



## 美国宏观经济月报

2016/10/25

全球宏观经济研究员 曾佳

010-66555831

jia\_zeng@chiefgroup.com

### 美国经济:从实体经济驱动逐渐转向金融驱动

#### 摘要:

- 二季度实际 GDP 环比增速 1.40%，高于上季度增速 0.80%，但仍然处于较低位置；同比增速 1.28%，略低于上季度增速 1.57%，经济增速自去年一季度之后连续下滑。尽管数据下滑，但美国经济复苏的情况并不如数据反映出来的那么消极。商业投资的低迷是拖累 GDP 增速的主要原因，其中企业库存拉低 GDP 1.16 个百分点，但去库存速度加快对目前的美国经济是有利的；贸易逆差是由于进口的增加而非出口的减速，因而尽管其对于 GDP 增速的拉动是逆向的，但对于经济影响是正面的。
- 从三季度的最新数据来看，消费者对于自身财务状况的预期有所改善，金融资产增加，个人消费支出增长稳健，消费数据将继续成为经济增长最有力的支撑，也将成为三季度经济增速回升的主要拉动力；出口领域已经开始逐渐摆脱过去两年强势美元所带来的负面影响，贸易逆差相比去年同期的 446.4 亿美元下降了近 9%，但进口加速导致贸易对 GDP 的拖累仍将持续；制造业复苏进程依然较为缓慢，但受到电信行业拉动，三季度其对经济的拖累有所减弱。总体来看，预计三季度 GDP 同比增速 1.6%。
- 美国劳动力市场从今年年初趋紧，二季度已经接近充分就业，但从不同行业来看，振兴较慢的制造业与对人才要求较高的现代服务业在劳动力供需上呈现明显的两极分化，这也是造成劳动参与率与工资水平难以加速上行的主要原因。具体数据显示，9 月新增非农就业 15.6 万人，8 月数据由 15.1 万上修至 16.7 万；失业率 5%，为年内高点；平均每小时工资同比增加 2.6%，略高于前值 2.4%；劳动力参与率 62.9%，略高于前值 62.8%，为六个月以来高点。
- 结构性失业并不影响美国实现充分就业的目标，通胀上行的趋势已经非常明显，预计今年 12 月是美联储的加息窗口。
- 工商业贷款利差缩小与居民家庭消费意愿增强促进工商业信贷与消费信贷提振显著。信贷规模的增加促进商业银行加速提取在量化宽松时期存入美联储的超额准备金，9 月末超额准备金同比下降 14.8%，为九年以来最大降幅。准备金的加速释放进一步增加了美国货币市场的流动性，这些资金避开了利润下降的制造业而流向形势转好的资本市场，这也解释了为什么美国股市在企业利润下行三个季度后仍然没有经历滑铁卢反而有所上涨。资本市场在资金的支持下进一步走高，从而推动居民家庭金融资产持续增加，消费意愿增强，消费支出加速，经济增速回升。



## 目录

- 一、经济运行情况 ..... 4
  - 1、国内消费需求强劲，消费支出增速稳健 ..... 6
  - 2、进出口同时增加，贸易逆差扩大 ..... 8
  - 3、制造业投资低迷，电信业增速居首 ..... 9
- 二、劳动力市场趋紧，结构性失业是最后的缺口 ..... 10
- 三、流动性释放加速，资金驱动经济增长 ..... 13



图 1	GDP 同比增速 .....	4
图 2	企业利润与所有者权益 .....	5
图 3	金融资产余额与消费支出 .....	5
图 4	个人收入同比增速 .....	6
图 5	个人收入各分项增速 .....	6
图 6	实际 DPI 与 PCE 同比增速 .....	7
图 7	个人消费支出各分项同比增速 .....	7
图 8	个人储蓄存款同比增速 .....	7
图 9	储蓄率 .....	7
图 10	原油价格与通胀水平 .....	8
图 11	贸易逆差 .....	9
图 12	进出口同比增速 .....	9
图 13	制造业新增订单同比增速 .....	10
图 14	失业率 .....	11
图 15	新增非农就业 .....	12
图 16	就业增速与时薪增速 .....	13
图 17	货币供应量同比增速 .....	14
图 18	准备金余额 .....	14



## 一、经济运行情况

美国商务部发布数据，二季度实际 GDP 环比增速 1.40%，高于上季度增速 0.80%，但仍然处于较低位置；同比增速 1.28%，略低于上季度增速 1.57%，经济增速自去年一季度之后连续下滑。

从各分项对实际 GDP 增长的贡献率来看，个人消费支出贡献 2.88 个百分点，成为拉动 GDP 增长的主要因素；净出口拉动 0.18 个百分点；国内私人投资拉低 1.34 个百分点；政府支出拉低 0.30 个百分点。

尽管 GDP 增速在二季度持续下滑，但美国经济复苏的情况并不如数据反映出来的那么消极。商业投资的低迷是拖累 GDP 增速的主要原因，其中企业库存拉低 GDP 1.16 个百分点，但去库存速度加快对目前的美国经济是有利的。

从第三季度的最新数据来看，金融资产增加使得消费者对于自身财务状况的预期有所改善，个人消费支出增长稳健，消费数据将继续成为经济增长最有力的支撑，也将成为三季度经济增速回升的主要拉动力；出口领域已经开始逐渐摆脱过去两年强势美元所带来的负面影响，贸易逆差相比去年同期的 446.4 亿美元下降了近 9%，但进口加速导致贸易对 GDP 的拖累仍将持续；制造业复苏进程依然较为缓慢，但受到电信行业拉动，三季度其对经济的拖累有所减弱。总体来看，预计三季度 GDP 同比增速 1.6%。

图 1 GDP 同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

从近五个季度来看，GDP 增速的回调与企业利润数据的表现是一致的，即企业利润自去年一季度开始连续下降。但在二季度，企业利润同比下降 4.3%，降幅较前期有所收窄，同时 GDP 增速的下降速度也有所放缓，经济增速的回调有望在今年年底结束。

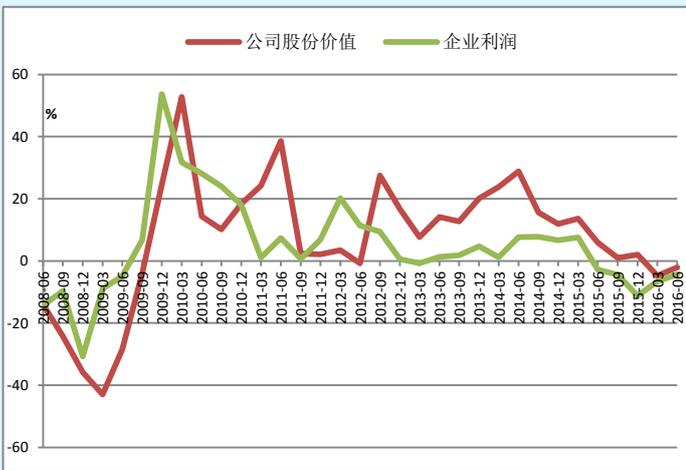
企业利润的跌幅放缓不仅体现在经济增速中，还反映在美国家庭的金融资产余额中。从美国家庭



的资产负债表来看，二季度家庭总资产余额增加 1.24 万亿至 103.75 万亿美元，增幅 1.2%，较上期增幅 0.8%有所扩大，主要是由于金融资产增速加快。

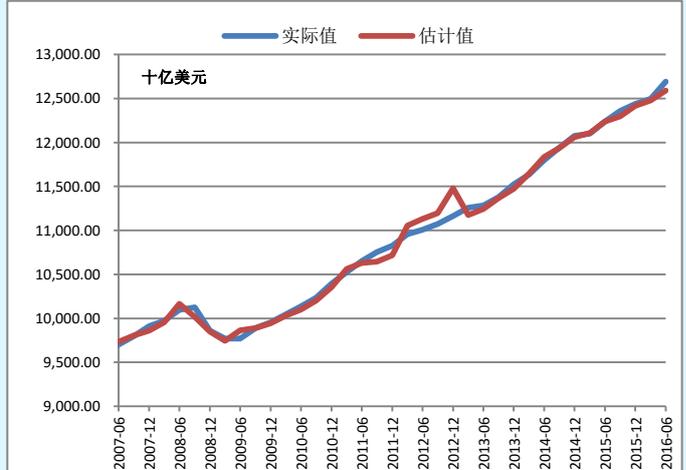
二季度家庭金融资产余额增加 0.7 万亿至 72.33 万亿美元，增幅 1.0%，高于上期的 0.5%。其中，储蓄余额 10.86 万亿美元，几乎与上期持平，而上期为增加 1.0%，储蓄余额中比重超过 80%的定期存款增速连续第四个季度下降，而比重均为 10%左右的活期存款与货币市场基金份额也有所减少，说明消费者对于经济复苏的信心有所增强，消费意愿回暖，储蓄意愿降低；债券余额减少 0.23 万亿至 4.242 万亿美元，降幅 5.1%，大于上期降幅 2.1%，债券余额中比重超过 20%的国债持有量减少 63 亿至 1.091 万亿美元，国债收益率利差缩小对于其持有量的影响已经消退，美国国债余额二季度基本保持稳定；贷款余额减少 10 亿至 1 万亿美元，而上季度为增加 383 亿美元，贷款规模自 2014 年三季度开始连续下降五个季度，在今年年初受工商业贷款加速推动有回暖迹象，但二季度未能保持增长势头；所持公司股份价值增加 0.33 万亿至 14.52 万亿美元，增幅 2.3%，主要由于二季度企业利润较前期相比开始走稳。

图 2 企业利润与所有者权益



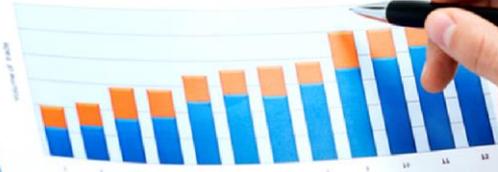
资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 3 名义消费支出回归估计



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

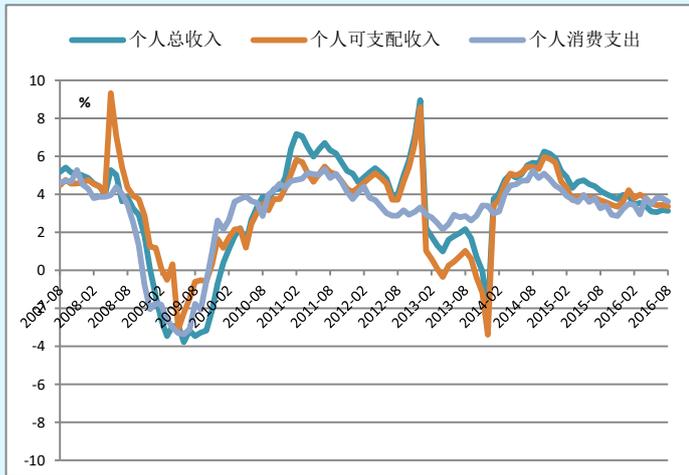
金融资产的回升使得居民消费意愿增加，从而支持消费支出的增加。对名义消费支出数据建立回归模型可以得出，美国消费支出的收入效应约为 66%，财富效应约为 2.5%。尽管财富对于消费的影响边际较小，但相比于收入变动，财富变动幅度更大，因而对消费的影响也是显著的。从二季度数据来看，金融资产增加 0.7 万亿美元，估计推动名义消费增加 178 亿美元，约占实际名义消费增加额的 10%；收入增加 0.14 万亿美元，估计推动名义消费增加 928 亿美元，约占实际名义消费增加额的 48%。



## 1、国内消费需求强劲，消费支出增速稳健

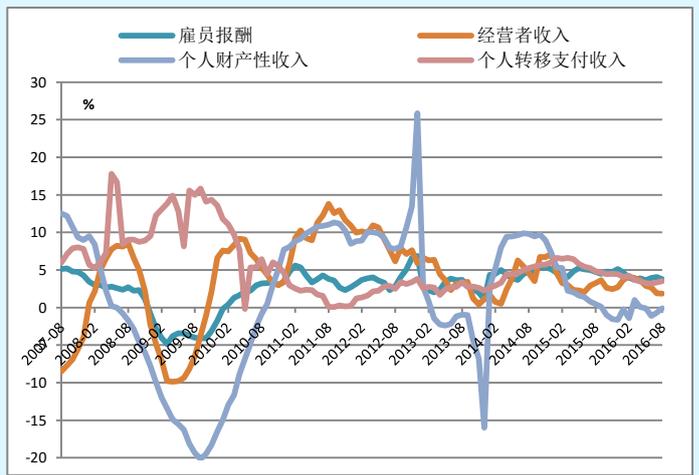
正如上期报告所预测，二季度美国家庭为经济重启涨势注入了动力，在全球需求与企业投资持续疲软情况下，家庭消费支出成为了二季度美国经济增速反弹的主要拉动力。从第三季度的最新数据来看，尽管收入增速不及前期，通胀也存在一定的上行压力，但股市回升的情况下，美国家庭金融资产余额增加能够更为直观的影响其消费需求，预计三季度居民消费支出增长 2.8%，并将继续成为 GDP 增速继续上升的主要拉动力。

图 4 个人收入同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

图 5 个人收入各分项增速

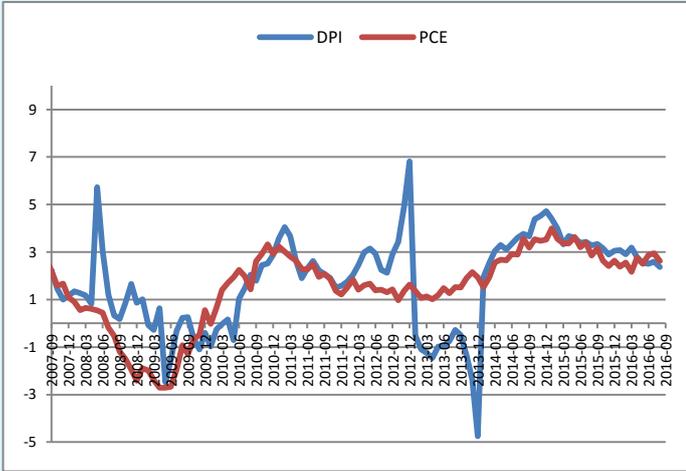


资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

据商务部发布数据，8 月份名义个人收入增加 393 亿美元，环比增长 0.2%，同比增长 3.12%，收入增速在三季度基本与二季度持平。其中，雇员工资同比增长 3.75%，随着劳动力市场趋于饱和，工资增长逐渐放缓；经营者收入同比增长 1.85%，在劳动力成本上升的情况下经营者收入增速依然高于成本增速，反映企业盈利能力在三季度持续改善；个人财产性收入同比下降 0.1%，环比上升 0.48%，随着美股收复前期失地，财产性收入较前期有所回升，但仍低于去年同期水平。此外，个人可支配收入增加 319 亿美元，环比增长 0.2%，低于前值 0.4%，同比增长 3.4%，与上期持平；剔除价格因素后，实际 DPI 环比增速 0.08%，低于前值 0.34%，同比增长 2.4%，低于前值 2.6%。总体来看，8 月份个人收入增长较为平稳，但与今年年初相比有所放缓。

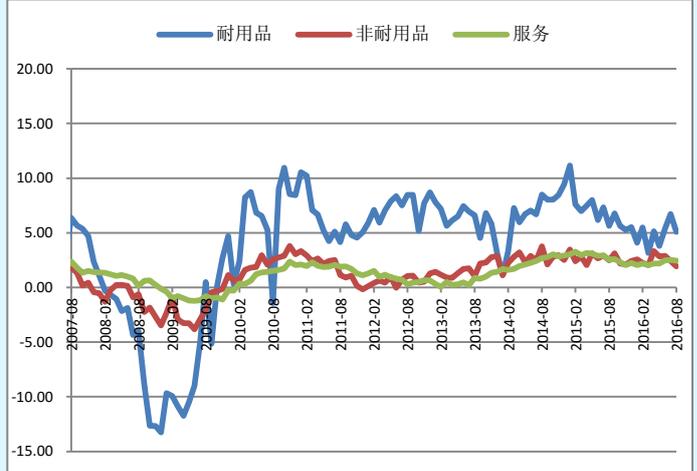


图 6 实际 DPI 与 PCE 同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

图 7 个人消费支出各分项同比增速

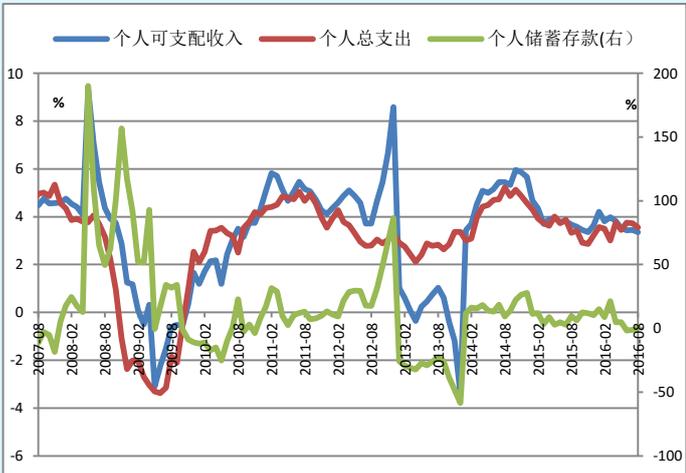


资料来源: Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

个人收入的连续增长与国内需求的稳定推动消费支出保持活力。8 月份名义个人消费支出增加 62 亿美元, 较上月增长 0.05%。剔除价格因素后, 实际 PCE 环比下降 0.09%, 同比增加 2.63%, 消费支出在三季度继续成为美国经济增长的支撑。

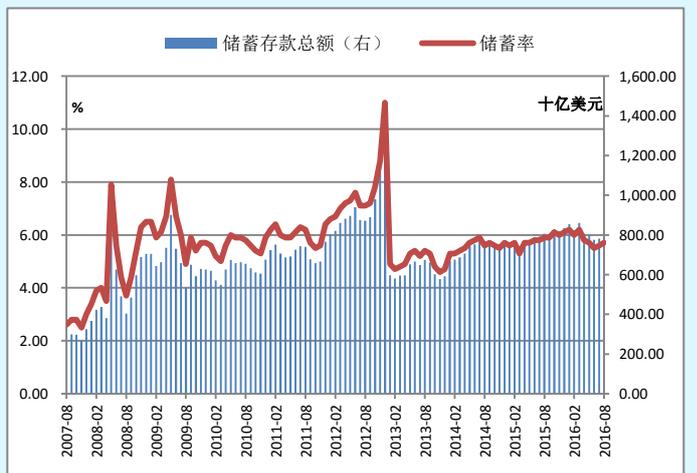
日前公布的 9 月份零售数据也为 9 月份的消费数据注入一剂强心针。9 月份零售销售额达到 4598 亿美元, 环比上升 0.6%, 前值为下降 0.2%; 同比上升 2.67%, 为三季度最高增幅。9 月份零售销售数据较 8 月份有所反弹, 主要受汽车购买量上涨和美国民众可支配收入上升所推动, 表明美国国内消费需求仍然强劲, 9 月份消费支出将继续保持稳健增长。去年以来, 美国汽车消费一直不旺, 今年一季度销售量也一直平淡, 直到二季度才开始上升, 三季度继续保持增长势头。汽车与其他昂贵耐用品消费的增加体现了劳动力市场趋紧后居民收支有所空余, 消费者信心逐渐回升。

图 8 个人储蓄存款同比增速

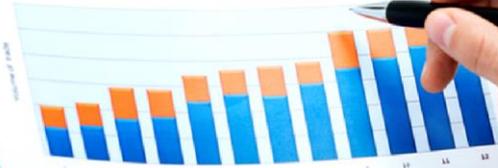


资料来源: Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

图 9 储蓄率

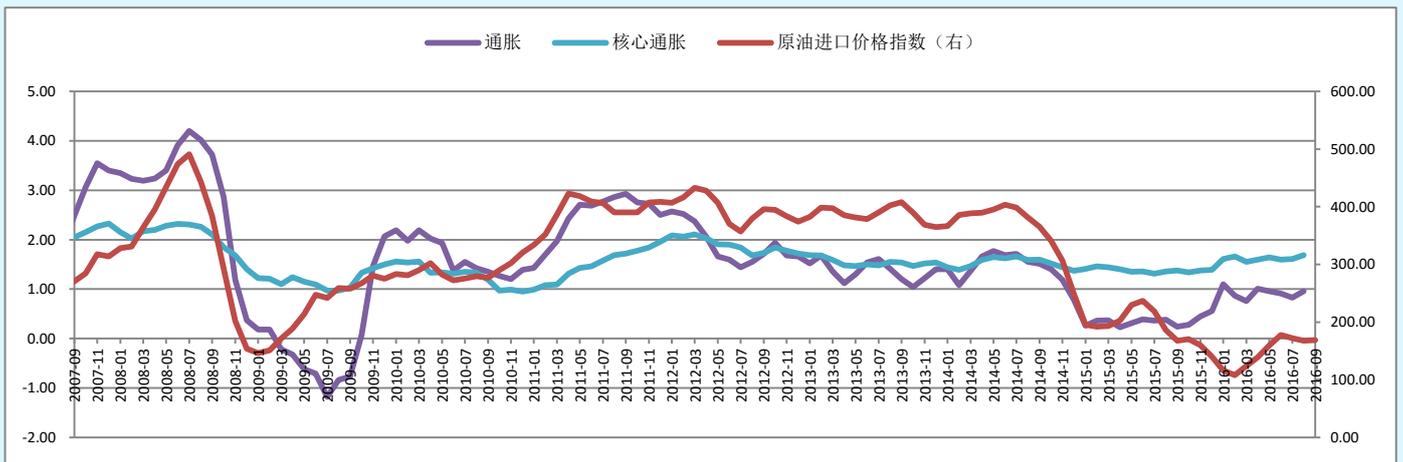


资料来源: Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院



8 月份名义个人支出总额 1327 亿美元，低于个人可支配收入总额，因而 8 月份的私人储蓄为 8076 亿美元，较 7 月份的储蓄额 7819 亿美元有所增加；8 月份储蓄率为 5.7%，高于 7 月份的 5.6%。

图 10 原油价格与通胀水平



资料来源：Wind 资讯、劳工部、致富研究院

从通胀数据来看，8 月份个人消费支出物价指数同比上涨 0.96%，高于上期增速 0.83%，在二季度下调后平稳回升；不包括波动较大的食品与能源在内，核心 PCE 物价指数同比上涨 1.69%，为自 2013 年 1 月份以来高点。8 月份核心通胀显示有加速迹象，主要是由于整体消费支出仍然受到就业市场强劲的推动。尽管通胀预期仍存在下调风险，但核心通胀持续走高仍然为经济前景的增强增添了信心。

日前公布的 9 月份 CPI 数据也预示核心 PCE 仍处于加速上升通道。由于住房成本上升，9 月份 CPI 同比增速 2.2%，涨幅为近五个月以来最高。

## 2、进出口同时增加，贸易逆差扩大

8 月份美国进口额的增加抵消了出口额的增长，从而导致贸易逆差进一步扩大。具体来看，进口的增长来自于服务进口额跳增 4.8%，说明以电信与计算机企业为主的专利密集型产业发展迅猛。尽管进口的增加对 GDP 增速造成反向拉动，但对美国经济复苏的影响是正面的。

据美国商务部发布数据，8 月份美国贸易逆差为 407.3 亿美元，高于前值 395.5 亿美元，贸易逆差的扩大是由于进口的增加抵消了出口的增长。其中，8 月份美国进口总额由上月的 2259.3 亿美元上升至 2285.8 亿美元，触及 2015 年 9 月以来的最高水平，主要由于石油、民用航空器、通讯设备和计算机的进口需求增加；出口总额由上月的 1863.8 亿美元上升至 1878.5 亿美元，也达到了 2015 年 7 月以来的高点，主要由于汽车和医疗设备的出口额增加显著。

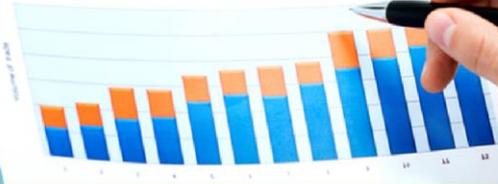
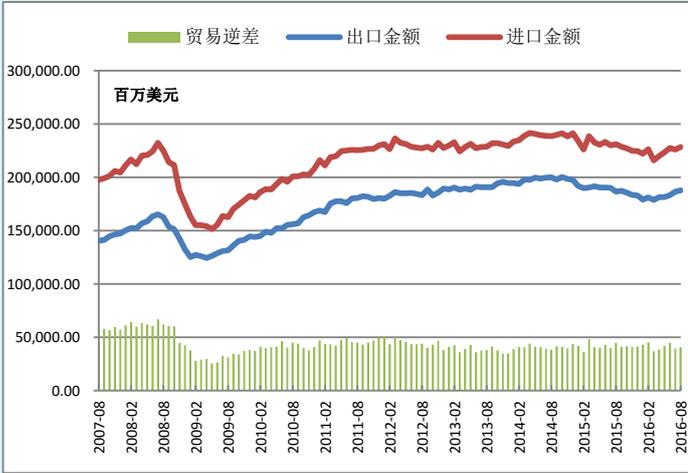


图 11 贸易逆差



资料来源: Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

图 12 进出口同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

尽管贸易逆差的增加对 GDP 增速造成反向拉动,但对美国经济复苏的影响是正面的。8 月份美国商品类贸易逆差为 602.8 亿美元,较 7 月份的 603.3 亿美元小幅缩减,主要由于商品出口增加;服务类贸易顺差也由 7 月份的 207.8 亿美元下降至 195.6 亿美元,主要由于服务进口跳增。

美国的出口领域已经开始逐渐摆脱过去两年强势美元所带来的负面影响,其贸易逆差相比去年同期的 446.4 亿美元下降了近 9%。今年年内,美国贸易逆差累计 3307.4 亿美元,相比去年同期的 3350.8 亿美元下降了 1.3%。

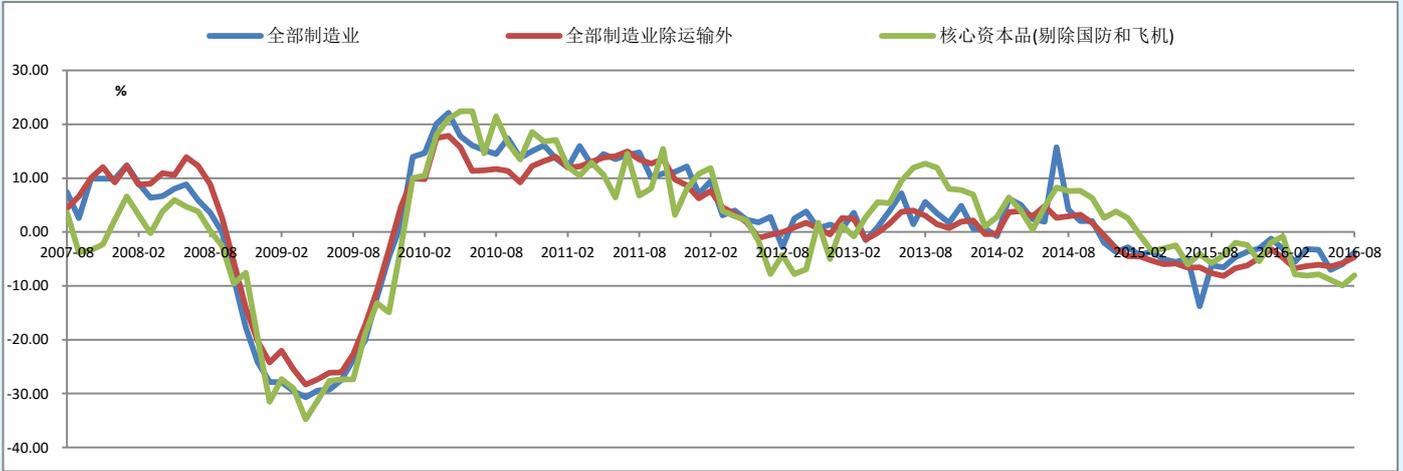
在美国的双边贸易市场中,与中国的贸易逆差最大,达到 338.53 亿美元,其次是与欧盟的 138.93 亿美元,与墨西哥和加拿大则分别为 52.75 亿美元和 10.86 亿美元。此外,美国与日本和 OPEC 的贸易逆差也都较 7 月份有所收窄,8 月份分别为 59.73 亿美元和 10.68 亿美元。

### 3、制造业投资低迷,电信业增速居首

投资的持续低迷使得美国制造业复苏步伐缓慢,8 月份的最新数据表明制造业疲软状况有所改善。据商务部发布数据,经季节调整后,8 月份制造业新增订单环比增长 0.16%;同比下降 3.8%,降幅较前两个月有所收窄,从更长期来看制造业整体有转好迹象。扣除运输后,4 月份制造业新增订单环比下降 0.31%;同比下降 4.68%。制造业活动占美国经济活动的比重约 12%,自 2016 年一季度开始,由于美元强势、能源企业削减支出以及企业减少库存等原因,使得美国工厂订单数据明显下滑。8 月份的最新数据较前期有所改善,反映出在经历了年初的低迷态势后,美国工厂订单开始小幅回升,主要受到交通运输类设备需求增加以及企业对生产资料支出高于预期的大力支撑,这意味着制造业开始复苏。



图 13 制造业新增订单同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

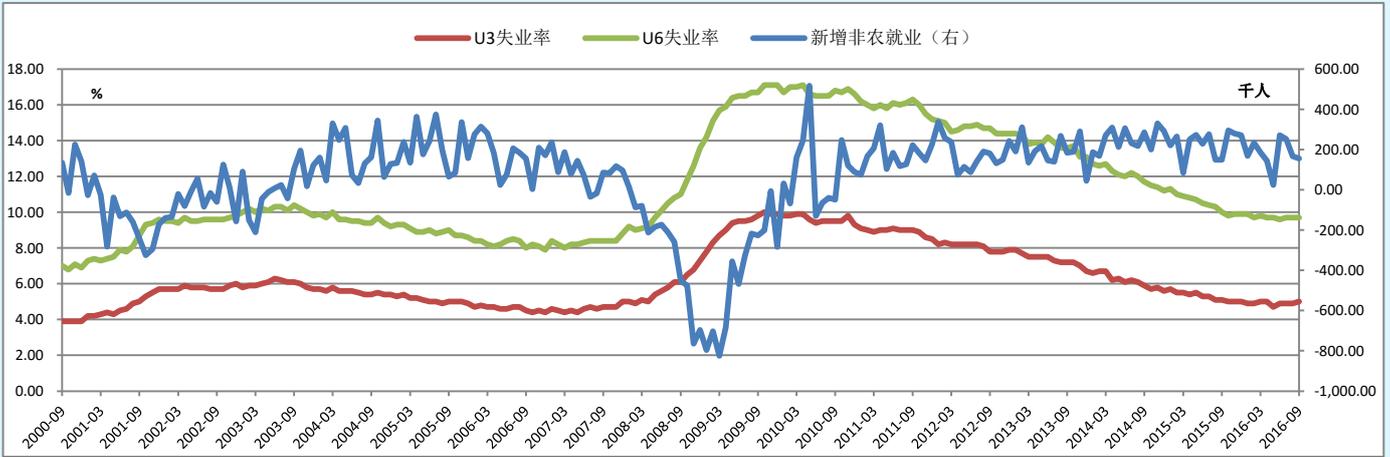
从耐用品订单来看, 8 月份整体耐用品新增订单同比下降 3%, 较前两个月有所转好, 但增速仍处于低位。其中, 计算机与电子设备新增订单增速 2%, 成为增长最快的部门, 电子产品作为美国制造业的重要部门, 对制造业的复苏意义重大; 运输设备新增订单增速-1.5%, 在前两个月走低后有所回升。

## • 二、劳动力市场趋紧, 结构性失业是最后的缺口

美国劳动力市场从今年年初趋紧, 二季度已经无限接近完全就业, 但从不同行业来看, 振兴较慢的制造业与对人才要求较高的现代服务业在劳动力供需上呈现明显的两极分化, 这也是造成劳动参与率与工资水平难以加速上行的主要原因。具体数据显示, 9 月新增非农就业 15.6 万人, 8 月数据由 15.1 万上修至 16.7 万; 失业率 5%, 为年内高点; 平均每小时工资同比增加 2.6%, 略高于前值 2.4%; 劳动力参与率 62.9%, 略高于前值 62.8%, 为六个月以来高点。



图 14 失业率



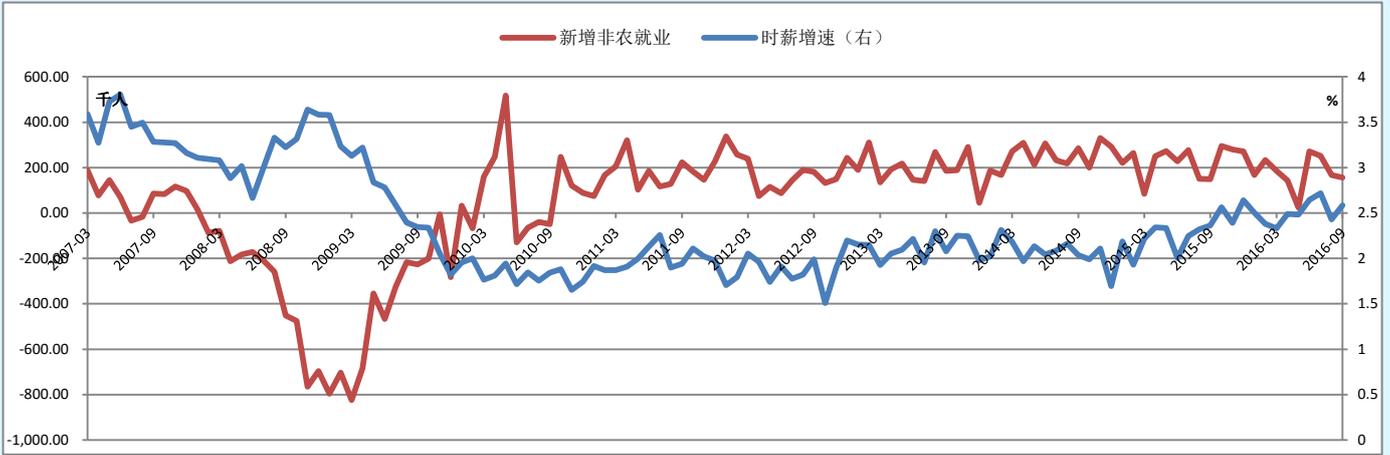
资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

美国劳工部发布数据, 9 月份新增非农就业 15.6 万人, 8 月数据由 15.1 万上修至 16.7 万。今年前九个月美国月均非农就业人数增加 17.8 万, 低于 2015 年的 22.9 万、2014 年的 25.1 万与 2013 年的 19.3 万。而 9 月份的数据低于年平均值也反映出新增就业数据在三季度末持续走弱。新增非农就业人数的减少虽然在一定程度上反映了过去三个季度美国经济增长放缓至 1% 的滞后效应, 但主要还是由于美国劳动力市场松弛情况显著改善并趋于充分就业。

从分行业数据来看, 9 月份的非农数据较弱, 但不存在 5 月份那样的行业扰动。5 月份由于美国最大电信运营商 Verizon 的罢工事件, 导致信息业新增就业大幅负增长。9 月份的大部分行业新增就业人数与 8 月份相比都呈现稳中有升的走势, 但较夏季就业市场来看还是有所萎缩。其中, 制造业就业持续呈现负增长, 主要是由于行业复苏进程较慢, 不能创造更多职位, 以至于该行业劳动力市场饱和, 职位空缺率仅有约 2%, 不能接纳更多的求职者; 相比之下, 对专业技能要求更高的专业与商业服务类就业人数持续增加, 但劳动力市场仍然供不应求, 职位空缺率近 5%。由此来看, 振兴较慢的制造业与对人才要求较高的现代服务业在劳动力供需上呈现明显的两极分化, 结构性失业成为劳动力市场最后的缺口。



图 15 新增非农就业



资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

这种供需上的分化使得劳动力市场松弛情况依然存在改善的空间,即更广泛的失业率仍然存在下行预期。9月份美国政府对外公布的官方失业率由4.9%上升至5.0%,已经连续第12个月小于等于美联储估计的非加速通胀理想失业率,新增非农数据也持续维持在令人满意的水平,但美联储依然迟迟不肯加息,主要就是因为更广泛的失业数据仍存在缺口,仍然有上千万的美国人处于未就业的状态。

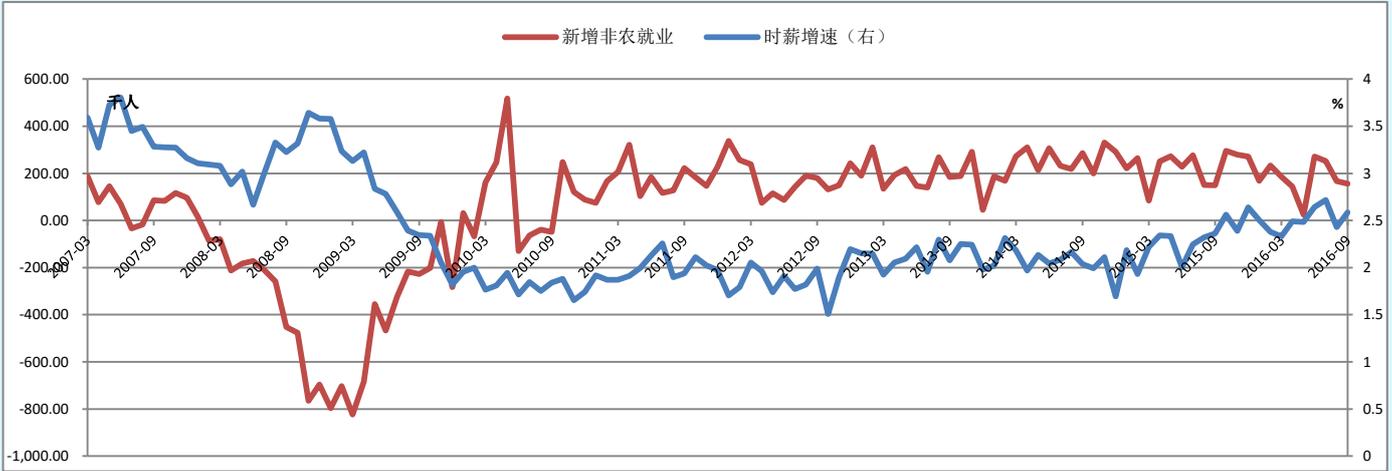
根据不完全统计,在美国的劳动力人口中,有超过百万人希望能够找到全职工作,但是却找不到,因而选择退出劳动力市场。除非这些人中的大多数能够重拾信心重新求职,否则美国劳动力市场的松弛现状将难以得到彻底的改善。

在政府对外公布的官方失业率U3中,那些因为气馁而不去找工作的人与因为找不到全职工作而去做兼职工作的人是不算作失业人口的,相比之下,U6失业率因为涵盖了上述两类人群而能够更好地反应劳动力未得到充分利用的程度,从而更真实地衡量当前美国劳动力市场的松弛情况。9月份U6失业率为9.7%,该数据自去年10月份起连续12个月维持在这一水平,而经济危机前一年则为8.3%左右,劳动力市场松弛情况并未完全得到改善。1991年至2000年的经济扩张末期U6失业率曾跌至7%以下,而在2009年末金融危机高峰期U6失业率高达17.1%。尽管官方就业率显示劳动力市场接近充分就业,但是更广泛的失业率指标表明美国就业市场仍然存在疲态,即U6失业率仍然高于经济危机之前的水平。

U6失业率的高位还反映出官方失业率的降低是以劳动力人口退出就业市场为代价的。尽管美联储主席耶伦声称,劳动力市场强劲吸引人们重回就业市场,但从动态分析来看,劳动参与率的回升并非由于放弃就业人群重新开始找工作,而是由于刚进入劳动力市场并找到工作的人增加了,这并不足以证明人们对于经济复苏的信心。



图 16 就业增速与时薪增速



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

工资增速的疲弱也反映了失业率缺口仍然存在。9 月份美国平均每小时工资月率增长 0.2%，即年化增长仅为 2.6%；同比增长 2.6%，增速远低于经济危机之前。近半年来，工资增长缓慢主要由于生产率增速疲软所致，也受到闲置劳动力市场疲软影响。但从更长期来看，工资增速自 2015 年初起提振显著，劳动力市场改善情况明显。

尽管劳动力市场仍然存在改善的空间，但结构性失业并不影响美国实现充分就业的目标，而通胀上行的趋势已经非常明显，预计今年 12 月是美联储的加息窗口。

### • 三、流动性释放加速，资金驱动经济增长

量化宽松时期新增的大量超额准备金，在货币政策收紧后逐渐得到释放，而近期出现了加速的趋势。今年三季度开始，随着工商业贷款利差由 2.5% 进一步下降至 2.2%，工商业信贷大规模增加；金融市场转好使得居民家庭消费意愿增强，消费信贷提振显著。具体数据显示，9 月末银行信贷规模达到 12.4 万亿美元，同比增长 8%；工商业贷款规模 2.08 万亿美元，同比增长 9%；消费贷款规模 1.35 万亿美元，同比增长 8.7%，较去年平均 4.8% 的增速提升显著。

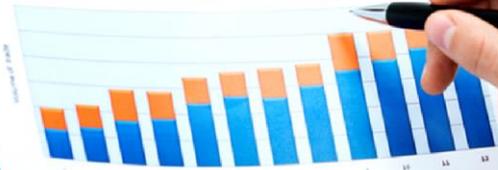
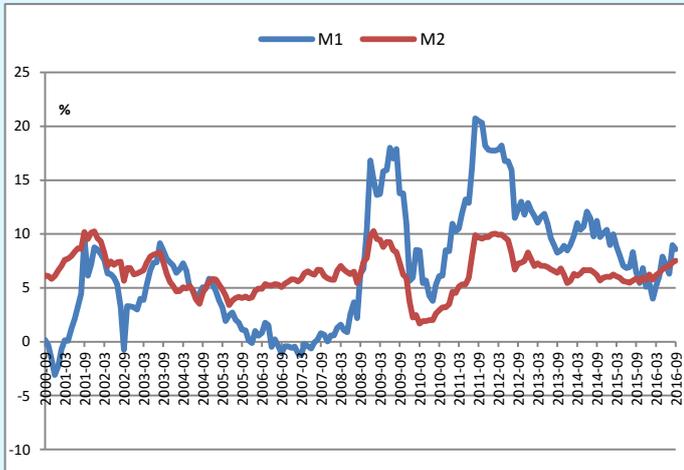
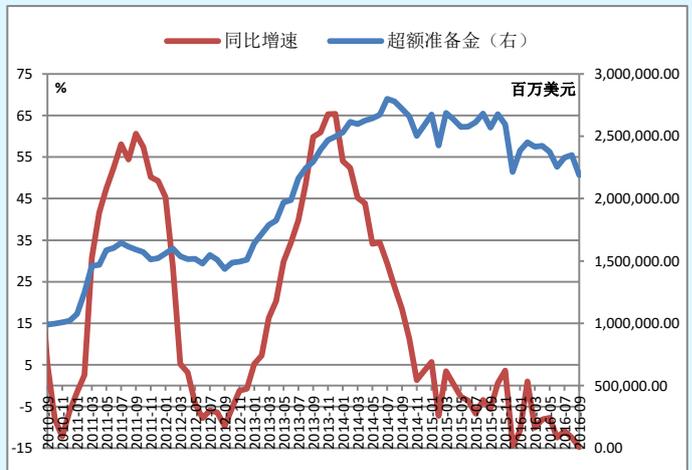


图 17 货币供应量同比增速



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 18 准备金余额



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

信贷规模的增加促进商业银行加速提取在量化宽松时期存入美联储的超额准备金。9月末超额准备金同比下降14.8%，为九年以来最大降幅。准备金的加速释放进一步增加了美国货币市场的流动性，据美联储发布数据，经季节调整后，9月末美国狭义货币供应量M1余额为3.31万亿美元，环比增长0.11%，8月为增长2.74%；同比增长8.59%，增速较前两个季度有明显上升，反映消费终端需求旺盛，三季度居民消费支出继续保持活力；广义货币供应量M2余额为13.07万亿美元，环比增长0.61%，8月为增长0.86%；同比增长7.51%，主要由于投资与中间市场仍然不够活跃，投资不足，制造业仍然处于复苏阶段。

加速释放的流动性并未被安置在最需要资金支持的制造业，资金逐利的特性使其避开了利润下降的实体经济，而大规模转向了形势转好的资本市场，这也解释了为什么美国股市在企业利润下行三个季度后，仍然没有经历“滑铁卢”反而有所上涨。资本市场在资金的支持下进一步走高，从而推动居民家庭金融资产持续增加，消费意愿增强，消费支出加速。

近两个季度来看，居民消费支出成为支撑美国GDP增长的唯一动力，而消费支出的增加却更大程度上依赖于资本市场的推动而非实体经济的转好，这对于经济增长的稳定是不利的。



## 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  
香港中环德辅道中 68 号  
万宜大厦 14 楼  
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  
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦  
B 座 5 层 D 单元  
电话：(8610) 66555862  
传真：(8610) 66555831

### 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 楼  
电话：(86755) 33339666  
传真：(86755) 33339665

网址：[www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)