

十年期国债收益率上行空间及影响分析

2021 年/3 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

摘要:

- 近期美国十年期国债收益率突破 1.7%，成为金融市场关注的焦点。
 - 十年期国债收益率由预期通货膨胀率和实体经济收益率决定。其中，前者决定收益率上限，后者决定收益率下限。
- 预期通货膨胀率上升，提高十年期国债收益率下限。
 - 2 月 PCE 同比上涨 1.6%，相比前值上升 0.2 个百分点；剔除食品和能源后的核心 PCE 同比上涨 1.4%，相比前值回落 0.1 个百分点，该数值自 2020 年 4 月触底以来持续反弹。
 - 美联储 3 月经济展望将 2021 年 PCE 通胀率预期从上期的 1.8% 上调至 2.4%，将 2022 年 PCE 通胀率预期从上期的 1.9% 上调至 2%，认为年内就将突破 2%。
- 美国经济持续复苏，提高十年期国债收益率上限。
 - 从生产看，2 月美国供应协会（ISM）公布的制造业 PMI 和非制造业 PMI 连续 9 个月处于荣枯线以上，美国经济持续复苏。
 - 从消费看，1 月居民总收入和可支配收入均创历史新高，未来仍有提升空间，对 2021 年上半年的消费增长构成支撑。
 - 从就业看，截至 3 月 5 日，当周初请失业金人数创 2021 年以来新低。持有失业保险人数和失业率均在新低附近，就业市场复苏明显。
- 美联储缩表预期，加之财政部发债节奏减缓，增加十年期国债收益率上行压力。
 - 美联储资产负债持续创历史新高，未来大概率缩表。
 - 截至 3 月 11 日财政部在美联储一般账户尚有 1.31 万亿美元存款，发债节奏预计将明显减缓。
 - 补充杠杆率 SLR 豁免措施在 3 月 31 日到期后将不再延期，有可能促进十年期国债收益率上行。
- 十年期国债收益率破 2% 是大概率事件，并将对短端和长端资产价格形成不同影响。
 - 对短端资产的影响主要体现在股市、债市和大宗商品市场价格上。十年期国债收益率上行，并不必然导致股指下跌，但对债券市场价格形成压制，同时对大宗商品市场构成利好。

- 对长端资产的影响主要体现在信贷市场上,包括房地产抵押市场。十年期国债收益率持续上行,将对地产价格将构成打压,未来地产降温概率较大。

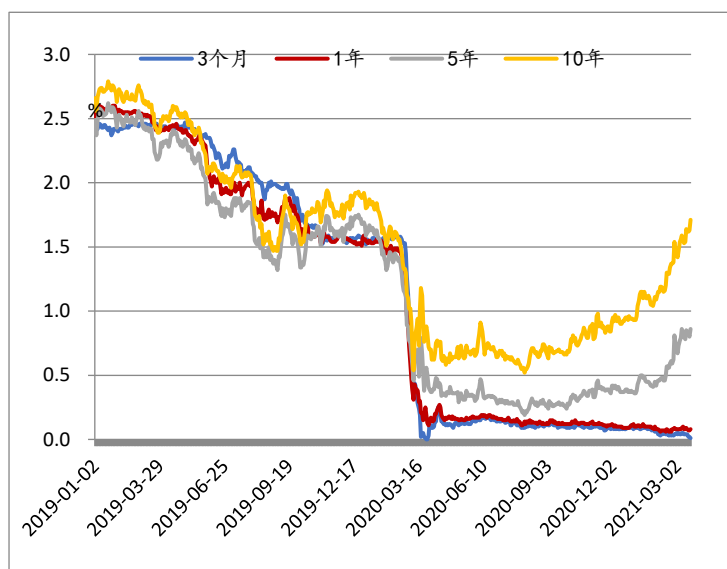
图表目录

图表 1: 美国国债收益率	5
图表 2: 不同期限国债收益率差值	5
图表 3: 十年期国债收益率变动区间	6
图表 4: CPI 和 PCE 同比增速	6
图表 5: 各类商品通胀水平	7
图表 6: 原油价格走势	7
图表 7: 美联储 3 月议息会议经济展望	7
图表 8: 制造业采购经理人指数	8
图表 9: 非制造业采购经理人指数	8
图表 10: 美国个人收入情况	9
图表 11: 可支配收入及消费支出同比增速	9
图表 12: 初次申请失业金人数	10
图表 13: 累计持有失业保险人数及对应失业率	10
图表 14: 失业率与新增非农就业人数	10
图表 15: 按行业划分的新增非农就业人数	11
图表 16: 2021 年按行业划分的非农就业人数	11
图表 17: 2021 年各行业非农就业人数缺口	11
图表 18: 美国新冠疫苗每日接种人数	12
图表 19: 美国新冠疫苗接种总量	12
图表 20: 美国每日新增确诊病例	12
图表 21: 美国每日新增死亡病例	12
图表 22: 美联储资产结构	13
图表 23: 美联储负债结构	13
图表 24: 美国财政部在美联储的一般账户余额	15
图表 25: 美国国债总额月度环比增量	15
图表 26: 不同期限美国国债当月发行数额	15
图表 27: 十年期国债收益率与股指变动关系	15
图表 28: 十年期国债收益率与债市变动关系	16
图表 29: 抵押贷款利率与大宗商品价格变动关系	16
图表 30: 美国房价指数	17
图表 31: 美国新屋开工和新屋销售数据	17
图表 32: 美国成屋销售数据	18
图表 33: 抵押贷款利率与十年期国债变动关系	18

3月18日，美国十年期国债收益率突破1.7%，回到2020年1月疫情之前的水平；而三个月国债收益率不涨反跌，目前仅为0.01%，两者利率差超过1.7%。由于十年期国债收益率常常被视为市场无风险利率，其上行对风险资产价格影响巨大，因此近期十年期国债收益率持续上行也成为金融市场关注的焦点。

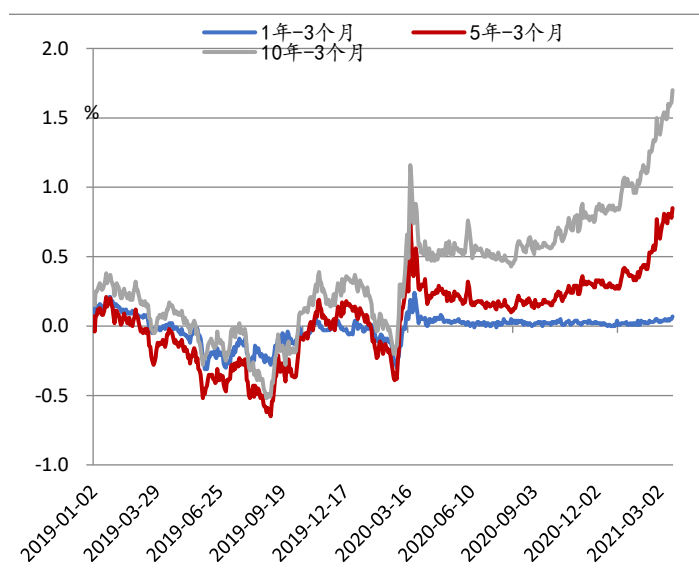
以下我们从影响十年期国债收益率高低的因素入手，分析其未来的上行空间，以及对风险资产定价可能产生的影响。

图表 1：美国国债收益率



资料来源：同花顺 iFind、美国财政部、致富研究院

图表 2：不同期限国债收益率差值



资料来源：同花顺 iFind、美国财政部、致富研究院

1、影响十年期国债收益率高低的因素

影响十年期国债收益率的高低主要包括两个因素：预期通货膨胀率和实体经济收益率。

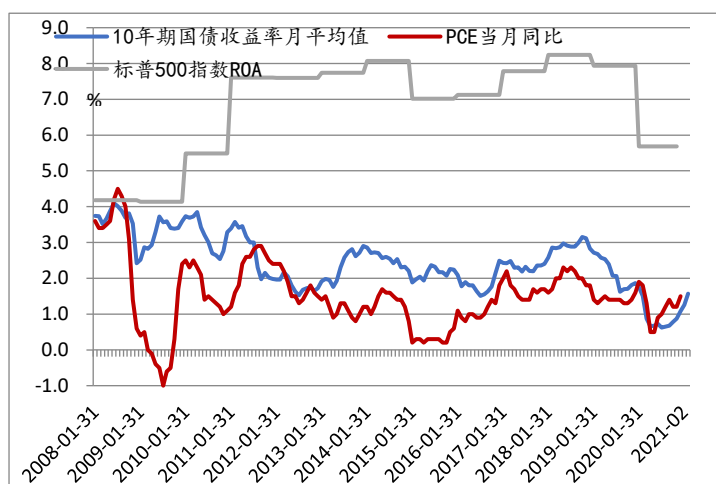
其中，预期通货膨胀率决定了十年期国债收益率的下限。一般情况下，预期通货膨胀率越高，十年期国债收益率越高；预期通货膨胀率越低，十年期国债收益率越低。当经济状况不好的时候，十年期国债收益率比较贴近下限的预期通货膨胀率。这里我们用个人消费支出平减指数 PCE 的同比变化作为预期通货膨胀率的替代变量。

同时，实体经济收益率决定了十年期国债收益率的上限。一般情况下，实体经济越好，十年期国债收益率上行空间越大；反之亦然。当经济状况较好的时候，十年期国债收益率比较贴近上限的实体经济收益率。这里我们用标普 500 指数的

资产收益率 ROA 作为衡量实体经济发展水平的替代变量。

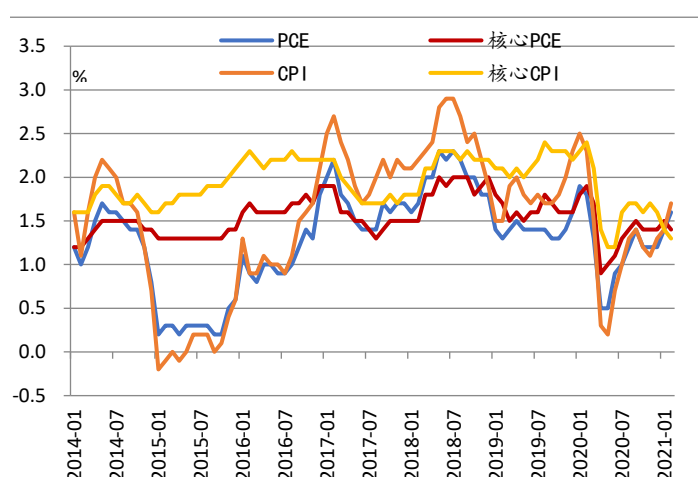
可以看到，2008 年以来，十年期国债收益率的变动区间基本介于 PCE 和 ROA 之间，同时更贴近下沿 PCE，与 PCE 的联动性更强。

图表 3：十年期国债收益率的变动区间



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 4：CPI 和 PCE 同比增速



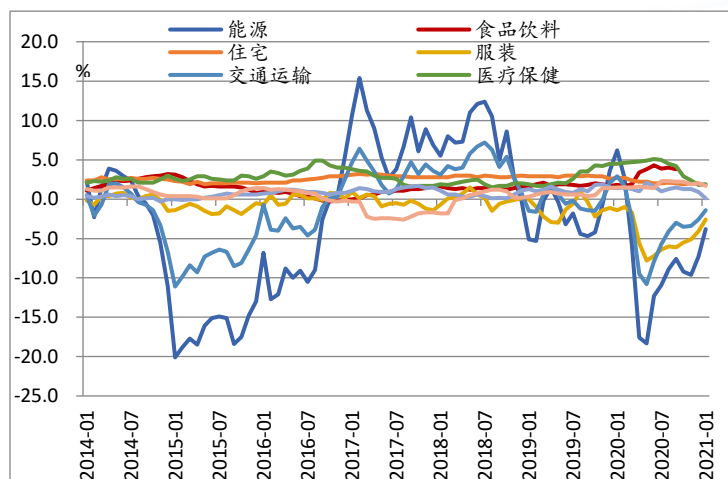
资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

2、预期通胀率上行，提高十年期国债收益率下限

美国目前通货膨胀处于小幅上行趋势中。2 月 PCE 同比上涨 1.6%，相比前值上升 0.2 个百分点；剔除食品和能源后的核心 PCE 同比上涨 1.4%，相比前值回落 0.1 个百分点。该数值自 2020 年 4 月触底以来，持续反弹。

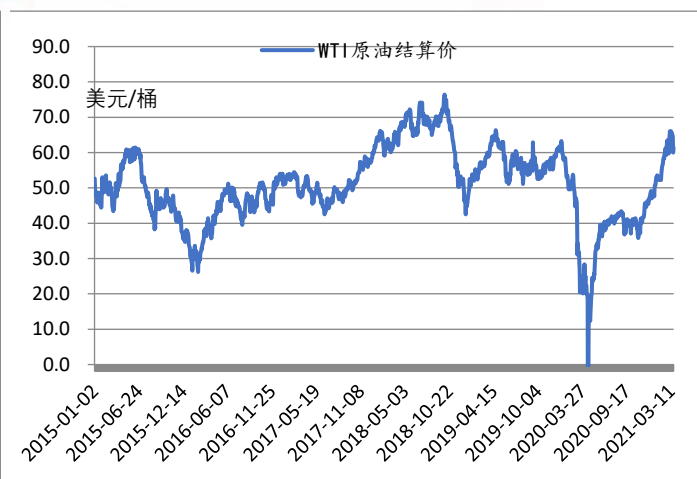
从分项数据来看，能源价格降幅大幅收窄是通胀率小幅上行的主要原因。2 月能源价格同比增长 2.3%，相比前值大幅增加 6.1 个百分点，自去年 3 月以来首次同比转正。期货市场原油的涨幅更为迅猛。3 月中旬 NYMEX 原油结算价已经回到 2019 年一季度的高点，年内涨幅超过 30%。

图表 5：各类商品通胀水平



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 6：原油价格走势



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

美联储在 3 月经济展望中，将 2021 年 PCE 通胀率预期从上期的 1.8% 上调至 2.4%，将 2022 年 PCE 通胀率预期从上期的 1.9% 上调至 2%，认为年内就将突破 2%。预期通胀率继续上行，对十年期国债收益率构成较大的上行压力。

图表 7：美联储 3 月议息会议经济展望

Percent												
Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8-6.6	3.0-3.8	2.0-2.5	1.8-2.0	5.0-7.3	2.5-4.4	1.7-2.6	1.6-2.2
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8	3.7-5.0	3.0-3.5	2.2-2.7	1.7-2.0	0.5-5.5	2.5-4.0	2.0-3.5	1.6-2.2
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2-4.7	3.6-4.0	3.2-3.8	3.8-4.3	4.0-5.5	3.2-4.2	3.0-4.0	3.5-4.5
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1	4.7-5.4	3.8-4.6	3.5-4.3	3.9-4.3	4.0-6.8	3.5-5.8	3.3-5.0	3.5-4.5
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2-2.4	1.8-2.1	2.0-2.2	2.0	2.1-2.6	1.8-2.3	1.9-2.3	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2.1	2.0	1.2-2.3	1.5-2.2	1.7-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.2	2.0	2.1		2.0-2.3	1.9-2.1	2.0-2.2		1.9-2.5	1.8-2.3	1.9-2.3	
December projection	1.8	1.9	2.0		1.7-1.8	1.8-2.0	1.9-2.1		1.5-2.3	1.6-2.2	1.7-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-0.9	2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.1	2.0-3.0
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1	2.0-3.0

资料来源：美联储、致富研究院

3、实体经济持续复苏，提高十年期国债收益率上限

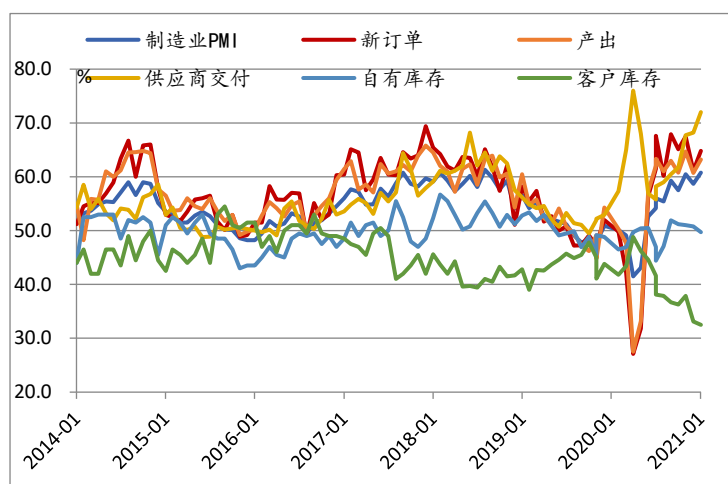
3.1 制造业和非制造业景气度不断回升

2 月份美国供应协会（ISM）公布的制造业 PMI 和非制造业 PMI 连续 9 个月处于荣枯线以上，表明美国经济处于持续复苏；同时制造业复苏强于非制造业。

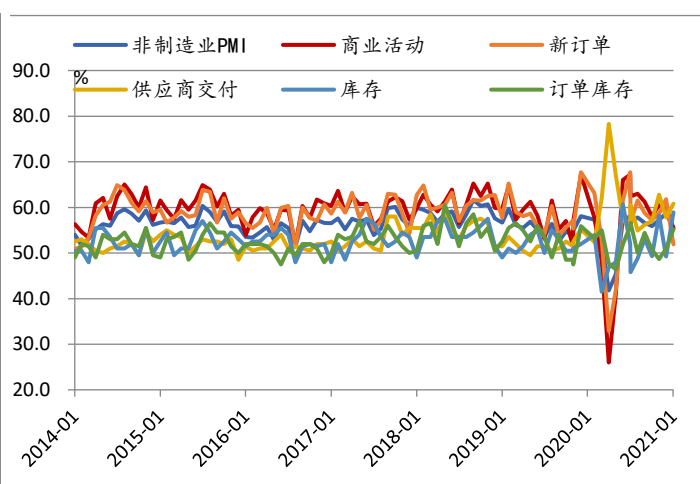
其中 2 月份美国供应协会（ISM）公布的制造业 PMI 为 60.7%，较上月增加 2.1 个百分点，再创疫情以来新高。从分项数据看，新订单指数为 64.8%，较上月回升 3.7 个百分点；产出指数为 63.2%，较上月回升 2.5 个百分点；供应商交付指数为 72%，较上月回升 3.8 个百分点；自有库存指数为 49.6%，较上月下降 1.1 个百分点；客户库存指数为 32.5%，较上月下降 0.6 个百分点。

2 月份非制造业 PMI 为 55.3%，较上月高点回落 3.4 个百分点，表明非制造业复苏有所放缓。从分项数据看，商业活动指数为 55.4%，较前值回落 4.4 个百分点；新订单指数为 51.9%，较前值回落 9.9 个百分点；供应商支付指数为 60.8%，较前值上升 3 个百分点；库存指数为 58.9%，较前值增加 9.7 个百分点；订单库存指数为 55.2%，较前值回升 4.3 个百分点。

图表 8：制造业采购经理人指数



图表 9：非制造业采购经理人指数



资料来源：同花顺 iFind、ISM、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、ISM、致富研究院

3.2 收入大幅增长，对消费增长构成支撑

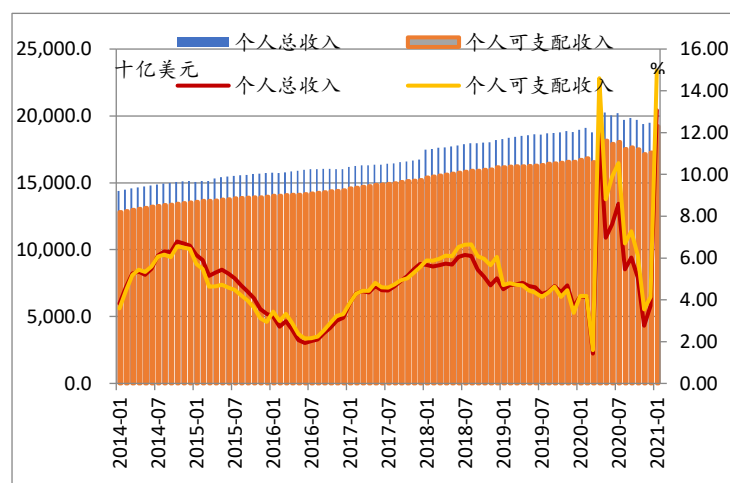
从居民家庭收入调查数据来看，1 月份美国年化个人总收入为 21.454 万亿美

元，较上月增加 1.954 万亿美元，同比大幅增长 13.07%。年化名义个人可支配收入为 19.218 万亿美元，较上月增加 1.963 万亿美元，同比大幅增长 14.98%。居民总收入和可支配收入均创历史新高。

1 月份美国年化实际个人可支配收入为 17.079 万亿美元，较上月增加 1.693 万亿美元，同比大幅增长 13.33%。实际人均可支配收入为 51,576 美元，较上月增加 5091 美元，同比大幅增长 12.74%。

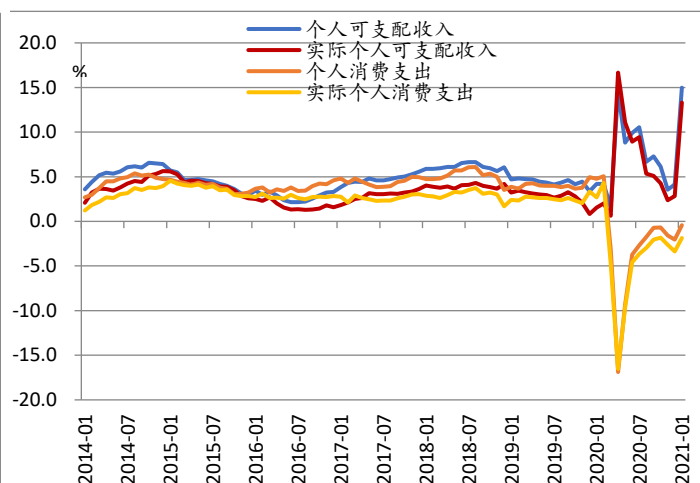
1 月个人收入大幅增长的原因是美国政府去年底通过的 9000 亿美元刺激法案开始实施。随着拜登 1.9 万亿美元的新一轮救助方案落地，美国居民收入仍有提升空间，将对 2021 年上半年的消费增长构成支撑。

图表 10：美国个人收入情况



资料来源：同花顺 iFind、BEA、致富研究院

图表 11：可支配收入及消费支出同比增速

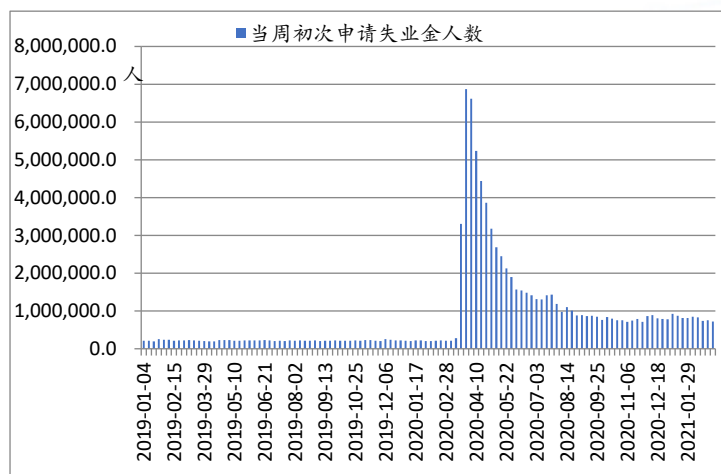


资料来源：同花顺 iFind、BEA、致富研究院

3.3 就业情况好于预期，随着疫情缓解将进一步好转

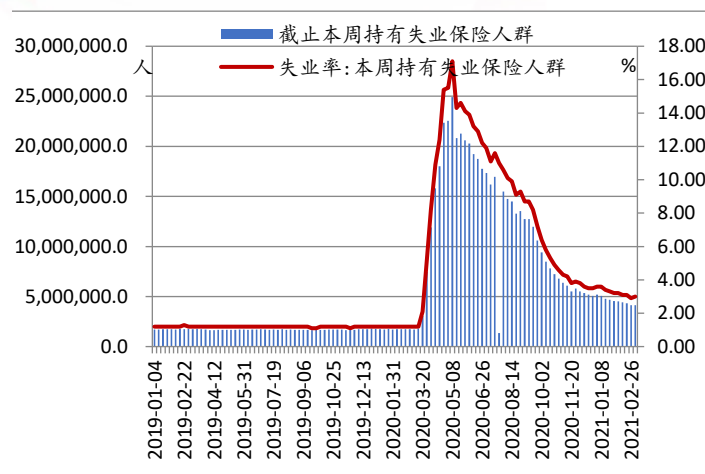
美国非农就业报告显示，截至 3 月 5 日，当周初请失业金人数为 72.5 万人，创 2021 年以来新低。持有失业保险人数为 412.4 万人，持有失业保险人群的失业率为 3%，两项数值均在新低附近。

图表 12：初次申请失业金人数



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

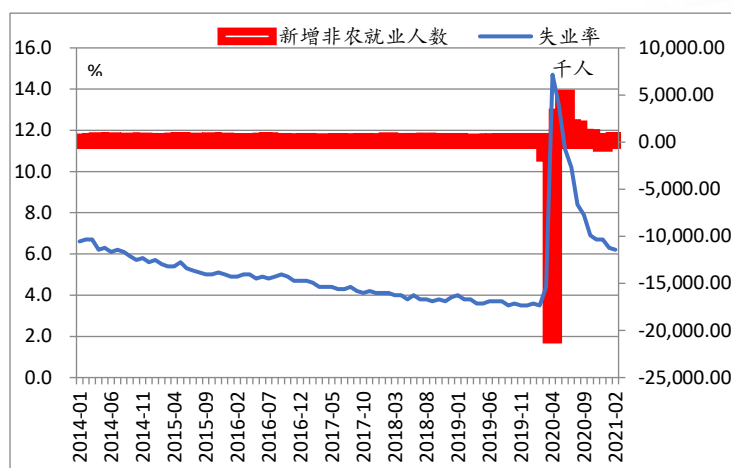
图表 13：累计持有失业保险人数及对应失业率



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

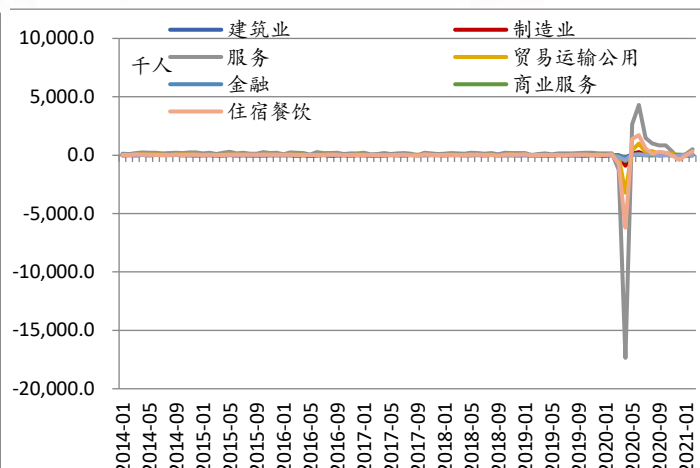
2 月份经季节调整后的失业率较前值下降 0.1 个百分点，至 6.2%；经季节调整后的新增非农就业人数为 37.9 万人，高于上月（增加 16.6 万人），远超市场预期（增加 18.2 万人）。其中，在第二产业中，建筑业增加 2000 人，低于前值（增加 3900 人）；制造业增加 1.7 万人，高于前值（减少 1.5 万人）。在服务业中，贸易运输及公用事业增加 4.9 万人，高于前值（增加 4.6 万）；金融业减少 5000 人，低于前值（增加 1000 人）；专业和商业服务业增加 2.28 万人，低于前值（增加 2.93 万人）；教育保健减少 2400 人，低于前值（增加 7.03 万人）；住宿餐饮增加 32.5 万人，大幅高于前值（减少 3400 人）。非农就业人数远超市场预期的原因，主要是在疫情缓解下，住宿餐饮新增就业人数大幅增加。

图表 14: 失业率与新增非农就业人数



资料来源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

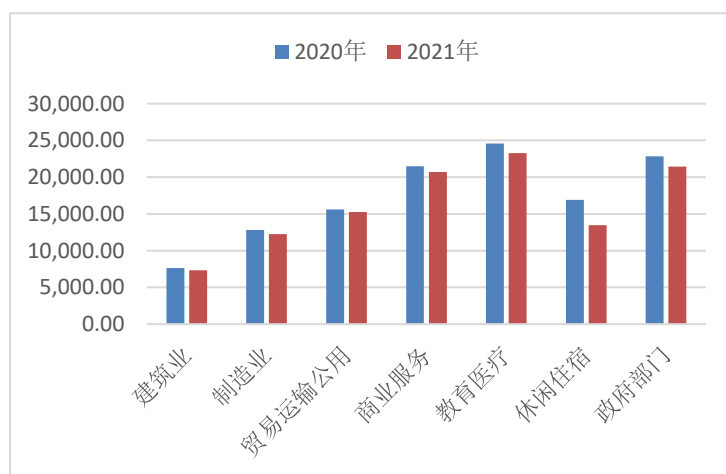
图表 15: 按行业划分的新增非农就业人数



资料来源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

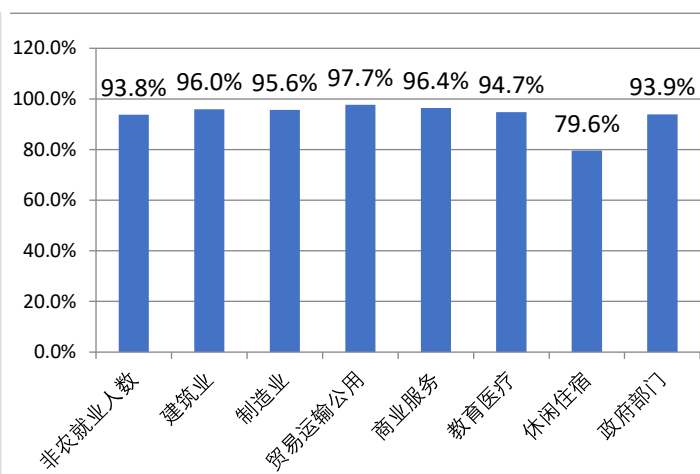
2 月份经季调后各行业非农就业人数相比疫情前均存在一定缺口。其中非农就业人数总缺口为 947.5 万人, 缺口比例为 6.21%; 建筑业缺口为 30.8 万人, 缺口比例为 4.03%; 制造业缺口为 56.1 万人, 缺口比例为 4.39%; 贸易运输公用缺口为 36.26 万人, 缺口比例为 2.32%; 商业服务缺口为 77.1 万人, 缺口比例为 3.59%; 教育医疗缺口为 129.8 万人, 缺口比例为 5.29%; 政府部门缺口为 138.9 万人, 缺口比例为 6.08%; 受疫情影响最大的休闲住宿缺口为 345.1 万人, 缺口比例为 20.4%。未来随着疫情缓解, 各行业就业人数均存在一定提升空间。

图表 16: 2021 年按行业划分的非农就业人数



资料来源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 17: 2021 年各行业非农就业人数缺口

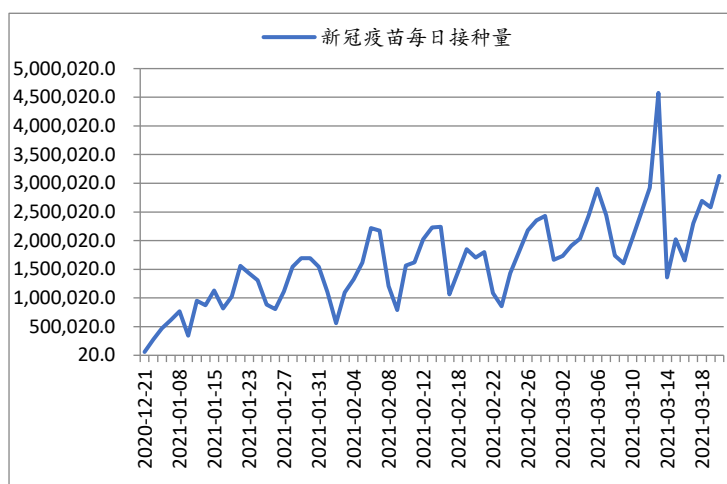


资料来源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

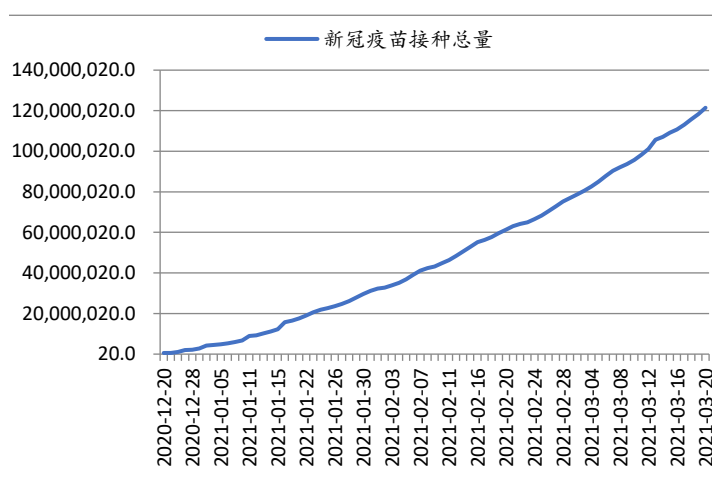
3月以来，美国新冠疫苗接种量明显加速，每日接种量在200万人次以上，目前疫苗接种总量超过1.21亿人次，疫苗接种率超过35%。预计在5月底就将完成70%的人口接种覆盖，基本实现群体免疫。

目前美国新冠患者新增确诊病例和新增死亡均创疫情以来新低。随着疫情逐步得到控制，未来美国的生产、消费等活动将更快步入正轨。

图表 18：美国新冠疫苗每日接种人数



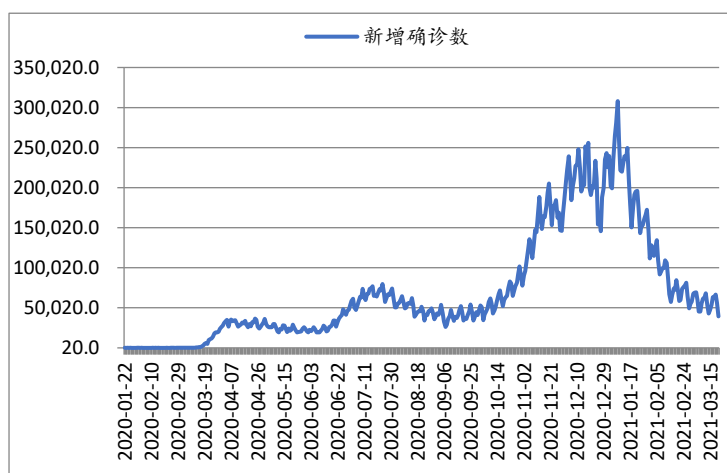
图表 19：美国新冠疫苗接种总量



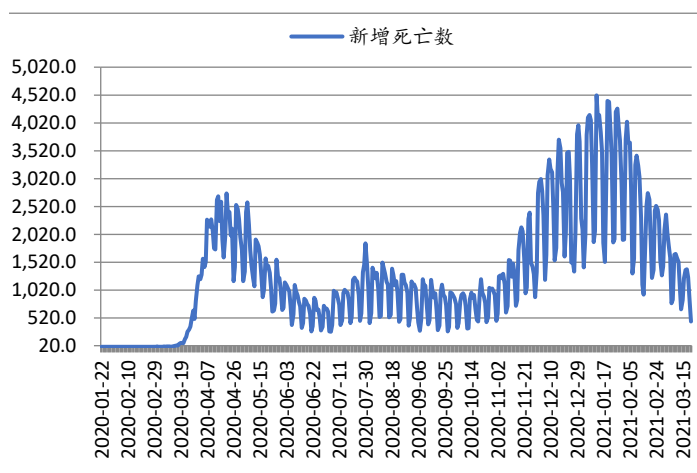
资料来源：同花顺 iFind、ISM、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、ISM、致富研究院

图表 20：美国每日新增确诊病例



图表 21：美国每日新增死亡病例



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

从生产、消费、就业三方面来看，美国经济都处于持续复苏中。3月经济展

望中，美联储将 2021 年 GDP 同比增长预期从上期的 4.2% 上调至 6.5%，将 2022 年 GDP 同比增长预期从上期的 3.2% 上调至 3.3%。将 2021 年失业率预期从上期的 5% 下调至 4.5%，将 2022 年失业率预期从上期的 4.2% 下调至 3.9%。以上数据的变化表明了对美国未来经济复苏的乐观预期，进而提升了十年期国债收益率的上限。

4、美联储缩表预期，加之财政部发债节奏减缓，增加十年期国债收益率上行压力

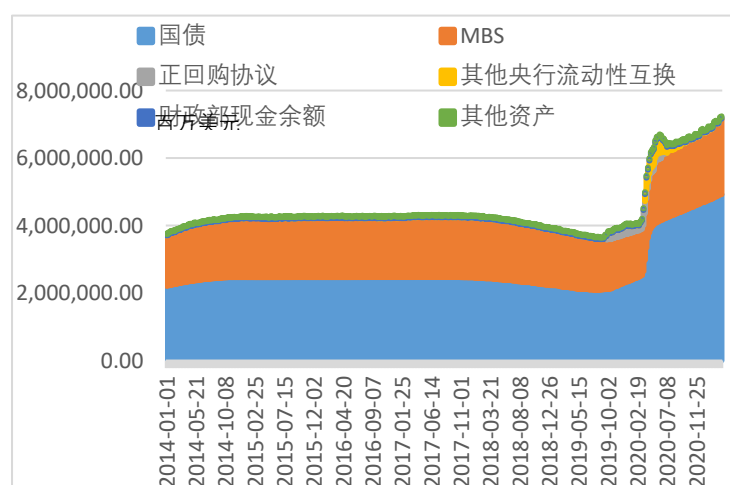
4.1 美联储资产继续创历史新高，未来大概率缩表

截至 3 月 24 日，美联储总资产为 7.768 万亿美元，较 2 月底增加 1296.31 亿美元，继续创历史新高，主要来自持有证券增加 1308.57 亿美元。其中，增持国债 767.28 亿美元，增持 MBS 541.29 亿美元。此外，其他央行流动性互换减少 59.33 亿美元，其他资产增加 53 亿美元、正回购协议减少 5 亿美元。

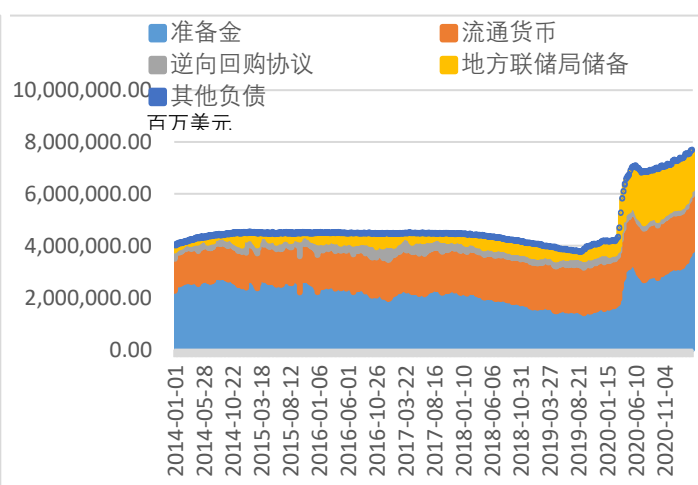
从负债端来看，总负债相比 2 月底增加 1296.24 亿美元。其中，准备金增加 4249.56 亿美元，地方联储局储备减少 3555.33 亿美元。此外，流通货币增加 293.56 亿美元，逆向回购协议增加 290.71 亿美元，其他负债增加 17.74 亿美元。

经过三轮财政刺激，目前美联储资产负债较去年疫情爆发前已经大幅增加超过 3.5 万亿美元，未来缩表是大概率事件。

图表 22：美联储资产结构



图表 23：美联储负债结构



资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

4.2 美国财政部发债需求减缓

3月11日，拜登正式签署1.9万亿美元财政刺激方案。考虑到截至3月11日，财政部在美联储的一般账户TGA中仍有约1.31万亿美元存款，而在疫情之前的五年间TGA账户均值约为2800亿美元，假设未来仍保持同样的均值水平，预计有约8800亿美元的缺口需要通过发行国债解决。

对比2020年3月第一轮2万亿财政刺激方案通过后，美国国债供给的高峰期持续了3个月，其中4-6月美国国债总额月度环比增量分别达到8635.2亿、9337.2亿和8063.2亿美元。但当时财政部TGA账户仅有不到4000亿美元余额，而本轮TGA账户尚有1.3万亿美元余额，财政刺激方案所需资金将优先使用TGA余额，因此发债紧迫性大幅降低，发债节奏预计将明显减缓。事实上，截至3月25日，TGA账户已经快速缩减至9940.29亿美元，相比3月11日大幅减少了2741.85亿美元，也是自疫情以来首次跌破万亿美元。

从美国长中短期国债当月发行规模来看，短期国债发行数额自经历2020年4-6月持续高峰之后明显下降，8月再次跌破1.5万亿美元；而中长期国债发行数额则是出现一定幅度增加。这从一定程度上解释了去年8月以来美国国债长端利率上行、长短端利差持续扩大的现象。

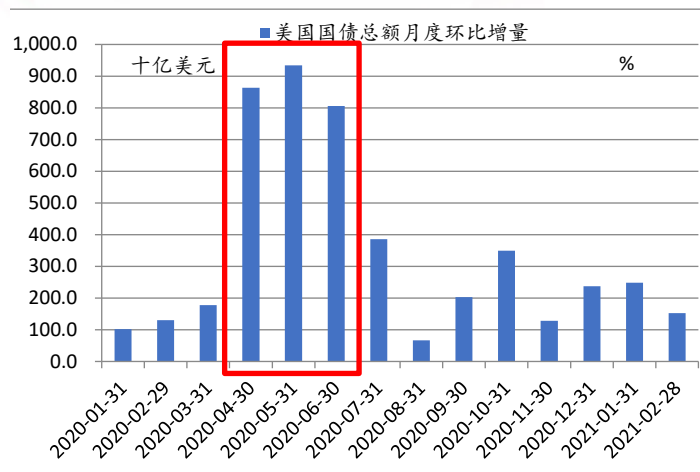
虽然3月美联储议息会议面对强劲的经济增长预期并未提及削减QE，依然维持每月800亿美元国债和400亿美元ABS的资产购买规模，但美联储主席鲍威尔在上周接受媒体采访时表示，当下经济复苏取得较快进展，在将来某个时候美联储将逐步减少购买美国国债和抵押支持证券的数量。未来美联储缩表是大概率事件，只是时间早晚问题。同时，3月19日美联储正式宣布补充杠杆率SLR的豁免措施在3月31日到期后将不再延期，届时美国商业银行为满足SLR的监管要求，大概率将抛售美国国债，有可能进一步增加十年期国债收益率的上行压力。

图表 24：美国财政部在美联储的一般账户余额



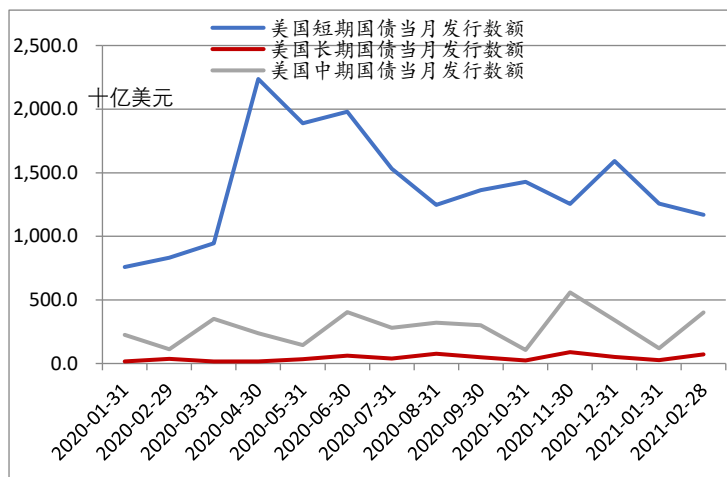
资料来源：美国财政部、致富研究院

图表 25：美国国债总额月度环比增量



资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

图表 26：不同期限美国国债当月发行数额



资料来源：同花顺 iFind、美国证券业协会、致富研究院

图表 27：十年期国债收益率与股指变动关系



资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

综上所述，预期通货膨胀率上行，提高十年期国债收益率下限；经济持续复苏提高十年期国债收益率上限；加之美联储未来缩减购债规模是大概率事件，以及财政部发债需求减缓，SLR 的豁免措施在 3 月 31 日到期后不再延期等因素，均增加十年期国债收益率的上行压力。

十年期国债收益率年内破 2% 的概率大，长短期国债利差较目前 1.7% 的数值仍有上升空间。

5、十年期国债收益率上行影响分析

十年期国债收益率往往被市场认为无风险利率的基准，其变化不仅会直接影响美元价格，还会间接传导至股市、债市、大宗商品价格，以及房地产市场等。

以下从短端资产和长端资产两方面，分析十年期国债收益率上行可能造成的影响。

5.1 短端资产

对短端资产的影响主要体现在股市、债市和大宗商品市场价格上。

观察 2000 年至今十年期国债收益率和标普 500 指数的走势，可以看到两者的变动存在一定的负相关性。通过进一步的数据分析，可以看到二者负相关系数仅为 0.4，并不具有统计意义上的重要性，即十年期国债收益率上升，并不必然导致股指下跌。

从债券定价角度看，十年期国债收益率上行，代表市场无风险利率水平升高，将对债券市场构成利空。2010 年以来数据显示，十年期国债收益率和十年期国债的实际收益率之间呈现明显的正相关性。未来十年期国债收益率上行，将带动债券实际收益率上行，对债券价格构成明显压制。

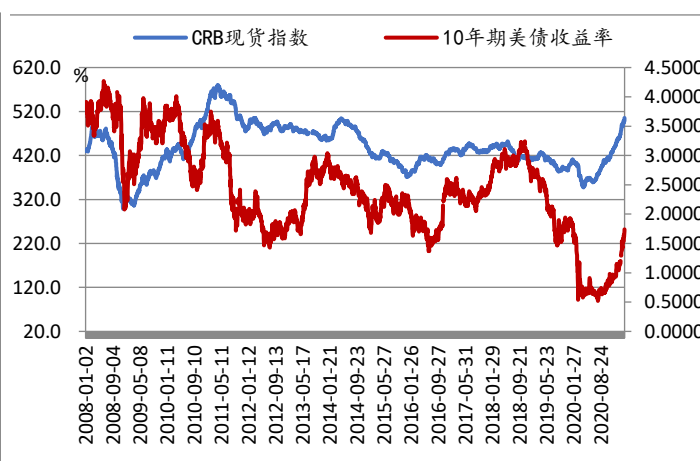
国债收益率上行，表明通胀预期和经济复苏预期升温，对大宗商品市场构成利好。2008 年以来数据显示，两者呈现较为明显的正相关性。未来如果十年期国债收益率持续上行，大宗商品价格继续上涨概率较大。

图表 28：十年期国债收益率与债市变动关系



资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

图表 29：十年期国债收益率与大宗商品价格变动关系



资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

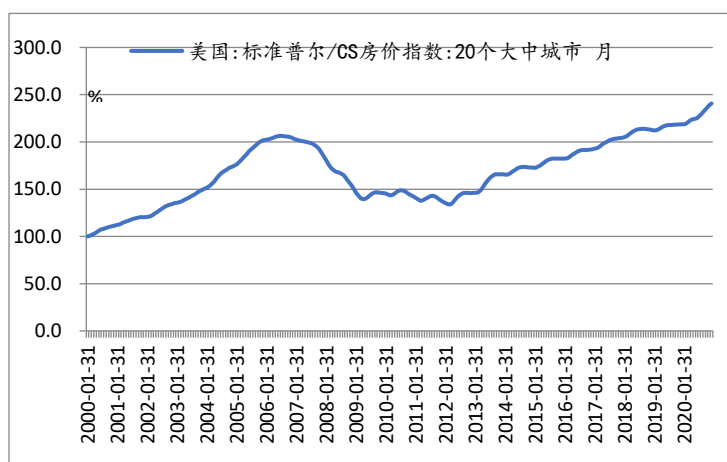
5.2 长端资产

对长端资产的影响主要体现在信贷市场上，包括房地产市场。

疫情爆发后，美国房地产市场非但没有受到影响，反而逆势上涨。2020年美国房价全年涨幅超过9%，超过次贷危机前高点21%。同时，从房地产投资来看，新屋开工、新屋销售和成屋销售数据均超过疫情之前的水平，创2007年以来新高。

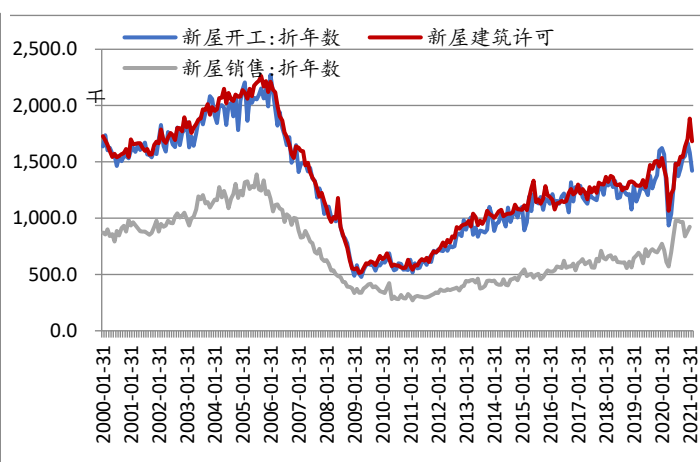
推动房价大幅上涨的原因之一，是美国的长期抵押贷款利率处于低位。从2010年以后的走势分析，长期抵押贷款利率和10年期国债收益率存在较大的相关度，同时存在一定滞后性。一旦十年期国债收益率持续上行，后续长期抵押贷款利率上行概率较大，进而将对处于高位的地产价格构成打压。在未来美联储缩减购债规模后，房地产市场降温概率较大。

图表 30：美国房价指数



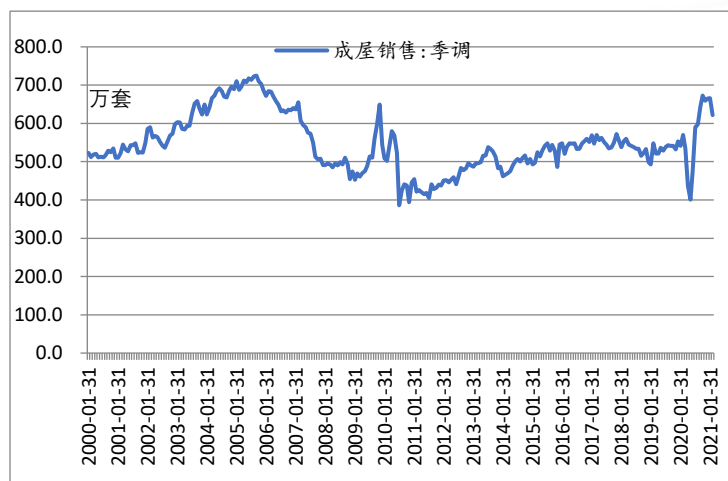
资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 31：美国新屋开工和新屋销售数量



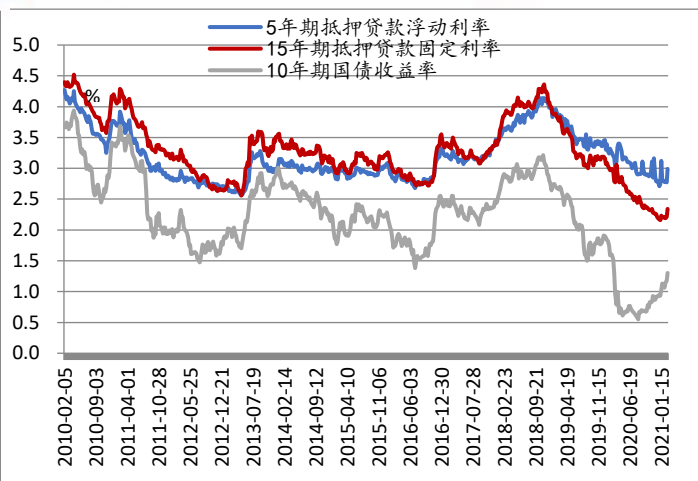
资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

图表 32: 美国成屋销售数量



资料来源: 同花顺 iFind、美联储、致富研究院

图表 33: 抵押贷款利率与 10 年期国债收益率变动关系



资料来源: 同花顺 iFind、美联储、致富研究院

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	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555102	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk