,巴西配额内进口成本3428元/吨,配额外进口成本5301元/吨,略高于年初水平。泰国由于运费较低,进口成本低于巴西。配额内进口成本3265元/吨,配额外进口成本5040元/吨,略低于年初水平。

进口利润方面，2019年上半年巴西、泰国进口利润均呈现大幅上涨后又小幅下跌的特征，配额外进口利润波动幅度大于配额内。截至6月24日当周，巴西配额内进口利润为1547元/吨，配额外进口利润为-326元/吨，配额外进口利润升水最高时到达200元/吨；泰国配额内进口利润为1710元/吨，配额外进口利润为-65元/吨，配额外进口利润升水最高时到达400元/吨。从当前时点来看，配额外进口利润依然处于贴水状态，利于保护国内白糖产业。

从广西糖厂利润来看，由于甘蔗收购价较高而白糖价格又偏低，从去年6月开始，糖厂利润就持续为负。截至今年6月底，糖厂利润大概亏损425元/吨左右，成本对于白糖价格的支撑作用有限，国内糖厂压力较大。

图 24 巴西配额内外进口成本


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 25 泰国配额内外进口成本


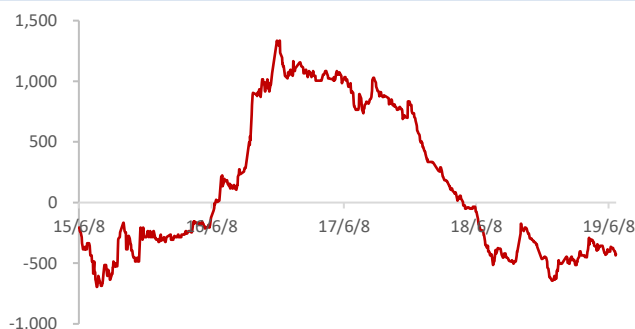
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 26 巴西配额内外进口利润


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 27 泰国配额内外进口利润


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 28 国内糖厂生产利润


数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 政策面分析

配额及税率方面，增值税上，国务院总理李克强表示4月1日要减增值税，白糖品种适用税率从16%的降至13%。生产成本方面，增值税下降3%引起生产成本下降约119元/吨。进口成本方面，增值税下调3%约减少配额内进口成本77元/吨，约减少配额外进口成本122元/吨。在增值税下调前，中间商及下游企业提前采购，透支了后期消费需求，从4、5月销糖数据便可见一斑。关税及配额上，2019年我国食糖进口配额总量为194.5万吨，其中70%为国营贸易配额。目前我国食糖进口配额内关税税率为15%，配额外税率从今年5月22日至2020年5月21日为85%。5月下旬巴西蔗糖产业联盟委员会(Unica)称，中国将在2020年5月前取消对巴西糖的额外进口关税。在进口成本大幅下降的预期下，我国糖价不可避免地面临低价进口糖的考验。进口额外关税取消后，进口成本将下降900元/吨左右，拉低白糖期货价格，尽管关税在明年5月进行调整，但悲观情绪始终压制郑糖反弹。

走私糖方面，由于走私利润持续存在，白糖走私屡禁不止。上一榨季，国内走私糖数量测算在200万吨左右，对国内糖市干扰很大。不过从去年从7月下旬开始，政府打击走私糖力度不断加大。据测算，今年白糖走私量大约在100-120万吨左右，同比减少80-100万吨，这也是一季度白糖企业产销率明显提高，利多国内白糖。不过需要警惕的是，如果走私利润继续走高，下半年白糖走私量依然是个未知数。

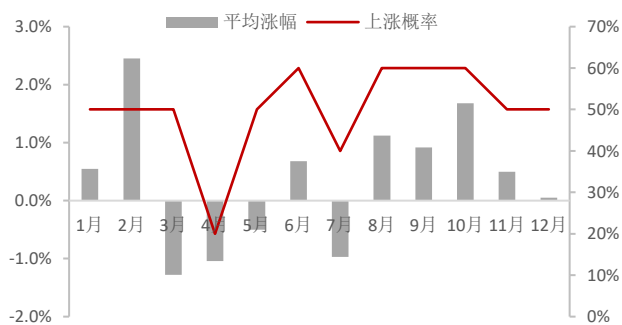
收储及抛储方面，6月20日40万吨国储糖出库短途运输招标完毕，共计17家企业参与竞标，东北这次出库的有丹东、大连、营口和通辽等库点，据传9月份左右还将有20万吨国储糖出库。而且2019年1月，广西政府临时收储的50万吨糖也即将到期，三季度前期市场的供应压力较大。

(三) 季节性涨跌规律

从近十年的白糖季节性走势规律来看，三季度白糖素有“七死八活九回头”之称，8、9月份出现上涨行情的概率较大，历史数据的上涨概率在

60%。从白糖月度平均涨幅来看，7月平均涨幅在-0.97%，8月平均涨幅在1.12%，9月平均涨幅在0.92%，10月平均涨幅为年内最高，达1.68%。这主要与9、10月份中秋国庆的需求炒作有关，在无政策干扰的前提下，今年下半年白糖期价的转折点或在8月出现。

图 29 白糖月度涨跌统计



数据来源：Wind、国都期货研究所

四、后市展望

国际方面，短期印度天气炒作持续发酵，国际原糖或迎来小幅上涨，但白糖依然面临供应压力和库存问题，若国际糖价大幅上涨，印度糖出口订单增加及巴西糖醇比上升将会对糖价快速构成打压。因此ICE原糖三季度大概率在12—14美分之间区间震荡。长期来看，全球白糖主产国排名第一的巴西预计将提高甘蔗制乙醇的比例，各家机构普遍预测2019/20榨季全球糖市将出现供需缺口，利好明年原糖价格，或在今年四季度逐渐呈现出上涨态势。

国内方面，我国糖厂目前已全部收榨，来自一带一路国家的进口糖也在陆续增加，加之6月底国家抛储也增加了市场供给，7月行情不被看好，4800点左右有支撑。随着糖厂陆续去库，9、10月份库存低点叠加需求炒作或将提振郑糖走出一波上涨行情，届时期价或能达到5400。长期来看，取消对巴西的额外进口关税始终是笼罩在白糖上方的阴云，新榨季开启后郑糖复跌的概率较大。

操作上，7月可逢高做空09合约，进场点选在（5050,5100）区间，持有时间不宜过长，4850一线止盈。8月后可入手01合约多单，长期持有至10月，赢利点控制在300点以内。套利方面，明年5月后取消对巴西的额外关税，利空05合约，可持有15正套。

五、风险提示

1) 印度天气炒作持续发酵。若印度少雨干旱的天气持续得不到改善，市场对于明年印度的糖产量将继续下调，或提振ICE原糖价格，进而通过进口成本影响郑糖价格。

2) 原油价格上涨。由于原油价格上涨会促使巴西制更多乙醇，相比之下糖产量下降，推动国际原糖价格上涨，进而带动国内白糖走高，给7月的空头持仓带来损失。

3) 抛储及进口的不确定性。由于国储出库消息并不公开，因此市场传言及情绪对期价的影响很大，若下半年国储大量抛储或增加政治性进口，白糖9、10月份的上涨行情或受阻。

分析师简介

史玥明，量化金融专业硕士，现任白糖期货分析师。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。