



2021年12月20日

## 库存重建周期 价格或未见顶

### 内容提要

1、中美处在库存重建周期，供应端仍较为脆弱。本轮全球玉米供需大幅改善主要源于我国供给侧改革临储玉米大幅去库，我国当前硬性供需缺口过高，带动全球主要产地玉米结转库存下滑，中国及美国均处在库存重建周期，供应能力目前尚未恢复至较高水平，美玉米结转库存虽然触底回升，但仍处在历史同期偏低位置；中国产需缺口仍然存在，国内整体谷物尚在去库周期，玉米为主的谷物价格可能尚未见顶。

2、2020/2021年度国内产需缺口接近8000万吨，为近几年最大。2020/21年度玉米进口2709万吨，高粱856万吨，大麦1188万吨，合计4753万吨，同比增加3224万吨，考虑到大约1000万吨玉米流入储备，进口同比增加2200万吨谷物，加上小麦及陈化水稻投放约6000万吨，2020/2021年度谷物增加供给约8200万吨，减去2020年新作减产640万吨，新增供给大约为7560万吨。而年度显性库存同比偏低，反向推断2020/2021年国内可能存在接近8000万吨产需差。

3、2021/2022年度国内产需差下降，但仍有4950万吨缺口。当前作物年度2021国内玉米新作产量同比增加2100万吨，2022年消费端，深加工利润前景不乐观，预计消费略减，饲料端由于生猪存栏及体重下滑，或显著弱于2021年，进口参考USDA出口预期，及内外盘价差有望保持在2000万吨以上的高位，因此，明年国内供需缺口小于本年度的8000万吨，但仍有4950万吨缺口需要其他谷物投放进行补充。

4、2022年新作种植面积预计难有大增。本年度国内玉米由于价格及单产的提高，带动东北等主要地区农民种植收于同比小幅提高，但国内玉米主要竞争作物大豆、棉花等种植收益均达到近几年高位，玉米相对种植优势下滑，此外，尿素等化肥价格大涨可能会刺激农民积极改种大豆，国内玉米面积难有大涨。国外尤其美国谷物的总种植面积目前还处在近几年的偏低位置，继续扩种存在较大空间。下一年度国外玉米增产可能显著高于国内。

5、新年度饲料消费预期偏差，限制产业补库信心。目前玉米产业链中下游利润偏差，

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格  
湘证监机构字[2017]1号

作者：刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

邮箱：liuwenbo@jinxinqh.com

联系人：宋丛志

从业资格编号 F3076601

邮箱：songcongzhi@jinxinqh.com



请务必仔细阅读正文之后的声明

玉米消费预期并不乐观。当前国内玉米产业链利润主要集中在上游，中下游并不乐观。尤其饲料端生猪养殖利润大幅下滑，因此，需求端消费预期远不如去年同期，阶段性很大程度也会限制行业补库的力度和信心。

**6、期价预期偏强，但当前估值偏高。**12月中下旬，国内期价再次逆现货推高，近月及05合约基差大幅走弱，但9月期价被新作扩种等预期压制，对05合约贴水。期价当前在强预期推动下，资金存在抢跑行为，远月玉米预期偏好但价格估值不低。淀粉端，由于产能整体过剩格局不变，行业开机率仍有提升空间，预期未来仍然以成本推动为主，尤其华北玉米供应不足，需要玉米流入，可能带动淀粉平均生产成本走高。对应到盘面远月淀粉-玉米盘面价差可能不会太低。

综上所述，当前玉米供应端缺乏持续利多，国内整体谷物供应充足，农民在年底仍有集中卖货，阶段性整体维持宽松的局面，可能会限制玉米上涨高度，尤其近远月合约存在高升水的情况下。但中期来看，国内供需还在趋紧，国内玉米种植面积存在明显瓶颈，远期产需求缺口预期尚未证伪，尤其是处在国内整体谷物库存趋于下降的背景下，国内玉米期价可能还未见顶，国外整体玉米在高价刺激下增产明显，美盘可能会有来自全球范围内的增产压力，明年不考虑政策性因素，内外盘价差可能始终保持高位。

**操作上**，等待新作上市压力充分释放后，建议连盘玉米逢低做多为主。

## 风险点

进口政策、国内谷物投放、新作扩种等

## 一、2021 年度玉米行情回顾

2021 年度为临储玉米完全去库后的第一年。我国玉米临储政策始于 2008 年至 2016 年取消，开始实行市场定价及“价补分离”，8 年的临储收储让国内积累了大约 2.77 亿吨的库存。2017 年国内玉米开启供给侧改革，对东北非优势种植区域“镰刀湾”地区消减种植面积，进行退耕还林还草以及黑龙江东部地区的旱改水，同时消费端鼓励深加工扩产能，供需两端此消彼增。2017 年开始国内玉米供需出现明显的产需缺口，2016-2020 年国内玉米每年 4500 万吨的产需缺口均以临储玉米投放的形式得以补充，而 2021 年开始国内再无临储玉米投放，转而通过增加替代谷物及进口的形式补充国内缺口。国内玉米的定价模式也相应发生了极大的转变，不再是单纯以过往东北临储玉米投放价格为重要基准，进口玉米及其他谷物的价格对内贸玉米的定价影响越来越大，玉米市场化程度及价格的波动幅度也大大提高。

回顾 2021 年度国内玉米行情大体可以概括为玉米全产业链在超额补库后，全年度开始主动及被动的去库过程，期现价格整体处于宽幅震荡。主要经历四个阶段：第一、2021 年初至 4 月份，期现货价格在抢收及减产预期推动下创出新高，此后国内调控力度增加，主要通过增加临储小麦投放增加供给，令玉米价格从 2950 元/吨高点回落至 2550 元/吨附近，期间伴随春节后农民及贸易环节出货冲击；第二，4 月份至 5 月份，美盘逼仓未点价头寸快速拉高，国内价格被动跟涨，内外盘价差大幅收窄；第三，5 月份至 9 月份，期现价格大幅回落，连盘玉米指数从 2860 次高点下跌至 2440 点附近，主要由于边际谷物供给大幅增加，令玉米使用性价比显著下降，渠道开始主动及被动的抛售投机库存，此外叠加新作玉米丰产压力，令国内玉米再次跌回小麦价格以下；第四，9 月下旬至年底，临储小麦暂停投放，产业开始补充内贸玉米库存，玉米现货带动期货出现反弹，此外叠加化肥成本带动种植预期的改变及下一年度缺口问题，玉米期价大幅反弹再次形成对现货的高升水格局。

图 1. 玉米行情回顾



## 二、中国玉米供需平衡表

国内玉米平衡表我们重点关注产需缺口及结转库存的变化。2020/2021 年度供给上，2020 年新作减产 640 万吨至 2.23 亿吨，边际谷物增量：陈化小麦成交 4200 万吨，其中 3500 流入饲料，陈化水稻 2400 万吨折算成玉米约 2000 万吨。进口谷物根据海关总署数据，截止 8 月底，2020/21 年度玉米进口 2709 万吨，高粱 856 万吨，大麦 1188 万吨，合计 4753 万吨，同比增加 3224 万吨。考虑到大约 1000 万吨玉米流入储备，进口同比增加 2200 万吨谷物，此外加上一季度剩余一次性储备 350 万吨及 8 月底定向小麦 500 万吨，2020/2021 年度谷物增加供给约 8200 万吨。由于 9 月份新作上市前市场反应年度结转库存偏低，以及显性库存不高，因此 20/21 年度国内玉米的产需缺口为新增供给减去新作减产大约为 7560 万吨。

2021/2022 年度国内玉米新作产量由于东北单产及面积的双增，带动产量增加约 2200 万吨，华北本年度降雨偏多整体减产约 600 万吨，而西南西北及新疆等非主产区增产 500 万吨左右。因此，本年度新作产量同比增加约 2100 万吨。进口当前整体进度不及去年，但仍处在历史高位，新作物季以采购美玉米 1200 万吨，结合 USDA 的出口预期，我们预计

新年度购买美玉米数量可能持平略降至 2000 万吨，低于上一年度的 2288 万吨。消费端我们进行了调整，主要考虑到当前国产玉米价格持续回落后，已经慢慢产生消费上的性价比。尤其对国产小麦价差收窄，叠加当前国产小麦库存仅剩 4800 万吨，后续投放力度或将趋于谨慎，因此我们预计新的作物年度小麦的替代量或有降低。但生猪存栏及出栏体重大幅下滑，蛋禽预计持平，肉禽预期跟随猪料下滑，深加工方面由于开机率不足已经终端消费对高价玉米的承接能力有限，预计继续走低。因此整体消费预计同比下滑较为显著，但我们 2021/2022 年度国内玉米仍将存在 4000 万吨以上的产需缺口。因此，补充国内缺口的条件可能仍是增加小麦及陈化水稻的投放或择机扩大其他谷物的进口量。

图 2. 国内玉米平衡表

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022
初期库存	1600	1700	3367	6239.5	3978.5	6977.5	2147.5
面积	5176	4400	3865	4100	4100	4000	4300
单产	5.9	5.95	5.9	5.7	5.6	5.58	5.7
产量	30540	26180	22803.5	23370	22960	22320	24510
政策净投放	-8469	3740	10000	2100	7000	0	0
政策收购	12542	2000	0	0	0	0	0
政策拍卖	4073	5740	10000	2100	7000	0	0
进口量	317	246	280	500	500	2200	2000
总供给	23888	29366	31883.5	25970	30460	24520	26510
总需求	23788	27699	29011	28231	27461	29350	29100
种用	1440	1380	1350	1370	1400	1350	1400
食用	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800
工业需求	5500	6200	6700	7200	7400	7200	7400
饲用需求	15048	18319	19161	17861	16861	19000	18500
	#VALUE!	22%	5%	-7%	-6%	13%	-3%
亏库	-1500	800	1200	0	0		
产需差	6752	-1519	-6207.5	-4861	-4501	-7030	-4590
渠道期末库存	1700	3367	6239.5	3978.5	6977.5	2147.5	-442.5
渠道库消比	7.15%	12.16%	21.51%	14.09%	25.41%	7.32%	-1.52%
国家临储剩余量	23720	17958	7947	5755.6	0	0	0
全部库存量	25420	21325	14186.5	9734.1	6977.5	2147.5	-442.5
库消比	106.86%	76.99%	48.90%	34.48%	25.41%	7.32%	-1.52%

