

## 牛尾行情

### 摘要

- **基本面：**固定资产投资同比增速低位反弹。基建投资在宽财政政策的推动下有所好转，但制造业投资增速明显回落，房地产投资数据涨势恐难持久，投资难有亮眼表现。消费方面，居民可支配收入增速整体下滑，消费难有明显好转。外贸方面，进出口数据大幅下滑。总体来看，投资增长拉动有限，消费增速继续放缓，净出口贡献有限，经济难言明显好转。一季度春节因素未使得 CPI 明显走升，CPI 表现不及预期。后续猪价将成为拉动 CPI 的主要因素，持续关注猪周期影响。大宗商品价格开始回升，工业品价格企稳，PPI 数据可能低位反弹。一季度总体来看，社融已有企稳迹象。宽财政政策逐渐发力，融资难度稍有降低，贷款期限结构也有所改善，但信贷短期暂无明显好转，表外萎缩趋势不改，预计广义信贷的明显扩张还需等待一段时间。
- **政策面：**由于中国经济下行压力仍存，稳增长仍是第一要务，通胀和外部环境也并未制约货币政策宽松空间，货币政策不会发生转向，预计之后央行会继续通过降准或变向降息等方式提供长期流动性，货币政策维持稳健偏松基调。根据高层表态，今年积极财政的工作重点在于推出更大规模的减税、更加明显的降费。如果没有货币政策、体制性改革的进一步配合，财政可能难以有切实宽松。长期来看，避免经济大幅下滑和维护金融市场稳定是当前的主要目标，但在这个过程中，防风险是必备要义，接下来，政府将通过货币政策、财政政策和监管政策在稳增长和防风险中寻求平衡。
- **行情研判：**当前制约债市上涨的主要因素是股市上涨、信贷企稳和地方债加速发行。目前经济下行压力仍存，债市上涨基础未破灭。在经济承压的背景下，预计货币政策维持稳健偏松态势。一旦股市大跌或者经济下行得到验证，降准概率较大，债市将迎来一波行情。二季度债市考虑偏强震荡走势，但收益率下行空间有限。预计 10 年期国债收益率在 2.8%-3.2% 之间波动，10 年期国开收益率在 3.4%-3.8% 之间波动。信用债方面，当前信用利差整体较低，信用债收益率也已处于历史低位，机构投资者需要降低收益预期。策略方面，期债建议波段操作为主，现券可适当下沉资质并降低久期，但低资质信用债需谨慎挑选。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

翟帅男 分析师

投资咨询从业资格：Z0013395

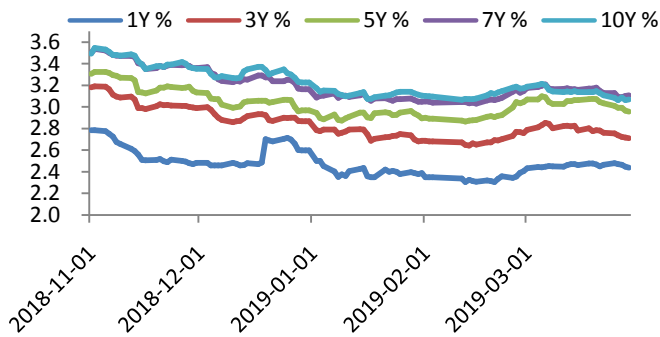
zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

## 一、行情回顾

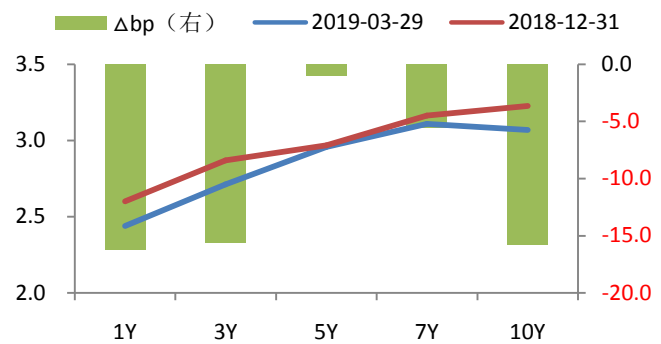
2019 年，宽财政政策逐渐发力，宽货币开始向宽信用传导，经济悲观预期减弱，股市开始火爆行情，股债跷跷板效应显现，债市偏弱震荡。一季度，1 年期国债收益率下行约 16.63BP，1 年期国开收益率下行约 19.93BP，下行幅度均高于长端利率债，收益率曲线小幅走陡。目前从盘面上看，10 年国债收益率基本在 3.1%-3.2% 的区间震荡，而 10 年国开债收益率则在 3.6%-3.7% 的区间震荡。年后受偏紧的资金面和火热的股市影响，债市表现不佳；进入 3 月，经济乐观预期修正及美联储鸽派声明使得债市震荡上行。

图 1.1 国债关键期限收益率



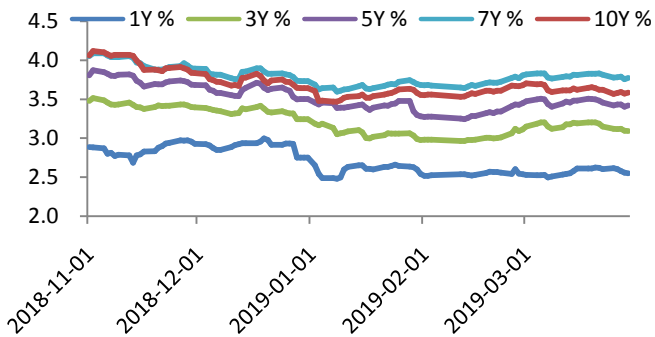
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债期限结构



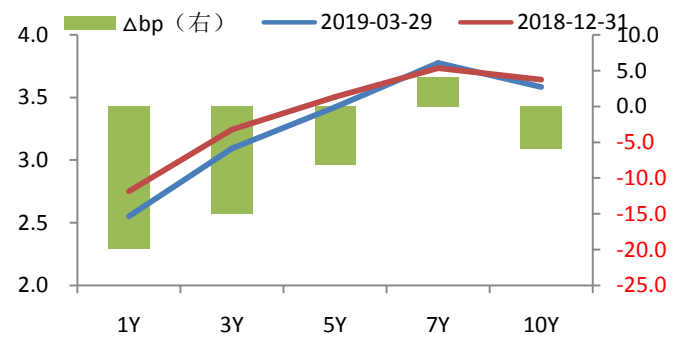
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3 国开债关键期限收益率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.4 国开债期限结构

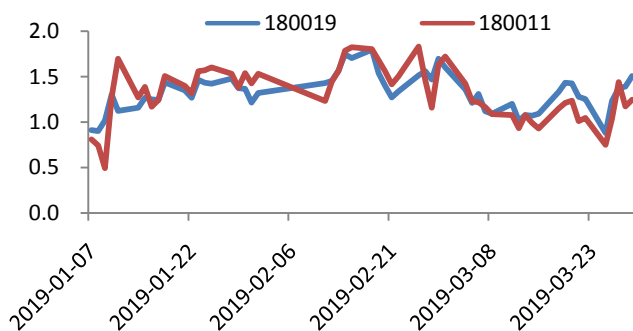


资料来源：Wind 资讯 南华研究

国债期货一季度波动较大。1 月份窄幅震荡；春节后，国债期货有一波大的调整，跌幅接近 1.5 元，主要原因有：社融大涨、地方债集中发行、资金偏紧和股市大涨；3 月，全球经济下行得到验证，各国货币政策均有一定转松，国债期货多头择机上攻，收

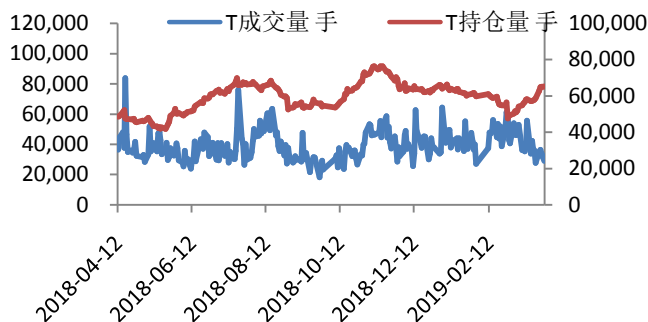
复 2 月份跌幅。成交方面，今年一季度国债期货持仓量较去年四季度明显走低，成交量变化不大，近期的上涨缺乏量能支撑。

图 1.5 T1906 合约基差走势



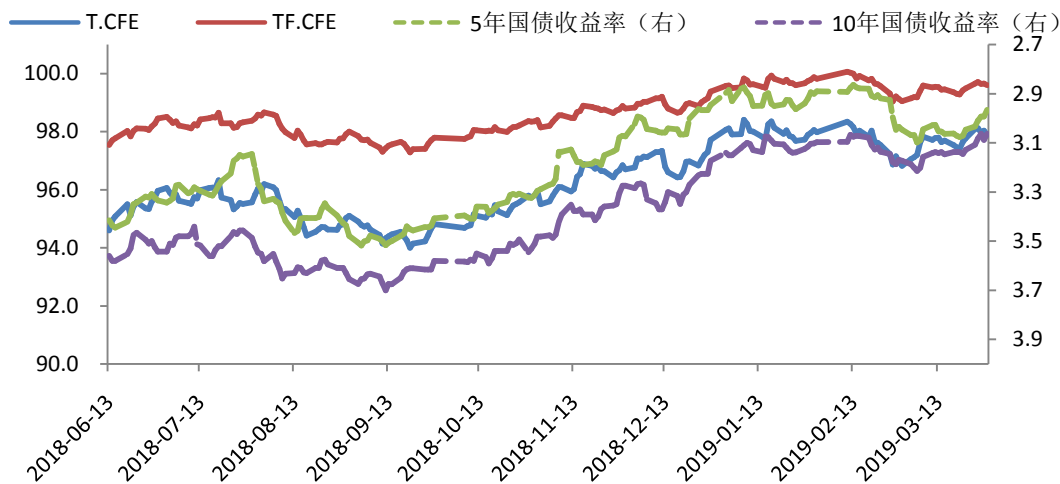
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.6 10 年国债期货成交与持仓



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.7 国债期货主力合约和现货走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

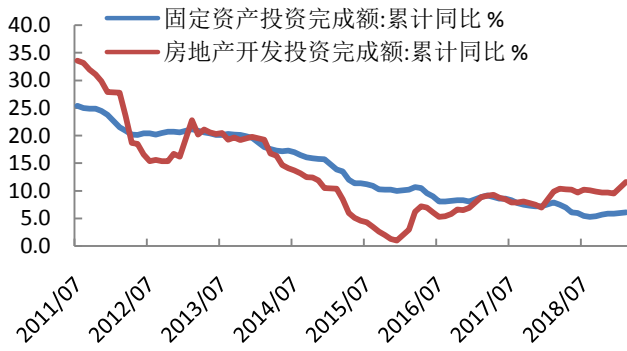
## 二、宏观经济回顾与展望

### 2.1 经济难言好转

投资数据底部反弹，消费增速保持历史低位，进出口数据大跌，经济难掩疲态。投

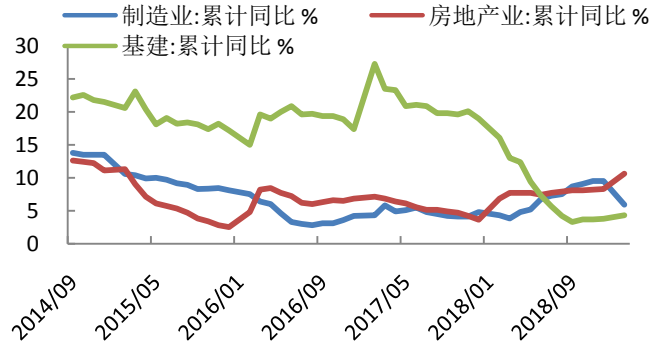
资方面，固定资产投资同比增速低位反弹，但较去年同期仍明显下跌。2月房地产投资大涨拉动投资数据走升，基建数据也在宽财政政策的推动下有所好转，但制造业投资增速明显回落，投资数据依然处于低位。楼市，房地产开发占比升至08年以来新高，房地产投资也出现明显好转，房屋施工累计同比处于高位，但商品房销售增速开始转负，新开工增速也出现回落，仅依靠房地产拉动投资增长难以持久。同时，由于经济放缓和减税降费，财政收入增速不去去年同期，同时，基建补短板等政策也使得财政支出明显增加，目前宏观赤字率整体偏高。消费方面，加杠杆买房对居民消费的挤出效应明显，加上受经济下滑影响，居民可支配收入增速整体下滑，消费难有明显好转。外贸方面，进出口数据大幅下滑，净出口对经济增长贡献有限。总体来看，投资增长拉动有限，消费增速继续放缓，净出口贡献有限，经济难言明显好转。

图 2.1.1 固定资产投资增速



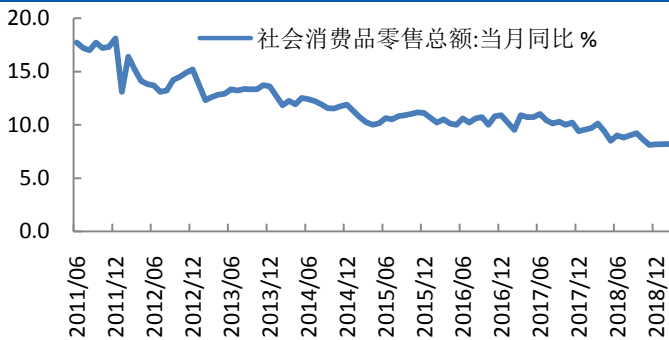
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 行业固定资产投资增速



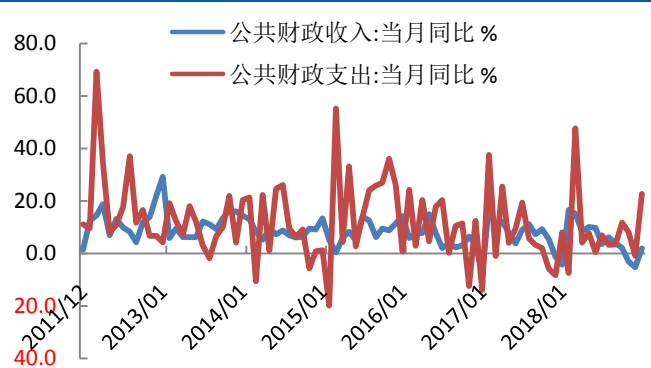
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 消费增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 财政收支增速

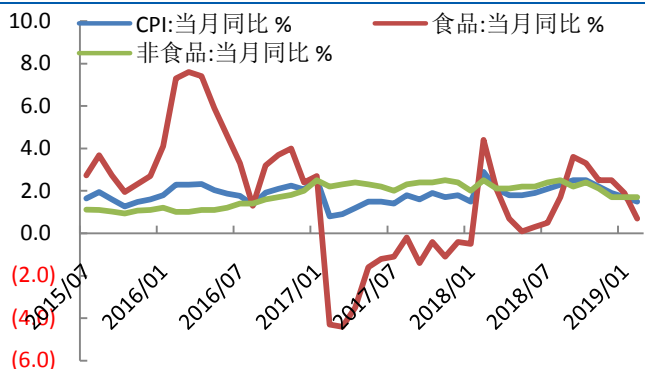


资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 2.2 通胀温和可控

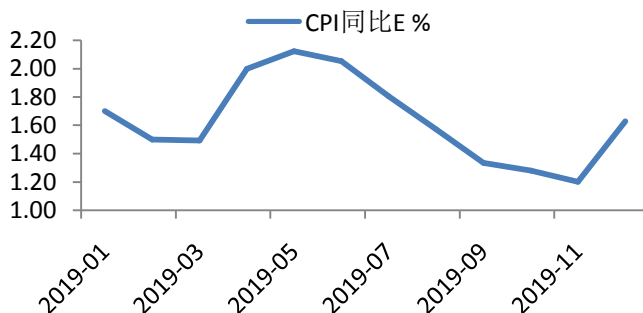
一季度春节因素未使得 CPI 明显走升，CPI 表现不及预期和去年同期。鲜蔬价格上涨，但猪肉价格保持低位。随着天气转暖，蔬果价格将出现回落，能源价格受多方面因素影响上涨幅度不大，服务价格亦难上涨，后续猪价将成为拉动 CPI 的主要因素。总体来看，通胀整体温和可控，后续关注猪周期影响。以环比变动的历史趋势模拟来看，年内 CPI 高点出现在二季度，全年均在 2.5% 以下，整体表现温和。

图 2.2.1 CPI 同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

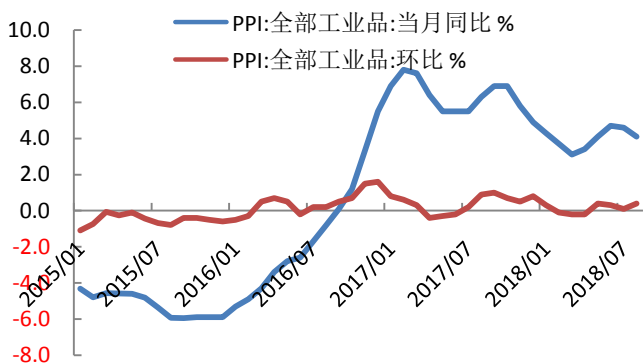
图 2.2.2 预测 CPI 走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

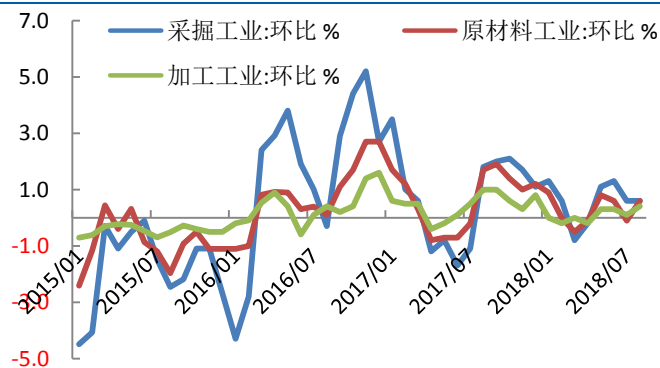
PPI 同比保持低位，环比跌幅收窄。大宗商品价格开始回升，工业品价格企稳，PPI 数据可能低位反弹。考虑到低基数效应推动，预计 PPI 同比小幅走升。

图 2.2.3 PPI 同比与环比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2.4 PPI 环比增速（分行业类型）



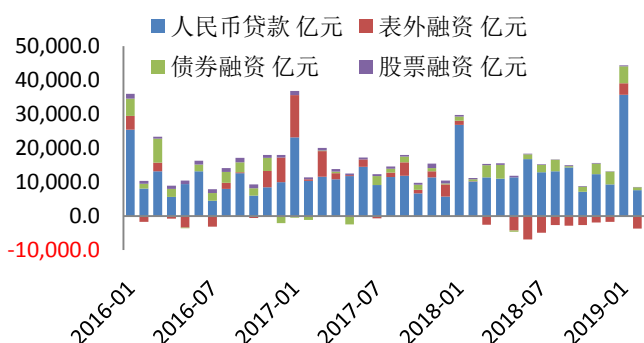
资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 2.3 广义信贷企稳

受金融去杠杆影响，2018 年信贷持续走低，2019 年一季度信贷初现企稳迹象。1 月，受季节因素叠加地方专项债的放量发行的影响，社融超预期大涨，随后监管部门严

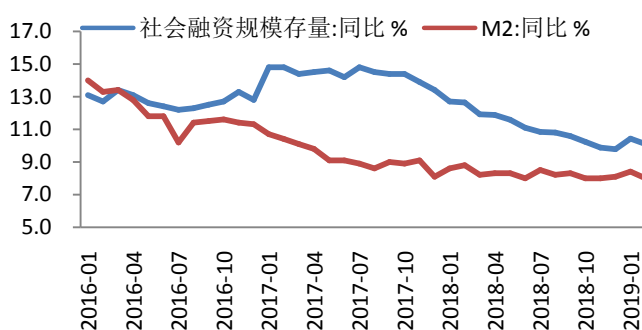
查票据空转和套利，导致票据融资明显减少。但一季度总体来看，社融已有企稳迹象。信贷方面，新增居民短期贷款明显下降，中长期贷款占比走高，受地产因城施策调整，各地限购政策有所放松，居民贷款期限结构有所改善；一季度企业中长期贷款也明显扩张，企业融资难度有所下降。直接融资方面，随着财政政策的继续放松，后续地方专项债供给继续放量，企业债券融资也继续回暖，债券融资对社融的贡献将不断增加。社融余额增速在一季度重回 10% 以上，M2 增速低位震荡，M1 增速企稳回升。整体来看，宽财政政策逐渐发力，融资难度稍有降低，贷款期限结构也有所改善，但信贷短期暂无明显好转，表外萎缩趋势不改，预计广义信贷的明显扩张还需等待一段时间。

图 2.3.1 信贷、表外融资与直接融资



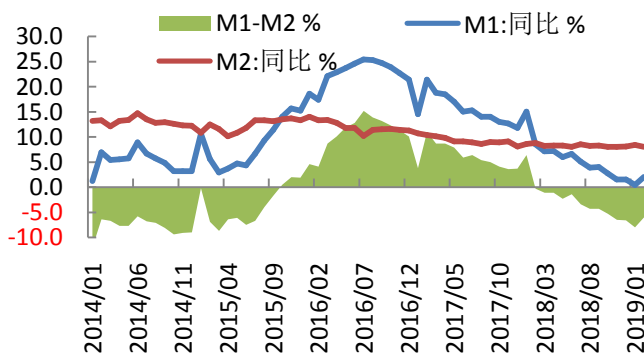
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.2 M2 与社会融资余额同比增速



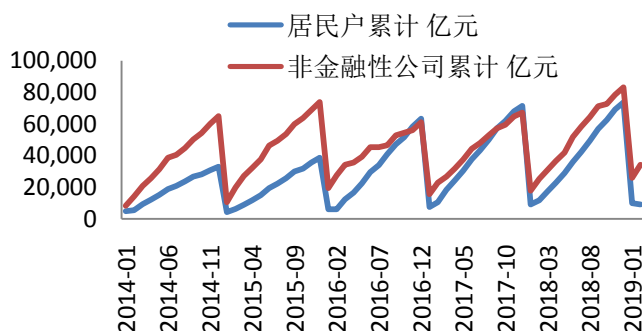
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.3 M1、M2 增速变动



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.4 居民与企业累计新增贷款



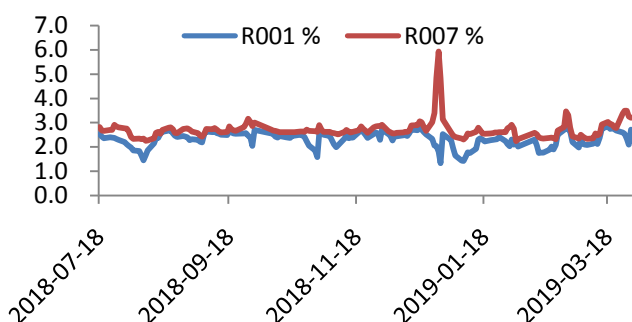
资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 三、货币政策与宏观审慎政策

### 3.1 货币政策

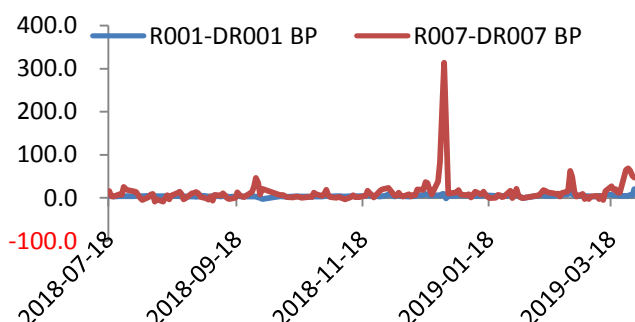
今年的《政府工作报告》中提到要实施稳健的货币政策，要松紧适度，这个表述与去年相比少了“保持中性”四个字。货币政策的首要目标仍是稳增长。目前进一步加强对小微企业和民营企业的支持仍是工作重点，为了进一步降低实际融资成本，降准是较为必要的。如果后期经济数据持续低迷，调低 MLF 利率及相关工具利率水平的可能性较大，不排除降息可能。

图 3.1.1 银行间融资成本



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 银行与非银机构融资成本差异



资料来源：Wind 资讯 南华研究

春节后，央行持续回收资金。据测算，1月2日的普惠金融定向降准考核口径变化可释放增量资金估计约2000-5000亿元。1月15日和1月25日全面降准的1个百分点，可释放资金约15000亿元。1月23日开展的TMLF释放资金2575亿元。1月央行发布降准公告时就曾表明，降准释放资金可对冲一季度到期的MLF，一季度MLF不再进行续作，共计回笼资金12050亿元。今年以来，通过公开市场逆回购回笼资金合计8400亿元。一季度银行间流动性水平总量有所下降，利率中枢稍有下降，但资金利率波动性相对去年下半年明显增加，反映了货币政策对资金面波动容忍度的提升。后续公开市场操作或保持低量操作，缴费缴税高峰期，资金面的波动仍然存在。经济仍有下行压力，2019年货币政策总体取向不会明显收紧，更多是流动性投放和工具上的调整。

表 3.1 2019 一季度货币政策操作

日期	政策操作
2019.1.2	将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”。这有利于扩大普惠金融定向降准优惠政策的覆盖面，引导金融机构更好地满足小微企业的贷款需求，使更多小微企业受益。
2019.1.15	为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点

- 2019. 1. 23 央行进行 TMLF 操作, 1Y 利率 3. 15%
- 2019. 1. 24 央行招标发行国库现金定存, 1M 利率 3. 30%
- 2019. 1. 25 下调金融机构存款准备金率 0. 5 个百分点
- 2019. 2. 20 央行发行票据, 1Y 利率 2. 45%

资料来源: 根据新闻整理

回顾一季度央行的政策操作, 年初为稳定春节前流动性, 共进行一次全面降准、一次普惠金融定向降准考核口径放宽、一次定向中期借贷便利, 春节后则通过 MLF 和公开市场操作回收流动性。目前春节前释放的资金已基本全数回收。价格方面, 央行在年初的 TMLF 操作相比 MLF 下调利率 15bp, 其后的国库现金定存和央票招标利率均跟随市场利率有一定走低, 但公开市场逆回购利率没有变化。一季度货币政策整体偏稳健, 大水漫灌不会再出现。李克强总理在两会答记者问表示, 中国适度调低增速预期目标, 但不会让经济运行滑出合理区间。我们还可以运用像存款准备金率、利率等数量型或价格型工具, 这不是放松银根, 而是让实体经济更有效地得到支持。多措并举, 让小微企业融资成本再降一个百分点。

从全球范围来看, 发达国家在美联储的带动下货币政策收紧趋势放缓, 转松预期增强。在 1 月的议息会议上, 美联储释放出偏鸽的信号, 加息步伐放缓的预期已在市场占据上风。加上 2 月非农表现不佳, 美联储货币政策紧缩的态度逐渐软化, 3 月议息决议明显偏鸽, 强势美元有所放缓, 对人民币汇率压力减轻, 短期人民币贬值压力可控。利差方面, 近期 10 年期中美利差回升至 66BP, 虽仍在舒适区间 80BP 以下, 但较前期低点已明显走扩; 3 月期利差保持倒挂, 1 年期利差转正。外部环境整体是偏有利的, 但不是影响近期货币政策取向的主要矛盾, 焦点仍在基本面。2019 年 4 月, 人民币计价的国债和政策性银行债即将纳入彭博巴克莱全球综合指数, 一方面, 将为中国债市带来外部增量资金, 利多债市; 另一方面, 中国利率债将与国际债市关系更为紧密。

总的来看, 由于中国经济下行压力仍存, 稳增长仍是第一要务, 通胀和外部环境也未制约货币政策宽松空间, 货币政策不会发生转向, 预计之后央行会继续通过降准或变向降息等方式提供长期流动性, 货币政策维持稳健偏松基调。

图 3. 1. 3 中美利差

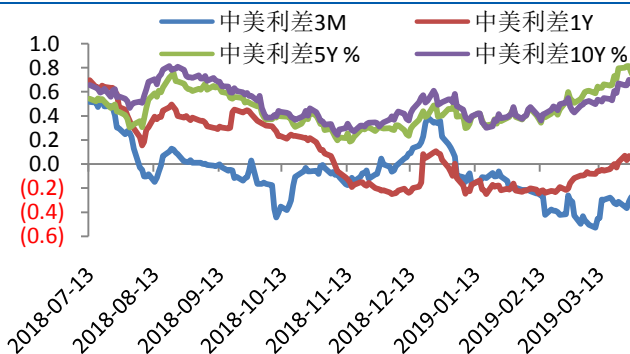
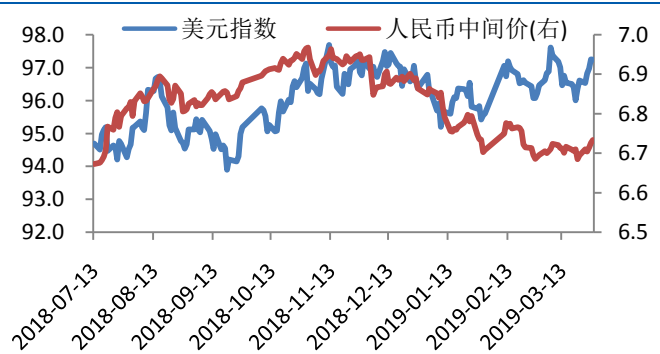


图 3. 1. 4 美元指数与人民币汇率





资料来源：Wind 资讯 南华研究

资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 3.2 宏观审慎政策

2019 年 1 月 25 日，中国人民银行创设央行票据互换工具（CBS），支持银行发行永续债补充资本。同日，中国银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，允许保险资金投资银行资本补充债券（含永续债）。2 月 14 日，中共中央、国务院下发文件支持民企融资发展。2 月 25 日，银保监会相应上层号召，发布通知提高民企融资效率、纾解民企融资可能。3 月 5 日，政府工作报告也强调要缓解民企融资难融资贵的问题。2 月 25 日，银保监会表示对票据融资的流向、用途进一步进行摸排、调查，如果发现资金完全是出于逃避监管，完全套利，而没有投入到实体经济，银保监会一定会进行非常严格的问责和处罚。从一季度出台的相关政策文件可以看出，宏观工作重点仍放在支持民企融资、维护经济增长上，各部门齐心协力将宽货币向宽信用层面引导，监管力度暂时趋缓。

根据高层表态，2019 年积极财政的工作重点在于推出更大规模的减税、更加明显的降费，同时叠加经济下行压力和 PPI 回落趋势，预计公共预算收入进一步放缓。考虑到赤字率大概率不超过 3%，想要增加公共财政支出只能依靠结转结余资金的使用和政府性基金预算的资金调入，实际可用于支持基建的资金有限。2019 年，如果没有货币政策、体制性改革的进一步配合，财政可能难以有切实宽松。长期来看，避免经济大幅下滑和维护金融市场稳定是当前的主要目标，但在这个过程中，防风险是必备要义，接下来，政府将通过货币政策、财政政策和监管政策在稳增长和防风险中寻求平衡。

表 3.2 宏观审慎政策梳理

日期	政策
2019. 1. 4	为更好服务企业开展境外经营，推动企业持续提升合规管理水平，发展改革委、外交部、商务部、人民银行、国资委、外汇局、全国工商联共同制定了《企业境外经营合规管理指引》。
2019. 1. 25	为支持银行发行永续债补充资本，中国人民银行决定创设央行票据互换工具（CBS）。央行票据互换操作采用固定费率数量招标方式，面向公开市场业务一级交易商进行公开招标
2019. 1. 25	中国银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，为服务实体经济，防范化解金融风险，扩大保险资金配置空间，允许保险资金投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券，政策性银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券。
2019. 2. 1	为完善合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）制度，进一步扩大资本市场高水平对外开放，促进资本市场稳定健康发展，证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则公开征求意见。

2019. 2. 11 央行、银保监会、证监会、财政部、农业农村部联合发布《关于金融服务乡村振兴的指导意见》。意见表示，适当放宽“三农”专项金融债券的发行条件，适度提高涉农贷款不良容忍度。
2019. 2. 14 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，提出实施差别化货币信贷支持政策；合理调整商业银行宏观审慎评估参数，鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放；完善普惠金融定向降准政策。
2019. 2. 25 银保监会发布《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》，抓紧建立“敢贷、愿贷、能贷”的长效机制；公平精准有效开展民营企业授信业务；着力提升民营企业信贷服务效率；从实际出发帮助遭遇风险事件的民营企业融资纾困。
2019. 2. 25 银保监会：正对票据套利加强检查，一旦发现完全出于逃避监管、完全套利、没有流向实体经济的资金，将采取严格处罚。
2019. 2. 26 银保监会发布《关于加强保险公司中介渠道业务管理的通知》，要求保险公司建立权责明晰的中介渠道业务管理制度体系，加强对合作中介渠道主体的管理，完善中介渠道业务合规监督。

资料来源：根据新闻整理

## 四、行情研判

一季度，投资有所企稳，消费不振，通胀上升动力不大，信贷整体有企稳迹象，但经济下行压力仍存，基本面仍旧支持债市。资金方面，监管层对经济下行的容忍度增加，一季度的货币政策没有过分放松，资金面波动明显加大。中美利差，目前美联储加息步伐放缓，美债长短期国债利差已出现倒挂现象，中美 10 年国债利差也明显回升，避险情绪增加，一定程度上为国内债市长端收益率下行打开了空间。另外，受减税降费政策影响，今年财政收入增长有限，基建补短板的资金更多来自地方专项债的发行。按照 9 个月完成新增地方债发行工作的要求，二季度供给压力并不小。稳增长的目标还未实现，今年降准的必要性仍高。

展望二季度，当前制约债市上涨的主要因素是股市上涨、信贷企稳和地方债加速发行。目前经济下行压力仍存，债市上涨基础未破灭。在经济承压的背景下，预计货币政策维持稳健偏松态势。一旦股市大跌或者经济下行得到验证，降准概率较大，债市将迎来一波行情。二季度债市考虑偏强震荡走势，但收益率下行空间有限。预计 10 年期国债收益率在 2.8%-3.2%之间波动，10 年期国开收益率在 3.4%-3.8%之间波动。信用债方面，当前信用利差整体较低，信用债收益率也已处于历史低位，企业债券融资难度有所降低，借新还旧模式下短期违约风险下降。但目前收益率普遍较低，机构投资者需要降低收益预期。策略方面，期债建议波段操作为主，现券可适当下沉资质并降低久期，但低资质信用债需谨慎挑选。

## 南华期货分支机构

### 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

### 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

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

### 浙江分公司

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

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话: 0574-87274729

### 慈溪营业部

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

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼  
电话: 0573-82153186

### 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: 0575-85095807

### 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

### 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: 0931-8805351

### 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: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
电话: 010-63155309

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室  
永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话: 010-63161286

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室  
电话: 0451-58896600

### 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 1 单元 2501 室  
电话: 0532-80798985

### 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: 024-22566699

### 天津营业部

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

### 上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元  
电话: 021-20220312、021-50431979

### 上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元  
电话: 021-20220312、021-50431979

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
电话: 0755-82577529

### 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: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元  
电话: 020-38810969

### 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

### 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

### 永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话: 0579-89292777

**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 8 层 805 室  
电话: 0351-2118018

**余姚营业部**

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

**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: 0663-2663855

**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

**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

**济南营业部**

山东省济南市历下区冻源大街 102 号向恒广场 15 层 1505 室  
电话: 0531-80998121

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室  
电话: 0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元  
电话: 0592-2120291

**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

**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

**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

## 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)