

于中华

研究员

期货执业证书编号 F0296208

yuzh@dxqh.net

## 漫漫熊海一点红 政策顶起半边天

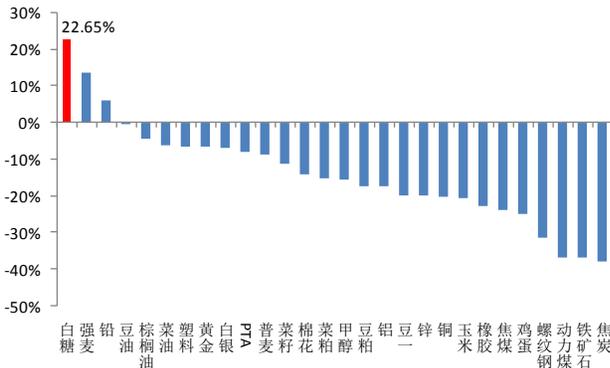
### 观点要点:

- 2015 年国内糖价在众多大宗商品中率先走出了熊市底部，成为当年最强商品品种。
- 减产周期延续，2015/16 榨季预期国内食糖产量 900-950 万吨。
- 食糖消费增长放缓，且随着玉米、淀粉价格下跌和白糖价格上涨，淀粉糖对白糖的替代优势再次扩大，新榨季食糖消费增长或不高于 2%。
- 进口限制政策在 2016 年继续执行，进口量成为常数，配合减产背景，使得 2015/16 榨季国内食糖整体呈现紧平衡格局，进入去库存周期。
- 我们认为新的年度糖价会在震荡中重心上移，但上方和下方空间都受到制约。
- 2015/16 榨季的制糖成本将在 5300-5500 元/吨左右，在紧平衡条件下，对糖价运行形成底部支撑。
- 受到糖价上涨后潜在抛储预期影响，储备糖投放价格将制约糖价上方空间，6200-6500 元/吨或成为糖价天花板。
- 操作策略维持逢低做多思路，一季度或有低位入场机会，注意宏观经济风险。

## 1 2015 年糖市盘点

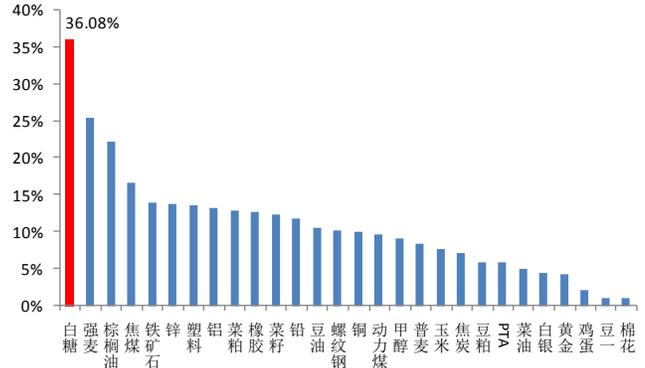
2015 年的糖市注定不平凡,在 15/16 榨季的减产预期和贯穿 2015 年始终的进口限制政策的背景下,糖价在众多大宗商品中率先走出了熊市底部。郑糖走势在 2015 年度涨幅和自近年低点回升幅度的比拼中均独占鳌头。糖价有如此表现,一方面得益于作为农产品受到宏观经济影响较小;另一方面国内食糖进入减产周期,加之政策限制进口糖流入,供需基本面转好。

图 1: 国内主要商品期货 2015 年涨跌幅



来源: wind、东兴期货研发中心

图 2: 国内主要商品期货自近年低点回升幅度



来源: wind、东兴期货研发中心

图 3: 2015 年郑糖走势



来源: 文华财经、东兴期货研发中心

图 4: 2015 年美糖走势



来源: 文华财经、东兴期货研发中心

**外盘:** 受国际供应充足和巴西雷亚尔贬值影响,美原糖在 2015 年 8 月之前延续了 2011 年以来的下跌趋势,8 月下旬跌至 7 年低点后在 2015/16 年度供需缺口预期和天气因素等影响下展开反弹,全年呈现“V”型走势。

**内盘:** 与外盘上半年的熊市不同,内盘糖价早已于 2014 年 9 月见底。在减产周期和进口限制政策利好的大背景下,2015 年郑糖整体表现为震荡上行,其中 6~8 月份受股灾拖累及消费不及预期影响出现明显回落,10 月份也受到走私冲击和库存压力有所回落。文华郑糖指数的全年三个高点均在 5700-5800 区间,低点却不断上抬,呈上升三角形。

## 2 供需格局分析

### 2.1 供给端：减产+政策双剑合璧

已经过去的 14/15 榨季是中国食糖新一轮减产周期的第一个年度，也是我国将食糖纳入自动进口许可管理及实施配额外进口自律的第一个年度。可以说减产和进口限制的天时、人和，共同促生了国内糖价在 2014 年 9 月成功见底，展开上升趋势。

#### 2.1.1 减产周期进行时

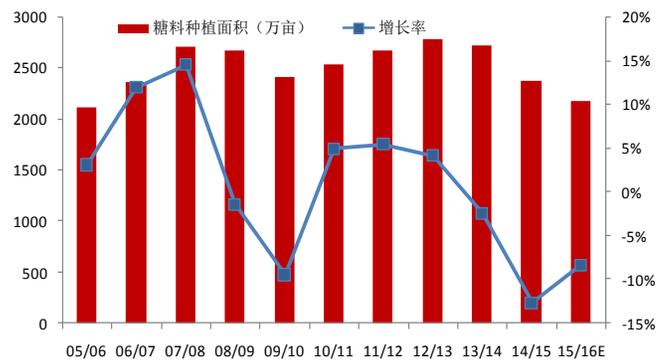
14/15 榨季全国食糖产量在经历了连续三个榨季的持续增长后出现大幅下滑，全国累计生产食糖 1055.6 万吨，同比减少 276.2 万吨，减幅为 20.7%；其中甘蔗糖产量 981.8 万吨，同比减少 21.9%；甜菜糖产量 73.8 万吨，同比减少 1.1%。由于甘蔗具有宿根特性，我国糖产量历史上大体具有三年连续增产、三年连续减产的规律性。由于甘蔗收购价连年下调和不利天气影响，14/15 榨季的糖料种植面积大幅回落至 2369 万亩，同比下降 11.3%。

图 5：广西甘蔗收购价（元/吨）



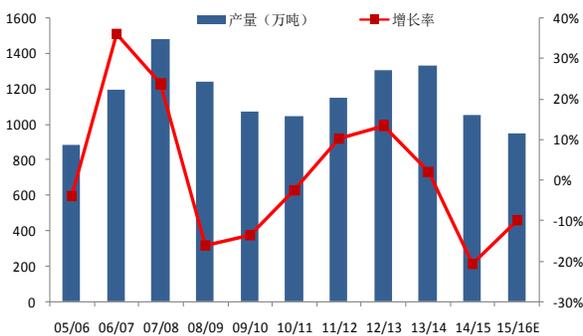
来源：中糖协、东兴期货研发中心

图 6：全国糖料种植面积



来源：中糖协、东兴期货研发中心

图 7：全国食糖产量



来源：中糖协、东兴期货研发中心

图 8：15/16 榨季预计产糖量（15 年 11 月糖会）

省区	14年糖料种植面积	15年糖料种植面积	14/15榨季产糖量	15/16榨季预计产糖量
全国合计	2369	2170	<b>1055.6</b>	1000
甘蔗合计	2186	1967	<b>981.82</b>	915
广东	200	176	<b>79.85</b>	75
广西	1350	1200	<b>634</b>	600
云南	537	506	<b>230.68</b>	210
海南	75	45	<b>28.23</b>	15
其他	24	40	<b>9.06</b>	15
甜菜糖	183	203	<b>73.78</b>	85

来源：中糖协、东兴期货研发中心

减产周期的阴霾延续至了 15/16 榨季。由于 14/15 榨季糖价低迷，甘蔗收购价仅为 400 元/吨，为连续第四年下调，主产区的甘蔗种植面积继续下降。

预计 2015 年全国糖料种植面积仅 2170 万亩，较 2014 年同比下降近 200 万亩，降幅 8.4%。在 2015 年 11 月初召开的全国食糖产销工作会议上，中国糖业协会对 15/16 榨季全国产量预估给出的结论是 1000 万吨左右，与各产区预估相比相对高估。进入开榨期后，广西降水偏多，出糖率下降。根据我们调研和综合分析的情况，15/16 榨季全国产量或在 900-950 万吨的范围，不及全国糖会预估。

### 2.1.2 进口限制政策延续

在以往食糖的国际贸易流在配额外范围内仍是通畅的时候，我们对中国糖市的供需分析中一项重要内容是考虑世界其它主产国的情况以及对全球供需平衡表的影响。不过，2015 年的进口限制政策使流入中国的食糖进口贸易流受阻，即使配额外进口利润曾一度高达 2000 元/吨，进口量也并未发生井喷。因此，2015 年以来国内和全球食糖供需成为两个相对独立的市场，内外糖价联动性大大降低。

在 15/16 榨季的全国糖会上，国家有关部委和糖协的表态中也对进口限制政策表示了肯定。该政策在过去一个榨季取得了显著成果，产业链多方受益，行业扭亏，有充分的预期会继续坚持下去。我们看到，在 2015 年 12 月 10 日海关总署公告的《2016 年自动进口许可管理货物目录》中，食糖依然榜上有名。

事实上，有关配额外食糖进口的管控政策分为两个组成部分，其一是原糖进口加工行业自律，其二是自动许可管理。原糖自律额度属于糖协下的原糖进口加工委员会制定的行业自律性质的配额管理。2015 年的原糖配额外进口自律总量是 190 万吨。相对以前配额外只要 50% 关税就可以随便进的过往制度，自动进口许可管理则是在进口商进行配额外进口时需要多走的一道手续，国家也可对自动进口许可管理货物采取临时禁止进口或者进口数量限制措施，停止签发自动进口许可证，有效管理配额外进口糖量。原糖自律额度只针对原糖加工企业，而自动进口许可管理约束了包括成品糖和原糖在内的所有配额外进口食糖。

2015 年 190 万的自律额度加上 194.5 万吨的配额内进口量，与 2015 年 1-11 月海关数据 434.6 万吨有一定差异，原因主要在于部分成品糖的配额外进口以及部分到港量是进入保税区仓库，并未占用 2015 年的配额和自律额度。据了解，在 15 年 12 月三亚召开的原糖加工会议上，2016 年的原糖进口自律额度延续了之前政策，继续维持在 190 万吨的总量水平；对于配额外成品糖的进口，虽不会完全禁止，但只会更加严格。去年 3 月初曾一度有大量成品白糖的自动许可证被批准而流入市场的现象将不复出现。

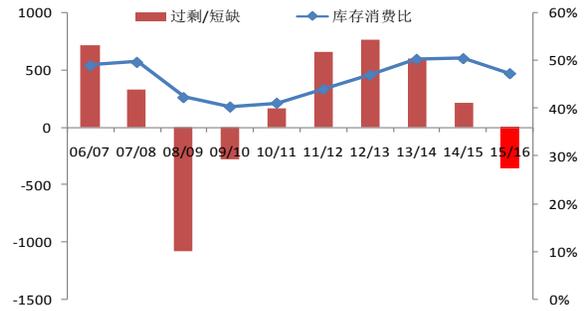
虽然理论上进口限制政策将平衡表上的进口项目变成了几乎常数，但是实际上郑糖仍在一定程度上受到外盘走势的影响。一方面，外盘大幅涨跌会在心理预期上影响内盘行情；另一方面，走私等非正常途径的进口也会可能在丰富的利润下抬头。反之，外盘原糖的大幅走高也会对内盘有所支撑。因此，我们还是需要对国际食糖供需形势进行简要分析。

图 9: 机构对全球糖供需过剩预估 (负数为短缺, 万吨)

机构	预估时间	2015/16年度	2014/15年度
Datagro	1月7日	-387	364
Morgan Stanley	12月21日	-349	622
Czarnikow	12月17日	-820	380
Platts Kingsman	12月15日	-526	370
INTL Festone	11月12日	-560	50
ISO	11月5日	-353	218
Green Pool	10月7日	-562	306
Rabobank	10月5日	-480	370

来源: 广西糖网, 东兴期货研发中心

图 10: 全球食糖供需与库存消费比 (万吨)



来源: ISO, 东兴期货研发中心

全球食糖市场已经经历了连续 5 年的过剩局面, 2014/15 年度是最后一个过剩年份, 同时累积库存也达到了顶峰。值得庆幸的是, 2015/16 年度将成为第一个短缺年份, 开启全球糖市的去库存周期。各大机构对 2015/16 年度全球糖市将出现短缺的观点非常一致, 只在具体数量上有所差异。ISO (国际糖业组织) 在最新的季度报告中将全球 2015/16 年度糖短缺预估由此前的 250 万吨上调至 353 万吨。Kingsman 对 2015/16 年度的短缺预估也由 11 月的 331 万吨上调至了 526 万吨。对于更远一些的 2016/17 年度, 机构们给出了更高的短缺预估, ISO 的观点是约 600 万吨, Kingsman 则为 781 万吨。根据以上预测, 我们发现国际糖市场已经从增量过剩转为存量过剩, 高企的库存消费比有望下降, 可以认为原糖价格最黑暗的时刻已经过去。

全球第一大主产国巴西的甘蔗可以在生产糖和生产乙醇之间转化, 糖醇平衡点也是原糖下方的一个重要支撑。目前乙醇折算原糖价格已在 13 美分以上运行, 巴西雷亚尔快速贬值的趋势也从去年四季度开始得到了缓和。自 2015 年 8 月原糖见底后, 雷亚尔打压糖价的年代已经远去。

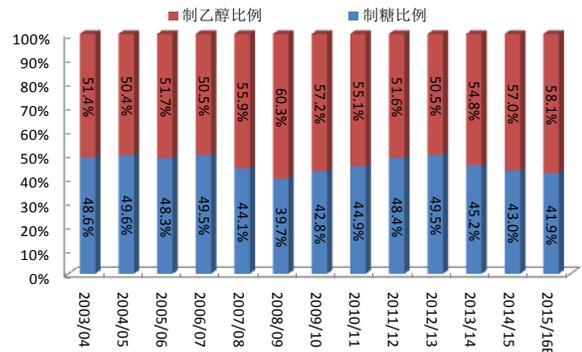
前几年国际糖市中的“坏孩子”印度虽然在去年落实了以糖厂在 15/16 年度必须出口 320 万吨糖为前提的 45 卢比/吨甘蔗的利空补贴政策, 但是由于印度干旱, 预期减产, 印度国内糖价疯涨, 对于印度的出口或可不必担忧。

图 11: 雷亚尔汇率与原糖价格



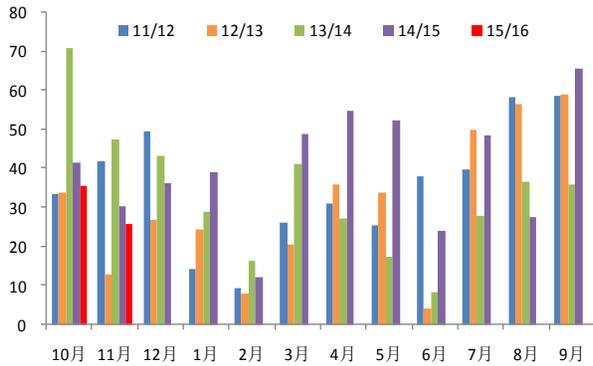
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 12: 巴西中南部制糖比例



来源: Unica, 东兴期货研发中心

图 13: 中国各榨季月度进口糖量 (万吨)



来源: 海关总署、东兴期货研发中心

图 14: 不同原糖及人民币汇率水平下的配额外进口成本

原糖 \ 汇率	6.5	6.6	6.7	6.8	6.9	7.0
13	4300	4359	4418	4478	4537	4596
14	4576	4640	4703	4767	4830	4894
15	4852	4920	4988	5056	5124	5191
16	5129	5201	5273	5345	5417	5489
17	5405	5481	5558	5634	5710	5787
18	5681	5762	5843	5923	6004	6084
19	5958	6043	6127	6212	6297	6382
20	6234	6323	6412	6501	6590	6679

来源: 东兴期货研发中心

2015/16 年度的原糖价格前景并不悲观, 人民币贬值趋势也小幅抬升了原糖的进口成本。随着原糖价格回暖, 内外价差最大的时期早已过去, 2015 年三季度一度十分猖獗的走私问题在 11 月桂林糖会后引起重视, 打击力度只会更为加大。只要走私等非常规进口途径不出现超预期增长, 全年的进口数量不会对国内糖价造成明显冲击。我们认为原糖未来对郑糖的影响将在上行方向体现的力度远大于下行方向。

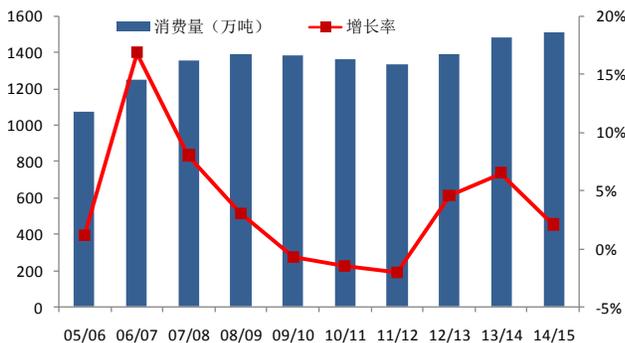
## 2.2 需求端: 消费增长有限, 淀粉糖替代隐忧

食糖的需求具有一定刚性, 通常会随着人口的增长和居民生活水平的提高而稳定增长。但是从整个甜味剂市场来看, 淀粉糖是白糖最主要的替代品, 会挤占部分白糖消费。

### 2.2.1 含糖食品增速放缓

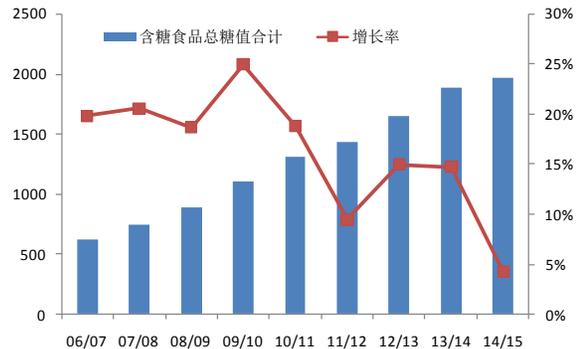
随着我国人口自然增长率放缓, 老龄化加速, 宏观经济增长乏力, 以及人们日益崇尚健康生活习惯改变, 食糖消费的增长率在 2014/15 榨季有所放缓。按照中糖协数据, 2014/15 榨季我国食糖消费量为 1510 万吨, 较 2013/14 榨季的 1480 万吨小幅增长 2%, 大大低于 2013/14 榨季 6.5% 的同比增速。

图 15: 中国食糖消费



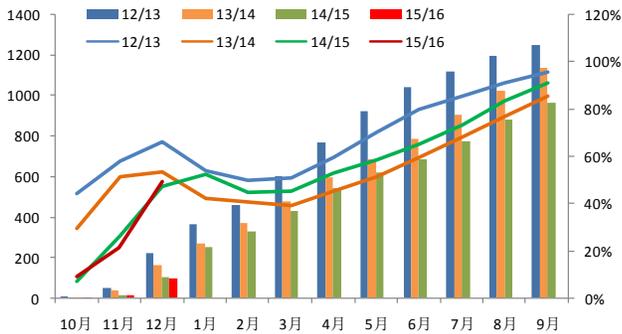
来源: 中糖协、东兴期货研发中心

图 16: 中国含糖食品用糖量估算 (含淀粉糖)



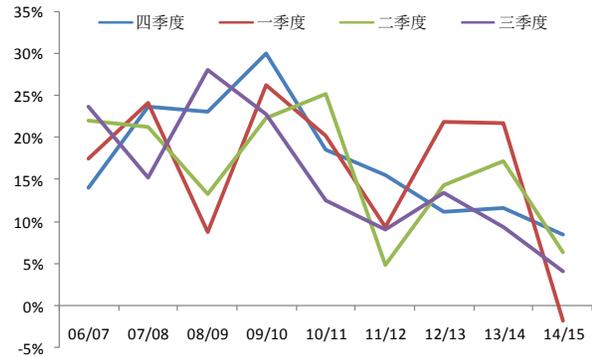
来源: wind、东兴期货研发中心

图 17: 各榨季月度累计销糖量及产销率



来源: 中糖协、东兴期货研发中心

图 18: 各榨季季度含糖食品用量糖增速



来源: wind、东兴期货研发中心

根据我们对统计局含糖食品产量数据和调研得到含糖食品用糖量估计值，估算了中国含糖食品用糖量估算指标（不区分白糖和淀粉糖，不包含饼干、糕点），该指标对食品工业用量从趋势上有一定反映。无论从年度、季度还是月度数据，都可以明显地观测到 2014/15 榨季含糖食品用糖量增长率明显下降，为近几年的最低水平。

### 2.2.2 淀粉糖替代在长期仍有一定空间

我国工业用糖比例最大的食品行业有果汁饮料、碳酸饮料、乳制品、饼干、糖果等，其中又以饮料为重中之重。在软饮料领域，淀粉糖理论上可以替代白糖作为甜味剂添加。

10/11 榨季以来，由于高糖价刺激了淀粉糖产业的发展，淀粉糖已挤占并长期占有了本属于白糖的相当一部分甜味剂市场份额。目前替代白砂糖的主要是 F55 果葡糖浆，F55 同等质量情况下甜度相当于白糖 0.81 倍。如果不考虑消费习惯及口感情况下，淀粉糖中的果葡糖浆在软饮料行业可完全替代白糖，饮料代表以两“可乐”为主，我国的替代比例已达到 50%-75%。而美国早在 1985 年可口可乐中已全部改用 F55 果葡糖浆作为甜味剂。

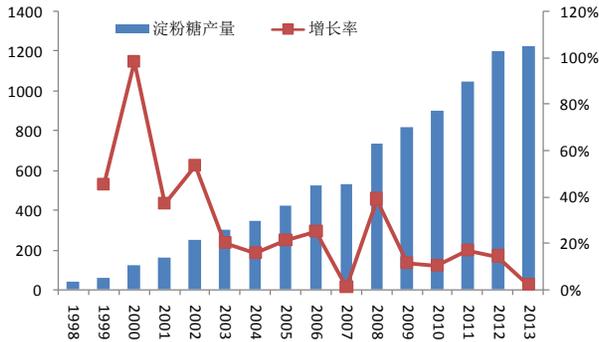
果葡糖浆的主要生产原料是玉米淀粉，约 0.84 吨玉米淀粉可生产 1 吨果葡糖浆，玉米淀粉占其成本组成的约大部分。以大连淀粉期货 1605 合约目前 2046 元/吨的价格计算，约合果葡糖浆成本 2270 元/吨；而以淀粉 1605 合约去年 10 月最低价 1908 计算的果葡糖浆成本约在 2150 元/吨的水平。当前山东 F55 果葡糖浆报价为 2800 元/吨，在玉米成本下降和白糖价格抬升的趋势下，玉米深加工淀粉糖行业利润好转。

2015 年我国玉米播种面积持续增加，预计产量继续增加，加之库存高企、政策利空，预计玉米淀粉后市仍有下跌空间。果葡糖浆目前 2800 元/吨的价格水平约相当于白砂糖价格 3600 元/吨，与当前 5500 元/吨左右的白砂糖价格相比替代利润仍比较明显。虽然淀粉糖较白糖仍有价格优势，但是较上次发生大规模替代（2011 年）相比，替代利润仍有一定差距，而且饮料企业在修改配方存在时滞，还需要考虑口感和用户接受程度，短期之内进一步增加替代的空间比较有限。但从长期趋势来看，白糖价格处于上行趋势中，而玉米和淀粉的价格则在下跌趋势中。眼光放得更长远一点，从产业格局上看，

玉米主产区的播种、收获基本已经实现机械化，而甘蔗种植受到地形和技术限制机械化仍有难度，其生产成本依然受到人力成本的制约。因此，淀粉糖和白糖的替代利润在长期有望进一步加大。

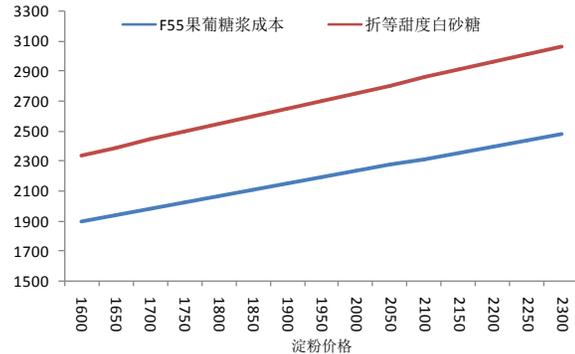
据传可口可乐已经决定更改配方，将主产品可乐的果葡糖浆使用比例从目前的 75% 提高到 95%，后期还可能提高雪碧的替代比例，目前雪碧的替代比例也是 75% 左右，而芬达已经有达到 100% 的产品。百事可乐的果葡糖浆使用比例目前还在 50%，相对来说未来替代潜力更大一些。

图 19：中国淀粉糖产量



来源：Wind、东兴期货研发中心

图 20：淀粉—果葡糖浆—白砂糖成本关系（不考虑利润）



来源：东兴期货研发中心

### 2.3 2015/16 榨季呈现供需紧平衡格局

食糖供需平衡表的供给项有期初库存、产量、进口量、储备投放等，需求项有消费量、出口量等。

2015/16 榨季的产量虽然糖协会议上仍给出了 1000 万吨的预估，但根据实际调研，市场普遍观点在 900-950 万吨。今年开榨以来厄尔尼诺给广西带来降雨遍多，出糖率普遍下降，对最终产量或还有进一步的不利影响。因此我们对 2015/16 榨季的产量给予 920 万吨的保守估计。

对于 2015/16 榨季的消费情况，出于对宏观经济不确定性和淀粉糖替代的担忧，我们对增长率的观点并不乐观，保守估计增长率在 0-2%，全年消费量约 1500 万吨。需求中出口量占比极低且变化不大，可以忽略。

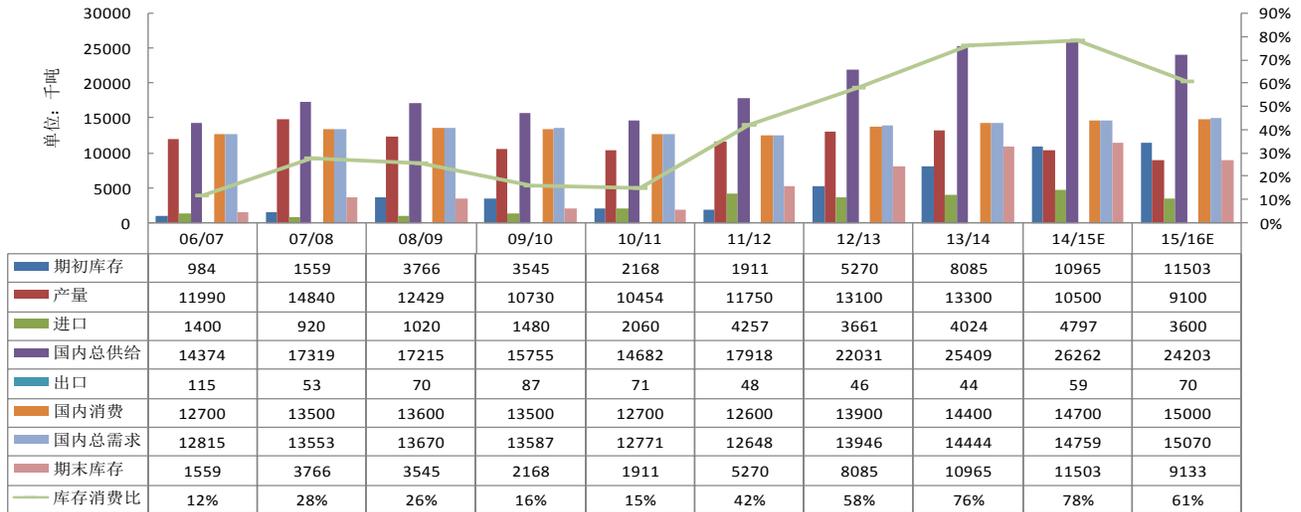
仅就产量和消费量而言，2015/16 榨季存在着 580 万吨的缺口，需要靠进口或库存消化补足。

对于进口量，由于原糖自律政策和配额外自动许可管理政策仍将在 2016 年继续贯彻执行，进口量成为可控常数。配额内 194.5 万吨-古巴糖 40 多万吨+原糖自律配额 190 万吨+少量成品糖进口需求，约 360 万吨。除去进口，仍在 220 万吨的缺口需要靠去库存实现。

库存方面比较复杂。我国食糖的库存中占据大头的是储备库存，包括国储和广西地储，总量大概在 770 万吨左右。虽然单储备库存就能满足半年的消费需求，且每年会随着从古巴进口 40 万吨政策糖而累计增加，但是这一部分只会依据政策投放，在抛储政策实施之前是锁定状态，不会形成市场上的有效供给。2015 年 9 月底，即 2014/15 榨季末的糖厂工业库存为 93 万吨，同比大幅下降近 100 万吨。原糖加工厂库存及保税区库存约 200 万吨左右，其中保税区库存将于 2016 年初随新年度配额发放而陆续清关，并入实际进口量。

机制糖厂加原糖加工厂的工业库存累计不足 200 万吨，低于之前分析的 220 万吨缺口，因此 2015/16 榨季供需平衡偏紧，如糖价上涨明显则需要投放储备库存来实现平衡。

图 21: 中国食糖供需平衡表



来源：布瑞克，东兴期货研发中心

### 3 2016 年糖市展望

#### 3.1 运行区间——上有政策封顶，下有成本支撑

基于之前得出的 2015/16 榨季中国糖市供需紧平衡、去库存的结论，我们认为新的年度糖价会在震荡中重心上移，但上方和下方空间都受到制约。

##### 3.1.1 抛储价格将成为糖价上涨的天花板

本轮糖价牛市根源起于进口限制政策，其上涨空间也受到政策的制约。进口限制政策的目的是为了保护深陷亏损深渊的制糖行业和保护蔗农利益，而人为造成供需紧张放任糖价无限上涨也会损害下游食品加工用糖企业的利益。况且我国储备库存高达 770 万吨，成本在 6000 元/吨左右，还不断承担着仓储费用。当糖价上涨至 6000 元以上时，市场对抛储的预期就会随着糖价的进一步上涨而重新燃起。国储库存极为充裕，虽然重新投放市场需要回炉精炼，但我国已经建成的原糖精炼产能为 28000 吨/天，年最大理论可加工 800 万吨，建成及在建和计划在建三项合计未来年精炼产能将超过 1000 万吨，即使最保守估计，从历史加工原糖数据上已实现年产能至少也达到 300 万吨以上。假如储备一旦投放，完全能够补足缺口。因此，抛储价将成为现货糖价的天花板，或在 6200-6500 元/吨。

另外一个比较次要的可能制约糖价上涨的因素是淀粉糖替代，如果随着淀粉糖价格下跌、白糖价格上涨，替代利润再次达到 2011 年的高位，且趋势还预期继续扩大，饮料企业修改配方，大规模替代有再次发生的可能。不过，替代品之间往往是相互制约以达到新的平衡，淀粉糖替代或在一定程度上挤占白糖消费，影响白糖价格上涨的空间和速度，却较难在短期内彻底扭转价格趋势的方向。

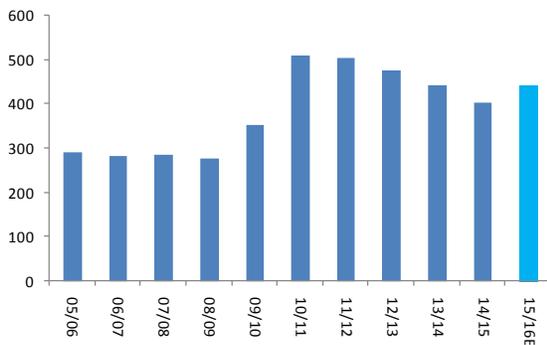
### 3.1.2 成本支撑铸造价格底部

在供需过剩的熊市逻辑中，我们从不认为成本底是真正的底部。但是，由于基本面的好转，2015/16 榨季已经具备紧平衡和牛市预期，这样的供需属性下，成本支撑也有了意义。

讨论影响糖价的成本，广义上来说有三个：一是传统意义上糖厂制糖的内部生产成本，二是配额外进口的外来成本，三是反替代淀粉糖的需求端改变成本。在去年的年报中，我们已经详细论述了白糖反替代淀粉糖的临界点将对糖价产生实质支撑，这一基本面底已经在 2014 年 9 月实现。由于白糖和淀粉的价格趋势改变，反替代在相当长的时间内都不会出现，因此第三点不必考虑。

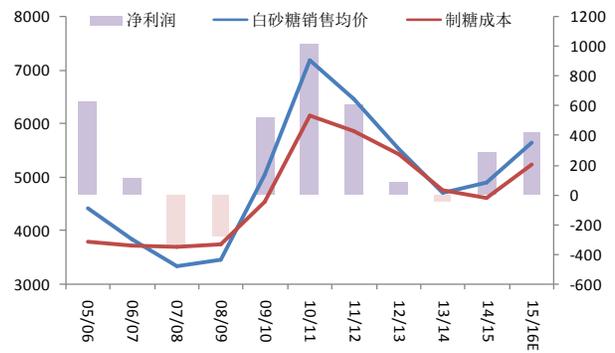
对于第一点制糖成本来说，守住制糖成本才能保证糖厂彻底扭亏为盈，符合国家出台保护政策（进口限制）的目标；从生产商心理角度，在紧平衡和看涨的预期下，如果亏本糖厂宁愿暂时惜售待价而沽。制糖成本中，甘蔗原料成本占约 70% 的重要比例。2015/16 榨季，除广西外的其它主产区已经取消了政府制定甘蔗收购保护价。广西于 2015 年 11 月制定了普通糖料蔗收购首付价定为 440 元/吨（上下浮动 10 元/吨）的甘蔗收购价政策。按照广西甘蔗收购价测算，本榨季制糖成本或在 5300 元/吨左右。然而，今年广西出糖率同比大幅下降，出糖率每下降 0.1 个百分点，意味着白糖的税前完全成本上升约 30 元/吨。根据广西最新产销数据，截至 12 月底累计出糖率 10.49%，同比下降 0.65 个百分点。如果受到天气影响出糖率继续向不利方向发展，广西实际制糖成本有可能会抬升至 5500 元/吨。

图 22: 广西甘蔗实际收购成本 (元/吨)



来源：布瑞克，东兴期货研发中心

图 23: 广西制糖成本及利润



来源：布瑞克，东兴期货研发中心

配额外进口成本只在原糖价格上涨到一定程度才会发挥作用。假设外盘糖价上涨，使得配额外进口成本高于国内糖价，但国内尚未进口够足量的糖来补充缺口，在这种条件下国内糖价将与配额外进口成本同步运行。根据前文对于进口成本的分析，当原糖价格上升至 16-17 美分/磅以上时，配额外进口成本才会取代制糖成本起到支撑作用。

综合以上分析，我们对于 2015/16 榨季的白糖现货价格整体运行区间给予 5300-6200 元/吨的预测。

### 3.2 行情节奏

根据对 2015/16 榨季供需全局的基本面分析，我们得出了糖价重心上移，但上有顶下有底的结论，在操作策略上整体维持逢低做多思路。分时间段行情节奏受到阶段供需、市场情绪和定价权转移等影响，我们给出如图 24 的预判，预测结果或许不尽然准确，仅旨在提示各阶段可预见的需要关注的主要矛盾和风险因素。

图 24：对 2016 年各阶段行情节奏的预判

时间	市场形态	主要矛盾和风险要素
一季度	震荡调整	新年度进口配额发放、保税区库存流入市场、榨季产量高峰、春节后消费淡季、广西糖会
二季度	突破上行	随着陆续收榨产量逐渐明朗、夏季消费旺季备货高峰,关注 16/17 榨季种植、云南糖会
三季度	高位运行	进入纯销期后价格上涨使得抛储预期重新抬头，限制上涨空间
四季度	观望新榨季	进入 16/17 榨季，新的供需形势将主导糖价、全国糖会

来源：东兴期货研发中心

我们认为 2016 年一季度的利空风险点仍较为集中，糖厂的资金状况紧张也会对糖价形成压力，或许会形成更低的底部入场机会。而年中待收榨后产量明朗，消费旺季真正到来，糖价新一轮趋势性上涨行情才会启动，然而上方仍要受到潜在抛储价的制约。此外，从 2015 年股灾的经验可以看出，国内外宏观金融市场的联动性、以及宏观对糖价的影响都在不断加大，即使糖自身基本面短期内未发生改变，宏观金融风险也可能影响糖价短期波动。因此新的年度，还应重视宏观金融风险。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。