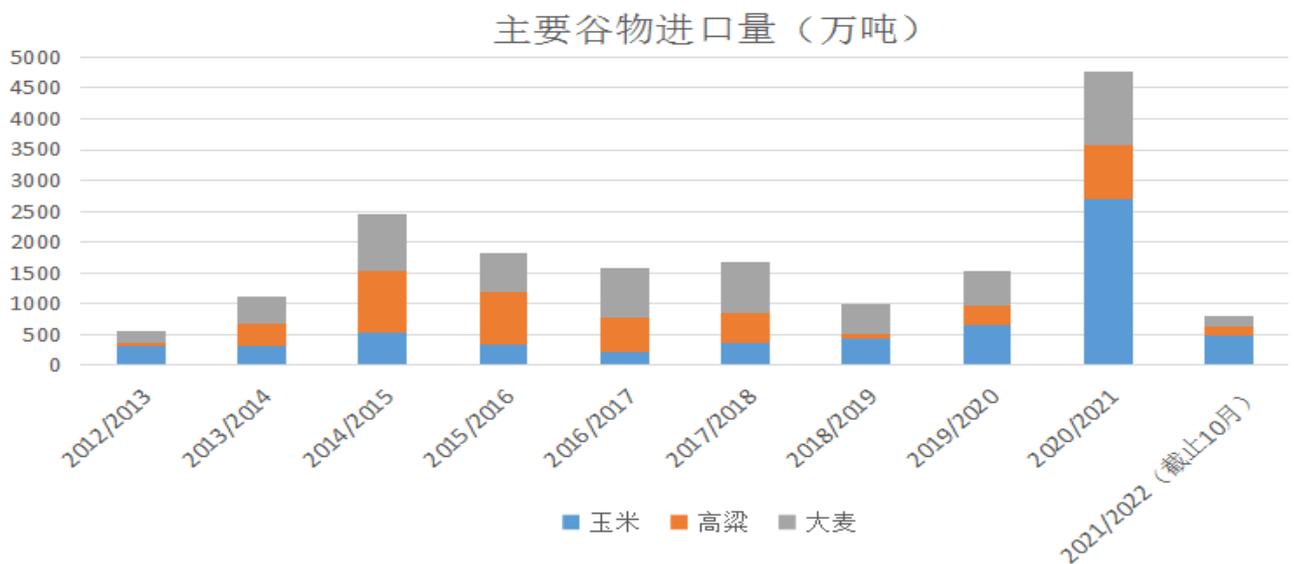
数据来源：优财研究院

图 3. 国产小麦剩余库存

区域	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	合计
江苏	65	185	168	75	14	239	367	1113
安徽	47	178	288	152	2	256	206	1129
山东	3	4	7	0	0	54	0	68
河南	74	51	401	825	0	855	24	2230
河北	0	59	2	4	0	113	0	178
湖北	64	12	7	3	0	2	0	88
合计	253	489	873	1059	16	1519	597	4806

数据来源：国家粮食交易中心、优财研究院

图 4. 玉米及其替代谷物进口情况



数据来源：海关总署、优财研究院

### 三、美国玉米供需平衡表

美玉米本年度在产量增加，出口回落的情况下，库消比触底回升。新年度美玉米实现创纪录单产，带动产量回到 3.8 亿吨以上的历史次高位。12 月份 USDA 报告显示，当前作物年度 USDA 对美玉米出口预期依旧保持乐观，年度出口预期 6350 万吨，略低于上一季度的 6850 万吨，尽管当前出口进度略慢，但市场看好美玉米对华出口，主要在于当前内外盘偏高的价差以及中美继续履行贸易协定的需要。新季美玉米结转库存为 3789 万吨，带动库消比回升至 10%左右，结转库存触底回升，但仍然处在近几年相对偏低水平。明年市场担忧由于化肥尤其尿素价格的大涨可能会触动更多的玉米改种大豆，但由于当前美豆及

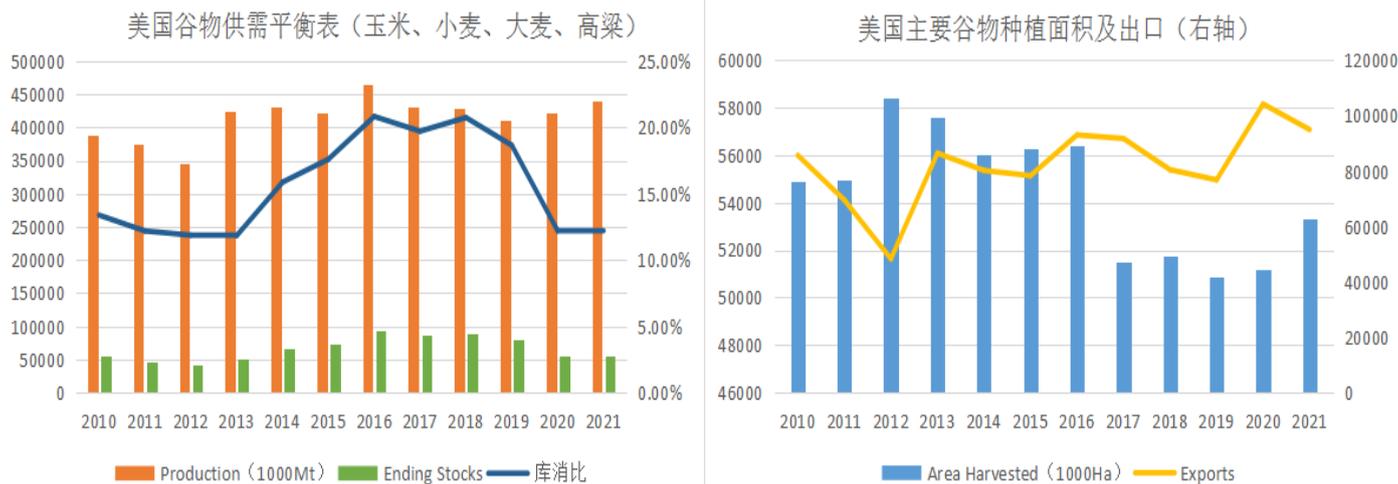
美玉米种植收益未有明显偏离，以及美玉米出口预期好于大豆的情况下，播种面积还存在较大变数，尤其美国谷物的种植面积目前还处在近几年的偏低位置，继续扩种存在较大空间。

图 5. 美玉米供需平衡表

美玉米平衡表	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022 (12月USDA报告)
收获面积(1000 HA)	35,356	35,394	33,648	32,680	35,106	33,481	33,079	33,109	33,311	34,433
期初库存(1000 MT)	25,122	20,859	31,292	43,974	44,123	58,253	54,367	53,709	48,757	31,408
产量(1000 MT)	273,192	351,316	361,136	345,506	384,778	371,096	366,287	350,011	358,447	382,551
进口(1000 MT)	4,063	909	804	1,716	1,450	923	1,016	1,270	616	635
总供给(1000 MT)	302,377	373,084	393,232	391,196	430,351	430,272	421,670	404,990	407,820	414,594
出口(1000 MT)	18,545	48,790	47,421	48,229	58,270	61,935	58,423	48,262	68,558	63,503
饲料消费(1000 MT)	109,444	127,112	134,307	129,998	138,936	134,733	134,626	134,626	142,262	143,517
工业消费(1000 MT)	153,529	165,890	167,530	168,846	174,892	179,237	176,919	173,109	164,230	169,679
国内消费(1000 MT)	262,973	293,002	301,837	298,844	313,828	313,970	311,545	307,735	306,492	313,196
结转库存(1000 MT)	20,859	31,292	43,974	44,123	58,253	54,367	51,702	48,993	31,408	37,895
Yield (MT/HA)	7.73	9.93	10.73	10.57	10.96	11.08	11.07	10.57	10.76	11.11
库存使用比	7.41%	9.16%	12.59%	12.71%	15.66%	14.46%	13.97%	13.76%	8.37%	10.06%
产量变化百分比	#REF!	28.60%	2.80%	-4.33%	11.37%	-3.56%	-1.30%	-4.44%	2.41%	6.72%
单产变化百分比	#REF!	28.46%	8.06%	-1.49%	3.69%	1.09%	-0.09%	-4.52%	1.80%	-99.99%
收获面积变化百分比	#REF!	0.11%	-4.93%	-2.88%	7.42%	-4.63%	-1.20%	0.09%	0.61%	3.37%

数据来源：USDA、优财研究院

图 6. 美国主要谷物供需情况

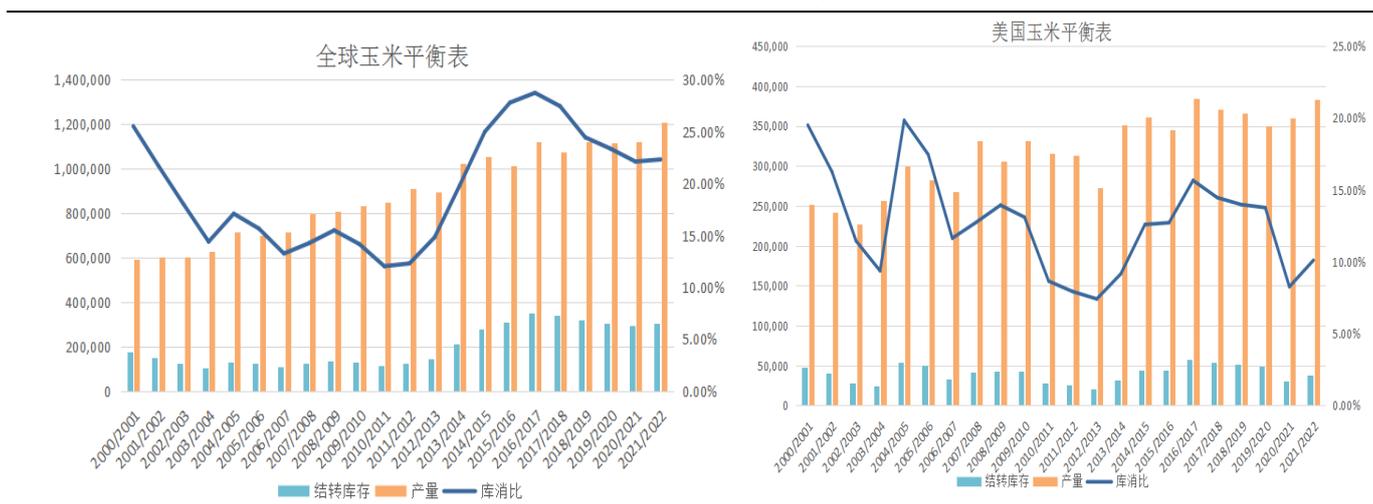


数据来源：USDA、优财研究院

## 四、全球玉米供需情况

全球玉米本年度在高价刺激下整体扩种较为明显，叠加天气整体较为顺利，单产亦稳步提升。全球供需平衡表在我国完成临储去库存后得以大幅改善，整体库消比较为健康。根据 USDA12 月数据，全球 2021/2022 年度全球产量同比增加 8600 万吨，其中主要玉米出口国，美国增产 2500 万吨，巴西增产 3100 万吨，阿根廷增产 400 万吨，乌克兰增产 1000 万吨，主要出口国增产 7000 万吨左右。其中乌克兰本年度 4000 万吨的产量已经突破该国历史记录，当前全球玉米库消比约 22.33%，环比小幅回升，处在历史合理区间。新季度南美播种顺利，天气及价格双重利好下玉米播种面积大概率进一步增加。下一年度在高价格刺激下欧盟及俄罗斯玉米有望恢复玉米种植，全球产量有望进一步走高。因此，全球玉米整体供需格局除中国存在硬性缺口外，其他地区及国家整体供需格局并不紧张。但需要注意的是长期来看，我国每年 4500 万吨的缺口对主要出口国的增产能力也是较大的考验，目前中美两个玉米产销大国仍处在库存重建的周期，对全球玉米价格可能形成较大的支撑。

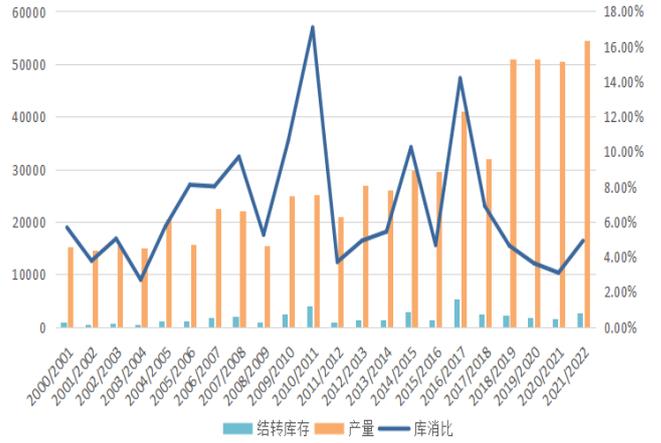
图 7. 国际玉米供需情况



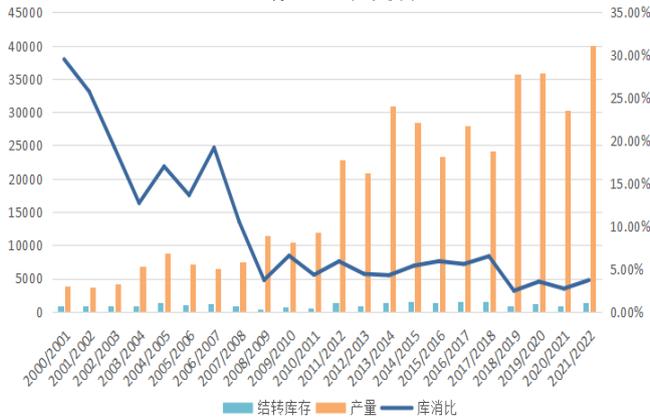
巴西玉米供需平衡表



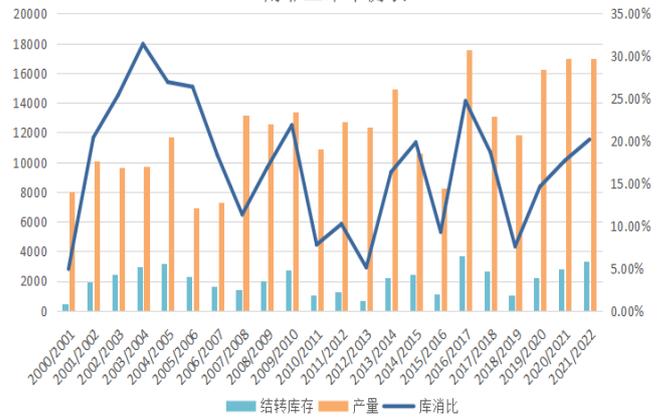
阿根廷玉米平衡表



乌克兰玉米平衡表



南非玉米平衡表



数据来源：USDA、优财研究院

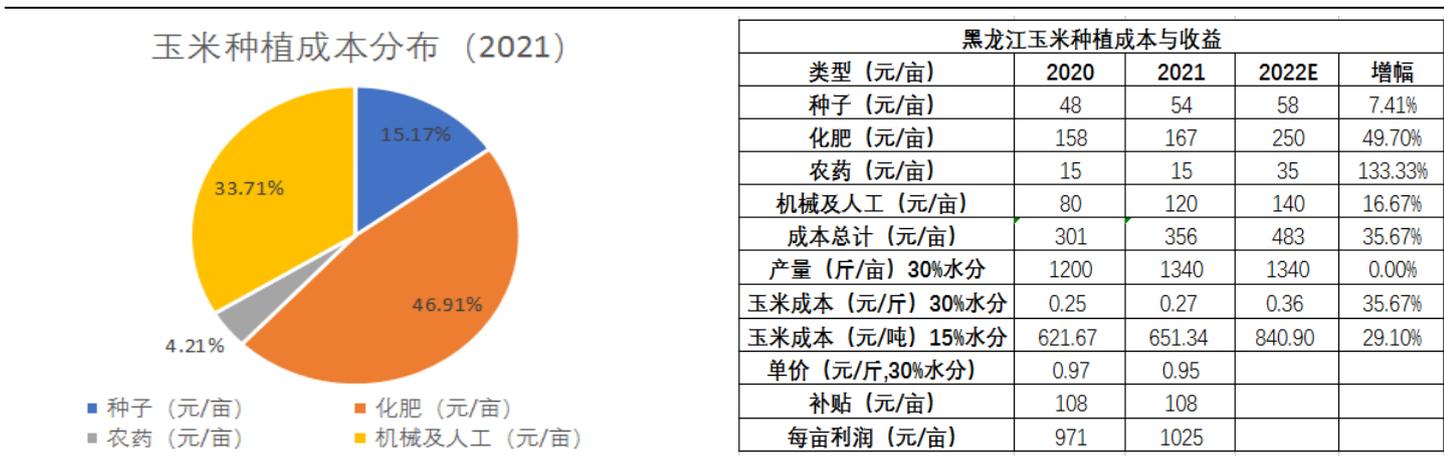
## 五、玉米产业链情况

### 1. 国内玉米种植收益同比有增无减，但与其他作物比较优势下降

本年度原油及煤炭等基础能源价格大幅上涨带动农资产品价格均出现不同程度上涨，其中化肥价格涨幅较大，尤其尿素价格一度涨幅同比接近 67%，柴油价格大涨后带动机械播种及收割成本也相应增加。除此之外，地租价格跟随玉米价格涨幅最为明显，部分地区接近翻倍。但即便如此，本年度黑龙江自有地农民玉米种植收益变化不大，甚至同比微幅提高，主要得益于本年度单产的大幅提高。我们结合草根调研粗略估算，本年度黑龙江自有地农民玉米每亩收益约 1025 元，略高于去年的 971 元。但展望下一年度，新作面积上国内玉米继续扩种的压力可能较大，主要由于：第一、玉米种植收益虽然同比有提升，但

