

摘要：临近4月2日对等关税生效日，市场交易主题或从“欧洲例外论、东升西降”切换为“关税威胁”。

人民币汇率热点

细议欧洲财政：欧元强势能否持续？

周骥（投资咨询证号：Z0017101）

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

2025年3月21日

主要观点

1、本期看点

- 1) 美联储何时能再降息？
- 2) 如何理解近期欧洲财政？
- 3) 欧元的强势是否具备持续性？

2、观点总结

美国方面，关于美联储何时再次启动降息，我们认为该事件发生在5月的可能性较小，原因在于美联储的降息条件可能需要硬数据的恶化来配合，否则，考虑到特朗普因素的存在，美联储仍可能大概率处于观望状

态。但需要注意的是，目前美国仍处于降息周期，不排除年内仍有1-2次降息的可能性。若特朗普已出台或者即将出台的关税政策出现实质性回调，市场逐步消化贸易摩擦的有限通胀传导效应，货币政策将回归既定路径。在此情形下，美联储或延续2024年下半年的既定节奏，有序实施阶梯式降息操作。若贸易保护措施持续升级并引发全球性贸易对抗，美国经济或将面临“滞胀”困境。这种复杂局面下，美联储的决策空间将显著收窄，可能被迫采取观望策略，等待经济周期自然调整引发的轻度衰退来化解政策两难。因此，接下来进入4月后，可能会有新的叙事出现，即4月初各国对等关税的生效情况，这或许能够为我们或者市场进一步提供美国经济是“滞胀”还是“衰退”的线索，以及开启降息时点的明朗化。

欧洲方面，考虑到当前市场定价已充分反映欧洲财政扩张的初期预期，欧元汇率阶段性强势升值动能或已基本释放。后续走势演变取决于两个关键变量：一是军事投资能否实现向民用领域的技术转化，形成全要素生产率提升；二是欧盟能否建立超国家层面的财政协调机制，突破成员国预算分立的结构性障碍。若二季度出现政策催化剂（如欧洲稳定机制框架扩容或共同债券发行），并推出补充性产业政策（如半导体补贴、新能源供应链整合），可能重启欧元上行周期。否则，在政治约束、外部冲击以及关税冲击下，或使欧元回撤。需重点关注4月欧盟特别峰会能否出台防御性贸易措施，以及德国2025财年预算草案的具体分配方案。

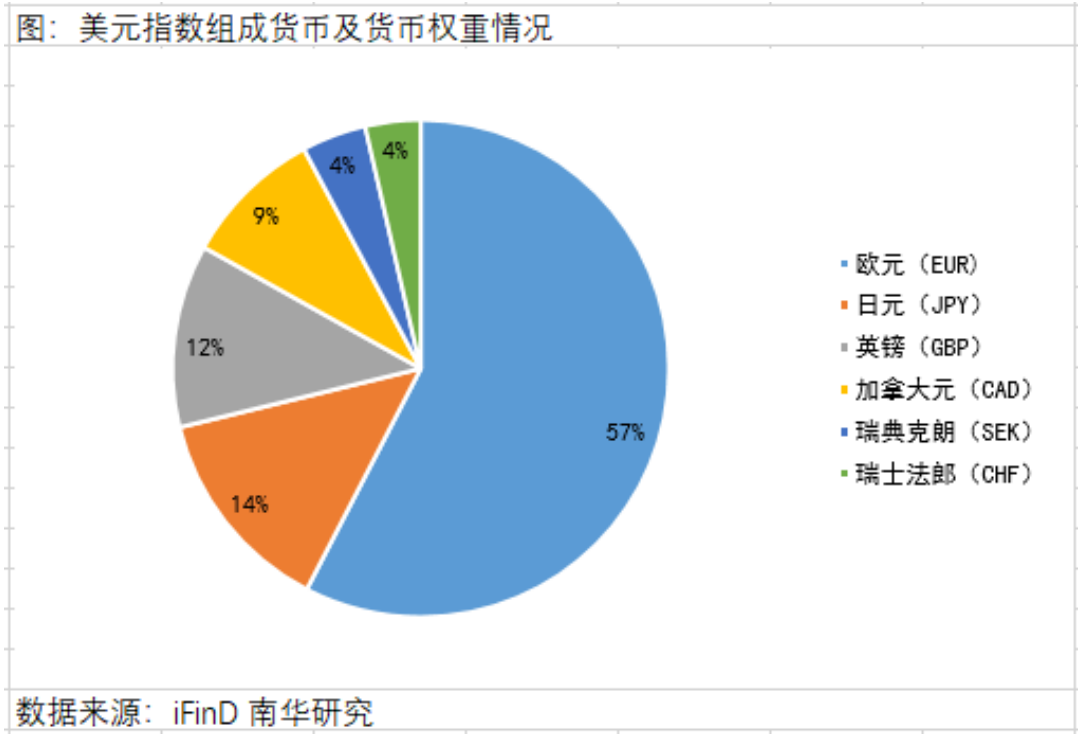
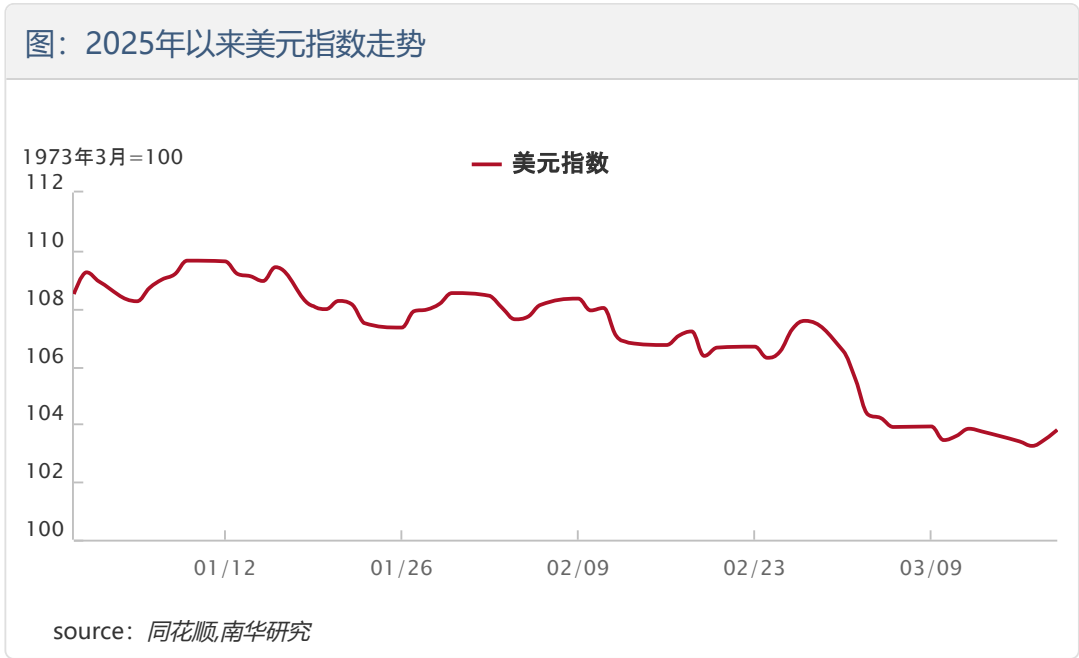
风险提示：海外货币政策调整超预期、地缘政治冲突超预期、特朗普非常规出牌

...

正文

观察美元的强弱，我们通常会参考美元指数。美元指数是衡量美元相对于一揽子主要货币汇率变化的综合指标。其构成包括六种货币，按照权重大小排名分别为：欧元、日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗及瑞士

法郎。从年初以来，美元指数呈现微幅回落状态。若观察上述各类货币年初至今的走势，不难发现，欧元给美元施加了更多下行压力。



图：美元指数成分货币走势情况（英镑）



source: 同花顺,南华研究

图：美元指数成分货币走势情况（加拿大元）



source: 同花顺,南华研究

图：美元指数成分货币走势情况（瑞典克朗）



source: 同花顺,南华研究

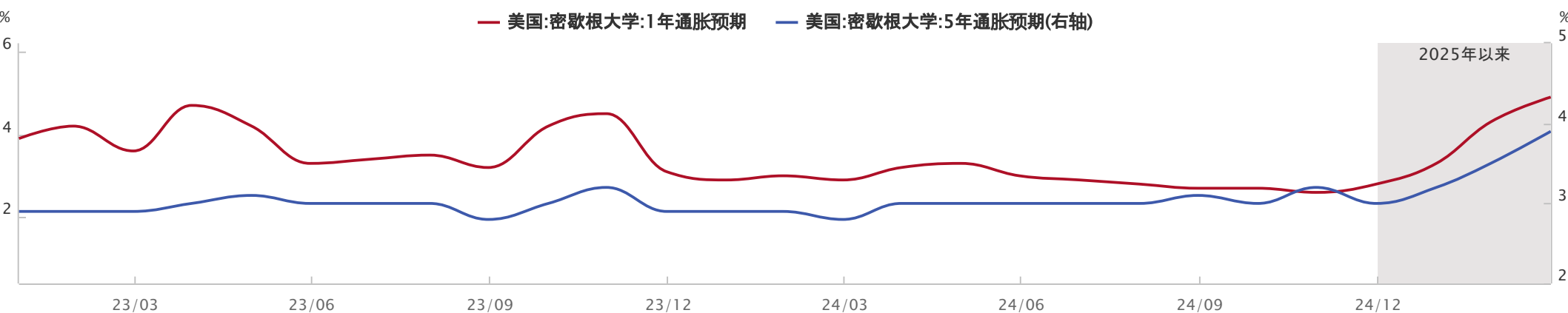
图：美元指数成分货币走势情况（瑞士法郎）



source: 同花顺,南华研究

进一步来看，我们在《两会之下，市场交易什么？》一文中详细剖析后认为，今年以来美元指数在以下两个交易逻辑下呈现相对偏弱的局面：其一，市场因特朗普政策（关税）而对美国“滞”的担忧加重；其二，欧洲地缘政治和以德国为代表的财政政策或出现大幅转向，逆转长期以来的财政审慎立场。

图：美国密歇根大学1年和5年通胀预期



source: 同花顺,南华研究

图：乌克兰停战情况



source: 彭博,南华研究

图：乌克兰重建及停战情况



source: 彭博,南华研究

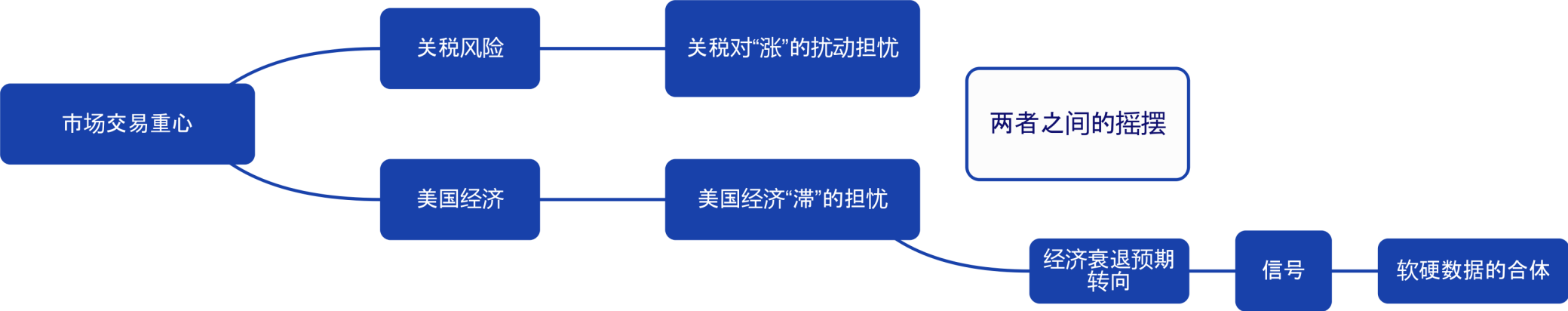
....

对于接下来美元指数是否会形成趋势性的弱势走势，我们认为需要分析市场是否会继续交易美国“滞”的担忧，以及欧元的强势能维持多久。

一、市场是否会继续交易美国“滞”的担忧？

从2025年以来的美元指数走势来看，虽然市场在关税引发的“涨”的担忧和美国经济“滞”的担忧之间摇摆，但相对而言，关注的重点更多地集中在对美国经济“滞”的担忧上。这一点不仅体现在市场动态中，还可从美联储3月FOMC会议内容得到印证。

图：“滞”与“涨”之间的博弈

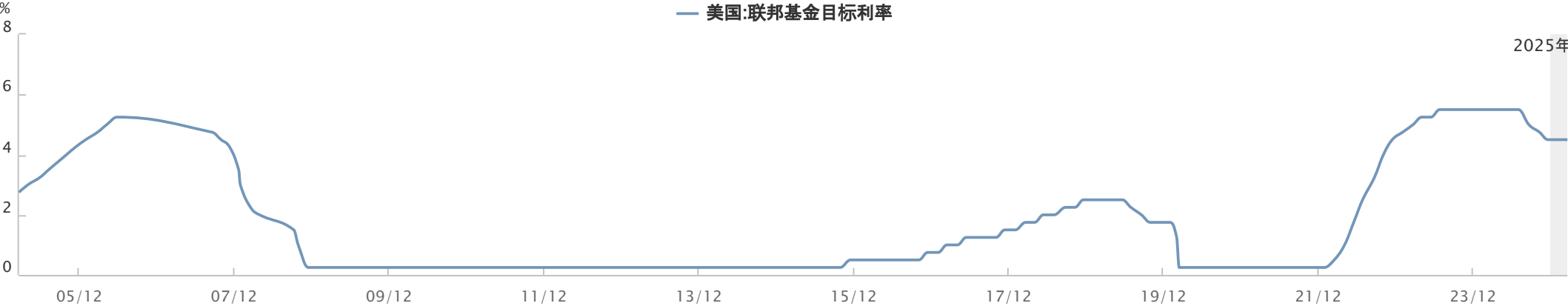


source: 南华研究

1.1 2025年3月美联储FOMC会议解读：“鸭试”议息

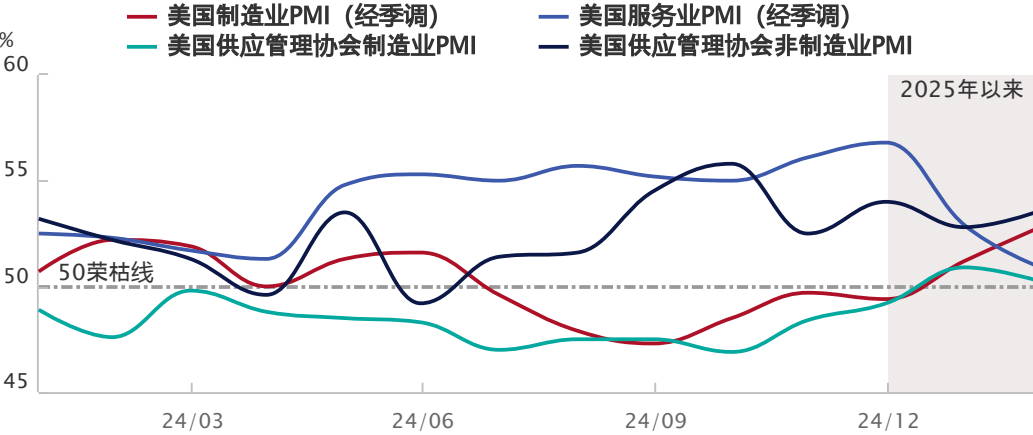
在本次会议上，美联储如期维持基准利率不变，当前联邦基金利率目标区间为4.25%-4.50%，符合市场预期。之所以符合市场预期，是因为美联储目前面临两方面的压力，也正是市场担忧的：一方面，美国经济存在下行风险；另一方面，自特朗普上任以来，其关税政策的反复性可能引发再通胀。在此情况下，选择继续暂停加息以观察经济形势，无疑是一个相对保守但较为稳妥，且符合市场预期的决策。

图：美国联邦基金目标利率走势



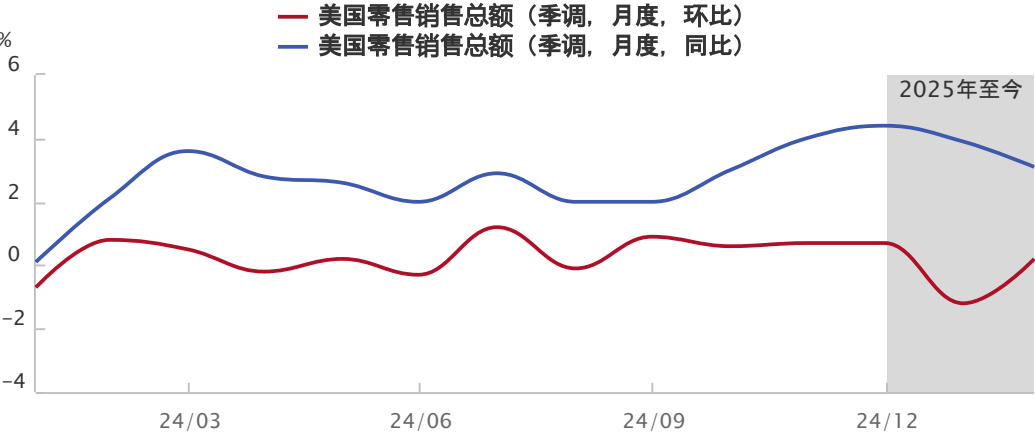
source: 同花顺,南华研究

图：美国各类制造业及非制造业PMI情况



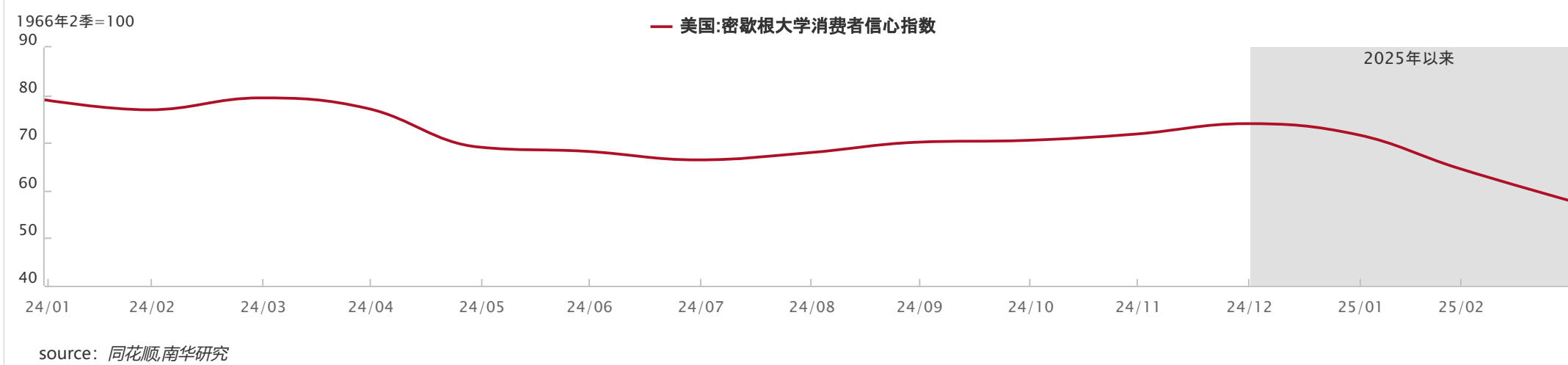
source: 彭博,南华研究

图：美国零售销售总额月度情况



source: 彭博,南华研究

图：美国密歇根大学消费者信心指数情况



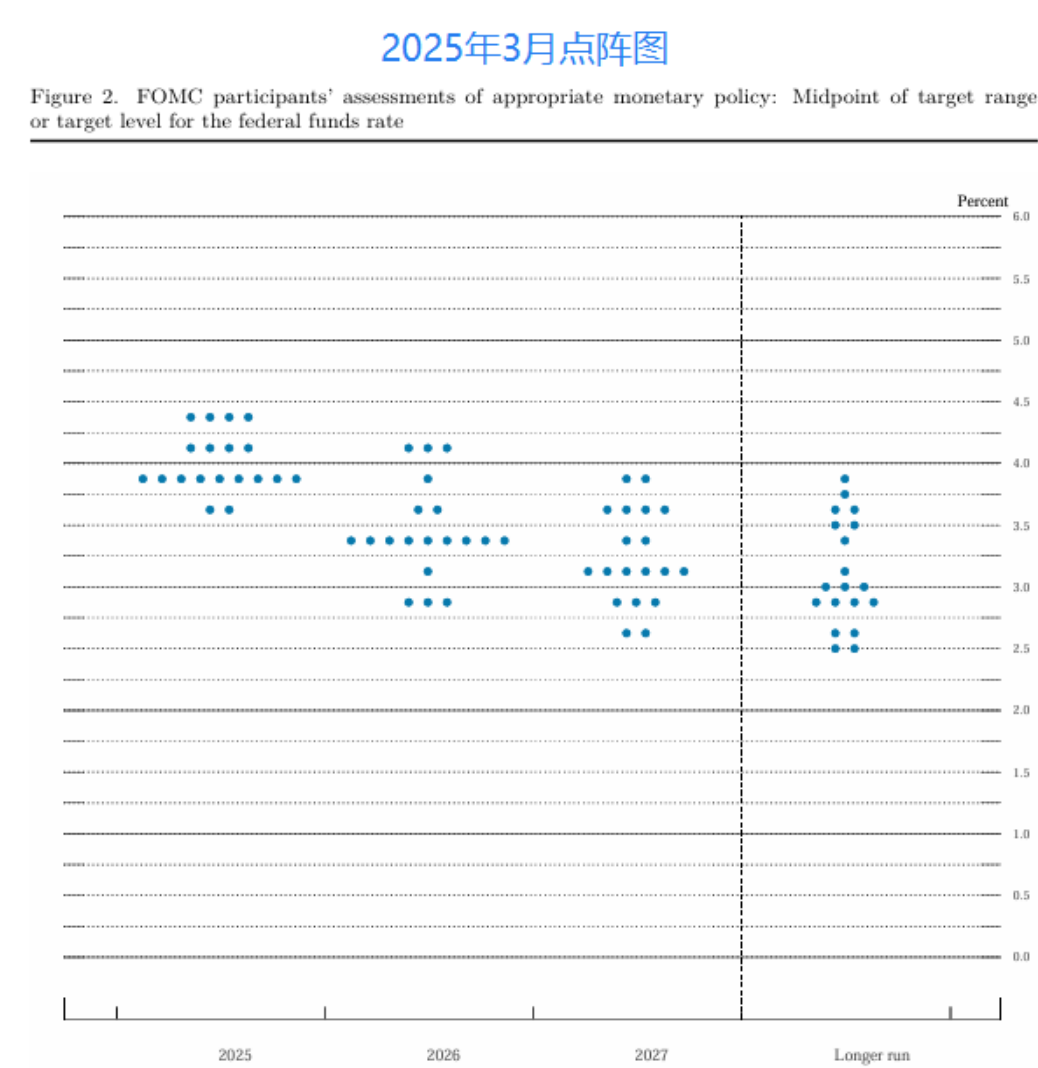
表：2025年以来，特朗普关税政策进展梳理

征收对象	进展	具体内容
全球	已生效	对全球钢铁和铝征收25%关税，于3月12日生效。
	调查中	2月13日发布《互惠贸易和关税》备忘录，发起“对等关税”调查，重点提及欧洲的增值税/数字服务税/汽车/贝类、印度的农产品关税等。计划4月2日宣布“对等关税”的具体措施。
		2月25日签署行政令，启动对铜进口威胁美国国家安全的232调查。
		3月1日签署行政令，启动对木材和木制品进口威胁美国国家安全的232调查。
	口头威胁	对来自法国和其他欧盟国家的所有葡萄酒、香槟等酒类产品征收200%的关税。
		对汽车、半导体、药品、芯片、木材加征普遍关税。
		对“外部”农产品征收普遍关税，让美国农民“准备好开始生产大量农产品在美国国内销售”。
		对欧盟商品加征25%关税。
北美	已生效	对来自加拿大、墨西哥的不符合美墨加贸易协定的商品征收25%普遍关税(其中加拿大能源10%、加墨的钾肥10% 关税)。
	待生效	对来自加墨的符合美墨加贸易协定的商品征收25%普遍关税，目前推迟至4月2日。
	调查中	1月20日发布《美国优先贸易政策》备忘录，启动评估“美墨加协定”的影响，4月1日发布调查报告。
	口头威胁	4月开始对加拿大木材、乳制品等商品征收高额关税。
中国	已生效	对中国所有商品额外征收20%关税。
	调查中	1月20日发布《美国优先贸易政策》备忘录，发起对中国的贸易审查，4月1日前完成审查报告。
		计划对所有中国制造或悬挂中国国旗的船舶船队收取美国港口停靠费用。

source: 网络资料整理、南华研究

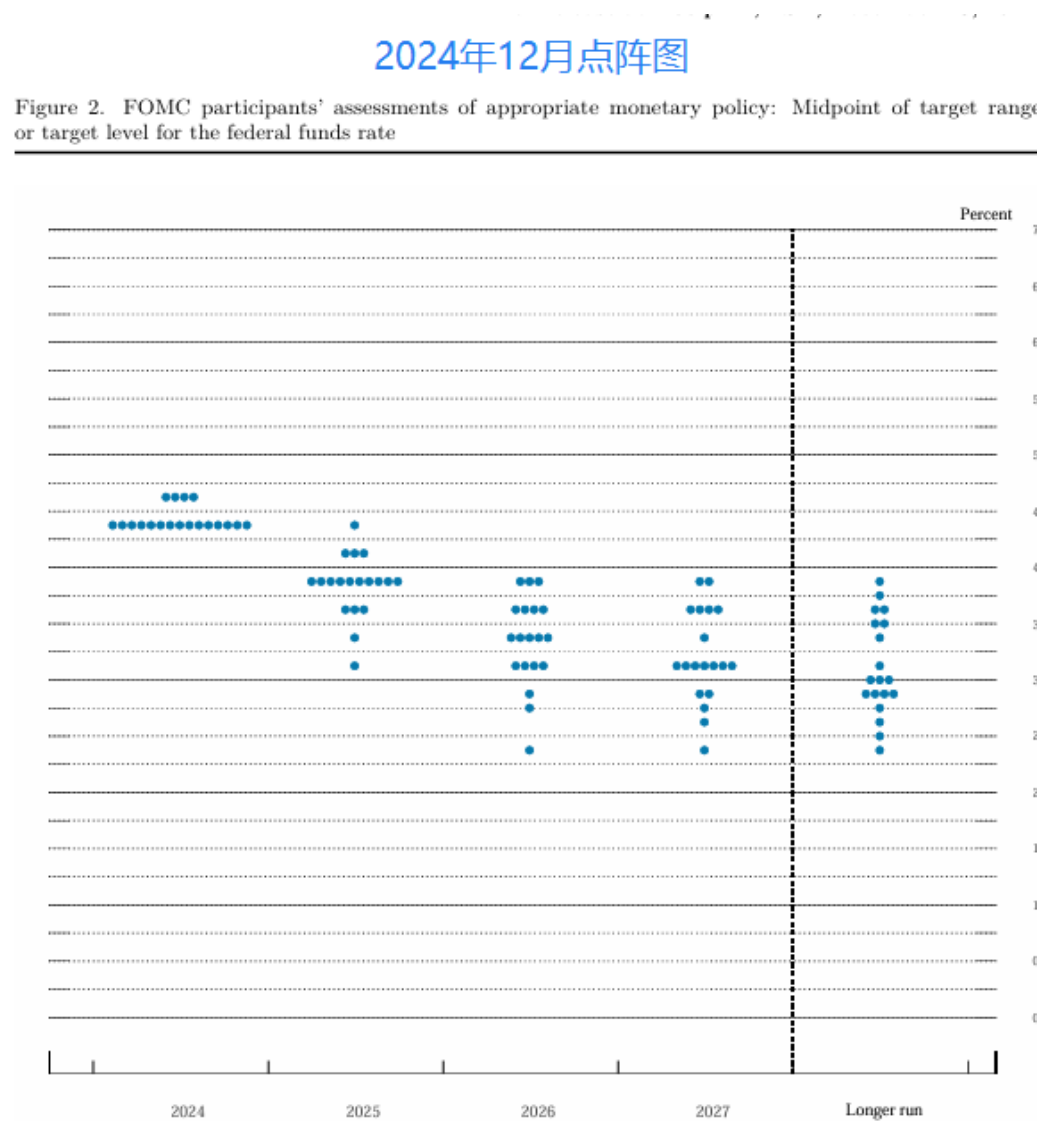
点阵图方面，本次并无太多亮点，但官员票型上的上移，指向支持不降息或降息更少的人数有所增加，即大多数官员认为不急于降息，这或许是出于对特朗普关税政策或引发美国通胀抬升的考虑。对于年内的基准指引没有太大的变化，依然保持2025年年内降息两次、每次25个基点的预期，表明美联储依旧处于观望状态。但与美联储不同的是，本次会议后，市场对美联储的降息预期不降反增，有一定的小幅上调，因此对应了美元指数的上行动力不足。目前来看，市场预期美联储将在2025年年内降息三次，略高于两次，下一次降息时间仍预期为2025年6月。

图：2025年3月点阵图显示大多数官员认为不急于降息



source: FED 南华研究

图：2025年3月点阵图显示官员的票型有所上移，但维持2025年年内降息2次的预期



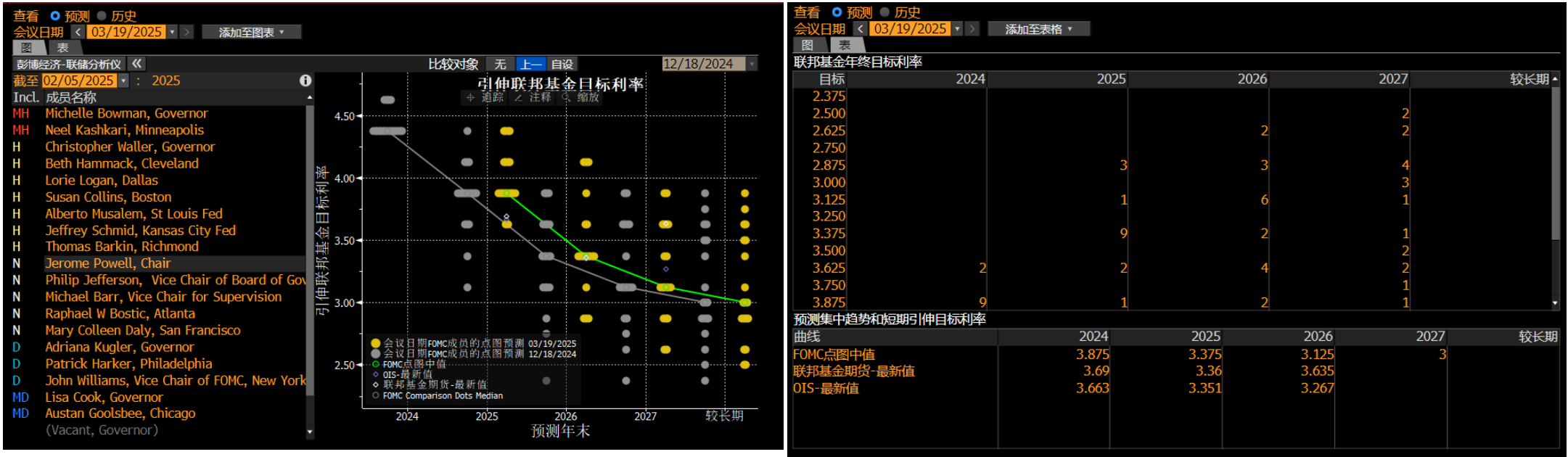


Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2025

Percent

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5–1.9	1.6–1.9	1.6–2.0	1.7–2.0	1.0–2.4	0.6–2.5	0.6–2.5	1.5–2.5
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8–2.2	1.9–2.1	1.8–2.0	1.7–2.0	1.6–2.5	1.4–2.5	1.5–2.5	1.7–2.5
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3–4.4	4.2–4.5	4.1–4.4	3.9–4.3	4.1–4.6	4.1–4.7	3.9–4.7	3.5–4.5
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2–4.5	4.1–4.4	4.0–4.4	3.9–4.3	4.2–4.5	3.9–4.6	3.8–4.5	3.5–4.5
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6–2.9	2.1–2.3	2.0–2.1	2.0	2.5–3.4	2.0–3.1	1.9–2.8	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3–2.6	2.0–2.2	2.0	2.0	2.1–2.9	2.0–2.6	2.0–2.4	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0		2.7–3.0	2.1–2.4	2.0–2.1		2.5–3.5	2.1–3.2	2.0–2.9	
December projection	2.5	2.2	2.0		2.5–2.7	2.0–2.3	2.0		2.1–3.2	2.0–2.7	2.0–2.6	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9–4.4	3.1–3.9	2.9–3.6	2.6–3.6	3.6–4.4	2.9–4.1	2.6–3.9	2.5–3.9
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6–4.1	3.1–3.6	2.9–3.6	2.8–3.6	3.1–4.4	2.4–3.9	2.4–3.9	2.4–3.9

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The December projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on December 17–18, 2024.

1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.

2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.

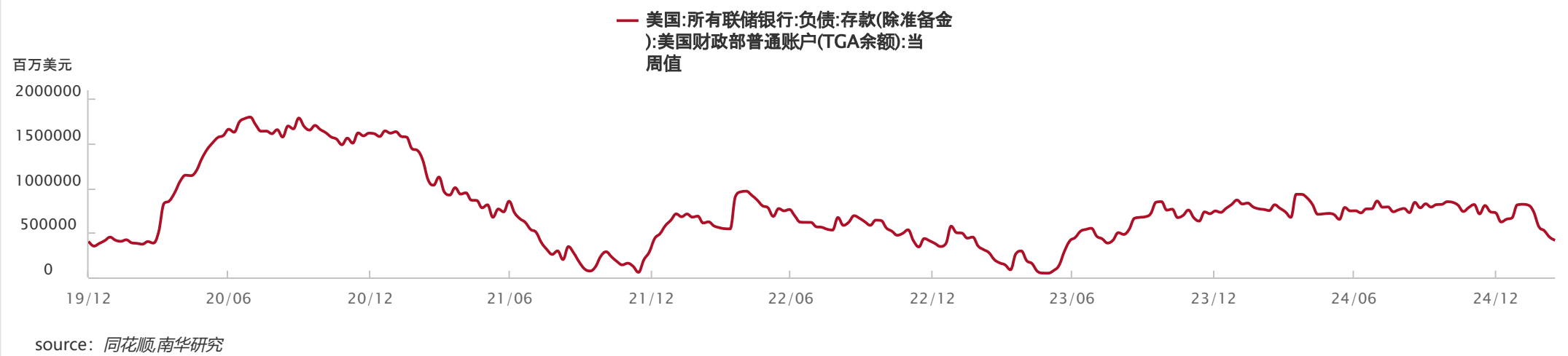
3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.

4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

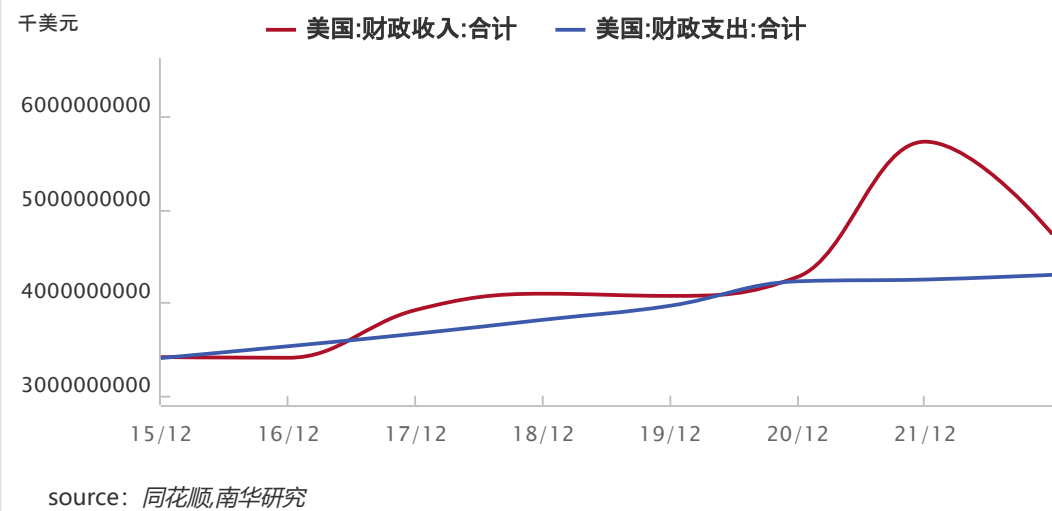
source: FED 南华研究

我们认为，本次会议最大的超预期点在于缩表进程的调整，美联储减缓QT的开始时间比市场预期的更早。具体而言，从今年4月起，美联储将放缓缩表速度，美国国债月度赎回上限从250亿美元下调至50亿美元，同时保持机构债券和机构抵押贷款支持证券每月赎回上限在350亿美元。这一调整的原因可能是出于联邦政府债务上限问题的考虑，即为了避免未来债务上限的变化可能导致银行储备出现大幅波动。

图：美国财政部普通账户(TGA余额)



图：美国财政收入和支出



图：美国财政预算支出占GDP比重(含预测)



表：2025年3月与1月美联储FOMC会议声明对比

内容	3月	1月
经济	最近的指标显示，经济活动继续稳步增长。近几个月来，失业率已经稳定在一个较低的水平，劳动力市场状况依然稳固。	最近的指标显示，经济活动继续稳步增长。近几个月来，失业率已经稳定在一个较低的水平，劳动力市场状况依然稳固。
通胀	通货膨胀率仍然略高。	通货膨胀率仍然略高。
货币政策	委员会力求在较长时期内实现就业最大化和2%的通货膨胀率。	委员会力求在较长时期内实现就业最大化和 2% 的通货膨胀率。
	为了支持其目标，委员会决定将联邦基金利率的目标区间维持在4.25%-4.5%。	为了支持其目标，委员会决定将联邦基金利率的目标区间维持在4.25%-4.5%。

	在考虑进一步调整联邦基金利率目标范围的程度和时机时，委员会将仔细评估收到的数据，不断变化的前景和风险平衡。	在考虑进一步调整联邦基金利率目标范围的程度和时机时，委员会将仔细评估收到的数据、不断变化的前景和风险平 衡。
	将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。从4月开始，委员会将通过将美国国债的每月赎回上限从 250亿美元降至 50 亿美元来减缓其证券持有量下降的速度。该委员会将机构债务和机构抵押贷款支持证券的每月赎回上限维持在 350亿美元。委员会坚定地致力于支持最大限度的就业，并使通货膨胀率恢复到2%的目标。	将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持最大限度的就业，并使通货膨胀率恢复到2%的目标。
利率		
前景展望	经济前景的不确定性有所增加，委员会关注其双重使命给双方带来的风险。	委员会认为，实现就业和通货膨胀目标的风险大致相当。经济前景不明朗，委员会关注其双重使命给双方带来的风 险。

source：FED、南华研究

表：3月鲍威尔新闻发布会发言要点总结

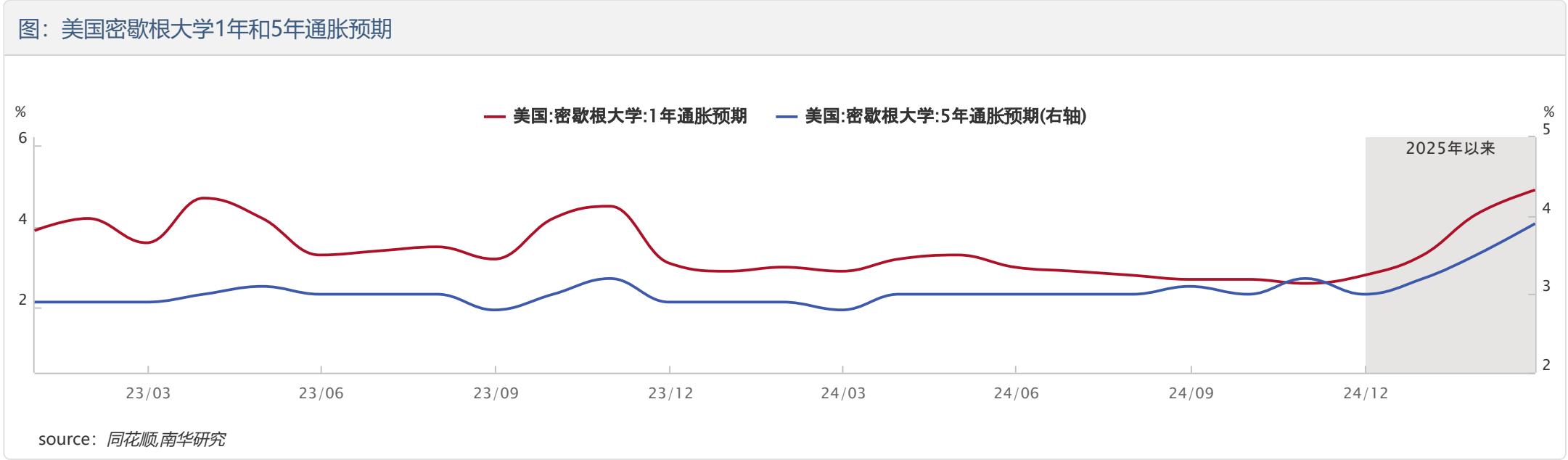
内容	鲍威尔关键表述
劳动力市场	当前劳动力市场一直处于健康水平。
	美国当前处于低裁员、低招聘的就业市场状态。
通胀	基准假设下，关税通胀是暂时性的。
	很难准确评估通胀有多少来自关税和其他方面，现在判断关税将造成严重影响还言之过早。
	长期通胀预期仍然被很好地锚定，一年内的通胀预期因为关税因素波动较大。
经济	经济衰退的概率仍低，虽然有所上升。
	就目前而言，硬数据表现还有韧性。我们意识到了疲软的情绪、数据和高度不确定性，我们正在仔细观察。
货币政策	不需要急于调整政策立场。
	已经准备好，等待一个更清晰的形势。
	在今天的会议上，我们决定减缓资产负债表的缩减速度。我们已经看到了货币市场紧张加剧的迹象。

source：

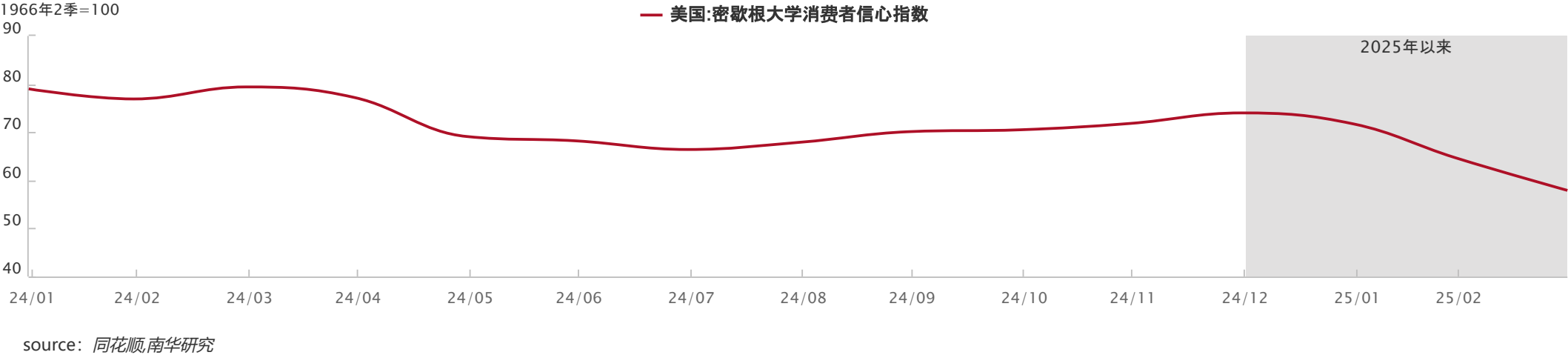
1.2 美联储何时再次启动降息？

关于美联储何时再次启动降息，若从美联储的角度考虑，在今年1月的FOMC会议上，鲍威尔明确了降息的条件：一是通胀回落需要看到实际的进展；二是就业市场需呈现疲软的状态。然而，2025年1、2月的通胀数据、非农就业数据表现，以及2025年以来特朗普关税政策的落地，均未满足上述条件，因此市场与美联储在3月不降息上达成了一致。往后看，尽管软数据在放缓，但硬数据仍具有一定的韧性。基于这一基准行情，我们认为美联储在5月降息的可能性较小，原因在于美联储的降息条件可能需要硬数据的恶化来配合，否则，考虑到特朗普因素的存在，美联储仍可能大概率处于观望状态。因此，结合鲍威尔所明确的降息条件，我们

将其划分为长期和短期，其中美国经济衰退、通胀的实质性回落将是长期条件，而特朗普政策则是短期扰动因素。但需要注意的是，目前美国仍处于降息周期，不排除年内仍有1-2次降息的可能性。从PIIE预测的特朗普政策对通胀影响的情况来看，实际影响并不大，但潜在的风险在于预期的自我实现。若特朗普已出台或者即将出台的关税政策出现实质性回调，市场逐步消化贸易摩擦的有限通胀传导效应，货币政策将回归既定路径。在此情形下，美联储可延续2024年下半年的既定节奏，有序实施阶梯式降息操作。若贸易保护措施持续升级并引发全球性贸易对抗，美国经济或将面临“滞胀”困境。这种复杂局面下，美联储的决策空间将显著收窄，或被迫采取观望策略，等待经济周期自然调整引发的轻度衰退来化解政策两难。因此，接下来进入4月后，可能会有新的叙事出现，即4月初各国对等关税的生效情况，这或许能够为我们或者市场进一步提供美国经济是“滞胀”还是“衰退”的线索，以及开启降息时点的明朗化。



图：美国密歇根大学消费者信心指数情况



.....

二、细议欧洲财政：欧元又行了吗？

从近期的欧元走势来看，“美国例外论”或者说“美强欧弱”的格局正逐渐被打破。而这一长期格局被打破的原因，在于市场预期德国财政立场或将大幅转向，打破此前的财政审慎立场，从而或带领整个欧元区经济往好的方向发展，即**德国、欧洲财政和国防政策的转向大幅提振市场对欧元区的经济预期，从而使得欧元伴随德国国债收益率飙升**。具体来看，近期欧元汇率走强背后存在多重驱动力，可从政策突破、经济修复与货币环境三个维度进行解析：

图：欧元兑美元走势



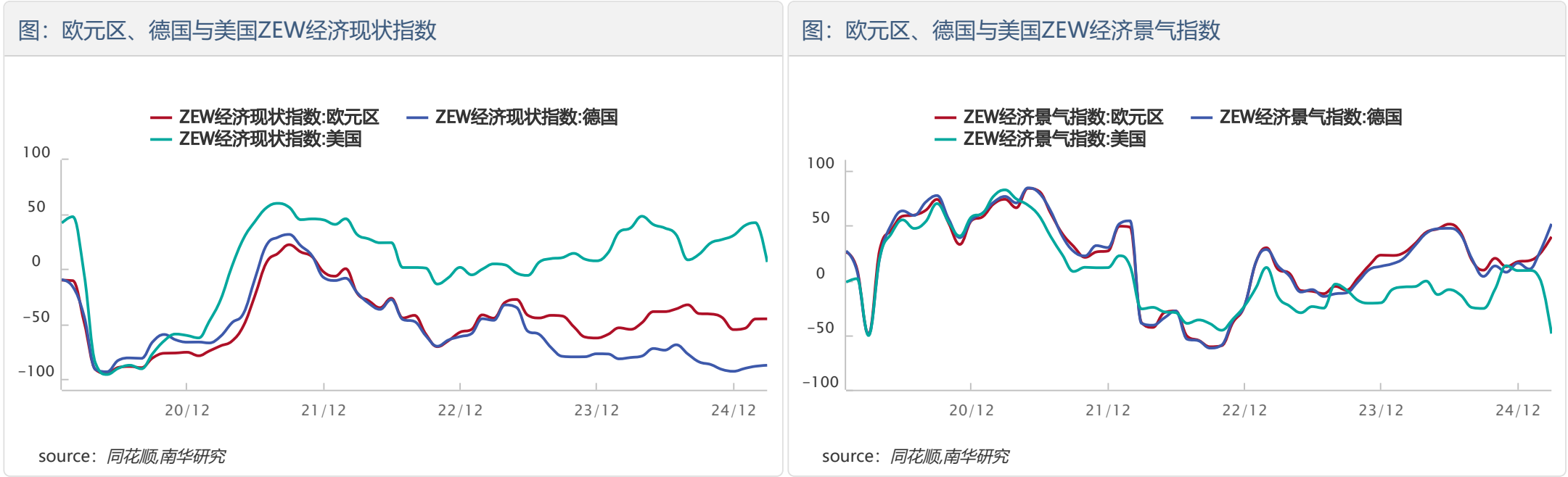
图：10年期德国国债收益率



首要推动力源于德国财政政策的战略性转向。作为欧元区经济引擎，德国立法机构近期高票通过突破性的财政扩张计划，其核心在于解除债务限制框架，启动覆盖基础设施、气候转型及国防安全的超长期投资。此举不仅打破了维持二十余年的财政纪律传统，更释放出国家经济结构升级与区域安全能力建设的双重信号。市场对此作出积极反应，预期该计划将有效提升德国经济潜在增长率，进而带动欧元资产重估。

经济基本面的边际改善构成第二支撑要素。德国ZEW经济景气指数等前瞻指标持续超预期回升，折射出商业信心的修复动能。虽然能源价格波动与通胀压力曾导致经济滞胀风险积聚，但随着能源供应链重构与财

政刺激落地，制造业采购经理人指数等高频数据已显现触底迹象。这种经济韧性预期强化了欧元作为风险货币的吸引力。



货币政策的相对强弱差异形成重要外部推力。当前美欧央行政策周期呈现明显错位，美联储受制于经济放缓压力释放降息预期，而欧央行在核心通胀黏性制约下维持偏紧缩立场。这种货币政策预期差推动美债收益率溢价收窄，促使跨境资本向欧元区倾斜配置。

更深层次看，区域经济整合加速为欧元注入长期溢价。除德国本土政策突破外，欧盟层面正推进跨国防务协作与泛欧基建网络建设，通过结构性投资提升区域经济效率。正如欧盟战略规划所强调的"2030防御能力目标"，这类协同政策不仅对冲地缘风险，更在供应链重构背景下重塑欧元区的全球竞争力预期，形成货币价值的中长期支撑。

表：欧洲财政扩张内容与进度梳理		
日期	事件	具体内容
2025年3月4日	欧盟委员会冯德莱恩首次提出“重新武装欧洲”计划（ReArm Europe Plan）	预计在未来四年创造8000亿欧元的刺激空间（相当于欧盟2024年名义GDP的4.5%，平均每年军事支出占比GDP需提高1%左右）
2025年3月12日	欧洲议会通过“欢迎再武装计划”决议，驳回“反对使用紧急程序”提议	——

2025年3月14日	联盟党和社民党同意了绿党提出的设立1000亿欧元的气候变化基金的建议	此举为有关法案获得联邦议会批准铺平了道路
2025年3月18日	德国联邦议会以超过三分之二的多数票通过了一项千亿欧元财政方案	根据方案，德国将设立5000亿欧元的特别基金，以贷款形式用于基础设施建设和气候保护措施。此外，国防、民防、情报部门和网络安全的支出将不再受到债务上限的限制。其中，仅国防预算就将额外获得1000亿欧元的资金支持。此外，各联邦州也将获得更大的财政自主权，以应对自身的投资需求。
2025年3月19日	欧盟外交与安全政策高级代表卡拉斯和欧盟国防和航天事务专员安德雷斯·库比柳斯举行新闻发布会，介绍《欧洲防务未来白皮书》和《欧洲重新武装计划/2030战备计划》	《欧洲防务未来白皮书》概述了提高产量和战备水平的方法，并敦促成员国增加开支、提高开支质量。

source：网络资料整理、欧盟官网、南华研究

展望后市，我们认为当前欧元走势已进入多空力量交织的复杂阶段，其维持强势的动能逐步减弱，后续能否突破关键阻力位需观察政策落地效果与外部风险演变。具体来看：

1、短期支撑因素：财政扩张预期

德国及欧盟层面的财政扩张政策仍是欧元的核心支撑。德国议会近期通过的长期基础设施与国防投资计划，突破了债务上限限制，直接提升市场对欧元区增长潜力的预期。这一政策转向不仅释放了经济结构升级信号，更通过军事投资间接强化区域安全溢价，吸引资本流入。具体通过三重渠道强化欧元资产吸引力：一是，释放经济结构现代化升级的政策信号；二是，军事投资形成区域安全溢价；三是，超长期投资计划改善资本回报率预期。据欧盟委员会测算，法案涉及项目若完全实施，可使欧元区全要素生产率年均提升0.15-0.3个百分点。

2、动能衰减风险：政策执行约束与外部冲击

1) 财政扩张的可持续性存疑

尽管欧盟允许成员国突破债务限制进行军事投资，但法国、意大利等国的债务率已处于高位，实际财政空间有限。德国政党分裂加剧可能导致政策连贯性缺失，而军事投资的溢出效应（如技术转化、产业链延伸）尚未显现。欧盟议会研究服务（European Parliamentary Research Service）发布的行业报告显示，欧盟军工产业集中度指数（CR5）为38%，显著低于美国的72%。军工产业分散化特征可能引发供需错配，推升局部通胀却难以形成广泛生产率提升。

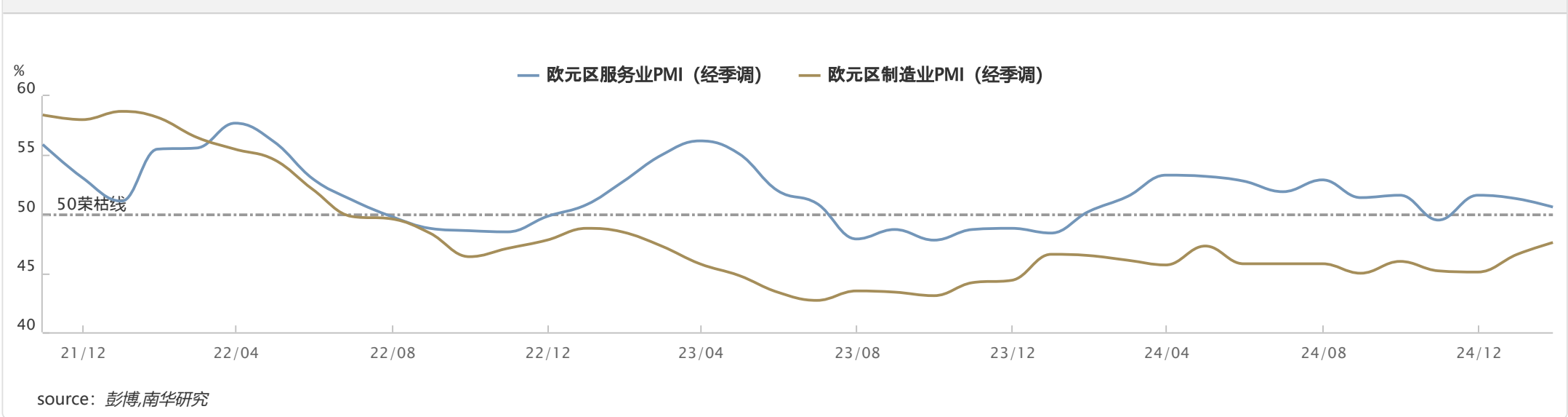
2) 财政空间存在显著成员国异质性

尽管欧盟放松债务约束的特别条款为国防支出提供政策豁免，但法国（债务/GDP 111%）与意大利（142%）等国的财政可持续性边际已逼近警戒阈值，其扩张能力受国内政治博弈制约。

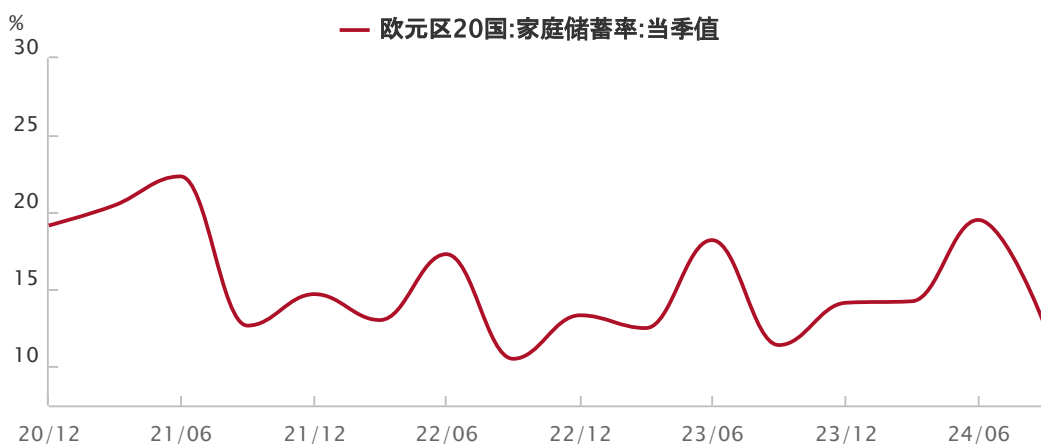
3) 贸易政策外部冲击形成新的风险维度

美国拟对欧盟酒类征收200%关税的威胁，以及4月2日可能生效的全面对等关税，将直接冲击欧洲出口导向型经济。当前欧元区制造业PMI仍处收缩区间，若贸易摩擦升级，可能中断刚启动的复苏进程，迫使欧洲央行重回宽松路径。

图：欧元区服务业PMI和欧元区制造业PMI（经季调）

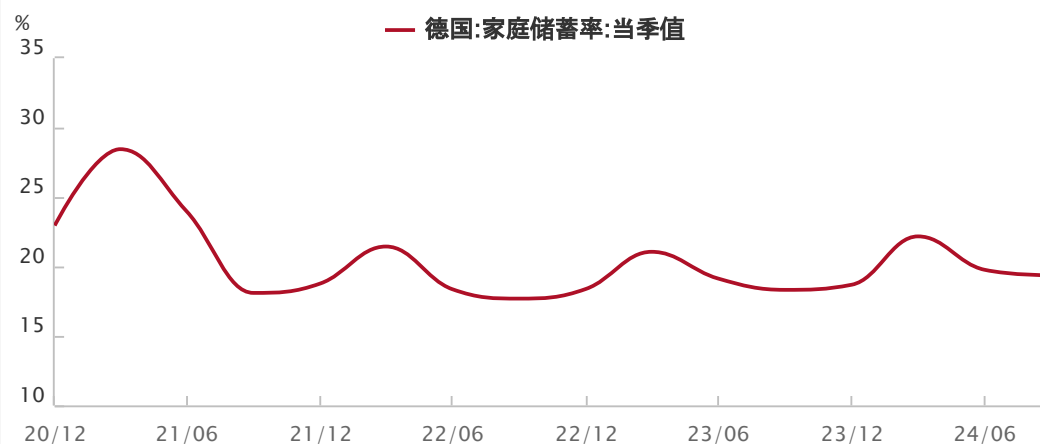


图：欧元区20国家庭储蓄率



source: 同花顺,南华研究

图：德国家庭储蓄率



source: 同花顺,南华研究

4) 欧洲央行的鸽派政策惯性

尽管近期经济数据改善，欧洲央行仍维持降息预期，市场预计年内或再降息25-50基点。与美国经济放缓背景下的美联储政策相比，欧央行更激进的宽松倾向可能削弱欧元利差优势。

综上，考虑到当前市场定价已充分反映欧洲财政扩张的初期预期，欧元汇率阶段性强势升值动能或已基本释放。后续走势演变取决于两个关键变量：一是军事投资能否实现向民用领域的技术转化，形成全要素生产率提升；二是欧盟能否建立超国家层面的财政协调机制，突破成员国预算分立的结构性障碍。若二季度出现政策催化剂（如欧洲稳定机制框架扩容或共同债券发行），并推出补充性产业政策（如半导体补贴、新能源供应链整合），可能重启欧元上行周期。否则，在政治约束、外部冲击，特别是关税冲击下，或使得欧元发生回撤。

接下来，需重点关注4月欧盟特别峰会能否出台防御性贸易措施，以及德国2025财年预算草案的具体分配方案。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本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。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、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。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富