



美国宏观经济月报

2019年/11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:

- 10月末美联储议息会议决定将联邦基金利率下调 25 bps，降至 1.50%-1.75%。与此同时，美联储暗示将在短期内暂停降息，美联储 12 月维持当前利率不变的概率为 94.8%。在此次扩表后，联邦基金利率明显向利率走廊中枢靠拢，有利于美联储对利率的管理。
- 3 个月期国债收益率持续下降，在过去一个月内下降 27 bp。与此同时，随着中美贸易问题出现缓和迹象，投资者们出售长期债券转而增持股票，使得长期国债收益率在近期大幅上升。
- 美国抵押贷款利率近期也随着长期国债收益率的上升而上升。5 年期抵押贷款利率浮动利率最近一个月内小幅上升 4 bps 至 3.39%，15 年期抵押贷款利率固定利率升至 3.13%。
- **制造业 PMI 好于预期，但仍处在收缩状态。**
 - 10 月份制造业采购经理人指数 (PMI) 为 48.3%，较上月的 47.8% 有所回升。
 - 美国制造业出货量、新增订单量和未完成订单量均出现环比收缩。
 - 经价格及季节调整后，9 月份美国工业总产值为 4.305 万亿美元，较上月的 4.320 万亿美元减少 15 亿美元，同比减少 0.62%。
- **居民收入增速短暂回升，刺激消费增加。**
 - 9 月份实际年化个人可支配收入同比增长为 3.48%，是年内的最高值。增速的上升主要源于财产性收入的增加和经营者收入的上升。
 - 随着名义个人可支配收入和实际可支配收入增速连续两个月的回升，名义和实际消费支出增速结束下降趋势，短暂回暖。
 - 美国通胀指数小幅下降。PCE 同比增长 1.33%，较前值的 1.44% 下降 0.11 个百分点；剔除食品和能源后的核心 PCE 同比下降至 1.67%，低于前值的 1.77%。
- 失业率在 9 月份触及历史低点后有所回升，增加 0.1 个百分点，升至 3.6%；职位空缺率下降至 4.7%，从高位继续逐渐回落。货币工资平均时薪增速同前值基本持平。



图表目录

图表 1：美联储准备金余额	3
图表 2：联邦基金利率与 IOER 变化	3
图表 3：美国基础货币投放量变化	4
图表 4：美国货币供应量	4
图表 5：商业银行信贷与持有证券	5
图表 6：商业银行信贷同比增速	5
图表 7：美国国债收益率	5
图表 8：各期限国债收益率差值	5
图表 9：抵押贷款利率	6
图表 10：住房销售与新建住房	6
图表 11：制造业采购经理人指数	7
图表 12：非制造业采购经理人指数	7
图表 13：制造业出货量、库存及订单同比增速	8
图表 14：各主题出货量同比增速	8
图表 15：各主题新订单量同比增速	8
图表 16：各主题存货量同比增速	9
图表 17：制造业库存增速随 PMI 变化	9
图表 18：美国工业产值同比增速	10
图表 19：美国制造业产能利用率	10
图表 20：制造业产能利用率	10
图表 21：美国个人收入情况	11
图表 22：各类收入同比增速	11
图表 23：可支配收入及消费支出同比增速	12
图表 24：个人储蓄存款	12
图表 25：CPI 和 PCE 同比增速	13
图表 26：各类商品通胀水平	13
图表 27：密歇根大学消费者信心指数	14
图表 28：失业率与非农职位空缺率	15
图表 29：劳动参与率	15
图表 30：各行业失业率	15
图表 31：各行业职位空缺率	15
图表 32：新增非农就业人数	16
图表 33：非农企业平均工时、时薪和周薪	17
图表 34：非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速	17
图表 35：各行业时薪同比增速	18



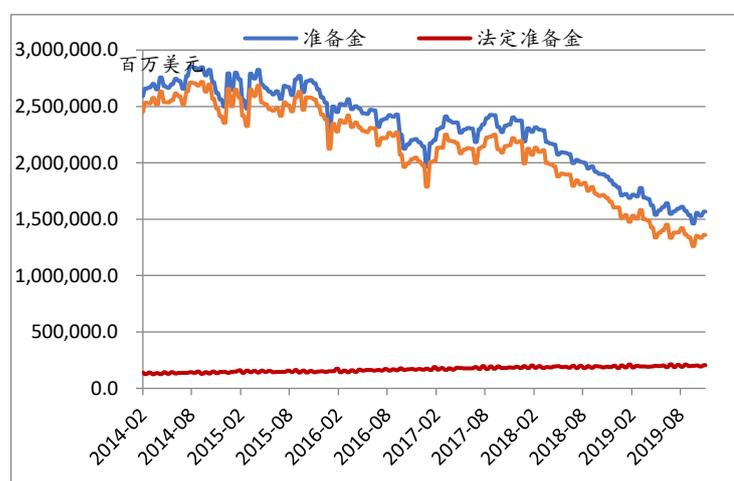
1、美国货币市场运行状况

同预期一致,在10月末的美联储议息会议决定将联邦基金利率下调25 bps,降至1.50%-1.75%。与此同时,美联储暗示将在短期内暂停降息,也与我们上期报告的观点一致。

据CME“美联储观察”最新调查数据显示,市场从业者预计美联储12月维持当前利率不变的概率为94.8%,而降息25 bps至1.25%-1.50%的概率仅为5.2%,这同上月的市场预期有较大差别。

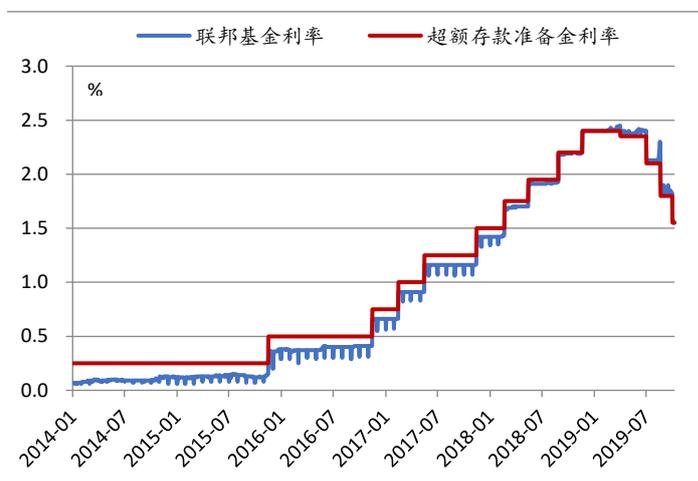
随着10月份美联储重启扩表(每月购买600亿美元短期国债以及持续隔夜回购操作),准备金余额规模逐步回升。11月初初准备金余额为1.568万亿美元,较9月末1.462万亿美元的近期低点增加1,058亿美元。其中法定准备金余额变化较小,较9月末的低点略微增加63亿美元。而超额准备金余额大幅增加995亿美元,增至1.361万亿美元。预计随着此次美联储的扩表,超额准备金余额规模将再次大幅增加。

图表 1: 美联储准备金余额



资料来源: 美联储、致富研究院

图表 2: 联邦基金利率与 IOER 变化



资料来源: Wind资讯、美联储、致富研究院

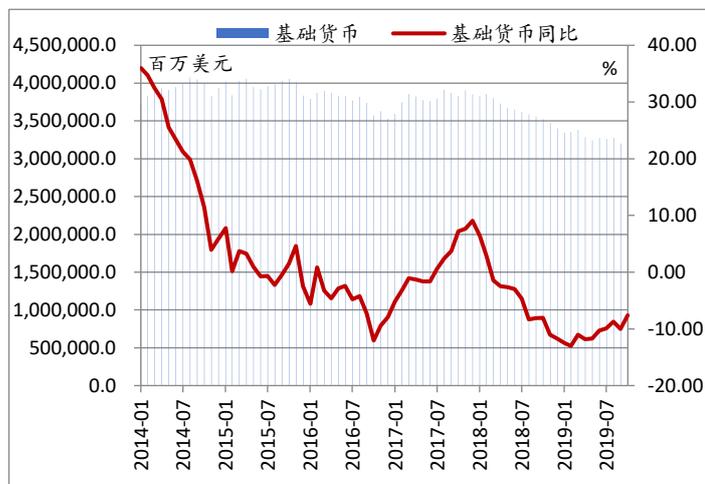
同上期报告观点一致,美联储此次扩表的主要目的是打通对联邦基金利率的管理通道。当前美联储利率管理框架的前提是保证超额准备金规模充足。而随着2017年10月开启缩表后,超额准备金余额大幅下降,联邦基金利率逐渐向上限靠拢,偏离走廊中枢,因此导致美联储通过下调IOER的技术性下调,来保证联邦基金利率位于利率走廊中枢。在此次扩表后,可以看出联邦基金利率明显向利率走廊中枢靠拢,有利于美联储对利率的管理。

由于准备金余额随着扩表在10月上升,10月末基础货币存量同样上升,由

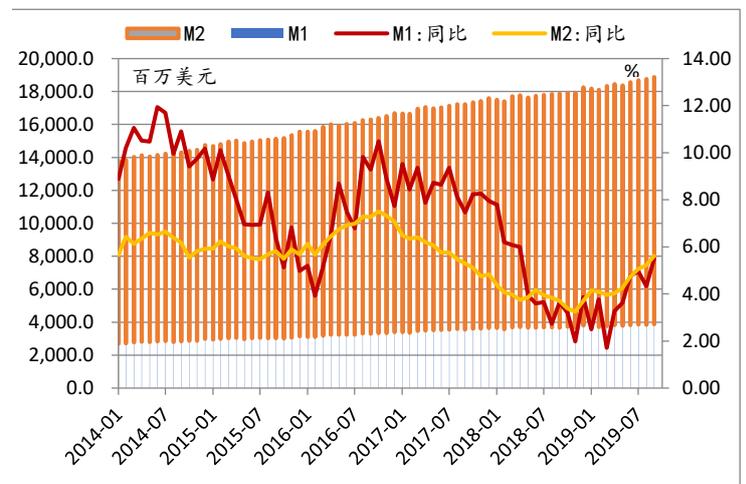


9月末的3.203万亿升至3.253万亿美元,环比上升1.57%,但同比仍减少7.61%。同时,M1货币乘数从前值的1.18上升至当前的1.21,M2货币乘数也从前值的4.56上升至4.68,货币乘数双双升至最高值。相应的,M1余额从3.846万亿美元上升至3.873万亿美元,环比增加0.69%;M2余额自14.910万亿美元升至15.003万亿美元,环比增加0.62%。信贷的乘数效应使得货币供应量增加。

图表 3: 美国基础货币投放量变化



图表 4: 美国货币供应量



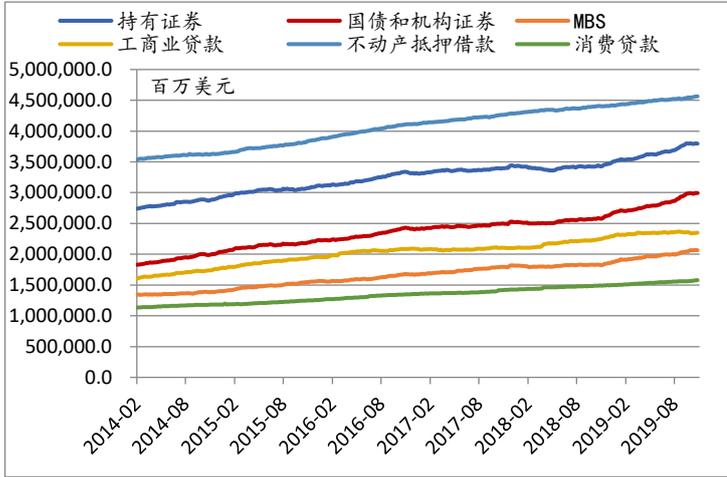
资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

10月美国商业银行资产负债表扩大,信贷规模增加较多,而持有证券规模略微收缩。10月末,商业银行信贷和持有证券规模为13.749万亿美元,9月末规模为13.724万亿美元,同比上升6.51%。其中持有证券规模从3.7981万亿美元略微降至3.7978万亿美元,减少3亿美元。但其中持有国债和机构债增加43亿美元,而商业银行持有企业债规模下降46亿美元,商业银行持续减持风险较高的债券类型。同前期一样,信贷规模虽然上升,但工商业贷款余额从2.358万亿美元降至2.348万亿美元。而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1.563万亿美元增至1.578万亿美元;不动产抵押贷款规模受低利率因素影响,从4.546万亿美元增至4.563万亿美元。



图表 5: 商业银行信贷与持有证券



图表 6: 商业银行信贷同比增速

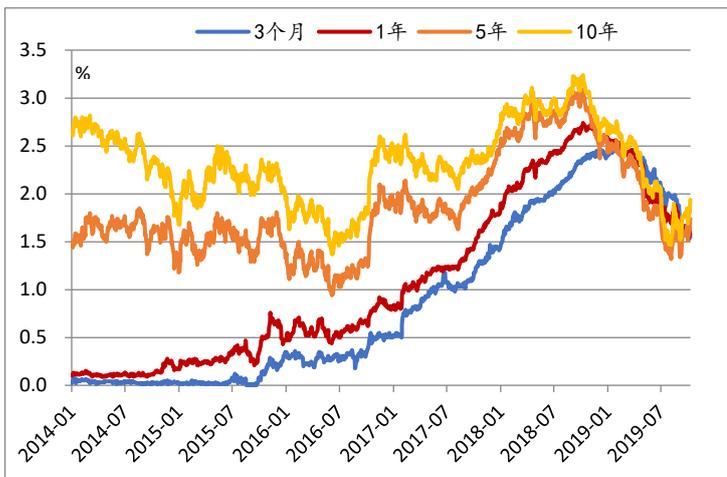


资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

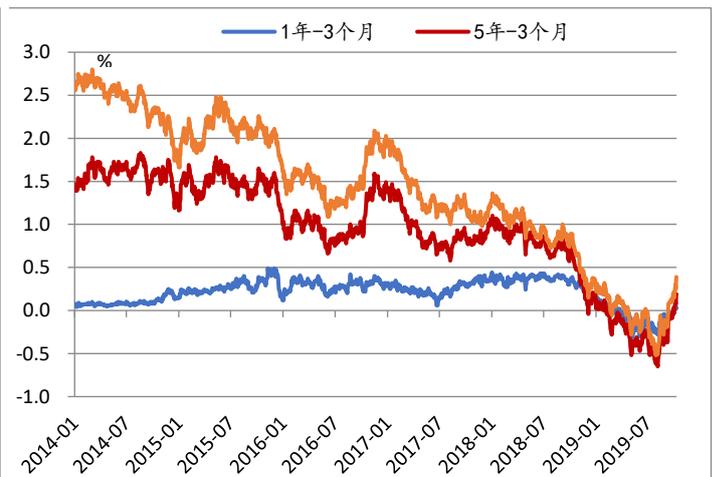
资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

由于降息因素以及美联储增持短期国债使得需求的上升, 3 个月期国债收益率持续下降, 在过去一个月内下降 27 bp。与此同时, 随着中美贸易问题出现缓和迹象, 投资者们出售长期债券而转向增持股票, 使得长期国债收益率在近期大幅上升。

图表 7: 美国国债收益率



图表 8: 各期限国债收益率差值



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

资料来源: Wind 资讯、致富研究院

当前 3 个月期国债收益率降至 1.55%, 较 10 月 1 日下降 27 bps; 1 年期国债收益率为 1.58%, 较 10 月 1 日下降 15 bps; 5 年期国债收益率为 1.74%, 较 10



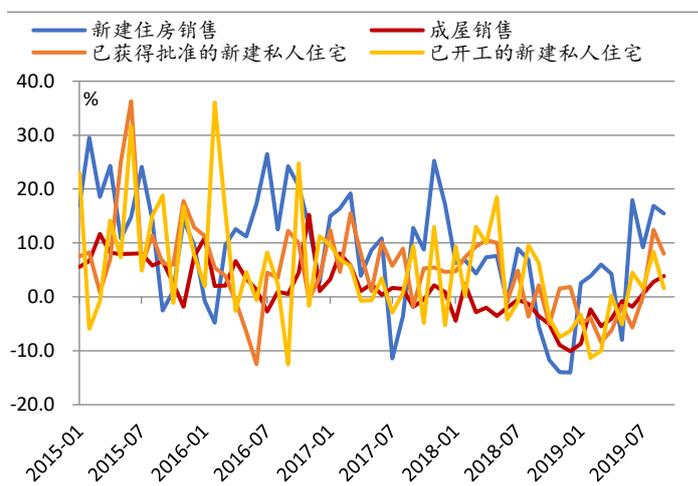
月 1 日上升 23 bps；10 年期國債收益率為 1.94%，較 10 月 1 日上升 29 bp。1 年期國債和 3 個月期國債收益率差值在近期轉負為正，當前為 0.03%，5 年期國債收益率同 3 個月期國債收益率差值為 0.19%，10 年期國債高於 3 個月期國債收益率差值上升至 0.39%。收益率曲線逐漸變得陡峭。

美國抵押貸款利率近期也隨着長期國債收益率的上升而上升。5 年期抵押貸款浮動利率最近一個月內小幅上升 4 bps 至 3.39%，15 年期抵押貸款固定利率升至 3.13%。今年自第三季度起逐漸轉暖的房地產市場可能隨着貸款利率的上升而再次遇冷。

圖表 9：抵押貸款利率



圖表 10：住房銷售與新建住房



資料來源：Wind 資訊、美國商務部、致富研究院

資料來源：Wind 資訊、致富研究院

2、經濟運行情況

2.1 製造業 PMI 好於預期，但仍處在收縮狀態

從經濟景氣指數來看，10 月份美國供應協會（ISM）公布的製造業採購經理人指數（PMI）為 48.3%，較上月的 47.8 有所回升，同時結束了連續 6 個月指數下滑，但仍然連續 3 個月低於榮枯線，短期來看製造業萎縮速度得到抑制，但仍處在收縮狀態中。

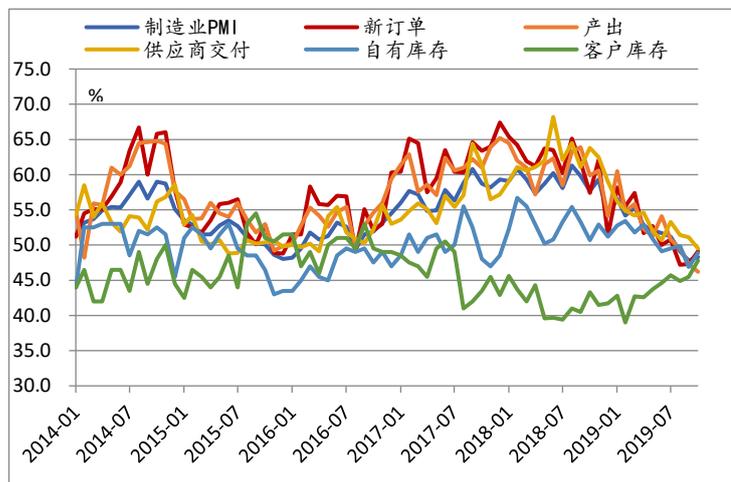
其中，新訂單指數為 49.10%，較上月上升 0.5 個百分點，連續 3 個月低於榮枯線；產出指數為 46.2%，較前值下降 1.1 個百分點，同樣連續 3 個月低於榮枯



线；供应商交付指数为 49.5%，较前值下降 1.6 个百分点，首次低于荣枯线；自有库存指数为 48.9%，较上月上升 2.0 个百分点，连续 5 个月低于荣枯线；客户库存指数为 47.8%，环比上升 2.3 个百分点。

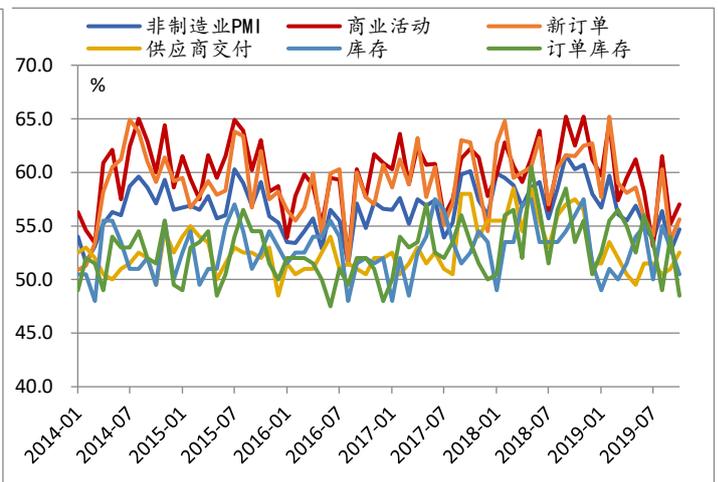
10 月份非制造业 PMI 为 54.7%，较上月份上升 2.1 个百分点。其中，新订单指数为 55.6%，较前值上升 1.9 个百分点；商业活动指数为 57.0%，较前值上升 1.8 个百分点；供应商支付指数为 52.5%，较前值上升 1.5 个百分点；库存指数为 50.5%，较前值下降 2.5 个百分点；订单库存指数为 48.5%，较前值下降 5.5 个百分点。

图表 11：制造业采购经理人指数



资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

图表 12：非制造业采购经理人指数

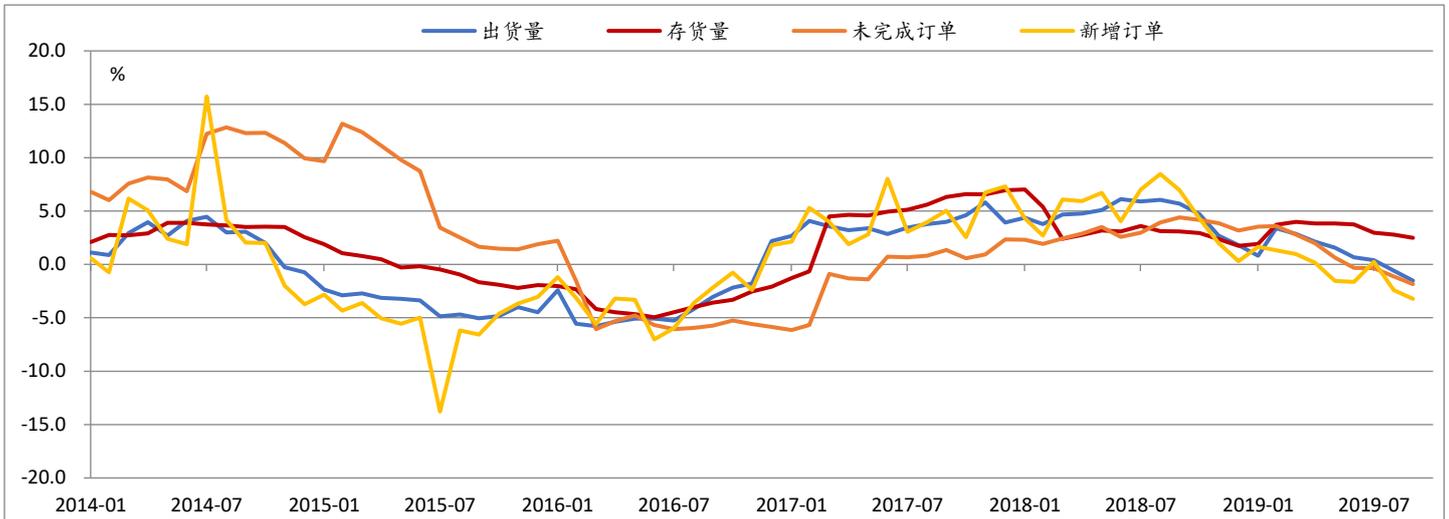


资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

据美国商务部发布数据，美国制造业出货量、新增订单量和未完成订单量均出现环比收缩。9 月份，经季调后制造业出货量达到 5,011 亿美元，连续 3 个月下降，同比下滑 1.53%，同比增速连续 7 个月下降，下滑幅度扩大；新增订单量为 4,966 亿美元，同比减少 3.23%；存货量为 6,979 亿美元，同比增长 2.50%；未完成订单量为 1.1633 万亿美元，同比减少 1.85%。



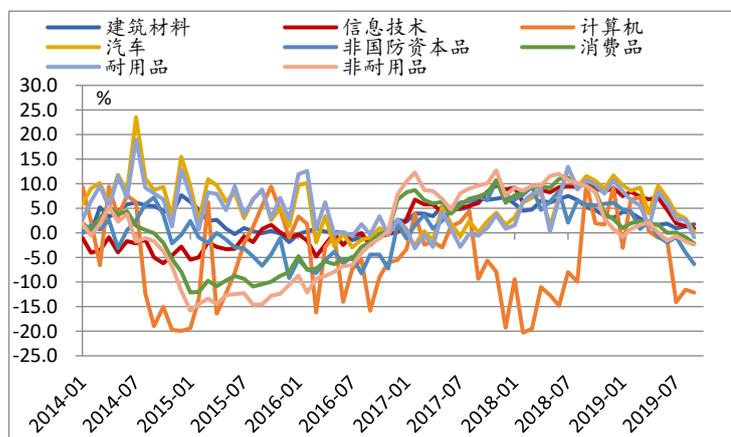
图表 13: 制造业出货量、库存及订单同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

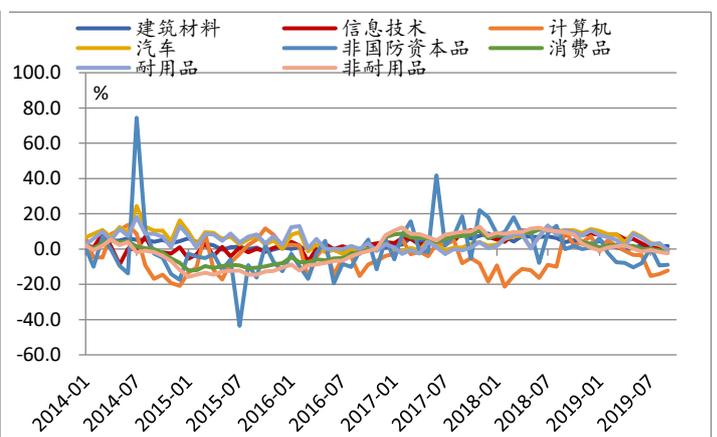
具体从行业的出货量和新增订单量来看制造业供给和需求, 本阶段所有供给和需求仍然延续下降趋势。9 月份消费品出货量同比减少 2.12%, 新增订单量减少 2.1%; 其中耐用品出货量同比减少 0.91%, 而新增订单量减少 0.83%, 均为近两年首次同比减少; 非耐用品出货量同比降幅扩大, 新增订单量同比减少 2.43%。非国防资本品出货量同比减少 6.39%, 连续 5 个月负增长, 新增订单量同比减少 9.0%。建筑材料出货量同比增加 1.79%, 新增订单量同比增加 1.84%, 非工业用品是本月唯一供需增加的商品。

图表 14: 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 15: 各主题新订单量同比增速

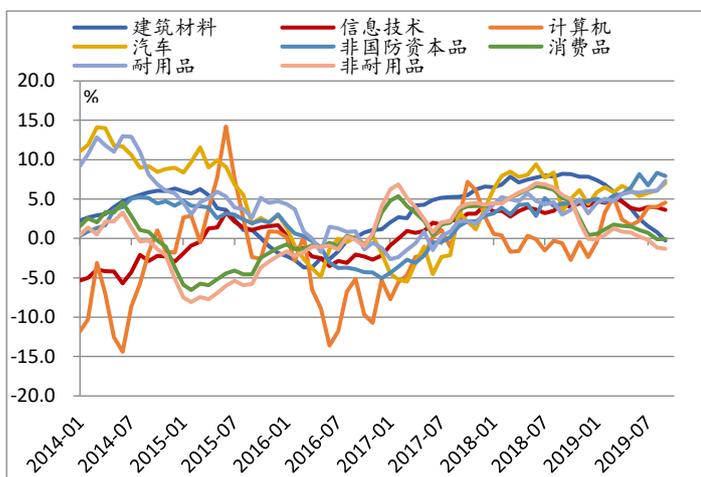


资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院



各主题制造业企业存货量同比增速在9月份为2.50%，增速连续6个月下降。其中建筑材料存货量同比减少0.28%，这同建筑材料近期需求上升有关。消费品存货量同比减少0.05%，其中非耐用品存货量同比减少1.33%；耐用消费品存货量同比上升7.31%，这源于耐用消费品需求的减少，其中汽车及其零部件同比增长7.05%，计算机及其周边产品同比增加4.57%，信息技术产品同比增加3.64%。非国防资本品同比上升7.91%。

图表 16: 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 17: 制造业库存增速随 PMI 变化

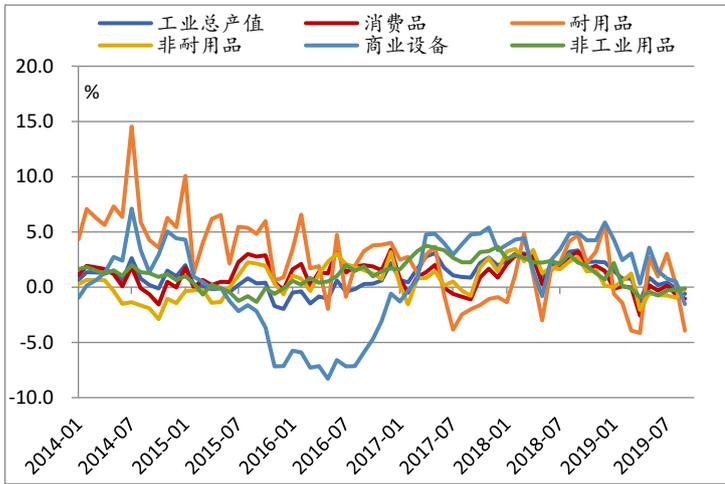


资料来源: Wind 资讯、BEA、致富研究院

经价格及季节调整后，9月份美国工业总产值为4.305万亿美元，较上月的4.320万亿美元减少15亿美元，同比减少0.62%。工业总产值减少的主要原因在于消费品中的耐用消费品和商业设备产值的减少，具体来看：耐用消费品工业产值同比减少3.95%，环比减少2.77%；非耐用品总产值同比下降0.12%，连续6个月负增长。商业设备同比减少1.54%；占比24%的非工业用品产值同比下降0.13%。

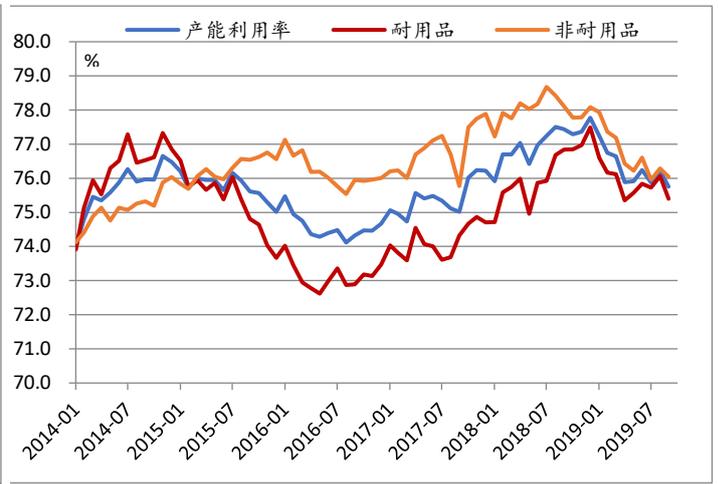


图表 18: 美国工业产值同比增速



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

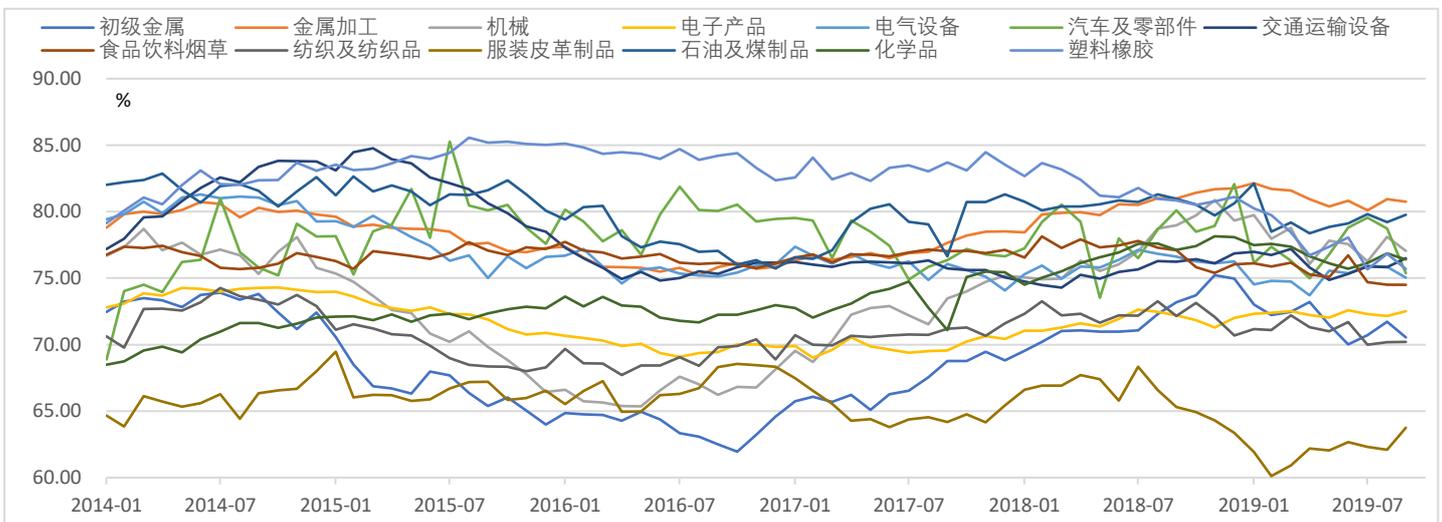
图表 19: 美国制造业产能利用率



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

9 月份美国制造业产能利用率进一步下降。9 月份制造业整体产能利用率从 76.21% 下降至 75.75%。耐用品产能利用率从前值的 76.06% 下降至 75.39%，其中汽车制造业从 78.74% 下降至 75.38%；机械制造业下降至 77.05%；计算机和电子产品为 72.51%；电气设备制造业产能利用率降至 75.04%。非耐用品产能利用率从 76.29% 下降至 76.04%，其中食品饮料行业同前值持平，均为 74.50%，化学品行业降至 76.40%，石油和煤制品上升至 79.75%。

图表 20: 制造业产能利用率



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

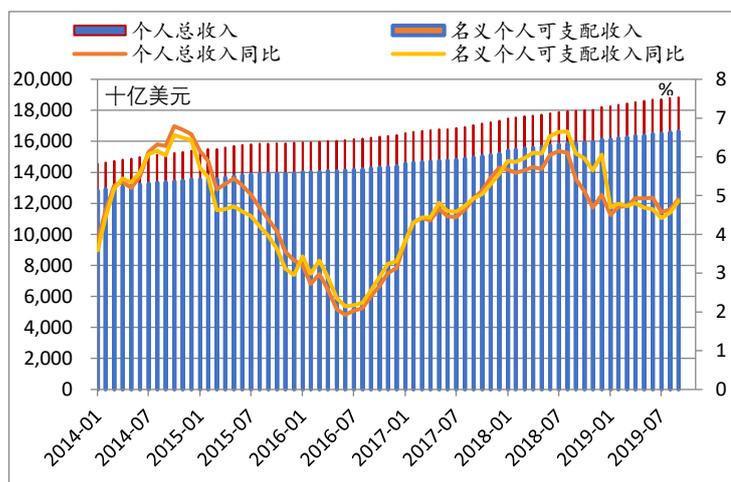


2.2 居民收入增速短期回升，刺激消费增加

从居民家庭收入调查数据来看，9月份年化个人总收入为18.835万亿美元，同比增长4.90%，增速有所回升。9月份年化个人可支配收入为16.641万亿美元，同比增长4.85%，增速上升并高于上半年均值的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3.48%，是年内的最高值。

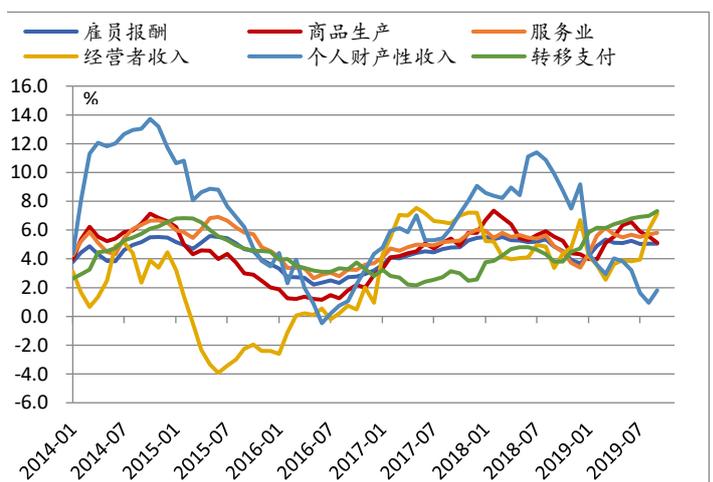
从个人收入情况来看：9月份私企雇员报酬折年数为11.575万亿美元，同比增长5.06%，增速保持稳定。其中商品生产业报酬增速出现下滑，商品生产业雇员年化报酬为1.559亿美元，同比增速从前值的5.55%下降至5.13%。而服务业员工报酬增速较前值有所上升，同比增长5.81%，较前值增长0.11个百分点。经营者收入为1.697万亿美元，同比增长7.13%，增速在最近两个月明显上升。个人财产性收入折年数达到3.014万亿美元，同比增长1.82%，明显高于前值的0.95%。9月份利息收入同比增加0.48%，股息收入增加3.68%，增速较前前值有所回升，上升0.2个百分点。与此同时，个人转移支付收入同比增速为7.32%，增速连续6个月上升。

图表 21：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

图表 22：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

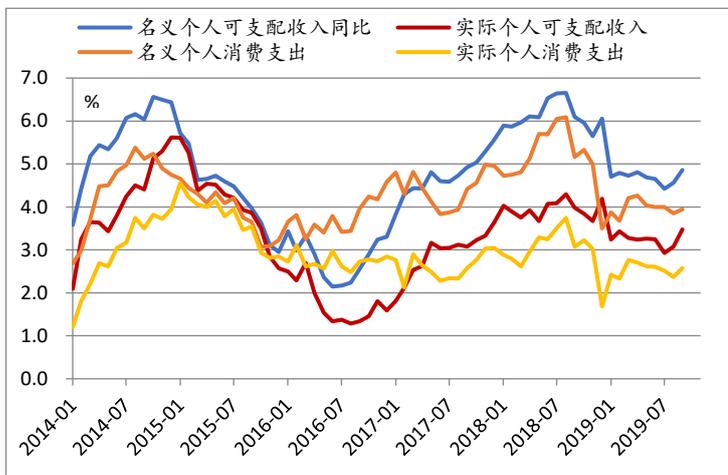
9月份随着名义个人可支配收入和实际可支配收入增速连续两个月的回升，名义和实际消费支出增速结束下降趋势，短暂回暖。名义个人可支配收入在9月份同比增长4.86%，高于上月的4.56%；剔除价格因素后，实际个人可支配收入



同比增长 3.48%，较上月增速的 3.08% 上升 0.4 个百分点。

9 月份名义个人消费支出同比增长 3.95%，较前值的 3.85% 上升 0.1 个百分点；实际个人消费支出同比增速上升至 2.58%，较上月增速的 2.37% 增加 0.21 个百分点，结束了增速连续 5 个月的下降。

图表 23：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

图表 24：个人储蓄存款

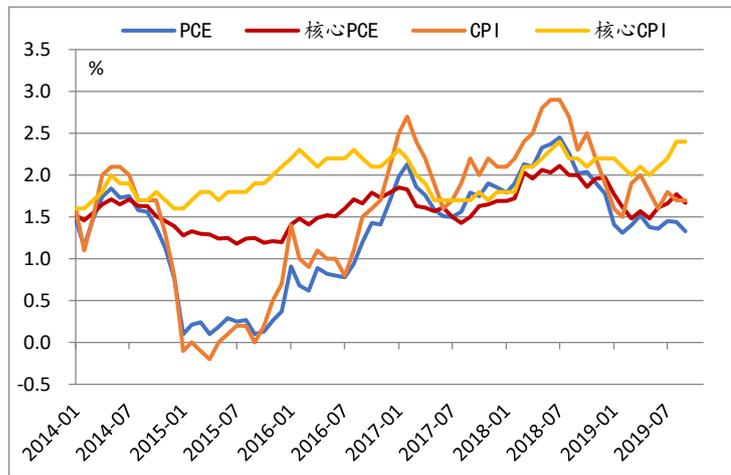


资料来源：Wind 资讯、BEA、致富研究院

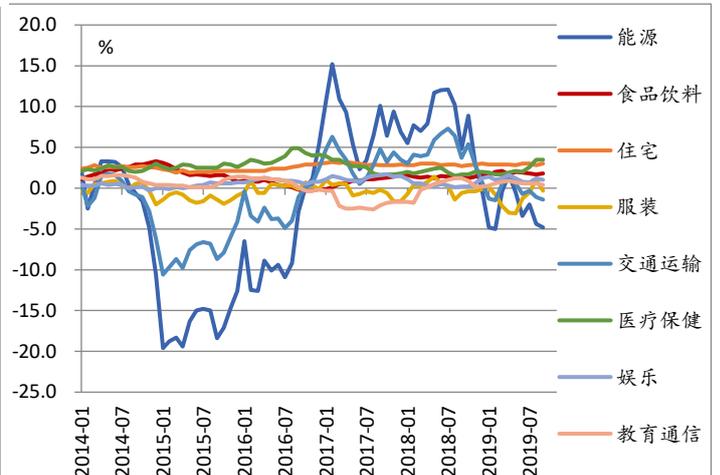
9 月份美国新增个人储蓄存款短暂回升，年化新增个人储蓄存款为 1.384 万亿美元，高于前值的 1.351 万亿美元，个人储蓄存款占可支配收入比例也有所回升，从前值的 8.1% 上升至 8.3%，连续两个月上升。



图表 25: CPI 和 PCE 同比增速



图表 26: 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

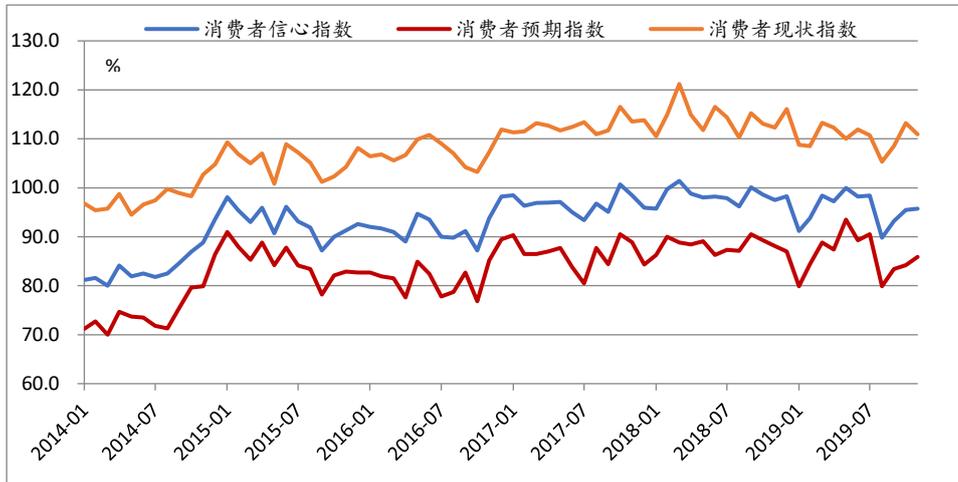
资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

9 月份美国通胀指数小幅下降。PCE 同比增长 1.33%，较前值的 1.44% 下降 0.11 个百分点；剔除食品和能源后的核心 PCE 同比下降至 1.67%，低于前值的 1.77%。9 月份 CPI 同比增长 1.7%，同前值持平；而核心 CPI 则同比上升 2.4%，同前值也持平。之所以会出现 PCE 下降而 CPI 不变，一方面源于两者对商品权重的差异，另一方面是因为 PCE 包含了部分 PPI 因素，而 PPI 在近期出现下降。

9 月份，由于原油价格的变化，能源价格同比下降 4.8%。与能源价格相关度较高的交通运输业价格同比下降 1.4%；医疗保健同比增长 3.5%；住宅同比增速稳定在 3.0%；娱乐同比增长 1.0%；食品与饮料同比增长 1.8%；服装价格同比下降 0.3%；教育和通信同比增长 0.4%。



图表 27: 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

11 月消费者信心指数进一步回升, 从前值的 95.5% 上升至 95.7%, 增长 0.2 个百分点。反映消费者未来开支预期的消费者预期指数从 10 月份的 84.2% 上升至 85.9%; 反映消费者当前开支状况的分项指标消费者现状指数在 11 月份从 113.2% 下降至 110.9%。

3、劳动力市场

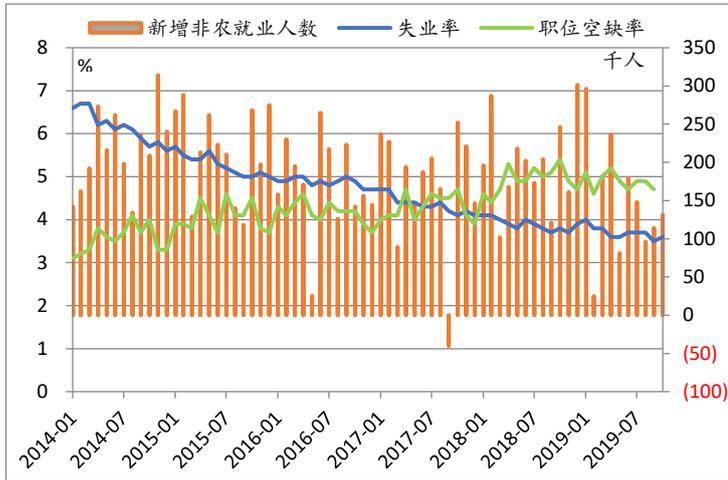
美国非农报告显示失业率在 9 月份触及历史低点后有所回升, 增加 0.1 个百分点, 至 3.6%; 职位空缺率数据显示在 8 月份下降至 4.7%, 从高位继续逐渐回落。与此同时, 10 月份劳动参与率较前值增加 0.1 个百分点, 上升至 63.3%, 突破了前期的高点。货币工资平均时薪增速同前值基本持平, 平均时薪增速在 10 月份为 3.03%, 较前值略微上升 0.03 个百分点; 同时劳工平均工时持续同比减少, 连续 6 个月同比增速负增长。

具体来看:

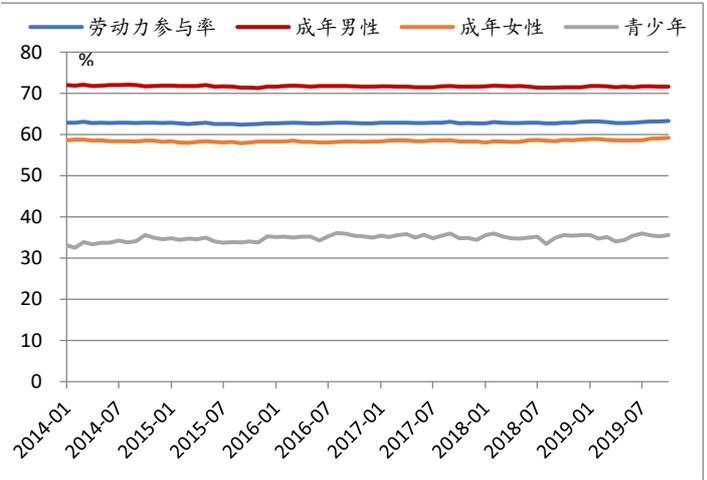
10 月份经过季节调整后的失业率上升至 3.60%。10 月份成年男子失业率同前值持平, 保持在 3.2%; 成年女子失业率上升 0.1 个百分点至 3.2%。16-20 岁青少年失业率下降 0.2 个百分点, 降至 12.3%。白人失业率保持在 3.2% 不变; 黑人失业率较前值下降 0.1 个百分点, 降至 5.4%; 西班牙和拉美裔失业率上升 0.2 个百分点至 4.1%。



图表 28: 失业率与非农职位空缺率



图表 29: 劳动参与率

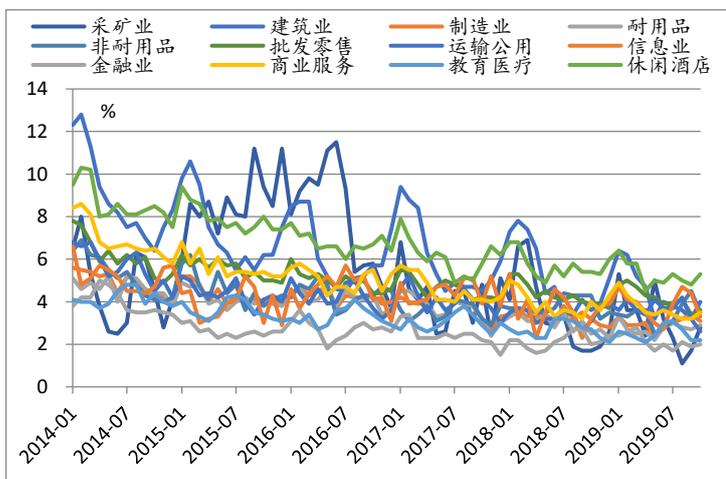


资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

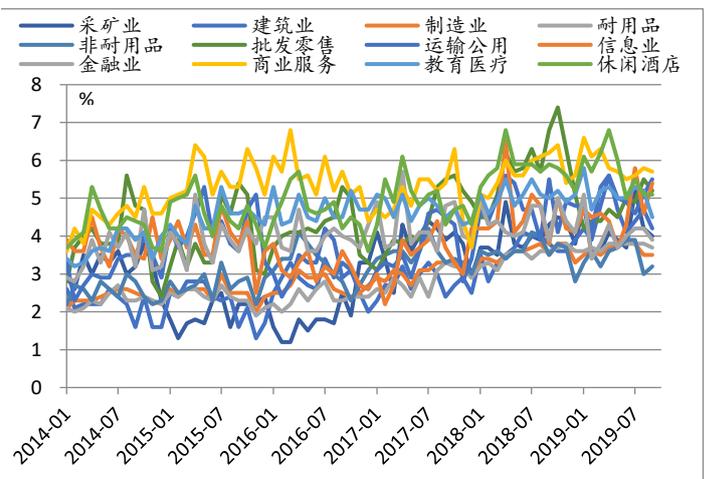
劳动力参与率在 10 月份突破了前期高点的 63.2%，升至 63.3%。其中 20 岁以上成年男性劳动力参与率同前值持平，保持在 71.6%；16 岁以上男性劳动力参与率同样与前值持平在 69.1%；16 岁以上女性劳动力参与率上升 0.2 个百分点，至 57.8%；20 岁以上成年女性参与率上升 0.1 个百分点至 59.2%；青少年劳动力参与率上升 0.3 个百分点至 35.6%。

图表 30: 各行业失业率



资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

图表 31: 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

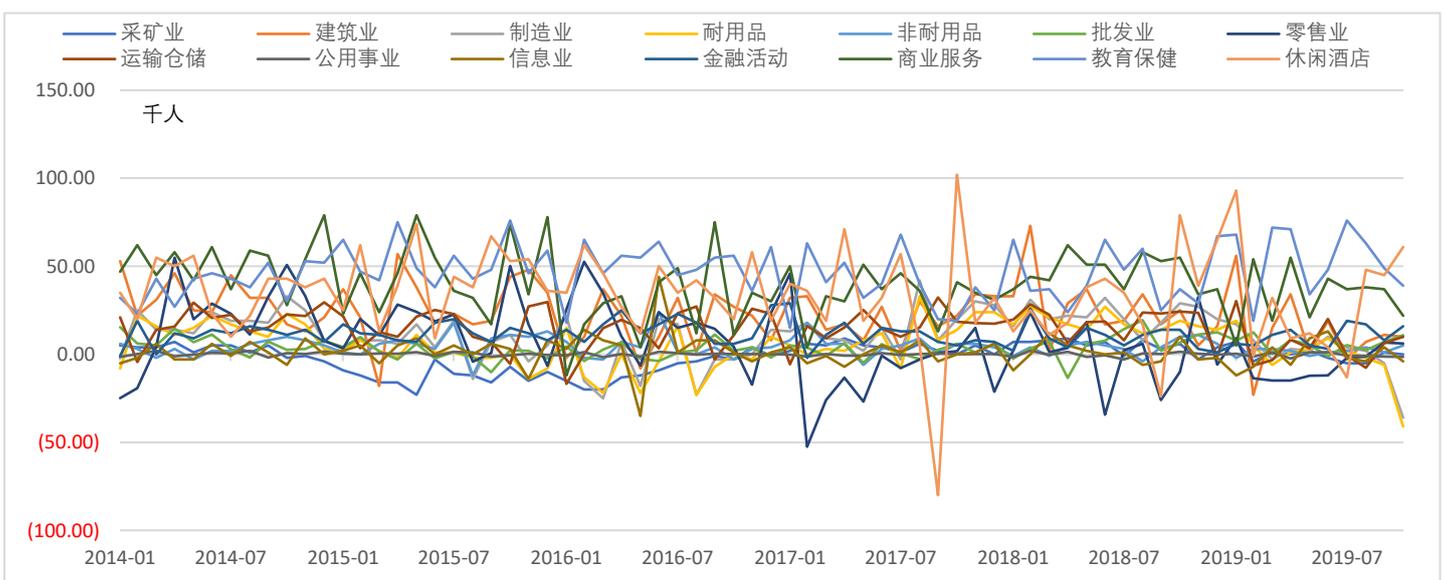
按所在行业来看:



各行业非季节调整的失业率在 10 月份呈现“6 升 3 降 1 平”。其中采矿业失业率上升 1.1 个百分点至 2.8%；建筑业失业率上升 0.8 个百分点至 4.0%；批发零售业上升 0.2 个百分点至 3.6%；金融业失业率上升 0.1 个百分点至 2.0%；专业和商业服务业失业率上升 0.3 个百分点至 3.5%；休闲与酒店业上升 0.5 个百分点至 5.3%。制造业失业率上升下降 0.3 个百分点至 3.1%，其中非耐用品制造业失业率从 4.5% 下降至 3.5%。运输和公用事业失业率下降 0.6 个百分点至 2.6%；信息业失业率下降 1.1 个百分点至 3.30%。同时教育和医疗服务业失业率同前值持平保持在 2.2%。

职位空缺率在 9 月份下降 0.2 个百分点降至 4.7%。各行业空缺率在 9 月份呈现“2 升 6 降 2 平”。其中采矿业职位空缺率下降 0.2 个百分点降至 4.0%；建筑业职位空缺率下降 0.5 个百分点至 4.2%；批发零售业下降 0.3 个百分点至 5.2%；金融服务业职位空缺率下降 0.3 个百分点至 3.9%；专业和商业服务业职位空缺率下降 0.1 个百分点至 5.7%；教育和保健行业职位空缺率下降 0.7 个百分点，至 4.5%。同时运输和公用事业失业率上升 0.4 个百分点至 5.5%；信息业上升 0.8 个百分点至 5.4%。制造业职位空缺率同前值持平保持在 3.5%，其中耐用品制造业下降 0.1 个百分点，但非耐用品制造业上升 0.2 个百分点降至 3.2%；休闲酒店和娱乐业保持在 5.1% 不变。

图表 32：新增非农就业人数



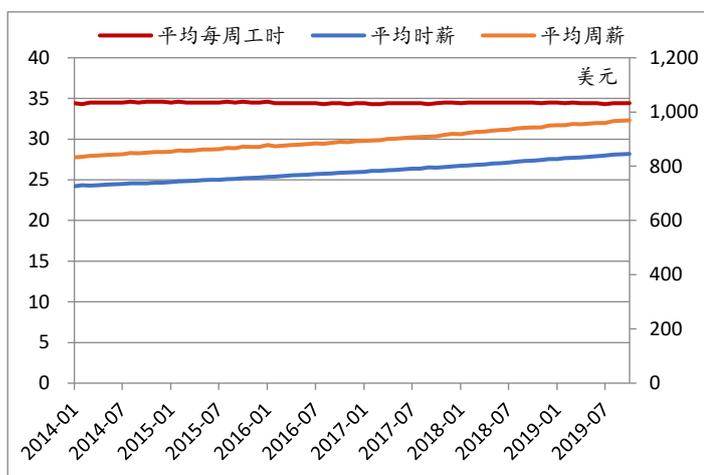
资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

美国 10 月份经季节调整后的新增非农私人就业人数为 13.1 万人，其中第二产业新增就业人数减少 2.6 万人，第三产业新增 15.7 万人。在第二产业中，制造业减少 3.6 万人，其中耐用品制造业减少 4.1 万人，而非耐用品制造业新增



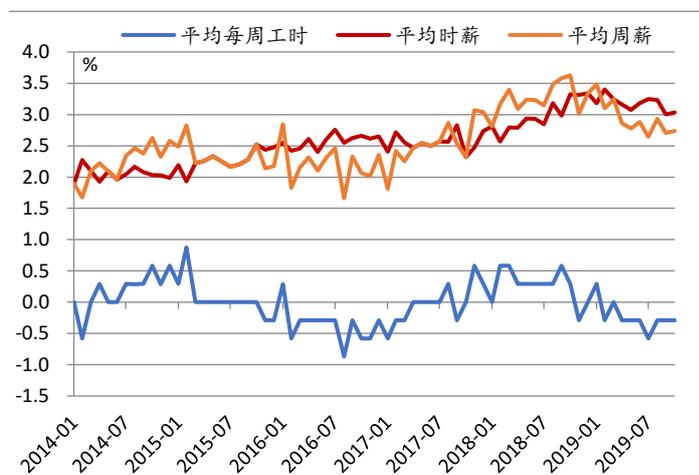
5,000人；采矿业就业人数不变；建筑业就业增加1万人。在服务业中，专业和商业服务业，教育保健业和休闲酒店业新增就业人数较多，而公用事业和信息业就业人数出现减少。其中专业和商业服务业新增2.2万人，教育保健业新增3.9万人，休闲酒店业新增6.1万人。与此同时，公用事业减少1,400人；信息业减少4,000人。

图表 33：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 34：非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速



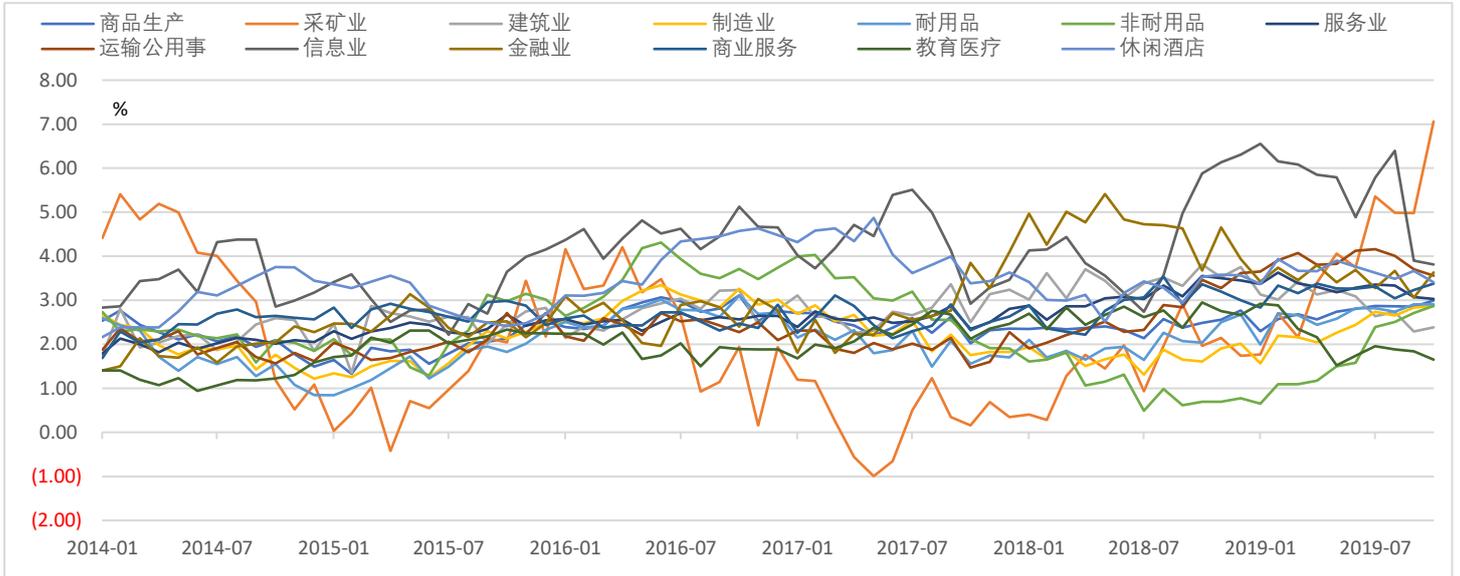
资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

10月份美国非农私人平均时薪略微加速，但仍由于美国经济运行逐渐放缓，劳工平均工时同比仍减少。10月份非农企业平均时薪为28.18美元，同比上涨3.03%，较前值的3.00%略微增长，但增速明显放缓。平均每周工时为34.4小时，连续7个月同比下滑。平均周薪为969.39美元，同比上涨2.74%，增速连续7个月低于3%。

具体来看各行业时薪增速：10月份第二产业时薪同比增速上升而第三产业时薪同比增速仍延续下滑趋势。其中第二产业整体时薪为29.28美元，同比增速为2.99%，其中建筑业时薪增长2.38%；采矿业时薪增长7.04%；制造业时薪增长2.87%，其中耐用品制造业同比增长2.91%，非耐用品同比增长2.87%。第三产业整体时薪为27.92美元，同比增速为3.03%。第二产业和第三产业时薪差距进一步缩小。其中，信息业时薪增长3.81%，增速下降0.09个百分点；休闲酒店业时薪增长3.41%；贸易运输和公用事业增长3.56%；金融业时薪增长3.63%；专业和商业服务时薪增长3.37%；教育医疗业时薪只增长1.65%，是所有行业中增速最慢的。



图表 35: 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	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