

不确定风险笼罩下的全球经济

摘要

中国金融资产都存在泡沫，中国的债券、房地产和汇率仍然昂贵，目前债券收益率接近历史低点，在人民币贬值的背景下房价却不断上涨，这些都是当下市场格局里最弱的环节。从全国平均价格同比变化来衡量的房地产价格周期即将见顶，房地产的长期趋势已经转向，低线城市将受到影响；在美联储仍然举棋未定之时，美元走强，而人民币将持续波动，然而，与过去的两次人民币主动贬值比较，人民币今年进一步大幅贬值的空间似乎有限。要避免把市场的这种“超调”行为简单理解成只是投机带来的短期波动，而要从整个金融市场的内在脆弱性上找原因。其中，高杠杆是“原罪”，是金融高风险的源头，在高杠杆背景下，汇市、债市、楼市风险在不断上升。

美国方面，包含劳动消费、房地产和工业制造业在内的大部分重要先行指标已出现了见顶或不同程度的下滑迹象，这意味着美国 08 年以来为期 7 年的经济复苏进程已快要走到尽头。再加上加息造成的金融市场动荡和对经济的负面作用，加息事件本身已成为美国经济的最大的风险因素之一。鉴于此，在加息的道路上左右摇摆、停滞不前，已成为美联储未来货币政策的常态，更甚者，如果美国经济指标进一步走弱，那么美国货币政策也极有可能发生方向性的转变，这将导致全球市场对于加息的预期越来越弱，美元将大概率进入下跌区间。对于欧元区和日本来说，美元走弱将不利于其经济复苏，而新兴市场方面，美联储加息预期不断降低是一个稳定性因素，中国外汇储备减少和短期人民币贬值的压力将得到缓解，有利于促进金融市场风险偏好的提升，从而使中国经济改革在一个较为稳定的市场环境下进行。

欧元区经济增长初见成效，但通胀压力复苏迹象尚不明显。伴随原油价格的快速回升，以及美国受制于全球经济不确定而连续推迟收紧货币政策影响，欧洲央行也在货币政策上显得黔驴技穷。所以，在面对几无下调空间的利率水平的现阶段，欧洲央行的货币政策的不确定可能成为全球经济的一颗定时炸弹。

智慧创造奇迹

一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy, Excellent services

南华期货研究所

黎敏 010-83168383

limin@nawaa.com

Z0002885

助理研究员：

张元桐 010-83168383

zhangyuantong@nawaa.com

com

章睿哲 010-83168383

zhangruizhe@nawaa.com

m

目录

第 1 章	中国经济面临着哪些不确定风险.....	4
1.1.	供给侧改革面临需求不足的风险.....	4
1.1.1.	需求不足导致产能过剩.....	4
1.1.2.	债务过高及高房价挤压需求.....	5
1.1.3.	加大内需及外需.....	5
1.2.	人民币面临贬值风险.....	5
1.2.1.	“参考篮子”形成的汇率机制.....	6
1.2.2.	人民币汇率有区间波动趋势.....	6
1.2.3.	近期美元指数及美元兑人民币走势.....	6
1.2.4.	预计人民币将持续波动，但是进一步贬值的空间有限.....	6
1.3.	房地产存在不确定的跌价风险.....	7
1.3.1.	地产投资增速难以大幅反弹.....	7
1.3.2.	地产销售面积和销售额有所回落.....	8
1.3.3.	商品房待售面积逐月减少.....	8
1.3.4.	房地产的长期趋势已经转向，低线城市将受到影响.....	9
1.4.	债券市场存在收益率持续上升的风险.....	9
1.4.1.	债券泡沫的破灭.....	9
1.4.2.	去杠杆对债券市场的影响难以具备持续性.....	9
1.4.3.	债券短期风险上升.....	9
第 2 章	美国加息周期已到拐点.....	11
2.1.	美国经济大部分重要先行指标已见顶或开始下滑.....	11
2.1.1.	劳动与消费指标处于下降趋势中.....	11
2.1.2.	房地产新屋销售增速见顶同时新屋平均售价大幅下滑.....	13
2.1.3.	工业和制造业指标较为疲弱.....	14
2.2.	美国启动加息周期的反作用.....	15
2.2.1.	美国出口大幅回落的拖后腿作用.....	15
2.2.2.	人民币贬值造成的美国金融市场动荡.....	16
2.2.3.	美元回流的真实逻辑.....	17
2.3.	未来美国货币政策的常态和全球影响.....	20
2.3.1.	左右摇摆、停滞不前已成为常态.....	20
2.3.2.	美国中长期国债收益率已进入下行区间.....	20
2.3.3.	全球经济影响.....	21
第 3 章	欧洲经济已陷入不确定风险旋涡.....	23
3.1.	欧洲央行货币政策不确定性风险显现.....	23
3.1.1.	欧洲央行今年宽松加码概率小.....	23

3.1.2.	欧洲经济回暖初见端倪	24
3.1.3.	原油价格逐步回升，通缩压力下降	25
3.1.4.	欧元强势逐渐显现.....	26
3.2.	地缘政治不确定性风险加剧.....	27
3.2.1.	英国退欧的不确定风险	27
3.2.2.	各国大选临近，政策实施恐受阻.....	27
第 4 章	结论	28

第1章 中国经济面临着哪些不确定风险

中国经济 2016 年的首要调整便来自于经济增速的下滑，而 2016 年上半年将是中国经济最困难的时期，越过最困难时期，中国经济或许能迎来崭新的一面。目前债券收益率接近历史低点，在人民币贬值的背景下房价却不断上涨，这些都是当下市场格局里最弱的环节。从全国平均价格同比变化来衡量的房地产价格周期即将见顶，房地产的长期趋势已经转向，低线城市将受到影响。尽管我国金融风险整体可控但是金融资产因为具有高杆杆性都有跌价的风险，或许 2016 年下半年我国投资人面对的最大风险是人民币贬值，但是我们认为目前，在美联储仍然举棋未定之时，美元走强，而人民币将持续波动，然而，与过去的两次人民币主动贬值比较，人民币今年进一步大幅贬值的空间似乎有限。金融资产的罪恶源头是高杠杆，在高杠杆背景下，汇市、债市、楼市风险会上升，我们要关注这些风险，才能将投资做的更好。

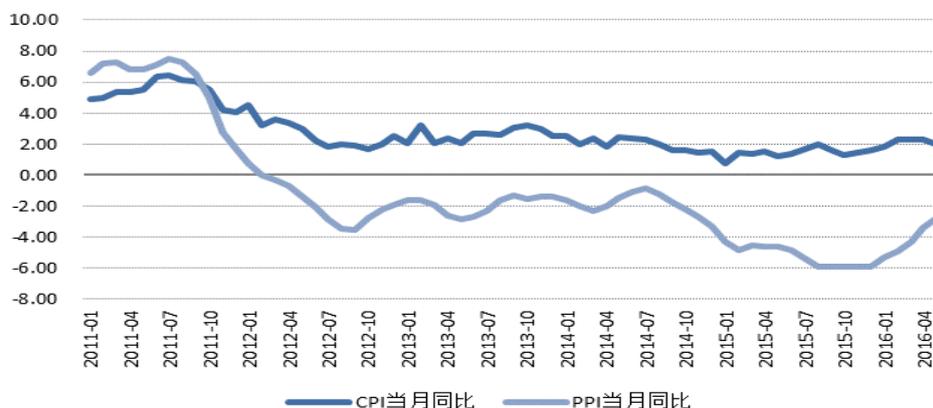
1.1. 供给侧改革面临需求不足的风险

当市场还在供给侧还是需求侧中选择的时候，我们应该认识到，生产力过剩与购买力不足是同一问题的两面，生产力过剩是从供给的角度来说，而购买力是从需求的角度来说，在调整供给侧结构性矛盾的同时，在供给过剩的情况进一步挖掘需求侧的潜力。我们不能简单将经济增长的“L”型全部归因于供给因素，中国需求不足也是最重要的原因。

1.1.1. 需求不足导致产能过剩

如果只是供给放缓而需求不变，在货币供应量没有明显减速的情况下，理应出现通货膨胀加速。但现实中，PPI 从 2011 年 7 月开始下行，2012 年 2 月至今保持负值，最低值是去年 10 月份达到 7.6%，CPI 从 2014 年 8 月至 2016 年 1 月一直保持在 2% 以下。生产力过剩与购买力不足是同一问题的两面，生产力过剩是从供给的角度来说，而购买力是从需求的角度来说，在调整供给侧结构性矛盾的同时，在供给过剩的情况进一步挖掘需求侧的潜力。我们不能简单将经济增长的“L”型全部归因于供给因素，中国需求不足才是最重要的原因。

图 1.1.1 CPI、PPI 当月同比

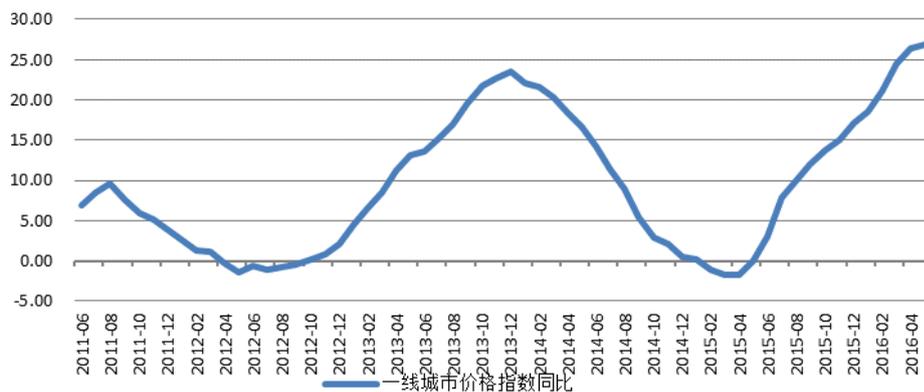


资料来源：wind & 南华研究

1.1.2. 债务过高及高房价挤压需求

生产过剩导致去产能是从供给侧进行的，但现实中存在着很多会长期抑制社会需求的结构性矛盾，导致需求持续低于供给。例如：第一，债务过高会抑制需求。当债务人积欠了远超当前还款能力的债务存量，债务人就会因为挤压的债务降低生活中的需求，这是债务的挤出效应，最终导致生活必须需求下降。债务人因为要还款而降低生活开支，债权人因为收入被借走也会降低支出，而商业银行为掩盖坏账，向本应破产的僵尸企业“输血”，挤占社会资源。第二，一线城市高房价会抑制需求。中国金融体系以银行信贷为主，银行信贷以房地产为主要抵押品。房价下降不利于商业银行的资产负债状况，因此房地产价格预期居高不下，并且高房价占用了居民大部分的储蓄导致居民生活质量及生活需求大大降低。房价过高导致的连锁反应是这样的，买房花掉居民大部分积蓄，从而挤出居民生活的各种消费，房价贵导致房租贵，员工的期望工资上升，增加企业成本，从而挤出投资，房价过高，导致投资的钱流向地产行业，别的行业萎靡不振。

图 1.1.2 一线城市价格指数同比



资料来源：wind & 南华研究

1.1.3. 加大内需及外需

众所周知，供大于求会导致产能过剩，最重要的是供大于求会使商品生产，导致生产商都不愿意生产从而拉低潜在生产能力。为此，各国都在尽全力扩大本土需求，同时借助海外购买力，甚至有些国家诉诸贸易保护主义、反倾销，还有关税，技术性贸易壁垒，反补贴等贸易保护措施。应对过剩的方法一是拉动居民消费，扩大市场空间；二是积极将过剩的产品走出去，扩大出口，积极培养国外需求；三是优化行业之间的分工和内部的组织，改善需求的传导过程。我们认为，供给侧改革最大的风险就是需求不足，要进行结构性改革，进一步挖掘需求侧的潜力，一是释放居民消费，扩大市场空间；二是积极将过剩的产品走出去，扩大出口，积极培养国外需求；三是优化行业之间的分工和内部的组织，改善需求的传导过程。

1.2. 人民币面临贬值风险

“811”汇改以来，人民币汇率成为中国资本市场关注的核心变量。2016年初央行宣布人民币汇率形成机制将更多地参考一篮子货币，如何解释近期人民币汇率走弱背后的原因？2016年下半年人民币汇率走势怎样？或许2016年下半年我国投资人面对的最大风险是人民币贬值。

1.2.1. “参考篮子”形成的汇率机制

2016 年 1 月前 4 个工作日人民币汇率快速调整之后，以央行研究局首席经济学家马骏发表《人民币汇率形成机制将更多地参考一篮子货币》为标志，决策层表示在可预见的未来人民币将以保持一篮子汇率的基本稳定为目标，人民币汇率形成机制将更多参考一篮子货币。这个新机制既不同于相对固定的汇率形成机制，也不同于一般意义上的浮动汇率，而是一种向浮动汇率转变的过渡安排。

1.2.2. 人民币汇率有区间波动趋势

人民币汇率的政策目的是为了保持“宏观经济汇率基本稳定”意味着人民币参考一篮子货币汇率将围绕一个区间波动，在主要货币的汇率关系不发生根本性变化的情况下，人民币兑美元汇率也会处于一个区间波动的状态。例如，从 2014 年 12 月 31 日至 2016 年 6 月 10 日之间，中国外汇交易中心人民币指数处在 (96.5, 105.7) 的区间内，大致以 101 为中心，上下 5% 的波幅波动。同期，美元指数处于 (90.3, 100.3) 的区间内。在此条件下，人民币兑美元汇率在 (6.19, 6.59) 的区间内，以 6.39 为中心，上下 3% 的幅度内波动。

1.2.3. 近期美元指数及美元兑人民币走势

根据中国外汇交易中心公布的人民币指数，美元和港元占比超过 30%，欧元和日元占比分别为 21% 和 15%。美元的占比高，导致人民币指数和美元指数会呈现较强的正相关关系。而欧元和日元同时在人民币和美元指数中占较高比例导致人民币兑美元汇率呈现以下走势：当欧元和日元兑美元走强时（美元指数走弱），人民币兑美元也呈现强势；当欧元和日元兑美元走弱时（美元指数走强），人民币也随之兑美元走弱。2016 年 2 月初，由于美联储加息预期趋缓，美元指数出现一轮比较明显的走弱，从 100 的位置回到最低点 91.9。在此期间，人民币兑美元中间价逐步走强，从 6.56 回到 6.46。而近期，由于市场对于美联储加息和货币政策收紧的预期重现，美元指数明显走强，从低点的 91.9 回升到最高时的 95.9。人民币兑美元汇率中间价告别强势转为弱势，从 6.46 回到最高时的 6.59，超过年初的高点。有鉴于此，预计在 6 月英国脱欧公投和 6 月及 7 月美联储议息两个“靴子”落地后，美元指数仍可能出现一个阶段的弱势，这将带动人民币兑美元中间价由弱转强。

图 1.2.1 美元指数



资料来源：wind & 南华研究

1.2.4. 预计人民币将持续波动，但是进一步贬值的空间有限

面对渐进的市场波动性飙升，哪一种资产类别最终会守不住？在最近的几个星期里，人民币兑美元

走弱,反映了美元在加息前期的强势。然而,人民币 12 个月非交割远期合约的价格已经下行到接近 2008 年底的低位。换句话说,人民币贬值的预期已相当于历史上曾有的最坏的时期。2008 年底是个重要的参考时点,当时金融危机席卷全球,中国也不能幸免。那时的人民币远期合约反映出来的人民币贬值预期已经充分反映了 08 年的困境。如果现在人民币贬值预期与 08 年底的水平接近,那么人民币远期的价格是否也已经比较充分地反映了当下经济的弱势?当然,没有人能够确定 12 个月后全球经济会否比 2008 年那时更糟。目前,在美联储仍然举棋未定之时,美元走强,而人民币将持续波动。然而,与过去的两次人民币主动贬值比较,人民币今年进一步大幅贬值的空间似乎有限。

图 1.2.2 美元兑人民币中间价



资料来源: wind & 南华研究

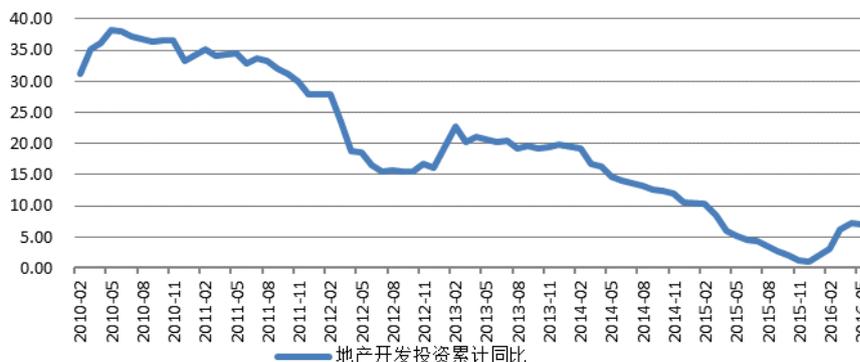
1.3. 房地产存在不确定的跌价风险

地产投资复苏周期尚未结束,其资金来源更加依赖按揭贷款,基建投资服务于稳增长目标,准政府债成为融资重要渠道,全面回暖难求,短期仍是中国经济的强力支撑,但是房地产的长期趋势已经转向,低线城市将受到影响。

1.3.1. 地产投资增速难以大幅反弹

5 月房地产投资同比增速 7%,较前值下降 0.2 个百分点。由二房地产投资占整个固定资产投资权重是 18%,其对全部固定资产投资的贡献率在 14%。尽管房地产销售持续高位,但是在相关政府部门出台调控措施和金融数据降温的情况下,房地产投资增速难以继续大幅反弹。

图 1.3.1 房地产开发投资累计同比

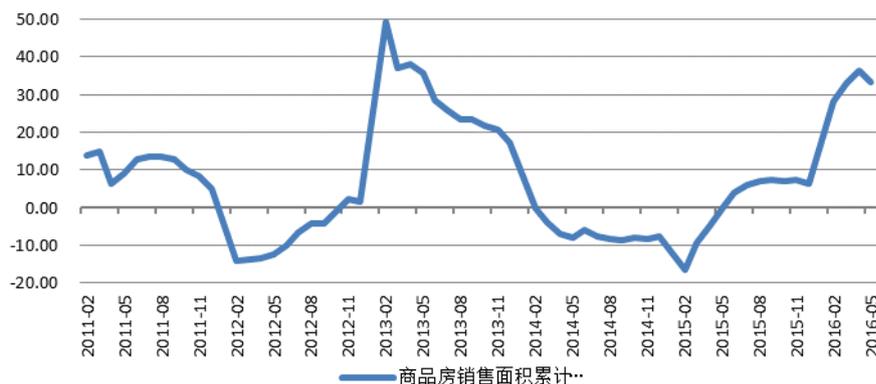


资料来源: wind & 南华研究

1.3.2. 地产销售面积和销售额有所回落

从销售端看，商品房销售面积和商品房销售额累计同比是 33.2%和 50.7%，较前值下降 3.3 和 5.2 个百分点。自去年底房价开始反弹，尤其是一线城市和部分二线城市反弹较为明显，大量资金流入房地产市场，引发了部分城市对房地产市场的调控。房价的涨落是由诸多宏观因素驱动的，因此本身具有一定延续性、地域性，主要原因包括通过窗口指导收紧一线城市购房信贷，以及楼市的投资效应有所减弱，但一线（以及部分二线）城市的政策对总体价格均价影响较小。

图 1.3.2 商品房销售面积累计同比



资料来源：wind & 南华研究

1.3.3. 商品房待售面积逐月减少

从房地产库存来看，在销售高速增长的情况下，房地产去库存效果初显，今年商品房待售面积逐月减少。5 月末，全国商品房待售面积 7.22 亿平方米，比 4 月末减少 521 万平方米。其中，重点城市待售面积规模已降至去年末水平以下；非重点城市 3、4、5 月末待售面积分别比上月末减少 63、226 和 394 万平方米，减少量逐月增多。非住宅商品房库存持续增加的问题仍需关注。5 月末，住宅待售面积比 4 月末减少 721 万平方米；办公楼增加 7 万平方米；商业营业房增加 105 万平方米。按照 5 月的房地产销售水平测算，当前的库存对应的去化周期是 6 个月。如果考虑将房屋实施面积计算在内，房地产去库存的周期将大大延长。近期，国务院公布了关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见，提出实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，推动新型城镇化进程，在新型城镇化的过程中消化房地产库存，而不是通过加杠杆的方式去房地产库存。

图 1.3.3 商品房待售面积同比



资料来源：wind & 南华研究

1.3.4. 房地产的长期趋势已经转向，低线城市将受到影响

人民币升值一直是中国房地产泡沫的推动力之一，但房地产的长期增长趋势已明显停滞不前了。在一般情况下，一个国家可利用货币贬值刺激出口来增加外汇储备。然后，这个国家可开始将其货币升值，令资产大规模重估。一旦货币升值接近其均衡点，资产重估将会停顿下来。这些货币调整的步骤反映出财富如何通过廉价货币制度首先从外国生产商转移到国内，然后通过资产重估转移到上流阶级，最后转移到大众，也就是泡沫接力的最后一棒。

1.4. 债券市场存在收益率持续上升的风险

1.4.1. 债券泡沫的破灭

中国的债券依然昂贵，在伟大的中国泡沫接近其高峰的时候，市场的极端回报率开始密集分布。其原因是直观的：交易员时刻都在评估比较继续保持仓位的收益率和现在马上兑现仓位的收益率。随着市场的上涨，回报率变得越来越高，在样本分布里出现的概率也越来越小。因此，随着收益率出现的概率下降，市场的收益率必须飙升，使预期收益率足够补偿交易员继续停留在市场里所要承担的风险——这就是为什么市场指数在泡沫的后期将近乎垂直爬升。然而，由于这些小概率事件在泡沫峰值附近不断积累，市场进一步上涨的可能性变得越来越小——就像是每手牌都能摸到同花顺一样无以为继——直到极端回报率出现的概率变得非常小，以至于泡沫的崩溃最终不可避免地到来。

1.4.2. 去杠杆对债券市场的影响难以具备持续性

场内杠杆的下降，往往伴随着流动性的宽松，对此我们可以作如下理解：抛去仅为博取高收益的杠杆不论，有相当一部分回购仅仅出于维系流动性之用（甚至是银行部门的流动性）。那么尽管后期对债券市场不太乐观的话，机构对杠杆的需求仍然很强，只因维系流动性之用的杠杆需求会存在明显升高。因此，在流动性尚未显著宽松的时候，我们判断去杠杆很难进行下去，就只看眼前的六月末，如果发生流动性显著收紧的话，机构拆借回购的需求依然有增不减，届时仍然需要比较雄厚的利率债打底。

1.4.3. 债券短期风险上升

长端收益率接近历史低点显示债券当下高昂的估值。因此，债券将比人民币和股票更为脆弱。历史上，美国债券收益率飙升往往与全球金融危机发生的时间点相符。这些危机包括 1987 年的「黑色星期一」、1994 年的拉美危机、1997 年的亚洲金融危机、1998 年的长期资本 LTCM、2001 年的「9-11」事件和 2008 年的全球金融危机。由于两者历史上密切的相关性，美国债券收益率的飙升将无可避免地影响中国的债券收益率。目前中国债券市场仍然存在着三个风险，一个是货币政策失稳的风险；另一个则是天气因素导致物价超预期的风险，即使六月份流动性冲击过去，债券市场的确定性仍然不强；第三个美国债券收益率的飙升将无可避免地影响中国的债券，这三个风险只要有一个发生，就很可能推动债券市场收益率继续向上。

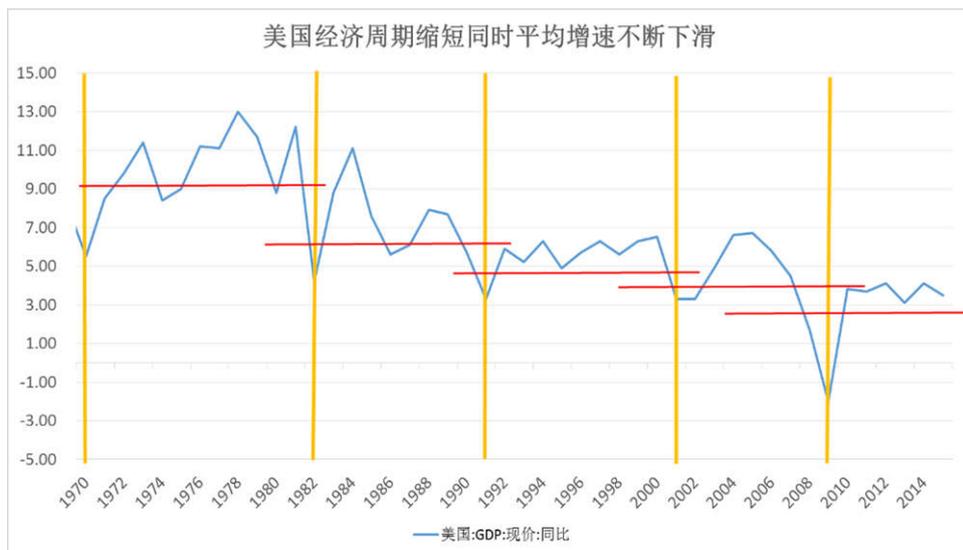
综上所述，我们认为，中国金融资产都存在泡沫，中国的债券、房地产和汇率仍然昂贵。目前债券收益率接近历史低点，在人民币贬值的背景下房价却不断上涨，这些都是当下市场格局里最弱的环节，从全国平均价格同比变化来衡量的房地产价格周期即将见顶，房地产的长期趋势已经转向，低线城市将受到影响。尽管我国金融风险整体可控但是金融资产因为具有高杆杆性都有跌价的风险，或许 2016 年下半年我国投资人面对的最大风险是人民币贬值，如何既让人民币汇率随市而动，又能维持汇率相对稳定，不使经济下行的压力增大，期待着央行拿出大智慧。但是我们认为目前，在美联储仍然举棋未定之时，美元走强，而人民币将持续波动，然而，与过去的两次人民币主动贬值比较，人民币今年进一步大幅贬值的空间似乎有限。要避免把市场的这种“超调”行为简单理解成只是投机带来的短期波动，而要

从整个金融市场的内在脆弱性上找原因。其中，高杠杆是“原罪”，是金融高风险的源头，在高杠杆背景下，汇市、债市、楼市风险会上升。当前，最重要的是按照供给侧结构性改革要求，积极稳妥推进去杠杆，另外必须扩大金融市场，吸引更多资金进入，对冲资本外流，民间和家庭减杠杆，财政加杠杆，货币稳健，进行汇率贬值的管理和预期引导。

第2章 美国加息周期已到拐点

自 2010 年开始，美国经济已经走过了持续五年多复苏的进程，从历史上来看，美国每一轮经济周期的持续时间大概为 10 年左右，但近 20 年来，美国经济周期有缩短的迹象，从每一次经济危机触底反弹到经济增速跌至上一次危机反弹点的时间在缩短。如图 2.0，从 1970 年美国 GDP 增速下滑至 5.5% 到 1982 年 GDP 增速重新跌至 4.2%，期间经历了 12 年；1991 年 GDP 增速再次跌至 3.3%，时间为 9 年；2001 年增速再次跌至 3.3%，期间经历了 10 年；2009 年增速跌至 -2%，时间缩短为 8 年。与此同时，每一次经济周期的 GDP 平均增速在不断下滑。1970-1982 年、1982-1991 年、1991-2001 年、2001-2009 年、2009-2015 年的平均年增速分别为 9.6%、6.8%、5.39%、3.87% 和 2.9%。如今 2016 年距离上一次危机复苏的反弹年份已经过去了 7 年。那么未来美国经济的走势如何？牵动全球市场神经的美联储加息进程能否持续呢？

图 2.0 美国经济周期缩短同时平均增速不断下滑



资料来源：Wind&南华研究

2.1. 美国经济大部分重要先行指标已见顶或开始下滑

2.1.1. 劳动与消费指标处于下降趋势中

新增非农就业人数是市场最为关注的一个指标，也是领先于美国 GDP 的一个重要数据，新增非农就业的领先时间大概半年到一年左右。从历史数据来看，当新增非农就业人数跌破 20 万的时候，经济增速极有可能在之后几个月出现大幅度的下降（如图 2.1.1）。从近几年的数据来看，新增非农就业小于 20 万人的月份占比较高，反映美国此次危机的复苏较为脆弱，而且 16 年 5 月份的数据创下近四年以来的新低，这对于美国经济来说是一个严重不良信号。

薪资水平方面，美联储近两个月的会议声明中均提到了平均时薪数据较为乐观，但是私人非农企业员工的平均周薪数据略滞后于非农数据，而平均时薪的滞后效应更为明显。目前平均周薪已经先于时薪开始下滑，所以尽管平均时薪仍处于高位，也并不足以说明美国经济的乐观态势（如图 2.1.2）。

图 2.1.1 美国 GDP 增速与新增非农就业的关系

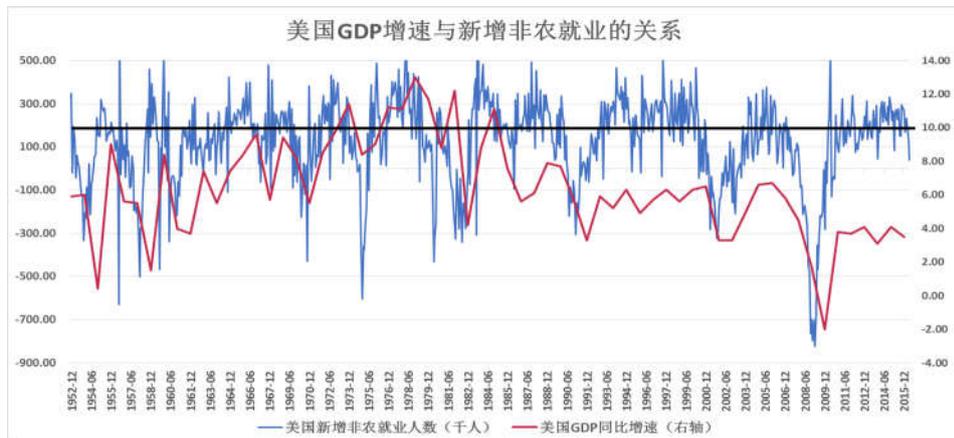
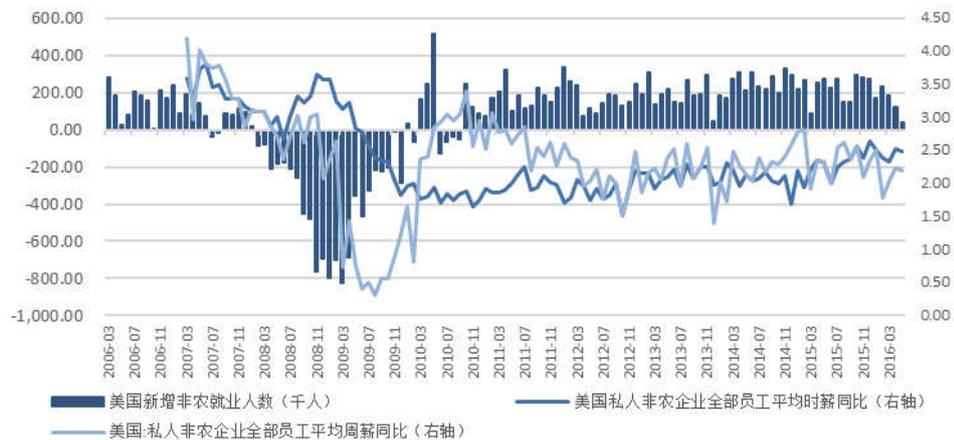


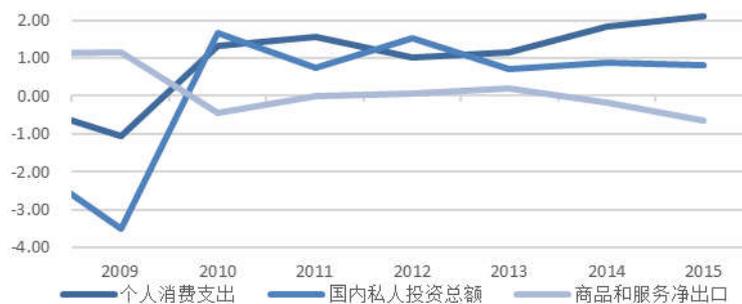
图 2.2 薪资水平滞后于就业数据



资料来源：Wind&南华研究

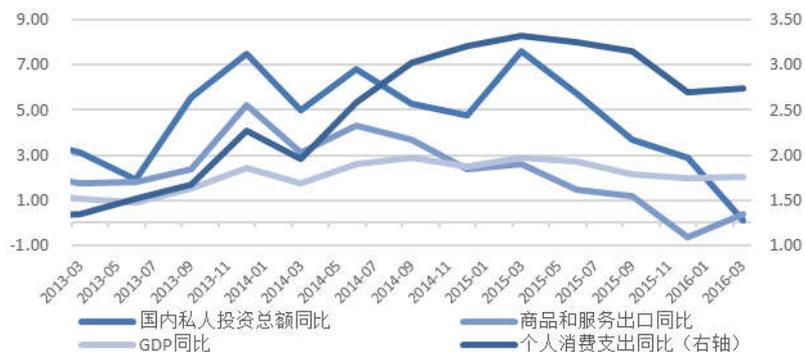
个人消费方面，13 年以来，美国个人消费支出对 GDP 的拉动处于主导地位。美国国内私人投资总额在 09-10 年一个短暂的大幅拉升之后，近年一直处于下滑的趋势，目前并没有上升的迹象。而出口总额受美元升值影响也在持续萎缩（如图 2.1.3）。在这种情况下，个人消费支出的增加是美国经济回暖的一个最重要因素，但随着个人消费支出增速在 2014 年 4 月见顶回落之后，GDP 增速在 15 年也开始往下走，目前个人消费支出增速仍处于下行趋势中（如图 2.1.4）。

图 2.3.3 美国实际 GDP 分项同比拉动率



资料来源：Wind&南华研究

图 2.4.4 目前个人消费对美国 GDP 增长的拉动处于主导地位

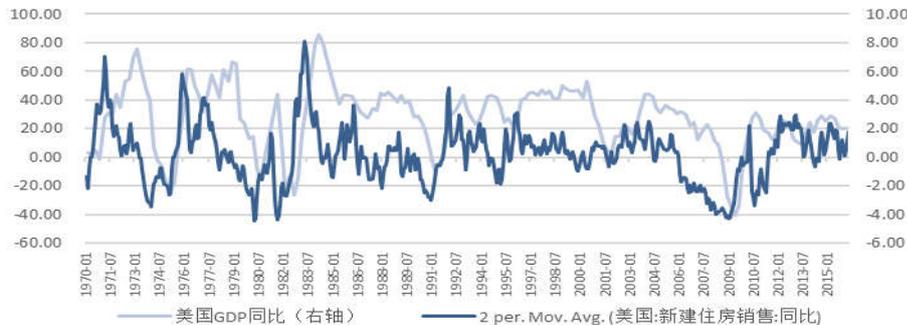


资料来源：Wind&南华研究

2.1.2. 房地产新屋销售增速见顶同时新屋平均售价大幅下滑

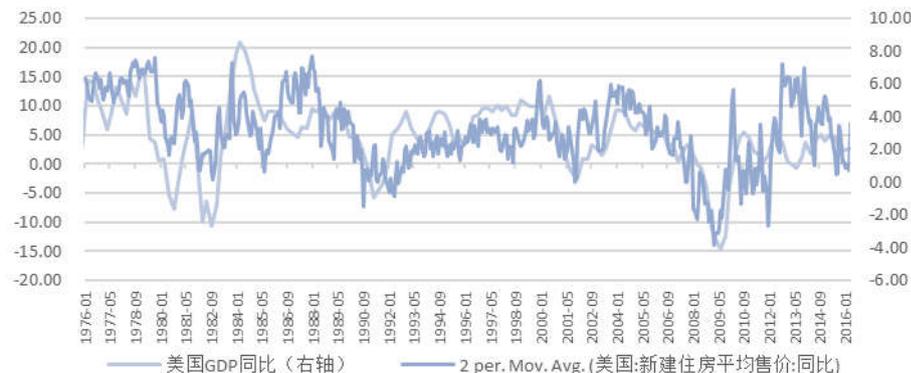
从行业的角度来看，房地产行业一直是美国经济的支柱之一。从指标上来看，新屋销售增速是领先于 GDP 增速的一个指标，由于各个时期的经济增长动力不同，新屋销售增速的领先时间也各不一样，但一般都会先于经济见顶或见底。从近几年的情况来看，其实美国的新建住房销售增速在 13 年已经阶段性见顶，之后呈现下滑的趋势（如图 2.1.5）。而新屋平均售价的中长周期性涨跌幅度更为明显，可以看到 12 年之后新屋售价出现显著的下降趋势（如图 2.1.6）。

图 2.5.5 美国新屋销售增速已见顶



资料来源：Wind&南华研究

图 2.6.6 新屋平均售价出现大幅度下滑



资料来源：Wind&南华研究

2.1.3. 工业和制造业指标较为疲弱

工业方面，在 08 年金融危机之前，美国用电量增速降至-1%以下的情况较为少见，但 08 年之后用电量增速频繁跌至-1%以下，15 年 12 月的用电量增速更是创下 3 年新低（如图 2.1.7），工业总产值增速也是连续创下 08 年金融危机复苏以来的新低（如图 2.1.8），反映了工业增长的疲弱态势。制造业 PMI 指数和新订单 PMI 指数也是领先于 GDP 的重要指标，非制造业 PMI 与 GDP 较为同步，制造业 PMI 领先于 GDP 的情况较为明显。从过去的数据来看，制造业 PMI 从高点开始大幅下降距离 GDP 增速高点的时间大概一年左右，而在经济危机之前多次出现了制造业 PMI 跌破 48 的情况。90 年代危机，2000 危机，08 年危机之前都出现过制造业 PMI 触及 48 的情况，我们可以看到美国制造业 PMI 在 13 年和 14 年有一个回升，之后持续下滑，并在 16 年 1 月份下降至 48，但 1 月之后受美联储加息预期兑现后美元走弱的影响，出口新订单有较大幅度的回升，带动 PMI 指标走出一个较大幅度的回暖（如图 2.1.9）。

图 2.7.7 美国 GDP 和用电量增长

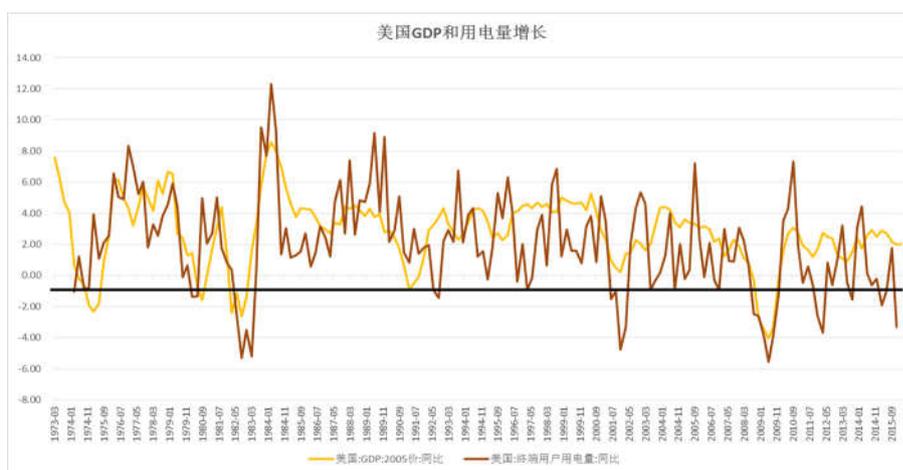
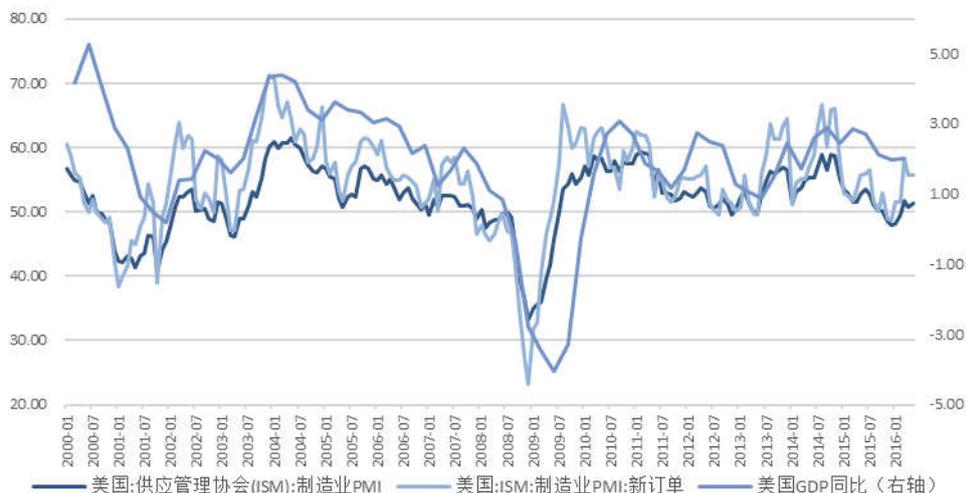


图 2.8.8 美国工业总产值增速不断下滑



图 2.9.9 制造业 PMI 短暂触及 48 后有所回升



资料来源：Wind&南华研究

2.2. 美国启动加息周期的反作用

2.2.1. 美国出口大幅回落的拖后腿作用

2013 年以来，全球市场对于美联储加息的预期以及加息本身对于各国央行和市场决策的影响是巨大的，这种影响所造成的结果又进一步对美国本土的经济金融情况造成冲击。首当其冲的就是美国的出口。受加息预期导致的美元升值所影响，美国出口总额结束了金融危机之后持续 5 年的增长，从高位开始滑落。尽管美国是一个进口大国，贸易逆差规模非常大，但是出口下滑仍然对经济造成了较大的负面影响。2013 年美联储透露 QE 结束以后，市场关于美元加息的预期越来越强烈，美元开始大幅升值，与此同时，美国出口金额结束 08 以来持续增长的趋势并开始大幅下滑，净出口对于 GDP 增长的拖后腿效应非常明显（如图 2.2.1）。未来美联储如果继续加息并带动美元进一步升值的话，那么出口下滑的负面作用会更加严重。

图 2.2.1 美国出口总额从高点大幅滑落



资料来源：Wind&南华研究

2.2.2. 人民币贬值造成的美国金融市场动荡

15 年开始，人民币汇率对于全球经济的影响在不断增强。15 年 8 月份，受人民币汇改之后大幅贬值的影响，美国标普 VIX 恐慌指数、原油 ETF 波动率指数、黄金矿工波动率指数和美国能源产业波动率指数均出现大幅度的攀升（如图 2.2.2）。与此同时，美国道琼斯指数在半个月时间内大跌 12%。12 月份，受美联储正式启动加息的影响，人民币再次大幅贬值，上述恐慌指数再一次出现大幅度攀升，道琼斯工业指数在短短半年间隔时间里再次大跌 10%以上（如图 2.2.3）。

今年 6 月 8 日，人民币兑美元再次出现较大幅度的贬值，标普 VIX 恐慌指数又一次大幅攀升，人民币贬值甚至超过 6 月 13 日奥兰多枪击案对市场情绪的影响（如图 2.2.2）。所以，对于美联储来说，加息所导致的人民币汇率贬值反过来对美国金融市场稳定的负面作用，将成为美联储不得不考虑的一个重要因素。

图 2.2.2 2015 年以来人民币汇率对美国金融市场影响不断增强

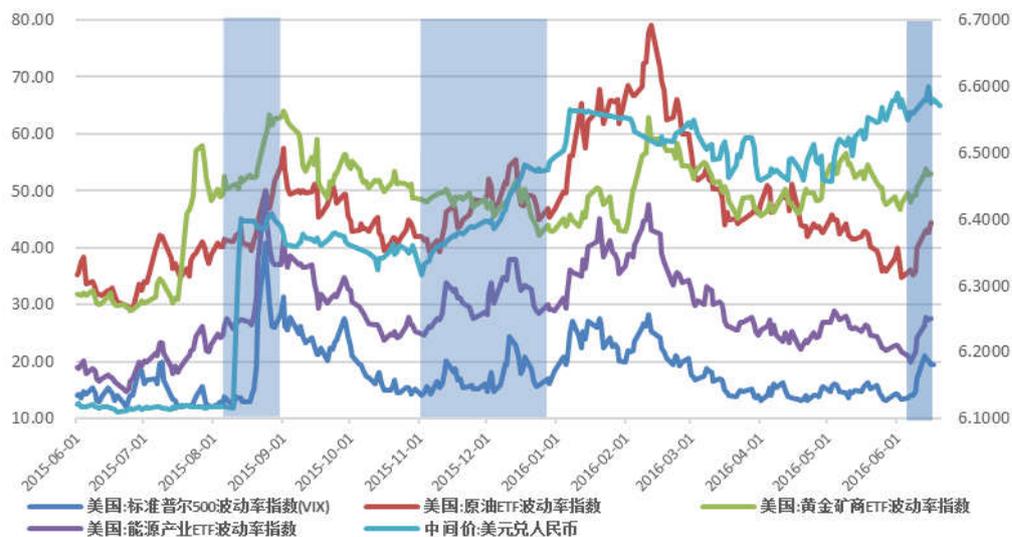
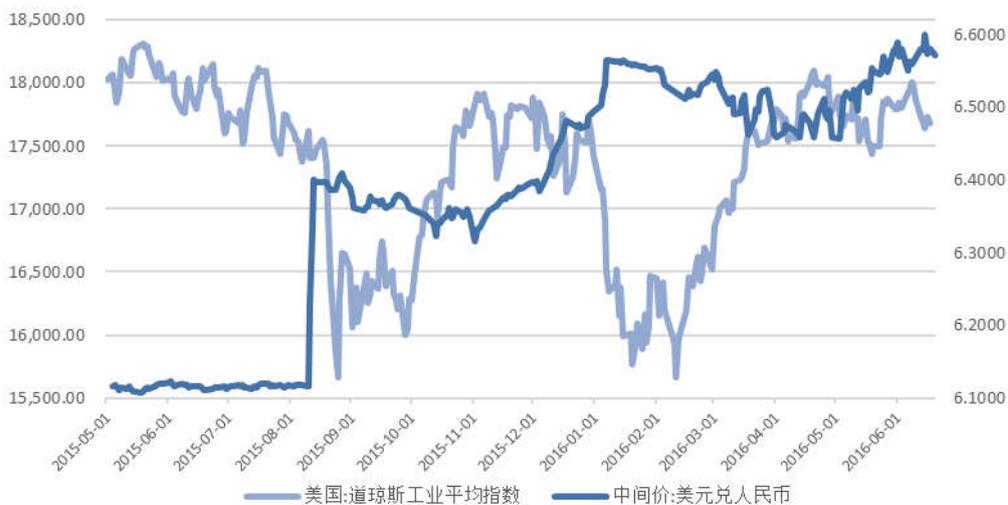


图 2.2.3 人民币贬值造成道琼斯工业指数大幅下跌



资料来源：Wind&南华研究

2.2.3. 美元回流的真实逻辑

近年来，市场普遍认为美联储加息会导致全球资本回流美国，但是，全球资本真的回流美国了吗？从数据上来，13年美国金融项目有一个较大规模的资金流入，但之后持续减少，近两年的资本流入属于历史上较低水平（如图 2.2.4）。与此相对应的是，美国长期共同基金在 2013 年有一个较大规模的资金流入，之后也逐年减少，到 15 年底美联储启动加息时出现持续半年多的资金净流出情况（图 2.2.5）。

图 2.2.4 美国金融项目的资金净流入

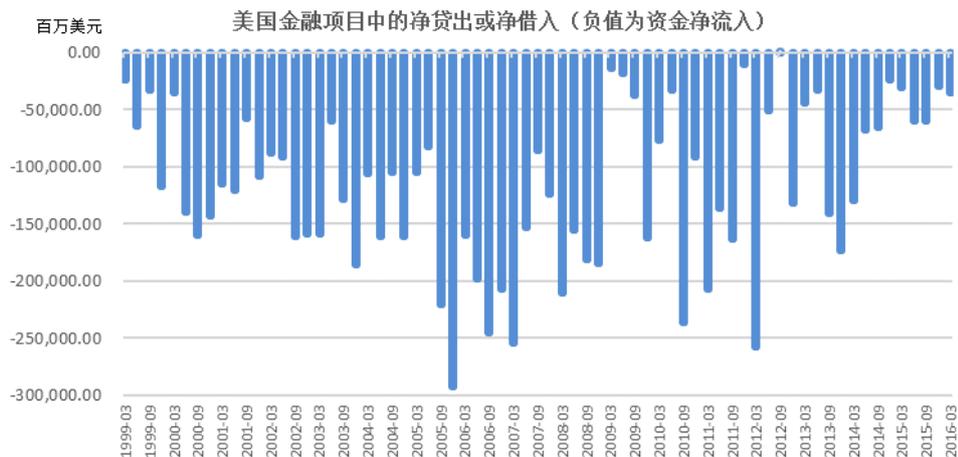
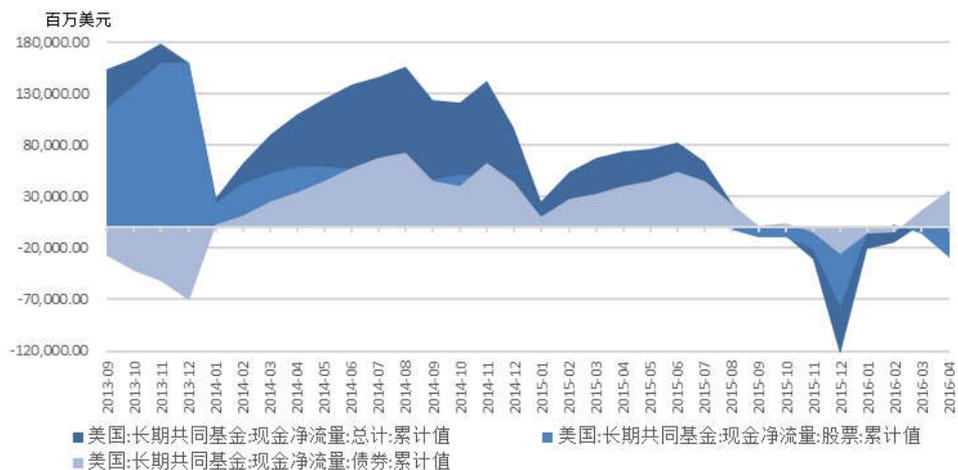


图 2.2.5 美国长期共同基金资金流入情况



资料来源：Wind&南华研究

另外，美国金融市场近几年也出现了历史上罕见的海外资本频繁大规模流出的迹象，海外资本外流的幅度远超过 08 年金融危机时期（图 2.2.6）。与此同时，美国国内也在加大对国外证券的增持力度（图 2.2.7）。历史上，美国道琼斯工业指数一直与海外资本流入规模高度相关，但 12 年之后这种关系不复存在，原因可能是海外资本减持美国金融资产的同时，美国国内资金从债市流入股市（图 2.2.8）。图 2.2.5 中可以看到共同基金的资金大规模流入股市，但流入债市的规模较少甚至出现净流出的情况。

图 2.2.6 海外资金频繁大规模流出美国金融市场

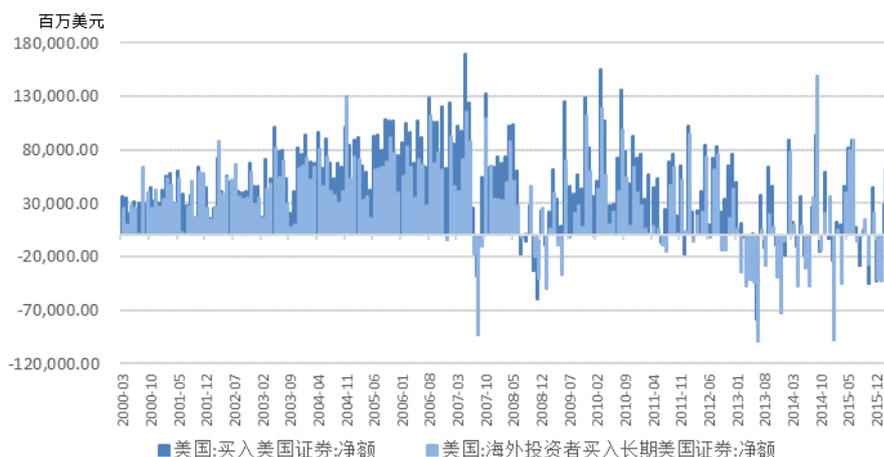


图 2.2.7 美国国内大幅增持海外证券

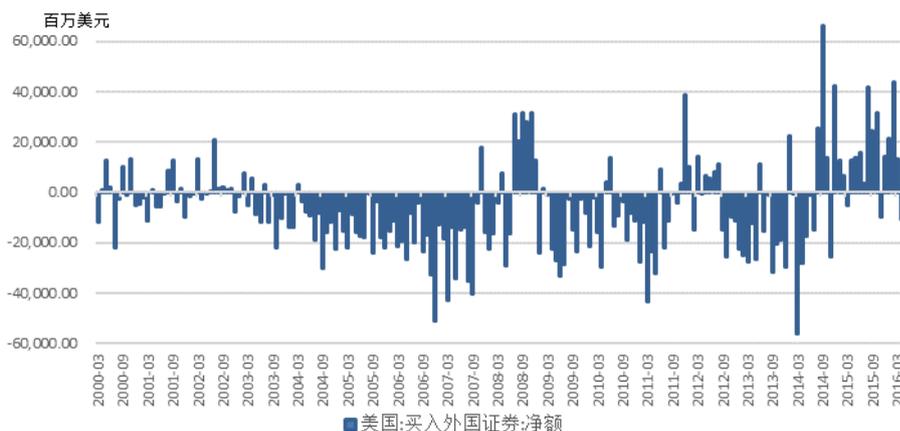
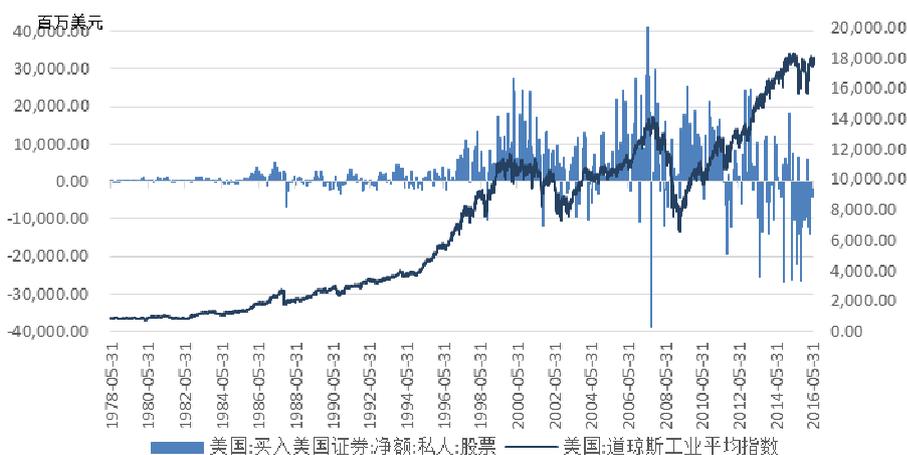


图 2.2.8 道指与国际资本流动的关系发生变化



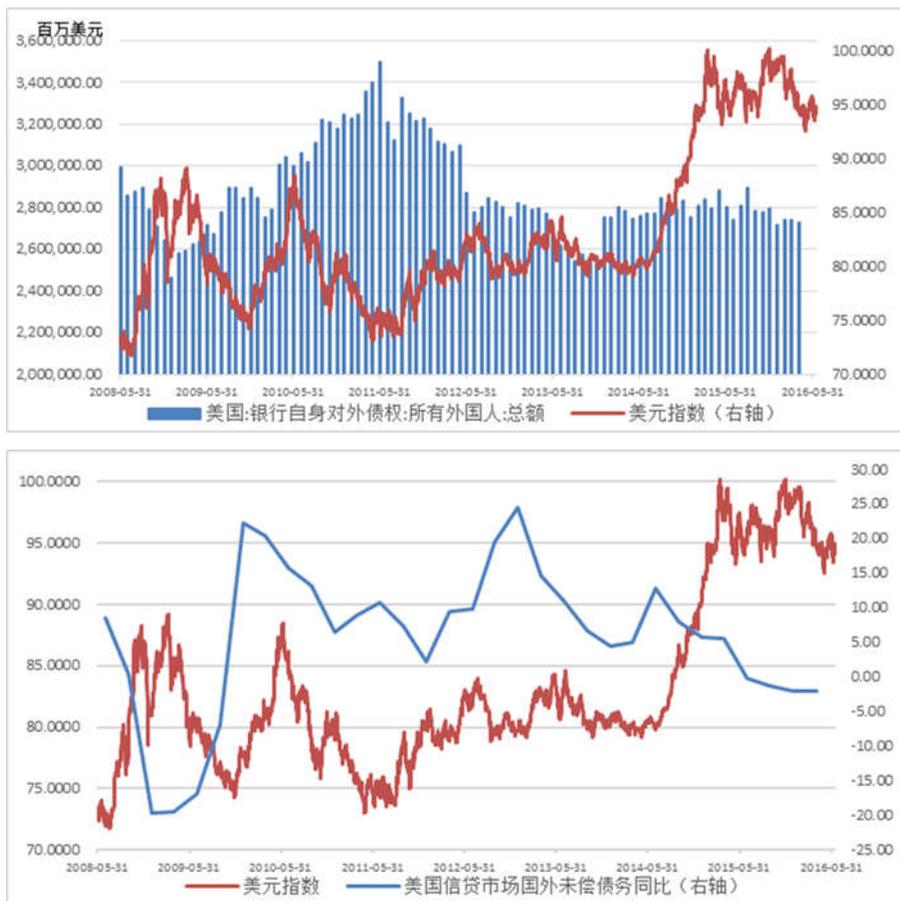
资料来源：Wind&南华研究

新兴市场的资本流动方面，以中国为例，尽管外汇储备减少，我们也并没有看到中国资本项目出现大规模资金流出的情况。既然没有出现大规模资金回流美国金融市场，那么美元到底去了哪里？过去几

年美国量宽政策导致美国利率处于极低水平，同时美元不断贬值，因此其他国家借入大量美元债务，其中既有套利的成分也有降低贷款成本的因素，而当美元开始启动升值周期之后，大量企业进行去美元杠杆，同时新兴市场国家的央行为稳定本国汇率而抛售美元资产，所以可以看到美国中长期国债受美联储加息预期影响而遭到抛售，国债收益率提前出现大幅攀升的迹象。因此，全球资本回流美国的逻辑，并不是人们所认为的“抛售新兴市场资产—购买美元资产”的逻辑，而是恰好相反的“抛售美元资产和美元去杠杆”逻辑。

可以对此进行佐证的是，美元指数与美国银行对外债权总额有高度相关性。08年之后，美元开始进入贬值周期，而美国银行对外债权大幅攀升；11年美元开始阶段性升值后，对外债权大幅减少，之后随着欧元区 and 日元启动更大幅度的量宽政策，美国银行对外债权也处于较低水平；15年加息周期启动之后，银行对外债权总额又进入下降趋势，美国信贷市场未偿还债务总额的同比增速也大幅降低（图2.2.9&2.2.10）。可见，美元回流只是人们一厢情愿的设想，美联储未来的加息将不得不考虑新兴市场减持美元资产所导致的金融市场动荡。

图 2. 2. 9&2. 2. 10 随着美元升值美国海外债权大幅减少、海外未偿债务增速不断降低



资料来源：Wind&南华研究

2.3. 未来美国货币政策的常态和全球影响

2.3.1. 左右摇摆、停滞不前已成为常态

总体而言，尽管市场认为美国经济好坏参半，但是从较为重要的数据和先行指标来看，美国经济包含劳动消费、房地产和工业制造业在内的大部分重要先行指标已出现了见顶或不同程度的下滑迹象，这意味着美国 08 年以来为期 7 年的经济复苏进程已快要走到尽头，这对于美联储继续加息来说也是最重要的制约因素。再加上加息造成的金融市场动荡和对于美国经济的负面作用，加息事件本身已成为最大的风险因素之一。在当前全球经济进入比惨模式的情况下，美国经济在复苏疲弱的同时也更加难以独善其身。鉴于此，在加息的道路上左右摇摆、停滞不前，已成为美联储货币政策的常态。更甚者，如果美国经济指标进一步走弱，那么美国货币政策也极有可能发生方向性的转变。在今年 1 月份日本实施负利率政策之后，美联储主席耶伦在美国国会参议院听证会期间表示，未来经济确实存在衰退的可能性，如果经济形势恶化，并不排除实施负利率的可能性。耶伦的表态对于市场可以说是起到一个提醒和预期修正的作用，万一未来美联储真的实施负利率了，那也是言在先。

2.3.2. 美国中长期国债收益率已进入下行区间

一个具有前瞻性的指标是美国中长期国债收益率。该指标对于联邦基金利率非常敏感，基本是在市场开始出现加息预期时就启动上涨，而加息预期兑现时见顶并开始下跌。美联储于 13 年就开始透露将结束量宽的风声，随后中长期国债收益率开始上升，之后逐渐回落，在 15 年初短暂上涨后又开始下跌（图 2.3.1）。美联储最终于 15 年 12 月启动加息，而中长期国债收益率反而应声下降，目前仍处于下行的区间（图 2.3.2）。尽管目前美国通胀率有所抬升，但中长期国债收益率走势已经预示着美国这一轮加息周期已告一段落。

图 2.3.1 美国中长期国债收益率走势处于下跌阶段中



图 2.3.2 美联储正式加息后长期国债收益率应声下跌



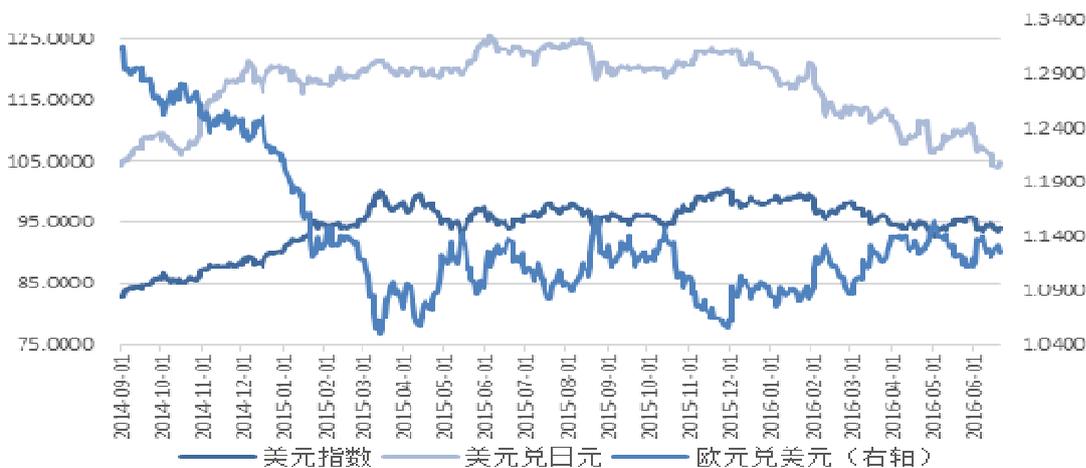
资料来源：Wind&南华研究

2.3.3. 全球经济影响

美元指数 2014 年受美联储加息预期刺激后一路上涨，2015 年初达到阶段性高点后开始进入震荡走势，并多次冲击前期高点未果，这意味着美元指数已经到了一个中期的顶部。而美联储行动的左右摇摆犹豫不决也使得全球市场对于加息的预期越来越弱，如果未来美国经济继续走弱导致美联储采取意料之外的负利率政策，那么美元将大概率进入下跌区间。

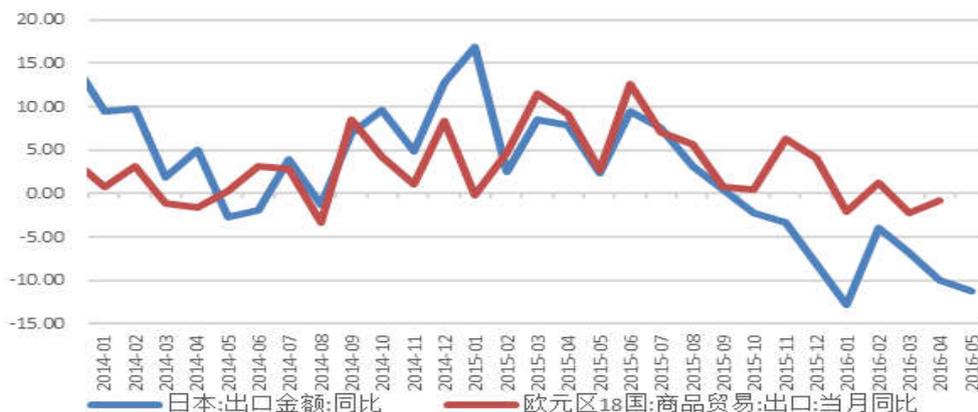
对于发达国家来说，无论是美联储的犹豫不决还是实施负利率政策，这两种情况都不是一个好消息。受美元指数自 2015 年开始进入震荡区间的影响，欧元和日元兑美元都开始止跌回升，日元兑美元汇率已经涨到了 14 年开始下跌的区间（图 2.3.3）。受此影响，欧元区对美国出口增速 15 年开始下滑，目前已出现负增长，而日本出口金额已经连续 8 个月负增长（图 2.3.4）。如果美元进一步走弱将不利于欧日经济的复苏。

图 2.3.3 受美元震荡影响，欧元止跌回升，日元暴涨



资料来源：Wind&南华研究

图 2.3.4 受汇率升值影响，欧元区和日本出口增速均大幅回落



资料来源：Wind&南华研究

新兴国家方面，美联储加息预期不断降低对于新兴金融市场来说是一个稳定因素，对于中国来说，外汇储备减少和短期人民币贬值的压力将得到缓解，有利于促进金融市场风险偏好的提升，从而使中国经济改革在一个较为稳定的金融市场环境下进行。

第3章 欧洲经济已陷入不确定风险旋涡

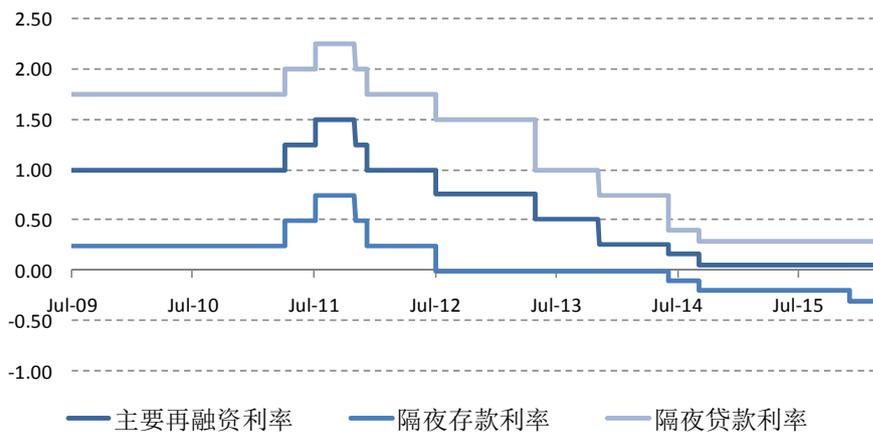
2016 年上半年，全球经济增速缓慢，各主要经济体也都面临多重、不可确定的风险。许多国家为了避免经济再次陷入衰退，启用了非常规货币政策。与前一年相比，欧元区经济增长初见成效，但通胀压力复苏迹象尚不明显。伴随原油价格的快速回升，以及美国受制于全球经济不确定而连续推迟收紧货币政策影响，欧洲央行也在货币政策上显得黔驴技穷。所以，在面对几无下调空间的利率水平的现阶段，欧洲央行的货币政策的不确定可能成为全球经济的一颗定时炸弹。

3.1. 欧洲央行货币政策不确定性风险显现

3.1.1. 欧洲央行今年宽松加码概率小

6月2日，欧洲央行再次宣布维持三大基准利率（主要再融资利率0%；隔夜存款利率-0.4%；隔夜贷款利率0.25%）保持不变。自此，欧洲央行仅在今年3月中旬的利率决议对三大基准利率进行了微调。由于今年早些时候，行长德拉吉曾表示货币政策效果有限，不会继续采用降息等措施刺激经济恢复。但此举却遭到市场的错误解读，一度快速推高欧元，弄巧成拙。当前欧元区的隔夜存款利率为负已经多时，主要再融资利率也已降至零点，利率几无下调空间。加之即使德拉吉主张利用财政空间，采取结构性改革，但这一想法得以实施阻力颇大，因为德拉吉与各国财长总是貌合神离，为了各方利益难以达成共识。所以欧洲央行在利率决议上继续维持利率不变已符合市场预期，而欧洲央行侧重于关注已经实施的刺激举措效果尚需时间传导。

图 3.1.1. 欧元区三大基准利率



资料来源：wind & 南华研究

另外，欧元区的经济显示出了回暖的态势，近期公布的多个经济数据都令人感到欣慰。也正是因此，市场预计欧洲央行短期并不会作出进一步宽松的决定。但值得注意的是，欧元区金融风险在过去6个月已然增加，潜在风险的主要来源包括新一轮市场动荡、金融业获利疲弱。

图 3.1.2. 欧元区 GDP



资料来源: wind & 南华研究

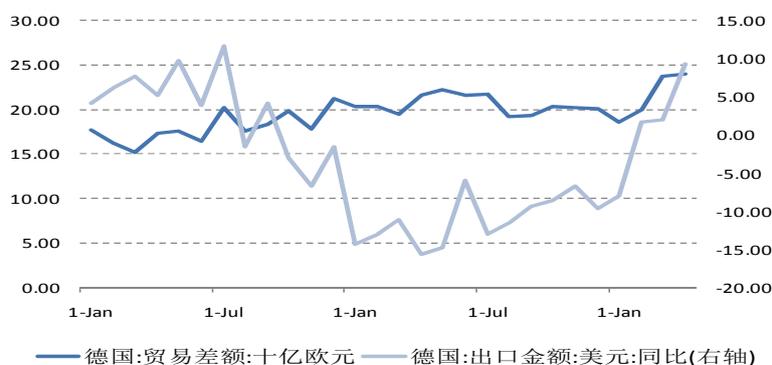
3.1.2. 欧洲经济回暖初见端倪

今年前 3 个月, 欧洲经济年化增长 2.1%, 2015 年增长 1.6%, 经济增速超过美国和英国。欧元区经济可能在未来几个季度持续复苏, 虽然和今年前三个月相比, 复苏速度可能会较为缓慢, 3 月份推出的刺激措施已经开始显效。作为欧洲经济的发动机, 德国的出口贸易已经恢复到危机前的水平并稳定下来。特别是对美国的出口增长, 得到了相当健康的发展。

图 3.1.3 欧元区通胀



图 3.1.4. 德国出口同比及贸易差额



资料来源: wind & 南华研究

欧元区 GDP 正在以适度的速度增长，采购经理人指数（PMI）等高频数据正在朝着金融危机以来的高点改进；就业创造也有了改善；货币增长在加速，信用创造也重现生机。但是欧洲央行在最近（6 月）的利率决议会议上仅上调了今年 CPI 和 GDP 预期，维持明后两年 CPI 和 GDP 预期不变。这显示出欧洲央行对未来两年的通胀仍持谨慎态度，还需耐心观察。

3.1.3. 原油价格逐步回升，通缩压力下降

欧元区的通胀率严重依赖于能源进口需求。自 2014 年 11 月，石油输出国组织（OPEC）决定维持产量上限不变，推进“挤出战略”，以低价打压竞争对手，原油市场供应过剩日益严重，诱发油价走低。但是欧洲央行担心的是，导致油价低迷的原因并不只是供给过剩，还包括需求减少，这将直接反映欧洲经济前景趋于恶化。石油生产的投资一定程度上是基于对需求的预测，需求低于预期，需求降低也可使得油价下跌。尽管低通胀率在短期内可能会刺激消费开支，但这也暗示着出口需求进一步减弱，产生外溢效应，导致投资减少，伴随而来的严重问题是全球经济疲软。如果油价下跌更多是由需求引起的，那么全球经济增速会比预期更加缓慢。其他条件不变时，这意味着要实现 2% 通胀目标将会更难，采取更激进的刺激措施将会变得合理。

原油价格一直是判断欧洲通胀水平以及货币政策走向的重要指引。上半年油价已经自低点大幅上涨，如果油价走高仍未能提升欧洲央行对 2017 年和 2018 年通胀预期，也将使得市场对欧洲央行缺乏信心，对现行的货币工具有效性保持怀疑。

图 3.1.5. 欧元区 PMI

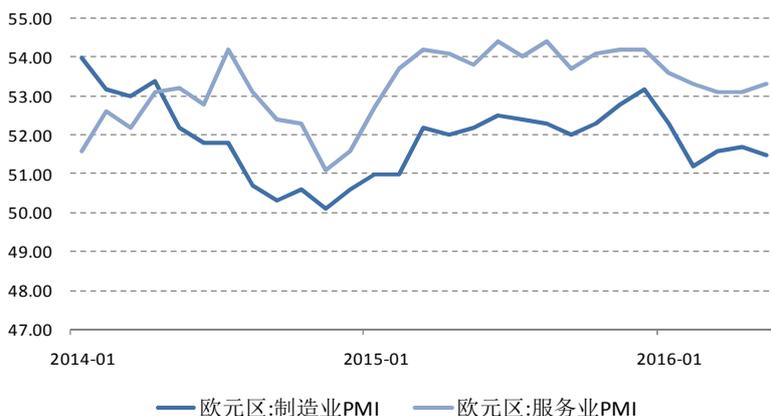
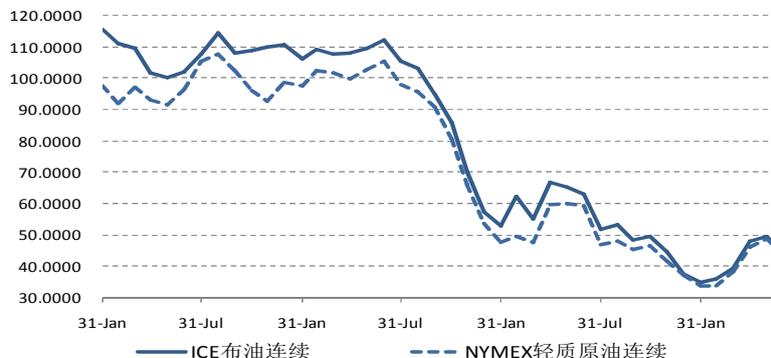


图 3.1.6 国际主要原油期货价格



资料来源：wind & 南华研究

3.1.4. 欧元强势逐渐显现

汇率风险是我们一直关注的欧洲经济不确定性风险之一。自 2015 年 3 月，欧元兑美元即期汇率结束单边下行趋势，开始在 1.05--1.15 区间内维持箱体震荡走势，并且在 2016 年年初调整为震荡上行的态势。由此，我们不禁要问，即使欧元兑美元指数的相关性近乎-1（实际值为-0.985），而且欧洲央行的量化宽松仍在持续，欧元兑美元为何显示出如此强势？原因在于市场参与者始终面临着不确定风险的考验。这其中包括对美联储加息推迟的不确定性担忧拉低美元指数；也包括对欧洲央行是否弹尽粮绝，对量化宽松实施进程不确定性的担忧。二者的互相影响、互相制约造就了上半年欧元震荡上行的局面。

如果说，之前我们对美联储的加息进程毋庸置疑，同时我们也并不在乎市场上的不确定性风险，欧元的强势便说不通。因为当前欧洲经济的逐步恢复尚待时间印证，量化宽松的效果还有未可知。但金融市场的不确定风险似乎正在潜移默化的影响着美联储和欧洲央行的决策。由此我们分析欧元兑美元即期汇率会受市场参与者对不确定性风险的担忧影响，短期欧元兑美元会因推迟加息继续表现出上行的态势。

图 3.1.7. 欧元兑美元即期汇率及美元指数



资料来源：wind & 南华研究

图 3.1.8 英镑兑美元即期汇率



资料来源：wind & 南华研究

3.2. 地缘政治不确定性风险加剧

3.2.1. 英国脱欧的不确定风险

过去的半年，欧洲在竭力刺激经济、保障通胀稳步恢复的同时，复杂的地区局势让各国首脑及欧洲央行应接不暇。众多问题之中，英国退出欧盟无疑是当前全世界都关注的焦点。

其实，英国脱欧是卡梅伦政府从欧盟换取利益的手段。如果英国公投结果决定留在欧盟，就会有诸如儿童福利、移民政策等协议生效。但是，公投是社会行为，其不确定性风险可能导致结果偏离预期，甚至完全扭转。英国脱欧和希腊脱欧有所不同，前者退欧盟，后者退欧元，造成的影响绝非一个量级。不过，可以肯定的是，一旦脱欧生效，伴随英镑大幅贬值，无疑会降低英国和欧盟影响力，以及由此导致的投资者信心恶化与资本流动，短期降低风险偏好，利好黄金美元，但也降低联储7月加息概率。

另外，英国经济若出现大幅下滑，则会拖累英国进口需求，从而冲击出口依赖英国的经济体，如欧洲、美国等。同时，英国经济下滑会导致来自外国的FDI减少，英镑的大幅贬值也会造成外国对英国的已有FDI资产的缩水。从这个角度而言，欧、美、日等发达国家的风险敞口更高。

3.2.2. 各国大选临近，政策实施恐受阻

未来几个季度欧洲国家政治事件密集，出现意外结果的可能性高。比如：奥地利接近选出一位极右翼总统，德国宪法法庭6月21日要裁定欧洲央行的OMT购债计划；西班牙6月26日大选；意大利10月全民公投；法国、德国、荷兰都将在明年大选，意大利也可能举行大选。无论上述政坛事件传出好消息还是坏消息，任何出乎市场意料的结果都可能造成不确定性的冲击。在有更明确的回报以前，市场会因为这类冲击出现避险情绪，冲击对经济产出会带来短期的负面影响。

第4章 结论

当前中国房地产的长期趋势已经转向，整体经济风险可控但是金融资产因为具有高杆杆性都有跌价的风险。2016 年下半年我国投资人面对的最大风险是人民币贬值，如何既让人民币汇率随市而动，又能维持汇率相对稳定，不使经济下行的压力增大，需要在政策上拿出智慧。当前需要按照供给侧结构性改革要求，积极稳妥推进去杠杆，另外还需扩大金融市场，吸引更多资金进入，对冲资本外流，民间和家庭减杠杆，财政加杠杆，稳健货币，进行汇率贬值的管理和预期引导。由于美元的走弱，中国外汇储备减少和短期人民币贬值的压力将得到缓解，有利于促进金融市场风险偏好的提升，从而使中国经济改革在一个较为稳定的市场环境下进行。

美国方面，包含劳动消费、房地产和工业制造业在内的大部分重要先行指标已出现了见顶或不同程度的下滑迹象，这意味着美国 08 年以来为期 7 年的经济复苏进程已快要走到尽头。再加上加息造成的金融市场动荡和对经济的负面作用，加息事件本身已成为美国经济的最大的风险因素之一。鉴于此，在加息的道路上左右摇摆、停滞不前，已成为美联储未来货币政策的常态。更甚者，如果美国经济指标进一步走弱，那么美国货币政策也极有可能发生方向性的转变，这将导致全球市场对于加息的预期越来越弱，美元将大概率进入下跌区间。

欧洲方面，美元走弱将不利于其经济复苏，与此同时，欧洲的不确定风险又将在一定程度上影响美联储加息进程。尤其在当下，风险资产遭到抛售的窘境，避险资产诸如黄金、欧洲各国国债等将更加受到投资者关注。对于汇率走势（欧元兑美元以及英镑兑美元），当前没有趋势判断的依据，但主要的参考点仍是对美联储加息预期的判断，中短期即使美联储加息，美元继续走弱也是大概率事件，欧洲经济恢复的内生动力还是依靠货币政策和财政政策互相作用，但这一过程短时间难以完成。

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
电话: 0577-89971808 / 89971820 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

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 传真: 0755-82577539

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: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
电话: 00852-28052658 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292768

余姚营业部

浙江余姚舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

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

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区庆阳路 488 号万盛商务大厦 26 楼 (730000)
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话: 0351-2118016

南通营业部

地址: 江苏南通市南大街 89 号总部大厦 603 室
电话: 86-513-89011166 传真: 86-513-89011169

普宁营业部

地址: 广东省揭阳普宁市流沙镇中信华府小区 1 幢门市 103-104 号
电话 0663-2663886

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。