

美国宏观经济月报

2020年/08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:

- 美国 2020 年第二季度年化实际 GDP 为 17.206 万亿美元，同比衰退 9.50%，低于上季度同比增速 0.20%，增速是 12 年来首次负增长，同时也是 1932 年以来最大幅度衰退。
 - 实际个人消费支出年化为 11.797 万亿美元，占 GDP 的 68.56%，同比减少 10.70%，环比年化增速为-34.60%。服务类消费占总消费支出的 60.41%，同比减少 14.70%。商品类消费支出占总消费支出的 39.59%，同比减少 1.80%。
 - 私人投资总额在第二季度年化为 2.818 万亿美元，占 GDP 的 16.38%，同比收缩 17.90%，连续三个季度负增长。
 - 受疫情影响，政府消费支出和投资有所增加，但主要是因为联邦政府支出的增加，而州和地方政府受制于财政收入的萎缩，实际支出反而减少。
 - 第二季度美国年化净进出口为-7807 亿美元，其中出口总额为 1.932 万亿美元，进口总额为 2.712 万亿美元。
- 美国持续复产复工，制造业和服务业进一步复苏。
 - 7 月份美国供应协会 (ISM) 公布的制造业采购经理人指数 (PMI) 为 54.2%，较上月上升 1.6%。
 - 7 月份非制造业 PMI 小幅上升，升至 58.1%，较上月份上升 1.0 个百分点。
- 居民消费支出增加，通胀率回升。
 - 实际年化个人消费支出升至 12.518 万亿美元，同比减少 5.77%，较前值的-10.27%降幅继续收窄。
 - 7 月 CPI 同比增长 1.0%，高于前值的 0.6%；核心 CPI 则同比上升 1.6%，高于前值的 1.2%。
- 7 月份美国劳动力市场延续回暖趋势，但改善程度较前两个月有所放缓。失业率在 7 月下降 0.9 个百分点至 10.2%。7 月份劳动参与率上升 0.2 个百分点，升至 62.0%。货币工资平均时薪较上月相对趋稳，7 月份平均时薪升至 29.39 美元，同比增速为 4.78%。
- 8 月 5 日，美国财政部透露计划大幅增加长期国债发行规模。因此长久期国债收益率出现明显上行，而中短期国债收益率变化不大。



- 从美联储资产负债结构来看，美联储资产负债规模逐渐回落，但同时增加了持有证券规模。减少主要集中在正回购协议和与其他央行流动性互换上。
- 过去一个月美国商业银行资产负债表中信贷和持有证券出现分化，持有证券余额进一步增加，而信贷余额有所收缩。8月中，商业银行信贷和持有证券规模为 14.857 万亿美元。其中持有证券规模从 4.191 万亿美元增加至 4.314 万亿美元。信贷方面减少主要集中在工商业贷款和消费贷款。

图表目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图表 1：GDP 增速..... | 4 |
| 图表 2：个人消费支出同比变化..... | 4 |
| 图表 3：私人投资同比增速..... | 5 |
| 图表 4：对外贸易同比变化..... | 5 |
| 图表 5：制造业采购经理人指数..... | 6 |
| 图表 6：非制造业采购经理人指数..... | 6 |
| 图表 7：各主题出货量同比增速..... | 7 |
| 图表 8：各主题新订单量同比增速..... | 7 |
| 图表 9：各主题存货量同比增速..... | 7 |
| 图表 10：制造业库存增速随 PMI 变化..... | 7 |
| 图表 11：美国工业生产指数..... | 8 |
| 图表 12：美国制造业产能利用率..... | 8 |
| 图表 13：制造业产能利用率..... | 9 |
| 图表 14：美国个人收入情况..... | 10 |
| 图表 15：可支配收入及消费支出同比增速..... | 10 |
| 图表 16：消费者信心指数..... | 10 |
| 图表 17：CPI 和 PCE 同比增速..... | 11 |
| 图表 18：各类商品通胀水平..... | 11 |
| 图表 19：初次申请失业金人数..... | 12 |
| 图表 20：累计持有失业保险人数及对应失业率..... | 12 |
| 图表 21：失业率与非农职位空缺率..... | 13 |
| 图表 22：劳动参与率..... | 13 |
| 图表 23：新增非农就业人数..... | 14 |
| 图表 24：非农企业平均工时、时薪和周薪..... | 14 |
| 图表 25：非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速..... | 14 |
| 图表 26：美联储资产结构..... | 15 |
| 图表 27：美联储负债结构..... | 15 |
| 图表 28：美联储准备金余额..... | 16 |
| 图表 29：联邦基金利率与 IOER 变化..... | 16 |
| 图表 30：美国基础货币投放量变化..... | 16 |
| 图表 31：美国货币供应量..... | 16 |
| 图表 32：商业银行信贷与持有证券..... | 17 |
| 图表 33：商业银行信贷同比增速..... | 17 |
| 图表 34：美国国债收益率..... | 18 |
| 图表 35：各期限国债收益率差值..... | 18 |
| 图表 36：抵押贷款利率..... | 18 |

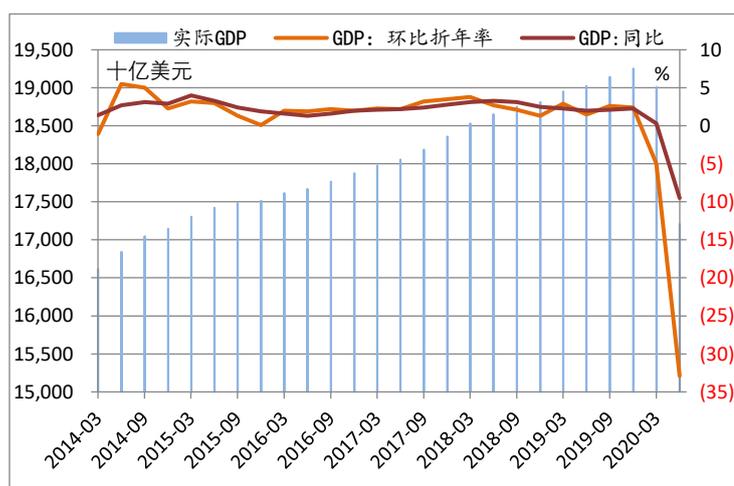
1、经济运行情况

根据美国商务部发布数据，经季节性调整后 2020 年第二季度年化实际 GDP 为 17.206 万亿美元，同比衰退 9.50%，低于上季度同比增速 0.20%，增速是 12 年来首次负增长，同时也是 1932 年以来最大幅度衰退；环比年化衰退 32.9%。实际 GDP 回落至 2014 年第四季度水平。

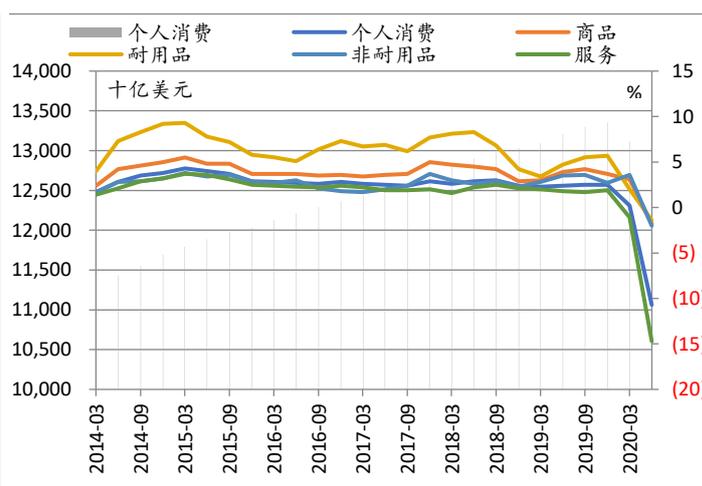
第二季度美国经济衰退的主要原因来自个人消费支出和国内私人投资的收缩：

第二季度实际个人消费支出年化为 11.797 万亿美元，占 GDP 的 68.56%，同比减少 10.70%，环比年化增速为-34.60%。商品类消费支出占总消费支出的 39.59%，同比减少 1.80%。其中占 37.38%的耐用品消费同比下降 1.4 个百分点；占 62.62%的非耐用品消费同比下降 2.0 个百分点。服务类消费占总消费支出的 60.41%，同比减少 14.70%。服务类消费支出的大幅下降是美国个人消费支出下降的主要原因，相比而言商品类消费不仅收缩幅度较小，同时占比较小，对整体消费影响有限。

图表 1：GDP 增速



图表 2：个人消费支出同比变化



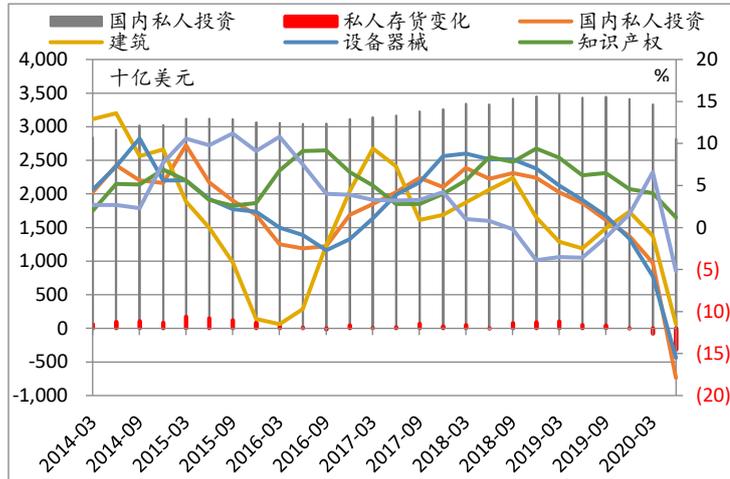
资料来源：Wind 资讯、BEA、致富研究院

资料来源：Wind 资讯、BEA、致富研究院

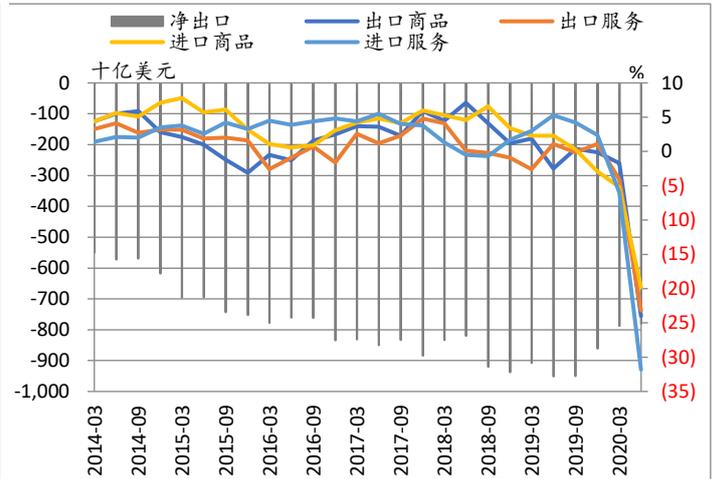
国内私人投资总额回落是经济整体放缓的另一个重要原因。私人投资总额在第二季度年化为 2.818 万亿美元，占 GDP 的 16.38%，同比收缩 17.90%，连续三个季度负增长。其中占投资总额 38%的设备投资同比减少 15.5%；基础设施投资同比减少 11.5%；住宅类投资同比减少 5.2%；知识产权类投资同比增长

1.20%。私人库存投资减少 3155 亿美元，是有记录以来库存最大幅度的收缩。

图表 3：私人投资同比增速



图表 4：对外贸易同比变化



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

受疫情影响，政府消费支出和投资有所增加，但主要是因为联邦政府支出的增加，而州和地方政府受制于财政收入的萎缩，实际支出反而减少。政府支出同比上升 2.1 个百分点，低于上季度的 2.7%。联邦政府支出同比增加 6.70%。国防类支出同比上升 4.00%，较上季度的 4.1% 略微下降，非国防开支同比上升 10.9%。州和地方政府支出同比收缩 0.70%。

第二季度美国年化净进出口为 -7807 亿美元，其中出口总额为 1.932 万亿美元，进口总额为 2.712 万亿美元。出口总额在第二季度同比下降 23.7%，其中商品出口额同比减少 24.0%，服务类出口额同比减少 23.2%。进口总额同比减少 22.10%，其中商品进口额同比减少 19.80%，服务类进口同比减少 31.8%。

1.1 美国持续复产复工，制造业和服务业进一步复苏

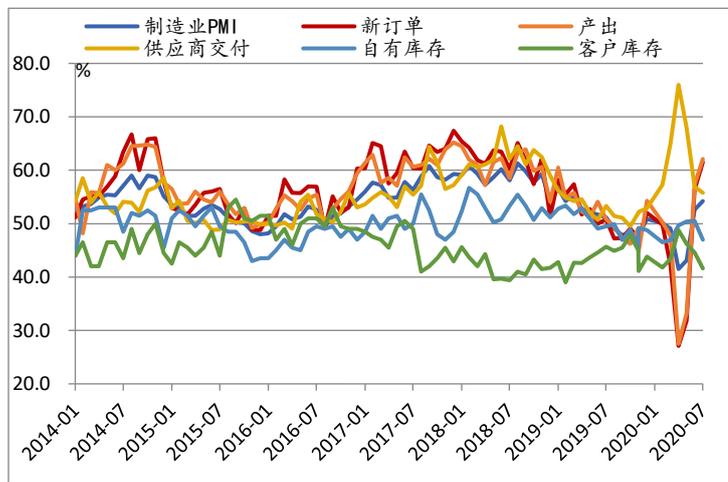
从经济景气指数来看，7 月份美国供应协会（ISM）公布的制造业采购经理人指数（PMI）为 54.2%，较上月上升 1.6%，连续 2 个月高于荣枯线，表明制造业活动逐渐复苏。

其中，新订单指数为 61.50%，较上月回升 5.1 个百分点；产出指数为 62.1%，较前值回升 4.8 个百分点；供应商交付指数为 55.8%，较前值下降 1.1 个百分点；自有库存指数为 47.0%，较上月下降 3.5 个百分点；客户库存指数为

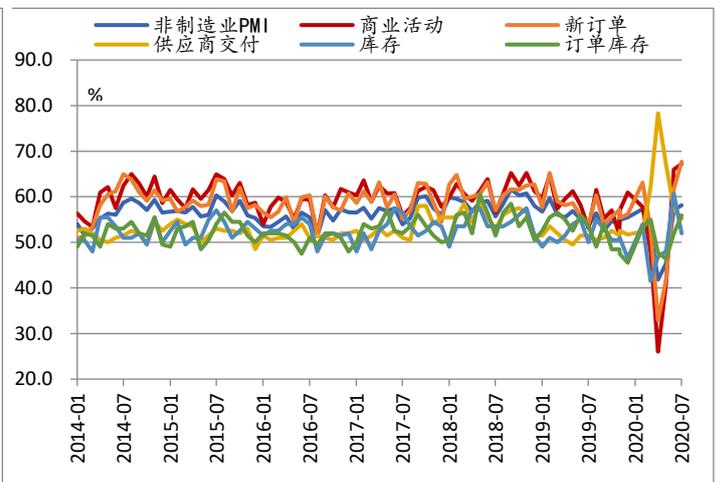
41.6%，较上月下降 3.0 个百分点。

相比制造业 PMI，7 月份非制造业 PMI 小幅上升，升至 58.1%，较上月份上升 1.0 个百分点。其中，新订单指数为 67.7%，较前值上升 6.1 个百分点；商业活动指数为 67.2%，较前值上升 1.2 个百分点；供应商支付指数为 55.2%，较前值下降 2.3 个百分点；库存指数为 52.0%，较前值下降 8.7 个百分点；订单库存指数为 55.9%，较前值上升 4.0 个百分点。

图表 5：制造业采购经理人指数



图表 6：非制造业采购经理人指数



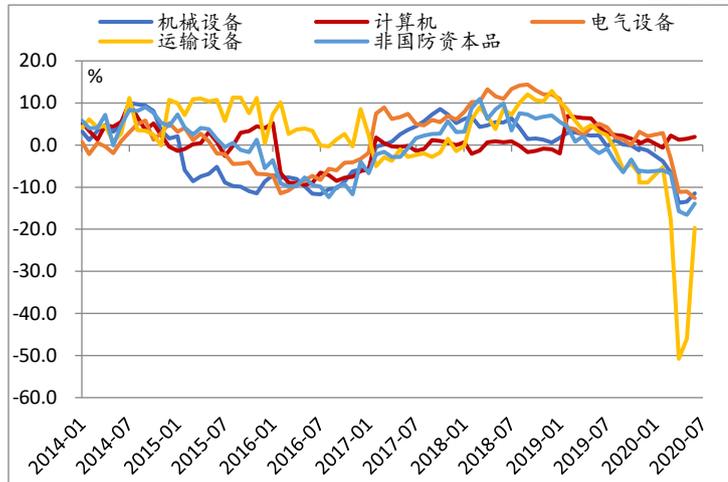
资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

从行业的出货量和新增订单量来看制造业供给和需求，6 月份供给与需求同时大幅增加，经季调后出货量为 4,573.03 亿美元，环比增长 9.78%，同比下降 9.13%；新增订单量为 4,372.13 亿美元，环比增长 6.2%，同比下降 10.61%。预计 7 月份环比仍将一定幅度增长。

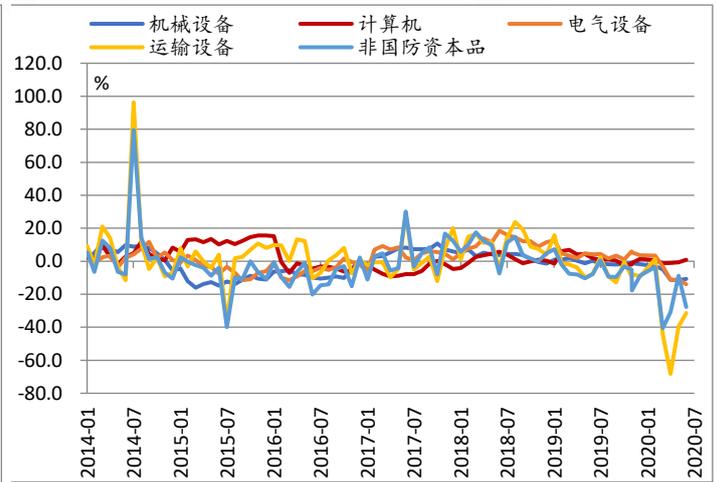
6 月份非国防资本品出货量同比仍减少 13.88%，新增订单量减少 27.77%；机械设备出货量同比减少 11.45%，新增订单量减少 10.65%；电气设备出货量同比减少 12.61%，新增订单量减少 13.92%；计算机及其相关产品出货量同比增加 1.95%，新增订单量同比增加 0.98%；运输设备出货量同比减少 19.67%，新增订单量同比减少 31.47%。

图表 7: 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

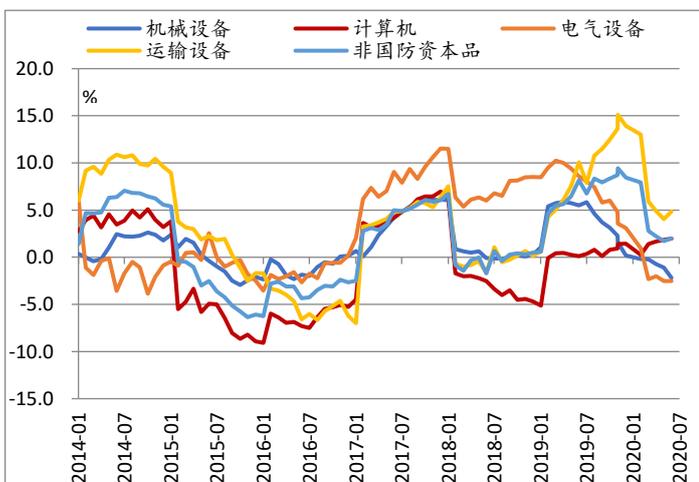
图表 8: 各主题新订单量同比增速



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

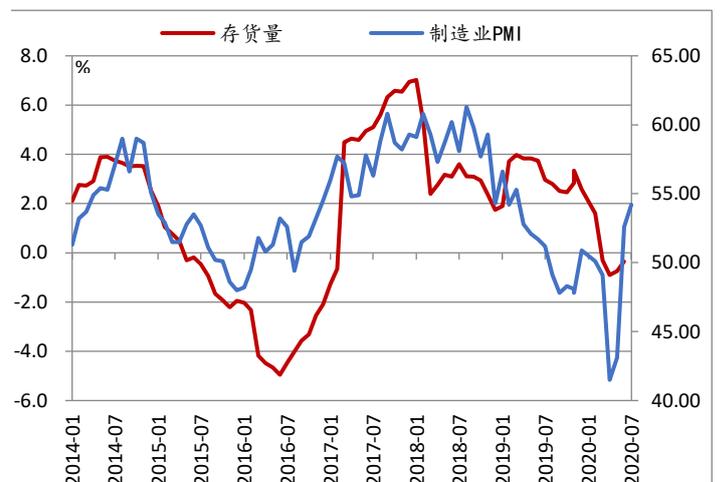
由于需求和供给的增加, 各主题制造业企业存货量增减不一, 总存货量小幅增加。6 月份, 存货量为 6,909.0 亿美元, 环比增加 0.58%, 同比减少 0.36%。其中非国防资本品存货量同比增加 2.03%, 机械设备存货量同比增减 2.20%, 电气设备存货量同比减少 2.52%, 计算机及其相关设备存货量同比上升 1.99%, 运输设备存货量同比上升 4.86%。

图表 9: 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 10: 制造业库存增速随 PMI 变化

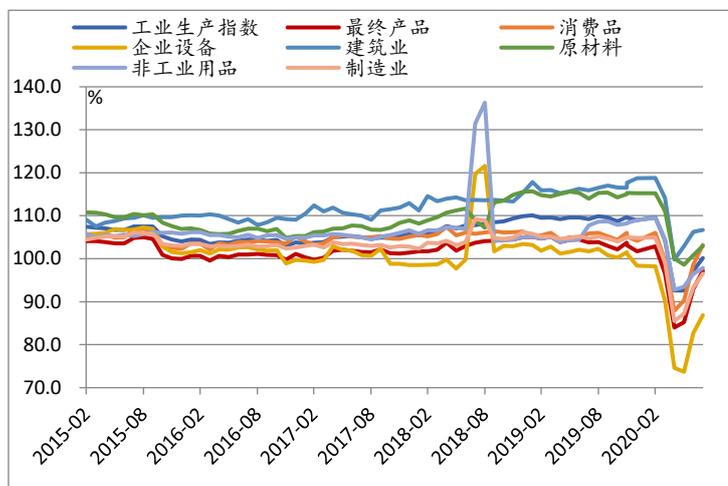


资料来源: Wind 资讯、BEA、致富研究院

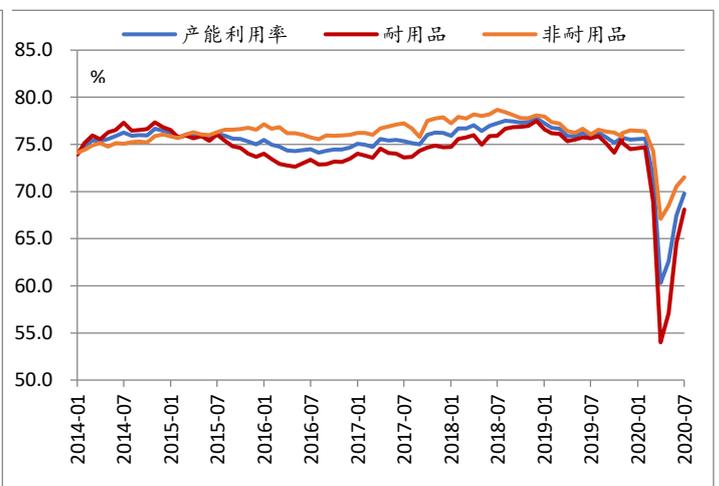
经价格及季节调整后, 7 月份美国工业生产上升至 100.17, 预计 8 月份会

进一步上升。最终产品、原材料以及非工业用品生产指数均大幅回升。最终产品指数从 92.99 上升至 97.16，非工业用品指数从 96.44 上升至 97.88。其中，消费品生产指数上升 4.54 个百分点至 103.24；企业设备生产指数上升 4.15 个百分点至 86.87；制造业指数上升至 96.5；原材料生产指数上升至 103.01；建筑业指数上升至 106.67；采掘业生产指数回升至 108.5；公用事业生产指数至 105.86。

图表 11：美国工业生产指数



图表 12：美国制造业产能利用率

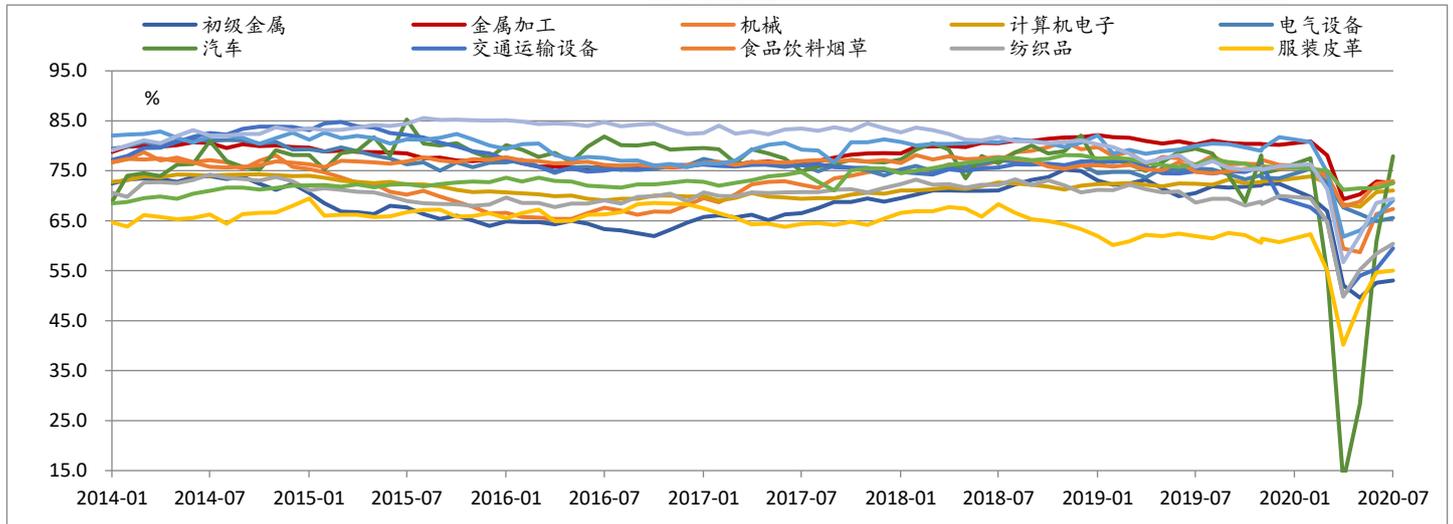


资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

7 月份美国制造业产能利用率随着复工的进行持续回升。得益于耐用品产能利用率大幅上升，制造业整体产能利用率从 67.45% 升至 69.77%。耐用品从前值的 64.53% 上升至 68.09%，其中汽车制造业从 60.75% 升至 77.92%；机械制造业回升至 67.36%；计算机和电子产品上升至 71.08%；电气设备制造业产能利用率上升至 65.57%。非耐用品产能利用率从 70.54 小幅上升至 71.51%，其中食品饮料和烟草行业上升至 72.91%；化学品行业升至 72.51%，石油和煤制品升至 69.07%，塑料橡胶制品行业升至 69.39%。

图表 13: 制造业产能利用率



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

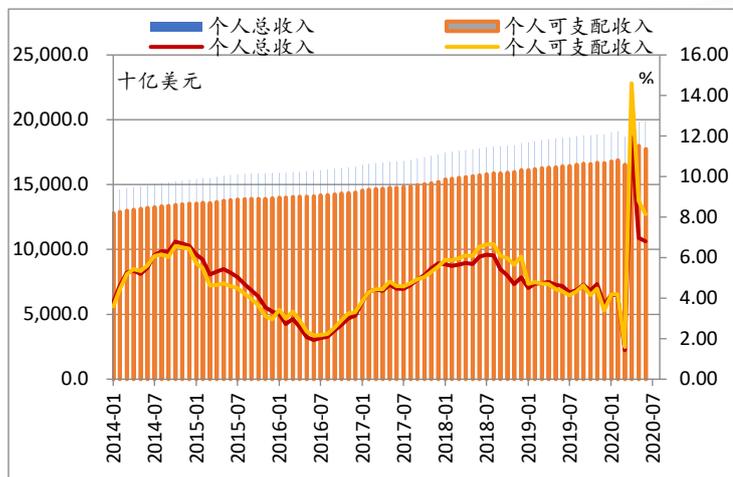
1.2 居民消费支出增加，通胀率回升

随着复产复工，美国居民薪资收入持续增加，但转移支付相对减少，因此个人总收入略微增加，而实际个人可支配收入相对减少。同时复产复工增加了消费选择，使得居民个人消费支出稳步上升，但仍未达到疫情前水平。

从居民家庭收入调查数据来看，6月份年化个人总收入为19.880万亿美元，同比增长6.79%，较上月的19.839万亿美元略微增加。年化名义个人可支配收入为17.738万亿美元，同比增长8.14%，低于上月的17.994万亿美元。

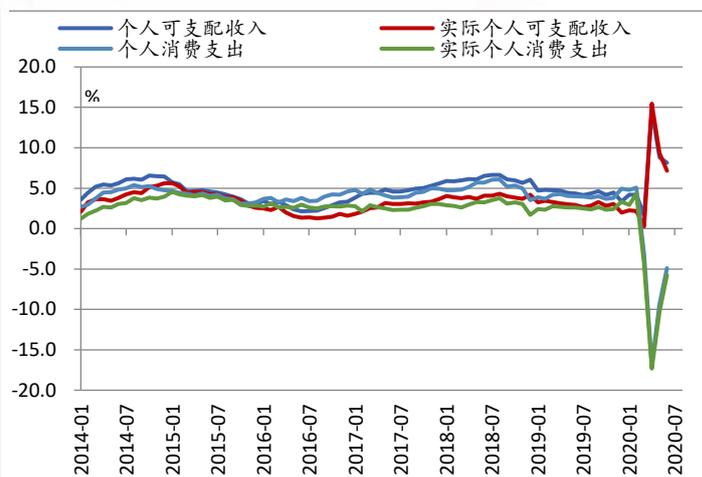
6月份年化实际个人可支配收入为16.031万亿美元，同比增长7.15%，低于前值的16.321万亿美元。实际人均可支配收入降至48,572美元，低于前值的49,474美元，同比增长7.98%。

图表 14: 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

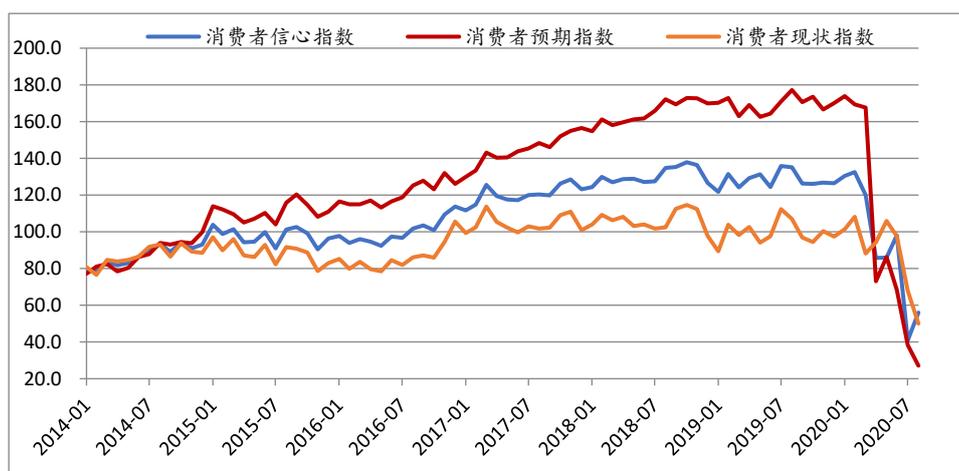
图表 15: 可支配收入及消费支出同比增速



资料来源: Wind 资讯、BEA、致富研究院

虽然 6 月份名义和实际个人收入均回落，但个人消费支出增速仍在逐渐回升。6 月份名义个人消费支出同比下降 4.90%，降幅低于上月的 9.32%；实际年化个人消费支出升至 12.518 万亿美元，同比减少 5.77%，较前值的-10.27%降幅继续收窄。

图表 16: 消费者信心指数



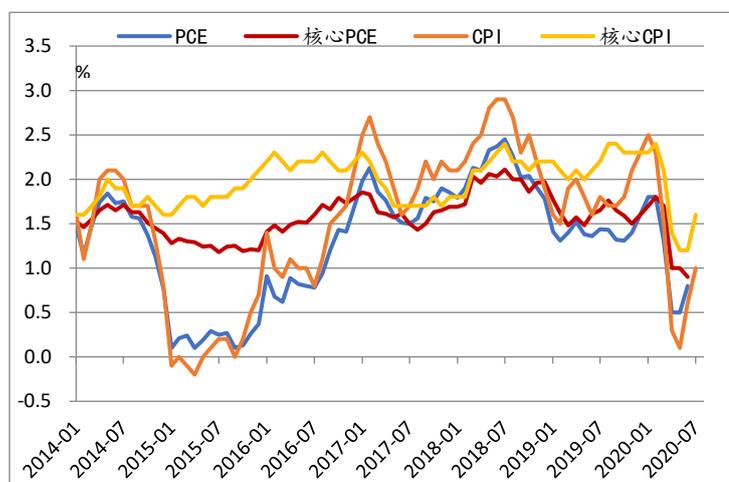
资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

虽然消费支出在稳步上升，但美国消费者信心仍不足。8 月消费者信心指数为 56.0。反映消费者未来开支预期的消费者预期指数从 7 月份的 38.30 下降至 27.10；反映消费者当前开支状况的分项指标消费者现状指数从 7 月份从 67.80

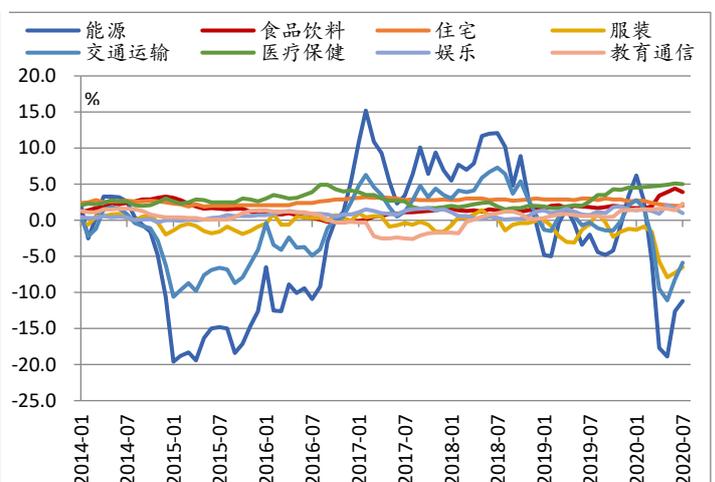
下降至当前的 50.0。

虽然消费者信心不足，但不断回升的消费支出也推动通胀指数走高。7 月 CPI 同比增长 1.0%，高于前值的 0.6%；核心 CPI 则同比上升 1.6%，高于前值的 1.2%。6 月份，PCE 同比增长 0.8%，剔除食品和能源后的核心 PCE 同比上升 0.9%。

图表 17: CPI 和 PCE 同比增速



图表 18: 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

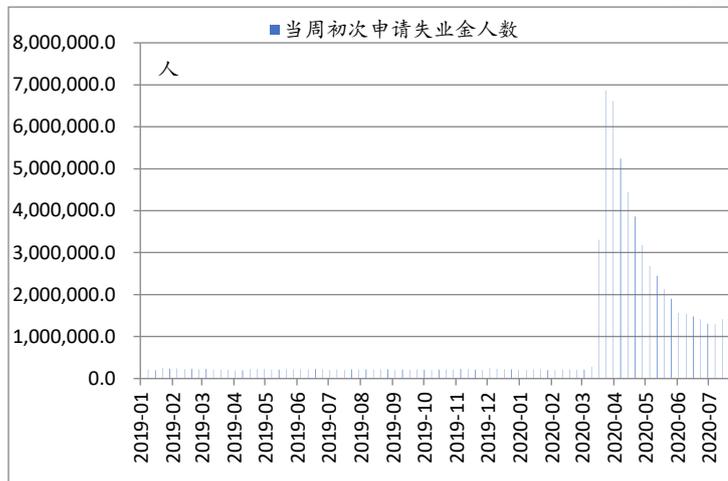
资料来源: Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

7 月份，由于国际原油价格趋稳，能源价格同比降幅小幅收窄，下降 11.2%。同时由于复产复工，前期影响较大的交通运输业价格同比下降 5.9%，较上月的-8.2%回升较大；医疗保健同比增长 5.0%；住宅同比增速稳定在 2.0%；娱乐同比增长 1.0%，增速有所回落；食品与饮料同比增长 3.9%；服装价格同比下降 6.5%；教育和通信同比增长 2.3%。

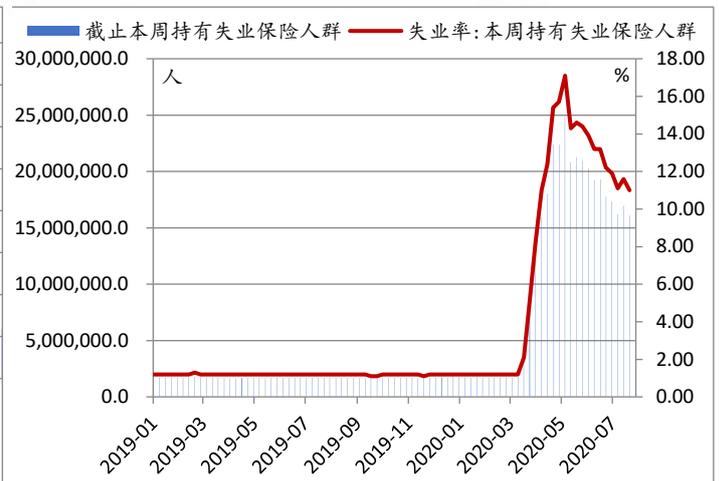
2、劳动力市场

7 月份美国劳动力市场延续回暖趋势，但改善程度较前两个月有所放缓。从 6 月份开始，每周初次申请失业金人数下降至两百万人以内，7 月份的四周内每周均降至 150 万人以下，但下降趋势逐渐放缓。持有失业保险人数回落至 7 月末的 1,610.7 万人。依据持有失业保险人数的失业率从高点的 17.1% 降至 11.0%。

图表 19: 初次申请失业金人数



图表 20: 累计持有失业保险人数及对应失业率



资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

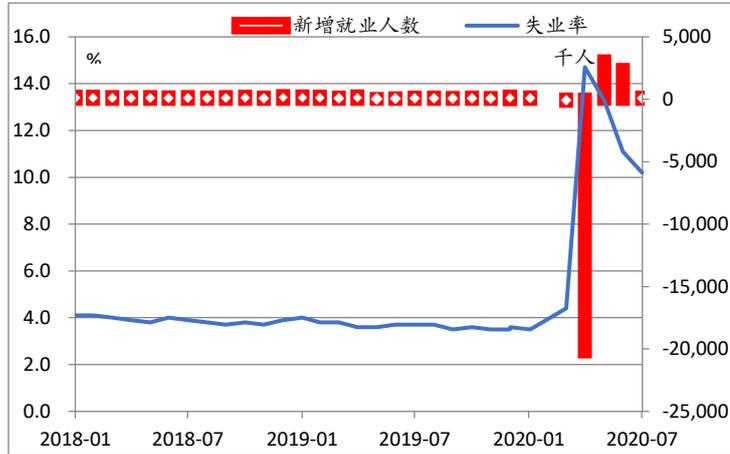
资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

美国非农报告显示失业率在 7 月下降 0.9 个百分点至 10.2%。7 月份劳动参与率上升 0.2 个百分点, 升至 62.0%。货币工资平均时薪较上月相对趋稳, 7 月份平均时薪升至 29.39 美元, 同比增速为 4.78%。与此同时, 每周平均工作小时数稳定在 34.5 小时。

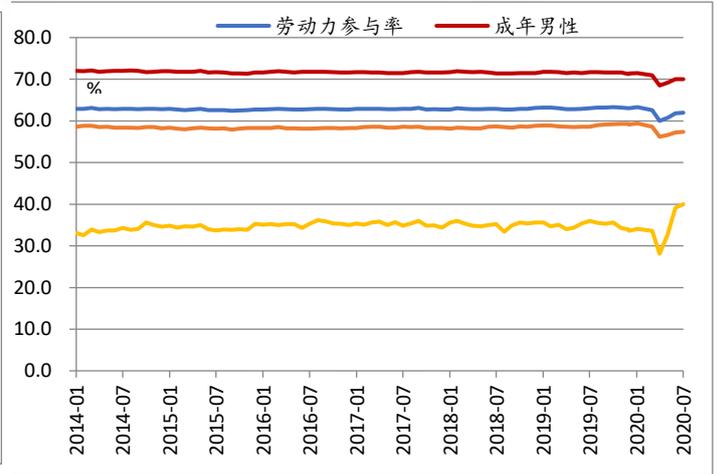
具体来看:

7 月份经过季节调整后的失业率下降至 10.2%。其中成年男子失业率较前值下降 0.8 个百分点至 9.4%; 成年女子失业率下降 0.7 个百分点, 降至 10.5%。16-20 岁青少年失业率下降 3.9 个百分点, 降至 19.3%。白人失业率较前值下降 0.9%至 9.2%; 黑人失业率较前值下降 0.8 个百分点, 至 14.6%; 西班牙和拉美裔失业率下降 1.6 个百分点至 12.9%。

图表 21: 失业率与非农职位空缺率



图表 22: 劳动参与率



资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

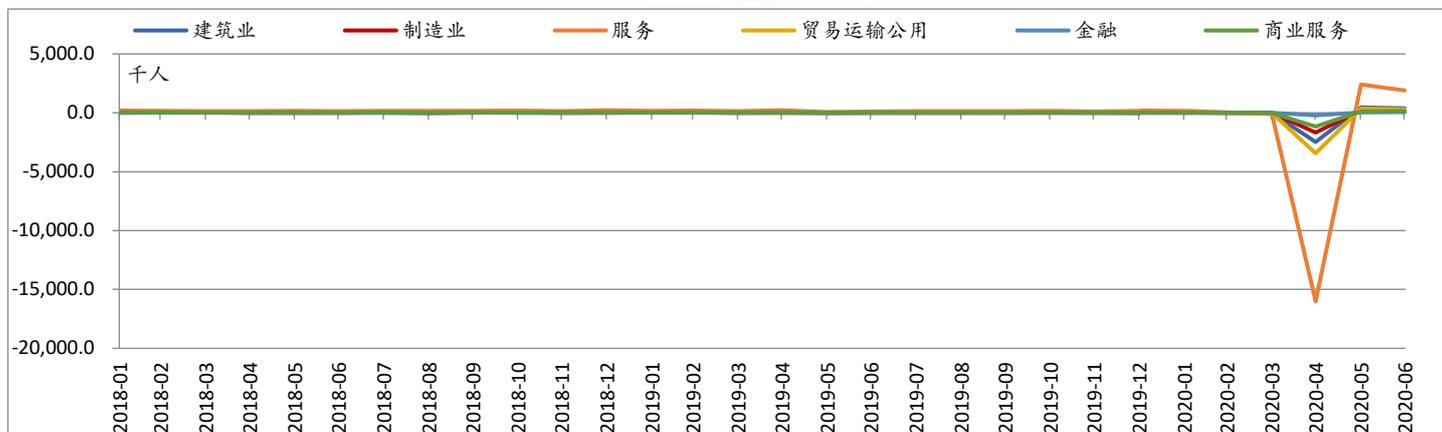
Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

同上月预期一致, 劳动力参与率在 7 月份上升 0.2 个百分点至 62.0%, 距 2019 年均值的 63.07% 仅相差 1 个百分点。考虑到当前美国社会的不稳定以及疫情的恶化, 预计下月劳动参与率会在 62% 附近震动。

具体来看, 20 岁以上成年男性劳动力参与率保持在 70.0% 不变; 16 岁以上男性劳动力参与率上升 0.1 个百分点, 至 68.0%; 16 岁以上女性劳动力参与率上升 0.1 个百分点, 至 56.3%; 20 岁以上成年女性参与率上升 0.2 个百分点, 至 57.4%; 青少年劳动力参与率上升 0.9 个百分点, 至 40.0%。青少年劳动参与率再创新高。

美国 7 月份经季节调整后的新增非农私人就业人数新增 16.7 万人, 就业人数连续三个月增加, 但增幅明显下降, 远低于前值的 236.8 万人。其中第二产业新增就业人数增加 0.2 万人, 第三产业增加 16.5 万人。在第二产业中, 制造业增加 1.0 万人; 建筑业就业减少 0.8 万人。在服务业中, 专业和商业服务业增加 5.8 万人, 贸易运输及公用事业增加 4.1 万人, 金融业减少 1.8 万人。

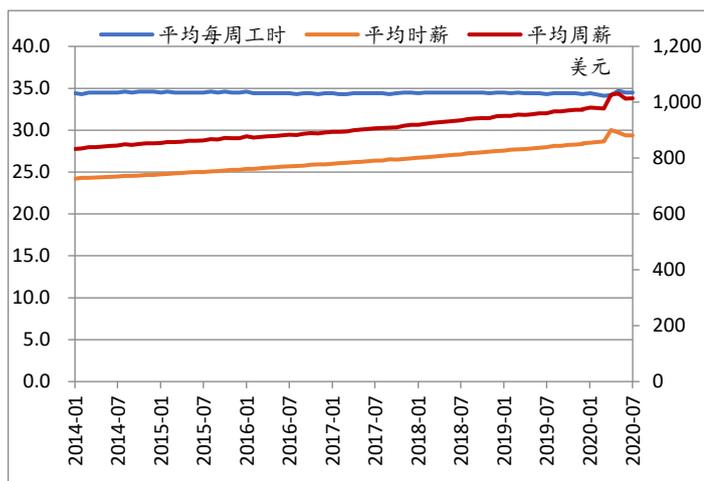
图表 23: 新增非农就业人数



资料来源: Wind 资讯、ADP、致富研究院

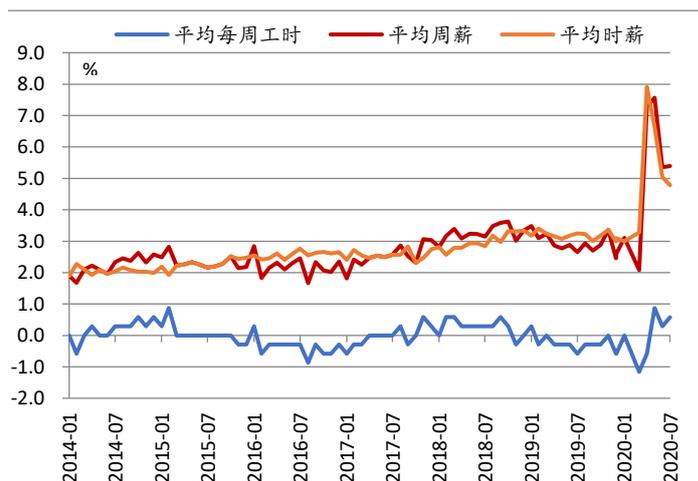
7 月份美国非农私人平均时薪和工时均较为稳定, 时薪增速也继续回落。7 月份非农私人企业平均时薪为 29.39 美元, 前值为 29.37 美元, 同比上涨 4.78%。每周平均工作小时数保持在 34.5 小时, 同比增加 0.58%, 周薪增至 1013.96 美元, 同比增加 5.39%。

图表 24: 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 25: 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

3、美国货币市场运行状况

7月末的美联储议息会议决定：将基准利率维持在0%-0.25%不变的决议得到所有委员一致同意，美联储表示将维持利率在当前水平直至确信经济度过危机，实现其最大就业和物价稳定的目标。超额准备金率（IOER）将维持在0.1%不变，贴现利率维持在0.25%不变。

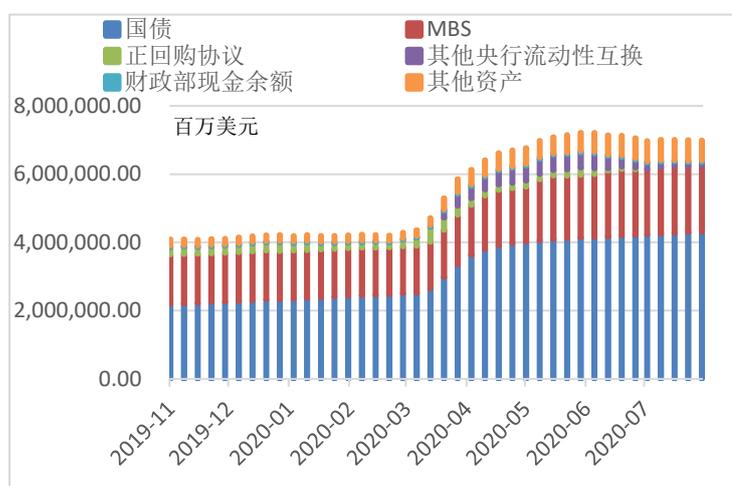
同时，美联储决定“将至少以当前的速度”购买美债、MBS和CMBS；继续进行大规模隔夜和定期回购协议操作；美联储宣布将临时美元互换额度和临时回购协议工具的有效期限延长至2021年3月31日。

在经济预期方面，美联储表示经济活动和就业状况有所回升但仍远低于年初的水平，经济发展路径很大程度上取决于病毒传播速度。

8月5日，美国财政部透露计划大幅增加长期国债发行规模。将2年期、3年期和5年期债券的拍卖规模每月增加20亿美元，7年期国债拍卖将每月增加30亿美元；新的10年期债券拍卖规模将增加60亿美元，30年期债券拍卖规模增加40亿美元；从8月开始，20年期债券拍卖规模增加50亿美元。美国财政部此举一是为了延缓未偿还国债的久期，避免短债集中到期兑付的现象；二则是资助国会新一轮万亿美元的刺激计划。

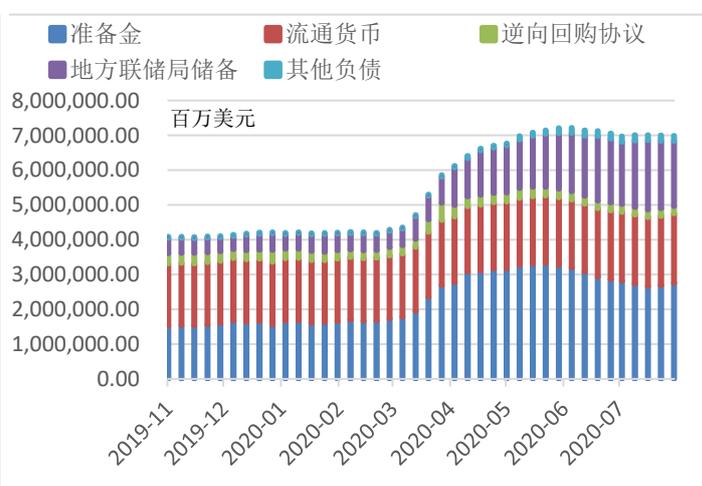
从美联储资产负债结构来看，美联储资产负债规模逐渐回落，但同时增加了持有证券规模。美联储总资产在7月末已降至6.994万亿美元，较6月末减少630亿美元。减少主要集中在正回购协议和与其他央行流动性互换上。在总资产减少的同时持有证券反而增加1146亿美元；其中增持国债924亿美元，增持MBS 221亿美元。

图表 26: 美联储资产结构



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图表 27: 美联储负债结构

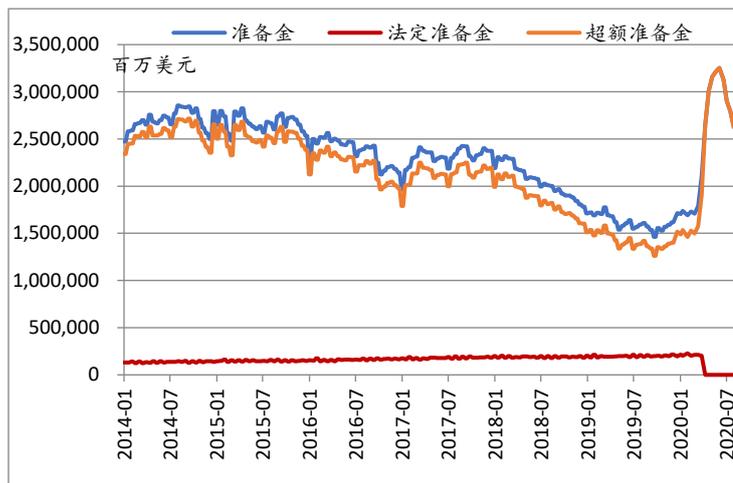


资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

而从负债端来看，总负债同样减少 630 亿美元。减少部分主要来自准备

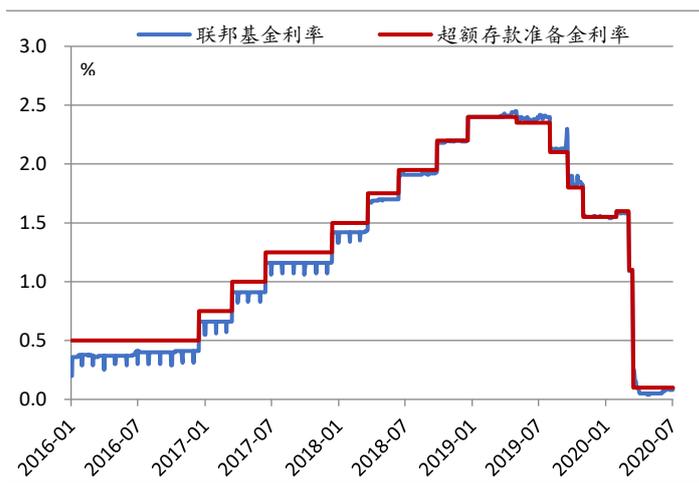
金，准备金从 2.863 万亿美元减少至 2.753 万亿美元，减少 0.110 万亿美元。同时地方联储局储备增加 293 亿美元。

图表 28: 美联储准备金余额



资料来源：美联储、致富研究院

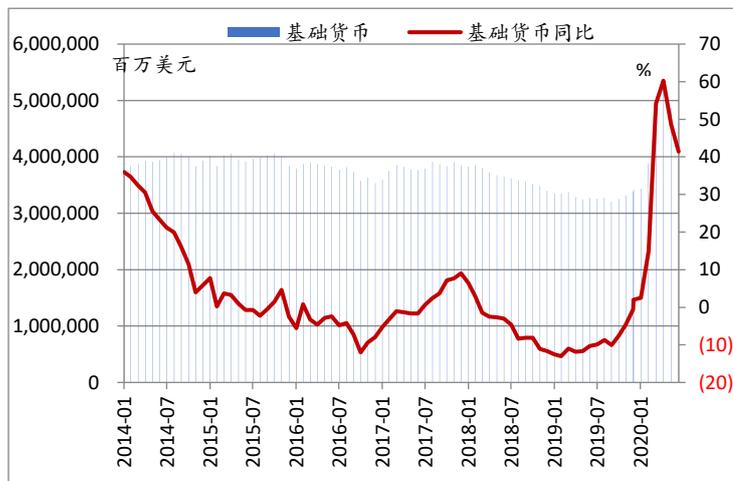
图表 29: 联邦基金利率与 IOER 变化



资料来源：美联储、致富研究院

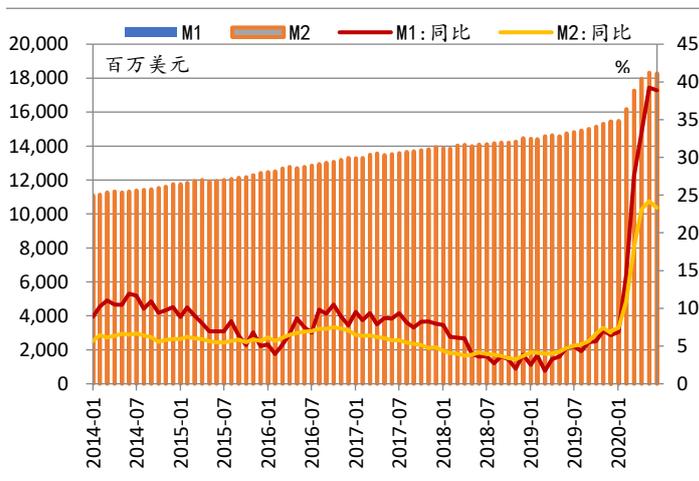
由于 7 月准备金余额环比下降，因此 7 月末基础货币存量也相应减少。基础货币从 6 月份的 4.866 万亿下降至 7 月末的 4.609 万亿，环比减少 5.28%，同比增长 41.37%。

图表 30: 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 31: 美国货币供应量



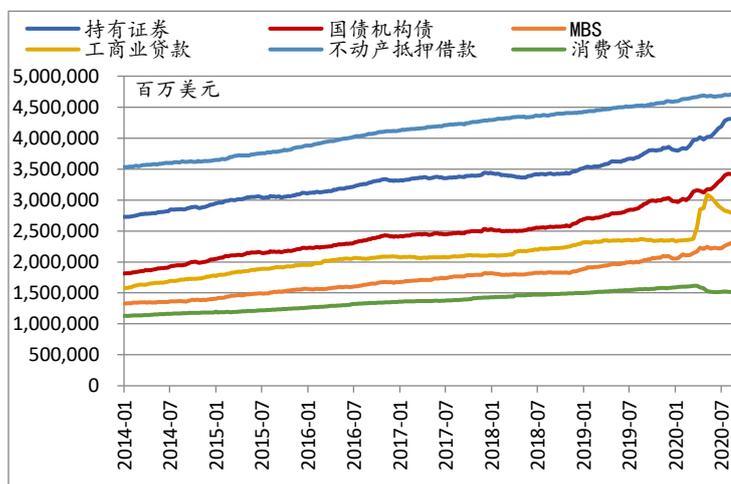
资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

M1 余额从 5.331 万亿美元升至 5.363 万亿美元，环比增加 0.59%，同比增长 38.90%；M2 余额自 18.314 万亿美元降至 18.286 万亿美元，环比减少

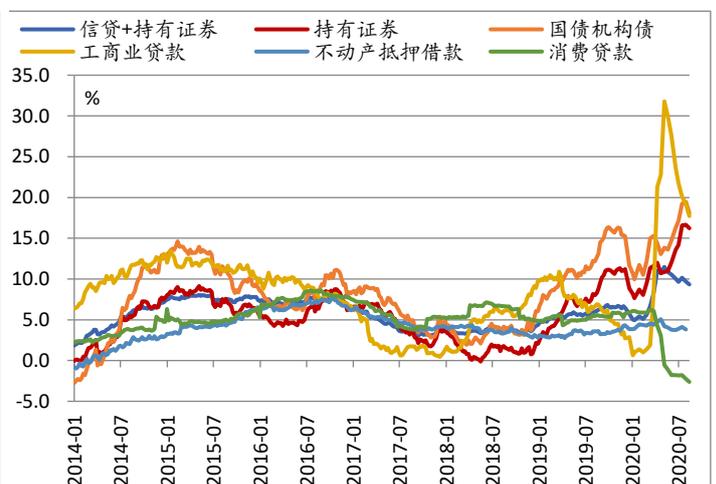
0.15%，同比增加 23.32%。M1 和 M2 货币乘数均明显上升，M1 货币乘数上升至 1.16，M2 货币乘数上升为 3.97。

过去一个月美国商业银行资产负债表中信贷和持有证券出现分化，持有证券余额进一步增加，而信贷余额有所收缩。8月中，商业银行信贷和持有证券规模为 14.857 万亿美元。其中持有证券规模从 4.191 万亿美元增加至 4.314 万亿美元。信贷方面减少主要集中在工商业贷款和消费贷款，而不动产抵押贷款余额在 7 月份小幅增加。

图表 32：商业银行信贷与持有证券



图表 33：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

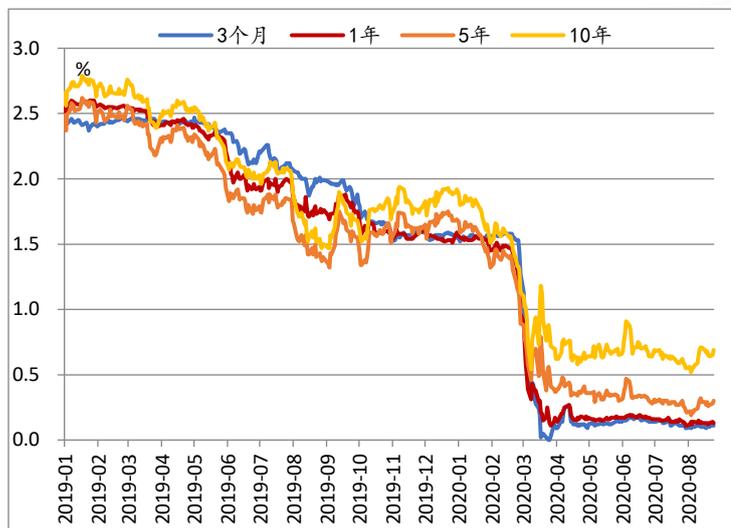
资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

商业银行信贷中工商业贷款余额从 7 月初的 2.867 万亿减少至 8 月中的 2.793 万亿美元，同比增长 17.72%；不动产抵押贷款余额从 7 月初的 4.680 万亿升至 8 月中的 4.708 万亿美元；消费贷款余额从 7 月初的 1.517 万亿降至 8 月中的 1.515 万亿美元。

由于财政部 8 月初透露计划大幅增加长期国债发行规模，因此长久期国债收益率出现明显上行，而中短期国债收益率变化不大。

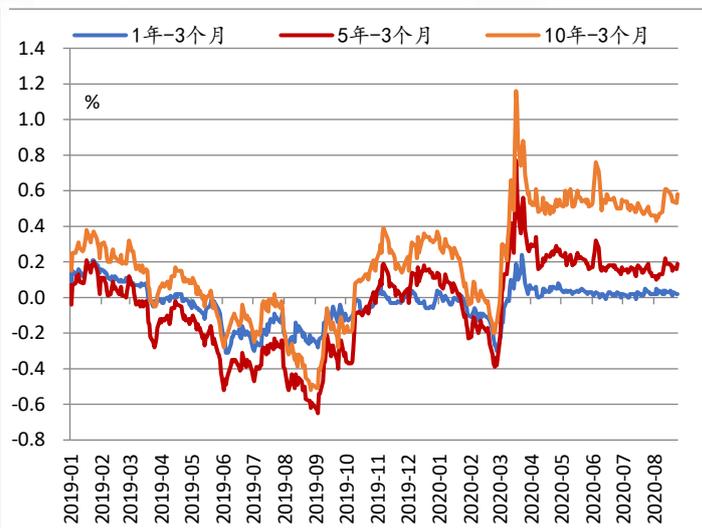
当前 3 个月期国债收益率为 0.11%；1 年期国债收益率为 0.13%；而 5 年期国债收益率为 0.30%；10 年期国债收益率为 0.69%。1 年期国债收益率同 3 个月期国债收益率利差稳定在 0.02%，5 年期同 3 个月期国债收益率利差上升至 0.19%，10 年期同 3 个月期国债收益率利差上升至 0.58%。

图表 34: 美国国债收益率



资料来源: Wind 资讯、美联储、致富研究院

图表 35: 各期限国债收益率差值



资料来源: Wind资讯、致富研究院

虽然美国国债近期出现上行, 但抵押贷款利率仍处在下行趋势, 15 年期抵押贷款固定利率从上月的 2.54% 下降至当前的 2.46%; 5 年期抵押贷款浮动利率降幅更大, 从 3.09% 降至当前的 2.90%。

图表 36: 抵押贷款利率



资料来源: Wind 资讯、美国商务部、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