

外汇研究专题（五）

人民币是否可能破7？ ——基于汇率模型判断

摘要

根据购买力平价理论、非抛补利率平价理论以及凯恩斯流动性偏好理论的利率决定内容，我们推算出汇率决定理论模型，并通过实证分析，得到实际模型，进而推算出 2018 年四季度美元兑人民币均衡水平为 6.5333。

通过对比当前人民币过度贬值背景与 2016 年四季度至 2017 年一二季度的经济形势，我们发现二者差异不大，以史为鉴，若以当时最高偏离率为参考对象，则美元兑人民币汇率平均水平可能一度达到 7.1278，然后逐步向均衡水平回归。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z006627

周骥 0571-87839252

zhouji@nawaa.com

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

屠胡斌 0571-87839252

tuhubin@nawaa.com

王梦颖

wangmengying@nawaa.com

目录

第 1 章	理论与模型	3
1.1.	理论基础	3
1.1.1.	基于购买力平价的汇率和价格指数的关系	3
1.1.2.	基于非抛补利率平价的汇率和利率的关系	3
1.1.3.	基于凯恩斯流动性偏好理论的利率决定	4
1.1.4.	基于上述理论的汇率决定模型	5
1.2.	模型建立	5
1.3.	变量解释	6
1.4.	预测结果：当前人民币汇率过度贬值	6
第 2 章	今昔对比，当前国内形势依然平稳	6
2.1.	同处美元加息周期，人民币贬值预期相对较弱	7
2.2.	内因重于外因	9
2.3.	国际收支相对改善，资金流动保持平稳	9
2.4.	小结	11
第 3 章	未来展望	11
3.1.	汇率是否会破 7？	11
3.2.	重要风险点提示	12
附录：中美政策导向		13
1.	三季度中国汇率政策：稳汇率	13
2.	三季度美国货币政策态度：经济增长支持加息	13
3.	四季度中美货币政策分歧恐一进步加大	14
南华期货分支机构		16
免责声明		18

第1章 理论与模型

1.1. 理论基础

1.1.1. 基于购买力平价的汇率和价格指数的关系

购买力平价理论指出货币的价值在于其购买力，不同货币之间的兑换率取决于其购买力之比，即汇率与各国的价格水平之间具有直接的联系。由于实际生活中各国间贸易往来存在一定的交易成本，同时各国物价水平的计算中不同商品的口径和权重存在差异，因此在具体应用时会以相对购买力平价为主，以此避免绝对购买力平价存在的不足。假设“一价定律”成立，即开放经济条件下，用统一货币衡量的不同国家的同质可贸易品价格相同，公式如下，

$$p_d^i = e p_f^i$$

其中， e 为直接标价法下的汇率， p_d^i 和 p_f^i 为本国和外国可贸易品 i 的标价。

我们以“一价定律”为基础，可得到相对购买力平价的关系如下，

$$\frac{e_t}{e_0} = \frac{PI_{d,t}}{PI_{f,t}}$$

e_0 表示基期的汇率， e_t 表示计算期的汇率， $PI_{d,t}$ 和 $PI_{f,t}$ 分别表示本国和外国在 t 期的物价指数。因此，左边部分可以表示为汇率水平的相对变动，右边部分表示为物价水平的相对变动。通过观察两国物价水平的相对变动，可以得知汇率水平的相对变动，物价上升速度较快的国家，其汇率水平就会相对变大，即出现货币贬值。

1.1.2. 基于非抛补利率平价的汇率和利率的关系

利率平价理论从金融市场的角度指出汇率与利率之间存在的联系，由于利率的特性，其对汇率的决定更多集中于短期。利率平价理论可以分为抛补的利率平价和非抛补的利率平价，抛补的利率平价由于进行了相应的远期交易规避了汇率变动的风险，因此我们以非抛补的利率平价为研究基础。非抛补的利率平价基于投资者对国内外投资收益高低的判断，即金融资产收益率高低的判断，以及对投资到期时即期汇率的判断。我们以中

美为例，投资者分别持有中国与美国的债券，假定中国金融市场债券的投资收益率为 i_d ，美国金融市场债券的投资收益率为 i_f ，投资者对一年后人民币兑美元的预期汇率为 E_e^f ，即期汇率为 E_e ，因此基于套利关系，存在相应的利率平价，即

$$1+i_d = \frac{E_e^f}{E_e}(1+i_f)$$

我们把上述非抛补利率平价关系式改写成以下关系式，

$$1+i_d = (1 + \frac{E_e^f - E_e}{E_e})(1+i_f)$$

基于极限关系，我们可以得到，

$$i_d \approx \frac{E_e^f - E_e}{E_e} + i_f$$

因此，可以看出汇率的变动水平由两国的利率决定，我们以 e 作为汇率变动水平的衡量指标，可以得到，

$$i_d \approx e + i_f$$

1.1.3. 基于凯恩斯流动性偏好理论的利率决定

凯恩斯流动性偏好理论从资产选择的角度对影响货币需求的因素进行了全新的分析，他指出利率本质上由一国的货币供给和货币需求决定，而货币的供给本质上是国家垄断的，因此我们在考虑利率的决定是更多关注作为内生变量的货币需求水平。进一步，凯恩斯指出人们持有货币即拥有了资产的流动性，而流动性的资产能够及时的满足人们的三种动机：即交易动机、预防动机与投机动机三种动机。从交易动机、预防动机来看，这两种动机主要取决人们收入的大小，即其货币需求为

$$L_1 = L_1(y)$$

从投机动机来看，货币资产能够满足人们以上三种动机，但是却损失了持有其他资产形式的收益：利息，而利率则衡量了这种收益的大小。因此，投机动机主要取决与利率的大小，其货币需求为

$$L_2 = L_2(r)$$

因此，我们可以得到凯恩斯流动性偏好理论下的货币总需求函数，即

$$L_1 + L_2 = L_1(y) + L_2(r)$$

同时，基于名义货币量和实际货币量的关系，我们可以得到实际货币量的函数关系， m 为实际货币量， M 为名义货币量， P 代表价格指数，

$$m = \frac{M}{P}$$

因此，凯恩斯的货币需求函数可以变化为如下关系式，

$$m = \frac{M}{P} = L_1 + L_2 = L_1(y) + L_2(r)$$

即名义货币需求函数是价格指数和实际货币需求函数的乘积，即

$$M = L * P = P * [L_1(y) + L_2(r)]$$

1.1.4. 基于上述理论的汇率决定模型

从购买力平价理论、非抛补的利率平价理论和凯恩斯的流动性偏好理论三大理论的分析来看，我们可以得出利率的决定函数，即

$$r = F(M, P, y)$$

根据非抛补利率平价理论和凯恩斯的流动性偏好理论，可以看出其所采用的利率都是名义利率，即 $i = r$ ，因此可以得到 $r \approx e + i_f$ ，进而我们可以得出以下关系式，

$$e = F(i_f, P, y, M)$$

其中， e 表示汇率水平的变动， i_f 为外国金融市场的利率， P 为价格指数， y 为国民生产总值。由于名义货币量 M 为价格指数 P 、国民生产总值 y 和利率 r 的函数，所以上述汇率决定的关系式中 M 由其他变量表示，即关系式可以变为

$$e = F(i_f, P, y)$$

1.2. 模型建立

根据上述理论，我们建立了以下模型：选择美元兑人民币中间价（FX）作为被解释变量，中国 GDP、CPI 及美国基准利率（IR）为解释变量。我们选取了 2005 年二季度至 2018 年三季度的季度数据作为样本，进行回归分析，得到以下结论：

$$FX = 7.1559 - 0.0589CPI + 0.2397IR - 0.0410GDP \quad (\text{等式 1})$$

表 1-1：模型运行结果

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	7.15594	0.137771	51.94	<0.0001
CPI	-0.0589371	0.0175780	-3.353	0.0015
IR	0.239744	0.0235963	10.16	<0.0001
GDP	-0.0409649	0.00807997	-5.070	<0.0001

数据来源：南华研究

表 1-2: 模型解释效力较强

R-squared	F(3, 49)	Adjusted R-squared	P-value(F)
0.856205	97.25457	0.847402	1.22e-20

数据来源: 南华研究

从上述数据可以看到被选取的三个解释变量都是显著有效的, 拟合优度和 F 值都比较可观, 表明该模型对美元兑人民币中间价的解释力较好。

1.3. 变量解释

从等式 1 中可以看到美元兑人民币中间价与国内的 CPI 和 GDP 呈反比关系, 与美国基准利率呈正比关系。其中, GDP 与美国基准利率的变动方向符合上述理论内涵, 即国内 GDP 增长, 人民币升值, 美国基准利率上调, 人民币贬值。唯独 CPI 的变动方向与预期不一致, 我们认为可以从两个层面考虑:

第一, 购买力平价理论基于国际间的可贸易部门商品而言, 众多不可贸易商品物价水平上升并不会触发汇率贬值。

第二, CPI 对汇率的传导有另外的途径。一方面, CPI 下降, 国内物价水平回落, 货币购买力上升, 从而升值; 另一方面, CPI 水平表明消费者的购买能力, 也反映经济的景气状况, 如果该指数下跌, 预示经济可能出现衰退现象, 反而对汇率走势不利。

我们的模型结果证实了后一种传导路径。

1.4. 预测结果: 当前人民币汇率过度贬值

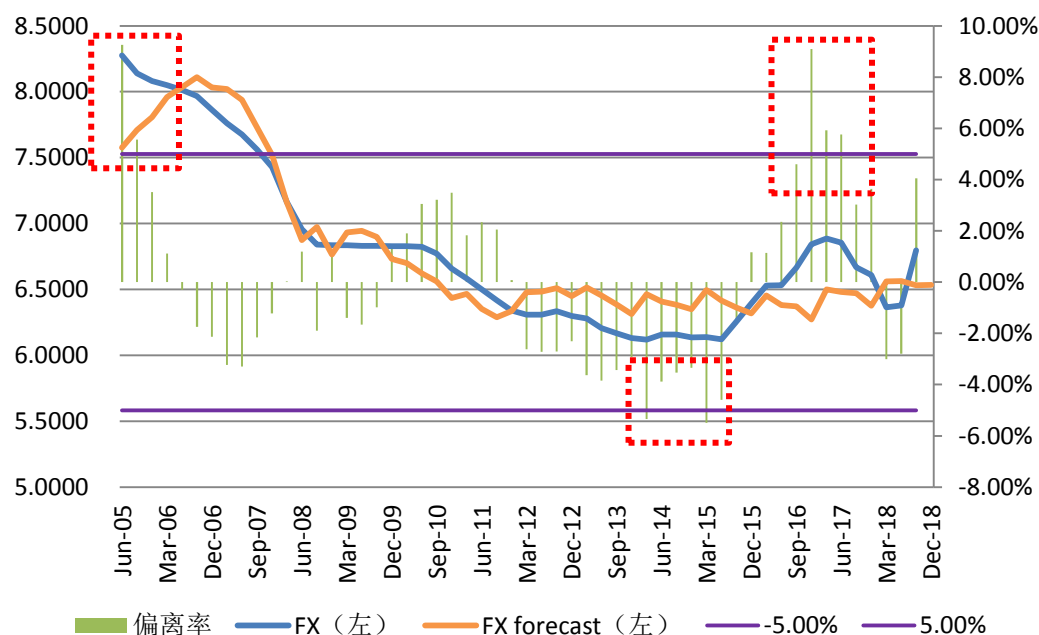
根据上述模型, 我们将 Wind 一致预期的预测数据¹带入其中, 得到 2018 年四季度美元兑人民币均衡水平为 6.5333。截至 2018 年 10 月 31 日, 美元兑人民币中间价为 6.9646, 偏离均衡水平 6.60%, 人民币处于过度贬值状态。

第2章 今昔对比, 当前国内形势依然平稳

纵观历史 (2005 年二季度以来), 如果将偏离度超过 5% 认定为严重偏离时期, 那么严重偏离时期总共发生过三次, 分别是 2005 年二三季度、2014 年到 2015 年以及 2016 年四季度到 2017 年二季度。截至 2018 年 10 月, 当前日平均值为 6.9264, 偏离均衡值 6.5333 约 6.02%, 已超过 5% 的标准。

¹ GDP 为 24.7 万亿元, CPI 同比 2.06%, 美联储利率 2.13%

图 2-1：模型预测值与实际值对比



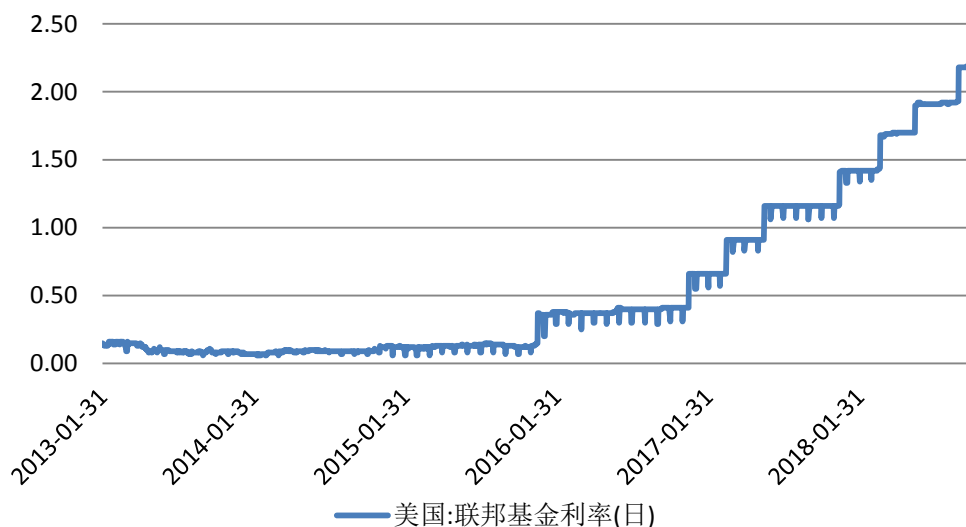
资料来源：Wind，南华研究

由于 2005 年“721”汇改前人民币汇率市场化水平较低，故不予讨论。第二个时期恰逢 2015 年“811”汇改之前，当时虽然人民币汇率市场化改革一直在推进，但并未实现真正意义上的双向波动，人民币始终处于升值或者平稳状态。“811”汇改令汇率形成机制得到实质性的推动，汇率中间价定价权落到了银行间市场，贬值压力预期得到释放，人民币结束之前高估状态，逐步回归均衡。因此，相对而言第二个时期的可参考性也不强。我们将重点放到第三个时期，此时的人民币已经历过升值和贬值的双重考验，市场化程度更高，且离当前时间较短，可参考性也强。

2.1. 同处美元加息周期，人民币贬值预期相对较弱

第三个时期与现在同处于美元利率上升期，但又有区别。2016 年年末，美联储虽然已走上加息道路，但非常缓慢，一年才加息一次，不过从 2016 年 12 月开始，2017 年 3 月和 6 月连续上调利率。美联储加快升息节奏令市场恐慌，资金从新兴市场回流美国，加之上台后的特朗普推出了一系列经济刺激政策，令市场更加看好美国未来经济走势，美元升值动力加强，人民币悲观情绪较浓。而当前美元仍处于加息周期，几乎每季度加息一次，频率明显高于之前，且已有新兴市场国家因美元回流本币暴跌，人民币承压明显，这也可以从当前的汇率走势上看出来。

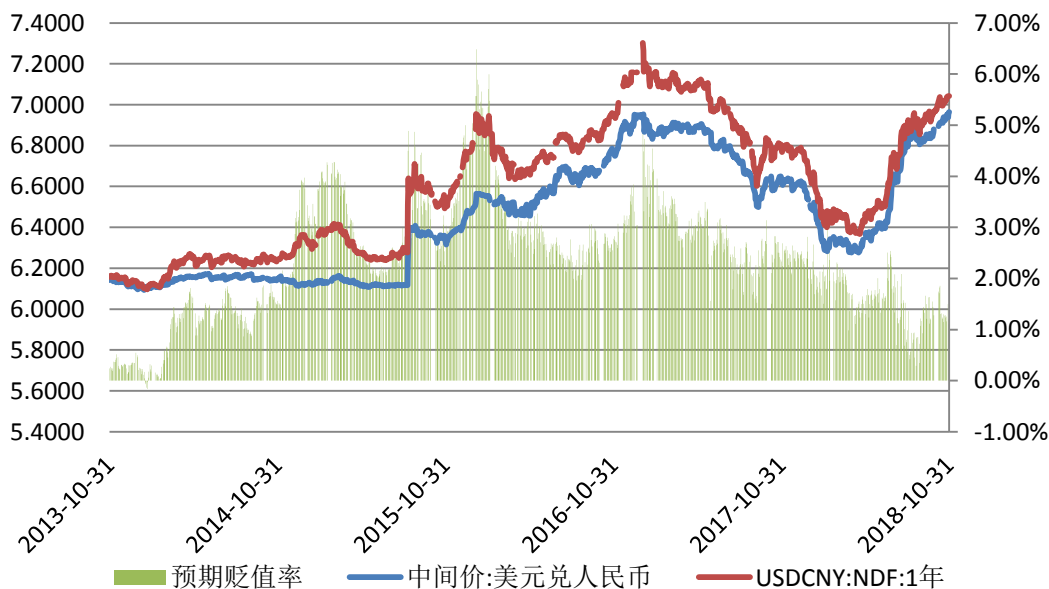
图 2-2：美联储加息加快



资料来源：Wind，南华研究

由图 2-3 可知，第三个时期一年期 NDF 上升幅度略快于美元对人民币中间价，导致预期贬值率²上升。而当前美元兑人民币中间价几乎同步于一年期 NDF，令预期贬值率远低于之前水平。虽然近期有所上升，但依然处于低位。这一方面表明投资者预期较为平稳，另一方面也表明当前中间价受干预程度较低，能及时反映市场情绪变化。

图 2-3：人民币贬值预期相对较弱



资料来源：Wind，南华研究

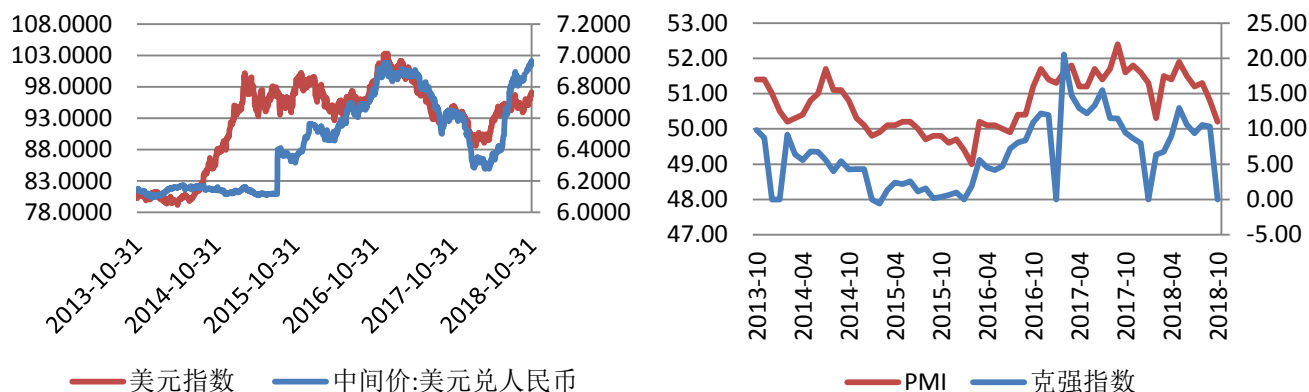
² 预期贬值率=（一年期 NDF-美元兑人民币中间价）/美元兑人民币中间价

2.2. 内因重于外因

由图 2-4 可知，2016 年年末至 2017 年年初，美元兑人民币汇率几乎同步于美指的上升或下跌，表明外围经济对人民币汇率产生了较大的影响。而当前状态下，人民币中间上升速度则明显快于美指，表明内部因素影响力度提升。图 2-5 的克强指数和 PMI 也表明当前经济形势相比之前更加严峻。

图 2-4：人民币贬值速度相对加快

图 2-5：国内经济形势严峻



数据来源：Wind 南华研究

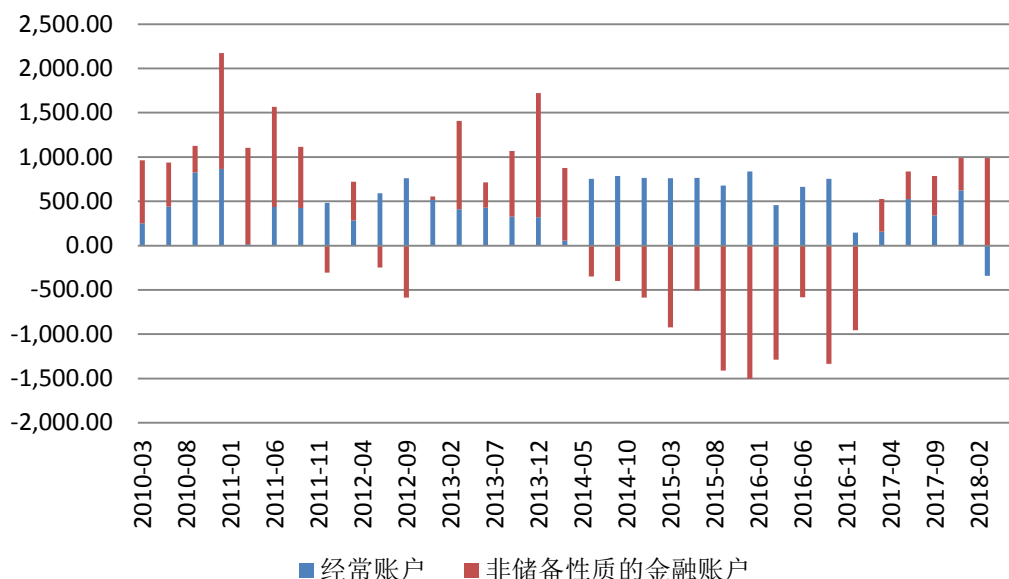
数据来源：Wind 南华研究

2.3. 国际收支相对改善，资金流动保持平稳

从国际收支来看，2016 年四季度经常账户大幅缩水，金融账户则依旧处于较大幅度的逆差。再看我国目前的情况，一季度经常项目出现 17 年来首次逆差，二季度则回升至顺差，且金融账户持续保持顺差状态。因而，相比较而言，目前的国际收支状况依然好于之前。

不过三季度中美两国贸易摩擦升级，商品征税互相加码，对外出口忧虑上升，可能对经常账户造成一定影响。从图 2-6 也可以看到目前金融账户对于国际收支影响已经逐渐超越经常项目，成为影响外汇供求的重要力量。但金融账户资金相对经常账户稳定性较差，一旦预期恶化，资金流入量减少速度将很快。

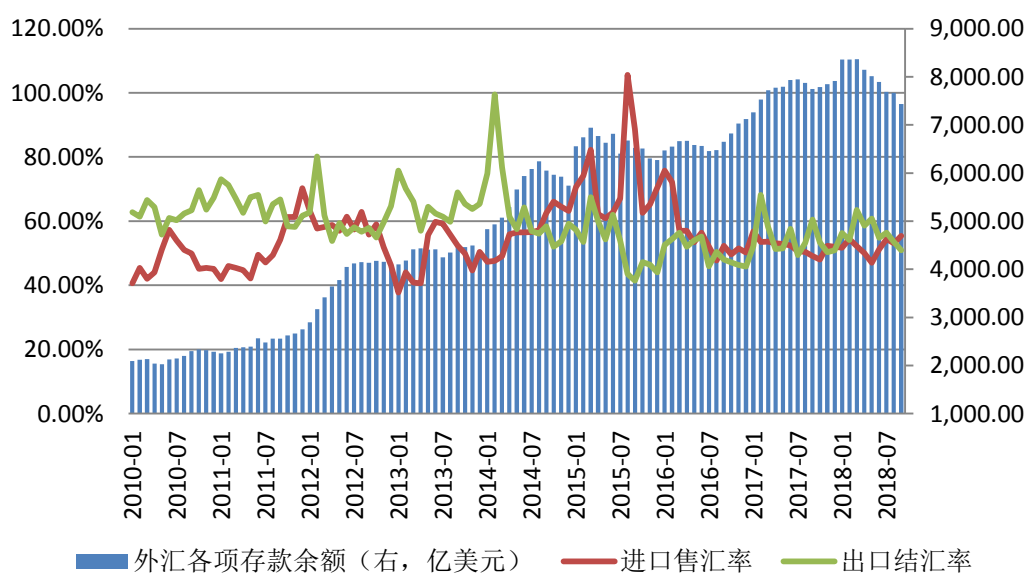
图 2-6：经常账户逆差变顺差



资料来源：Wind，南华研究

2017 年年初，出口结汇率明显抬升，2 月份接近 70%，但进口售汇率并未出现较大的抬升，表明进出口企业恐慌性情绪不强，不少投资者逢高结汇。目前虽然人民币大幅贬值，进口售汇率有所上升，但出口结汇率却逐步走低，表明投资者对当前的汇率水平认识较为理性。

图 2-7：进出口企业较为理性

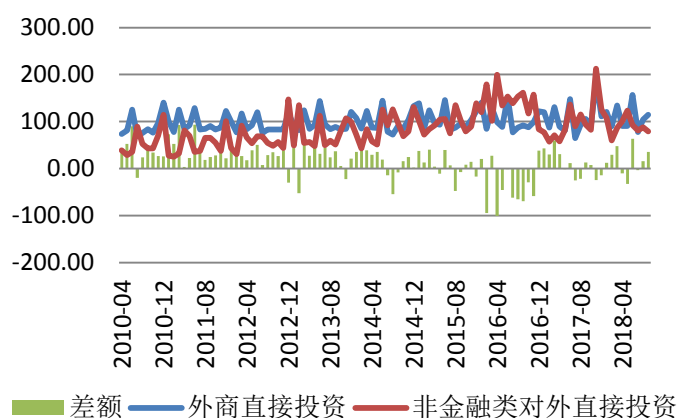


资料来源：Wind，南华研究

在人民币汇率大幅贬值后，外商直接投资额度大幅拉升，2016 年 12 月和 2017 年 1 月外商直接投资额度均达到了 120 亿美元以上，之后开始回落。而今年 6 月美元兑人民币大幅上升后，也触发了一波外商直接投资热情。但总体来看，近几年，外商直接投资额与之前并无太大差异。

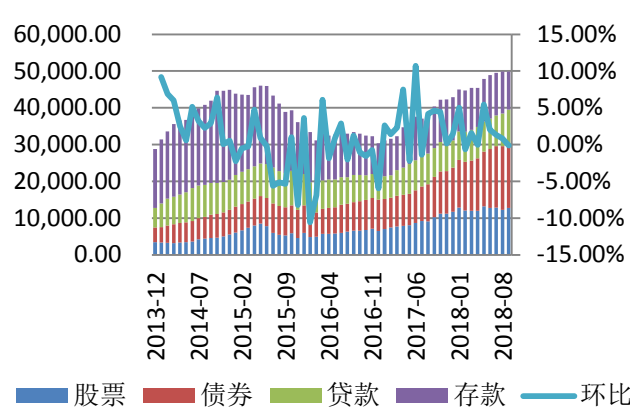
从金融资产的保有量来看，自 2016 年年末开始，金融资产总量（包括股票、债券、贷款以及存款）始终保持上升趋势，其中存款量和贷款量保持稳定，债券和股票的持有量则大幅增加。图 2-9 也表明 2017 年初和这次的人民币大幅贬值对其影响并不大。

图 2-8：外商直接投资上升后回落



数据来源：Wind 南华研究

图 2-9：境外投资者持有量增加



数据来源：Wind 南华研究

2.4. 小结

综上所述，相比 2016 年四季度至 2017 年一二季度，本轮继续贬值预期相对较弱，跨境资金流动依然平稳，并未出现大规模外逃现象。但隐忧也很明显，譬如经济形势较为严峻，受贸易摩擦影响，经常项目也可能恶化。另外，美元指数继续上扬也会对人民币汇率产生压力。不过从总体上看，当前经济运行较为平稳，风险依然可控。

第3章 未来展望

3.1. 汇率是否会破 7？

我们之前已经根据模型和 Wind 一致预期的预测数据，推算出 2018 年四季度美元兑人民币均衡水平为 6.5333，而 2018 年 10 月 31 日，美元兑人民币中间价为 6.9646，偏离均衡水平 6.60%。

如其他经济指标一样，人民币汇率达到均衡水平通常是偶然的，围绕均衡波动才是常态。我们关心的是未来人民币会怎样走？是扩大偏离水平还是向均值回归？上面我们已经将此次人民币大幅贬值的情况与 2016 年四季度至 2017 年一二季度做了对比，总体而言二者差异并不是太大。由于当时人民币汇率偏离均衡水平最高达 9.10%，如果以

此为基准，那么意味着此次美元兑人民币中间价最高可能达到 7.13（在不考虑央行大幅干预的情况下），然后逐步向均衡水平回归。

不过 7 对于美元兑人民币汇率而言，是一个重要节点。目前央行已退出常态式干预，人民币汇率市场化程度大幅提升。然而如果人民币破 7 引发大范围恐慌，资金大幅流出，不排除央行出手稳定市场情绪面。³

3.2. 重要风险点提示

1. 欧洲经济复苏不及预期
2. 中美贸易摩擦
3. 央行干预汇率

³ 针对央行货币政策的思考，详见附录

2018 年 10 月 31 日，央行推出稳汇率措施，宣布将在香港发行 200 亿中央银行票据，回收离岸人民币流动性。

附录：中美政策导向

1. 三季度中国汇率政策：稳汇率

对比 2018 年一季度和二季度央行货币政策执行报告中对人民币相关的表述，我们可以发现二季度时，虽然和一季度一样提到了继续支持人民币在跨境贸易中的使用，但是新增了“坚持发展、改革和风险防范并重”的字样。结合 731 中央政治局会议的精神以及提到的“六稳”，我们可以理解为三季度央行在汇率上的政策态度是稳汇率。与此同时，随着三季度以来汇率贬值的加速，央行层面采取了上述一系列的措施遏制贬值预期。整体来说，三季度时央行稳汇率的意图较为明显。

央行三季度稳汇率的一系列措施如下：

在 6 月底时，人民币兑美元汇率一路贬值到 6.63 附近。7 月 2 号，新一届国务院金融稳定发展委员会成立并召开第一次会议。会议认为，我国当前完全具备打赢重大风险攻坚战和应对外部风险的诸多有利条件，对此充满信心。紧接着 7 月 3 号，央行行长易纲在接受中国证券报采访时表示“将继续实行稳健中性的货币政策，深化汇率市场化改革，运用已有经验和充足的政策工具，发挥好宏观审慎政策的调节作用，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”同日，央行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜在港交所债券通周年论坛上表示“这些年来积累了丰富的经验和充足的政策工具，我们有信心保持人民币汇率在合理综合水平上的基本稳定。”两位官员同日喊话，当天人民币汇率收盘价较日内高点反弹近 800 点。

央行官员的喊话对人民币汇率的稳定是有效果的，但持续时间较短，人民币兑美元汇率在 6.61-6.62 附近徘徊了一周后，继续之前的贬值趋势。央行在 8 月 3 日时宣布将外汇风险准备金率从零上调至 20%。这是 2015 年“811 汇改”以来，中国央行三年内第三次调整外汇风险准备金率。上调商业银行远期售汇业务外汇风险准备金率将抬升企业远期购汇成本，对遏制人民币贬值预期有积极作用。此时，人民币兑美元的汇率位于 6.8 附近。

2018 年 8 月 8 日，市场有消息称中国央行于 8 月 6 日上午召集 14 家中间价报价银行会谈，央行有关主管官员在会议上表示与会银行应该和央行一起出力来防范羊群效应、防范顺周期行为，对顺周期行为不要推波助澜。8 月 15 日时，人民币兑美元汇率突破 6.9。到 8 月 24 日时，央行宣布重启逆周期因子，并表示 8 月份以来人民币对美元汇率中间价报价行陆续主动调整了“逆周期系数”，以适度对冲贬值方向的顺周期情绪。逆周期因子重启后，人民币兑美元汇率稳定在 6.82-6.88 的区间内。

2. 三季度美国货币政策态度：经济增长支持加息

7 月底 8 月初的 FOMC 会议上美联储维持利率水平不变。委员们认为美国二季度的经济增长是相当强劲的并且能够持续下去。支撑经济超预期增长的因素包括强劲的劳动市场，财政刺激政策，良好的金融环境以及来自住户和企业持续高涨的信心。但是他们认为下半年的经济增速将会弱于二季度，同时他们一致认为贸易战和贸易政策的不确定性给经济增长带来了未知的风险，例如大范围的高关税会降低美国居民的购买力，降低国内生产力以及阻碍供应链的正常运转。此外，委员们也表示如果后续的经济数据仍

旧亮眼，将会进一步加息。在 9 月会议时，美联储在强劲的经济数据的支持下如预期加息 25 个基点，并删除了之前会议声明中认为货币政策是宽松的表述，但是在对经济增长和通胀方面的看法较之前的声明并没有太大的变化。

3. 四季度中美货币政策分歧恐一进步加大

2018 年 10 月 7 日，中国人民银行宣布自 10 月 15 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，当日到期的 MLF 不再续做。此次降准所释放的部分资金用于偿还 10 月 15 日到期的约 4500 亿元 MLF，这部分 MLF 当日不再续做，除去此部分，降准还可再释放增量资金约 7500 亿元。央行方面表示本次降准仍属于定向调控，目的是为高质量发展供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。同时，银根是稳健中性的，货币政策取向也没有改变。在针对汇率贬值问题时，央行表示此次降准不会对人民币汇率形成贬值压力，并且央行将继续采取必要措施，稳定市场预期，保持外汇市场平稳运行。

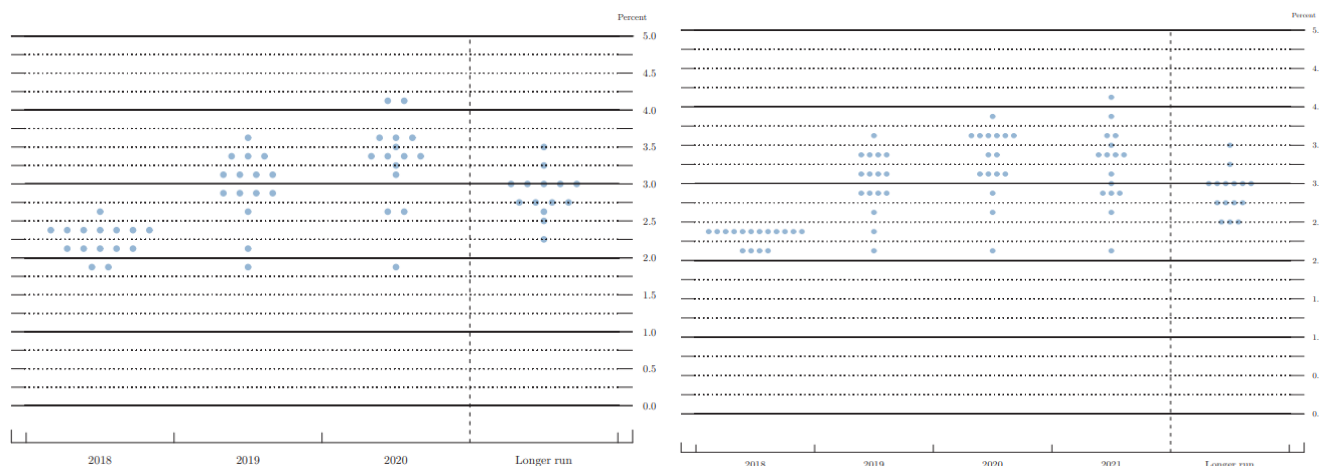
本次降准后，市场认为中美货币政策进一步分化，加上十一期间中美贸易关系进一步恶化，节后人民币兑美元汇率跌破 6.9。同时，市场对此轮降准的分析偏向于认为政策层面在稳增长和稳汇率中倾向于稳增长，而对人民币兑美元汇率的关注点则聚焦到是否会破“7”上。据彭博社报道，根据美国存管信托和结算公司(DTCC)数据口径的统计显示 10 月首周通过买入美元/人民币看涨期权，押注或对冲人民币“破 7”的交易量已经超过 8 月 13 日当周水平，为自二季度本轮贬值以来的最高规模，名义本金达近 125 亿美元，周度激增了 153%。

针对破 7 这个问题，央行货币政策委员会委员刘世锦在 10 月 7 日的经济日报刊文称“提到针对社会上对人民币贬值的担忧和守住某个‘关口’的主张，我们认为，重要的不是具体‘点位’，关键是汇率机制要正确。只要机制正确，不怕‘点位’不回来”。10 月 10 号中国社科院学部委员余永定在中国证券报发文表示“考虑到中国经济基本面，很难想象人民币会跌到触发金融危机的程度。鉴于 2015-2016 年的经验，对货币当局而言，这意味着即使美元兑人民币汇率跌至 7 以下也必须坚持不干预政策。只要有了这种忍耐，汇率制度改革就可能最终大功告成。”两位专家的发言都表示此次较点位更重要的是汇率机制。结合此次降准以及两位专家的表态，我们可以大胆推测，此次人民币兑美元汇率的波动大概率会更多的由市场决定，央行政策将优先稳增长，而不是稳汇率。

相较而言，美国的货币政策在其强劲的经济增长的支持下恐进一步收紧。根据 9 月 FOMC 会议公布的点阵图，可以发现 2018 年 12 月 FOMC 会议上支持继续加息 25 个基点的委员居多。并且，通过对比 6 月和 9 月公布的点阵图我们可以发现，支持 12 月加息的委员数量增多了。同时，美联储委员内部对于 2019 年和 2020 年利率水平往更高处走的支持率也较 6 月份增加不少。

图附录-1：美联储 6 月 FOMC 会议点阵图

图附录-2：美联储 9 月 FOMC 会议点阵图



数据来源: Wind 南华研究

数据来源: Wind 南华研究

虽然中美贸易战仍旧在持续且暂时未见到有解决希望,但美国整体经济增长状况仍旧乐观,经济数据也未显示出贸易战对其经济的明显负面影响。因此,四季度美联储的货币政策基调应该和市场预期出入不大,继续收紧,且在12月份大概率加息一次。这对美元指数来说,将是一个有力的支撑点。而中国在面对内需不振,经济下滑的情况下,四季度大概率会维持中性偏宽松的货币政策,稳汇率措施会给稳增长措施让道。因此中美货币政策在四季度恐进一步分化。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

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

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

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：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

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

天津营业部

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

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

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

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层

宁波分公司

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

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

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

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

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

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

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

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

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

青岛营业部

电话：0573-83378538

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

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路555号交易中心大楼
三层3232、3233室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公楼
1405室
电话：0791-83828829

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室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号15层C室
电话：024-22566699

青岛市市南区闽江路2号1单元2501室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省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

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号11层001号
电话：0931-8805351

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

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路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

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

济南营业部

山东省济南市历下区冻源园大街102号祥恒广场15层1505室
电话：0531-80998121

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