



白糖半年报

2024年6月24日

增产年份&消费稳定 中长期料重心下移

摘要

2024年上半年年郑糖价格指数基本依赖于国际原糖价格运行走势，价格呈现类“M”型走势，主要受23/24年度食糖增产、现货成本高企、库存等多重因素影响。

中国农业农村部发布食糖供需报告：2023/24年度中国食糖产量调增至996.32万吨，且预测2024/25年度，中国糖料播种面积为1396千万顷，甘蔗面积同比小幅增加预期，甜菜种植面积持稳，糖料种植面积稳增，土壤墒情向好，食糖产量预计为1100万吨，进口量预估为450万吨，保持稳定，消费量微增至1580万吨。后市来看，8月-10月面临食糖消费旺季，中秋节日旺季补货提振下，预计该阶段食糖销量增加明显，在一定程度上提振支撑糖价。

整体上，市场预测2024/25年度国内食糖产量恢复至1100万吨，产量同比预计小幅增加，根据产量与价格的关系推出，下半年糖价仍难反弹，整体糖价重心下移可能性较大，不过下半年下游终端需求进入年中旺季，结转库存压力不大，且现货成本高企，仍在一定程度上支撑糖市，限制下跌空间。

风险提示：1、宏观面风险 2、国储、直补政策 3、厄尔尼诺天气 4、产量预估 5、食糖进口贸易政策 6、巴西食糖产量预估

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：许方莉
期货从业资格号 F3073708
期货投资咨询从业证 Z0017638
助理研究员：
谢程琪 期货从业资格号
F03117498

咨询电话：0595-86778969
网址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

研究服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

目录

一、2024 年上半年国内外糖价走势回顾	2
1.1 全球食糖市场回顾	2
1.2 国内白糖期货市场回顾	2
二、全球糖市供需预估	4
2.1 2024/25 榨季全球食糖供需预估	4
2.2 新榨季巴西中南部制糖比上调可能	5
2.3 新榨季印度糖产量预计恢复至 3400 万吨	8
2.4 泰国糖产量预计恢复有限	9
三、国内食糖产销情况预测	9
3.1 2024/25 榨季全国食糖产量预计继续所恢复	9
3.2 下半年食糖库存压力不大	12
3.3 上半年进口糖量有限，低价糖源增加替代作用增强	14
3.4 下半年下游终端需求量预计稳中有增	16
四、郑糖历史季节性规律分析	17
五、白糖期权方面	18
5.1 期权流动性分析	18
六、下半年白糖市场行情展望	18
免责声明	19

一、2024 年上半年国内外糖价走势回顾

1.1 全球食糖市场回顾

2024 年上半年国际原糖价格指数整体呈现先涨后重心下移走势，期间原糖价格指数创新低 18.05 美分/磅。具体来看，1-3 月初原糖价格指数上涨的主导原因仍为印度、泰国糖产量不及预期，全球食糖贸易量紧张推动糖价上涨。3-6 月原糖价格指数重心下移的主导逻辑是交割数据超预期及巴西产糖数据强劲等。

第一阶段：1 月-3 月初，冲高回落

前期原糖价格上涨主要因市场担心厄尔尼诺天气对糖产量影响，且印度和泰国产糖量下滑幅度持续上修，推动原糖期价上涨。此阶段 ICE 原糖价格指数从 2024 年 1 月初的 20.4 美分/磅上涨至 1 月底的 23.77 美分/磅，涨幅约为 16.5%。随后高位回落至 20.55 美分/磅，跌幅约 13.5%。

第二阶段：3 月初-至今，小幅反弹后重挫

前期反弹主要因为泰国及印度糖减产幅度扩大预期起到提振作用。随后 3 月合约进入交割，大量交割量引起利空。加之巴西糖新榨季压榨进度提速较快，产量同比大增，全球食糖供需过剩预期加强，拖累原糖市场。此阶段 ICE 原糖价格指数从 20.55 美分/磅小幅反弹至 22.60 美分/磅高点，涨幅约 9.97%，之后重挫至 18.0 美分/磅附近，跌幅约 20%。

(下图为国际原糖价格指数日线走势图)

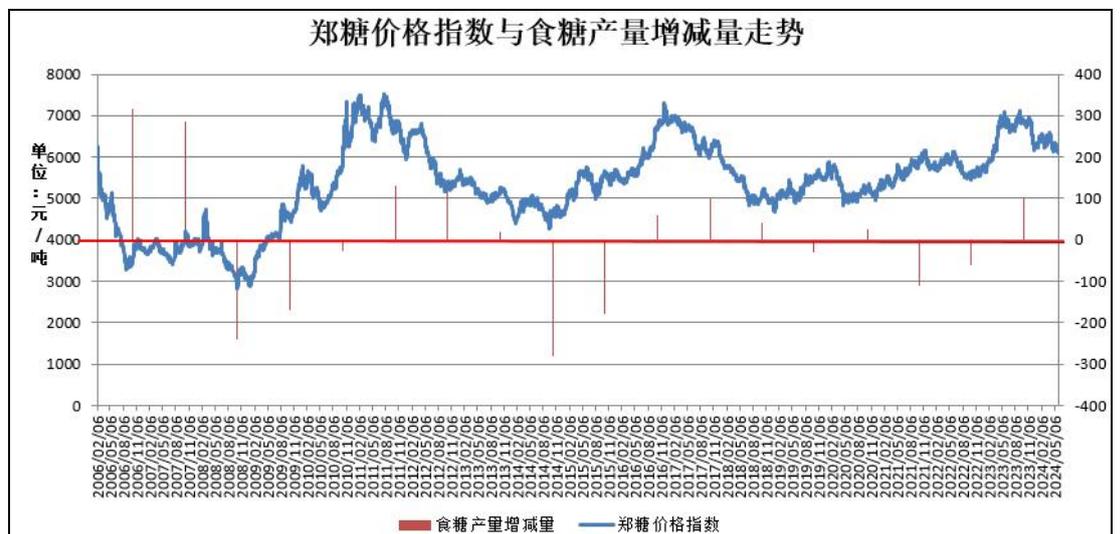


数据来源：文华财经

1.2 国内白糖期货市场回顾

郑糖 2006 年 1 月 6 日上市以来已走过完整的多个周期，期间经历了多个次牛熊周期，“三年熊市，三年牛市”周期规律仍在续写。开始上市至 2007/08 榨季结束，三年熊市郑

糖指数下跌 3716 元/吨，跌幅 60%。2008/09 榨季至 2010/11 榨季末期，三年牛市郑糖指数大涨 5464 元/吨，涨幅 220%。2011/12 榨季至 2013/14 榨季结束，三年熊市郑糖指数下跌 4116 元/吨，跌幅 107%；2014/15 榨季至 2015/16 榨季（拐点延迟），两年牛市郑糖指数上涨 3118 元/吨，涨幅约为 73.8%；2016/17 榨季至 2018/19 榨季，三年熊市郑糖指数下跌了 2666 元/吨，跌幅 36.3%；2019/20 年度处于小幅减产状态，该年度郑糖期价上涨了 1246 元/吨，涨幅约为 26.7%；2020/21 榨季处于小幅增产状态，该年度郑糖指数下跌了 1038 元/吨，跌幅为-17.50%；2021/22 榨季食糖减产，郑糖指数上涨了 1310 元/吨，涨幅为 26.8%；2022/23 榨季食糖减产，郑糖指数上涨 1650 元/吨，涨幅为 30.0%。23/24 榨季食糖增产，郑糖指数重心下移为主，至今在 6000 元/吨附近运行。24/25 年度食糖延续增产可能，预计郑糖指数重心下移为主。



数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

上半年郑糖价格指数基本依赖于国际原糖价格运行走势，指数价格呈现类“M”型走势，主要受 23/24 年度食糖增产、现货成本高企、库存等多重因素影响。

对于 2024 年上半年，将郑糖价格指数走势分为以下三个阶段。

第一阶段 2024 年 1-3 月初：冲高回落

与原糖价格指数走势一致，前期主要因为 1 月产销数据利好，且低库存支撑。随后受到外盘糖价下跌的共振影响，且国内节后需求进入季节性淡季，价格跌势明显。郑糖价格指数从 6300 元/吨附近上涨至 6584 元/吨附近，涨幅约 4.5%。随后回落至 6191 元/吨。

第二阶段 2024 年 3 月初-4 月下旬：冲高回落

主要受外盘糖价反弹的提振背景下，国内糖工业库存处于历史相对低位，低库效应推动糖价反弹。随后受外盘糖价大幅重挫的拖累，加之国内食糖产销进度放缓，库存回升。郑糖价格指数从 3 月初的 6191 元/吨逐步上涨至高点 6647 元/吨，涨幅约 7.36%。随后再次回落至 6105 元/吨。

第三阶段 2024 年 4 月底-至今：震荡走弱

4 月底-6 月初，震荡为主，上方主要受库存去库慢及增产预期施压，下方受现货价格坚挺支撑，郑糖价格指数处于 6000-6330 元/吨附区间宽幅震荡。随后持续下跌至 6000 元/吨关口下方，期间触及 5935 元/吨低点，由于新年度增产预期强烈，且外盘糖价下跌拖累，国内糖价共振下跌。

(下图为郑糖价格指数日线走势图)



数据来源：文华财经

二、全球糖市供需预估

2.1 2024/25 榨季全球食糖供需预估

2023/24 榨季全球食糖供需预估处于过剩状态，已在基本在盘面有所表现，当前市场焦点转至 2024/25 榨季食糖供应端。

新作来看，机构预测 2024/25 年度全球食糖产量存在较大不确定性，各类机构预估数值存在分歧。不过消费恢复的情况下，出口仍维持增长可能。新榨季全球食糖供需预估处于缺口和小幅过剩之间徘徊。

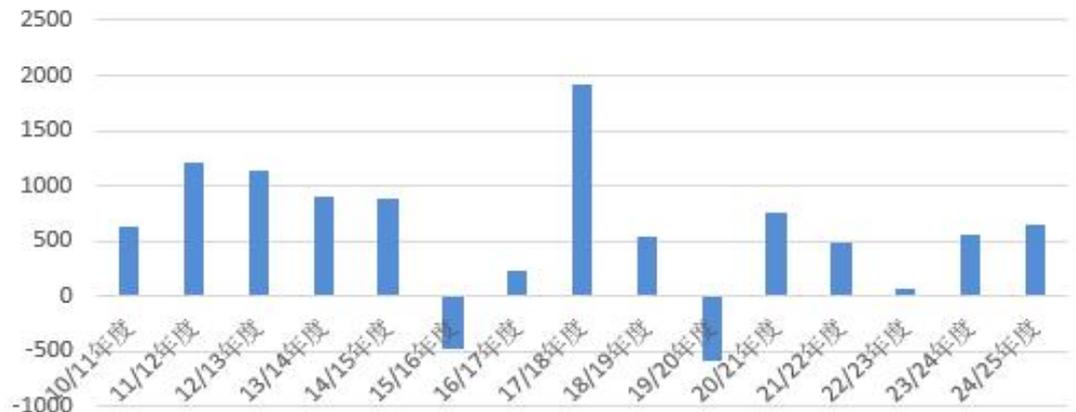
研究机构	预测内容
ISO	国际糖业组织预估：2023/24 年度预计全球食糖供需缺口为 295.4 万吨。主要是对全球消费量预估上调增量为 178.6 万吨，导致缺口预估扩大。
Datagro	分析机构预测，2024/25 年度全球供需迎来 162 万吨的小幅过剩，因泰国糖产量回升。

路易达孚	2024/25 年度(10 月至 9 月)全球糖市供应预计过剩 80 万吨。
USDA	预计 2024/25 年度全球糖产需预计仍为过剩状态。
Czarnikow	2024/25 年度全球食糖供应预计过剩 550 万吨，较前期过剩量增加 10 万吨。

数据来源：广西糖网整理

据美国农业部最新预估，2024/25 年度全球食糖供需处于过剩，且过剩量上调，产量预期为 1.869 亿吨，同比增加 3471 万吨，其中巴西（4500 万吨）和印度（3400 万吨）的产量增加；消费量预期为 1.79 亿吨，同比增加 154 万吨，主要是因为全球经济复苏缓慢，抑制了消费增速，新年度全球产量恢复，供需仍处于过剩状态，中长期国际原糖价格仍处于跌势通道。

全球食糖供需情况



数据来源：USDA、瑞达期货研究院

2.2 新榨季巴西中南部制糖比上调可能

巴西方面，巴西是全球最大的白糖生产国和出口国，其中巴西中南部地区甘蔗大约占全国产量的 90%。据各类主流机构预测，2024/25 榨季巴西产量预估存在分歧，产量预估在 4000-4600 万吨附近。

新作巴西甘蔗已于 4 月正式开始压榨，由于产区有利的收割天气，巴西中南部甘蔗压榨进度加快，产糖量同比增幅大增。据巴西蔗糖工业协会 Unica 数据显示，截止 5 月下半月巴西中南部累计压榨甘蔗 1.25 亿吨，同比提高了 16.76%，累计产糖 697.2 万吨，同比增加 37.7%，甘蔗压榨比例 46.88%，同比提高 6.38 个百分点。

从巴西甘蔗生产糖醇比例看，有利的食糖价格鼓励农民种植甘蔗而不是谷物，糖醇比值预计比上一年度的 48% 上升至 49% 附近。今年以来乙醇与原糖比值出现极大值，且原糖价格持续创新低。预计新榨季巴西制糖比均值小幅高于去年同期的 48.0%，乙醇与原糖比值仍继续扩大可能。

巴西甘蔗生产糖醇比值情况



数据来源：中糖协、瑞达期货研究院



数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

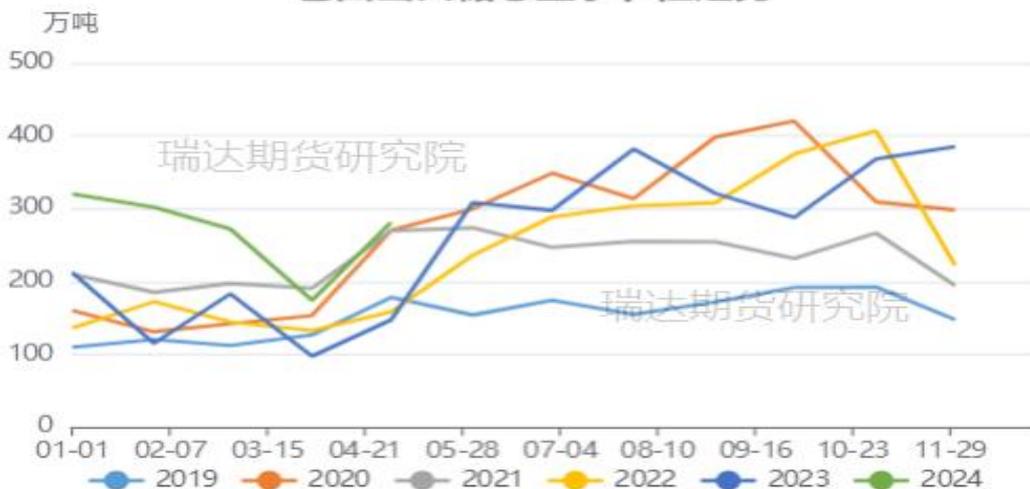
巴西中南部糖醇比值情况



数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

出口贸易方面，国际原糖市场供需预估处于缺口和过剩边缘徘徊，但参考上榨季食糖产量预估低于实际产量，导致政府不得不干预并暂停甘蔗乙醇计划，将乙醇分流量限制在 170 万吨。因此新榨季巴西多数糖厂制糖比例预计仍有调高可能。另外，由于今年巴西货币雷特尔对美元仍有提升可能，预计 2024/25 年度巴西中南部食糖出口量预估调增至 3500 万吨附近。5 月巴西食糖出口量为 281.11 万吨，较去年同期增加 13.76%。2024/25 榨季 4-5 月巴西累计出口糖 469.86 万吨，同比增加 36.48%，新榨季巴西糖出口同比仍增长为主，但增幅缩窄明显，后期关注压榨情况。

巴西出口糖总量季节性走势



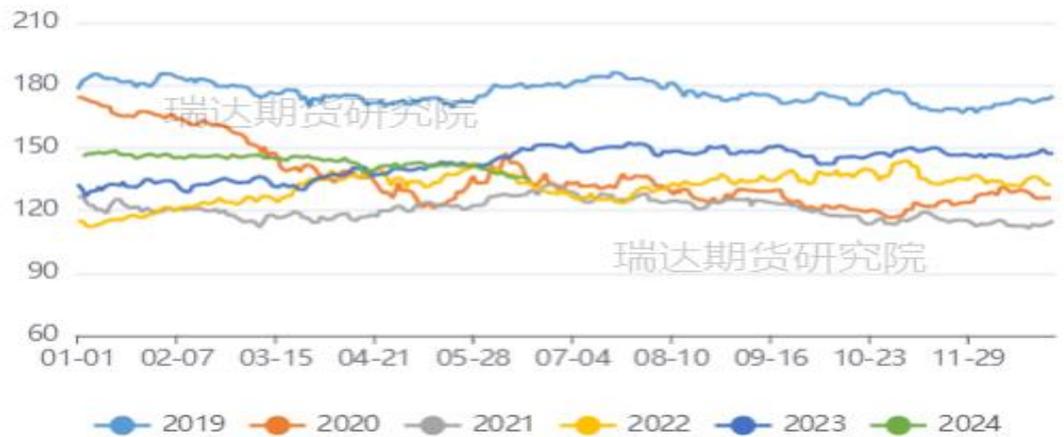
数据来源：新闻整理、瑞达期货研究院

巴西食糖出口量变化



数据来源：广西糖协、瑞达期货研究院

巴西雷亚尔货币

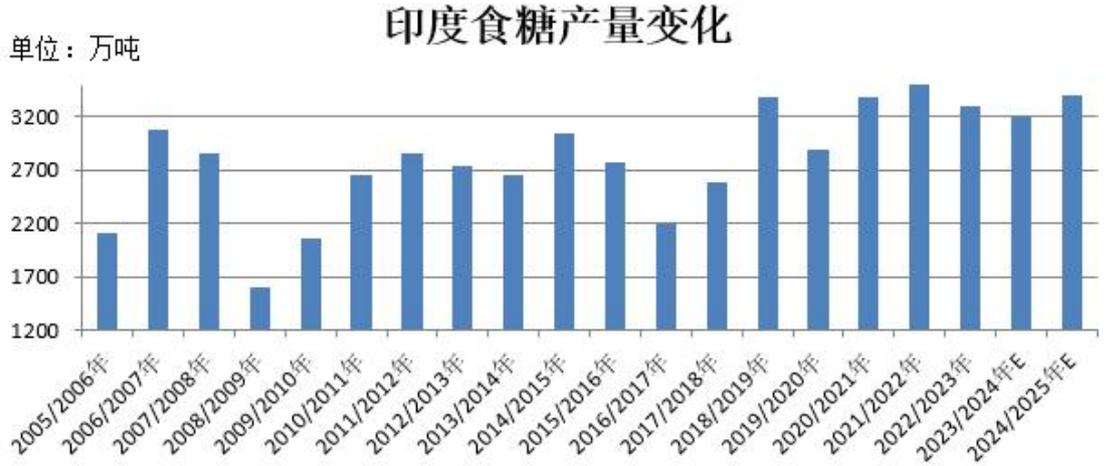


数据来源：WIND、瑞达期货研究院

2.3 新榨季印度糖产量预计恢复至 3400 万吨

印度方面，据印度全国糖业联合会 (NFCSF) 消息，自 2023 年 10 月 1 日开始的印度 2023/24 榨季，截至 2024 年 5 月 31 日印度全国累计产糖约 3167 万吨，预计本榨季印度最终产糖量预估为 3200 万吨。本榨季印度全国累计 534 家糖厂开榨，截至 5 月 31 日 531 家全部收榨，剩余 3 家仍在少量压榨，本榨季甘蔗省略低于上一榨季，但产糖量较高，达 10%。考虑到今年厄尔尼诺现象逐渐退却，天气影响逐渐减弱，预计 2024/25 榨季产糖量增产为主，约至 3400 万吨。

图：印度糖产量变化



数据来源：ISMA、瑞达期货研究院

2.4 泰国糖产量预计恢复有限

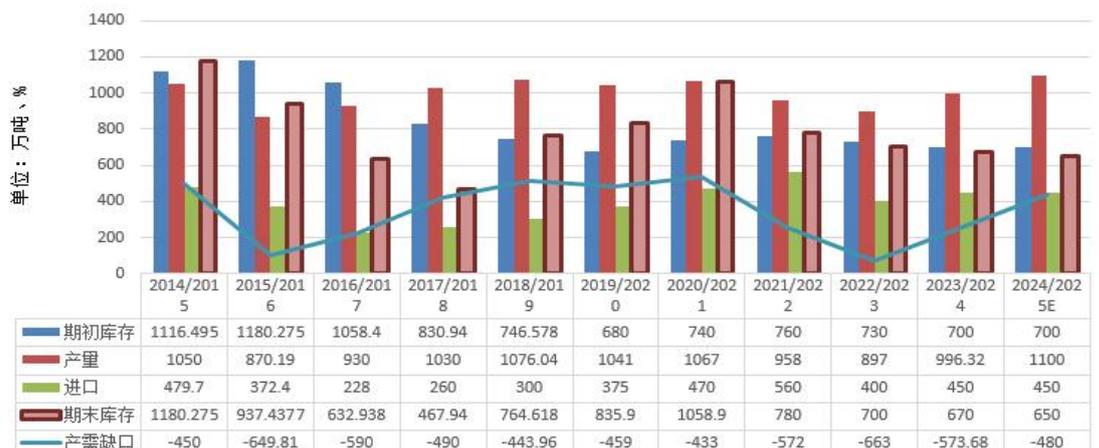
泰国方面，美国农业部对外农业服务局在一份年度报告中预计，2024/25 年度泰国甘蔗将减少 12%的基础上恢复，随着甘蔗产量的提高，预计产量增加到 1020 万吨，比上年同期增长 16%可能。

三、国内食糖产销情况预测

3.1 2024/25 榨季全国食糖产量预计继续所恢复

中国农业农村部发布食糖供需报告：2023/24 年度中国食糖产量调增至 996.32 万吨，且预测 2024/25 年度，中国糖料播种面积为 1396 千万顷，甘蔗面积同比小幅增加预期，甜菜种植面积持稳，糖料种植面积稳增，土壤墒情向好，食糖产量预计为 1100 万吨，进口量预估为 450 万吨，保持稳定，消费量微增至 1580 万吨。

中国食糖供需平衡表

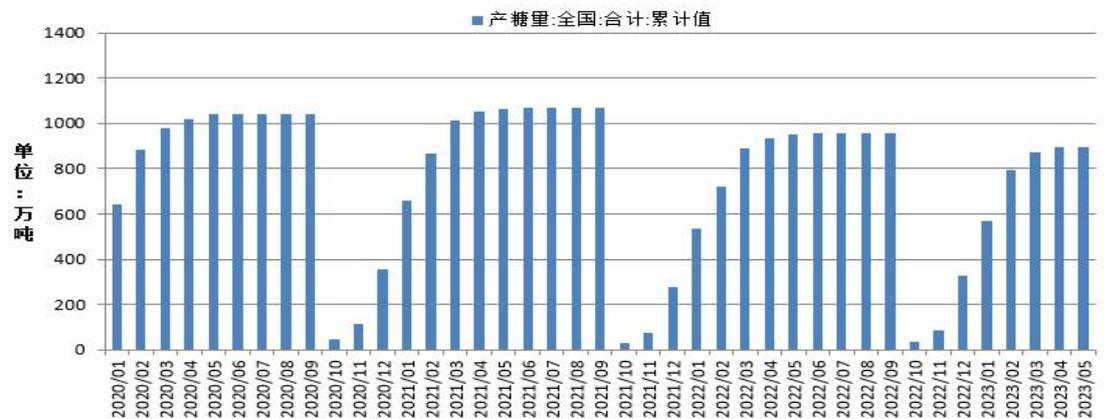


数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

产量与价格规律分析：新榨季国内糖产量预计有所恢复，新年度郑糖价格重心料下移。按照糖价涨跌与食糖增减产规律性看，若食糖减产，糖价重心相对上移，反之亦然，一旦食糖增产意味糖价重心下移。

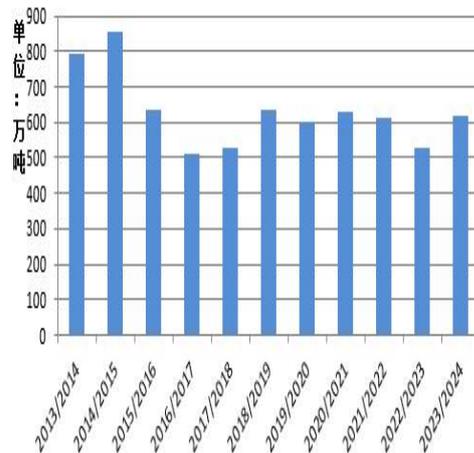
中糖协产销简报：2023/24 年制糖期，截至 5 月底，2023/24 年制糖期全国共生产食糖 996.32 万吨，同比增加 99 万吨，增幅 11.03%，其中广西糖产量在 618.84 万吨，云南糖产量为 203.2 万吨。截止目前全国食糖产糖量略高于去年，且接近 1000 万吨，广西、云南糖均小幅增产，利空糖市。

中国食糖生产情况



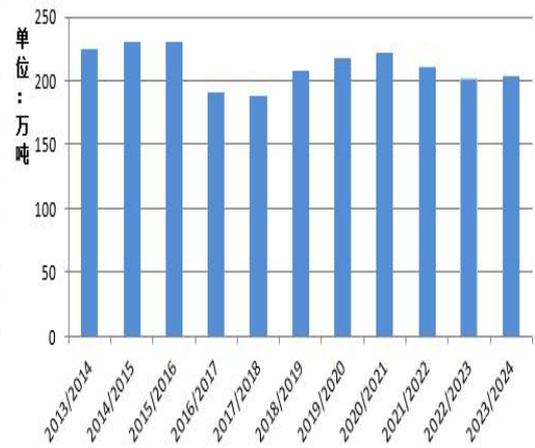
数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

广西榨季食糖产量



数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

云南榨季食糖产量



数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

截至 2024 年 5 月底，全国累计销售食糖 659.28 万吨，同比增加 34.12 万吨，增幅 5.46%；累计销糖率 66.17%，同比放缓 3.49 个百分点。5 月全国单月销糖 84.63 万吨，同比减少 25.37 万吨，产销率低于去年同期，去库进程相对放缓。后市来看，8 月-10 月面临食糖消费旺季，中秋节日旺季补货提振下，预计该阶段食糖销量增加明显，在一定程度上支撑国

内糖价。不过三季度进口糖、低价糖源进口数量均会出现季节性增加预期，预计三季度国内糖源种类呈现多样化，对国产糖销售可能造成一定程度冲击。

中长期来看，国内白糖产销率具备明显季节性趋势，其中1月-9月食糖产销率的上升期，主要需求来源于夏季饮料等用糖旺季，由于今年高价糖抑制作用下，市场可能偏向于选择性价比偏低的糖源，三季度销糖进度或有所放缓。

全国食糖月度销量情况



数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

云南单月糖销量 (万吨)



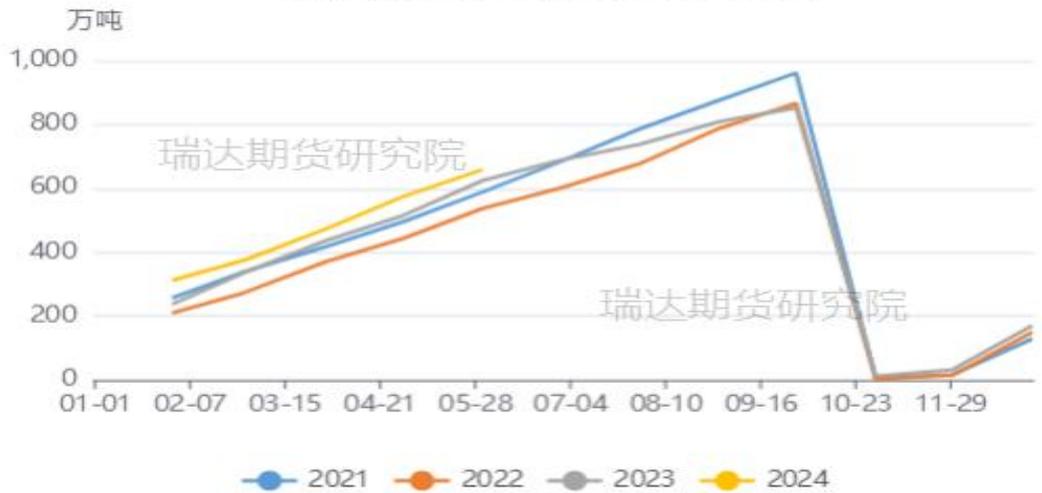
数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

广西单月糖销量情况（万吨）



数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

全国食糖累计销糖量季节性走势



数据来源：中糖协、瑞达期货研究院

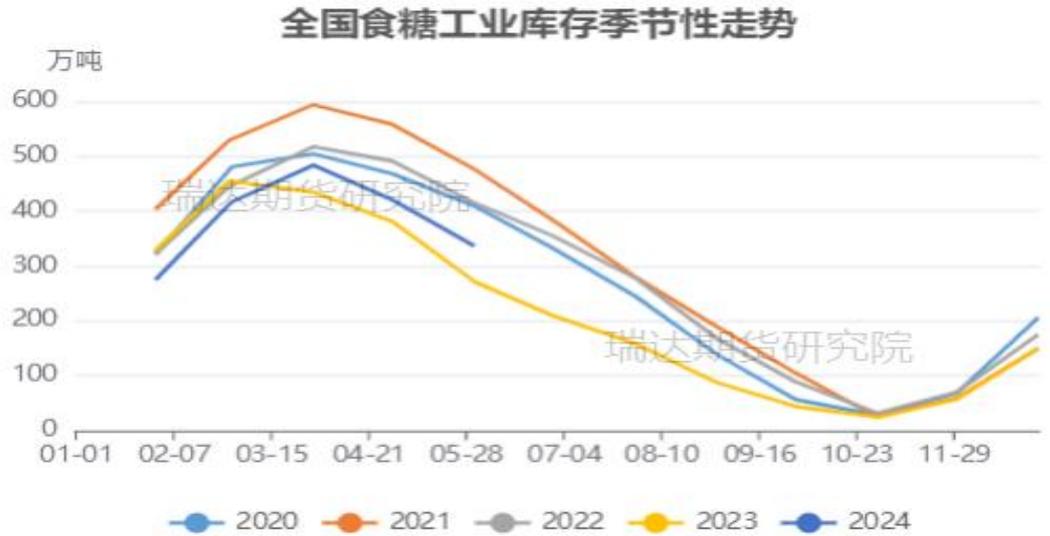
未来三个月食糖需求预计尚可，具体来看，1-5月份以来，全国单月销糖量均值在95万吨，销糖数据表现良好，加之一年当中食糖最大消费旺季在中秋及春节，预计三季度食糖销量在200万吨以上，那么对于食糖去库显得愈发顺畅。另外，夏季来临，各地气温升高，饮料需求逐步回暖，预计食糖供应压力有限。

3.2 下半年食糖库存压力不大

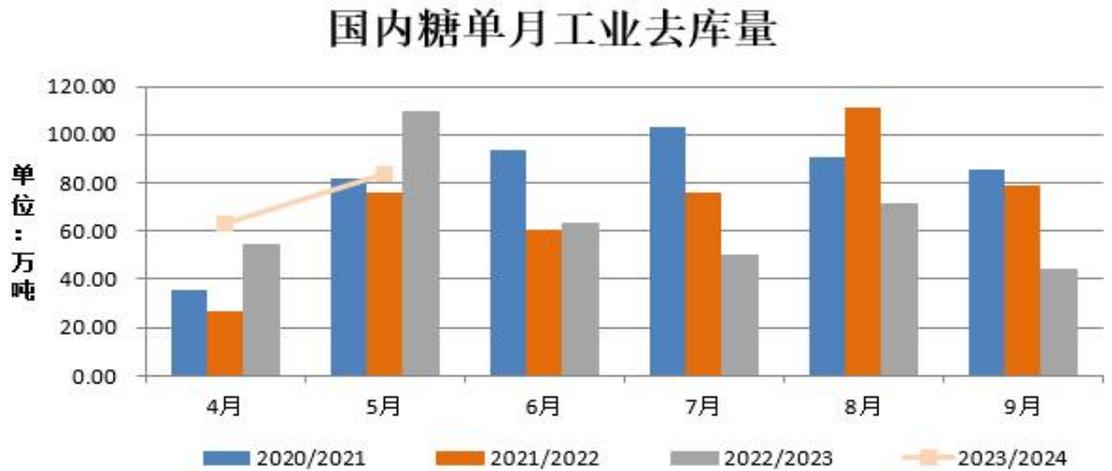
5月当月食糖工业库存月度消耗量为83.8万吨，低于去年同期水平，若按照6-9月食糖平均消耗量为60万吨测算，合计四个月需消耗240万吨，剩余食糖工业库存剩余不到100万吨，且下半年食糖下游处于消费旺季期较长，预计后市库存压力不大。

目前食糖工业库存高于去年同期，但处于近五年均值下方，整体库存总量压力不大。随着国内气温不断升高，市场用糖量继续增加，预计食糖去库难度不大。截止2024年5月份，国内食糖工业库存为337.04万吨，环比减少83.7万吨或19.9%，同比增加65.04

万吨，或 23.9%。



数据来源：WIND、瑞达期货研究院



数据来源：WIND、瑞达期货研究院

从季节性看，郑糖仓单数量在三季度仓单流出量较为明显，仓单库存压力较小。仓单库存看，截止 2024 年 6 月 19 日，郑州期货交易所白糖注册仓单 16882 张，仓单加有效预报合计 17052 张，折算合计大致在 17.052 万吨，1 月份之后，新糖生产速度加快，郑糖仓单注册加速形成，直到进入 5 月，郑糖仓单开始少量流出，且处于近四年以来同期低位水平，由于期货成本价格偏高，贸易商套保意愿较弱，期货市场持有库存有限。



数据来源：郑商所、瑞达期货研究院

3.3 上半年进口糖量有限，低价糖源增加替代作用增强

上半年我国食糖进口量呈现增加后回落走势，进口供应出现萎缩迹象，由于国内外糖价差较大，进口配额外食糖价格性价比偏低，市场基本以进口配额内食糖进行加工生产。下半年来看，我国每年食糖进口配额内额度为 194.5 万吨，加之进口糖配额外利润持续亏损的情况下，且按照往年进口规律看，三季度贸易商大量进口配额外食糖的可能性不大。进入四季度后，新糖逐渐上市，且增产预期的兑现作用下，预计本年度我国食糖进口量有限，大致在 400 万吨左右。海关总署公布的数据显示，2024 年 5 月份，我国食糖进口量为 2 万吨，环比减少 3 万吨，同比减少 2 万吨；2024 年 1-5 月份，我国累计进口食糖 127 万吨，同比增加 21 万吨或 20.5%。从月度数据看，5 月食糖进口量环比减少，且同比减少，进口压力较小。从榨季来看，23/24 榨季截止 5 月底，我国共进口 313 万吨糖，同比增加 30 万吨，若按照当前进口进度，预计 23/24 榨季进口糖可能在 400 万吨附近。由于国内外糖价差逐渐拉大，抑制了国内进口，5 月进口糖数量降至 2 万吨，供应压力较小，支撑国内糖市。

另外 2024 年 1-5 月我国进口糖浆及预混粉等三项合计 73.26 万吨，同比增加 8.96 万吨，低价糖浆进口数量同比增加，其他低价糖源替代作用增强明显。

进口糖配额外利润持续改善，但配额内利润仍较高。截止 2024 年 6 月 20 日，进口巴西糖配额内成本 5253 元/吨，进口巴西糖配额外成本为 6699 元/吨，与国内柳州白糖价格相比，进口巴西糖配额外利润为-420 元/吨。与此同时，进口泰国糖配额内成本为 5574 元/吨，进口泰国糖配额外成本为 7119 元/吨，与国内广西柳州白糖相比，进口泰国糖配额外利润为-890 元/吨，进口巴西糖及泰国糖配额外利润仍处于负值状态，进一步提升国产糖定价权，对国内现货市场价格支撑作用增强。



数据来源：海关总署、瑞达期货研究院



数据来源：海关总署、瑞达期货研究院



数据来源：瑞达期货研究院



数据来源：瑞达期货研究院

3.4 下半年下游终端需求量预计稳中有增

作为白糖下游的需求而言，主要有饮料、糖果以及其他食品的添加，其中前三者占比在 60%以上，因此着重对这些的产量进行相关分析。

近年来，由于中国经济的持续发展及消费者消费能力的增强，饮料市场的增长及需求保持相对强劲。市场上不断推出新型饮料产品及新颖的行业趋势有助于支持饮料行业的增长。

从规模以上企业含糖产量数据分析：成品糖同比累计产量同比维持增幅状态，由于今年各类旅游业消费较为火热，餐饮等市场用糖需求有所回暖。下半年婚假事宜、中秋备货等旺季背景下，预计市场用糖量稍好于上半年。2024 年 5 月我国成品糖产量为 23.9 万吨，同比减少 25.8%；2024 年 1-5 月成品糖累计量为 855.9 万吨，同比增幅为 15.1%。5 月成品糖产量同比减幅明显，但累计同比增加为主。

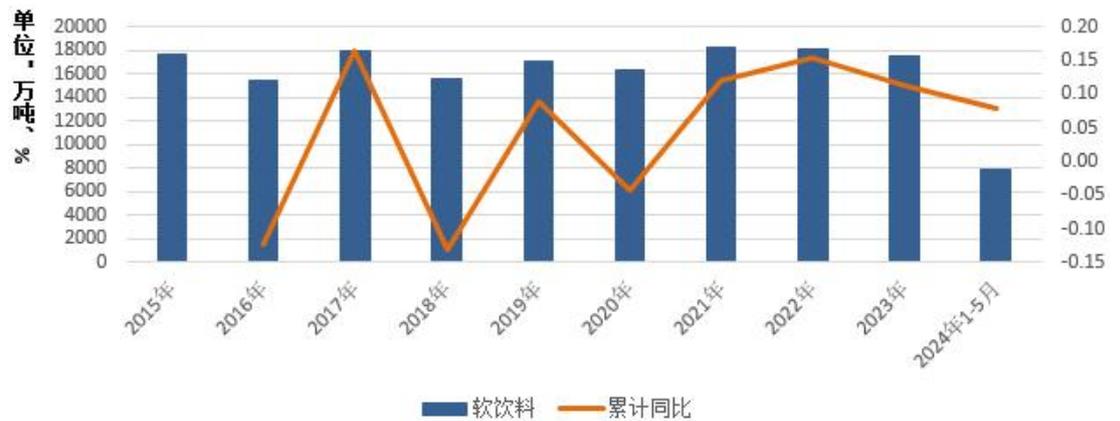
此外，三季，处于一年当中最炎热的酷暑期，国内气温渐升，预计软饮料需求继续回升，市场用糖量有所增加，下半年软饮料需求相对保持稳中调增状态。据统计，2024 年 5 月我国软饮料总产量为 1718.7 万吨，同比增加 7.9%。2024 年 1-5 月软饮料产量累计为 7833.5 万吨，同比增幅为 8.0%。整体上，软饮料、成品糖需求均维持增长趋势，预计下半年下游终端消费表现尚可，但谨防市场用低价糖浆等糖源替代的可能，减弱国产食糖的用量比例。

2012-2024年中国成品糖产量情况



数据来源：WIND、瑞达期货研究院

2015年以来软饮料产量情况



数据来源：WIND、瑞达期货研究院

四、郑糖历史季节性规律分析

食糖具有季产年销的特点，即季节生产、全年消费。我国食糖生产具有非常强的周期性。近十年来，食糖生产大致上以 5—6 年为一个大的生产周期：基本上是 2—3 年连续增产，接下来的 2—3 年连续减产。

一般情况下，每年 11 月至次年 5 月为集中生产期，全年均为销售期。若新年度的产量预期增加情况下，10—12 月份则先下跌，下一年的 1—2 月份则呈上涨；若新年度的产量预期下滑，则 11—下一年的 2 月份呈上涨。此阶段主要影响因素是产量预期和气候炒作。

3—6 月份则由于生产压力高峰，主要呈下跌走势。此阶段主要影响因素是产量的实际体现和消费。

7—9 月份一般呈振荡上涨走势。此阶段主要影响因素夏季和中秋的消费旺季的消费情况。

五、白糖期权方面

5.1 期权流动性分析

2024 年以来白糖期货平值期权的认购、认沽收益率两者多次出现交叉形态，且数值处于负数，糖价即跌势相对明显，反之亦然。从市场中期情绪来看，平值期权认购收益率值为 0.54% 附近，白糖期权平值合约认沽收益率为 25% 附近，平值认购期权收益率、认沽期权收益均处于小幅盈利状态，两者呈现交叉形态。考虑到收益率图表有所反转预期，预计三季度季度白糖期货平值期权波动仍明显。7 月之后白糖主力换月到 1 月，平值期权波动仍需关注供应端及消费旺季的影响。

图：白糖期权平值合约认沽收益率和认购收益率走势



数据来源：WIND、瑞达期货研究院

六、下半年白糖市场行情展望

国际市场，机构预测 2024/25 年度全球食糖产量存在较大不确定性，各类机构预估数值存在分歧。不过消费恢复的情况下，出口仍维持增长可能。新榨季全球食糖供需预估处于缺口和小幅过剩之间徘徊。

2024 年下半年而言，中国农业农村部发布食糖供需报告：2023/24 年度中国食糖产量调增至 996.32 万吨，且预测 2024/25 年度，中国糖料播种面积为 1396 千万顷，甘蔗面积同比小幅增加预期，甜菜种植面积持稳，糖料种植面积稳增，土壤墒情向好，食糖产量预计为 1100 万吨，进口量预估为 450 万吨，保持稳定，消费量微增至 1580 万吨。后市来看，8 月-10 月面临食糖消费旺季，中秋节日旺季补货提振下，预计该阶段食糖销量增加明显，在一定程度上提振支撑糖价。

整体上，市场预测 2024/25 年度国内食糖产量恢复至 1100 万吨，产量同比预计小幅增

加，根据产量与价格的关系推出，预计下半年糖价仍难反弹，整体糖价重心下移可能性较大，不过下半年下游终端需求进入年中旺季，结转库存压力不大，且 现货成本高企，仍在一定程度上支撑糖市。

风险提示： 1、宏观面风险 2、国储、直补、许可证等政面 3、天气 4、新年度产量预估 5、食糖进口贸易政策 6、巴西糖产量预估

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

