

欧元区宏观经济月报

2017年/8月

全球宏观经济研究员 刘绍东

010-66555862

shaodong_liu@chiefgroup.com.hk

摘要:

- 欧元区整体经济在第二季度延续第一季度的强劲增长形势。
 - EA19 第二季度季调后实际 GDP 环比增长初值为 0.6%，同比增速初值为 2.2%，增速超过同期的美国（2.08%）和英国（1.68%）。
 - 欧元区 19 国环比增速均在正值区间，其中三大经济体德国（0.6%）、法国（0.55%）和意大利（0.4%）增速均上升。
- 7 月份欧元区消费者信心指数上升至-1.7%，较 2016 年 3 月低谷的-9.8%明显上升，预示第二季度居民消费支出会加速上升。
 - 德国、西班牙和葡萄牙消费者信心指数上升趋势明显，而法国和意大利小幅下滑。与消费者信心指数相对应，德国、西班牙和葡萄牙消费同比增速明显高于意大利和法国。
 - 第一季度欧元区居民实际消费支出增速的回落主要是源于通货膨胀的加速。
- 投资者对整体经济环境更加乐观，投资者信心指数处于高位，预计二季度和下半年欧元区固定资本形成增速仍会加速。
 - 投资者信心指数在经历了五个月的持续扩大后，在 8 月份小幅下降至 27.7%，投资现状指数升至 40.0%的历史高点。
 - 欧元区制造业产能利用率同时不断上行，逐渐接近 2008 年金融危机前水平，预示着企业利润率的潜在上升。
- 欧元区进出口额均明显上升，出口总额达到 1836.69 亿欧元，同比增长 9.43%，欧元区内主要国家的进出口增速整体趋于同步，但各国贸易差额存在较大差异。
- 欧元区失业率持续下降，其中男性和青少年失业率下降更加明显，6 月份欧元区整体失业率进一步下降 0.1 个百分点。第一季度欧元区整体劳动力成本同比上升 1.7%，增速上升。其中德国表现抢眼，同比增速达到 2.4%。
- 欧元区维持相对宽松货币环境，银行部门信贷规模持续扩大，非政府部门信贷增速提升。消费信贷在第二季度再次提速，但非金融企业贷款仍然走势低迷。
- 欧元区整体财政状况向好，但主要依靠经济运行较好国家（德国）的带动，而负债比例较高国家的财政仍改善较慢。



目录

1、消费者信心增强，居民消费支出预计加速上升.....	5
2、投资信心增强，投资预计加速扩张.....	8
3、出口加速，但未来可能受欧元走强影响.....	9
4、劳动力市场稳步复苏.....	11
5、货币环境保持相对宽松，财政状况有所改善.....	12



图 1 欧元区 GDP 同比增速超越英美.....	5
图 2 主要国家实际 GDP 环比增速.....	5
图 3 欧元区消费者信心指数.....	6
图 4 消费者信心指数与消费支出增速同步.....	6
图 5 主要国家消费者信心指数.....	6
图 6 主要国家居民消费同比增速.....	6
图 7 欧元区通胀率.....	7
图 8 主要国家调和通胀率变化趋势一致.....	7
图 9 德意西核心通胀率加速.....	7
图 10 欧元区分类商品通胀率.....	7
图 11 欧元区 Sentix 投资者信心指数.....	8
图 12 投资者信心指数较投资增速先行.....	8
图 13 欧元区制造业产能利用率.....	8
图 14 主要国家制造业产能利用率.....	8
图 15 欧元区制造业 PMI.....	9
图 16 主要国家制造业 PMI.....	9
图 17 欧元区进出口.....	10
图 18 欧元区对外商品进口同比增速.....	10
图 19 欧元区对外商品出口同比增速.....	10
图 20 欧元区内部商品进出口同比增速.....	10
图 21 主要国家贸易差额.....	12
图 22 欧元兑主要贸易伙伴货币.....	12
图 23 欧元区失业率.....	11
图 24 主要国家失业率.....	11
图 25 劳动力成本指数.....	12
图 26 劳动力成本同比增速.....	12
图 27 欧元区货币供应量.....	13
图 28 欧元区货币供应量同比增速.....	13
图 29 主要国家 M2 同比增速.....	13
图 30 欧洲央行资产总额增速减缓.....	13



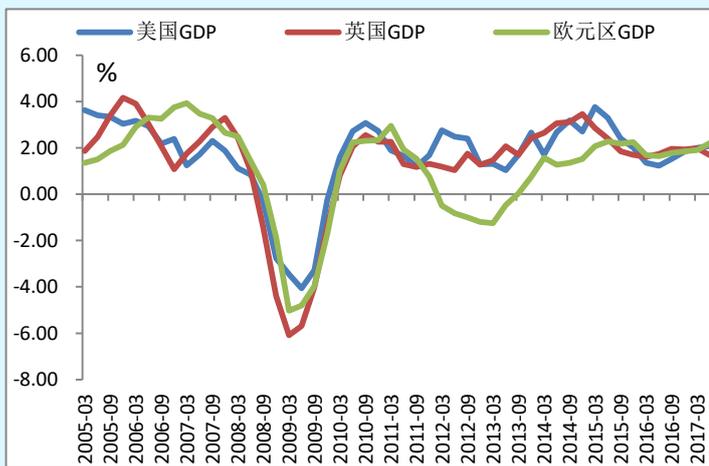
图 31 欧元区利率.....	14
图 32 欧元区公债收益率.....	14
图 33 银行部门信贷.....	15
图 34 银行部门信贷同比增速.....	15
图 35 企业和个人消费贷款.....	15
图 36 企业和个人消费贷款同比增速.....	15
图 37 欧元区银行部门对外资产与负债.....	16
图 38 欧元区银行部门对外净资产.....	16
图 39 欧元区财政收支增速.....	16
图 40 欧元区债务增速下降.....	16
图 41 欧元区债务占 GDP 比例整体下降.....	17
图 42 财政盈余占 GDP 比例.....	17
图 43 欧元区各国政府债务占 GDP 比例.....	17



欧元区整体经济在第二季度延续第一季度的强劲增长形势。欧盟统计局公布数据显示，欧元区19国第二季度季调后实际GDP环比增长初值为0.6%，高于第一季度环比增速的0.5%，较2016年第二季度环比增速上升0.3个百分点；同比增速初值为2.2%，高于第一季度同比增速的1.9%，增速超过同期的美国（2.08%）和英国（1.68%）。

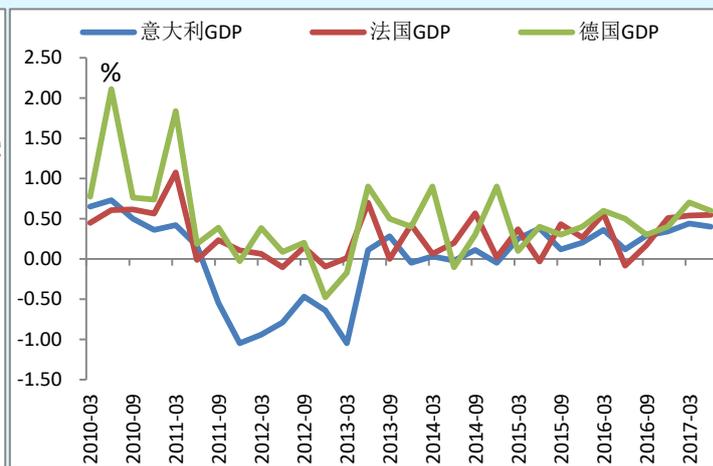
已公布第二季度数据的欧元区国家经济整体乐观，环比增速均在正值区间。具体到欧元区主要经济体来看：德国实际GDP环比增速为0.6%，虽低于第一季度的0.7%，但仍高于2016年同期的0.5%；法国实际GDP环比增长0.55%，较去年第二季度增速的-0.08%上升幅度较大；意大利增速为0.4%，较去年同期值的0.12%，也明显上升。

图1 欧元区GDP同比增速超越英美



资料来源：Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院

图2 主要国家实际GDP环比增速



资料来源：Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院

1、消费者信心增强，居民消费支出预计加速上升

自2016年下半年起欧元区居民薪资收入加速上升，金融市场蓬勃发展促使居民资产性收入增多，均有利于欧元区居民可支配收入的上升，在债务危机得到缓解的情况下，欧元区消费者信心自2016年9月起增速加快。

7月份欧元区消费者信心指数为-1.7%，较2016年3月低谷的-9.8%明显上升。通常消费者信心指数是居民消费支出增速的同步指标（有时是先行指标），因此虽然第一季度消费同比增速（1.6%）较2016年（1.96%）增速小幅下降，预计第二季度居民消费支出会加速上升。

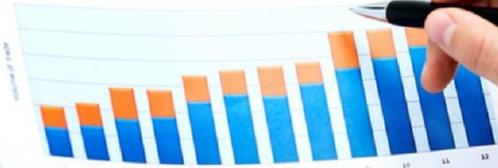
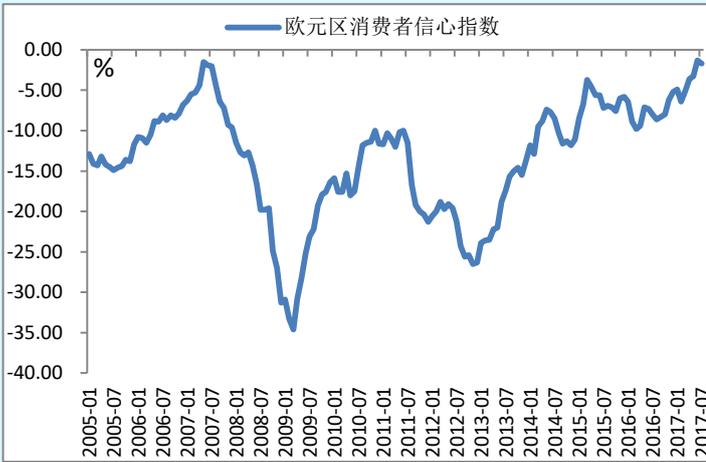
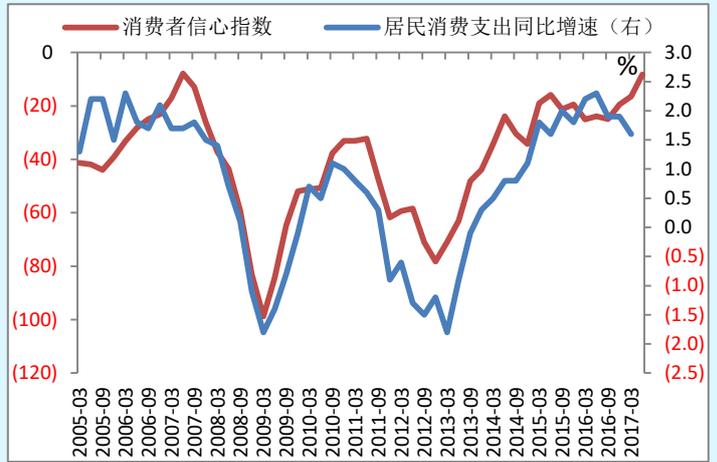


图 3 欧元区消费者信心指数



资料来源: Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院

图 4 消费者信心指数与消费支出增速同步

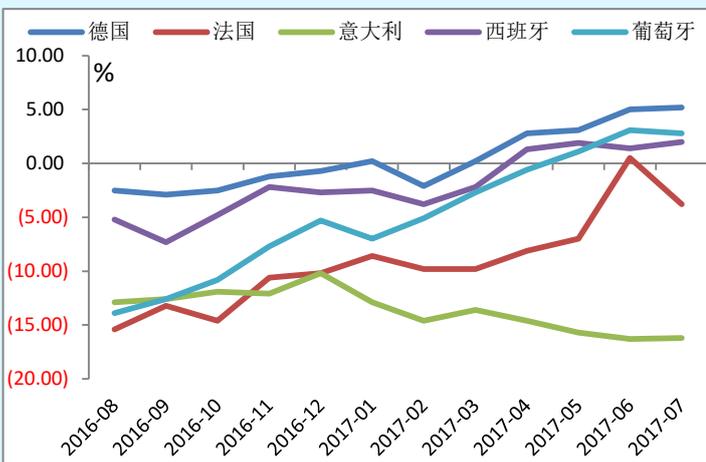


资料来源: 欧盟统计局、致富研究院

就欧元区主要经济体来看: 德国、西班牙和葡萄牙消费者信心指数上升趋势明显, 其中德国在 1 月份最先由负转正, 在经历了 2 月份短暂回落后, 连续 5 个月处在扩大的正值区间; 西班牙紧随其后, 自 4 月份起连续 4 个月处于正值区间; 葡萄牙也自 5 月份起由负转正。法国在 6 月份短暂快速上升后, 7 月份又再次回落, 但总体较第一季度均值已大幅上升。意大利消费信心指数自 3 月份起, 连续按走低, 7 月份指数在 6 月底意大利银行危机有所转机的背景下出现回升。

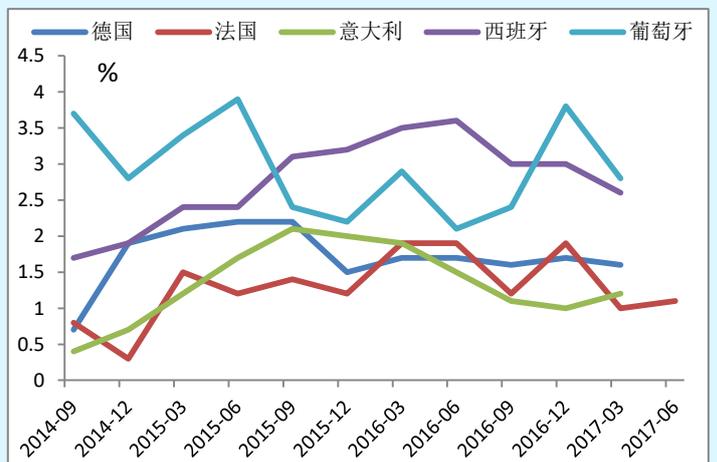
在主要经济体居民消费方面, 与消费者信心指数相对应, 德国、西班牙和葡萄牙消费同比增速明显高于意大利和法国。其中第一季度葡萄牙增速最快, 达到 2.8%; 西班牙紧随其后, 为 2.6%; 德国也达到 1.6%。第二季度数据暂未公布, 我们预计德国、法国、西班牙和葡萄牙居民消费将会加速上升, 而意大利增速可能会持平甚至下滑。

图 5 主要国家消费者信心指数



资料来源: Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院

图 6 主要国家居民消费同比增速



资料来源: 欧盟统计局、致富研究院



第一季度欧元区居民实际消费支出增速的回落主要是源于通货膨胀的加速。在原油价格上升的推动下，2月份欧元区调和消费者价格指数（HICP）一度达到2%的目标通胀率，剔除能源和食品的核心HICP在4月份也增至1.2%。随着原油价格的逐渐回落，7月份HICP回落至1.32%，而由于居民收入的上升及消费信心的增强，核心HICP在近期逆势上升，增至1.2%，预示着欧元区真实消费能力的上升。

具体到主要经济体来看：各国调和通胀率涨跌变化趋势较为一致，均受大宗商品价格影响较大，而核心通胀率各国出现明显差异。德国在经济持续较快增长下，维持较高核心通胀，7月份为1.5%；西班牙由于消费信心的上升，核心通胀率上升快速，增至1.7%；受到薪资增速回升刺激，意大利核心通胀率也快速上行，增至0.9%。而法国通胀率上升较为缓慢，维持在0.6%。

具体到各类商品服务来看：除能源和食品外，医疗保健、娱乐文化、住宿餐饮和金融服务类通胀率明显上升，而商品类消费，例如服装、住宅等加速较慢。

图 7 欧元区通胀率

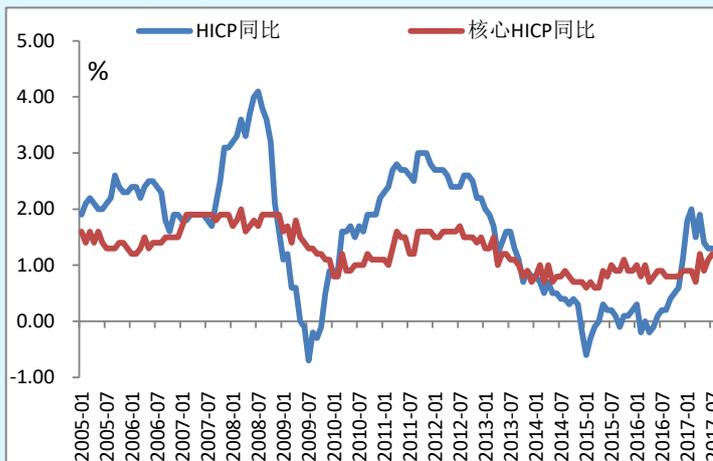


图 8 主要国家调和通胀率变化趋势一致

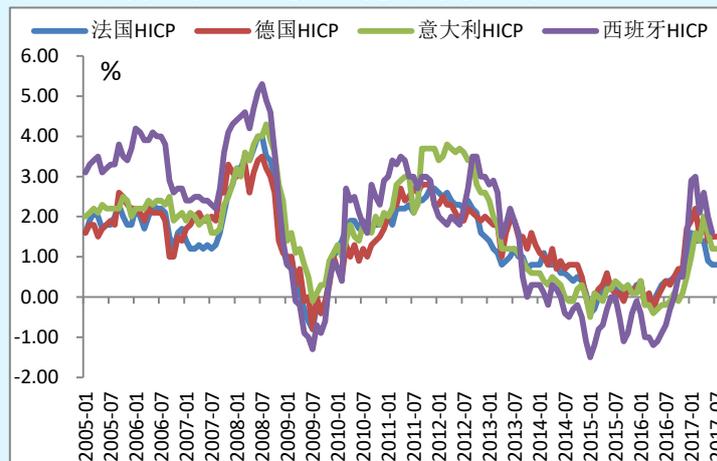


图 9 德意西核心通胀率加速

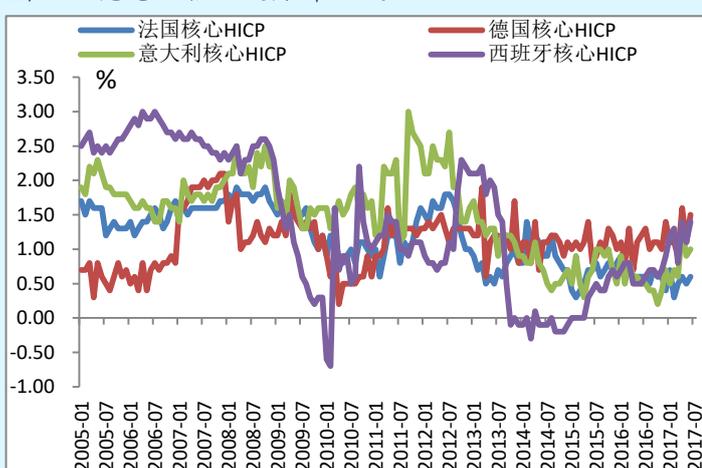
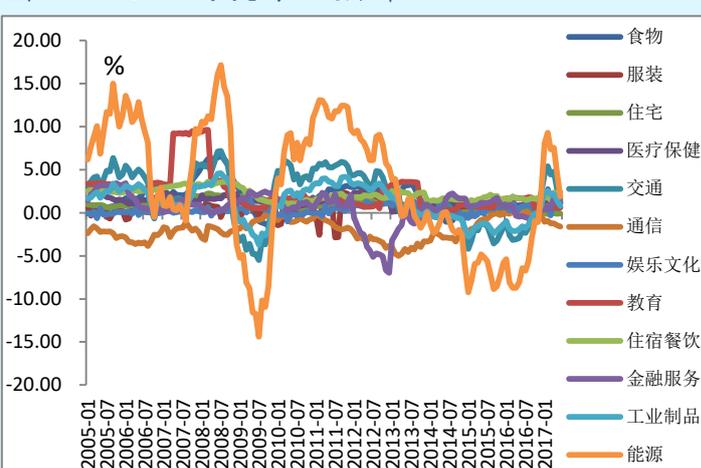


图 10 欧元区分类商品通胀率



资料来源：Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院

资料来源：Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院



2、投資信心增強，投資預計加速擴張

隨著歐元區整體經濟的復蘇和政治風險的逐漸消退，投資者對整體經濟環境更加樂觀，投資者信心指數處於高位，預計二季度和下半年歐元區固定資本形成增速仍會加速。

歐元區投資者信心指數在經歷了五個月的持續擴大後，在8月份小幅下降至27.7%。指數的下滑主要是受到投資預期指數下降的影響，預期指數降至16%；而投資現狀指數升至40.0%的历史高點。

通常投資信心指數是固定資本形成增速的領先指標，提前一個季度變化。信心指數自2016年第四季持續上行，歐元區第一季度固定資本形成同比增速為4.8%，預計其增速在今年第二季度及未來的第三季度都將加速上升。

與投資增速上升相對應，歐元區製造業產能利用率同時不斷上行，逐漸接近2008年金融危機前水平。主要經濟體中，9月份德國產能利用率預計達到87%，法國增至84.7%。產能利用率的上升預示著企業利潤率的潛在上升，為投資者釋放增加投資的積極信號。

圖 11 歐元區 Sentix 投資者信心指數

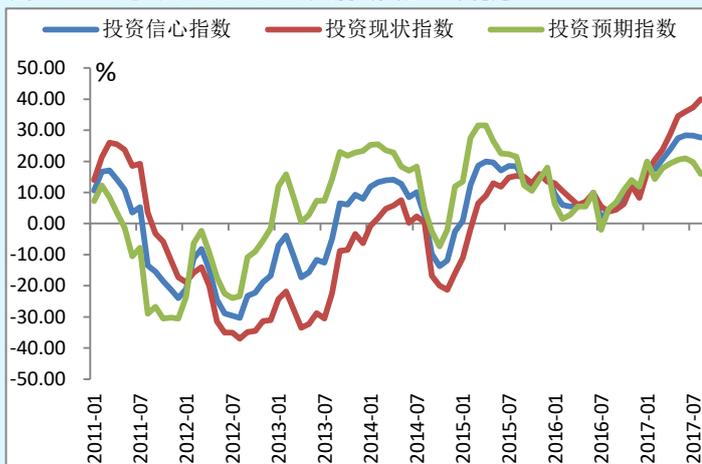


圖 12 投資者信心指數較投資增速先行

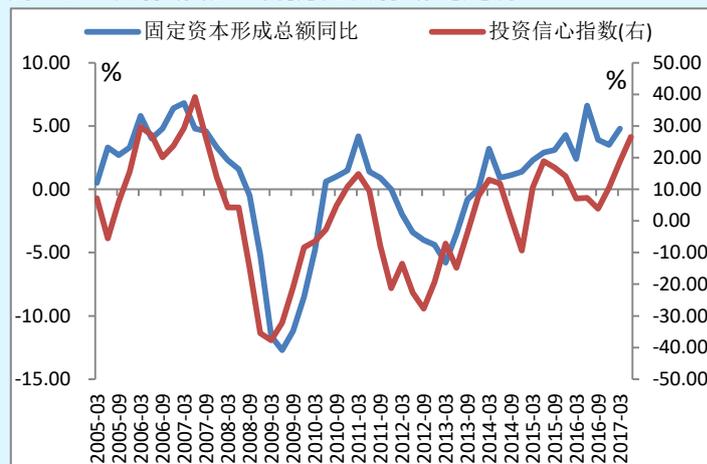
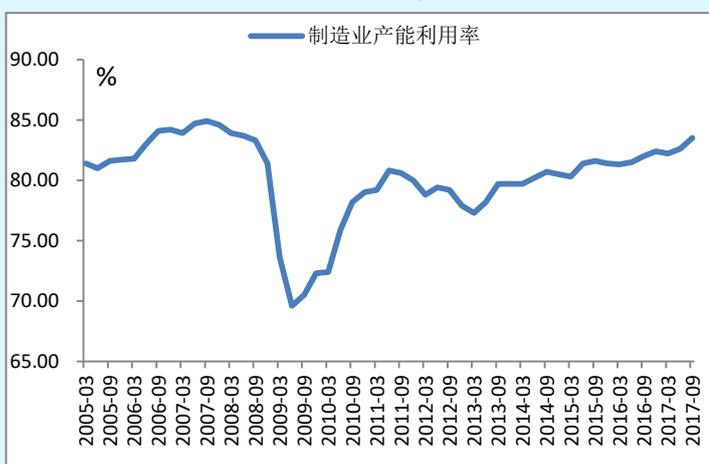
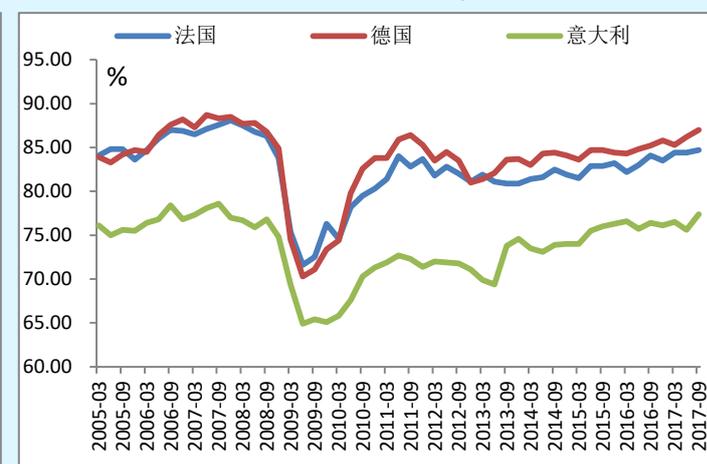


圖 13 歐元區製造業產能利用率



資料來源：Wind 資訊、歐盟統計局、致富研究院

圖 14 主要國家製造業產能利用率

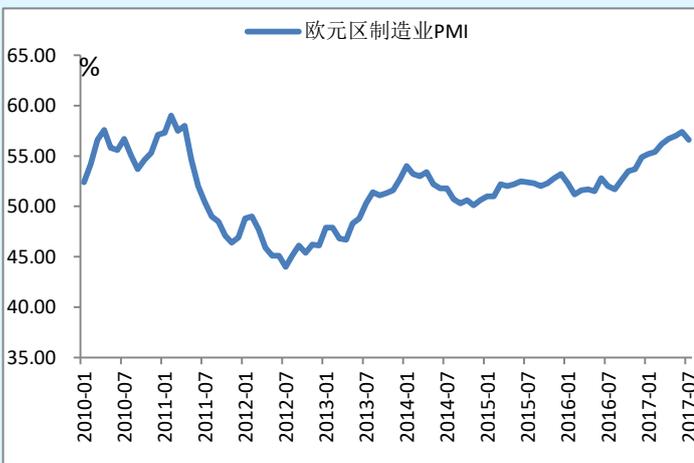


資料來源：Wind 資訊、歐盟統計局、致富研究院



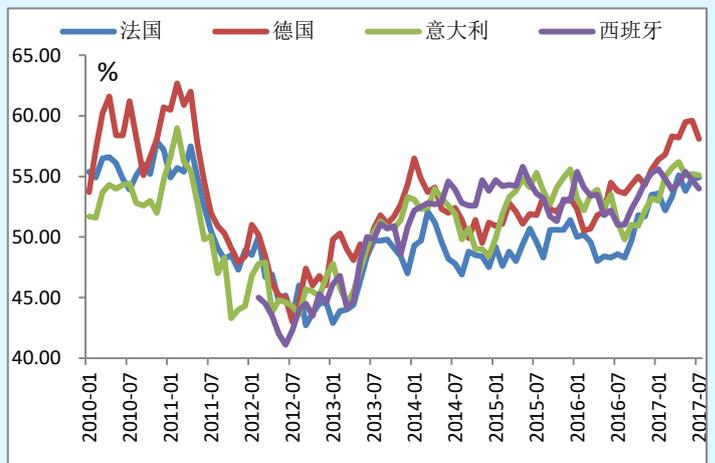
从制造业PMI来看,欧元区自2016年8月起连续十个月扩张上行,直到7月份才小幅下滑至56.6%。在主要经济体中,表现最为抢眼的仍为德国,6月份制造业PMI高达59.6%,此前连续上行;法国和意大利虽落后于德国,但在第二季度仍维持较高值。由于PMI是环比值,即便在第三季度数值可能会回落,依然不会影响制造业的扩张态势。

图 15 欧元区制造业 PMI



资料来源: Wind 资讯、致富研究院

图 16 主要国家制造业 PMI



资料来源: Wind 资讯、致富研究院

3、出口加速, 但未来可能受欧元走强影响

得益于欧元区经济的强劲增长及5月份以前欧元兑其他货币的相对弱势,欧元区进出口额均明显上升。5月份,经季节调整后欧元区19国进口总额为1639.64亿欧元,同比增长14.54%,是2011年4月以来的最高值;出口总额达到1836.69亿欧元,同比增长9.43%,是2012年8月以来的最高值。欧元区内主要国家的进出口增速整体趋于同步。

具体来看,欧元区对境外进口商品中,由于受到全球大宗商品尤其是原油价格上涨的影响,进口中间品额同比大幅上涨,但预计随着原油价格的稳定,中间品进口额增速将会趋缓;进口资本品和消费品同比均出现下滑,其中资本品同比下滑1.75%,消费品下滑4.58%。对外出口商品中,资本品和消费品在经历了连续五个月同比正增长后,均同比下滑;而中间品出口额也回落至1.08%。

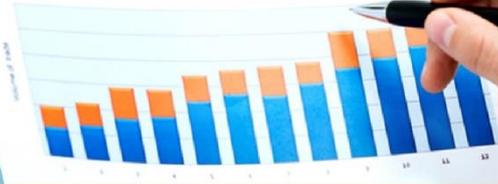


图 17 欧元区进出口

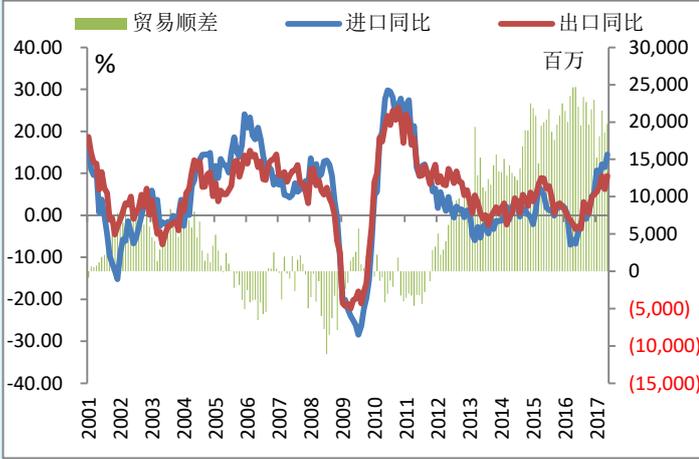


图 18 欧元区对外商品进口同比增速

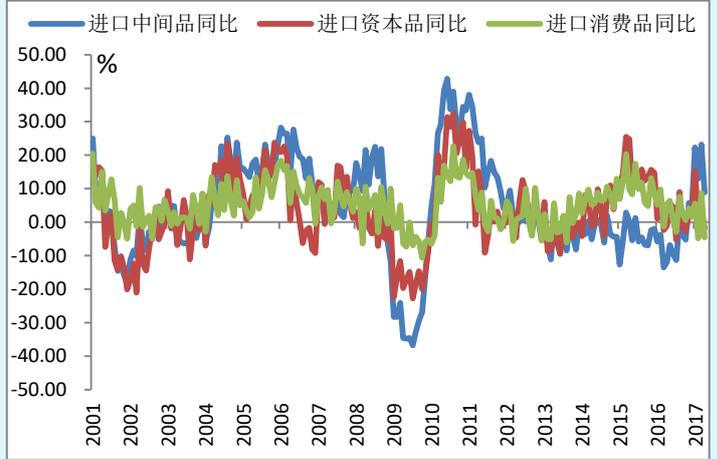


图 19 欧元区对外商品出口同比增速

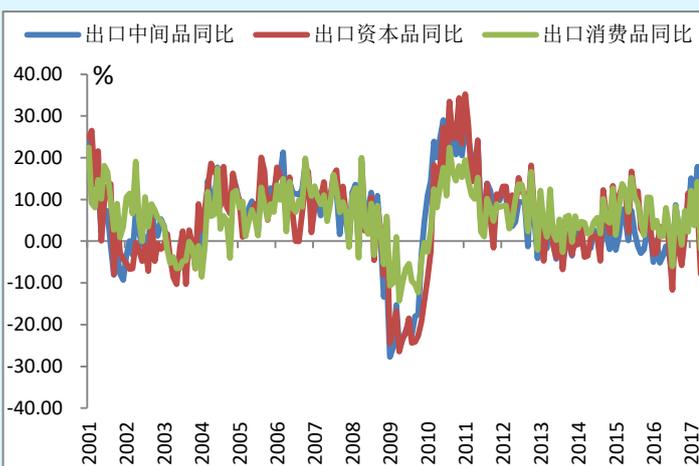
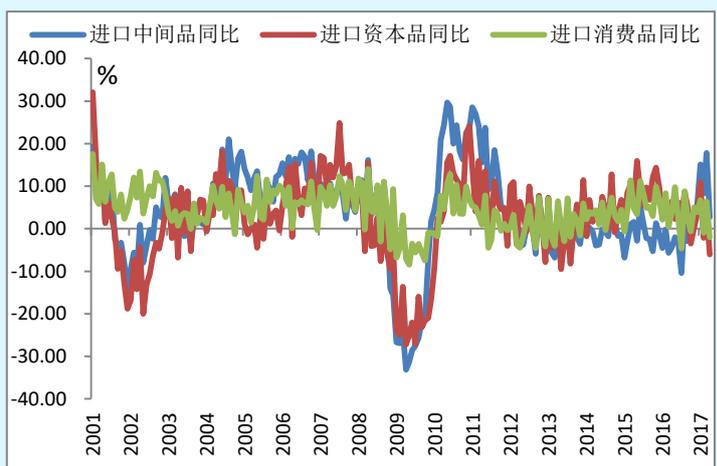


图 20 欧元区内部商品进出口同比增速



资料来源: Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院

资料来源: Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院

与对外进出口贸易额上升的形势不同, 由于没有汇率优势, 欧元区内部国家之间的进出口额显得较为平稳。其中 4 月份, 内部中间品进出口额同比增长 2.72%; 资本品进出口额同比下滑 6.02%; 消费品进出口额同比下滑 1.98%。

虽然欧元区内主要国家的进出口增速整体趋于同步, 但各国贸易差额存在较大差异。德国和意大利仍为贸易顺差国, 其中德国 6 月份顺差额为 212 亿欧元, 同比上升 1.44%; 意大利顺差额为 40.77 亿欧元, 同比下滑 8.61%; 而法国和西班牙仍处在贸易逆差, 其中法国 6 月份逆差额为 62.79 亿欧元, 西班牙 5 月份逆差额为 25.72 亿欧元。

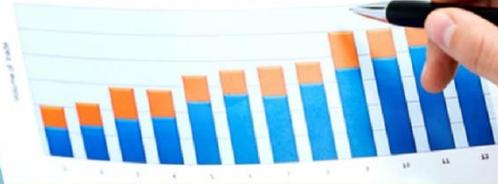
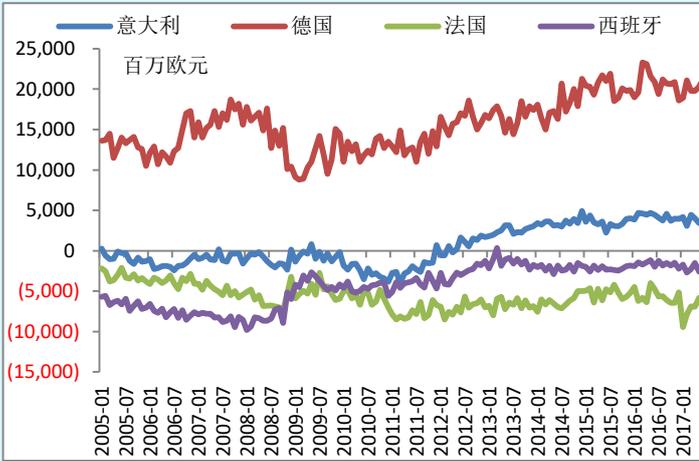
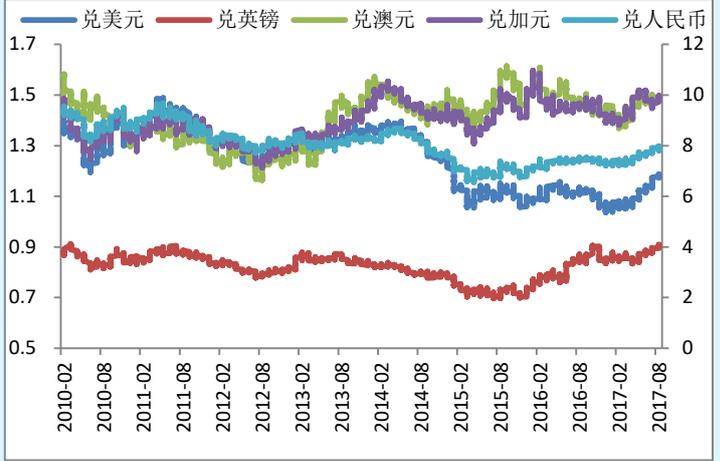


图 21 主要国家贸易差额



资料来源: Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院

图 22 欧元兑主要贸易伙伴货币



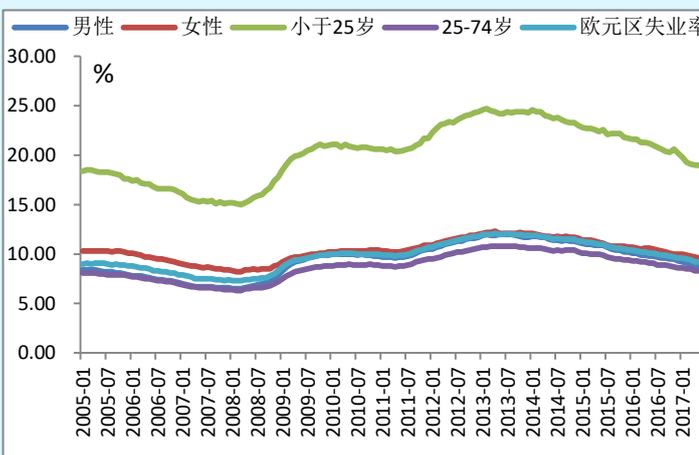
资料来源: Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

随着欧元自 5 月份起兑其主要贸易伙伴货币逐渐走强,尤其是兑美元和人民币汇率的上升,很可能在造成欧元区出口贸易受阻,但对欧元区内部贸易影响较小。

4、劳动力市场稳步复苏

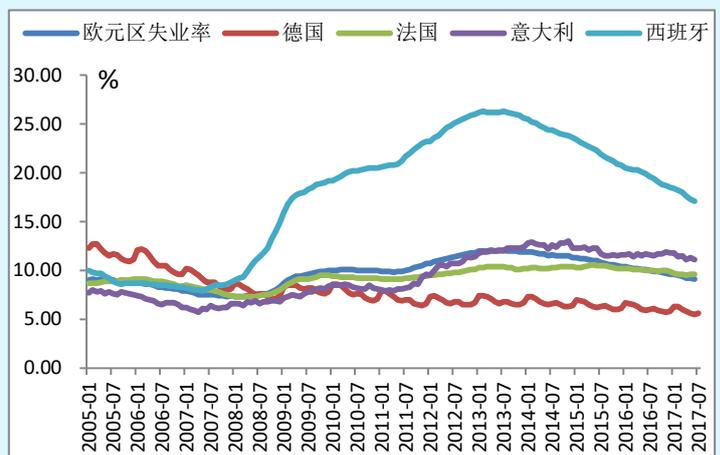
伴随着经济的好转,及欧元区各国积极进行劳动力市场改革,欧元区失业率持续下降,其中男性和青少年(25 岁以下)失业率下降更加明显。6 月份,欧元区整体失业率进一步下降 0.1 个百分点,至 9.1%。其中男性失业率降至 8.7%,女性失业率降至 9.5%;25 岁以下青少年失业率下降 0.3 个百分点,至 18.7%;25 岁以上成年人失业率降至 8.2%。

图 23 欧元区失业率



资料来源: Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院

图 24 主要国家失业率

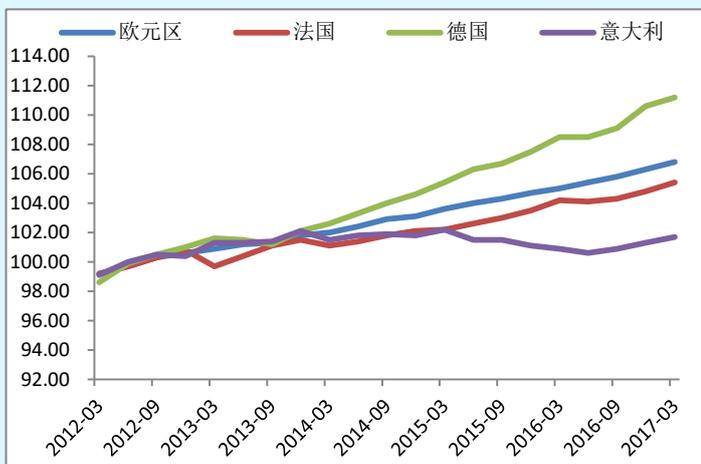


资料来源: Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院



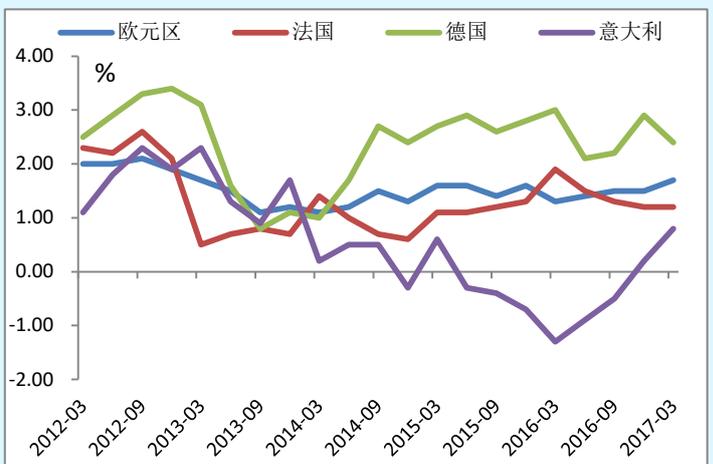
具体看欧元区主要经济体，各国失业率依然差别较大。德国劳动力市场由于受欧债危机影响较小，加上欧元区整体环境改善，失业率已降至 5.6%，更加逼近自然失业率。法国在马克隆胜选以后，就业改革被提上议程，但距离有效实施和见效还需一定时间，当前失业率下降较慢，为 9.6%。其主要原因在于法国女性就业情况一直没有改善，虽然男性失业率从去年年初的 10.5% 降至当前的 9.3%，但女性失业率依然与去年持平。意大利失业率同样下降缓慢，依然高达 11.1%，但这源于意大利男性失业率下降的缓慢。西班牙在 2012 年推出就业改革后，劳动力市场改善迅速，当前失业率为 17.1%。

图 25 劳动力成本指数



资料来源：Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院

图 26 劳动力成本同比增速



资料来源：Wind 资讯、欧盟统计局、致富研究院

在劳动力市场持续改善的同时，劳动力工资稳步上升，在今年上半年有所加速。第一季度欧元区整体劳动力成本同比上升 1.7%，较 2016 年均值的 1.4% 上升 0.3 个百分点。与劳动力市场相对应，德国劳动力成本同比增速达到 2.4%，与美国非农时薪同比增速的 2.53% 相近。由于劳动力市场改善有限，法国劳动力成本同比增速出现下滑，仅为 1.2%。而意大利劳动力成本增速走出负值区间，连续两个季度正增长，第一季度同比增速为 0.8%。

失业率的下降和劳动力成本的上升预示着居民收入的上升，在可支配收入增加的情况下，居民消费支出在近期继续加速增长可期。

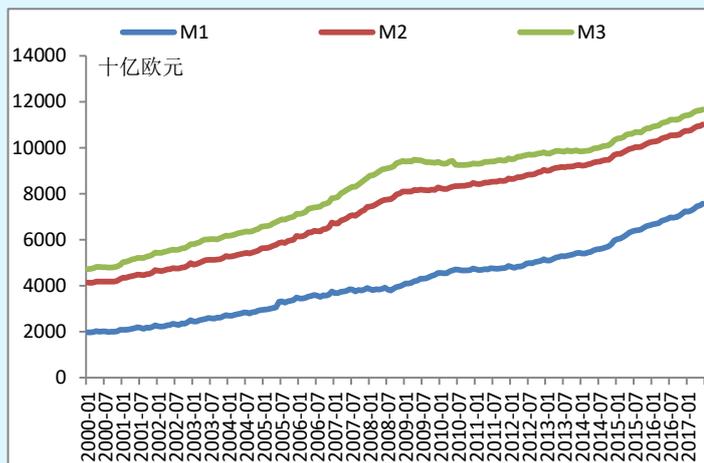
5、货币环境保持相对宽松，财政状况有所改善

欧元区整体在居民消费和终端市场的复苏带动下，狭义货币同比增速再次上行，相对而言，广义货币增长更加温和。据欧洲央行发布数据，经季节调整后，6 月末欧元区狭义货币供应量 M1 余额为 7.562 万亿欧元，同比增长 9.80%，同比增速在去年回落的基础上再次上行，这与近期欧元区居民消费支出的上升相一致。广义货币供应量 M2 余额为 11.009 万亿欧元，同比增长 5.40%，较第一季度平均同比增速的 4.9% 来说小幅上升。包含其他短期流动资产的 M3 余额为 11.662 万亿欧元，同比增长



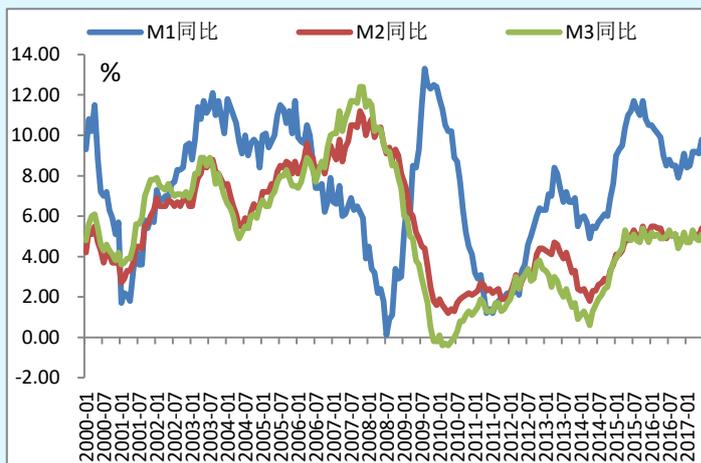
5.1%，相对平稳。

图 27 欧元区货币供应量



资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

图 28 欧元区货币供应量同比增速



资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

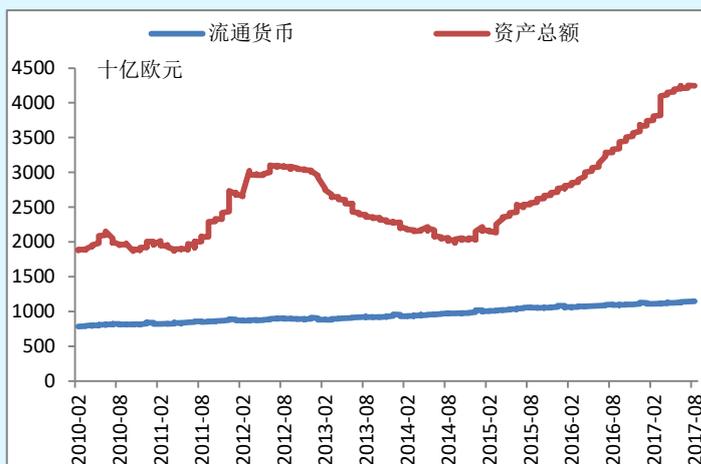
6 月份，德国 M2 同比增速为 5.71%，上半年增速总体较为平稳；法国 M2 同比增长 8.73%，增速自 2016 年 9 月起持续上升，是 2012 年 1 月以来的最高值；意大利 M2 增速相对较低，仅为 4.72%，但较年初增速有所上升。

图 29 主要国家 M2 同比增速



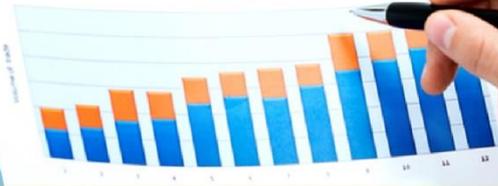
资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

图 30 主要国家 M3 同比增速



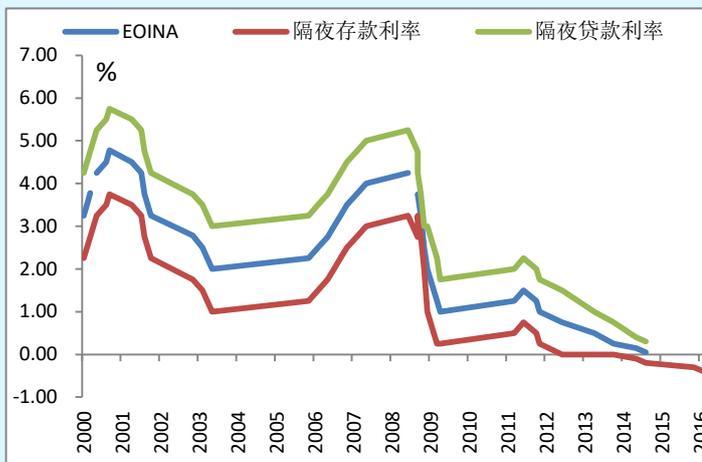
资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

欧洲央行自 4 月份缩减每月 QE 规模，从原有的每月 800 亿欧元减至 600 亿欧元，央行资产负债规模增速减缓。流通货币同比增速也降至 4.14%。



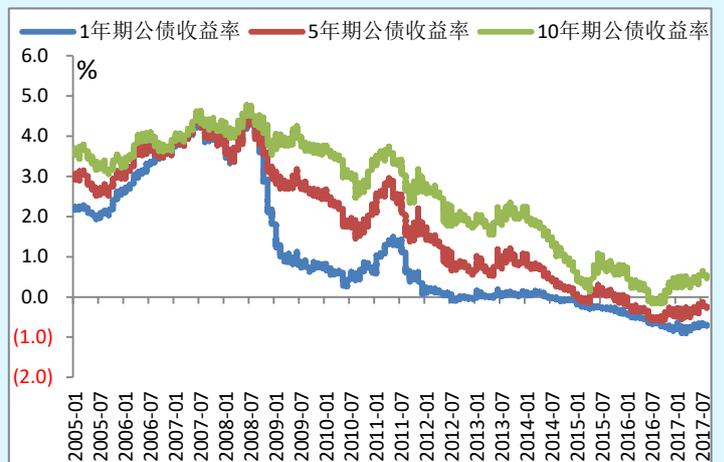
欧元区基准利率维持不变，利率走廊中轨对应市场利率 EOINA 维持零利率，下轨隔夜存款利率为 -0.4%，上轨隔夜贷款利率为 0.25%。随着通货膨胀率的上升及对未来经济预期的看好，投资者开始逐渐从无风险资产转向风险资产，因此欧元区公债收益率在今年出现一定上行，但中短期收益率依然在负值区间。其中，1 年期公债收益率为 -0.7269%，5 年期公债收益率为 -0.3142%，10 年期公债收益率为 0.4161%。

图 31 欧元区利率



资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

图 32 欧元区公债收益率

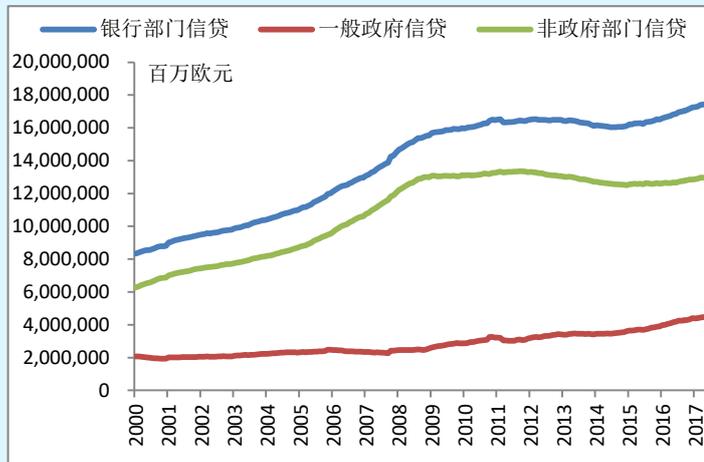


资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

银行部门信贷规模持续扩大，非政府部门信贷增速提升。由于宽松的货币环境，欧元区银行部门信贷规模从 2014 年末开始逐渐扩大，但此时政府信贷增速贡献较大，而非政府部门信贷仍未见起色，增速仍在负值区间。随着 2016 年下半年，欧元区经济环境逐渐改善，PMI 持续扩大上升，非政府部门信贷增速开始上行。当前，欧元区银行部门信贷余额为 17.422 万亿欧元，同比增长 3.36%；其中政府信贷余额为 4.457 万亿欧元，同比增长 6.35%；非政府部门信贷余额为 12.964 万亿欧元，同比增长 2.37%。

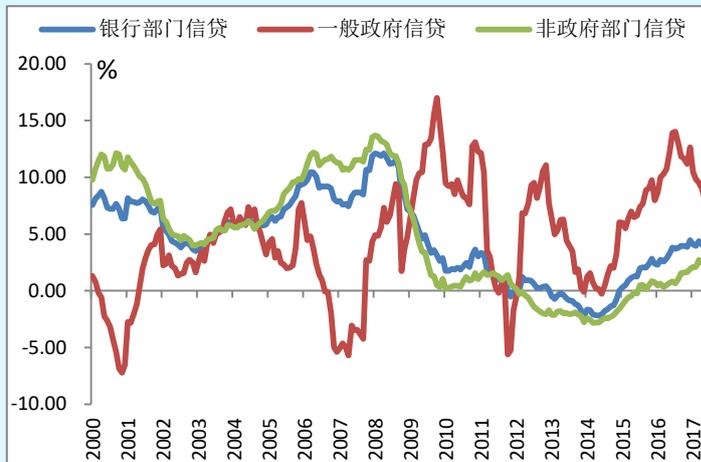


图 33 银行部门信贷



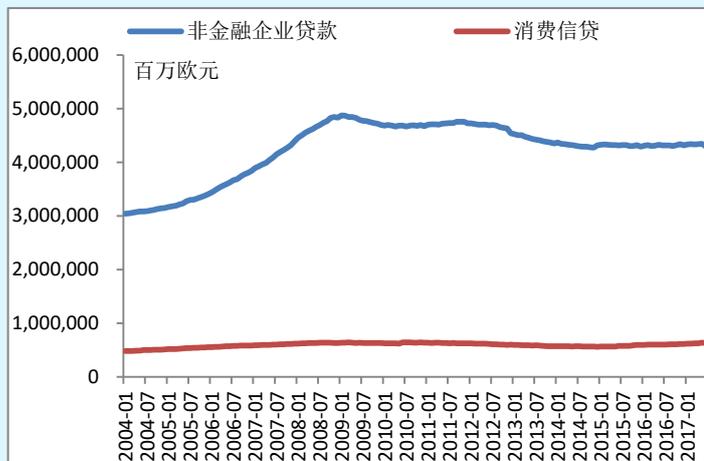
资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

图 34 银行部门信贷同比增速



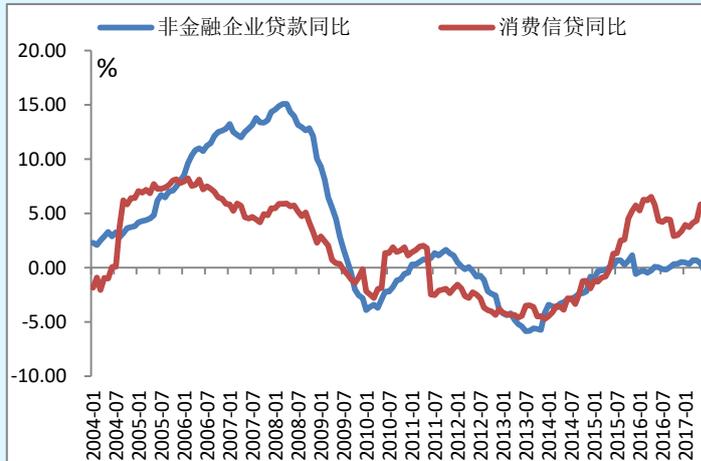
资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

图 35 企业和个人消费贷款



资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

图 36 企业和个人消费贷款同比增速

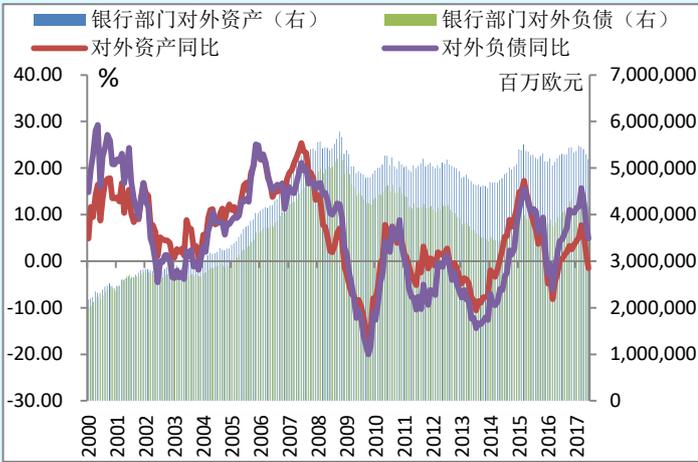


资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

消费信贷在第二季度再次提速，但非金融企业贷款仍然走势低迷。消费信贷在 2015 年第二季度转为扩张后，一直维持正增长。自 2016 年上半年起增速有所回落后，2017 年上半年同比增速再次上行。而非金融企业信贷方面，由于 2016 年第一季度信贷规模的下滑，2017 年第一季度企业信贷同比增速出现上行，但进入第二季度后，增速开始回落，6 月份同比增速再次降为负值。6 月份私人消费信贷余额为 6343.47 亿欧元，同比增长 5.19%；非金融企业贷款余额为 4.3 万亿欧元，同比下滑 0.31%。

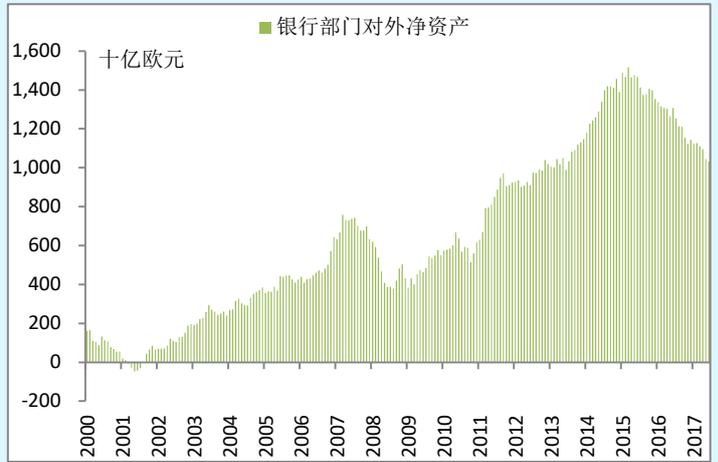


图 37 对外资产与负债



资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

图 38 对外净资产

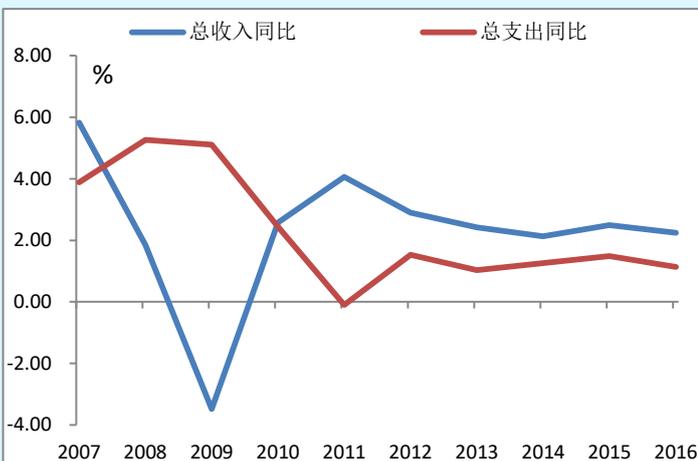


资料来源：Wind 资讯、欧洲央行、致富研究院

2017 年上半年，欧元区银行部门对外净资产持续缩小，银行业流动性回归欧元区。虽然 2016 年全年银行部门对外净资产维持收缩态势，但其主要推动力是银行部门对外负债的快速上升，而对外资产增长速度相对较慢，因此此时资金的回流应该归因于境外资金的注入。而进入 2017 年后，特别是 2 月以来，虽然对外负债也有所减少，银行部门对外资产缩减速度更快。此时，银行业资金的增加更应该归因于自有资金的回归。

欧元区总体政府财政状况好转，政府负债绝对值小幅上升，占名义 GDP 比例持续下降。2016 年欧元区财政收支更将平衡，财政总收入增长 2.24%，总支出增长 1.14%。2017 年第一季度，欧元区 19 国政府总负债为 9.696 万亿欧元，同比增加 0.86%；新增债务为 107.76 亿欧元，同比下降 32%。

图 39 欧元区财政收支增速



资料来源：欧盟统计局、致富研究院

图 40 欧元区债务增速下降



资料来源：欧盟统计局、致富研究院



虽然政府债务绝对量仍在上升，但占 GDP 比例自 2015 年期开始下降。这一方面得益于政府财务赤字增速的减少，另一方面则因为欧元区名义 GDP 的快速上升。近两年，财政赤字占 GDP 比例（2015 年为 2.1%，2016 年为 1.5%）均小于名义 GDP 增速（2015 年为 3.58%，2016 年为 2.62%）。

就主要经济体来看：希腊财政改革初见成效，2016 年第三季度首次由财政赤字转为财政盈余，但今年第一季度再次变为赤字，其总体债务占 GDP 比例仍为欧元区最高，高达 179%，其长期趋势仍有待观察。德国自 2014 年起连续三年保持财政盈余，2017 年第一季度盈余占 GDP 比例达到 1%。法国近三年财政赤字占比均维持在 3.6% 附近，并保持小幅减小。总体来看，虽然欧元区整体财政状况向好，但主要依靠经济状况较好的国家的带动，而负债比例较高国家的财政仍改善较慢。

图 41 欧元区债务占 GDP 比例整体下降

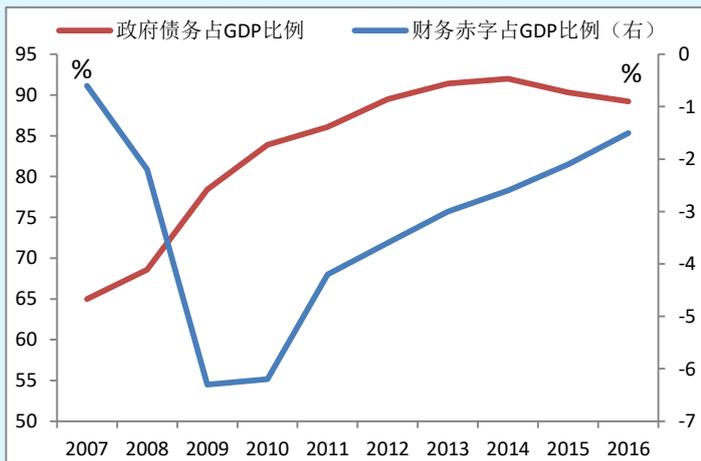


图 42 财政盈余占 GDP 比例

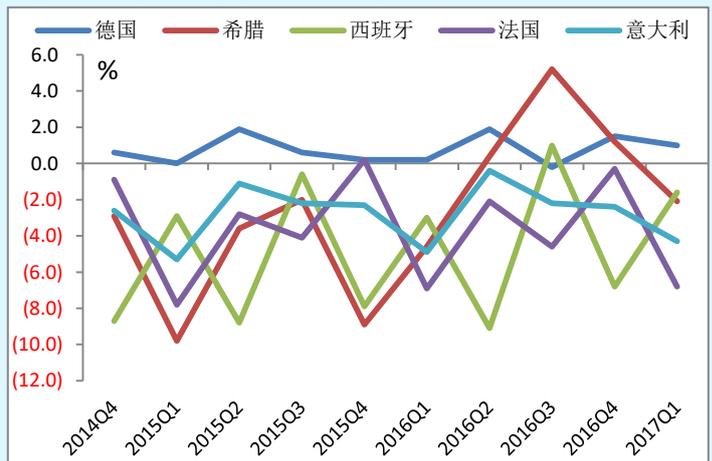
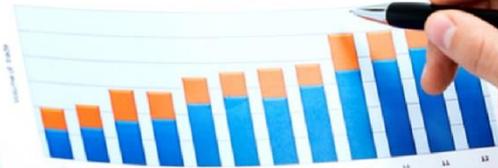


图 43 欧元区各国政府债务占 GDP 比例



资料来源：欧盟统计局、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 楼
电话：(86755) 33339666
传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk