



## 滞胀的历史与中国式滞胀

### 摘要

从胀的角度来看，中国的胀是结构性的，主要体现在服务品上，比如居住、教育、医疗、生活服务等，尤其体现在居住上。这种结构性的胀对于消费的影响，也就是所谓的消费降级乃至生活水平的下滑，并不比严重通胀差多少。而且这种结构性的胀，早已对货币政策产生了实实在在的影响，在严控房价的情况下，货币政策只要稍微放松，资金立马流向地产部门，成为货币调控的一大掣肘。

从滞的角度来看，长期而言，中国目前也处于一个经济结构转型和生产能力过剩的时期，旧的产业已日薄西山，新的产业还尚未开花结果；短期而言，在原材料、劳动力和资金成本这三座大山里面，国内的劳动力成本并不是一个主要方面，因为长期以来我国工资上涨幅度低于劳动生产率提高幅度，劳动力价格长期处于被压制状态，主要问题在于原材料和资金成本，在当前投资需求持续下滑、消费需求低迷的情况下，大部分工业品价格的节节上涨无疑将对企业生产积极性造成不良影响，更严重的还是资金成本，即使不论当前实体经济融资紧张和利率攀升的状态，多年以来形成的高杠杆已经成为企业的巨大包袱，也成为宏观政策的另一大掣肘。而从政策的角度来看，越是放水想要解决这些问题，比如用通胀来稀释债务，让企业和银行甩掉包袱，结果不仅包袱甩不掉，问题反而更严重。

解决当下中国的问题，地方政府是一个牵一发而动全身的环节，不论是高杠杆还是高房价，都与地方政府收入不足密切相关，不仅是地方政府，未来的老龄化问题和日益增长的民生社保支出，对于整个财政而言都是极大的考验。节流难以实现，开源势在必行，利用税收手段一方面重新瓜分蛋糕、缩小收入差距，另一方面增加财政收入，若不如此，地方政府的债务问题势必通过各种方式的转嫁导致贫富差距越来越大，所以财政体制改革在持续推进，短期增加财产税种迫在眉睫。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

## 滞胀的历史与中国式滞胀

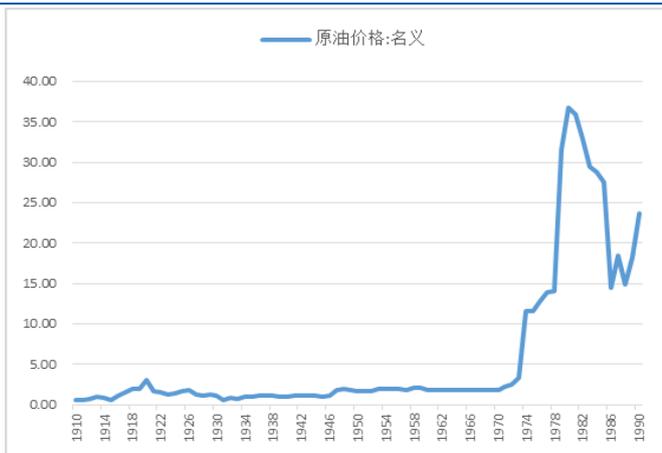
“滞胀”这个经济学名词诞生于1970年代西方国家的经济困局，所描述的是经济增长停滞、高失业率和 high 通胀并存的一种经济现象。这种情况引发了当时西方经济学界的广泛讨论，30年代大萧条以来被奉为圭臬的凯恩斯总需求管理政策受到严重质疑，供应学派兴起，由此也引发了政府宏观调控思路的某种转变。

从西方经济史的经验来看，通胀和经济增长具有正向关系，通胀上升意味着经济增长和失业率下降，通胀降低意味着经济增速下滑和失业率高企，这就是菲利普斯曲线，于是才有了宏观调控政策的权衡和取舍，到底是要提高利率收紧货币，牺牲经济增长抑制通胀，还是容忍通胀以求得一时的经济增长。当然，这一切都是建立在通胀和增长的正向关系之上，一旦这一关系不复存在，发生了通胀和经济失速并行的情况，那么理论上讲，凯恩斯的相机抉择政策将无从谈起，1970年代恰恰就是发生了这种情况。

### 滞胀的因和果

从供给的角度来讲，短期而言，1970年代两次石油危机所导致的油价暴涨是引发滞胀的重要原因，在1970-1980这十年时间里，油价暴涨了30倍，美国的能源CPI从1970年的2.8%上涨至1980年的30.9%，这种负向供给冲击，一方面极大推高了欧美国家的通胀水平，另一方面也使得企业成本高企，在高涨的油价中得不到任何好处，这也是导致生产活动大幅放缓的原因之一。

图1、90年代之前国际原油价格走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图2、60-80年代美国CPI走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

面对油价上涨的态势，尼克松总统在1971年8月宣布实行为期3个月的工资物价管制；1973年，因食品价格猛涨和水门事件的困扰，尼克松在6月不顾一切地再次实施价格冻结。这对于本已急剧攀升的通胀而言是灾难性的，价格管制加剧了商品的短缺和囤积居奇的行为，1974年管制取消后物价出现报复性反弹，而

工资管制则导致失业率进一步上升。对于企业而言，原材料成本的攀升无法避免，劳动力成本无法压缩，而产出价格则受到管制，生产积极性自然受到极大抑制，经济增长陷入停滞。

长期而言，50/60年代恰好是西方国家发生第三次科技革命的时期，新兴产业虽然发展迅猛但体量仍然较小，而庞大的传统工业却逐步走向衰落，劳动生产率下降、生产能力过剩、设备大量闲置，企业被迫削减产量、解雇工人，经济结构发生无可避免的调整，这是产生“滞”的深层根源。

从需求的角度来讲，在石油危机之前，西方国家已经经历了二战之后长达二十多年的高速增长，美国通胀早在1965年以前就出现了较大幅度的抬升，这一方面与经济体的内生性过热有关，另一方面也与扩张性的财政和货币政策脱不了干系。由于对30年代大萧条的担忧，政府不敢用高失业的方式来应对通胀，在整个70/80年代，是美国现代史上货币供给增速最高的时期，这进一步使抬高了通胀预期，使通胀变本加厉。

除了高失业、高通胀、高货币供给之外，美国和当时深陷于滞胀之中的发达经济体有一个共同特点，那就是高利率，高利率在抑制通胀的同时，也进一步抑制了企业生产积极性和实体经济的活力，使经济复苏更为缓慢。

有意思的是，美国70/80年代那段高利率的历史使大部分人误以为当时美国采取的是紧缩性货币政策，但事实恰恰相反，在所谓的供应经济学代表人物里根担任总统的时期，美国依然维持着相当高的货币增速。那么问题就来了，美国的情况与其他国家，尤其是英国有何不同，为什么美国会出现高利率和高货币供应并存的情况，为什么在货币增长居高不下的情况下，通胀可以得到抑制？

### 挂羊头卖狗肉的里根经济学

从政策的角度来讲，如果扩张性政策是导致“胀”的主因，按照供应学派的观点，那就应该严格控制货币供应、大规模减税和削减政府开支，理论上讲，这不仅能够降低通胀，还可以释放经济的活力，再加上当时出现了一个迎合供应学派的所谓拉弗曲线，使得里根政府仿佛找到了治理滞胀的灵丹妙药。但事实上，里根的减税政策仅仅在实行一年之后，便因为财政赤字的加剧而引起供应学派的分裂和里根政府班底的政策分歧，当时美国的预算局局长大卫·斯托克曼指出拉弗曲线只不过是一种财政神话和虚构，副总统老布什更把减税和预算平衡政策斥为“念咒经济学”。不仅拉弗曲线贻笑大方，而且对于现代国家政府而言，维持必要的收入和开支是必须的，大规模减税之后势必出现财政的入不敷出，在不能增税的情况下，具有支出刚性的政府需要通过发债来增加收入，而这又将引起货币政策的扩张，可见所谓的供应经济学具有内在的理论缺陷，经不起历史的检验。

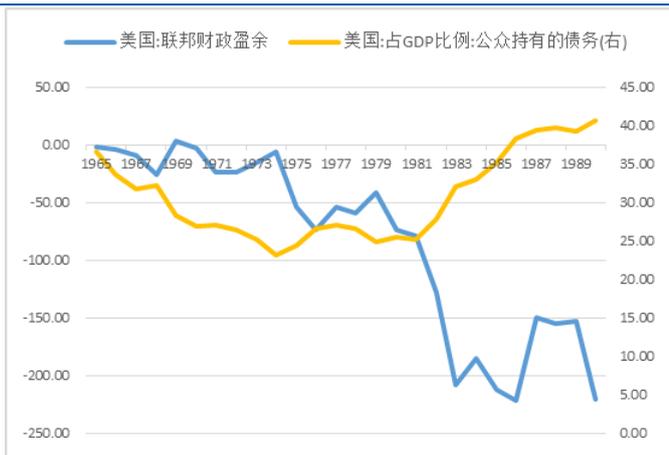
面对日益扩大的财政赤字，里根政府的减税政策很快宣告失败，里根在1982和1983这两年的时间里多次宣布实行增税，1982年通过了美国历史上规模最大的一次增税，1984年提出了新的税制改革设想，于1987年开始过渡，1988年正式生效。这一新税制取消或降低了许多长期推行的目的在于鼓励和刺激投资的税收优惠，经过这些改变，尽管个人和公司的边际税率都有较大幅度的降低，税负各有增减，但相互抵消后，虽然个人方面有所减少，公司方面却大大增加。据计算，

在1987-1992年的6年间，个人税负减少约1200亿美元，但许多公司的名义税率虽大大下降，实际税率却提高了约8%，所以这一改革是不利于企业和投资的。难怪美国在80年代的经济复苏中，投资增长非常疲弱，靠的基本是消费的增长。

尽管减税政策宣告失败，但里根政府的财政赤字扩大趋势并没有因此出现缓解，反而如同脱缰的野马一般飞速增长，主要原因在于里根政府的星球大战计划和军费大幅增长，军费增加无疑也是财政刺激内需的一种，1980-1985年美国联邦政府支出增速仅次于越战时期，1965-1980年美国联邦财政赤字总额只有460亿，而1981-1990年财政赤字总额就达到了1712亿，美国公众持有的政府债务余额占GDP比例从25%飙升至41%。

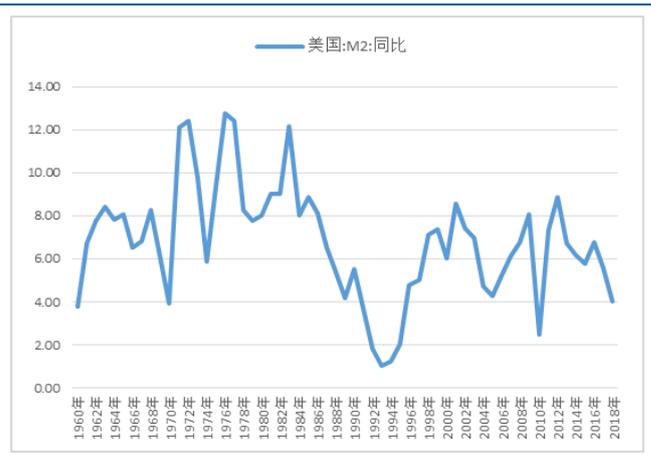
在财政赤字大幅扩张的同时，美国的货币供应也保持着高增速，财政赤字这么大，不印钱是不可能的。1971-1980年美国M2增速为9.89%，1981-1990年M2增速为7.69%，可见美国货币政策并没有收缩，在里根任期的大大部分时间里，M2增速均达到8%以上，1983年甚至达到12%，可见整个70-80年代都是美国的货币泛滥时代，真正收缩是在克林顿执政之后，而不是里根时代，所以认为里根通过紧缩货币控制住通胀的观点其实大谬不然。一向被认为是供应学派代表的里根政府实际上执行的是财政和货币的双扩张政策，挂着供应学派的头，卖着仍然是凯恩斯需求管理的肉，依靠减少个人税收和政府投资增长，实现了消费增长并遏制了投资下滑。

图3、90年代之前美国财政赤字情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图4、美国M2历史走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

那么，在双扩张政策之下，美国的通胀又为什么会回落呢？首先是油价的回落帮了大忙，使发达国家居高不下的通胀得到大幅缓解；其次经济增长的长时期停滞和生产活动的萎靡也是抑制通胀的一个原因。除了这两个原因之外，还有几个非常重要的政策因素。

第一，美国政府大规模发行国债推高了利率，1978-1990年这段时间是美国半个多世纪以来利率最高的时期，10年期国债平均收益率达到10%，而且里根政府放宽了金融限制，鼓励向国外借债，于是外国投资者购入美国国债的规模迅速飙升，由于缺乏那个时期外国持有美债的数据，我们以外国投资者每月购入的美

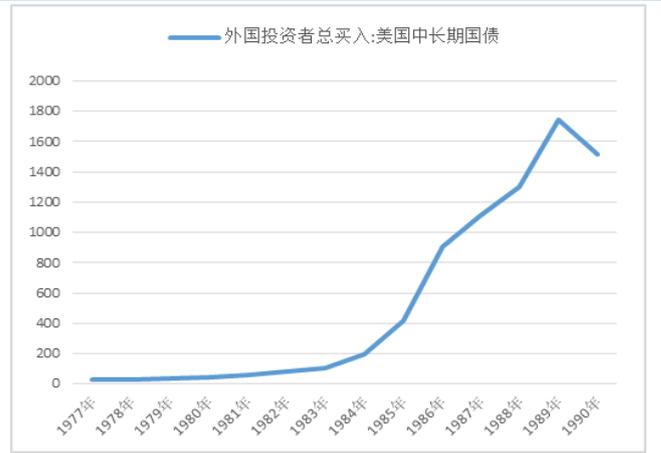
债数据为例，1983年以前外国投资者月均购入美国国债的规模不过几十亿美元，到了1986年之后，这一规模就飙升至千亿以上，所以美国泛滥的货币没有流入商品市场，而是经由外国投资者手里流入了美国国债市场，因此没有推高通胀；

图 5、10 年期美国国债收益率历史走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 6、90 年代之前外国投资者月均购入美债规模



资料来源：WIND 资讯 南华研究

第二，里根政府实行高汇率政策，1980-1985年间，美元指数上涨了将近100%，高汇率一方面把海外过剩的美元流动性圈进了美债市场这个笼子里，另一方面也压制了进口商品的价格。作为基本生活物品依赖外国供应的国家，高汇率对于抑制美国国内通胀无疑有着非常重要的作用。如果里根时期的财政货币双扩张不是建立在高汇率和大规模外资流入的基础上，那么滞胀的缓解过程会更加漫长。

美国之所以可以肆无忌惮地增加财政赤字和进行货币放水，是依赖于美元的国际货币地位，只要美元的国际支付份额下降，哪怕它还保留着第一的位置，美国的财政情况都会受到严重威胁，届时美国将会面临到底是要滞缩还是要滞胀的真正选择。而且美国的这种情况还决定了它必须是贸易赤字，因为美国只有以贸易赤字的形式才能源源不断地输出美元，这些美元以金融资本的形式，反过来又支撑了美国的国债市场，一旦美国发生了贸易顺差，那么美元会流入实体经济，而不是金融市场，而且外国为了购买美国商品，还将抛售美债获得美元，届时美国的赤字融资将无以为继。

与此同时我隐隐还有一种感觉，美国消费和投资结构的急剧分化是在1970年代之后才出现的，在此之前美国的投资增速时常高于消费增速，而且在80年代之前的大部分时间美国都处于贸易顺差的状态，所以很有可能，里根政府的大规模财政扩张和高汇率高利率政策是导致美国经济结构中投资地位逐渐下降并走向贸易逆差大国的主因，至少没有里根的政策，美国的工业不会衰退那么快，从某种程度上讲，美国的经济结构演化中，宏观政策扮演了重要角色。

### 撒切尔回春术的真相

80年代的大西洋彼岸，与里根经济学遥相呼应的是撒切尔夫人的回春术，作

为实施供应学派理论的另一位代表，撒切尔夫人倒是把货币紧缩政策执行到位了，而且英国没有出现财政赤字的大幅增长，那英国又是怎么做到的呢？答案很简单：卖国企。

二战之后，欧洲国家百废待兴，为了战后重建，英国把大部分关键产业都纳入了恢复国民经济的计划之中，由此开启了英国史上最大规模的国有化行动，中央银行、煤炭、电力、铁路、公路、钢铁等产业相继被国有化，这些国有企业在战后重建中起到了重要作用，但进入了滞胀时期之后，企业经营普遍困难，国企自然也不能幸免，也给财政带来了很大的问题。对于当时上台的政客来说，这既是一个急于摆脱的包袱，又是一份唾手可得的红利。于是，撒切尔夫人掀起了大规模的国企私有化行动，甚至涉及重要民生和战略意义的国企也均被抛售，通过抛售国企得到的收入，英国保住了财政的平衡，但随着国企私有化红利的逐渐减少，以及长期实行货币紧缩政策对实体经济的压制，英国在80年代末期又陷入了经济衰退之中。

直到今天，贱卖国企仍然是英国政府一个赚取零花钱的办法，但到了今天，英国也没剩下多少家底可以卖了，连500年历史的皇家邮政也被贱卖，上市首日涨幅达38%，被笑称“将女王的头私有化”；英国30%的电力供应、7%的供水、25%的天然气供应被李嘉诚所控制，而且李嘉诚还拥有英国最大的电信集团以及三大铁路租赁公司之一；除此之外，被外资控制的关键产业不计其数。

美国与英国的区别在于，美国虽然没有国企，但美国的关键产业也不被外资所控制，英国恰恰相反，大量关键产业被外资所控制，这说明英国国内的资本严重不足，而且政府没有能力对本国实体经济，哪怕是最关键的企业进行保护，而且管理能力严重不足，诸如铁路、机场等的管理混乱不堪。人无远虑，必有近忧，英国今日的问题恰是由于当年踩下了国企私有化的油门，并且一发不可收拾，英国的历史表明，对国企的处理失当、一卖了之，虽甩掉了包袱、获得了一时的财政收入，却放弃了长期的收入，同时也在不断透支着宏观政策的腾挪空间，而且使得国家经济命脉落入他国之手。

## 中国式滞胀

西方国家滞胀的历史经验告诉我们，理论上讲，胀和滞是不会同时发生的，如果通胀仅仅是总需求扩张导致的问题，一方面消费者利益会受损，即使工资能够得到调整也跟不上时刻发生变化的商品价格，市场会发生抢购货物抛售货币的现象，结果是货币贬值更加严重，通胀变本加厉，人民生活水平大幅下降；但对于企业而言则有些不同，由于是需求过热，虽然原材料价格有所上涨，只要涨幅不太离谱，企业就能够将成本转嫁到产成品价格上，所以企业能够从产成品价格上涨中得到好处，工业产值和劳动力雇佣会增加，经济体的活力不会受到压制，所以通胀和失业率才会是一种反向关系。之所以会出现滞和胀同时发生的情况，是因为有原材料、劳动力和资金成本这三座大山压在企业身上，使企业喘不过气来，而且这三者都是外生的，所以才会对经济增长产生长期不利的影响。

中国的实际情况，从胀的角度来讲，目前商品价格的上涨比较温和，虽然近期全国最大蔬菜产地寿光发生水灾和非洲猪瘟事件使得未来消费品价格有一定的

上升预期，但食品价格对居民生活的实际影响较小，随着恩格尔系数的下降，消费品价格对于经济社会的影响在逐渐减少，而且蔬菜种植周期较短，目前国内其他地方已经开始抢种，猪肉价格尚处于历史低位，所以对胀的影响有限。国内胀的问题主要体现在服务品上，比如居住、教育、医疗、生活服务等，尤其体现在居住上，上文谈过严重通胀下市场会发生抢购货物抛售货币的现象，这个环节对于中国而言，在房价和房租上涨的过程中就有所体现，购房的恐慌性心理和限购下的排队现象就是这种问题的集中体现。通胀中真正严重的并不是胀本身，而是胀的预期和恐慌。

所以说，中国的胀是结构性的，这种结构性的胀对于消费的影响，也就是所谓的消费降级乃至生活水平的大幅下滑，并不比严重通胀差多少。而且这种结构性的胀，早已对货币政策产生了实实在在的影响，在严控房价的情况下，货币政策只要稍微放松，资金立马流向地产部门，成为货币调控的一大掣肘。

从滞的角度来看，长期而言，中国目前也处于一个经济结构转型和生产能力过剩的时期，旧的产业已日薄西山，新的产业还尚未开花结果；短期而言，与发达国家不同的是，在原材料、劳动力和资金成本这三座大山里面，国内的劳动力成本并不是一个主要方面，因为长期以来我国工资上涨幅度低于劳动生产率提高幅度，劳动力价格长期处于被压制状态，主要问题在于原材料和资金成本，在当前投资需求持续下滑、消费需求低迷的情况下，大部分工业品价格的节节上涨无疑将对企业生产积极性造成不良影响，更严重的还是资金成本。

根据A股2017年上市公司年报，在3000多家公司里面，剔除掉空值数据，有71%的公司EBITDA/带息债务小于1，有34%的公司EBITDA/利息费用小于1，也就是说，超过三分之二的公司每年经营产生的现金流无法偿还债务，超过三分之一的公司的现金流甚至无法偿还利息费用，即使不论当前实体经济融资紧张和利率攀升的状态，多年以来形成的高杠杆已经成为企业的巨大包袱，也成为宏观政策的另一大掣肘。而从政策的角度来看，越是放水想要解决这些问题，比如用通胀来稀释债务，让企业和银行甩掉包袱，结果不仅包袱甩不掉，问题反而更严重。

所以，不了解中国式滞胀的表现，便不能理解当下宏观调控所面临的两难选择，市场早已意识到这种滞胀的存在，商品的大涨和股债的持续低迷恰是市场的选择。目前政策上有加快基建投资的倾向，但是基建只能够稳住一时的经济增速，无论是以信贷还是债券形式进行融资，基建扩张都势必会推高利率和地方政府的杠杆，在偿债压力之下，地方政府会不计代价地推高土地和楼市价格，所以长期来看，基建扩张只会加重滞胀问题，采用基建来稳住经济，不仅是扬汤止沸，更可以说是饮鸩止渴。

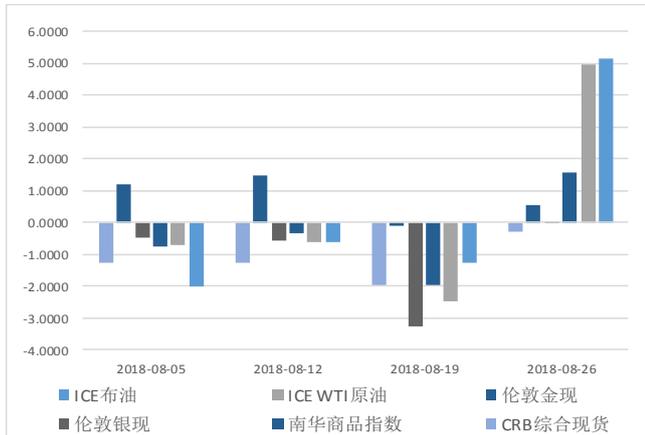
解决当下中国的问题，地方政府是一个牵一发而动全身的环节，不论是高杠杆还是高房价，都与地方政府收入不足密切相关，不仅是地方政府，未来的老龄化问题和日益增长的民生社保支出，对于整个财政而言都是极大的考验。节流难以实现，开源势在必行，利用税收手段一方面重新瓜分蛋糕、缩小收入差距，另一方面增加财政收入，若不如此，地方政府的债务问题势必通过各种方式的转嫁导致贫富差距越来越大，所以财政体制改革在持续推进，短期增加财产税种迫在眉睫。

与此同时，上文也谈到，美国滞胀问题的缓解，在很大程度上是依靠于美元的国际化红利，对于中国而言，也存在这一潜在的红利，但是中国的金融市场和美国无法同日而语，人民币想要国际化，首先必须解决的是国内的金融问题，当下的去杠杆也是应有之义。

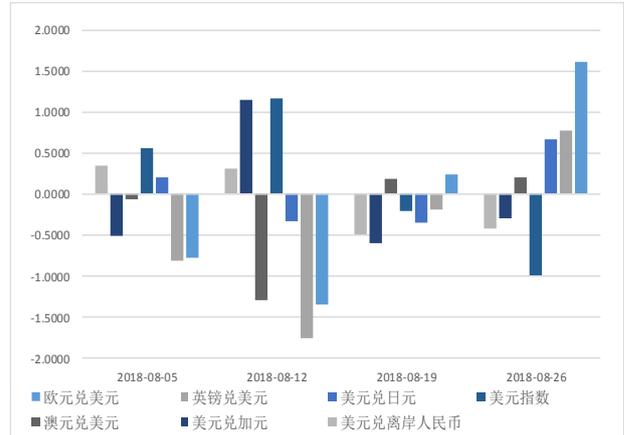
**【本周全球大类资产表现】**

2018年8月27日

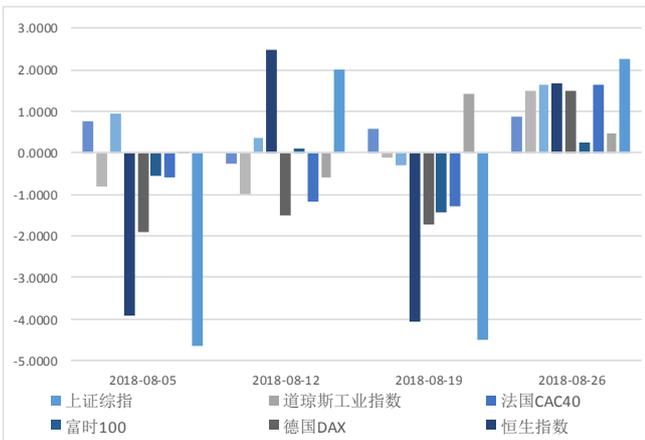
**主要大宗商品涨跌幅**



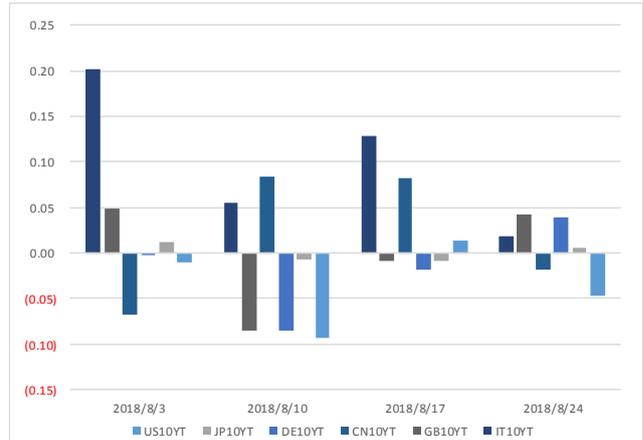
**全球主要货币对涨跌幅**



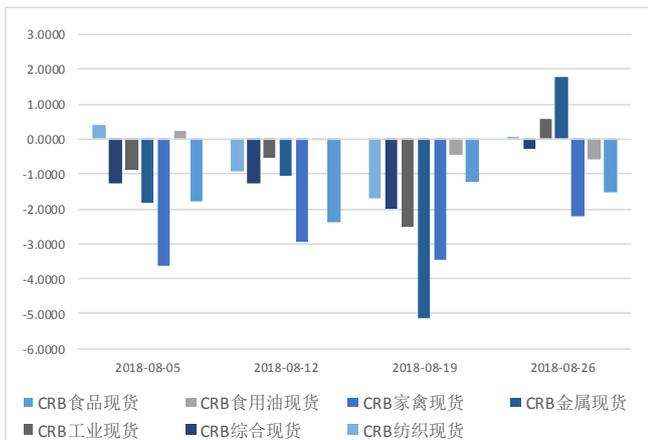
**全球股指涨跌幅**



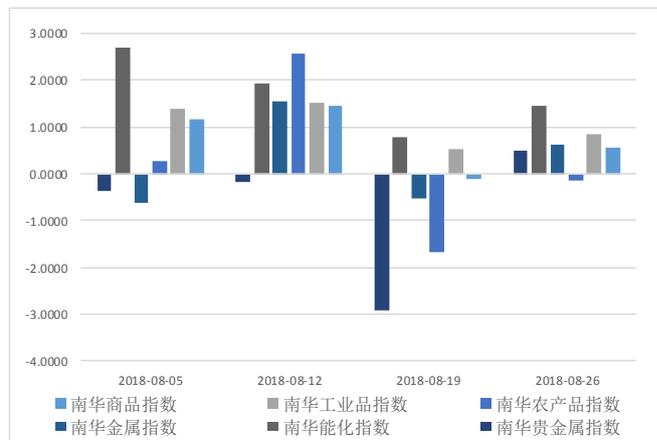
**全球债市涨跌基点**



**CRB 指数涨跌幅**



**南华指数涨跌幅**



资料来源: WIND 南华研究

## 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

### 宁波分公司

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  
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: 020-38904626

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室  
电话: 0553-3880212

### 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

**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**

汕头市龙湖区金沙路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](http://www.nanhua.net)