

随着中美贸易政策博弈尘埃落定，市场逻辑已从前期的政策驱动逐步回归基本面主导。供应端来看，本年度巴西大豆丰产为我国提供了充足的进口来源，国内油厂大豆及豆粕库存均攀升至历史高位，市场供应呈现宽松格局。尽管未来美国大豆进口预期有所改善，但豆粕价格并未出现大幅回落，核心原因在于……

农产品组行业研究报告

定价逻辑切换，静待供需改善

本期分析研究员



邓绍瑞

从业资格号：F3047125
投资咨询号：Z0015474



李馨

从业资格号：F03120775
投资咨询号：Z0019724



白旭宇

从业资格号：F03114139
投资咨询号：Z0023055



薛钧元

从业资格号：F03114096
投资咨询号：Z0023045



定价逻辑切换，静待供需改善

研究院 农产品组

策略摘要

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

白旭宇

☎ 010-64405663

✉ baixuyu@htfc.com

从业资格号：F03114139

投资咨询号：Z0023055

薛钧元

☎ 010-64405663

✉ xuejunyuan@htfc.com

从业资格号：F03114096

投资咨询号：Z0023045

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

粕类观点

随着中美贸易政策博弈尘埃落定，市场逻辑已从前期的政策驱动逐步回归基本面主导。供应端来看，本年度巴西大豆丰产为我国提供了充足的进口来源，国内油厂大豆及豆粕库存均攀升至历史高位，市场供应呈现宽松格局。尽管未来美国大豆进口预期有所改善，但豆粕价格并未出现大幅回落，核心原因在于当前市场焦点集中于新季美豆的进口成本，政策落地后美豆价格上涨推高进口成本。不过，目前我国对美豆依然保留额外 10% 的进口关税，同时南美大豆升贴水回落进一步削弱美豆竞争力，后续需重点跟踪中国对美国大豆的采购进度以及南北美大豆价差变化，新季美豆需求端能否达成预期仍存在不确定性，预计短期内国内豆粕价格将维持震荡运行态势。

中长期视角下，新季巴西大豆播种顺利进入尾声，美国农业部给出 1.75 亿吨的历史最高丰产预期，但气象因素仍存隐忧：今年处于弱拉尼娜年份，若拉尼娜现象在巴西大豆关键生长期引发不利天气，可能对最终产量预期造成冲击。阿根廷方面，大豆播种工作刚刚启动，受作物收益比价偏差影响，当地农民或缩减大豆种植面积，转而种植玉米和葵花籽，目前阿根廷大豆产量预期区间为 4800-5000 万吨，后续存在一定下调风险。因此，南美天气变化将成为中长期市场的核心关注焦点，若产区出现减产预期，明年国内豆粕价格则无需过度悲观。

需求端层面，当前养殖行业已进入亏损区间，饲料添加比例可能出现结构性调整，但四季度生猪消费将步入季节性旺季，且市场供应压力较大，预计短期内饲料消费需求不会出现明显回落。综合来看，中美贸易政策博弈结束后，短期内国内豆粕市场的关注核心在于中国对美大豆的实际采购情况；中长期则需聚焦南美大豆产区天气变化及产量落地情况，若气象端出现不利扰动，明年国内豆粕价格或将具备一定上涨空间。

■ 策略

短期中性，中长期看涨

■ 风险

南美天气情况

玉米观点

当前新季玉米已进入集中上市阶段。本年度东北地区玉米呈现量质双优的情况，丰产格局已定，加之地租下降带动种植成本同步走低，在此丰产加低成本的大背景下，市场初期对新季玉米价格预期偏弱。然而，玉米价格在经历短暂回落便开始走强。首先，从供应端来看，一方面华北地区受洪涝灾害影响，玉米收获进度明显滞后，且霉变问题突出，优质粮源供应紧俏，后续市场对东北地区玉米的调运需求将进一步增加，间接为东北玉米价格提供了支撑。另一方面，本年度东北地区收购环境与去年截然不同，上一季玉米集中上市时，气温下降缓慢且玉米含水量偏高，粮农储存难度大、急于售粮，贸易商趁机集中收购并压价，引发价格快速回落。而今年东北地区气温下降较快，且新季玉米含水量偏低、品质更优，粮农储存便利性大幅提升，当价格回落后续惜售心态渐趋浓厚，主动售粮意愿下降。此外，当前贸易商资金储备充裕，叠加期现公司纷纷入局东北地区参与收购，在粮农惜售的市场环境下，收购端竞争进一步加剧，支撑当前玉米价格。其次，需求端方面，刚性采购与潜在补库需求形成了有效托底。随着深加工企业利润逐步回升，行业开工率显著提升，对玉米存在刚性采购需求。而饲料端目前对偏高的玉米价格接受度有限，仍持观望态度，导致南方饲料库存同比处于低位，后续补库需求仍存。进口端则受政策调控影响，谷物进口量呈现收紧态势。在政策谈判落地后，未来玉米进口情况仍需持续关注。

综合来看，华北地区受灾导致的优质粮源短缺、东北地区收购格局的改变，叠加需求端的刚性需求与补库潜力，共同制约了新季玉米集中上市阶段的下跌空间。中长期来看，市场走势仍需聚焦两大核心，一是玉米进口政策的后续调整，二是新季玉米的整体销售进度及库存消化情况，二者将共同决定国内玉米市场的长期供需格局与价格走向。

■ 策略

中性

■ 风险

玉米收购情况

目录

| | |
|----------------------------|----|
| 策略摘要 | 2 |
| 一、2025 年豆粕市场运行回顾 | 7 |
| 1.1 豆粕价格回顾 | 7 |
| 二、中美谈判结果对国际大豆贸易格局的影响 | 9 |
| 2.1 中美贸易政策变化路径 | 9 |
| 2.2 当前贸易政策调整后的影响 | 10 |
| 三、美国大豆供需分析 | 12 |
| 3.1 新作美豆库存及出口情况 | 12 |
| 3.2 美国大豆种植及单产情况 | 12 |
| 四、南美大豆供需分析 | 14 |
| 4.1 巴西大豆平衡表 | 14 |
| 4.2 阿根廷大豆平衡表 | 15 |
| 五、国内粕类供需 | 16 |
| 5.1 国内进口及库存情况 | 16 |
| 5.2 菜系供需情况 | 18 |
| 5.3 国内下游需求情况 | 19 |
| 六、粕类市场展望 | 20 |
| 七、2025 年玉米市场运行回顾 | 21 |
| 7.1 玉米价格回顾 | 21 |
| 八、国际玉米供需 | 22 |
| 8.1 美国玉米平衡表 | 22 |
| 8.2 巴西玉米平衡表 | 23 |
| 九、国内玉米供需 | 24 |
| 9.1 国内新季玉米情况 | 24 |
| 9.2 国内进口玉米情况 | 25 |

| | |
|--------------------|----|
| 9.3 国内玉米库存情况 | 25 |
| 9.4 国内玉米需求情况 | 26 |
| 十、玉米市场展望 | 27 |

图表

| | |
|---|----|
| 图 1：豆粕主力合约收盘价 单位：元/吨 | 7 |
| 图 2：全国豆粕现货均价 单位：元/吨 | 7 |
| 图 3：豆粕主力合约基差 单位：元/吨 | 8 |
| 图 4：巴西大豆到港利润 单位：元/吨 | 8 |
| 图 5：豆粕 1-5 月合约价差 单位：元/吨 | 9 |
| 图 6：豆粕 5-9 月合约价差 单位：元/吨 | 9 |
| 图 7：中国自美国和巴西进口大豆占比变化 单位：% | 10 |
| 图 8：中美大豆进口数量 单位：万吨 | 11 |
| 图 9：中巴大豆进口数量 单位：万吨 | 11 |
| 图 10：2025 年美国 and 巴西大豆近月 fob 价格 单位：美元/吨 | 11 |
| 图 11：美国大豆库存趋势 单位：百万蒲 | 12 |
| 图 12：美国 8 月降水情况 | 13 |
| 图 13：2026 厄尔尼诺预测 | 13 |
| 表 1：美国大豆平衡表 单位：百万蒲式耳 | 13 |
| 表 2：巴西大豆平衡表 单位：千吨 | 14 |
| 图 14：25 年冬季拉尼娜预测概率 | 15 |
| 表 3：阿根廷大豆平衡表 单位：千吨 | 15 |
| 图 15：中国大豆月度进口 单位：吨 | 17 |
| 图 16：中国豆粕月度进口 单位：吨 | 17 |
| 图 17：中国周度大豆压榨量 单位：万吨 | 17 |
| 图 18：中国周度豆粕产量 单位：万吨 | 17 |
| 图 19：主要油厂大豆库存 单位：万吨 | 17 |
| 图 20：主要油厂豆粕库存 单位：万吨 | 17 |
| 图 21：中国菜籽进口量 单位：吨 | 18 |
| 图 22：中国菜粕进口量 单位：吨 | 18 |
| 图 23：中国周度菜籽压榨量 单位：万吨 | 18 |
| 图 24：中国周度菜粕产量 单位：万吨 | 18 |
| 图 25：主要油厂菜籽库存 单位：万吨 | 19 |
| 图 26：主要油厂菜粕库存 单位：万吨 | 19 |
| 图 27：全国工业饲料产量 单位：万吨 | 19 |
| 图 28：豆粕用量占比 单位：% | 20 |
| 图 29：玉米用量占比 单位：% | 20 |
| 图 30：玉米主力期货合约 单位：元/吨 | 22 |
| 图 31：玉米现货均价 单位：元/吨 | 22 |
| 图 32：玉米主力基差 单位：元/吨 | 22 |
| 图 33：玉米售粮进度 单位：% | 22 |

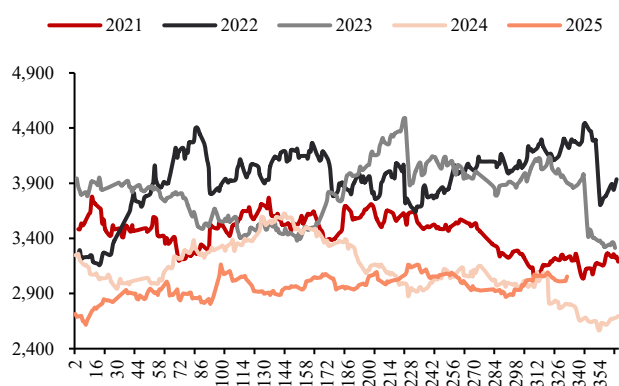
| | |
|-------------------------------|----|
| 表 4：美国玉米平衡表 单位：万吨..... | 23 |
| 表 5：巴西玉米平衡表 单位：万吨..... | 23 |
| 表 6：中国玉米平衡表 单位：万吨..... | 24 |
| 图 34：国内玉米进口数量 单位：吨..... | 25 |
| 图 35：美玉米进口成本单位：元/吨..... | 25 |
| 图 36：美玉米进口利润 单位：元/吨 | 25 |
| 图 37：北方港口库存 单位：万吨..... | 26 |
| 图 38：深加工企业库存 单位：万吨..... | 26 |
| 图 39：淀粉加工企业玉米消费量 单位：万吨..... | 26 |
| 图 40：乙醇加工企业玉米消费量 单位：万吨..... | 26 |
| 图 41：淀粉加工企业利润 单位：元/吨 | 27 |
| 图 42：乙醇加工企业利润 单位：元/吨..... | 27 |
| 图 43：全国工业饲料产量 单位：万吨..... | 27 |
| 图 44：玉米用量占比 单位：%..... | 27 |

