

美国宏观经济月报

2019年/09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:

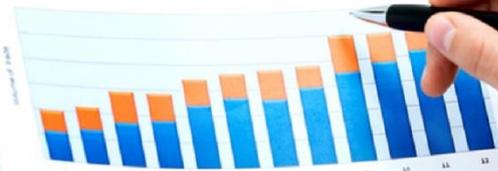
- 美联储主席鲍威尔在8月初表示，7月份的首次降息是一次“周期中期的调整”。但是从近期经济运行状况和市场表现来看，“周期中期”的说法可能有些乐观。今年年内再次降息，甚至多次降息的概率仍很大，美联储9月降息25 bp至1.75%-2%的概率为88.5%。
- 制造业逐渐收缩，供需增速均下滑。
 - 8月份制造业采购经理人指数（PMI）为49.1%，较前值的51.2%下降幅度较大，是2016年9月以来首次低于50%的荣枯线，预示着美国制造业开始逐渐收缩。
 - 制造业出货量达到5,040亿美元，同比仅增加0.47%，绝对值较上月有所下降；新增订单量为5,003亿美元，同比增加0.27%；存货量为6,965亿美元，同比增长3.01%。制造业需求和供给增速双双持续下降，而存货被动少量增加。
 - 7月份美国工业总产值为4.321万亿美元，同比增长0.66%，绝对值有所下降，主要是因为商业设备和非工业用品产值的减少。
- 收入增速放缓，消费信心下降。
 - 7月份年化个人可支配收入为16.498万亿美元，同比增长4.45%，增速同样明显低于上半年均值的4.72%。经营者收入和财产性收入增速下降幅度较大。
 - 名义和实际消费支出增速短期回暖，实际个人消费支出同比增速回升至2.73%，较上月增速的2.66%上升0.07个百分点。但预计第三季度美国消费数据仍将恶化。
 - 通胀指数略上行。7月份，PCE同比增长1.38%，较前值的1.33%上升0.05个百分点；剔除食品和能源后的核心PCE同比上升至1.58%，略高于前值的1.57%。
 - 8月消费者信心指数大幅下降，从前值的98.4%下降至89.8%，降低8.6个百分点。
- 美国非农报告显示失业率连续3个月保持在3.7%，与此同时，劳动参与率上升0.2个百分点至63.2%，再次升至近几年的高点。
- 货币工资平均时薪增速较为平稳，平均时薪增速在8月份为3.23%，但是劳工平均工时减少，连续五个月同比负增长。



图 1	美联储准备金余额	4
图 2	美国基础货币投放量变化	4
图 3	美国货币供应量	5
图 4	美国货币乘数	5
图 5	商业银行信贷与持有证券	5
图 6	商业银行信贷同比增速	5
图 7	美国国债收益率	6
图 8	各期限国债收益率差值	6
图 9	制造业采购经理人指数	7
图 10	非制造业采购经理人指数	7
图 11	制造业出货量、库存及订单同比增速	7
图 12	各主题出货量同比增速	8
图 13	各主题新订单量同比增速	8
图 14	各主题存货量同比增速	9
图 15	制造业库存增速随 PMI 变化	9
图 16	美国工业产值同比增速	9
图 17	美国制造业产能利用率	9
图 18	制造业产能利用率	10
图 19	美国个人收入情况	11
图 20	各类收入同比增速	11
图 21	可支配收入及消费支出同比增速	11
图 22	个人储蓄存款	11
图 23	CPI 和 PCE 同比增速	12
图 24	各类商品通胀水平	12
图 25	密歇根大学消费者信心指数	12
图 26	失业率与非农职位空缺率	13
图 27	劳动参与率	13
图 28	各行业失业率	14
图 29	各行业职位空缺率	14
图 30	新增非农就业人数	15



图 31	非农企业平均工时、时薪和周薪.....	15
图 32	非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速.....	15
图 33	各行业时薪同比增速.....	16



一、美国货币市场运行状况

美联储主席鲍威尔在8月初表示，7月份的首次降息是一次“周期中期的调整”。中期调整意味着美国仍处在经济周期的中期，经济仍可能转好，降息也同样不可持续。但是从近期经济运行状况和市场表现来看，“周期中期”的说法可能有些乐观。今年年内再次降息，甚至多次降息的概率仍很大。

据CME“美联储观察”：美联储9月降息25bp至1.75%-2%的概率为88.5%，维持利率在2%-2.25%不变的概率为11.2%，到10月降息25bp至1.75%-2%的概率为44.8%，降息50bp至1.50%-1.75%的概率为50.3%。因此9月中旬美联储议息会议将大概率降息25bp。

据美联储发布数据，8月末准备金余额为1.574万亿美元，准备金下降趋势自6月份起结束，并出现短暂上行，这是法定准备金和超额准备金共同作用影响的。法定准备金余额自6月的年内低点略微上行至2,106亿美元。而超额准备金余额结束下降趋势，保持在1.363万亿美元。由于美联储缩表计划的终结，超额准备金余额规模将趋于稳定。

图1 美联储准备金余额



资料来源：美联储、致富研究院

图2 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

由于准备金余额的平稳，7月末基础货币存量基本持平，由5月末的3.274万亿变至3.260万亿美元，环比下降0.44%。随着基础货币存量平稳，同时信贷保持增长，货币供应量上升。M1货币乘数从年初的1.10上升至1.18，M2货币乘数也从年初的4.31上升至4.55，均为开启QE政策以来的最高值。相应的，M1余额从3.821万亿美元上升至3.855万亿美元，环比增加0.86%；M2余额自14.747万亿美元升至14.838万亿美元，环比增加0.62%。信贷的乘数效应使得货币供应量增加。

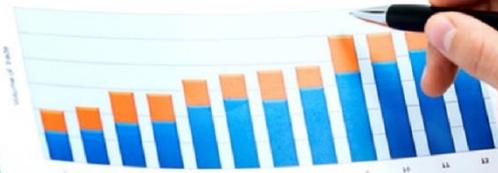
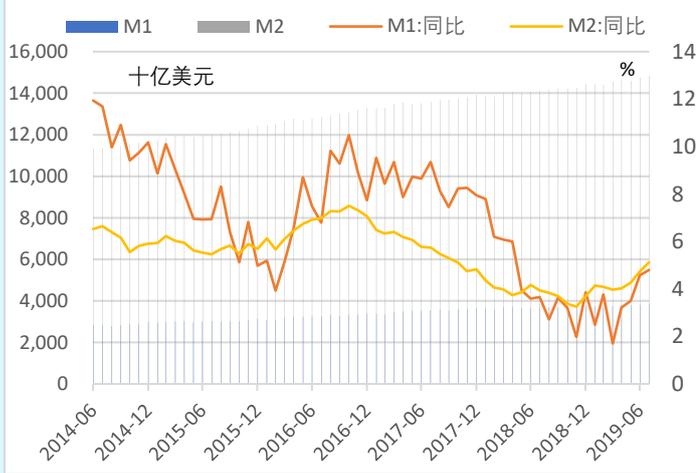
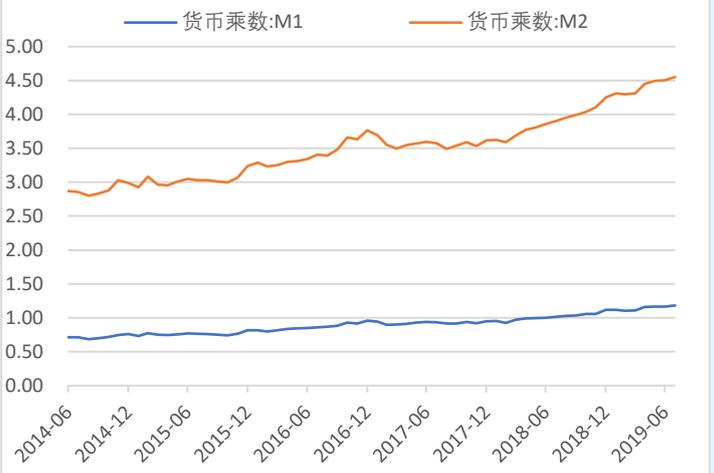


图 3 美国货币供应量



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

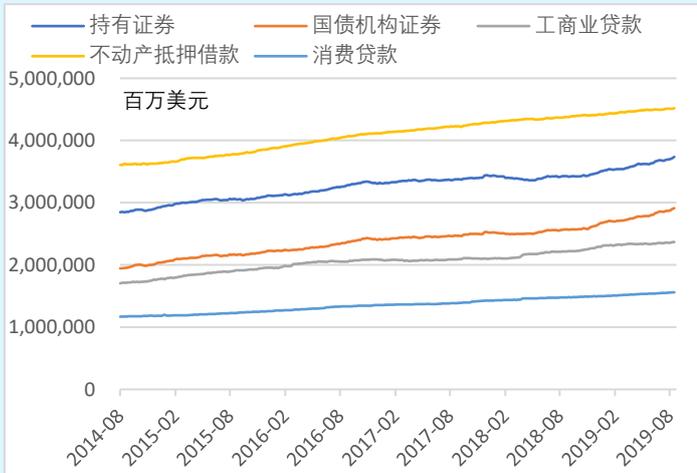
图 4 美国货币乘数



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

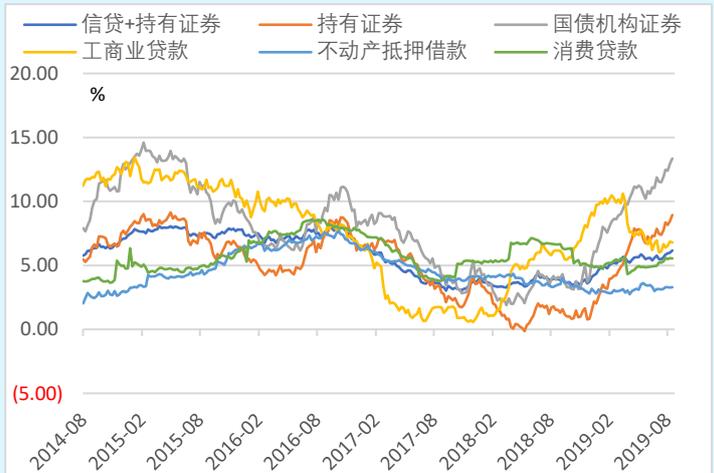
6月美国商业银行信贷规模扩大,而持有证券规模同时增加。6月末,商业银行信贷和持有证券规模为13.500万亿美元,5月末规模为13.392万亿美元,同比上升5.62%。其中持有证券规模从3.676万亿美元上升至3.737万亿美元,其中持有国债、机构债和MBS规模同步增加。同时,工商业贷款余额从2.348万亿美元增至2.369万亿美元;消费贷款余额从1.549万亿美元增至1.560万亿美元;不动产抵押贷款规模从4.500万亿美元增至4.519万亿美元。不动产抵押贷款和消费贷款余额受到降息因素影响,增速有所上升,而工商业贷款增速仍处在下降趋势中。而商业银行持有证券规模增速持续上升,同比增速上升至8.94%,是2015年2月以来的最高值。

图 5 商业银行信贷与持有证券



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

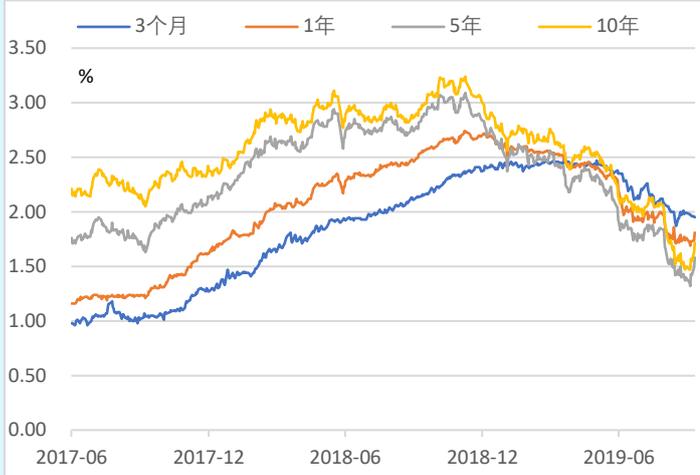
图 6 商业银行信贷同比增速



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

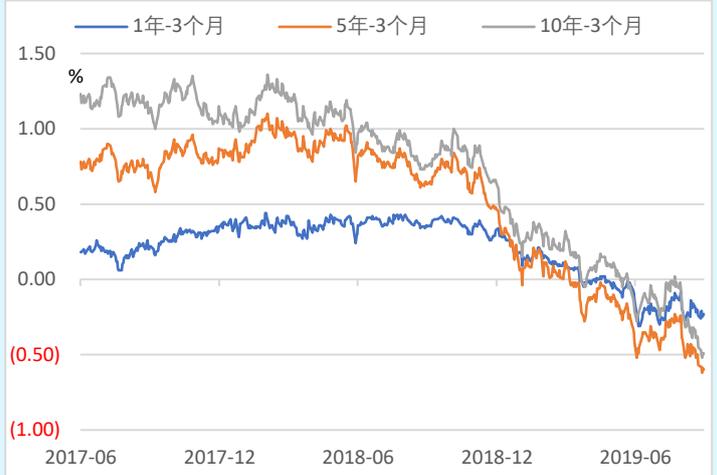


图 7 美国国债收益率



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 8 各期限国债收益率差值



资料来源: Wind 资讯、致富研究院

由于美联储未来降息政策走向不明朗,美国短期国债收益率处在当前联邦基金利率区间的下限震荡,时常跌破 2%。由于市场上普遍看多债券,购买长久期国债进行套期保值操作较为普遍,这便导致长久期国债收益率持续下降。但近期长久期国债收益率快速拉升,收益率倒挂有所好转。3 个月期国债收益率至 1.95%,较 8 月 1 日下降 9 bp; 1 年期国债收益率为 1.81%,较 8 月 1 日下降 7 bp; 5 年期国债收益率为 1.58%,较 8 月 1 日下降 10 bp; 10 年期国债收益率为 1.72%,较 8 月 1 日下降 18 bp。1 年期国债和 3 个月期国债收益率差值为-0.14%, 5 年期国债收益率低于 3 年期国债收益率,差值为-0.37%, 10 年期国债和 3 年期国债收益率差值降至-0.23%。

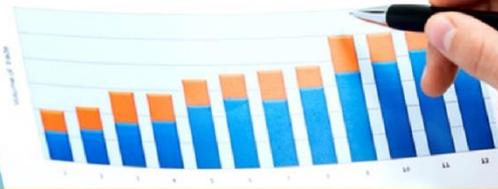
二、经济运行情况

1、制造业逐渐收缩,供需增速均下滑

从经济景气指数来看,8 月份美国供应协会 (ISM) 公布的制造业采购经理人指数 (PMI) 为 49.1%,较前值的 51.2% 下降幅度较大,是 2016 年 9 月以来首次低于 50% 的荣枯线,预示着美国制造业开始逐渐收缩。

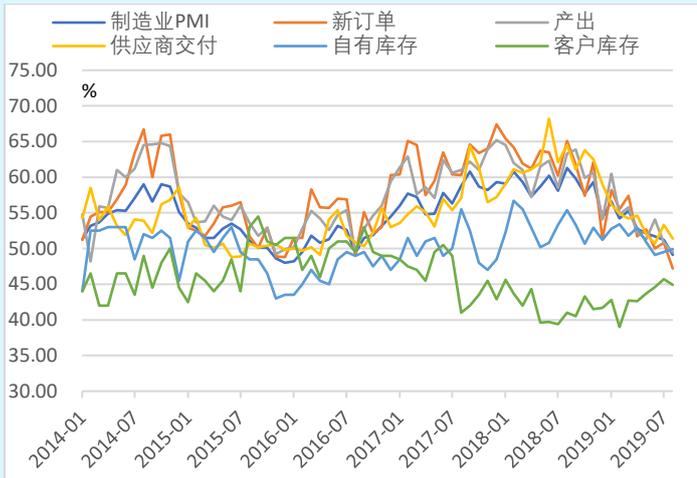
其中,新订单指数为 47.5%,环比下降 3.6 个百分点,是 2016 年第三季度以来首次低于荣枯线;产出指数为 49.5%,环比下降 1.3 个百分点,也是最近三年内首次跌破荣枯线;供应商交付指数为 51.4%,环比下降 1.9 个百分点;自有库存指数为 49.9%,环比上升 0.4 个百分点,连续 3 个月低于 50%;客户库存指数为 44.9%,环比下降 0.8 个百分点。

8 月份非制造业 PMI 为 56.4%,较上月份上升 2.7 个百分点。其中,新订单指数为 60.3%,环比上升 6.2 个百分点;商业活动指数为 61.5%,环比上升 8.4 个百分点;供应商支付指数为 50.5%,环比下降 1.0 个百分点;库存指数为 55.0%,较上月份上升 5.0 个百分点;订单库存指数为 49.0%,环比



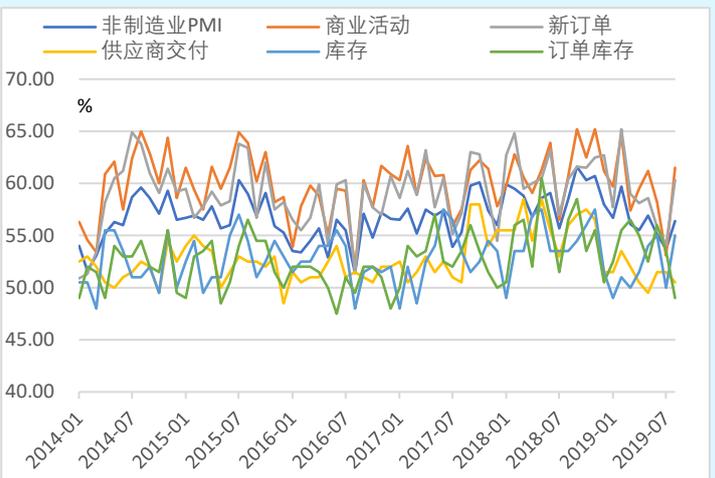
下降 4.5 个百分点。

图 9 制造业采购经理人指数



资料来源: Wind 资讯、ISM、致富研究院

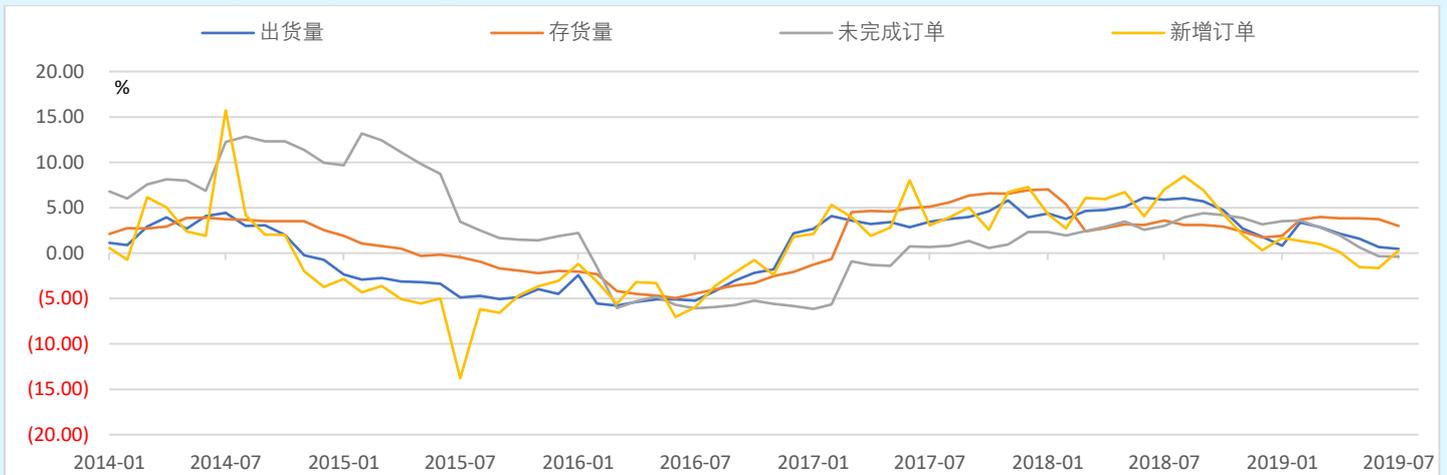
图 10 非制造业采购经理人指数



资料来源: Wind 资讯、ISM、致富研究院

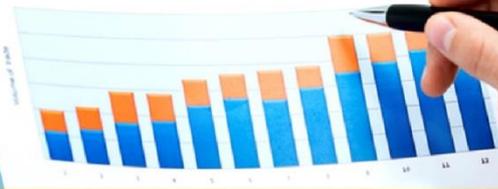
据商务部发布数据, 7 月份, 经季调后制造业出货量达到 5,040 亿美元, 同比仅增加 0.47%, 绝对值较上月有所下降; 新增订单量为 5,003 亿美元, 同比增加 0.27%; 存货量为 6,965 亿美元, 同比增长 3.01%; 未完成订单量为 1.162 万亿美元, 同比减少 0.39%。因此总的来看, 制造业需求和供给增速双双持续下降, 而存货被动少量增加。

图 11 制造业出货量、库存及订单同比增速



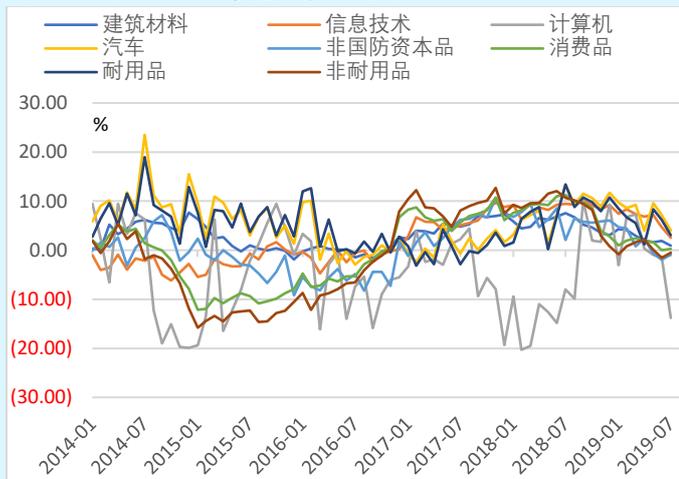
资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

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: 本阶段出货量和新增订单量下降的原因是几乎所有行业供需的下降。7 月份计算机及相关产品出货量同比下滑 13.8%, 新增订单量同比下滑



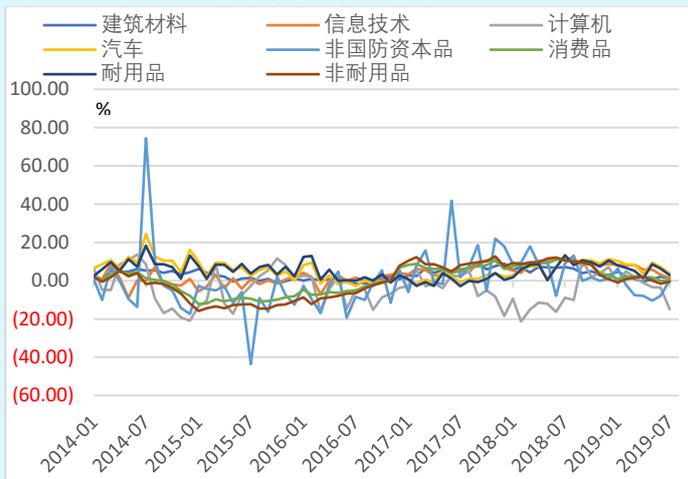
14.95%；耐用品出貨量同比增長 3.05%，新訂單量同比上升 2.88%，均低於前值；信息技術產品出貨量同比增加 2.57%，新訂單量同比下滑 1.42%，降幅均超過 2 個百分點；非耐用品出貨量同比減少 0.48%，新訂單量同比減少 0.48%；建築材料出貨量同比增長 0.93%，新訂單量同比上升 1.21%，均有所下滑；非國防資本品出貨量同比下滑 0.89%，新訂單量略增 0.3%。

圖 12 各主題出貨量同比增速



資料來源：Wind 資訊、美國商務部、致富研究院

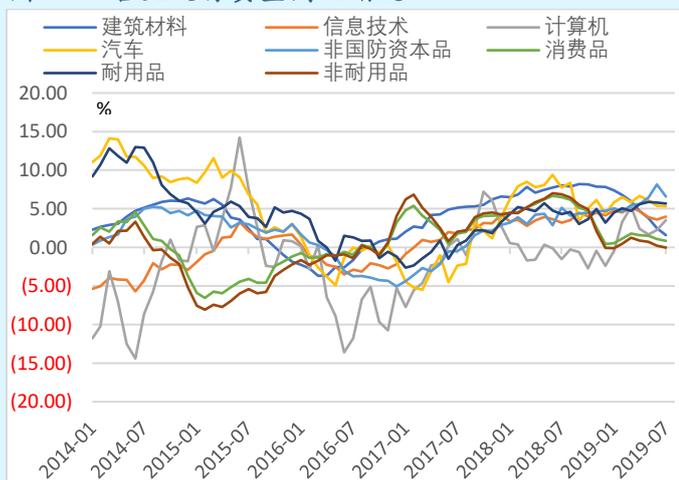
圖 13 各主題新訂單量同比增速



資料來源：Wind 資訊、美國商務部、致富研究院

各主題製造業企業存貨量同比增速在 7 月份為 3.01%，增速低於上半年均值的 3.50%。其中建築材料存貨量同比上升 1.57%；非耐用品存貨量同比減少 0.02%；耐用消費品存貨量同比上升 5.67%，其中汽車及其零部件同比增長 5.29%，計算機及其周邊產品同比增加 3.52%，信息技術產品同比增加 3.98%；非國防資本品同比上升 6.58%。

圖 14 各主題存貨量同比增速

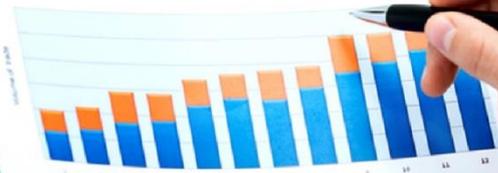


資料來源：Wind 資訊、BEA、致富研究院

圖 15 製造業庫存增速隨 PMI 變化

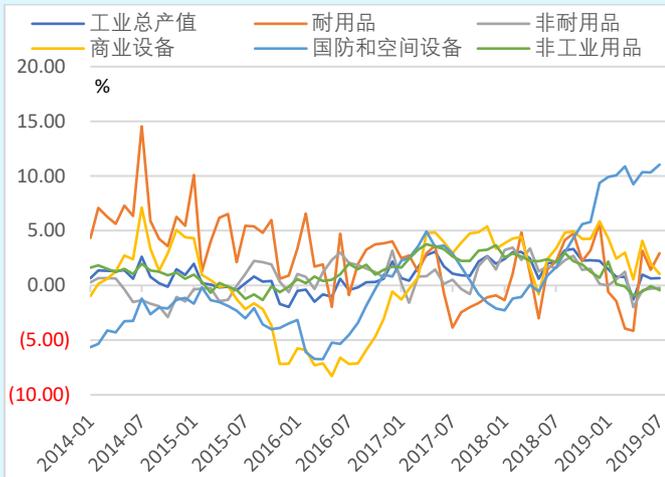


資料來源：Wind 資訊、BEA、致富研究院



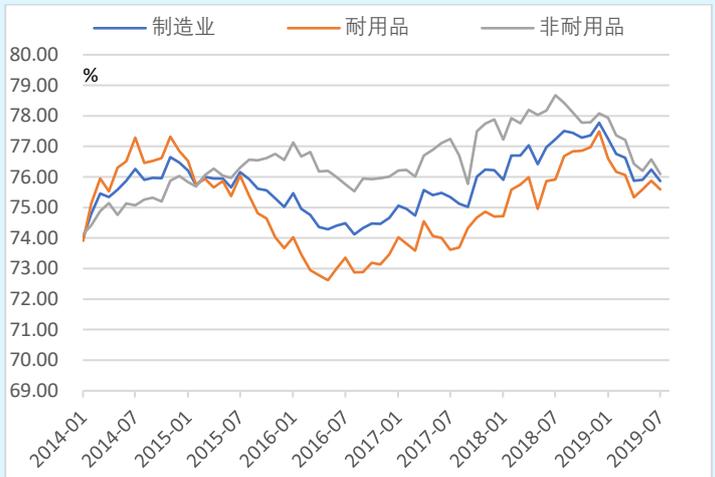
经价格及季节调整后，7月份美国工业总产值为4.321万亿美元，同比增长0.66%，但绝对值有所下降。绝对值减少的原因是商业设备和非工业用品产值的减少，具体来看：耐用消费品工业产值同比上升2.95%；占比39.6%的非耐用品总产值同比下降0.25%，较前值有所收窄。商业设备同比增长1.04%，减少45亿美元；国防和空间设备产值同比上升11.04%，增速增加。占比25.5%的非工业用品产值同比下降0.41%，减少54亿美元。

图 16 美国工业产值同比增速



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 17 美国制造业产能利用率

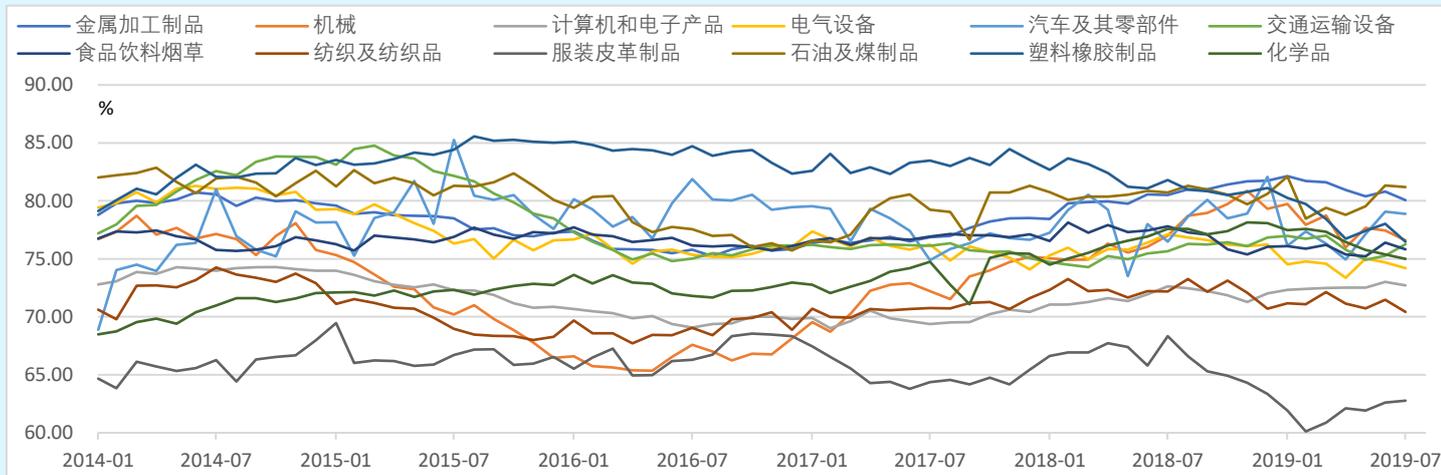


资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

随着消费品供需增速下降，美国制造业产能利用率延续下降趋势。7月份制造业整体产能利用率从76.24%降至75.87%。耐用品产能利用率从前值的75.87%下降至75.59%，其中汽车制造业从79.06%下降至78.88%；机械制造业为76.59%；计算机和电子产品上升至72.72%；电气设备制造业产能利用率降至74.19%。非耐用品产能利用率降至2017年9月以来的最低值，从76.57%上升至76.10%，其中食品饮料行业下降至75.82%，化学品行业降至74.99%，石油和煤制品下降至76.48%。



图 18 制造业产能利用率



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

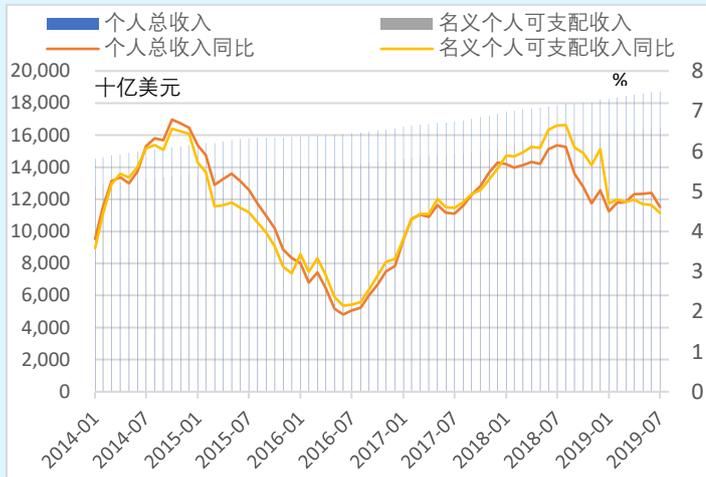
2、收入增速放缓，消费信心下降

从居民家庭收入调查数据来看，7月份年化个人总收入为 18.703 万亿美元，同比增长 4.61%，较上半年均值的 4.79% 有所回落。7月份年化个人可支配收入为 16.498 万亿美元，同比增长 4.45%，增速同样明显低于上半年均值的 4.72%；扣除价格因素后，实际年化个人可支配收入同比增长为 3.03%，增速低于上半年均值的 3.29%，是 2017 年 4 月以来的最低值。

从个人收入情况来看：7月份私企雇员报酬折年数为 11.504 万亿美元，同比增长 5.01%，略高于上半年均值的 4.99%，这也和美国时薪收入增速稳定相一致。其中制造业报酬波动较大，制造业雇员年化报酬为 9,170 亿美元，同比增速从前值的 5.09% 下降至 4.04%。服务业员工报酬增速相对较为稳定，同比增长 5.53%，较前值的 5.68% 略微下降。经营者收入为 1.649 万亿美元，同比增长 3.67%，增速已出现明显下滑，2018 年均值为 4.64%。个人财产性收入折年数达到 3.003 万亿美元，同比仅增长 1.69%，也一部分归因于去年同期高增长带来的负面作用，其中利息收入同比增加 0.70%，股息收入增加 3.06%。与此同时，个人转移支付收入同比增速首次突破 7%，达到 7.11%，是 2010 年 11 月以来的最高值。

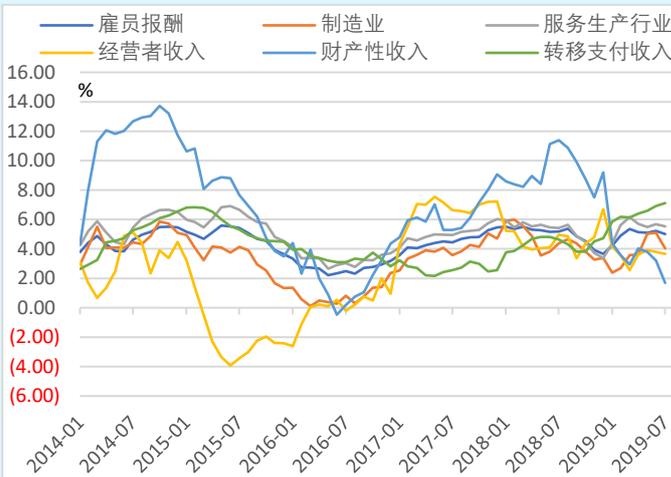


图 19 美国个人收入情况



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

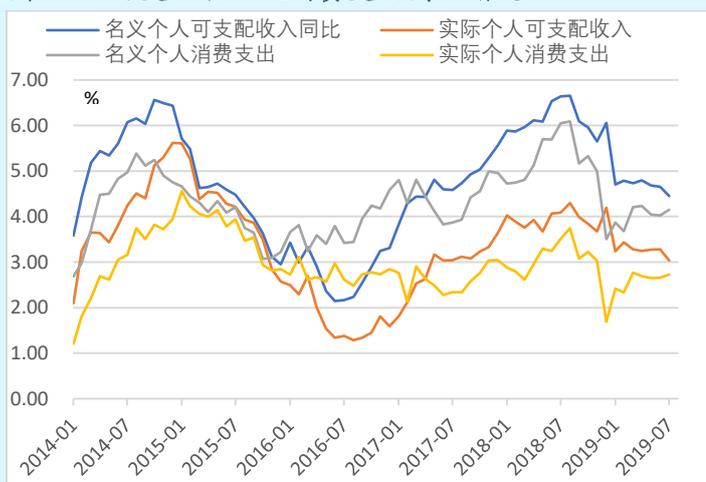
图 20 各类收入同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

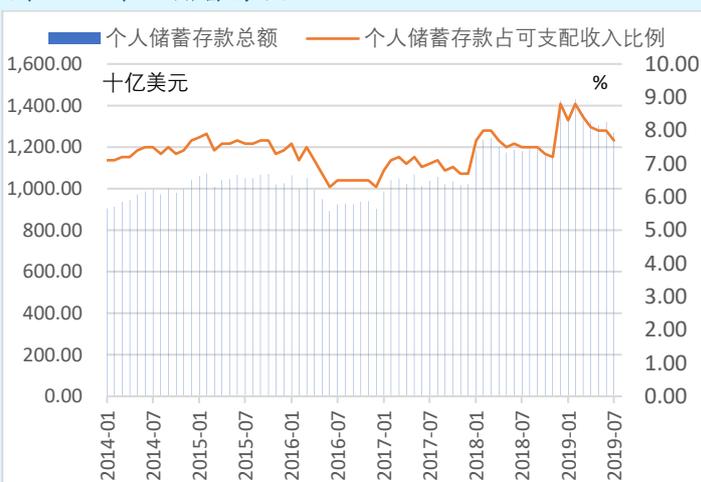
7 月份虽然名义个人可支配收入和实际可支配收入增速都下降,但是名义和实际消费支出增速都有所回升。名义个人可支配收入在 7 月份同比增长 4.45%, 低于上月的 4.65%; 剔除价格因素后, 实际个人可支配收入同比增长 3.03%, 较上月增速的 3.28% 下降 0.25 个百分点。7 月份名义个人消费支出同比增长 4.15%, 高于前值的 4.02%, 高于上半年均值的 4.01%; 实际个人消费支出同比增速回升至 2.73%, 较上月增速的 2.66% 上升 0.07 个百分点。

图 21 可支配收入及消费支出同比增速



资料来源: Wind 资讯、BEA、致富研究院

图 22 个人储蓄存款



资料来源: Wind 资讯、BEA、致富研究院

7 月份美国新增个人储蓄存款下滑, 年化新增个人储蓄存款为 1.269 万亿美元, 低于前值的 1.321 万亿美元, 个人储蓄存款占可支配收入比例也延续下降趋势, 从 8.8% 的高位降至 7.7%, 连续 5 个月比例下降。

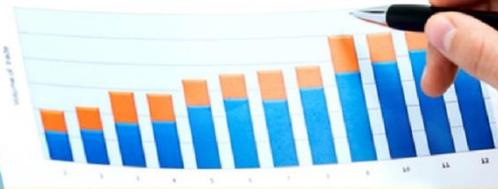
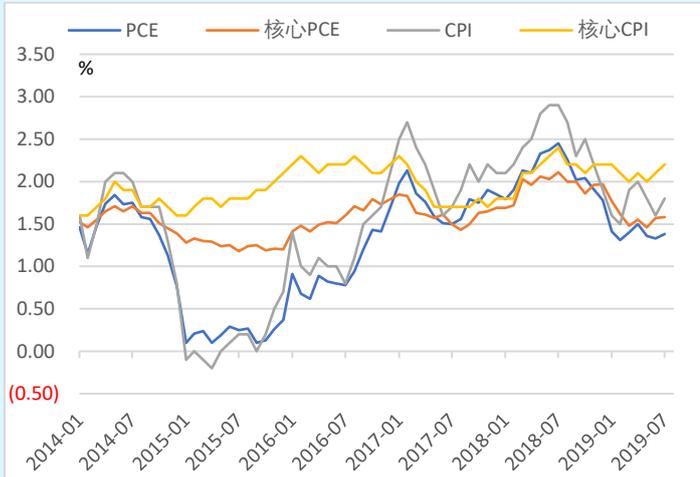
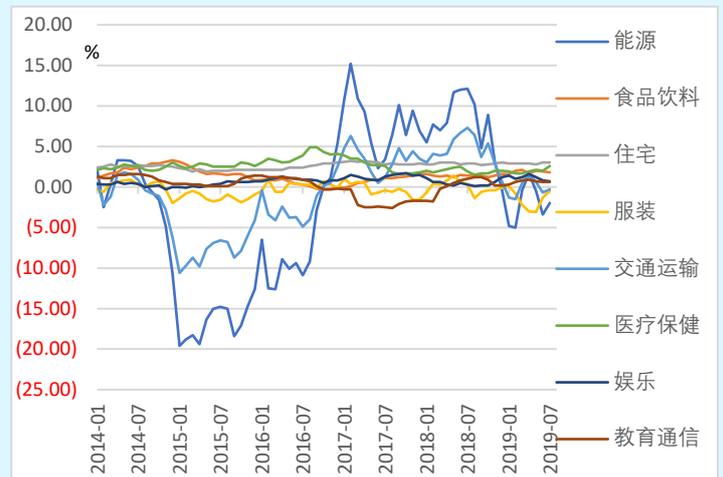


图 23 CPI 和 PCE 同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

图 24 各类商品通胀水平

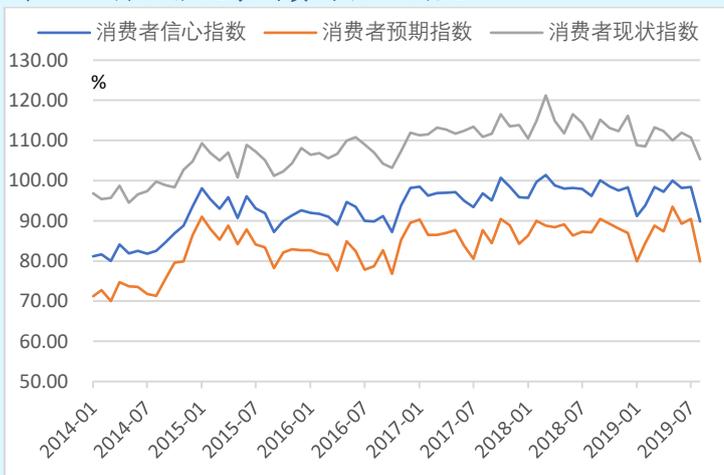


资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

由于7月份消费支出意愿的上升,通胀指数均上行,但仍和2%的目标值相去甚远。7月份CPI同比增长1.8%,前值为1.6%;核心CPI则同比上升2.2%,较前值上升0.1个百分点。7月份,PCE同比增长1.38%,较前值的1.33%上升0.05个百分点;剔除食品和能源后的核心PCE同比上升至1.58%,略高于前值的1.57%。

7月份,由于原油价格的变化,能源价格同比下降2.00%,连续3个月同比负增长。与能源价格相关度较高的交通运输业价格同比下降0.3%;医疗保健同比增长2.6%;住宅同比增速稳定在3.0%;娱乐同比增长0.7%;食品与饮料同比增长1.8%;服装价格同比下降0.5%;教育和通信同比增长0.6%。

图 25 密歇根大学消费者信心指数



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院



8月消費者信心指數大幅下降，從前值的98.4%下降至89.8%，降低8.6個百分點。反映消費者未來開支預期的消費者預期指數從7月份的90.5%大幅下降至79.9%；而反映消費者當前開支狀況的分項指標消費者現狀指數在8月份也從110.70%降至105.3%。

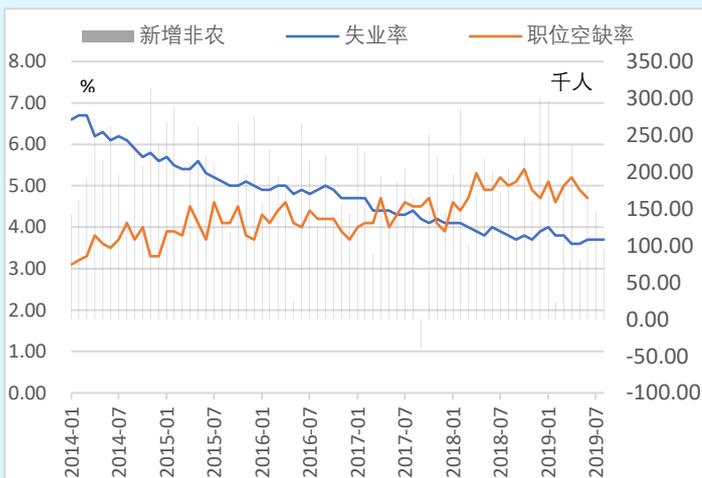
• 三、勞動力市場

美國非农報告顯示失業率連續3個月保持在3.7%，遠低於預期自然失業率的4.5%，但已從3.6%的歷史低點開始上升，職位空缺率數據顯示在6月份下降至4.7%，仍大幅高於失業率。與此同時，8月份勞動參與率上升0.2個百分點至63.2%，再次升至近幾年的高點。貨幣工資平均時薪增速較為平穩，平均時薪增速在8月份為3.23%，但是勞工平均工時減少，連續五個月同比增速負增長。

具體來看：

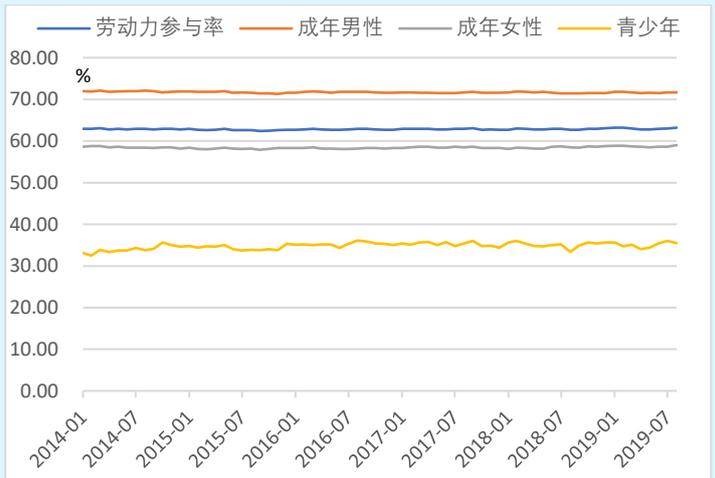
8月份經過季節調整後的失業率保持在3.70%。8月份成年男子失業率維持在3.4%；成年女子失業率下降0.1個百分點至3.3%。16-20歲青少年失業率下降0.2個百分點，降至12.6%。白人失業率上升0.1個百分點至3.4%；黑人失業率下降0.5個百分點至5.5%；西班牙和拉美裔失業率下降0.3個百分點至4.2%。

圖 26 失業率與非农職位空缺率



資料來源：Wind 資訊、美國勞工部、致富研究院

圖 27 勞動參與率



資料來源：Wind 資訊、美國勞工部、致富研究院

勞動力參與率在8月份上升0.2個百分點，升至63.2%，是近些年來的最高值。其中16歲以上成年男性勞動力參與率較前值與前值持平，保持在69.2%；20歲以上男性參與率同樣與前值與前值持平，保持在71.7%；16歲以上成年女性勞動力參與率上升0.4個百分點至57.6%；20歲以上女性參與率上升0.4個百分點至59.0%；青少年勞動力參與率下降0.5個百分點至35.5%。

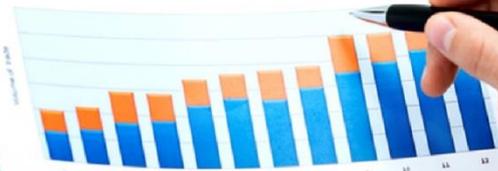


图 28 各行业失业率

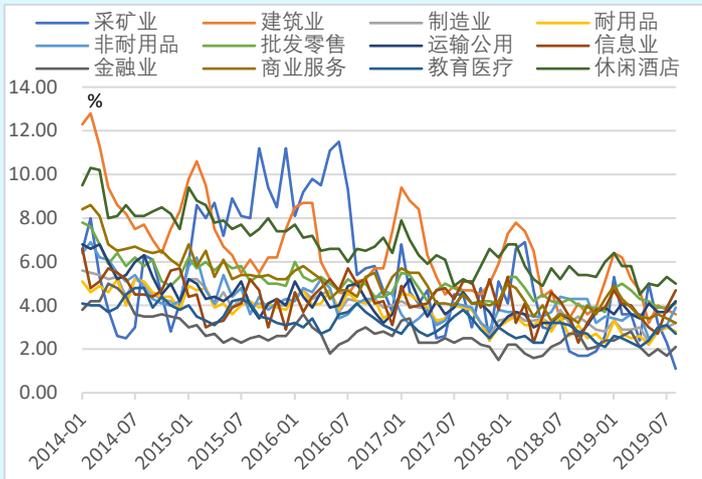
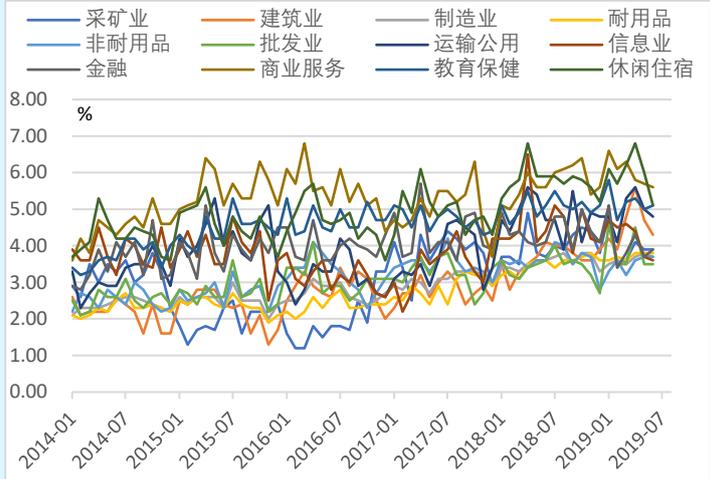


图 29 各行业职位空缺率



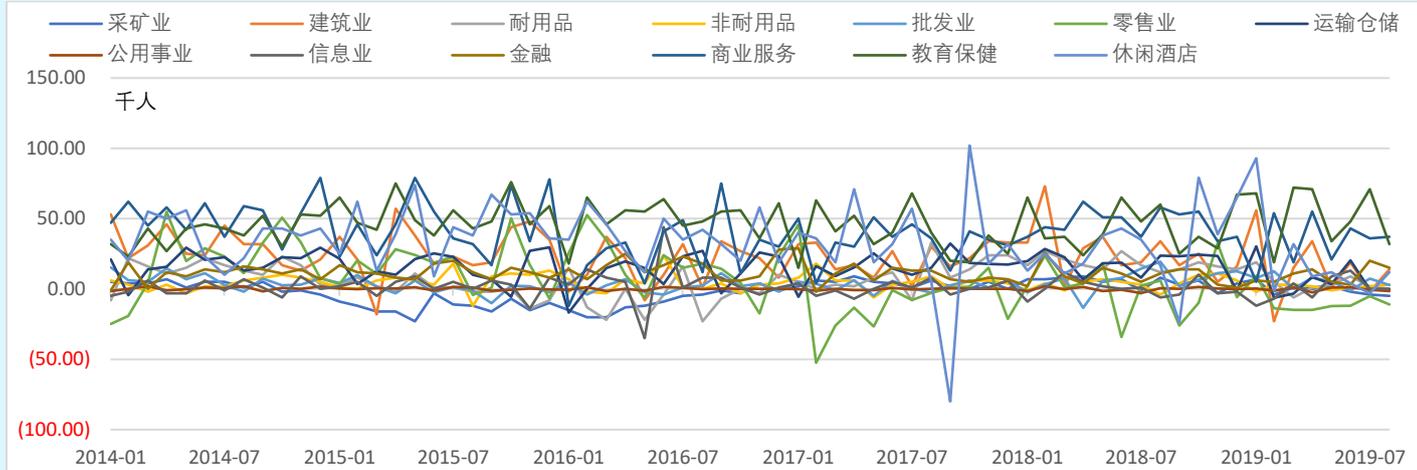
按所在行业来看：

各行业非季节调整的失业率在6月份呈现“5降5升”。其中采矿业失业率下降1.1个百分点至1.1%；建筑业失业率下降0.2个百分点至3.6%；专业和商业服务业下降0.2个百分点至3.2%；教育和医疗服务业失业率下降0.4个百分点至2.7%；休闲与酒店业下降0.3个百分点至5.0%。同时制造业失业率上升0.2个百分点至3.2%，其中耐用品制造业失业率下降0.2个百分点至2.8%，而非耐用品失业率大幅上升0.8个百分点至3.9%；金融业失业率上升0.4个百分点至2.1%；批发零售业上升0.2个百分点至4.1%；运输和公用事业失业率上升0.5个百分点至4.2%；信息业失业率大幅上升0.8个百分点至4.75%。

职位空缺率在6月份下降0.2个百分点降至4.7%。各行业空缺率在6月份呈现“3升5降1平”。其中批发零售业上升0.4个百分点至4.8%；金融服务业职位空缺率上升0.2个百分点至3.9%；教育和保健行业职位空缺率上升0.1个百分点，至5.1%。同时，建筑业职位空缺率下降0.4个百分点至4.3%；制造业职位空缺率下降0.1个百分点至3.7%；专业和商业服务业职位空缺率下降0.1个百分点至5.6%；信息业下降0.1个百分点至3.6%；休闲酒店和娱乐业下降0.9个百分点至5.1%。采矿业职位空缺率同前值保持一致，为3.9%。



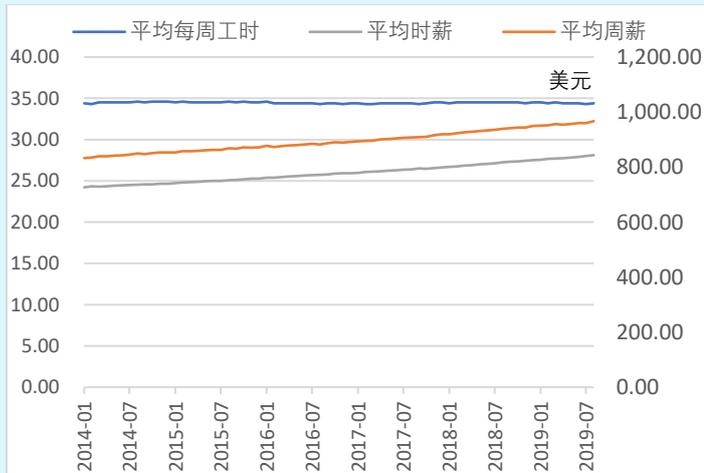
图 30 新增非农就业人数



资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

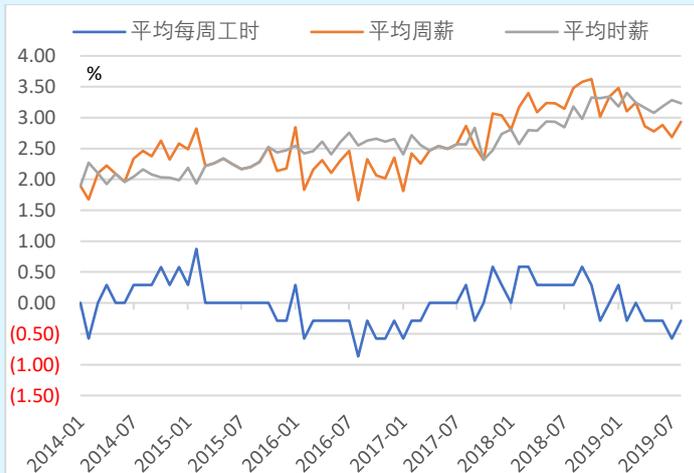
美国 8 月份经季节调整后的新增非农私人就业人数仅为 9.6 万人, 其中第二产业新增就业 1.2 万人, 第三产业新增 8.4 万人。在第二产业中, 制造业增加 3,000 人, 全部来自非耐用品制造业上, 耐用品制造业并没有新增就业人员, 而非耐用品制造业就业人数增加 3,000 人; 采矿业就业人数减少 5,000 人; 建筑业就业增加 1.4 万人。在服务业中, 金融业、专业和商业服务业, 教育保健业和休闲酒店业新增就业人数较多。其中专业和商业服务业新增 3.7 万人, 教育保健业新增 3.2 万人, 金融业新增 1.5 万人, 休闲酒店业新增 1.2 万人。与此同时, 零售业减少 1.1 万人。

图 31 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 32 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

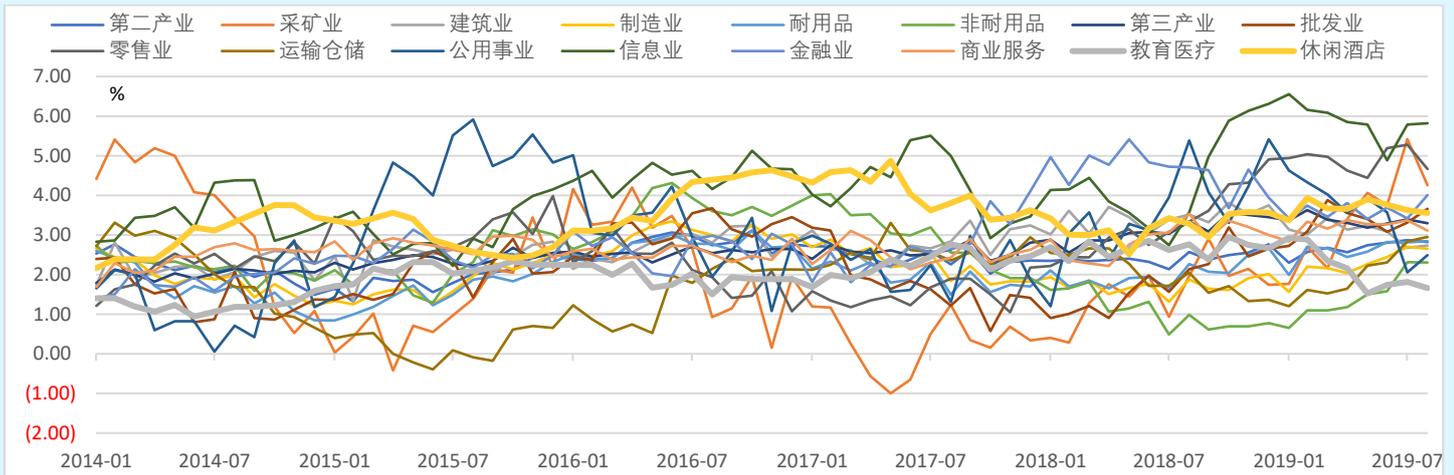
由于美国经济运行逐渐放缓, 虽然失业率仍处在低位, 但是劳工平均工时开始减少。8 月份非农企业平均时薪为 28.11 美元, 同比上涨 3.23%, 较前值略微下降, 但是依然维持较高增速。平均每周



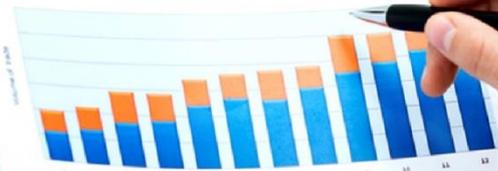
工时为 34.4 小时，连续 5 个月同比下滑。平均周薪为 966.98 美元，同比上涨 2.93%，增速连续 5 个月低于 3%。

具体来看各行业时薪增速：8 月份第二产业和第三产业时薪增速都同比下降，只有教育医疗服务业时薪增速低于 2%。其中第二产业整体时薪为 29.13 美元，同比增速为 2.82%，其中建筑业时薪增长 2.73%；采矿业时薪增长 4.25%；制造业时薪增长 2.66%，其中耐用品制造业同比增长 2.84%，而非耐用品增速相对较慢，只有 2.31%。第三产业整体时薪为 27.86，同比增速为 3.30%，其中，信息业时薪增长 5.82%；休闲酒店业时薪增长 3.55%；公用事业增长 2.49%；批发业增长 3.66%；零售业增长 4.66%；金融业时薪增长 4.01%；专业和商业服务时薪增长 3.11%；教育医疗业时薪只增长 1.66%，降至 2016 年 8 月以来的最低值。

图 33 各行业时薪同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、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

香港致富证券有限公司

香港德辅道中 308 号

富衛金融中心 11 樓

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

北京市朝阳区建国门外大街 1 号

国贸大厦 1 期 608 室

电话：(8610) 66555862

传真：(8610) 66555102

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 樓

电话：(86755) 33339666

传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk