

郑棉延续窄幅波动，白糖维持高位震荡

研究院 农产品组

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号：F3047125

投资咨询号：Z0015474

李馨

✉ lixin@htfc.com

从业资格号：F03120775

投资咨询号：Z0019724

联系人

白旭宇

☎ 010-64405663

✉ baixuyu@htfc.com

从业资格号：F03114139

薛钧元

☎ 010-64405663

✉ xuejunyuan@htfc.com

从业资格号：F03114096

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

棉花观点

■ 市场分析

国际方面，本周美棉受到种植面积意愿缩减以及美元走弱的影响，主力合约触及 64.83 美分/磅后出现反弹，盘中最高 67.09 美分/磅，但本周出口签约量的显著下滑对棉价继续上涨造成压力。短期内供应宽松的局面难以改变，叠加中美贸易摩擦升级，需求端预计进一步受到制约。随着 3 月底意向种植面积公布，预计美棉的交易重心逐渐转移到新季供应，需持续关注美棉主产区旱情以及对于新棉种植意向的影响。

国内方面，本周郑棉主力合约价格围绕 13600 元/吨附近窄幅震荡。供应端，24/25 年度国内超预期增产，商业库存处于历史同期高位，套保资金也持续压制盘面。25/26 年度国内植棉面积预期增加，关注种植期天气情况。需求端，最近两周下游表现环比有所改善，不过需求好转的力度不强，对比旺季同期水平还是偏弱的。纱厂目前以刚需补库为主，持续关注天气转暖后下游夏季订单的情况。

■ 策略

中性。短期国际贸易环境恶化，国内宏观未带来有效利好，产业端环比改善，但整体表现仍偏弱，关注后期边际变动，短期棉价或仍以区间震荡为主。

■ 风险

宏观及政策风险

纸浆观点

■ 市场分析

供应方面，一季度有一些海外浆厂检修，供应存在减量预期，导致 2-3 月外盘美金报价仍在继续提涨，成本面支撑依旧较强。不过全球发运仍处于高位，1 月全球浆厂发往中国的纸浆数量同比增加。1-2 月国内纸浆进口量大增，3 月到港量预计也不低，短期供应压力逐渐增加，年后国内港口库存持续高位。

需求方面，欧洲需求未见明显起色，欧洲木浆港口库存仍居历史高位。国内下游旺季

成色不足，开工及产量表现平平，纸厂采购仍以刚需为主，市场担忧港口高库存能否顺利消化。由于纸厂还在提涨纸价，随着近期浆价回落，纸厂利润继续改善，当前成品纸库存压力不大，不过终端需求预期并不乐观，下游接货情绪未见改善。

■ 策略

中性。产业链上下游仍在持续博弈的阶段，目前暂时未看到明显的上涨驱动，不过纸浆期价已经跌到了支撑位附近，下方存在刚需及成本端的支撑，继续下跌的空间预计有限。中长期走势由于针叶浆无新增投产，浆价底部中枢有望逐步提升，需观察宏观政策调控与消费复苏节奏的协同效应。

■ 风险

外盘报价超预期变动、汇率风险

白糖观点

■ 市场分析

原糖方面，虽然各机构对印度产量仍有争议，但由此带来的扰动已经基本被盘面反映。巴西2月以来降雨偏少，不过干旱的实际影响尚待评估，根据各机构对25/26榨季巴西中南部产量预估，增产预期依旧较强。短期在供应偏紧的提振下，原糖05合约下方支撑较强。但中期巴西丰产预期仍存，糖价中期依旧承压。

郑糖方面，由于外盘强势反弹，国内郑糖在资金及情绪影响下一度突破前高。尽管国内本榨季维持增产，但短期进口糖源十分有限，糖浆及预拌粉管控政策又继续收紧，放开的时间或有推迟，国产糖价格短期预计坚挺，近月合约获得支撑，短期郑糖或维持高位震荡，中期走势预计跟随原糖，重点关注糖浆预拌粉政策以及进口节奏。

■ 策略

中性。郑糖大方向跟随原糖波动为主，重点关注巴西天气及政策变化。

■ 风险

宏观、天气及政策影响

目录

策略摘要	1
棉花市场分析	5
纸浆市场分析	6
白糖市场分析	7

图表

图 1: 郑棉主力收盘价 单位: 元/吨	8
图 2: 中国棉花价格指数: 328 单位: 元/吨	8
图 3: NYBOT 2 号棉花主力收盘价 单位: 元/吨	8
图 4: CFTC 非商业净持仓 单位: 张	8
图 5: 郑棉 5 月基差 单位: 元/吨	8
图 6: 郑棉 9 月基差 单位: 元/吨	8
图 7: 郑棉 5-9 价差 单位: 元/吨	9
图 8: 郑棉 9-1 价差 单位: 元/吨	9
图 9: 棉花月度进口量 单位: 万吨	9
图 10: 棉花累计进口量 单位: 万吨	9
图 11: 棉花工业库存 单位: 万吨	9
图 12: 棉花商业库存 单位: 万吨	9
图 13: 纯棉纱厂负荷 单位: %	10
图 14: 全棉坯布负荷 单位: %	10
图 15: 纱厂棉花库存 单位: 天	10
图 16: 纱厂棉纱库存 单位: 天	10
图 17: 织厂棉纱库存 单位: 天	10
图 18: 全棉坯布库存 单位: 天	10
图 19: 服装鞋帽、针纺织品类当月零售额 单位: 亿元	11
图 20: 服装鞋帽、针纺织品类累计零售额 单位: 亿元	11
图 21: 纺织纱线、织物及制品当月出口额 单位: 万美元	11
图 22: 纺织纱线、织物及制品累计出口额 单位: 万美元	11
图 23: 服装及衣着附件当月出口额 单位: 万美元	11
图 24: 服装及衣着附件累计出口额 单位: 万美元	11
图 25: 纸浆主力收盘价 单位: 元/吨	12
图 26: 国内漂针浆现货价 单位: 元/吨	12
图 27: 山东银星基差 单位: 元/吨	12
图 28: CFR 外盘报价 单位: 美元/吨	12
图 29: 纸浆当月进口量 单位: 万吨	12
图 30: 纸浆累计进口量 单位: 万吨	12
图 31: 针叶浆月度进口量 单位: 万吨	13
图 32: 阔叶浆月度进口量 单位: 万吨	13

图 33: 青岛港周度纸浆库存 单位: 万吨	13
图 34: 青岛港+常熟港+高栏港+天津港月度库存 单位: 万吨	13
图 35: 双胶纸周度产量 单位: 万吨	13
图 36: 铜版纸周度产量 单位: 万吨	13
图 37: 白卡纸周度产量 单位: 万吨	14
图 38: 生活用纸周度产量 单位: 万吨	14
图 39: 双胶纸周度企业库存 单位: 万吨	14
图 40: 铜版纸周度企业库存 单位: 万吨	14
图 41: 白卡纸周度企业库存 单位: 万吨	14
图 42: 生活用纸周度企业库存 单位: 万吨	14
图 43: 白糖主力收盘价 单位: 元/吨	15
图 44: ICE11 号糖收盘价 单位: 美分/磅	15
图 45: 白糖现货价格 单位: 元/吨	15
图 46: 郑糖 05 基差 单位: 元/吨	15
图 47: 郑糖 09 基差 单位: 元/吨	15
图 48: 全国食糖产量: 累计值 单位: 万吨	15
图 49: 全国食糖销量: 累计值 单位: 万吨	16
图 50: 国内食糖新增工业库存 单位: 万吨	16
图 51: 国内食糖月度进口量 单位: 万吨	16
图 52: 国内食糖累计进口量 单位: 万吨	16
图 53: 巴西中南部累计甘蔗压榨量 单位: 万吨	16
图 54: 巴西中南部双周累计产糖量 单位: 万吨	16
图 55: 巴西食糖月度出口量 单位: 万吨	17
图 56: 印度甘蔗种植面积 单位: 万公顷	17
图 57: 印度食糖月度出口量 单位: 万吨	17
图 58: 印度食糖累计出口量 单位: 万吨	17
图 59: 泰国双周糖累计产量 单位: 吨	17
图 60: 泰国食糖月度出口量 单位: 万吨	17

棉花市场分析

■ 价格行情

期货方面，截止周五收盘，棉花 2505 合约 13580 元/吨，环比下跌 70 元/吨，跌幅 0.51%。现货方面，新疆地区棉花现货价格 14602 元/吨，环比下跌 28 元/吨。现货基差 CF05+1022，环比上涨 42。全国棉花现货加权均价 14864 元/吨，环比下跌 41 元/吨，现货基差 CF05+1284，环比上涨 29。

■ 棉花供需

国际方面，据美国农业部（USDA），截止 3 月 20 日当周，2024/25 美陆地棉周度签约 1.91 万吨，周降 16%，较四周平均水平降 57%，同比降 14%；其中巴基斯坦签约 0.8 万吨，越南签约 0.43 万吨，中国取消签约 0.61 万吨；2025/26 年度美陆地棉周度签约 0.94 万吨；2024/25 美陆地棉周度装运 8.92 万吨，周增 12%，较四周平均水平增 16%，同比增 9%，其中越南装运 2.61 万吨，土耳其装运 1.57 万吨。

国内方面，据海关统计数据，2025 年 1-2 月棉制品出口量为 110.27 万吨，同比增加 7.63%。出口金额 103.31 亿美元，同比下跌 9.58%。出口单价为 9.37 美元/千克。

■ 后市展望

国际方面，本周美棉受到种植面积意愿缩减以及美元走弱的影响，主力合约触及 64.83 美分/磅后出现反弹，盘中最高 67.09 美分/磅，但本周出口签约量的显著下滑对棉价继续上涨造成压力。短期内供应宽松的局面难以改变，叠加中美贸易摩擦升级，需求端预计进一步受到制约。随着 3 月底意向种植面积公布，预计美棉的交易重心逐渐转移到新季供应，需持续关注美棉主产区旱情以及对于新棉种植意向的影响。

国内方面，本周郑棉主力合约价格围绕 13600 元/吨附近窄幅震荡。供应端，24/25 年度国内超预期增产，商业库存处于历史同期高位，套保资金也持续压制盘面。25/26 年度国内植棉面积预期增加，关注种植期天气情况。需求端，最近两周下游表现环比有所改善，不过需求好转的力度不强，对比旺季同期水平还是偏弱的。纱厂目前以刚需补库为主，持续关注天气转暖后下游夏季订单的情况。

综合来看，短期国际贸易环境恶化，国内宏观未带来有效利好，产业端环比改善，但整体表现仍偏弱，关注后期边际变动，短期棉价或仍以区间震荡为主。

纸浆市场分析

■ 价格行情

期货方面，截止周五收盘，纸浆 2505 合约收于 5724 元/吨，相比上周下跌 28 元/吨，跌幅 0.49%。现货方面，本周山东地区“银星”针叶浆现货均价 6480 元/吨，较上周下调 20 元/吨，现货基差 SP05+756，环比上升 8；本周山东地区俄针现货均价 5730 元/吨，较上周下调 20 元/吨，现货基差 SP05+6，环比上升 8。

■ 纸浆供需

国际方面，据 Europulp 数据，2025 年 2 月欧洲港口总库存较 1 月下降 0.70%，较 2024 年 2 月增长 24.39%。2 月仅荷兰/比利时/法国/瑞士港口库存环比增长 18.88%，英国、德国、意大利以及西班牙港口库存分别环比下降 0.83%、21.24%、16.60%以及 10.91%。整体来看，欧洲多数国家港口库存环比下降，带动 2 月欧洲港口总库存环比略降。

国内方面，据卓创，供应方面，国产阔叶浆开工负荷率较上周提升 1%；国产化机浆行业开工负荷率较上周下降 3%；非木浆方面，竹浆开工负荷率较上周持平；甘蔗浆开工负荷率较上周下降 2%。需求方面，双铜纸开工负荷率较上周持平上升 0.73%；双胶纸开工负荷率较上周下降 0.05；白卡纸开工负荷率较上周提升 0.06%；生活用纸开工负荷率较上周下降 2.16%。

■ 后市展望

供应方面，一季度有一些海外浆厂检修，供应存在减量预期，导致 2-3 月外盘美金报价仍在继续提涨，成本面支撑依旧较强。不过全球发运仍处于高位，1 月全球浆厂发往中国的纸浆数量同比增加。1-2 月国内纸浆进口量大增，3 月到港量预计也不低，短期供应压力逐渐增加，年后国内港口库存持续高位。

需求方面，欧洲需求未见明显起色，欧洲木浆港口库存仍居历史高位。国内下游旺季成色不足，开工及产量表现平平，纸厂采购仍以刚需为主，市场担忧港口高库存能否顺利消化。由于纸厂还在提涨纸价，随着近期浆价回落，纸厂利润继续改善，当前成品纸库存压力不大，不过终端需求预期并不乐观，下游接货情绪未见改善。

综合来看，产业链上下游仍在持续博弈的阶段，目前暂时未看到明显的上涨驱动，不过纸浆期价已经跌到了支撑位附近，下方存在刚需及成本端的支撑，继续下跌的空间预计有限。中长期走势由于针叶浆无新增投产，浆价底部中枢有望逐步提升，需观察宏观政策调控与消费复苏节奏的协同效应。

白糖市场分析

■ 价格行情

期货方面，截止周五收盘，白糖 2505 合约收盘价 6079 元/吨，环比上周上涨 1 元/吨，涨幅 0.02%。现货方面，广西南宁地区白糖现货价格 6140 元/吨，环比上周下跌 20 元/吨，现货基差 SR05+61，环比上周下跌 21；云南昆明地区白糖现货价格 5930 元/吨，环比上周下跌 10 元/吨，现货基差 SR05-149，环比上周下跌 11。

■ 白糖供需

国际方面，航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 3 月 26 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 38 艘，此前一周为 50 艘。港口等待装运的食糖数量为 155.54 万吨，此前一周为 191.16 万吨，环比减少 35.62 万吨，降幅 18.63%。桑托斯港等待出口的食糖数量为 104.14 万吨，帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 34.51 万吨。

国内方面，国家统计局最新公布的数据显示，2025 年 1-2 月我国成品糖产量为 613.6 万吨，同比增长 13.1%。截至 3 月 24 日，广西 2024/25 榨季累计收榨糖厂 72 家，同比增加 32 家；已收榨糖厂日榨蔗能力 58.05 万吨，同比增加 20.65 万吨。本榨季广西开榨糖厂共 74 家，目前还有 2 家糖厂未收榨，预计 3 月底前将全部停机。

■ 后市展望

原糖方面，虽然各机构对印度产量仍有争议，但由此带来的扰动已经基本被盘面反映。巴西 2 月以来降雨偏少，不过干旱的实际影响尚待评估，根据各机构对 25/26 榨季巴西中南部产量预估，增产预期依旧较强。短期在供应偏紧的提振下，原糖 05 合约下方支撑较强。但中期巴西丰产预期仍存，糖价中期依旧承压。

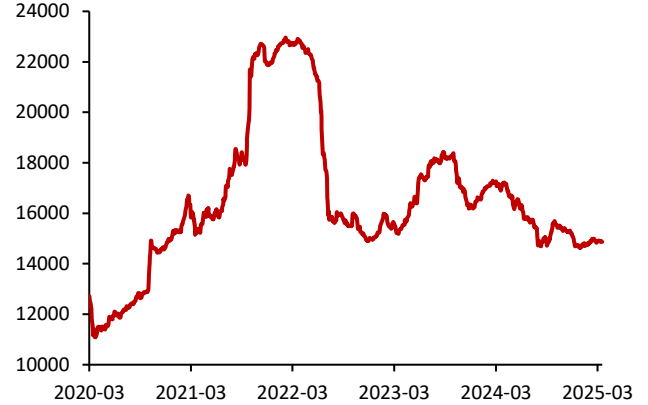
郑糖方面，由于外盘强势反弹，国内郑糖在资金及情绪影响下一度突破前高。尽管国内本榨季维持增产，但短期进口糖源十分有限，糖浆及预拌粉管控政策又继续收紧，放开的时间或有推迟，国产糖价格短期预计坚挺，近月合约获得支撑，短期郑糖或维持高位震荡，中期走势预计跟随原糖，重点关注糖浆预拌粉政策以及进口节奏。

图 1:郑棉主力收盘价 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2:中国棉花价格指数:328 | 单位: 元/吨



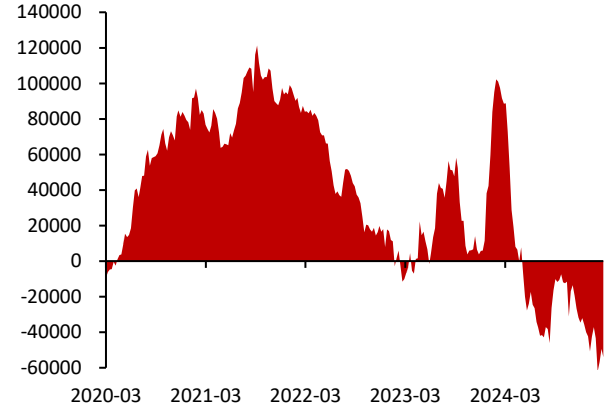
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3:NYBOT 2 号棉花主力收盘价 | 单位: 元/吨



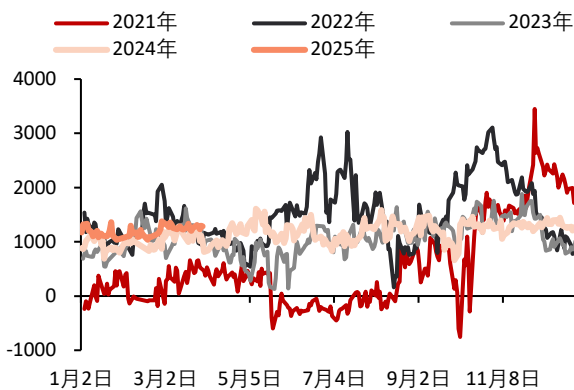
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4:CFTC 非商业净持仓 | 单位: 张



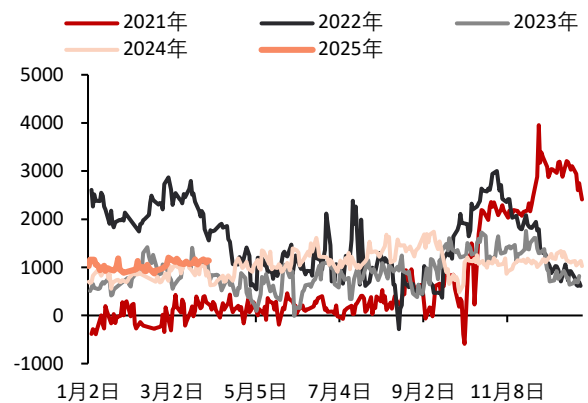
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5:郑棉 5 月基差 | 单位: 元/吨



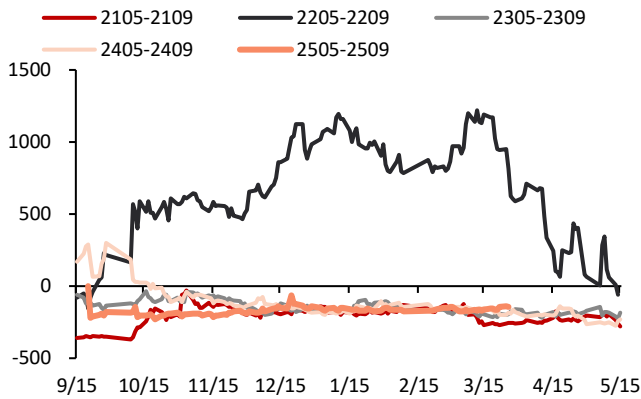
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6:郑棉 9 月基差 | 单位: 元/吨



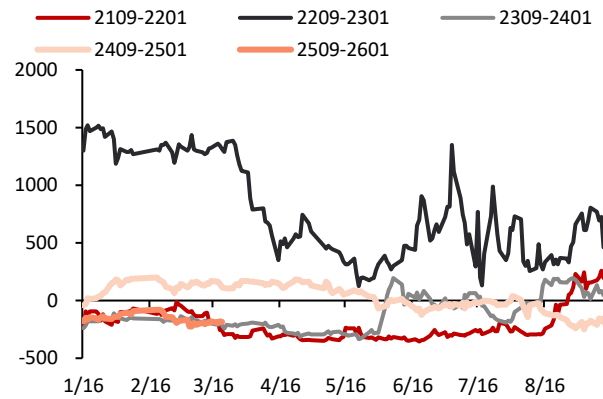
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7:郑棉 5-9 价差 | 单位: 元/吨



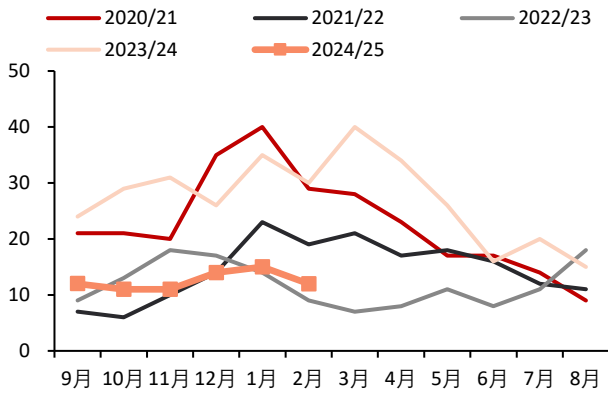
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8:郑棉 9-1 价差 | 单位: 元/吨



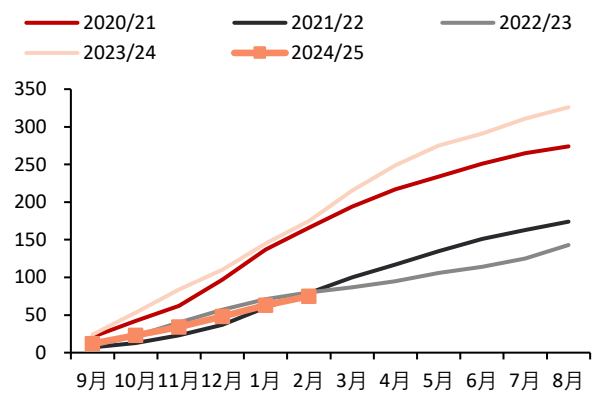
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9:棉花月度进口量 | 单位: 万吨



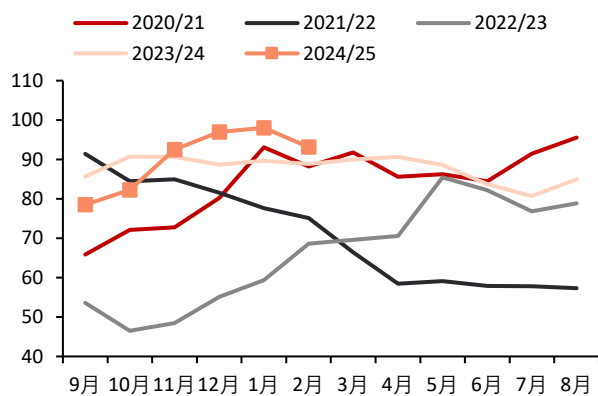
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10:棉花累计进口量 | 单位: 万吨



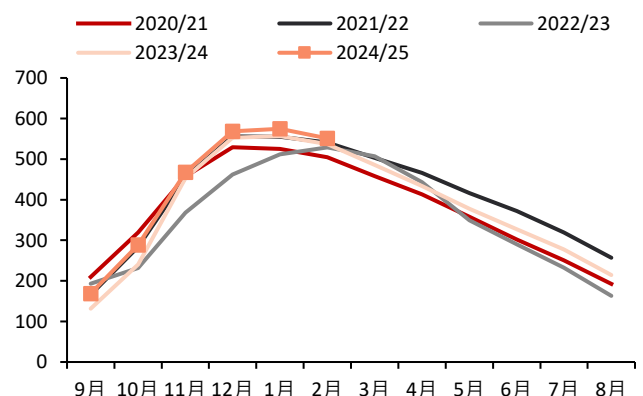
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11:棉花工业库存 | 单位: 万吨



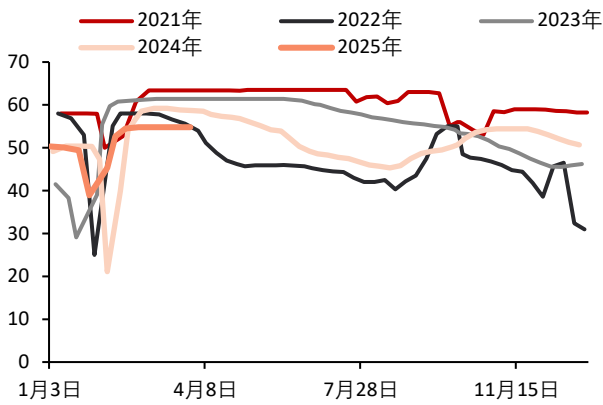
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12:棉花商业库存 | 单位: 万吨



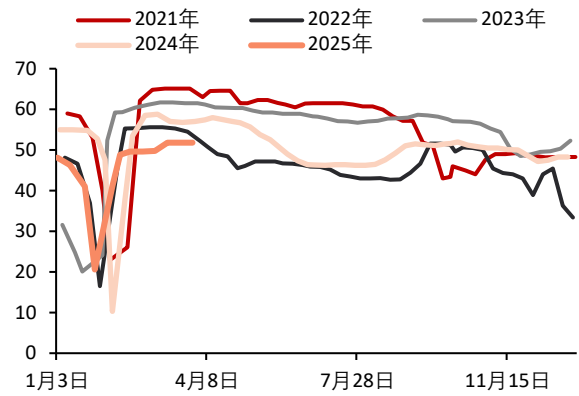
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13:纯棉纱厂负荷 | 单位: %



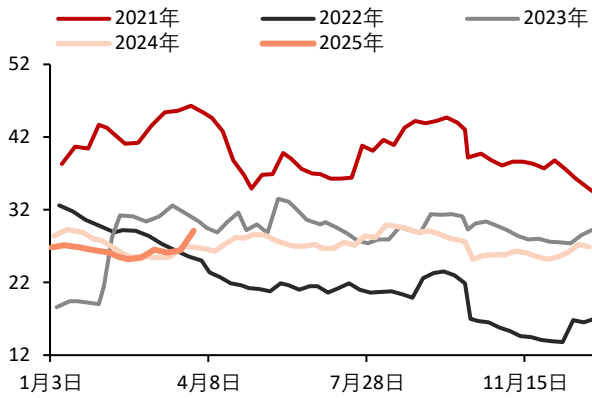
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 14:全棉坯布负荷 | 单位: %



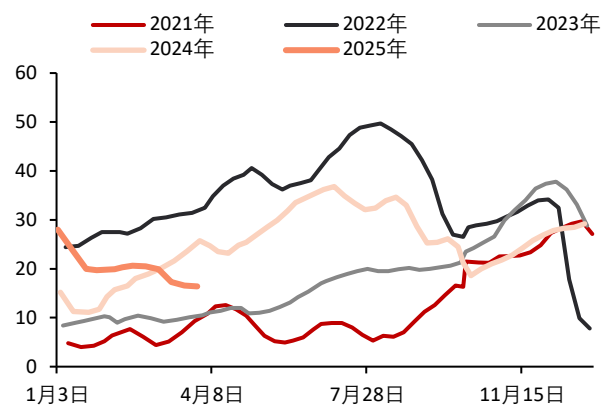
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 15:纱厂棉花库存 | 单位: 天



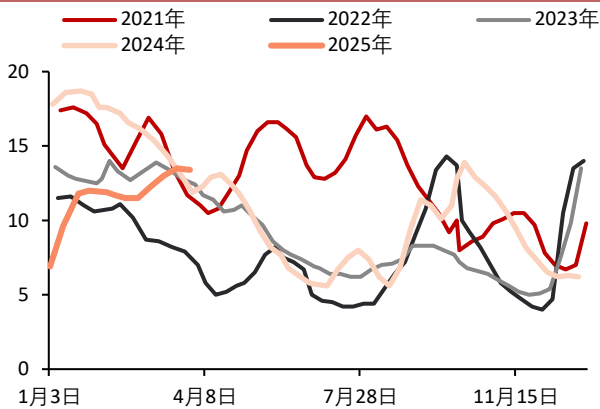
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 16:纱厂棉纱库存 | 单位: 天



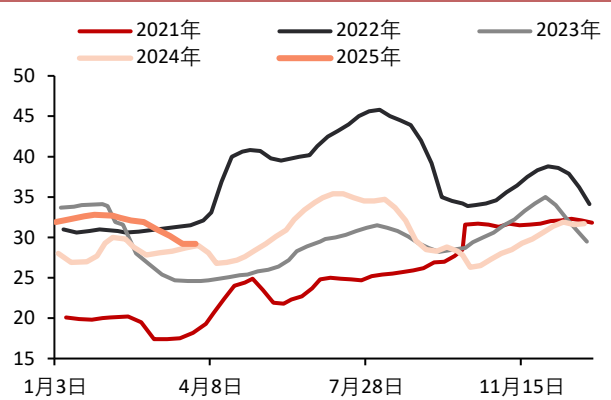
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 17:织厂棉纱库存 | 单位: 天



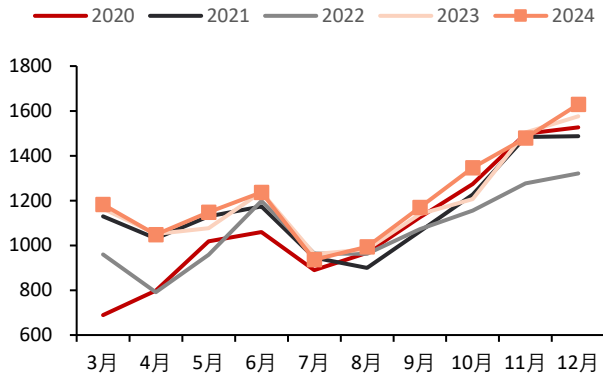
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 18:全棉坯布库存 | 单位: 天



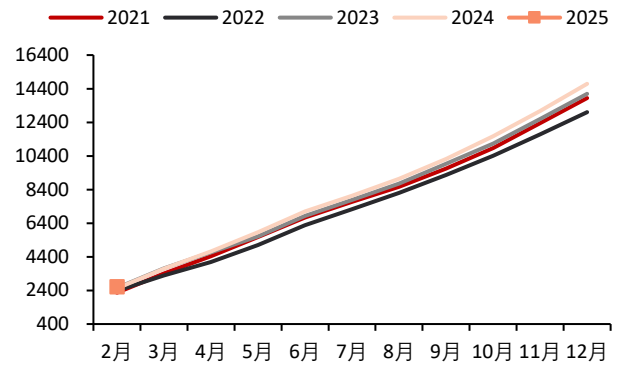
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 19:服装鞋帽、针纺织品类当月零售额 | 单位: 亿元



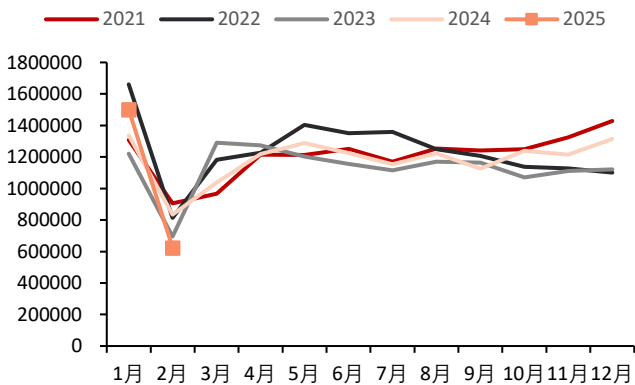
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20:服装鞋帽、针纺织品类累计零售额 | 单位: 亿元



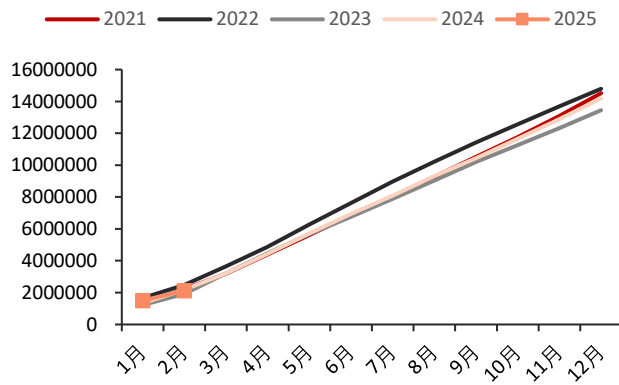
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21:纺织纱线、织物及制品当月出口额 | 单位: 万美元



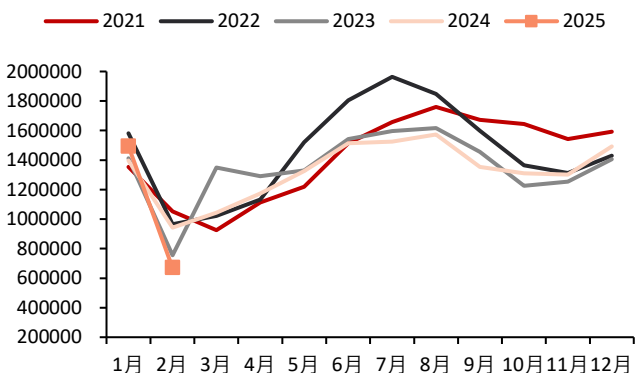
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22:纺织纱线、织物及制品累计出口额 | 单位: 万美元



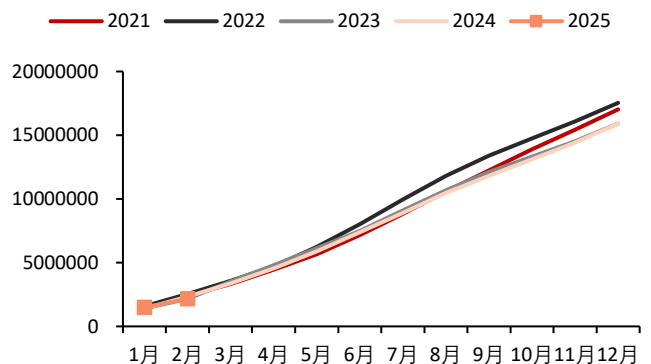
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23:服装及衣着附件当月出口额 | 单位: 万美元



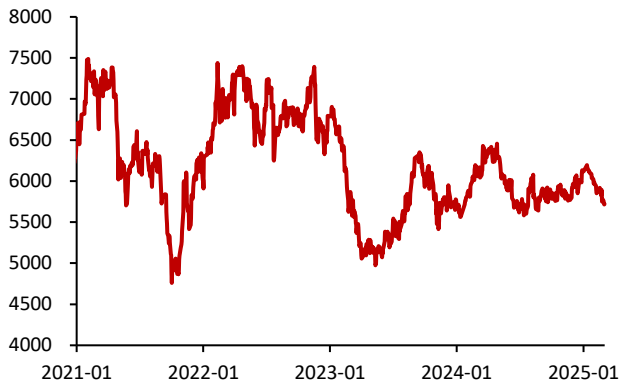
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24:服装及衣着附件累计出口额 | 单位: 万美元



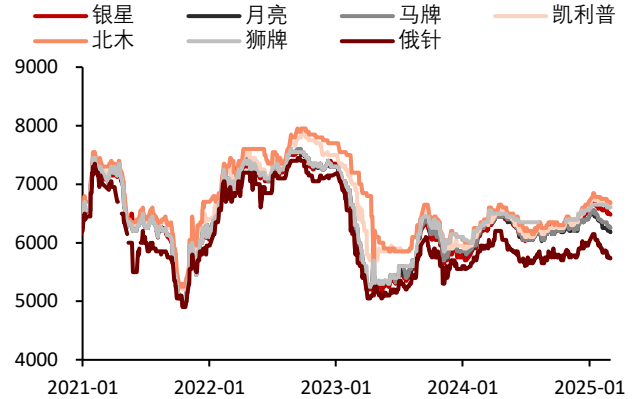
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 纸浆主力收盘价 | 单位: 元/吨



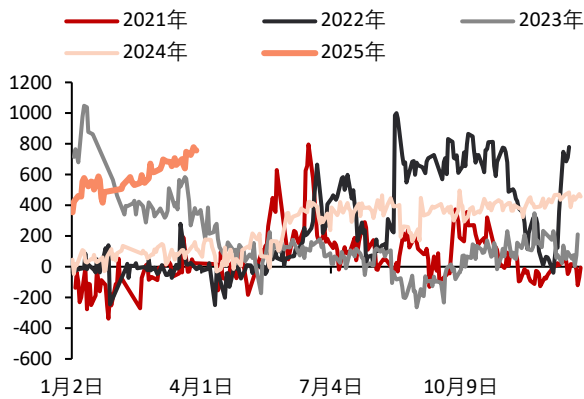
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 国内漂针浆现货价 | 单位: 元/吨



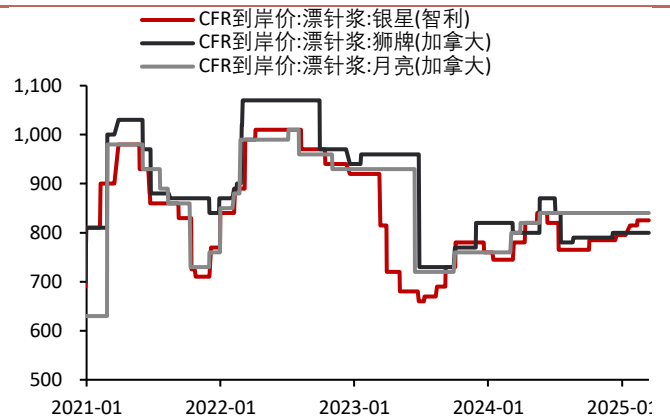
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 山东银星基差 | 单位: 元/吨



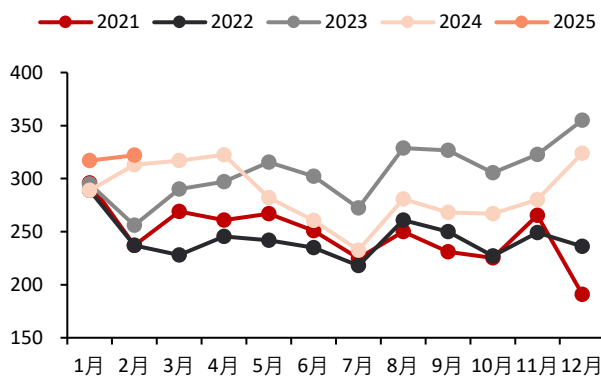
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: CFR 外盘报价 | 单位: 美元/吨



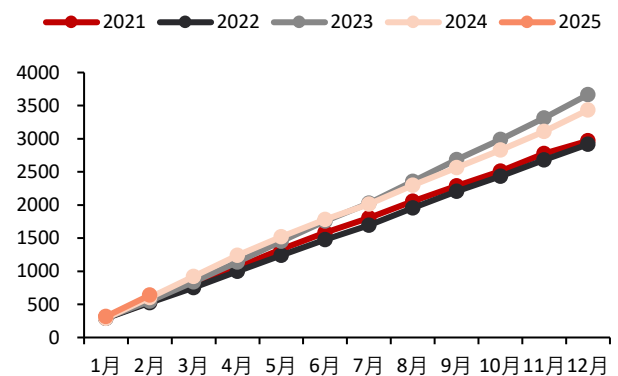
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 纸浆当月进口量 | 单位: 万吨



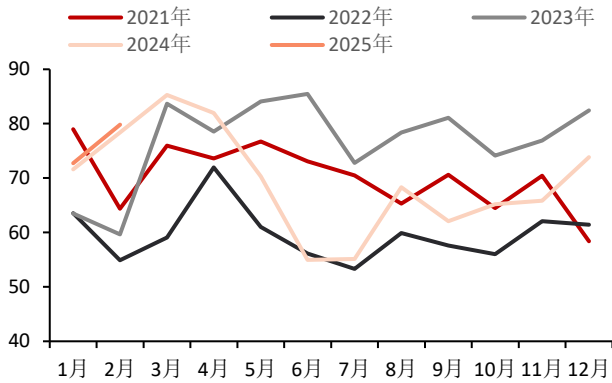
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 纸浆累计进口量 | 单位: 万吨



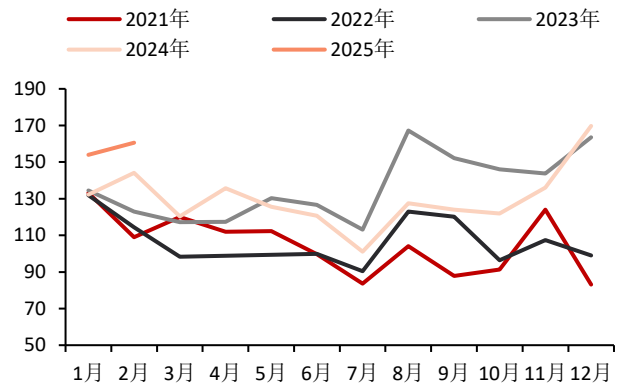
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 针叶浆月度进口量 | 单位: 万吨



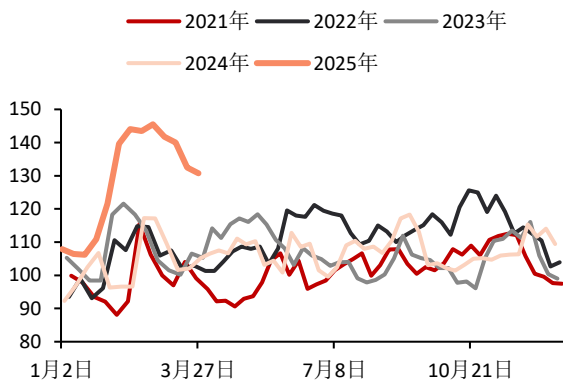
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 阔叶浆月度进口量 | 单位: 万吨



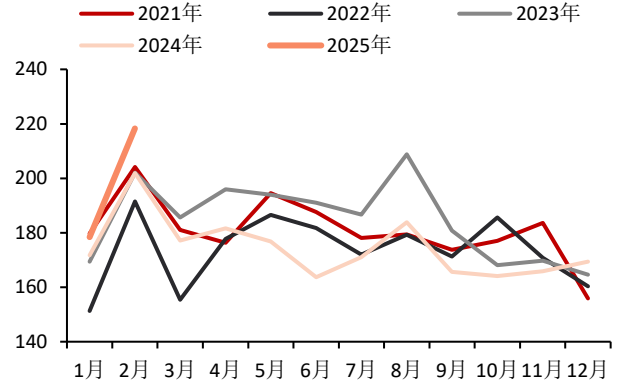
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: 青岛港周度纸浆库存 | 单位: 万吨



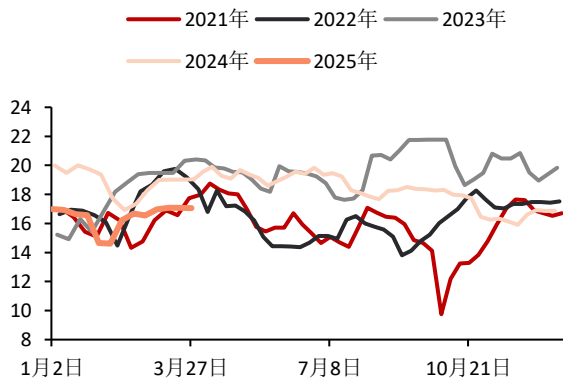
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 34: 青岛港+常熟港+高栏港+天津港月度库存 | 单位: 万吨



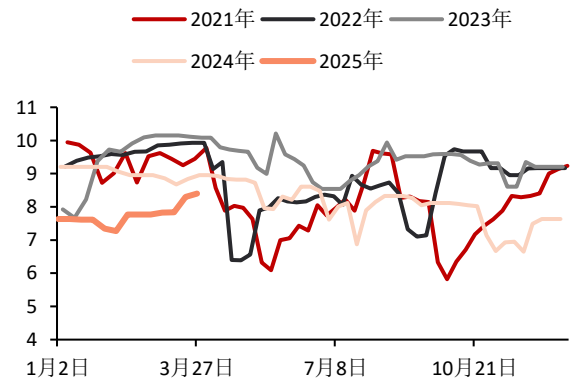
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 35: 双胶纸周度产量 | 单位: 万吨



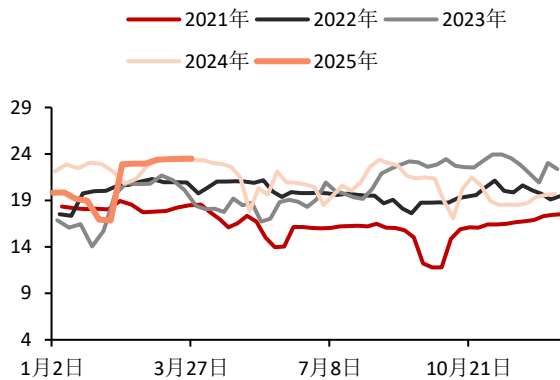
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 36: 铜版纸周度产量 | 单位: 万吨



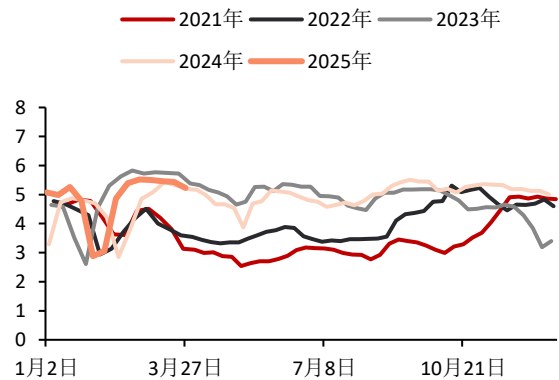
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 37:白卡纸周度产量 | 单位: 万吨



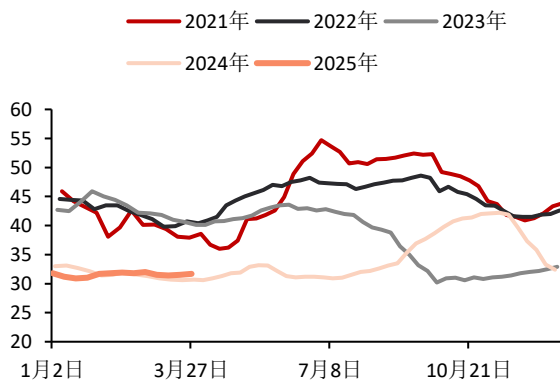
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 38:生活用纸周度产量 | 单位: 万吨



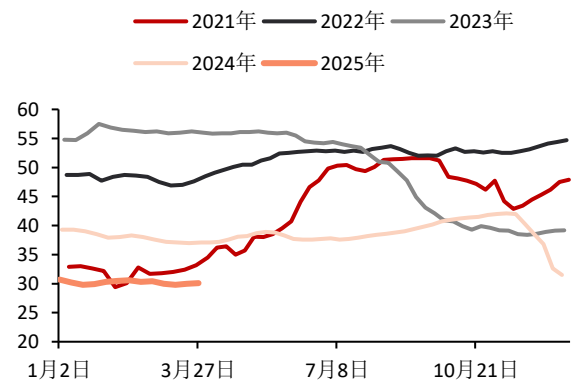
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 39:双胶纸周度企业库存 | 单位: 万吨



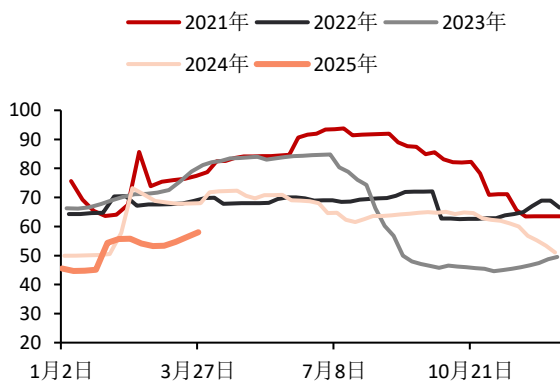
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 40:铜版纸周度企业库存 | 单位: 万吨



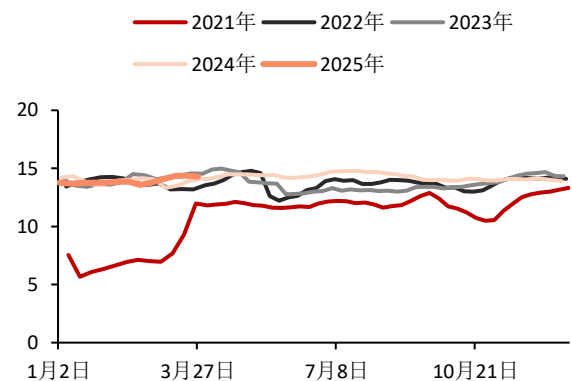
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 41:白卡纸周度企业库存 | 单位: 万吨



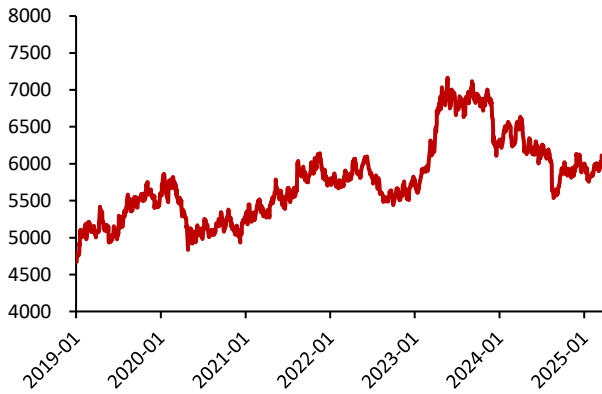
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 42:生活用纸周度企业库存 | 单位: 万吨



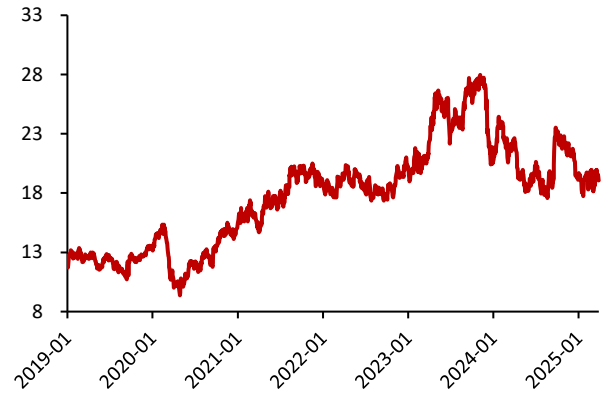
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 43:白糖主力收盘价 | 单位: 元/吨



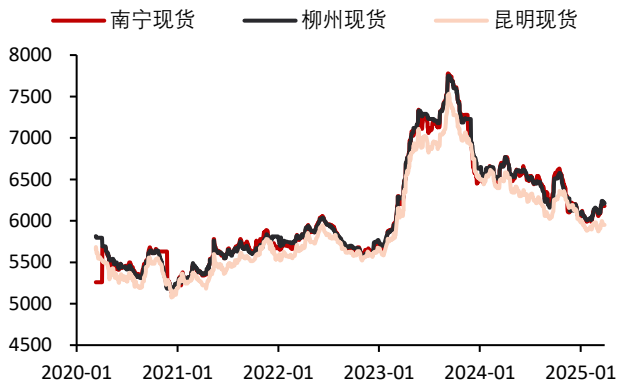
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 44: ICE11 号糖收盘价 | 单位: 美分/磅



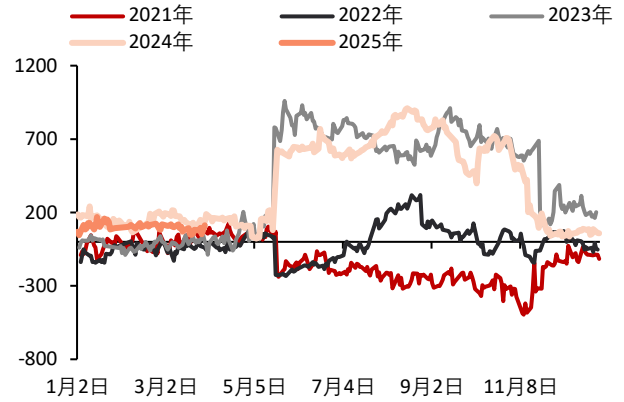
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 45:白糖现货价格 | 单位: 元/吨



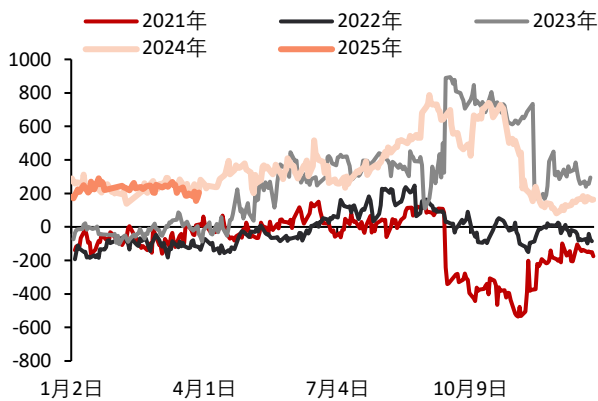
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 46:郑糖 05 基差 | 单位: 元/吨



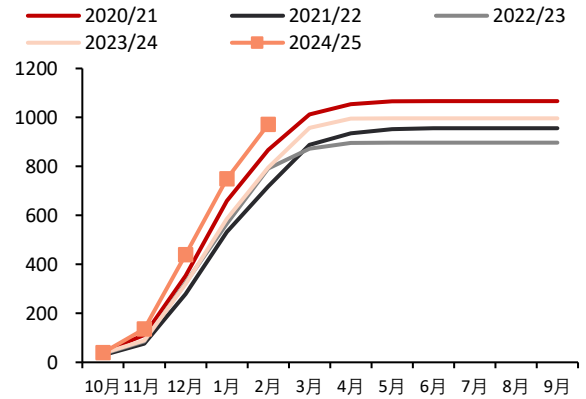
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 47:郑糖 09 基差 | 单位: 元/吨



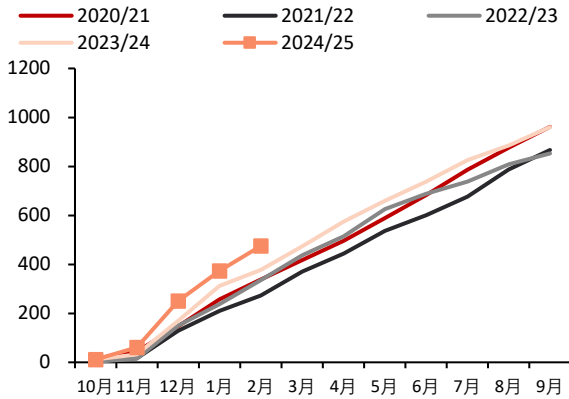
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 48:全国食糖产量: 累计值 | 单位: 万吨



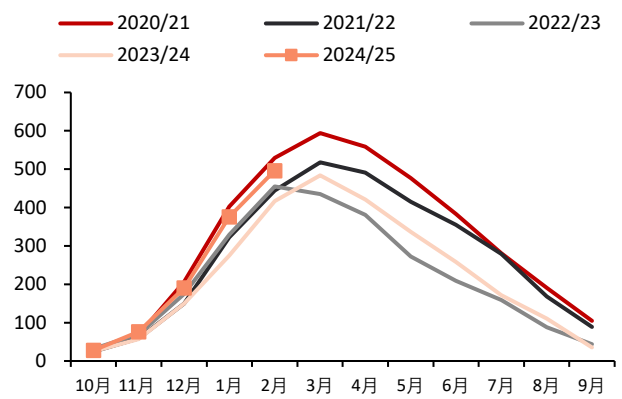
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 49: 全国食糖销量: 累计值 | 单位: 万吨



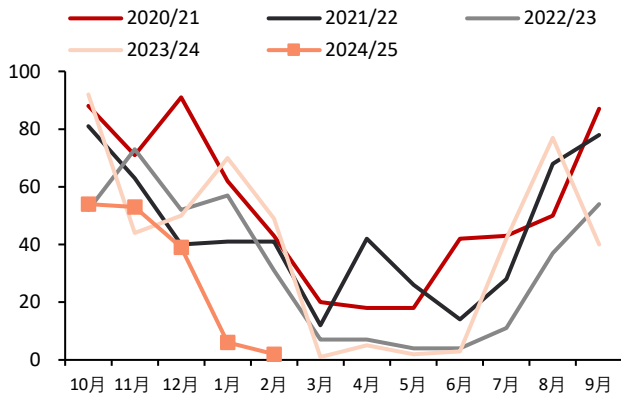
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 50: 国内食糖新增工业库存 | 单位: 万吨



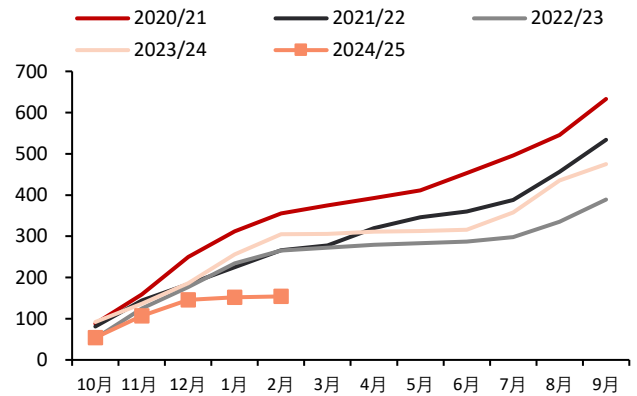
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 51: 国内食糖月度进口量 | 单位: 万吨



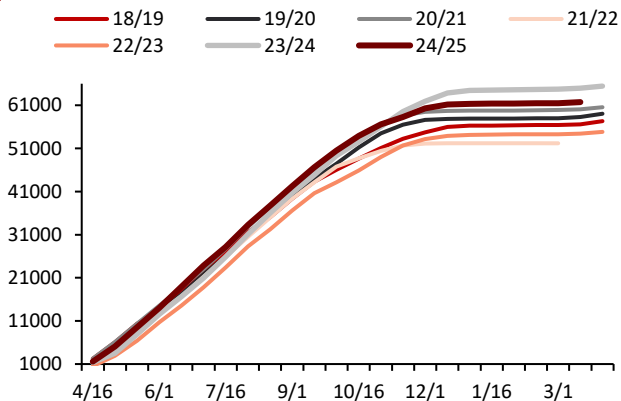
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 52: 国内食糖累计进口量 | 单位: 万吨



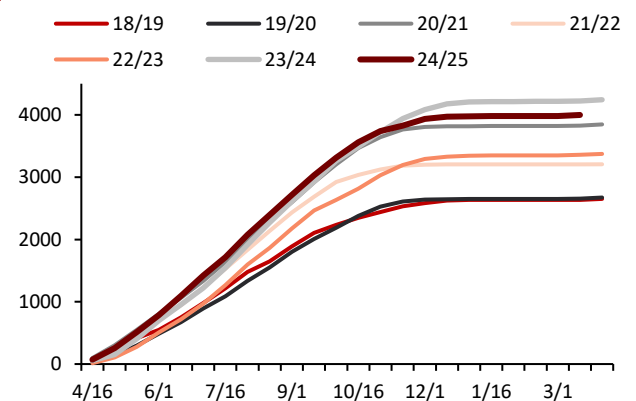
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 53: 巴西中南部累计甘蔗压榨量 | 单位: 万吨



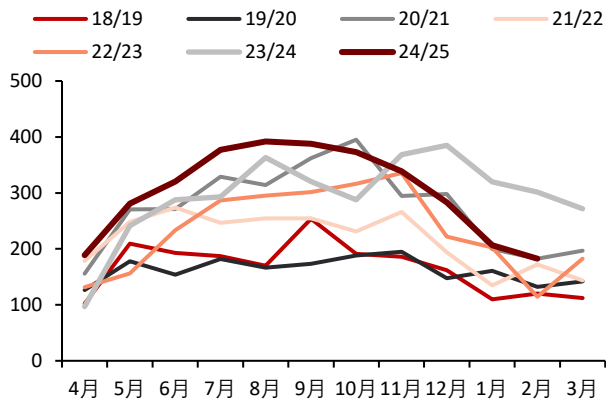
数据来源: UNICA 华泰期货研究院

图 54: 巴西中南部双周累计产糖量 | 单位: 万吨



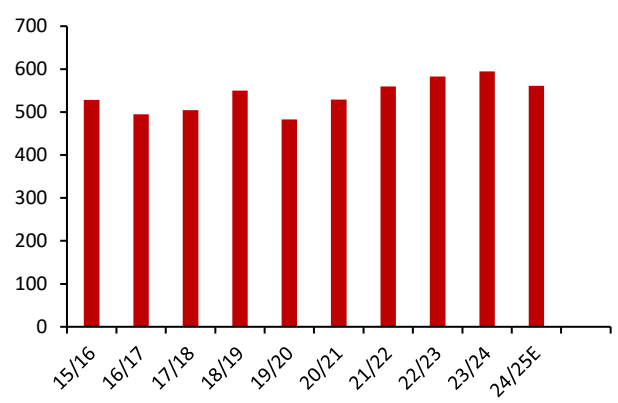
数据来源: UNICA 华泰期货研究院

图 55: 巴西食糖月度出口量 | 单位: 万吨



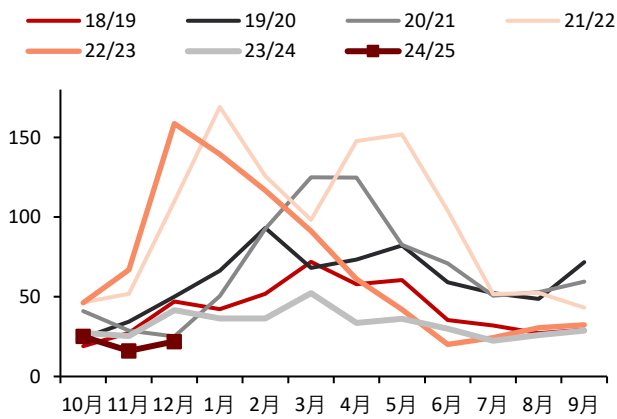
数据来源: 巴西农业部 华泰期货研究院

图 56: 印度甘蔗种植面积 | 单位: 万公顷



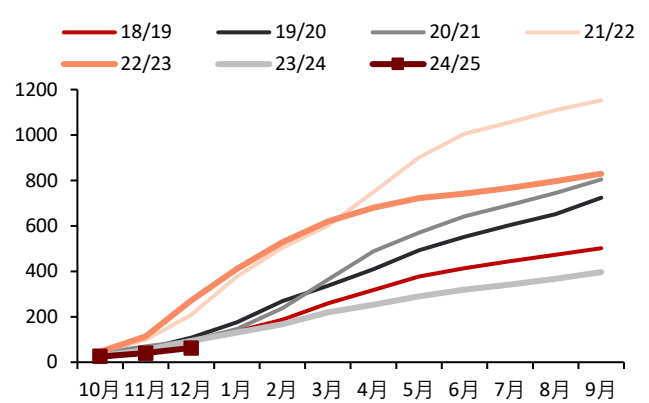
数据来源: ISMA 华泰期货研究院

图 57: 印度食糖月度出口量 | 单位: 万吨



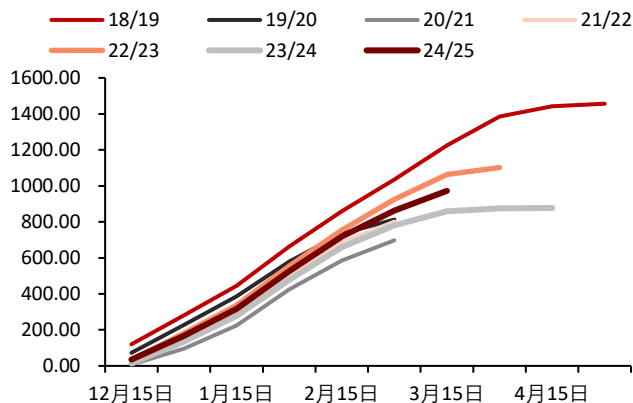
数据来源: 印度商务部 华泰期货研究院

图 58: 印度食糖累计出口量 | 单位: 万吨



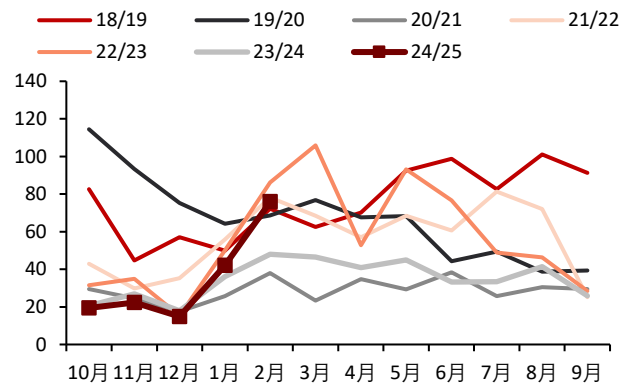
数据来源: 印度商务部 华泰期货研究院

图 59: 泰国双周糖累计产量 | 单位: 吨



数据来源: OCSB 华泰期货研究院

图 60: 泰国食糖月度出口量 | 单位: 万吨



数据来源: OCSB 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com