一、2025 年豆粕市场运行回顾

1.1 豆粕价格回顾

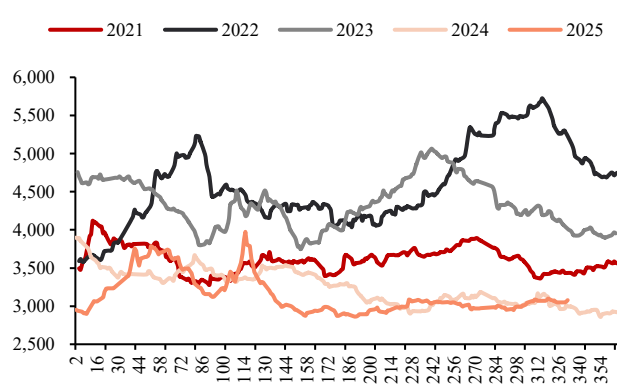
回顾 2025 年市场行情，由于中美贸易关系的长时间博弈，政策端成为了影响豆粕市场的主旋律，今年大部分时间的豆粕价格都在随着政策端的变动而宽幅震荡。此外，在本年度南美丰产的格局下，由于中美的贸易摩擦，南美承担了更多我国的大豆进口来源，因此巴西 CNF 升贴水也成为影响国内豆粕价格的重要因素。

图 1：豆粕主力合约收盘价 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

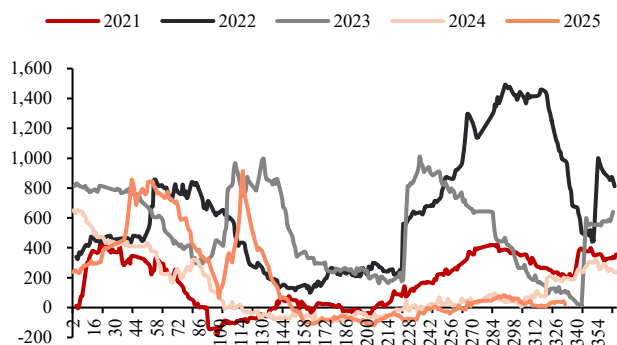
图 2：全国豆粕现货均价 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

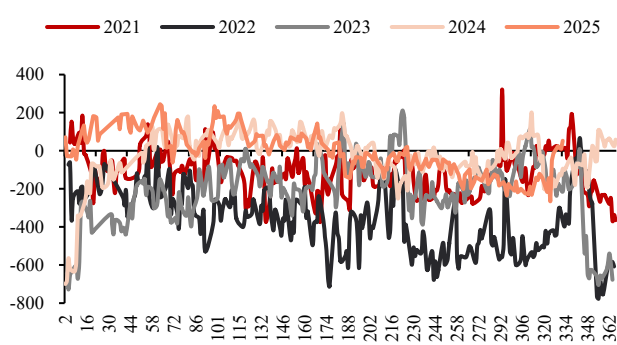
年初 USDA 超预期下调了旧作美豆产量，而此时南美方面巴西也受到降水的影响导致收割及装船进度偏慢，阿根廷地区也正在受到干旱天气的影响，导致市场对于新季供应情况产生了一定担忧，美豆价格开始偏强运行，从年初低点的 947 美分/蒲式耳一路上涨至 2 月份 1075 美分/蒲式耳的高点。而国内市场一方面跟随美豆价格上涨，另一方面由于春节前油厂备货偏少，在新旧作交替的时间点供应略显紧张，因此豆粕价格也同步偏强运行，一路上涨至 3000 元/吨以上。

图 3：豆粕主力合约基差 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 4：巴西大豆到港利润 | 单位：元/吨

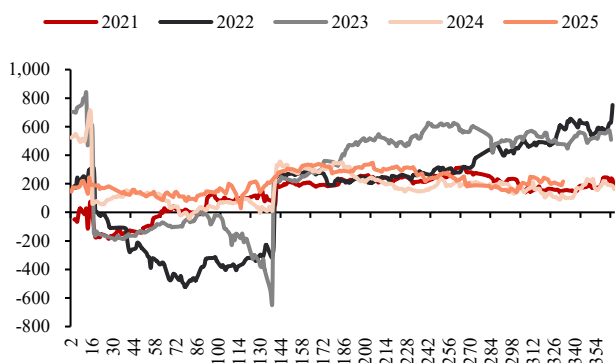


数据来源：ifind、华泰期货研究院

4月初清明节前后,中美贸易摩擦骤然升级,双方互征关税税率超100%。在此关税水平下,国内已无进口美国大豆的可行性,市场对后续大豆供应缺口的担忧持续升温,推动豆粕价格快速冲高至3168元/吨的高点,而美豆价格则同步下探至970美分/蒲式耳的低位。后续随着中美重启磋商并逐步达成共识,关税政策趋于稳定,但巴西新季大豆丰产带来的供应压力持续释放,豆粕价格随之逐步回落至2860元/吨附近。不过,市场对贸易政策的后续变动仍存顾虑,叠加巴西大豆发运环节存在的阶段性问题,今年巴西大豆升贴水持续处于高位,进口成本的抬升对豆粕价格形成了底部支撑,使得豆粕价格维持宽幅震荡格局;同期美豆价格也在1050美分/蒲式耳一线震荡运行。

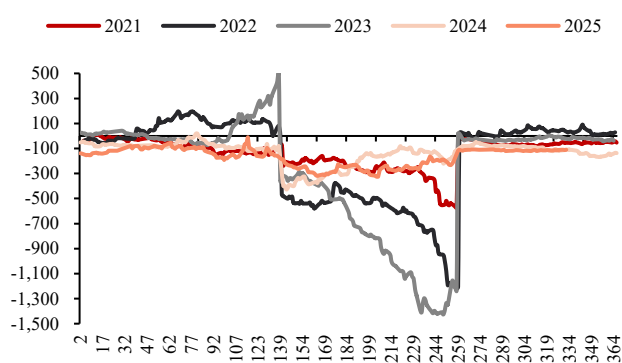
进入下半年后,由于中美间贸易政策始终未达成共识,美豆及国内豆粕受到政策面信息影响严重,另一方面,虽然新季美豆种植面积有所下降,但得益于本季关键生长期较为良好的天气,美豆生长情况良好,依旧给到了丰产预期,叠加对于新季美豆出口的担忧,因此6-10月的美豆价格基本在1000-1050美分/蒲式耳区间震荡运行。而国内方面在贸易摩擦的影响下,大量进口南美大豆,因此豆粕价格明显受到巴西升贴水的影响。此外,在贸易政策长时间未达成共识的情况下,政策预期也不断影响着国内市场的心态,市场普遍对于明年一季度国内的大豆供应有所担忧,中间阿根廷也曾发布的农产品出口零关税政策带动国际和国内市场价格同步下跌,因此豆粕价格在此期间内宽幅震荡运行,并曾在8月涨至3190元/吨的高点。

图 5：豆粕 1-5 月合约价差 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 6：豆粕 5-9 月合约价差 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

10 月中美贸易谈判达成共识，紧张关系明显缓解，在供应宽松的格局下，未来的紧张情绪也得到缓解，国内豆粕价格一路下跌至 2852 元/吨。而受到未来预期的提振，美豆价格则开始一路上涨至 1170 美分/蒲式耳，国内豆粕价格也受到进口成本的影响在大幅下跌后回升至 3100 元/吨附近。

二、中美谈判结果对国际大豆贸易格局的影响

2.1 中美贸易政策变化路径

2025 年伊始，中美贸易政策博弈大幕由美方主动拉开。1 月 20 日特朗普就任美国总统后，次日便释放对自中国进口商品加征 10% 关税信号，2 月 1 日，美国落地对中国进口商品加征 10% 关税举措，同步对墨西哥、加拿大进口商品加征 25% 关税。中方随即做出精准反制回应，2 月 10 日起针对美国煤炭、液化天然气等部分进口商品加征 15% 关税，对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征 10% 关税。

随后美方贸易限制持续加码，中美商品贸易博弈进一步加深。3 月 4 日，美方对中国输美产品再加征 10% 关税，对墨、加商品加征 25% 关税，关税附加值攀升至 30%，中方也在 3 月 10 日起开始对美国大豆、小麦等商品加征关税。

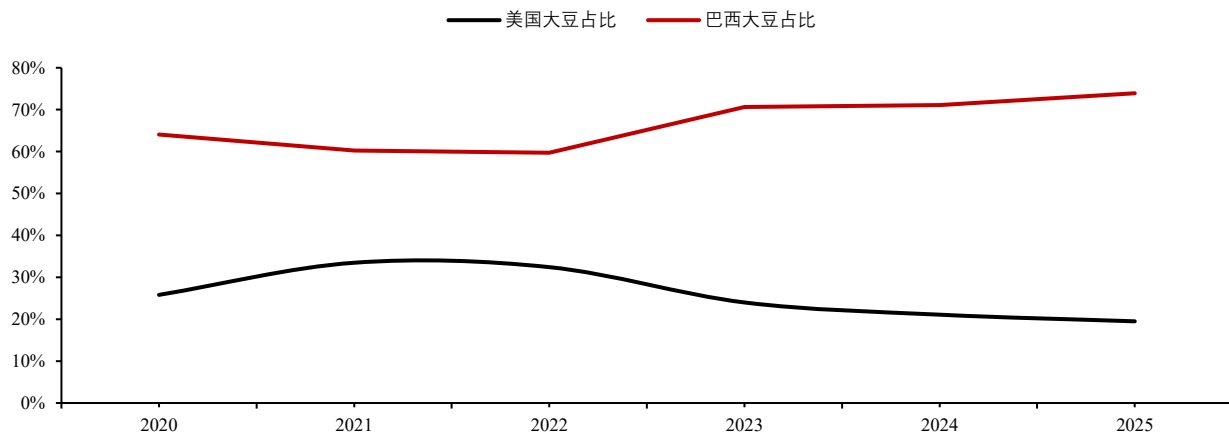
清明节期间中美贸易冲突达到顶峰，4 月 4 日起，中方对原产美国所有进口商品在现行税率基础上加征 34% 关税，4 月 7 日美方将中国输美商品“对等关税”提至 84%，后续数日美方持续调高对中国关税，附加值达 124%、125%，中方同步提升反制力度，4 月 10 日起部分反制关税附加值达 94%，商品贸易摩擦全面激化，全球商品市场风险溢价飙升。

5 月中美经贸高层会谈为商品贸易注入一定缓和信号，12 日联合声明发布，美方取消对中国商品加征的合计 91% 关税，调整 34% “对等关税”（24% 暂停加征 90 天、保留 10%）；中方相应取消对美 91% 反制关税，暂停 24% 反制关税 90 天、保留 10%，并暂停非关税反制措施。进入到 10 月后，中美和谈预期持续向好，在本次会议协商后，11 月 5 日，中方再度优化对美商品关税，停止部分加征措施、调整加征税率（一年内暂停 24%、保留 10%），政策落地后，中美贸易关系得到一定修复，农产品中以大豆为代表的相关品种未来进口预期同步转好。

2.2 当前贸易政策调整后的影响

从过去几年的数据来看，我国年大豆进口量基本稳定在 1 亿吨左右，2024 年是近 6 年来进口大豆最多的年份，为 1.05 亿吨，从占比情况来看，近年来已经呈现出巴西进口逐渐增加的情况，美国大豆从 2021 年 33.5% 的占比量一路下滑至 2024 年的 21.07%，而巴西方面则从不到 6 成的占比提升至 24 年底的 71%。

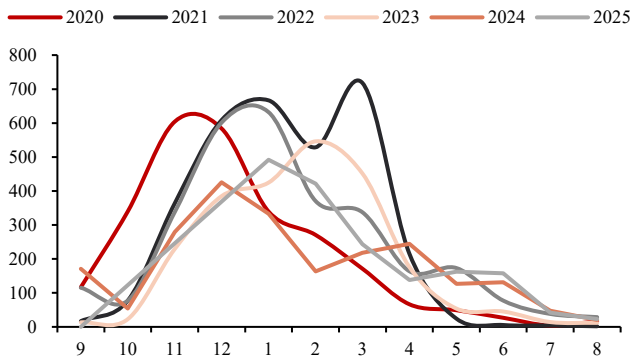
图 7：中国自美国和巴西进口大豆占比变化 单位：%



数据来源：中国海关总署 华泰期货研究院

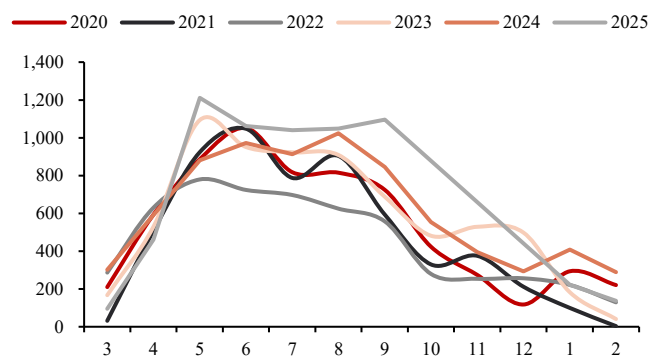
今年在中美贸易摩擦的影响下，来自美国大豆的进口量出现一定波动，根据海关总署发布的进口数据，2025 年前 9 个月我国美豆总进口量为 1680 万吨，同比增加 15.5%，这主要是源自于一季度进口环比的明显增加，但近月的美豆进口数量下降明显，今年 9 月未有美豆进口，与去年 171 万吨的数字对比显著，25 年至今美豆进口占比为 19.5%。

图 8：中美大豆进口数量 单位：万吨



数据来源：中国海关总署、华泰期货研究院

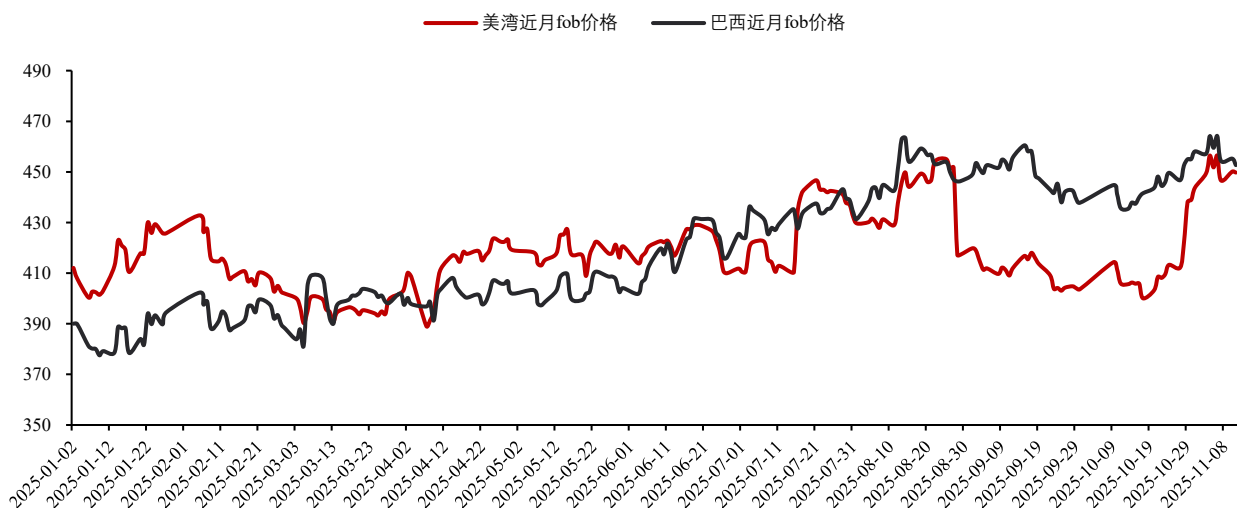
图 9：中巴大豆进口数量 单位：万吨



数据来源：中国海关总署、华泰期货研究院

短期来看，本次中美贸易政策的调整对于美豆价格形成了明显利好，我国对于美豆的进口预期缓解了市场对于新作美豆难以消化的担忧，推动 CBOT 美豆价格阶段性上涨。前期由于中美谈判结果尚不明朗，巴西大豆缺少竞争，升贴水持续处于高位，支撑进口成本，当前美豆重新带来的竞争压力也同步施压巴西大豆价格偏弱运行。但由于美国商品进口依然保留了 10% 的额外关税，从商业进口角度看，以美国大豆为代表的相关农产品相较南美产区不具备价格优势。

图 10：2025 年美国 and 巴西大豆近月 fob 价格 单位：美元/吨



数据来源：ifind 华泰期货研究院

中长期视角下，由于今年南北美产区的相继丰产，当前全球大豆市场整体呈现产量充足、供需宽松的格局。随着中美贸易的转好，我国也重新开启美豆

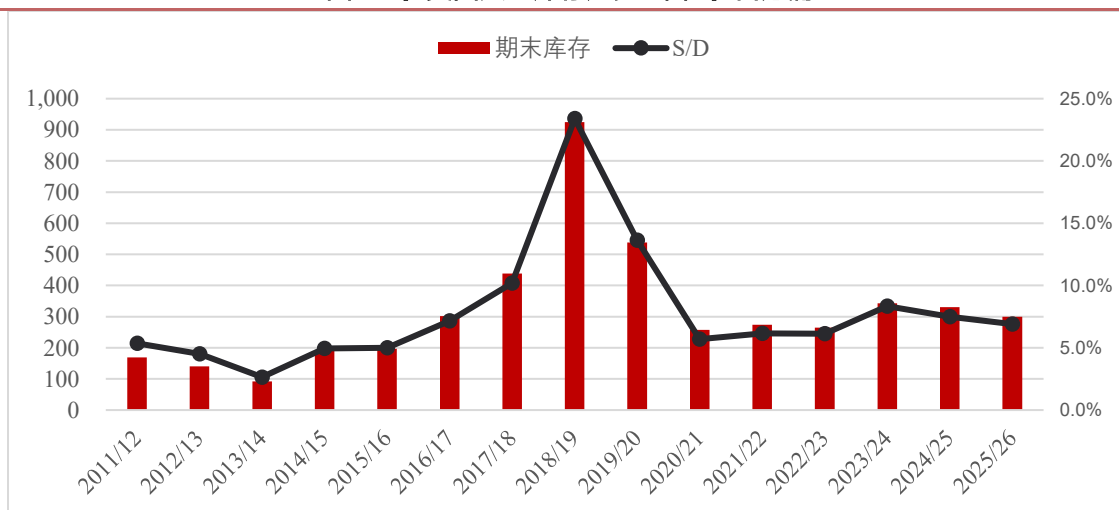
进口，在政策端影响明显减弱后，未来南北美大豆还是需要通过出口竞争来获取中国的进口需求市场，因此全球大豆市场的定价逻辑将逐步回归全球总量供需。当前我国大豆供应较为充足，下游大豆及豆粕库存均处于偏高水平，虽然中美贸易预期的转好一定程度上消除了春节前后可能造成的供应短缺的担忧，但是进口成本的抬升还是带动国内豆粕价格短期偏强运行，在回归基本面定价的大逻辑下未来仍需重点关注美豆的出口情况以及新季巴西大豆的生长情况。

三、美国大豆供需分析

3.1 新作美豆库存及出口情况

美豆方面，目前 USDA 预估 25/26 年度美豆结转库存 2.9 亿蒲式耳，较去年的 3.2 亿蒲式耳小幅下降。但未来美豆需求端仍存在较大变数，目前 USDA 预估 25/26 年度美豆出口需求 16.35 亿蒲，但未来出口数据能否达到预估目标尚存变数，当前中美谈判仍保留了 10% 的关税，美豆价格快速上涨使得当前美豆的市场竞争力偏弱，因此中国未来对美豆的采购情况仍待持续观察，并且将很大程度上决定本季美豆的库存水平，未来需要重点关注中国对美国大豆的采购情况以及南北美大豆价差。

图 11：美国大豆库存趋势 单位：百万蒲



数据来源：USDA 华泰期货研究院

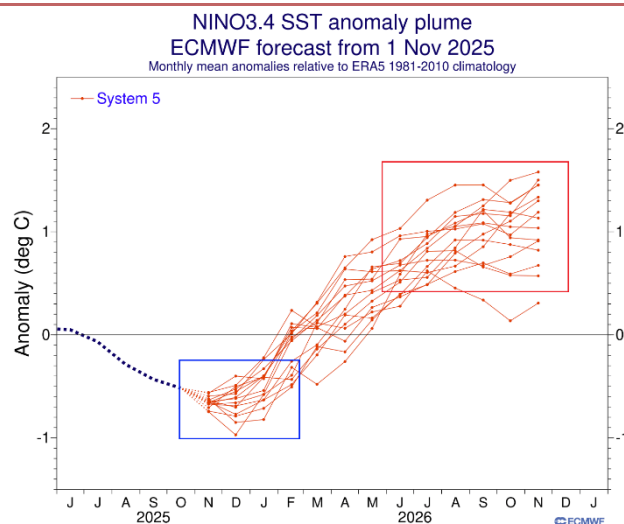
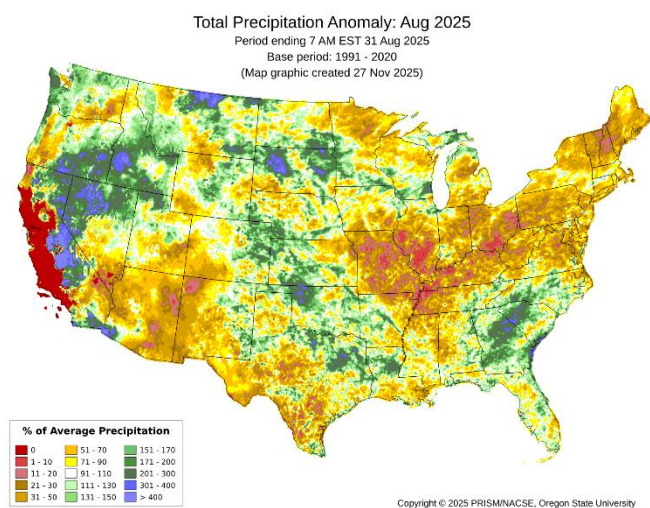
3.2 美国大豆种植及单产情况

新季美豆种植面积方面，由于受种植收益比较影响，相对收益更好的玉米

成为农户更好的选择，因此同处于同一种植带的美豆种植面积明显缩减，由去年的 8700 万英亩下降至 8113 万英亩。虽然种植面积大幅下降，但是得益于本年度产区较为良好的天气，尤其是今年美国大豆玉米带中西部地区降雨充沛，带动美豆单产创下了 53.0 蒲/英亩的历史新高水平，因此本年度美豆产量并未出现大幅下滑，最终产量为 42.5 亿蒲式耳。对于明年新季美豆单产则需要重点关注是否会有厄尔尼诺气候的出现，以及天气对北美产区的可能影响。此外在种植阶段也同样需要重点关注大豆/玉米比价，和后续中国对美豆的进口情况。

图 12：美国 8 月降水情况

图 13：2026 厄尔尼诺预测



数据来源：NOAA、华泰期货研究院

数据来源：NOAA、华泰期货研究院

表 1：美国大豆平衡表 | 单位：百万蒲式耳

| 美国大豆 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 期初库存 | 257 | 274 | 264 | 342 | 317 |
| 单产 | 51.8 | 49.6 | 50.6 | 50.8 | 53.0 |
| 播种面积 | 87,195 | 87,455 | 83,505 | 87,050 | 81,135 |
| 收获率 | 98.9% | 98.5% | 98.5% | 99.0% | 98.9% |
| 收获面积 | 86,255 | 86,136 | 82,236 | 86,171 | 80,280 |
| 产量 | 4,465 | 4,270 | 4,162 | 4,374 | 4,253 |
| 进口 | 16 | 25 | 21 | 27 | 20 |
| 总供给 | 4,737 | 4,569 | 4,447 | 4,744 | 4,590 |
| 出口 | 2,152 | 1,992 | 1,695 | 1,875 | 1,635 |

| | | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国内消费 | 2,311 | 2,313 | 2,410 | 2,552 | 2,665 |
| 压榨 | 2,204 | 2,212 | 2,285 | 2,445 | 2,555 |
| 食用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 饲残 | 107 | 101 | 124 | 107 | 110 |
| 总需求 | 4,463 | 4,305 | 4,105 | 4,427 | 4,300 |
| 期末库存 | 274 | 264 | 342 | 317 | 290 |
| S/D | 6.1% | 6.1% | 8.3% | 7.1% | 6.7% |

数据来源：USDA 华泰期货研究院

四、南美大豆供需分析

4.1 巴西大豆平衡表

从本年度的巴西大豆平衡表来看，旧作南美大豆产量呈现丰产格局，巴西 1.71 亿吨的新高产量使得在前期中国即使不采购美豆的情况下，也依然能够满足中国进口大豆需求。对于新作南美大豆，目前巴西整体播种生长顺利，市场对于 25/26 年度新作巴西产量有较高产量预期，海外机构预估普遍在 1.75-1.80 亿吨区间，后续关注关键生长期天气对单产的影响。出口方面，近期随着中美贸易谈判结果的落地，美豆价格大幅反弹，但南美大豆升贴水承压回落，未来南北美大豆出口竞争格局加剧。

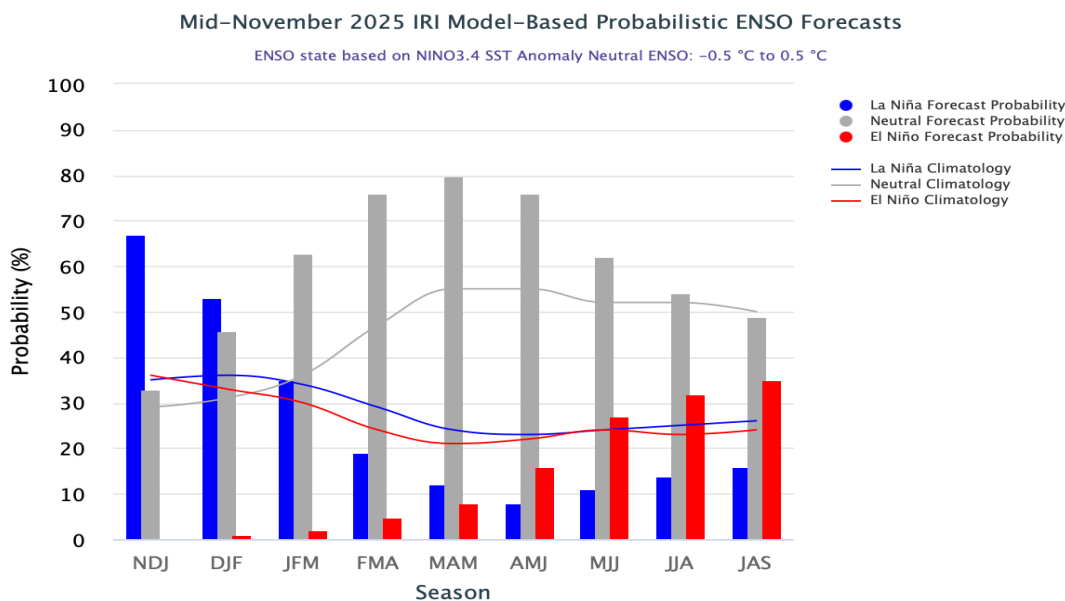
表 2：巴西大豆平衡表 | 单位：千吨

| 巴西大豆 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 期初库存 | 29,419 | 27,378 | 36,819 | 29,722 | 36,811 |
| 单产 | 3.14 | 3.63 | 3.35 | 3.62 | 3.59 |
| 收获面积 | 41,600 | 44,600 | 46,150 | 47,400 | 48,800 |
| 产量 | 130,500 | 162,000 | 154,500 | 171,500 | 175,000 |
| 进口 | 539 | 154 | 867 | 732 | 350 |
| 总供给 | 160,458 | 189,532 | 192,186 | 201,954 | 212,161 |
| 出口 | 79,063 | 95,504 | 104,170 | 103,143 | 112,500 |
| 国内消费 | 54,017 | 57,209 | 58,255 | 62,000 | 63,300 |
| 压榨 | 50,767 | 53,409 | 54,405 | 58,000 | 59,000 |
| 食用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 饲残 | 3,250 | 3,800 | 3,850 | 4,000 | 4,300 |
| 总需求 | 133,080 | 152,713 | 162,425 | 165,143 | 175,800 |
| 期末库存 | 27,378 | 36,819 | 29,761 | 36,811 | 36,361 |
| S/D | 20.6% | 24.1% | 18.3% | 22.3% | 20.7% |

数据来源：USDA 华泰期货研究院

上一年度的巴西大豆在生长阶段可谓是风调雨顺，在良好天气的加持下最终也是呈现了历史最高的产量。目前对于新季巴西大豆产量预期更为乐观，但本年度尾声或将迎来拉尼娜天气，未来需关注今年弱拉尼娜气候是否会对新作南美产量产生影响。

图 14：25 年冬季拉尼娜预测概率



数据来源：IRI、华泰期货研究院

4.2 阿根廷大豆平衡表

本年度阿根廷大豆产区同样天气情况较好，因此旧作阿根廷大豆也迎来丰产，5110 万吨的产量在历史中也属于偏高位置。作为主要的豆粕和豆油出口国，阿根廷较高的产量也在今年中美贸易摩擦的大背景下提供了更多的出口。当前阿根廷处于播种初期，由于作物收益比较的原因，今年阿根廷农民或将减少部分大豆面积，转向种植玉米和葵花籽，目前海外机构普遍预估新作阿根廷大豆产量在 4800-5000 万吨区间。

表 3：阿根廷大豆平衡表 | 单位：千吨

| 阿根廷大豆 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 期初库存 | 24,838 | 23,691 | 16,997 | 24,047 | 23,102 |
| 单产 | 2.76 | 1.74 | 2.95 | 2.93 | 2.94 |
| 收获面积 | 15,900 | 14,400 | 16,370 | 17,455 | 16,500 |
| 产量 | 43,900 | 25,000 | 48,210 | 51,108 | 48,500 |

| | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 进口 | 3,839 | 9,059 | 7,787 | 6,324 | 7,700 |
| 总供给 | 72,577 | 57,750 | 72,994 | 81,479 | 79,302 |
| 出口 | 2,861 | 4,185 | 5,114 | 7,868 | 8,250 |
| 国内消费 | 46,025 | 36,568 | 43,833 | 50,509 | 48,200 |
| 压榨 | 38,825 | 30,318 | 36,583 | 43,209 | 41,000 |
| 食用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 饲残 | 7,200 | 6,250 | 7,250 | 7,300 | 7,200 |
| 总需求 | 48,886 | 40,753 | 48,947 | 58,377 | 56,450 |
| 期末库存 | 23,691 | 16,997 | 24,047 | 23,102 | 22,852 |
| S/D | 48.5% | 41.7% | 49.1% | 39.6% | 40.5% |

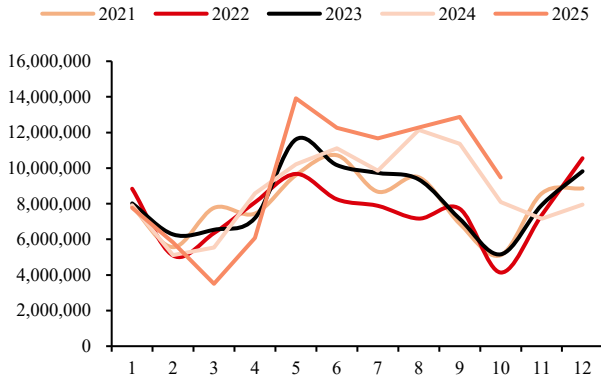
数据来源: USDA 华泰期货研究院

五、国内粕类供需

5.1 国内进口及库存情况

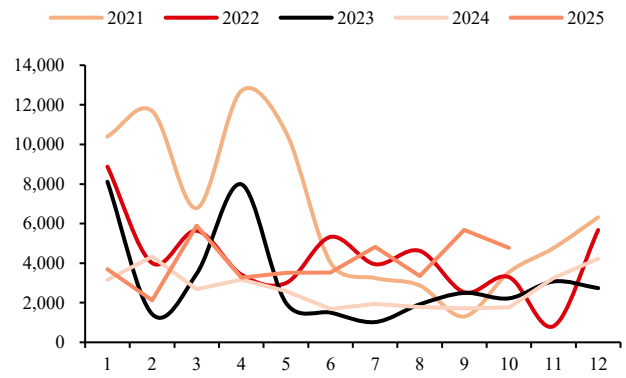
据海关总署数据显示: 中国 2025 年 10 月大豆进口 948.2 万吨, 环比 9 月进口减少 338.7 万吨, 同比增加 139.5 万吨, 增幅为 17.25%。2025 年 1-10 月中国累计进口大豆总量为 9568.2 万吨, 同比增 574.5 万吨, 增幅为 6.39%。2025 年 10 月, 全国油厂大豆压榨为 863.10 万吨, 较上月减少 130.44 万吨, 减幅 13.13%; 同比增加 67.8 万吨, 增幅 8.53%。2025 年自然年度全国大豆压榨量为 8364.3 万吨, 较去年同期增幅达 5.65%。2025 年 10 月全国动态全样本油厂大豆库存延续上升趋势。截至 11 月 21 日, 全国油厂大豆库存继续下滑至 714.99 万吨, 较上周减少 32.72 万吨, 减幅 4.38%, 同比去年增加 203.94 万吨, 增幅 39.91%。豆粕库存上升至 115.15 万吨, 较上周增加 15.86 万吨, 增幅 15.97%, 同比去年增加 38.11 万吨, 增幅 49.47%。

图 15：中国大豆月度进口 单位：吨



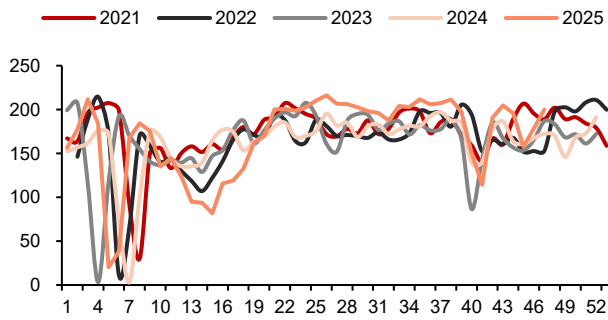
数据来源：海关总署、华泰期货研究院

图 16：中国豆粕月度进口 单位：吨



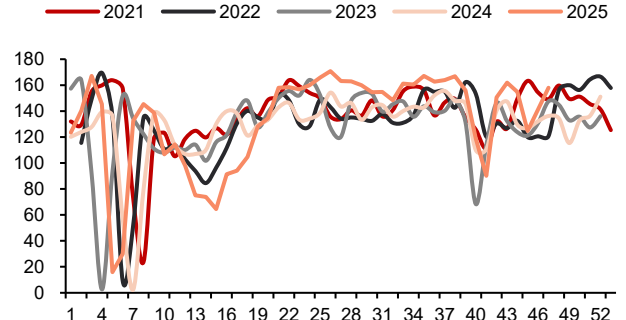
数据来源：海关总署、华泰期货研究院

图 17：中国周度大豆压榨量 单位：万吨



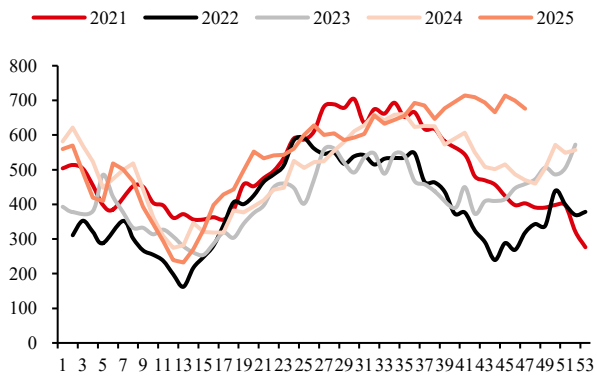
数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 18：中国周度豆粕产量 单位：万吨



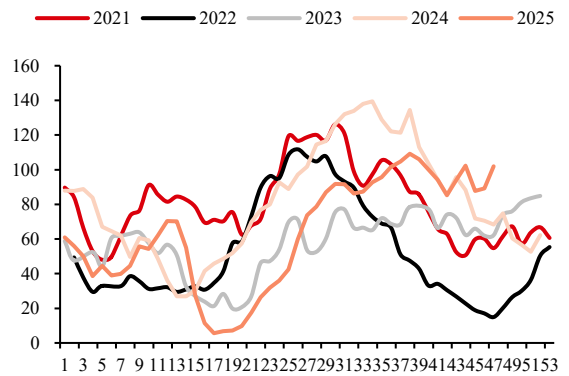
数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 19：主要油厂大豆库存 单位：万吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 20：主要油厂豆粕库存 单位：万吨

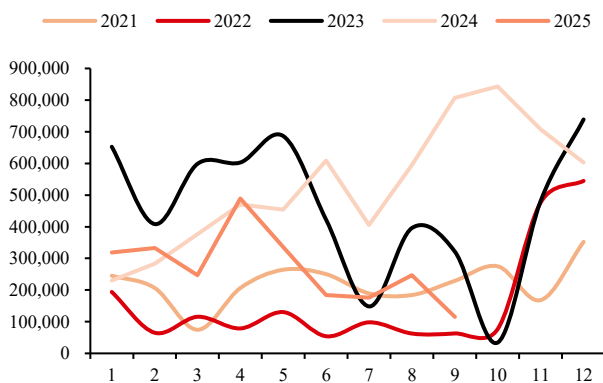


数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

5.2 菜系供需情况

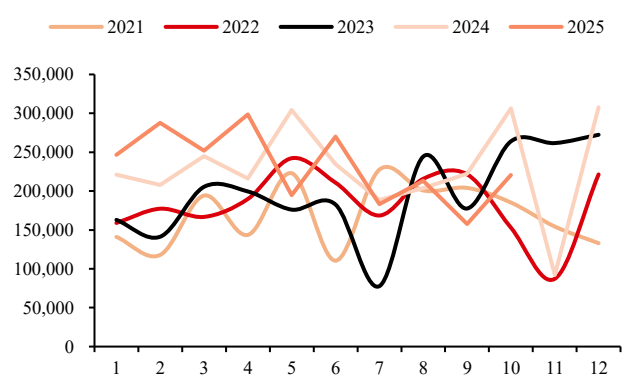
据海关总署数据显示：2025 年 10 月菜籽进口量 0 万吨。1-10 月菜籽累计进口 244.58 万吨，较去年同期减幅 51.8%。2025 年 10 月，沿海油厂菜籽压榨量为 0 万吨，较上月减少 5.75 万吨；同比减少 19 万吨。2025 年至今全国菜籽压榨量为 284.9 万吨，同比减少 200.6 万吨，减幅 41%。截至 11 月 21 日，主要油厂菜粕库存为 0.01 万吨，较上周减少 0.19 万吨，同比去年减少 7.19 万吨。

图 21：中国菜籽进口量 单位：吨



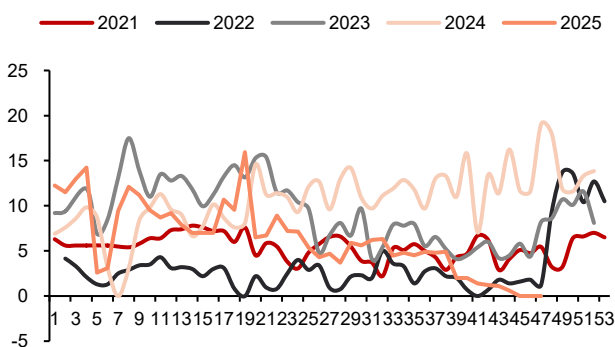
数据来源：海关总署、华泰期货研究院

图 22：中国菜粕进口量 单位：吨



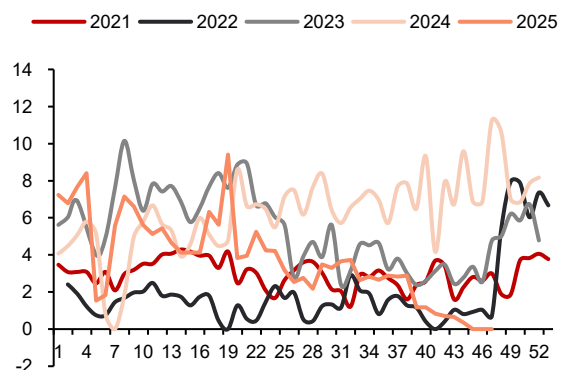
数据来源：海关总署、华泰期货研究院

图 23：中国周度菜籽压榨量 单位：万吨



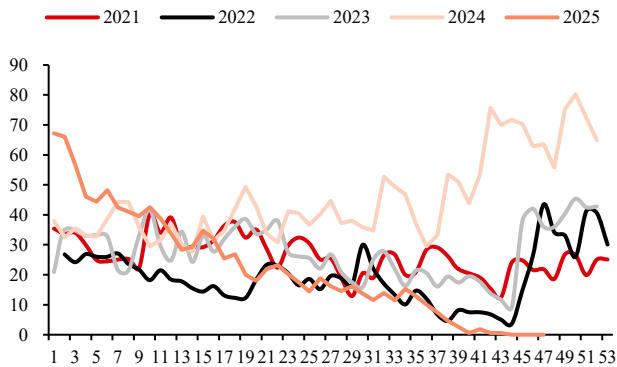
数据来源：海关总署、华泰期货研究院

图 24：中国周度菜粕产量 单位：万吨



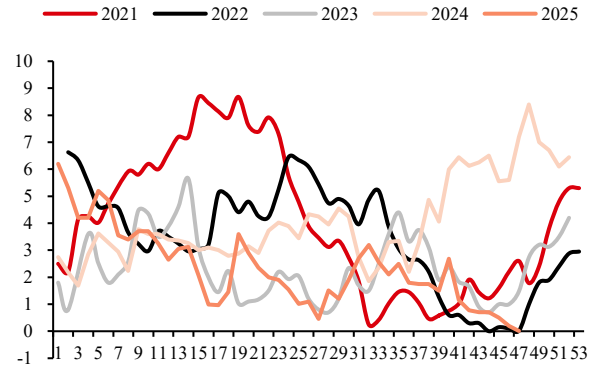
数据来源：海关总署、华泰期货研究院

图 25：主要油厂菜籽库存 单位：万吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 26：主要油厂菜粕库存 单位：万吨

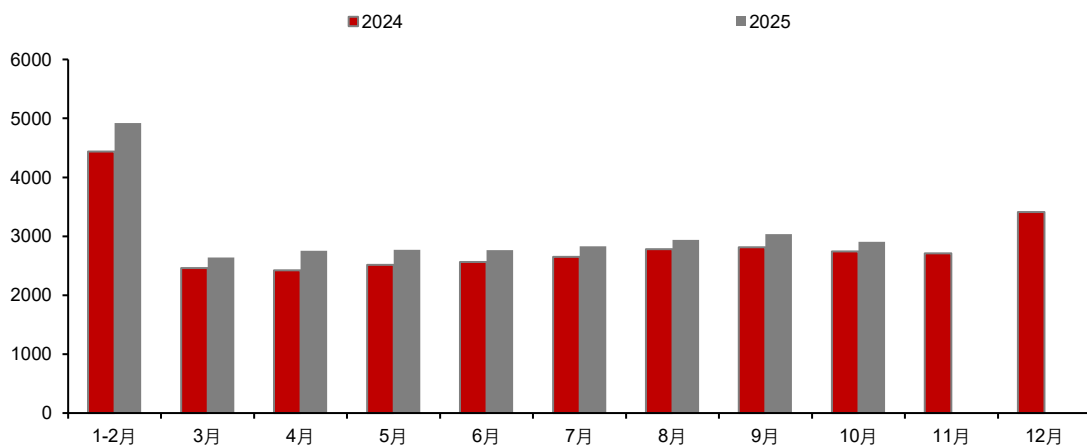


数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

5.3 国内下游需求情况

从饲料消费上来看，自 2024 年 6 月至 2025 年 9 月，生猪行业产能始终较为稳定，基本在 4050 万头左右波动运行。由于近年来生产效能的提升，当前平均 PSY 基本能达到 27 左右，这也使得本年度和未来一段时间内的国内生猪供应格局较为宽松，截至目前饲料工业协会给出的数据，今年前 10 个月工业饲料产量同比增加 8.58%。

图 27：全国工业饲料产量 | 单位：万吨

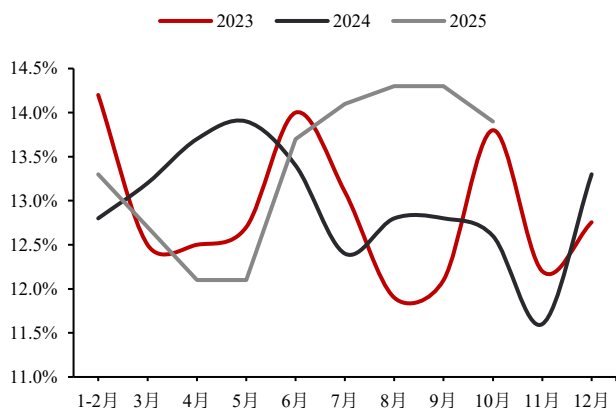


数据来源：饲料工业协会、华泰期货研究院

本年度生猪产能维持高位，而由于成本端的下降，在国庆节猪价大幅下跌前生猪养殖户基本都处于盈利状态，由于大量采购本季丰产的南美大豆，国内豆粕供应也较为充足，因此可以看到本年度豆粕的添加比例同比去年明显有

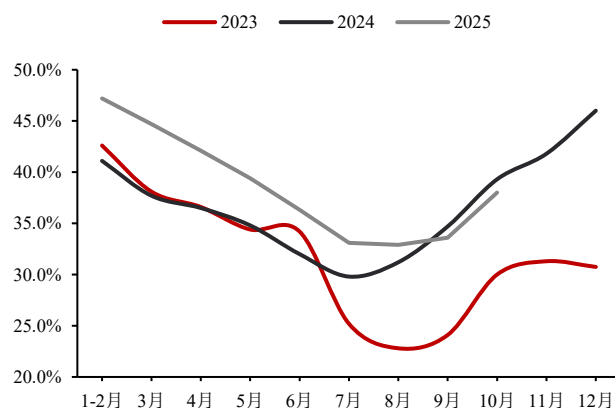
所提升，8-9 月份的高点达到了 14.3%，全年的整体用量同比增加 11.7%。10 月份开始，生猪产能数据开始逐渐下降，由于前期偏高的产能数据，当前生猪价格已经明显回落，产业进入到亏损状态之中，因此未来的饲料添加比例可能出现一定的下滑，但由于前期偏高的产能数据，当前生猪存栏量依旧偏高，预计饲料需求下滑将较为有限。

图 28：豆粕用量占比 | 单位：%



数据来源：工业饲料协会、华泰期货研究院

图 29：玉米用量占比 | 单位：%



数据来源：工业饲料协会、华泰期货研究院

六、粕类市场展望

随着中美贸易政策博弈尘埃落定，市场逻辑已从前期的政策驱动逐步回归基本面主导。供应端来看，本年度巴西大豆丰产为我国提供了充足的进口来源，国内油厂大豆及豆粕库存均攀升至历史高位，市场供应呈现宽松格局。尽管未来美国大豆进口预期有所改善，但豆粕价格并未出现大幅回落，核心原因在于当前市场焦点集中于新季美豆的进口成本，政策落地后美豆价格上涨推高进口成本。不过，目前我国对美豆依然保留额外 10% 的进口关税，同时南美大豆升贴水回落进一步削弱美豆竞争力，后续需重点跟踪中国对美国大豆的采购进度以及南北美大豆价差变化，新季美豆需求端能否达成预期仍存在不确定性，预计短期内国内豆粕价格将维持震荡运行态势。

中长期视角下，新季巴西大豆播种顺利进入尾声，美国农业部给出 1.75 亿吨的历史最高丰产预期，但气象因素仍存隐忧：今年处于弱拉尼娜年份，若拉尼娜现象在巴西大豆关键生长期引发不利天气，可能对最终产量预期造成冲击。阿根廷方面，大豆播种工作刚刚启动，受作物收益比价偏差影响，当地农民或缩减大豆种植面积，转而种植玉米和葵花籽，目前阿根廷大豆产量预

期区间为 4800-5000 万吨，后续存在一定下调风险。因此，南美天气变化将成为中长期市场的核心关注焦点，若产区出现减产预期，明年国内豆粕价格则无需过度悲观。

需求端层面，当前养殖行业已进入亏损区间，饲料添加比例可能出现结构性调整，但四季度生猪消费将步入季节性旺季，且市场供应压力较大，预计短期内饲料消费需求不会出现明显回落。综合来看，中美贸易政策博弈结束后，短期内国内豆粕市场的关注核心在于中国对美大豆的实际采购情况；中长期则需聚焦南美大豆产区天气变化及产量落地情况，若气象端出现不利扰动，明年国内豆粕价格或将具备一定上涨空间。

七、2025 年玉米市场运行回顾

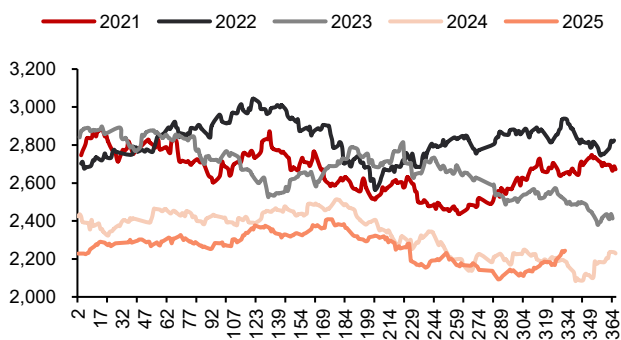
7.1 玉米价格回顾

本年度上半年玉米价格整体以震荡上行为主，在去年集中上市期贸易商压价收购带来的价格低点过后，进入 2025 年随着基层卖粮压力逐步释放，叠加国内收储政策落地托底市场信心，粮食收购进度明显加快，玉米价格开启首轮上涨从年初 2209 元/吨的低位逐步攀升至 3 月份 2319 元/吨。随着地趴粮基本完成销售，贸易商及港口环节的库存压力集中显现，市场经历了短期的下跌。但是进入 4 月后，市场驱动因素发生转变。一方面，中美贸易格局持续紧张，双方互加高额关税的举措引发市场对玉米进口供应的担忧，叠加同期农产品市场整体上涨氛围带动，玉米价格获得支撑；另一方面，基层粮源逐步消耗殆尽，贸易商出货积极性显著下降，挺价意愿增强，而新季小麦尚未集中上市，玉米短期供应呈现偏紧状态，多重因素推动玉米价格再开始上涨。后续虽受新季小麦集中上市影响，饲料企业为控制成本大幅提升小麦替代玉米的添加比例，导致玉米需求阶段性承压，价格出现短期回调，但进入旧作玉米供应尾声阶段，市场可流通粮源持续减少，供需偏紧格局再度主导市场，玉米价格最终在 6 月份上行至 2420 元/吨的年内高点。

经历了上半年的上涨后，下半年的玉米价格开始急转而下，本年度小麦产量情况较好，饲料企业使用替代较多，小麦价格对于玉米上方的压制作用较为明显。另一方面，在进口玉米拍卖的影响下，贸易商同步出货，市场供应的增加下带动期现货价格同步偏弱运行。随后，本年度东北地区玉米生长情况

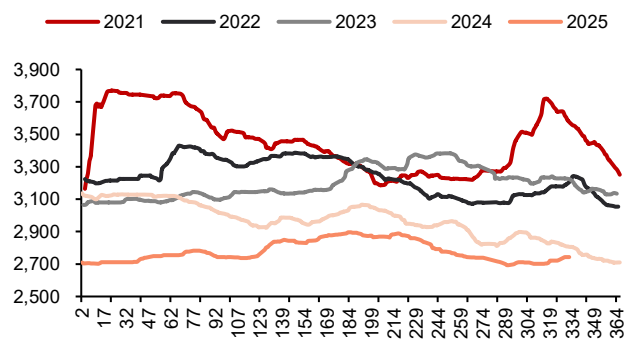
较好，对于新季的丰产预期越发强烈，但价格跌至 10 月份 2076 元/吨的低点后，华北地区遭受降水的影响，导致收获进度偏慢，霉变现象较为严重，华北地区供应偏紧，而东北地区气温下降较快，且今年玉米质量较好含水量较低，便于粮农储存，因此粮农惜售心态渐起。深加工在利润回升后存在刚性需求，叠加贸易商同步求购，玉米价格开始回升并运行至近期 2257 元/吨的价格。

图 30：玉米主力期货合约 | 单位：元/吨



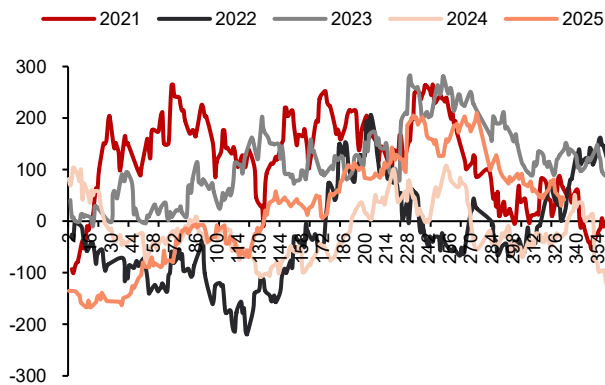
数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 31：玉米现货均价 | 单位：元/吨



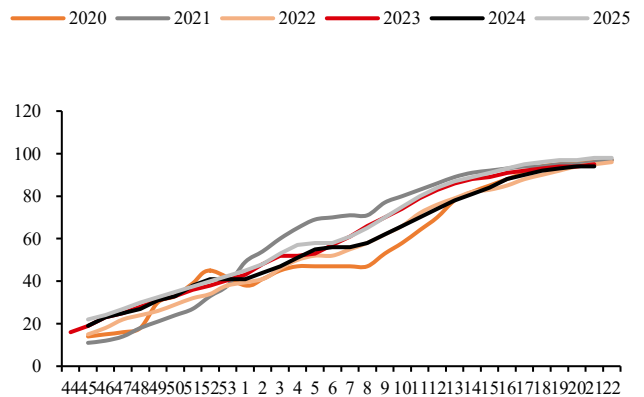
数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 32：玉米主力基差 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 33：玉米售粮进度 | 单位：%



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

八、国际玉米供需

8.1 美国玉米平衡表

由于本季美豆种植收益相较于玉米偏差，因此本年度美国玉米种植面积提升至 9870 万英亩，与 9 月报告数据相同，但同比去年增加 780 万英亩，

增幅 8.6%。从 USDA 供需报告给出的数据来看，由于小幅下调玉米单产至 186 蒲式耳/英亩，美国 2025/2026 年度玉米总供应量预期减少至 167.5 亿蒲式耳，9 月预期为 168.1 亿蒲式耳，环比减少 0.6 亿蒲式耳，但对于丰产格局没有影响；库存方面，由于上调了期初库存，11 月供需报告将本季玉米期末库存上调至 21.5 亿蒲式耳，相较 9 月报告上调 4400 万蒲式耳，同比增加 6.2 亿蒲式耳。虽然库存数据的进一步增加使得本次报告较为利空，但当前较好的美玉米出口情况仍能支撑美玉米价格，未来需对出口情况持续关注。

表 4：美国玉米平衡表 | 单位：万吨

| 美国玉米 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 期初库存 | 3,136 | 3,498 | 3,455 | 4,479 | 3,891 |
| 单产 | 11.09 | 10.89 | 11.13 | 11.26 | 11.68 |
| 收获面积 | 34,394 | 31,851 | 35,008 | 33,608 | 36,441 |
| 产量 | 38,147 | 34,674 | 38,967 | 37,827 | 42,553 |
| 进口 | 62 | 98 | 72 | 51 | 64 |
| 总供给 | 41,344 | 38,270 | 42,494 | 42,357 | 46,507 |
| 出口 | 6,280 | 4,222 | 5,728 | 7,189 | 7,811 |
| 国内消费 | 31,567 | 30,593 | 32,287 | 31,278 | 33,225 |
| 总需求 | 41,344 | 38,270 | 42,494 | 42,357 | 46,507 |
| 期末库存 | 3,498 | 3,455 | 4,479 | 3,891 | 5,471 |
| S/D | 11.08% | 11.29% | 13.87% | 12.44% | 16.47% |

数据来源：USDA 华泰期货研究院

8.2 巴西玉米平衡表

从美国农业部 11 月报告给出的数据来看，新季巴西玉米种植面积较上一季有小幅上升，本次报告预计 2025/26 年度巴西玉米产量为 1.31 亿吨，与 9 月报告及去年同期数据基本持平。巴西全国谷物出口商协会表示，2025 年 11 月巴西玉米出口量将达到 611 万吨，环比增幅 10.7%，预计 2025 年全年玉米出口量为 4500 万吨，环比增加 720 万吨。同时，巴西国家商品供应公司表示，截至 11 月 22 日巴西 2025/26 年度首季玉米种植已完成 59.3%，上周 52.6%，去年同期 58.7%，五年均值 58.7%，新季巴西玉米播种顺利推进中。

表 5：巴西玉米平衡表 | 单位：万吨

| 巴西玉米 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|
|------|---------|---------|---------|---------|---------|

| | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 期初库存 | 483 | 374 | 988 | 833 | 1,043 |
| 单产 | 5 | 6.12 | 5.50 | 6.10 | 5.80 |
| 收获面积 | 21,800 | 22,400 | 21,650 | 22,300 | 22,600 |
| 产量 | 11,600 | 13,700 | 11,900 | 13,600 | 13,100 |
| 进口 | 260 | 133 | 172 | 160 | 160 |
| 总供给 | 12,343 | 14,207 | 13,059 | 14,593 | 14,303 |
| 出口 | 4,818 | 5,420 | 3,826 | 4,100 | 4,300 |
| 国内消费 | 7,150 | 7,800 | 8,400 | 9,450 | 9,650 |
| 总需求 | 12,343 | 14,207 | 13,059 | 14,593 | 14,303 |
| 期末库存 | 374 | 988 | 833 | 1,043 | 353 |
| S/D | 5.23% | 12.66% | 9.92% | 11.04% | 3.66% |

数据来源: USDA 华泰期货研究院

九、国内玉米供需

9.1 国内新季玉米情况

虽然本年度玉米种植初期遭受了低温和一定的灾害影响,但由于进入 7、8 月份后整体气温偏高,前期积温偏低的问题得以改善,7-8 月份的玉米生长情况已经好于历史同期,后期天气条件基本较为配合,预计今年东北地区玉米的增产幅度可能在 5%-10%左右。但由于 10 月华北地区遭受强降雨的影响,导致该区域收获进度偏慢且霉变情况较为严重,对于新季玉米质量造成明显影响,从卫星遥感数据测算结果来看,山东、山西、河南、河北、安徽受灾较为严重的五省预计受影响比例达到 10%左右。但得益于东北和新疆地区的丰产,整体国内玉米产量仍属于增产年份。

表 6: 中国玉米平衡表 | 单位: 万吨

| 中国玉米 | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 |
|-------|---------|---------|---------|
| 播种面积 | 44219 | 44219 | 44873 |
| 收获面积 | 44219 | 44219 | 44873 |
| 单产 | 6532 | 6532 | 6685 |
| 产量 | 28884 | 28884 | 30000 |
| 进口 | 2341 | 2341 | 600 |
| 消费 | 29500 | 29786 | 29902 |
| 食用消费 | 991 | 1000 | 1010 |
| 饲用消费 | 19100 | 19350 | 19350 |
| 工业消费 | 8238 | 8340 | 8450 |
| 种子用量 | 193 | 128 | 129 |
| 损耗及其他 | 978 | 968 | 963 |
| 出口 | 1 | 1 | 1 |

结余变化

1724

-112

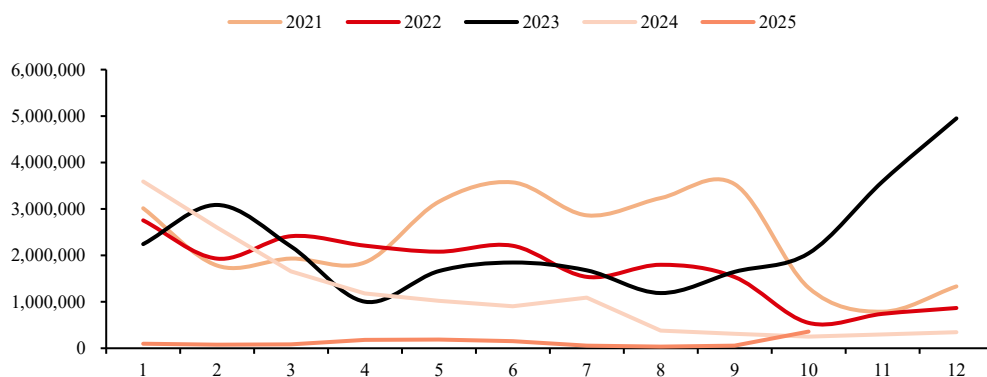
697

数据来源：农业农村部 华泰期货研究院

9.2 国内进口玉米情况

据海关数据显示，2025 年 10 月玉米进口量 36 万吨，环比增加 500%，同比增 43.10%。1-10 月份玉米进口量共计 130.11 万吨。当前美西进口成本 2031 元/吨，进口利润 429 元/吨；美湾进口成本 2146 元/吨，进口利润 314 元/吨。

图 34：国内玉米进口数量 | 单位：吨



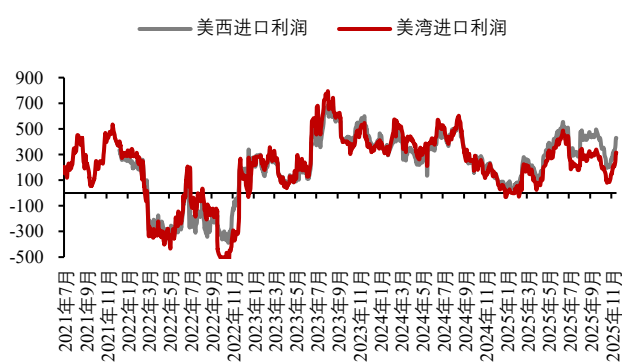
数据来源：海关总署、华泰期货研究院

图 35：美玉米进口成本单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 36：美玉米进口利润 | 单位：元/吨



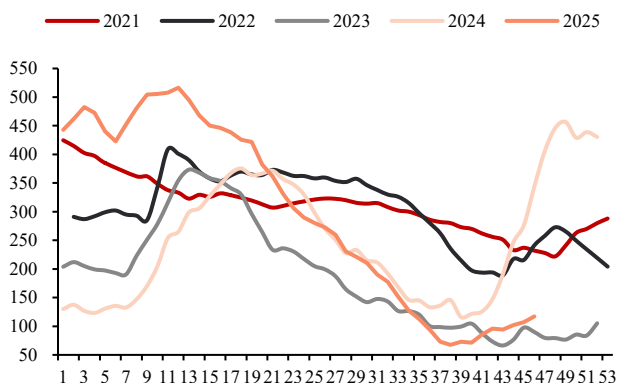
数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

9.3 国内玉米库存情况

据钢联数据统计，截至 11 月中旬，北方四港库存在 117 万吨左右，环比增加 9.2%，同比下降 66%；南方饲用谷物库存约为 158.6 万吨，环比下

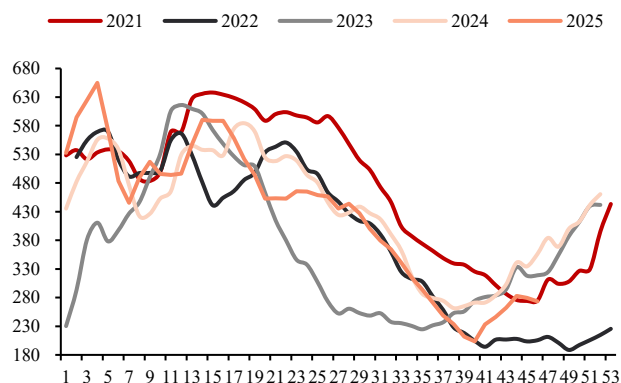
降 20.2%，同比减少 13.7%；深加工企业玉米库存总量 273.5 万吨，环比下降 2.1%，同比增加 23.2%。

图 37：北方港口库存 | 单位：万吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 38：深加工企业库存 | 单位：万吨

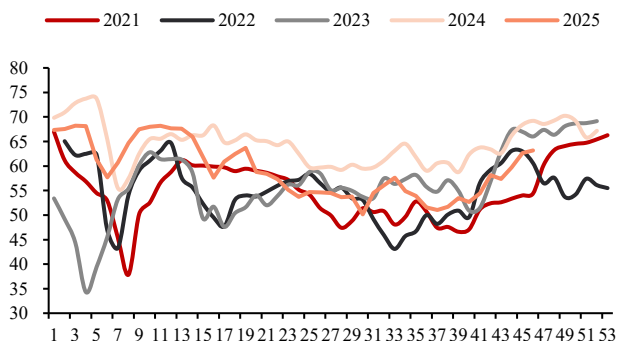


数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

9.4 国内玉米需求情况

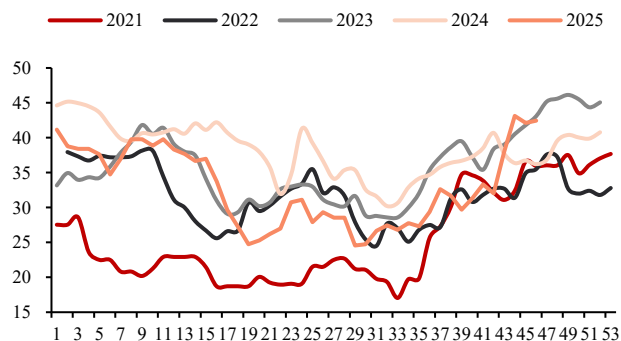
据钢联数据统计，11 月份玉米淀粉企业总产量为 138.85 万吨，环比增加 10.95 万吨；玉米淀粉行业开工率 64.03%，环比升高 5.05%，同比降低 6.3%。2025 年 1 月起至 11 月 14 日当周，淀粉加工企业玉米消费量约为 2724.92 万吨，同比下降 7.56%；酒精加工企业玉米消费量约为 1515 万吨，同比下降 13.6%；氨基酸加工企业玉米消费量约为 948.2 万吨，同比增加 0.68%。截至 11 月 14 日，玉米淀粉加工企业利润为 56.25 元/吨、玉米乙醇加工企业利润-290 元/吨。

图 39：淀粉加工企业玉米消费量 | 单位：万吨



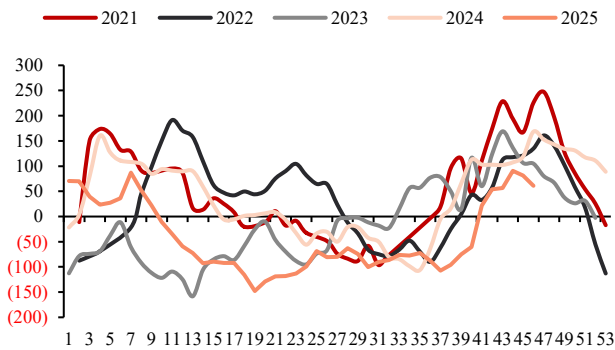
数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 40：乙醇加工企业玉米消费量 | 单位：万吨



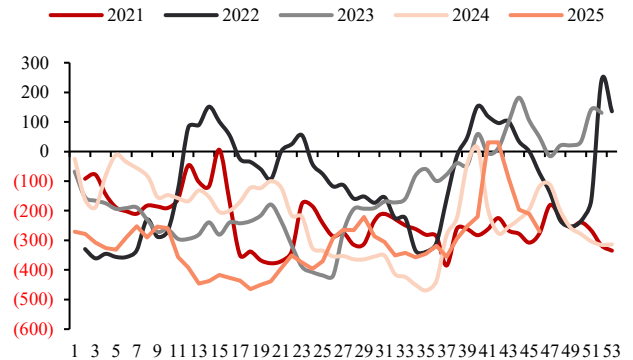
数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 41：淀粉加工企业利润 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

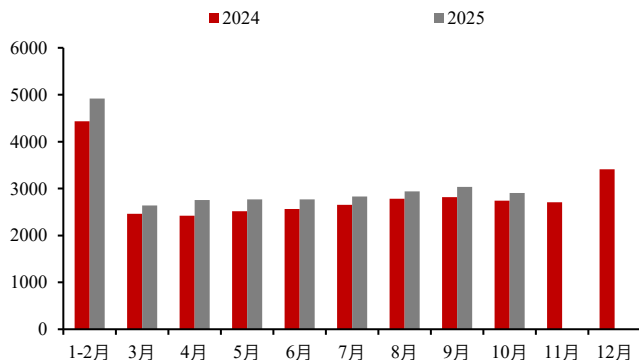
图 42：乙醇加工企业利润 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

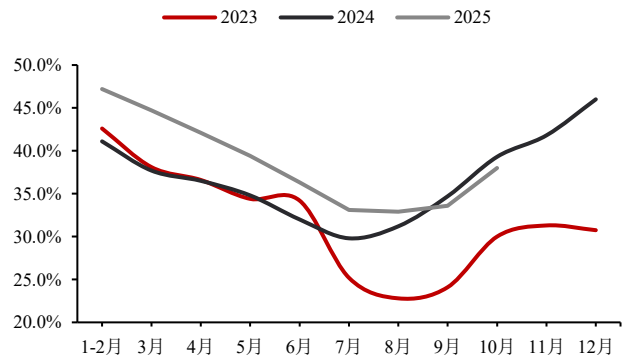
截至目前饲料工业协会给出的数据，今年前 10 个月工业饲料产量总计 27562 万吨，同比增加 8.58%。其中玉米饲料用量 10786 万吨，同比增加 1744 万吨，增幅 19.3%。

图 43：全国工业饲料产量 | 单位：万吨



数据来源：饲料工业协会、华泰期货研究院

图 44：玉米用量占比 | 单位：%



数据来源：饲料工业协会、华泰期货研究院

十、玉米市场展望

当前新季玉米已进入集中上市阶段。本年度东北地区玉米呈现量质双优的情况，丰产格局已定，加之地租下降带动种植成本同步走低，在此丰产加低成本的大背景下，市场初期对新季玉米价格预期偏弱。然而，玉米价格在经历短暂回落后便开始走强。首先，从供应端来看，一方面华北地区受洪涝灾害影响，玉米收获进度明显滞后，且霉变问题突出，优质粮源供应紧俏，后续市场对东北地区玉米的调运需求将进一步增加，间接为东北玉米价格提供了支撑。另一方面，本年度东北地区收购环境与去年截然不同，上一季玉米集中上市

时，气温下降缓慢且玉米含水量偏高，粮农储存难度大、急于售粮，贸易商趁机集中收购并压价，引发价格快速回落。而今年东北地区气温下降较快，且新季玉米含水量偏低、品质更优，粮农储存便利性大幅提升，当价格回落后惜售心态渐趋浓厚，主动售粮意愿下降。此外，当前贸易商资金储备充裕，叠加期现公司纷纷入局东北地区参与收购，在粮农惜售的市场环境下，收购端竞争进一步加剧，支撑当前玉米价格。其次，需求端方面，刚性采购与潜在补库需求形成了有效托底。随着深加工企业利润逐步回升，行业开工率显著提升，对玉米存在刚性采购需求。而饲料端目前对偏高的玉米价格接受度有限，仍持观望态度，导致南方饲料库存同比处于低位，后续补库需求仍存。进口端则受政策调控影响，谷物进口量呈现收紧态势。在政策谈判落地后，未来玉米进口情况仍需持续关注。

综合来看，华北地区受灾导致的优质粮源短缺、东北地区收购格局的改变，叠加需求端的刚性需求与补库潜力，共同制约了新季玉米集中上市阶段的下跌空间。中长期来看，市场走势仍需聚焦两大核心，一是玉米进口政策的后续调整，二是新季玉米的整体销售进度及库存消化情况，二者将共同决定国内玉米市场的长期供需格局与价格走向。

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



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层