



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

## 一季度贵金属策略报告

### 摘要

- 黄金去年四季度实物供需中，ETF 和交易所库存大量减少，是打击价格的主要因素，零售投资、首饰需求等有所回升。今年一季度黄金大涨，ETF 大量增持。美国经济一季度放缓，近期略有好转，经济复苏比较曲折。美联储推迟加息利多基本已出尽，但鉴于欧日负利率影响等，预计二季度国际黄金价格大概率下跌后宽幅震荡。
- 白银预计二季度同样下跌后宽幅震荡，金银比价套利需注意时间周期、投资工具的选择等，历史上比价并非不会超过 80，建议比价套利需谨慎。

南华期货研究所

薛娜

0571-87839284

xuena@nawaa.com

## 目录

一、	黄金白银一季度大涨 .....	3
1.	金融市场的抛售造成了四季度金价的下跌 .....	3
2.	一季度黄金大幅上涨国内白银涨幅不大 .....	3
二、	二季度重点关注 .....	4
1.	美国经济艰难复苏 金银或跌幅受限.....	4
2.	人民币汇率及欧元区的直接影响或不大 .....	8
3.	黄金 ETF 持仓一季度大量增加.....	9
三、	策略建议 .....	11
1.	黄金或下跌后宽幅震荡.....	11
2.	金银比价套利需谨慎 .....	11
	南华期货分支机构 .....	13
	免责声明.....	15

## 一、黄金白银一季度大涨

### 1. 金融市场的抛售造成了四季度金价的下跌

去年四季度黄金的供需平衡表见表1，四季度黄金供应大幅下降，其中主要是矿产金供应减少，生产商对冲减持也减少了市场的供应，回收金小幅下降。

需求方面，因价格低廉，零售投资需求明显回暖，珠宝首饰需求环比增加但同比减少，工业制造需求小幅下降，净官方投资需求大幅下降。总需求小幅回暖。

这样四季度实物需求出现了42.2吨的供应赤字，ETF和交易所库存均下降实现了供应的增加，季度净平衡过剩41.5吨。

四季度黄金价格环比下跌了1.6%，同比大跌7.9%，由以上分析看起来主要是由金融市场的抛售造成的，引起了矿产金产量的减少和零售投资及首饰需求的增加。白银基本面数据统计较为滞后，2015年的数据尚未公布，故本报告只分析黄金四季度的数据。

表1：黄金季度供需平衡表（单位：吨）

	2014' Q4	2015' Q1	2015' Q2	2015' Q3	2015' Q4
矿产金产量	797.5	732.2	778.4	848.6	767
回收金	283.3	302.3	280	291	287.5
生产商净对冲	45.8	-2	-16.8	14.7	-10
<b>总供给</b>	<b>1126.6</b>	<b>1032.6</b>	<b>1041.6</b>	<b>1154.3</b>	<b>1044.5</b>
珠宝首饰	575.9	557.8	491.5	551.8	564.5
工业制造需求	95.7	95.8	93.9	94.2	92.1
净官方购金	106.7	134.5	65	151.3	131.5
零售投资	284.4	236.7	229.9	286.7	298.6
<b>总实物需求</b>	<b>1062.8</b>	<b>1024.8</b>	<b>880.2</b>	<b>1083.9</b>	<b>1086.7</b>
实物盈余（赤字）	63.9	7.8	161.4	70.5	-42.2
ETF库存构建	-85.4	36.6	-31.7	-60.7	-68.6
交易所库存构建	-39.1	4.5	0.9	-38.7	-15.1
<b>净平衡</b>	<b>188.3</b>	<b>-33.3</b>	<b>192.2</b>	<b>169.8</b>	<b>41.5</b>
黄金价格\$/oz	1201.4	1218.5	1192.3	1124.3	1106.5

资料来源：汤森路透 GFMS 南华研究

### 2. 一季度黄金大幅上涨国内白银涨幅不大

截止到3月24日，上期所黄金一季度上涨12.85%，COMEX黄金上涨14.73%，美元兑人民币汇率上涨0.29%，波动不大对国内黄金白银价格的影响相对较小。两个交易所一季度黄金的成交量均大幅增长。

截止到3月24日，上期所白银一季度仅上涨3.62%，COMEX白银上周9.91%，汇率影响不大，主要因去年末外盘白银价格较低，也就是外盘白银波动较国内的更大。

图 1、一季度国内黄金大涨成交量大增

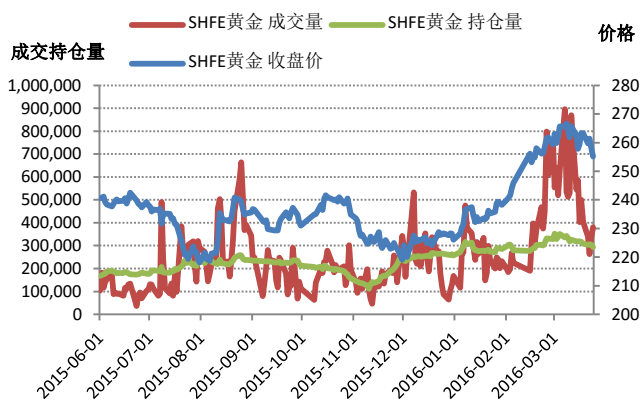
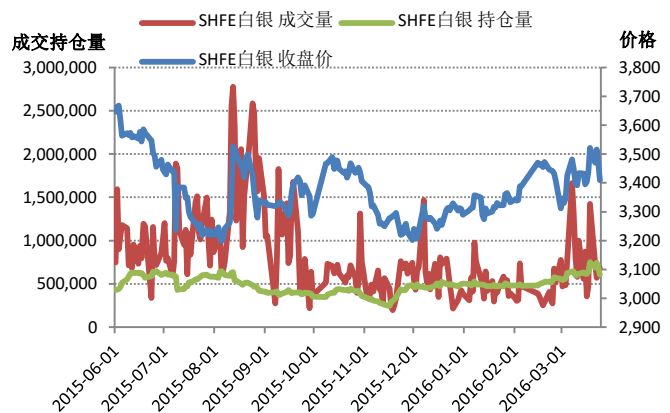


图 2、一季度国内白银涨势相对较弱



资料来源：Wind 资讯 南华研究

资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 二、 二季度重点关注

### 1. 美国经济艰难复苏 金银或跌幅受限

黄金的价格由投资需求主导，投资需求主要来自于对抗货币的通胀、贬值、信用风险等，因此黄金的投资需求与美国（作为主要国际储备货币国）的经济表现和货币政策息息相关；国内金价与国际金价保持一致，因此人民币对美元的汇率是影响国内黄金白银价格的另一个重要因素；欧元区目前债务危机等风险不大，但其负利率政策及其可能的影响还是需要考虑的。

美国经济在一季度出现了较为明显的分化，美联储最为关注的就业和通胀明显好转，而其他经济数据普遍表现一般，美股年初的时候经历过一波大幅下跌，未来还需要观察欧洲和日本的负利率对于美国银行等金融公司、以及全球经济放缓对美国的影响。以上这些也正是美联储目前面临的较为复杂的局面。

#### 一季度金融市场波动剧烈

美国金融市场在今年一季度经历了明显的两个阶段，2月11日是市场的一个明显的分界点，当天黄金白银达到阶段性高点，股票指数跌至阶段性低点。

如表 2 所示，2月11日之前美元指数大跌，股指普遍大幅下跌超 10%，VIX 指数大涨 54%，金融行业指数跌幅更是超综合指数 7 个百分点，CRB 指数亦大跌 12%。市场恐慌情绪非常明显，黄金白银避险属性得到发挥，在此期间大幅上涨，黄金涨幅达 17%，10 年期国债收益率大幅下跌，优质国债亦是避险资产。

表 2：美国 2016 年金融市场表现%（截止到 3 月 24 日）

	2015' Q4	12.31	2.11	2016' Q1
		-2.11	-3.24	
伦敦黄金现货下午定盘价	-4.85	17.08	-1.61	15.19
伦敦白银现货定盘价	-5.67	13.24	-2.36	10.56

美元指数	2.37	-3.11	0.61	-2.52
10年期国债收益率(基点)	23	-61	24	-37
纳斯达克综合指数	8.38	-14.79	11.87	-4.67
道琼斯工业平均指数	7.00	-10.13	11.85	0.52
标普500综合指数	6.45	-10.51	11.31	-0.39
SP500波动率指数(VIX)	-25.67	54.53	-47.62	-19.06
标普500金融行业指数	5.37	-17.67	13.69	-6.39
CRB指数	-9.09	-12.00	11.08	-2.25

资料来源: Bloomberg Wind 资讯 南华研究

2月11日之后,股市大幅上涨,其中金融行业涨幅超综合指数,VIX指数大幅下跌,CRB指数亦大涨11%,10年期国债收益率上升24个基点,美元指数小幅上涨0.61%,黄金白银小幅下跌。市场风险情绪明显上升,与去年四季度情况类似,只是大跌后的股市更为乐观,包括黄金白银在内的商品表现更强势。

2月11日当天美联储主席耶伦(Janet Yellen)在参议院银行业委员会半年度听证会上作证词时表示,未来经济确实有一定概率会出现衰退,任何一年都存在这个可能。她透露,美联储在研究,如果经济形势恶化,负利率是否对经济有帮助。美联储研究“负利率”的信息促使市场的担忧达到最高点。

