

华泰长城期货投资咨询部

☑ 孙宏园

✉ sunny@htgwf.com

☎ (021) 68756862

## 南美增产预期压制豆粕四季度重心下移 收储政策预期支撑豆一重心上移

### 本期要点:

三季度国际大宗商品大多触底反弹，CBOT 大豆期货也在干燥天气的炒作下走出了一波探底回升的行情。7月还在担忧丰产压力，8月美国中西部产区持续高热的天气致使正处结荚鼓粒期的大豆生长优良率持续下滑，产量水平频遭调降。8月12日的美国农业部超预期下调美豆产量，8月23日的Pro Farmer 作物巡查报告的进一步下调以及其他机构实地田间调研的佐证，无不例外地为豆类市场提供着持续上涨的动力。时至9月中旬，随着收割期的临近，产区天气的好转，美豆才开始回吐天气升水。截止9月25日，新作11月合约当季累计上涨69.9或5.56%至1321.6美分。

得益于美盘天气的炒作、需求回暖以及下游采购积极性的提升，国内豆粕现货三季度进一步上涨，各地报价不仅先后冲破4000元整数关口，局部地区更是涨至4400上方，买涨不买跌的心理作用再次在豆粕市场得到完美体现。受此影响，豆粕期货价格更是强势上攻，截至9月25日当周，主力1401合约当季累计上涨494或15.66%至3648元。豆一由于受抛储政策影响表现较为疲弱，整个三季度基本都在4600下方运行。

### 后市展望:

步入美国大豆集中收割和南美大豆集中播种期的四季度，市场关注焦点将从美国大豆的产量情况逐渐转移至南美大豆的播种面积上，鉴于美豆产量进一步下滑空间有限，而南美播种面积却有增加预期，因此美豆价格四季度继续上行的概率不大，运行重心将有所下移。国内方面，四季度是饲料消费的季节性旺季，而国内进口大豆却面临去库存化的过程，同时豆粕主力1401合约较现货贴水严重且盘面压榨亏损幅度较大，因此四季度大连豆粕相对美盘将表现抗跌，预计运行区间为[3400, 3800]。在收储政策及农户惜售心理的保护下，豆一1401四季度或有望回升至4600上方运行。套利方面可关注买1401豆一抛1401豆粕的操作。

**三季度行情回顾**

三季度国际大宗商品大多触底反弹，CBOT 大豆期货也在干燥天气的炒作下走出了一波探底回升的行情。7月还在担忧丰产压力，8月美国中西部产区持续高热的天气致使正处结荚鼓粒期的大豆生长优良率持续下滑，产量水平频遭调降。8月12日的美国农业部超预期下调美豆产量，8月23日的Pro Farmer 作物巡查报告的进一步下调以及其他机构实地田间调研的佐证，无不例外地为豆类市场提供着持续上涨的动力。时至9月中旬，随着收割期的临近，产区天气的好转，美豆才开始回吐天气升水。截止9月25日，新作11月合约当季累计上涨69.9或5.56%至1321.6美分。

得益于美盘天气的炒作、需求回暖以及下游采购积极性的提升，国内豆粕现货三季度进一步上涨，各地报价不仅先后冲破4000元整数关口，局部地区更是涨至4400上方，受此影响，期货更是强势上攻，截至9月25日当周，主力1401合约当季累计上涨494或15.66%至3648元。豆一由于受抛储政策影响表现较为疲弱，整个三季度都在基本都在4600下方运行。

**图1：美豆11月合约近期走势（2012.12-2013.9）**



数据来源：文华财经，华泰长城期货投资咨询部

**图2：连豆粕1401合约近期走势（2012.12-2013.9）**



数据来源：文华财经，华泰长城期货投资咨询部

**表1：大豆耕作时间分布**

		一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
大豆耕作时间分布	中美					种植期	开花期	灌浆期		收获期			
	巴西	开花期	灌浆期		收获期							种植期	
	阿根廷	种植	开花期	灌浆期	收获期							种植期	

数据来源：大商所，华泰长城期货投资咨询部

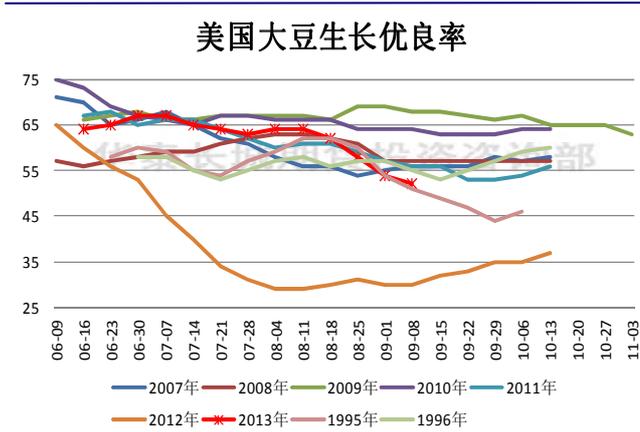
**美国大豆产量进一步下调概率不大**

由于7、8月份中西部产区高温干燥天气的持续，美国大豆生长状态每况日下，农业部对美国大豆产量的预估水平也是越调越低。先是8月12日首次基于实际田间调研的报告，不仅将美国2013/14年度大豆种植面积较上月报告下调50万英亩至7720万英亩，大豆单产更是下调1.9蒲/英亩至趋势单产之下的42.6蒲/英亩，大幅低于市场平均预期的43.6蒲/英亩，总产量预估为32.55亿蒲式耳，较上月报告下调1.65亿蒲，从创纪录产量退居至历史第三水平。9月12日的报告继续对美国2013/14年度大豆产量数据进行下修，其中大豆单产下调1.4蒲/英亩到41.2蒲/英亩，接近分析师平均预期的41.17蒲，种植面积维持上月7720万英亩不变，总产量预估较上月报告大幅下调1.06亿蒲至31.49亿蒲式耳。

正是由于美国大豆产量前景的一再恶化，2013/14年度美国大豆期末库存及库存消费较之前预期出现明显回落，其中2013/14年度美国大豆期末库存有望回落至408万吨，库存消费比降至8.46%，较上个月下降近4个百分点，较上一个作物年度也仅有微幅提升。因此，整体而言，四季度乃至明年南美大豆上市之前全球大豆供给面都将变得较为紧俏。

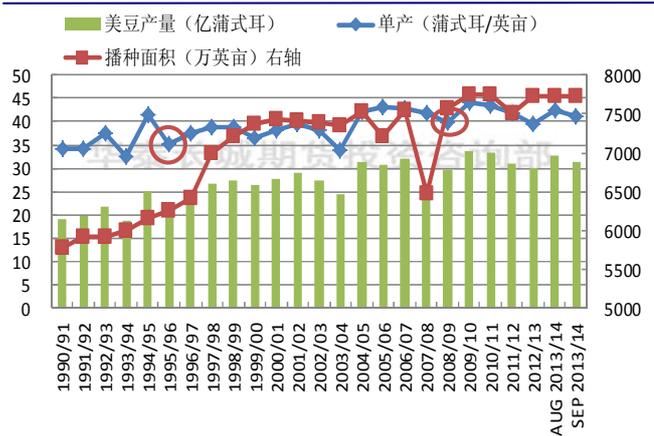
尽管如此，我们认为美国大豆产量进一步下修的概率不大。首先，大部分大豆已经过了单产重要形成期，产量已成定局。截至9月23日当周，美国大豆收割率为3%，五年均值9%；生长优良率为50%，与之前一周持平。落叶率47%，五年均值56%。另外，目前天气情况还是相对有利的，MDA气候服务机构称未来几日天气干燥，周五至周末有小雨，下周天气将再度干燥，因此收割看起来不错。农业气象专家也表示，未来几周美国2013年玉米和大豆收割天气预计令人满意。最后，尽管未来一段时间气温将有所下降，但气象模型并未显示将会出现可能会伤及玉米或大豆作物的早霜天气。

图3：美国大豆优良率



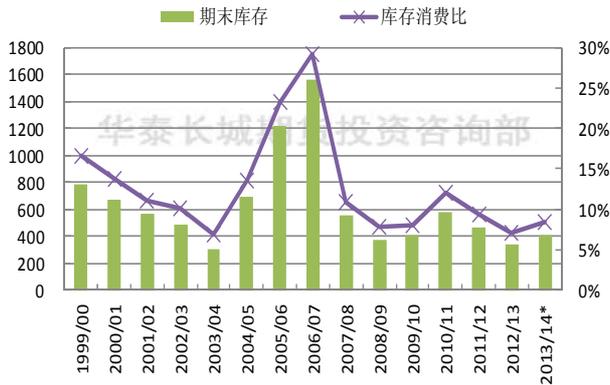
数据来源：美国农业部，华泰长城期货投资咨询部

图4：美国大豆播种面积和单产情况



数据来源：美国农业部，华泰长城期货投资咨询部

图 5: 美国大豆库存及库存消费比



数据来源: 美国农业部, 华泰长城期货投资咨询部

图 6: 全球大豆库存及库存消费比



数据来源: 美国农业部, 华泰长城期货投资咨询部

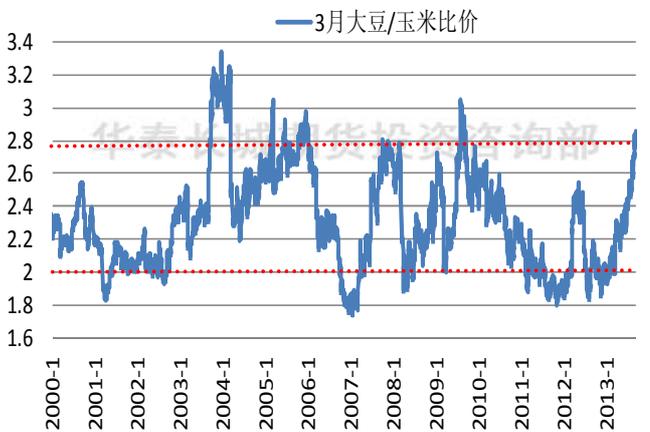
### 南美大豆种植面积有望增加

经过了三季度美国大豆关键生长期天气的炒作后, 四季度将迎来南美大豆重要的种植期。巴西最大的大豆生产州——马托格罗索州, 大豆播种在 9 月 15 日正式开始, 南部地区开始时间将稍晚, 而玉米播种约一个月前已经开始。播种将持续至 12 月, 大多在 10 月和 11 月进行。阿根廷大豆播种稍晚于巴西, 通常在 10 月份或 11 月初开始。

对美国中西部夏末高温天气将令大豆作物减产的担忧, 提振大豆价格较玉米出现大幅升水, 这料将激励南美农户种植更多的大豆, 因为 CBOT 大豆及玉米价差通常是美国及南美农户每年用于决定收益率及安排大豆和玉米播种面积的参考基石。

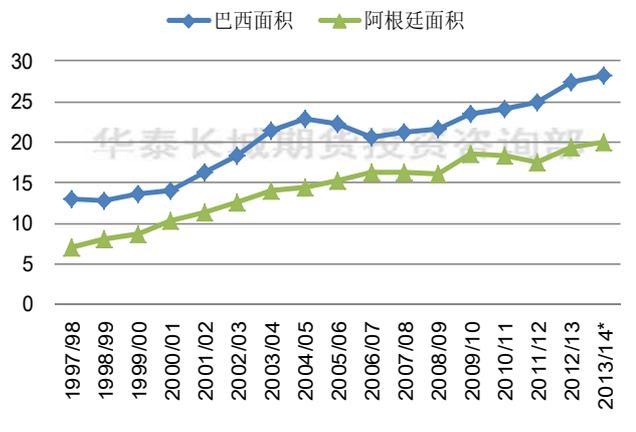
分析师对价格比率达到何种水准才有利于大豆播种的观点不一, 不过从 CBOT 3 月大豆和 3 月玉米的历史比价来看, 合理波动区间为 2.0-2.8 比 1。高于区间上限将有利于大豆播种, 而低于区间下限将激发玉米播种。而最近几周 CBOT 3 月大豆和 3 月玉米的比价一直在 2.8 以上徘徊, 因此对目前准备播种 2013 年作物的南美农户而言形势还是比较清晰的, 即倾向于种植更多的大豆。

图 7: CBOT 3 月大豆和 3 月玉米的历史比价



数据来源: 文华财经, 华泰长城期货投资咨询部

图 8: 南美大豆历年面积情况



数据来源: 美国农业部, 华泰长城期货投资咨询部

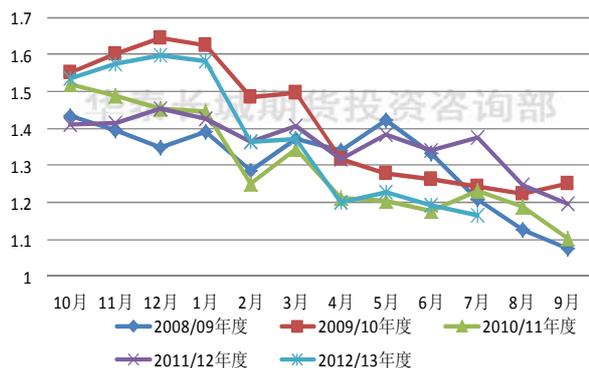
### 四季度是美国国内压榨及出口需求旺季

三季度是美国旧作大豆季节性压榨及出口销售淡季，而今年由于库存紧俏导致旧作压榨及销售的季节性淡季更加惨淡。据美国全国油籽加工商协会（National Oilseed Processors Association）8月15日公布的数据显示，美国7月大豆压榨量为1.163亿蒲式耳，低于6月的1.1905亿蒲式耳，较去年同期的1.3738亿蒲式耳减少15%。不过从季节性规律可以明显看出，四季度即每年10、11、12月，美国大豆压榨量通常都是一年中最高的，因为四季度美国新作大豆刚刚上市，油厂通常都愿意在此时保持较高的开机率。

同样是旧作库存不足的限制，三季度美国大豆出口速度受限。美国农业部截止8月29日当周的数据显示，2012/2013年度美国大豆出口销售共计3824万吨，较上一年的3901万吨减少2%。旧作销售受限于库存紧俏，但新作销售情况却是相当火爆，截止8月29日当周，美国新作大豆累计出口销售量高达2046万吨，较去年同期的1830万吨提升了10.6%，创下历史同期最高纪录。

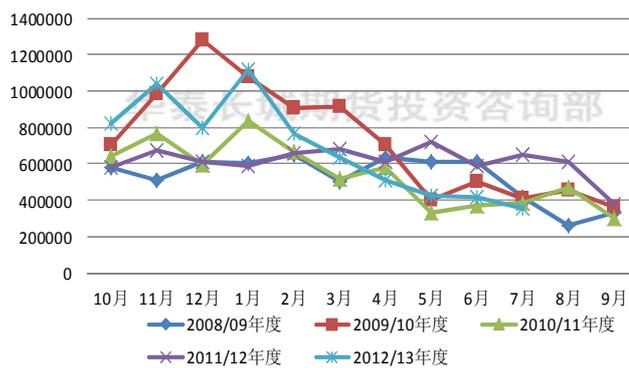
9月份开始美豆出口销售将进入一个新的作物年度，由于旧作库存9年低位，新作出口需求又异常火爆，因此如果美国大豆错过最后一拨产量提升的机会，四季度压榨旺季的如期而至必将使得库存紧俏局面在新作物年度继续上演。

图9：美国大豆月度压榨量（亿蒲式耳）



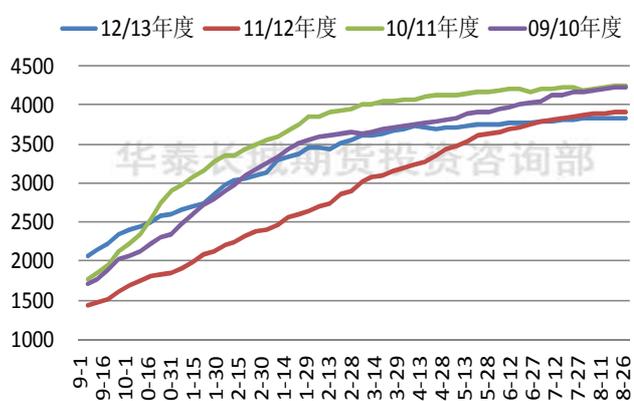
数据来源：美国油籽压榨协会，华泰长城期货投资咨询部

图10：美国豆粕月度出口量（万短吨）



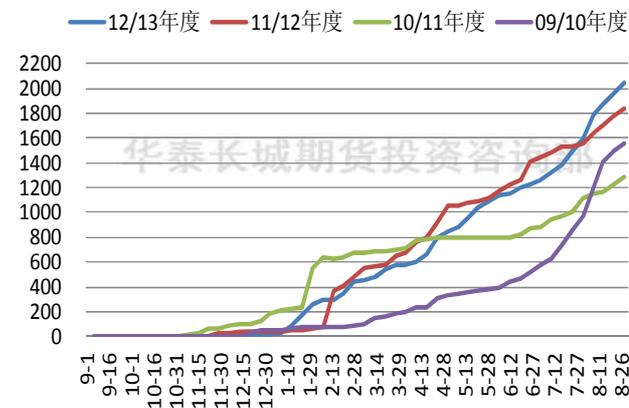
数据来源：美国油籽压榨协会，华泰长城期货投资咨询部

图11：美豆旧作累计出口销售情况（万吨）



数据来源：美国农业部，华泰长城期货投资咨询部

图12：美豆新作累计出口销售情况（万吨）



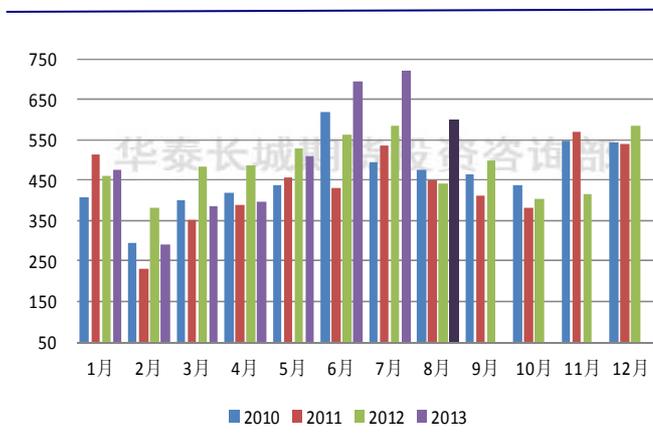
数据来源：美国农业部，华泰长城期货投资咨询部

### 四季度中国港口大豆库存季节性回落

中国海关总署8月8日公布的数据显示，中国7月进口大豆720万吨，较上月的693万吨上升3.9%，连续第二个月刷新历史最高纪录。不过从季节性规律来看，往年自8月份开始，进口大豆到港数量将会减少，9、10月份更会进一步季节性回落，直到11月份美国新豆上市才会回升。非官方机构最新船期调查数据同样显示，2013年9月份国内各港口进口大豆到港总量将回落至491.35万吨，10月份到港量预估460万吨，11月份将回升至600万吨，12月份升至635万吨。因10-12月份离目前还有较长时间，届时装船计划还有可能调整，尤其是当前大豆压榨利润异常丰厚，将吸引油厂增加大豆订购量或将装船计划前移，10月份大豆到港量仍有增加到500万吨左右的可能。

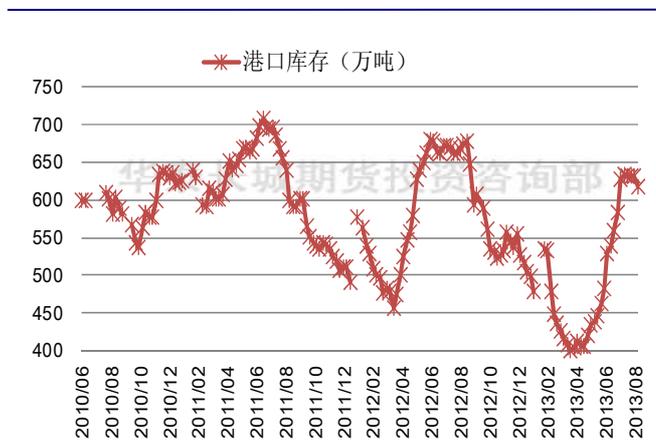
尽管进口大豆到港数量通常在美国新豆上市的四季度会逐步回升，不过由于四季度恰逢国内油脂及饲料需求旺季，进口大豆的港口库存的去库存化过程将在整个四季度持续。截止9月20日，国内进口大豆库存总量下降至596.065万吨，较上周的606.675万吨下降10.61万吨，降幅1.74%，较去年同期的647.28万吨低7.91%。此外，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量也在下滑，截止9月22日当周，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量大幅下降至219.87万吨，较上周的268.4万吨降18.08%，较去年同期的404.79万吨下降45.68%。9、10月份大豆到港量明显减少，而目前大豆压榨利润丰厚，油厂开机积极性依然较高，另外饲料企业及经销商在降价期望一再落空的情况下采购积极性也有所提升，提货速度加快，因此未来一段时间，进口大豆库存量将继续下降。

