

市场情绪好转，棉价震荡反弹

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，本周特朗普释放缓和信号，对华关税或有望大幅下降，市场情绪得到明显改善，内外棉价整体呈现反弹走势。需持续关注关税所引发的宏观风险。

国际方面，随着北半球陆续进入播种期，关注焦点已逐渐转移到新季供应，美棉新年度缩种预期较强，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。当前下游新增订单不足，纺企在棉价大跌情况下心态谨慎，原料按需采购为主。不过当前棉纱成品库存不高，压力暂且不大。关注后续关税政策变化，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。特朗普释放缓和信号，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，特朗普“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，期间创下阶段新低。本周中美关系有缓和迹象，关注后续政策变化。

供应方面，外盘美金报价出现下调，成本面支撑减弱。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，港库累库压力较大，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，纸厂采购仍以刚需为主。不过终端需求预期并不乐观，下游接货情绪未见改

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

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，美国关税政策反复，国际糖价受到影响下跌至 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初期制糖比创历史新高，市场提前交易巴西增产预期，预计接下来 2-3 个月双周制糖比都将维持较高水平，压制原糖期价上方空间。中长期仍需关注各主产国天气状况，若巴西 25/26 榨季维持高产，北半球天气也表现正常，下半年市场将重新交易全球增产预期。

郑糖方面，国内糖价因自身基本面偏强，近期较外盘表现相对抗跌。一方面，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，供需缺口成为当前市场关注焦点；另一方面，尽管广西当前迎来持续性降雨，但此前秋冬春三季连旱对于部分地区甘蔗出苗的影响较为严重，降雨的改善程度仍有待观察，需持续关注最终出苗率。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国内未来进口节奏。

■ 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 12990 元/吨，环比上涨 105 元/吨，涨幅 0.81%。现货方面，新疆地区棉花现货价格 13998 元/吨，环比下跌 66 元/吨。现货基差 CF09+1008，环比下跌 171。全国棉花现货加权均价 14224 元/吨，环比上涨 15 元/吨，现货基差 CF09+1234，环比下跌 90。

■ 棉花供需

国际方面，据美国农业部（USDA），截止 4 月 17 日当周，2024/25 美陆地棉周度签约 2.36 万吨，周降 49%，较四周平均水平降 22%，同比降 41%；其中越南签约 0.78 万吨，印度签约 0.51 万吨，中国取消签约 0.12 万吨；2025/26 年度美陆地棉累计签约 26.58 万吨，同比下滑 8%；2024/25 美陆地棉周度装运 6.63 万吨，环比降 11%，较四周平均水平降 22%，同比增 12%，其中越南装运 2.09 万吨，巴基斯坦装运 1.34 万吨。

国内方面，2025 年 3 月中国棉花进口 7.4 万吨，环比上月（11.9 万吨）减少 35.77%，同比去年（39.9 万吨）减少 81.40%，处于近年同期较低位置。2025 年前 3 个月中国进口棉花 33.83 万吨，同比（104.0 万吨）减少 67.46%。从当月棉花进口结构来看，巴西棉（4.4 万吨）位列第一，占比 59.61%，环比减少 35.14%，同比减少 73.50%；美棉（1.4 万吨）位居其后，占比 19.34%，环比减少 39.82%，同比减少 90.34%。

■ 后市展望

宏观方面，本周特朗普释放缓和信号，对华关税或有望大幅下降，市场情绪得到明显改善，内外棉价整体呈现反弹走势。需持续关注关税所引发的宏观风险。

国际方面，随着北半球陆续进入播种期，关注焦点已逐渐转移到新季供应，美棉新年度缩种预期较强，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。当前下游新增订单不足，纺企在棉价大跌情况下心态谨慎，原料按需采购为主。不过当前棉纱成品库存不高，压力暂且不大。关注后续关税政策变化，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 合约收于 5376 元/吨，相比上周上涨 14 元/吨，涨幅 0.26%。现货方面，本周山东地区“银星”针叶浆现货均价 6350 元/吨，较上周持平，现货基差 SP07+964，环比下跌 14；本周山东地区俄针现货均价 5450 元/吨，较上周上涨 50 元/吨，现货基差 SP07+64，环比上涨 36。

■ 纸浆供需

国际方面，智利 Arauco 公司公布 2025 年 4 月份木浆外盘报价调整：针叶浆银星 770 美元/吨；本色浆金星 650 美元/吨；阔叶浆明星 560 美元/吨。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。

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 9%；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 1%。需求方面，双铜纸开工负荷率较上周上升 0.73%；双胶纸开工负荷率较上周下降 0.77%；白卡纸开工负荷率较上周下降 0.7%；生活用纸开工负荷率较上周上升 2.6%。

■ 后市展望

宏观方面，特朗普“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，期间创下阶段新低。本周中美关系有缓和迹象，关注后续政策变化。

供应方面，外盘美金报价出现下调，成本面支撑减弱。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，港库累库压力较大，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，纸厂采购仍以刚需为主。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，截至本周五，白糖 2509 合约收盘价 5974 元/吨，环比上涨 22 元/吨，涨幅 0.37%。现货方面，广西南宁地区白糖现货价格 6210 元/吨，环比上涨 40 元/吨，现货基差 SR09+236，环比上涨 18；云南昆明地区白糖现货价格 5990 元/吨，环比上涨 30 元/吨，现货基差 SR09+16，环比上涨 8。

■ 白糖供需

国际方面，航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 4 月 23 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 44 艘，此前一周为 42 艘。港口等待装运的食糖数量为 187.11 万吨，此前一周为 169.35 万吨，环比增加 17.76 万吨，增幅 10.49%。桑托斯港等待出口的食糖数量为 124.63 万吨，帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 41.3 万吨。

国内方面，国家统计局最新公布的数据显示，2025 年 3 月我国成品糖产量 186.2 万吨，同比下降 20.7%；1-3 月为 807.5 万吨，同比增长 3.1%。据商务部数据显示，2025 年 4 月上半月关税配额外原糖实际到港 0 吨，4 月预报到港 0 吨。

■ 后市展望

原糖方面，美国关税政策反复，国际糖价受到影响下跌至 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初期制糖比创历史新高，市场提前交易巴西增产预期，预计接下来 2-3 个月双周制糖比都将维持较高水平，压制原糖价格上方空间。中长期仍需关注各主产国天气状况，若巴西 25/26 榨季维持高产，北半球天气也表现正常，下半年市场将重新交易全球增产预期。

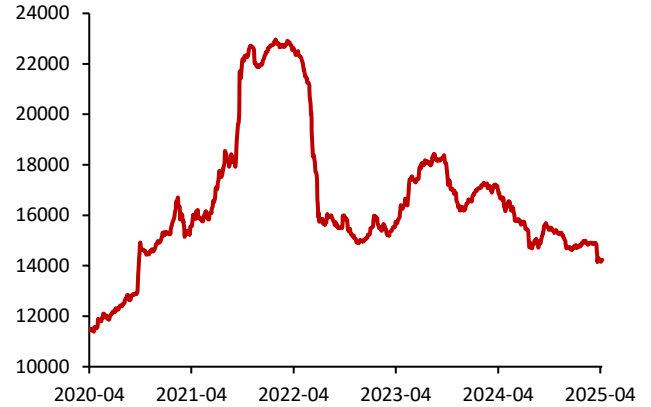
郑糖方面，国内糖价因自身基本面偏强，近期较外盘表现相对抗跌。一方面，3 月产销数据表现利好，尽管增产预期兑现，但短期进口糖数量有限，糖浆及预拌粉政策又继续收紧，产需缺口成为当前市场关注焦点；另一方面，尽管广西当前迎来持续性降雨，但此前秋冬春三季连旱对于部分地区甘蔗出苗的影响较为严重，降雨的改善程度仍有待观察，需持续关注最终出苗率。中长期国内糖价走势将跟随原糖，若巴西天气正常，原糖下探将解决国内缺口问题，重点关注巴西产量及国内进口节奏。

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



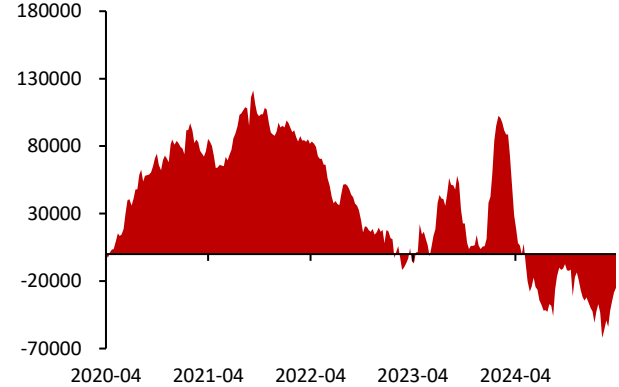
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3:NYBOT 2 号棉花主力收盘价 | 单位: 元/吨



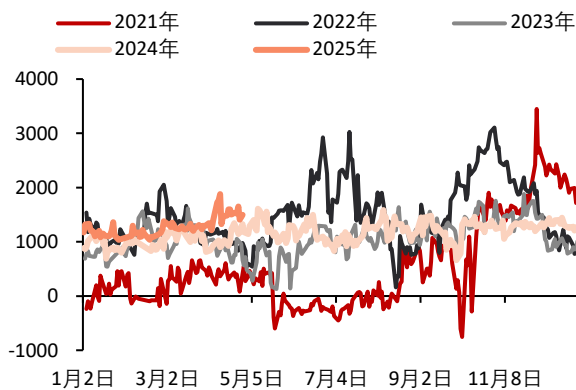
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4:CFTC 非商业净持仓 | 单位: 张



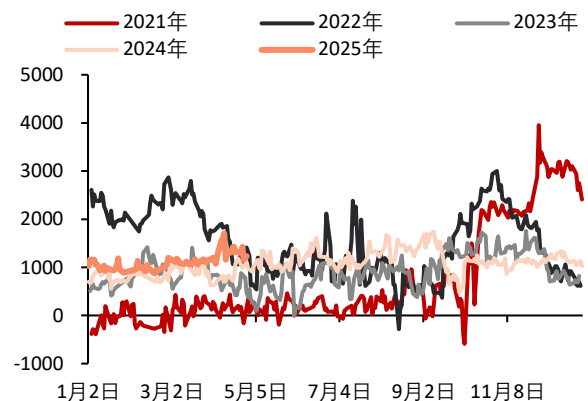
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5:郑棉 5 月基差 | 单位: 元/吨



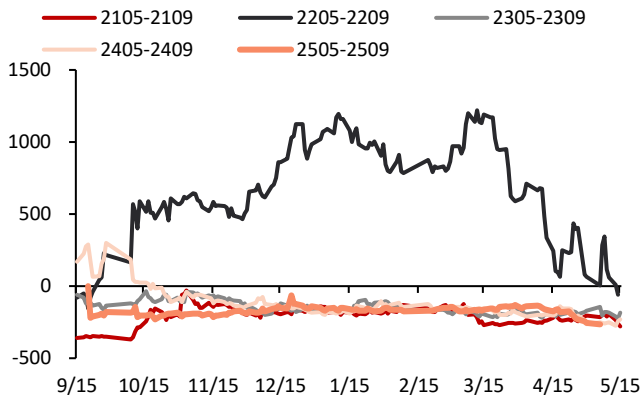
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6:郑棉 9 月基差 | 单位: 元/吨



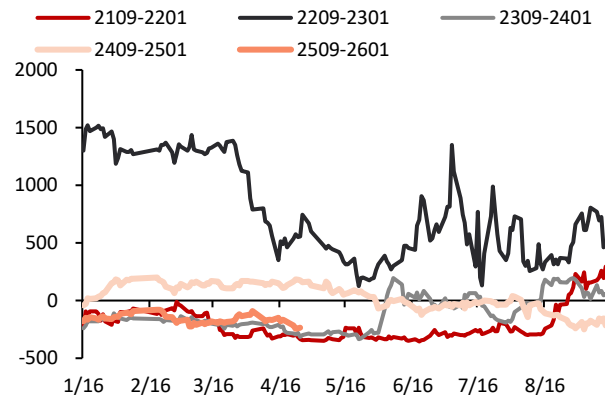
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7:郑棉 5-9 价差 | 单位: 元/吨



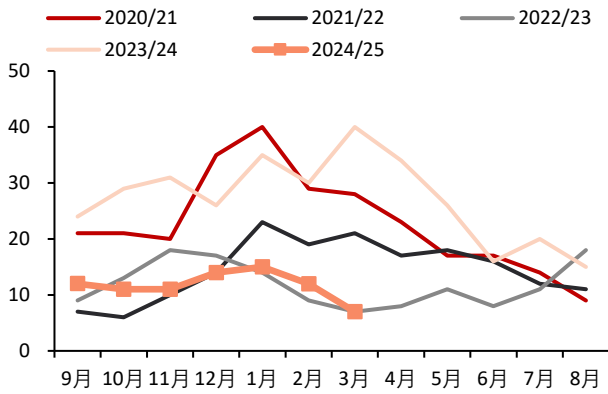
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8:郑棉 9-1 价差 | 单位: 元/吨



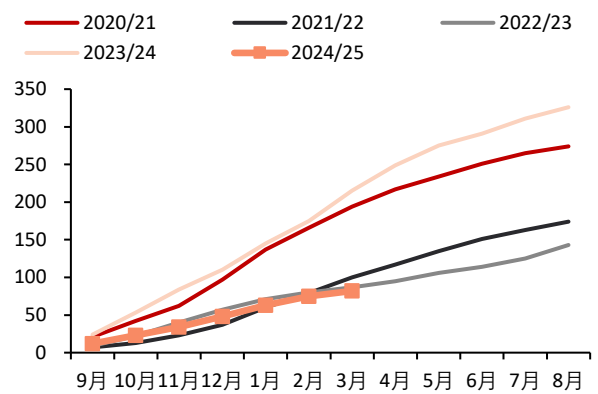
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9:棉花月度进口量 | 单位: 万吨



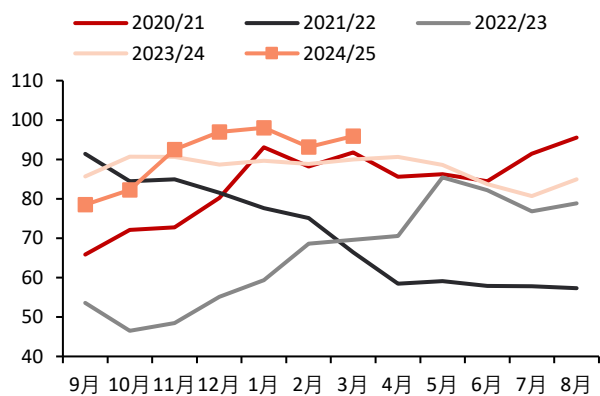
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10:棉花累计进口量 | 单位: 万吨



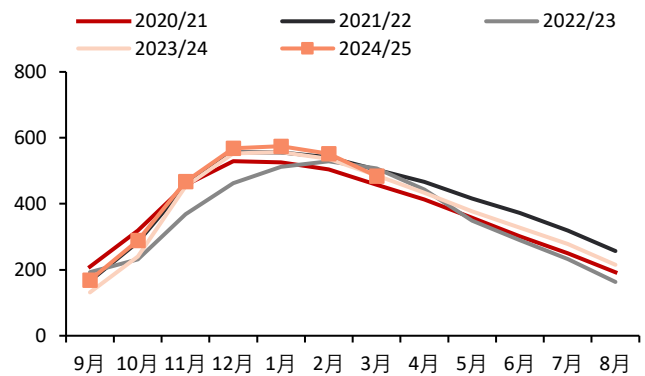
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11:棉花工业库存 | 单位: 万吨



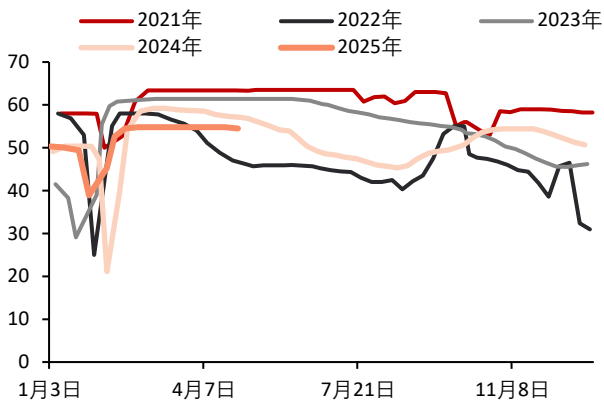
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12:棉花商业库存 | 单位: 万吨



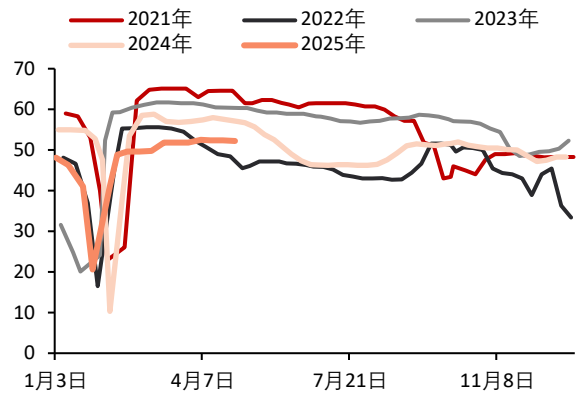
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13:纯棉纱厂负荷 | 单位: %



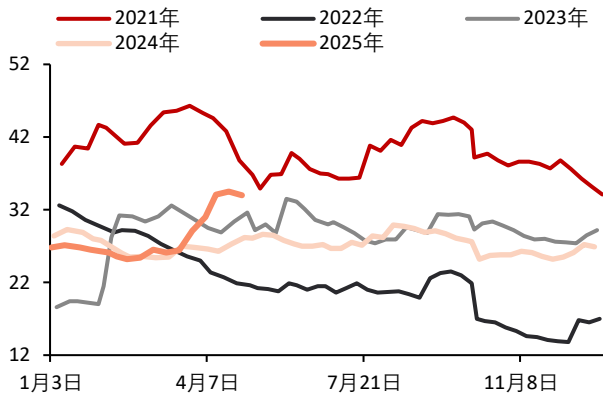
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 14:全棉坯布负荷 | 单位: %



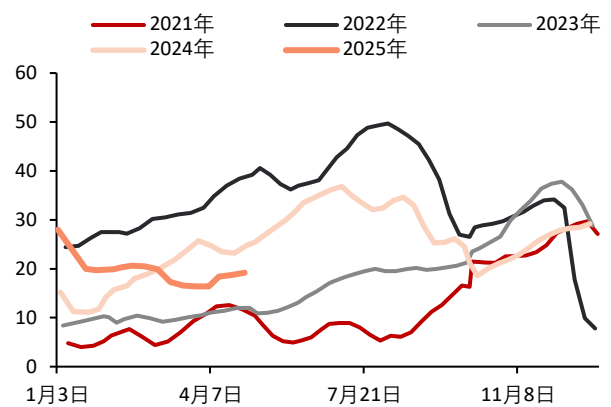
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 15:纱厂棉花库存 | 单位: 天



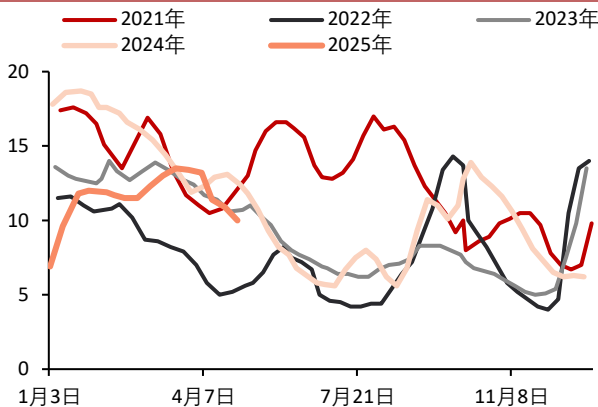
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 16:纱厂棉纱库存 | 单位: 天



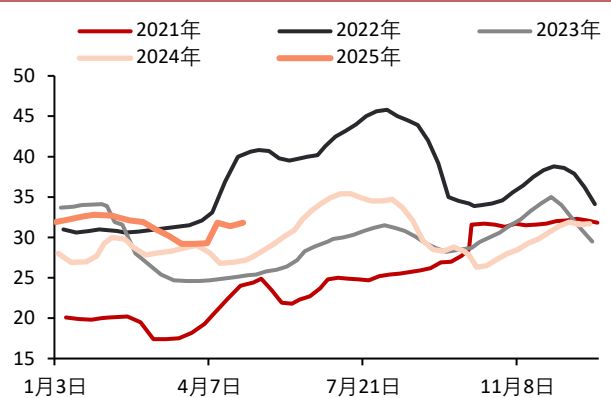
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 17:织厂棉纱库存 | 单位: 天



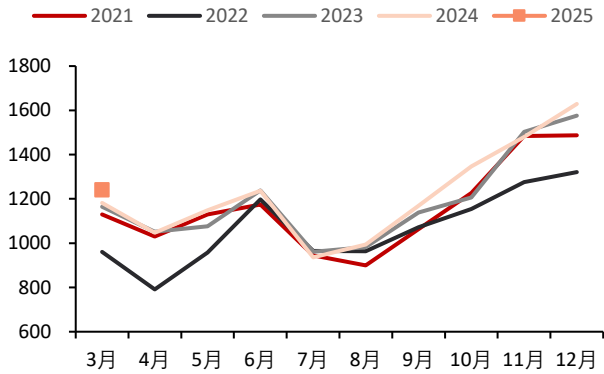
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 18:全棉坯布库存 | 单位: 天



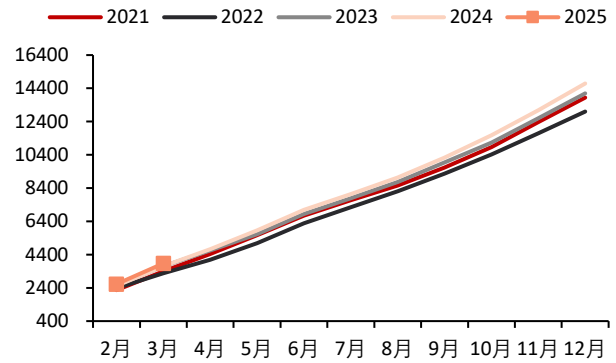
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 19:服装鞋帽、针纺织品类当月零售额 | 单位: 亿元



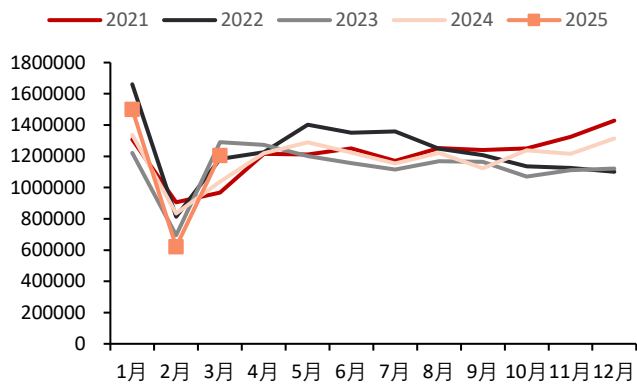
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20:服装鞋帽、针纺织品类累计零售额 | 单位: 亿元



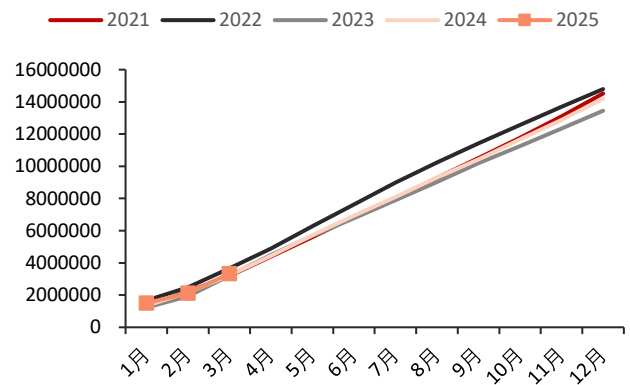
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21:纺织纱线、织物及制品当月出口额 | 单位: 万美元



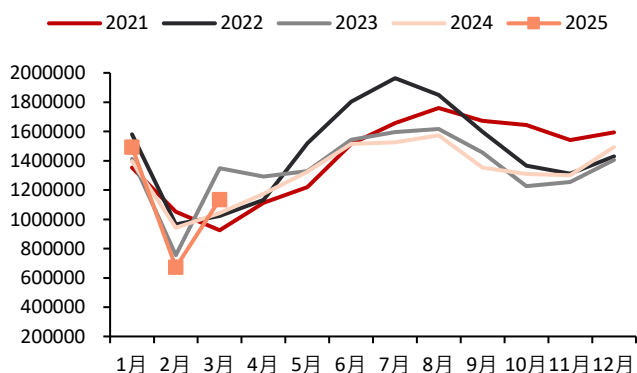
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22:纺织纱线、织物及制品累计出口额 | 单位: 万美元



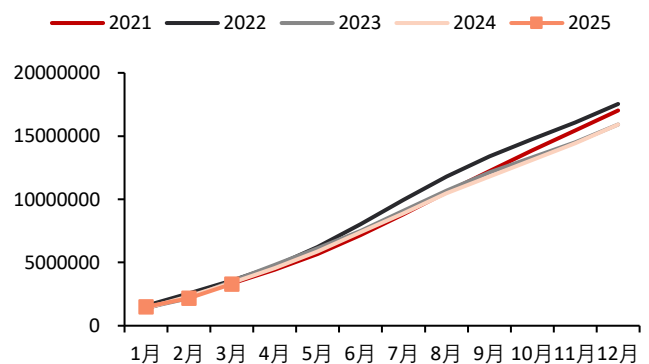
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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



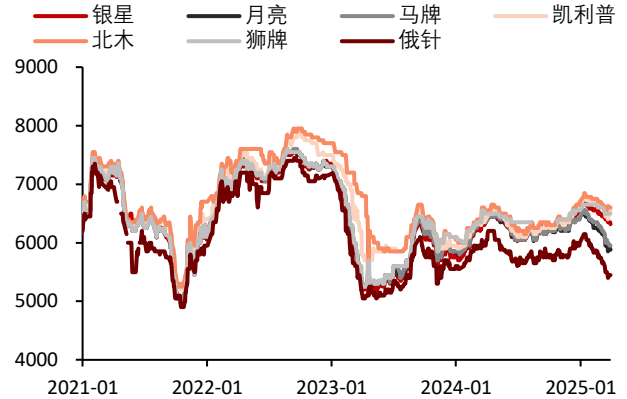
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 纸浆主力收盘价 | 单位: 元/吨



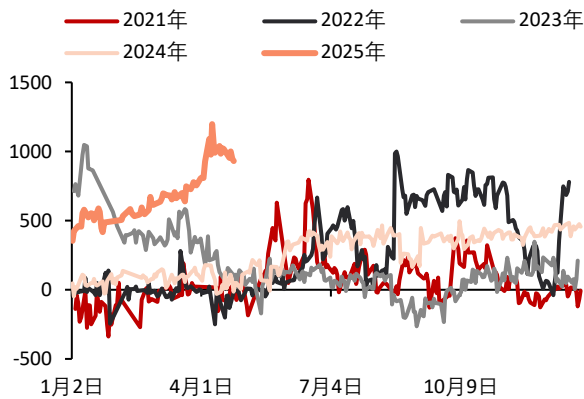
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 国内漂针浆现货价 | 单位: 元/吨



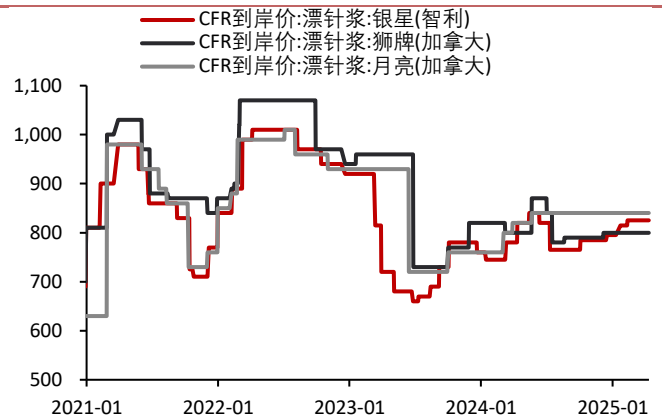
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 山东银星基差 | 单位: 元/吨



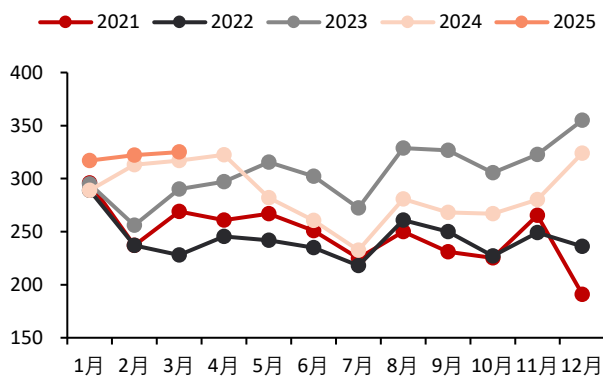
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: CFR 外盘报价 | 单位: 美元/吨



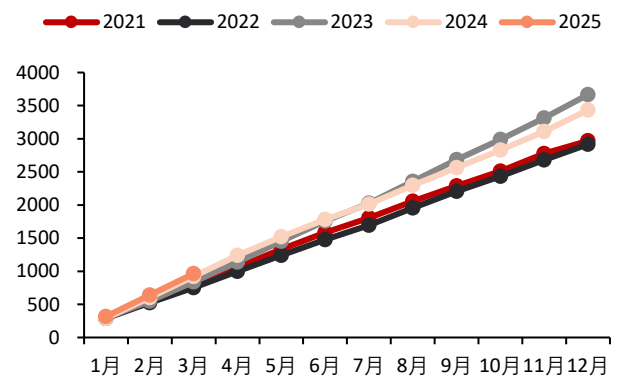
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 纸浆当月进口量 | 单位: 万吨



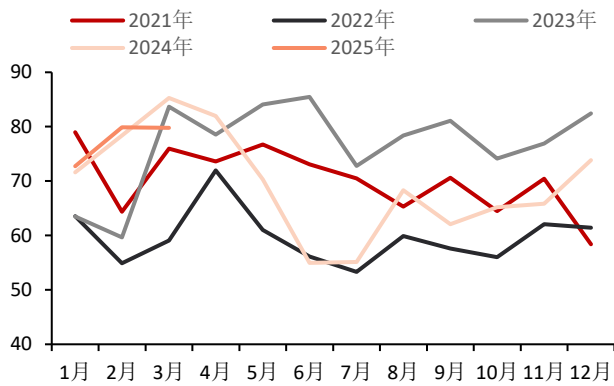
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 纸浆累计进口量 | 单位: 万吨



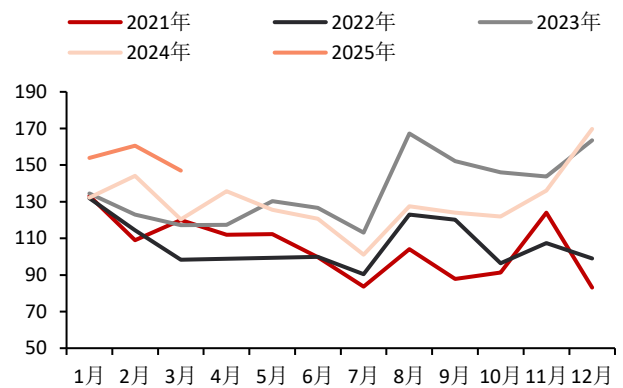
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 针叶浆月度进口量 | 单位: 万吨



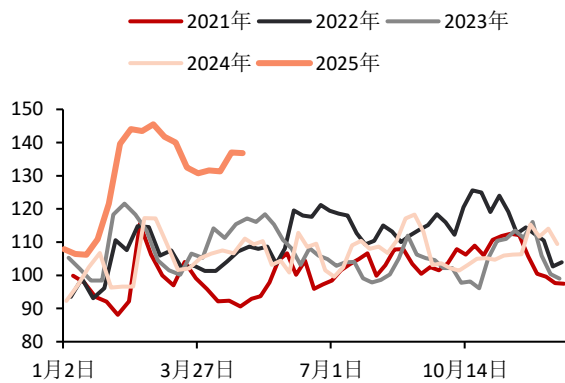
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 阔叶浆月度进口量 | 单位: 万吨



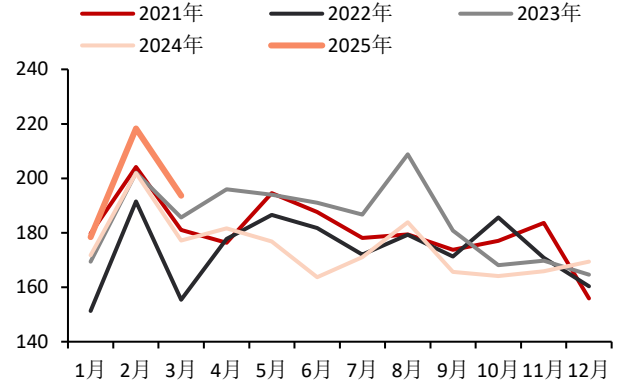
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: 青岛港周度纸浆库存 | 单位: 万吨



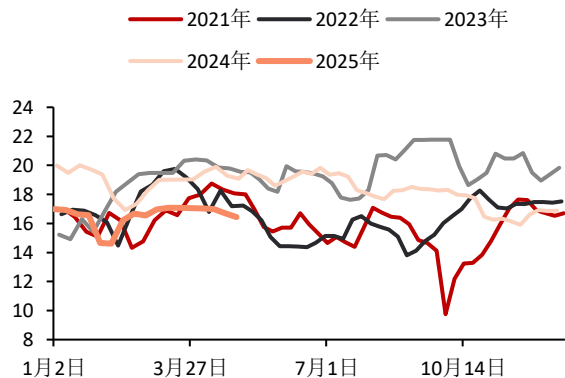
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 34: 青岛港+常熟港+高栏港+天津港月度库存 | 单位: 万吨



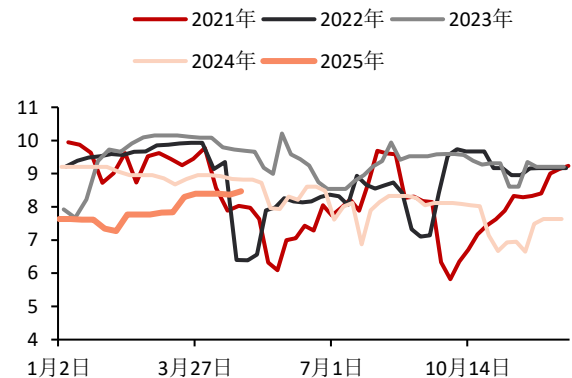
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 35: 双胶纸周度产量 | 单位: 万吨



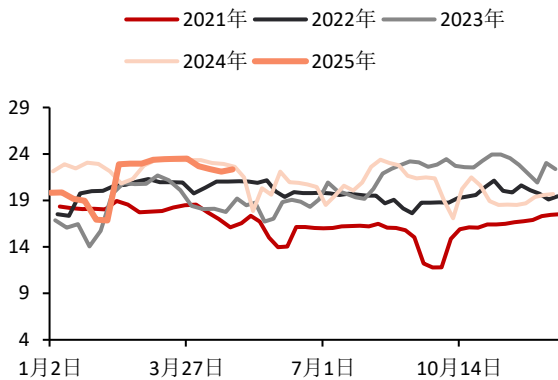
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 36: 铜版纸周度产量 | 单位: 万吨



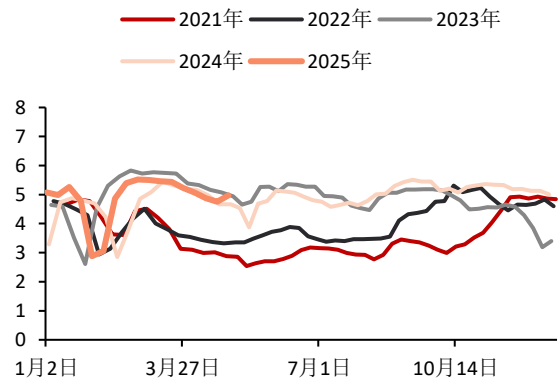
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 37:白卡纸周度产量 | 单位: 万吨



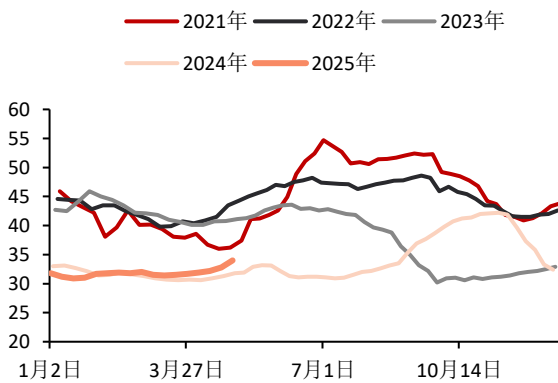
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 38:生活用纸周度产量 | 单位: 万吨



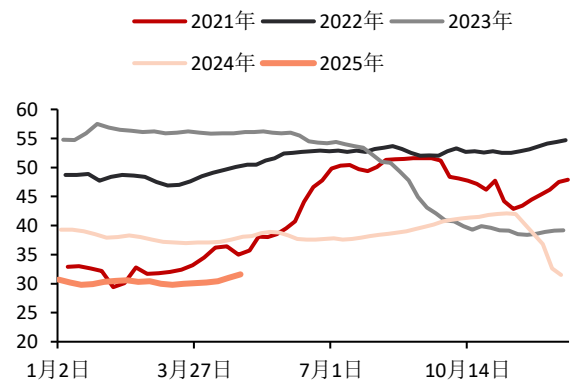
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 39:双胶纸周度企业库存 | 单位: 万吨



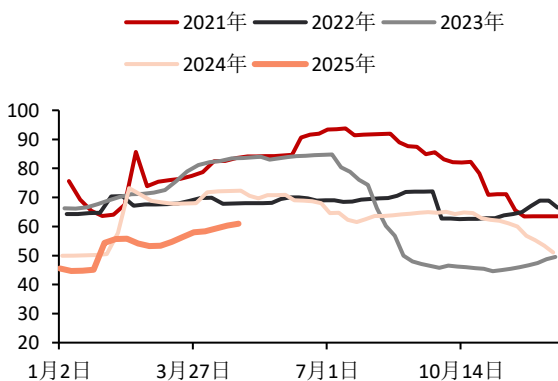
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 40:铜版纸周度企业库存 | 单位: 万吨



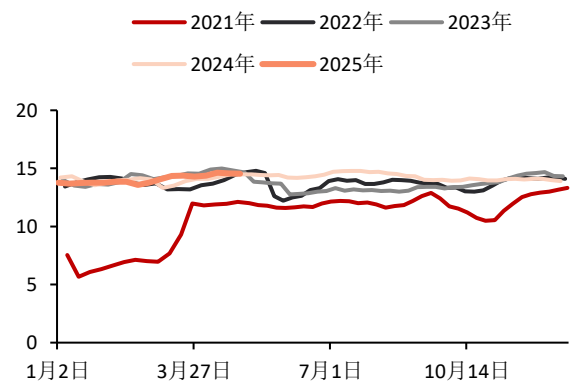
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 41:白卡纸周度企业库存 | 单位: 万吨



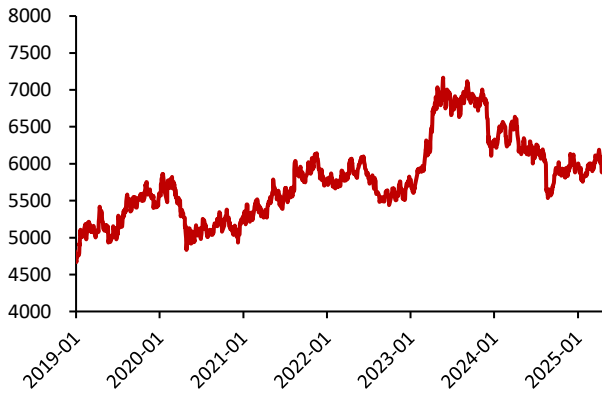
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

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



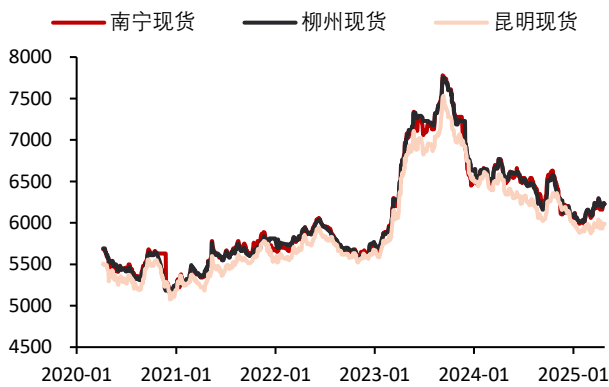
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 44: ICE11 号糖收盘价 | 单位: 美分/磅



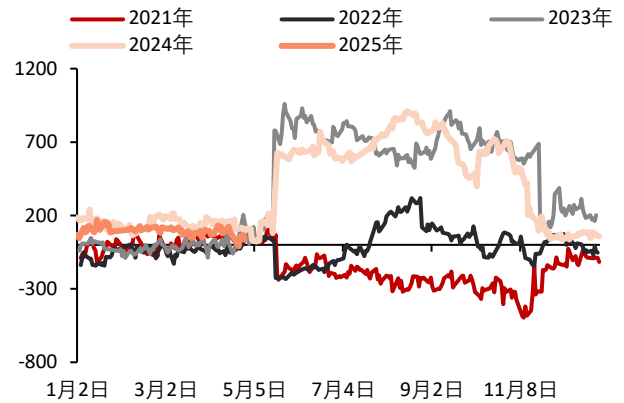
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 45:白糖现货价格 | 单位: 元/吨



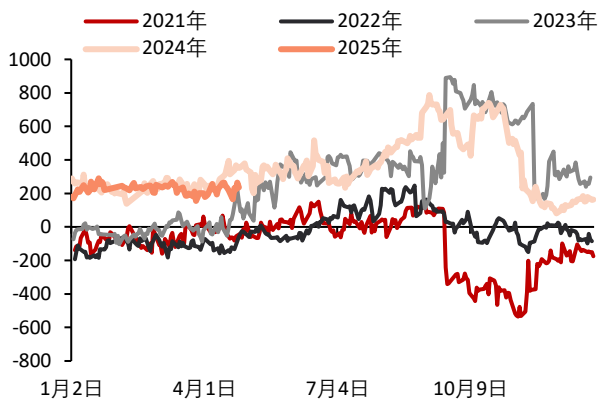
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 46:郑糖 05 基差 | 单位: 元/吨



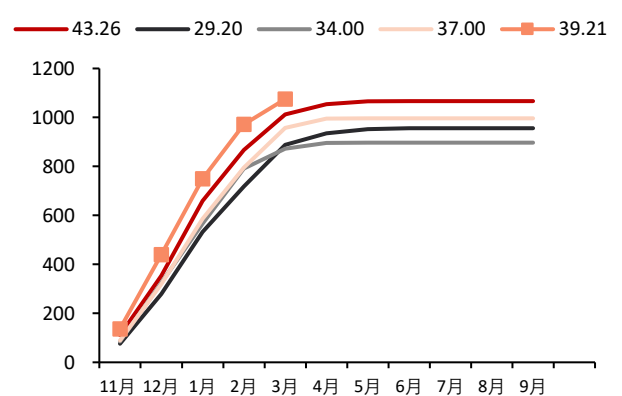
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 47:郑糖 09 基差 | 单位: 元/吨



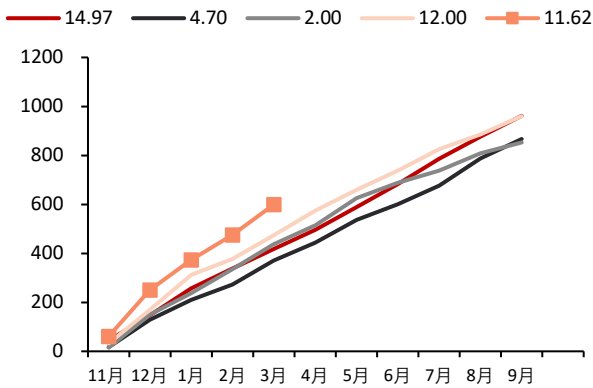
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 48:全国食糖产量: 累计值 | 单位: 万吨



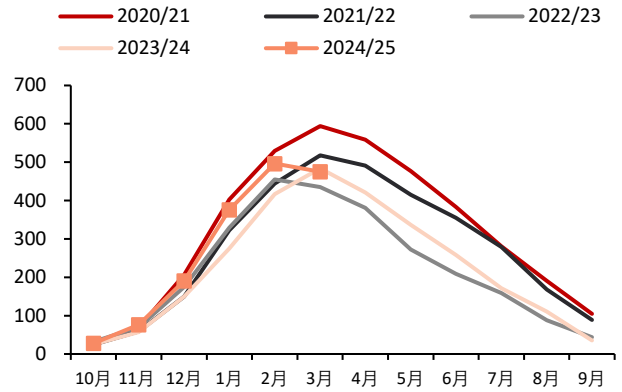
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 49:全国食糖销量：累计值 | 单位：万吨



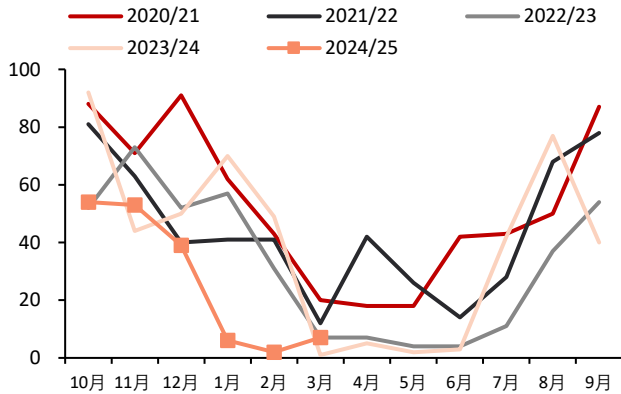
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 50:国内食糖新增工业库存 | 单位：万吨



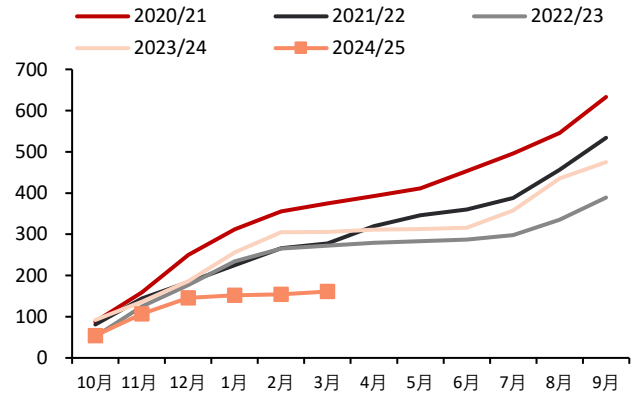
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 51:国内食糖月度进口量 | 单位：万吨



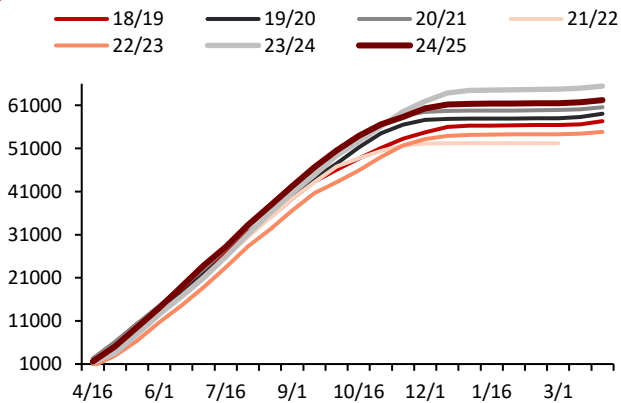
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 52:国内食糖累计进口量 | 单位：万吨



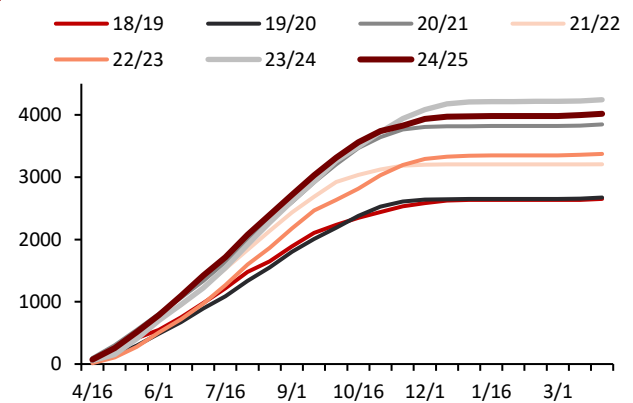
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 53:巴西中南部累计甘蔗压榨量 | 单位：万吨



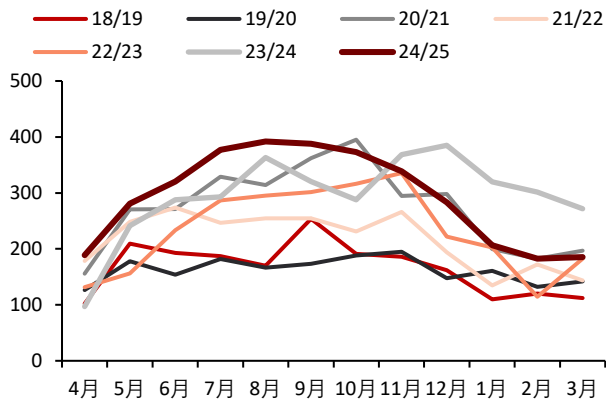
数据来源：UNICA 华泰期货研究院

图 54:巴西中南部双周累计产糖量 | 单位：万吨



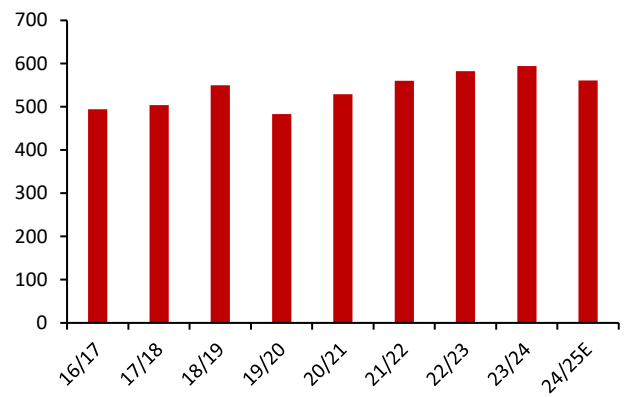
数据来源：UNICA 华泰期货研究院

图 55: 巴西食糖月度出口量 | 单位: 万吨



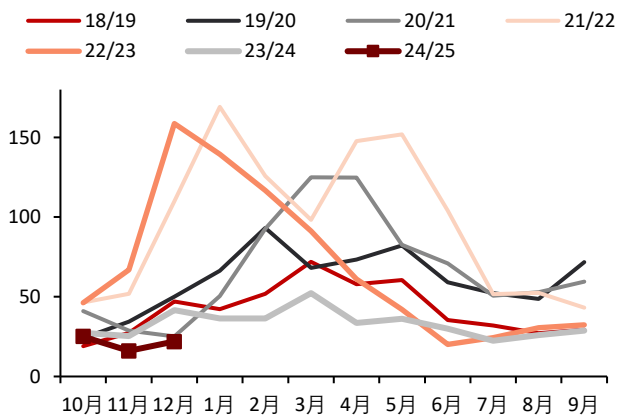
数据来源: 巴西农业部 华泰期货研究院

图 56: 印度甘蔗种植面积 | 单位: 万公顷



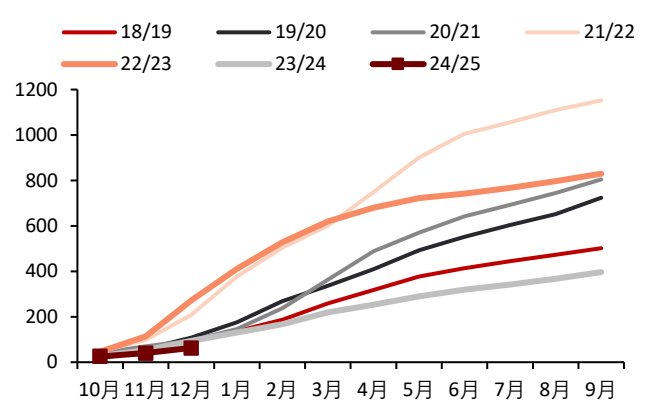
数据来源: ISMA 华泰期货研究院

图 57: 印度食糖月度出口量 | 单位: 万吨



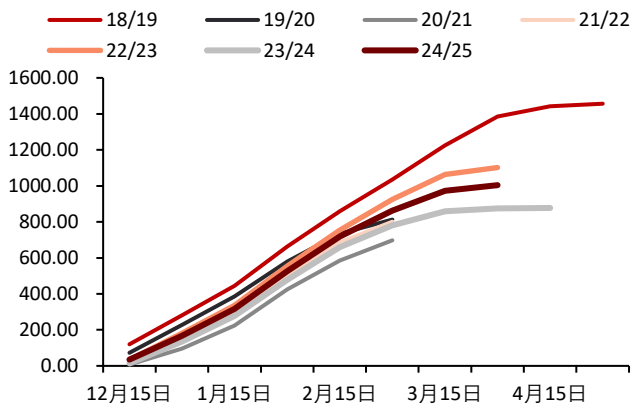
数据来源: 印度商务部 华泰期货研究院

图 58: 印度食糖累计出口量 | 单位: 万吨



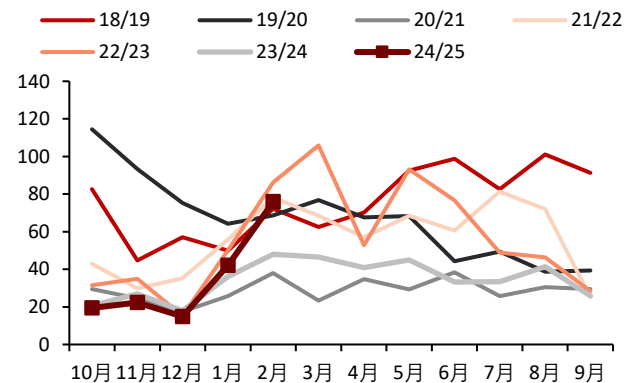
数据来源: 印度商务部 华泰期货研究院

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: 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