图3: SP500金融行业指数与金价有着不太严格的负相关关系

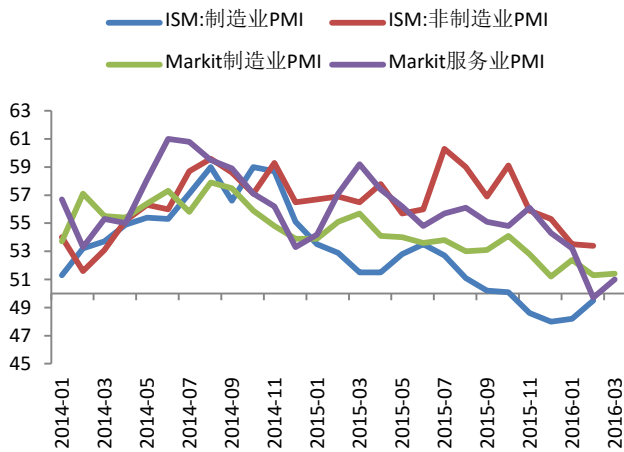


资料来源: Bloomberg 南华研究

### 实体经济一季度放缓近期有好转迹象

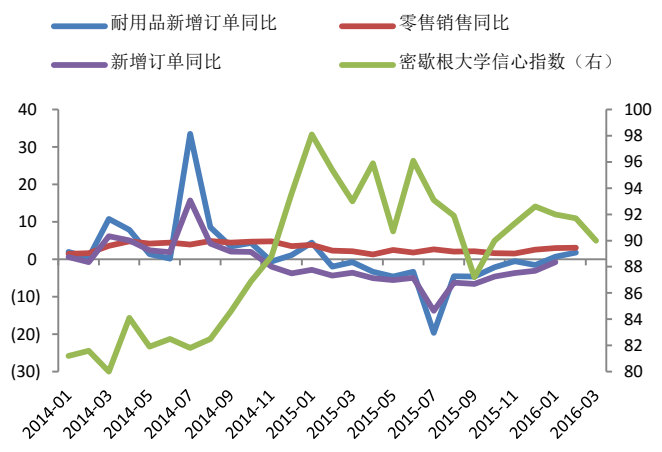
如图4所示,各项PMI数据在去年四季度和今年一季度初有所放缓,这或许是年初股市大跌的原因之一,即担忧经济增长放缓。但近期ISM制造业PMI和Markit服务业PMI有好转的迹象,其他两项指标数据也已经走平。图5中,一季度耐用品新增订单、制造业新增订单以及零售销售同比数据均在好转,密歇根大学消费者信心指数一季度有所下跌,但绝对值仍在较高的位置。

图 4、PMI 一季度不佳但有好转迹象



资料来源: Wind 资讯 南华研究

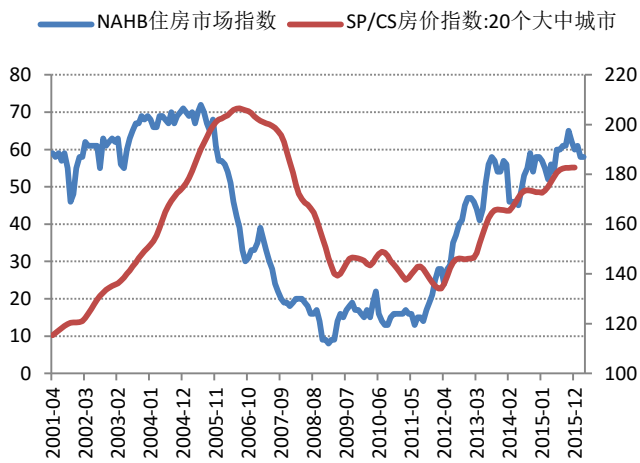
图 5、消费者信心高位回落, 其他指标在好转



资料来源: Wind 资讯 南华研究

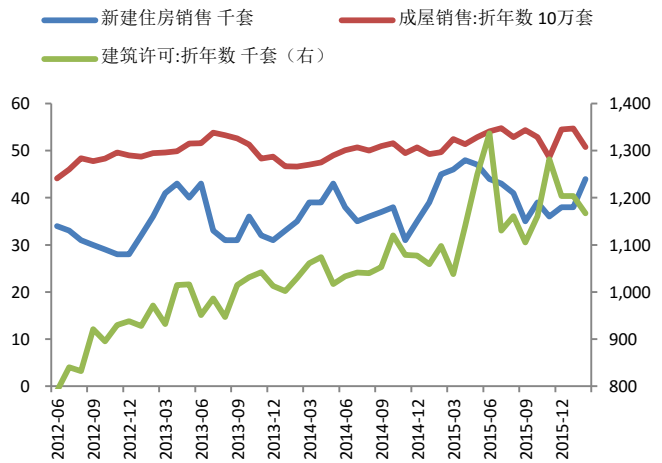
房地产市场方面如下图所示, 市场活跃度指标 NAHB 住宅市场指数以及 20 大城市房价指数一季度表现一般, 但图形上看属于正常状态看不出明显的恶化。建筑许可、成屋销售以及新建住宅销售表现都不错, 表明一季度房地产市场还是在持续复苏的, 当然算不上强劲。目前房价距离金融危机前的高点仍有距离, 各项数据显示市场还不错, 美联储推迟加息也有利于房地产市场, 故预计二季度复苏将持续。

图 6、一季度房地产表现尚可



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 7、建筑许可、成屋销售和新建销售还不错



资料来源: Wind 资讯 南华研究

### 美联储或继续推迟加息

如图 8 和 9 所示, 一季度通胀在好转, 就业数据普遍良好: 失业率在下降, 新增非农就业人数保持在高位, 职位空缺数量继续增加, 另外劳动力参与率也在好转。

3 月 FOMC 会议声明中表示“全球经济和金融状况的发展仍然带来风险”, 并且下调了经济增长预期、通胀预期、失业率预期和年内加息次数。市场认为美联储声明较宽松。

我们认为美联储理事们目前看来与投资者类似，也是非常容易受到市场情绪的影响，而市场情绪变化是非常快的。另一方面，我们认为3月会议声明基本还是符合市场预期的，并没有市场解读的那样宽松。近期随着股市进一步走高，数据在好转，美联储理事们的确多次表态支持4月加息。

图 8、通胀在好转，职位空缺数量高

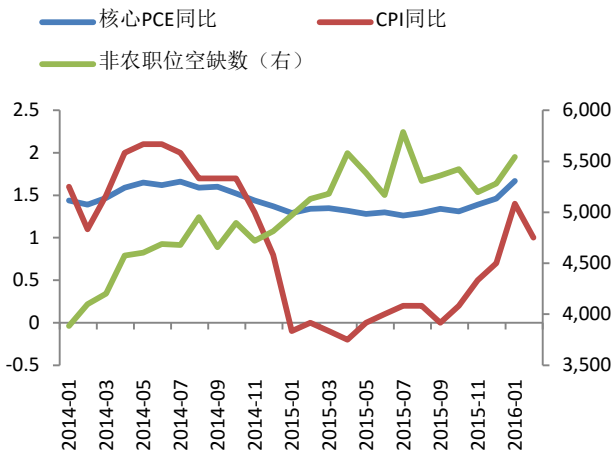
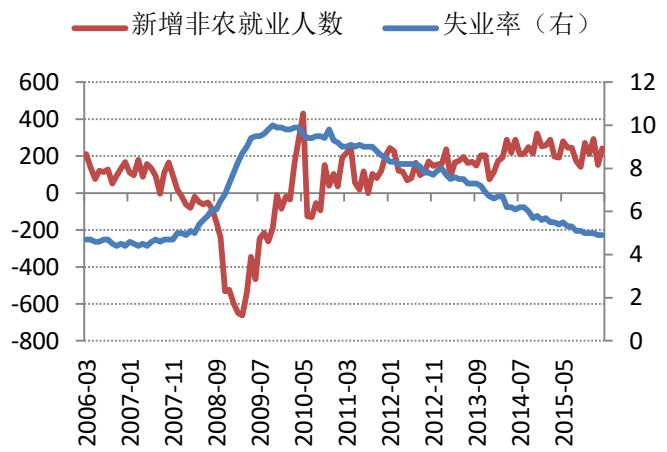


图 9、失业率继续下降，非农就业数据良好



来源：Wind 资讯 南华研究

资料来源：Wind 资讯 南华研究

美联储法定职责为促进就业水平最大化和价格稳定，但是很明显，一季度的情况说明了经济增长的放缓尤其是金融市场的大幅波动将会给美联储加息带来巨大的压力。

表 3：2016 年二季度 FOMC 暂定会议时间表

时间	决议内容
4 月 26-27 日	仅发布声明
6 月 14-15 日	声明、预测、主席新闻发布会

资料来源：南华研究

表 3 是二季度美联储 FOMC 议息会议时间。尽管就业和通胀在好转，但是年初股市下跌过程中，金融行业指数跌幅更大，其中有很大一部分是受到欧元区负利率政策的影响，金融行业利润大幅下降。

欧洲央行在 3 月 10 日进一步降息，日本央行也在今年 1 月份推出了负利率政策。欧洲和日本的负利率主要是为了对抗通缩，其通缩的根本与人口老龄化脱不了干系。美国人口老龄化的问题相对不严重，随着失业率的下降，近期油价的回升，未来美国通胀大概率会好转。

至于银行/金融行业的利润问题，已经引起欧洲央行和美联储的注意，但问题主要在欧元区，美国的金融行业应该会好一点，不过未来这仍可能引发金融稳定性问题，或是未来利多黄金白银的一个重要因素。

我们认为尽管就业和通胀数据在好转，为了应对负利率和全球经济放缓的影响美联储 4 月加息概率不大。未来美联储可能面临相对较高通胀和相对较脆弱的经济和金融市场的局面，预计美联储会选择推迟加息容忍通胀，这也将利多黄金白银。

## 总结

美国的金融市场对于实体经济反应非常敏感而且超前，年初股市的大跌主要是因为对于经济放缓的担忧，部分经济数据在一季度确实不佳，但近期有好转的迹象。金融市场对于美联储的货币政策预期同样反应敏感。

通常经济若持续复苏，则预期失业率降低、收入提升、企业盈利改善，这将增加消费、刚性买房需求，从而提升通胀、房价和股票价格。而投资黄金主要是避险性需求，比如抵抗长期高通胀或者恶性通胀、本币大幅贬值、战争/金融信用体系崩溃等极端情况，因而在预期经济复苏的情况下，黄金的投资需求将会出现下降，价格一般会下跌。

但是随着经济的发展、资本的积累，尤其是 2008 年以后主要国家央行极度宽松的货币政策，现在国际市场上的资本量极其巨大，一方面金融资产容易脱离基本面形成价格泡沫，这样也易造成资产价格的不稳定，另一方面市场波动容易对政策产生压力，同时资产价格也非常容易受到政策的影响。基本上今年一季度反映的就是这种商品股市普涨普跌的情况。

我们认为经济放缓的担忧、3 月 FOMC 宣布的超预期宽松的货币政策的影响已经在前期反映出来了，黄金的上涨在我们去年底的年报中已经有提示，但涨幅超出了我们的预期。目前我们认为利多基本已经出尽，未来随着经济的持续复苏，黄金大概率将继续下跌。但是若 4 月份美联储继续推迟加息，则短期仍是利多黄金白银，中长期仍是有利于经济复苏，对于黄金的投资需求造成打压，从而不利于黄金的价格。

但是另一方面，其他国家经济放缓可能增加当地黄金投资需求，另外目前黄金 ETF 等投资水平处于相对低位，矿产金产量也有所减少，未来市场上抛售的压力相对较小，而买方需求极有可能短期内爆发，所以这可能限制黄金下跌空间。美联储加息欧央行降息也未能使得美元继续走强欧元继续走弱，这既显示了货币政策作用有限，也显示了市场对于美国经济复苏的认可并不太强。未来若这种情况持续的话，在流动性过剩的背景下，黄金可能是一个具有吸引力的金融资产。预计二季度黄金大概率下跌后宽幅震荡。

## 2. 人民币汇率及欧元区的直接影响或不大

人民币对美元的汇率主要受到经常账户顺差、资本账户顺逆差和央行货币政策及汇率调控的影响。一季度央行出手干预人民币的贬值预期，目前人民币对美元汇率维持震荡，预计二季度人民币兑美元继续保持平稳震荡，可能有小幅贬值，对于国内黄金白银价格的影响或不大。

前面我们分析了欧元区的负利率政策对于美国的影响，如表 4 所示，一季度欧元区股市表现远不如美国市场，股票指数普遍大幅下跌，优质国债收益率下降价格上涨，而希腊国债收益率上升 48 个基点。总体来看，市场的避险情绪还是比较浓厚的，从希腊国债收益率的涨幅看，市场的担忧情绪并不特别强烈。其中 2 月 11 日也是大多数资产价格的一个阶段性拐点，显示资产价格波动的全球联动性。

表 4：欧元区 2016 年一季度金融市场表现%（截止到 3 月 24 日）

	2015' Q4	2016' Q1
<b>欧洲股市</b>		
欧盟斯托克 50 价格指数	5.38	-9.16
德国 DAX30 指数	11.21	-8.30



法国 CAC40 指数	4.08	-7.43
意大利富时 MIB 指数	0.58	-15.19
西班牙 IBEX35 指数	-0.16	-8.84
<b>10 年期国债到期收益率（基点）</b>		
德国	4	-45
法国	0	-45
意大利	-13	-29
西班牙	-12	-25
希腊	0	48
<b>欧元美元汇率</b>	<b>-2.82</b>	<b>2.09</b>

资料来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

欧洲央行 3 月全面宽松火力全开，但欧元对美元一季度升值 2%，汇率是相对指标，尽管美国经济复苏较欧元区好，货币政策也是明显分化，但市场或许认为美元已经在高位了，经济复苏暂时不足以支撑美元汇率继续走强。

二季度预计欧元区不会爆发债务危机，英国退欧与否预计对美国市场影响也有限，对黄金白银的直接影响预计也不大，二季度需继续关注美国市场。

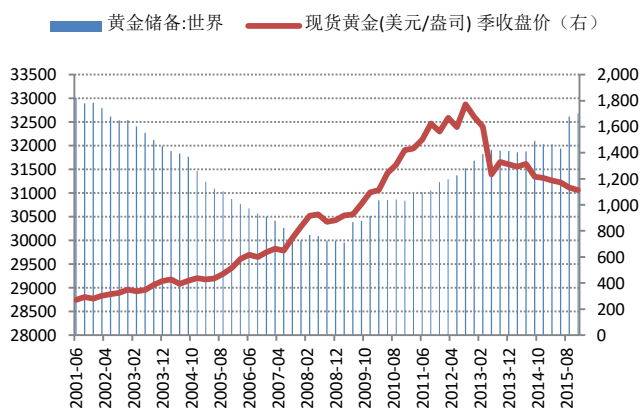
### 3. 黄金 ETF 持仓一季度大量增加

黄金投资的形式除了普通的首饰外，包括央行购金、远期销售、金条投资、隐含净投资等，其央行购金、黄金 ETF 持仓以及交易所库存的数据较为及时准确，尤其是中国人民银行从去年 6 月份开始对于黄金储备量进行了及时公布。

#### 央行购金可能减少

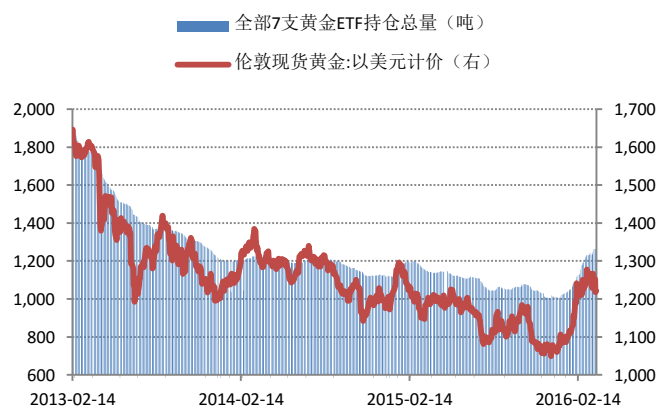
全球主要央行的货币政策对金融市场有着极为重要的影响，同时央行也是目前黄金实物市场的重要参与方。

图 10、中国和俄罗斯去年三四季度增持黄金储备



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 11、一季度黄金 ETF 大量增持



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 10 中，世界黄金储备在去年三四季度是持续增长的，其中主要来自于中国和俄罗斯的持续增持，但是最新公布的数据显示，今年 1 月俄罗斯和中国未增持黄金储备。我们认为中国央行增加黄金储备一方面是为了储备多样化，另外可能也是为了支持国内的黄金产业，当价格上涨时，购入黄金储备的必要性下降。目前来看，央行黄金储备的增加对于市场价格的影响并不大，由于一季度黄金价格涨幅较大，预计二季度央行购金总量可能会出现减少。

### 黄金 ETF 一季度大量增持

ETF 是投资实物黄金的一个便捷工具，ETF 的持仓变动既对现货市场供需产生影响，同时 ETF 的持仓变动也反映了部分尤其是机构投资者对于投资黄金的态度，是市场上可见又准确及时的一个指标。

一季度黄金 ETF 出现大量增持，与价格的上涨互为因果。从历史数据看，ETF 持仓跟随价格会有波动，未来黄金是否见底逆转，仍需要持续跟踪 ETF 持仓的变动。

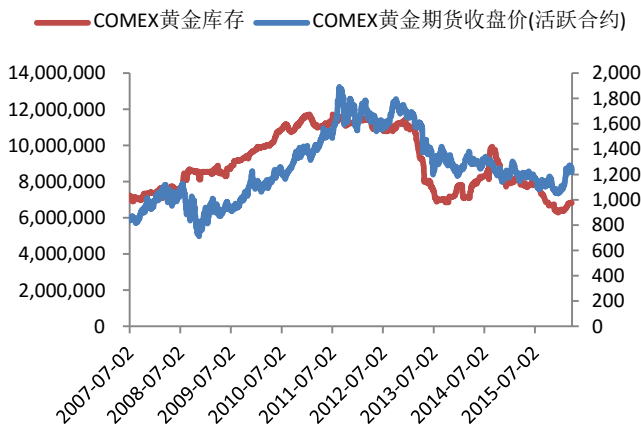
### 交易所库存

上海期货交易所的黄金期货库存量远远低于 COMEX 黄金期货库存量，目前后者大约是前者的 263 倍，并且上期所黄金期货库存量短期变动特别大，对于价格的参考意义不大。我们主要观察 COMEX 黄金期货库存量的变化。

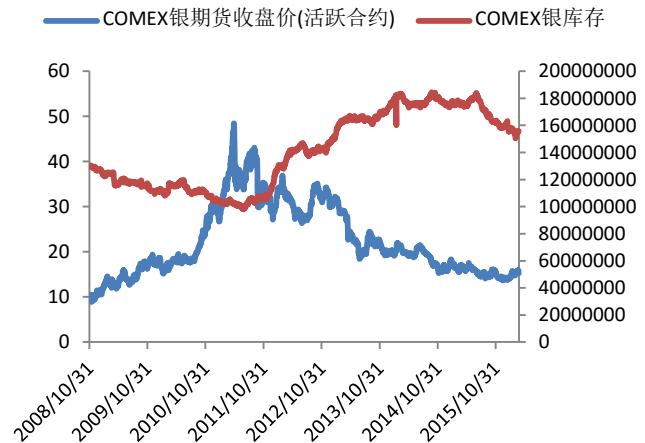
如图 12 所示，COMEX 黄金期货库存与价格有一定的正相关性，但对价格的前瞻性并不强，所以该数据只能作为参考。另一方面，目前的库存水平低于 2007 年的水平，未来库存抛售的压力较小，或许是限制黄金价格下跌的一个因素，但这个因素并不强，之前也出现过库存上升或不变而价格下跌的情况，比如 2008 年。

图 12、COMEX 黄金库存与金价有一定的正相关性

图 13、COMEX 白银库存与银价有一定的负相关性



资料来源：Wind 资讯 南华研究



资料来源：Wind 资讯 南华研究

COMEX 白银库存与白银价格有着不太精确的负相关关系，白银 ETF 持仓与价格的相关性也不显著，因此这两者均不适合作为白银价格的判断依据。

### 三、策略建议

#### 1. 黄金或下跌后宽幅震荡

黄金去年四季度实物供需中,ETF和交易所库存大量减少,是打击价格的主要因素。价格的下跌促使矿产金产量减少,另外金币金条等零售投资需求有所回升,生产商对冲减持增加了需求,首饰需求也有所上涨。

今年一季度ETF大量增持,与价格的大幅上涨互为因果,目前ETF持仓水平有所回升,未来需持续观察ETF持仓的变动。交易所库存目前处于低位,一季度仅小幅增长,未来抛售压力不大,但与价格相关性并不是特别强,不能直接构成限制价格下跌的因素。

地缘政治方面,朝鲜核问题市场关注比较少,近期市场已经基本不感冒。黄金白银对于欧洲恐怖袭击事件的反应也仅仅只是几个小时,预计二季度地缘政治影响或不大。

美国一季度经济有所放缓,近期略有好转。房地产市场数据还不错,普遍看不出明显的恶化,目前房价距离危机前高点仍有距离,未来或仍有上升空间,只是看起来复苏道路比较曲折。

3月FOMC会议下调经济预期,推迟加息,强调了全球经济和金融状况的风险。我们认为利多基本已经出尽,未来一段时间大概率下跌。但鉴于欧洲日本负利率政策的影响,其他国家经济放缓可能增加当地黄金投资需求,另外目前黄金ETF等持仓水平处于相对低位,矿产金产量也有所减少,未来市场上抛售的压力相对较小,而买方需求极有可能短期内爆发,所以这可能限制黄金下跌空间。美联储加息欧央行降息也未能使得美元继续走强欧元继续走弱,这既显示了货币政策作用有限,也显示了市场对于美国经济复苏的认可并不太强。未来若这种情况持续的话,在流动性过剩的背景下,黄金可能是一个具有吸引力的金融资产。预计二季度国际黄金价格大概率下跌后宽幅震荡,是否在筑底还有待进一步观察。

目前上海期货交易所虽然没有推出黄金期权交易,但南华期货股份有限公司推出了场外黄金期权,投资者也可以选择使用黄金期权来进行交易。目前南华期货对一个月到期的黄金期权进行每日报价,投资者可以选择买入或者卖出,也可以进行不同执行价格期权的组合交易,这些都可以放大交易杠杆,提高资金利用率。

我们预计黄金未来大概率下跌后震荡,对于保守的投资者,我们建议可以买入短期的看跌期权以期获得较大收益,该策略风险有限,收益可能极大,投资者需综合考虑期权价格和执行价格两个方面的因素进行投资。

对于资金量较小并且较保守的投资者,可以选择熊市价差期权,即买入某一执行价格的看跌期权并卖出较低执行价格相同到期日的看跌期权。因为一个月时间较短,价格跌幅可能不会太大,另该策略投资成本较低,收益有限风险有限。

#### 2. 金银比价套利需谨慎

最近一段时间金银比价超80引起了大家的广泛关注。理论上,黄金白银比价并没有必然回归的基础,统计上金银比价历史上超80以后回归是大概率的事件,但从下图我们也可以看到在1991年初的时候,金银比价曾经达到过100以上。

究其原因，我们认为现在投资需求在黄金白银的需求中占比比较大，投资需求对价格更是具有决定性的影响，尤其是2008年金融危机之后。黄金的投资需求通常我们是比较清楚的，而白银作为贵金属中投资属性最接近黄金的金属，其更多的是作为黄金投资的廉价替代品而存在，这大约也是比价一般会回归的内在逻辑。而在投资需求较低实物需求占主导时，比价则未必遵循这一原则，比如1991年的时候。

比较黄金白银两种贵金属，白银价格低廉、市场容量较黄金更小，决定了白银价格走势的特性。金融危机后，黄金在经历了短暂的下跌后开始了上涨的趋势行情，白银的涨势更凶猛，金银比价下跌，后期涨幅更远超黄金，白银在2010和2011年的走势非常符合这个特征。而在下跌趋势中，白银更会遭到抛售，跌幅较黄金更大，这也是2013年至今金银比价持续走高的原因。

进入2016年，黄金上涨的走势较为迅猛，而白银则相对涨势较小，这最终促使最近金银比价超出80。我们认为这与两方面原因有关：一方面是因为黄金此番上涨暂时看起来并不是趋势性的上涨，另一方面，大跌之后白银的实物供应过剩愈发明显，投资需求需要十分强烈才能拉动价格涨幅更大。

通过以上的分析我们可以发现，首先金银比价变动的周期较长，做金银比价套利的投资者需要有足够的耐心，而且需要选择适合套利的投资产品以及面对可能的判断失误需要有一定的止损机制。若选择做中短期的套利交易，则需要对基本面或者说价格趋势进行更多的研究，并且需要选择入场时机。

图 14：COMEX 黄金价格与 COMEX 金银比价长期走势图



资料来源：Bloomberg 南华研究

前面我们分析了黄金二季度大概率下跌后震荡，当黄金的投资需求下降时，白银的投资需求通常将下降更多，这是主要的利多比价的因素。目前白银价格处于相对低位下跌空间有一定的限制，这是利空比价的一个因素，但这个因素相对较弱。目前金银的比价在79左右，因黄金本身投资需求一般，金银比价持续大幅下跌的概率并不是很大，二季度或大概率维持高位宽幅震荡，建议投资者做金银套利时需要谨慎。预计二季度白银同样下跌后宽幅震荡。

我们同样推出了白银期权场外交易，白银短期也适用于买入看跌期权以及熊市价差期权策略。

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区金城路429号天汇园一幢B座3层  
电话: 0571-83869588

### 台州营业部

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

### 温州营业部

温州市府路新益大厦1幢1401室  
电话: 0577-89971820

### 宁波营业部

宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话: 0574-87273868

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼709室  
电话: 0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路751号粮食大厦五楼  
电话: 0573-82158136

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室  
电话: 0575-85095800

### 成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段35号17层1706号房  
电话: 028-86532693

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号  
金地商务大厦11楼001号  
电话: 0931-8805310

### 大连营业部

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: 0411-84378378

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、  
B803、B805、B608、B609室  
电话: 010-63556906

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室  
电话: 0351-2118016

### 余姚营业部

余姚市舜达西路285号中塑商务中心3号楼1601  
电话: 0574-62509001

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号201、801、804、811室  
电话: 0451-82345618

### 郑州营业部

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

### 青岛营业部

青岛市闽江路2号国华大厦B座2501室  
电话: 0532-85803555

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室  
电话: 024-22566878

### 天津营业部

天津市河西区友谊路41号大安大厦A座8层  
电话: 022-88371080

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层  
电话: 021-50431979

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼  
电话: 021-52585211

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703室  
电话: 0755-82577529

### 广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座717房、718房  
电话: 020-38806542

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室  
电话: 0553-3880212

### 重庆营业部

重庆市南岸区亚太路1号1幢1层1-2  
电话: 023-62611588

### 永康营业部

永康市丽州中路63号11楼  
电话: 0579-89292777

### 南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层  
电话: 0513-89011168

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层  
电话：0663-2663882

**海宁营业部**

海宁市钱江西路238号广隆财富中心301  
电话：0573-80703000

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层3232、3233、3234、3235室  
电话：0580-8125381

**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（魏瑶电话）

**浙江南华资本管理有限公司**

杭州市西湖大道193号定安名都B座313室  
电话：0571-87830355

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道96号之二钻石海岸B幢2104-2107室  
电话：0592-2120370

**齐齐哈尔营业部**

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场15层1号、2号  
电话：0452-5883883

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路208号2楼  
电话：0574-85201116

**横华国际金融股份有限公司**

中国香港上环德辅道中232号嘉华银行中心九楼、十六楼  
电话：00852-28052658

## 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，但我们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：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)