

南美丰产抑制短期走势，需求释放推动长期价格

核心观点

财信期货

投资咨询业务资格：

湘证监机构字【2017】33号

袁亮

投资咨询证号：Z0014923

受出口及压榨需求提振，美豆期末库存持续下调至 380 万吨的历史低位，支撑美豆价格继续上涨，考虑北半球种植季气候异常，天气炒作有望推动美豆再次回到 1700 美分的历史高位。

中美摩擦虽然未解除，但美豆进口基本畅通，推动国内外豆类价格联动，进口成本上涨将推升豆粕价格底部；短期来看，巴西天气表现良好，大豆丰产或将成为大概率事件，中国采购也逐步转向巴西，南美豆上市将给豆类市场带来短期冲击，导致中短期豆粕价格走势偏弱。

长期来看，除美豆价格的攀升外，考虑生猪出栏能力将在 2021 年释放，国内豆粕需求有望继续维持 10% 的年度增幅，全年豆粕需求总量将继续向 8000 万吨迈进，推动豆粕价格长期向好。

研究报告全部内
仅供交流使用

一、国际市场：美豆库销比重回低位助推后市价格

1、供应端：巴西丰产难扭转全球大豆库存下滑

自2016年，全球大豆主要供应国发生根本性转变，巴西摇身一变已成为全球最大的大豆主产国，年产量超过美国并不断刷新产量数据。

2020/21年度巴西大豆播种出现延迟，部分地区因天气干燥耽搁长达六周时间，市场曾一度担心这会影响到巴西大豆单产潜力，豆类价格也因这一因素炒作推升。2021年1月，美国农业部预估巴西大豆新作产量1.33亿吨的创纪录水平，持平于上月预估，较2019/20年度上调700万吨，由此可见前期种植延后并没有给巴西大豆产量带来灾难，巴西大豆继续丰产将很快兑现。但值得注意的是，伴随巴西大豆产量的创纪录，大豆库存并没有出现好转，美国农业部预计巴西大豆期末库存2070万吨，基本持平上一年度水平，远低于2017-18年度3200多万吨的高位库存，其中最重要的影响是全球大豆需求的上升。

阿根廷方面，美国农业部预估新作产量4800万吨，较上月预估下降了200万吨，反映了12月和1月初的南美干旱天气，较2019/2020年度减少80万吨万吨。在拉尼娜气候的影响下，阿根廷大豆产量更令人担忧，后期持续的干旱预计将继续损害阿根廷大豆单产能力。受此影响，阿根廷大豆库存下修至2560万吨。

图1：巴西大豆产量及库存（万吨）

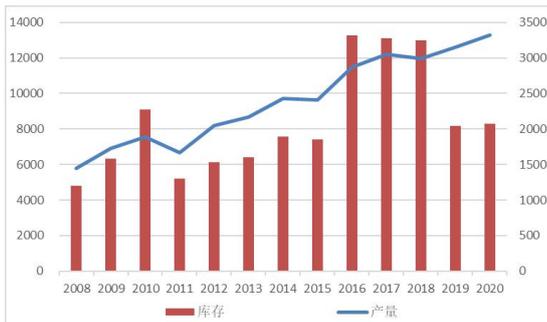
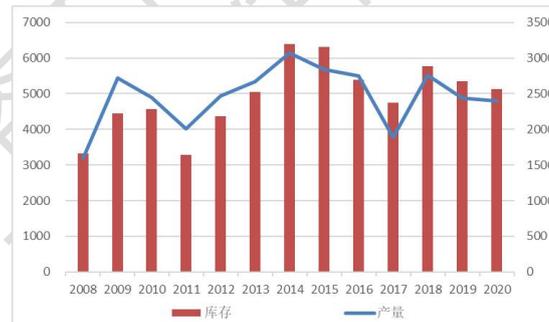


图2：阿根廷大豆产量及库存（万吨）

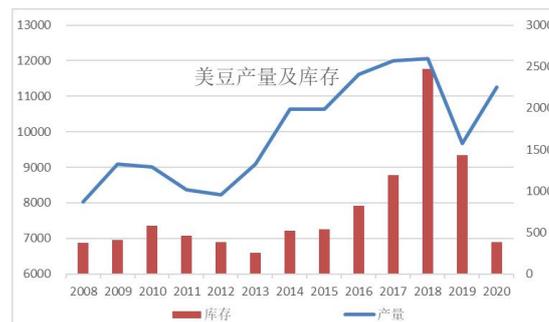


资料来源：USDA 财信期货

图3：全球大豆产量及库存（万吨）



图4：美国大豆产量及库存（万吨）



资料来源：USDA 财信期货

全球来看，大豆产量供应进入瓶颈期，在单产继续无法继续大幅提高背景下，可用耕地面积无法快速扩张，全球农作物产量陷入滞涨泥潭。根据美国农业部数据，2020/21年度，全球大豆产量3.61亿吨，接近历史峰值，大豆期末库存8431万吨，较上一年度减少1108万吨。全球大豆需求的上升推动库销比持续走低，2020/21年度全球大豆库销比降低至23%，较上一年度下降4个百分点。

美国方面，受中美贸易摩擦影响，美国2020/21年度大豆种植面积仍没有回到正常水平，叠加种植生长

季的气候影响，导致美豆单产能力大打折扣。2021年1月，美国农业部月度供需报告再度下调美豆单产产量，进入次年1月份继续调整单产的动作在历史上极其少见。USDA将美豆单产下调0.5蒲式耳至50.2蒲式耳/英亩，导致总产量下调至1.1255亿吨；这一产量虽然仍比上一年度高出1587万吨，但因出口及压榨需求屡创历史新高，导致大豆期末库存下滑至381万吨。美豆的减产叠加需求向好，推动库销比下滑至6%的可怕低位。

图5：全球大豆库销比（%）

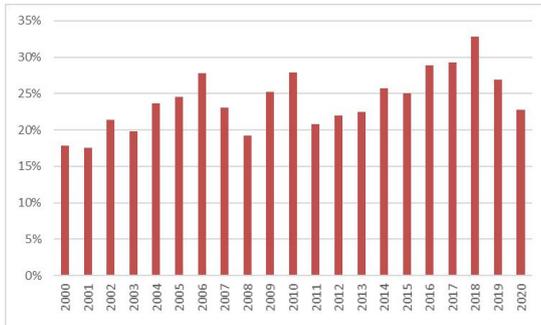
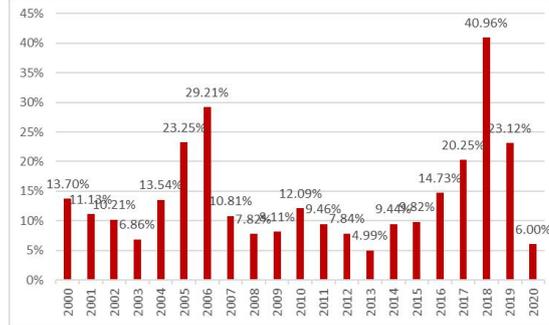


图6：美国大豆库销比（%）



资料来源：USDA 财信期货

可见，全球大豆供应端的压力并没有因巴西丰产而得到缓解，反而拉尼娜气候的不确定还给阿根廷大豆的产量埋下隐患，后期阿根廷产量若继续下滑，全球大豆供应则将更是雪上加霜。此外，单从美国大豆供应情况看，库销比降低至2011-2013年度的低位水平，对标美豆价格又将是创辉煌的年度。

2、需求端：压榨与出口需求屡创新高

美国农业部预计，2020/21年度美国国内压榨量5987万吨，较上一年度增长96万吨，创历史新高。出口方面，因中国重返美豆市场，2020/21年度总出口量6069万吨，环比增加1491万吨，同样创下历史新高。全球大豆市场压榨需求同样旺盛，环比增长率超过4%；压榨需求的增长与全球新冠疫情紧密相关，政治摩擦带来全球贸易担忧，国家储备推动大豆需求步步高升。

图7：美国大豆压榨及出口需求（百万吨）

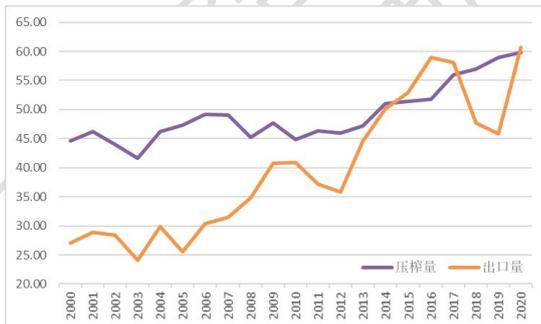
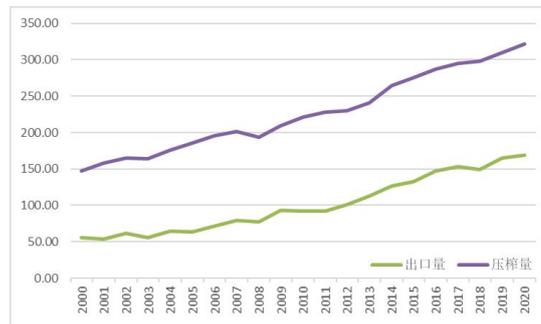


图8：全球大豆压榨及出口需求（百万吨）



资料来源：USDA 财信期货

图 9：美国大豆月度压榨量（千蒲式耳）

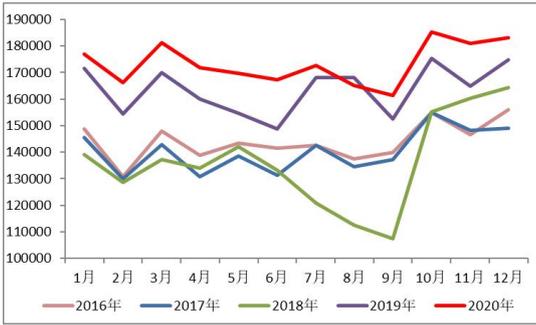
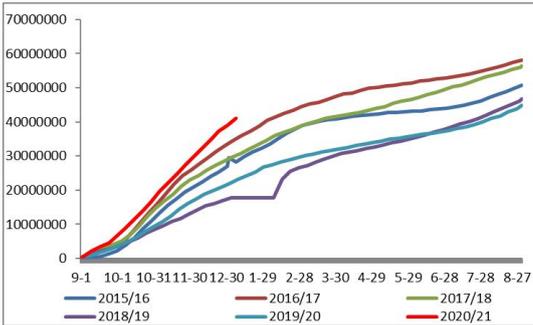


图 10：美国大豆周度出口累计量（吨）



资料来源：USDA 财信期货

美国油籽加工也会（NOPA）月度压榨数据也能体现美豆需求的疯狂，2020年12月，美国大豆压榨量1.8316亿蒲式耳，稍逊于10月份创下的1.85亿蒲式耳的历史记录。2020年全年压榨量20.8196亿蒲式耳，较2019年增长6.03%。而在出口方面，截至2021年1月7日，本年度累计出口量达到4111.49万吨，较同期增长77.43%。

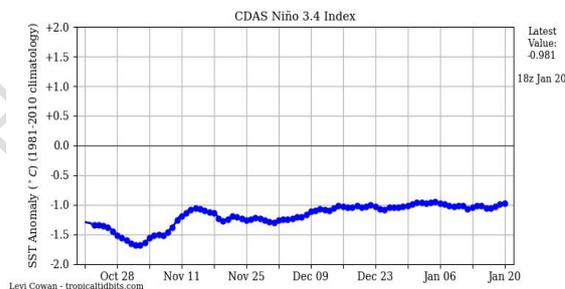
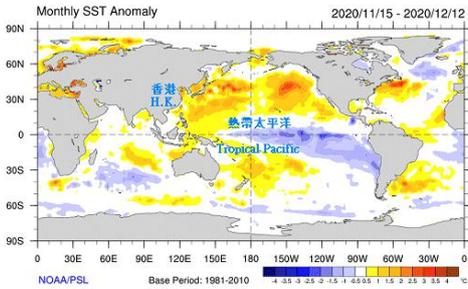
美豆出口及压榨需求持续向好，全球大豆消费被推升至新的高度。

3、气候：后拉尼娜时代的天气炒作或将持续

香港天文台消息，在过去几个多月，赤道太平洋中部及东部的水温维持偏低。综合最新的海洋观测资料及世界各地多个气候模式的预测，预料赤道太平洋中部及东部会在今冬季（2020年12月至2021年2月）余下时间维持偏冷，并发展成一次拉尼娜事件。

图 9：美国大豆月度压榨量（千蒲式耳）

图 10：SST Anomaly Time Series



资料来源：香港天文台 Tropical Tidbits 财信期货

（予測期間:2020年11月~2021年5月）

年	月	平均期間	エルニーニョ現象	平常	ラニーニャ現象
2020年	11月	2020年9月 ~ 2021年1月	10	90	
	12月	2020年10月 ~ 2021年2月	10	90	
2021年	1月	2020年11月 ~ 2021年3月	10	90	
	2月	2020年12月 ~ 2021年4月	30	70	
	3月	2021年1月 ~ 2021年5月	50	50	
	4月	2021年2月 ~ 2021年6月	70	30	
	5月	2021年3月 ~ 2021年7月	10	70	20

■エルニーニョ現象 ■平常 ■ラニーニャ現象

本次拉尼娜事件给全球气候带来极大影响，表现为北半球极度寒冷，持续不断的信风将海洋水汽运到东南亚地带。后期来看，随着冬季结束，拉尼娜现象开始缓解，根据日本气象厅预测，未来气候逐渐转向正常，但是冬季拉尼娜导致阿根廷地区干旱或造成部分减产。

截至 2021 年 1 月初，美国约 46% 的地区正经历中度或更严重的干旱。季节性干旱预测显示，美国西部几乎所有地区的干旱仍将持续。拉尼娜现象在 2020 年下半年加剧了干旱，这种影响可能会持续到今年。2020/21 年度冬季到 2021 年春季，从南加州到中南部大平原，干旱持续甚至加剧的风险很大。到冬末，干燥可能会成为东南部地区的一个问题。相反，西北地区将经历一个潮湿的冬季和干旱缓解。东部玉米带和东北部在冬季和早春也可能潮湿。西南地区的干旱也可能导致 2021 年的灌溉水短缺。

干燥和日益严重的干旱状况引发了市场的普遍担忧，2021 年可能会出现与 2012 年相似的天气模式，但气象学家认为，今年不太可能出现 2012 年那样严重的干旱。不能排除 2021 年春夏中西部地区迅速扩大的‘骤旱’，因为主要天气模式的变化可以在没有预警的情况下迅速发生。尽管 2012 年春季在中西部部分地区出现了明显的缺雪和土壤干燥的警告迹象，但如果没有在晚春锁定炎热干燥天气的模式改变，历史干旱就不可能发生。

长期来看，北半球进入种植季，气候是否正常仍值得关注，在 2020/21 的不平凡年度，天气异常极易引起市场炒作。

4、美豆价格：或重回历史高位

美豆价格与库存存在显著的负相关性，2011-2013 的降库周期，美豆库存下滑至 500 万吨以下，推动美豆价格占上 15 美元的高位。展望 2021 年，美豆再度进入降库周期，库存又一次触及历史低点，这将推动 CBOT 大豆价格维持高位走势，若北半球种植季再度出现不利天气因素，美豆价格或将继续刷新历史新高。

图 11：美国大豆价格与期末库存走势图



资料来源：USDA 财信期货

二、连粕：生猪养殖复苏加持蛋白价格

1、供应：大豆成本将抬高豆粕底部

2020年中国大豆进口量创下1.0035亿吨的历史高位，较去年增长1176万吨；其中6426万吨来自巴西，占比64.04%，2625万吨来自美国，占比26.16%。压榨需求的大幅提升促进了国内大豆进口。

图 12：中国大豆进口量（万吨）

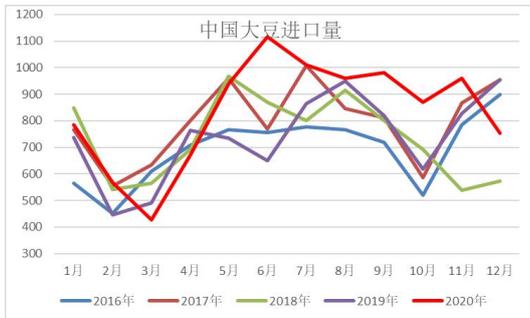
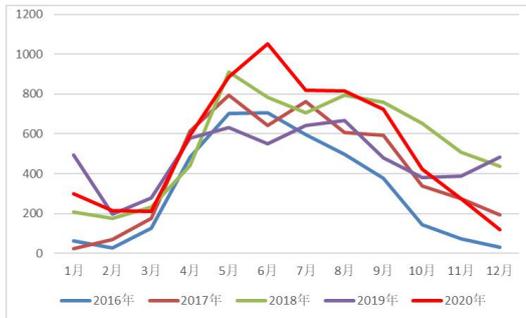


图 13：中国进口巴西大豆量（万吨）



资料来源：海关总署 财信期货

伴随中国大豆进口量加大，巴西大豆供应捉襟见肘，2020年期末库存将继续下降，近期巴西进口大豆数量有所提升，显示了地主家也缺粮的尴尬。基于此，国内大豆进口不得不转向美国，虽然中美贸易摩擦无太多变动，但本年度美豆进口重回正轨。不过，随着南美大豆逐步成熟，进口采购将再次转向南美；有报道预估，1月进口大豆750万吨，其中700万吨来美国；2月预估850万吨，其中800来自巴西；3月预估775万吨，预计全部来自巴西。

图 14：中国进口美国大豆量（万吨）

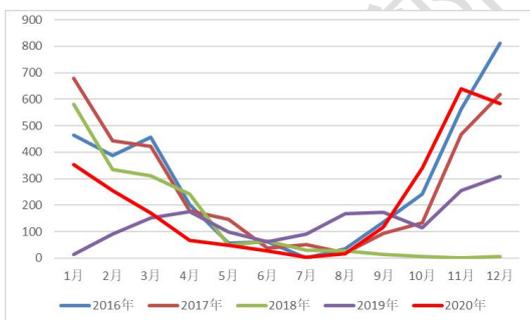
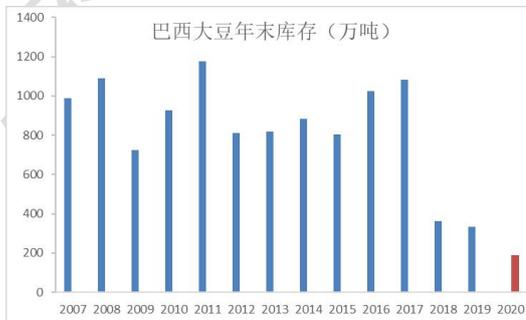


图 15：巴西大豆库存量（万吨）



资料来源：海关总署 巴西植物油行业协会 财信期货

图 16：已购美豆尚未发货量（万吨）

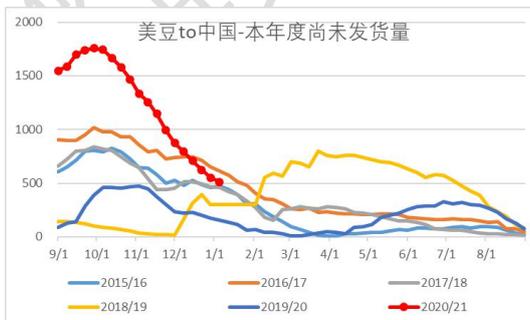


图 17：国内大豆库存量（万吨）



资料来源：USDA 财信期货

受此影响，南美大豆价格预计将迎来较好的竞争力，表现为美豆与南美豆价差或保持偏强走势。

图 18: 美豆与巴西大豆价差 (美元/吨)

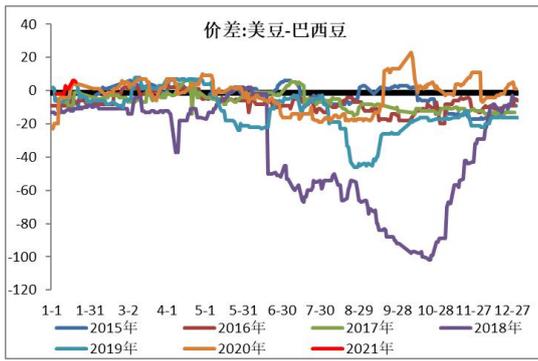


图 19: 美豆与阿根廷大豆价差 (美元/吨)



资料来源: USDA 财信期货

可见, 未来中短期国内大豆的供应又再次转向南美, 巴西大豆新作的产量情况以及刚扣运输状况都将成为市场关注重点。库存来看, 国内大豆库存处于合理位置, 若后期巴西大豆进口正常情况下, 国内库存将维持常年水平运行, 整体豆子供应有保障。但受美豆定价影响, 大豆进口成本将维持高位。

与此同时, 随着美豆进口的正常化, 大连豆粕与美豆的联动性也逐步回升。受中美摩擦影响, 2018年后国内豆粕价格基本保持一个与美豆的政策升水幅度, 随着摩擦加深这一幅度曾一度扩大; 进入2020年后美豆进口逐步回归正常, 国内豆粕相对于美豆的政策升水也逐渐回落。截至2020年末, 这一升水幅度基本被消除, 豆粕与美豆的联动性大幅提升, 这也体现了进口大豆成本的增加将推动豆粕价格底部抬升。

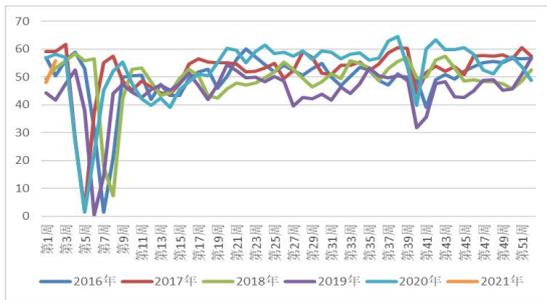
图 20: 美豆与大连豆粕价格关系



资料来源: WIND 财信期货

再来看国内大豆压榨情况, 受需求及新冠疫情期间政府所主导的保供应措施, 2020年油厂开机率普遍偏高, 全年平均开机率 52.52%, 较去年增长 7.57 个百分点; 从压榨量来看, 全年压榨大豆 9485 万吨, 较去年增加 1125 万吨, 环比增长 13.45%。全年豆粕产量 7495 万吨, 较去年增加 890 万吨, 环比增长 13.47%。

图 21: 油厂周度开机率 (%)



资料来源: 天下粮仓 财信期货

图 22: 油厂月度压榨量 (吨)

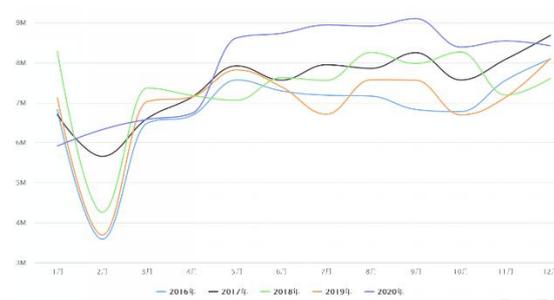
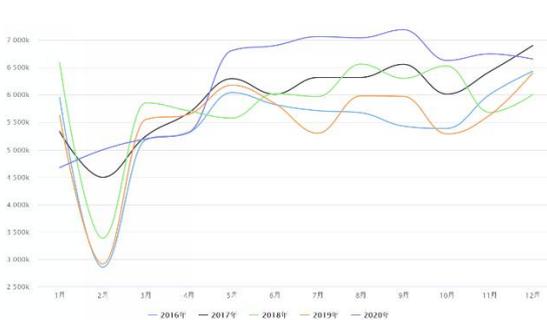


图 23: 豆粕产量 (吨)



资料来源: 天下粮仓 WIND 财信期货

图 24: 油厂现货榨利 (元/吨)

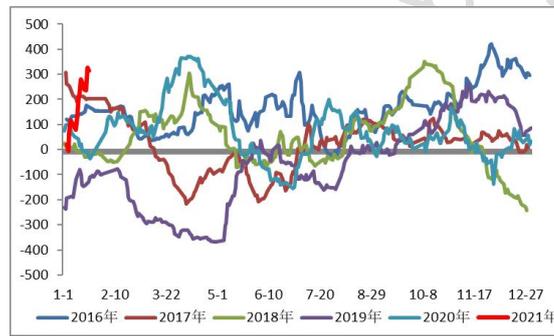
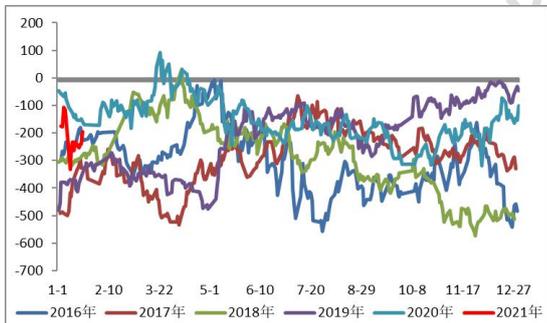
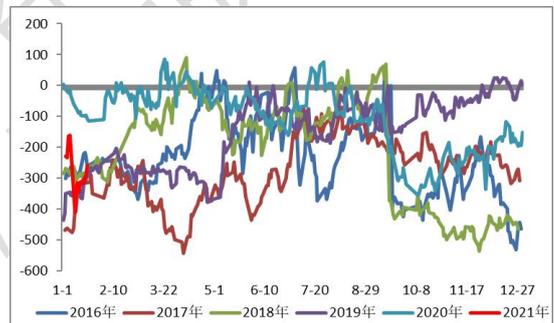


图 23: 盘面 05 合约榨利 (元/吨)



资料来源: WIND 财信期货

图 24: 盘面 09 合约榨利 (元/吨)



榨利方面, 2020 年, 国内豆油保持强势, 豆粕跟随为主, 油厂榨利表现较好。但随着外盘大豆价格的上涨, 进口成本挤压利润, 预计未来中短期油厂榨利将表现偏弱为主。

可见, 随着南美大豆上市, 国内油豆的采购供应主要转移至巴西, 目前看巴西大豆丰产概率较大, 后期收割天气若能持续, 且运输环节不出现问题, 国内大豆将维持有效供应。同时, 巴西大豆的上市也将抑制美豆涨幅, 中短期大豆价格有回调空间, 国内外豆类价格联动性加强, 美豆回落将带动豆粕价格回调。但长期来看, 下半年全球大豆供应还是要看美国情况, 春季播种将表现的极为重要, 当前拉尼娜所导致的北美干旱或导致种植延后, 将支撑大豆价格; 后期美豆存继续上涨空间, 进口成本将推升国内豆粕价格底部。

2、需求: 生猪养殖恢复促进消费上升

2020 年, 全国生猪积极复养, 国家统计局数据, 截至 3 季度全国生猪存栏 3.7 亿头, 已恢复至常年 92.5%, 3 季度生猪出栏 1.18 亿头, 恢复至常年出栏量的 71%。农村农业部 400 个样本点数据显示, 全国生猪存栏

2.5 亿头，恢复至常年 83.3%，11 月生猪屠宰 1626 万头，同样恢复至常年的 80.8%。由此看来，国内生猪积极复养，存栏水平即将恢复正常，但是值得注意的是，国家统计局数据反映了全国生猪养殖情况，存栏虽然恢复至了 90% 多，但出栏仅有 70%，这意味着当前生猪存栏以育肥小猪为主，而随着养殖推进，2021 年将逐步进入生猪出栏的高峰期。因此，2021 年豆粕的消费将上升至新的台阶。

图 25: 全国生猪存栏量 1 (万头)

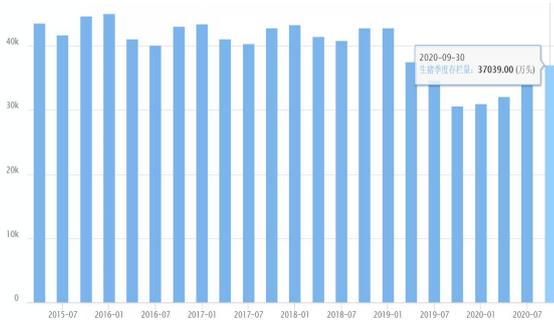


图 26: 全国生猪出栏量 (万头)



资料来源: 统计局 财信期货

图 25: 全国生猪存栏量 2 (万头)



图 26: 全国生猪屠宰量 (万头)



资料来源: 农村农业部 财信期货

能繁母猪存栏自 2019 年三季度也进入回升周期，统计局数据显示，截至 2020 年 3 季度，全国能繁母猪存栏 3822 万头；农村农业部样本点数据显示，能繁母猪存栏 2614 万头。能繁母猪存栏的上升，对后期生猪的供应提供保障，进而推动豆粕需求上升。

图 27: 全国能繁母猪存栏量 1 (万头)

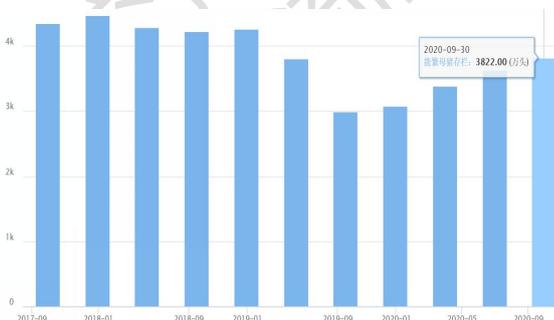
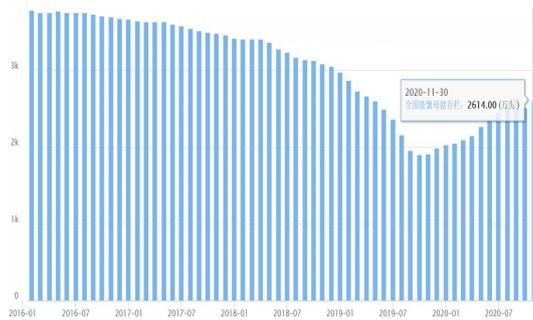


图 28: 全国能繁母猪存栏量 (万头)



资料来源: 统计局 农村农业部 财信期货

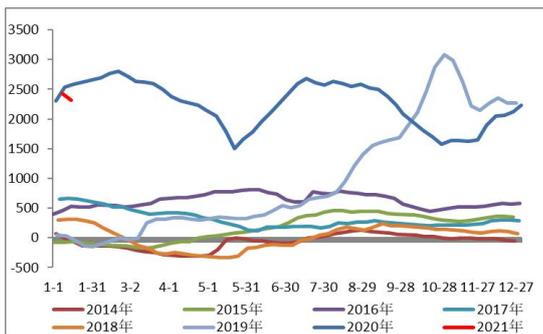
生猪养殖复苏火爆的原因是养殖利润丰厚，截至 1 月 15 日，国内生猪自繁自养利润还处于 2321 元/头的高位水平上，这促进了生猪养殖的恢复。

由于养殖利润伴随生猪养殖存在波动周期，当利润丰厚时，养殖户积极扩栏，养殖规模上升，饲料需

求上升，生猪供应增加，直至养殖利润被挤压回低位区间，养殖规模萎缩，饲料需求下降。在这一周期的推动下，豆粕需求也出现明显上升下降的趋势，表现为豆粕价格与生猪养殖利润存在显著的负相关性。

因 2019 年之后的生猪养殖利润出现了异常上涨，我们通过修正手段将该时间段的利润压缩至历史平均水平上，图 28 展示了修正后的利润与豆粕价格关系。当养殖利润高时，意味着生猪存栏少，饲料需求低，从而豆粕价格低；反之，养殖利润低时，生猪存栏多，饲料需求好，豆粕价格表现强势。从时间周期讲，我们发现，生猪养殖利润的高点领先豆粕价格高点 80-100 周左右。因此，我们可以通过生猪养殖利润考察未来豆粕的价格走向。

图 29：自繁自养生猪利润（元/头）



资料来源：WIND 财信期货

图 28：养殖利润与豆粕价格的负相关关系

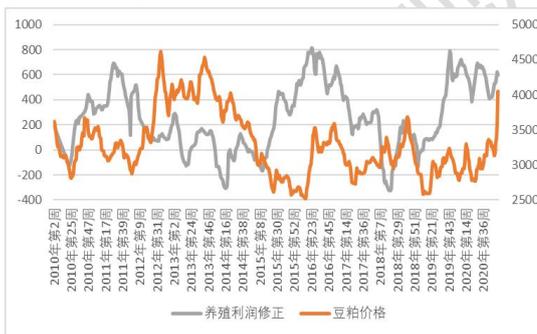


图 29：通过生猪养殖利润预测豆粕价格



资料来源：WIND 财信期货

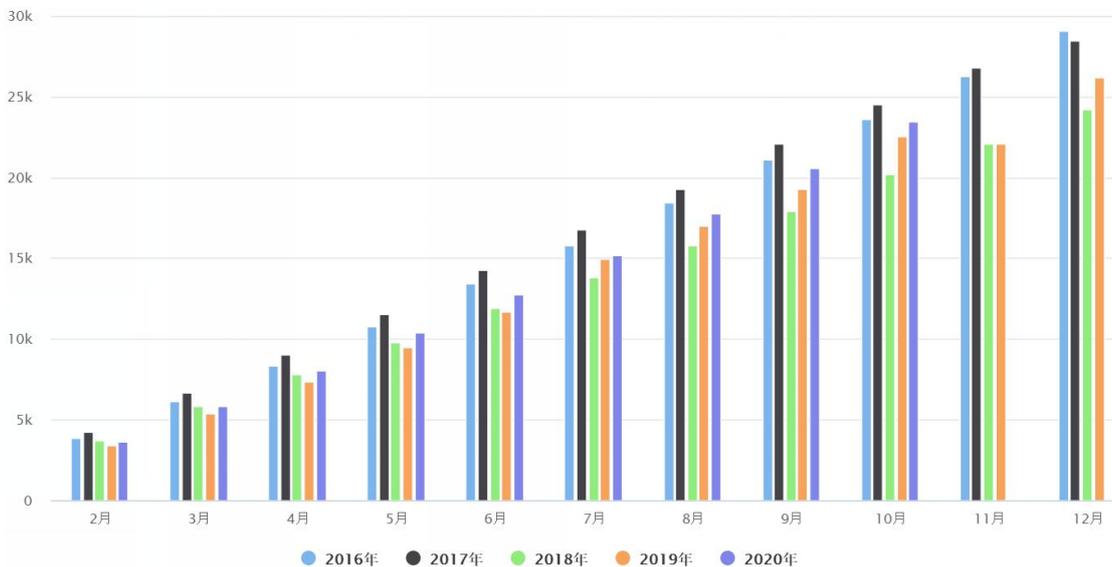
图 29 给出了生猪养殖利润预测豆粕价格的基本结果。我们将养殖利润提前 100 周左右，可以发现，养殖利润与豆粕价格的走势极为相似，除 2017 年前后受供应端的压制，豆粕价格未能跟随养殖利润上涨外，其他时间段二者的匹配性非常好。展望后市，养殖利润再次处于历史高位，将引领豆粕向高价运行。这表明，2021 年的豆粕需求将推动豆粕价格上行。

接着看饲料生产情况，根据饲料工业协会的数据显示，2019 年，受生猪产能下滑和国际贸易形势变化等影响，全国工业饲料产值和产量下降，产品结构调整加快，饲料添加剂产品稳步增长，规模企业经营形势总体平稳。进入 2020 年后，在生猪产能的快速恢复和禽类产能继续同比增长的大环境下，工业饲料产量保持较为明显的增长趋势。截止 11 月末，今年我国工业饲料总产量已达 2.29 亿吨，同比增长 9.5%。按照月均产量计算，今年我国工业饲料将达到 2.5 亿吨，突破并且超过“十三·五”工业饲料规划 2.2 亿吨的目标

13.6%。

按照饲料工业协会的数据推算，2020年我国饲料总产量将达到2.5亿吨的水平，同比增幅为9.2%。其中，猪料预计在8500万吨、蛋禽料3400万吨、肉禽料在9200万吨左右。

图 30：全国饲料产量（万吨）



资料来源：统计局 财信期货

2021年，我国工业饲料产量中的猪料将再度成为主力军，预计增幅或超过10%；而禽料受效益水平和去产能化影响，产量预计会有所下降。总体来看，预计2021年饲料总产量有望超过2.5亿吨的水平，相关饲料原料需求量在今年基础上还将继续增加。

表：豆粕供需平衡表

作物年度	期初库存	国内产量	进口量	总供应量	国内消费量	出口量	总消费量	期末库存	库存消费比
2020/2021	108	7586	8	7702	7474	110	7584	118	1.56
2019/2020	71	7248	8	7327	7114	105	7219	108	1.5
2018/2019	95	6707	7	6809	6648	90	6738	71	1.05
2017/2018	98	7114	2	7214	6984	135	7119	95	1.33
2016/2017	70	6992	2	7064	6839	127	6966	98	1.43
2015/2016	83	6464	2	6549	6290	189	6479	70	1.08

资料来源：天下粮仓 财信期货

从表观消费计算，2020年豆粕需求量在7318万吨，较2019年度增加10.12%。伴随生猪养殖的推进，预计2021年豆粕需求将继续保持10%的增幅上涨，预计全年需求量将接近8000万吨，支撑未来豆粕价格。

3、价格预测：前低后高，价格高位运行

从期现基差看，目前由于豆粕现货强势，期现基差处于同期高位水平上，后期面临基差收敛趋势。预计伴随巴西大豆成功上市，现货价格被动承压，推动基差短线走弱，实现收敛。09合约看，基差小幅回落后即进入合理区间，后期期现联动性将显著提升。

图 31: 豆粕 05 基差

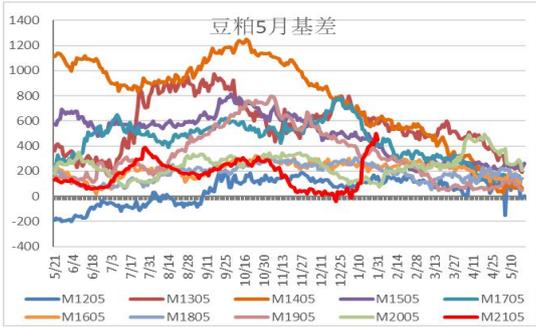
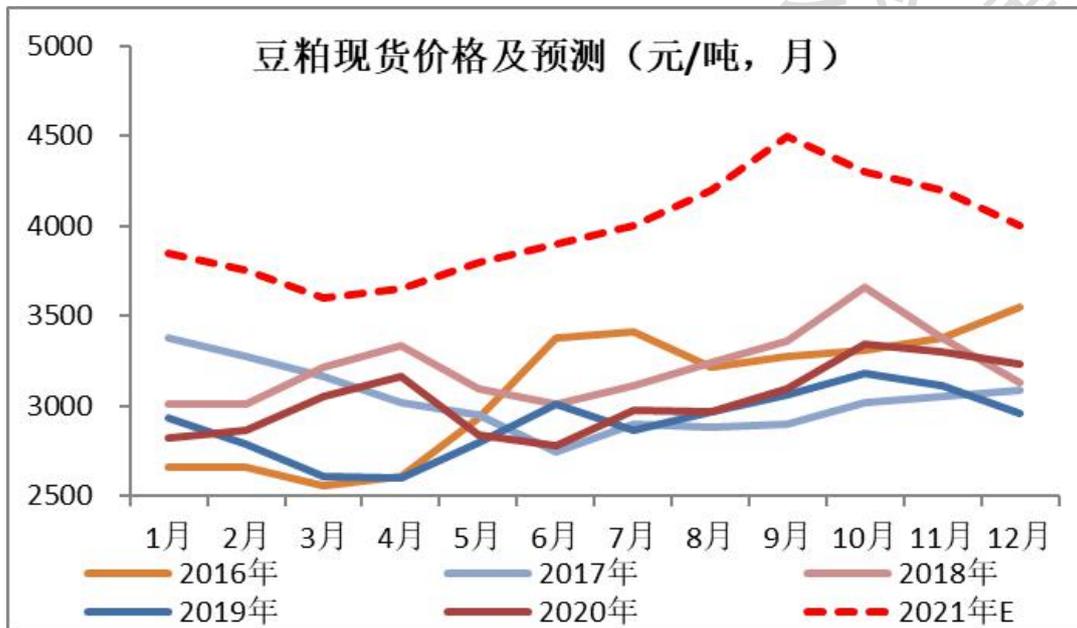


图 32: 豆粕 09 基差



资料来源: WIND 财信期货

图 33: 全国豆粕月度现货均价预测



资料来源: WIND 财信期货

2020 年, 豆粕现货全年均价 3039 元/吨, 环比上涨 4.65%。进入 2021 年, 受成本推动, 以及需求恢复, 豆粕价格预计回升至历史高位水平, 全年均价预计突破 4000 元/吨。走势上, 考虑巴西大豆上市冲击, 一季度豆粕价格小幅回落为主; 但进入二季度, 国内需求大幅上升, 同时巴西大豆冲击减弱, 预计豆粕价格将进入上升通道; 同时, 考虑北半球种植季的炒作, 美国大豆库存去化, 都将加速豆粕价格的上行趋势, 全年豆粕呈现前低后高走势; 预计受需求带动, 整体行情呈现内强外弱格局。

三、价差策略

价差上, 豆粕 5-9 合约价格基本持平, 后期来看, 05 合约受南美冲击更大, 而 09 合约的定价主要看美豆。当前巴西天气表现正常, 年度丰产在望, 给大豆价格带来一定压力, 这将体现在豆粕 05 合约上, 因此预计豆粕 5-9 价差走弱为主。

油粕价差来看, 受油脂转弱影响, 近期表现粕强油弱, 后期来看, 豆粕受需求推动, 油厂保持高压榨率, 若国家储备豆油有所收窄, 豆油将会进入快速累库阶段, 从而压制豆油价格, 市场将长期表现粕强油弱格局。

豆粕菜粕价差，若长远定性豆粕是强势年份，豆粕菜粕价差将继续脱离底部呈现扩大走势。短期来看，受美豆回调压力，豆粕菜粕价差预计回落，但中长期或将继续扩大。

图 34: 豆粕 5-9 价差

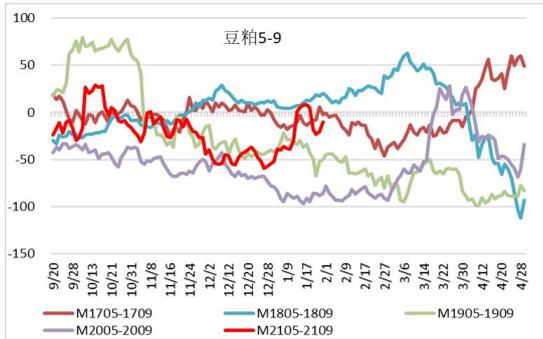
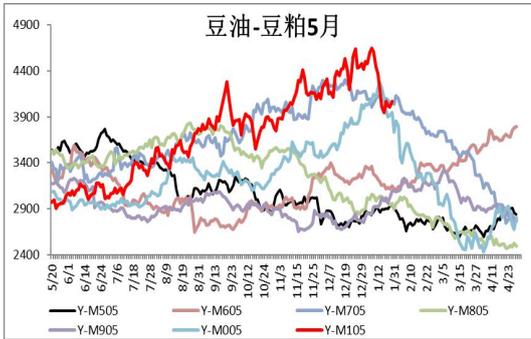


图 35: 豆油豆粕价差



资料来源: WIND 财信期货

图 36: 豆粕菜粕现货价差



资料来源: WIND 财信期货

四、行情总结

受出口及压榨需求提振，美豆期末库存持续下调至 380 万吨的历史低位，支撑美豆价格继续上涨，考虑北半球种植季气候异常，天气炒作有望推动美豆再次回到 1700 美分的历史高位。中美摩擦虽然未解除，但美豆进口基本畅通，推动国内外豆类价格联动，进口成本上涨将推升豆粕价格底部；短期来看，巴西天气表现良好，大豆丰产或将成为大概率事件，中国采购也逐步转向巴西，南美豆上市将给豆类市场带来短期冲击，导致中短期豆粕价格走势偏弱。长期来看，除美豆价格的攀升外，考虑生猪出栏能力将在 2021 年释放，国内豆粕需求有望继续维持 10% 的年度增幅，全年豆粕需求总量将向 8000 万吨迈进，推动豆粕价格长期向好。

五、风险点

南美天气变动；阿根廷产量的不确定性；南美运输问题；北半球种植季气候情况；国内非洲猪瘟疫情；中美国际关系；人民币汇率。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格，作者具有中国期货业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信期货有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信期货投资咨询部对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信期货投资咨询部