

多空并存，盘面震荡

报告要点

长周期看涨豆粕，中周期看区间震荡，短周期预计现货和基差承压，或拖累盘面。

摘要

2025年以来豆粕期现市场分化，基差波动较大。一季度反弹主因是供给端大豆到港量偏低。二季度下跌主因是大豆到港，供应增长。三季度进口成本抬高，期货引领现货小幅走高。

展望四季度，豆粕市场多空并存。潜在利多因素为：①美豆单产可能继续下调。天气方面，世界气象组织预测，拉尼娜将在2025年四季度重回主导地位。美豆产区干旱指数见底回升。美豆单产目前处于高位，给后续下调留有空间。②南美豆产量预期可能下调。巴西部分州开始播种，进度偏慢。历史经验显示，拉尼娜年份，阿根廷大豆通常减产。当前南美大豆增产预期较强，但考虑四季度拉尼娜回归，这给南美豆生长带来不确定性。**潜在利空因素为：**①大豆到港量大，四季度预计无缺口。大豆库存消费比从上半年持续低于70%，稳步抬升到接近甚至超过80%，供需持续改善。②生猪反内卷可能影响豆粕需求。政策限制二育，要求降低出栏体重，短期冲击豆粕需求。反内卷主导生猪行业去产能，不利于豆粕长期需求增长。

总体上，长周期看，2025/26年度全球和美豆供需同比趋紧，中美贸易战持续，豆粕市场正开启新一轮上行周期。关注美豆单产是否下调，南美豆产量是否下调。中周期看，四季度中国进口大豆供应量料相对充足，不存在供需缺口。缺口或在2026年一季度。预计四季度盘面2950-3200区间震荡，基差【-100, 50】偏弱运行。关注生猪反内卷对豆粕需求的扰动。短周期看，大豆大量到港压力持续，油厂豆粕库存季节性高位，油厂催提，现货和基差报价承压，或拖累盘面。

策略：单边逢低买，不追多。

风险提示：天气、需求、贸易关系。

此外，从盘面和基差两个维度考量，建议企业套保方案如下，总体原则，**采购方：**9月控节奏、重基差，10月后加大套保力度；**销售方：**三季度积极锁利，四季度保留敞口。

风险提示：基差风险、价格波动风险、资金管理风险等。



扫描二维码 获取更多投研资讯

农业组：

研究员：

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

李艺华

从业资格号：F03086449

投资咨询号：Z0019380

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

刘丽芳

从业资格号：F03110661

投资咨询号：Z0022137

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

一、 行情回顾	3
二、 供需分析：多空并存	3
2.1 潜在利多因素之一：美豆单产可能继续下调	3
2.2 潜在利多因素之二：南美豆产量预期可能下调	6
2.3 潜在利空因素之一：大豆到港量大，四季度预计无缺口	7
2.4 潜在利空因素之二：生猪反内卷可能影响豆粕需求	8
三、 行情展望：盘面震荡，基差偏弱	10
四、 企业套保建议	10

一、行情回顾

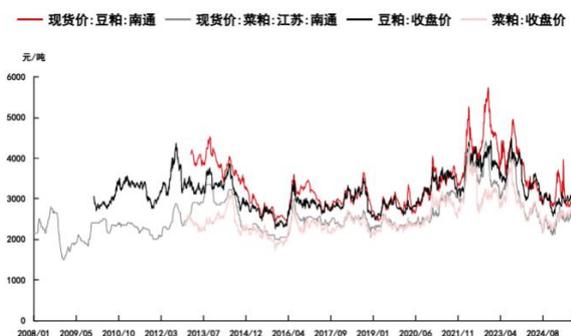
2025 年以来豆粕期现市场分化，基差波动较大。盘面表现为，1 月震荡上涨，2-3 月冲高回落，4 月初短暂快速大涨，之后重回跌势，5 月底从区间底部企稳上涨。6 月以来，盘面底部稳步上移。现货表现为，2 月和 4 月两波短时间内价格大涨后大跌。5 月之后现货小幅上涨，但现货持续低于期货价格。

一季度反弹主因是供给端大豆到港量偏低。国内部分油厂因断豆停机，供应紧张预期升温。叠加南美物流扰动，如巴西罢工、降雨延迟收割（如马托格罗索州），推高进口大豆升贴水。而需求端对市场波动推波助澜。春节前后备货支撑（1-2 月），饲料企业因春节前库存消耗殆尽，刚需补货启动，豆粕性价比高，饲料添加比例上调。不过 3 月后下游需求谨慎。一方面，替代品价差收窄。豆粕-菜粕、豆粕-葵花籽粕价差缩小，削弱豆粕性价比。另一方面，提货放缓。下游企业采购偏保守，3 月提货速度明显下降。

二季度下跌压力主因是大豆到港，供应增长。现货价格弱于盘面。巴西大豆集中到港。新作上市冲击市场，国内油厂开机率高位运行。2025 年 5-6 月油厂豆粕库存见底回升。

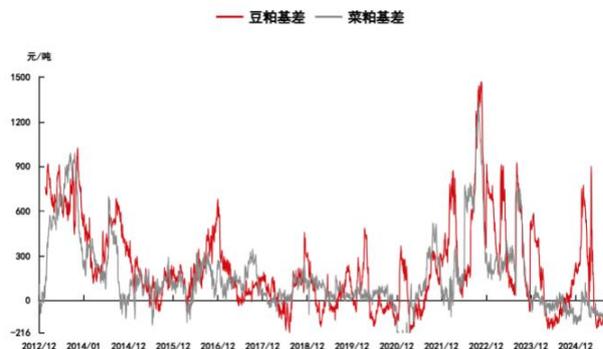
三季度进口成本抬高，期货引领现货小幅走高。随着中美三次会谈无果，8 月供需报告下调美豆面积上调单产，中国大豆进口保持高位与下游提货销售旺盛并存，国内延续了现货承压，盘面底部上移的局面。

图表1：豆菜粕期货现货价格走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：豆菜粕基差走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

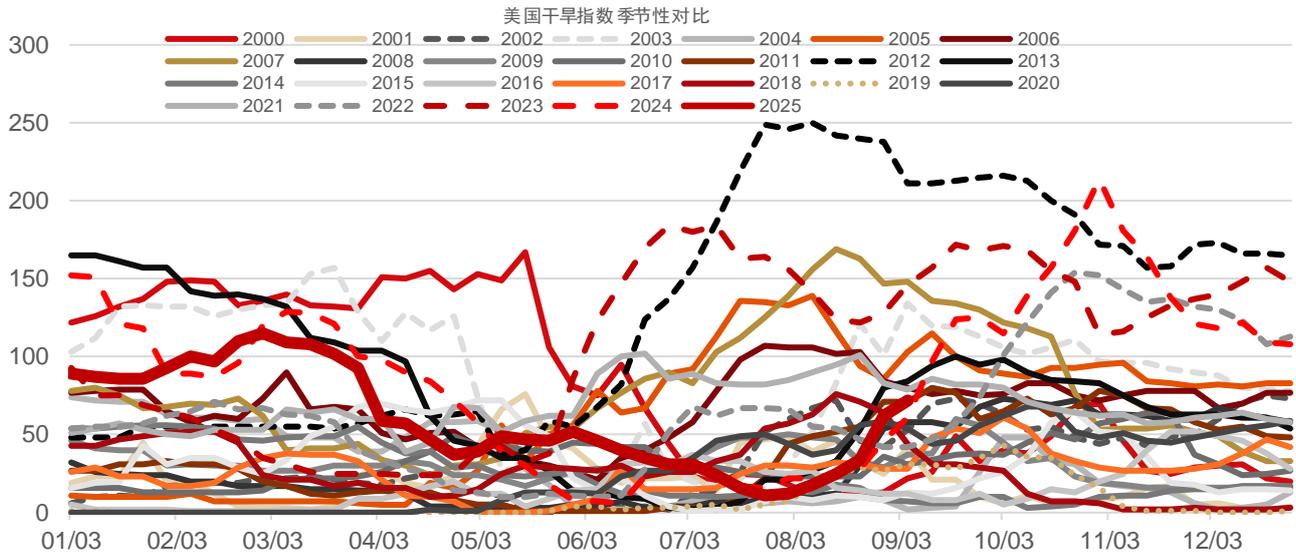
二、供需分析：多空并存

2.1 潜在利多因素之一：美豆单产可能继续下调

9 月供需报告下调美豆单产至 53.5 蒲/英亩，高于市场预期的 53.3 蒲/英亩。后期美豆单产是否会下调？一方面，跟踪天气来预判，另一方面，等待后续供需报告来验证。

天气方面，世界气象组织预测，拉尼娜将在 2025 年四季度重回主导地位。时间维度看，预计对 2025/26 年度美豆生长影响极为有限。而从美豆产区干旱预测看，旱情近期呈零星发生，干旱指数从底部回升。这给美豆单产下调带来可能。

