

美国宏观经济月报

2020年/02月

海外宏观经济与策略研究员 刘绍东

010-66555862

shaodong_liu@chiefgroup.com.hk

摘要:

- 2019年美国实际GDP同比增长2.3%，较2018年的2.9%下降幅度较大。全年美国完成名义GDP 21.43万亿美元，是同期中国GDP的1.49倍，约占全球经济总量的24%。
- 预计2020年美国经济增长回升可能性较小，基准增速估计为2.0%。
- **制造业结束下降趋势有所回暖。**
 - 1月份制造业采购经理人指数（PMI）为50.9%，较上月大幅上升3.1%，结束5个月低于荣枯线，重新开始正增长。
 - 从行业的出货量和新增订单量来看，本阶段供给和需求扭转减少趋势，部分开始回升。
- **居民收入增速大幅下降，未来消费支出增长将受限。**
 - 12月份年化个人总收入为18.92万亿美元，同比增长3.94%，是2017年1月以来的最低值。实际个人可支配收入15.108万亿美元，同比增长1.98%，是2017年以来首次增速跌破2%。
 - 12月份随着个人可支配收入的下降，美国新增个人储蓄存款下降。
 - 由于可支配收入对消费支出的影响较为滞后，12月份名义和实际消费支出增速仍然上升，但预计到2020年后消费支出增速将回落。
- 失业率在1月上升0.1个百分点至3.6%，最近5个月均在3.5%-3.6%的低位震荡，基本表明健康经济环境下美国能够达到的最低失业率。货币工资平均时薪增速较前值上升，达28.44美元，同比增速为3.1%。
- 联储官员表示对美国经济的信心，并且认为当前的利率水平适合经济持续扩张。联邦基准利率很可能在未来的一段时间内维持不变。
- 准备金余额上升速度放缓。随着此次美联储扩表接近尾声，预计超额准备金余额将缓慢增加，自第二季度起将逐渐稳定。
- 近期美国国债收益率受到公共卫生事件影响出现大幅下降，美国收益率曲线再次倒挂。自1月21日起美国国债收益率普遍下降，而中长期国债收益率下降更为明显，短期国债收益率较为平稳。

图表目录

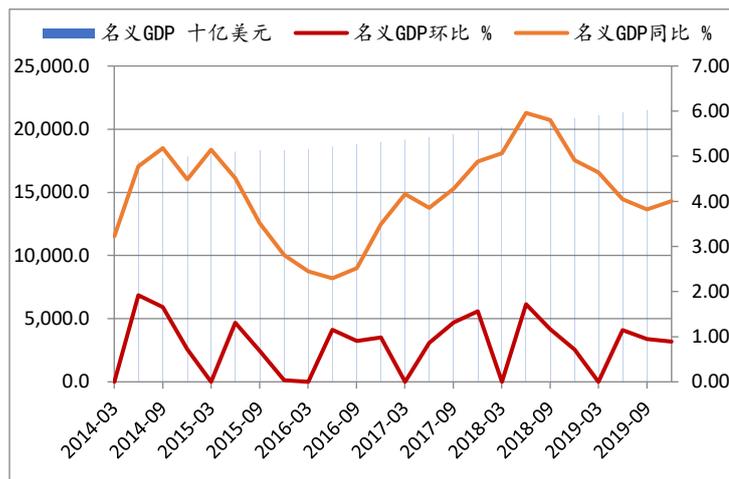
图表 1：美国名义 GDP 变化	3
图表 2：美国实际 GDP 变化	3
图表 3：制造业采购经理人指数	4
图表 4：非制造业采购经理人指数	4
图表 5：制造业出货量、库存及订单同比增速	5
图表 6：各主题出货量同比增速	6
图表 7：各主题新订单量同比增速	6
图表 8：各主题存货量同比增速	6
图表 9：制造业库存增速随 PMI 变化	6
图表 10：美国工业生产指数	7
图表 11：美国制造业产能利用率	7
图表 12：制造业产能利用率	8
图表 13：美国个人收入情况	9
图表 14：可支配收入及消费支出同比增速	9
图表 15：个人储蓄存款	10
图表 16：CPI 和 PCE 同比增速	10
图表 17：各类商品通胀水平	10
图表 18：消费者信心指数	10
图表 19：失业率与非农职位空缺率	12
图表 20：劳动参与率	12
图表 21：各行业职位空缺率	12
图表 22：新增非农就业人数	13
图表 23：非农企业平均工时、时薪和周薪	14
图表 24：非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速	14
图表 25：美联储准备金余额	15
图表 26：联邦基金利率与 IOER 变化	15
图表 27：美国基础货币投放量变化	15
图表 28：美国货币供应量	15
图表 29：商业银行信贷与持有证券	16
图表 30：商业银行信贷同比增速	16
图表 31：美国国债收益率	17
图表 32：各期限国债收益率差值	17
图表 33：抵押贷款利率	17
图表 34：住房销售与新建住房同比增速	17

1、经济运行情况

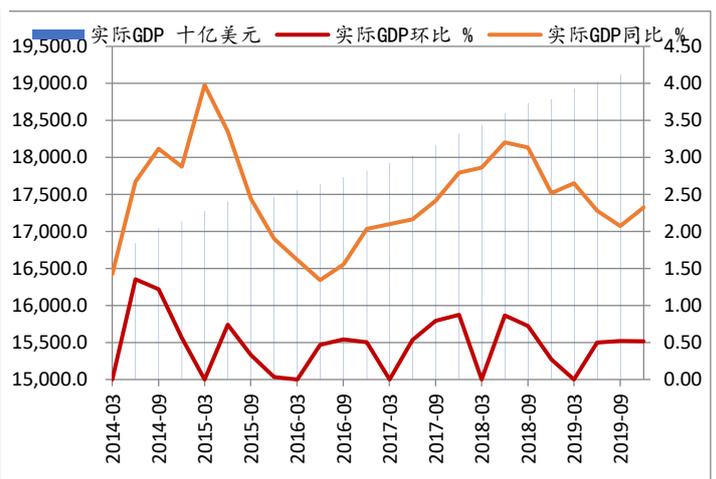
据美国经济分析局数据，2019年美国实际经济同比增长2.3%，较2018年的2.9%下降幅度较大。这同我们去年报告的估计一致，美国经济自2018年第四季度起增速逐渐开始下降。

2019年全年美国完成名义GDP 21.43万亿美元，是同期中国GDP的1.49倍，约占全球经济总量的24%。第四季度年化名义GDP为21.734万亿美元，同比增长4.00%；以2012年为基准的年化实际GDP为19.220万亿美元，同比增长2.32%。增速在第四季度略微上升。

图表 1：美国名义 GDP 变化



图表 2：美国实际 GDP 变化



资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

同美联储官员对经济的预期相似，一月份美联储 FOMC 会议纪要也显示，不同于去年 12 月上次会议声明，此次声明称家庭支出增长不再“强劲”而是“适度”。由于消费支出和投资增速的双双下降，预计 2020 年美国经济增长回升可能性较小，基准增速估计为 2.0%。

1.1 制造业结束下降趋势有所回暖

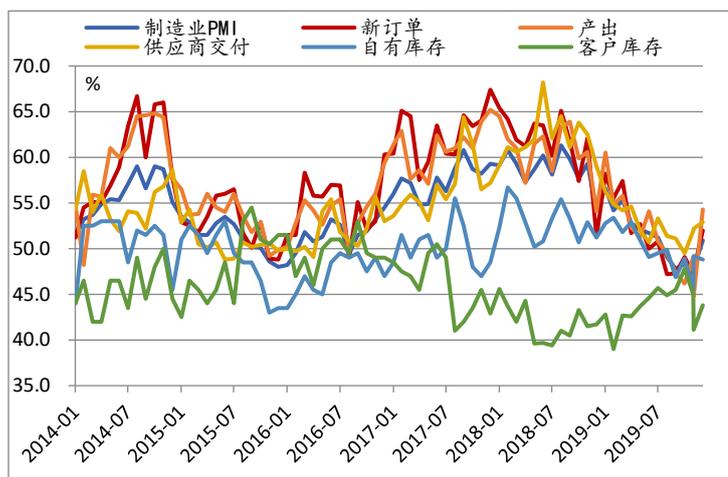
从经济景气指数来看，1 月份美国供应协会 (ISM) 公布的制造业采购经理人指数 (PMI) 为 50.9%，较上月大幅上升 3.1%，结束 5 个月低于荣枯线，重新开始正增长。

其中，新订单指数为 52.0%，较上月大幅增加 4.4 个百分点；产出指数为

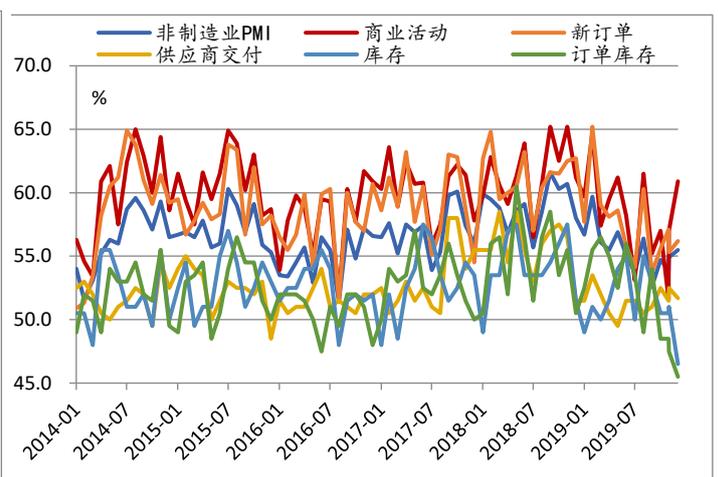
54.3%，较前值大幅增加 9.5 个百分点；供应商交付指数为 52.9%，较前值回升 0.7 个百分点；自有库存指数为 48.8%，较上月下降 0.4 个百分点；客户库存指数为 43.8%，较上月大幅上升 2.7 个百分点。新订单指数和产出库存指数的大幅上升表明需求和供给的回暖。

1 月份非制造业 PMI 为 55.5%，较上月份上升 0.6 个百分点，仍是美国经济重要的稳定剂。其中，新订单指数为 56.2%，较前值上升 0.9 个百分点；商业活动指数为 60.9%，较前值大幅上升 3.9 个百分点；供应商支付指数为 51.7%，较前值下降 0.8 个百分点；库存指数为 46.5%，较前值下降 4.5 个百分点；订单库存指数为 45.5%，较前值下降 2.0 个百分点。

图表 3：制造业采购经理人指数



图表 4：非制造业采购经理人指数

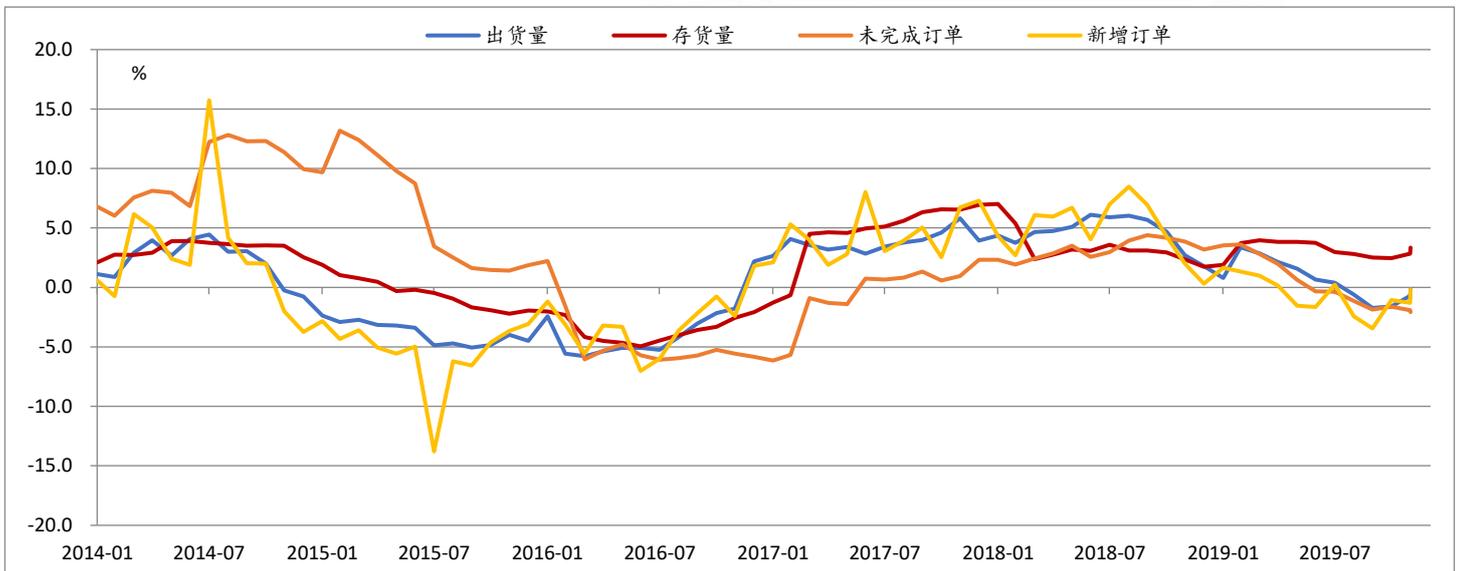


资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

据美国商务部发布数据，12 月份美国制造业出货量、存货量和新增订单量环比明显增加，未完成订单量环比收缩。经季调后制造业出货量达到 5,004 亿美元，同前值有所回升，同比下滑 0.16%，环比上升 0.45%；新增订单量为 4,993 亿美元，同比减少 0.16%，环比减少 1.76%；存货量为 7,049 亿美元，同比增长 3.35%，环比增加 0.50%；未完成订单量为 1.156 万亿美元，同比减少 2.06%，环比减少 0.05%。

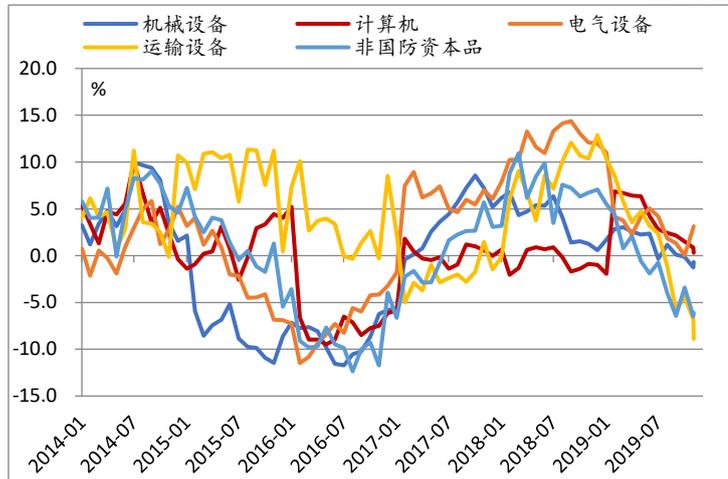
图表 5: 制造业出货量、库存及订单同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

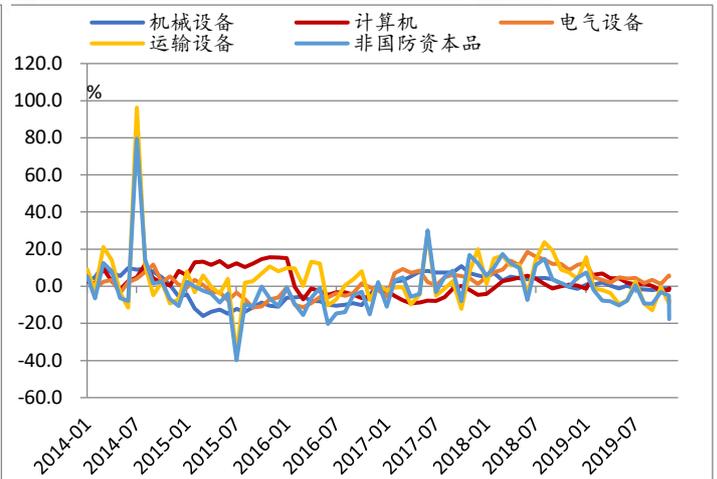
具体从行业的出货量和新增订单量来看制造业供给和需求, 本阶段供给和需求扭转减少趋势, 部分开始回升。12 月份非国防资本品出货量同比仍减少 6.10%, 新增订单量减少 17.73%; 机械设备出货量同比减少 0.69%, 新增订单量减少 1.20%; 电气设备出货量同比增加 3.15%, 新增订单量增加 5.36%; 计算机及其相关产品出货量同比增加 0.32%, 新增订单量同比减少 1.10%; 运输设备出货量同比减少 8.89%, 新增订单量同比减少 7.76%。

图表 6: 各主题出货量同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

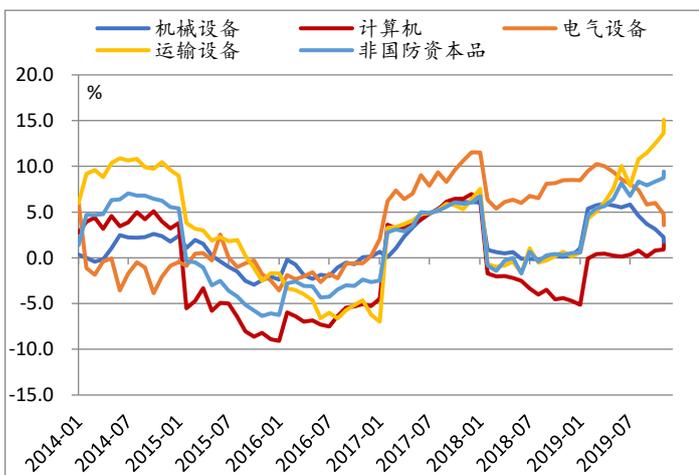
图表 7: 各主题新订单量同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

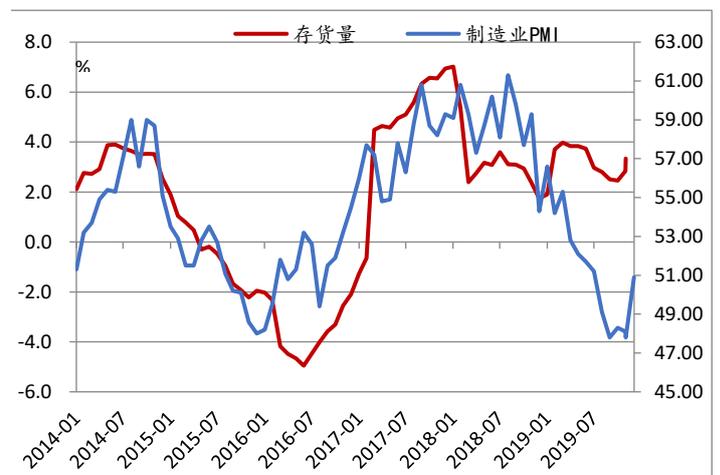
各主题制造业企业存货量同比增速在 12 月份为 3.35%，持续上升。其中非国防资本品存货量同比增加 9.44%，增速连续 3 个月上升。机械设备存货量同比增加 1.58%，电气设备存货量同比增加 3.56%，计算机及其相关设备存货量同比上升 1.40%，运输设备存货量同比上升 15.11%。

图表 8: 各主题存货量同比增速



资料来源: Wind 资讯、BEA、致富研究院

图表 9: 制造业库存增速随 PMI 变化

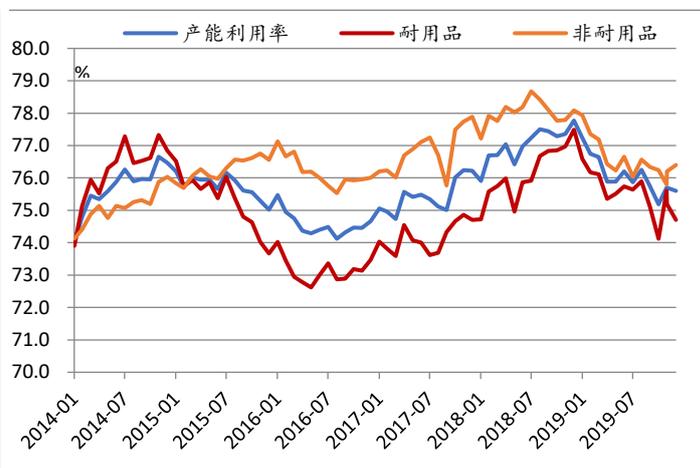
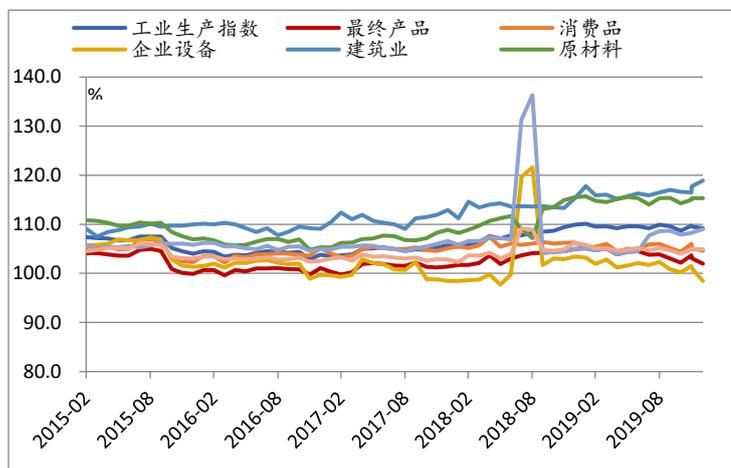


资料来源: Wind 资讯、BEA、致富研究院

经价格及季节调整后，1月份美国工业生产指数略微下降至109.20。最终产品生产指数下降，同时非工业用品生产指数上升。最终产品指数从103.1下降至102.0，非工业用品指数从108.3上升至109.0。其中，消费品生产指数下降0.5个百分点至104.6；企业设备生产指数下降2.6个百分点至98.5；制造业指数降至104.9；原材料生产指数保持在115.3；建筑业指数上升至118.9；采掘业生产指数上升1.6个百分点，至136.2；公用事业生产指数下降4个百分点至98.0。

图表 10: 美国工业生产指数

图表 11: 美国制造业产能利用率

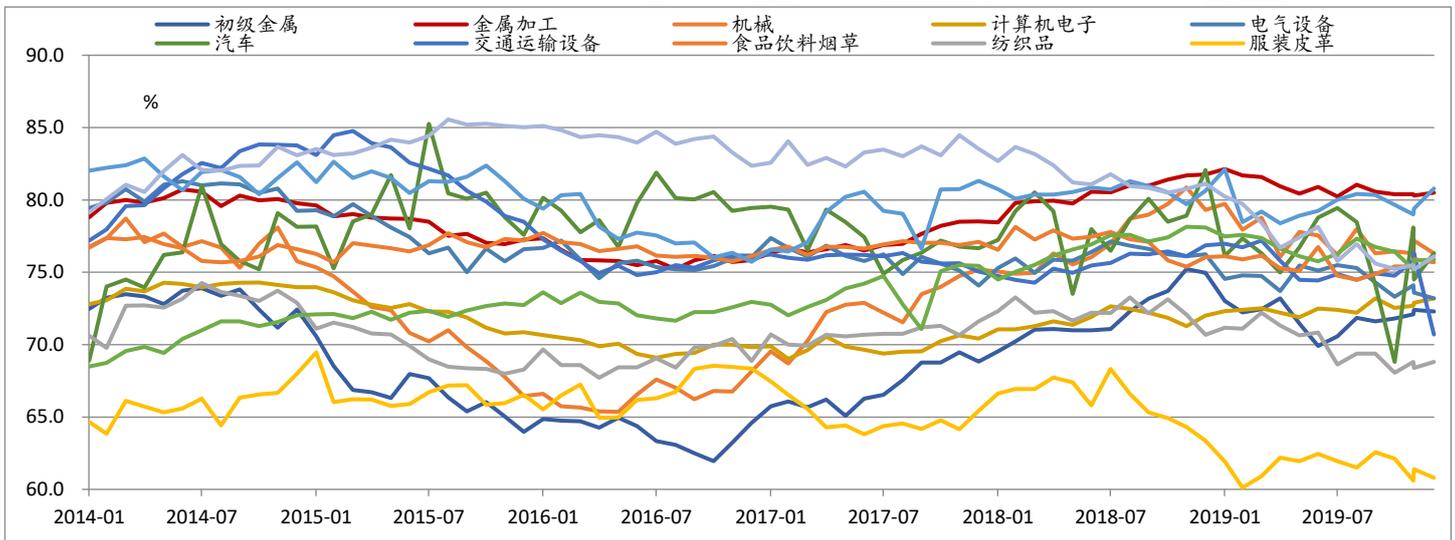


资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

1月份美国制造业产能利用率随着产出指数的下降而小幅下降。制造业整体产能利用率从75.7%下降至75.60%。耐用品产能利用率从前值的75.2%下降至74.70%，其中汽车制造业从74.5%上升至76.30%；机械制造业略微上升至76.30%；计算机和电子产品上升至73.20%；电气设备制造业产能利用率降至73.20%。非耐用产能利用率从76.2%上升至76.40%，其中食品饮料和烟草行业下降至75.70%；化学品行业升至75.90%，石油和煤制品升至80.80%，塑料橡胶制品行业升至76.10%。

图表 12: 制造业产能利用率



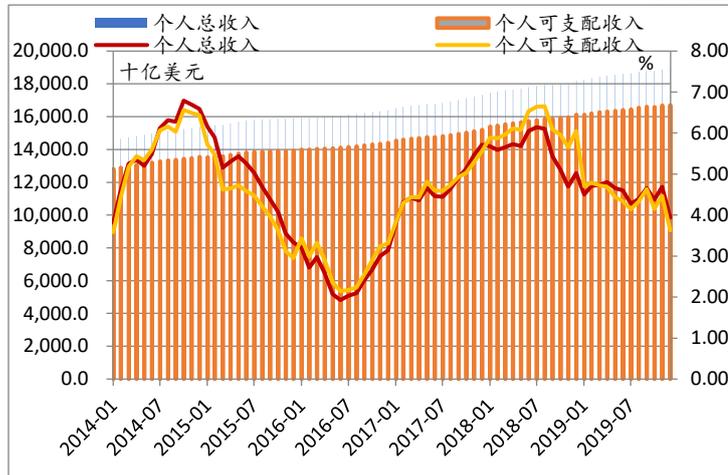
资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

2.2 居民收入增速大幅下降, 未来消费支出增长将受限

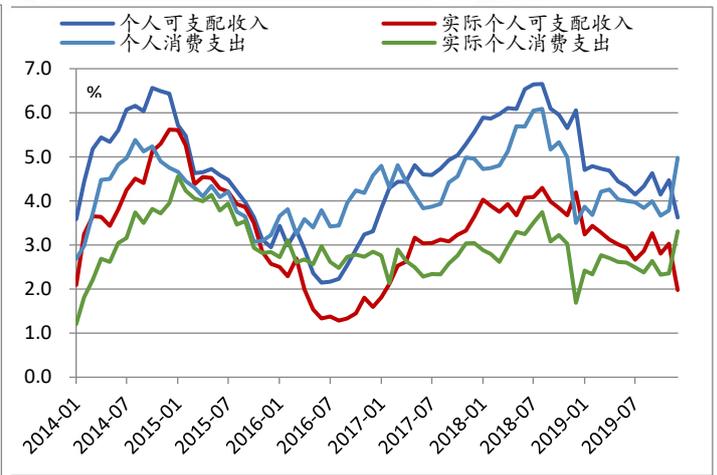
从居民家庭收入调查数据来看, 12 月份年化个人总收入为 18.922 万亿美元, 同比增长 3.94%, 是 2017 年 1 月以来的最低值。12 月份年化名义个人可支配收入为 16.706 万亿美元, 同比增长 3.62%; 人均可支配收入同比增长为 3.12%, 达到 5.073 万美元, 均为近 3 年内最低值。

12 月份年化实际个人可支配收入为 15.108 万亿美元, 同比增长 1.98%, 是 2017 年以来首次增速跌破 2%。实际人均可支配收入为 4.588 万亿美元, 同比增长 1.7%。

图表 13: 美国个人收入情况



图表 14: 可支配收入及消费支出同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

资料来源: Wind 资讯、BEA、致富研究院

由于可支配收入对消费支出的影响较为滞后，12 月份名义和实际消费支出增速仍然上升，但预计到 2020 年后消费支出增速将回落。12 月份名义个人消费支出同比增长 4.98%，高于上月的 3.79%；实际年化个人消费支出升至 13.432 万亿美元，同比增长 3.31%，较前值的 2.36% 大幅上升。

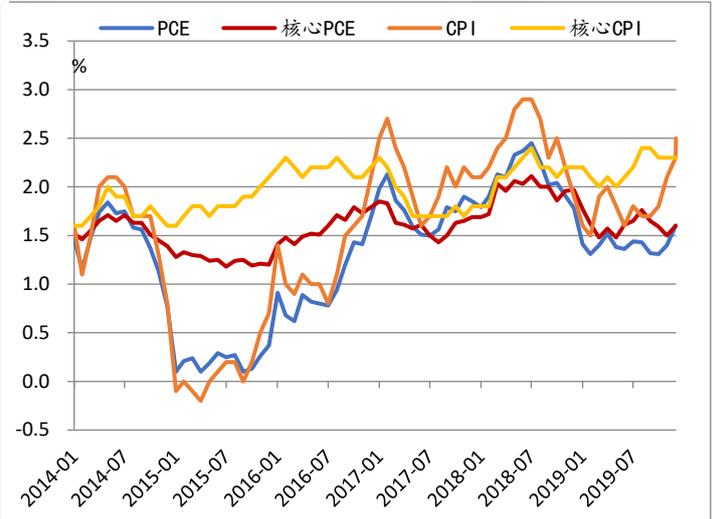
12 月份随着个人可支配收入的下降，美国新增个人储蓄存款下降，年化新增个人储蓄存款为 1.276 万亿美元，较前值的 1.297 万亿美元减少 208 亿美元。个人储蓄存款占可支配收入比例也开始下降，从前值的 7.8% 下降至 7.6%。预计未来会进一步下降。

图表 15: 个人储蓄存款



资料来源: Wind 资讯、BEA、致富研究院

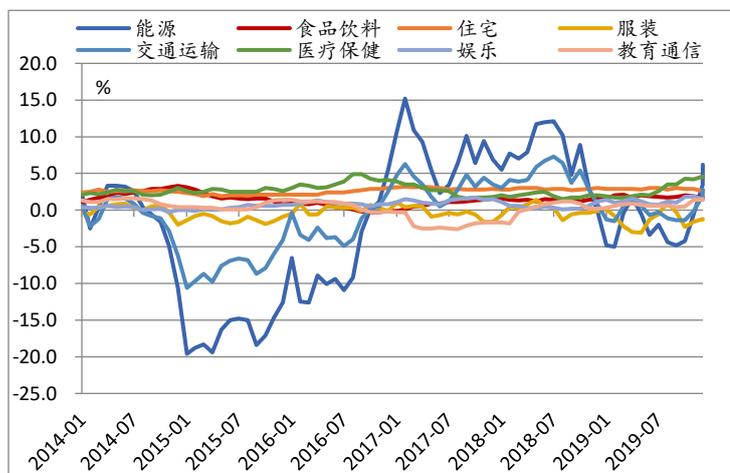
图表 16: CPI 和 PCE 同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

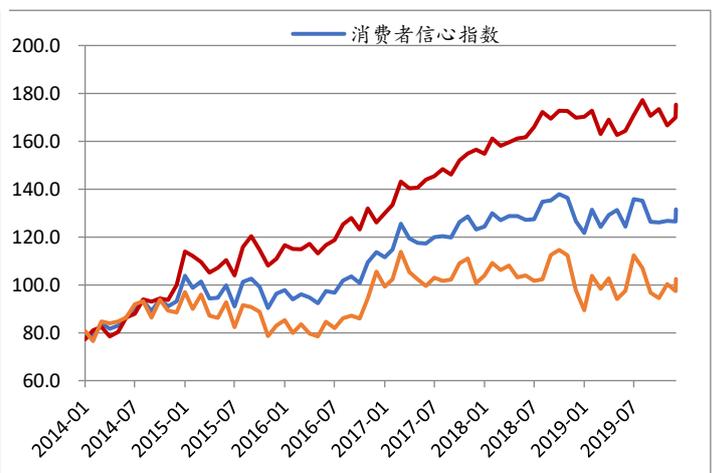
随着消费支出的增加, 1 月份美国通胀指数上升。CPI 同比增长 2.5%, 高于前值的 2.3%; 而核心 CPI 则同比上升 2.3%, 同前值持平。12 月份, PCE 同比增长 1.60%, 较前值的 1.40% 上升 0.2 个百分点; 剔除食品和能源后的核心 PCE 同比上升至 1.60%, 高于前值的 1.50%。

图表 17: 各类商品通胀水平



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

图表 18: 消费者信心指数



资料来源: Wind 资讯、世界大型企业联合会、致富研究院

1 月份, 由于同比效应, 能源价格同比上升 6.2%, 增幅较大。与能源价格

相关度较高的交通运输业价格同比上升 2.8%；医疗保健同比增长 4.5%；住宅同比增速稳定在 2.7%；娱乐同比增长 1.4%；食品与饮料同比增长 1.7%；服装价格同比下降 1.3%；教育和通信同比增长 1.5%。

1 月消费者信心指数继续上升，从前值的 126.5% 上升至 131.6%，上升 5.1 个百分点。反映消费者未来开支预期的消费者预期指数从 12 月份的 170.0% 上升至 175.3%；反映消费者当前开支状况的分项指标消费者现状指数在 1 月份从 97.4% 上升至 102.5%。

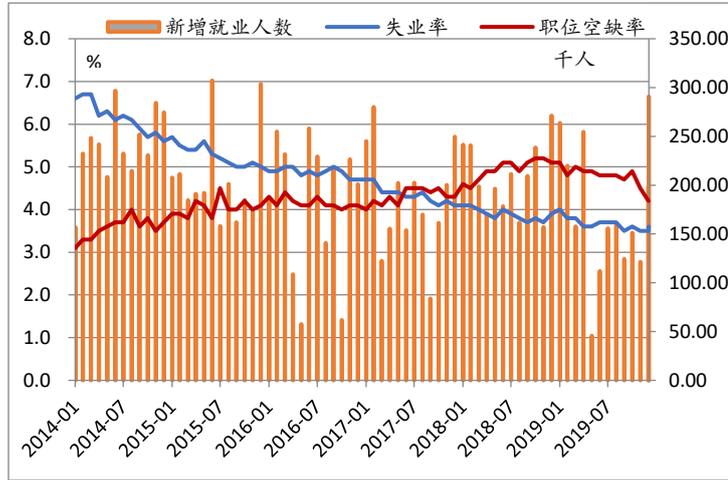
2、劳动力市场

美国非农报告显示失业率在 2020 年第 1 个月上升 0.1 个百分点至 3.6%，最近 5 个月均在 3.5%-3.6% 的低位震荡，基本表明一个健康经济环境下能够达到的最低失业率；职位空缺率数据显示在 12 月份下降至 4.2%，较前值下降 0.3 个百分点，从高位继续逐渐回落。与此同时，1 月份劳动参与率同前值持平，稳定在 63.0%。货币工资平均时薪增速较前值上升，在 1 月份平均时薪较上月增加 7 美分，达 28.44 美元，同比增速为 3.1%。与此同时，每周平均工作小时数则保持在 34.3 小时不变。挑战者企业裁员人数上升至 6.77 万人，是 2019 年 2 月以来的最高值。

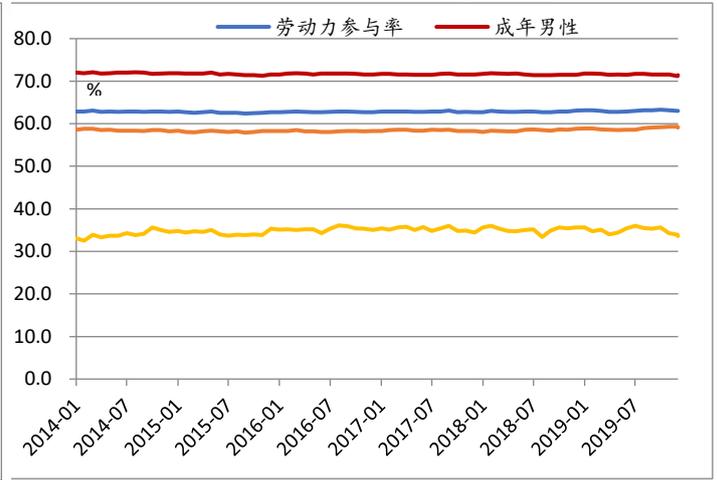
具体来看：

1 月份经过季节调整后的失业率上升至 3.60%。其中成年男子失业率较前值上升 0.2 个百分点，至 3.3%；成年女子失业率上升同前值持平，维持在 3.2%，已连续四个月保持在此水平。但是 16-20 岁青少年失业率下降 0.4 个百分点，降至的 12.2%。白人失业率下降 0.1 个百分点至 3.1%；黑人失业率较前值上升 0.1 个百分点，至 6.0%；西班牙和拉美裔失业率上升 0.1 个百分点至 4.3%。有色人种失业率普遍上升，而白人失业率下降。

图表 19: 失业率与非农职位空缺率



图表 20: 劳动参与率

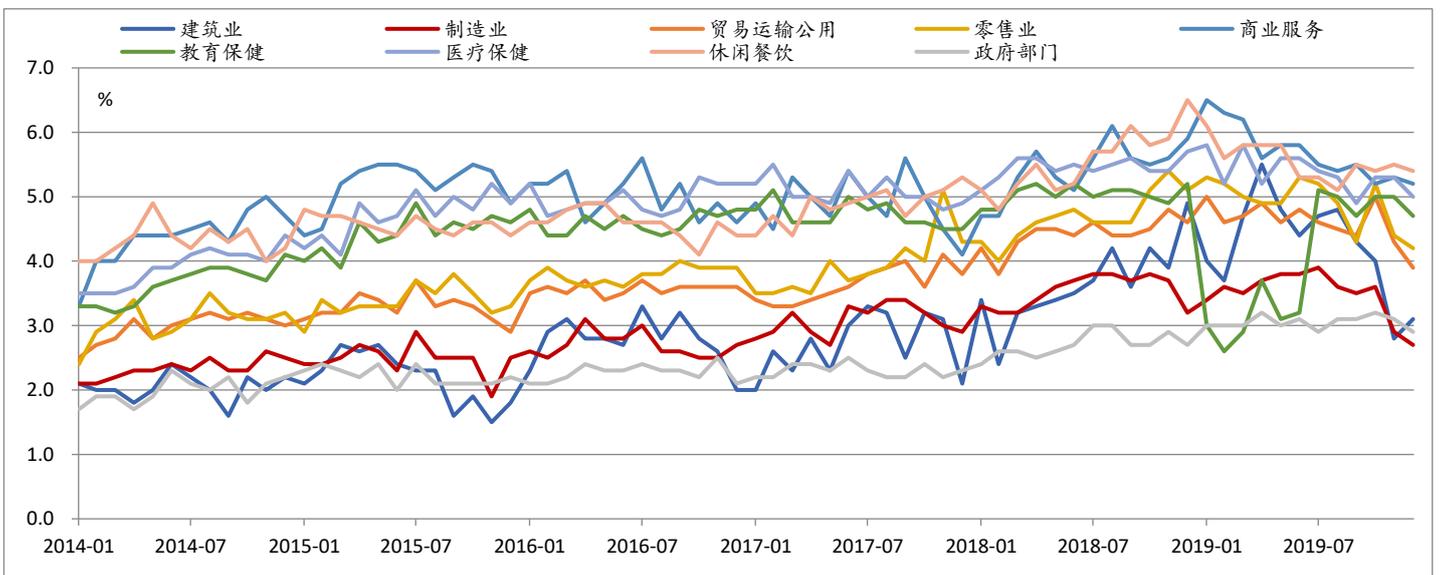


资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

劳动力参与率在 1 月份保持在 63.0%。其中 20 岁以上成年男性劳动力参与率上升 0.2 个百分点, 至 71.4%; 16 岁以上男性劳动力参与率上升 0.1 个百分点, 至 68.8%; 16 岁以上女性劳动力参与率下降 0.1 个百分点, 至 57.6%; 20 岁以上成年女性参与率下降 0.2 个百分点至 59.1%; 青少年劳动力参与率下降 0.3 个百分点至 33.6%, 青少年的劳动参与率下降明显。

图表 21: 各行业职位空缺率

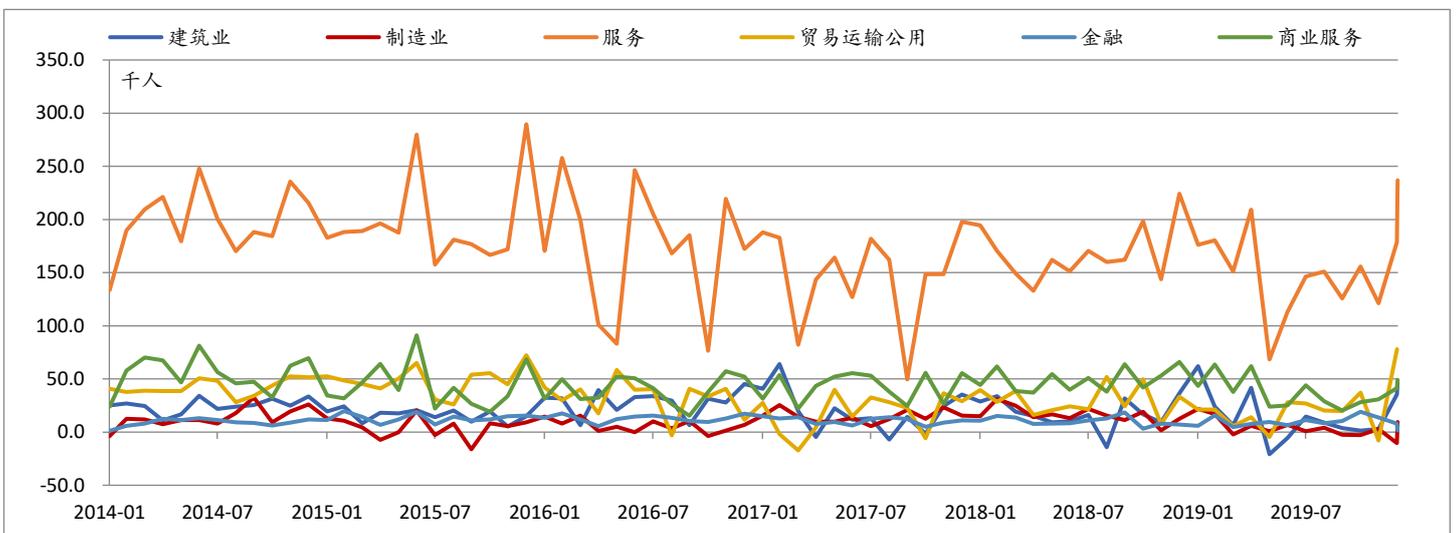


资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

按所在行业来看：

职位空缺率在12月份下降0.3个百分点降至4.2%，是近两年低点，同失业率的差值继续收窄。12月职位空缺的下降主要集中在私营部门，下降了332,000。12月运输，仓储和公用事业行业的职位空缺减少了88,000。房地产，租赁和租赁的职位空缺减少了34,000个。教育服务部门的职位空缺也减少了34,000个。各行业空缺率在12月份呈现“1升8降”。其中建筑业职位空缺率上升0.3个百分点至3.1%。制造业职位空缺率较前值下降0.2个百分点至2.7%；贸易运输公用事业下降0.4个百分点至3.9%；零售业职位空缺率下降0.2个百分点至4.2%；专业和商业服务业职位空缺率下降0.1个百分点至5.2%；教育和保健行业职位空缺率下降0.3个百分点，至4.7%；休闲酒店和娱乐业下降0.1个百分点至5.4%；政府部门下降0.2个百分点至2.9%。总体来看，第二产业职位空缺率继续下降且绝对值较低，而服务业虽然也在下降，但仍处在较高水平。

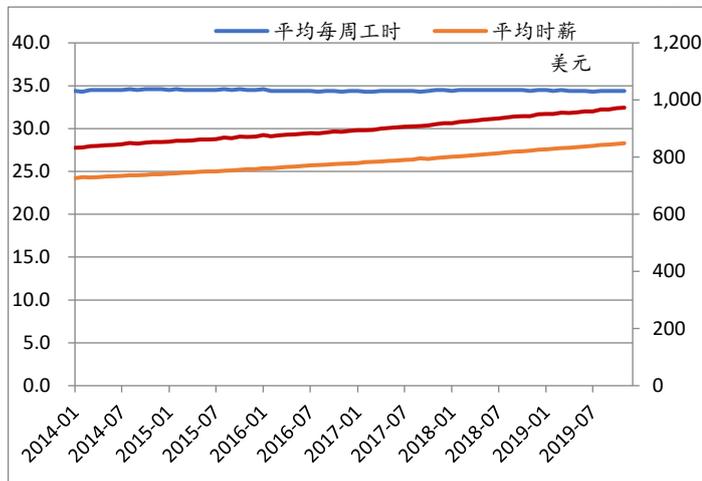
图表 22：新增非农就业人数



资料来源：Wind 资讯、ADP、致富研究院

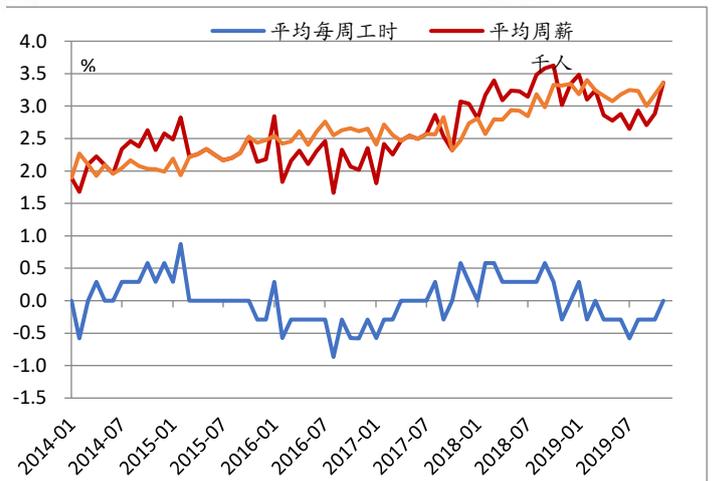
美国1月份经季节调整后的新增非农私人就业人数为29.09万人，其中第二产业新增就业人数新增5.5万人，第三产业新增23.6万人。在第二产业中，制造业增加0.96万人；建筑业就业增加4.67万人。在服务业中，专业和商业服务业新增4.9万人，贸易运输及公用事业新增7.80万人，金融业仅新增0.17万人。

图表 23: 非农企业平均工时、时薪和周薪



资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

图表 24: 非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

1 月份美国非农私人平均时薪增速小幅回落。1 月份非农私人企业平均时薪为 28.44 美元，同比上涨 3.1%，高于经济学家此前平均预期的增长 3%。由于 12 月份的工资同比增幅从 2.9% 的初值被向上修正至 3%，因此这标志着工资增幅连续 18 个月高于 3%。与此同时，每周平均工作小时数则保持在 34.3 小时不变。周薪达到 975.49 美元。

3、美国货币市场运行状况

美联储在 19 日公布的 1 月 FOMC 会议纪要显示，联储官员表示对美国经济的信心，并且认为当前的利率水平是适合经济持续扩张的，很可能在未来的一段时间内维持不变。在 1 月底的议息会议上，美联储宣布维持联邦基金利率在 1.50%-1.75% 不变。同时，和我们上期报告预计的一样，会后联储宣布将超额准备金利率 IOER 上调 5 bps 至 1.60%。

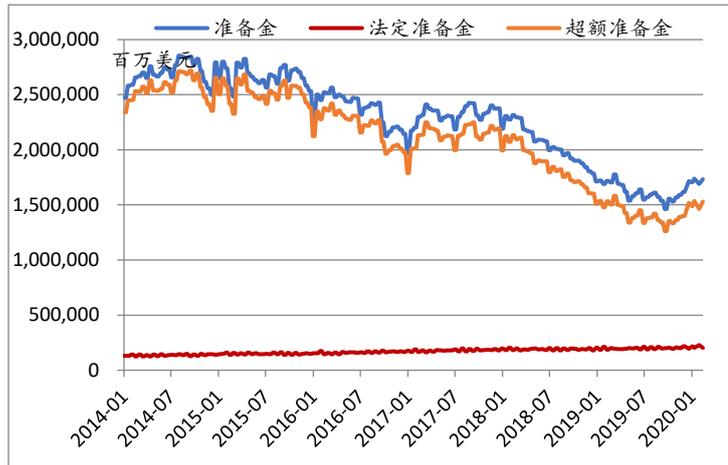
会议上，联储官员就 2% 的通胀目标进行了讨论。美联储强调了让通胀回升的承诺，将此前支持“通胀接近 2%”，改变为支持“通胀回升到 FOMC 委员会的对称性目标 2%”。因此，未来美联储的货币政策在一定程度上将是适度宽松的。

会议同时表示，将始于去年 9 月的回购操作至少延长至今年 4 月。联储主席鲍威尔称，准备金将在第二季度内持续低达到足够的规模，希望准备金基线规模在 1.5 万亿美元左右，最终将放缓回购国债的速度。

随着美联储扩表的持续，目前美联储的资产负债表规模为 4.22 万亿美元，

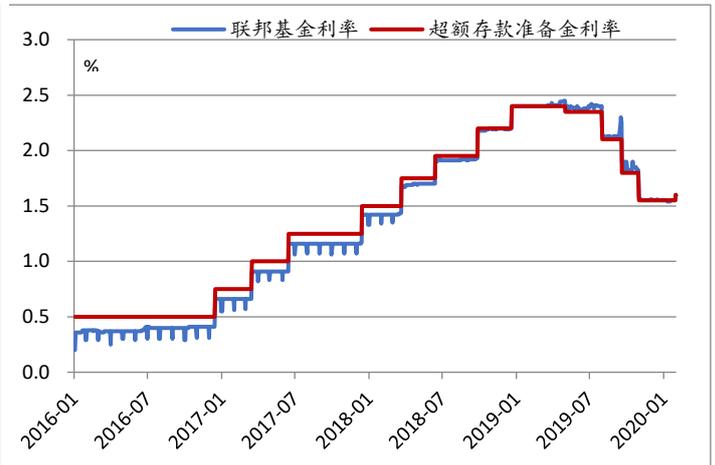
比去年9月的3.81万亿美元规模高出4,100亿美元。

图表 25: 美联储准备金余额



资料来源: 美联储、致富研究院

图表 26: 联邦基金利率与 IOER 变化



资料来源: 美联储、致富研究院

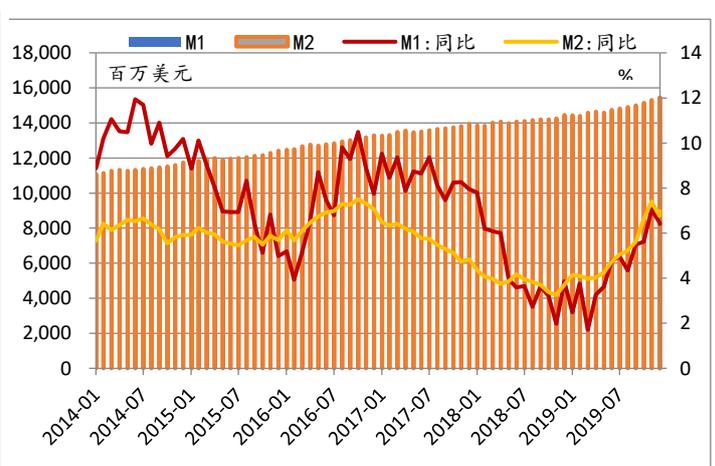
准备金余额上升速度放缓。2月中准备金余额为1.732万亿美元,较1月初的1.704万亿美元再次增加280亿美元。近期法定准备金余额基本保持不变,甚至略微下降,较1月初下降130亿美元,至2,031亿美元。超额准备金余额较1月初增加414亿美元,增至1.529万亿美元。随着此次美联储扩表接近尾声,预计超额准备金余额将缓慢增加,自第二季度起将逐渐稳定。

图表 27: 美国基础货币投放量变化



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

图表 28: 美国货币供应量



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

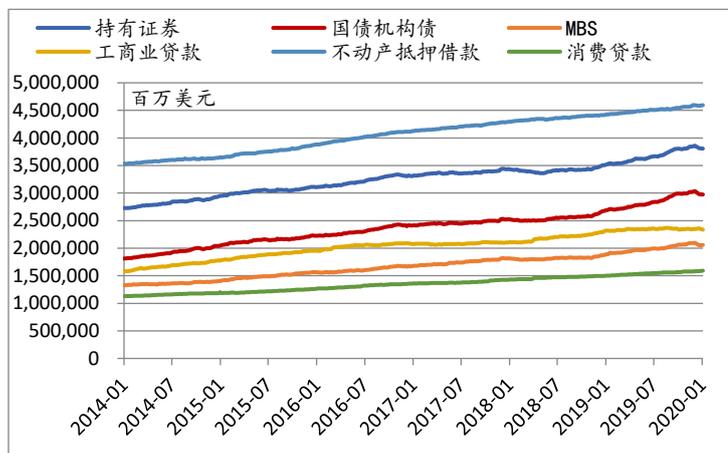
由于1月末准备金余额出现短暂波动下降(在2月初已恢复),1月末基础

货币存量较上月下降。相应的，M1 余额从 4.043 万亿美元下降至 3.986 万亿美元，环比减少 1.41%，同比增加 6.42%；M2 余额自 15.434 万亿美元升至 15.441 万亿美元，环比增加 0.04%，同比增加 6.98%。虽然基础货币减少，但由于信贷上升，M2 环比依然增加。

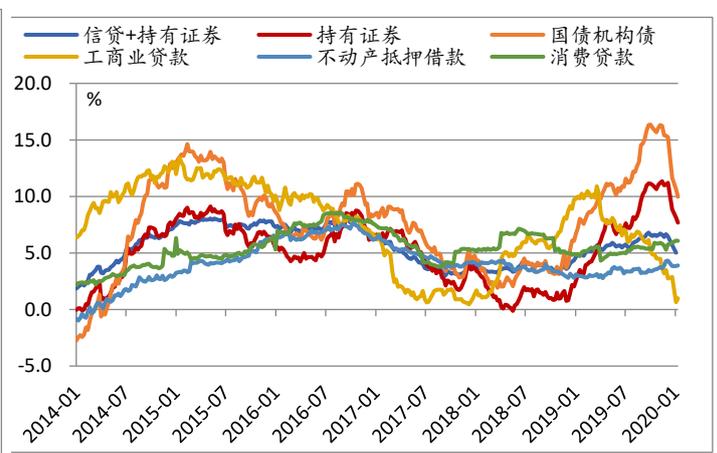
12 月美国商业银行资产负债表收缩，主要是因为缩小了持有证券规模，而信贷规模基本保持不变。12 月初，商业银行信贷和持有证券规模为 13.847 万亿美元，1 月初规模为 13.790 万亿美元，缩小 568 亿美元。其中持有证券规模从 3.8603 万亿美元下降至 3.8044 万亿美元，减少 558 亿美元。其中持有国债和机构债减少 604.6 亿美元，而商业银行持有企业债规模增加 47 亿美元。

12 月商业银行信贷规模小幅下降 10 亿美元，主要因为工商业贷款余额的下降。其中工商业贷款余额从 2.344 万亿美元降至 2.334 万亿美元。消费贷款和不动产抵押贷款，影响相对较小。其中消费贷款余额从 1.582 万亿美元增至 1.592 万亿美元；不动产抵押贷款规模从 4.596 万亿美元略降至 4.595 万亿美元。

图表 29：商业银行信贷与持有证券



图表 30：商业银行信贷同比增速



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

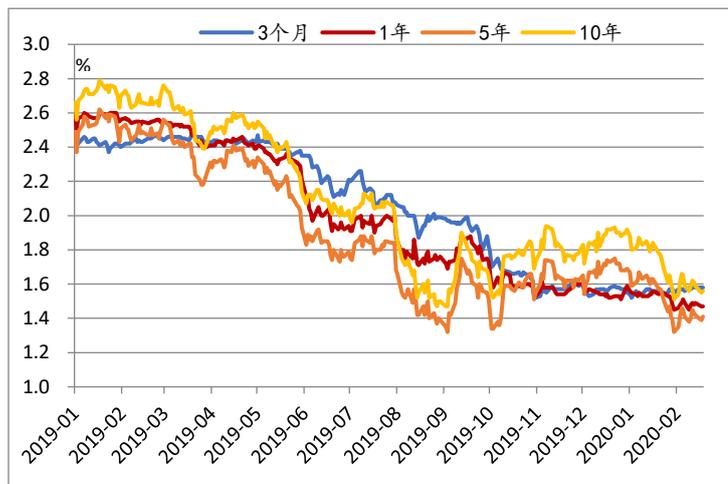
资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

近期美国国债收益率受到公共卫生事件影响出现大幅下降。自 1 月 21 日起，美国国债收益率普遍下降，而中长期国债收益率下降更为明显，短期国债收益率较为平稳。由于中国新型冠状病毒持续发酵，影响范围也逐渐扩大，由于担心中国的停工影响全球制造业生产链，拖累美国经济增长，再加上美国 2019 年经济增速本就开始下降，因此中长期国债收益率下降幅度更大，导致美国收益率曲线再次倒挂。

当前 3 个月期国债收益率稳定在 1.58%，较 1 个月前的 1.56% 略微上升；1

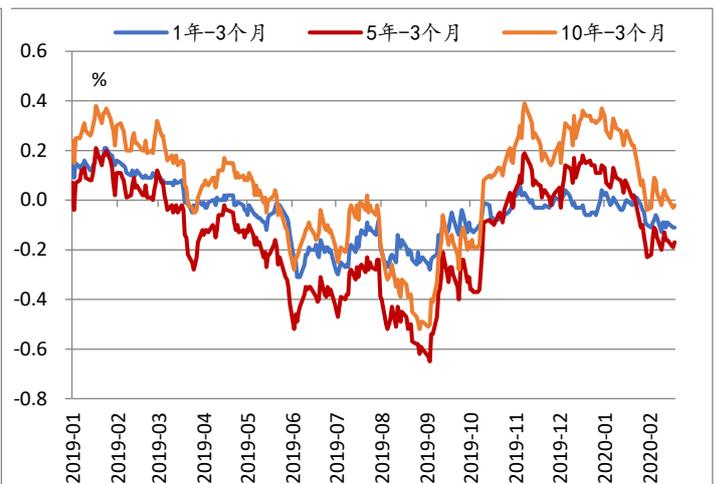
年期国债收益率为 1.47%；而 5 年期国债收益率为 1.41%；10 年期国债收益率为 1.56%。1 年期国债和 3 个月期国债收益率差值扩大，当前为-0.11%，5 年期国债收益率同 3 个月期国债收益率差值在一月末扩大到-0.23%，现在收窄至-0.17%；10 年期国债同 3 个月期国债收益率接近，差值正负交替出现。

图表 31：美国国债收益率



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图表 32：各期限国债收益率差值



资料来源：Wind 资讯、致富研究院

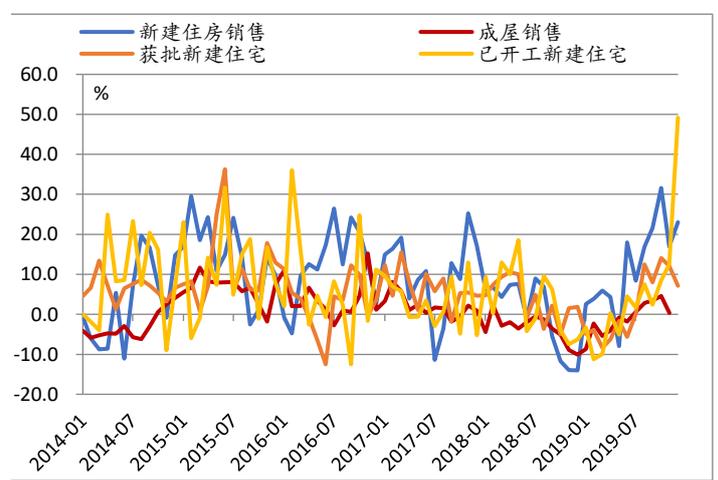
美国抵押贷款利率近期也随着中长期国债收益率的下降而下降。5 年期抵押贷款浮动利率在 1 月末将至 3.24%，15 年期抵押贷款固定利率下降至 3.00%，是近两年的最低值。

图表 33：抵押贷款利率



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

图表 34：住房销售与新建住房同比增速



资料来源：Wind 资讯、致富研究院



由于抵押贷款利率仍处在较低水平，美国新建住房销售和成屋销售同比增速仍处在较快水平。12月份，新建住房销售同比增长23.05%，成屋销售同比增长11.02%。同时已获批的新建私人住宅数同比增加7.09%，已开工新建私人住宅数同比大幅增加，同比增长49.17%。

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 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk