

2019 宏观半年度报告

坐等云起

摘要

美国经济存在下滑压力，我们预计三季度和四季度的经济增速有跌破 3% 的可能。美联储下半年会有 1—2 次的降息动作，每次为 25BP。明年仍有降息的可能。

我们预计下半年两个季度的经济增长率可能为 6.3% 和 6.3%，除非中美贸易谈判继续恶化，增长率在三季度可能会滑落到 6.1% 附近，四季度重回到 6.3% 的水平。如果真是这样，明年的经济增长率将会继续下滑。否则，明年仍会保持 6.2% 的水平。

人民币的汇率波动其实是整个大类资产波动的核心。今年人民币贬值预期已经充分释放，今年上半年的波幅还不到 2%。同时，只要贸易环境没有极度恶化，我们认为到年底前人民币汇率不会贬值到 7.2 附近。

对此我们将分两种情况进行分析。第一种中美贸易谈判不顺利，全球贸易环境继续恶化。在这种情况下，人民币汇率有可能跌破 7 的水平，市场会出现初期风险资产价格快速下滑，但随后商品类中的工业品会快速反弹，不过农产品会继续滑落，债券市场可能冲高回落。第二种情景，中美贸易谈判进展比较顺利，双方将不再继续互加关税。国内宏观政策将会延续今年以来的稳增长同时继续推进金融供给侧改革；人民币汇率的波动仍将会对全球大类资产产生明显的影响；我们预计商品类中与地产和基建有关的品种仍比较强势，但波动率可能很大，其余类商品的波动率也将会增大；A 股市场会在相对稳定的环境下收益，债券类资产高位受压。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

张一伟

投资咨询证号：
Z0010392
01063032869
Zyw89@nawaa.com

黎敏

投资咨询号
Z0002885
010-631317-855
limin@nawaa.com

目录

第 1 章	贸易争端的影响	4
1.1	贸易争端的起因.....	4
1.2	贸易争端的影响.....	5
第 2 章	美国经济下半年增速可能滑落到 2%左右.....	7
2.1	下半年美国经济大幅下滑.....	7
2.2	利率倒挂也表明美国经济有衰退风险.....	8
第 3 章	中国经济下半年仍有韧性	9
3.1	上半年的增长来自内需.....	9
3.2	宽信用，货币适度.....	11
3.3	汇率是关键.....	12
第 4 章	对风险资产的影响	13
	免责声明	17

图表目录

图 1.1.1: 全球主要贸易流示意图.....	4
图 1.2.1: 全球贸易量变化%.....	5
图 1.2.2: 我国与几个国家的进出口增速%.....	5
表 1.2.1: 美国跨国企业对中国营收前 20 名情况.....	6
图 2.1.1: 美国 GDP 分项.....	7
图 2.1.2: 美国的通胀.....	7
图 2.1.3: 美国产出与零售都在下滑.....	8
图 2.1.4: 美国企业利润的增速在下滑.....	8
图 2.1.5: 美债海外持有比重不断下降.....	8
图 2.1.6: 全球制造业指数下滑.....	8
图 2.2.1: 利率倒挂是美国经济衰退的先行指标.....	9
图 2.2.2: 欧洲经济也将下滑（季度环比）.....	9
图 3.1.1: 中国 GDP 分项.....	10
图 3.1.2: 房地产开发仍是上半年投资的重点.....	10
图 3.1.3: 中国 GDP 分项基建投资也是下半年的主要力量.....	10
图 3.1.4: 汽车销售四季度可能会企稳.....	10
图 3.1.5: 建安投资是基建投资的主要力量.....	11
图 3.1.6: 地产投资下半年仍对经济有推动作用.....	11
图 3.2.1: 中国社融同比.....	12
图 3.2.2: 居民贷款增速仍较快.....	12
图 3.3.1: 人民币在离岸汇率.....	13
图 3.3.2: 中美利差与汇率.....	13
图 3.3.3: 外汇占款是外汇储备变化的前提.....	13
图 3.3.4: 人民币汇率的隐含波动率.....	13
图 4.1: 中国产出占全球的份额.....	14
图 4.2: 上半年国内商品期货涨跌幅.....	14
图 4.3: 南华商品指数今年的涨跌幅.....	14
图 4.4: 人民币的波动率对全球资产产生扰动.....	14

第1章 贸易争端的影响

1.1 贸易争端的起因

中美贸易争端表面上是两个国家因贸易结果不对等而互相采取的一些关税措施，但本质上是全球经济格局变化导致的结果，或者说是两个国家因经济实力等方面的变化所引起的较量。我们认为这将不单会影响这两个国家的经济政治发展现状，也会对全球经济格局产生深刻的影响。在一定时期内，这种两个国家的角力会对全球风险资产产生重大影响。

贸易争端首先是由美国发起。在 2008 年金融危机后，美国自身的经济实力在下滑的同时采取了宽松货币政策以及经济策略，这导致美国内部经济结构越来越不稳定。在全球化经济格局以及高科技快速发展的情况下，美国产业结构对制造业极为不利，引起产业外移；同时内部二次分配出现重大问题，出现严重的贫富差距，社会阶层开始分化，一个明显的结果就是特朗普的当选总统。特朗普上台后采取了明显的全球战略力量收缩政策，同时对以前的对外经济战略扭转方向，把矛盾的焦点引向中国。采取的主要措施就是以关税为主要手段，意图打乱当前以中国为贸易中心点的全球贸易生产链，从而遏制中国的发展进程。

但对于中国来讲，由于我们处在全球贸易产业链的中间环节（见图 1），而且在高科技产业中高端技术基本集中在美国公司，贸易争端过程中我们被动性更大，因此在短期市场中，对中国的悲观情绪会多一些，但美国在中长期同样会遭受重大不利影响。

图 1.1.1：全球主要贸易流示意图

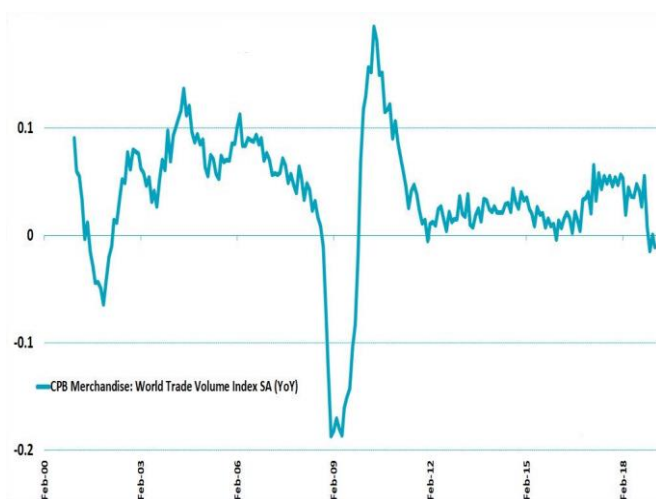


资料来源：WTO、南华研究

1.2 贸易争端的影响

到目前为止，目前美国对进口自中国的 2500 亿美元商品加征 25% 的关税；中国对进口自美国的 500 亿美元商品加征 25% 的关税，另外还对进口自美国的 600 亿美元商品加征了 5%、10%、20% 和 25% 的四档关税。我们看到双方互加关税后全球贸易量已经开始大幅下滑（见图 1.2.1），同时在 5 月份，日本和韩国出口到中国的贸易量已经大幅负增长近 20%（见图 1.2.2）。由于大量电子产品是先从日本与韩国进口关键部件，在中国加工组装后出口，所以日本与韩国对中国的出口是先行指标，这也就预示着后期我们的出口将会面临严重局面。中国对美国的出口增速在 4 月份已经开始出现负增长，按照 2018 年中国对美国出口金额占到总出口金额的 19% 左右计算，我国 2016 年对美国出口加权需求价格弹性大约是 -2.1 左右（数据来源：WTO），如果特朗普政府将把剩余的 2670 美元的贸易额也加征 25% 关税，我们预计这将会使得中国今年的出口增速降低超过 -10%。如果考虑在产业链上的负面影响，这对中国下半年经济增速的影响作用可能会超过 0.5 个百分点，对明年的影响将会接近 1 个百分点。如果乐观估计，中美在 G20 峰会上领导人谈判达成部分一致，这种负面效应将会减小一大部分。按照现在的已经互加关税的条件下，对下半年经济增速的影响可能只有 0.2 个点左右。

图 1.2.1：全球贸易量变化%



资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.2：我国与几个国家的进出口增速%



资料来源：WIND 南华研究

同样，互加关税对美国的影响也将会很严重。首先，全球自由化的最受益者是总部主要在美国的大型跨国企业，美国近几年经济增长不错的一个最主要原因就是其企业盈利保持良好，利润不断回馈本国经济。在美国标准普尔 500 指数中，公司海外营收占比大约为 45%。根据 2017 年年报统计，在中国营收最多的前 20 名美国跨国企业，其在中国营收占其总比重加权平均值约为 26% 左右（见表 1.2.1），也就是说其 500 指数公司的收入越有近一半来自中国。如果这些公司失去中国 20% 左右的业务，将会使得整个标普指数公司的营收下降约 10%，继而导致美国资本市场发生翻天覆地的变化。短期内会对美国经济产生超过 0.5 个百分点的影响，同时考虑到替代作用不畅和产业链的重建，也将会对美国的通胀产生不小的压力。

表 1.2.1: 美国跨国企业对中国营收前 20 名情况

序号	公司名称	在中国的销售额 (亿美元)	在中国的 sales 占到 总 sales 的比重%
1	Apple Inc.	447.64	19.6
2	Intel Corp.	147.96	23.6
3	Qualcomm Inc.	145.79	65.4
4	Boeing Co.	119.11	12.8
5	Micron Technology Inc.	103.88	51.1
6	Broadcom Ltd.	94.66	53.7
7	Cisco Systems Inc.	76.5	15.9
8	Texas Instruments Inc.	66	44.1
9	Procter & Gamble Co.	52.05	8
10	Starbucks Corp.	45.12	20.2
11	Western Digital Corp.	42.71	22.4
12	Nike Inc. Class B	42.37	12.4
13	3M Co.	32.55	10.3
14	Skyworks Solutions Inc.	30.18	82.7
15	Applied Materials Inc.	27.46	18.9
16	TE Connectivity Ltd.	24.14	18.4
17	Corning Inc	22.3	22
18	Abbott Laboratories	21.46	7.8
19	Cummins Inc.	21.37	10.5
20	Amphenol Corp. Class A	20.67	29.5
		总计: 1583.92	加权平均: 26%

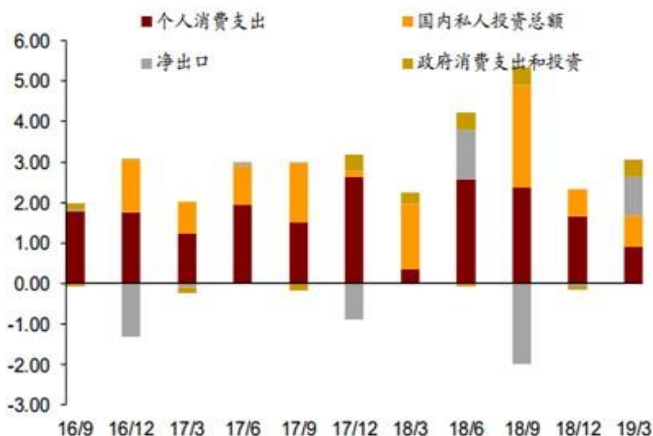
资料来源: 南华研究

第2章 美国经济下半年增速可能滑落到 2%左右

2.1 下半年美国经济大幅下滑

美国今年一季度 GDP 环比折年率 3.2%，同比的增速也超过了 3.2%，超出了市场预期。因此美国股市也因资金继续推高。从分项的增速看，投资和出口增长较快，对经济的拉动作用较为明显，而消费和政府支出相对平稳，进口则大幅低于预期；从分项的拉动看，净出口贡献最大，拉动了 1 个百分点，投资中的库存贡献拉动了 0.65 个百分点，而消费和非库存投资总体偏弱。这种状况可能不能持续，因为欧洲、日本等国家的出口形势并不好（见图 2），美国和中国出口不错还是特殊原因所致。我们认为，美国经济在今年下半年将会开始下滑，私人部门的消费季度增长率已经下滑到约 1.3%，私人部门的投资速度也在下滑，此外工业产出和零售数据也会开始拖累经济。随着财政刺激效果的衰退和企业利润的下滑，较高的就业率意味着企业用人成本的上扬，对企业利润存在吞噬作用。尽管就业形势很好，但通胀形势仍较低，核心 PCE 继续低于 2%的水平。我们预计在低水平的政府消费支出情况下，即使中美贸易争端会给美国带来一定程度的通胀压力，但仍很难支撑美国通胀继续上行。美国经济存在下滑压力，我们预计三季度和四季度的经济增速有滑破 3%的可能。美联储下半年会有 1—2 次的降息动作，每次为 25BP，预计持续到明年。

图 2.1.1：美国 GDP 分项



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.2：美国的通胀



资料来源：WIND 南华研究

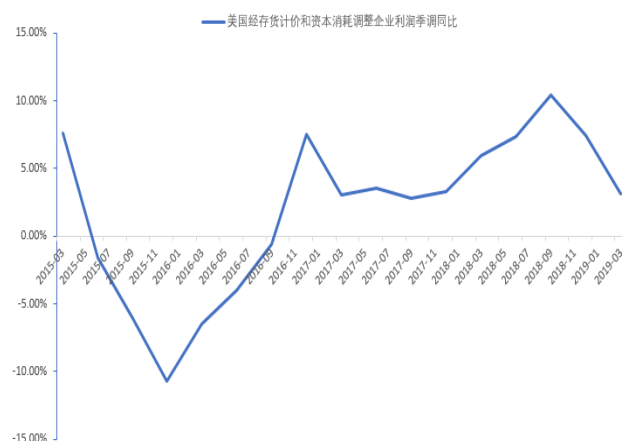
美国当前的通胀形势不错，核心 PCE 及 CPI 都不算高。即使考虑到下半年中美贸易争端的恶化和石油价格上冲并保持在 65 美元/桶所带来的通胀上升，美国通胀总体仍将处于安全区间，这也为美联储降息打下基础。但令人不安的是，美国的企业产出、企业利润和零售数据不断显示出美国经济处在下滑位置，这也预示着美国经济下半年滑落的风险越来越大

图 2.1.3: 美国产出与零售都在下滑



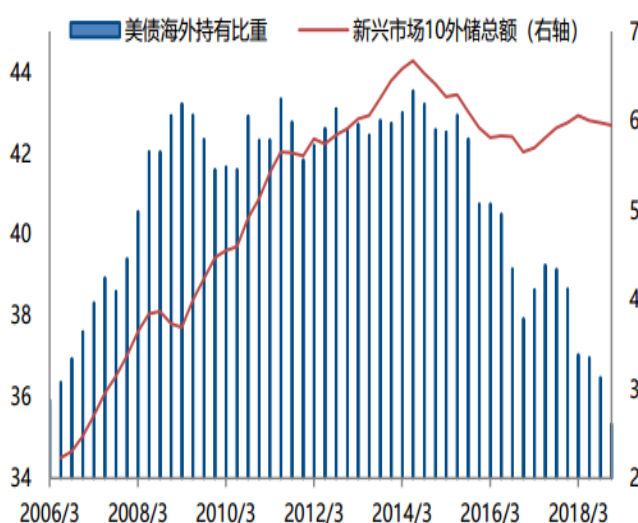
资料来源: WIND 南华研究

图 2.1.4: 美国企业利润的增速在下滑



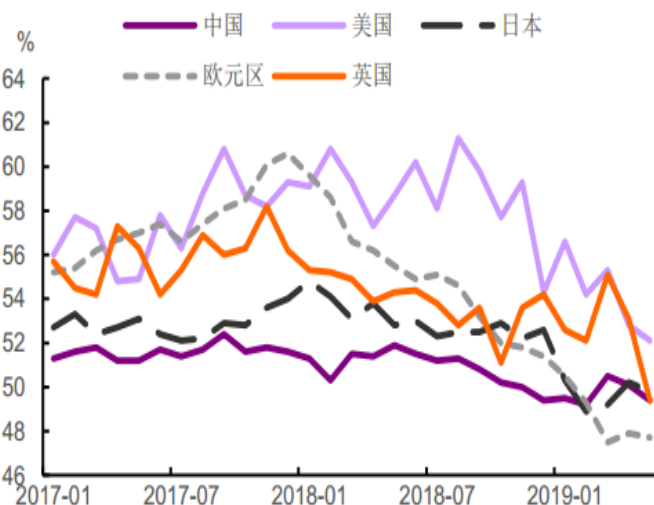
资料来源: WIND 南华研究

图 2.1.5: 美债海外持有比重不断下降



资料来源: WIND 南华研究

图 2.1.6: 全球制造业指数下滑



资料来源: WIND 南华研究

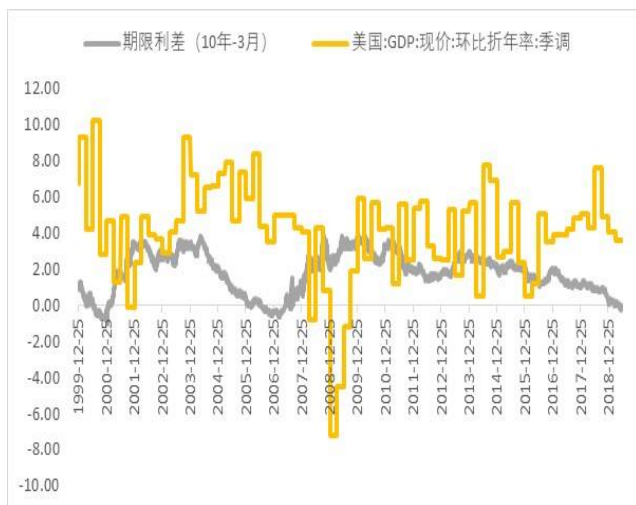
2.2 利率倒挂也表明美国经济有衰退风险

从今年3月22日开始, 美国10年期与3个月期限的美债收益率出现了几次倒挂, 引发市场关注, 而目前为止是所有的1年期以上的和一年期以下的国债收益率全部倒挂。从历史数据上看, 利率倒挂现象出现之后的两年内大概率会出现经济衰退。从利率倒挂到进入经济衰退时间间隔一般为7到23个月。(如图一)。

利率倒挂的原因可能是, 加息操作往往发生在经济上行期或者扩张期, 加息操作直接推高短端利率, 但是经济不可能永远处于扩张轨道上, 长端利率反映的是市场对经济发展前景的看法。在经济扩

张期的早期，长端利率跟随短端利率上行，但是长端利率上行速率要低于短端利率。当到达经济扩张后期，一旦市场对经济发展前景的情绪从乐观转为偏悲观，长端利率就会停止上升，甚至出现长端利率下滑的情况，长短端利率上行速率的差异甚至反方向的变化导致了利率倒挂的出现。而银行盈利的模式简单的说就是“借短贷长”，从居民吸收短期储蓄，然后投放中长期贷款，赚取息差。长短端利率息差变小/变负，对银行来说就意味着利润空间的缩小。这种情况下，要么银行惜贷造成信贷紧缩，导致宏观经济步入下行轨道，要么利差倒挂会导致商业银行调整信贷结构，将长期贷款转为短期贷款，并最终导致贷款增速放缓，加剧经济下行风险。我们认为利率倒挂现象非常值得关注。

图 2.2.1：利率倒挂是美国经济衰退的先行指标



资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.2：欧洲经济也将下滑（季度环比）



资料来源：WIND 南华研究

第3章 中国经济下半年仍有韧性

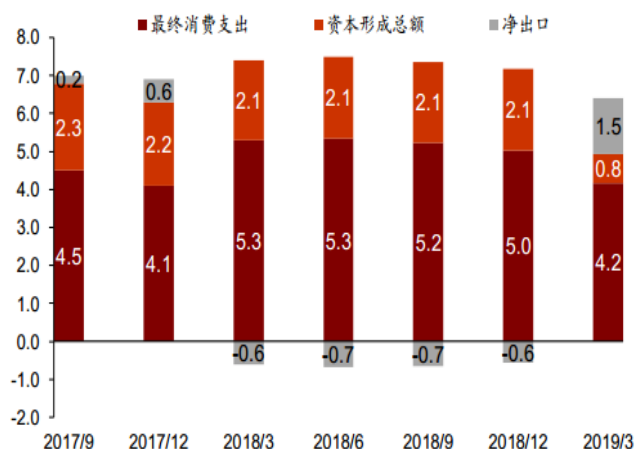
3.1 上半年的增长来自内需

今年上半年经济增长的主要动力还是来源于内需，一季度中出口也对经济增长贡献了 1.5 个百分点。但这是因为出口企业在去年底和今年一季度为了应对关税的增加突击出口所致，二季度的前两个月的出口数据也表明了后面的经济增长出口不拖后腿已经很不错了。今年上半年经济增长的主要动力还是来源于内需。全社会消费零售总额处在令人分沮丧的下跌区间，对经济拉动作用不大，汽车销售一直在下滑，而传统的房地产市场又一次成为推动经济增长的原动力之一。上半年房地产投资增速持续在高位运行，前 5 月房地产投资累计增速达到 11.2%，这是 2015 以来的最高增速。实际上从 2017 年起，房地产投资增速持续好于市场预期，但其对经济增长的影响反而逐渐下降，主要问题在于 2017~2018 年房地产投资增速超预期主要依赖高速增长的土地购置费部分，而土地购置费对经济增长和与房产相关商品的价格并无实质性影响，这造成了房地产投资增速一直在超出市场预期，但与经济增长下滑相背离的局面。而在上半年的房地产投资中，建安投资的快速增长又是影响相关资

产的最大因素。在房地产开发投资中，建安投资占比约 63%，土地购置费占比约 30%，可见建安投资对地产投资的影响之大。影响建安投资的主要因素是新开工增速和施工进度。我们预计下半年房地产市场在居民高杠杆和政策的影响下，加之前期企业拿地速度的下降，地产新开工增速会大概率回落，但仍有望保持超过 8% 的增速；而施工进度受高周转结束后的竣工交付需求和融资环境改善的影响，将会加速。因此尽管新开工增速回落，但施工强度回升，保证建安投资增速将显著高于去年。此外，建安投资与商品的关系强烈。今年建安投资的快速增长对与之相关的商品需求拉动起到了不小的作用，预计下半年建安投资将会继续成为相关商品需求的拉动方。最终我们预计全年建安投资增速还将接近 6% 的水平，全年房地产开发投资增速会在 6.5% 左右，但明年增速可能出现下滑。

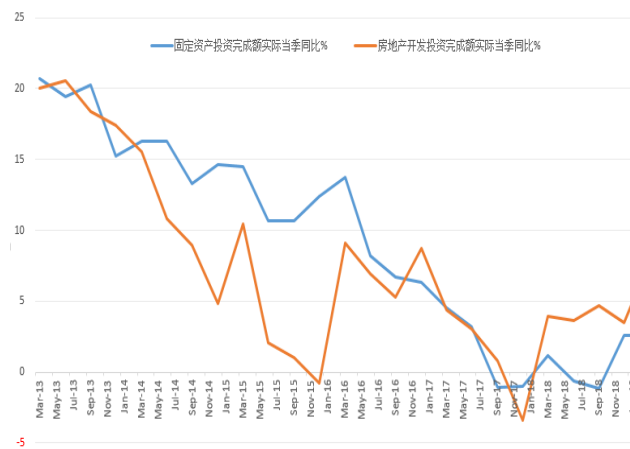
建安投资与商品的关系强烈。今年建安投资的快速增长对与之相关的商品需求拉动起到了不小的作用。我们预计下半年建安投资将会继续成为相关商品需求的拉动方。

图 3.1.1：中国 GDP 分项



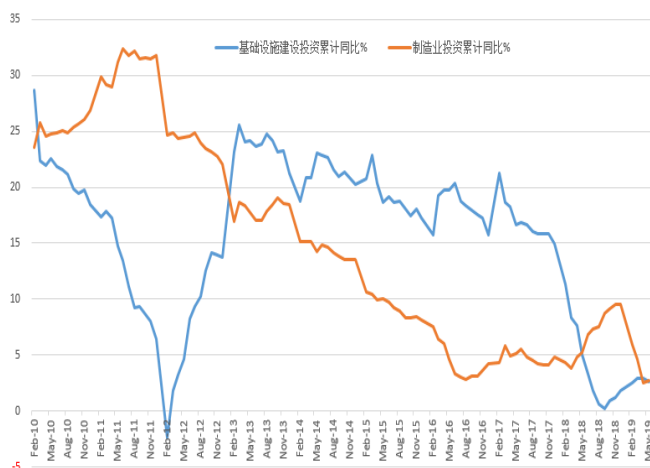
资料来源：WIND 南华研究

图 3.1.2：房地产开发仍是上半年投资的重点



资料来源：WIND 南华研究

图 3.1.3：中国 GDP 分项基建投资也是下半年的主要力量



资料来源：WIND 南华研究

图 3.1.4：汽车销售四季度可能会企稳

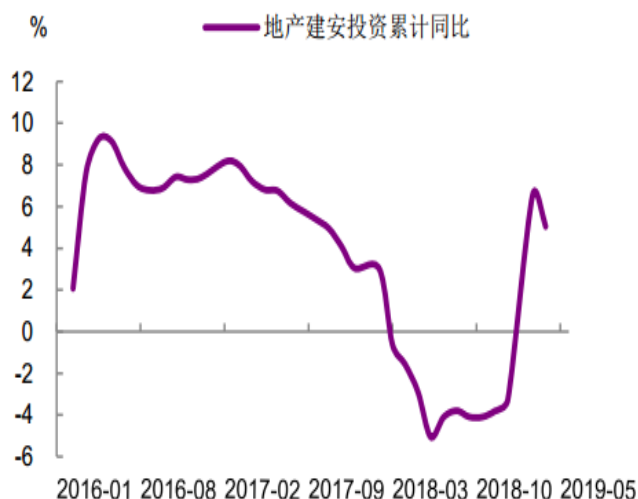


资料来源：WIND 南华研究

上半年由于资金到位较快，基建投资增速相对较快，这对相关资产价格也起到了不小的拉动作用。按照以往的经验，到了下半年三季度末，基建审批的速度会加快，加上今年基建政策的边际放松，以及政策允许重点项目用专项债做资本金，因此我们预计全年基建投资同比将会接近 10% 以上。主要投资领域是电力热力燃气、铁路、高速、轨交、管道、环保行业等偏向市场化和政策方向的行业，因此下半年四季度将是基建对商品供需影响较大的时期。

即使没有贸易争端，由于需求的不畅，制造业投资不可避免地面临下行压力。加上贸易争端的影响，我们预计制造业投资在 3 季度增速会小幅下行，到了第 4 季度由于需求的小幅回暖而可能企稳，全年制造业投资或在 2% 左右。国家减税降费政策最有利于制造业。2019 年中国减税降费年化规模接近 2 万亿，其中减税约 1.4 万亿、社保降费约 0.3 万亿⁴。增值税作为价外税并不直接影响企业的利润表，但由于企业议价能力带来含税价不同程度的黏性，进而减税会使得企业有不同程度的利润留存，而社保降费则会直接降低企业财务负担，两者都会改善企业利润。根据国家税务总局的数据，1-4 月累计减税 5424 亿元，较全年 2 万亿“减税降费”的目标仅完成四分之一，下半年减税降费是重头戏，预计可能会使得年底企业利润收益。

图 3.1.5：建安投资是基建投资的主要力量



资料来源：WIND 南华研究

图 3.1.6：地产投资下半年仍对经济有推动作用



资料来源：WIND 南华研究

3.2 宽信用，货币适度

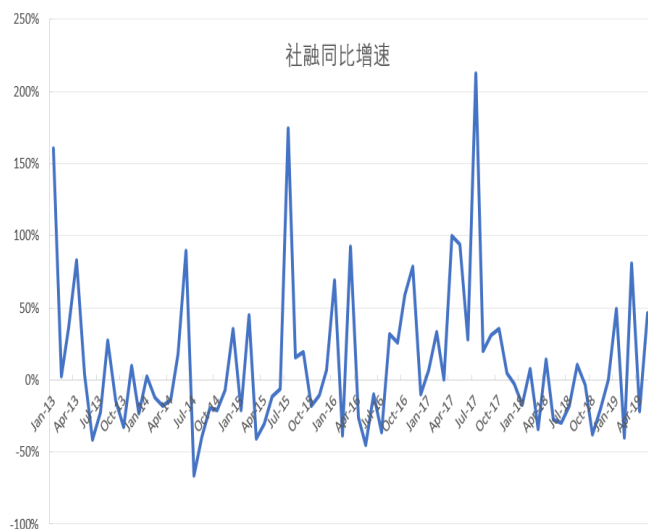
全社会零售总额前 5 个月一直不理想，增速几乎在 6% 附近，是近年来的低位水平。这与整个社会去杠杆有关。我们预计下半年零售增速会有所提高，主要是因为政府减税和汽车消费在年底会企稳的原因。由于政府减税会提振消费，我们估计减税群体的平均边际消费倾向约为 0.65，对最终消费支出的拉动约在 0.4-0.6 个百分点。这会对最终消费起到 0.5 个百分点的拉动作用。而汽车销售一直不畅，除了消费结构性饱和之外，政策引导和城市规划等原因在短期内无法促进汽车销售的快速回暖，但因为汽车销售已经处在低位，而且部分限售政策已经发生了改变的预期，我们预计在四季度汽车的销售会回暖。总体来说，我们认为下半年社会消费品零售的同比或在 8.0%。

在经历了去年下半年的货币紧缩后，无论是市场还是监管部门，都认识到环境的变化使得货币政策不能持续如此，去年底到今年初政府提出的“六个稳”体现了顺应内在需求的思路。实际上，在今

年一季度货币政策保持相对稳定但偏宽松的局面下，市场预期初步改善，同时有效压低了市场利率中枢。但因为货币需求下行的内在趋势，4 月份的社融增速有明显的边际收紧的迹象，5 月份有所改善。我们预计在央行的政策下，这种稳中偏松的局面将会持续下去，除非中美贸易谈判的结果出人意料的有利于中国，可能会面临着类似去年上半年的情景，即政策环境对货币政策将会趋紧。我们认为下半年仍有定向降准的空间。当前全球主要国家又重新面临货币宽松的局面，这对我国货币政策的独立性有着一定的帮助，外部压力在变小，决定货币政策的空间就空出来了。

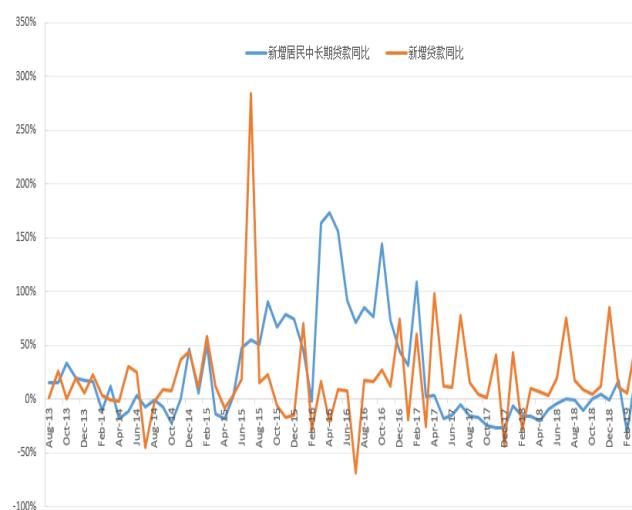
我们预计下半年两个季度的经济增长率可能均为 6.3%，除非中美贸易谈判继续恶化，增长率在三季度可能会滑落到 6.1% 附近，四季度重回到 6.3% 的水平。如果真是这样，明年的经济增长率将会继续下滑，否则明年仍会保持 6.2% 的水平。

图 3.2.1：中国社融同比



资料来源：WIND 南华研究

图 3.2.2：居民贷款增速仍较快



资料来源：WIND 南华研究

3.3 汇率是关键

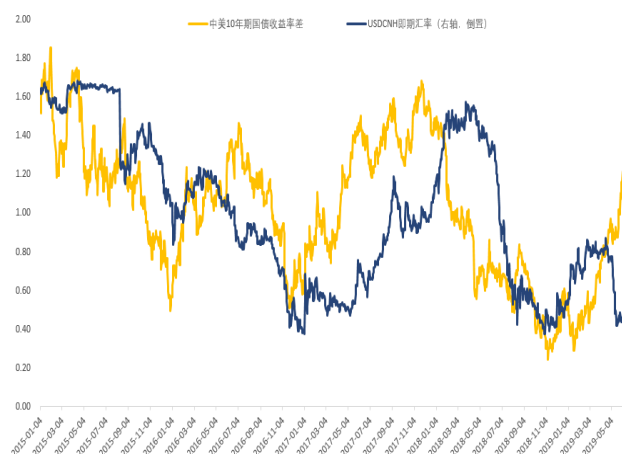
人民币的汇率波动其实是整个大类资产波动的核心。去年人民币汇率的年度波动幅度超过了 8%，直接导致国内大类资产的波幅加大。其中一个主要原因就是因为中美贸易争端导致人民币汇率预期快速向下，而随着谈判进度的变化，市场心理预期导致波动率不断加大，从而引起风险资产价值中枢重新定位。今年中美贸易争端又起，但因为市场兑美元汇率已经看得淡，同时人民币贬值预期已经充分释放，因此我们认为短期内人民币汇率的波幅将企稳。今年上半年的波幅还不到 2%。同时我们也不认为到年底前人民币汇率会贬值到 7.2 附近，除非贸易环境极度恶化。

图 3.3.1：人民币在离岸汇率



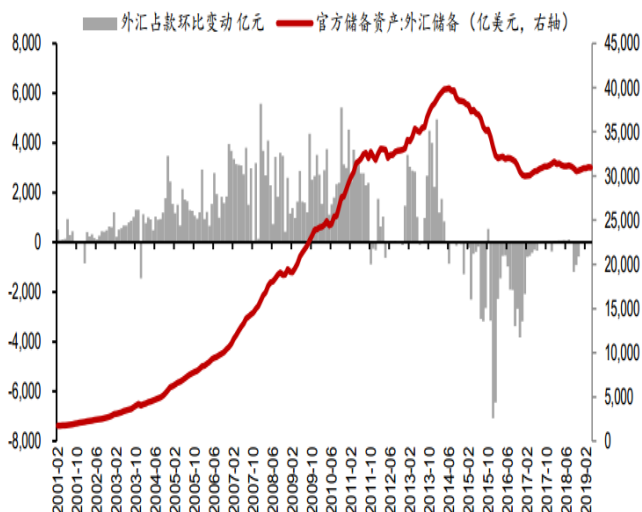
资料来源：WIND 南华研究

图 3.3.2：中美利差与汇率



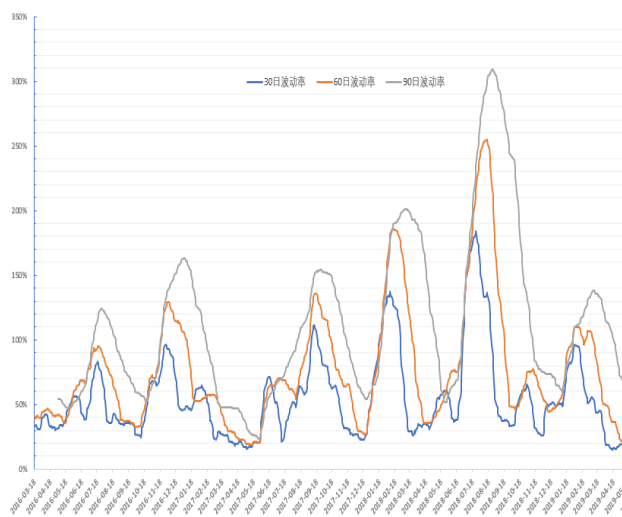
资料来源：WIND 南华研究

图 3.3.3：外汇占款是外汇储备变化的前提



资料来源：WIND 南华研究

图 3.3.4：人民币汇率的隐含波动率



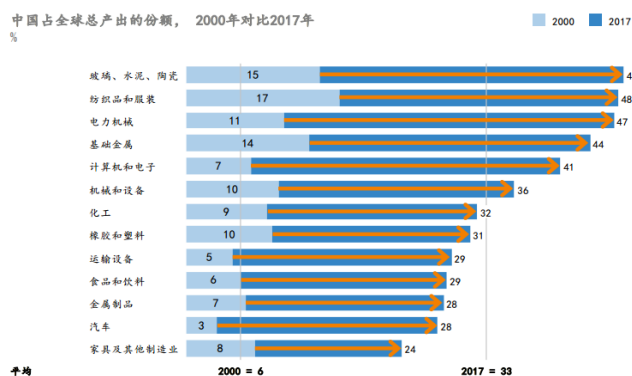
资料来源：WIND 南华研究

第4章 对风险资产的影响

我们分两种情况分析，第一种中美贸易谈判不顺利，美国对中国剩余的出口 2600 亿美元的商品征收 25% 的关税，这会导致全球贸易环境继续恶化，人民币汇率有可能跌破 7；国内政策会再现去年三季度后的“稳增长”思路，货币及财政政策宽松；市场会出现初期风险资产价格快速下滑，但随后商品类中的工业品会快速反弹，农产品会继续滑落；债券市场可能冲高回落。第二种情景，中美贸易谈判进展比较顺利，双方将不再继续互加关税。国内宏观政策将会延续今年以来的稳增长同时继续推

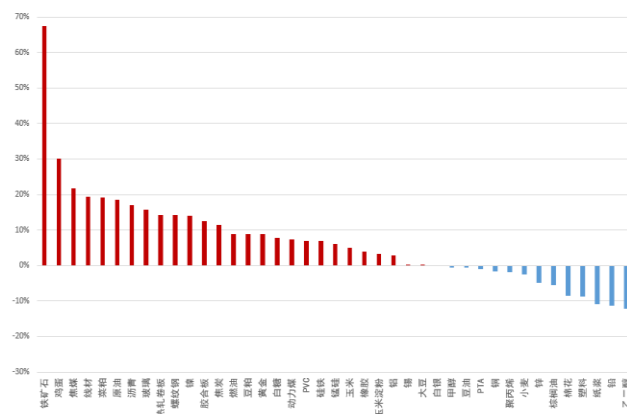
进金融供给侧改革，宏观逻辑可以概括为“经济退、政策进、阶段性信用收缩”；人民币汇率的波动仍将会对全球大类资产产生明显的影响；商品类中与地产和基建有关的品种仍比较强势，但价格已经处于上扬的末期，随时会发生快速回调，即波动率很大，其余类商品的波动率也将会增大；A 股市场会在相对稳定的环境下收益，债券类资产高位受压。

图 4.1：中国产出占全球的份额



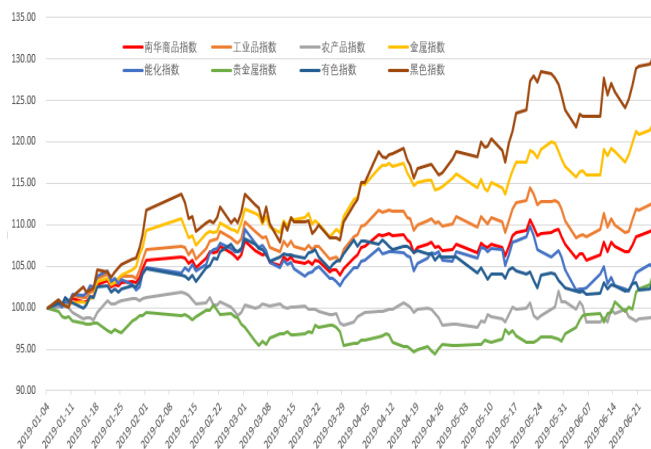
资料来源：WIND 南华研究

图 4.2：上半年国内商品期货涨跌幅



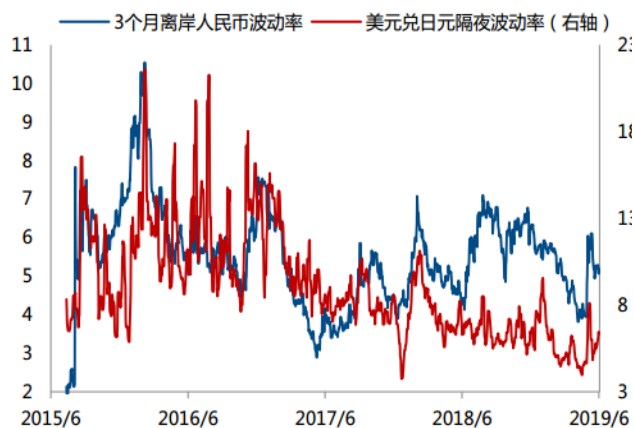
资料来源：WIND 南华研究

图 4.3：南华商品指数今年的涨跌幅



资料来源：WIND 南华研究

图 4.4：人民币的波动率对全球资产产生扰动



资料来源：WIND 南华研究

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线: 400 8888 910

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话: 025-86209875

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区徐汇区虹桥路 777 号 1701、1702、1703、1708、1709 室
电话: 021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话: 021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话: 0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话: 0592-2120291

南通营业部

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 室
电话: 0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房, 2009 房
电话: 020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话: 0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话: 0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 1 幢景峰国际 24 层 03 室
电话: 0351-2118001

浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话: 0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话: 0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区越发大厦 905-906 室
电话: 0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话: 0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话: 0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话: 0574-87274729

济南营业部

济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话: 0531-80998121

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话: 0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302
电话: 0551-62586688

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 室
电话: 0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话: 0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼 1405 室
电话: 0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话: 0451-58896635

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话: 010-63161286

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话: 024-22566699

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798978

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话: 0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话: 0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话: 0451-58896607

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82777909

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82777909

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net