

拥抱通胀主题！

摘要

2018年1月底沪指弱势走低以来差不多有半年的时间，短期还跌破了中期支撑线3040点，继续震荡下跌，市场悲观情绪一片，国内降杠杆持续增强，M2同比以及社融增量同比持续减少，并且还涉及到全球贸易战已经打响，预示全球经济衰退的可能性不断加大，沪指中短期可能还将继续下探，为此我们结合经济周期和信用周期，预测2640点附近区域，将是未来沪指的底部区域，时间上看2019年初将启动经济短周期向上，届时经济开始复苏将带动股市回暖。

步入年中，中国经济无近忧但有远虑。无近忧主要体现在一季度中国经济继续维持强韧性，而二季度中依旧维持低通胀稳增长的势头；有远虑主要体现在目前国内实行紧货币紧信用宏观环境下，金融降杠杆、企业降杠杆目前没有看到减弱的迹象，并且企业债违约、企业发债难的事件不断发生，再加上中美贸易战已经打响，视为中期不可调和的矛盾，还有可能继续升级的可能，所以三、四季度经济回调的压力依旧很大。为此我们推断可能宏观经济可能存在滞涨风险，本轮经济短周期从2016年1月开始上升，截止目前上升阶段已经持续了25个月，并且目前国内处于紧货币紧信用阶段，下半年经济回落的概率依旧较大，而通胀水平至少会基于2017年低基数的影响逐步上升，当然不排除原油期货继续上涨而带来的通胀上升。

行业配置主推必需消费品和公用事业。整体A股估值很便宜，但不排除股权风险溢价还有上升的可能，因为历次市场大底该值都在1.5%区域，目前0.23%还有上行空间，据此我们判断下半年A股难以出现系统性上涨行情，但结构性行情是存在的。基于通胀和滞涨的判断，在行业配置方面，我们推荐周期类板块的钢铁、化工、采掘和有色金属，但是该类板块在经济周期确定向下的时候盈利空间将会收缩，消费类板块的食品饮料、医药生物和家用电器，非周期性板块的公用事业，特别在环保、燃气和水务方面，创新经济板块的芯片国产化和人工智能。

把握下半年结构性的趋势性行情。基于A股净利润成分依旧以周期性行业为主的特点，“五穷六绝七翻”的年内行情特点依旧有效。因为目前影响A股的核心矛盾是中美贸易战升级以及紧货币紧信用的政策，而这两者引起的市场情绪风险不会长期持续发酵下去，主要还需要看企业盈利质量的改善，所以我们认为在结构性行情中需要把握市场热点。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

姚永源 0755-82723950

yaoyy@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0010046

王梦颖

wangmengying@nawaa.com

助理研究员

目录

第 1 章	市场回顾和展望	3
1.1.	寻找沪指底部区域.....	3
1.2.	期指套期保值和跨期套利机会.....	5
第 2 章	经济预期：无近忧但有远虑	7
2.1.	无近忧.....	7
2.2.	有远虑.....	8
2.3.	提防滞涨.....	10
第 3 章	配置主线：必须消费品和公用事业	12
3.1.	剖析 A 股盈利估值状况，寻找价值投资标的.....	12
3.2.	通胀或滞涨阶段，寻找具有较高的投资安全边界的行业.....	13
3.3.	从投资行为方面看主力持仓动向.....	15
3.4.	创新经济的投资机会.....	17
第 4 章	策略提点	19
	南华期货分支机构.....	21
	免责声明.....	23

第1章 市场回顾和展望

姚永源

yaoyy@nawaa.com

0755-82723950

1.1. 寻找沪指底部区域

2018 年 1 月底沪指弱势走低以来差不多有半年的时间，短期还跌破了中期支撑线 3040 点，继续震荡下跌，市场悲观情绪一片，国内降杠杆持续增强，M2 同比以及社融增量同比持续减少，并且还涉及到全球贸易战已经打响，预示全球经济衰退的可能性不断加大，沪指中短期可能还将继续下探，本节我们结合历史 K 线形态和经济周期来寻找 A 股底部的大致区域，如图 1.1 所示。

图 1.1：沪指的底部在哪里



数据来源：wind 南华期货研究所

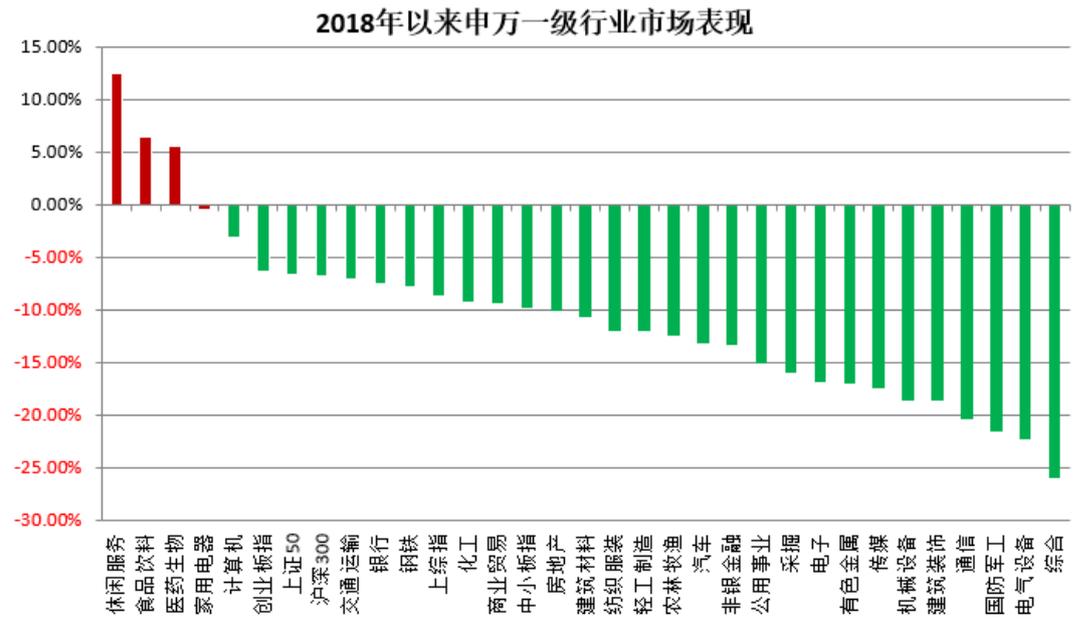
- **历年股市下跌周年庆说起。**我们在《经济周期下 A 股的投资分析》中详细分析了经济周期与 A 股波动周期的关系，回顾 2000 年以来 A 股大牛市，不外乎 2006–2007 年和 2014–2015 年这两拨。2006–2007 年牛市的结束主要是因为美国爆发次贷危机而引发全球经济衰退，特别说明的是此次全球股市处于大牛市但是美国经济增速却是下降的，并且美国爆发次贷危机的核心涉及行业是房地产，这也是美国政府将自身的杠杆风险转移给美国民众而引起的，这对理解现在美国将国内杠杆风险转移的目标有一定的借鉴，对 A 股而言从 6124 点下跌至 1664 点区域，正适周年左右，随后在中国四万亿投资政策落后启动新一轮的经济短周期，A 股强劲反弹，随后 2000 点区域一直是后续 6 年 A 股的强有力支撑底部区域；2014–2015 年牛市的结束主要是因为中国降金融杠杆所致，2016 年初触底，并且在供给侧改革的背景下欣起了一轮经济短周期，周期蓝筹股大涨，则我们大胆预测 2640 点将是未来沪指的底部区域。
- **流动性引发的股市系统性风险下跌的底部。**2011–2012 年中国处于加息周期，股市单边下跌，2012 年底在国家刺激经济下，M1、M2 同比上升，社会融资规模也开始大幅上升，触发 2000 年以来第四次库存周期上升，周期股迎来一次 2 个月的盛宴，随后 2013 年中国家收紧货币，使得 M1、M2

增速再次大幅回落，触发一次系统性的流动性风险，A 股大幅下跌，而此时社会融资规模增速依旧大幅上升，说明整体经济维持稳定，企业资金需求得到保障，但沪指一直维持在 2000 点附近后获得支撑。2018 年后中国降杠杆力度加强，紧货币紧信用双管齐下，企业信用风险开始出现，并且部分上市公司还出现企业债券违约、企业债发债“流产”现象，再加上中美贸易战已经打响，对经济衰退的冲击力度有多大，依旧是一个未知数。

- 市场底部出现，期间会有对应政策扶持出台。信用与经济的关系可以理解因果关系，信用周期是经济周期的因，而经济周期表现是果，后者也对前者有一定的促进作用，经济周期向上时投资者对股市的定价将会上升，表现出股市上涨，股市也是信用周期的果，所以我们认为此时要探究股票市场的底部区域，主要体现在一个点上，就是降杠杆的力度什么时候开始放松，具体指标跟踪在 M1、M2 同比增速和社会融资规模增量同比增速上，因为现在面临的问题是中美贸易战对中国经济的冲击有多少，是否需要改变信用政策来刺激经济，若出现则说明股市离底部区域不远了，对于时间周期来看可以跟踪国内经济短周期运行的约 3 年期规律，该周期从 2016 年初供给侧改革后开始上升到 2019 年初恰好为 3 年周期，不排除年底政府工作报告对明年开始刺激经济增长。

从行业市场表现上来看，大部分行业获得负收益，只有必须消费类板块飘红。从图 1.2 中我们发现领涨行业主要是食品饮料、休闲服务、医药生物，涨幅分别为 12.49%、6.41%、5.53%，领跌的行业主要是综合、电气设备、国防军工、通信、建筑装饰，涨幅分别为-25.92%、-22.28%、-21.55%、-20.43%、-18.70%，从重要指数表现来看，上综指、沪深 300 指、中小板指、创业板指、上证 50 指涨幅分别为-8.63%、-6.88%、-9.76%、-6.33%、-6.73%，整体偏弱，不相仲伯。

图 1.2: 2018 年以来申万一级行业市场表现(截止 6 月 15 日)



数据来源: wind 南华研究

1.2. 期指套期保值和跨期套利机会

图 1.2.1: 沪深 300 股指期货与现货基差图



资料来源: wind 南华研究

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

图 1.2.3: 中证 500 股指期货与现货基差图



资料来源: wind 南华研究

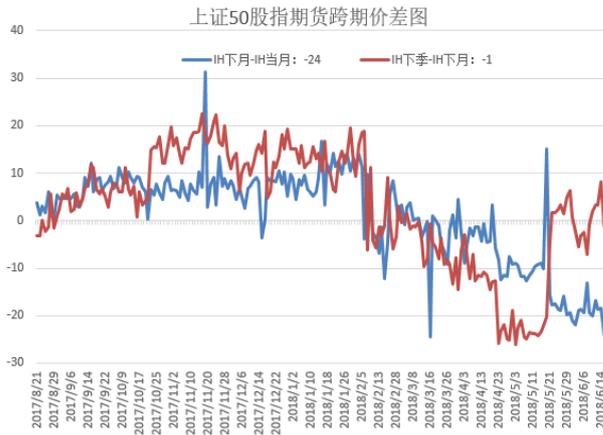
图 1.2.4: 沪深 300 股指期货跨期价差图



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 经济预期：无近忧但有远虑

姚永源

yaoyy@nawaa.com

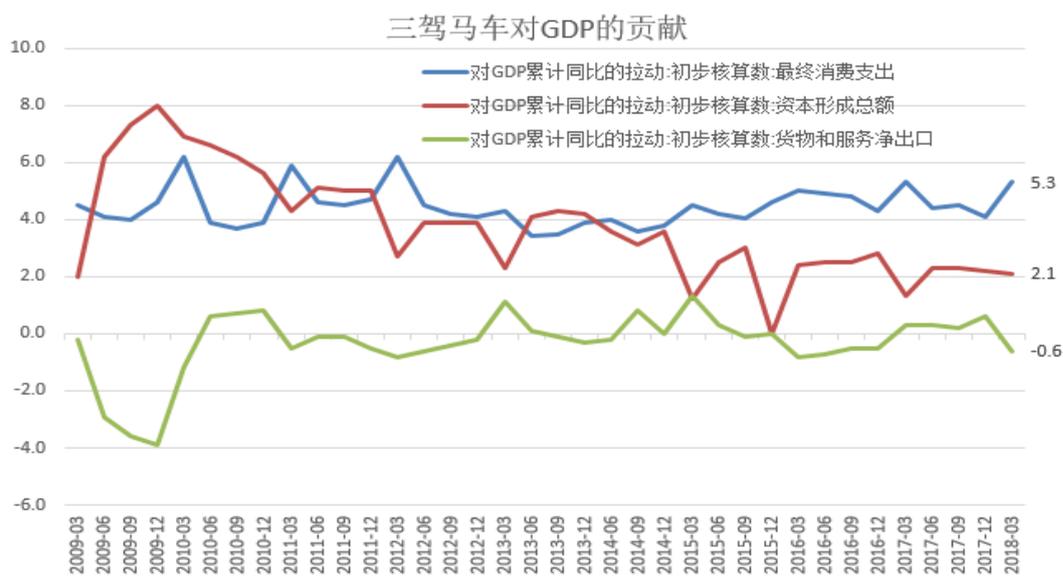
0755-82723950

2.1. 无近忧

年初对经济预期将会回落，二季度经济将会回落的判断，但是从实现的宏观经济的数据来看，经济并没有这么差，甚至二季度国内经济可能好于一季度，这样必将导致预期差，从静态盈利基本面的角度给 A 股托底。

2018 年一季度中国经济维持强韧性，最终消费对经济的拉动越来越大。2018 年一季度 GDP 同比增速为 6.8%，与 2017Q4 增速持平，从分项数据来看，第一产业当季同比增速为 3.20%，比 2017Q4 回落 1.2 个百分点，第二产业当季同比增速为 6.30%，比 2017Q4 增加 0.6 个百分点，第三产业当季同比增速为 7.50%，比 2017Q4 回落 0.8 个百分点，从而说明一季度 GDP 同比增速能够与去年持平，主要是因为第二产业的贡献突出；针对三驾马车对 GDP 的贡献拉动情况看，最终消费对 GDP 拉动大幅上升，从 2017Q4 的 4.1% 上升为 5.3%，反而净出口对 GDP 的贡献却为 -0.6%，投资拉动 GDP 的贡献率为 2.1%，比 2017Q4 的 2.2% 回落了 0.1 个百分点，如图 2.1.1 所示，说明一季度制造业持续扩张并且最终消费对经济的贡献越来越起主导作用。

图 2.1.1：三驾马车对 GDP 的贡献

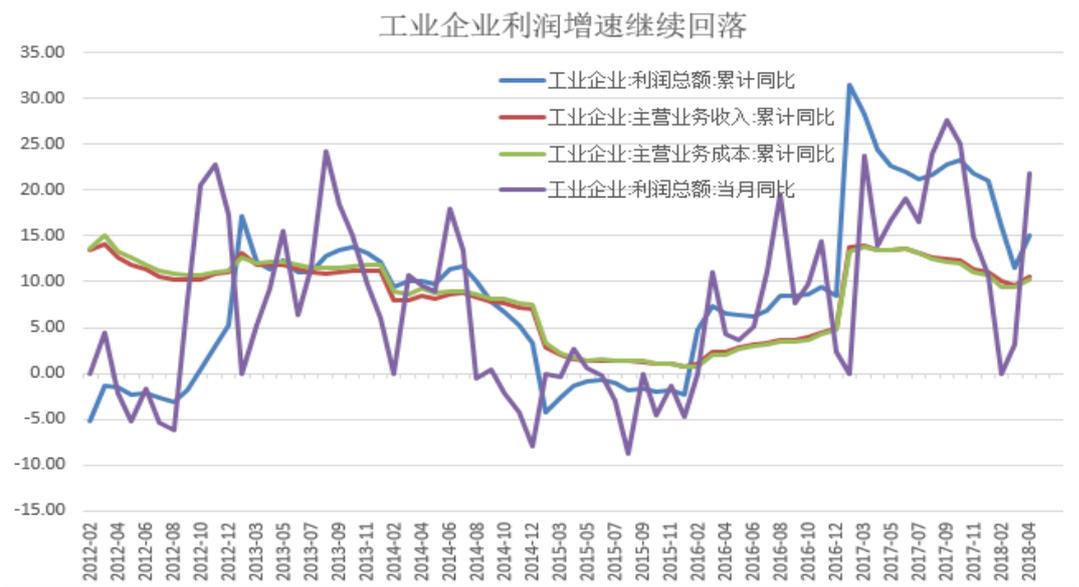


数据来源：wind 南华研究

二季度宏观经济维持扩张趋势，高增长低通胀依旧是目前良好现状。成本方面：5 月 CPI 当月同比为 1.8%，与 4 月份持平，连续两个月处于“1”时代，5 月 PPI 当月同比增速为 4.1%，比 4 月份的 3.4% 上升了 0.7 个百分点；需求方面：5 月份中国进出口数据显示，按美元计价 5 月出口同比增速为 12.6%，超过市场预期的 11.3%，比 4 月份的 12.7% 略微回落，保持较高的增速水平，5 月进口同比增速为 26%，超过预期的 18.88%，比 4 月份的 21.5% 上升了 4.5 个百分点，说明国内消费旺盛，以消费拉动经济的局面显著；5 月份规模以上工业增加值同比增速为 6.8%，预期为 7%，依旧维持较高增速，而累积同比增速为 6.9%，与前值持平；投资方面，1-5 月中国房地产开发投资同比增速放缓至 10.2%，比 4 月累计同比增速的 10.30% 略微下降，但依旧趋势向上，处于较高的增速水平，同时

我们还看到商品房销售面积累计增长为 2.90%，比 3 月累计同比增速上升了 1.6 个百分点，从历史上看房地产销售周期都会领先房地产投资开发周期，但是从 2016 年开始这个联动性就已经不起作用，原因在于目前中国的房地产销售市场在严格限购政策的控制下已经处于半开放市场，但是房地产开放累计增速依旧持续向上的原因在于保障房、租赁住房、旧房改造建设等的加速进行，政府通过行政手段扭曲了这两者的联动性；**企业利润方面**：4 月工业企业利润大超预期，1-4 月份全国规模以上工业企业利润总额 21271.7 亿元，同比增速达 15%，比 1-3 月上升 3.4 个百分点；4 月份规模以上工业企业利润 5760.3 亿元，同比增速达 21.9%，比 3 月份上升 18.8 个百分点，如图 2.1.2 所示。其中煤炭开采和洗选业利润总额同比增长 15.5%，石油和天然气开采业增长 2.1 倍，石油、煤炭及其他燃料加工业增长 19.6%，化学原料和化学制品制造业增长 23%，非金属矿物制品业增长 45.2%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 95.4%，农副食品加工业增长 2.1%，纺织业增长 1%，通用设备制造业增长 9.8%，专用设备制造业增长 23.9%，电气机械和器材制造业增长 2.7%，电力、热力生产和供应业增长 30.3%，有色金属冶炼和压延加工业下降 15.8%，汽车制造业下降 0.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 5.3%。所以整体上看国内经济依旧保持低通胀稳增长局面，依旧没有看到走弱的迹象，二季度经济好于一季度的概率较大。

图 2.1.2：工业企业利润增速超预期反弹



数据来源：wind 南华期货研究所

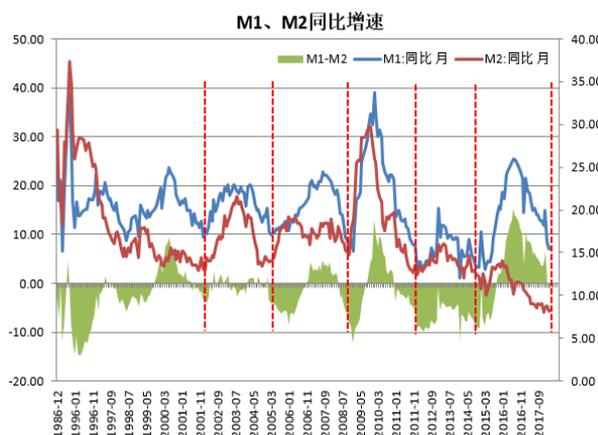
2.2. 有远虑

紧货币紧信用宏观环境下，金融降杠杆、企业降杠杆目前没有看到减弱的迹象，并且企业债违约、企业发债难的事件不断发生，三、四季度经济回调的压力依旧很大。

如何理解当下的紧货币紧信用的政策环境？金融降杠杆和企业降杠杆一直是贯穿 2017-2016 年的核心经济政策主题之一，主要体现在紧货币和紧信用上面，具体跟踪指标如图 2.2.1 和图 2.2.2 所示，目前两者的曲线水平均在历史低位区域。货币供应和社会融资规模都是反映货币政策传导的过程，但是他们分别代表的金融体系的负债方和资产方，两者之间是相互补充、相互印证的关系。货币供应量作为一个存量指标，是对特定时点从存款性金融机构负债方统计，包括 M0、M1 和 M2，反应的是金融体系向社会提供的流动性，体现了全社会的购买力水平，而社会融资规模作为一个增量指标，统计

的是一段时期内实体经济从整个金融系统那里所获得的资金总额，即从金融机构资产方和金融市场发行方统计，从全社会资金供给的角度反映金融体系对实体经济的支持。正常情况下货币和信用是一致变化的，即宽货币宽信用或者紧货币紧信用，从图 2.3 和图 2.4 两者的周期性就可以明显看出来(注意：M1、M2 为存量指标而社会融资规模为增量指标，两者的比较应该在同一平台，即使用社会融资规模存量来比较，但因为社会融资规模存量披露的历史数据较小，所以我们用社会融资规模累计值来代替，从趋势上也能反映出 M1、M2 的同步性)，但是周期的过程也偶尔有背离，其原因是企业和商业银行为与货币政策导向背离，但是对于当下来讲，却是“双紧”，2018 年 5 月 M1 同比增速为 6.0%，M2 同比增速为 8.3%，社会融资规模累计同比为-15.63%，社会融资规模存量同比增速为 10.27%，均处于历史周期的波谷区域，没有出现反弹的迹象，并且从信用周期和经济周期的强相关性来看，紧信用往往带来名义 GDP 的回落。

图 2.1.3 M1、M2 同比增速



资料来源：wind 南华研究

图 2.1.4 社会融资规模累计同比



资料来源：wind 南华研究

如何降杠杆，当下管理层用的哪种方法降杠杆，有何启示？目前主流的降低杠杆的方法主要有四种，其中有些已经在国内使用过但是却表明是行不通的，有些是正在使用的，我们不妨讨论：

a) 第一种方法是转移杠杆，抹平局部杠杆，但事实证明这个方法在国内行不通。08 年全球金融危机以来，中国经济经历了三次周期性加杠杆，第一次是 2009-2010 年，主体是企业部门加杠杆，从 2008 年以前的每年新增融资只有 2 万亿左右，到了 2009 年就激增至 7 万亿，到 2010 年激增至 10 万亿，虽然短期拉动了经济在 2009-2010 年反弹，但是好景不长，2011 年以后企业部门就开始受产能过剩的困扰，开始了漫长的去产能之路，而经济也在 2011 年以后重新下滑；第二次是 2012-2013 年，主体是政府部门加杠杆，政府通过信托从银行融资，加大基建投资，增速从 2012 年初的-0.5% 上升到 2013 年中期的 25%，是经济短期企稳的主要动力，但是 2013 年下半年政府开始整治非标融资，2014 年以后的经济开始重新下滑；第三次是 2016-2017 年，主体是居民部门加杠杆，居民新增总贷款从 2015 年的 4.6 万亿上升到 2017 年的 8 万亿，全民举债买房推动中国房地产市场进入以来超预期繁荣周期。企业和政府债务过高，政府通过将自己的债务转移至居民，但是自己又重新加杠杆，结果是自己的杠杆居高不下，还推高了居民的杠杆，政府和企业赚的盆满钵满。

b) 第二种方法是违约，减计债务，目前国内没试过。2008 年美国次贷危机，美国的做法就是让该倒闭的倒闭，所以美国的杠杆一下子就降下来了，这一点也符合资本主义经济，通过市场的优胜劣汰重获经济增长，但在国内这种最粗暴的方法没有试过，也从国情来讲是很难行得通，因为国内整体人们素质较低，假如出了人命，谁都负不起这个责任。

c) 第三种方法是紧缩降杠杆，降低负债动力，只是目前国内采用的方法。通过提高利率，增加举债成本，遏制加杠杆的动力，但是又没有提升基准利率，希望通过不接新债慢慢的还旧债，这样杠杆就降下来了，比如目前的房地产市场限购令，金融降杠杆，但是高利率会恶化现有债务，会导致违约潮出现，2018 年以来出现了比较多上市公司违约，比如神雾环保、富贵鸟、中安消、凯迪生态，还有两个上市公司的母公司华信集团和阳光凯迪，出现发债失败的东方园林，若范围不断扩大会演变成第二种情况。

d) 第四种是通胀去杠杆，即稀释债务，通过抬高通胀水平，表面上债务没有变，其实债务已经贬值了，这不排除是下一个降杠杆的方法。

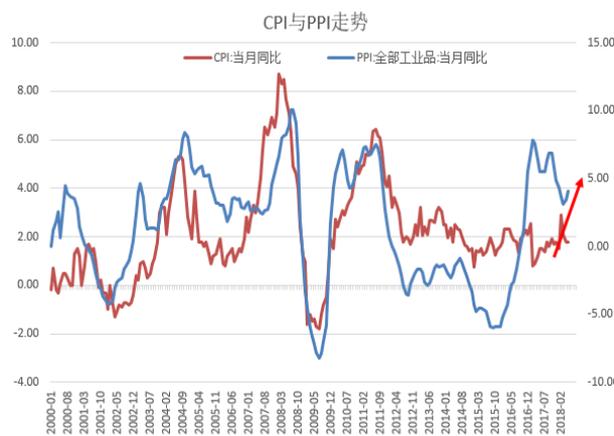
结论：无论如何，继续实施强降杠杆，虽然消费对 GDP 贡献越来越大，并且 2018 年上半年经济维持强韧性的概率较大，但短期肯定有损经济增长，所以三、四季度经济回落的压力依旧较大。

2.3. 提防滞涨

未来国内通胀上涨的压力依旧很大，CPI 上涨，GDP 经济增速回落，经济步入滞涨阶段的概率大。

经济短周期的后阶段，容易产生滞涨。所谓滞涨就是 CPI 不断上涨，经济停滞不前甚至是负增长。本轮经济短周期从 2016 年 1 月开始上升，截止目前上升阶段已经持续了 25 个月，并且目前国内处于紧货币紧信用阶段，下半年经济回落的概率依旧较大，而通胀水平至少会基于 2017 年低基数的影响逐步上升，当然不排除原油期货继续上涨而带来的通胀上升，如图 2.3.1 和图 2.3.2 所示，这样从经济周期上升期的末端，容易产生短暂的滞涨。滞涨对经济的危害是严重的，管理层必定通过紧缩货币压制通胀上升，从而给经济带来更大冲击。

图 2.3.1 CPI 与 PPI 走势



资料来源：wind 南华研究

图 2.3.2 中国 GDP 当季同比增速



资料来源：wind 南华研究

需提防贸易战加速经济衰退的影响。美国公布对约 500 亿美元中国商品加征关税，并且还有不断升级的可能，比如面对中国的强硬反击，特朗普又出新招，宣称对 2000 亿美元中国商品加征 10% 关税，并且还威胁若中国继续反击，美国将对额外 2000 亿美元中国商品追加关税。中美贸易之争可以理解为一个想遏制一个想突围，所以中期视为不可调和的矛盾，不排除后续还有不断升级的可能，叠加之前欧美、日美之间的贸易战，全世界已经进入贸易战阶段，15 日当天投资者都大幅抛弃黄金、白银而导致价格大跌，说明投资者已经关注到贸易战将令世界经济步入衰退。

维持“通胀预期上升将贯穿整个 2018 年”的判断，应该布局“涨价+高现金流”主线。5 月 CPI 当月同比为 1.8%，与 4 月份持平，连续两个月处于“1”时代，其中食品价格同比增速为 0.1%，比 4 月的 0.7%回落了 0.6 个百分点，非食品价格同比增速为 2.2%，比 4 月份的 2.1%上升了 0.1 个百分点，说明 5 月猪肉价格的继续下跌拉低了 CPI，5 月 PPI 当月同比增速为 4.1%，比 4 月份的 3.4%上升了 0.7 个百分点，超市场预期，但基于 2017 年低基数以及经济持续稳步增长判断，今年的 CPI 整体均值水平将比去年的有所上升，这样通胀预期上升将贯穿整个 2018 年。通胀预期走高，从股票行业配置的角度看，应该布局“涨价”行业，但因为降杠杆将持续引发企业信用风险，所以我们要结合两者考虑：

a) 2018 年美在充分就业的情况下加大经济刺激，预计美国经济继续向好，而日、欧多国因为 2018 年一季度纷纷出现经济回落，并且欧美、日美贸易争端不断升级，全球贸易保护主义上升可能会损坏日、欧经济复苏的节奏，这样会导致投资者避险情绪将会持续，被动型投资将贯穿全年；

b) 农产品库存普遍历史新高已经导致本轮库存周期上涨过程中，农产品价格并没有持续上涨，并且猪肉价格持续下跌，从目前来看，猪价难以构成推升 CPI 上升的因素，但是目前全球贸易保护主义不断升级，中美、欧美、日美贸易战已经打响，这样无论是农产品还是工业品价格都有可能大幅上升，从而抬高通胀水平；

c) 原油价格继续维持震荡上涨，虽然短期有所回落，但是依旧处于价格高位区域，6781 易引起其他商品价格的上升从而推动通胀上升；

d) PPI 传导 CPI 或将再欣起，从 5 月份 PMI 分项数据可以看出原材料价格的上涨而导致 5 月份库存下降速度较快，后续再次补库存的概率较大，从而导致 PPI 传导 CPI 再次起效；

e) 2018 年以来因为降杠杆而导致企业债违约的时间在上市公司中不断上演，所以选择投资标的要提防“雷区”。综上所述，对于行业来说，中上游原材料涨价的预期仍然存在一定的支撑，利好有色、煤炭、化工、建材等周期性行业，利好食品饮料、医药生物、家用电器等消费类行业。

第3章 配置主线：必须消费品和公用事业

姚永源

yaoyy@nawaa.com

0755-82723950

3.1. 剖析 A 股盈利估值状况，寻找价值投资标的

虽然 A 股目前整体估值便宜，但其股权风险溢价还有可能继续上升。股权风险溢价模型主要采取股权投资回报率与 10 年期国债到期收益率的比较，从历史的角度看可以估测 A 股历史性大底，如图 3.1.1 所示。2005 年中、2009 年初、2012 年底全 A 股(除金融、石油石化)的股权风险溢价达到 1.5% 以上，并且这几次都恰好是经济短周期触底回升之际，而 2016 年初也恰逢经济短周期回升时，而该模型的股权风险溢价却震荡上升，原因在于 2015 年杠杆牛市由于市场投资情绪高涨人为的降低了股权投资风险，随后中国一直处于去杠杆的过程中，估值很高的中小创股票估值持续被打压，随着 2018 年以来 A 股的系统性调整，股权风险溢价继续攀升，截止 6 月 12 日达 0.23%，与 2014 年初相当，投资价值开始显现，但是距离 1.5% 的历史周期性波峰还有一定距离，并且现在恰逢经济短周期上升的后半阶段，未来经济周期回落的压力依旧较大，届时在挤股市泡沫的时候，股权风险溢价还将继续上升，所以下半年 A 股难以出现系统性上涨行情，但是基于第二章宏观分析我们可以知道，结构性行情将是存在的。

图 3.1.1：全 A 股(除金融、石油石化)的股权风险溢价模型

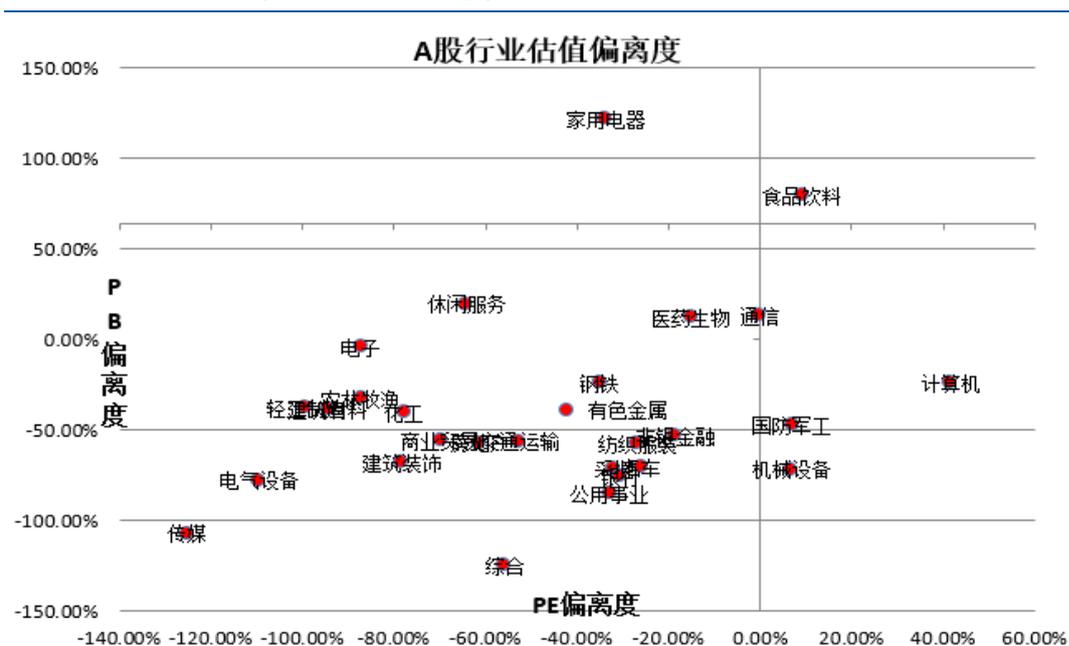


数据来源：wind 南华研究

行业估值整体维持低位，为何 A 股今年“跌跌不休”？从第二章宏观分析可以看出，目前国内宏观经济继续维持强韧性，并且通胀不高，但是因为降杠杆力度较大，下半年经济回落压力依旧较大，这样就需要寻求低估值中的安全边界，为了体现市盈率市净率当前偏离历史均值的程度并使得该偏离度在不同行业间具有可比性，我们计算了其偏离度进行比较，即取当前值与历史均值之差，并取该差值与标准差的比值，然后将不同行业当前的 PE、PB 偏离度以散点形式标于坐标系中，如图 3.1.2 所示，可见大部分行业估值偏离度都在第三象限，比如传媒、电气设备、建筑装饰等行业的估值偏离度

最低，说明 A 股整体行业估值相对历史所处位置较低，亮点在于家用电器和食品饮料分别在第二、第一象限，这也符合目前通胀上升预期下大消费类行业持续得到资金关注，问题在于通胀上升利好的行业不仅仅是这两个，为何其他行业的估值持续维持那么低？原因在于收缩降杠杆而导致的部分上市公司出现信用危机，比如神雾环保、富贵鸟、中安消、凯迪生态，还有两个上市公司的母公司华信集团和阳光凯迪，出现发债失败的东方园林，不少投资机构已经“踩雷”，所以触发投资者避险情绪大幅升温，这也就是为什么今年以来银行股价格虽然大部分跌破净资产，股价依旧下跌的原因。从我们统计的行业资产负债率来看，2018Q1 资产负债率最低的行业分别是食品饮料、传媒、计算机、医药生物、纺织服装，其资产负债率分别为 31.25%、37.37%、39.58%、42.54%、44.26%，2018Q1 资产负债率相比 2017Q4 下降幅度最大的行业分别为食品饮料、计算机、国防军工、建筑材料、钢铁，降幅分别为 2.97%、2.29%、1.36%、1.32%、1.25%，在降杠杆宏观背景下提高资产负债率的行业主要是商业贸易、医药生物、房地产和农林牧渔，结合当前通胀预期上涨的宏观背景，就不难理解食品饮料、医药生物、计算机的估值偏离度相对其他行业更靠右了。

图 3.1.2 A 股行业估值偏离度大部分在第三象限



资料来源：wind 南华研究

3.2. 通胀或滞涨阶段，寻找具有较高的投资安全边界的行业

此时是否持续涨价已经不重要，企业的经营质量持续提升才是最重要，并且还需要结合未来的宏观环境变化方向。我们在《通胀与成长共舞》报告中详细比较了本次通胀预期上涨与 2003–2004 年 9 月的通胀上升的却别，主要在三个方面，分别为库存周期所处阶段不同、通胀传导路径的过程不同和 PPI 下降和 CPI 上升共同引起的全社会通胀程度将于过去不同，我们重点强调由于原油价格上涨带动其他工业品价格上涨而引起通胀上升，这样从利好股票的行业分类看，我们认为可以分两种情况讨论：

a) 周期类板块，其影响因素主要是补库存和企业盈利质量继续上升。2016 年供给侧改革主要领域在于上游资源品行业，而上游商品快速涨价的成本未能及时转嫁到下游消费者身上，所以企业因为产品质押成本的原因不愿意增加产成品库存，倾向于即产即销，今年以来 PPI 已经明显下降，在产成

品库存依旧持续低位的情况下,我们分析了5月PMI数据发现,生产PMI、新订单PMI分别为54.1%、53.8%,分别比上月上升了1个百分点、0.9个百分点,说明国内整体制造业生产和需求增速较快,出厂价格PMI、主要原材料购进价格PMI分别录得53.20、56.70,分别比4月上升了3个百分点、3.7个百分点,并且产成品库存PMI和在手订单PMI分别为46.10、45.90,分别比4月份下跌了1.1个百分点、0.3个百分点,说明因为原材料价格的上涨而导致5月份库存下降速度较快,后续将会再次补库存的概率较大,这样体现到周期类行业上就是钢铁、化工、采掘和有色金属行业,该类板块在经济周期确定向下的时候盈利空间将会收缩,但是我们必须注意到一点,假如用今年的企业盈利增速去判断成长性,显然是不对的,因为由于基数的问题以及资源品涨价的速度会导致今年的盈利增速低于去年,但是因为低库存所以导致库存周转率将会大幅升高,再者营业净利率也会上升,从而继续抬升企业的盈利质量,如表3.2.1,行业低估值的背景下,企业盈利质量不断提高,市场投资者应该给与更高的估值水平。

b) 消费类板块,重点在于中国人口结构步入消费升级增长期。当前我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾,即人们的生活消费需求更加侧重在质量提升方面,食品饮料、医药生物、家用电器、汽车等行业是人们日常消费品,特别是食品饮料和医药生物作为必需消费品对涨价的敏感性更高,在盈利质量提升方面,2018Q1食品饮料、医药生物和家用电器行业归属母公司净利润同比增速分别为31.47%、30.46%、25.01%,维持较高的盈利增速,并且比2017Q4分别上升了1.56%、11.37%、-6.73%,2018Q1的资产负债率分别为32.15%、32.37%、61.82%,ROE(TTM)分别为16.28%、11.49%、16.98%,均在行业盈利质量第一梯队行列。

c) 非周期性的价值股方面,重点体现在公用事业行业,特别在环保、燃气、水务方面。为了提升人们生活水平质量,国家大力投资在公用事业方面,特别在环保、燃气、水务方面,这些行业的盈利水平本来就高,在经济周期向上的时候其低估值和成长性体现不出来,但是在经济周期向下的时候,其投资价值将明显得到体现,并且我们从5月份工业增加值来看,5月份工业增加值当月同比增速为6.8%,略小于4月份的7.0%,但是在电力燃气及水的生产和供应业方面的当月同比增速为12.20%,比4月份的8.8%继续上升了3.4个百分点,足以说明国家在这个行业的投资力度在明显加大,并且从净利润同比增速来看,2018Q1为22.70%,比2017Q4的-19.22%大幅反弹,盈利逆转主要是因为上游煤炭价格涨势减弱而下游需要上升而导致的电力行业收益大幅上升。

表 3.2.1: 申万一级行业指数板块的盈利质量

	净利润同比增速(2018Q1)	净利润同比增速(2017Q4)	净利率(TTM)	资产周转率	资产负债率	ROE(TTM)
采掘	24.72%	722.45%	7.07%	44.28%	46.86%	5.89%
化工	24.27%	36.76%	8.86%	52.04%	48.95%	9.03%
钢铁	93.83%	396.34%	9.76%	56.41%	60.41%	13.90%
有色金属	56.12%	138.10%	6.99%	49.11%	55.17%	7.66%
建筑材料	182.58%	76.18%	22.20%	32.81%	45.70%	13.41%
建筑装饰	13.15%	18.51%	7.52%	31.60%	75.83%	9.83%
电气设备	20.28%	23.61%	2.25%	144.42%	53.95%	7.05%
机械设备	28.32%	113.19%	11.94%	23.41%	62.08%	7.37%
国防军工	69.12%	31.54%	2.23%	53.76%	53.13%	2.56%
汽车	1.63%	4.47%	11.53%	43.40%	57.88%	11.88%
家用电器	25.01%	31.73%	12.10%	53.60%	61.82%	16.98%
纺织服装	-3.09%	-3.37%	6.86%	60.49%	44.26%	7.45%
轻工制造	9.93%	41.01%	14.84%	34.80%	49.46%	10.22%
商业贸易	13.32%	33.13%	5.08%	62.23%	54.21%	6.90%
农林牧渔	-5.95%	-34.64%	7.23%	52.02%	44.93%	6.83%
食品饮料	31.47%	29.91%	34.80%	32.15%	31.25%	16.28%
休闲服务	28.03%	34.99%	15.47%	33.78%	46.99%	9.86%
医药生物	30.46%	19.09%	20.39%	32.37%	42.54%	11.49%
公用事业	22.70%	-19.21%	18.76%	13.04%	64.09%	6.81%
交通运输	14.87%	40.95%	11.77%	35.10%	56.47%	9.49%
房地产	39.93%	28.14%	22.51%	11.40%	79.42%	12.46%
电子	1.79%	10.89%	9.11%	38.83%	49.99%	7.07%
计算机	-4.22%	-1.04%	15.56%	27.63%	39.58%	7.11%
传媒	5.86%	-27.49%	12.62%	28.01%	37.37%	5.64%
通信	56.05%	8.96%	3.84%	41.06%	48.81%	3.08%
银行	5.60%	4.82%	74.10%	1.28%	92.48%	12.58%
非银金融	14.25%	21.99%	22.38%	6.79%	84.63%	9.88%
综合	-14.19%	-6.88%	1.00%	148.05%	63.69%	4.08%

数据来源: wind 南华研究

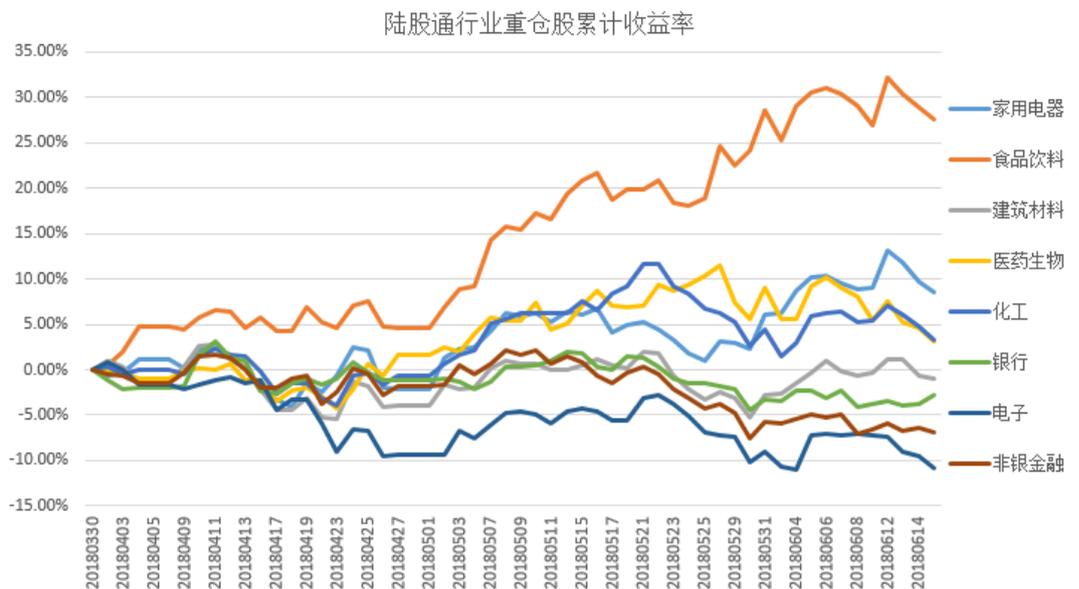
3.3. 从投资行为方面看主力持仓动向

中国最终消费支出对 GDP 的贡献率已经很高, 将导致经济增长长期平稳, A 股的市场表现是否能实现慢牛? 2018Q1 最终消费支出对 GDP 增长的贡献率已经达 77.8%, 说明中国经济步入消费推动经济增长阶段, 理论上未来经济增长的波动性将会更低, 对应股票市场的表现应该向欧美的靠拢, 即股市的波动性将会大幅减弱。事实上并非如此, 主要原因在于当前 A 股的行业利润分配中, 周期性行业的利润成分占大头, 特别是银行、房地产、化工、采掘行业, 其净利润(TTM)占总净利润比例达 53.48%, 单独银行业净利润(TTM)占总净利润比例达 38.56%, 所以整体 A 股的盈利周期与经济周期基本上同步, 在盈利驱动下的 A 股市场表现也将继续保持一定的周期性波动特征, 即经济周期或者政策周期向上则迎来趋势性行情, 在震荡市里面上半年春季行情下半年阶段性趋势性行情的特征依旧明显。从而推导出来展望 2018 年下半年 A 股的市场表现, 对处于震荡市的 A 股而言, 下半年将会迎来趋势性的结构性行情。

通过陆股通的持仓分析来预测 A 股主力资金的动向。年中是布局各大机构的资金布局尤为重要, 我们不妨从陆股通、基金重仓股的走势, 在投资行为方面跟踪和验证我们的分析逻辑。我们在《布局 A 股的通胀上涨预期(陆股通持仓分析)》中分析了境外资金通过陆股通流入 A 股的情况, 我们发现随着 A 股不断走低, 境外资金加速流入, 其布局的特点主要是押注通胀上升, 行业流入表现在采掘、有色金属、化工、电子、建筑材料、医药生物、食品饮料流入资金的速度最大, 但是仅仅以次不能确定国内主力资金是否同样跟进, 所以我们获取了陆股通持仓成分股中, 持仓占流通股比例大于 0.9% 按行业分类进行跟踪, 截取时间段从 2018 年 3 月 30 日以来, 此时沪指处于横盘宽幅整理阶段, 并且 A 股纳入 MSCI 前后, 境外资金大幅流入 A 股, 如图 3.3.1 所示。

A 股主力资金偏好必需消费品行业。从图 3.3.1 中可以发现针对陆股通流入资金最大的行业来看，食品饮料重仓股的整体表现最好，累计涨幅最高达 32.21%，其次是家用电器累计收益最高达 13.15%，医药生物累计收益最高达 11.55%，所以我们可以推断国内基金也同时大幅流入这些板块，否则在国内流动性偏紧，信用危机而导致上市公司频频出现债券违约的背景下，很难获得正收益，而电子、银行、非银金融的重仓股表现较差，特别提出的是银行股，跌破净资产股数达 16 个，占总股数的 61.54%，而股价持续下跌，说明国内机构投资者频频减持，我们认为其实企业债违约，最终最受伤的是银行，因为企业进行杠杆投资，资金来源都是银行，最终变卖企业资产来还贷依旧是一个不确定性因素。

图 3.3.1 陆股通行业重仓股累计收益率



资料来源：wind 南华研究

针对中美降杠杆的思考。美国从 2008 年以来货币宽松导致国家杠杆不断抬高，从 2015 年 12 月加息以来以及 2017 年 10 月其开始实行资产负债表缩表，就已经是降杠杆的过程，但是在降杠杆过程必定引起美国经济增速减弱，所以特朗普想方设法刺激经济并且降低美国的投资杠杆，目前体现的方式为：a) 通过降税来刺激经济，说白了就是给全世界加息然后补贴给国内企业从而达到“剪全世界国家的羊毛”（这是故伎重演的方式）；b) 扩大国内财政政策，加大基础建设投资，鼓励境外企业到美国本土投资；c) 不惜破坏全球自由贸易规则，致力于缩减美国与其他国家贸易逆差，其实也是一个宏观降杠杆的方式；d) 全球贸易保护主义升温必将导致通胀上涨，这样可以将整体降低债权人杠杆，相当于给债务人征收通胀税从而达到降低美国国家的杠杆。对中国而言，目前通过紧缩货币、紧缩信用发债的政策降低杠杆，同时大量引进境外资金对冲国内的资金缺口，目前体现在：a) 扩大金融开放项目，鼓励境外机构在华投资，降低在华投资屏障；b) 以 A 股估值低的优势吸引境外资金流入，鼓励国内股权融资，从而降低国内企业杠杆。这样比较而言，其实虽然中国没有跟随美国加息，但是降杠杆的力度其实不亚于加息，同在降杠杆的过程吸引境外资金流入国内，从而达到对冲国内资金紧缺的效果，只是两者采用具体的方式不同而已，但最终需要的结果是相同的，就是全球央行即将或者已经步入货币紧缩之际，尽快向全世界引进资金，从而对冲国内的流动性风险，而在这一点领悟上，欧洲和日本的表现依旧没有体现出来，这两个地区依旧实施货币宽松政策，抬高整体国家的投资杠杆。

3.4. 创新经济的投资机会

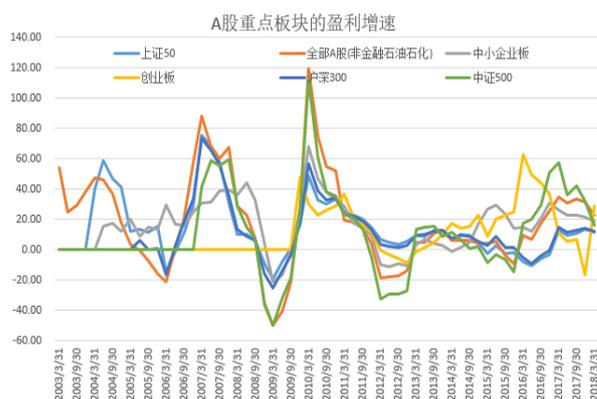
本节主要回答的两个问题：a) 上半年 2 月中旬至 5 月创新经济的股票持续跑赢蓝筹股的原因是什么；b) 下半年创新经济的股票是否还能继续跑赢蓝筹股，主要跟踪观测的指标是什么？

中小创股票领跑蓝筹股的核心原因之一是春节和“两会”期间央行释放流动性和短期政策预期的操作。春节期间，美股强劲反弹，前期影响 A 股的主要因素已经改变，在加上短期 A 股系统性下跌速度较快，央行释放流动性导致市场利率持续高位下跌，所以 A 股全面反弹，并且“两会”的政策导向在于创新经济的扶持，所以此过程 IC 持续领先 IH。

中小创股票领跑蓝筹股的核心原因之二是投资者的盈利预期与创业板盈利增速大幅反弹的反身性作用。中国经济短周期从 2016 年 1 月开始启动上升以来，以周期性股票汇集的蓝筹股持续上涨两年，市场投资者普遍预测 2018 年经济短周期将拐头向下，并且国家也重点扶持新兴经济来对冲经济回落的风险，所以在政策和流动性方面都给予了一定的支持，这样投资者预期创新经济将迎来春天，恰逢此时公布一季度业绩预告也显示创业板业绩增速大幅反弹，这样就体现出股票市场提前反应了实体经济经济好转的效果。

这样问题就到了创新经济的投资机会在 2018 年是否还将延续，因为 5 月中旬之后中小创指数持续领先于蓝筹股大跌，全球贸易战不断升级，美国针对中国的产业升级实行精准打击，特别在芯片和人工智能方面，中小创股票不断散发悲观的避险情绪，我们认为长效跟踪的目标主要是创新经济的盈利状况和市场利率，如图 3.4.1 和图 3.4.2。

图 3.4.1 A 股重点板块重点板块盈利增速



资料来源：wind 南华研究

图 3.4.2 无风险利率与大小盘 PE 比的关系



资料来源：wind 南华研究

创新经济的投资安全边际已经初现,但过程可能会比较曲折,甚至出现黎明前的黑暗。从图 3.4.1 和图 3.4.2 中我们可以看到：a) 2018Q1 创业板净利润同比增速大幅反弹至 28.74%，而 2017Q4 的净利润同比增速只有-16.43%，虽然不能保证二季度继续延续这样的反弹速度，但是其冰点已经处在 2017Q4，其长效原因在于中国政策刺激已经转向；b) 大小盘 PE 比的关系从历史来看已经到达下围波动边际，后续继续下跌空间有限，并且十年期国债到期收益率本次上涨最高点已经触及 4% 的历史波峰区域，继续上升的空间有限，但是不排除中短期依旧在两个极端区间波动。

创新经济短期影响分析以及 2018 年下半年投资机会跟踪分析。5 月中旬以来中小创股票持续弱于蓝筹股，其主要原因是：a) 以成长性为特点的创新经济企业的现金流普遍较低，在信用紧缩和货币紧缩双重压力下，其信用风险开始放大，从而导致机构投资者频频“踩雷”的经验下避险情绪大增；b) 中美贸易战升级。6 月 15 日美国对从中国进口的价值 500 亿美元的商品加征 25% 关税，并且部分

商品是专门针对中国经济转型的 2025 制造，因为短期没有替代商品所以创新经济企业必定利空。对于未来跟踪的看点：

a) 政策向导方面：全球贸易保护主义不断升级的背景下，中美、欧美、日美等贸易战已经触发，所以在可预测的未来全球经济将会回落，并且从 15 日美国正式发布对从中国进口的价值 500 亿美元商品加征 25%关税之际，国际黄金、白银大幅下挫，这是投资者对未来经济衰退的判断，从而在可预知中国经济增速可能存在不在预期范围内回调的压力下，管理层必定想办法再次刺激经济增长，比如房地产、公用事业，为何我们认为会重新刺激房地产，原因在于立足于保障房模式，既抑制房地产炒作也解决了人们住房问题，并且负债杠杆分摊到公众上，市场风险从目前来看依旧可控，公用事业主要在扩大投资环保、水务，提升人们生活质量，当然在中国产业升级之际，新兴经济的新增投资力度将会是更加持续的，芯片国产化、人工智能是未来提高劳动生产率最重要的方向；

b) 市场利率跟踪方面，需要跟踪管理层对经济回落与通胀上升的容忍程度，根据我们在《利率角度分析富时 A50 在 2018 年表现》中分析市场利率与市场风格的关系，若通胀上升则市场利率上涨，对应创新经济的股票市场表现将受压制，若经济回落则过程出台政策刺激经济，则市场利率将会下跌则利好创新经济的股票；

c) 企业盈利预期是核心影响因素，虽然 2018Q1 创业板净利润同比增速大幅反弹，但是中美贸易战的不断升级，创新经济作为被打击的对象，其后续的反弹力度是否能延续还需确认，所以在如此多不确定性因素的前提下，主力机构资金不会盲目炒作。

第4章 策略提点

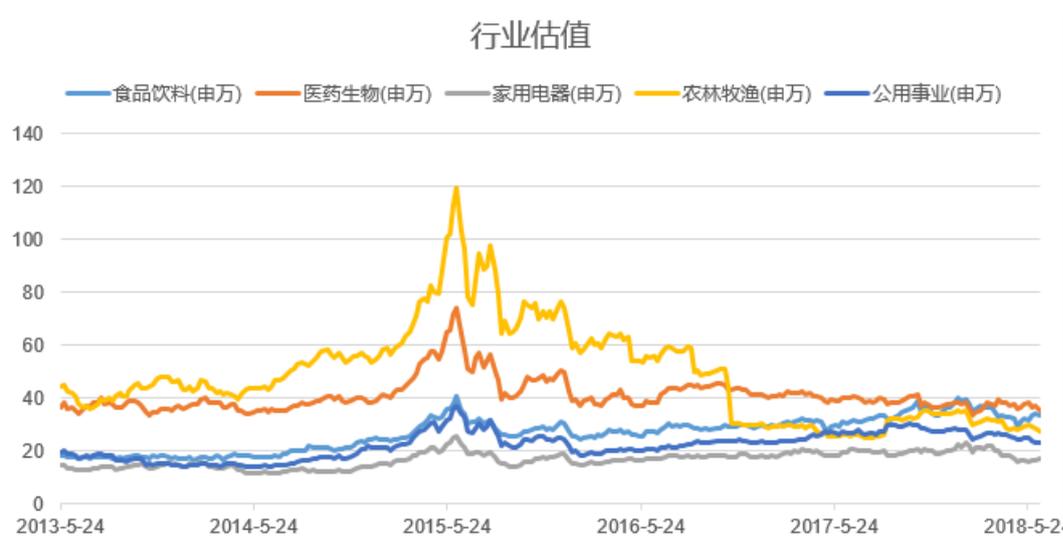
王梦颖

wangmengying@nawaa.com

我们相信中美贸易战是贯穿全年的核心事件，而由此带来的对经济增长的不确定性也是市场关注的重点。下半年，金融严监管将持续，信用收缩的状况下，局部的信用违约事件相信还会继续发酵。因此，我们推荐下半年秉持谨慎稳健的原则，推荐配置安全边际高的行业板块。

如何定义高安全边际？我们从下面两个维度来考量：一是与经济增长预期相关弱的板块，多指非周期性板块，例如医药、食品饮料；二是板块整体估值并未高估的，如果低估则更佳。从第一个维度，我们可以挑选出的行业有农林牧渔、家电、食品饮料、医药生物、公用事业。下图展示了上述五个行业的估值状况，我们可以看到食品饮料和公用事业的估值中偏上，家电、医药和农林牧渔的估值偏低。综合两个维度后，家电、医药和农林牧渔的安全边际更高一些。

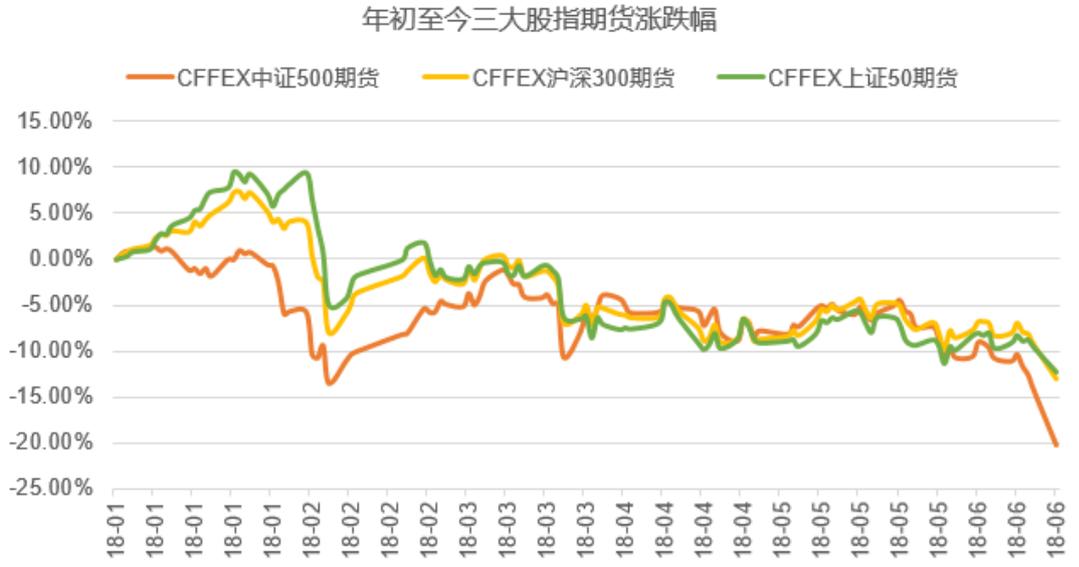
图 4.1 行业估值



资料来源: wind 南华研究

如果从追求绝对收益的角度考虑，最合适的策略莫过于 Alpha 策略：精选个股标的，再利用卖空股指对冲掉市场整体走势的不确定性风险，获得超额收益。如果对挑选的个股很有信心，可以尝试适当增加风险暴露来增加额外收益，例如在对冲时选择股指期货中累计收益率更低的品种。从年初至今的累计收益率表现来看，目前为止累计收益率最小的 IC。

图 4.2 年初至今三大股指期货涨跌幅



资料来源：wind 南华研究

2月大跌以来，IF一直在区间3696-3945内震荡盘整：岛形反转的向下力量很强，IF两次尝试突破3945价位都未能成功。并且，在第二次尝试突破该点位时，还受到下行趋势线的压制。两次突破失败后，IF继续下跌，在6月7号进行第三次突破尝试，但是仍旧受制于下行趋势线，没有突破成功。6月19号，大盘跳空低开，IF直接跌破之前的盘整区间，延续年初以来的跌势。6月以来，MACD在0轴以下运行，总体呈现弱势形态。因此，我们判断后续行情以弱势调整为主，且上方压力较强，反弹乏力，适当的时候可以买入50ETF认沽期权防范风险。

图 4.3 陆股通行业重仓股票累计收益率



资料来源：wind 南华研究

风险提示：中美贸易战持续升级，国内经济滑坡超预期，“独角兽”CDR 发行对市场流动性的冲击，同时关注美国加息动态。

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

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810
 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

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 801、802 单元
 电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 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

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

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