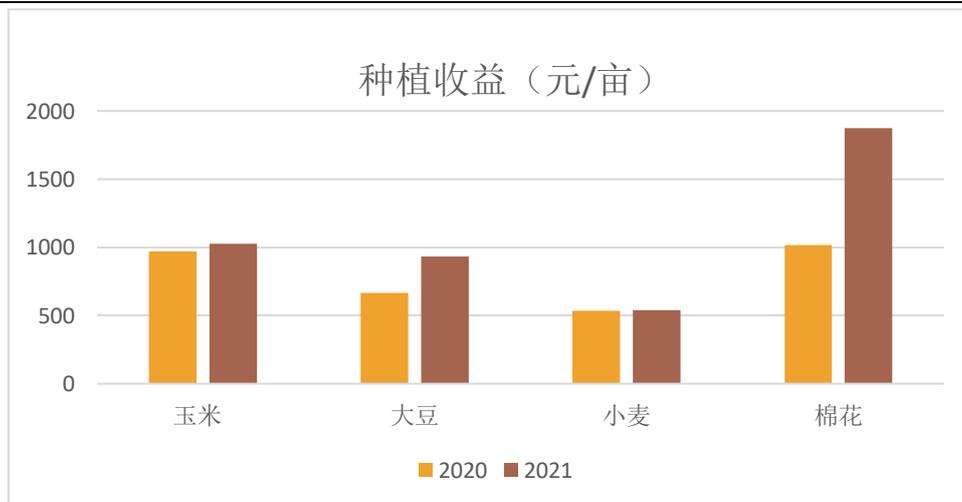
竞争作物的种植收益提高也很明显，其中东北大豆价格创出历史新高，本年度收益已经与玉米接近，而去年显著低于玉米，此外，本年度棉花价格涨幅最大，西北地区棉花本年度种植收益粗略估算达到历史鲜有的 1800 元/亩，因此从相对收益的角度来说，明年国内尤其是玉米非优势种植区玉米已经不是最佳选择，西北地区很大概率会改回棉花种植，而东北黑龙江及内蒙北部有可能改回大豆种植。第二，处于轮作需求，大豆及玉米的轮作，明年国内国营农产也要玉米改回大豆，尤其本年度肥料价格大涨，玉米需肥量又显著高于大豆，可能也会刺激农民积播种大豆。当然这也要看国内政策补贴对几个作物的倾斜程度，已经年后种植前的现货价格和播种天气均会影响种植积极性。

图 8、黑龙江玉米种植成本核算



数据来源：网络查找、国家统计局、优财研究院

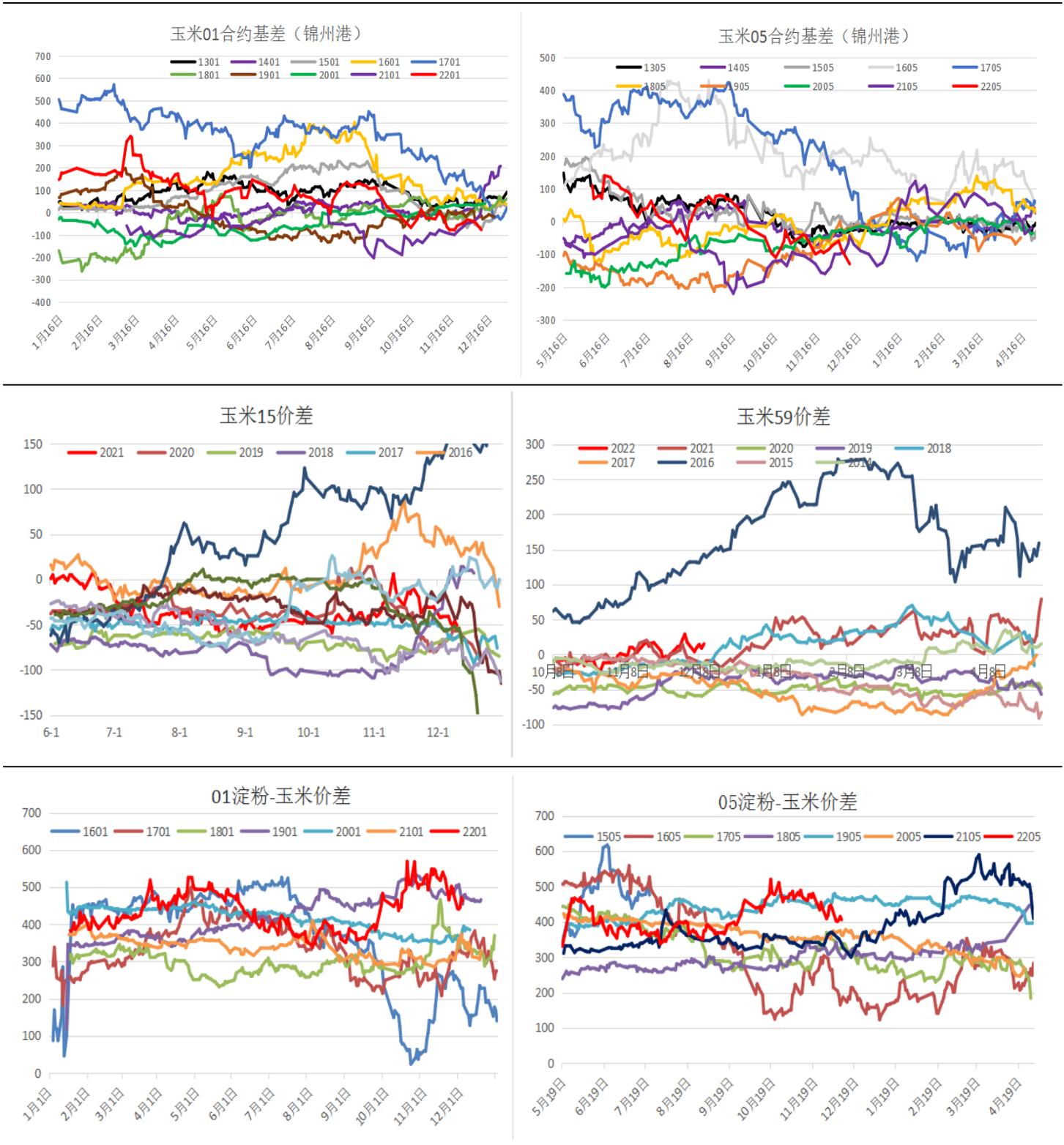
图 9、国内主要农产品种植收益对比



数据来源：网络查找、国家发改委、优财研究院

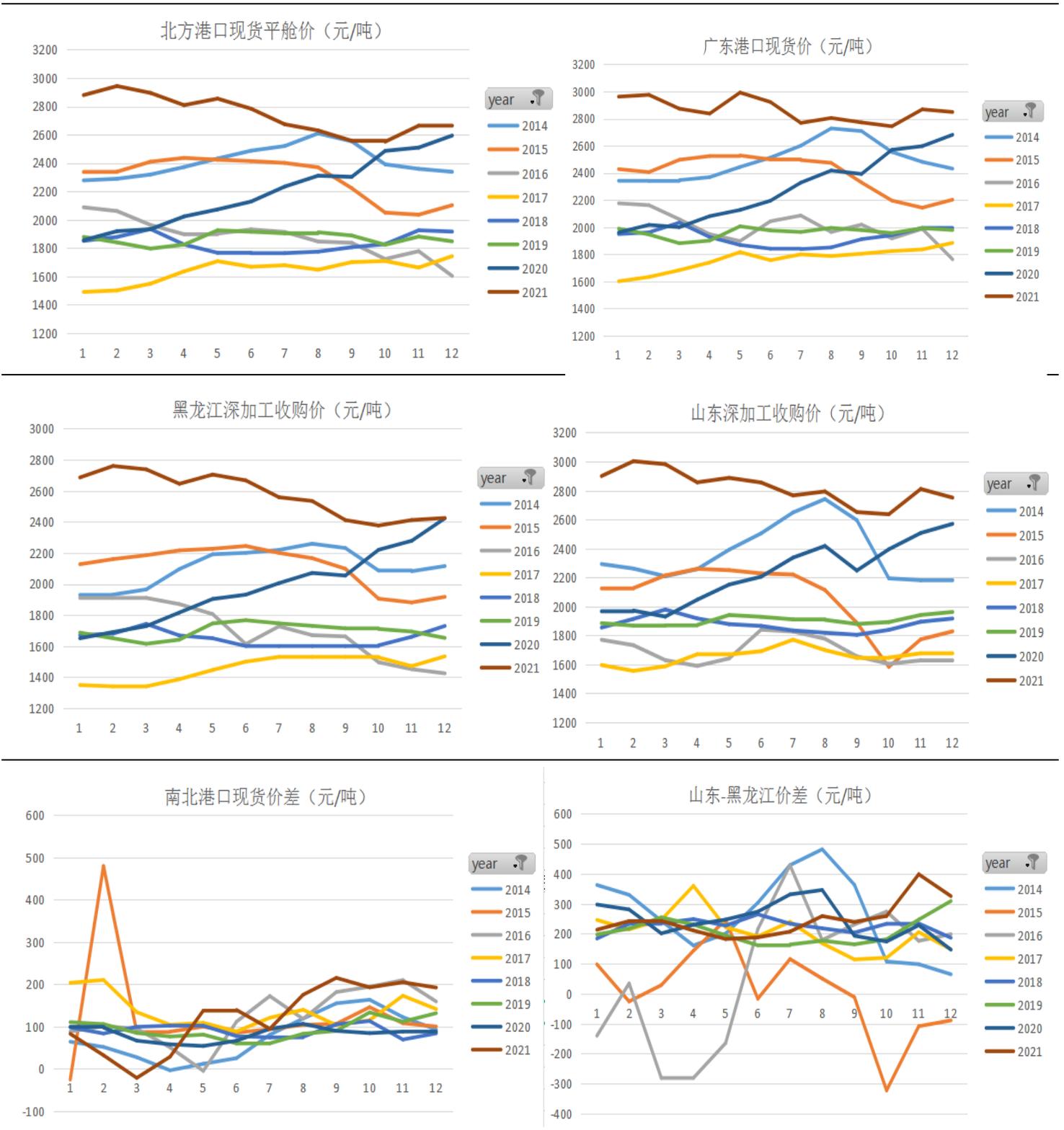
2. 5 月期价对近月升水扩大，近月基差大幅走弱，但 9 月被新作预期压制

图 10. 玉米 1/5/9 合约基差及月间价差



数据来源：文华财经、优财研究院

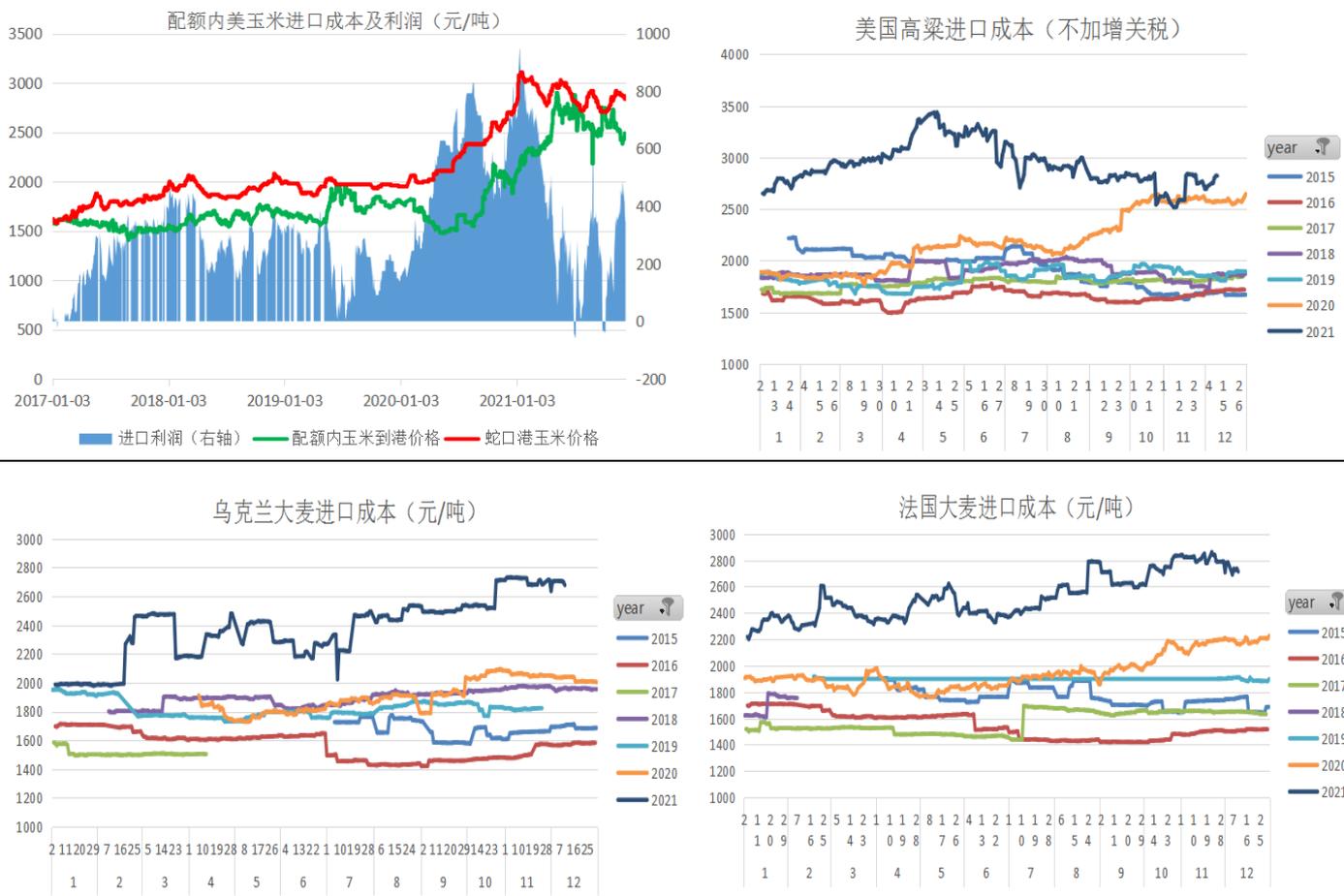
图 11. 产销区现货价格及价差



数据来源：我的农产品网、天下粮仓、优财研究院

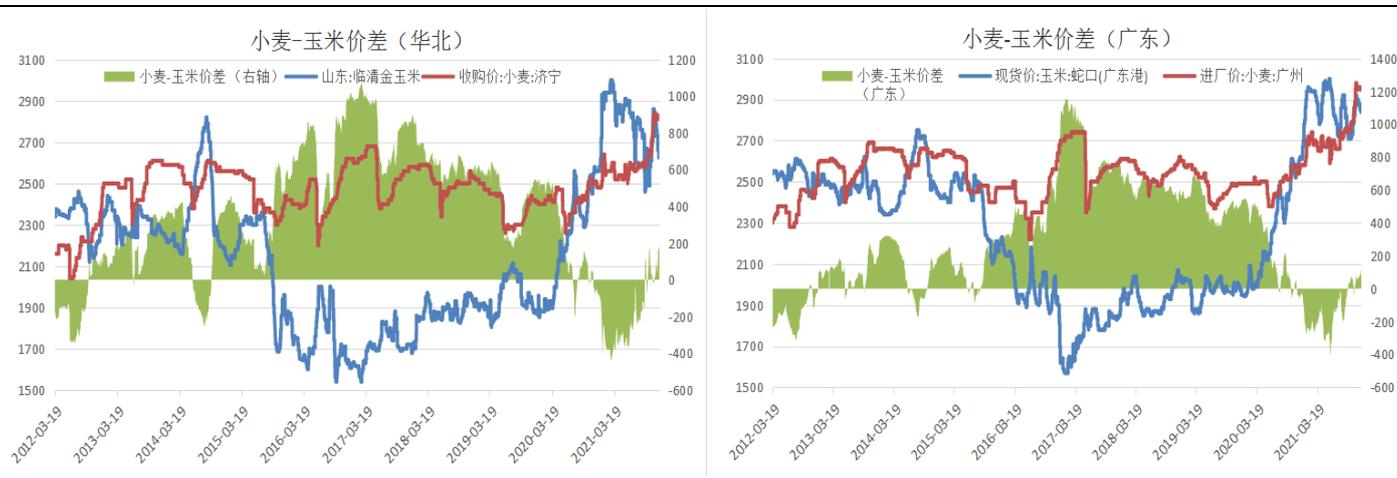
### 3、内外盘玉米价差再度扩大，国产小麦价格已经高于内贸玉米

图 12. 美玉米及美国高粱进口成本



数据来源：彭博、Wind、优财研究院

图 13. 国产谷物间价差



数据来源：国家粮油信息中心、Wind、优财研究院

#### 4、港口谷物总库存高位，但内贸玉米库存偏低

据我的农产品网显示，截止 12 月中旬，北方四港总库存 241 万吨，低于去年同期 440 万吨。广东港口内贸玉米 23.4 万吨，低于去年同期 65.1 万吨，外贸玉米库存 47.5 万吨，低于去年同期 59.8 万吨，全部谷物库存 199 万吨，谷物总库存量与去年同期持平，处在历史同期偏高位置。

图 14. 南北港口玉米库存

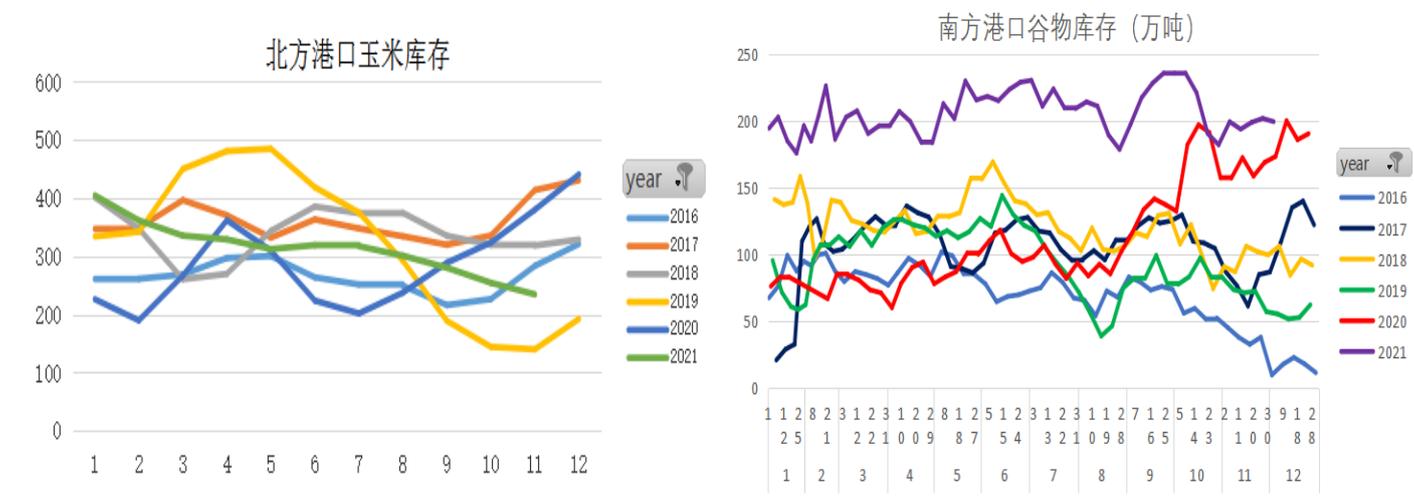
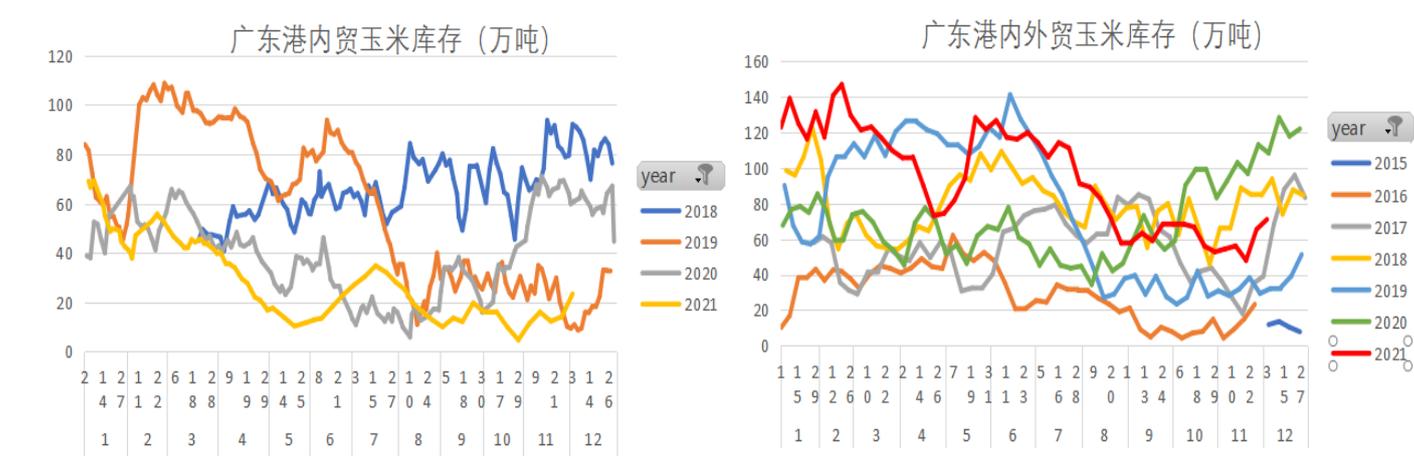


图 15. 广东港玉米库存

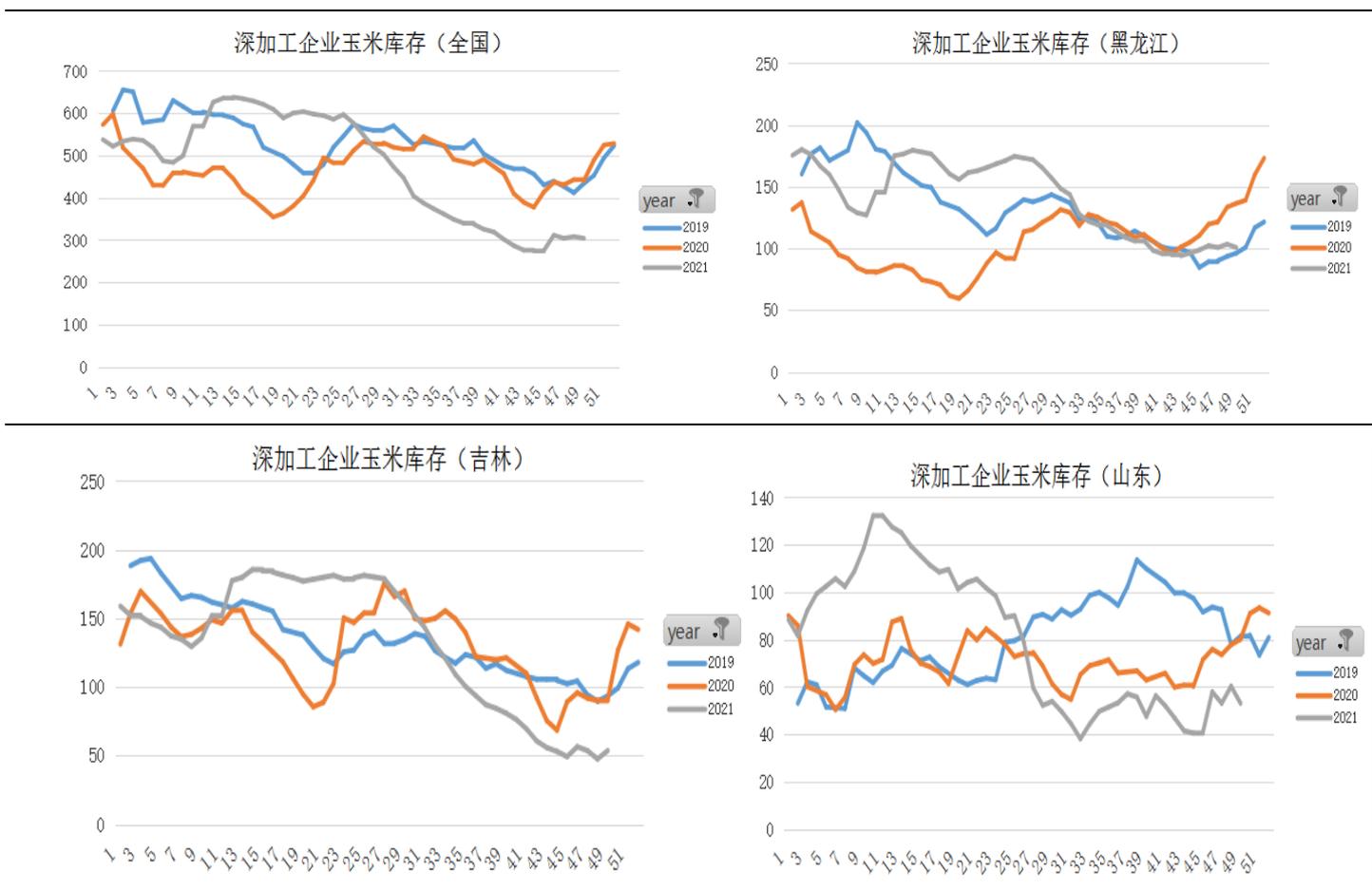


数据来源：广东玉米数据网、 优财研究院

数据来源：天下粮仓、我的农产品网、广东玉米数据网、 优财研究院

## 5、全国深加工企业玉米库存同比偏低，新作上市后行业库存触底回升

图 16. 深加工企业玉米库存



数据来源：我的农产品网、 优财研究院

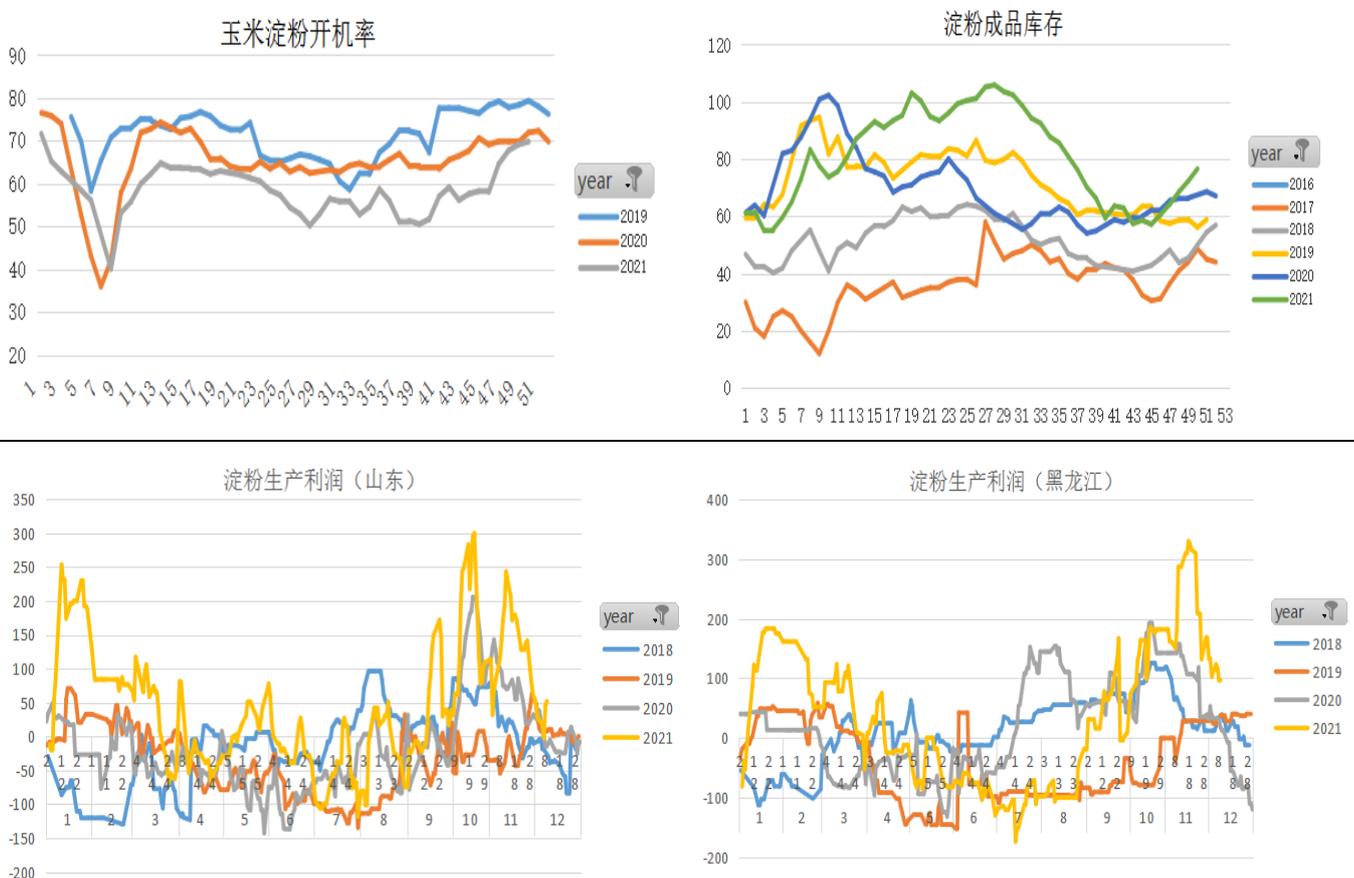
## 6、玉米产业链环比逐步改善，但同比去年大幅偏低

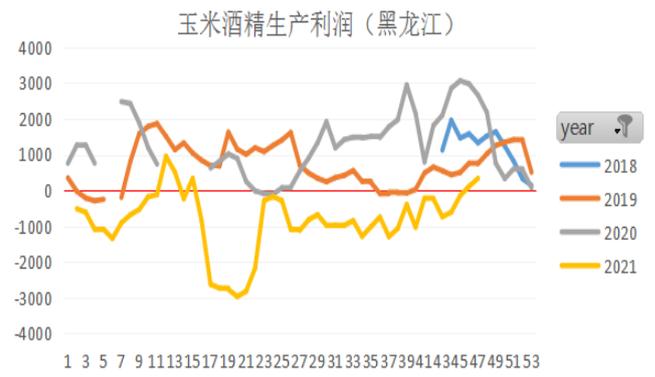
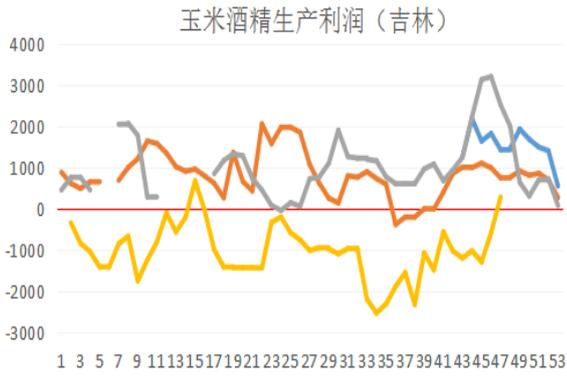
本年度，猪价大跌带动生猪养殖利润大幅走低，三季度生猪亏损一度达到历史极值，蛋禽全年保持较高利润，肉禽受生猪拖累始终在养殖平衡表附近徘徊；深加工端整体表现为前低后高，上半年淀粉行业利润表现较为低迷，开机率一度为近几年低点，但四季度一方面淀粉需求有所回暖，以及煤电限电等因素，刺激下游开始补库，带动行业利润迅速走高。玉米酒精全年大部时间亏损，原料高价向下游传导不畅。截止 12 月中旬，淀粉行业开机率继续回升，全国 66 家平均开机率 69.81%，与去年同期持平。淀粉行业现货生产利润山东 52 元/吨，黑龙江 95 元/吨，而去年同期深加工利润平均仅有 30-50 元/吨利润；酒精端无原料优势地区已经开始长期亏损，河南全年利润低于-800 元/吨，黑龙江地处陈

化粮复地，有小幅盈利 50-100 元/吨。

养殖端，上半年猪价大跌，带崩养殖利润，育肥及自繁自养均出现大面积深度亏损，但四季度开始随着猪价反弹，养殖利润出现短暂回归。禽类整体利润整体表现好于生猪，蛋禽全年保持较高盈利水平，但肉禽受生猪拖累，全年大部分在养殖盈亏平衡点附近徘徊。截止 12 月中旬，蛋鸡利润 36 元/羽，毛鸡利润 0.14 元/羽，肉鸭 0.54 元/羽。生猪外购仔猪养殖利润 294 元/头，自繁自养 131 元/头。

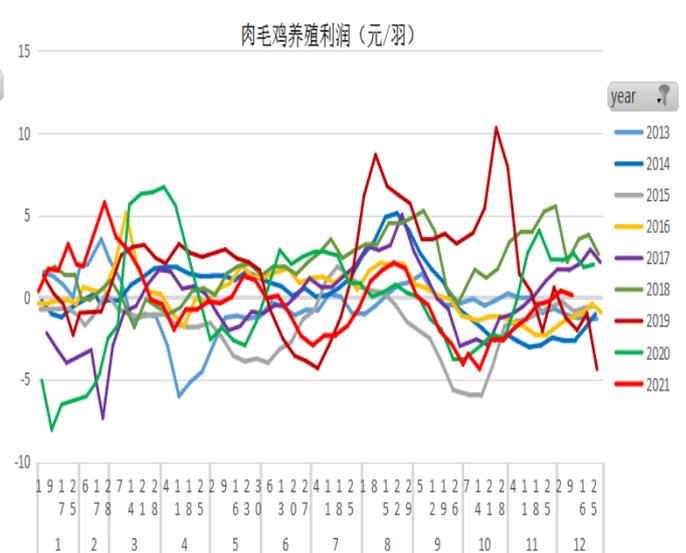
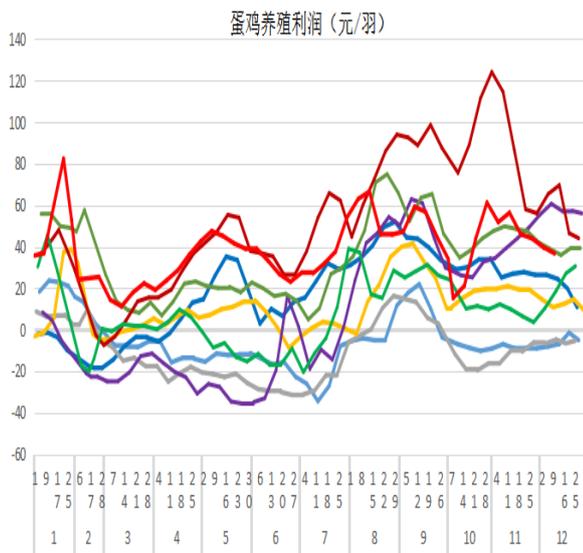
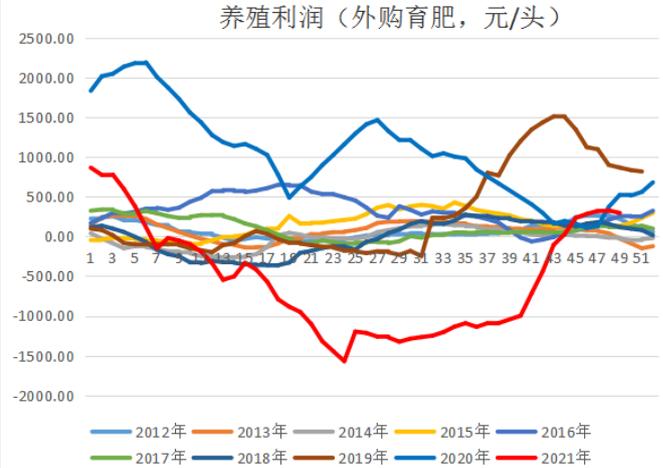
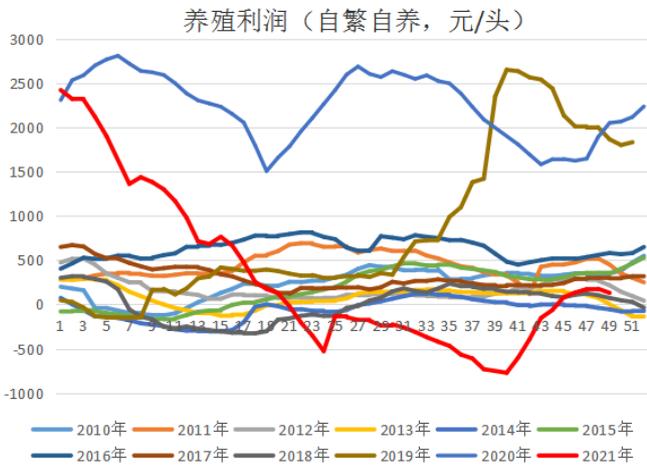
图 17. 深加工基本面数据

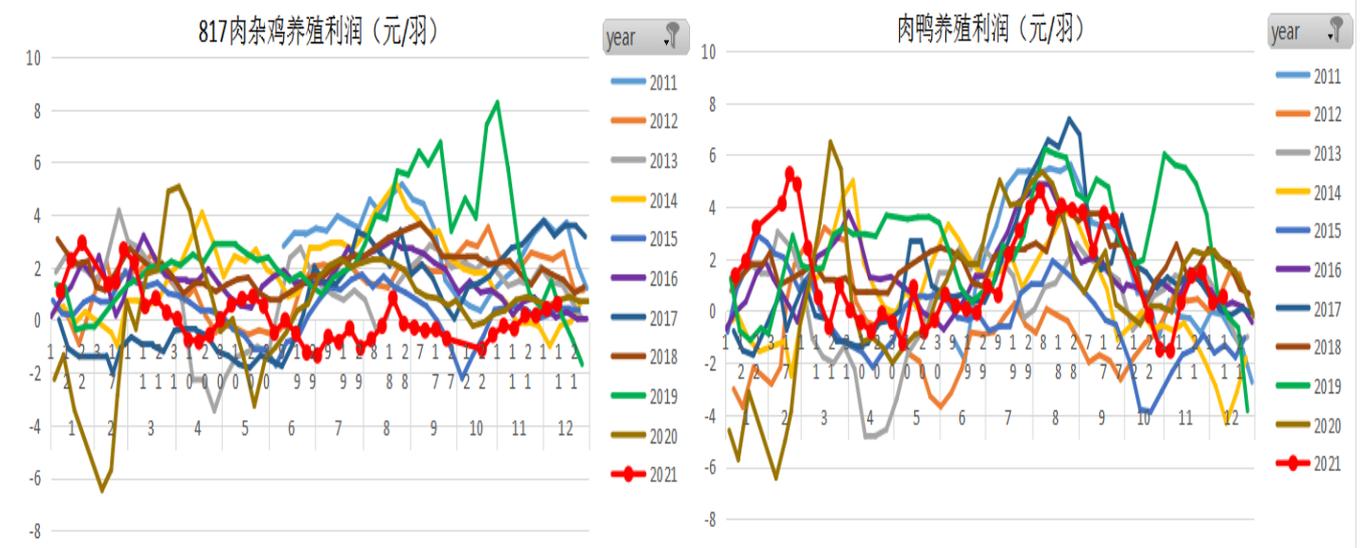




数据来源：我的农产品网、 优财研究院

图 18. 养殖利润

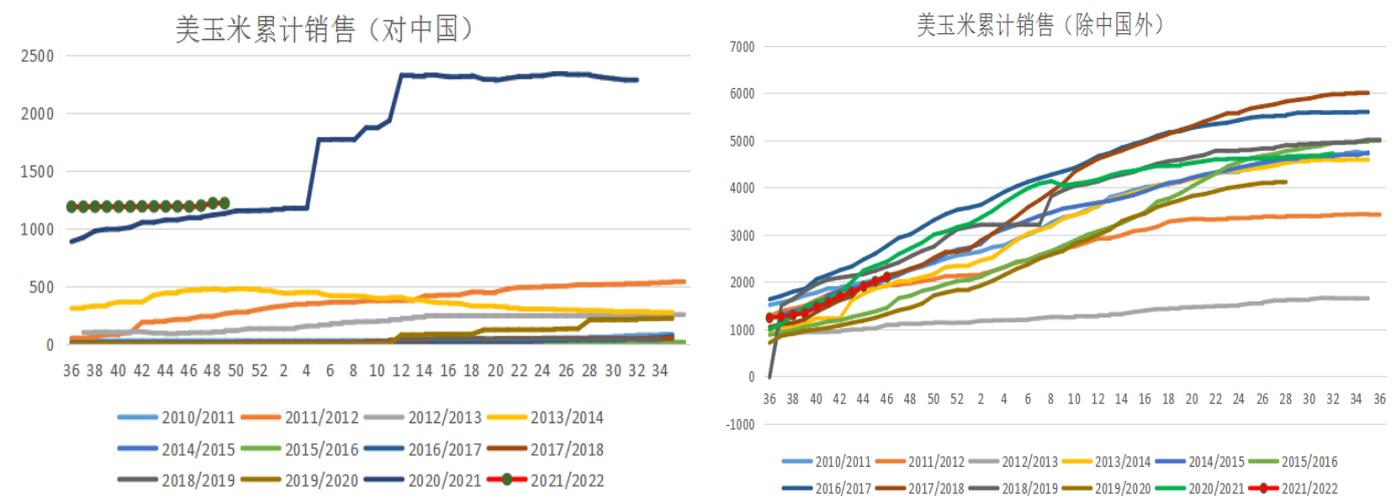




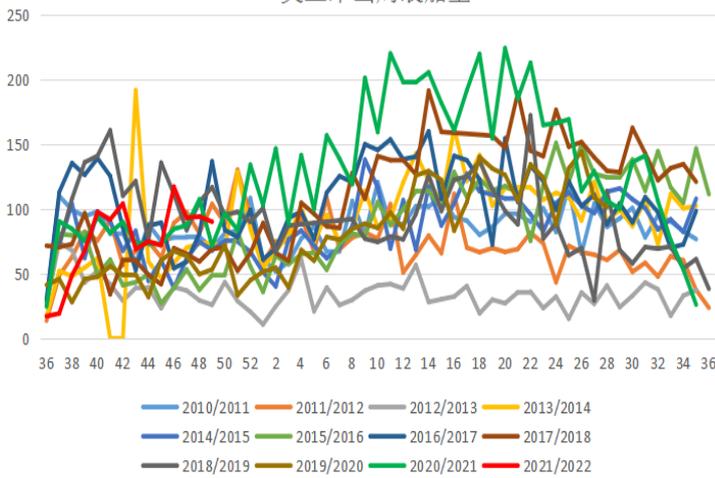
数据来源: Wind、博亚和讯、优财研究院

### 7、美玉米出口进度落后去年同期

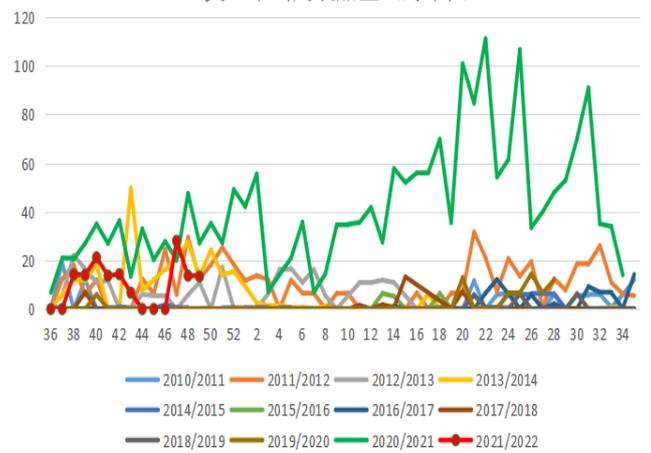
图 19. 美玉米出口情况 (万吨)



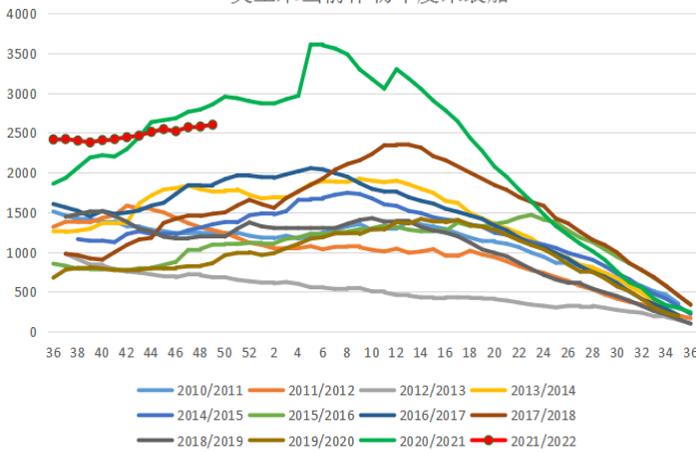
美玉米当周装船量



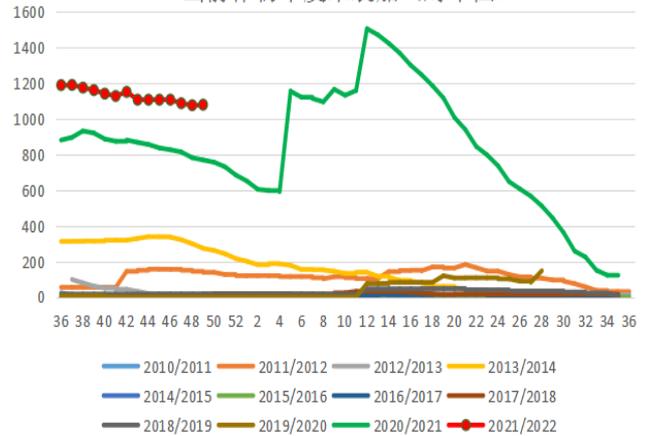
美玉米当周装船量（对中国）



美玉米当前作物年度未装船



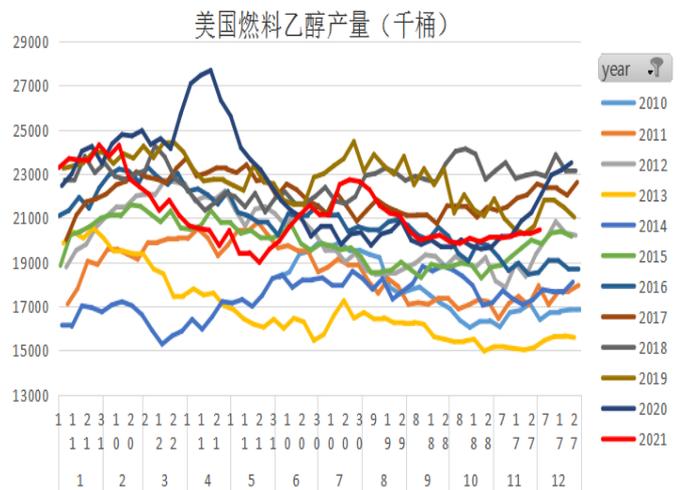
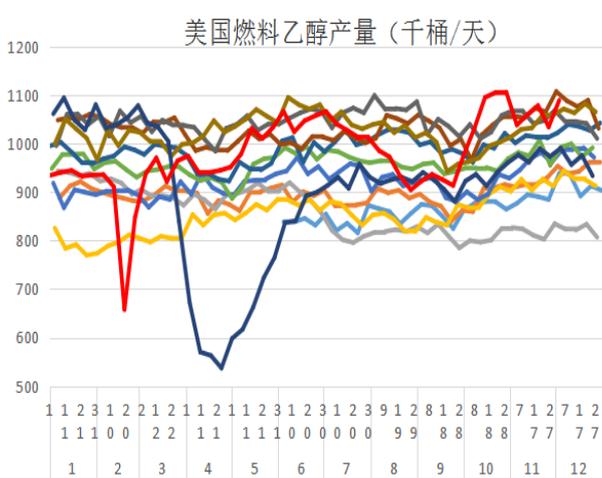
当前作物年度未装船（对中国）



数据来源：USDA、优财研究院

### 8、美国燃料乙醇产量维持高位，需求保持强劲

图 20. 美国燃料乙醇产量及库存



数据来源：EIA、 优财研究院

## 六、总结及展望

本年度国内农产品在内外共振的情况下，延续上一年涨势，对过去几年估值偏低的农产品价格完成了一波修复，部分农产品价格创出历史新高。玉米在去库完成去年创出历史新高后，本年度整体表现为高位宽幅震荡。眼前在供应端缺乏持续利多支撑，国内玉米下游利润环比转差的情况下，玉米价格可能难以延续涨势，尤其远月期价已经对现货出现较大升水。中期来看国内谷物整体处在降库存周期，国内玉米种植面积存在较大瓶颈，单产虽有提升空间，但转基因推广及技术创新任重道远，国内产需缺口仍然十分突出。

操作上，近期由于期价升水过高叠加农民年前集中卖货预期单边谨慎偏空，中期我们建议等待新作上市压力充分释放后，逢低买入远月玉米期货或看涨期权。关注主产国玉米生长季的天气情况及我国储备及进口政策。

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>