图 13: 中国月度进口大豆数量 (万吨)



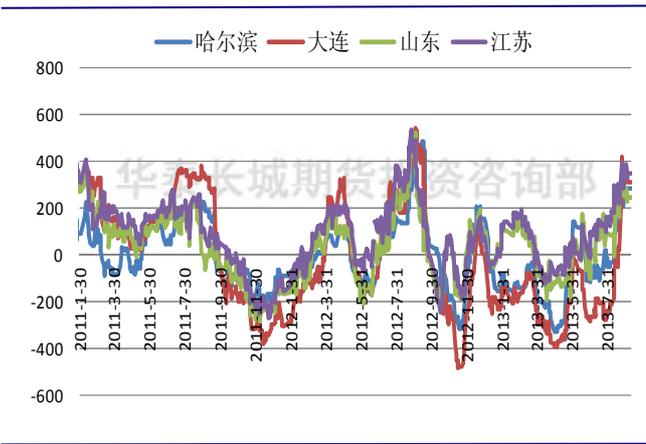
数据来源: 国家统计局, 华泰长城期货投资咨询部

图 14: 大豆港口库存 (2010.6-2013.9)



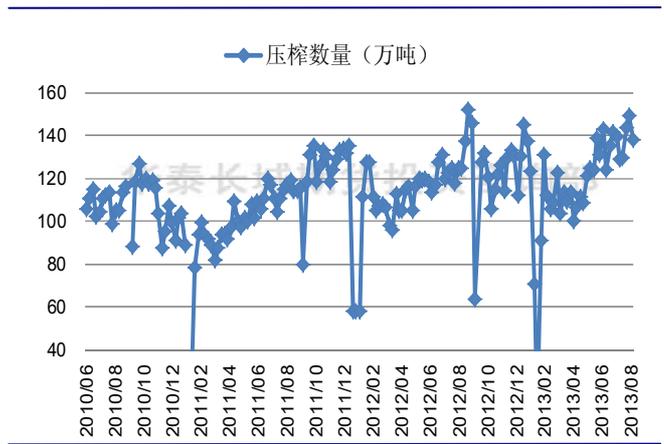
数据来源: 天下粮仓, 华泰长城期货投资咨询部

图 15: 油厂压榨利润情况 (2010.1-2013.9)



数据来源: 路透, 华泰长城期货投资咨询部

图 16: 油厂每周压榨量 (2010.6-2013.9)



数据来源: 天下粮仓, 华泰长城期货投资咨询部

图 17: 油厂大豆库存 (2011.6-2013.9)



数据来源: 天下粮仓, 华泰长城期货投资咨询部

图 18: 豆粕库存及未执行合同量 (2011.6-2013.9)



数据来源: 天下粮仓, 华泰长城期货投资咨询部

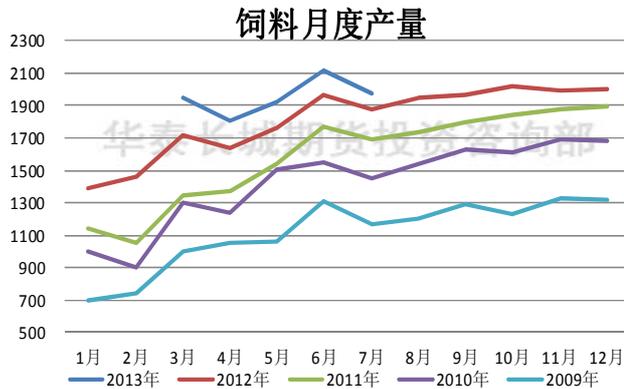
#### 四季度豆粕消费高位运行

相对于进口大豆库存水平的季节性淡季, 四季度国内饲料却依旧是季节性生产旺季, 对豆粕需求也将继续保持高位。据饲料协会统计数据显示, 7 月份饲料产量为 1972 万吨, 较 6 月份有所下滑。不过按照季节性规律 8、9、10 月通常都对应着饲料产量的季节性旺季, 而且在经历了第三季度的恢复性增长后, 四季度饲料产量通常也将会维持在高位运行。

同时, 下游畜禽养殖业在经历了一季度末的黄浦江死猪事件、二季度初的禽流感事件的冲击后, 三季度正向良性状态发展, 特别是生猪养殖业, 由于一季度猪病及养殖效益偏低抑制仔猪补栏, 同时高温天气生猪生长速度受限, 可供出栏的生猪库存不足导致三季度肉价淡季反弹, 带动养殖利润扭亏为盈且已经连续 9 周位于盈亏平衡线上方。另外, 四季度的国庆长假节日消费、冬至南方腊肉需求、元旦及春节前的备货需求, 都将进一步刺激猪肉的消费, 当然各假日前的集中育肥期对能量饲料玉米和蛋白饲料豆粕来说都无疑是一大利好。

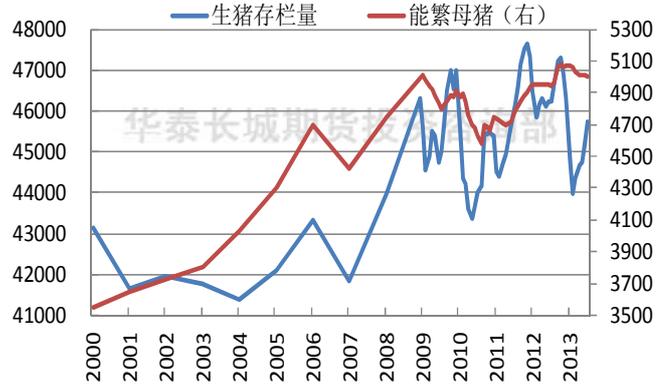
此外，根据鸡肉消费市场的特性，一般每年的一季度是消费的最低点，二季度会逐渐回暖，下半年由于中秋、国庆、元旦等节假日的存在，消费需求一般会进一步走俏，而且根据禽肉及禽苗市场的反应来看，三季度禽类产品去库存化过程还算顺利，家禽养殖利润也开始好转，因此经过三季度的顺利复苏之后，四季度禽类消费的季节性旺季有望如期而至，这对饲料消费也起到很强的支撑作用。

图 19:饲料月度产量



数据来源：饲料行业协会，华泰长城期货投资咨询部

图 20: 全国生猪以及能繁母猪存栏量



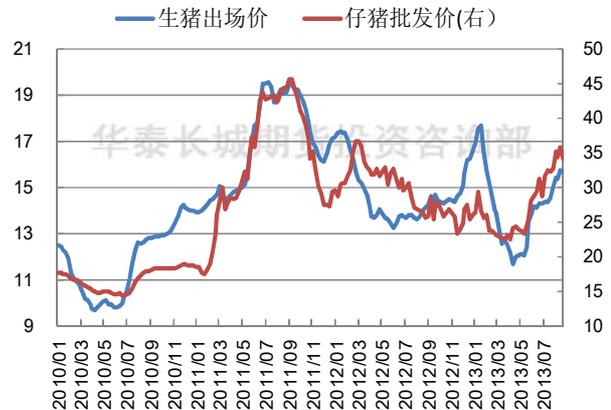
数据来源：农业部，华泰长城期货投资咨询部

图 21: 家禽主产区均价 (2009.10-2013.8)



数据来源：wind，华泰长城期货投资咨询部

图 22: 生猪及仔猪价格 (2010.1-2013.8)



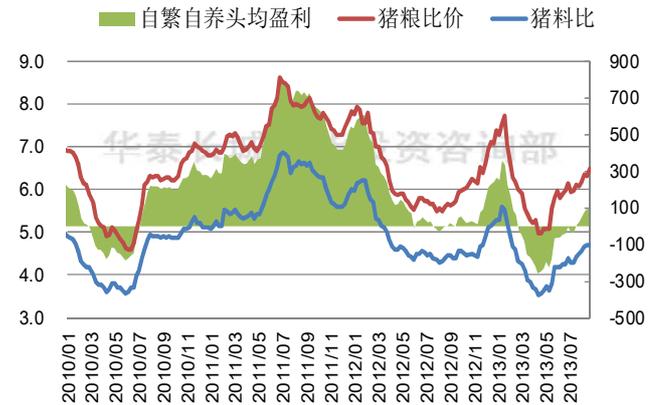
数据来源：搜猪网，华泰长城期货投资咨询部

图 23: 家禽养殖利润 (2009.10-2013.8)



数据来源: wind, 华泰长城期货投资咨询部

图 24: 猪粮、猪料比价和养猪利润



数据来源: 搜猪网, 华泰长城期货投资咨询部

**CFTC 投机资金**

三季度投机资金在 CBOT 大豆、豆粕期货合约上的操作相当活跃, 在大豆合约上净多持仓变动幅度超过 20% 共 5 次, 在豆粕合约上超过 20% 的有 4 次。其中增持幅度变动幅度最大的在大豆合约上, 截止 8 月 20 日当周大豆净多持仓增幅高达 73%, 而当周豆粕净持仓增幅也高达 56%, 前一周 (截至 8 月 13 日) 豆粕净持仓增幅为 20%; 其次是截止 8 月 27 日当周, 基金净多单增持大豆 32%, 截至 9 月 3 日当周, 基金净多单增持大豆 25%。减持幅度超过 20% 的集中在 7 月底 8 月初, 截至 7 月 30 日当周, 大豆净持仓减幅为 23%, 豆粕净持仓减幅为 28%; 截至 8 月 6 日当周, 大豆净持仓减幅为 29%, 豆粕净持仓减幅为 30%。最新数据显示, 截至 9 月 11 日当周, CFTC 基金在 CBOT 大豆合约上的净多持仓为 15.28 万手, 较 6 月底增加 39%, 而 CFTC 基金在 CBOT 大豆合约上的净多持仓为 5.39 万手, 较 6 月底减少 11%。因此, 综合来看三季度投机资金对大豆比较看好, 而在豆粕的操作上则相对偏空。

图 23: 豆粕 CFTC 非商业净持仓 (2009.1-2013.9)



数据来源: 路透, 华泰长城期货投资咨询部

图 24: 美豆 CFTC 非商业净持仓 (2009.1-2013.9)



数据来源: 路透, 华泰长城期货投资咨询部

### 豆一仍将受政策保护

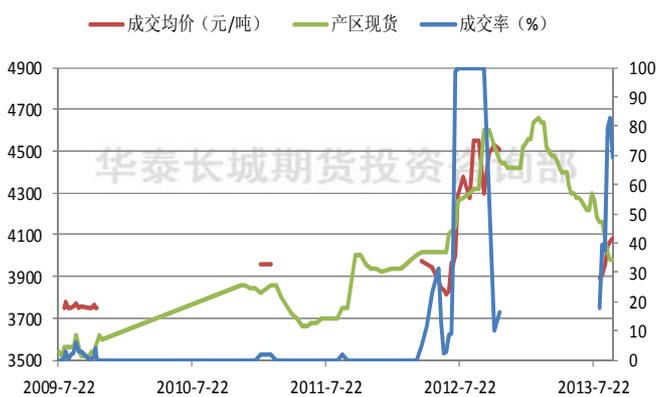
7月份市场相传的国储300万大豆抛售计划在8月如期举行。从过去几年国产大豆的相关政策我们发现，在7-11月期间，国储通常都有大豆拍卖、轮库等抛售举措发生，以便为11月新豆上市后的收储做腾库准备。

截止9月12日当周，大豆抛储计划共计进行了6次，共计成交163万吨，为300万吨抛储计划的54%。成交均价每次都有不同程度的提高，由首次低于产区现货的3894元/吨，到第4次涨至超过产区现货的4048元/吨，第6次涨至4082元/吨，成交量自首次不到18%，之后逐步提高，最高的第5次成交率高达83%，不过由于拍卖价格逐步抬升后较产区油豆现货的优势有所减退，因此第6次成交率下滑至69%。

目前国产大豆行情稳中有涨，受外盘走势偏强拉动，一些入市收购的油厂上调大豆收购价格，价格集中在2.00-2.05元/斤，且由于目前油厂压榨利润丰厚一些前期停收的油厂也恢复收购，如哈尔滨龙江福及双鸭山友谊丰原油厂。过4.0筛商品大豆收购价格在2.23-2.28元/斤，精选大豆收购价格维持在2.27-2.32元/斤。因此，即便拍卖价格较初期已有大幅提升，不过考虑到产区现货有限且油厂压榨利润丰厚，国储大豆的价格优势尚未完全消退，豆一短期价格依旧会承受一定压力，不过中长期来看，由于直补被否提振继续收储信心，因此豆一四季度有望继续反弹。

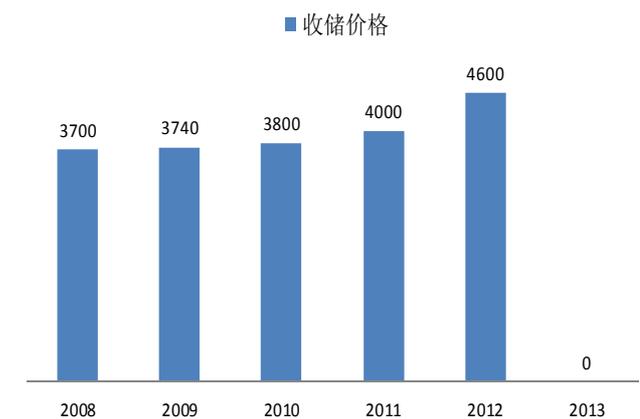
其实自去年11月国储将东北地区的国产大豆收储价提高至每吨4600元以来，国家收储价一直对豆一期货提供着强有力的支撑。因为从2008年开始，我国已连续5年在东北地区实行大豆临时收储政策，收购价格呈逐年上升态势，2008年为1.85元/斤，2009年为1.87元/斤，2010年为1.90元，2011年为2.00元/斤。2012年大豆最低收购价更是大幅提升，为2.30元/斤（4600元/吨），较2011年提高15%。即便如此，农户售粮积极性依旧不高，因“物以稀为贵”的品种特性令豆农的心里低价逐渐抬升。虽然2013年大豆尚未进入大面积收割，但市场预计今年国产大豆的收购价格依旧不会低于2.3元/斤，因此4600理所当然地被市场认为是豆一期价的最低保护价。

图 25: 国储大豆竞价销售情况 (2009.7-2013.9)



数据来源：国家粮食交易中心，华泰长城期货投资咨询部

图 26: 国产大豆历年收储价格 (2008-2012年)



数据来源：发改委，华泰长城期货投资咨询部

### 后市展望

步入美国大豆集中收割和南美大豆集中播种期的四季度，市场关注焦点将从美国大豆的产

量情况逐渐转移至南美大豆的播种面积上，鉴于美豆产量进一步下滑空间有限，而南美播种面积却有增加预期，因此美豆价格四季度继续上行的概率不大，运行重心将有所下移。国内方面，四季度是饲料消费的季节性旺季，而国内进口大豆却面临去库存化的过程，同时豆粕主力1401合约较现货贴水严重且盘面压榨亏损幅度较大，因此四季度大连豆粕相对美盘将表现抗跌，预计运行区间为[3400, 3800]。在收储政策及农户惜售心理的保护下，豆一1401四季度或有望回升至4600上方运行。套利方面可关注买1401豆一抛1401豆粕的操作。

**日**  
**公司总部**

广州市越秀区先烈中路65号东山广场东楼11层  
电话: 4006280888 网址: www.htgw.com

**北京营业部**

北京市朝阳区北三环东路28号易亨大厦12层1209房  
电话: 010-64405616 传真: 010-64405650

**上海世纪大道营业部**

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦7层01-05单元  
电话: 021-68753986 传真: 021-68752700

**深圳金田路营业部**

深圳市福田区金田路与福中路交界东南荣超经贸中心1009  
电话: 0755-23942178 传真: 0755-83252677

**湛江营业部**

湛江市开发区观海路183号荣基国际广场公寓25层01-08号房  
电话: 0759-2669108 传真: 0759-2106021

**东莞营业部**

东莞市南城区胜和路华凯大厦802B室  
电话: 0769-22806930 传真: 0769-22806929

**佛山营业部**

佛山市禅城区季华五路21号金海广场1401-1404室  
电话: 0757-83809098 传真: 0757-83806983

**郑州营业部**

郑州市金水区未来大道69号未来公寓601、602、603、605、616室  
电话: 0371-65628001 传真: 0371-65628002

**南宁营业部**

南宁市民族大道137号春晖花园A区办公楼1501房  
电话: 0771-5570376 传真: 0771-5570372

**南京营业部**

南京市中山东路288号新世纪广场A座4703室  
电话: 025-84671197 传真: 025-84671123

**石家庄营业部**

石家庄市中山西路188号中华商务中心A座1608、1611室  
电话: 0311-85519307 传真: 0311-85519306

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金砂路116号汕融大厦1210、1212号房  
电话: 0754-8848857 传真: 0754-88488563

**青岛营业部**

山东省青岛市香港中路12号丰合广场A栋3层A户  
电话: 0532-85029800 传真: 0532-85029802

**韶关营业部**

韶关市浈江区熏风路14号鼎禾会社201和202号  
电话: 0751-8885679 传真: 0751-8221951

**中山营业部**

中山市石岐区兴中道6号假日广场南塔510室  
电话: 0760-88863108 传真: 0760-88863109

**番禺营业部**

广州番禺区市桥街清河东路338号中银大厦2205、2206、2207房  
电话: 020-84701499 传真: 020-84701493

**惠州营业部**

惠州市新岸路1号世贸中心第16层F  
电话: 0752-2055272 传真: 0752-2055275

**大连营业部**

大连市会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2312房  
电话: 0411-84807967 传真: 0411-84807267

**贵阳营业部**

贵阳市南明区都司路62号鸿灵-纽约纽约大厦25楼5-6号  
电话: 0851-5833569 传真: 0851-5833570

**深圳竹子林营业部**

深圳福田区竹子林中国经贸大厦22层ABCDEFGHJ及13层ABC  
电话: 0755-83774627 传真: 0755-83774706

**无锡营业部**

无锡市中山路343号东方广场A栋22楼H/I/J座  
电话: 0510-82728358 传真: 0510-82728913

**珠海营业部**

珠海市吉大海滨南路47号光大国际贸易中心2308、2309室  
电话: 0756-3217877 传真: 0756-3217881

**武汉营业部**

武汉市汉口建设大道847号瑞通广场B座1002室  
电话: 027-85487453 传真: 027-85487455

**昆明营业部**

昆明市人民中路169号移动通信大楼15层B座  
电话: 0871-5373933 传真: 0871-5355199

**宁波营业部**

宁波市海曙区柳汀街230号华侨酒店二期三层8306、8308号  
电话: 0574-83883688 传真: 0574-83883828

**南通营业部**

南通市青年中路69号4层401室  
电话: 0513-89013838 传真: 0513-89013838

**长沙营业部**

长沙芙蓉区韶山北路159号通程国际大酒店1301室  
电话: 0731-88271762 传真: 0731-88271761

**成都营业部**

成都市锦江区新光华街1号航天科技大厦8层806号  
电话: 028-86587081 传真: 028-86587086

**天津营业部**

天津市河西区友谊路35号君谊大厦2-2002  
电话: 022-88356381 传真: 022-88356380

**杭州营业部(筹)**

杭州市朝晖路203号1502室  
电话: 0571-85362828 传真: 0571-85362228

## 免责声明

本报告仅供华泰长城期货有限公司（以下简称“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。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的资料、工具、意见及推测仅供参考，并不构成对所述期货买卖的出价或征价。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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。在任何情况下，本公司及其雇员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。

本报告仅向特定客户传送，版权归华泰长城期货有限公司所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。