



## 美国宏观经济月报

2019年/12月

海外宏观经济与策略研究员 刘绍东

010-66555862

shaodong\_liu@chiefgroup.com.hk

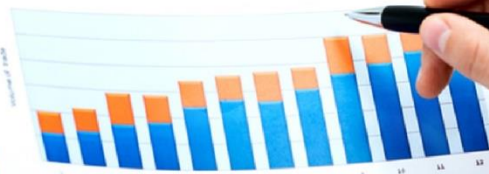
### 摘要:

- 12月中的美联储议息会议决定维持联邦基金利率不变，仍保持在1.50%-1.75%。与此同时，更多美联储官员认为短期内没有调整利率的必要。美联储宽松预期降温。
- 11月美国商业银行资产负债表扩大，其中持有证券规模增加，信贷规模小幅扩大。信贷规模虽然上升，工商业贷款余额不升反降。
- 由于美联储降息节奏放缓，3个月期国债收益率在过去一个月内显得较为稳定。与此同时，中美贸易谈判出现转机以及美国经济衰退预期减弱，使得长期国债收益率仍旧上升。
- 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明显提升。
- **制造业供给需求趋稳。**
  - 11月份制造业采购经理人指数（PMI）为48.1%，较上月下降0.2%。
  - 美国制造业出货量、新增订单量和未完成订单量均同比收缩，环比小幅增加。
  - 经价格及季节调整后，10月份美国工业年化总产值为4.248万亿美元，较上月的4.295万亿美元减少471亿美元，同比减少2.11%，同比增速连续三个月降幅扩大。
- **居民收入增速回落，消费减速。**
  - 10月份年化个人总收入为18.794万亿美元，同比增长4.37%，增速较上月有所回落。其中经营者收入和财产性收入均环比减少。
  - 随着名义个人可支配收入和实际可支配收入增速的回落，名义和实际消费支出增速也转而回落。实际个人可支配收入同比增长2.80%，较上月增速的3.27%下降0.47个百分点。
  - 11月份美国通胀指数小幅上升。CPI同比增长2.1%，高于前值的1.8%；而核心CPI则同比上升2.3%，同前值持平。
- 失业率在11月份再次触及历史低点，下降0.1个百分点，至3.5%。货币工资平均时薪增速较前值略微下降，平均时薪增速在11月份为3.14%，下降0.04个百分点。



## 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同比增速 .....	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 .....	9
图表 15：各主题新订单量同比增速 .....	9
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 .....	11
图表 21：美国个人收入情况 .....	12
图表 22：各类收入同比增速 .....	12
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 .....	16
图表 31：各行业职位空缺率 .....	16
图表 32：新增非农就业人数 .....	17
图表 33：非农企业平均工时、时薪和周薪 .....	18
图表 34：非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速 .....	18
图表 35：各行业时薪同比增速 .....	19



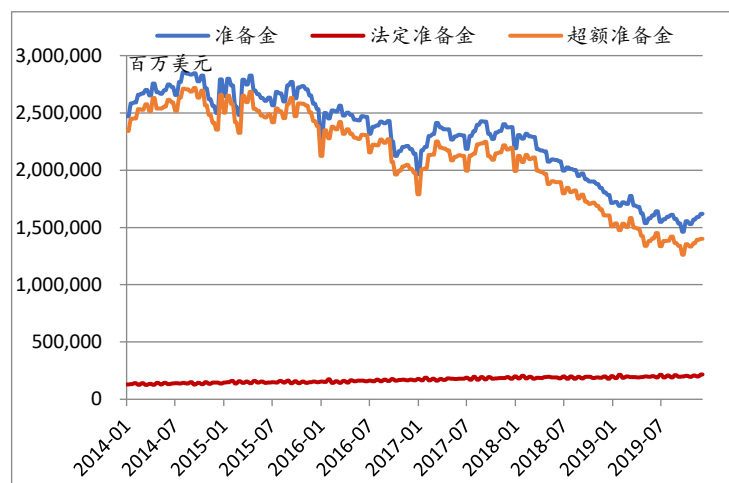
## 1、美国货币市场运行状况

同预期一致，在 12 月中的美联储议息会议决定维持联邦基金利率不变，仍保持在 1.50%-1.75%。与此同时，更多美联储官员认为短期内没有调整利率的必要。美联储宽松预期降温。

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明年 1 月维持当前利率 1.50%-1.75% 区间不变的概率为 97.8%，而降息 25 bps 至 1.25%-1.50% 的概率为 0%，加息 25 bps 至 1.75%-2.00% 区间的概率为 2.2%。

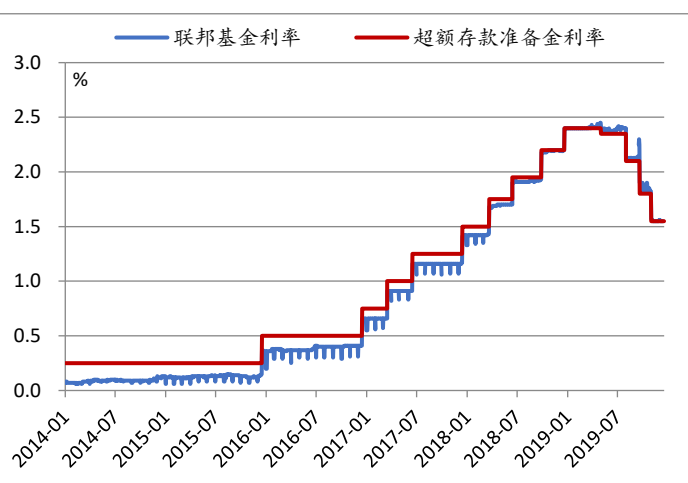
随着美联储扩表的持续，准备金余额规模继续回升。12 月初初准备金余额为 1.617 万亿美元，较 9 月末 1.462 万亿美元的近期低点增加 1,550 亿美元。近期法定准备金余额也上升就多，较 11 月初增加 98 亿美元，增至 2,165 亿美元。超额准备金余额较 11 月初增加 394 亿美元，增至 1.401 万亿美元。随着此次美联储的扩表，超额准备金余额规模将持续增加。

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

由于准备金余额随着扩表在 11 月继续上升，11 月末基础货币存量上升，由 10 月末的 3.253 万亿升至 3.316 万亿美元，环比上升 1.93%，同比仍减少 4.62%。M1 货币乘数从前值的 1.21 下降至当前的 1.19，M2 货币乘数也从前值的 4.66 下降至 4.62。相应的，M1 余额从 3.926 万亿美元上升至 3.934 万亿美元，环比增加 0.19%；M2 余额自 15.148 万亿美元升至 15.315 万亿美元，环比增加 1.11%。货币供应量的增加源于基础货币投放量的上升。

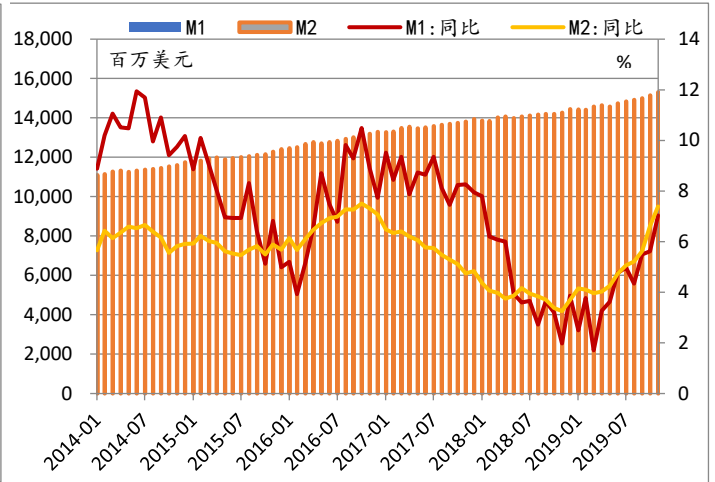


图表 3: 美国基础货币投放量变化



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

图表 4: 美国货币供应量



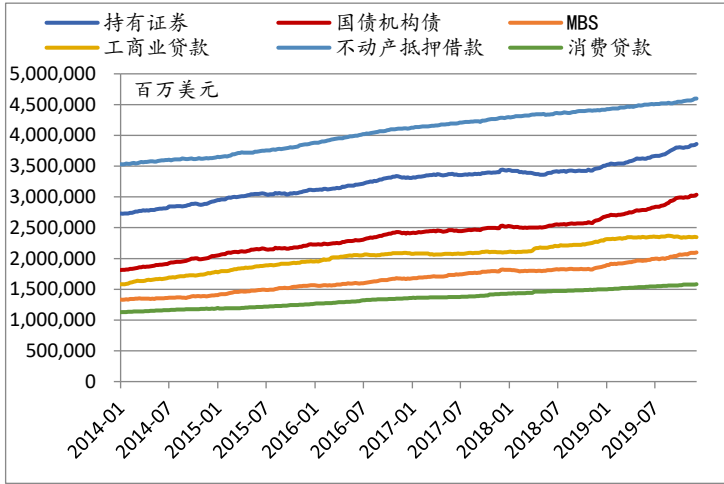
资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

11月美国商业银行资产负债表扩大,其中持有证券规模增加,信贷规模小幅扩大。11月初,商业银行信贷和持有证券规模为13.773万亿美元,12月初规模为13.847万亿美元,同比上升6.46%。其中持有证券规模从3.8144万亿美元上升至3.8603万亿美元,增加459亿美元。其中持有国债和机构债增加376亿美元,而商业银行持有企业债规模增加83亿美元。

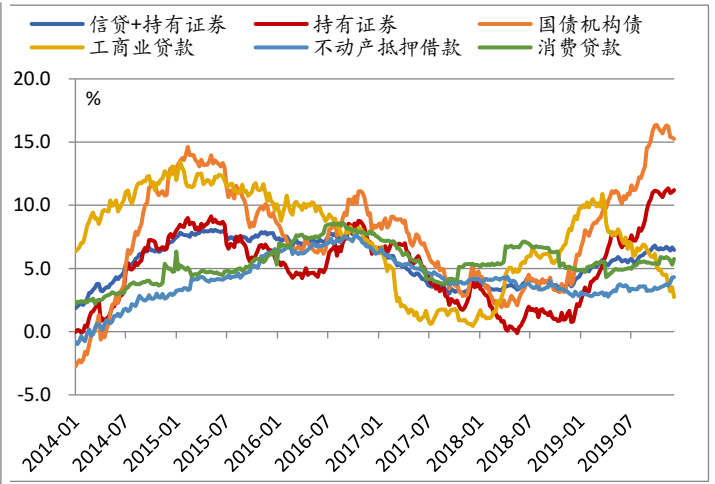
同上月情况一样,信贷规模虽然上升,工商业贷款余额不升反降。其中工商业贷款余额从2.352万亿美元降至2.344万亿美元。消费贷款和不动产抵押贷款,影响相对较小。其中消费贷款余额从1.578万亿美元增至1.582万亿美元;不动产抵押贷款规模受低利率因素影响,从4.568万亿美元增至4.596万亿美元。



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

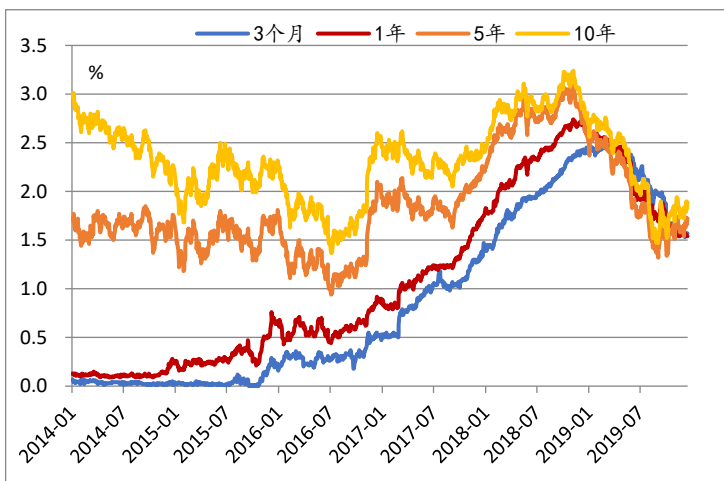


资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

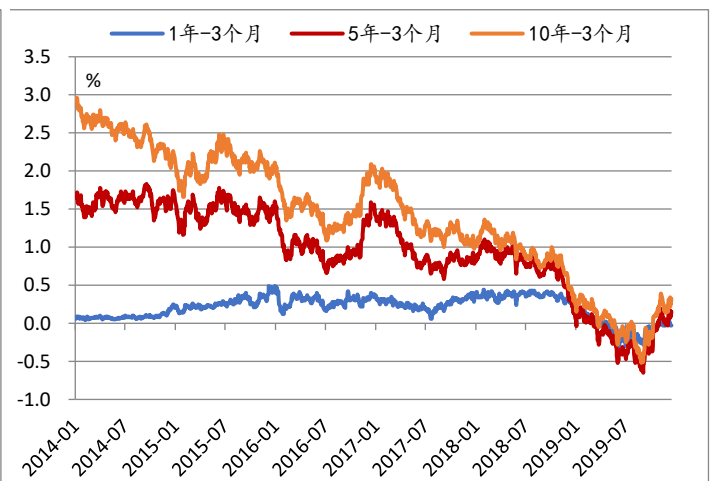
资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

由于美联储降息节奏放缓, 3 个月期国债收益率在过去一个月内显得较为稳定。与此同时, 中美贸易谈判出现转机, 投资者们增持股票意愿更强, 使得长期国债收益率仍旧上升。

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 个月期国债收益率稳定在 1.57%, 同 11 月 15 日持平; 1 年期国债收益率为 1.54%, 同 11 月中也持平; 而 5 年期国债收益率为 1.72%, 较 11 月 15 日上升 7 bps; 10 年期国债收益率为 1.89%, 较 11 月 15 日上升 5 bp。1 年期国债

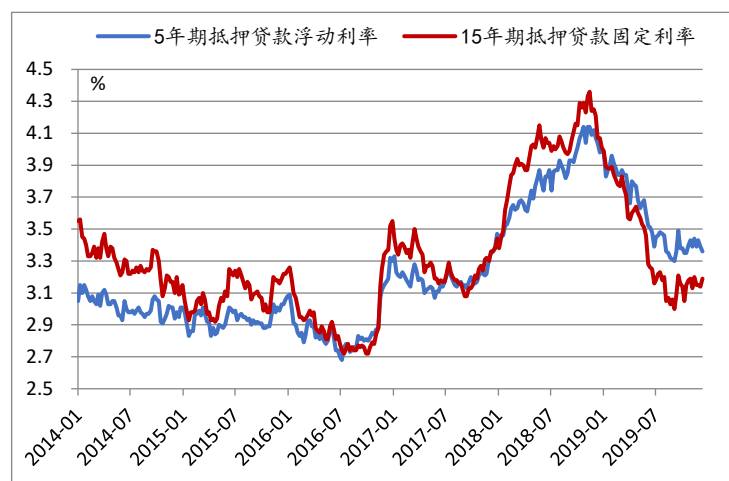


和3个月期国债收益率差值非常接近，正负交错，当前为-0.03%，5年期国债收益率同3个月期国债收益率差值为0.15%，10年期国债高于3个月期国债收益率差值上升至0.32%。

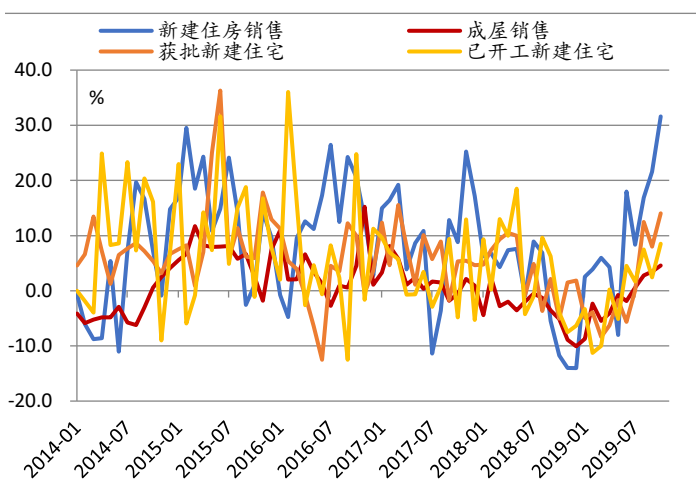
美国抵押贷款利率近期也随着中长期国债收益率的相对平稳而表现较为稳定。5年期抵押贷款浮动利率最近一个月内小幅下降8 bps至3.36%，15年期抵押贷款固定利率下降1 bps至3.19%。

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明显提升。10月份，新建住房销售同比增长31.60%，成屋销售同比增长4.60%。同时已获批的新建私人住宅数同比增加14.05%，已开工新建私人住宅数同比增加8.51%。

图表 9：抵押贷款利率



图表 10：住房销售与新建住房同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

资料来源：Wind 资讯、致富研究院

## 2、经济运行情况

### 2.1 制造业供给需求趋稳

从经济景气指数来看，11月份美国供应协会（ISM）公布的制造业采购经理人指数（PMI）为48.1%，较上月下降0.2%，连续4个月低于荣枯线，仍处在收缩状态中。

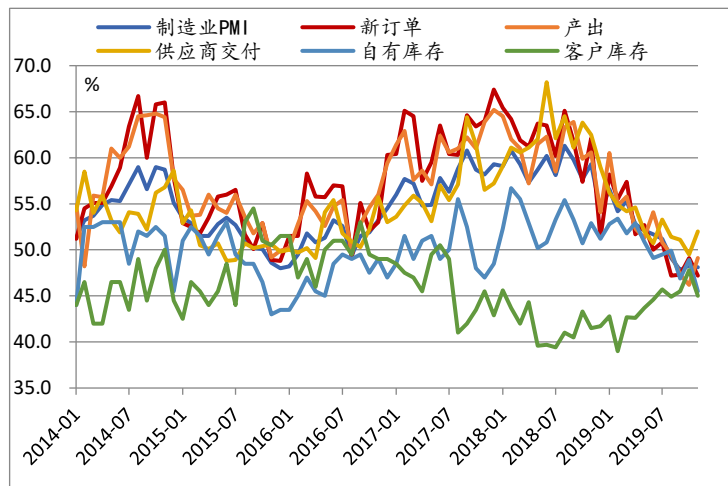
其中，新订单指数为47.20%，较上月下降1.9个百分点，连续4个月低于荣



枯线；产出指数为 49.1%，较前值回升 2.9 个百分点，同样连续 4 个月低于荣枯线；供应商交付指数为 52.00%，较前值回升 2.5 个百分点，再次站上荣枯线；自有库存指数为 45.5%，较上月下降 3.4 个百分点，收缩继续加深，并且连续 6 个月低于荣枯线；客户库存指数为 45.0%，较上月下降 2.8 个百分点。

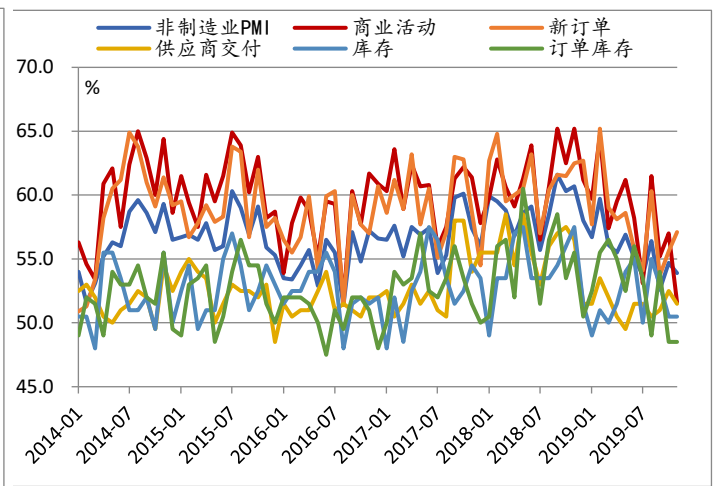
11 月份非制造业 PMI 为 53.9%，较上月份下降 0.8 个百分点。其中，新订单指数为 57.1%，较前值上升 1.5 个百分点；商业活动指数为 51.6%，较前值大幅下降 5.4 个百分点；供应商支付指数为 51.5%，较前值下降 1.0 个百分点；库存指数为 50.5%，较前值持平；订单库存指数为 48.5%，较前值持平。

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

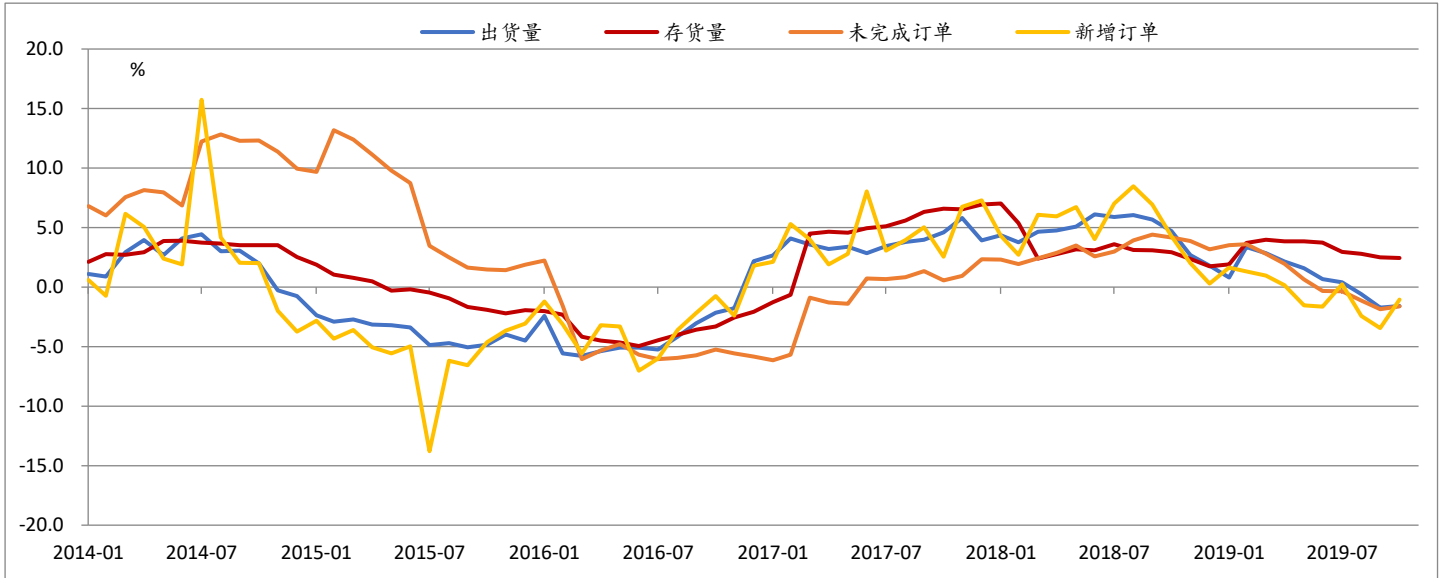


资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

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同比收缩，环比小幅增加。10 月份，经季调后制造业出货量达到 5,002 亿美元，同前值基本持平，同比下滑 1.60%，环比微升 0.01%；新增订单量为 4,970 亿美元，同比减少 1.06%，环比增加 0.28%；存货量为 6,988 亿美元，同比增长 2.45%，增速连续 7 个月下滑；未完成订单量为 1.1643 万亿美元，同比减少 1.61%，环比小幅上升 0.09%。



图表 13: 制造业出货量、库存及订单同比增速

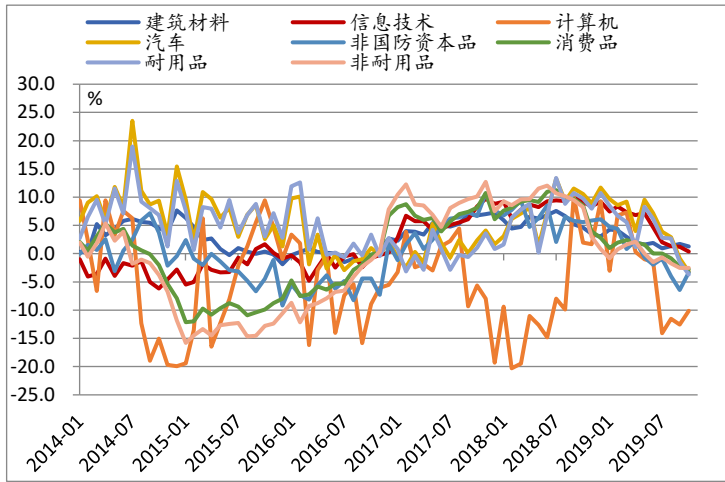


资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

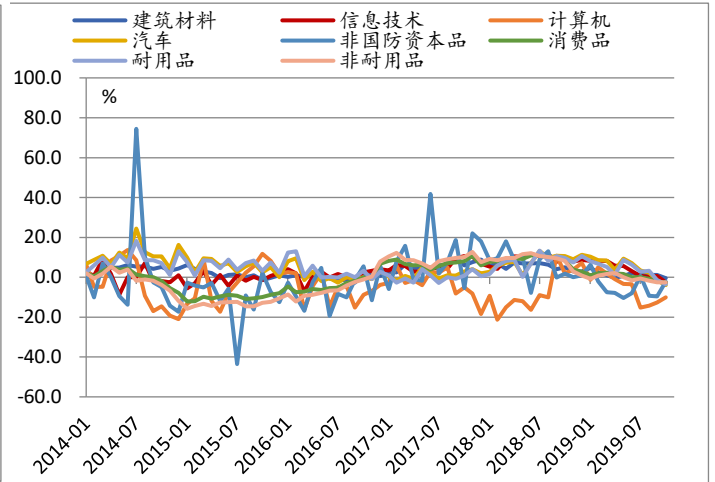
具体从行业的出货量和新增订单量来看制造业供给和需求,本阶段所有供给和需求仍然延续下降趋势。10月份消费品出货量同比减少2.77%,新增订单量减少2.73%;其中耐用品出货量和新增订单量同比降幅扩大,其中出货量同比减少3.69%,新增订单量减少3.54%;非耐用品出货量同比减少2.53%,新增订单量同比减少2.53%。非国防资本品出货量同比减少3.30%,连续6个月负增长,新增订单量同比减少2.21%,降幅开始收窄。建筑材料出货量同比增加1.30%,新增订单量同比减少0.42%。



图表 14: 各主题出货量同比增速



图表 15: 各主题新订单量同比增速

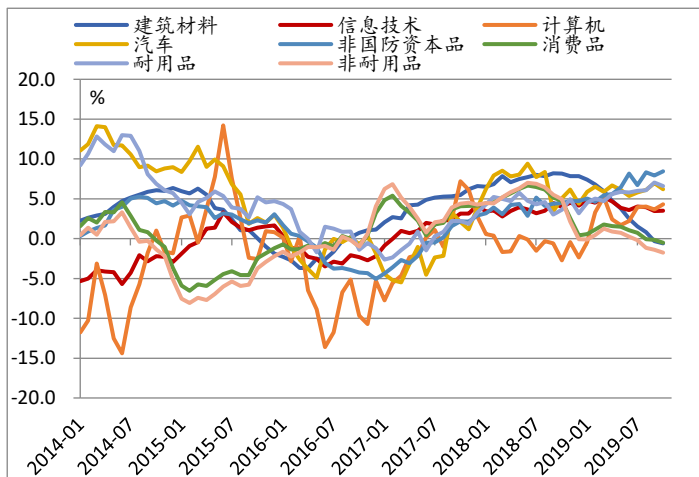


资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

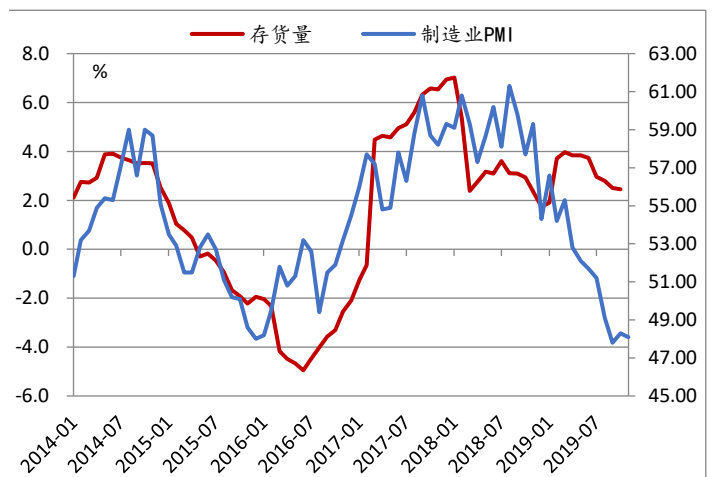
资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

各主题制造业企业存货量同比增速在 10 月份为 2.45%，增速连续 7 个月下降。其中建筑材料存货量同比减少 0.61%，增速连续 13 个月下降。消费品存货量同比减少 0.50%，其中非耐用品存货量同比减少 1.75%；耐用消费品存货量同比上升 6.62%，其中汽车及其零部件同比增长 6.20%，计算机及其周边产品同比增加 4.26%，信息技术产品同比增加 3.49%。非国防资本品同比上升 8.45%，增速为近几年新高。

图表 16: 各主题存货量同比增速



图表 17: 制造业库存增速随 PMI 变化



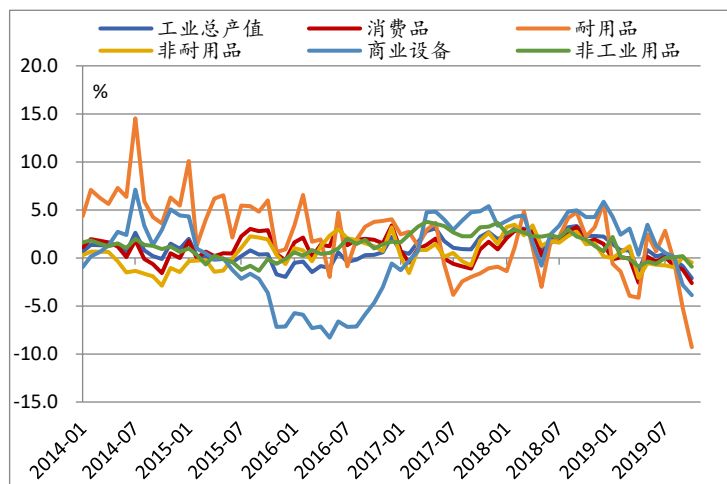
资料来源: Wind 资讯、BEA、致富研究院

资料来源: Wind 资讯、BEA、致富研究院

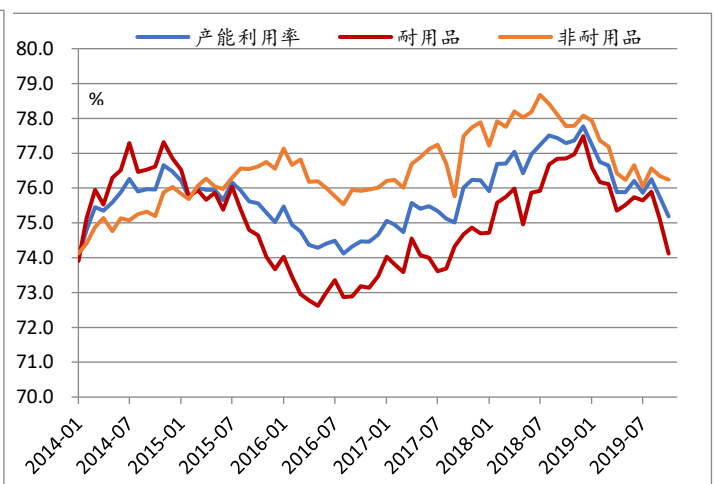


经价格及季节调整后，10月份美国工业总产值为4.248万亿美元，较上月的4.295万亿美元减少471亿美元，同比减少2.11%，同比增速连续三个月降幅扩大。工业总产值减少的主要原因在于消费品中的耐用消费品、商业设备以及非工业用品产值的减少，具体来看：耐用消费品工业产值同比减少9.29%，较上月减少291亿美元；非耐用品总产值同比下降0.47%。商业设备同比减少3.87%，较上月减少68亿美元；占比24%的非工业用品产值同比下降0.91%，较上月减少63亿美元。

图表 18：美国工业产值同比增速



图表 19：美国制造业产能利用率



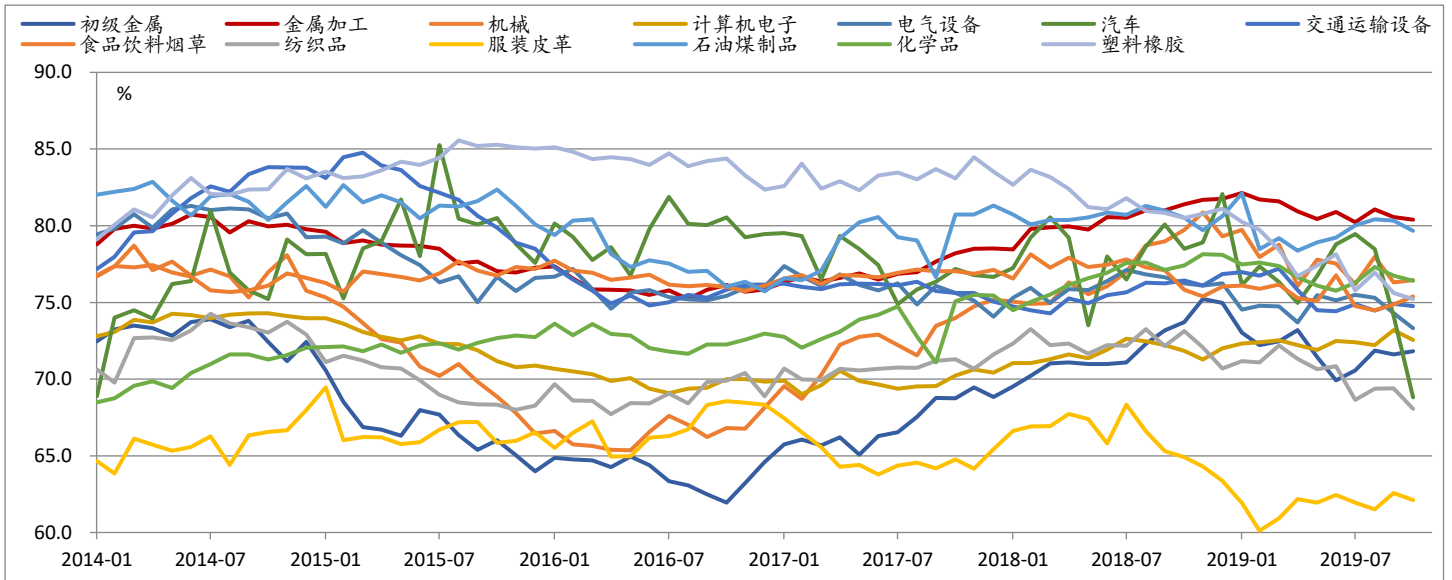
资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

10月份美国制造业产能利用率进一步下降。10月份制造业整体产能利用率从75.75%下降至75.18%。耐用品产能利用率从前值的75.11%下降至74.12%，其中汽车制造业从74.12%大幅下降至68.81%；机械制造业略微回升至76.44%；计算机和电子产品下降至72.54%；电气设备制造业产能利用率降至73.32%。非耐用品产能利用率从76.34%下降至76.24%，其中食品饮料和烟草行业从74.88%上升至75.40%，化学品行业降至76.42%，石油和煤制品下降至79.66%，塑料橡胶制品行业下降至75.22%。



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

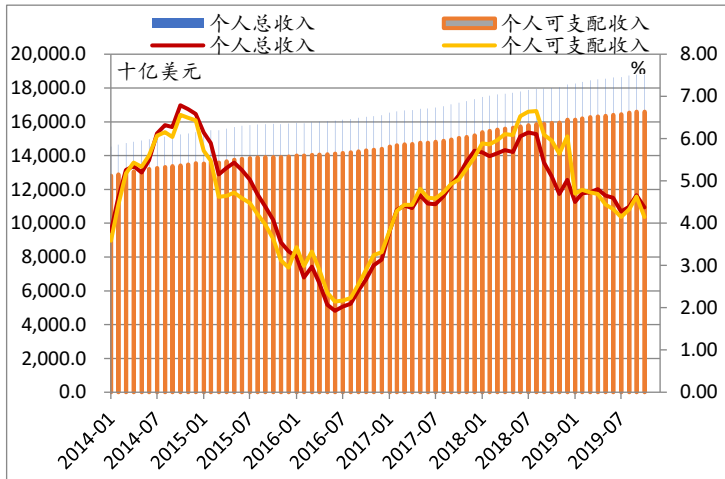
## 2.2 居民收入增速回落，消费减速

从居民家庭收入调查数据来看，10 月份年化个人总收入为 18.794 万亿美元，同比增长 4.37%，增速较上月有所回落。10 月份年化名义个人可支配收入为 16.592 万亿美元，同比增长 4.15%，增速低于前三季度均值的 4.53%；扣除价格因素后，实际年化个人可支配收入同比增长为 2.80%，低于前值的 3.27%，同时明显低于前三季度均值的 3.09%。

从个人收入情况来看：10 月份私企雇员报酬折年数为 11.559 万亿美元，同比增长 4.75%，增速保持稳定。其中商品生产业报酬增速有所回升，商品生产业雇员年化报酬为 1.553 亿美元，同比增速从前值的 4.02% 回升至 4.59%。而服务业员工报酬增速较前值同样上升，同比增长 5.31%，较前值增长 0.19 个百分点。经营者收入为 1.684 万亿美元，较前值减少 172 亿美元，同比增长 5.05%。个人财产性收入折年数降至 2.987 万亿美元，较上月减少 296 亿美元，同比增长 0.61%。财产性收入的减少主要源于利息收入的减少，10 月份利息收入较上月减少 286 亿美元，同比减少 1.04%。股息收入较上月减少 10 亿美元，同比增加 2.88%，下降 0.69 个百分点。与此同时，个人转移支付收入同比增速为 7.16%，增速较上月开始回落。

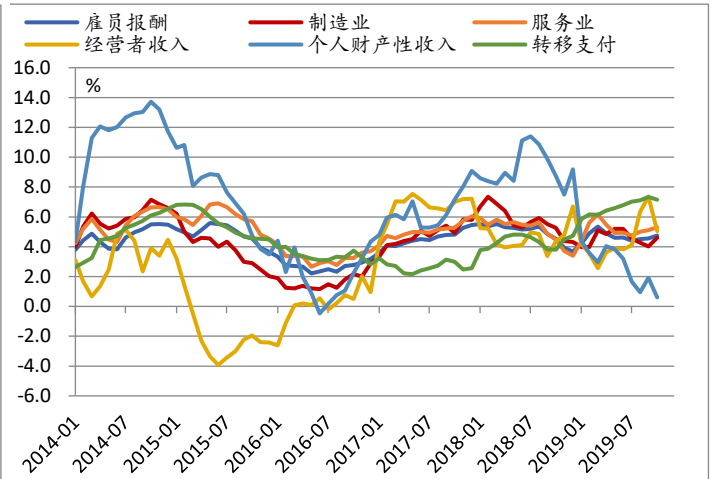


图表 21: 美国个人收入情况



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

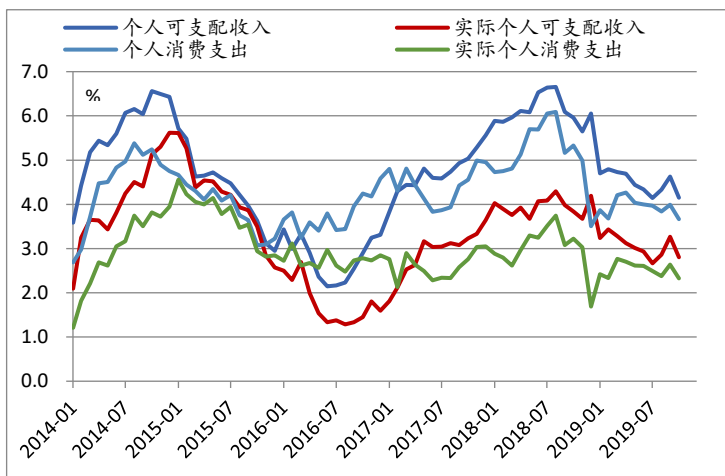
图表 22: 各类收入同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

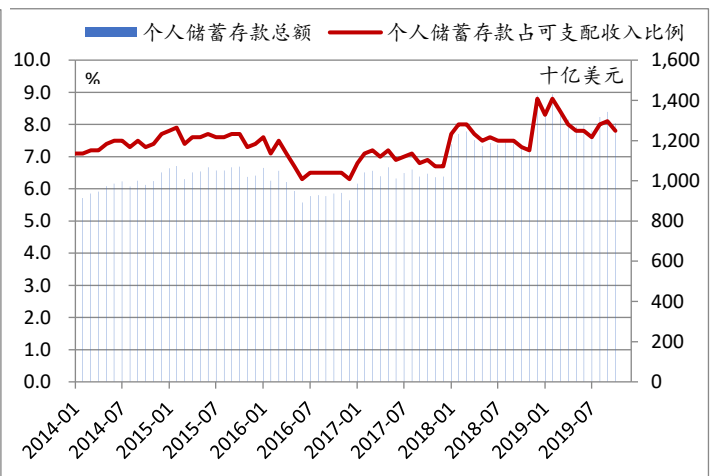
10 月份随着名义个人可支配收入和实际可支配收入增速的回落, 名义和实际消费支出增速也转而回落。名义个人可支配收入在 10 月份同比增长 4.15%, 低于上月的 4.63%; 剔除价格因素后, 实际个人可支配收入同比增长 2.80%, 较上月增速的 3.27% 下降 0.47 个百分点。

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

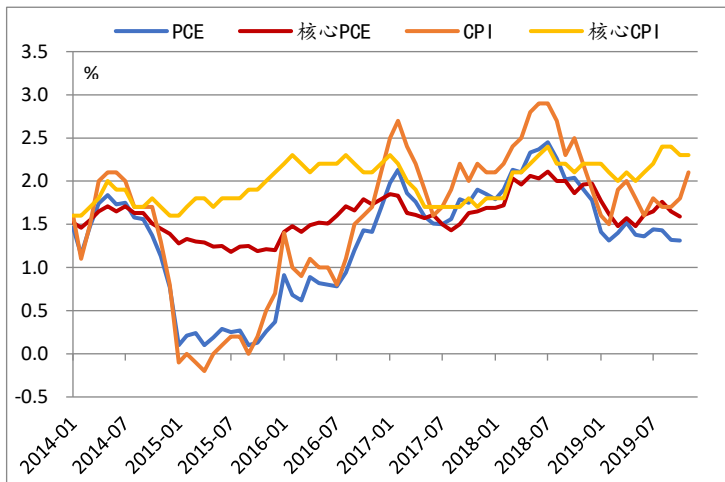
10 月份名义个人消费支出同比增长 3.66%, 较前值的 3.99% 下降 0.33 个百分点; 实际个人消费支出同比增速下降至 2.32%, 较上月增速的 2.64% 下降 0.32 个



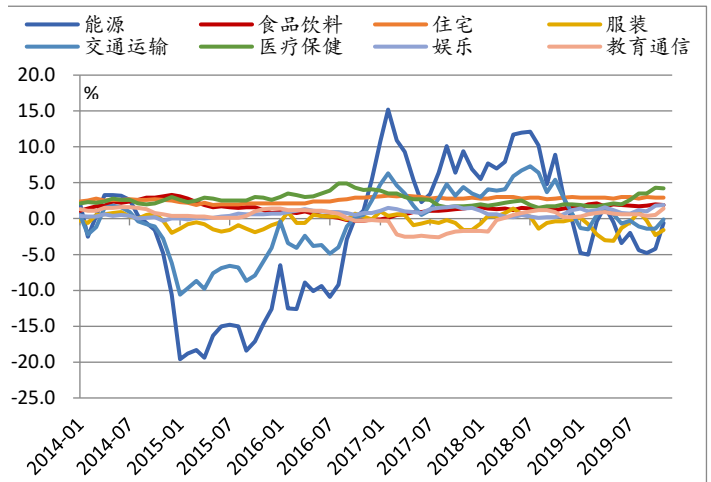
百分点，增速延续下降趋势。

10月份美国新增个人储蓄存款大幅减少，年化新增个人储蓄存款为1.287万亿美元，较前值的1.343万亿美元减少557亿美元。个人储蓄存款占可支配收入比例也开始下降，从前值的8.1%降至7.8%。

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

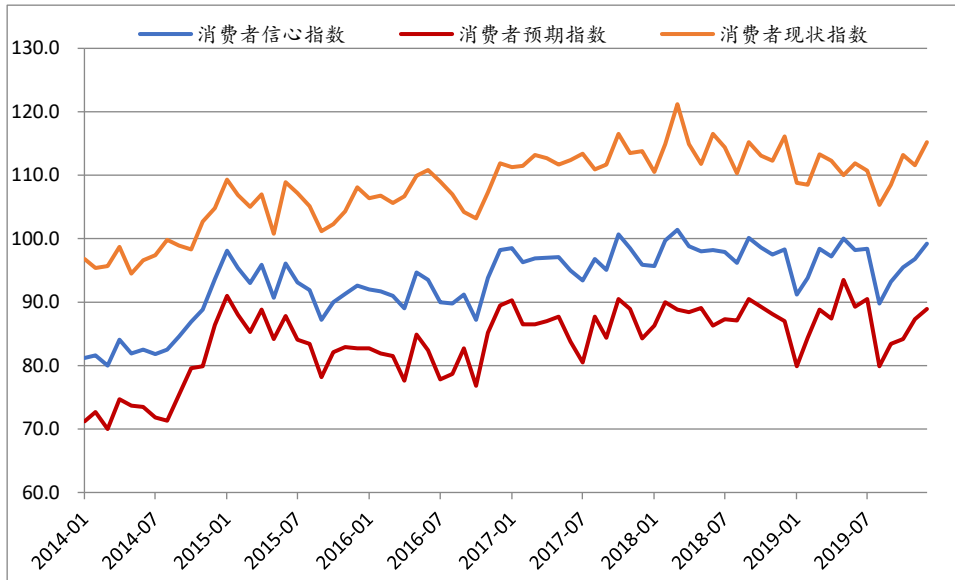
资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

11月份美国通胀指数小幅上升。CPI 同比增长 2.1%，高于前值的 1.8%；而核心 CPI 则同比上升 2.3%，同前值持平。10月份，PCE 同比增长 1.31%，较前值的 1.32% 下降 0.01 个百分点；剔除食品和能源后的核心 PCE 同比下降至 1.59%，低于前值的 1.65%。

11月份，能源价格同比下降 0.6%，相对较为稳定。与能源价格相关度较高的交通运输业价格同比下降 0.1%；医疗保健同比增长 4.2%；住宅同比增速稳定在 2.9%；娱乐同比增长 1.9%；食品与饮料同比增长 1.9%；服装价格同比下降 1.6%；教育和通信同比增长 1.4%。



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

12月消费者信心指数进一步回升，从前值的96.8%上升至99.2%，增长2.4个百分点。反映消费者未来开支预期的消费者预期指数从11月份的87.3%上升至88.9%；反映消费者当前开支状况的分项指标消费者现状指数在12月份从111.6%上升至115.2%。

### 3、劳动力市场

美国非农报告显示失业率在11月份再次触及历史低点，下降0.1个百分点，至3.5%；职位空缺率数据显示在9月份下降至4.7%，从高位继续逐渐回落。与此同时，11月份劳动参与率较前值下降0.1个百分点，降升至63.2%。货币工资平均时薪增速较前值略微下降，平均时薪增速在11月份为3.14%，下降0.04个百分点；同时劳工平均工时连续4个月保持在每周34.4小时。

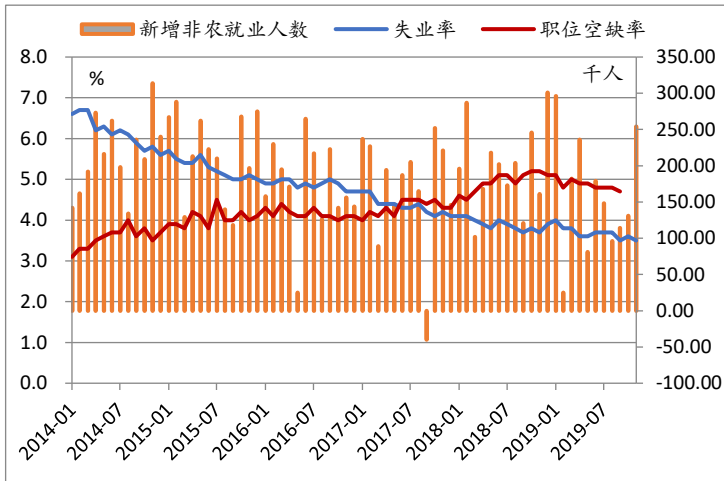
具体来看：

11月份经过季节调整后的失业率下降至3.50%。其中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也同前值持平，维持在3.2%。但是16-20岁青少年失业率下降0.3个百分点，降至近期低点的12.0%。白人失业率保持在3.2%不变；黑人失业率较前值上升0.1个百分点，至5.5%；西班牙和拉美裔失业

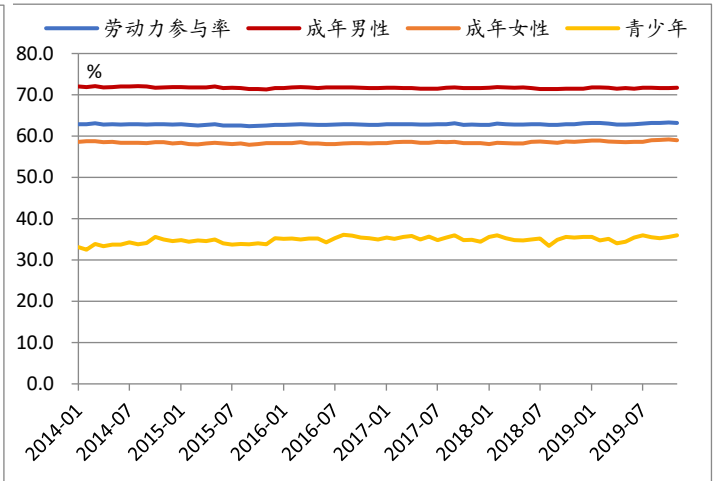


率上升 0.1 个百分点至 4.2%。

图表 28：失业率与非农职位空缺率



图表 29：劳动参与率



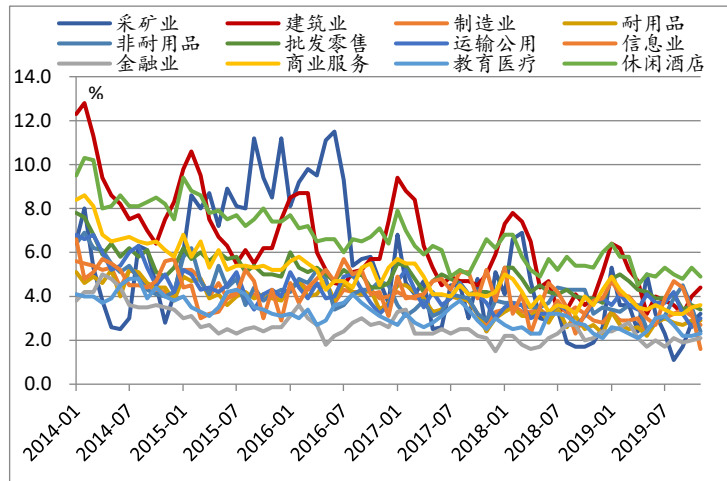
资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

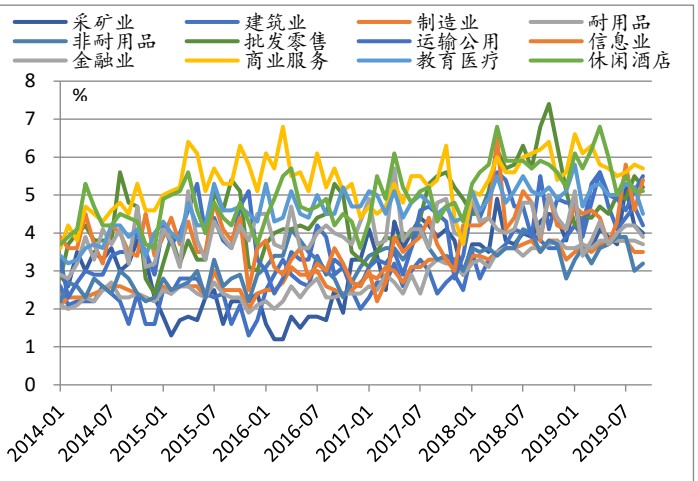
劳动力参与率在 11 月份回落至 63.2%。其中 20 岁以上成年男性劳动力参与率上升 0.1 个百分点，至 71.7%；16 岁以上男性劳动力参与率上升 0.2 个百分点，至 69.3%；16 岁以上女性劳动力参与率下降 0.3 个百分点，至 57.5%；20 岁以上成年女性参与率下降 0.2 个百分点至 59.0%；青少年劳动力参与率上升 0.4 个百分点至 36.0%。



图表 30: 各行业失业率



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

资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

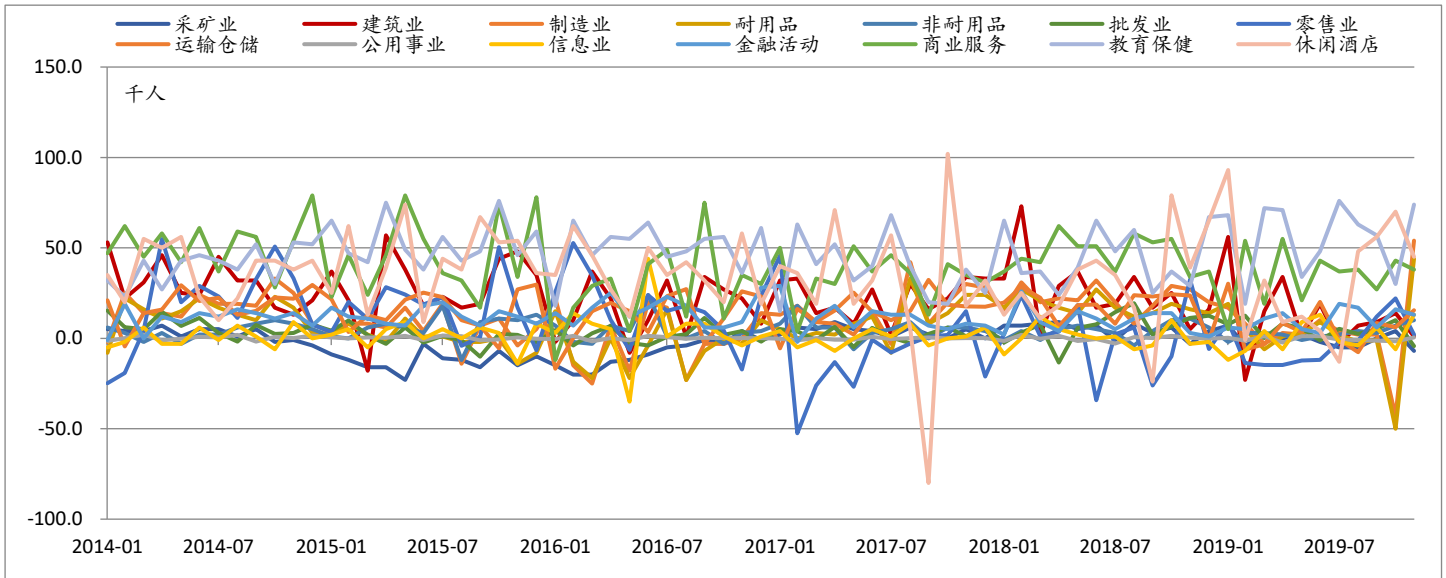
按所在行业来看:

各行业非季节调整的失业率在 10 月份呈现“6 升 4 降”。其中采矿业失业率上升 0.4 个百分点至 3.2%；建筑业失业率上升 0.4 个百分点至 4.4%；运输和公用事业失业率上升 0.4 个百分点至 3.0%；金融业失业率上升 0.1 个百分点至 2.1%；专业和商业服务业失业率上升 0.1 个百分点至 3.6%；教育和医疗服务业失业率上升 0.1 个百分点至 2.3%。制造业失业率上升下降 0.4 个百分点至 2.7%，其中非耐用品制造业失业率从 3.5% 下降至 2.4%，而耐用品制造业失业率保持在 2.9%。批发零售业下降 0.2 个百分点至 3.4%；信息业失业率下降 1.7 个百分点至 1.60%；休闲与酒店业下降 0.4 个百分点至 4.9%。

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

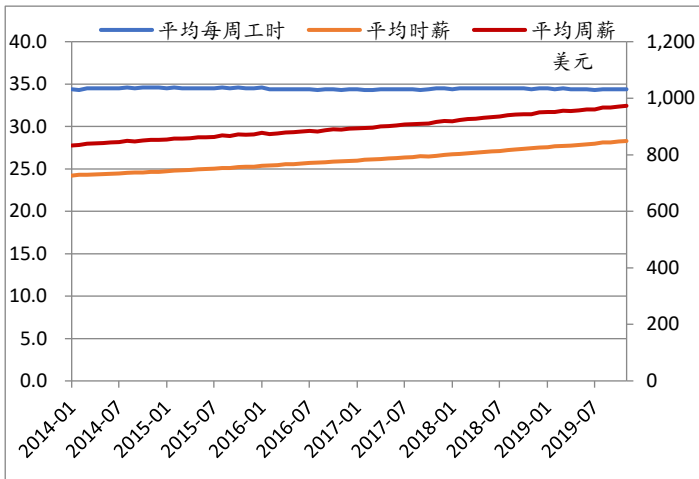


资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

美国 11 月份经季节调整后的新增非农私人就业人数为 25.4 万人, 其中第二产业新增就业人数新增 4.8 万人, 第三产业新增 20.6 万人。在第二产业中, 制造业增加 5.4 万人, 其中耐用品制造业增加 4.4 万人, 而非耐用品制造业新增 1.0 人; 采矿业就业人数减少 7,000 人; 建筑业就业增加 1,000 人。在服务业中, 专业和商业服务业, 教育保健业, 运输仓储业和休闲酒店业新增就业人数较多, 而批发业就业人数出现减少。其中专业和商业服务业新增 3.8 万人, 教育保健业新增 7.4 万人, 运输仓储业新增 1.55 万人, 休闲酒店业新增 4.5 万人。与此同时, 批发业减少 4,300 人。

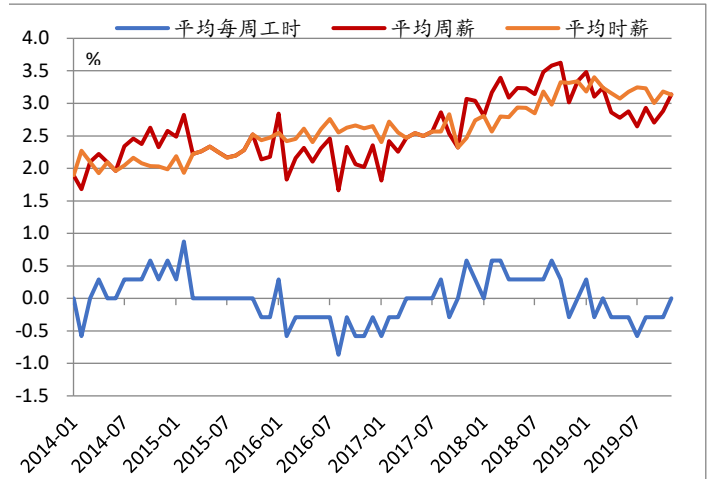


图表 33: 非农企业平均工时、时薪和周薪



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



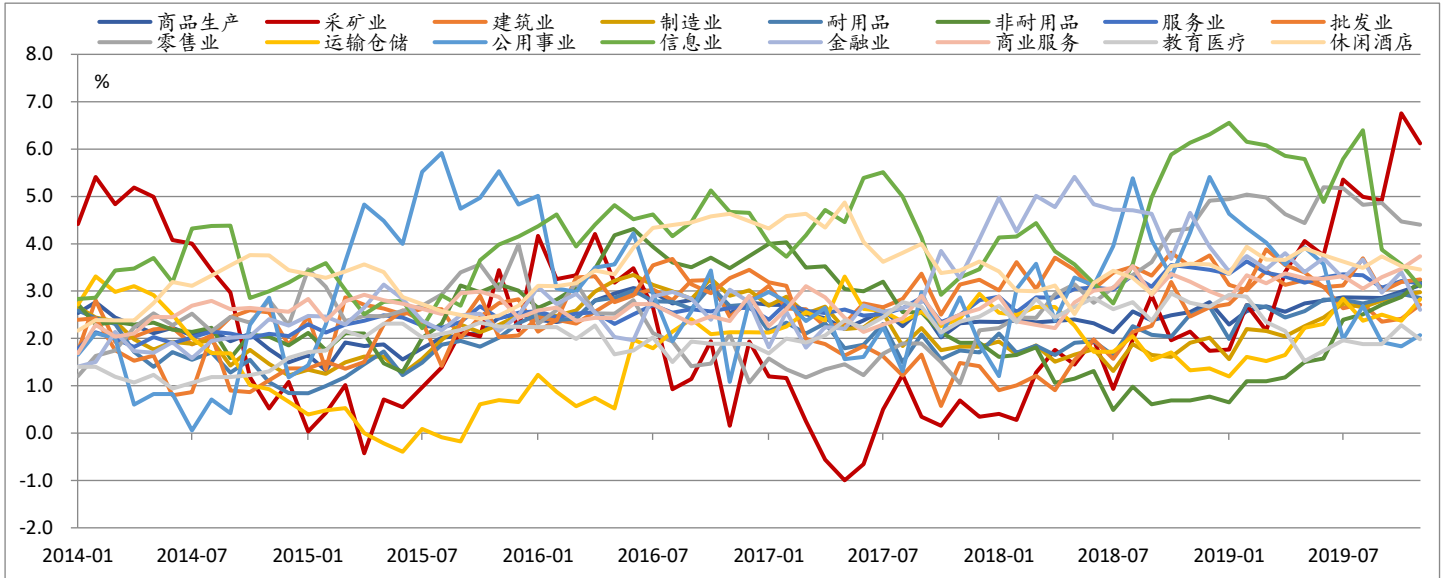
资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

11 月份美国非农私人平均时薪增速小幅回落。11 月份非农私人企业平均时薪为 28.29 美元，同比上涨 3.14%，较前值的 3.18% 略微下降。平均每周工时为 34.4 小时，连续 4 个月保持此水平。平均周薪为 973.18 美元，同比上涨 3.14%，得益于平均每周工时的稳定，同比增速上升。

具体来看各行业时薪增速:11 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 29.38 美元，同比增速为 3.12%，是最近三年中，增速首次突破 3%。其中建筑业时薪增长 2.71%；采矿业时薪增长 6.12%；制造业时薪增长 2.97%，其中耐用品制造业同比增长 2.86%，非耐用品同比增长 3.20%。第三产业整体时薪为 28.04 美元，历史首次突破 28 美元整数，同比增速为 3.16%。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 3.10%；休闲酒店业时薪增长 3.45%；零售业增长 4.40%；金融业时薪增长 2.61%；专业和商业服务时薪增长 3.74%；教育医疗业时薪只增长 1.98%，仍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
<b>香港致富证券有限公司</b>	<b>香港致富证券有限公司北京代表处</b>	<b>香港致富证券有限公司上海代表处</b>	<b>香港致富证券有限公司深圳代表处</b>
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](http://www.chiefgroup.com.hk)