

期待企业盈利边际改善，博弈 6 月多头行情

宏观经济/股指

内容提要：

- ◆ 4 月中旬以来，股指由高位震荡转向阶段性调整，中美贸易摩擦升级进一步加快了回调整奏。进入 6 月份，随着二季度经济回落的预期兑现，以及中美贸易摩擦的反复消化，股指有望开启由企业盈利改善推动的第二阶段上涨。
- ◆ 中国 4 月经济数据整体回落，下游需求季节性放缓，叠加中美贸易摩擦升级，出口面临下行压力，二季度经济仍有再次探底的可能。考虑到增值税税率和社保费率下调分别于 4、5 月份实施，宏观政策传导存在滞后性，企业盈利或在二季度末边际改善，经济增速有望在下半年回暖。
- ◆ 央行货币政策保持松紧适度，逆周期调节的力度边际弱化，再度宽松的预期下降，短期内降准的可能性微乎其微，无风险利率下行的空间受限，股指估值的提升将更多取决于企业盈利的实际改善。
- ◆ 影响风险偏好因素总体偏多，有利于因素在于，A 股“入富”的时间窗口临近，金融供给侧改革加快推进，科创板上市进入最后阶段，央行、银保监会发声维稳人民币汇率，有利于提振市场信心。不利因素包括，中美贸易摩擦尚未出现缓和的迹象，英国无协议脱欧风险加大，美欧贸易争端存在升级的可能，美股高位波动加剧。
- ◆ 进入 6 月份，随着企业盈利的边际改善，以及利空因素的进一步消化，股指有望开启超跌反弹。波动区间：IF 加权 3500-3900，上证 2800-3100，建议维持逢低偏多的思路。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

利空因素逐渐消散，超跌反弹或随时开启（周报）

风险情绪有待修复，短期或反复探底并酝酿超跌反弹（周报）

静待中美贸易谈判结果，短期或开启超跌反弹（周报）

基本面缺乏新的利好支撑，震荡调整或是主基调（月报）

春季行情或已结束，短期进入阶段性调整（周报）

整体维持高位震荡，短期或面临方向性选择（周报）

缺乏新的利好支撑，短期或进入调整阶段（周报）

第一部分 基本面分析

对于股指的基本面分析，本文根据 DDM 估值模型，从估值驱动因素出发，定性或定量分析股指估值的边际变化。我们着重分析经济增长、无风险利率和风险溢价（或风险偏好）对股指估值的影响。

4月中旬以来，股指由高位震荡转向阶段性调整，中美贸易摩擦升级进一步加快了回调整节奏。进入6月份，随着二季度经济回落的预期兑现，中美贸易摩擦的反复消化，股指有望开启由企业盈利改善推动的第二阶段上涨。基本面逻辑在于：第一，中国4月经济数据整体回落，下游需求季节性放缓，叠加中美贸易摩擦升级，出口存在下行压力，二季度经济仍有再次探底的可能。考虑到增值税率和社保费率下调分别于4、5月份实施，宏观政策传导存在滞后性，企业盈利或在二季度末边际改善，经济增速有望在下半年回暖。第二，央行货币政策保持松紧适度，逆周期调节的力度边际弱化，再度宽松的预期下降，短期内降准的可能性微乎其微，无风险利率下行的空间受限，股指估值的提升将更多取决于企业盈利的实际改善。第三，影响风险偏好因素总体偏多，有利于因素在于，A股“入富”的时间窗口临近，金融供给侧改革加快推进，科创板上市进入最后阶段，央行、银保监会发声维稳人民币汇率，有利于提振市场信心。不利因素包括，中美贸易摩擦尚未出现缓和的迹象，英国无协议脱欧风险上升，美欧贸易争端存在升级的可能，美股高位波动加剧。

一、4月经济数据整体回落，企业盈利或在二季度末改善

近期公布的经济数据显示，中国4月制造业PMI小幅回落，出口再次转为负增长，货币和信贷增速等金融数据全线回落，固定资产投资、工业增加值和社会消费品零售增速下滑，表明剔除春节后企业集中复工以及稳增长预期影响下集中补库等因素，下游需求存在季节性回落的可能。此外，中美互相提高关税，贸易摩擦升级，出口将面临下行压力，二季度经济仍有再次探底的可能。宏观政策传导存在滞后性，经济增速或在下半年回暖。

投资增速小幅回落。中国1-4月固定资产投资同比增长6.1%（前值6.3%），为去年8月以来首次回落。其中房地产投资同比增长11.9%（前值11.8%），较去年同期加快1.6个百分点，创2015年以来新高。房屋新开工面积和施工面积增速同步提高，而土地购置面积和待开发土地发面积增速持续下滑，表明房地产销售回暖背景下，去年堆积的地产项目在今年加快施工，可持续性取决于房屋竣工的程度。基建投资同比增长4.4%，与前三个月持平，随着基础设施补短板项目的全面落实，预计基建投资增速将保持回升。制造业投资同比增长2.5%（前值4.6%），连续三个月回落，随着减税降费政策的逐步落实，企业盈利有望边际改善，有助于制造业投资企稳。综合以上分析，我们判断房地产投资将维持高位，可持续性取决于土地库存去化和房屋竣工的进度，基建投资将继续回升，制造业投资有望企稳，固定资产投资全年将保持中速增长。

消费增速大幅回落，扩内需政策将继续发力。中国4月社会消费品零售总额同比增长7.2%，较上月大幅下降1.5个百分点，前四个月消费品零售同比增长8%（前值8.3%），消费增速短暂回升后再次下滑，主要受汽车、家电、服装等耐用品销售降幅扩大的拖累。中汽协公布的数据显示，2019年4月我国乘用车销量同比下降17.7%，降幅较上月扩大10.8个百分点。4月份家电和音响器材类销售同比增速降至3.2%（前值15.2%），创去年7月以来新低。随着经济结构的转型升级，消费正在成为拉动经济增长的主要动力，2019年为保持经济运行在合理区间，稳消费和扩内需政策将继续发力。在降低企业税费负担和扩大就业方面，企业增值税税率和社保费率下调分别于4、5月份实施，有利于增加居民收入和稳定消费。在促进消费升级方面，《推动汽车、家电、消费电子产品

更新消费 促进循环经济发展实施方案（2019-2020 年）》正在征求意见中，《实施方案》将促进汽车消费放在首要位置，包括有序推进老旧汽车报废更新、持续优化新能源汽车补贴结构、促进农村汽车更新换代等六个方面。随着减税降费、汽车家电下乡等政策的全面落实，消费增速有望企稳回升，整体保持平稳增长。

进口增速同比回升，出口增速再次转负。按美元计价，中国 4 月进口同比增长 4%（前值-7.6%），结束连续两个月下滑，表明国内需求有所好转。出口同比降至-2.7%（前值 14.2%），年内第二次出现负增长，主要受抢出口效应消退以及季节性因素的影响。4 月份实现贸易顺差 138.4 亿美元，较上月的 326.4 亿美元大幅收窄。今年 5 月份以来，中美贸易摩擦再次升级，美国对华 2000 亿美元输美商品关税由 10%提高至 25%，二季度出口将面临下行压力，将在一定程度上拖累经济增长，稳外贸政策将继续实施。

综上，4 月经济数据整体性下滑，剔除春节后企业集中复工以及稳增长预期影响下企业集中补库等因素，下游需求存在季节性回落的可能，此外，中美互加关税，贸易摩擦升级，出口存在下行压力，二季度经济仍有再次探底的可能。宏观政策传导存在滞后性，经济增速或在下半年回暖。

二、货币政策边际宽松的预期下降，无风险利率下行空间受限

分母端无风险利率下降有利于提升股指的估值水平，反之则降低估值水平。随着减税降费、降准等稳增长政策的全面落实，一季度经济初现企稳迹象，货币政策将在二季度进入观察期，边际宽松的预期下降，再度降准的可能性微乎其微，无风险利率下行的空间受限，对股指估值的支撑作用减弱。

央行 2019 年一季度货币政策执行报告在下一阶段的工作中指出，稳健的货币政策保持松紧适度，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，注重保持货币信贷合理增长。未来一段时间物价水平受到供求两端影响，存在一些不确定性，对未来变化需持续监测。与去年四季度相比，今年一季度货币政策执行报告重提“坚持结构性去杠杆”，“把好货币供给总闸门”，强调广义货币（M2）增速与国内生产总值（GDP）名义增速要匹配，适时适度实施逆周期调节取代了“加大逆周期调节的力度”，这一表述与中央政治局会议精神一脉相承。表明在经济形势初步好转的情况下，要把前期出台的政策落实好，避免出现“大水漫灌”，预计二季度货币政策将进入观察期，定向调控是主要手段，全面宽松的可能性微乎其微。

中国人民银行决定从 5 月 15 日起，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。鉴于 4 月中旬国常会已经提出“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架”，央行在例行政策吹风会上也做过相关解释，我们认为这并不是进一步宽松的信号，而是属于定向调控的范畴。

关于物价方面，央行提出物价存在不确定性，以前的表述为物价保持相对稳定，我们认为主要是受猪周期因素的影响。中国 4 月 CPI 同比上涨 2.5%（前值 2.3%），创 6 个月新高，猪肉、鸡蛋、蔬菜等食品价格大幅上涨是推升 CPI 的主要原因。PPI 同比上涨 0.9%（前值 0.4%），连续两个月回升，主要受石油天然气开采、黑色金属冶炼等出厂价格涨幅扩大的影响。短期来看，猪肉价格上涨对 CPI 的影响显著，但其他食品价格并不存在持续上涨的基础，随着夏季蔬菜供应旺季的到来，预计 CPI 将有所回落，通胀压力整体可控，不足以影响货币政策取向。

中国 4 月新增人民币贷款 1.02 万亿元（前值 1.69），社会融资规模增量 1.36 万亿元（前值 2.86），M2 同比增长 8.5%（前值 8.6%），M1 同比增长 2.9%（前值 4.6%）。从总量和结构来看，4 月信贷和货币增速全线回落，在

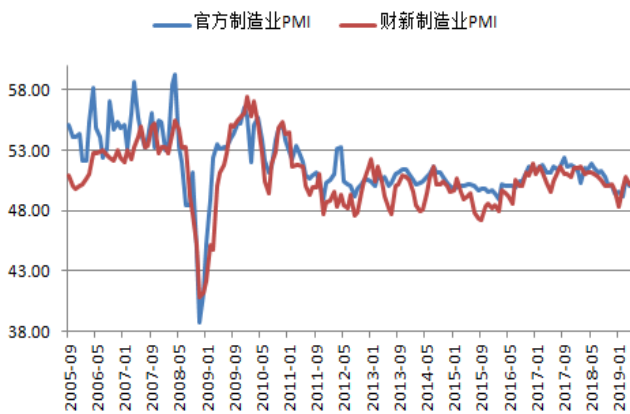
一定程度上反应了企业融资需求放缓。人民币贷款和非标融资大幅收缩，是社会融资规模腰斩的主要原因，表明广在义货币 M2 与国内生产总值名义增速相匹配的约束下，一季度信贷增速明显偏高，未来将回归正常轨道。

据统计今年二季度将有 11865 亿 MLF（中期借贷便利）到期，4 月 17 日和 5 月 14 日，央行分别开展 2000 亿一年期 MLF 操作，以对冲当月到期量。二季度以来，央行没有继续降准，而是通过公开市场操作和续作 MLF 的方式来补充基础货币缺口，与一季度货币政策执行报告的提法相吻合，同时证实了货币政策不会再度宽松的观点。

解决小微企业融资难融资贵的问题，除了降准释放流动性，让有企业能够融到资金之外，还需降低资金的使用成本，这就需要价格型的货币政策工具相配合。我们认为在保持存贷款基准利率不变的同时，降低逆回购、中期借贷便利、再贷款再贴现等结构性利率，能够保证不大水漫灌的前提下，实现定向调控、精准调控，有利于结构性降低实体经济融资成本。

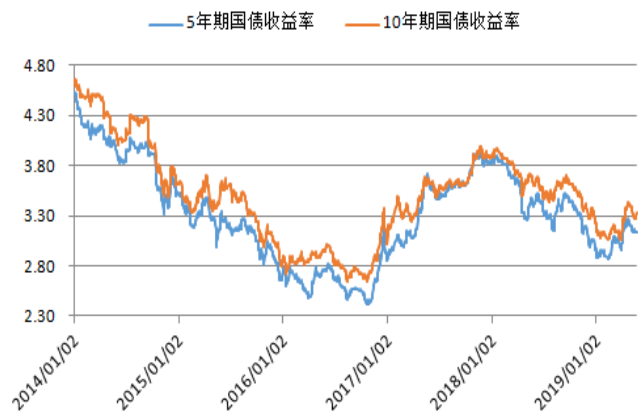
综上，一季度经济开局良好，稳增长效果初步显现，货币政策将在二季度进入观察期，边际宽松的预期下降，短期内降准的可能性微乎其微，无风险利率下行空间受限，对股指的支撑作用减弱，估值水平的提升将更多取决于企业盈利的实际改善。

图 1. 制造业 PMI 小幅回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 2. 无风险利率下行空间受限



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

三、风险偏好分析

在股指的估值模型中，风险偏好提升、风险溢价下降将从分母端直接提升估值水平，反之将降低估值水平。当前阶段，风险偏好的变化是股指波动的主要驱动力之一，政策和风险事件等影响风险偏好的因素是我们分析的重点。

此前我们在上期报告中提到，“进入 5 月份，基本面缺乏新的利好支撑，美伊地缘政治冲突、欧美贸易摩擦等外部不稳定因素增加，美股处于历史高位，波动率存在随时放大的可能，风险偏好将面临严峻考验”。5 月上旬，中美第十一轮高级别贸易谈判期间，美国单方面宣布提高对华关税，导致中美贸易摩擦升级，避险情绪迅速升温，全球股市遭遇恐慌性抛售，风险偏好显著下降。2019 年 G20 峰会将于 6 月在日本大阪举行，市场预期中美元首会晤，就解决中美贸易争端达成进一步共识。

（一）风险偏好影响因素分析

(1) 影响风险偏好的有利因素包括：

1. A股正式“入富”的时间窗口临近。2019年5月25日，富时罗素宣布将1097只A股纳入其全球股票指数系列，并于2019年6月21日收盘后正式生效。其中纳入的A股名单中，包括292只大盘股、422只中盘股、376只小盘股以及7只微盘股。根据富时罗素公布的计划，A股纳入将分三步走：2019年6月纳入其中20%，2019年9月纳入40%，2020年3月纳入40%，涵盖大、中、小股票。文件显示，第一阶段完成后，A股将占到富时罗素新兴市场比重的5.57%，“入富”第一阶段将带来100亿美元净被动资金流入。A股“入摩”一周年之后进而开始“入富”，标志着A股国际化水平进一步提高，未来将吸引更多海外资金增加对A股的配置，长期有利于提升风险偏好，

2. 央行、银保监会接连发生维稳人民币汇率。中国人民银行副行长、国务院金融稳定发展委员会办公室副主任刘国强在接受媒体采访时表示，近期人民币汇率出现一定幅度贬值，汇率对市场预期有所反应是市场经济的内在逻辑，也是汇率发挥宏观经济和国际收支“自动稳定器”作用的体现。目前虽然汇率出现一些偶发性超调，但市场状况是平稳的，没有也不允许“出事”。良好的经济基本面将继续为人民币汇率提供根本支撑，我们对汇率波动并不陌生，近年来在应对中积累了丰富的经验，政策工具储备充足，将进一步加强宏观审慎管理，稳定市场预期。银保监会主席郭树清在发言稿中指出，人民币汇率短期波动是正常的，但是长期看，我国经济基本面决定人民币不可能持续贬值。中国仍是世界经济增长的最大引擎，具备极好的市场空间和增长潜力，随着经济发展质量提升，人民币市场汇率将不断向购买力平价靠近，投机做空人民币必然遭受巨大损失。央行、银保监会接连发声维稳人民币汇率，有利于纠正市场非理性行为，稳定市场预期。

(2) 影响风险偏好的不利因素包括：

1. 中美贸易摩擦再次升级。5月9日，中美第十一轮高级别经贸磋商期间，美国宣布对华2000亿美元输美商品关税由10%提高至25%，并威胁对其他3250亿美元商品加征关税。作为反击，国务院关税税则委员会5月13日决定对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率，自2019年6月1日0时起，对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施25%、20%或10%加征关税。针对美国财长姆努钦将于近期来华磋商的消息，中国商务部新闻发言人高峰表示，中方不掌握美方来华计划，如果美国一意孤行，对华3000亿美元商品加征关税，中国不得不作出必要反应。中美互加关税导致贸易摩擦升级，但谈判并未终止，进展取决于美方的态度。在中美贸易谈判恢复之前，避险情绪或仍有反复，将对风险偏好形成抑制。

2. 美股自历史高位回落，波动率显著放大。5月份以来，中美贸易摩擦升级，全球股市遭遇恐慌性抛售，美股自历史高位承压回落。截止5月底，道琼斯指数月度跌幅接近4%，纳斯达克指数跌超5%。标准普尔500波动率指数(VIX)上升至16.8，期间最大涨幅超过40%，创今年2月以来新高。从美国经济基本面来看，特朗普财政刺激效应正在减弱，联邦基金利率上升对经济的抑制作用初步显现，美国经济在今年一季度短暂增长后再次回落，制造业PMI逼近枯荣线，消费者支出和零售销售增速同步放缓，表明企业盈利增长难以持续。

(二) 风险偏好量化分析

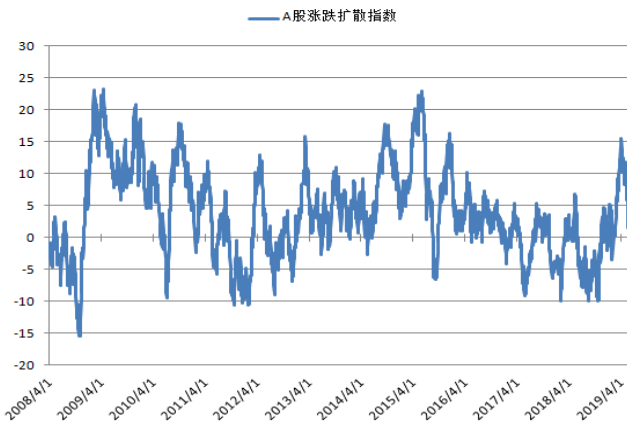
鉴于对风险偏好的分析往往局限于定性分析，缺少数据支撑，我们参考莫尼塔研究，选择一些指标对风险偏好进行量化分析。我们的结论是：量化指标显示，A股扩散指数、换手率高位回落，表明风险偏好由上升进入下

降阶段。

1. 量化指标

(1) A股扩散指数高位回落。2019年4月以来，随着股市进入调整，A股扩散指数也呈现相应的回落态势。截止2019年5月29日，A股扩散指数为3.07，较4月初的15.34大幅回落，但仍高于-5至-10这一历史底部区间，表明风险偏好较前期显著下降。

图3. A股扩散指数高位回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图4. A股月换手率大幅下降

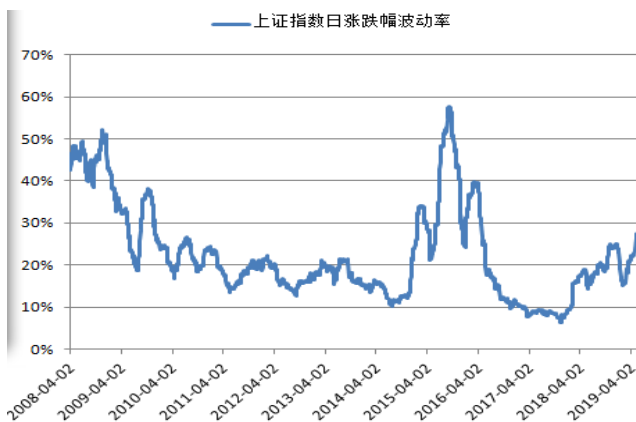


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

(2) A股月换手率大幅下降，逐渐接近历史底部区间。A股月换手率从2018年3月份的39%降至2019年5月份的18%，逐渐接近10%左右的历史底部区间，表明市场活跃度显著下降。

(3) 上证指数日涨跌幅波动率维持高位。2019年4月以来，股市由阶段性高位转向快速调整，股指波动率明显放大。截止2019年5月29日，上证指数的日涨跌幅波动率为25%，明显高于1月份的15%。

图5. 上证指数日涨跌幅波动率维持高位



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图6. 苏富比股价显示风险偏好有所下降



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价

作为衡量全球风险情绪的指标之一，我们用苏富比公司的股价来反映市场的风险偏好情况。我们统计了2008年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是，2008年12月、2010年6月、2012年10月、2014年7月，

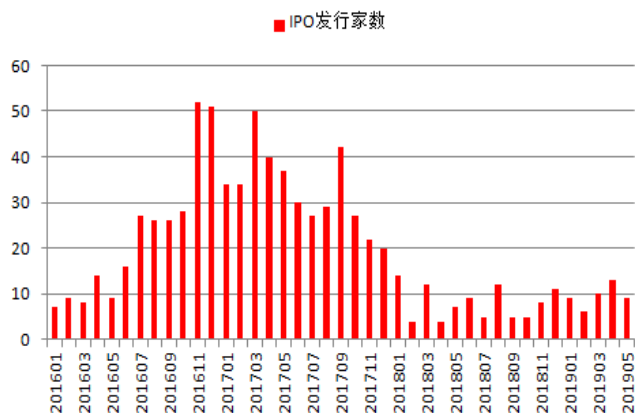
与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合，期间对应股价区间为20-30。截止2019年5月29日，苏富比股价为36.37，较月初下跌9.75%，表明全球风险偏好有所回落。

四、资金面分析

股票作为一种特殊的商品，其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析，股票的供给主要体现在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面，股票的需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。2018年证监会共核发102家IPO批文，实现总筹资规模约1300亿元，发行数量较2017年的401家大幅下降。十九大以来，新股发行审核日益趋严，IPO通过率明显下降，新股发行数量由之前的每周7-10家降至每周2-5家。截止2019年5月24日，证监会5月份共核发9家IPO批文，筹资总额未曾披露。2019年6月份限售股解禁市值约3918.23亿元，较上月的2721.28亿大幅增加，规模为年内次高。综上，新股发行数量维持低位，但6月限售股解禁规模明显扩大，将在一定程度上加大资金面压力。

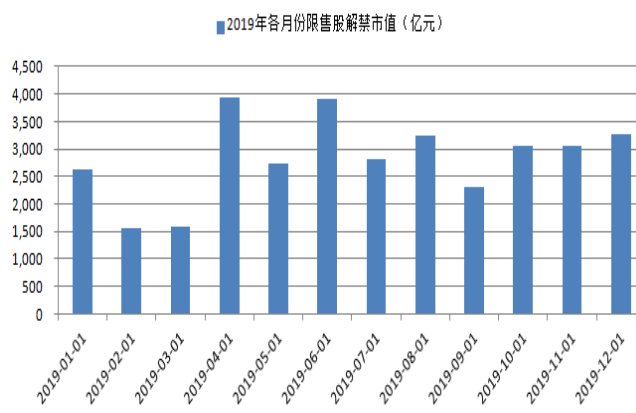
今年4月份以来，随着A股进入阶段性调整，沪深港通北向通道资金由净流入转向净流出，且规模不断扩大。截止2019年5月20日，沪股通资金当月累计净流出296.48亿，深股通资金累计净流出91.88亿，外资净流出规模扩大，将在一定程度上增加资金面压力。2019年5月14日，明晟公司(MSCI)公布2019年5月的半年度指数审议结果，以及A股扩容第一阶段新纳入和剔除的A股个股名单，本轮指数成分调整完成后，中国A股在MSCI中国指数和MSCI新兴市场指数中的总权重分别为5.25%和1.76%。中金公司预计以5%的纳入比例，将给A股带来约200亿美元左右的增量资金。股市经过连续大幅调整，前期上涨压力已经得到充分释放，A股第一阶段扩容之后，将吸引更多海外资金回流市场。

图7. 2016-2019年新股发行家数



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图8. 2019年限售股解禁规模



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

第二部分 波动分析

一、趋势分析

从时间和空间的角度来看，2015年6月股指进入熊市周期，期间经历了两轮大跌和两轮反弹。我们以沪深300指数为例，2015年6月至2016年1月为第一浪下跌，累计跌幅为48%；2016年1月至2018年1月为第二浪

反弹，累计涨幅为 56%；2018 年 1 月至 2019 年 1 月为第三浪下跌，累计跌幅为 33%；2019 年 1 月开始，沪深 300 指数进入第四浪反弹，并于 4 月中旬到达阶段性高点 4126，即 2015 年高点 5380 与 2016 年低点 2821 之间 50% 的黄金分割位，期间累计涨幅为 40%。由此来看，自股指进入熊市周期以来，每一轮下跌和反弹的幅度都在缩小。

图 9. IF 加权周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 10. 上证指数周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

从月线上来，IF 加权在 2018 年 3 月高点 4135 附近承压回落，跌破 20 月均线，但下方受到 40 及 60 月均线的支撑，预计将在此处获得有效抵抗，并开启超跌反弹。IH 加权未能突破 2015 年 6 月高点 3573 和 2018 年 1 月高点 3219 连线的压力，进而转向阶段性调整，短期或再次考验 20 月均线支撑，预计在此处企稳的可能性较大。IC 加权在 5900 关口上方受阻回落，连续两个月下跌，回到年初以来涨幅的 38.2% 黄金分割位，预计再度下跌的空间有限。上证指数在 2018 年 3 月高点 3333 一线压制下回落，跌破 60、40 及 20 月均线，短期或向下寻求 10 月均线支撑，预计在此处企稳反弹的可能性较大。

图 11. IF 加权月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 上证指数月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

周线方面，IF 加权在 4100 关口附近承压下跌，在 3801-3879 处形成向下跳空缺口，并回补了 3539-3573 前期上涨缺口，预计继续下跌的空间有限。IH 加权在 3000 整数关口上方受阻回落，接连跌破 5、10、20 周线，短期或向下寻找 60 周线支撑。IC 加权在 5900 关口附近承压回落，在 5198-5093 处形成向下跳空缺口，多次试探

40周线，均获得有效支撑，预计在此处企稳的可能性较大。上证指数受到2018年3月高点3314-3333一线压制，在未能有效突破的情况下，进入阶段性回调，短期或考验40周线支撑。

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用黄金分割率对股指回调和反弹的目标位进行测量。上证指数自2019年1月低点2440展开反弹，到达阶段性高点3288后开始进入调整，最低到达2833点，已完成年初以来涨幅的50%目标回撤。我们将2440至3288之间的上涨视为第一浪上升，3288至2833之间的下跌视为二浪回调，则三浪上升的目标位在3674点。

图 13. 黄金分割率测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第三部分 结论及建议

4月中旬以来，股指由高位震荡转向阶段性调整，中美贸易摩擦升级进一步加快了回调节奏。进入6月份，随着二季度经济回落的预期兑现，中美贸易摩擦的反复消化，股指有望开启由企业盈利改善推动的第二阶段上涨。基本面逻辑在于：第一，中国4月经济数据整体回落，下游需求季节性放缓，叠加中美贸易摩擦升级，出口存在下行压力，二季度经济仍有再次探底的可能。考虑到增值税率和社保费率下调分别于4、5月份实施，宏观政策传导存在滞后性，企业盈利或在二季度末边际改善，经济增速有望在下半年回暖。第二，央行货币政策保持松紧适度，逆周期调节的倾向边际弱化，再度宽松的预期下降，短期内降准的可能性微乎其微，无风险利率下行的空间受限，股指估值的提升将更多取决于企业盈利的实际改善。第三，影响风险偏好因素总体偏多，有利于因素在于，A股“入富”的时间窗口临近，金融供给侧改革加快推进，科创板上市进入最后阶段，央行、银保监会发声维稳人民币汇率，有利于提振市场信心。不利因素包括，中美贸易摩擦尚未出现缓和的迹象，英国无协议脱欧风险上升，美欧贸易争端存在升级的可能，美股高位波动加剧。

综上所述，进入6月份，随着二季度经济回落的预期兑现，企业盈利的边际改善，以及中美贸易摩擦的反复消化，股指有望开启超跌反弹，波动区间：IF 加权 3500-3900，上证 2800-3100，建议维持逢低偏多的思路。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#