



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

姚永源：  
0755-82723950

Z0010046

## 周期向下 把握结构

### 摘要

很快的 2017 年就将过去一半，在这半年里，陪伴我们走来的是“钢铁煤炭继续去产能”、“降金融杠杆”、“房地产限购八百里加急”、“IPO 再惹争议”，A 股市场整体始终保持慢牛格局，但结构表现却是暗藏杀机，期指间分化严重，资金“抱团取暖”催生了“漂亮 50”，赚了指数却赔了个股，普遭痛骂，国外指数“歌舞升平”，国内指数“匍匐慢行”，直呼看不懂，怪谁？存在就是有道理的，安之奈何？本文帮你把脉。

经济短周期或已见顶，库存周期进入被动补库存阶段。当下中国经济基本面展现了一系列复杂特征，只有从周期的角度才能理解，并且领先指标的周期表现也说明经济短周期将回落的概率较大。3 月份开始工业企业利润增速开始下降，房地产投资周期短期继续向上但商品房销售周期高点在 16 年 4 月，新房价格周期高点在 16 年 12 月，目前均持续向下并有加速迹象，制造业景气开始回落对应服务业景气转而上升，经济短周期向下概率较大。对于国外，美国加息速度变快，美联储资产负债表缩表即将邻近，国内金融杠杆过高倒逼央行降低金融杠杆，利率上升，银行间市场利率大于 1 年期贷款基础利率，即“面粉贵于面包”现象，银行自行增加贷款利率(事实上银行已经不同程度的提高了房贷利率)，企业利润将会继续下跌，加速国内经济周期下行。

下半年 A 股将延续结构分化的行情，但总体风险大于回报。据我们对经济短周期不同阶段下 A 股市场表现的统计数据显示，经济短周期下行期，A 股系统性下跌概率非常大，而 2015 年经济短周期向下上演的杠杆牛属于例外，并且随着美国加息和国内降金融杠杆延续，该杠杆牛的基础不复存在。当前 A 股“抱团取暖”的景象是通货膨胀预期下股票资产保值需求的体现，而目前国内核心 CPI 步入顶部区域，下一阶段将是货币消灭机制启动下，资产价格的整体下跌。

展望未来，经济短周期的下行只是经济周期波动的一部分，投资逻辑要随着周期的演进而不断变换。当前通胀预期下的投资逻辑或还将延续，“漂亮 50”或遇再高，但不会是长久逻辑，也不要奢望大盘股下跌后将会是市盈率投资的开启，高估值泡沫的消灭还没结束，届时投资主逻辑将转向对资产的流动性追求，现金为王，次投资逻辑转向市场结构性机会的追逐，但绝对要控制贪婪。

第 1 章	市场回顾.....	3
1.1.	2017 年半年度行情表现.....	3
1.1.1.	沪深 300 指数行情回顾.....	3
1.1.2.	申万一级行业涨跌概况.....	3
1.2.	期指基差及跨期价差分析.....	4
第 2 章	经济周期分析.....	6
2.1.	库存周期进入被动补库存阶段.....	6
2.2.	三周期嵌套整体趋势向下.....	11
2.3.	金融降杠杆贯穿下半年但力度减弱.....	13
第 3 章	经济周期下 A 股的投资分析.....	17
3.1.	经济周期下 A 股的结构性的市场表现.....	17
3.2.	A 股盈利估值分析.....	20
第 4 章	市场情绪指标.....	23
4.1.	Hurst 指数研判.....	23
4.2.	波段跟踪研判.....	23
	南华期货分支机构.....	24

## 第1章 市场回顾

### 1.1. 2017 年半年度行情表现

#### 1.1.1. 沪深 300 指数行情回顾

2017 年上半年 A 股延续 2016 年的慢牛行情持续往上爬，期间虽有颠簸但不枉缓慢向上。如图 1.1.1 所示。在经历了 2016 年 12 月份的风险充分释放前提下，A 股几乎是延续 2016 年的慢牛行情震荡上升，期间的波动可以分为两个上升期和一个下降期，首先沪深 300 指数最低点出现在 1 月 16 日 3264.2 点，随后震荡上涨，在 1 月份到 4 月中旬的上升期，主要是小盘股的超低反弹，然后市场因央行降金融杠杆和银行资产负债表缩表的压力下双双回落，此时的跌幅基本上把前三个月的涨幅全部吞没，最后管理层减缓金融降杠杆步伐，逐渐缓和 A 股下跌压力，5 月 11 日触及最低点 3312.89 点后开始震荡上涨，截止 6 月 22 日涨至 3635.53 点，几乎磨平了 2016 年熔断的跌幅，IF 主力合约累计上涨 232.4 点，涨幅达 6.99%，期间最低点为 3191.4 点；上证 50 指数累计上涨 189.36 点，累计涨幅达 8.21%，期间最低点为 2282.24 点，IH 主力合约累计上涨 181.2 点，涨幅达 7.88%；中证 500 指数累计下跌 242.57 点，累计跌幅达 3.84%，期间最低点为 5655.76 点，IC 主力合约当季累计下跌 241.8 点，累计跌幅达 3.85%，区间最低点为 5613.6 点。

2017 年的市场结构性机会表现，主要的投资逻辑还是以资金避险为借口，化被动为主动，追逐企业盈利的稳定性和市场垄断性，市场体现在大盘蓝筹和消费类的股票。对于 2017 年下半年的判断，我们在图 1.1.1 中也大致说明，其主要逻辑在于：a) 美国加息周期以及美联储资产负债表缩表计划，说明国内金融降杠杆将是一个持续较长的过程；b) 流动性宽松逻辑已经彻底倾覆，在货币消灭机制不断深化过程，通胀预期下资金避险以被动化主动的战法也将破灭，主要的投资逻辑更倾向于现金为王。

图 1.1.1 2017 年初以来沪深 300 指数行情及观点回顾



资料来源：博弈大师&南华研究

#### 1.1.2. 申万一级行业涨跌概况

我们获取了时间区间为 2016 年 12 月 30 日至 2017 年 6 月 22 日的申万一级行业指数数据，计算其涨跌幅如图 1.1.2 所示。从图中各行业的涨跌情况看，大部分行业都获得负收益，平均涨幅为 -2.38%，其中家用电器、食品饮料、非银金融、交通运输、电子、钢铁、建筑材料涨幅居前，分别为 27.33%，16.51%、6.76%、4.02%、3.35%、2.90%，而跌幅最大的有农林牧渔、综合、纺织服装、传媒、商业

贸易、国防军工、电气设备,分别为-14.85%、-14.66%、-13.34%、-11.39%、-10.56%、-10.10%、-8.68%。分析其原因,我们认为主要是防风险、价值回归挖掘企业盈利确定性的体现。

图 1.1.2 2016 年 3 季度申万一级行业市场表现



资料来源: wind & 南华研究。

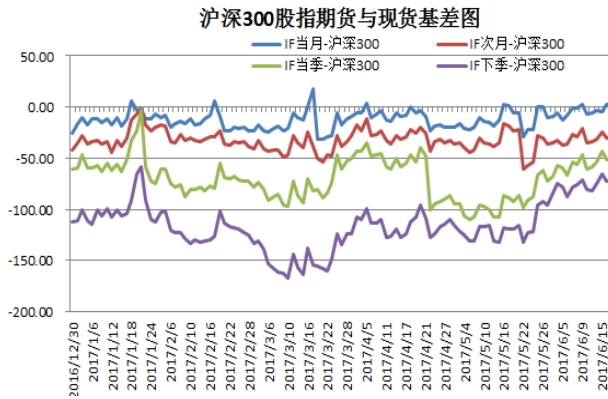
## 1.2. 期指基差及跨期价差分析

众所周知,期货对现货具有非常明显的价格发现功能,在短期基本面供需平衡的状态下,远月合约对近月合约也具有一定的价格发现功能,所以分析期指基差(注意:为了方便计算本节说描述基差记为期货-现货)以及跨期价差,对把握现货未来走势具有一定的参考意义。正常情况下,现货贴水,基差为正数,投资者预期中长期现货价格上涨,反之下跌;跨期价差(记:跨期价差=远月合约-近月合约)为正数,投资者预期未来现货价格上涨的概率较大。

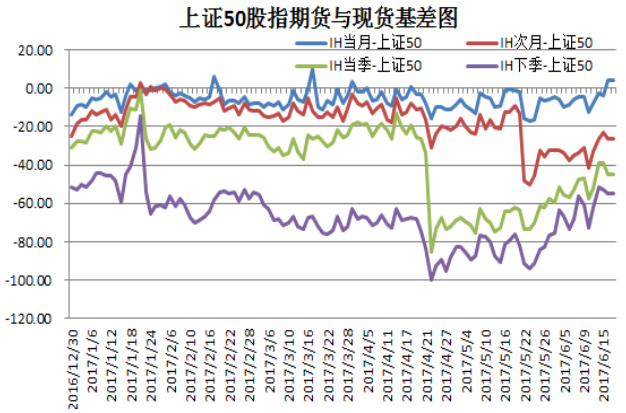
我们获取了最近一年三大期指的基差和价差,如图 1.2.1 至 1.2.6 所示,从图中看到 2017 年以来三大期指的基差、价差整体上延续 2016 年的震荡收窄格局,其波动特点一直稳定在换月初期基差价差都比较大,然后随着当月运行价差逐步缩小,再次面临交割则基差价差再次扩大,依次循环,这主要是因为国内现货做空驱动不畅通,股指期货交易手数受限制导致的。虽然 2 月 20 日开始股指交易限制有所放宽,但依旧未能解决流动性问题,随着现货上涨的风险越来越大,远月合约的基差明显扩大。

图 1.2.1: 沪深 300 股指期货与现货基差图

图 1.2.2: 上证 50 股指期货与现货基差图



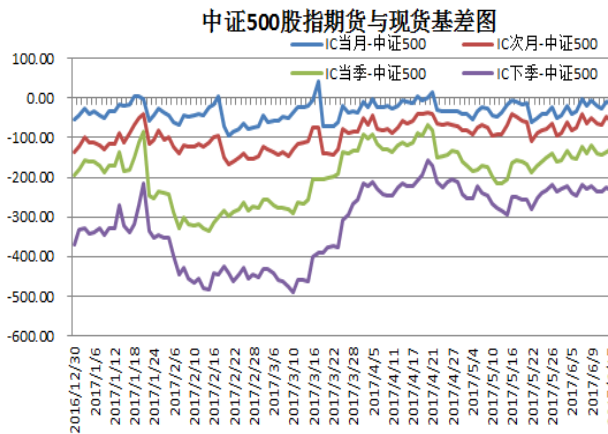
资料来源：wind 南华研究



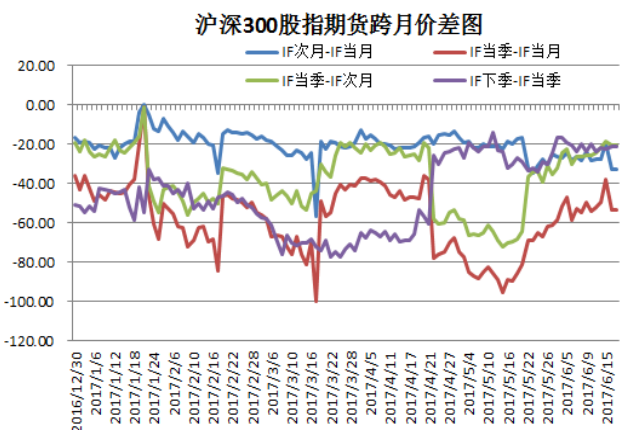
资料来源：wind 南华研究

图 1.2.3: 中证 500 股指期货与现货基差图

图 1.2.4: 沪深 300 股指期货跨月价差图



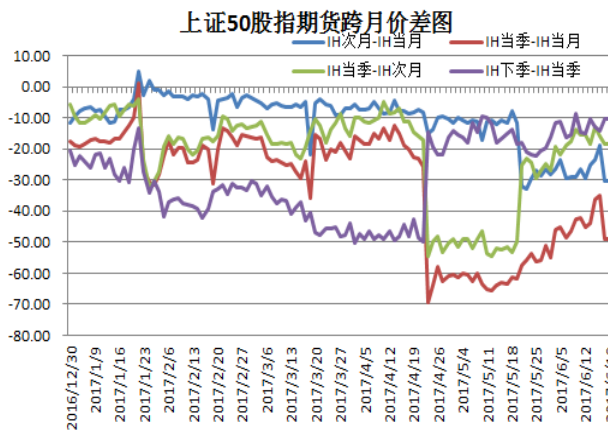
资料来源：wind 南华研究



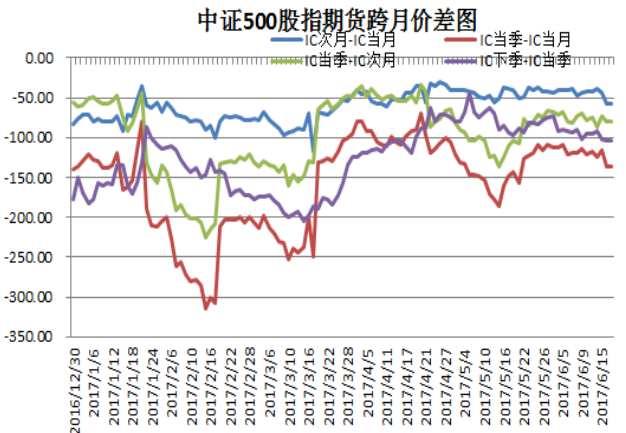
资料来源：wind 南华研究

图 1.2.5: 上证 50 股指期货跨月价差图

图 1.2.6: 中证 500 股指期货跨月价差图



资料来源：wind 南华研究



资料来源：wind 南华研究

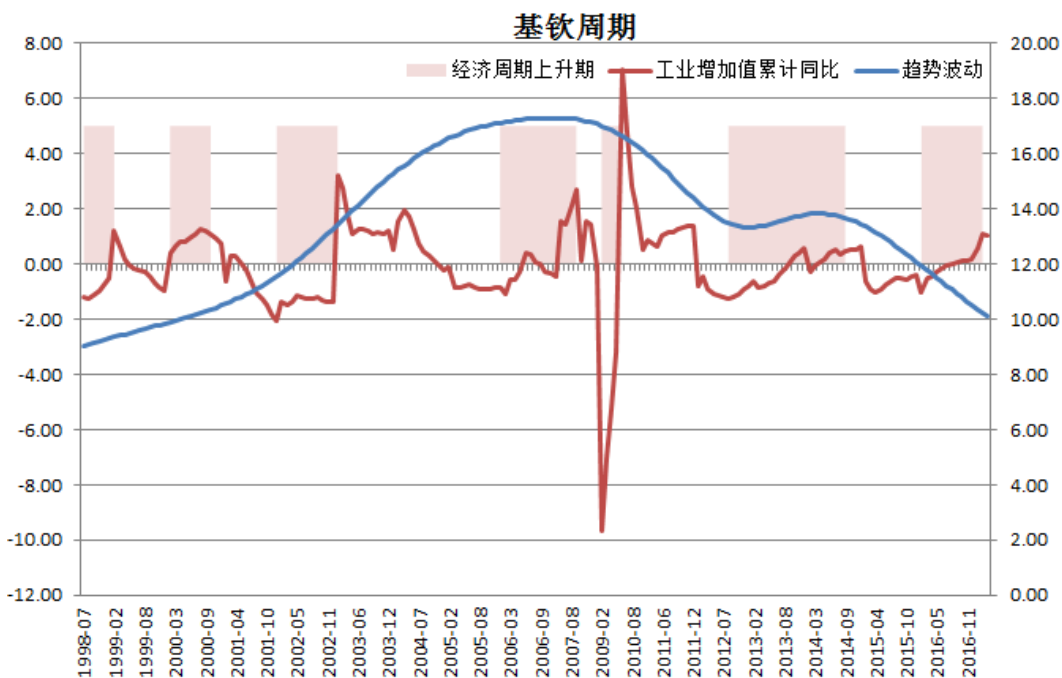
## 第2章 经济周期分析

### 2.1. 库存周期进入被动补库存阶段

基钦周期是经济的短期波动周期，又成为短周期，是英国经济学家约瑟夫·基钦发现的一个经验规律，与中周期朱格拉周期、长周期康德拉季耶夫周期同列为熊彼特周期理论框架下的经济周期。约瑟夫·基钦于 1923 年发表了《经济因素中的周期与趋势》，该书研究了 1890-1922 年间英国和美国的物价、银行结算、利率等指标，发现经济存在约 3.5 年或 40 个月的周期现象，并且影响短周期的因素虽然较多，比如企业库存、创新、资本性支出、房地产投资、信用周期、情绪波动、政府宏观调控等等，但因库存投资变化导致经济短期波动本认为是基钦周期的主要机制，所以常常被成为库存周期，但是实际上库存周期不等价于基钦周期。

基钦周期的观测指标以工业增加值数据为主，2000 年以来经历了 4 个完整周期，目前经历的是第五个，平均约 40 个月，根据产出缺口方法，我们采用 HP 滤波法将工业增加值累计同比进行分解为趋势项和周期项，如图 2.1.1 所示，红色线是周期项，蓝色线是趋势项，其中周期项大于 0 代表产出缺口为正，反之产出缺口为负，浅红色柱状部分标识周期项上升阶段，用以刻画短期周期波动。

图 2.1.1 基钦周期



资料来源：wind & 南华研究

由图 2.1.1 中我们可以看到，目前经济中周期依旧向下，其峰值在 2006-2007 年，从周期项上来看有拐头向下的迹象，数据项体现在 4 月份、5 月份工业增加值累计同比均为 6.7%，小于 3 月份的 6.8%，其经验划分可以参考如表 2.1 所示。

表 2.1.1 中国基钦周期经验划分

周期时段	时长(月)	上升阶段	时长(月)	下降阶段	时长(月)
1998.7-2000.2	19	1998.7-1999.02	7	1999.3-2000.1	10
2000.2-2001.12	22	2000.2-2000.10	8	2000.10-2001.12	14

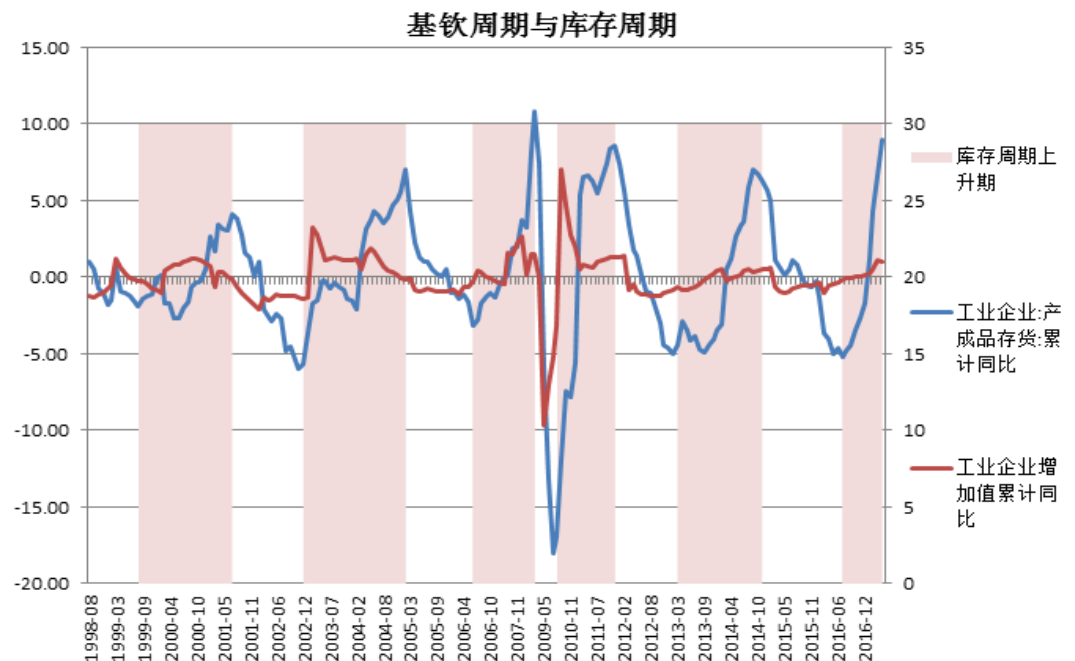
2001.12-2005.12	48	2001.12-2003.2	14	2003.2-2005.12	34
2005.12-2009.12	48	2005.12-2007.11	23	2007.11-2009.2	15
2009.2-2012.8	42	2009.2-2010.2	12	2010.2-2012.8	30
2012.8-2016.2	42	2012.8-2014.9	25	2014.9-2016.2	17
2016.2-?		2016.2-?			

资料来源：南华研究

影响经济周期运行的因素很多，虽然 2000 年以来每次短周期平均在 45 个月，但上升阶段和下降阶段的历时长短差异较大，最近 4 个上升期平均持续 18 个月，下降期平均持续 24 个月，从 2016 年 2 月份步入上升期到目前已经有 18 个月，步入关键点判断是否上升周期持续向上或者拐点已现，还需要结合其他经济指标进行验证，其中用工业企业库存变化来验证经济周期运行是一个常用办法，关键问题的焦点就聚焦在工业企业库存变化与工业增加值变化的关系是怎么样的？以及工业企业库存变化的周期规律如何？。

库存周期的基本驱动是厂商库存的变化，即当生产过多时，生产者就会减少生产安排而消化库存，从而带来产出下降，它反映的是企业库存的波动，不指代经济波动，但它是经济短期波动的驱动力量之一，主动补库存新增额外需求，通过正反馈机制和乘数效应放大，导致经济周期波动，也就是说库存周期直接反应了供需层面的关系。我们获取了工业企业产成品库存累计同比数据，同样采用 HP 滤波法将其分解为趋势项和周期项，经验划分库存周期时长，并且叠加基钦周期，其中浅红色柱状部分标识出库存周期上升阶段，库存同比上升则为补库存，库存同比下降则为去库存，如图 2.1.2 所示。

图 2.1.2 基钦周期与库存周期



资料来源：wind & 南华研究

由图 2.1.2 中我们可以看到：a) 基钦周期领先库存周期大约 12 个月，即工业增加值上升领先于产成品库存上升，其实这样也符合经济逻辑，经济好转了，下游需求持续好转，企业预期未来订单增多，才会加大生产导致库存增加；b) 经济周期见顶回落，但库存周期有可能继续向上攀升，并且不同周期见顶时间差不同；c) 结合历史波动经验，中国库存周期平均 40 个月，上升期平均 24 个月，下降期平均 15 个月，本期库存周期启动上升大致在 2016 年 7 月，截止当前已经运行了 12 个月，预计

还将持续上升，表 2.1.2 列出来库存周期的经验划分。

表 2.1.2 中国制造业库存周期经验划分

周期时段	时长(月)	库存上升阶段	时长(月)	库存下降阶段	时长(月)
1999.7-2002.10	39	1999.7-2001.6	23	2001.7-2002.10	15
2002.11-2006.4	41	2002.11-2004.12	25	2005.1-2006.4	16
2006.5-2009.8	39	2006.5-2008.8	27	2008.9-2009.8	11
2009.9-2012.12	39	2009.9-2011.10	25	2011.10-2012.12	14
2013.1-2016.6	41	2013.1-2014.10	21	2014.10-2016.6	20
2016.7-?		2016.7-?			

资料来源：南华研究

关于库存周期进一步的划分，除了上升期和下降期之外，理论上可以根据价量关系(或者说需求和库存关系)划分为四个阶段：

**主动补库存：**价量齐升，即需求回升，库存上升，此时经济开始明显转暖，企业有供不应求的迹象，主动增加库存；

**被动补库存：**价跌量增，即需求下降，价格下跌，而此时库存依旧上升，说明经济开始变差，但企业因为扩大规模而未来得及收缩生产，销售下滑导致库存被动增加；

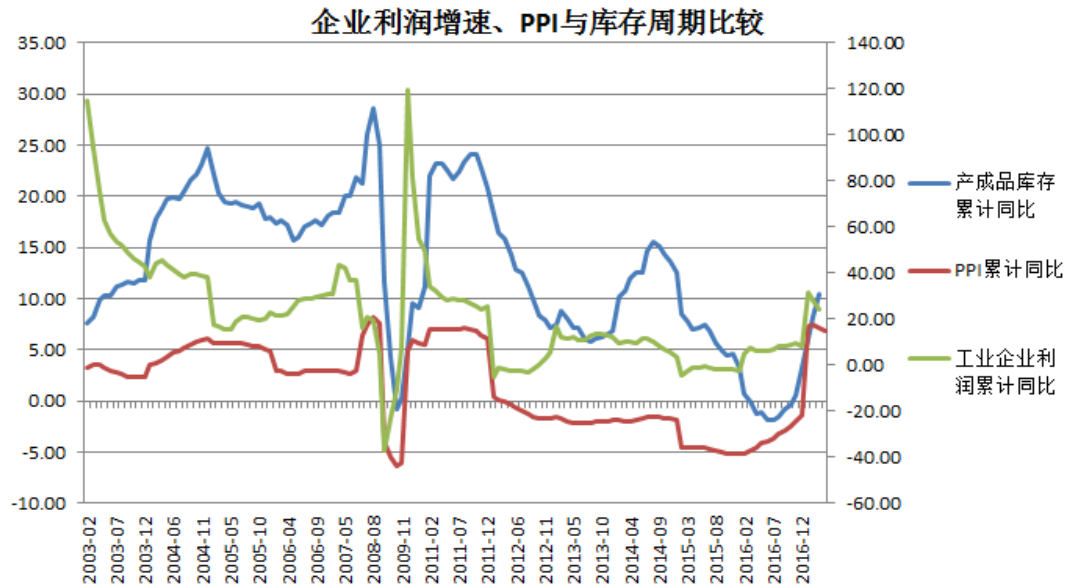
**主动去库存：**价量齐跌，即需求下降同时库存下降，此时需求已经明确下滑，经济明显变差，企业预期消极并主动消减库存；

**被动去库存：**价涨量跌，即需求回升导致价格上涨，但库存依旧下跌，说明经济开始转暖，企业库存来不及增加，而随着销售增加库存被动下降；

把握中国库存周期节奏，比较可靠的观测顺序是社会融资规模增速——>产出缺口——>PMI 原材料——>工业企业利润——>PPI——>PMI 产成品——>产成品库存。进入 2017 年后管理层就已经开始启动金融降杠杆措施，特别是在房地产限购方面，导致需求减少，并且从社会融资规模增速周期来看，本次周期最高点在 2016 年 1 月份，增速为 69.42%，随后震荡下跌，目前依旧在底部徘徊，从时间周期来看没有到扩大的时机，当前比较可观测的指标为工业企业利润和 PPI。为了更形象描述库存周期各阶段，根据上述定义，我们以 PPI 周期波动代表价格变动，而下游需求很难把握，没有具体的量化指标，但是需求好或者坏最明显的体现就是企业利润，若企业利润增速快则说明社会需求较大，反之较小，所以我们结合这两个指标来做经验划分，如图 2.1.3 所示。



图 2.1.3 企业利润增速、PPI 与库存周期比较



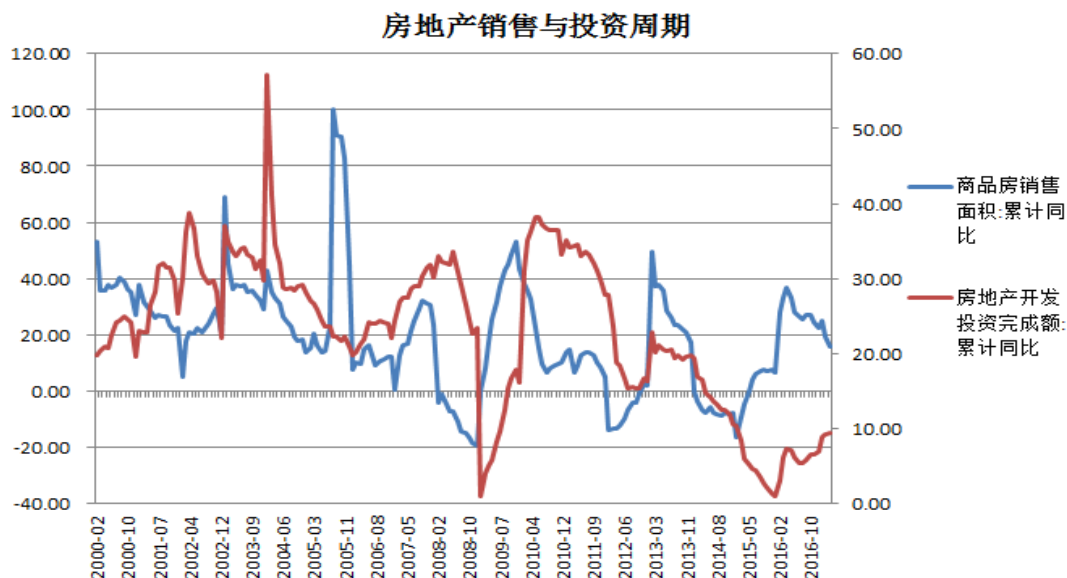
资料来源：wind & 南华研究

因为国内历史披露产成品库存数据不完整(如 2008 年)，我们以产成品库存数据为基础筛选 PPI 数据，但不影响周期趋势判断，得到如图 2.2。从数据横截面的角度我们发现，当前 PPI 累积同比值与 2010-2011 年数值相当，从经验值角度上 PPI 累积同比下跌的概率较大，并且 PPI 领先库存周期，少则 2 个月，多则 5 个月。近期而言，截止 4 月份产成品库存依旧持续上升，而 PPI 累积同比数据已经连续 3 个月下降，截至 5 月份该值为 6.8%，本周期峰值在 2017 年 3 月。工业企业利润增速连续两个月下滑，本周期峰值在 2 月份的 31.5%，截至 4 月份下滑至 24.40%，工业企业利润增速拐点下跌领先 PPI 累积同比 1 个月，所以从这两组比较观测数据可以看出，产成品库存虽然可能会继续上冲，但我们认为已经是强弩之末了，即库存周期已经进入被动补库存阶段。

从库存周期的观测指标我们可以定调当前库存周期已经步入补库存阶段，但是为了配合说明资产配置，我们需要跟踪经济周期的现行指标。以下我们从房价、房地产销售周期、制造业销售周期、固定资产投资周期、进出口、PMI 等方面进行说明。

**房地产销售周期向下，而房地产投资周期虽然短期走强，但周期下跌并未结束。**截止 4 月份披露的经济数据显示，库存周期（工业企业产成品存货累计同比）向上、房地产投资周期（房地产开发投资完成额累计同比）向上、固定资产投资周期（固定资产投资完成额累计同比）向上，按照目前我国房地产行业依旧是整个经济的支柱角度看，房地产销售周期以及房价周期可以作为经济周期的先行指标。我们获取了 2000 年以来国内商品房销售面积增速和房地产开发投资完成额增速，分析如图 2.1.4 所示。

图 2.1.4 房地产销售与投资周期

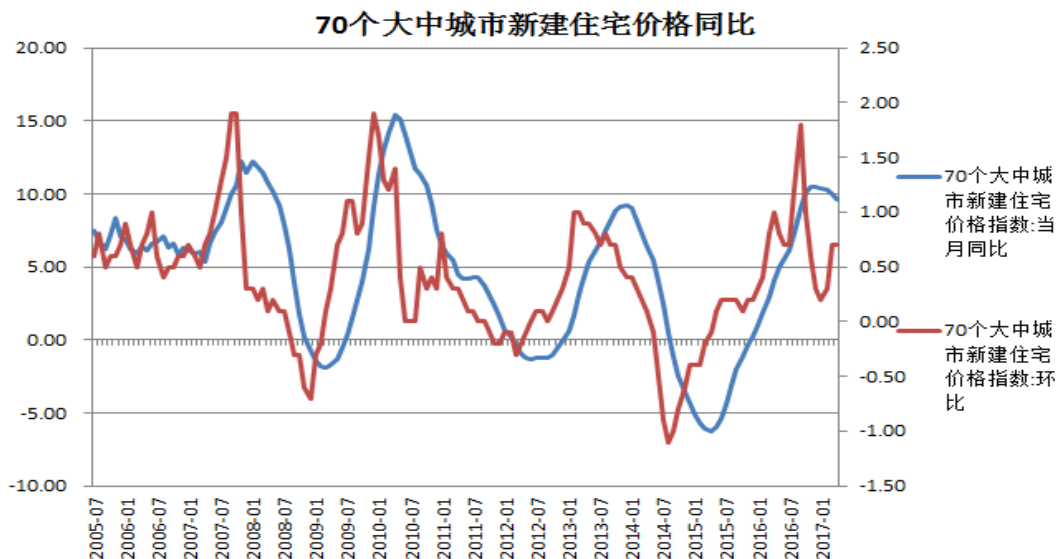


数据来源：wind，南华研究

由图 2.1.4 可知，商品房销售周期在 2016 年 4 月份已经是顶点，随后持续震荡下跌，而该周期平均每 2-3 年一个周期(最近三个较清晰的周期划分为 2008-10 至 2011-10, 2011-11 至 2015-1, 2015 年 1 至?)，目前处于下降通道中。房地产开发投资完成额累计同比相比商品房销售面积累计同比滞后 2-3 个季度，但是商品房销售周期回调至今已经有 12 个月，房地产开发投资周期依旧向上，我们认为主要原因是政策的干预导致的背离(如通过限购手段控制商品房交易买卖，而另一方面增加保障房供应)，既然是短期背离，随着时间的推移背离将会被修复。对于市场上有些专业人士认为新一轮房地产周期已经启动(即库兹涅茨周期)，而我们认为目前国内房地产风险并没有释放，已经形成制约国内经济发展的绊脚石，要说启动新的库兹涅茨周期，是否为时尚早？

**新建住宅价格回落，金融降杠杆逐渐显成效。**我们获取了 2005 年以来 70 个大中城市新建住宅价格同比、环比数据，如图 2.1.5 所示。房屋销售面积增速扩大，房价持续上涨，反之房价下跌，所以商品房销售周期领先房地产价格周期。

图 2.1.5 70 个大中城市新建住房价格同比环比

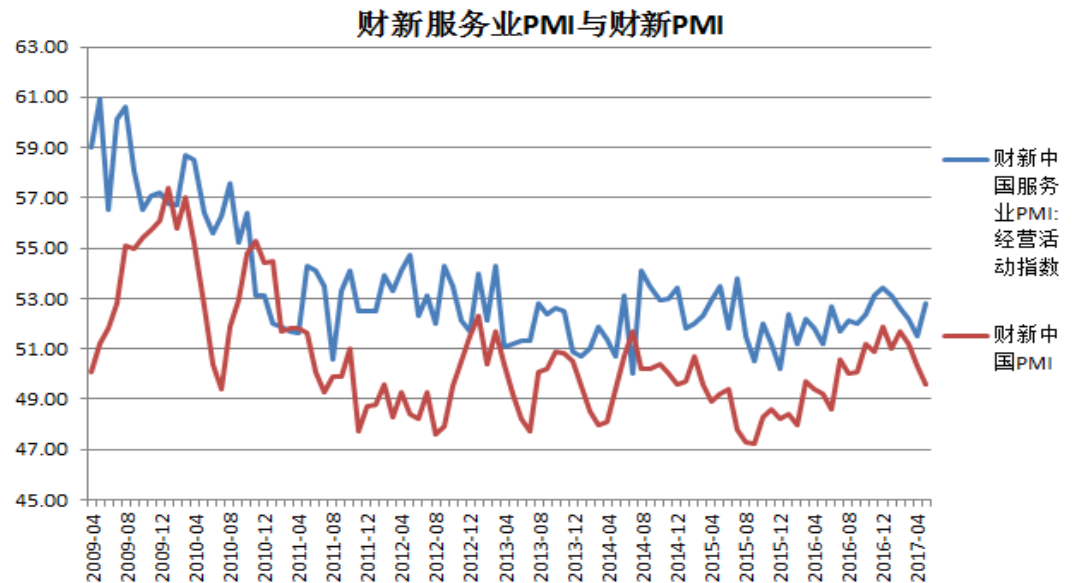


数据来源：wind，南华研究

近期商品房价格周期高点出现在 2016 年 12 月份，目前已经开始向下(连续 3 个月向下，说明头部已经形成)，比房地产销售周期滞后 8 个月，而房价环比高点出现在 2016 年 9 月份，也比房地产销售周期滞后 5 个月，随着商品房销售周期的高位持续回落，商品房价格将进入下跌通道。我们统计了 2008 年以来商品房同比下降周期的时间区间，下降时段分别为 2008-1 到 2009-1、2010-4 到 2012-7、2013-11 到 2015-4，持续时间大约分别为 1 年、2.25 年、1.4 年，平均达 1.6 年，所以本次商品房同比下降周期的低点应该在 2018 年 6 月份左右。

**制造业景气开始回落，服务业景气转而上升，整体经济景气将继续上行，减缓周期下行压力。**统计局和财新公布的 5 月份 PMI 数据显示，5 月统计局 PMI 为 51.2，与 4 月持平，连续两个月没有再度回升，说明 3 月份的 PMI 值可能是周期高点的可能性较大，同时财新 PMI 为 49.6，较 4 月回落 0.7 个百分点，11 个月来首次低于临界点 50，制造业运行状况由扩张转为收缩，虽然统计局 PMI 和财新 PMI 数据再次背离，但均显示数据开始转弱，说明近期金融监管收紧对实体经济的影响逐渐显现，随着库存周期的上升期接近尾声，一旦支撑经济增长的房地产和基建投资出现收缩，经济下行的压力再次显现。同时 5 月份财新中国服务业 PMI 为 52.8，较 4 月份上升 1.3，创 4 个月以来新高，创新经济企业利润或将好转，并且近期中小企业下跌幅度较大，估值已经有较大的回落，市场上有估值回补的需求。

图 2.1.6 财新服务业 PMI 与财新 PMI



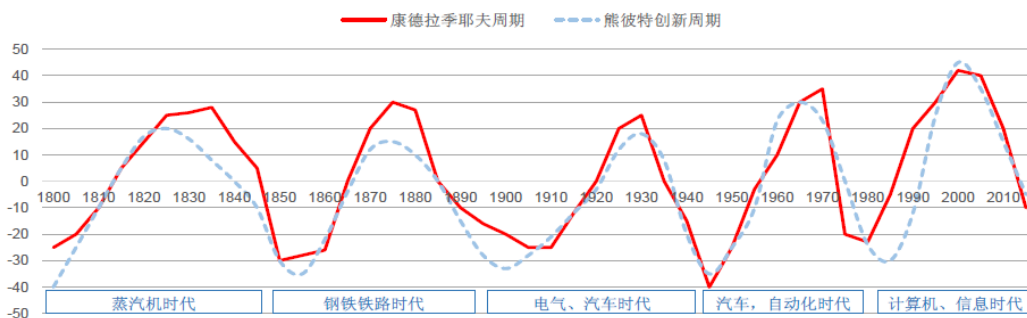
数据来源：wind，南华研究

## 2.2. 三周期嵌套整体趋势向下

2017-2018 年是康德拉季耶夫周期从衰退阶段过渡到萧条阶段，全球技术创新活动依旧较弱。康德拉季耶夫周期是苏联经济学家康德拉季耶夫提出的长波假设，其理论在 1924-1925 年发表的《经济生活中的长周期》充分体现，每次循环周期大约 60 年，之后许多经济学家都参与了该周期研究，比如欧美的经济学家弗雷斯特、曼德尔、罗斯托，日本的筱原三代平等等，我国研究周期的专家学者也不少，比如有“尼古拉斯”之称的已故周金涛老师，但因为该周期的特点是大框架，不同学者对周期

时段的划分有所不同，根据康德拉季耶夫周期理论认识，我比较赞同尼古拉斯·金涛老师的结论，全球经济自 1782 年以来经历了四个完整周期，从技术创新角度命名为纺织工业和蒸汽机技术时代(1782 年到 1845 年)、钢铁和铁路技术时代(1845 年到 1892 年)、电气和重化工业时代(1892 年到 1948 年)、汽车和电子计算机时代(1948 年到 1991 年)，当前正在经历的周期是信息技术时代(1991 年至?)。

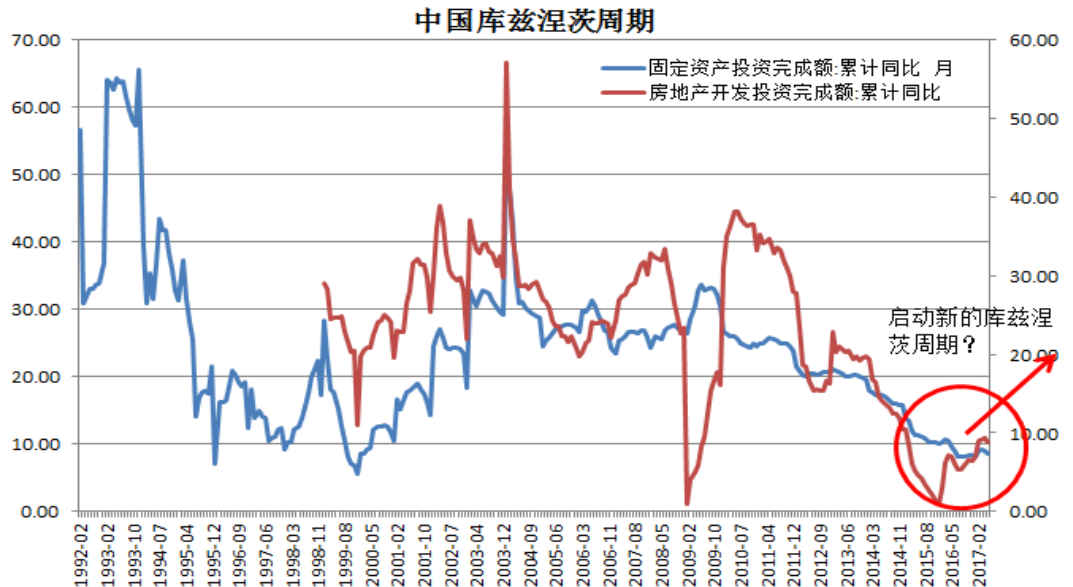
图 2.2.1 康德拉季耶夫周期



资料来源：尼古拉斯·金涛 & 南华研究

**中国的库兹涅茨周期的下降期仍未结束。**库兹涅茨周期是 1930 年美国经济学家西蒙·库兹涅茨在《生产和价格的长期运动》一书中提出，该周期约 15-25 年，平均长度为 20 年左右，而因为该周期它的核心驱动力是房地产和建筑业的兴盛和衰退，也被称为房地产周期。在中国目前还没有经历过一个完整的库兹涅茨周期，而在美国库兹涅茨周期体现的较为明显，比如距离最近的是 1991-2010 年的房地产周期，上升期是 16 年(1991 年至 2006 年)，下降期 4 年(2007 年至 2010 年)，也就是在 2008 年爆发席卷全球的美国次贷危机。理论上中国也遵循这样的经济周期，我们提取固定资产投资完成额累计增速和房地产开发投资完成额累计增速数据，如图 2.2.2 所示。以 1999 年开始计算本轮周期的起点，对应结束年份应该在 2019 年前后，以房地产投资完成额指标为例，2010 年完成了大周期中的一个顶部，投资增速最高达到 38.10%；2011-2012 年在政策下调整，2013 年又快速上行完成第二个顶部，投资增速最高达 22.8%，2014 后快速下行，但是特别注意的是 2015 年 12 月房地产开发投资完成额累计同比值为 1.00%，随后震荡上涨，我们认为还不能说明该周期已经结束新的周期已经开始，并且固定资产投资完成额累计同比依旧震荡下跌，本章第一节我们也分析了目前房价开始新的下跌周期，房地产泡沫风险依旧严重绑架中国经济发展，危机不除何来新周期的启动？

图 2.2.2 中国库兹涅茨(即固定资产投资)周期



资料来源: wind & 南华研究

对于后期中国房地产周期的展望, 由于人口增长断档, 可能会较弱。库兹涅茨周期是以房地产和建筑业的兴衰来划分的, 所以其核心波动来自于人口结构的变化, 以我国人口数据为例, 1980-1987 年是一波婴儿潮, 25 年后即 2005-2012 年是中国房地产需求的一波顶峰, 并且 80 年代实施计划生育政策, 对人口增长产生较大影响, 随着 1980-1987 年人口红利释放完毕, 人口周期断档, 意味着在 1999-2019 年的库存涅茨周期结束后, 下一个库兹涅茨周期可能会比较弱。

### 2.3. 金融降杠杆贯穿下半年但力度减弱

管理层未防止国内金融风险爆发, 今年以来央行持续实施降低金融杠杆, 其重要市场发酵期在 4、5 月份, 并且央行降杠杆延续到银行资产负债表缩表, 房地产限购严重, 导致 A 股市场资金避险情绪浓厚, “抱团取暖” 行为成为市场炒作热点。这样问题就归结到金融降杠杆是否持续下去? 这是我们重点关注的。

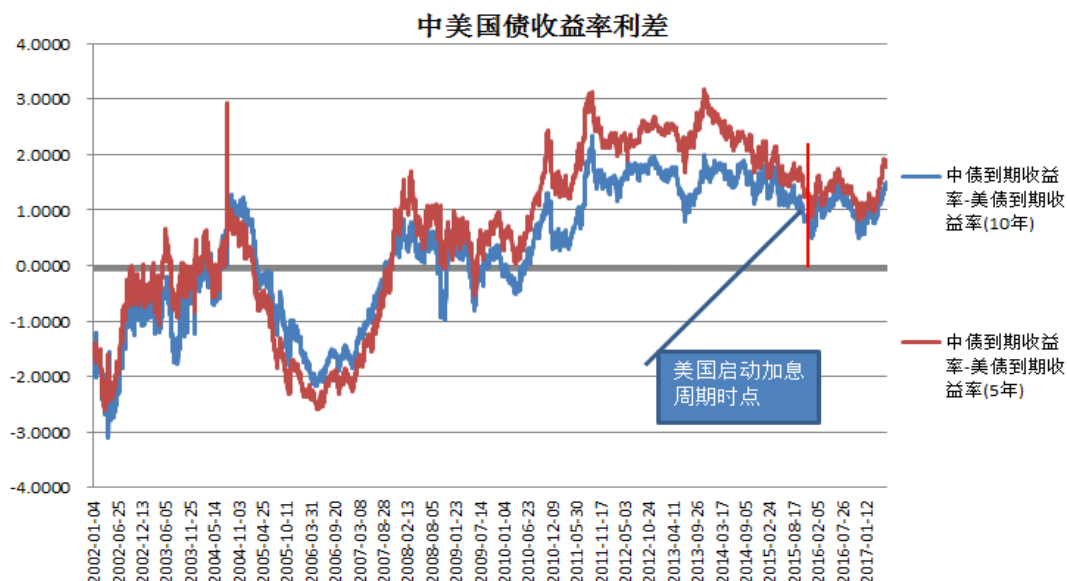
首先我们要分析国家需要降低金融杠杆的原因以及逻辑, 我们认为可以从以下方面分析:

**我国货币乘数很高, 整个金融杠杆存在很大的风险隐患。**截至 2017 年一季度数据公布, 我国货币乘数为 5.29 倍, 创历史新高, 从货币乘数的历史走势曲线来看, 本次货币乘数是从 2008 年金融危机我国启动 4 万亿经济刺激开始, 货币乘数一直高歌猛进持续上涨, 重点加速时期在 2015-2016 年。2014-2015 年 A 股启动杠杆大牛市, 2015 年年中国关闭场外资金入场, 降低股市资金入场杠杆, 引起股市泡沫刺破, 导致股市崩盘, 而此时资金杠杆的使用已经渗透到很多方面, 特别是房地产。因为人口红利的原因, 我国房地产已经持续上涨了近 20 年, 虽然在 2008 年金融危机有所调整, 但很快又进入上涨通道, 2016 年更是房价加速上涨最快年份, 逐利心里导致人们通过各种途径购买房产(比如假离婚贷款, 夸大工资收入贷款, 首付贷款等), 导致市场货币乘数加速上升, 金融杠杆非常高, 经济金融风险隐患异常明显。

**2017 年美国加息步调加速, 并且美联储资产负债表缩表已经开始进入议题, 也是导致中国启动金融降杠杆的重要外部因素。**回望过去历史, 因为美元的世界霸主地位导致每次美国收紧银根时都会引发全球性金融或经济危机, 比如 1929 年美国股市大崩盘、1973 年的石油危机、1997 年亚洲金融危

机、2008 年美国次贷危机，无不跟美国加息息息相关。为防止国内经济受短期资金大幅外流的冲击，逐步提高自身利率，提高中美利差，引导海外资金流入国内，减少人民币贬值压力，服务国内经济发展。截止 6 月 12 日，5 年期中美债券收益率利差为 1.7821%，10 年期中美债券收益率利差为 1.3741%，其 2000 年以来利差走势如图 2.3.1 所示。

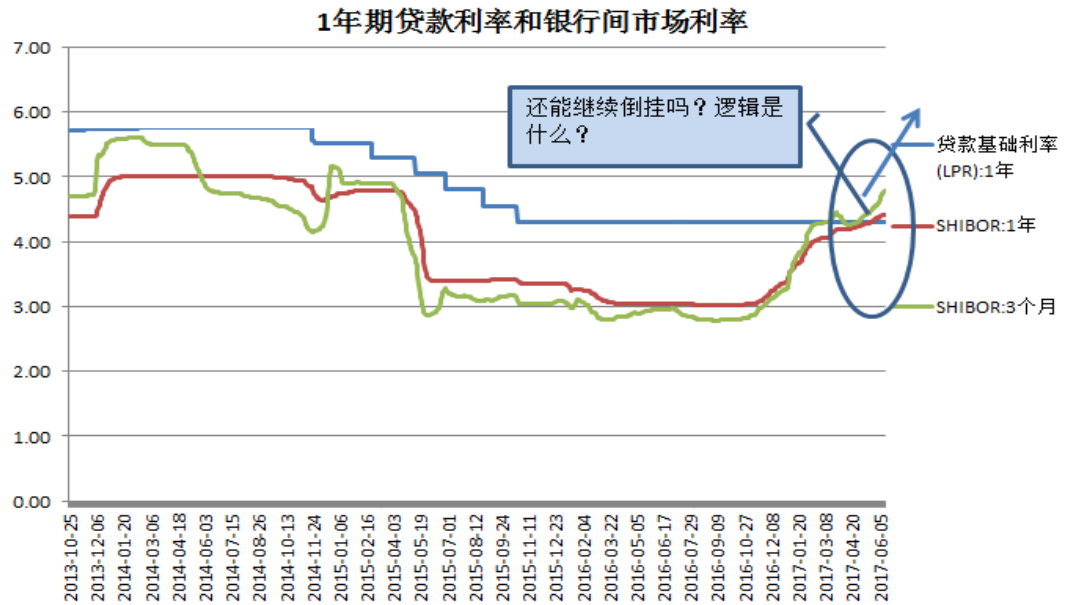
图 2.3.1 中美国债收益率利差



资料来源：wind & 南华研究

**利用经济企稳上升的时机降低金融杠杆，无疑是最好的时间窗口。**正常的市场经济环境下，经济回暖并上升，市场利率会持续上涨，并且因为预期盈利性较好，企业愿意承担高的利率成本。2016 年 7 月国内启动新的库存周期以来，传统周期型企业盈利大幅上升，届时根据当前的宏观金融环境启动降杠杆，对整体经济的杀伤力没有那么大，否则在经济较差的环境下降低金融杠杆，无疑对经济金融是雪上加霜。那么降杠杆最终得有个下限，因为发展经济没有杠杆是谈不上发展的，当前市场利率持续上升，以银行间市场利率为例，截止 6 月 13 日 1 年期 SHIBOR 市场利率为 4.4208%，已经连续 16 天超过 1 年期贷款基础利率，如图 2.3.1，倒逼近期银行大幅上调贷款利率，这对实体经济无疑是较大的负面影响。所以这应该的金融降杠杆的天花板，预计下半年降杠杆力度减弱，但因为金融风险没有释放(特别是房地产的杠杆性风险)，政策上依旧维持货币偏紧的格局。

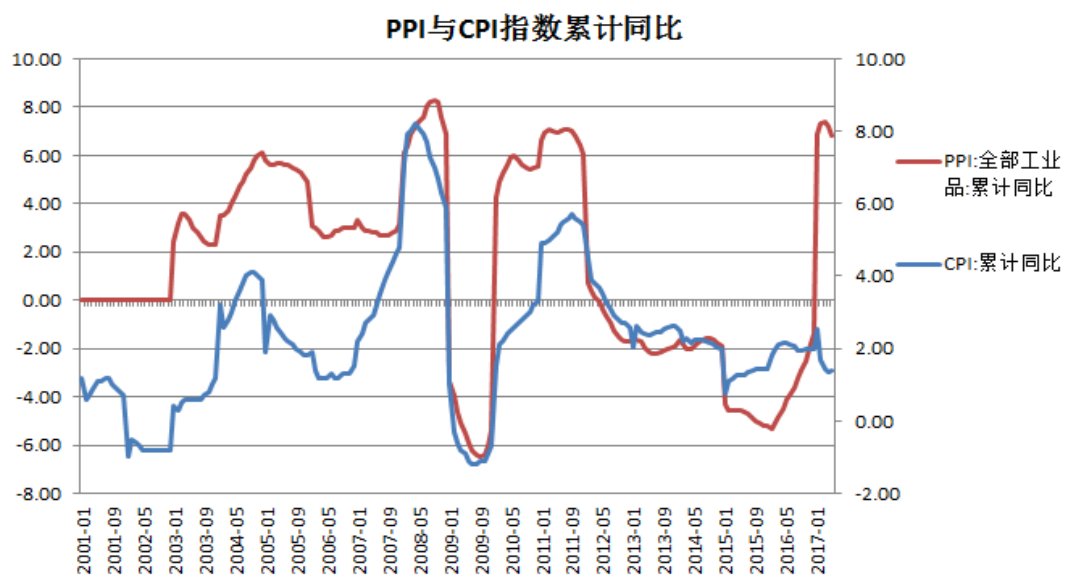
图 2.3.2 贷款基础利率与银行间市场利率



数据来源：wind，南华研究

**库存周期的被动补库存阶段往往出现短暂的经济滞涨，管理层较少会出台政策刺激经济增长。**4月份工业企业利润累计增速为 24.4%，低于 3 月份的 28.30%，而产成品库存累计增速为 10.40%，创 2015 年以来新高，依旧保持上升，我们判断 2016 年 7 月份启动的库存周期目前已经步入被动补库存阶段。今年 5 月份 PPI 累计同比为 6.80%，连续两个月回调，本周期的峰值在 3 月份的 7.40%，其横截面数据与 2010-2011 年相当，说明后期下跌的概率较大，5 月份 CPI 累计同比为 1.40%，依旧低于 2016 年均值水平(2016 年平均 cpi 累计同比为 2.02%)，如图 2.3.3 所示。对于 2017 年下半年 CPI 的判断，我们认为整体 CPI 累计同比低于 2.0% 的概率较大，原因在于：a) 降杠杆的金融背景下今年货币供应增速继续下行，一季度 GDP 增速为 6.7%，或成为全年最高；b) CPI 构成可分为食品、非食品工业品、非食品服务三部分，其中食品项受制于当前继续下跌的国际粮价，预计同比增速继续下行，非食品服务价格同比走势与房价同比走势强正相关，随着房地产价格周期回落，非食品服务价格也将下跌，而非食品工业品价格目前上行压力很大，随着库存周期开始进入下行阶段，其价格也相应回落。为此，在这样的 CPI 在低位徘徊和 PPI 高位运行的阶段，我们大胆预判管理层不会出台经济刺激政策，维持适度紧缩货币政策为主。

图 2.3.3 PPI 与 CPI 指数累计同比



数据来源: wind, 南华研究



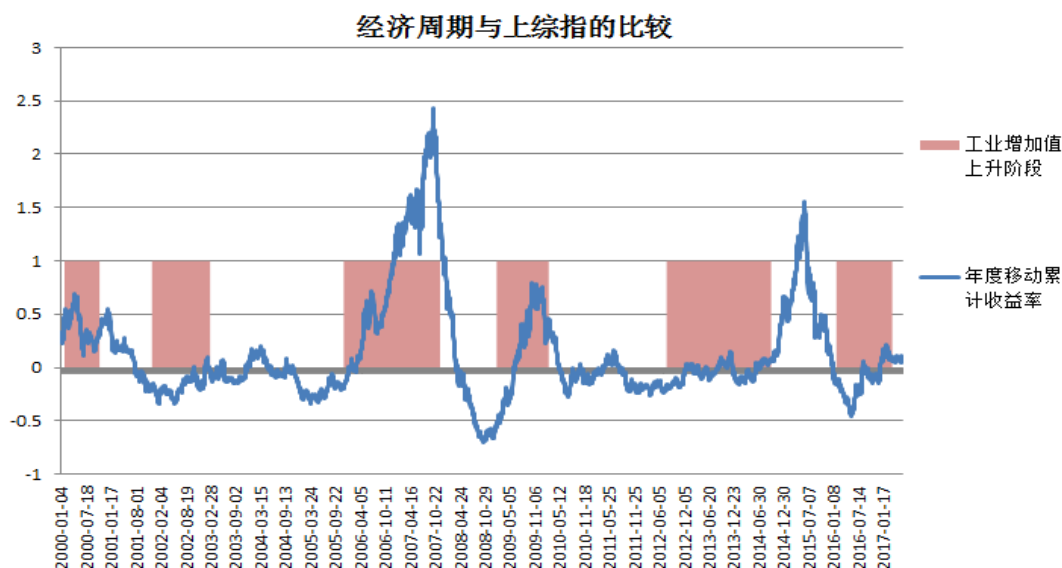
## 第3章 经济周期下 A 股的投资分析

### 3.1. 经济周期下 A 股的结构性市场表现

经济周期领先库存周期,股市在经济周期上升初期就开始回暖。在第二章第一节中我们已经提出,库存周期的观测顺序一般为:社会融资规模增速——>产出缺口——>PMI 原材料——>工业企业利润——>PPI——>PMI 产成品——>产成品库存,也就说当产成品库存上涨时,经济已经开始好转,企业订单、产品价格、利润已经有了一定幅度的上升,此时经济周期已经复苏,则理论上将经济周期是领先库存周期的,而股市也领先或者同步于经济周期。

纵观历史,我国经济周期与 A 股有非常强的正相关性。我们获取了 1999 年以来上综指收盘价,按年度计算移动累计收益率,并结合第二章第一节经济周期(工业增加值累计同比增长)划分时段,纳入走势分析比较,得到如下图 3.1.1 所示,其中浅红色柱状模块是经济周期上升时段。

图 3.1.1 经济周期与上综指的比较



数据来源: wind, 南华研究

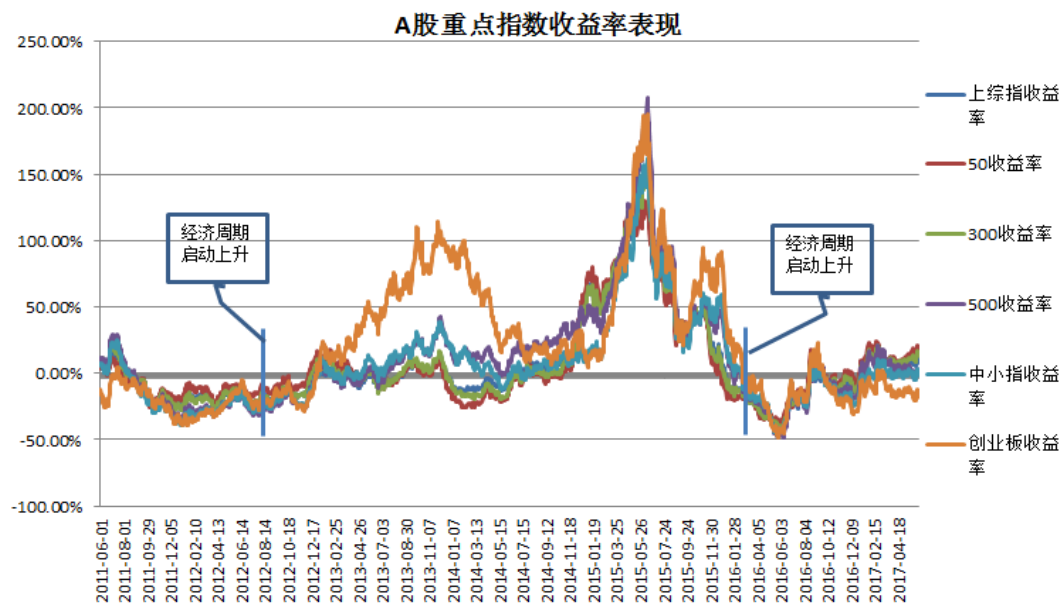
由图 3.1.1 中我们可以看到最近 5 次经济周期中, **每一个经济周期上升 A 股整体上都存在系统性上涨机会, 准确率达 100%, 而经济周期下降的时候, A 股也开始震荡下跌(2015 年除外)**。平时我们经常听到这样的话: 中国股市不是经济的晴雨表, 中国股市与经济基本没什么关系。其实我们判断是他们没有真正理解经济与股市的关系, 股市与经济的关系不能简单的理解为经济好的时候股市就好, 经济差的时候股市就坏, 虽然中国的 GDP 增速挺高, 但期间也有涨跌, 但是从图 3.1.1 中我们可以判断, 经济变好的时候股市就上涨, 经济停滞或者变坏的时候, 股市有可能下跌或者说下跌的概率非常大。影响股市的因素不仅仅是经济周期, 还有国家政策、企业盈利、公司估值以及市场利率, 比如 2015 年的大牛市就是超低利率背景下结合企业盈利上涨而诞生的。

**对于当前的经济周期下, 我们认为股市没有大机会。**本轮经济周期从 2016 年 2 月份开始启动到 2017 年 6 月份已经运行了 16 个月, 其中阶段性高点在 2017 年 3 月份, 目前已经跌 3 个月, 所以我们认为本轮经济周期的高点已经出现, 后续将会持续下跌, 对应的 A 股我们预判以避险为主, 市场表现可能体现为震荡下跌, 但不排除有结构性机会。至于未来经济周期的阶段性底部, 我们认为在 2018 年 11 月前后(基于这个时间段, 我们是这样计算的: 本轮工业企业库存周期上升时点在 2016 年 7 月

份，以平均 40 个月为一个周期，下一个新库存周期开始应该在 2019 年 11 月，而经济短周期领先库存周期大约 12 个月，所以我们就确定了时间 2018 年 11 月)。

上述我们分析了整体 A 股的投资机会，在经济周期的下降期，A 股结构性机会还是不少的，为了保证样本数据的协同性，我们获取了 2010 年 6 月以来的 A 股重点指数收盘价，计算其年度移动累计收益率，得到如下图 3.1.2 所示。

图 3.1.2 A 股重点指数历史收益率表现



数据来源：wind，南华研究

由图 3.1.2 所示，我们可以看到 2011 年以来 A 股只是经历了一次完整的库存周期(2013.1 至 2016.6)，和目前正在经历的库存周期(2016.7-?)，对应的短周期经济周期时段分别为 2012.8 至 2016.2，2016.2-?。A 股重点指数的结构性市场表现都体现出：a) 整个经济周期过程中，所有重点指数的涨跌历程步调明显不一致，但最终结果都达到了同样的涨幅，只是过程不同，也给主动性交易给予更多的风险回报的机会；b) 经济周期启动上升阶段，上证 50、沪深 300 指数收益率明显高于创业板收益率，而上综指收益率作为综合指数，其收益率居中；c) 经济周期启动下跌阶段，创业板收益率、中小指收益率明显领先上证 50 收益率、沪深 300 指数收益率，这个过程体现了大盘股搭台小盘股唱戏的 A 股特有风景；d) 新经济周期启动之前就是黎明前的黑暗，以整体市场持续下跌为结束。为此，对于当前的 A 股，我们一直认为只存在结构性机会，而在金融降杠杆的宏观背景下，市场资金“抱团取暖”拥抱盈利确定性，创业板和中小板依旧没有大机会。

对于历次经济周期下的行业市场表现，我们以表格的形式罗列，如表 3.1.1、表 3.1.2 所示。不过要特别注意的是，表格中所列举的只是区间的累计涨幅，与过程的涨跌无关，比如在弱周期的上升阶段 2001.12-2003.2，虽然区间统计涨幅为负数，但是过程存在较大的盈利空间，而对于经济周期的下行阶段 2014.9-2016.2 虽然整体盈利，但是过程大起大落还发生了历史性的股灾，所以在进行投资时，为了保证准确性，不仅仅要考虑经济周期，还需要针对当时市场的利率、股票估值以及企业的盈利性。

表 3.1.1 历次经济周期下的行业市场表现

行业	2000. 2-2001. 12		2001. 12-2005. 12		2005. 12-2009. 12	
	2000. 2-2000. 10	2000. 10-2001. 12	2001. 12-2003. 2	2003. 2-2005. 12	2005. 12-2007. 11	2007. 11-2009. 2
农林牧渔	41.57%	-31.33%	-21.65%	-57.57%	313.90%	-26.06%
采掘	49.72%	-20.19%	-17.94%	-8.59%	650.26%	-66.92%
化工	30.46%	-4.94%	-18.41%	-32.60%	463.65%	-58.60%
钢铁	37.58%	-7.75%	-9.44%	-10.35%	468.11%	-64.33%
有色金属	31.10%	-15.05%	-21.09%	-31.53%	990.60%	-76.28%
电子	25.10%	-24.63%	-19.45%	-45.62%	196.26%	-53.61%
家用电器	3.83%	-21.44%	-23.81%	-42.50%	375.31%	-48.73%
食品饮料	18.96%	-3.04%	-12.89%	-25.43%	469.08%	-52.71%
纺织服装	33.34%	-2.26%	-18.75%	-54.22%	337.48%	-52.70%
轻工制造	32.90%	-12.75%	-15.98%	-51.08%	316.24%	-54.67%
医药生物	34.26%	-10.76%	-10.72%	-45.30%	296.75%	-25.35%
公用事业	26.56%	-12.16%	-15.67%	-27.86%	313.51%	-49.02%
交通运输	28.25%	-8.05%	-12.66%	-11.74%	347.14%	-61.93%
房地产	27.35%	-6.08%	-16.47%	-43.50%	781.93%	-66.64%
商业贸易	24.52%	-9.76%	-20.09%	-36.30%	528.96%	-51.57%
休闲服务	35.97%	-11.45%	-13.99%	-36.49%	384.95%	-63.28%
综合	16.74%	-16.60%	-19.02%	-55.34%	374.85%	-55.42%
建筑材料	62.00%	0.33%	-16.89%	-49.76%	499.80%	-49.89%
建筑装饰	28.38%	-18.78%	-23.66%	-46.53%	437.76%	-37.65%
电气设备	13.52%	-21.30%	-19.27%	-13.85%	431.06%	-26.31%
国防军工	4.86%	-5.04%	-5.52%	-43.26%	675.19%	-61.63%
计算机	5.32%	-28.25%	-23.28%	-36.96%	249.01%	-37.08%
传媒	4.40%	-17.33%	-21.73%	-11.44%	219.31%	-45.07%
通信	19.52%	-21.05%	-28.54%	-17.76%	241.74%	-43.14%
银行	-10.05%	-9.59%	-11.32%	-12.50%	542.31%	-63.62%
非银金融	25.62%	-4.89%	-20.74%	-47.85%	1297.81%	-69.30%
汽车	25.29%	-0.88%	-5.46%	-48.55%	482.02%	-61.38%
机械设备	41.23%	-3.55%	-12.61%	-49.75%	581.10%	-50.96%

数据来源：wind，南华研究

表 3.1.2 历次经济周期下的行业市场表现

行业	2009. 2-2012. 8		2012. 8-2016. 2		2016. 2-7	
	2009. 2-2010. 2	2010. 2-2012. 8	2012. 8-2014. 9	2014. 9-2016. 2	2016. 2-2017. 3	2017. 3-2017. 6
农林牧渔	66.60%	-19.30%	21.99%	39.18%	21.13%	-14.85%
采掘	77.69%	-19.36%	-30.37%	-0.75%	20.74%	-7.76%
化工	56.24%	-40.23%	26.68%	25.00%	32.98%	-10.39%
钢铁	39.53%	-43.72%	-2.53%	20.69%	37.56%	-9.46%
有色金属	92.97%	-5.31%	-12.04%	-6.10%	41.14%	-11.05%
电子	103.59%	-18.94%	86.26%	14.91%	26.00%	-0.24%
家用电器	128.44%	-15.04%	58.93%	30.47%	38.10%	11.32%
食品饮料	100.97%	24.67%	-15.27%	13.36%	42.56%	7.84%
纺织服装	82.14%	-20.90%	16.76%	56.79%	20.28%	-12.79%
轻工制造	84.87%	-32.44%	54.99%	40.81%	27.07%	-11.05%
医药生物	90.48%	-5.88%	51.21%	22.69%	18.33%	-2.46%
公用事业	53.32%	-42.10%	14.36%	48.24%	12.21%	-2.08%
交通运输	53.32%	-42.10%	14.36%	48.24%	12.21%	-2.08%
房地产	67.53%	-23.80%	16.00%	55.56%	12.75%	-4.64%
商业贸易	93.56%	-34.54%	16.49%	32.61%	21.46%	-12.12%
休闲服务	115.26%	-12.39%	41.81%	46.80%	7.78%	-10.42%
综合	91.38%	-19.31%	48.03%	34.75%	27.69%	-16.20%
建筑材料	20.32%	-18.66%	2.62%	49.52%	42.90%	-5.48%
建筑装饰	20.32%	-18.66%	2.62%	49.52%	42.90%	-5.48%
电气设备	57.17%	-40.70%	59.30%	22.14%	19.63%	-10.60%
国防军工	73.05%	-26.65%	74.34%	13.55%	26.61%	-18.38%
计算机	89.47%	-23.83%	113.02%	53.24%	0.82%	-6.72%
传媒	69.97%	-33.05%	131.37%	31.86%	-5.20%	-10.40%
通信	62.19%	-47.03%	61.00%	43.36%	16.62%	-7.39%
银行	56.82%	-21.74%	11.49%	35.30%	18.90%	-3.36%
非银金融	50.70%	-28.18%	0.33%	34.15%	17.38%	1.90%
汽车	136.52%	-36.23%	64.50%	17.13%	31.02%	-5.55%
机械设备	65.90%	-15.22%	24.87%	26.09%	24.17%	-10.67%

数据来源：wind，南华研究

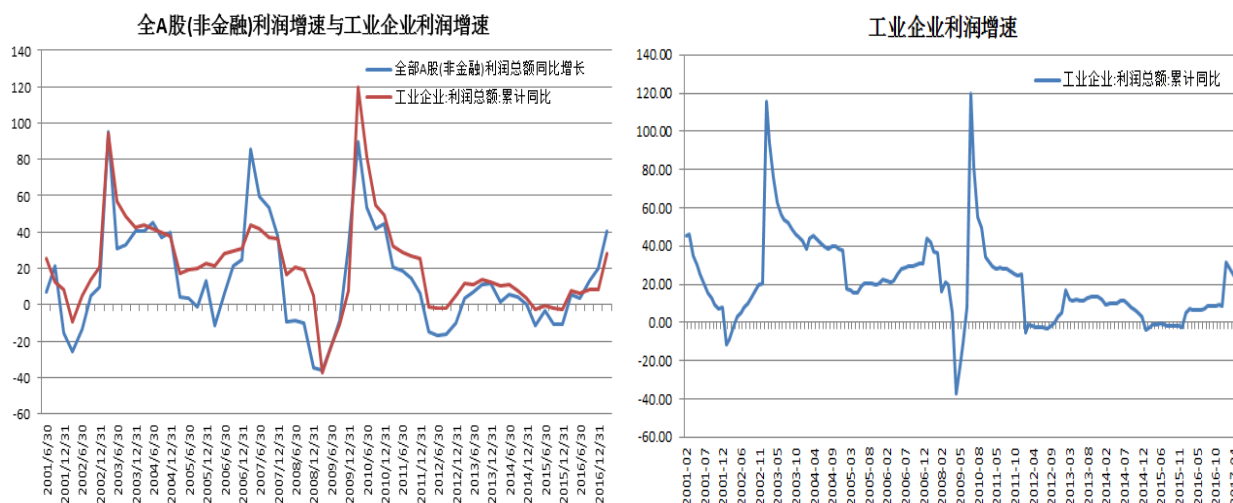
### 3.2. A 股盈利估值分析

由上一节我们已经分析了经济周期下不同阶段 A 股的结构性的市场表现，一般情况下，经济周期上行阶段，A 股系统性上涨概率较大，而当经济周期下行阶段，A 股系统性下跌的概率较大，也提出了为确保投资的准确性还需要考虑当时市场的流通性、股票估值以及公司的盈利性。回顾 A 股的波动周期历程，只要满足这三个因素中的两个就能启动牛市行情，比如 2006 年至 2007 年就是企业业绩高速增长和低估值引起的牛市，2009 年是宽松流动性和低估值引起的牛市，2014 年至 2015 年是流动性宽松催生的牛市。

因为市场利率预判我们在第二章中已经分析，本节的重点在于当前宏观背景下(经济周期开始下行、库存周期进入被动补库存阶段)，分析 A 股的结构性的盈利估值。首先我们看整体 A 股的盈利性，虽然 2017 年一季度报已经早完全披露，并且二季度财报数据披露还没有开始，但是工业企业利润与 A 股利润的历史波动有很强的正相关性，可供我们参考分析下半年 A 股的盈利趋势。

图 3.2.1：全 A 股(非金融)利润增速与工业企业利润增速

图 3.2.2：工业企业利润增速



资料来源：wind 南华研究

资料来源：wind 南华研究

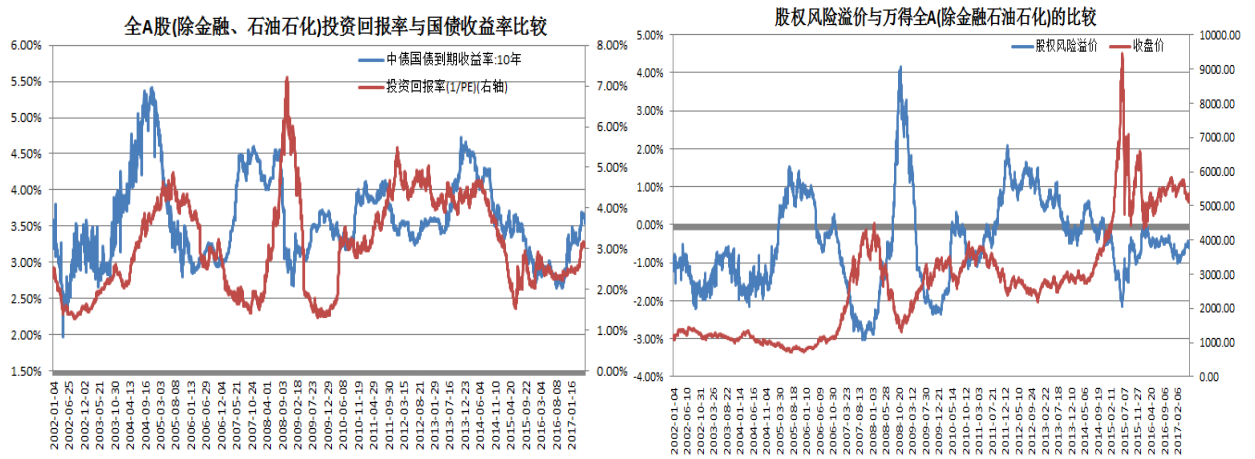
**2017 年半年度报全 A 股(非金融)企业利润增速下降是大概率事件。**鉴于我国上市公司财报与工业企业经济绩效指标披露的频率不同(前者按季度披露，后者按月度披露为主)，所以我们以上市公司财报披露的时间为基准将两者频度统一起来，得到如图 3.2.1 所示。从它们的高度强正相关可以看出来，我国上市公司利润承载着绝大部分的工业企业利润，期间在 2005 年和 2007 年分别出现了明显背离，这或许与当时上市企业的行业涉及面有关，2009 年之后随着上市公司增多，两者的相关程度更加高。据 wind 数据统计，截止 2017 年一季度，全 A 股(非金融)利润总额同比增速为 40.78%，连续 6 个季度保持持续增长，我们再根据中频度(按月度披露)的工业企业利润累计同比数据可知，如图 3.2.2 所示，截止 6 月 16 日，已有的数据披露显示工业企业利润累计同比已经连续两个月度下降，4 月份工业企业利润累计同比为 24.4%，3 月份为 28.30%，其峰值在 2017 年 2 月的 31.5%，并且从宏观的经济背景来看，我们预判工业企业利润增速还将下滑，所以我们同样认为 2017 年中报，全 A 股(非金融)的企业利润增速将下跌，即 2017 年一季报为 A 股全年的最高增速，往后将趋势下跌的概率较大。

**当前 A 股的整体投资安全边际较低，体现在投资回报率相比历史依旧较低，相对于 10 年期国债收益率的股权风险溢价也较低。**市场投资者从大类资产配置的角度上看可以大致分类风险偏好和风险

厌恶型,理想状态下假设金融市场上只有股票和债券市场,风险偏好投资者会选择投资股票,反之,风险厌恶投资者会选择投资债券,这样股票和债券的价格走势应该是负相关的。债券可以用收益率来度量,为了能与股票投资收益进行较好比较,也需要用一个收益率数值来度量股票投资的价值,显然历史的投资大师已经给我们想好了办法,这里就借用一下。用市盈率来评估股票指数或者公司的估值已经家喻户晓,指数或股票的投资回报率就是定义为市盈率的倒数,用百分比数值的形式来度量未来投资股票的收益率,若将它与国债收益率进行比较,结果会怎样呢?

我们从 wind 获取了 2002 年以来全 A 股(除金融、石油石化)的市盈率历史数据,计算其投资回报率,然后在于十年期国债收益率进行比较,如图 3.2.3 和图 3.2.4。

图 3.2.3: 全 A 股投资回报率与国债收益率比较 图 3.2.4: 股权风险溢价与全 A 股比较



资料来源: wind 南华研究

资料来源: wind 南华研究

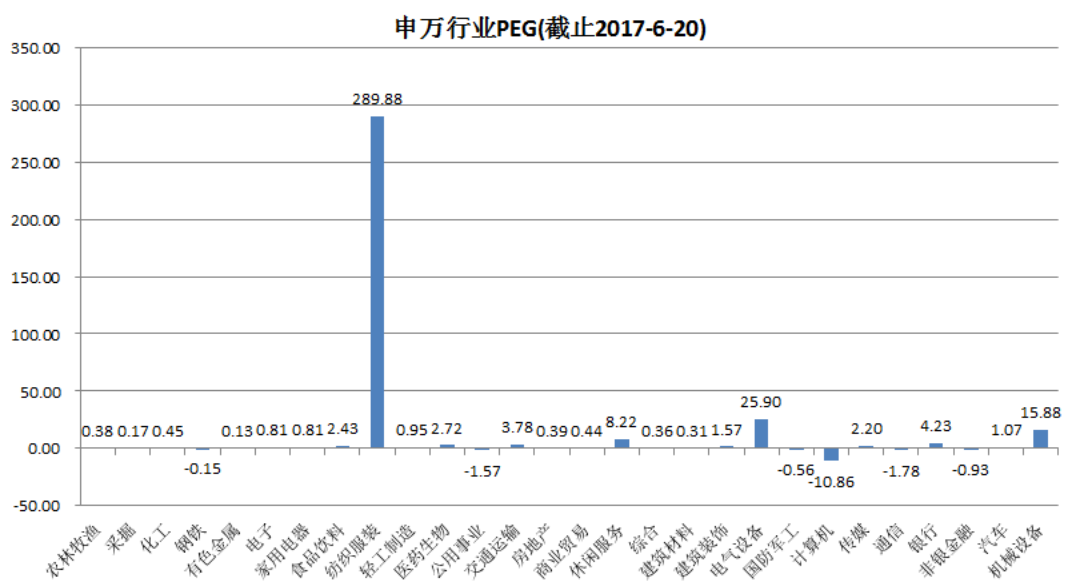
由图 3.2.3 我们发现,股票投资回报率与十年期国债收益率存在比较强的正相关性,2009 年之前明显的看出十年期国债收益率领先股票投资回报率 6 个月,而 2009 年之后,这两者的波动趋同性更强,我们将两者之差(股权风险溢价=股票投资回报率-十年期国债收益率)在于 A 股指数(除金融、石油石化)进行比较,即图 3.2.4。蓝线中股权风险溢价较高的点出现在 2005 年、2009 年和 2013 年,而当前的股权风险溢价为 -0.54%,可以看出从整体 A 股的投资回报上看,投资债券的回报率更高。

基于上述的股权风险溢价我们知道当前 A 股想要出现大牛市,理论上发生的概率是比较小的,并且从宏观上 2017 年管理层把降低金融杠杆为主要任务来抓,并且美国处于加息周期导致新兴市场的股票市场表现不可能太好,所以我们认为下半年整体市场依旧以避险为主。

再次定调了 A 股下半年整体的市场表现风格,存量资金的博弈下,对低估的价值型股票更具有疯狂的追求,就是所谓的以被动转主动。针对低估的价值型股票,并不能传统的认为低市盈率就是价值低估,而高市盈率就是价值高估,还要同时兼顾评估其成长性,只有在市盈率较低并且未来企业成长性很好(未来盈利确定性较强)的情况下,才可以确认为具有非常好安全边际的价值型股票,据此就引出了 PEG 概念。

PEG 值就是市盈增长比率,是从市盈率衍生出来的一个比值,由股票的市盈率除以净利润未来增长率得出,PEG 值越低,股价被低估的可能性就越大。对于 PEG 值为负数的,我们认为没有直接比较参考价值,要评估 PEG 为负值是否被低估,则要考虑其行业的发展是否从亏损阶段。由图 3.2.5 我们可以看出,有色金属、采掘、建筑材料、农林牧渔其 PEG 值分别为 0.13、0.17、0.31、0.38,建议投资者在这些行业板块里面挖掘更具体的投资机会。

图 3.2.5 申万行业板块 PEG



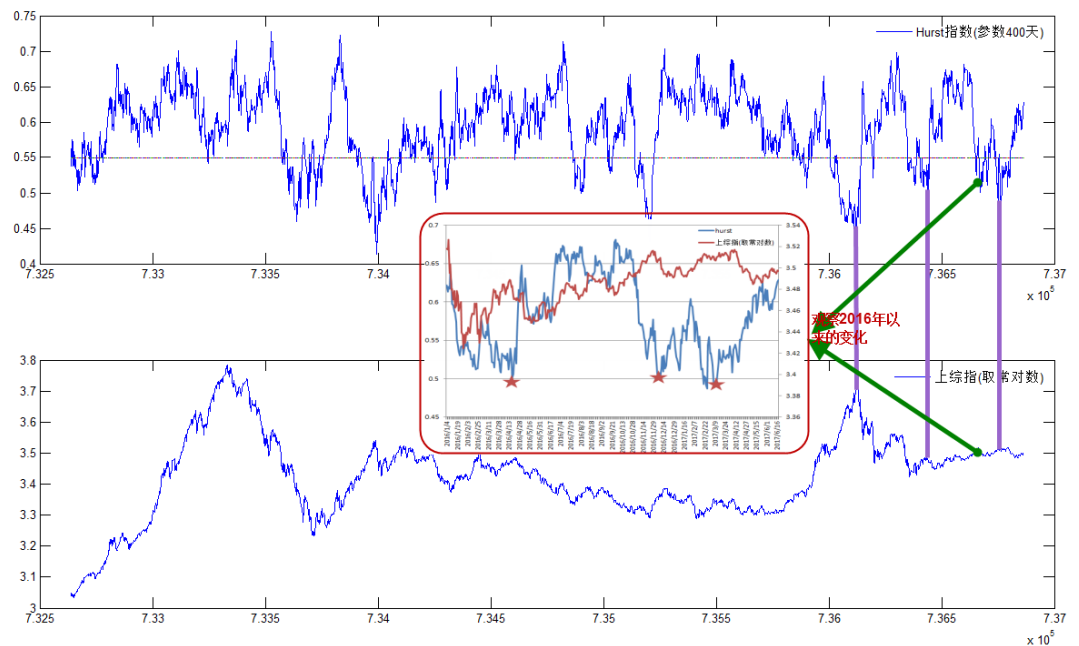
资料来源: wind & 南华研究

## 第4章 市场情绪指标

### 4.1. Hurst 指数研判

关于 Hurst 指数在金融市场中的应用，国内、外已经有大量的研究成果，本人也在 2016 年 3 月份发表了《南华期货-hurst 指数：A 股中长期底部已现》，我们从新获取了上证指历史数据，计算其 Hurst 指数，并且与其本身形态，如图 4.1.1 所示。截止 2017 年 6 月 20 日，Hurst 指数为 0.63，自从 4 月 20 日上涨突破 0.55 后持续运行至今，按照 Hurst 指数判断上证指波动规则，指数将持续震荡上涨，同时我们必须注意的是，Hurst 只适合中期判断拐点，对短期震荡波动不敏感。

图 4.1.1 上证综指与 Hurst 指数(截止 2017-6-20)



资料来源：wind&南华研究

Hurst 指数的应用：

- 当  $H=0.5$  时，时间序列为标准的随机游走，收益率呈正态分布，可以认为现在的价格信息对未来不会产生影响，过去的增量和未来的增量不相关，市场是没有记忆特征的。
- 当  $H>0.5$  时，存在状态持续性，时间序列是一个持久性的或趋势增强的序列，过去的增加的趋势预示将来整体趋势还是增加，即如果序列前一期是向上走的，下一期也有大于一半的概率是向上走的，并且  $H$  越接近 1，这种持久性越强， $H$  越接近 0.5，趋势就越不明确。

当  $0<H<0.5$  时，时间序列是反持久性的或逆状态持续性的，过去的增量和未来增量是负相关的，即序列在前一个期间向上走，那么下一期多半向下走。

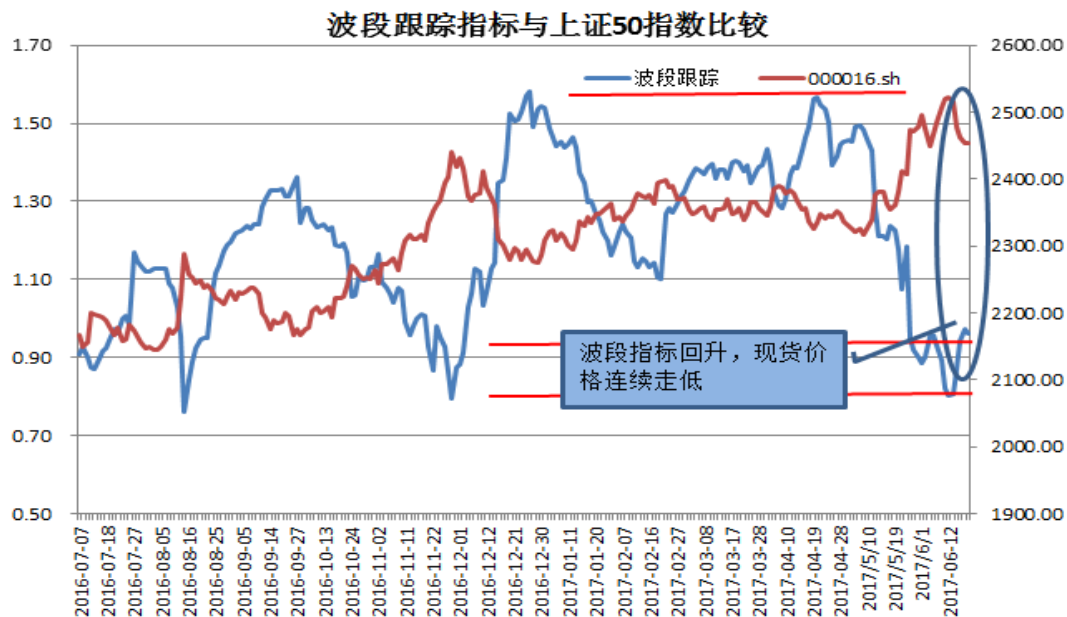
### 4.2. 波段跟踪研判

波段跟踪指标主要依据上证 50ETF 期权多空持仓量，通过一定的统计分析运算得到的，该指标独立于行情价格走势，纯粹是期权多空双方博弈得到的结果，并且从曲线上看与现货指数呈强反比例关系(正常波动范围是 1.0 到 1.5 之间)，结合行情和技术分析可以比较准确的把握市场波动。因为是根据

多空持仓边际产生的，所以适合于短周期的波段操作。

截止 6 月 19 日波段跟踪值为 0.96，略微回落，IH 大幅大幅上涨，而波段跟踪值却变化不大，更加确定波段头部已经形成，预计后续震荡下跌，但不排除顶部继续高位震荡判断。

图 4.1 波段跟踪指标与上证 50 指数比较







## 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

## 太原营业部

## 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、811 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

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
电话: 02150431979

## 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: 021-52586179

## 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

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

## 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

## 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

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：0513-89011168  
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

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 1 号楼 301、302、312、313 室  
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

**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

## 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。