图表3：美国干旱指数见底回升



资料来源：USDA 中信期货研究所

9月供需报告对美豆单产预估值仍处于较高水平，给后续下调留有空间。

总体上，预计美豆 2025/26 年度新作供需趋紧趋势不变，价格易涨难跌。

图表4：美豆供需平衡表

美豆供需平衡表							
美豆	2023/24	2024/25预估 (8月)	2024/25预估 (9月)	2025/26预测 (8月)	2025/26预测 (9月)	环比%	同比%
百万英亩							
种植面积	83.6	87.1	87.1	80.9	81.1	0.25%	-6.9%
收割面积	82.3	86.1	86.1	80.1	80.3	0.25%	-6.7%
蒲式耳/英亩							
单产	50.6	50.7	50.7	53.6	53.5	-0.2%	5.5%
百万蒲式耳							
期初库存	264	342	342	330	330	0.0%	-3.5%
产量	4162	4366	4366	4292	4301	0.2%	-1.5%
进口	21	25	27	20	20	0.0%	-25.9%
总供应	4447	4734	4736	4642	4651	0.2%	-1.8%
压榨	2285	2430	2430	2540	2555	0.6%	5.1%
出口	1700	1875	1875	1705	1685	-1.2%	-10.1%
留种	75	70	70	73	73	0.0%	4.3%
损耗	44	29	1	34	37	8.8%	3600.0%
总需求	4105	4404	4406	4352	4351	0.0%	-1.2%
期末库存	342	330	330	290	300	3.4%	-9.1%
农场均价（美元/蒲）							
	12.4	10	10	10.1	10	-1.0%	0.0%
库消比	8.33%	7.49%	7.49%	6.66%	6.89%	0.2%	-0.6%

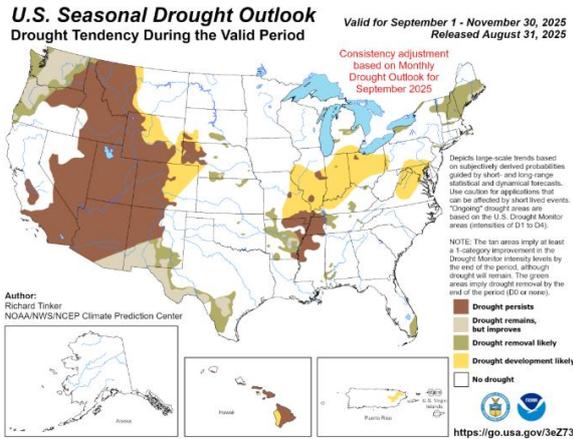
资料来源：USDA 中信期货研究所

图表5：全球大豆供需平衡表

全球大豆供需平衡表（万吨）										
国家	年度	月份	期初库存	产量	进口	国内压榨	国内消费	出口	期末库存	库消比
全球	2024/25年度	8月	115.3	424.0	178.3	354.7	410.7	181.8	125.2	21.13%
		9月	115.1	424.2	178.2	354.5	410.5	183.5	123.6	20.81%
	2025/26年度	8月	125.2	426.4	185.9	367.7	425.1	187.4	124.9	20.39%
		9月	123.6	425.9	186.2	366.6	423.9	187.8	124.0	20.27%
全球（不含中国）	2024/25年度	8月	72.0	403.3	71.8	251.7	283.8	181.7	81.7	17.55%
		9月	71.8	403.6	71.7	251.5	283.6	183.4	80.1	17.15%
	2025/26年度	8月	81.7	405.4	73.9	259.7	292.1	187.3	81.5	17.00%
		9月	80.1	404.9	74.2	258.6	290.9	187.7	80.6	16.84%
美国	2024/25年度	8月	9.3	118.8	0.7	66.1	68.8	51.0	9.0	7.50%
		9月	9.3	118.8	0.7	66.1	68.9	51.0	9.0	7.49%
	2025/26年度	8月	9.0	116.8	0.5	69.1	72.1	46.4	7.9	6.66%
		9月	9.0	117.1	0.5	69.5	72.5	45.9	8.2	6.90%
美国之外	2024/25年度	8月	106.0	305.1	177.7	288.5	341.9	130.7	116.2	24.59%
		9月	105.8	305.4	177.4	288.4	341.6	132.4	114.6	24.18%
	2025/26年度	8月	116.2	309.6	185.3	298.6	353.1	141.0	117.0	23.68%
		9月	114.6	308.8	185.7	297.1	351.4	141.9	115.8	23.48%
主要出口国	2024/25年度	8月	54.5	234.3	7.4	102.9	115.1	118.8	62.3	26.62%
		9月	54.5	234.3	7.5	102.9	115.1	120.0	61.2	26.02%
	2025/26年度	8月	62.3	237.6	7.4	104.3	116.4	128.4	62.4	25.50%
		9月	61.2	237.6	7.6	103.7	115.8	128.6	61.9	25.34%
阿根廷	2024/25年度	8月	24.1	50.9	6.8	42.6	50.4	6.1	25.3	44.69%
		9月	24.1	50.9	6.8	42.6	50.4	7.3	24.1	41.68%
	2025/26年度	8月	25.3	48.5	7.2	43.0	50.5	5.8	24.7	43.78%
		9月	24.1	48.5	7.2	42.4	49.9	6.0	23.9	42.67%
巴西	2024/25年度	8月	29.8	169.0	0.6	57.0	61.1	102.1	36.1	22.13%
		9月	29.8	169.0	0.7	57.0	61.1	102.1	36.2	22.19%
	2025/26年度	8月	36.1	175.0	0.2	58.0	62.3	112.0	37.0	21.20%
		9月	36.2	175.0	0.4	58.0	62.3	112.0	37.3	21.38%
巴拉圭	2024/25年度	8月	0.3	10.2	0.0	3.1	3.3	6.8	0.4	4.27%
		9月	0.3	10.2	0.0	3.1	3.3	6.8	0.4	4.27%
	2025/26年度	8月	0.4	11.0	0.0	3.1	3.3	7.7	0.5	4.09%
		9月	0.4	11.0	0.0	3.1	3.3	7.7	0.5	4.09%
主要进口国	2024/25年度	8月	46.2	24.6	141.0	132.3	163.9	0.5	47.3	28.78%
		9月	46.2	24.6	141.0	132.3	163.9	0.5	47.3	28.78%
	2025/26年度	8月	47.3	24.9	147.1	138.6	171.6	0.4	47.3	27.49%
		9月	47.3	24.7	147.2	138.6	171.6	0.4	47.2	27.44%
中国	2024/25年度	8月	43.3	20.7	106.5	103.0	126.9	0.1	43.5	34.24%
		9月	43.3	20.7	106.5	103.0	126.9	0.1	43.5	34.24%
	2025/26年度	8月	43.5	21.0	112.0	108.0	133.0	0.1	43.4	32.59%
		9月	43.5	21.0	112.0	108.0	133.0	0.1	43.4	32.59%
欧盟	2024/25年度	8月	1.3	2.9	14.6	15.0	16.5	0.4	1.9	11.11%
		9月	1.3	2.9	14.6	15.0	16.5	0.4	1.9	11.11%
	2025/26年度	8月	1.9	2.9	14.2	15.3	16.8	0.3	1.9	11.04%
		9月	1.9	2.8	14.3	15.3	16.8	0.3	1.8	10.69%
日本	2024/25年度	8月	0.8	0.5	10.2	5.1	10.2	0.0	1.2	11.73%
		9月	0.8	0.5	10.2	5.1	10.2	0.0	1.2	11.73%
	2025/26年度	8月	1.2	0.4	10.9	5.9	11.3	0.0	1.2	10.59%
		9月	1.2	0.4	10.9	5.9	11.3	0.0	1.2	10.59%
墨西哥	2024/25年度	8月	0.6	0.3	6.4	6.7	6.7	0.0	0.5	8.00%
		9月	0.6	0.3	6.4	6.7	6.7	0.0	0.5	8.00%
	2025/26年度	8月	0.5	0.3	6.7	6.8	6.9	0.0	0.6	8.99%
		9月	0.5	0.3	6.7	6.8	6.9	0.0	0.6	8.70%

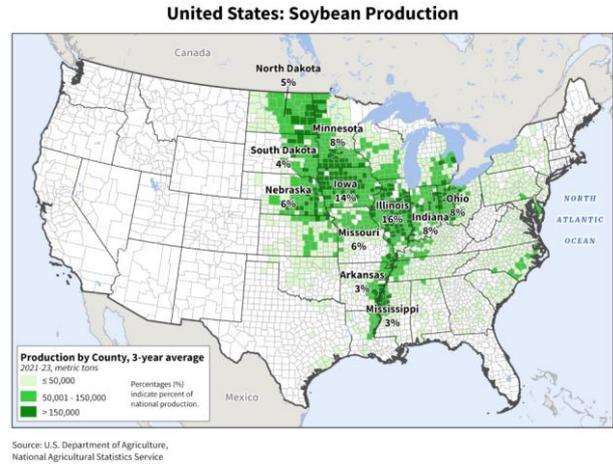
资料来源：USDA 中信期货研究所

图表6：美国季度干旱展望



资料来源：USDA 中信期货研究所

图表7：美豆产区产量占比



资料来源：USDA 中信期货研究所

2.2 潜在利多因素之二：南美豆产量预期可能下调

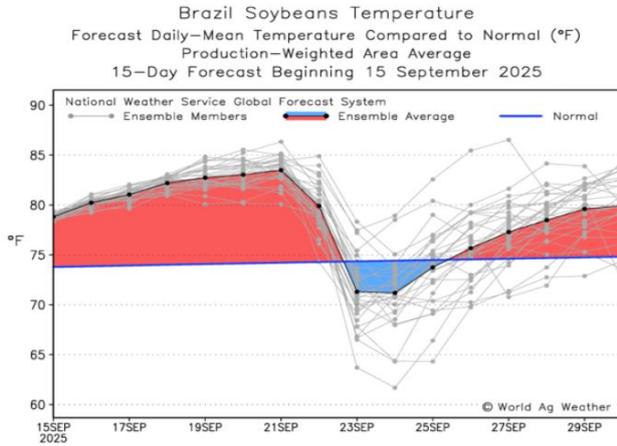
南美豆 2025/26 年度产量预估是否下调？ 9 月供需报告预估，南美豆产量合计同比预增 440 万吨。其中巴西 1.75 亿吨，同比增 600 万吨，阿根廷 4850 万吨，同比减 240 万吨，巴拉圭 1100 万吨，同比增 80 万吨。增产能否如期实现仍存不确定性。

近期巴西部分州大豆开始播种。 9 月 8 日（周一），农业咨询机构 AgRural 周一表示，巴西农民已经开始种植 2025/26 年度大豆作物。该机构指出，去年同期，播种尚未开始。在巴西南部的帕拉纳州，播种开局缓慢，完成本年度巴西大豆预计种植面积的 0.02%。9 月 15 日（周一），农业咨询机构 AgRural 称，截至上周四，巴西 2025/26 年度大豆播种完成总预估面积的 0.12%，并指出该国中西部的干旱可能中断作业。AgRural 在声明中表示：“尽管目前还不能确定播种延迟，但马托格罗索州的种植速度因湿度较低而缓慢。”据咨询机构 Ampere 公司称，气象预报显示马托格罗索州 9 月份的降雨量可能低于平均水平，这可能会推迟该州大部分地区的 2025/26 年度大豆播种时间。从未来 15 日天气预报看，巴西产区可能温度高于正常值，降水低于正常值。

2025 年四季度拉尼娜如果主导气候，可能给南美大豆，尤其阿根廷大豆生长带来不利影响。 历史经验显示，拉尼娜年份，阿根廷大豆通常减产。过去 20 年拉尼娜事件中，阿根廷大豆产量均出现下滑，降幅在 1%-51% 不等。例如，2012 年减产 20%-50%，2022 年减产 14.8%。拉尼娜导致阿根廷主产区（布宜诺斯艾利斯省、圣达菲省）冬季干旱，大豆播种期（10-12 月）和灌浆期（1-3 月）缺水，直接影响单产。而对巴西大豆影响通常较为不确定，需要结合拉尼娜持续时间和发生区域来判断。若拉尼娜全程覆盖（中-强度），巴西大豆可能减产（如 2022 年）；若由中强度转为轻度或中性气候，可能增产（如 2011 年、2021 年）。分区域看，主产区马托格罗索州、南里奥格兰德州对于干旱敏感，而南部帕拉纳州在拉尼娜下可能因降雨增加受益。

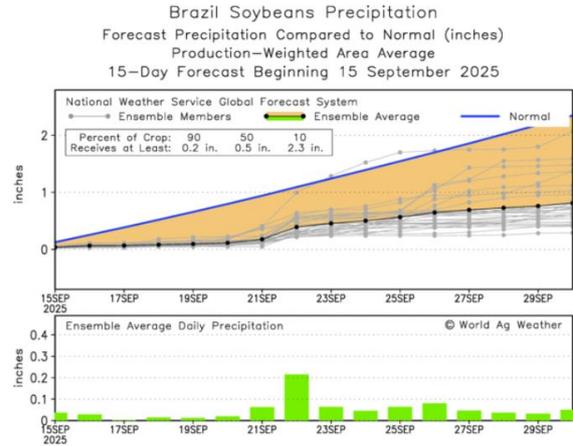
总体上，当前南美大豆增产预期较强，但考虑四季度拉尼娜回归，这给南美豆生长带来不确定性，南美豆 2025/26 年度产量存在下调的可能，尤其关注阿根廷减产幅度可能扩大。

图表8：巴西大豆产区未来 15 日温度偏高



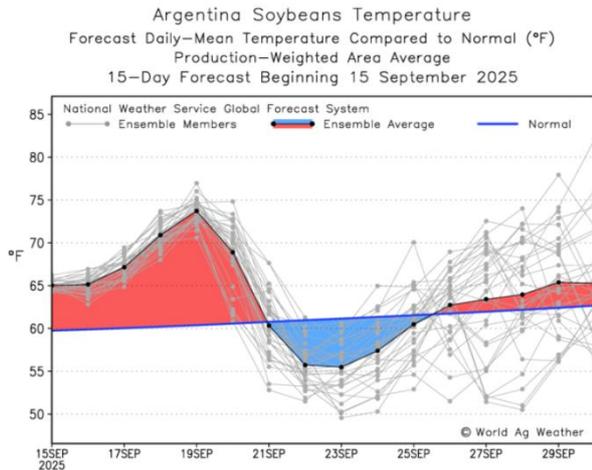
资料来源：World Ag Weather 中信期货研究所

图表9：巴西大豆产区未来 15 日降水偏少



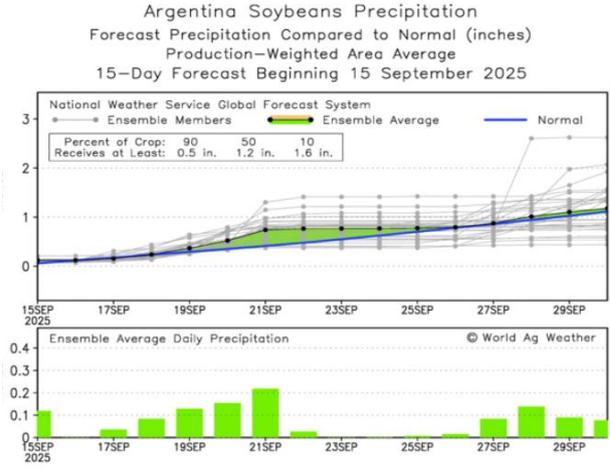
资料来源：World Ag Weather 中信期货研究所

图表10：阿根廷大豆产区未来 15 日温度略偏高



资料来源：World Ag Weather 中信期货研究所

图表11：阿根廷大豆产区未来 15 日降水正常



资料来源：World Ag Weather 中信期货研究所

2.3 潜在利空因素之一：大豆到港量大，四季度预计无缺口

2025 年中美贸易战导致中国对美国进口大豆数量减少，从南美进口大豆数量增加。随着买船推进，大豆到港量维持高位，预计四季度供应无缺口。缺口可能在 2026 年一季度。

监测数据显示，截止到 9 月 9 日，9 月船期累计采购了 850.2 万吨，采购进度为 100%。10 月船期累计采购了 745.8 万吨，周度增加 39.6 万吨，采购进度为 93.23%。11 月船期累计采购了 98.7 万吨，周度增加 13.2 万吨，采购进度为 15.18%。12 月船期累计采购了 6.6 万吨，采购进度为 1.47%。2026 年 2 月船期累计采购了 257.4 万吨，周度增加 26.4 万吨，采购进度为 27.09%。2026 年 3 月船期累计采购了 633.1 万吨，周度增加 13.2 万吨，采购进度为 52.76%。2026 年 4 月船期累计采购了 213.1 万吨，采购进度为 18.53%。2026 年 5 月船期累计采购了 59.4 万吨，周度增加 6.6 万吨，采购进度为 5.17%。2026 年 6 月船期累计采

购了 13.2 万吨，采购进度为 1.2%。

从中国大豆月度供需推演看，大豆供需四季度预计没有缺口。大豆库存消费比从上半年持续低于 70%，稳步抬升到接近甚至超过 80%，供需持续改善。按照目前采购计划看，2025 年 11 月-2026 年 1 月买船计划量共计 1600 万吨，按照 2025 年 1-3 月压榨量共计 1936 万吨计算，预计 2026 年一季度供需存在缺口。目前 2025 年 11 月-2026 年 1 月采购进度较慢，需后期给出榨利。

图表12：中国大豆月度供需平衡表

中国进口大豆月度供需平衡表（万吨）							
油厂	期初库存	预估到港量	总供应	压榨量	期末库存	库存消费比	
2025-01	590	663	1253	732	439	60.0%	
2025-02	439	600	1039	654	420	64.2%	
2025-03	420	300	720	550	350	63.6%	
2025-04	350	1000	1350	750	500	66.7%	
2025-05	520	1100	1600	850	600	70.6%	
2025-06	583	1059	1642	1011	666	65.9%	
2025-07	666	1060	1726	1000	740	74.0%	
2025-08	740	1000	1740	940	750	79.8%	
2025-09	750	950	1700	900	730	81.1%	
2025-10	730	900	1630	880	700	79.5%	
2025-11	700	850	1550	850	650	76.5%	

资料来源：我的农产品 中信期货研究所

图表13：大豆进口压榨利润（元/吨）

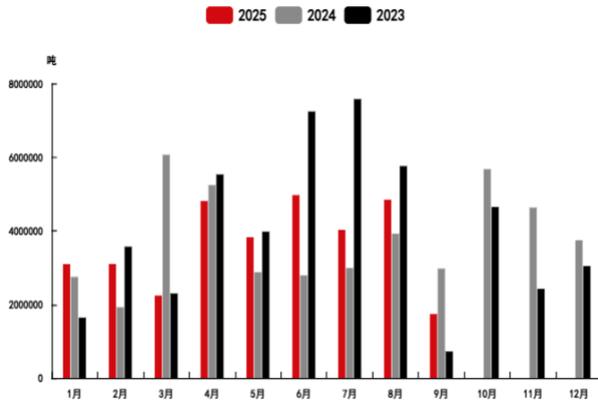
2025/9/16 进口大豆完税成本及盘面压榨利润														
交货月	对应CBOT	CBOT价格	CNF中国美元/吨	汇率	升贴水	完税价元/吨	连盘豆粕	连盘豆油	盘面毛利	涨跌	豆粕现货	豆油现货	现货榨利	
巴西大豆	2025年11月	X	1043.25	493	7.1052	299	3934	3043	8392	7	+13	3113	8522	86
	2026年2月	H	1076.75	456	7.0701	165	3622	2808	8102	82	+12			
	2026年3月	H	1076.75	445	7.0583	135	3528	2808	8102	175	+18			
	2026年4月	K	1089.25	445	7.0466	122	3521	2808	8102	182	+17			
	2026年5月	K	1089.25	451	7.0352	137	3559	2808	8102	144	+18			
阿根廷大豆	2025年11月	X	1043.25	474	7.1052	247	3782	3043	8392	160	+4	3113	8522	239

资料来源：我的农产品 中信期货研究所

2.4 潜在利空因素之二：生猪反内卷可能影响豆粕需求

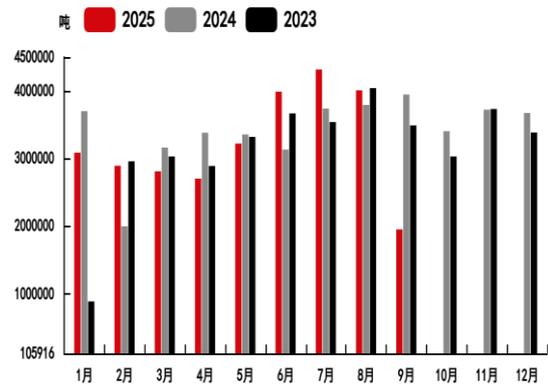
2025 年以来豆粕下游的饲料养殖环节处于低利润高存栏状态，这也给豆粕需求带来坚实的基础。需求稳中有增，豆粕 5-7 月提货量持续稳定增长，且 6-8 月提货量同比增长，6、7 月提货量创最近三年同期最高。不过随着生猪反内卷政策推行，后续豆粕需求面临更多不确定性。首先，政策限制二育，要求降低出栏体重，短期冲击豆粕需求。7 月豆粕现货成交环比走低。其次，反内卷主导生猪行业去产能，不利于豆粕长期需求增长。

图表14：豆粕成交量



资料来源：我的农产品 中信期货研究所

图表15：豆粕提货量



资料来源：我的农产品 中信期货研究所

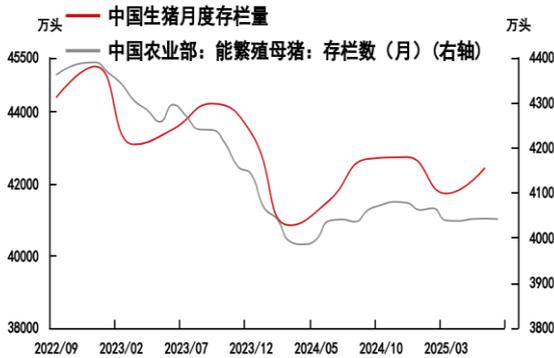
生猪产业当前依然是供过于求的格局，而且从能繁母猪、仔猪等指标推算的生猪供应还在并将持续增长，生猪价格预计承压。按照产业周期推演，猪价见底最快也要 2026 年中。反过来对豆粕需求长期利好，至少不会形成拖累。但随着生猪反内卷政策推进，有可能在春节前进一步加码，生猪行业去产能如果被动加快加大，势必影响豆粕需求。为贯彻今年中央一号文件要求，推动生猪产能调控措施落实落地，农业农村部畜牧兽医局会同国家发展和改革委员会价格司于 9 月 16 日在北京召开生猪产能调控企业座谈会。会议邀请牧原、温氏、双胞胎、新希望、德康、天邦、中粮、大北农等 25 家企业参会。会议将分析研判当前生猪生产形势，交流生猪养殖企业落实产能调控要求的措施与成效，研究部署今年下半年及明年生猪产能调控工作。

图表16：中国豆粕月度供需平衡表

日期	期初库存	国内豆粕供需平衡表（单位：万吨；%）			消费	期末库存	库消比%
		豆粕产量	进口	出口			
2025年1月	70	578	0	10	594	44	7.41
2025年2月	44	517	0.21	7.37	491	63	12.82
2025年3月	63	492	0.59	6.14	475	75	15.79
2025年4月	75	425	0.33	6.02	487	7	1.44
2025年5月	7	713	0.35	12.96	677	30	4.43
2025年6月	30	799	0.35	13.66	746	69	9.25
2025年7月	69	800	0.48	8.32	751	110	14.65
2025年8月	110	815	0.4	10	801	115	14.36
2025年9月	115	802	0.5	10	807	100	12.39
2025年10月	100	711	3.5	9	726	80	11.02
2025年11月	80	672	3.5	9	686	60	8.75

资料来源：我的农产品 中信期货研究所

图表17：生猪存栏依然较高



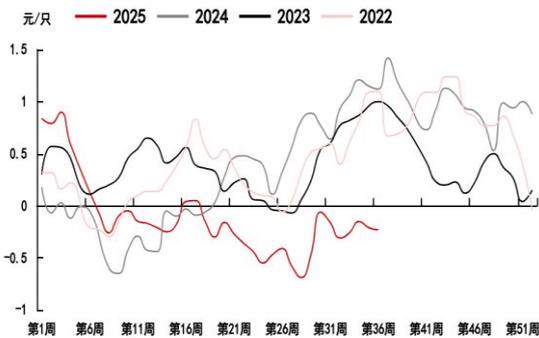
资料来源：我的农产品 中信期货研究所

图表18：生猪养殖处于盈亏线上下



资料来源：我的农产品 中信期货研究所

图表19：蛋鸡养殖利润亏损



资料来源：我的农产品 中信期货研究所

图表20：肉鸡养殖利润亏损



资料来源：我的农产品 中信期货研究所

三、行情展望：盘面震荡，基差偏弱

长周期看，2025/26 年度全球和美豆供需同比趋紧，中美贸易战持续，豆粕市场正开启新一轮上行周期。关注美豆单产是否下调，南美豆产量是否下调。中周期看，四季度中国进口大豆供应量料相对充足，不存在供需缺口。缺口或在 2026 年一季度。预计四季度盘面 2950-3200 区间震荡，基差【-100, 50】偏弱运行。关注生猪反内卷对豆粕需求的扰动。短周期看，大豆大量到港压力持续，油厂豆粕库存季节性高位，油厂催提，现货和基差报价承压，或拖累盘面。

策略：单边逢低买，不追多。

风险提示：天气、需求、贸易关系。

四、企业套保建议

从盘面和基差两个维度考量，建议企业套保方案如下，总体原则，**采购方**：9 月控节奏、重基差，10 月后加大套保力度；**销售方**：三季度积极锁利，四季度保留敞口。

风险提示：基差风险、价格波动风险、资金管理风险等。

图表21：豆粕相关企业套保建议

方向	时间段	操作重点	工具与合约	备注
买入保值	9月	现货低价做库存，基差合同锁定 30%远期	M2605（基差+0元/吨）	资金充足，可考虑现货满仓
	10-12月	期货买入 50%-70%	M2601（3000-3050点）	
卖出保值	9月	期货卖出 50%库存	M2601（3000-3100点）	博取四季度榨利增长
	10-12月	降低套保比例+现货升水销售	保留 70%现货敞口	

资料来源：中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>