



美国宏观经济月报

2016/12/12

全球宏观经济研究员 曾佳

010-66555831

jia_zeng@chiefgroup.com

企业利润回升，但仍存在下调风险

摘要：

- 三季度经济增速的提升在一定程度上平息了市场已经持续了近半年的担忧，即美国经济在度过仅增长 1.1% 的上半年后可能会陷入停滞。良好的 GDP 增长数据、稳健的劳动力市场数据以及持续增长的通胀数据，都使得美联储在 12 月的会议上加息成为定局。
- 从四季度的最新数据来看，金融资产大幅上升使得消费者对于自身财务状况的预期有所提升，个人消费支出增长稳健，消费数据将继续成为经济增长最有力的支撑，也将成为四季度经济增长的主要拉动力；出口领域持续面临强势美元所带来的负面影响，进口加速更加深国际贸易对 GDP 的拖累；制造业复苏进程依然较为缓慢，资金受利益驱动涌入金融市场，实体经济投资增速疲软。总体来看，预计四季度 GDP 同比增速 1.7%。
- 美国 11 月的非农报告指出美国就业增长步伐稳健，且失业率急剧下降，尽管平均每小时工资收入增长放缓，但主要是由于一次性天气因素影响。
- 2016 年美国投资市场渐进式改善、消费终端需求持续旺盛，使得信贷增速远高于 2015 年。但四季度以来，包括银行信贷、工商业贷款与消费贷款在内的信贷增速均有所下降，预示着今年年末经济活动将有所减弱。
- 候任总统特朗普将实施经济刺激举措、减少税收和监管的预期尤其推高了金融与工业类股，而重建基础设施的预案也使得之前跑输大盘的板块，如医疗保健类、必需消费品类、公用事业类和科技类股票在上周五领涨。美国大选后大笔资金陆续从固定收益市场转移到股票市场，并影响到美股的每个板块，这是非常积极的迹象，预计这波升势动能在短期内不会消竭。

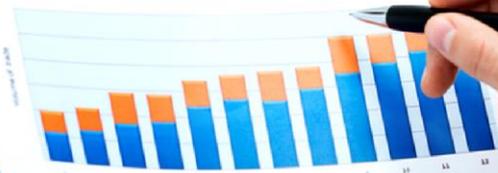


目录

一、经济运行情况.....	4
1、消费者信心增强，消费支出增速稳健.....	6
2、进口增加出口减少，贸易逆差扩大.....	8
3、制造业投资低迷，制造业复苏缓慢.....	9
二、劳动力市场紧缺，失业率创新低.....	10
三、信贷增速下降，经济活动减弱.....	12
四、避险资产下跌，风险资产上涨.....	13



图 1	GDP 同比增速	4
图 2	GDP 环比拉动率	4
图 3	企业利润同比增速	5
图 4	个人收入同比增速	6
图 5	个人收入各分项增速	6
图 6	实际 DPI 与 PCE 同比增速	7
图 7	个人消费支出各分项同比增速	7
图 8	原油价格与消费支出同比增速	7
图 9	原油价格指数与通胀水平预期	8
图 10	贸易逆差	9
图 11	进出口同比增速	9
图 12	制造业新增订单同比增速	10
图 13	新增非农就业人数	10
图 14	非农企业平均时薪	11
图 15	非农企业平均每周工时	11
图 16	货币供应量同比增速	12
图 17	准备金余额	12
图 18	美国国债收益率	13
图 19	S&P 500 Index	14
图 20	标普 500 分行业指数	15



一、经济运行情况

美国商务部发布数据，经季节性调整后，三季度实际 GDP 修正值环比年化增速 3.2%，高于上季度增速 1.4%，为 2014 年三季度以来高点；同比增速 1.57%，与 10 月份报告中预期值持平，略高于上季度增速 1.28%。

三季度经济增速回升得益于各分项同时发力。从各分项对实际 GDP 环比增速的贡献率来看，个人消费支出贡献 1.89 个百分点，继续成为拉动 GDP 增长的主要因素；净出口拉动 0.87 个百分点；国内私人投资拉动 0.34 个百分点；政府支出拉动 0.05 个百分点。而在前两个季度中，国内私人投资与政府支出对于 GDP 的贡献都呈现反向拉动。

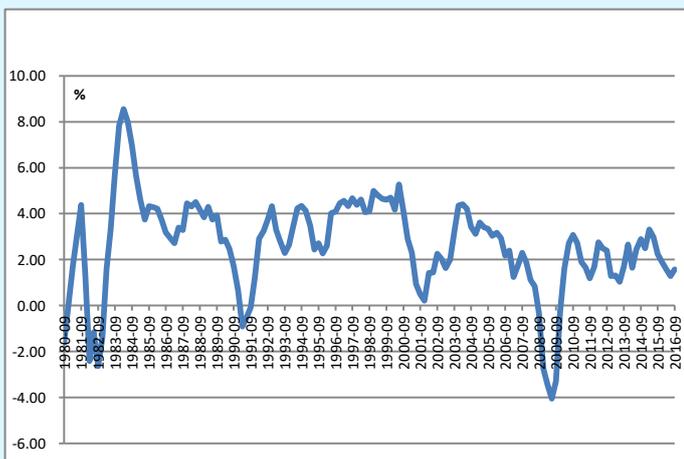
具体来看：

占美国经济总量近 70%的消费者支出在三季度同比增长 2.8%，与 10 月份报告中预期值持平，验证了即使工资收入增速不够理想，通胀也存在一定的上行压力。但在股市回升的情况下，金融资产余额的增加能够更为直观的影响其消费需求，促使消费支出持续成为 GDP 增速继续上升的主要拉动力；

继巴西与阿根廷之后，美国大豆出口额大幅增长。受此拉动，三季度美国出口增长 10.1%，为 2013 年四季度以来高点；

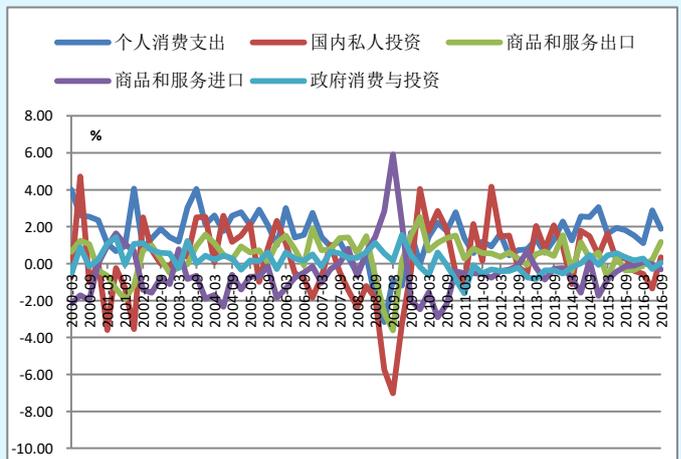
企业库存增加额为 76 亿美元，对 GDP 增长的贡献率为 0.49 个百分点，来自库存的增长动力较前期有所下降，反映出企业不再坐拥大量没有必要的库存，而有更大的空间来发出新订单，这对于未来几个季度投资的增长预期是乐观的，而未来美国的经济增长质量也会变得更加稳健。

图 1 GDP 同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

图 2 GDP 环比拉动率



资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院



三季度经济增速的提升在一定程度上平息了市场已经持续了近半年的担忧，即美国经济在度过仅增长 1.1% 的上半年后可能会陷入停滞。良好的 GDP 增长数据、稳健的劳动力市场数据以及持续增长的通胀数据，都使得美联储在 12 月的会议上加息成为定局。

从四季度的最新数据来看，金融资产大幅上升使得消费者对于自身财务状况的预期有所提升，个人消费支出增长稳健，消费数据将继续成为经济增长最有力的支撑，也将成为四季度经济增长的主要拉动力；出口领域持续面临强势美元所带来的负面影响，进口加速更加深国际贸易对 GDP 的拖累；制造业复苏进程依然较为缓慢，资金受利益驱动涌入金融市场，实体经济投资增速疲软。总体来看，预计四季度 GDP 同比增速 1.7%。

图 3 企业利润同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

GDP 增速的回升与企业利润数据的表现是一致的。三季度美国经存货计价和资本消耗调整的企业利润为 2.155 万亿美元，较上季度上涨 6.6%，较去年同期上涨 2.8%；二季度数据上调至 2.021 万亿美元，一季度数据上调至 2.034 万亿美元。当前这轮金融危机以来持续时间最久的盈利衰退终于比市场普遍预期提前结束了，在此之前，始于去年三季度的上市公司盈利衰退已经持续了整整四个季度。财报季的出色表现多数集中在金融企业中，三季度金融企业税前利润增加 10.3%，净利润增加 4.4%，其中高盛三季度净利润同比激增 57.9% 至 21 亿美元，摩根史坦利净利润同比上升 57% 至 16 亿美元；非金融企业税前利润增加 1.7%，净利润减少 1%。

企业利润的回升在一定程度上提升了上市公司的估值，从而拉高股票市场，但资金驱动仍然是股市上行最主要的原因。受金融市场震荡影响，三季度美国家庭的金融资产余额变化显著。从美国家庭的资产负债表来看，三季度家庭金融资产余额增加 1.16 万亿至 73.14 万亿美元，增幅 1.6%，高于上期增幅 0.7%。其中，定期存款增长 3.8%，增速在连续四个季度下降后终于录得增长，说明消费者对于经济复苏的信心有所减弱，消费意愿下降，储蓄意愿上升；债券余额减少 61 亿至 3.73 万亿美元，债券余额中比重超过 30% 的国债持有量增加 1370 亿至 1.173 万亿美元，经济形势的不确定性促使资金大批流向避险资产；贷款余额减少 264 亿至 1.06 万亿美元；所持公司股份价值增加 1621 亿至 14.75



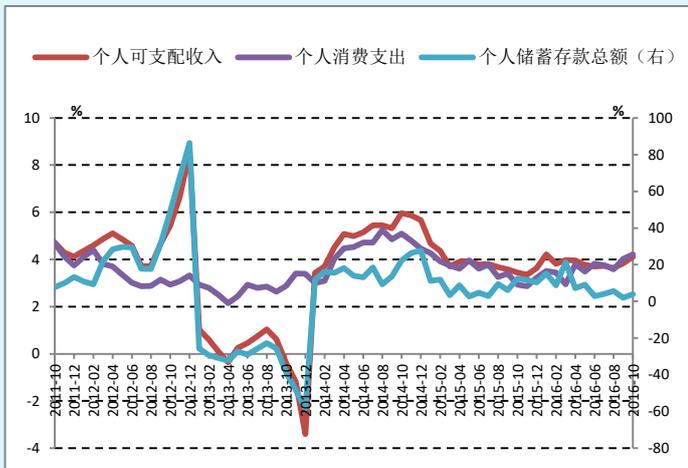
万亿美元，主要由于三季度美股受资金驱动上涨显著。

1、消费者信心增强，消费支出增速稳健

正如上期报告提到，尽管三季度工资收入增速不及前期，通胀也存在一定的上行压力，但股市回升的情况下，美国家庭金融资产余额增加能够更为直观的影响其消费需求。三季度居民消费支出增长 2.8%，与预期值持平，略高于二季度增速 2.7%。

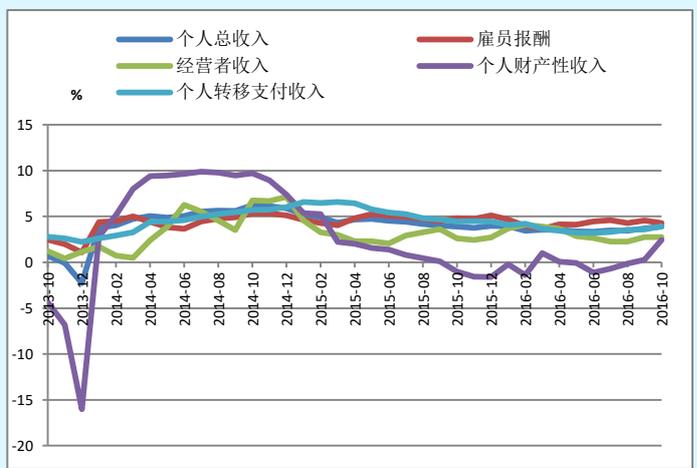
随着消费者对于整体经济发展以及自身财务状况的预期变好，耐用品支出增长显著，这表明美国国内消费需求仍然强劲，预计实际消费支出在四季度同比增长 2.9%，并将继续成为美国经济增长的支撑。

图 4 个人收入同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

图 5 个人收入各分项增速



资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

据商务部发布数据，10 月份名义个人收入增加 987 亿美元，环比增长 0.61%，同比增长 3.91%，收入增速在四季度明显加快。其中，雇员工资同比增长 4.26%，劳动力市场已经饱和，工资增速处于高位；经营者收入同比增长 2.75%，在劳动力成本上升的情况下经营者收入增速低于成本增速，反映企业盈利能力受到劳动力成本制约；个人财产性收入同比增长 2.46%，环比上升 1.22%，随着美股走高，财产性收入较前期增速明显加快。此外，个人可支配收入增加 865 亿美元，环比增长 0.61%，高于前值 0.36%，同比增长 3.4%，与上期持平；剔除价格因素后，实际 DPI 环比增速 0.37%，高于前值 0.16%，同比增长 2.67%，高于前值 2.57%。总体来看，10 月份个人收入增长加速，增速处于今年年内高位。

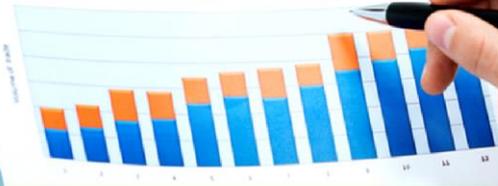
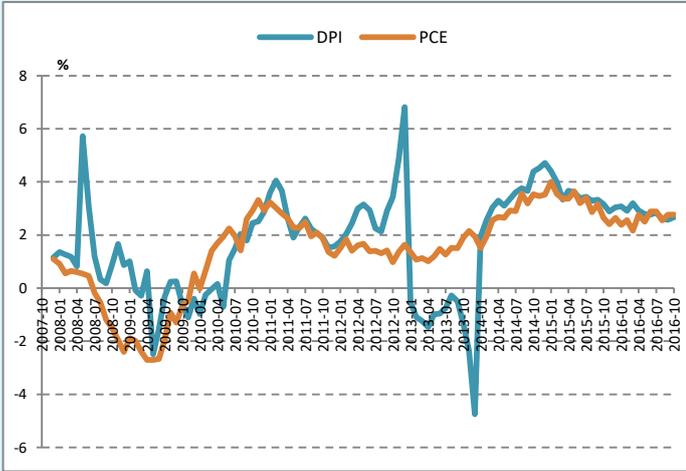
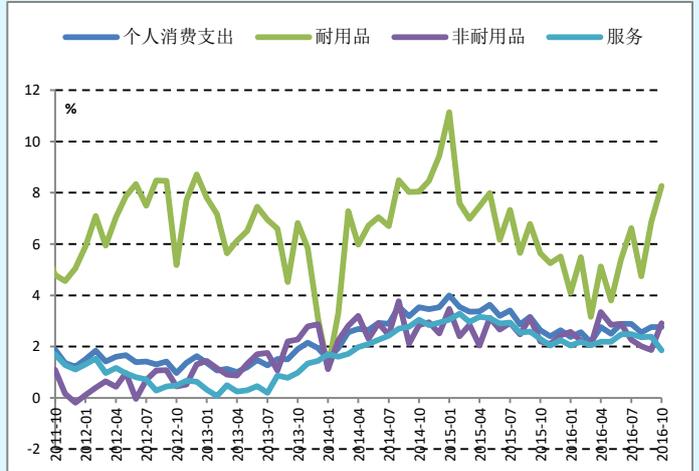


图 6 实际 DPI 与 PCE 同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

图 7 个人消费支出各分项同比增速

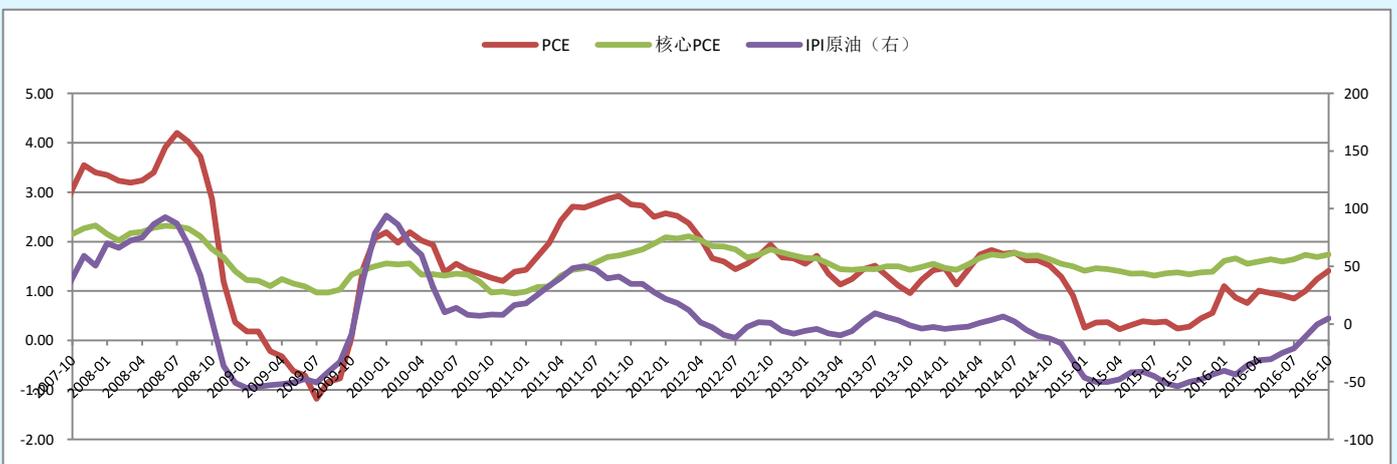


资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

个人收入的连续增长与国内需求的稳定推动消费支出保持活力。10 月份名义个人消费支出增加 380 亿美元，较上月增长 0.29%；剔除价格因素后，实际 PCE 环比上升 0.05%，同比增加 2.76%。随着消费者对于整体经济发展以及自身财务状况的预期变好，以汽车为主的耐用品支出增长显著，这表明美国国内消费需求仍然强劲，预计实际消费支出在四季度同比增长 2.9%，并将继续成为美国经济增长的支撑。

10 月份名义个人支出总额 13.3912 万亿美元，低于个人可支配收入总额，因而 10 月份的私人储蓄为 8602 亿美元，高于 9 月份的储蓄额 8141 亿美元，也高于三季度平均储蓄额 8292 亿美元；10 月份储蓄率为 6%，高于 9 月份的 5.7%，也高于三季度平均值 5.8%。

图 8 原油价格与消费支出同比增速



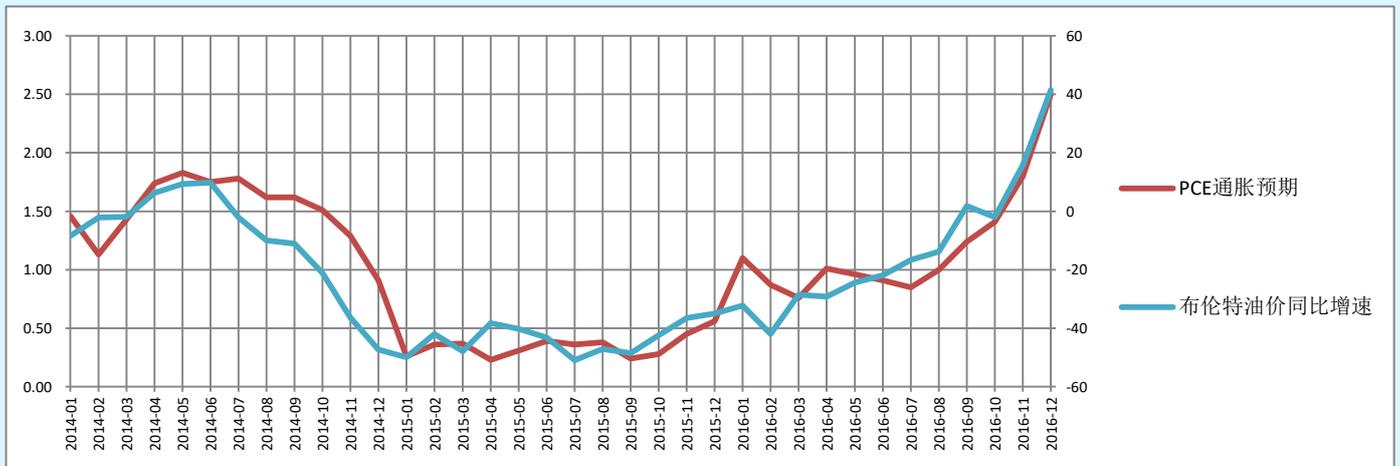
资料来源：Wind 资讯、劳工部、致富研究院



从通胀数据来看，10 月份个人消费支出物价指数同比上涨 1.41%，高于上期增速 1.24%，为自 2014 年 10 月以来高点，主要受到国际原油价格增速上行推动；不包括波动较大的食品与能源在内，核心 PCE 物价指数同比上涨 1.74%，为自 2014 年 7 月份以来高点，主要受到就业市场强劲推动。基于 11 月与 12 月布伦特原油价格，估计 11 月与 12 月美国通胀数据分别为 1.8%与 2.5%。

通胀数据加速上行使得 12 月美联储加息成为定局，但从更长期来看，加息窗口在 2017 年上半年将暂时关闭。美国的进口原油价格指数与布伦特原油价格高度一致，但更准确的反映了美国石油减产时期美国国内的原油价格。2015 年 7 月开始原油价格同比增速加速上行推动通胀加速向预期值 2.0% 靠拢，但增速的上行并不是因为今年油价上涨，而是由于去年 7 月开始油价下跌。基期价格对增速的影响将持续至 2017 年一月，即 2017 年 1 月石油价格增速将达到短期峰值，同时通胀达到短期峰值。在此之后，由于基期价格止跌反升，如果当期国际油价不能以更高的增速上行，那么石油价格增速将下降，通胀也必将下调。

图 9 原油价格指数与通胀水平预期



资料来源：Wind 资讯、劳工部、致富研究院

2、进口增加出口减少，贸易逆差扩大

10 月份美国公司增加进口设备与消费品，同时海外需求减弱，从而导致贸易逆差扩大。最新的美元涨势可能会削弱出口增长的前景，贸易逆差将在 12 月份进一步扩大。尽管贸易逆差的增加对 GDP 增速造成反向拉动，但对美国经济复苏的影响是正面的。

据美国商务部发布数据，10 月份美国贸易逆差为 426 亿美元，高于前值 362 亿美元，贸易逆差的扩大是由于进口增加的同时出口减少：



进口总额由上月的 2259.4 亿美元上升至 2289.6 亿美元，触及 2015 年 8 月以来的最高水平。其中，商品进口额 1865.1 亿美元，同比上升 0.2%，环比上升 1.52%，主要由于通讯设备的进口需求增加；服务进口额 424.3 亿美元，同比上升 3.43%，环比上升 0.53%。

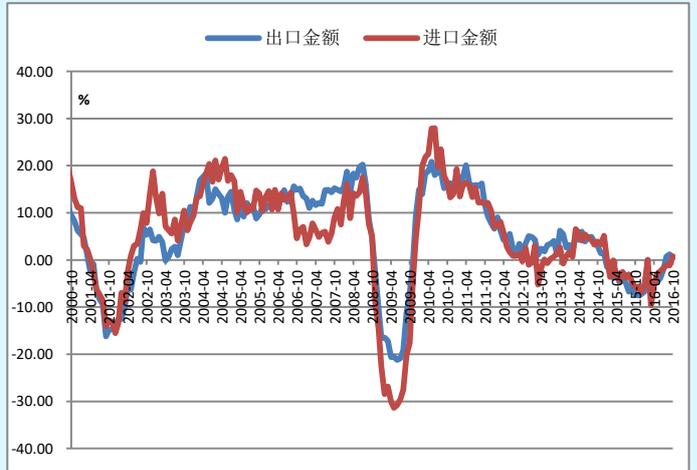
出口总额由上月的 1897.7 亿美元下降至 1863.6 亿美元。其中，商品出口额 1231.1 亿美元，同比下降 0.15%，环比下降 2.78%，主要由于食品、消费品与工业品的海外销售同时放缓；服务出口额 632.6 亿美元，同比上升 1.53%，环比上升 0.17%，金融保险与通讯服务出口均有所增加。

图 10 贸易逆差



资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

图 11 进出口同比增速



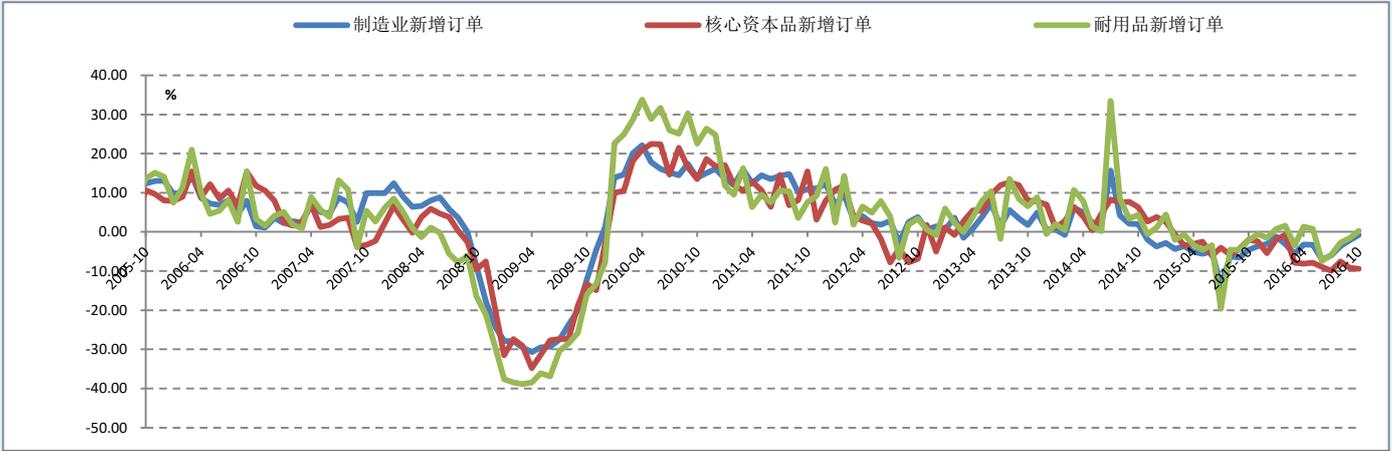
资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

3、制造业投资低迷，制造业复苏缓慢

投资的持续低迷使得美国制造业复苏步伐缓慢。据商务部发布数据，经季节调整后，10 月份制造业新增订单环比增长 2.74%；同比下降 0.81%，降幅为 2014 年 11 月以来低点，从更长期来看制造业整体有转好迹象。扣除运输类产品后，10 月份制造业新增订单环比上升 0.82%；同比下降 2.59%。制造业活动占美国经济活动的比重约 12%，自 2016 年一季度开始，由于美元强势、能源企业削减支出以及企业减少库存等原因，使得美国工厂订单数据明显下滑。10 月份的最新数据较前期有所改善，反映出在经历了年初的低迷态势后，美国工厂订单开始小幅回升，主要受到交通运输类设备需求增加以及企业对生产资料支出高于预期的大力支撑，这意味着制造业继续以缓慢速度复苏。



图 12 制造业新增订单同比增速

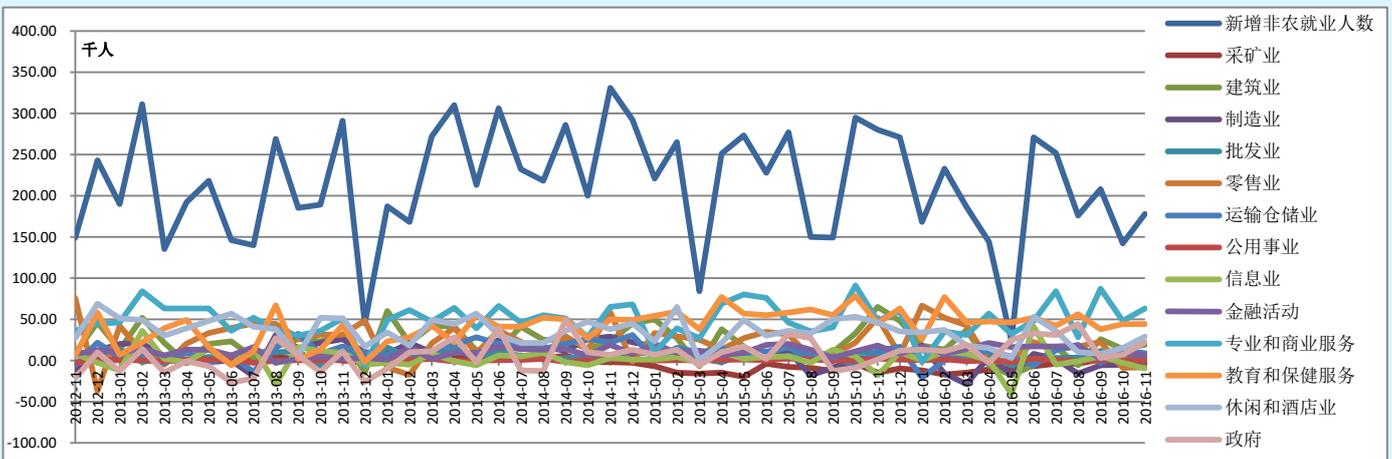


资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

二、劳动力市场紧缺，失业率创新低

美国 11 月的非农报告指出美国就业增长步伐稳健，且失业率急剧下降，尽管平均每小时工资收入增长放缓，但主要是由于一次性天气因素影响。具体数据显示，11 月新增非农就业 17.8 万人，10 月数据由 16.1 万下修至 14.2 万；失业率 4.6%，为 2007 年 8 月以来低点；平均每小时工资同比增加 2.5%，略低于前值 2.8%；劳动力参与率 62.7%，略低于前值 62.8%。

图 13 新增非农就业人数



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院



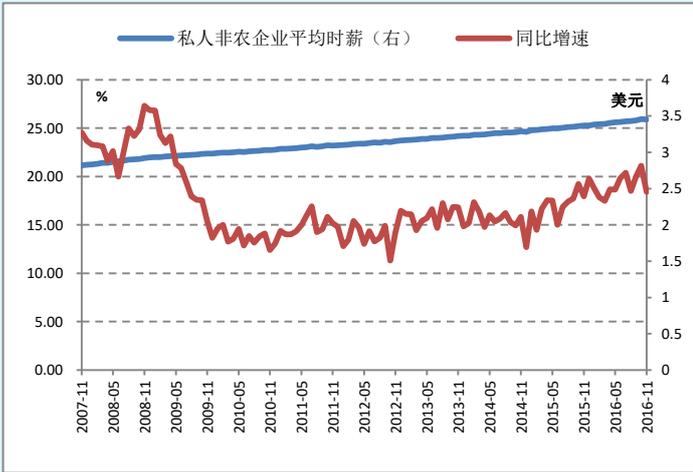
美国劳工部发布数据，11月份新增非农就业17.8万人，10月数据由16.1万下修至14.2万。今年前11个月美国月均非农就业人数增加18.0万，低于2015年的22.9万、2014年的25.1万与2013年的19.3万。而11月份的数据低于年平均值也反映出新增就业数据在四季度持续走弱。随着经济增速回升，新增非农就业人数的减少验证了美国劳动力市场短缺情况显著改善并达到充分就业。

从分行业数据来看，11月份的大部分行业新增就业人数与今年前期相比都呈现稳中有升的走势。其中，制造业就业人数连续第四个月减少，但降幅持续收窄，主要是由于二季度与三季度经济增速先降后升的滞后效应。

制造业复苏进程仍然比较缓慢。尽管该行业目前的职位空缺率仅有2.7%，是各行业中最近劳动力饱和的。但相比于经济危机之前平均1.5%的职位空缺率，制造业就业人数仍有总计约18万人的上行空间。考虑到目前美元的上行趋势，美国的出口将面临压力，这将抑制制造业的复苏，制造业就业在短期内也将难以增加。

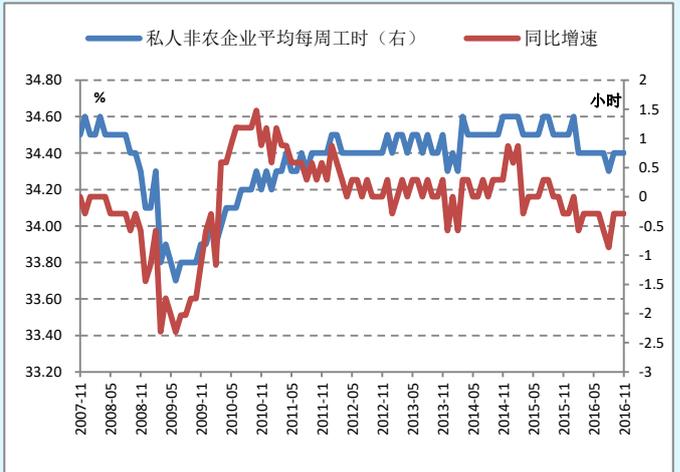
专业与商业服务业就业人数增加6.3万人，教育与保健服务业就业人数增加4.4万人，对专业技能要求更高的现代服务业就业人数持续增加，劳动力市场仍然供不应求，职位空缺率近5%。由此来看，振兴较慢的制造业与对人才要求较高的现代服务业在劳动力供需上呈现明显的两极分化，结构性失业成为劳动力市场最后的缺口。

图 14 非农企业平均时薪



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 15 非农企业平均每周工时



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

11月平均每小时工资环比下降0.1%，而10月份则为上涨0.4%；同比上升2.5%，10月份为上升2.8%。10月份由于马修飓风影响使得工时减少，进而抬高了平均时薪，11月随着马修影响的逐渐消弭，工时增加，平均时薪下调，从而逆转了之前的上涨趋势。今年以来，劳动力市场在不引发通胀忧虑的前提下一直在渐进式的加速工资补偿，实际工资的攀升也意味着劳动力市场更加紧缩。



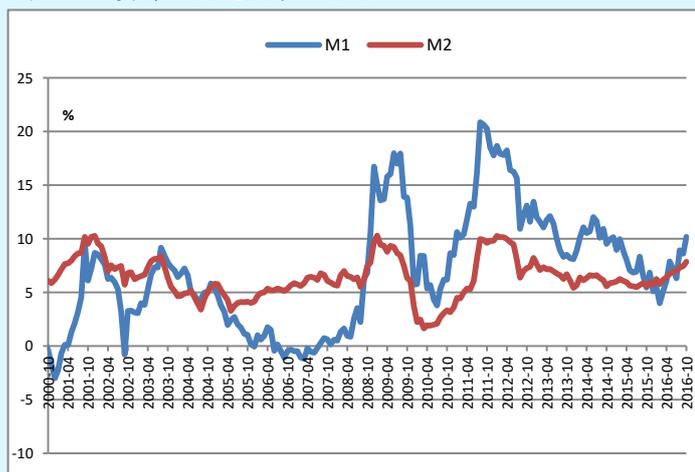
近半年來，工資增長緩慢主要由於勞動生產率增速疲軟所致，也受到閑置勞動力市場疲軟影響。但從更長期來看，工資增速自 2015 年初起提振顯著，勞動力市場改善情況明顯。結合勞動力市場情況與通脹數據來看，今年 12 月加息已成定局，如果候任總統特朗普的財政刺激計劃通過，美聯儲還將於 2017 年下半年加息一次，保守估計在 12 月份。

三、信貸增速下降，經濟活動減弱

2016 年美國投資市場漸進式改善、終端消費需求持續旺盛，使得信貸增速遠高於 2015 年。但四季度以來，包括銀行信貸、工商業貸款與消費貸款在內的信貸增速均有所下降，預示着今年年末經濟活動將有所減弱。

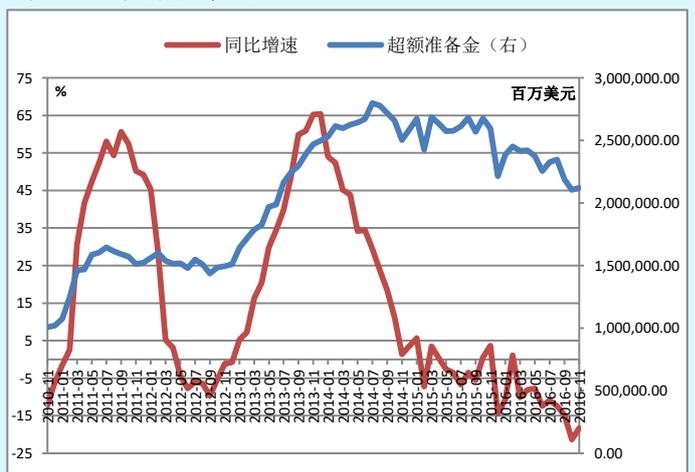
具體數據顯示，11 月末銀行信貸規模 12.4 萬億美元，同比增長 7.17%，增速為今年下半年低點，低於去年平均增速 7.69%，也低於今年前 11 個月增速 7.42%。其中，工商業貸款規模 2.10 萬億美元，同比增長 8%，增速為 2014 年 1 月以來低點，低於去年平均增速 11.24%，也低於今年前 11 個月增速 9.47%；消費貸款規模 1.36 萬億美元，同比增長 8.06%，增速為今年下半年低點，低於今年前 11 個月增速 8.08%，但較去年平均 4.9% 的增速提升顯著。

圖 16 貨幣供應量同比增速



資料來源：Wind 資訊、美聯儲、致富研究院

圖 17 準備金餘額



資料來源：Wind 資訊、美聯儲、致富研究院

儘管 11 月信貸增速有所放緩，但信貸規模的持續增加依然促進商業銀行提取在量化寬松時期存入美聯儲的超額準備金。10 月末超額準備金同比下降 21.3%，為近十年來最大降幅；11 月末超額準備金同比下降 18.3%，降幅仍然處於高位。2016 年準備金的加速釋放進一步增加了美國貨幣市場的流動性，據美聯儲發布數據，經季節調整後，10 月末美國狹義貨幣供應量 M1 餘額為 3.34 萬億美元，環比增長 0.68%，同比增長 10.19%，增速為 2014 年 9 月以來高點。相比於今年年初的 M1 增速(5.4%)，



终端消费需求旺盛与消费支出稳健增长促进 M1 增速在 2016 年增长显著，这也预示着四季度居民消费支出将继续保持活力。广义货币供应量 M2 余额为 13.14 万亿美元，环比增长 0.59%，同比增长 7.86%，增速为 2012 年 12 月以来高点。相比于今年年初的 M2 增速（6.2%），投资活动的疲弱使得 M2 增速在 2016 年增幅不大，但今年 8 月份之后投资活动有小幅加速。

四、避险资产下跌，风险资产上涨

特朗普胜选后，一反此前竞选时的态度，在演讲中提出将重建美国的基础设施，创造更多的工作机会，具体包括寻找 5500 亿美元投资来确保美国民众可以更快更安全地运输货物和人员，建造属于未来的公路、桥梁、隧道、机场和铁路。随着特朗普执政思路的逐渐明朗，全球风险资产普遍上涨，避险资产持续下跌。

图 18 美国国债收益率

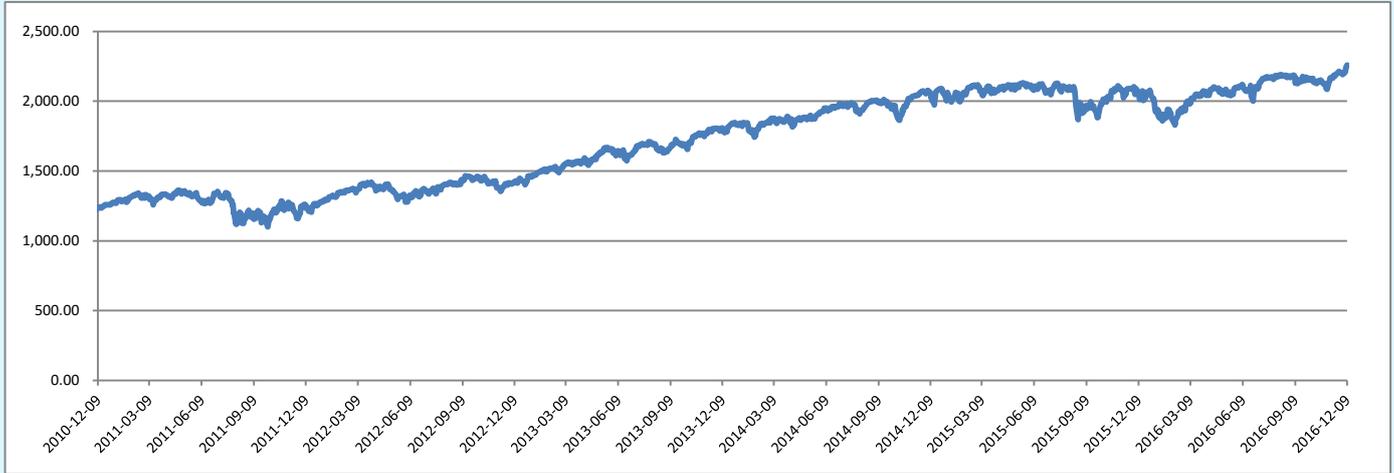


资料来源：Wind 资讯、致富研究院

美国大选结束次日，全球债券市场估值合计缩水 3370 亿美元。资金不仅仅流出了美国债市，同时也从新兴市场中撤离。资金的撤离开启了美国国债收益率的涨势，最新经济数据的发布与美联储态度的逐渐明朗，也促使美国国债收益率即使在特朗普意外当选引发的短期情绪消退之后，依然处于上行周期。国债收益率的上升为美联储在 12 月开启加息窗口提供了便利，市场自发的情绪将减少美联储采用公开市场操作的难度，同时抬高的国债收益率也有助于美联储在提高准备金利率的情况下维持自身收支平衡。



图 19 S&P 500 Index



资料来源：Wind 资讯、致富研究院

12月9日，美国三大股指齐创收盘纪录新高，单周涨幅均逾3%，为特朗普胜选来最大一周涨幅，并且实现连续一周每日上涨，为2011年9月以来首次。其中，标普500指数收涨0.59%，本周累涨2.47%，连涨6日，创2014年6月份以来最长连涨天数；道琼斯工业平均指数收涨142.04点，涨幅0.72%，本周累涨3.1%；纳斯达克综合指数收涨0.50%，本周累涨3.6%。

候任总统特朗普将实施经济刺激举措、减少税收和监管的预期尤其推高了金融与工业类股。金融板块上周上涨4.82%，自11月8日美国大选结束以来累计涨幅18.53个百分点，为标普500上涨贡献了35.7个百分点。

重建基础设施的预案也使得之前跑输大盘的板块，如医疗保健类、必需消费品类、公用事业类和科技类股票在上周五领涨。12月9日，医疗保健板块当日涨幅1.2%，当周累计上涨0.65%，2016年迄今则累计下跌4.75%；必需消费品板块当日涨幅1.4%，当周累计上涨2.7%，2016年迄今累计跌幅3.9%。

美国大选后，大量资金陆续从固定收益市场转移到股票市场，而上周资金甚至流向一些大选以来不太被看好的板块，使得美股的涨幅成功扩散到每个板块，这是非常积极的迹象，预计这波升势动能在短期内不会消竭。

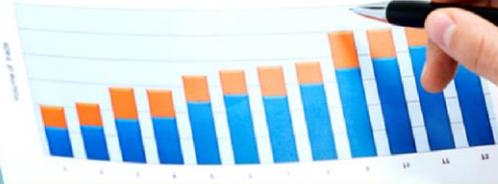
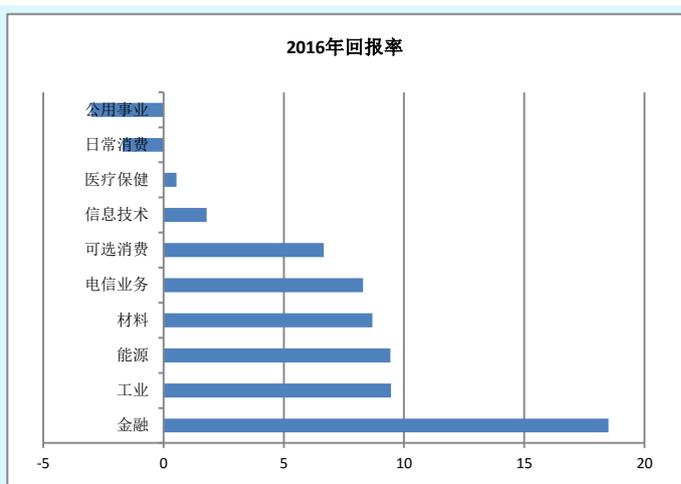
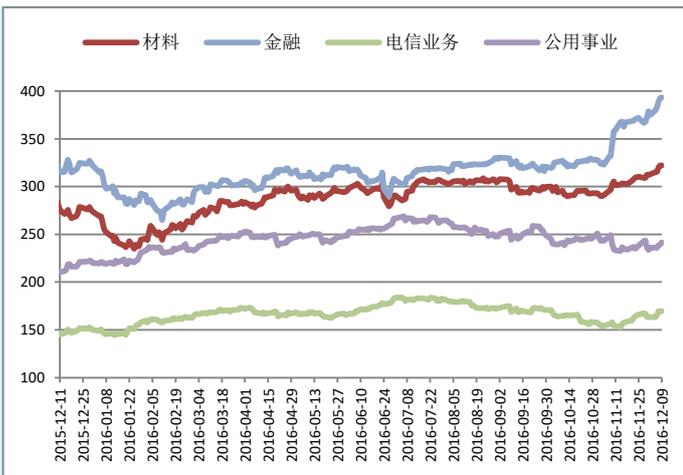
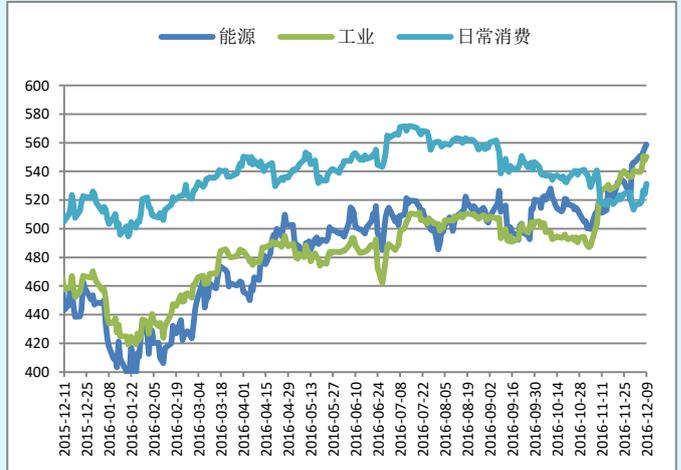
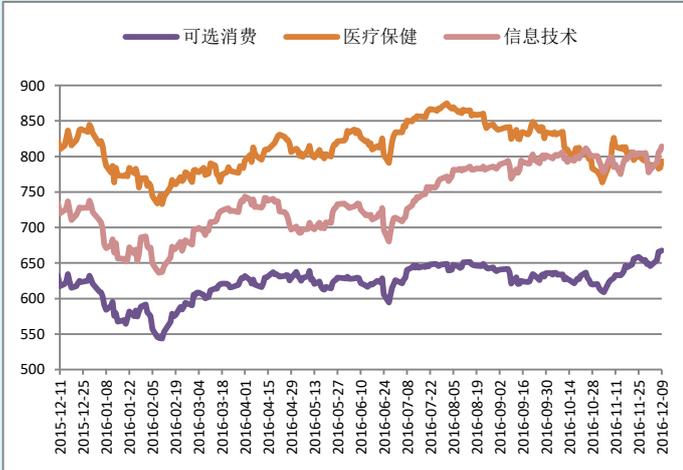


图 20 标普 500 分行业指数



资料来源: Wind 资讯、致富研究院

三季度企业利润的反弹也支持美股上涨至新高。三季度美国企业利润较上季度上涨 6.6%，较去年同期上涨 2.8%。当前这轮金融危机以来持续时间最久的盈利衰退终于比市场普遍预期提前结束了，在此之前，始于去年三季度的上市公司盈利衰退已经持续了整整四个季度。财报季的出色表现多数集中在金融企业中，三季度金融企业税前利润增加 10.3%，净利润增加 4.4%，其中高盛三季度净利润同比激增 57.9% 至 21 亿美元，摩根史坦利净利润同比上升 57% 至 16 亿美元；非金融企业税前利润增加 1.7%，净利润减少 1%。股票市场金融板块的高增长与金融企业财报季的出色表现是一致的。

尽管企业利润反弹，但是美国企业的盈利警报解除还为时过早。首先，制造业复苏进程缓慢，产能增速与产出增速较金融危机之前相比仍然较低，从而抑制了企业利润的增长。随着年末美国加息，美元进一步走强，美国制造业面临的出口压力将增大，同时国际大宗商品价格回升使得中间商品成本提高，明年制造业企业利润将面临更大的下行压力。其次，服务业企业利润受劳动力成本影响较大，



劳动力市场趋紧将进一步压缩服务业企业利润。劳动力成本约占制造业企业成本的 20%，而占服务业企业成本的 40%至 60%，今年工资增长较为温和，但 2017 年势必将面临工资水平的显著上涨。即使其他成本与产出均保持不变，仅名义工资水平上涨 5%将引起总成本上升 2%至 3%，在 2%的通胀水平下，销售价格的增长将不足以覆盖成本的上升。第三，今年三季度金融企业利润飙升主要依赖于动荡的市场中套利机会增加，但整体来看明年的盈利前景将是温和的。



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港

香港致富证券有限公司
香港中环德辅道中 68 号
万宜大厦 14 楼
电话：(852) 25009228
传真：(852) 25216893

北京

香港致富证券有限公司北京代表处
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦
B 座 5 层 D 单元
电话：(8610) 66555862
传真：(8610) 66555831

上海

香港致富证券有限公司上海代表处
上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室
电话：(8621) 38870772
传真：(8621) 58799185

深圳

香港致富证券有限公司深圳代表处
深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话：(86755) 33339666
传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk