

板块震荡运行，等待新的驱动

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

宏观方面，中美多次互加关税，更高的关税已不存在进一步的影响。中长期国内纺织服装出口订单将受到严重影响，还需关注美国与其他国家双边谈判的结果。

国际方面，随着北半球进入播种期，关注焦点已逐渐转移到新季供应，美棉新年度播种预期较强，产区干旱程度同比有所加重，美棉12月合约受到较强支撑。后续需持续关注各主产国天气情况，同时也需要关注关税对全球经济及消费的影响程度。

国内方面，新年度植棉面积预期稳中有增，种植端目前来看缺乏明显利好驱动。不过3月国内棉花去库速度明显加快，本年度后期国内仍存供应偏紧的预期。纺企在棉价大跌情况下心态谨慎，不过当前棉纱成品库存不高，压力暂且不大。若关税持续时间较长，出口订单下滑所带来的实际影响或逐渐显现，后市需求形势或仍不容乐观。

■ 策略

中性。盘面风险阶段性出清，但宏观不确定性仍强，短期棉价预计震荡运行。

■ 风险

宏观及政策风险、主产国天气情况

纸浆观点

■ 市场分析

宏观方面，近期“对等关税”政策反复，纸浆由于本身宏观属性较强，受宏观情绪影响波动明显加剧，期间也一度创下阶段新低。不过随着特朗普发文称暂停部分国家的对等关税90天，贸易摩擦短期暂缓，市场情绪明显回升，纸浆盘面又止跌企稳。

供应方面，外盘美金报价仍相对坚挺，成本面仍有一定支撑。不过全球发运仍处于高位，1-3月国内纸浆进口量大增，年后国内港口库存维持相对高位，对市场价格形成持续压制。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。随着浆价持续回

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

落，纸厂利润略有改善，不过终端需求预期并不乐观，下游接货情绪未见改善。且5月以后即将进入传统淡季，需求仍有继续走弱的可能性。

■ 策略

中性。尽管贸易摩擦暂缓，但当前终端需求预期仍偏悲观，产业链缺乏利好驱动，短期纸浆期价预计依旧震荡承压。继续关注宏观方面动向。

■ 风险

宏观风险、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，受宏观情绪影响，原糖期价下跌至18美分下方。24/25榨季北半球产量不及预期，巴西库存降至历史低位，短期国际糖市供需或仍相对偏紧，原糖在连续下跌后存在反弹预期。不过巴西新榨季开榨较为顺利，制糖比创历史新高，压制原糖期价上方空间。但仍需关注巴西天气状况，若后期旱情延续，产量可能不及预期。

郑糖方面，国内糖价跟随原糖有所回落，但因基本面偏强，较外盘相对抗跌。3月产销数据表现利好，尽管增产预期兑现，但短期进口糖数量有限，糖浆及预拌粉政策又继续收紧；另一方面，广西旱情尚未得到有效缓解，下榨季产量存较大变数，对糖价起到支撑作用，短期郑糖预计延续区间震荡。中长期国内糖价走势将跟随原糖，若巴西天气正常，原糖下探将解决国内缺口问题。

■ 策略

中性。郑糖大方向跟随原糖波动为主，重点关注巴西产量及国内未来进口进度。

■ 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 2509 合约 12885 元/吨，环比下跌 85 元/吨，跌幅 0.66%。现货方面，新疆地区棉花现货价格 14064 元/吨，环比下跌 151 元/吨。现货基差 CF09+1179，环比下跌 66。全国棉花现货加权均价 14209 元/吨，环比下跌 66 元/吨，现货基差 CF09+1324，环比上涨 19。

■ 棉花供需

国际方面，据美国农业部（USDA），截止 4 月 10 日当周，2024/25 美陆地棉周度签约 4.58 万吨，周增 76%，较四周平均水平增 88%，同比增 38%；其中越南签约 2.06 万吨，印度签约 0.8 万吨，中国取消签约 0.3 万吨；2025/26 年度美陆地棉累计签约 25.72 万吨，同比下滑 6%；2024/25 美陆地棉周度装运 7.44 万吨，环比降 13%，较四周平均水平降 13%，同比增 23%，其中越南装运 1.98 万吨，巴基斯坦装运 1.33 万吨。

国内方面，据棉花信息网最新调研数据显示，截至 2025 年 4 月 14 日，全疆棉花播种进度约 62.3%，较前一周增加 48.2 个百分点。其中，南疆棉区播种进入后期阶段，整体播种进度约 66.6%，较前一周增加 45.6 个百分点，部分早播棉田已陆续出苗显行，出苗率约 20.7%。北疆及东疆棉区开始进入集中播种阶段，播种进度较快。其中，北疆棉区整体进度约 57.0%。较前一周增加 52.7 个百分点，个别棉田已有出苗，出苗率约 2.8%。东疆棉区播种进度约 45.8%，较前一周增加 30.1 个百分点，出苗率 3%左右。

■ 后市展望

宏观方面，中美多次互加关税，更高的关税已不存在进一步的影响。中长期国内纺织服装出口订单将受到严重影响，还需关注美国与其他国家双边谈判的结果。

国际方面，随着北半球进入播种期，关注焦点已逐渐转移到新季供应，美棉新年度播种预期较强，产区干旱程度同比有所加重，美棉 12 月合约受到较强支撑。后续需持续关注各主产国天气情况，同时也需要关注关税对全球经济及消费的影响程度。

国内方面，新年度植棉面积预期稳中有增，种植端目前来看缺乏明显利好驱动。不过 3 月国内棉花去库速度明显加快，本年度后期国内仍存供应偏紧的预期。纺企在棉价大跌情况下心态谨慎，不过当前棉纱成品库存不高，压力暂且不大。若关税持续时间较长，出口订单下滑所带来的实际影响或逐渐显现，后市需求形势或仍不容乐观。

纸浆市场分析

■ 价格行情

期货方面，截止周五收盘，纸浆 2507 合约 5362 元/吨，环比上周下跌 52 元/吨，跌幅 1.0%。现货方面，本周山东地区“银星”针叶浆现货均价 6350 元/吨，较上周下调 50 元/吨，现货基差 SP07+988，环比上涨 2；本周山东地区俄针现货均价 5400 元/吨，较上周下调 100 元/吨，现货基差 SP07+38，环比下降 48。

■ 纸浆供需

国际方面，据 UTIPULP 数据显示，2025 年 3 月欧洲化学纸浆消费量 86.57 万吨，同比下降 3.24%；欧洲化学纸浆库存量 70.73 万吨，同比上升 6.24%。库存天数 26 天，较去年同期上升 1 天。智利海关公布 2025 年 3 月智利纸浆出口中国情况，其中：针叶浆 9.67 万吨，环比缩减 6.31%，同比缩减 26.36%。阔叶浆 18.28 万吨，环比增加 40.51%，同比增加 32.72%。本色浆 1.08 万吨，环比缩减 18.49%，同比缩减 1.99%。

国内方面，据卓创，供应方面，国产阔叶浆开工负荷率较上周下降 13%；国产化机浆行业开工负荷率较上周持平；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上升 8%。需求方面，双铜纸开工负荷率较上周下降 0.22%；双胶纸开工负荷率较上周下降 0.87%；白卡纸开工负荷率较上周下降 0.87%；生活用纸开工负荷率较上周下降 1.51%。

■ 后市展望

宏观方面，近期“对等关税”政策反复，纸浆由于本身宏观属性较强，受宏观情绪影响波动明显加剧，期间也一度创下阶段新低。不过随着特朗普发文称暂停部分国家的对等关税 90 天，贸易摩擦短期暂缓，市场情绪明显回升，纸浆盘面又止跌企稳。

供应方面，外盘美金报价仍相对坚挺，成本面仍有一定支撑。不过全球发运仍处于高位，1-3 月国内纸浆进口量大增，年后国内港口库存维持相对高位，对市场价格形成持续压制。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。随着浆价持续回落，纸厂利润略有改善，不过终端需求预期并不乐观，下游接货情绪未见改善。且 5 月以后即将进入传统淡季，需求仍有继续走弱的可能性。

综合来看，尽管贸易摩擦暂缓，但当前终端需求预期仍偏悲观，产业链缺乏利好驱动，短期纸浆期价预计依旧震荡承压。继续关注宏观方面动向。

白糖市场分析

■ 价格行情

期货方面，截止周五收盘，白糖 2509 合约收盘价 5952 元/吨，环比上涨 9 元/吨，涨幅 0.15%。现货方面，广西南宁地区白糖现货价格 6170 元/吨，环比上周不变，现货基差 SR09+218，环比下跌 9；云南昆明地区白糖现货价格 5960 元/吨，环比下跌 10 元/吨，现货基差 SR09+8，环比下跌 19。

■ 白糖供需

国际方面，航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 4 月 16 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 42 艘，此前一周为 38 艘。港口等待装运的食糖数量为 169.35 万吨，此前一周为 158.83 万吨，环比增加 10.52 万吨，增幅 6.62%。桑托斯港等待出口的食糖数量为 117.58 万吨，帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 29.75 万吨。

国内方面，据海关总署，2025 年 3 月份我国进口食糖 7 万吨，同比增加 5.93 万吨。2025 年 1-3 月份我国进口食糖 14.92 万吨，同比减少 105.40 万吨，降幅 87.60%。2024/25 榨季截至 3 月，我国进口食糖 161.09 万吨，同比下降 47.41%。

■ 后市展望

原糖方面，受宏观情绪影响，原糖期价下跌至 18 美分下方。24/25 榨季北半球产量不及预期，巴西库存降至历史低位，短期国际糖市供需或仍相对偏紧，原糖在连续下跌后存在反弹预期。不过巴西新榨季开榨较为顺利，制糖比创历史新高，压制原糖期价上方空间。但仍需关注巴西天气状况，若后期旱情延续，产量可能不及预期。

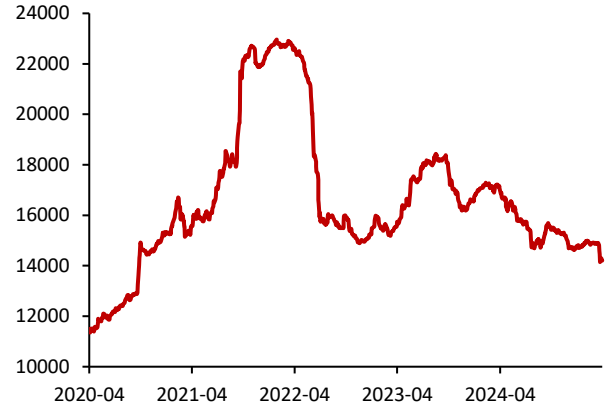
郑糖方面，国内糖价跟随原糖有所回落，但因基本面偏强，较外盘相对抗跌。3 月产销数据表现利好，尽管增产预期兑现，但短期进口糖数量有限，糖浆及预拌粉政策又继续收紧；另一方面，广西旱情尚未得到有效缓解，下榨季产量存较大变数，对糖价起到支撑作用，短期郑糖预计延续区间震荡。中长期国内糖价走势将跟随原糖，若巴西天气正常，原糖下探将解决国内缺口问题，重点关注巴西产量及国内未来进口进度。

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



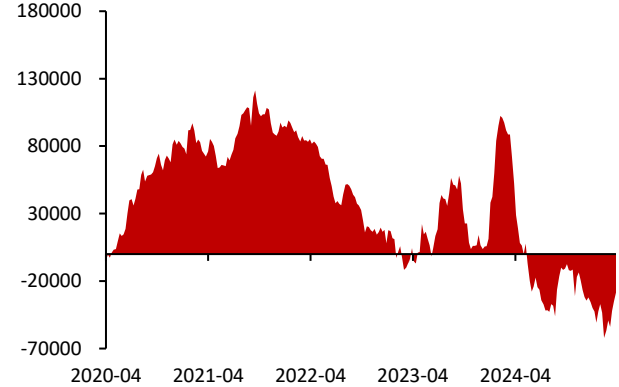
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3:NYBOT 2 号棉花主力收盘价 | 单位: 元/吨



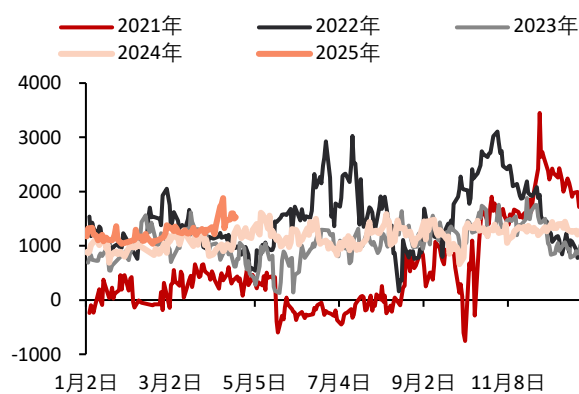
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4:CFTC 非商业净持仓 | 单位: 张



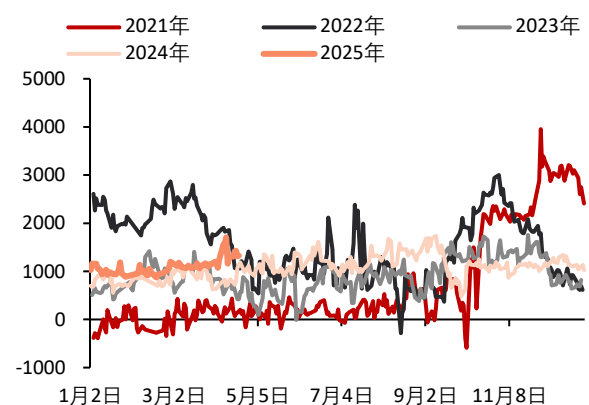
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5:郑棉 5 月基差 | 单位: 元/吨



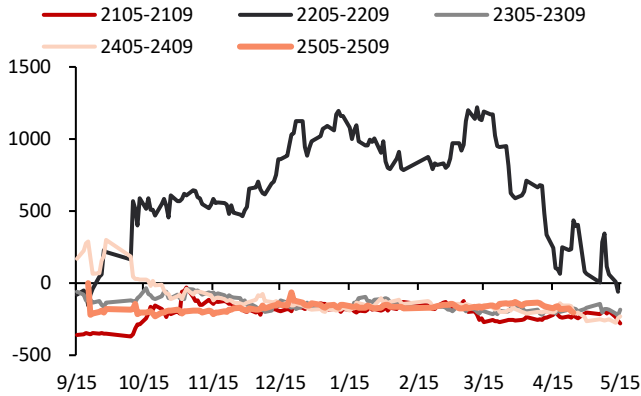
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6:郑棉 9 月基差 | 单位: 元/吨



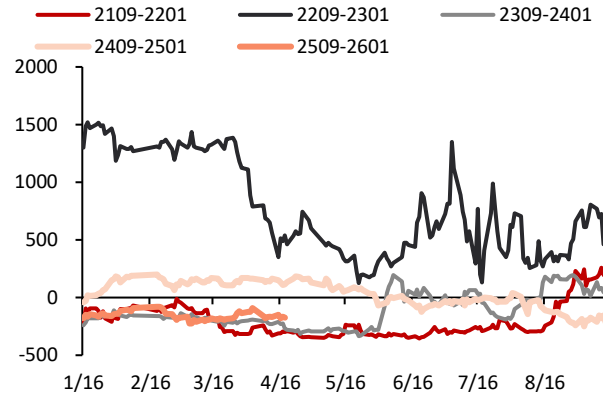
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7:郑棉 5-9 价差 | 单位: 元/吨



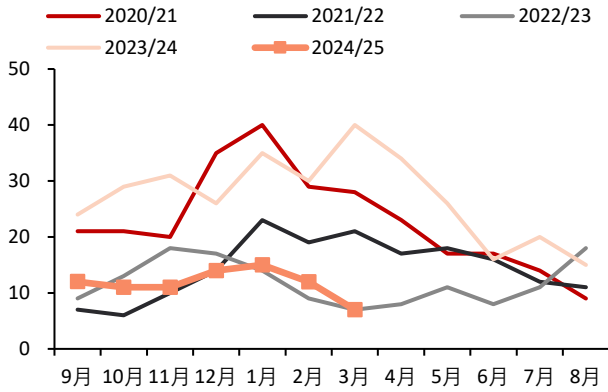
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8:郑棉 9-1 价差 | 单位: 元/吨



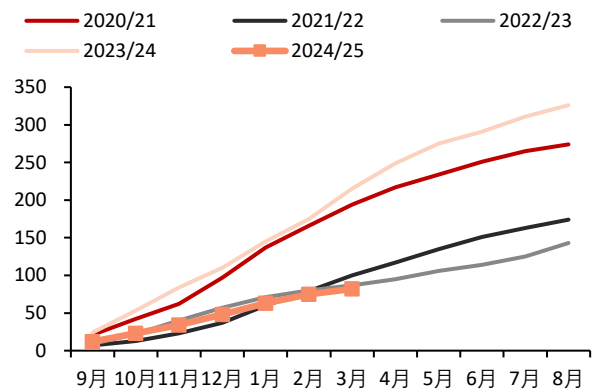
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9:棉花月度进口量 | 单位: 万吨



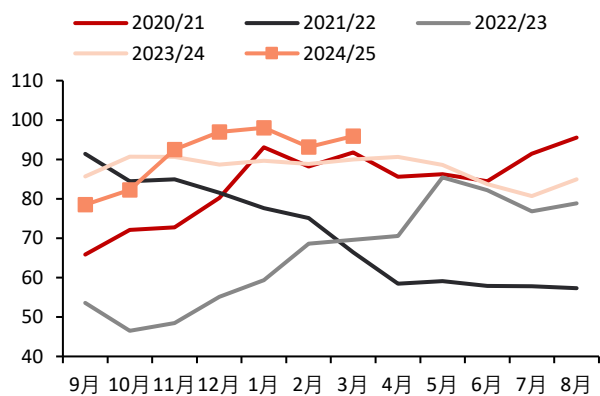
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10:棉花累计进口量 | 单位: 万吨



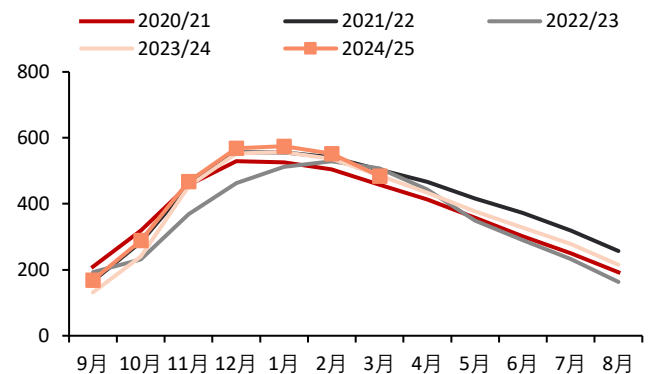
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11:棉花工业库存 | 单位: 万吨



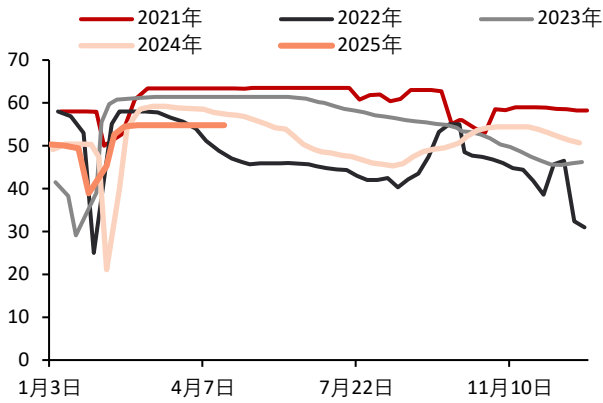
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12:棉花商业库存 | 单位: 万吨



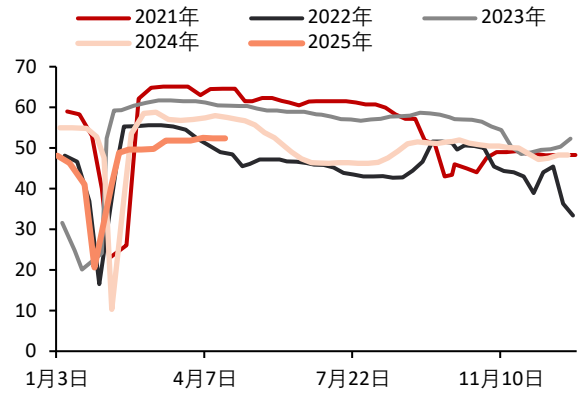
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13:纯棉纱厂负荷 | 单位: %



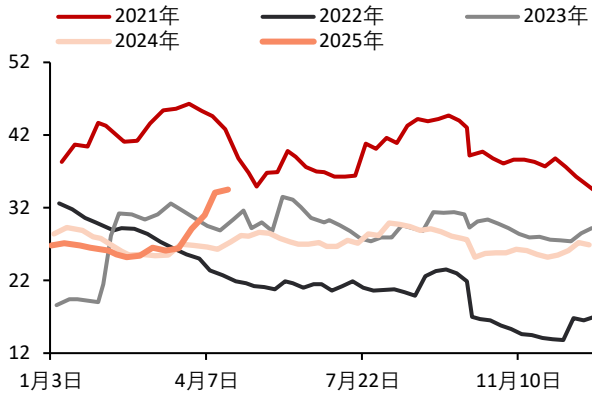
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 14:全棉坯布负荷 | 单位: %



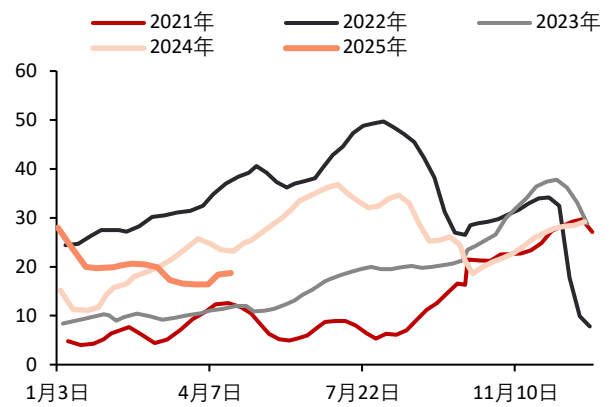
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 15:纱厂棉花库存 | 单位: 天



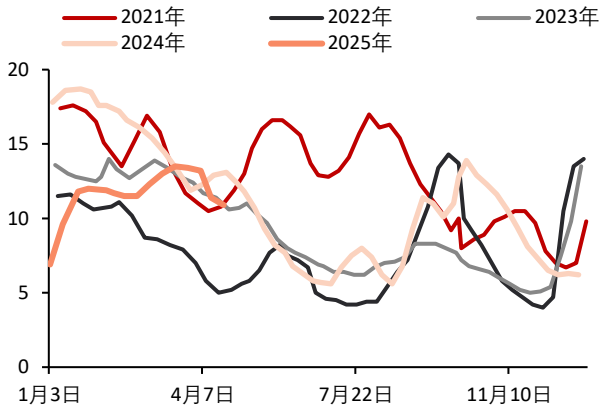
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 16:纱厂棉纱库存 | 单位: 天



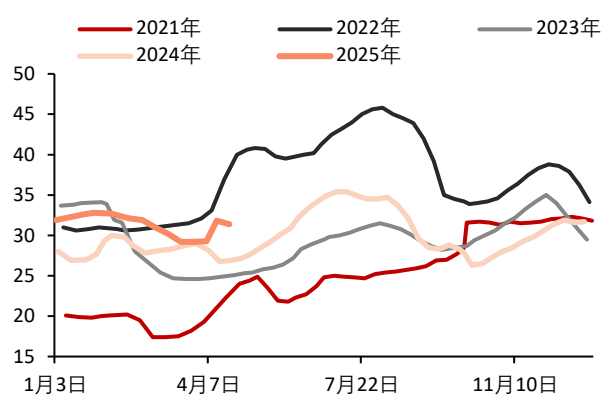
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 17:织厂棉纱库存 | 单位: 天



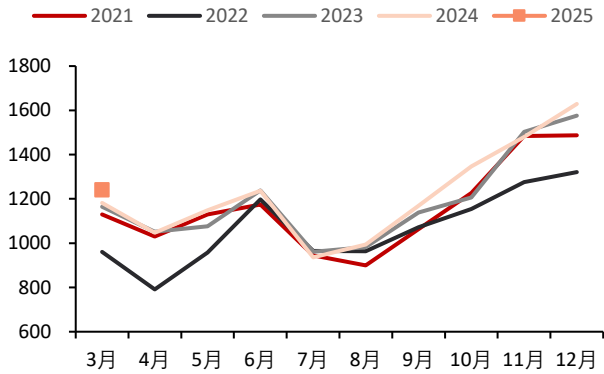
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 18:全棉坯布库存 | 单位: 天



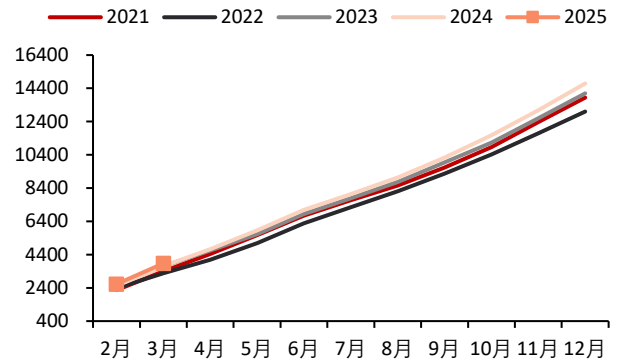
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 19:服装鞋帽、针纺织品类当月零售额 | 单位: 亿元



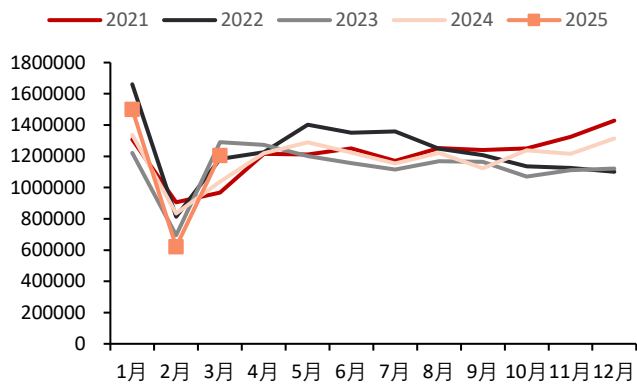
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20:服装鞋帽、针纺织品类累计零售额 | 单位: 亿元



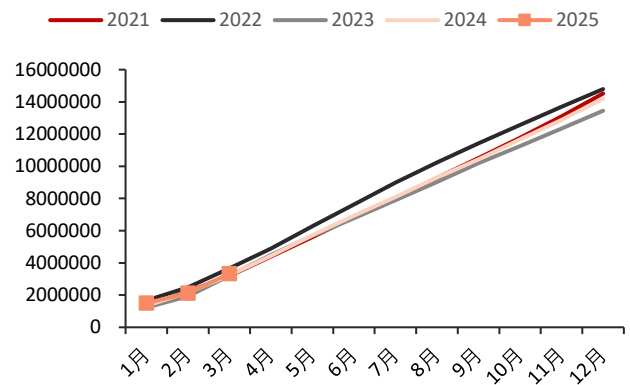
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21:纺织纱线、织物及制品当月出口额 | 单位: 万美元



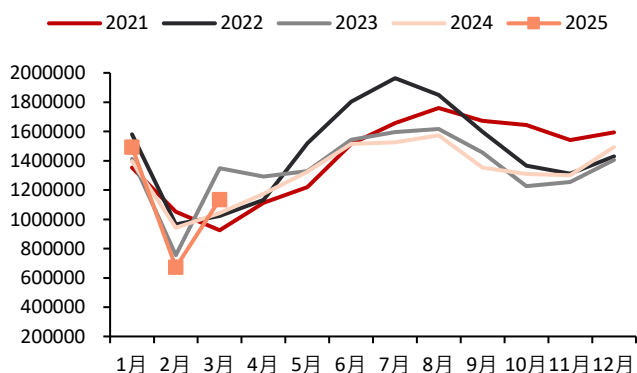
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22:纺织纱线、织物及制品累计出口额 | 单位: 万美元



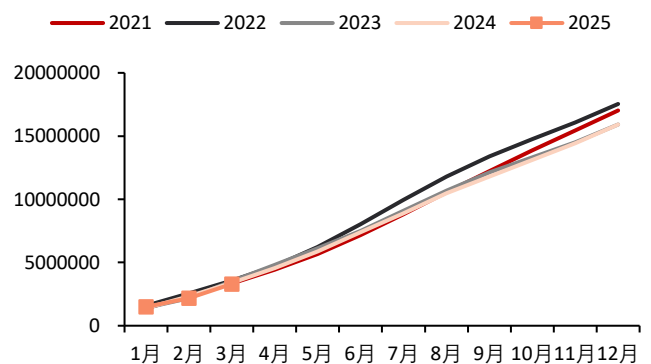
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23:服装及衣着附件当月出口额 | 单位: 万美元



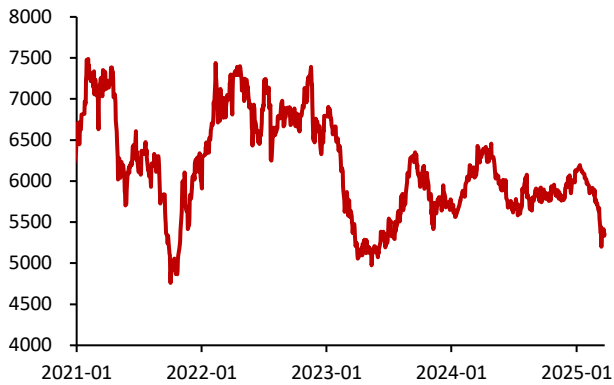
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24:服装及衣着附件累计出口额 | 单位: 万美元



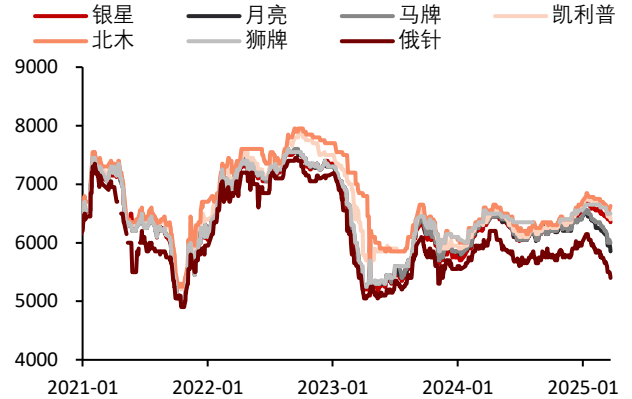
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 纸浆主力收盘价 | 单位: 元/吨



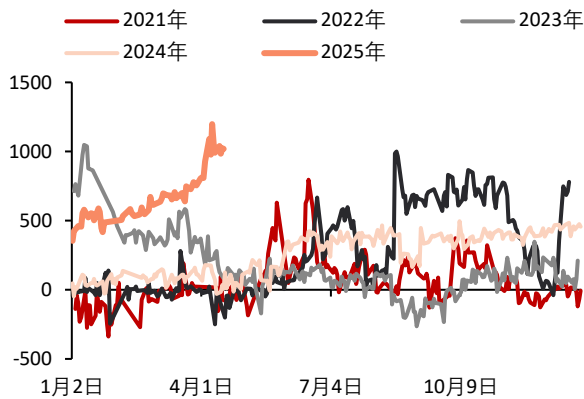
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 国内漂针浆现货价 | 单位: 元/吨



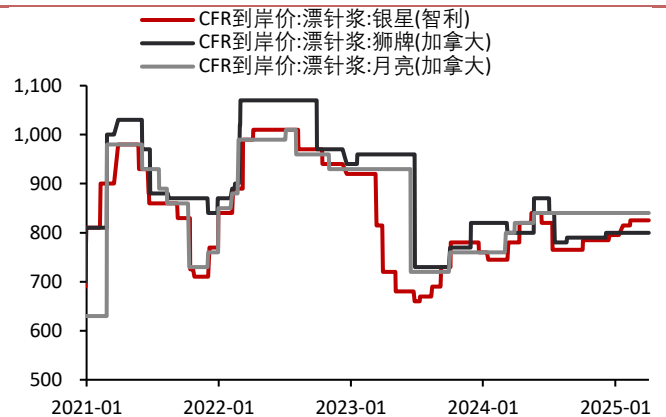
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 山东银星基差 | 单位: 元/吨



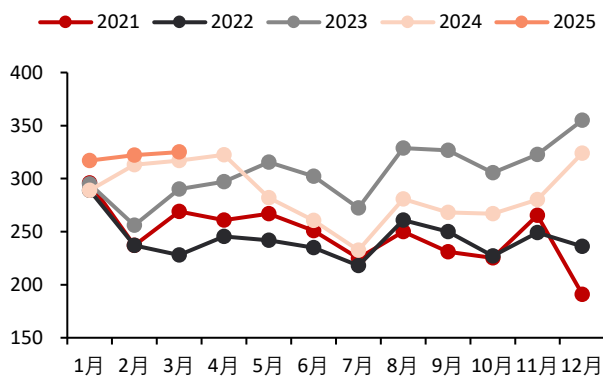
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: CFR 外盘报价 | 单位: 美元/吨



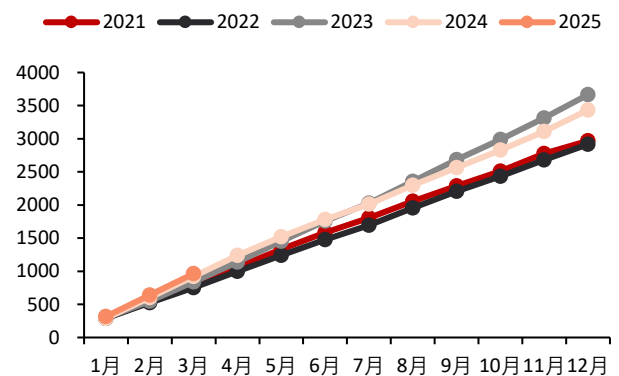
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 纸浆当月进口量 | 单位: 万吨



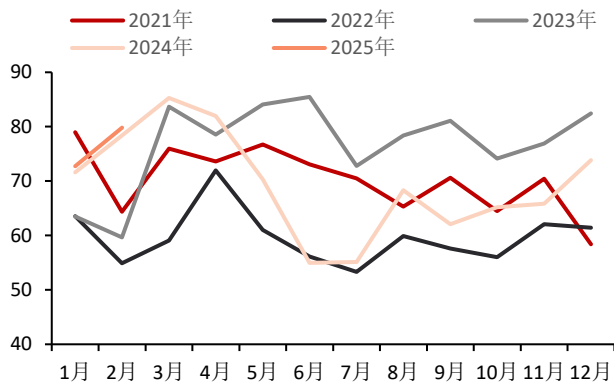
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 纸浆累计进口量 | 单位: 万吨



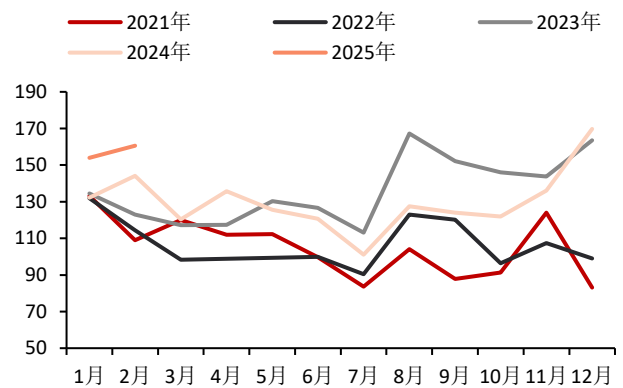
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 针叶浆月度进口量 | 单位: 万吨



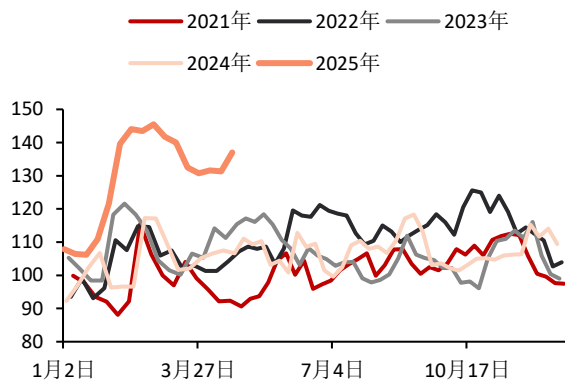
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 阔叶浆月度进口量 | 单位: 万吨



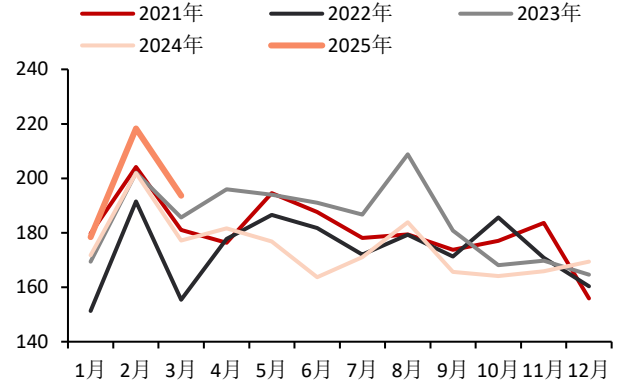
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: 青岛港周度纸浆库存 | 单位: 万吨



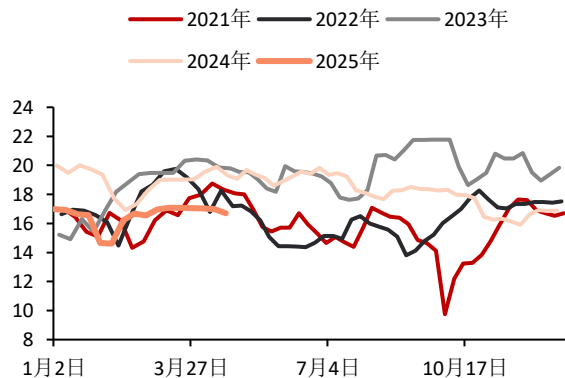
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 34: 青岛港+常熟港+高栏港+天津港月度库存 | 单位: 万吨



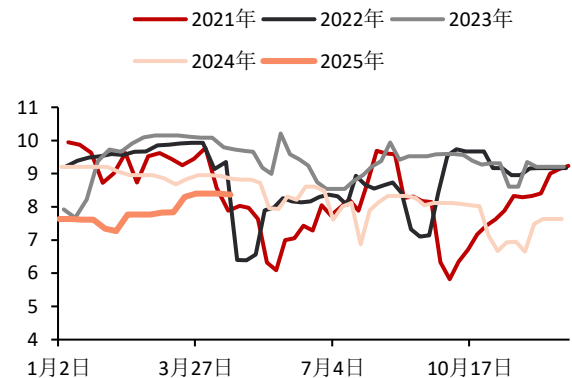
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 35: 双胶纸周度产量 | 单位: 万吨



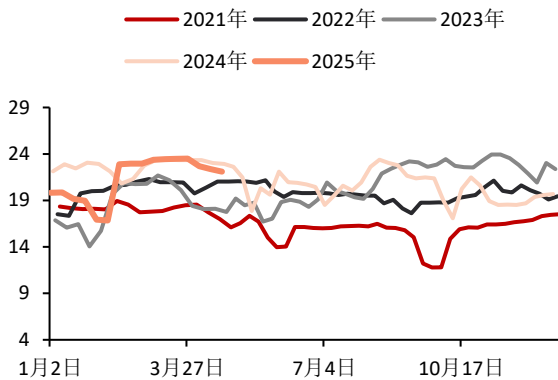
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 36: 铜版纸周度产量 | 单位: 万吨



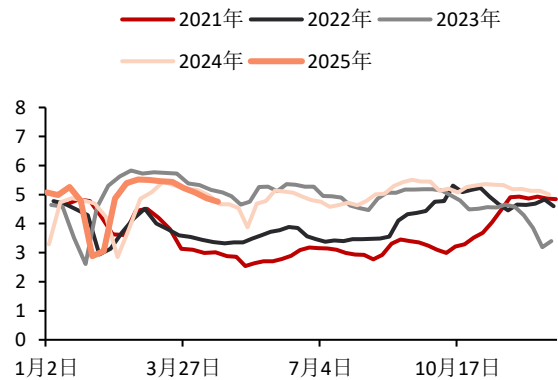
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 37:白卡纸周度产量 | 单位: 万吨



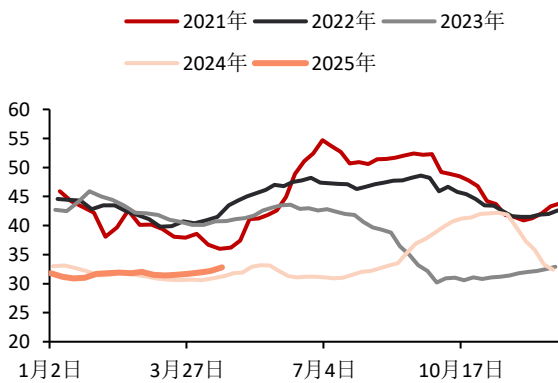
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 38:生活用纸周度产量 | 单位: 万吨



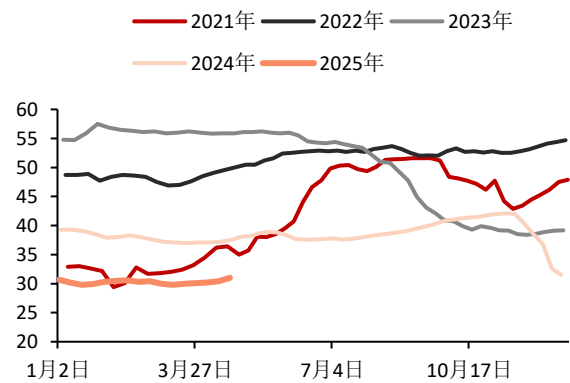
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 39:双胶纸周度企业库存 | 单位: 万吨



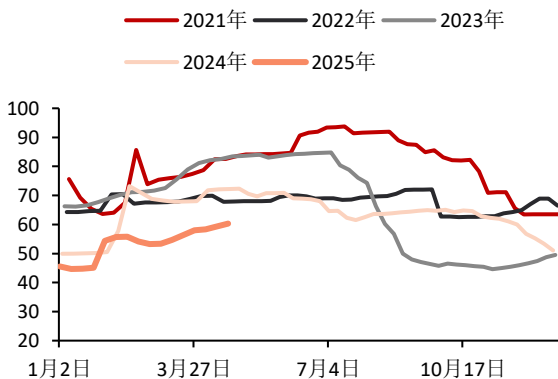
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 40:铜版纸周度企业库存 | 单位: 万吨



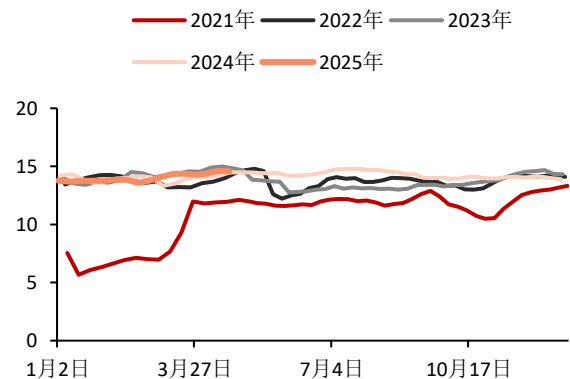
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 41:白卡纸周度企业库存 | 单位: 万吨



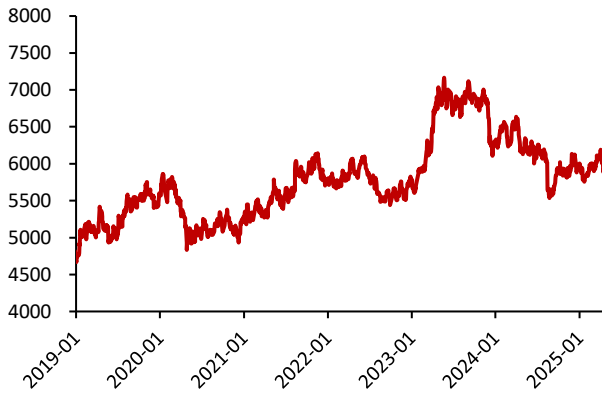
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

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



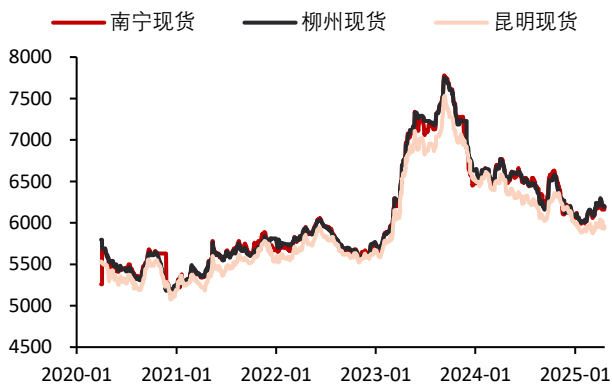
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 44: ICE11 号糖收盘价 | 单位: 美分/磅



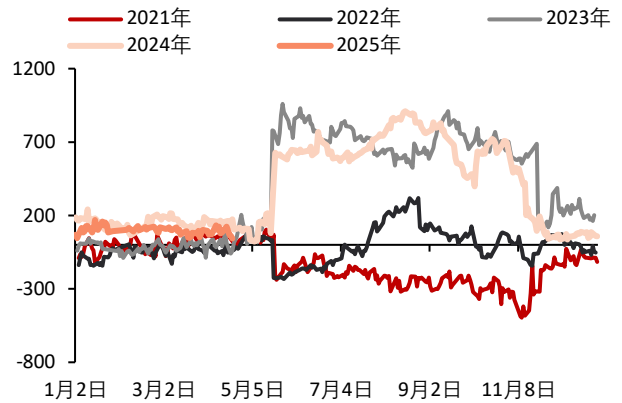
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 45:白糖现货价格 | 单位: 元/吨



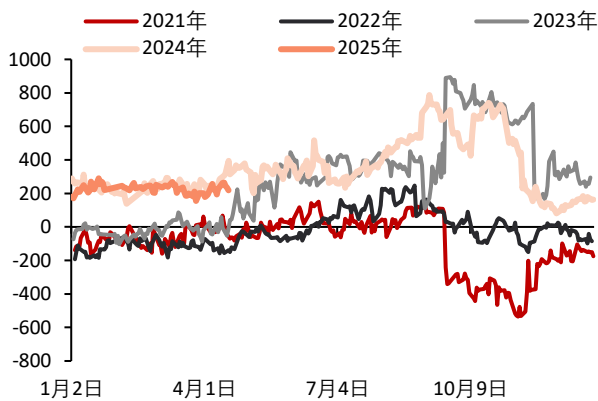
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 46:郑糖 05 基差 | 单位: 元/吨



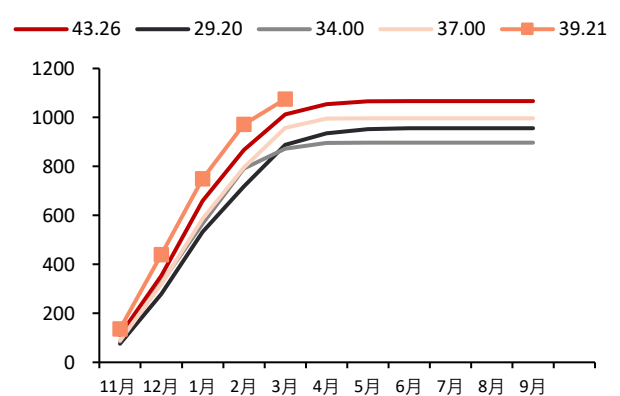
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 47:郑糖 09 基差 | 单位: 元/吨



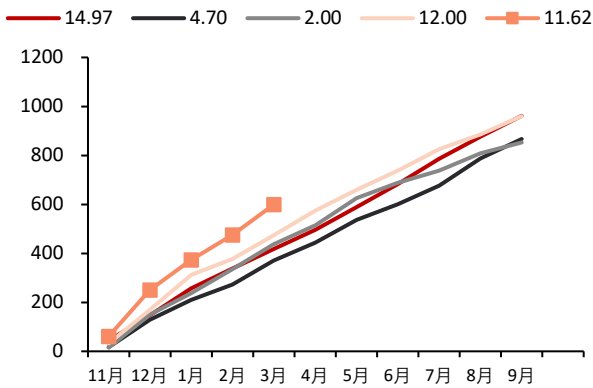
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 48:全国食糖产量: 累计值 | 单位: 万吨



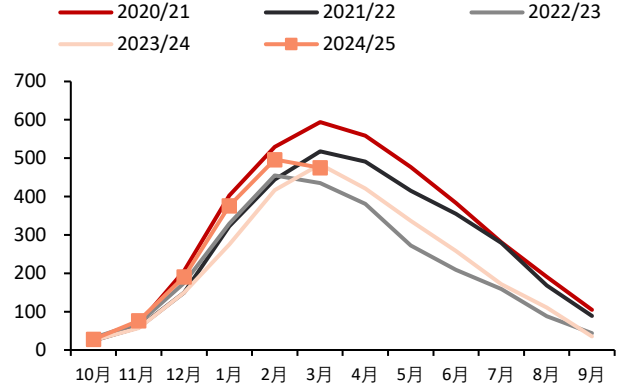
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 49:全国食糖销量：累计值 | 单位：万吨



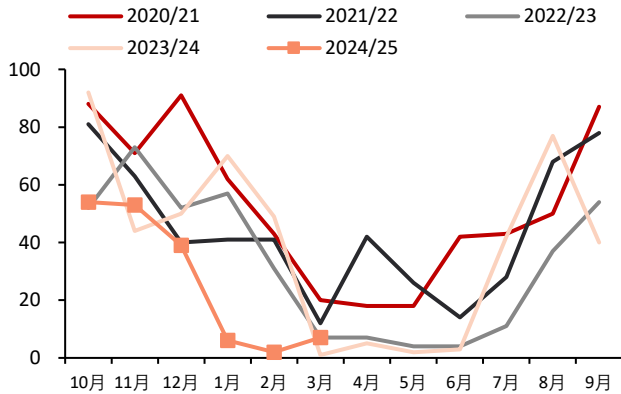
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 50:国内食糖新增工业库存 | 单位：万吨



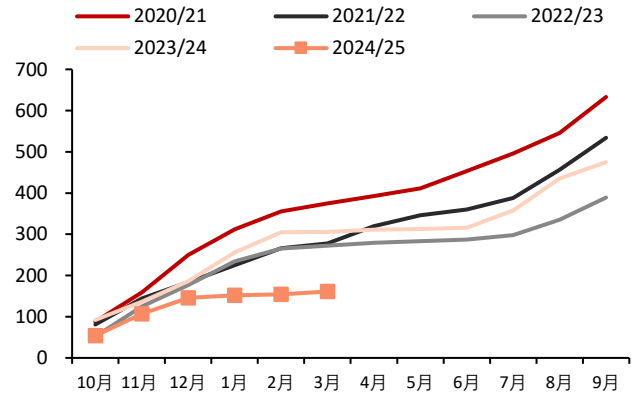
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 51:国内食糖月度进口量 | 单位：万吨



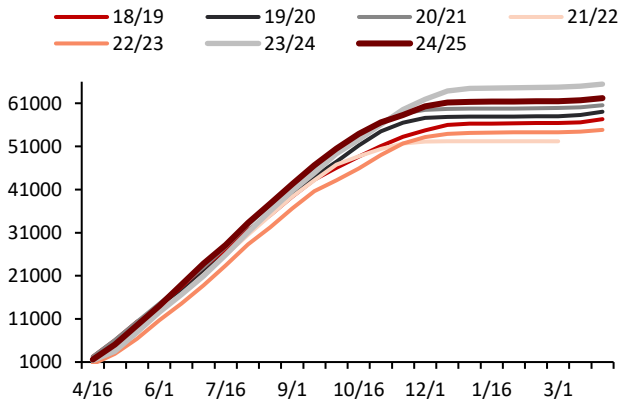
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 52:国内食糖累计进口量 | 单位：万吨



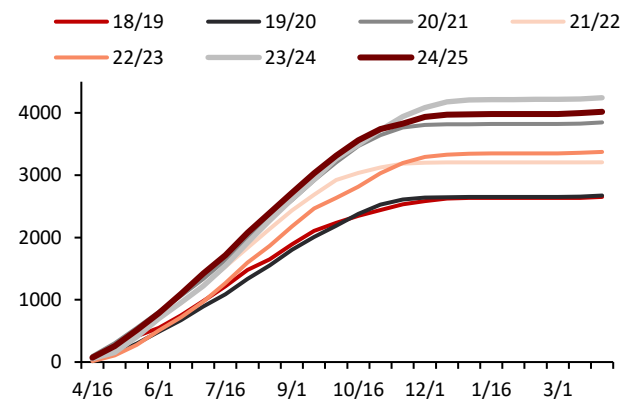
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 53:巴西中南部累计甘蔗压榨量 | 单位：万吨



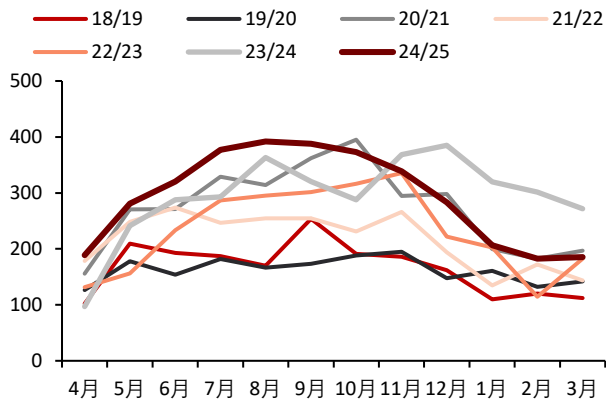
数据来源：UNICA 华泰期货研究院

图 54:巴西中南部双周累计产糖量 | 单位：万吨



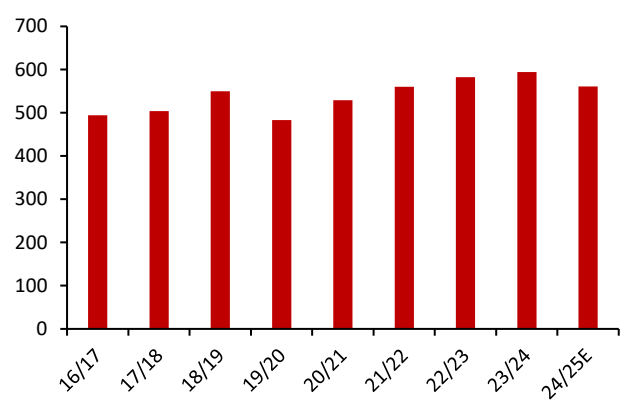
数据来源：UNICA 华泰期货研究院

图 55: 巴西食糖月度出口量 | 单位: 万吨



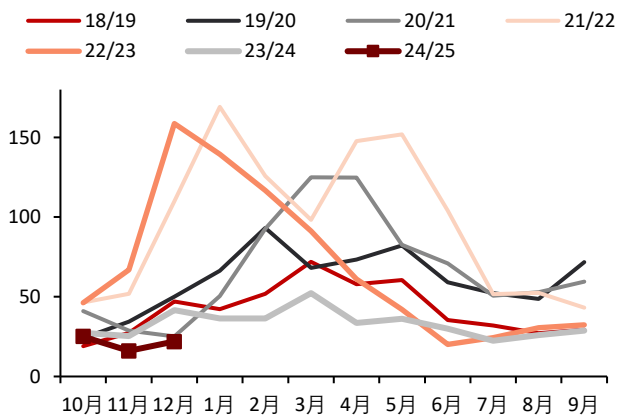
数据来源: 巴西农业部 华泰期货研究院

图 56: 印度甘蔗种植面积 | 单位: 万公顷



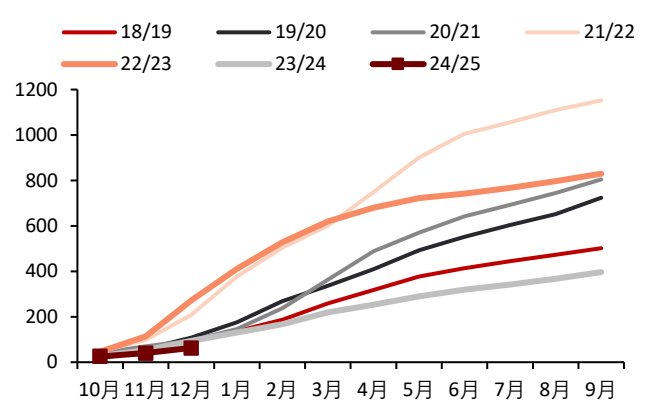
数据来源: ISMA 华泰期货研究院

图 57: 印度食糖月度出口量 | 单位: 万吨



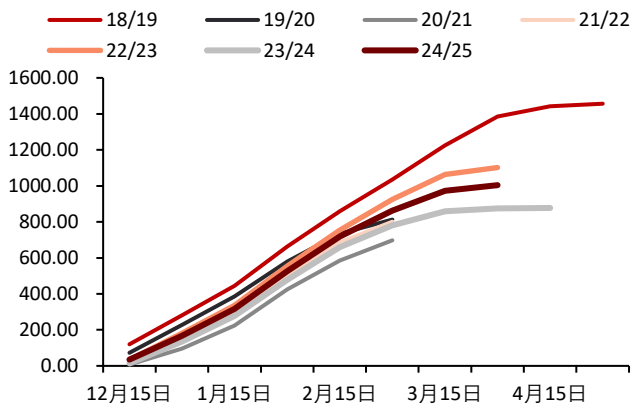
数据来源: 印度商务部 华泰期货研究院

图 58: 印度食糖累计出口量 | 单位: 万吨



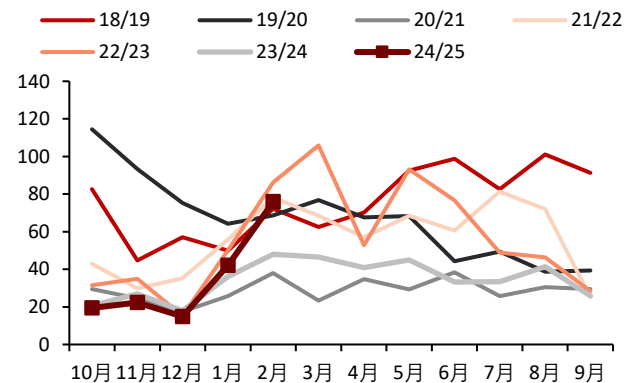
数据来源: 印度商务部 华泰期货研究院

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: 泰国商务部 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