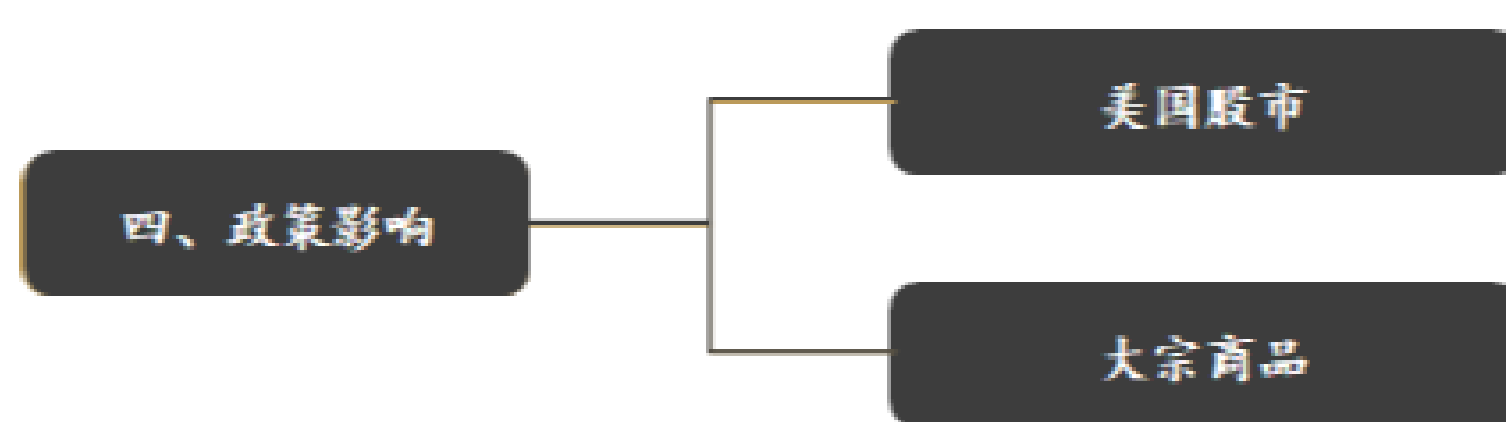


政策影响（美国股市）

报告结论



1、对美国股市的影响

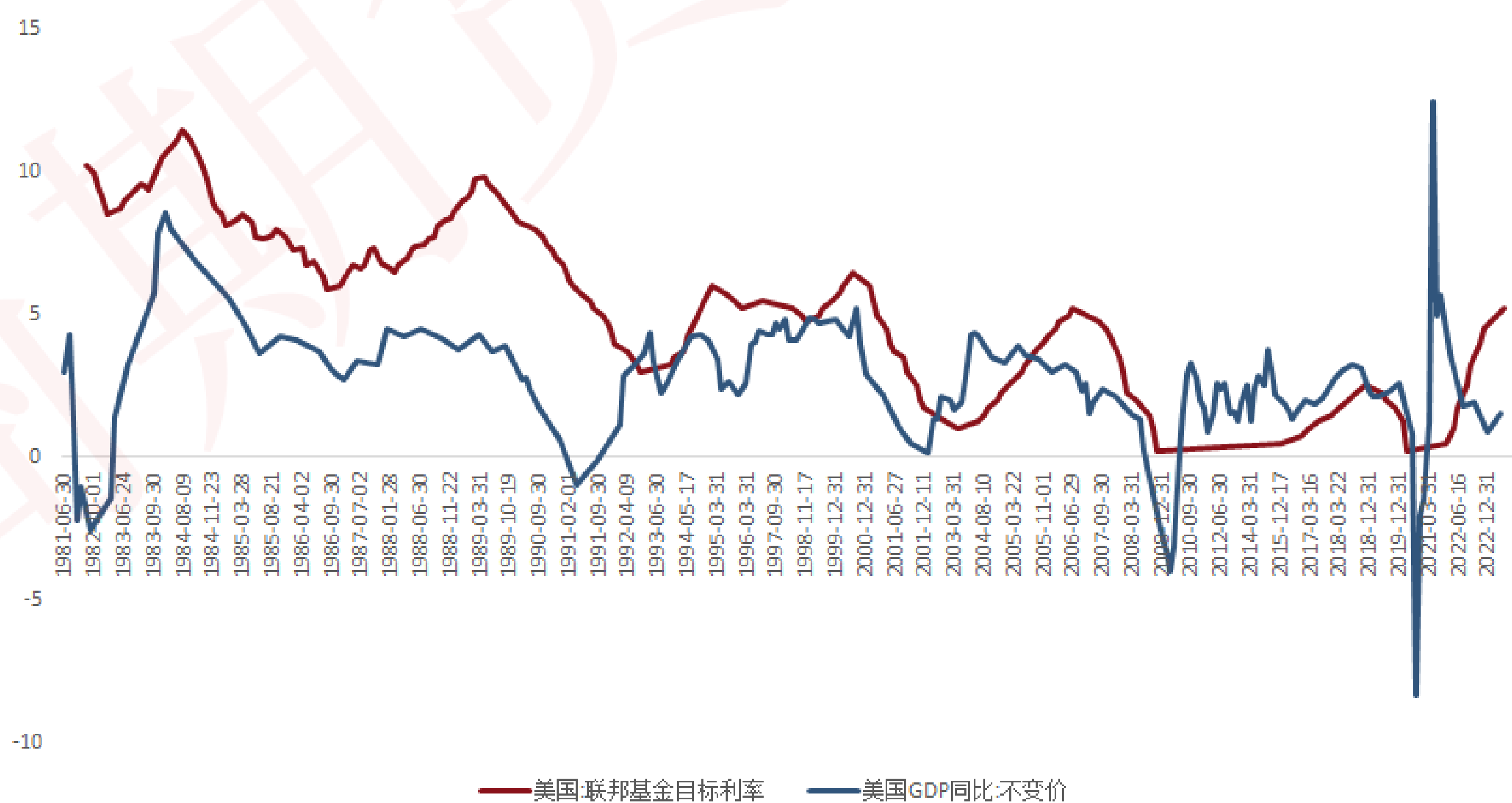
在1981年以来7次加息周期中，美股往往录得正收益，而在7次降息周期中美股录得正收益的情况也偏多，不过2000年之后基本录得负收益。

- 从加息阶段来看，美国三大股指走势往往在加息前中期还保持上涨趋势，但在加息后期便会会出现下跌，这源于美联储加息前中期经济增速往往还处于回升趋势或是较高水平，而随着加息次数增多或接近尾声，美国经济恶化的风险会随之提升，加息后期经济增速会出现明显放缓，不过，受市场预期和事件因素的影响，三大股指实际走势可能会出现偏差。
- 从降息阶段来看，降息启动时经济增速可能已经确定放缓，因此美国三大股指在降息前中期往往表现为下跌，而在降息后期经济增速往往会有所好转，投资者信心也会得到强力提振，因此美股会出现上涨。不过，2000后的三次降息中，由于额外的风险事件的影响，三大股指在降息后期的实际走势均表现较差。

2、未来情景分析

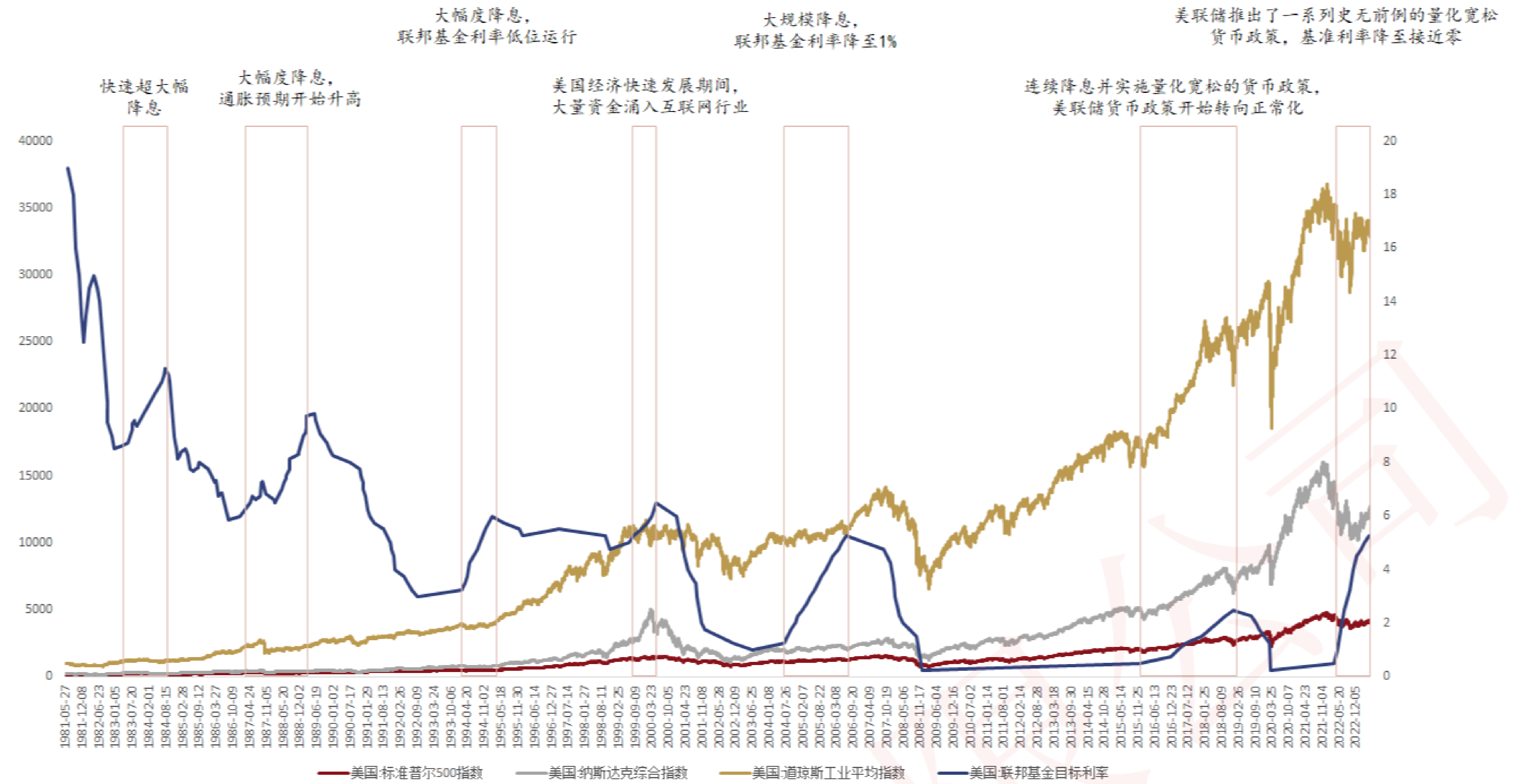
- 若美联储继续加息，则与市场预期相违背，美国经济恶化风险进一步提升，经济周期向衰退阶段靠近，利空美股。
- 若美联储停止加息或出现降息时，短期对市场有提振作用，经济周期可能步入衰退，在消化完降息消息后美股可能先出现回落，然后在降息中后期呈现上涨。

联邦基金目标利率与美国GDP走势（%）



美国股票市场

1、加息阶段下股市的表现（%）



加息时间	加息背景	加息前经济（就业）	加息前通胀	对美国股票市场影响
1983. 3-1984. 8	1980-1982经济双底衰退后的快速超大幅降息	美国经济增速为负，失业率在82年末开始回落	通胀下降	美国经济开始步入复苏阶段，加息启动影响被削弱，美股三大指数呈现上涨；在整个加息周期中，美国经济增速均值在5.8%，三大指数除纳指下跌外呈现明显上涨。
1987. 1-1989. 5	大幅度降息，通胀预期开始升高	美国经济增速放缓，失业率保持在较低的水平	通胀并未出现明显上涨	美联储提前加息，但市场对加息消息反应并不敏感，指数表现依然强劲；1987年10月出现全球性股灾，美联储积极回应市场，次月降息0.5个点，持续至88年2月，共计降息0.8125个点；股灾过后，美股持续回升；在整个加息周期中，三大指数呈现普涨。
1994. 2-1995. 2	大幅度降息，联邦基金利率低位运行	美国经济强劲复苏，失业率也保持在较低的水平	通胀并未大幅上涨	美联储激进的加息措施远超市场预期，引发资本市场震荡。在整个加息周期中，纳指略跌，标普500和道指微涨。
1999. 6-2000. 5	美国经济快速发展期间，大量资金涌入互联网行业	美国经济快速发展，失业率保持在较低的水平	通胀持续攀升	此次加息对美国资本市场走势影响较小。得益于互联网行业的蓬勃发展，在整个加息周期内，除道指表现为小幅下跌，其余两个指数皆呈现上涨，其中以纳指的涨幅居高，达26.6%。
2004. 6-2006. 6	大规模降息，联邦基金利率降至1%	美国经济增速回升，互联网泡沫破裂带来的失业率上升情况有所缓解	房地产泡沫致使通胀抬头	在美联储宣布首次加息后，美国三大主要股指呈现波动走势；在随后的一周和三个月内，三大指数皆呈现下跌；随着市场消化美联储加息的相关消息后，三大主要股指维持着震荡上行趋势；从整个加息周期来看，三大指数皆呈现上涨。
2015. 12-2018. 12	连续降息并实施量化宽松的货币政策，美联储货币政策开始转向正常化	美国经济增速回升，失业率回落	通胀回升但在低位	在首次加息落地后美股小幅波动，随后三个月内三大指数出现不同程度下跌；不过，在整轮加息中美股表现强劲，三大主要股指呈现出大幅上涨的趋势。
2022. 3-2023. 5	美联储推出了一系列史无前例的量化宽松货币政策，基准利率降至接近零	美国经济复苏，失业率回落	通胀持续走高	在美联储宣布首次加息的消息后，美股出现了比之前四轮更大的反应，在公布后的一周和3个月内，三大指数皆出现了超过往期的下跌幅度；不过在通胀回落，三大股指皆出现较大幅度回升，从本轮加息周期来看，美股表现强劲。

美国股票市场

标普500、纳指和道指在加息阶段的表现

加息时间	统计时间段 (距离首次加息)	标准普尔500指数	纳斯达克综合指数	道琼斯工业平均指数
1983. 3~1984. 8	一周	1. 43%	0. 00%	1. 04%
	3个月	9. 90%	17. 69%	8. 14%
	6个月	8. 57%	9. 55%	9. 12%
	加息阶段	8. 97%	-5. 97%	8. 35%
1987. 1~1989. 5	一周	4. 14%	7. 96%	3. 23%
	3个月	19. 73%	21. 20%	22. 03%
	6个月	20. 91%	17. 69%	23. 24%
	加息阶段	27. 09%	23. 53%	25. 81%
1994. 2~1995. 2	一周	-1. 43%	-1. 34%	-0. 81%
	3个月	-5. 55%	-7. 09%	-6. 63%
	6个月	-3. 88%	-9. 08%	-4. 18%
	加息阶段	1. 62%	-0. 44%	1. 19%
1999. 6~2000. 5	一周	2. 23%	3. 98%	2. 03%
	3个月	-6. 56%	2. 24%	-5. 78%
	6个月	6. 68%	50. 29%	4. 39%
	加息阶段	3. 49%	26. 61%	-4. 09%
2004. 6~2006. 6	一周	-2. 46%	-4. 95%	-2. 13%
	3个月	-2. 30%	-7. 37%	-3. 40%
	6个月	6. 37%	6. 38%	3. 50%
	加息阶段	11. 34%	6. 07%	6. 85%
2015. 12~2018. 12	一周	0. 72%	0. 77%	0. 19%
	3个月	-0. 06%	-4. 55%	-0. 08%
	6个月	1. 44%	-4. 04%	1. 02%
	加息阶段	22. 77%	32. 64%	33. 33%
2022. 3~2023. 5	一周	2. 98%	4. 07%	1. 10%
	3个月	-16. 70%	-20. 69%	-13. 32%
	6个月	-12. 20%	-15. 91%	-10. 61%
	加息阶段	-6. 72%	-8. 30%	-4. 87%

第一轮加息（1983.3-1984.8）

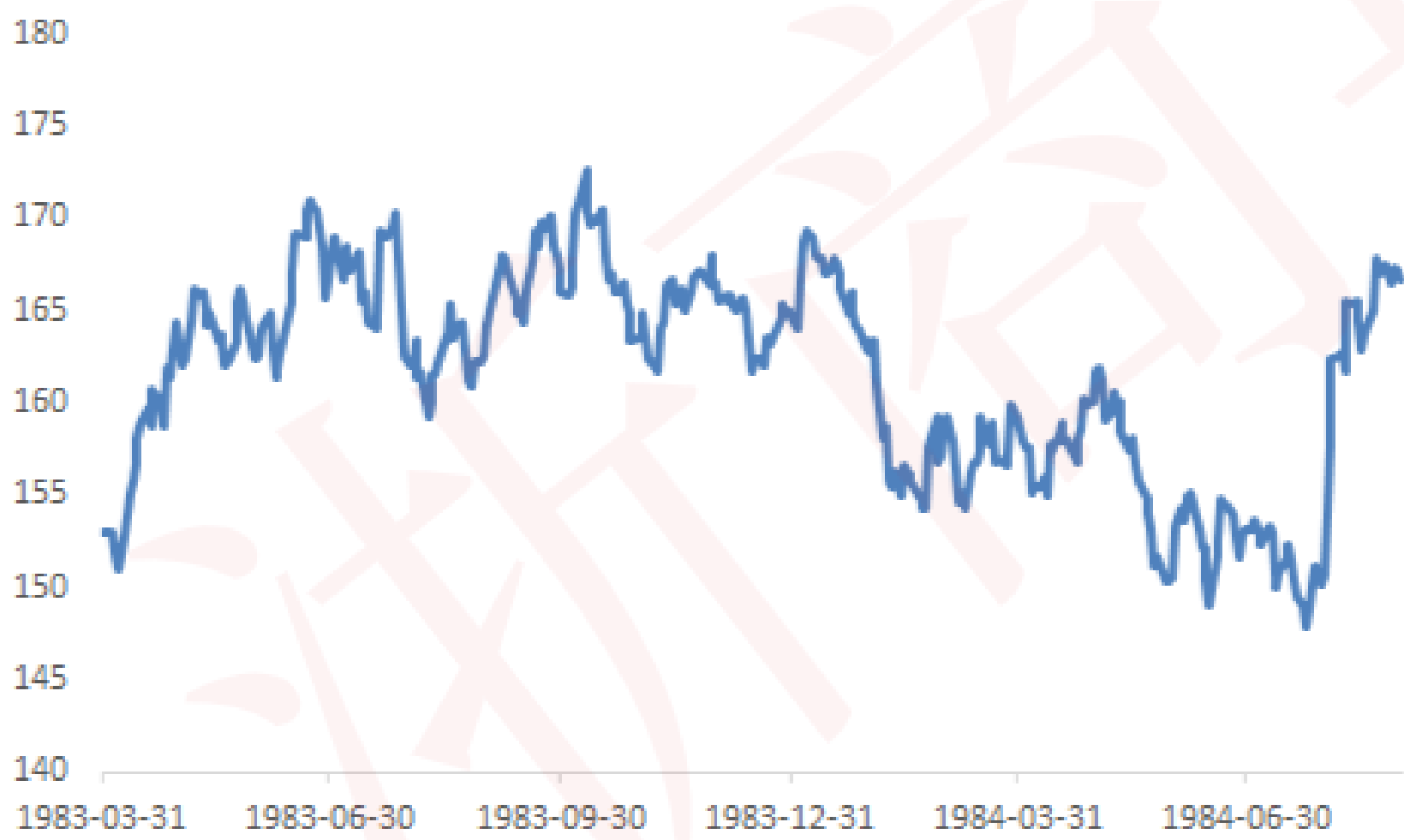
加息背景：1980-1982经济双底衰退后的快速超大幅降息。

加息前经济（就业）：美国经济增速为负，失业率在82年末开始回落，不过在加息启动前仍然在10%以上。

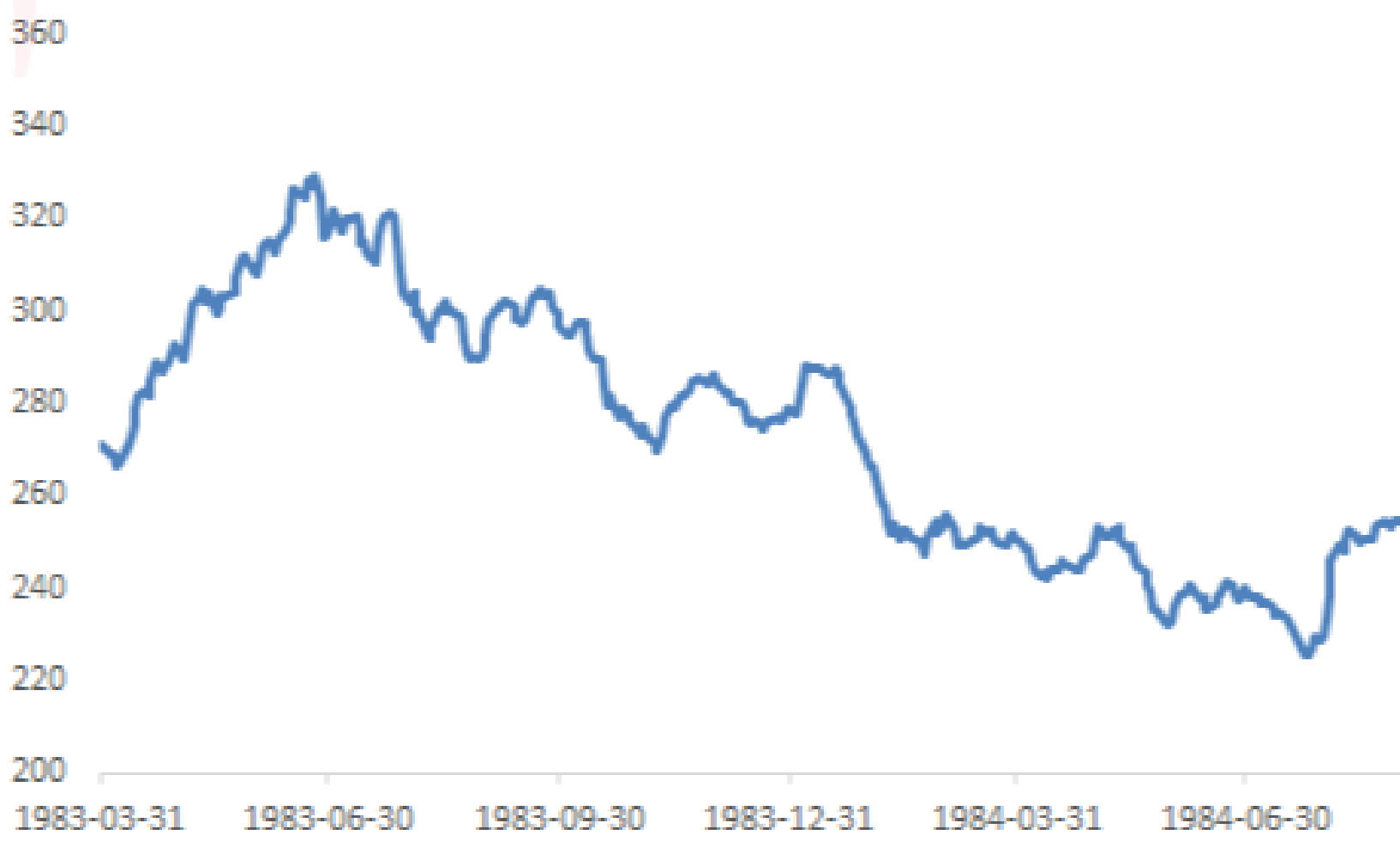
加息前通胀：通胀下降，低于4.5%。

影响：美联储加息启动时通胀还处于下降阶段，但1981年-1982年，美联储快速降息，联邦目标利率在1年4个月内下降了1050个基点，受此影响，美国经济降速减缓，至加息启动当月转正，失业率也从高位开始回落。美国经济开始步入复苏阶段，加息启动影响被削弱，美股三大指数呈现上涨；至加息启动3个月后，市场对加息开始有所反映，指数呈现回落，其中纳指下跌幅度最为明显；股市持续回落至84年7月出现反转，在整个加息周期中，美国经济增速均值在5.8%，三大指数除纳指下跌外呈现明显上涨。

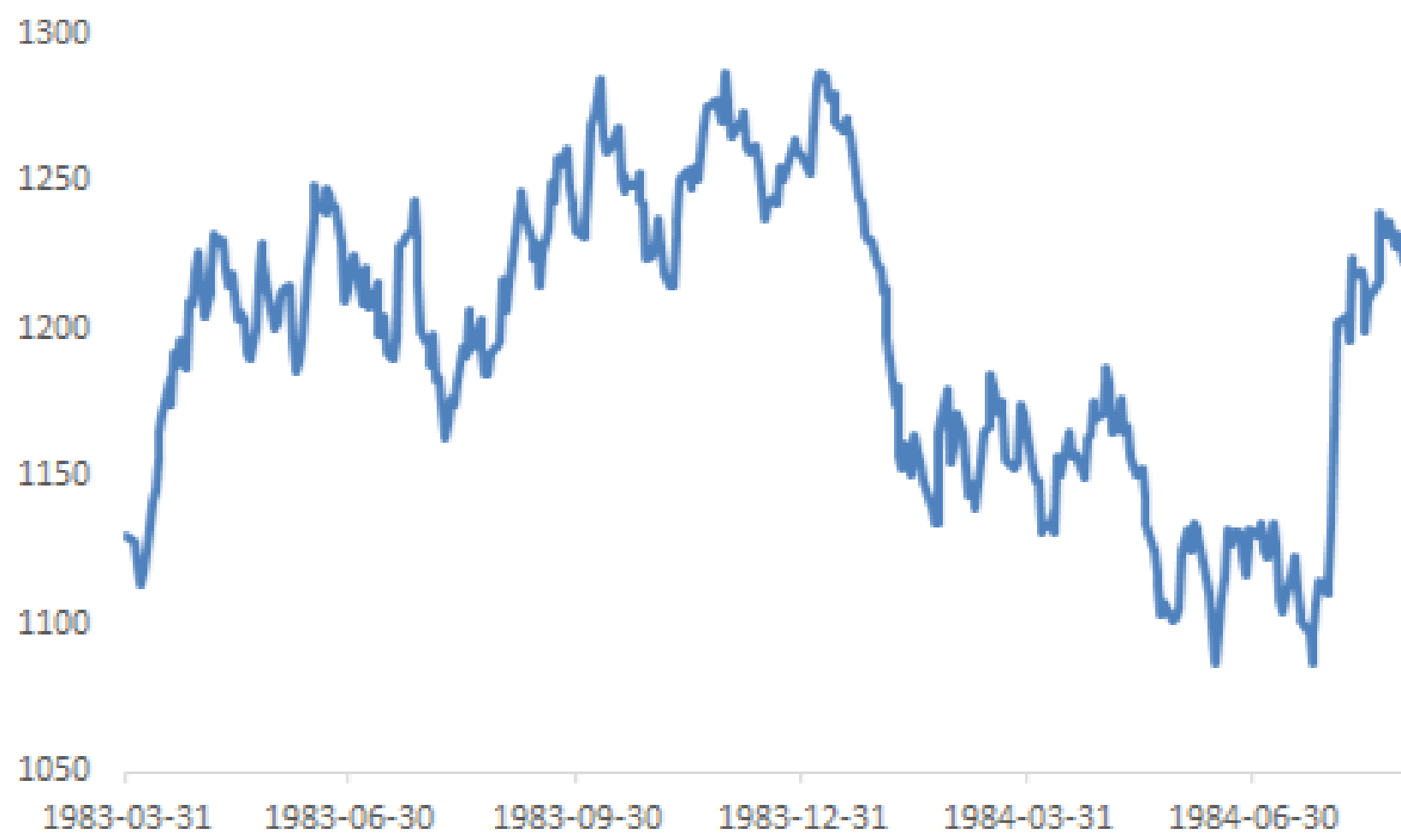
标准普尔500指数（1983.3-1984.8）



纳斯达克综合指数（1983.3-1984.8）



道琼斯工业平均指数（1983.3-1984.8）



第二轮加息（1987.1-1989.5）

加息背景：大幅度降息，通胀预期开始升高。

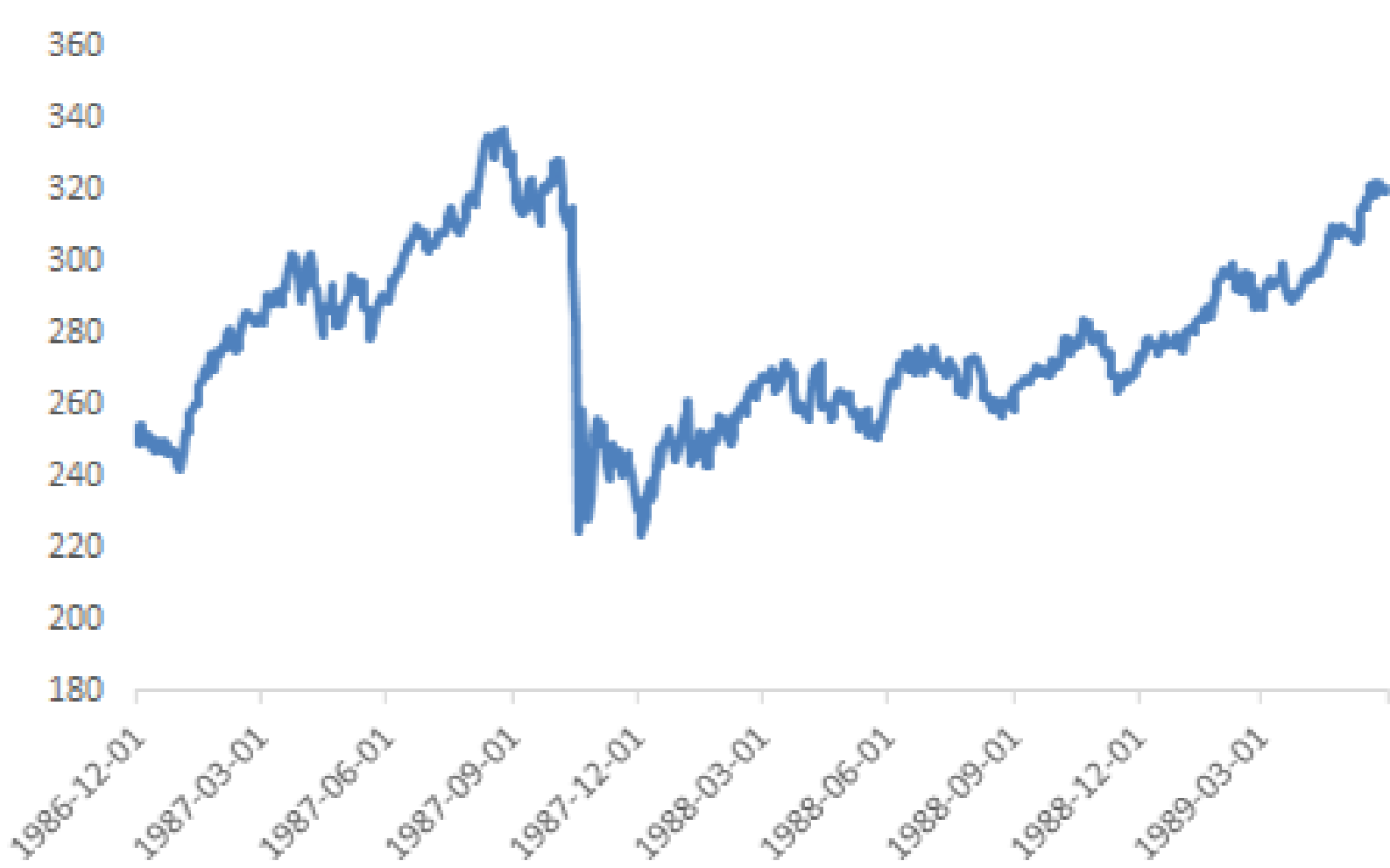
加息前经济（就业）：美国经济增速放缓，但为正，失业率回落至6.6%，保持在较低的水平。

加息前通胀：通胀并未出现明显上涨，通胀率未及2%。

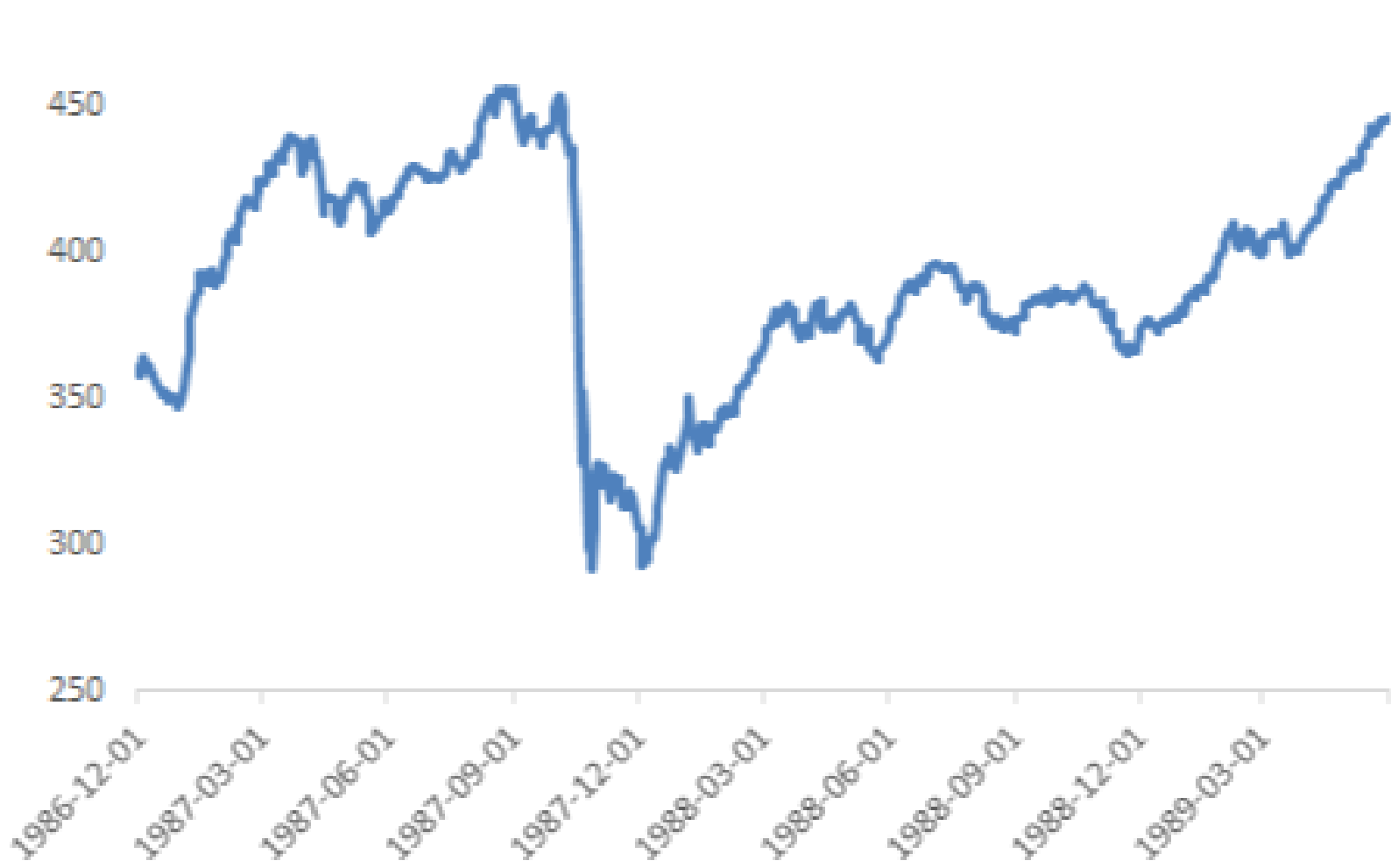
影响：美联储在大通胀时期后对通胀指标更为敏感，此次加息启动时点出现在通胀回升之前，但1982年后美国经济处于持续增长期，全球热钱涌入美国股市，使市场对本次提前加息的反应并不剧烈，指数表现依然强劲，直至1987年10月全球性股灾的出现；股灾发生时，美联储积极回应市场，次月降息50个基点，持续至88年2月，共计降息81.25个基点；股灾过后，美股持续回升；在整个加息周期中，三大指数呈现普涨。

美国股票市场

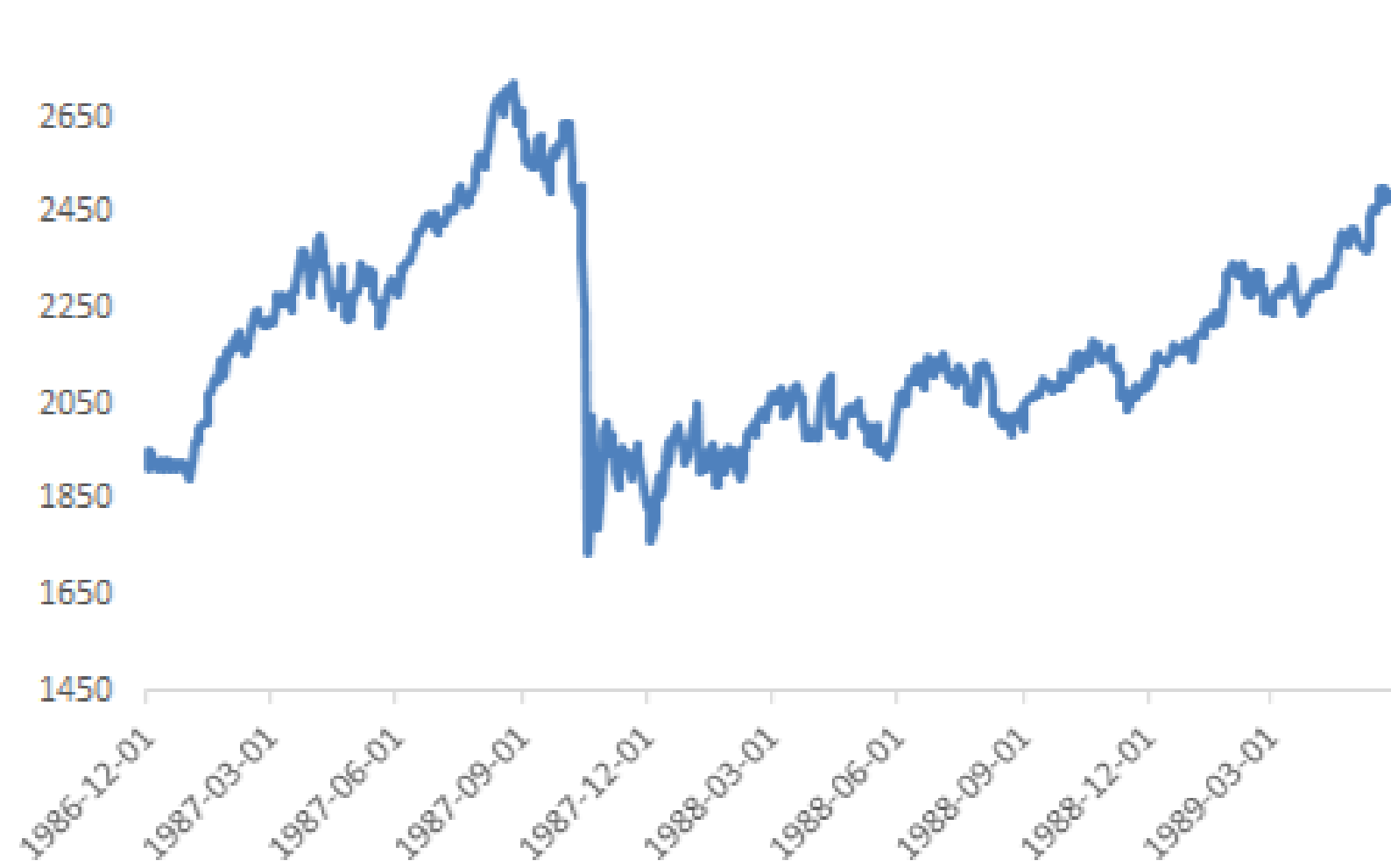
标准普尔500指数（1987.1-1989.5）



纳斯达克综合指数（1987.1-1989.5）



道琼斯工业平均指数（1987.1-1989.5）



第三轮加息（1994.2-1995.2）

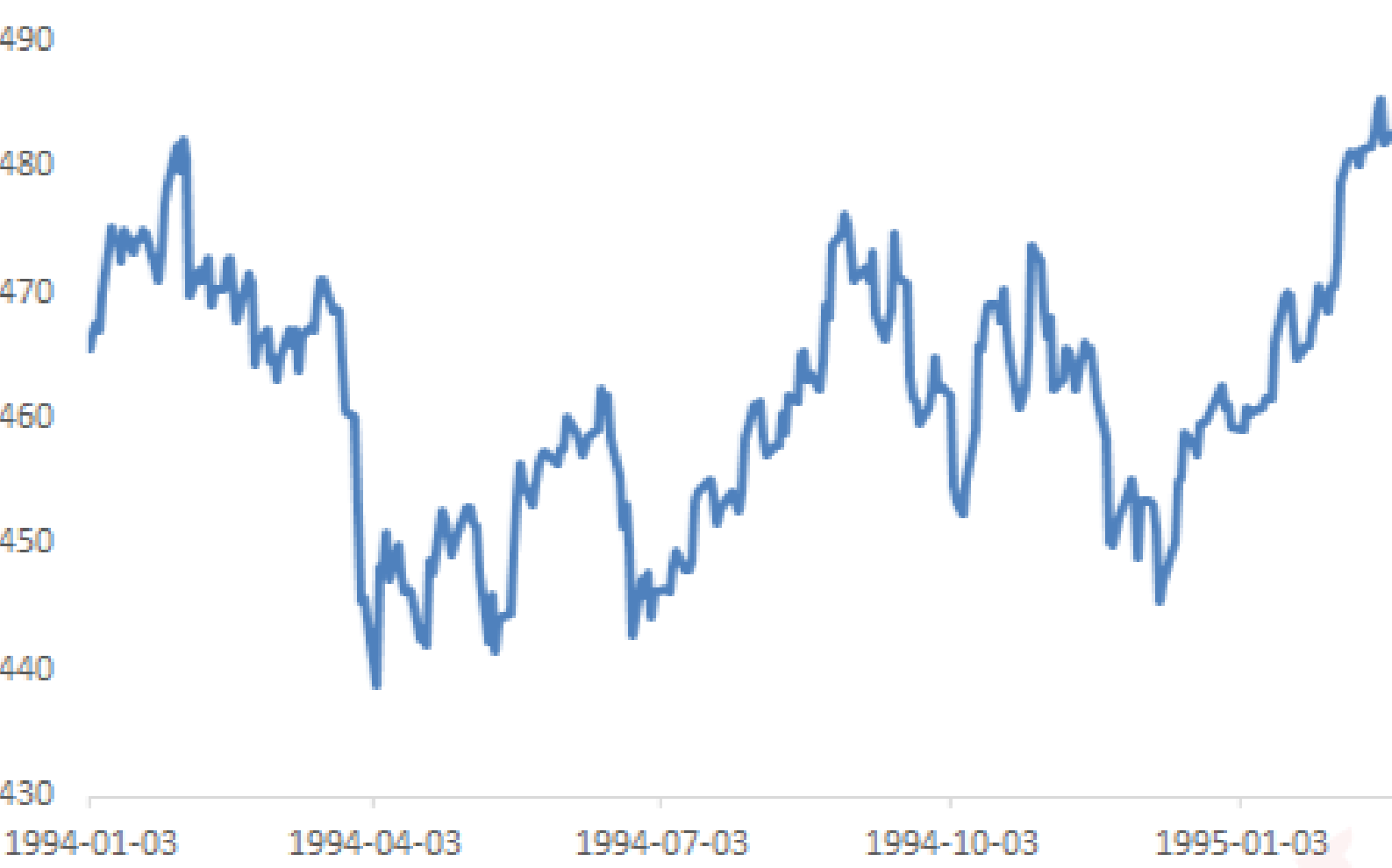
加息背景：为了缓解二十世纪九十年代初的经济衰退，美联储两年内大幅降息6个点，随后联邦基金利率维持低位运行。

加息前经济（就业）：美国经济强劲复苏，失业率也保持在较低的水平。

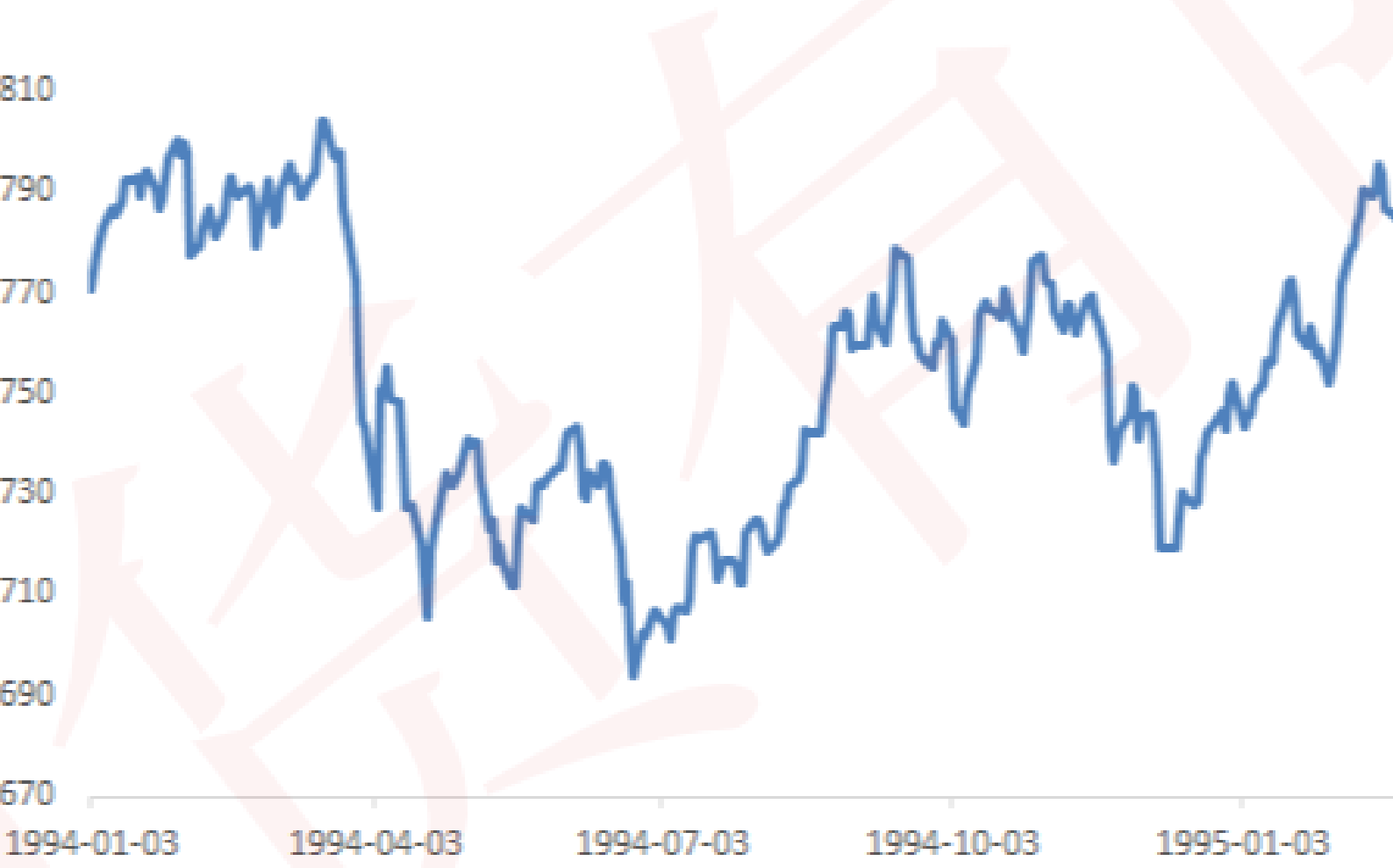
加息前通胀：通胀并未大幅上涨，通胀率运行至2%附近。

影响：美联储激进的加息措施远超市场预期，引发资本市场震荡。在美联储宣布加息后的半年内，美股市场大幅回落，三大主要股指集体下跌；不过，1994-1996年美国经济软着陆，在消化完加息消息后，美股呈现回升；在整个加息周期中，纳指略跌，标普500和道指微涨。

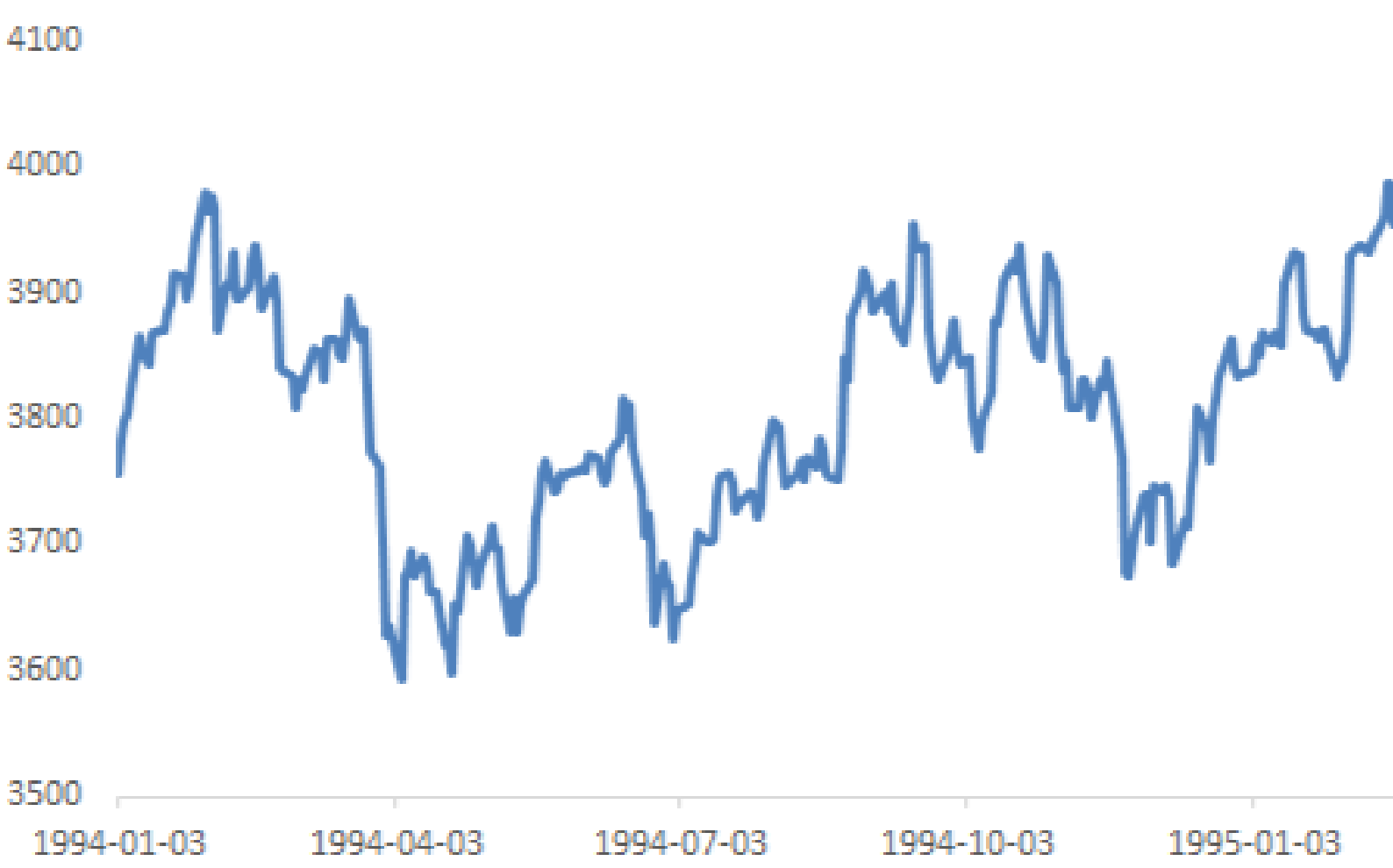
标准普尔500指数（1994.2-1995.2）



纳斯达克综合指数（1994.2-1995.2）



道琼斯工业平均指数（1994.2-1995.2）



第四轮加息（1999.6-2000.5）

加息背景：二十世纪九十年代末美联储下调联邦基准利率0.75个点，美国经济快速发展期间，大量资金涌入互联网行业。

加息前经济（就业）：美国经济快速发展，失业率保持在较低的水平。

加息前通胀：通胀率持续攀升，但并未超过2%。

影响：本轮美联储加息滞后于通胀回升，从持续时间和加息幅度来看，整体加息规模较小，在加息周期内通胀率最高达2.7%，整体通胀控制较好。此次加息对美国资本市场走势影响较小，不过在美联储首次公布加息的3个月内，美国三大主要股指波动明显，其中标普500和道指呈现下跌趋势。随着市场消化美联储加息的相关消息后，三大主要股指维持着震荡上行趋势，其中得益于互联网行业的蓬勃发展，纳指呈现大幅上涨。直至2000年以后，互联网泡沫破灭，三大指数出现了不同程度的回落。在整个加息周期内，除道指表现为小幅下跌，其余两个指数皆呈现上涨，其中以纳指的涨幅居高，达26.6%。

标准普尔500指数（1999.6-2000.5）



纳斯达克综合指数（1999.6-2000.5）



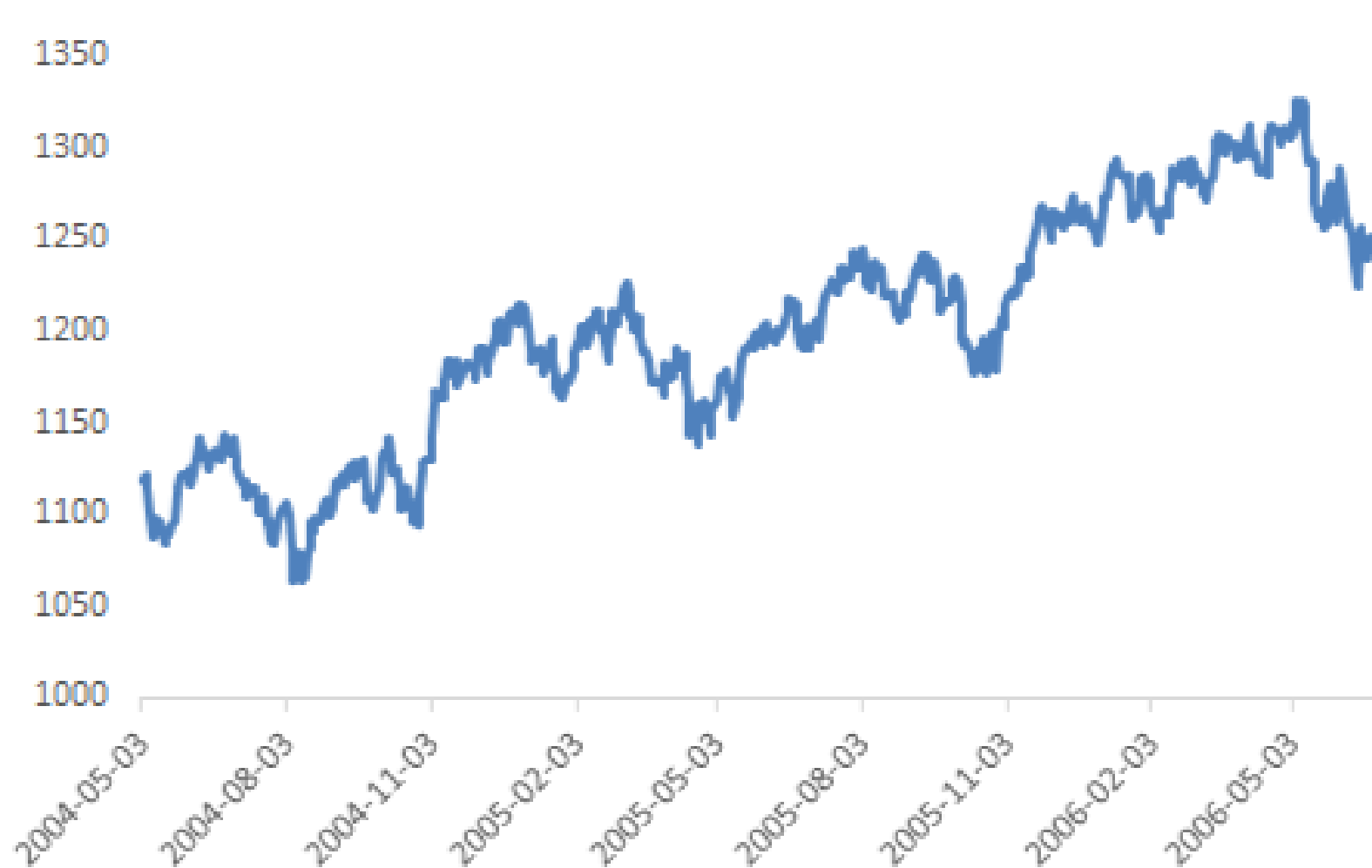
琼斯工业平均指数（1999.6-2000.5）



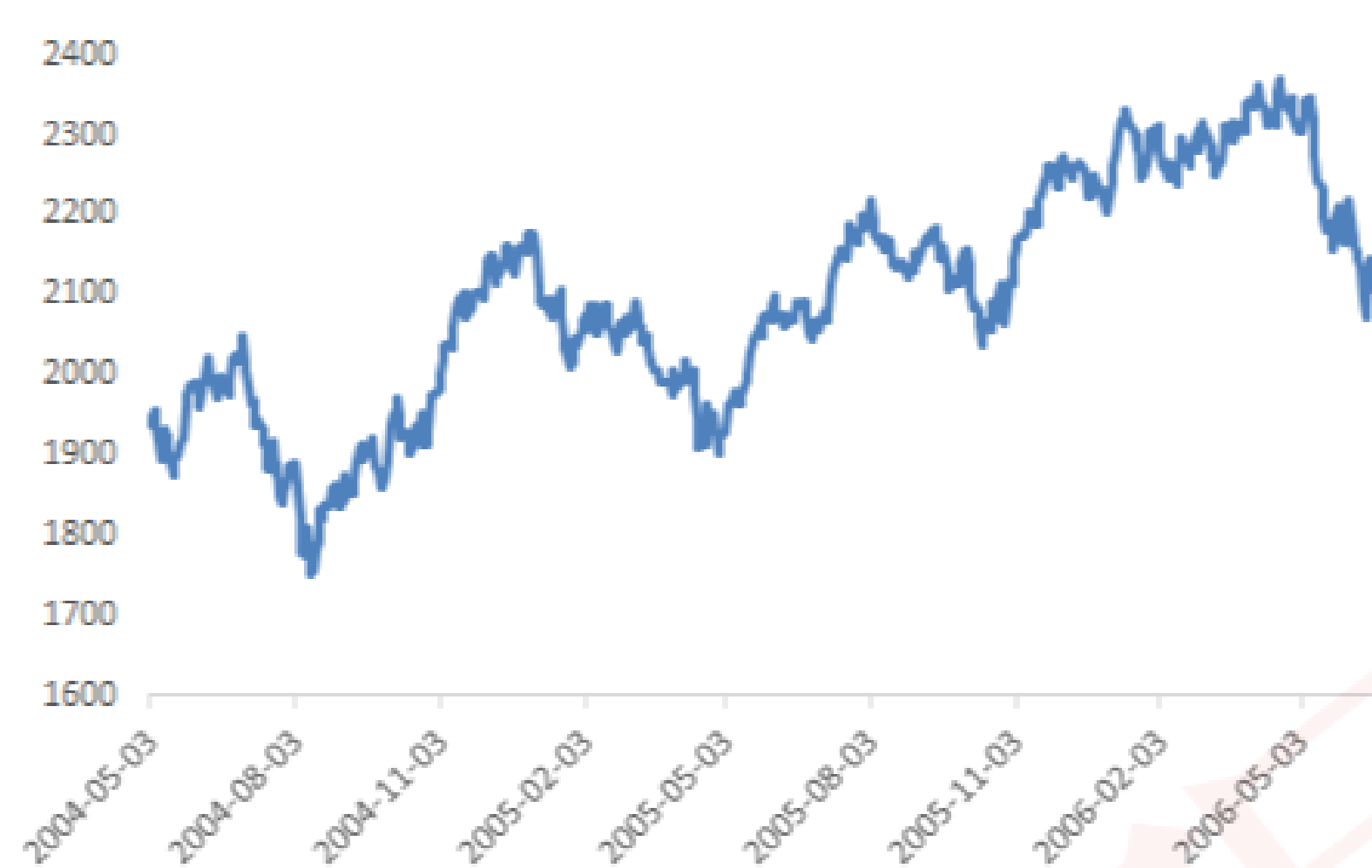
美国股票市场

第五轮加息（2004.6-2006.6）

标准普尔500指数(2004.6-2006.6)



纳斯达克综合指数(2004.6-2006.6)



道琼斯工业平均指数(2004.6-2006.6)



第六轮加息（2015.12-2018.12）

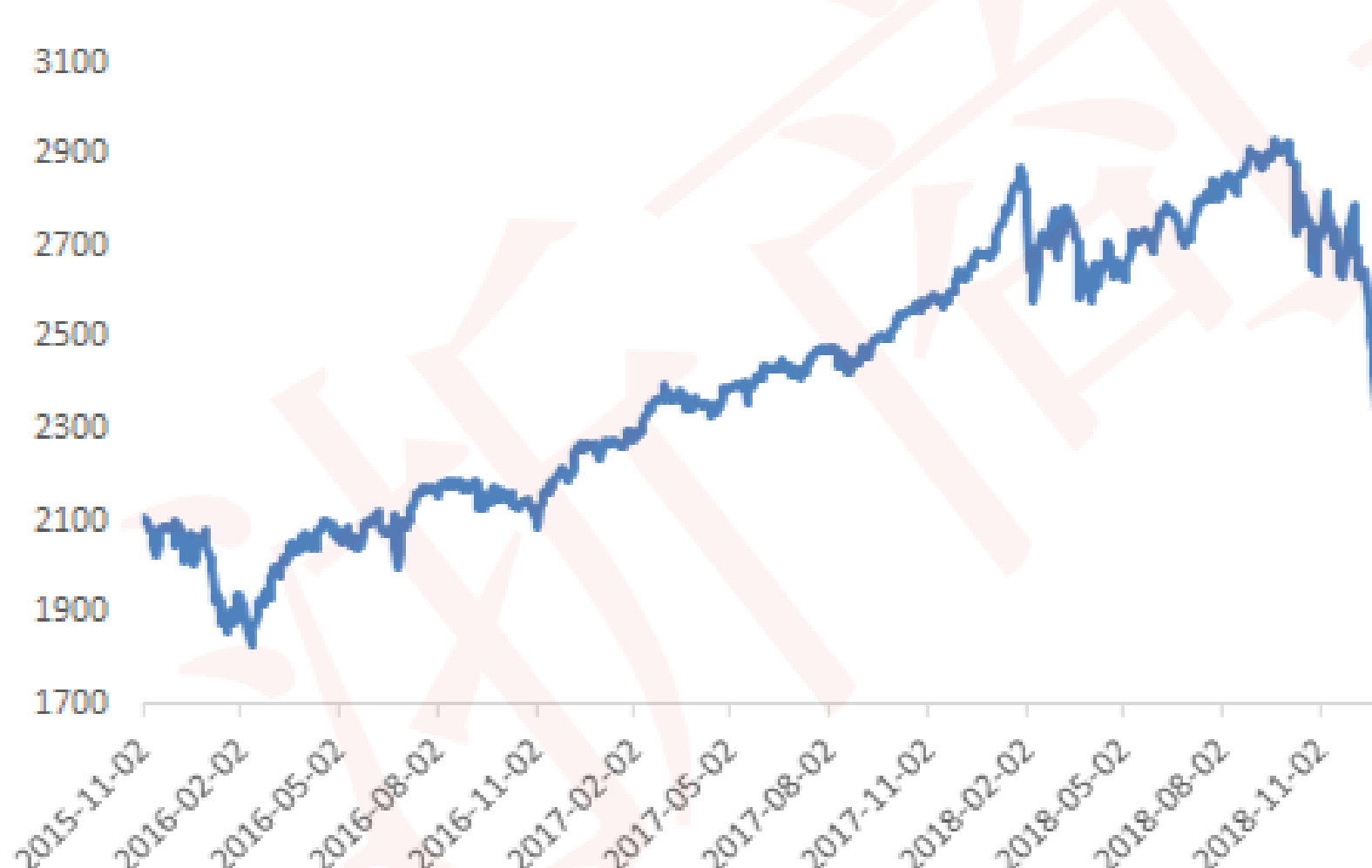
加息背景：2007年-2008年期间，美联储连续10次降息并实施量化宽松的货币政策，美国经济得到提振的同时，美联储资产负债表也在大幅增加。随着经济稳步复苏，美联储货币政策开始转向正常化。

加息前经济（就业）：美国经济增速回升，失业率回落，但仍超过5%。

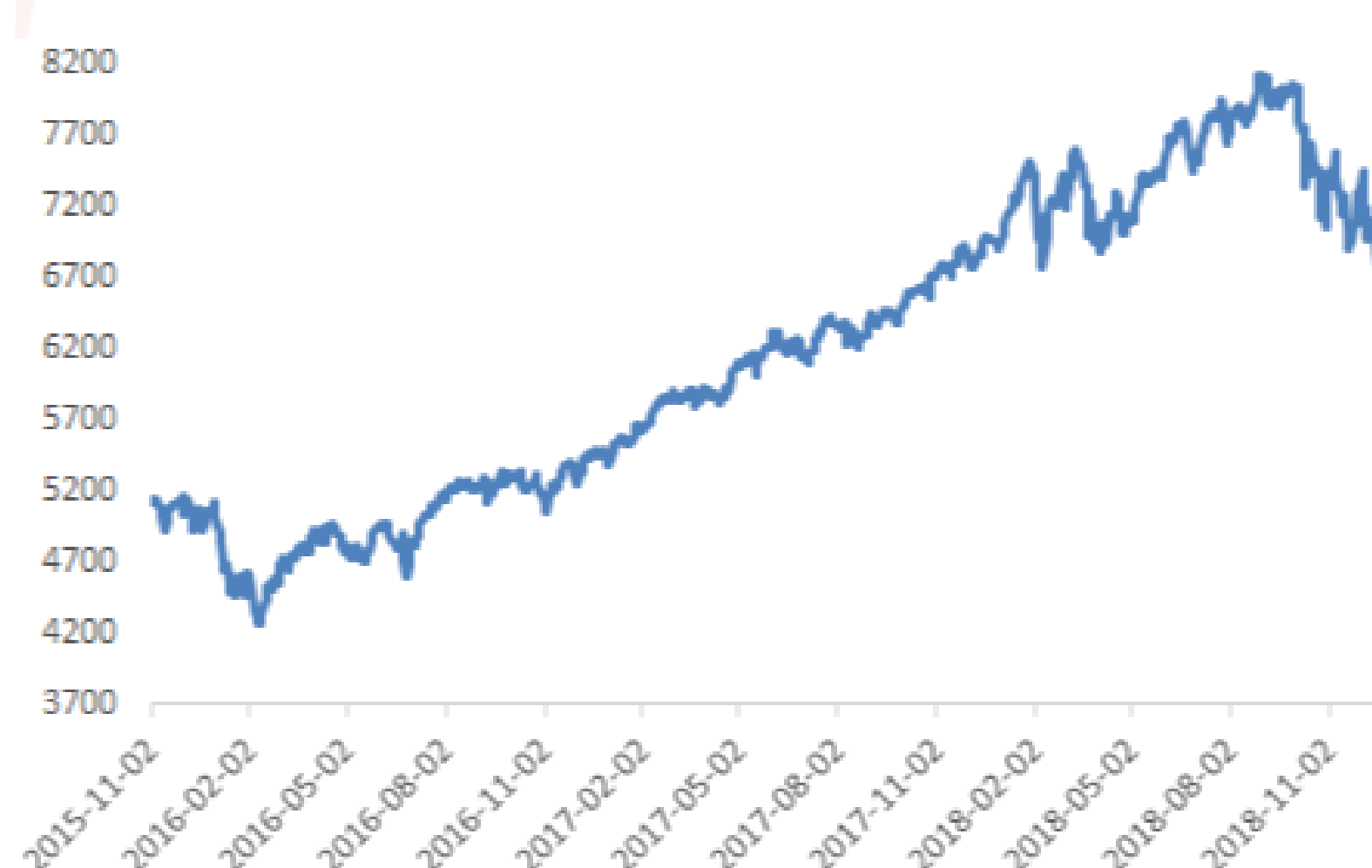
加息前通胀：通胀回升但在低位，首次加息前半年内通胀率均值只有0.2%。

影响：2012年后，美联储制定了2%的对称通胀目标，因此在本轮加息中，美联储采取了先发制人方式。加息结束后，美国经济增速虽有所放缓，但通胀压力得到缓解，就业市场也逐步修复。在首次加息落地后美股小幅波动，随后三个月内三大指数出现不同程度下跌；不过，在整轮加息中美股表现强劲，三大主要股指呈现出大幅上涨的趋势。

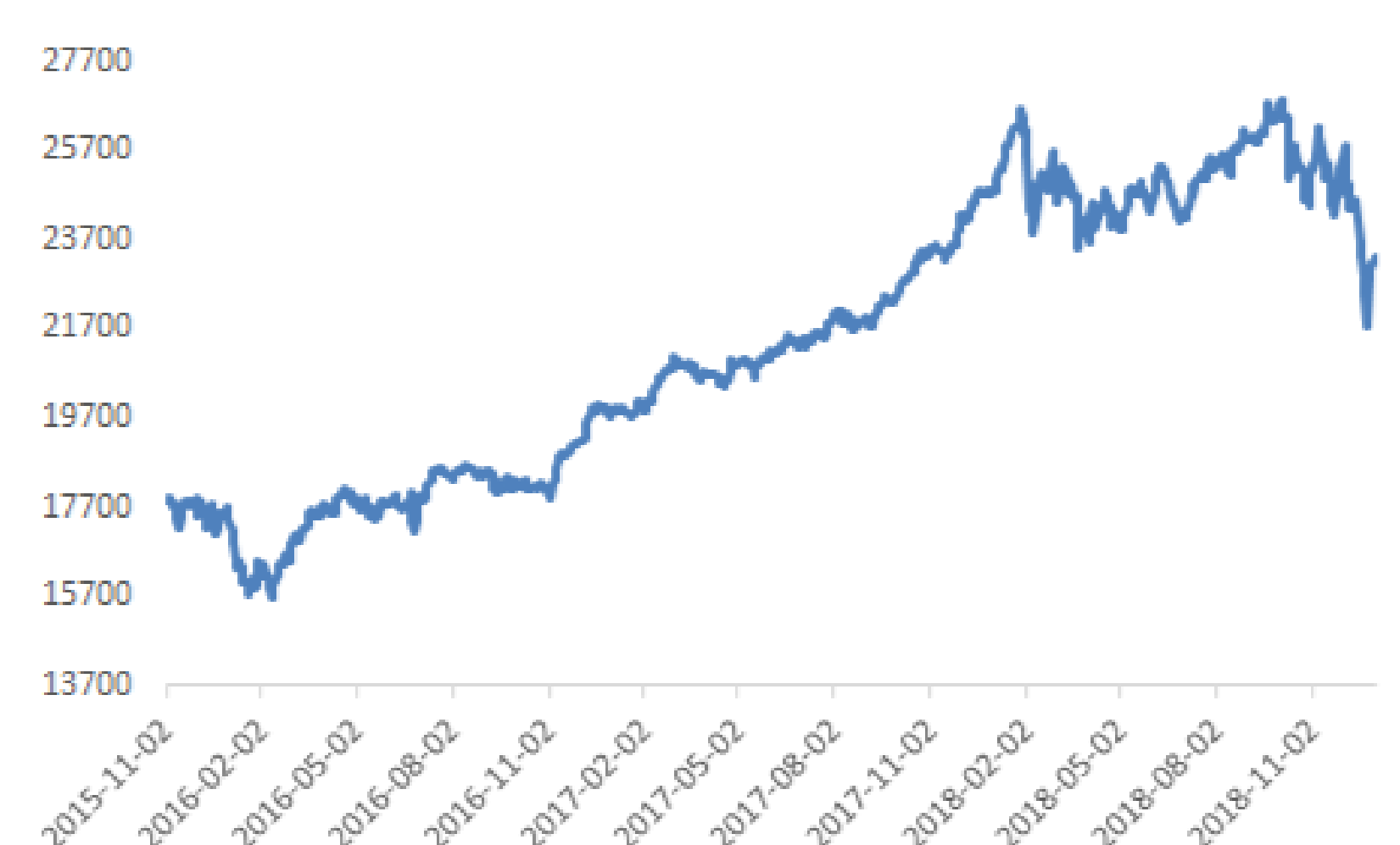
标准普尔500指数(2015.12-2018.12)



纳斯达克综合指数(2015.12-2018.12)



道琼斯工业平均指数(2015.12-2018.12)



第七轮加息（2022.3-2023.5）

加息背景：2020年3月以后，美联储推出了一系列史无前例的量化宽松货币政策，并将基准利率降至接近零，此后通胀持续升高。

加息前经济（就业）：美国经济复苏，失业率回落至4%以下。

加息前通胀：通胀持续走高，且超过6%。

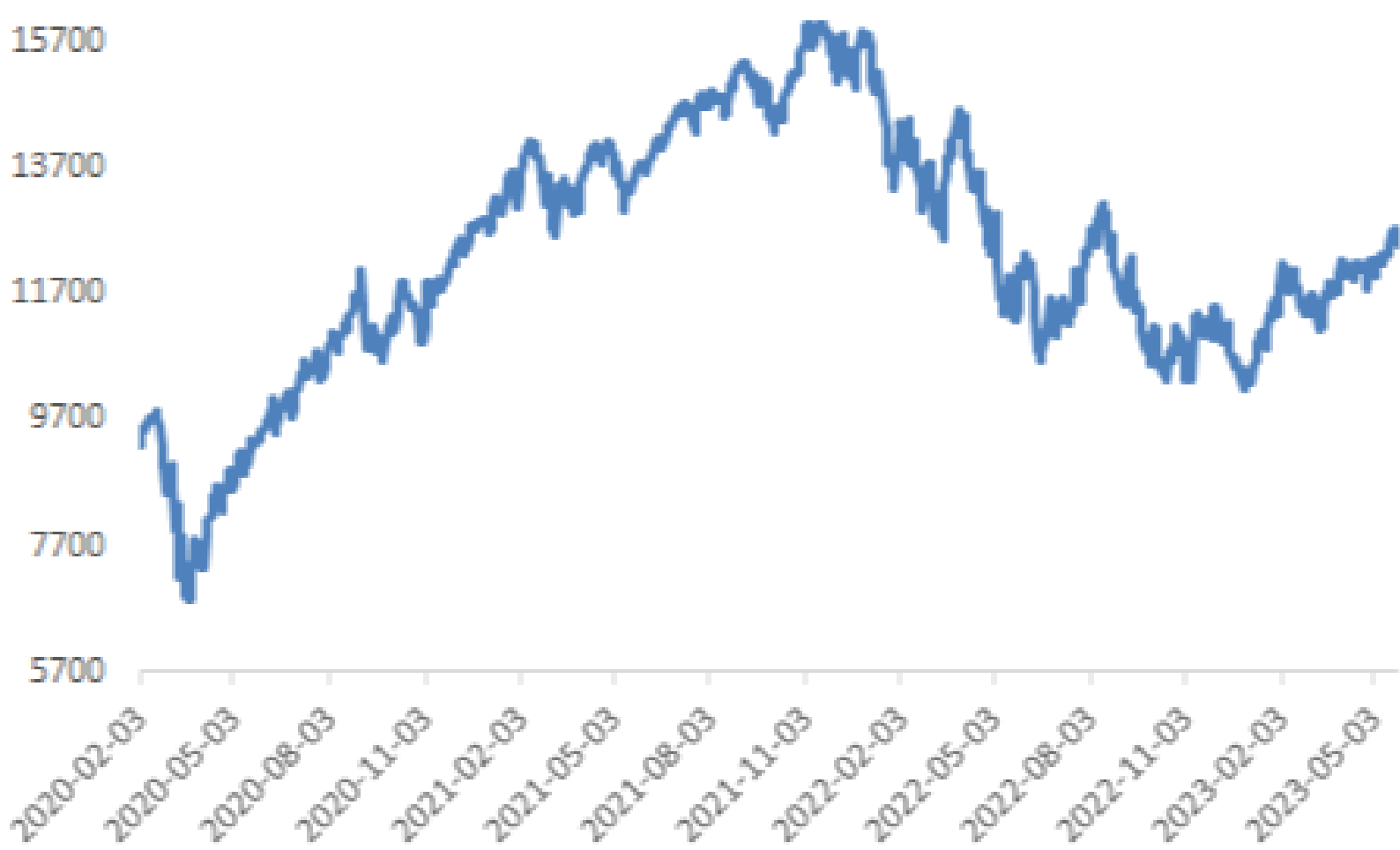
影响：由于2020年后美联储改为2%的平均通胀目标制，因此本轮美联储加息远滞后于通胀回升，叠加新冠疫情对全球供应链的影响以及俄乌战争对原油价格的影响，美联储在加息3次之后通胀仍继续攀升，最高接近7%。截止5月，通胀虽在回落，但核心通胀仍然坚挺。在美联储宣布首次加息的消息后，美股出现了比之前四轮更大的反应，在公布后的一周和3个月内，三大指数皆出现了超过往期的下跌幅度；不过在通胀回落，三大股指皆出现较大幅度回升，从本轮加息周期来看，美股表现强劲。

美国股票市场

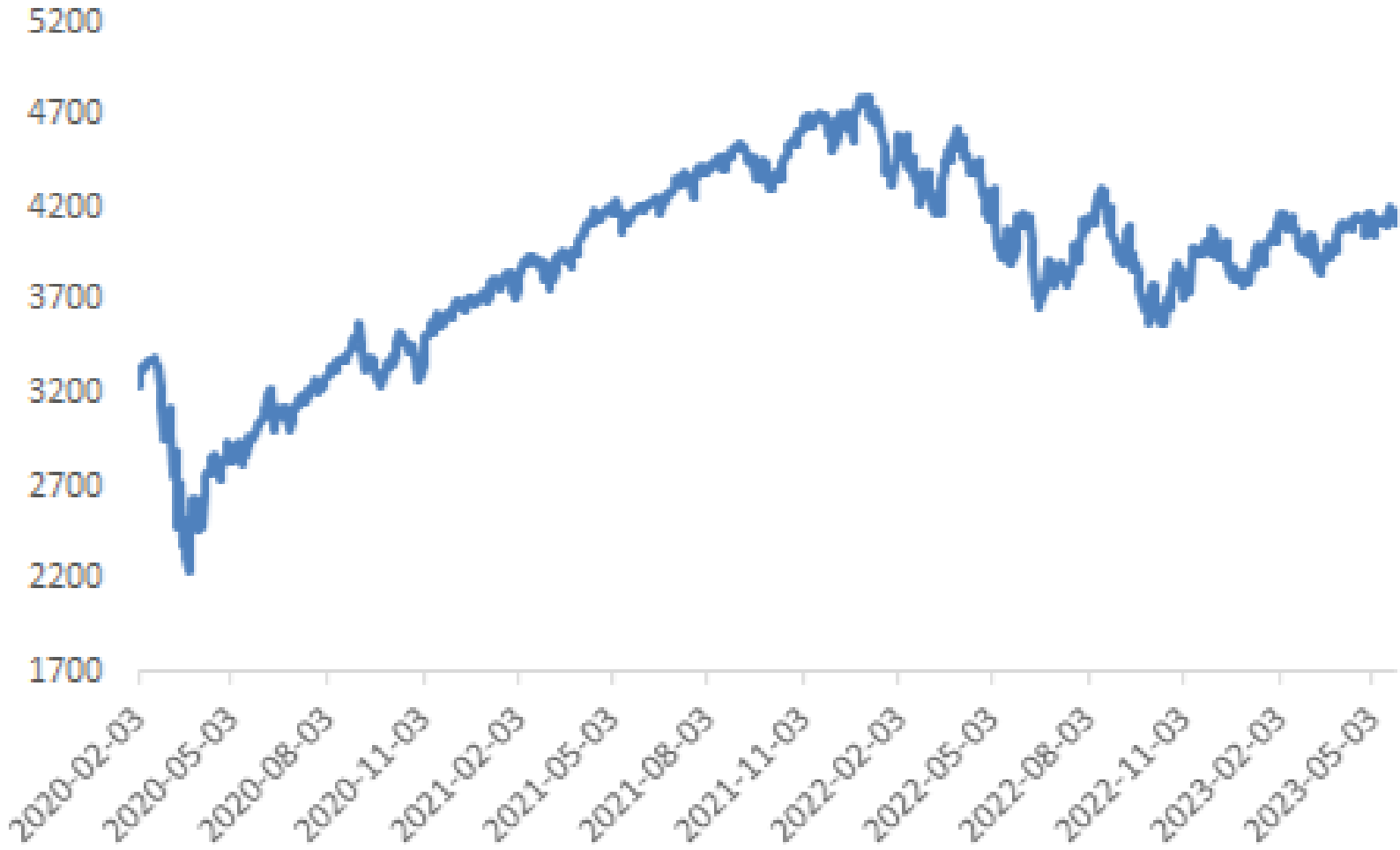
标准普尔500指数（2022.3-2023.5）



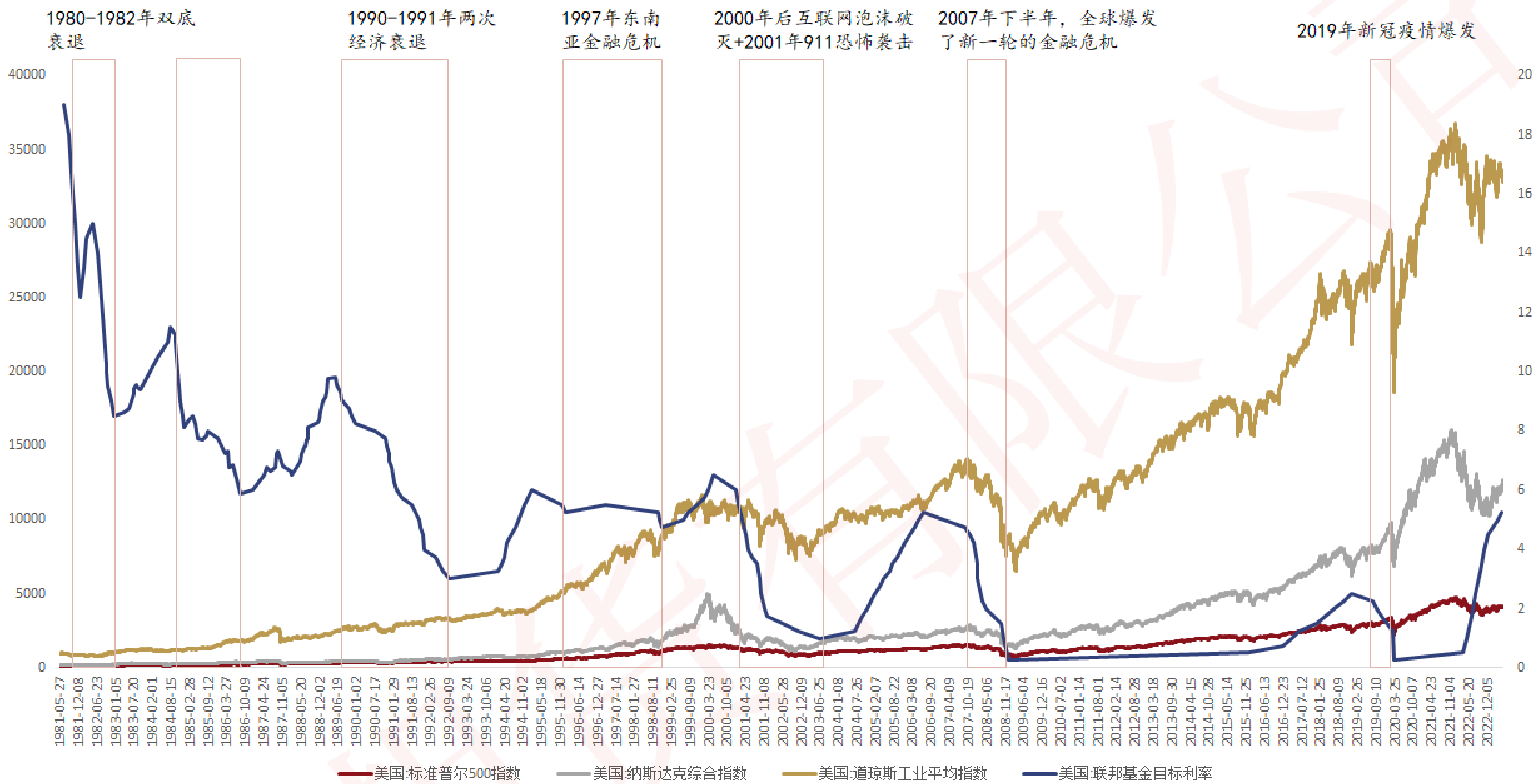
纳斯达克综合指数（2022.3-2023.5）



道琼斯工业平均指数（2022.3-2023.5）



2、降息阶段下股市的表现（%）



标普500、纳指和道指在降息阶段的表现

降息时间	统计时间段 (距离首次降息)	标准普尔500指数	纳斯达克综合指数	道琼斯工业平均指数
1981. 8-1982. 12	一周	2. 58%	0. 60%	0. 32%
	3个月	-4. 35%	-5. 52%	-8. 19%
	6个月	-10. 73%	-10. 92%	-10. 70%
	降息阶段	7. 79%	10. 46%	10. 60%
1984. 9-1986. 8	一周	-0. 82%	-1. 26%	-0. 81%
	3个月	-0. 65%	-3. 41%	-1. 09%
	6个月	6. 93%	10. 13%	4. 00%
	降息阶段	51. 03%	51. 25%	56. 04%
1989. 6-1992. 9	一周	-0. 13%	0. 60%	0. 28%
	3个月	7. 71%	4. 75%	8. 95%
	6个月	7. 50%	1. 94%	9. 63%
	降息阶段	28. 63%	28. 01%	31. 47%
1995. 7-1998. 11	一周	1. 07%	4. 87%	0. 96%
	3个月	5. 14%	6. 20%	2. 26%
	6个月	11. 32%	8. 45%	11. 09%
	降息阶段	110. 05%	104. 58%	95. 47%
2001. 1-2003. 6	一周	-1. 54%	0. 91%	-3. 07%
	3个月	-17. 89%	-36. 06%	-13. 34%
	6个月	-8. 39%	-18. 19%	-3. 42%
	降息阶段	-27. 68%	-37. 98%	-17. 91%
2007. 9-2008. 12	一周	0. 37%	1. 79%	1. 01%
	3个月	-4. 26%	-2. 10%	-3. 69%
	6个月	-12. 52%	-14. 84%	-10. 03%
	降息阶段	-40. 57%	-40. 53%	-36. 12%
2019. 8-2020. 3	一周	-1. 18%	-1. 87%	-1. 11%
	3个月	3. 84%	3. 39%	2. 87%
	6个月	10. 00%	14. 33%	6. 83%
	降息阶段	-12. 49%	-5. 07%	-17. 55%

美国股票市场

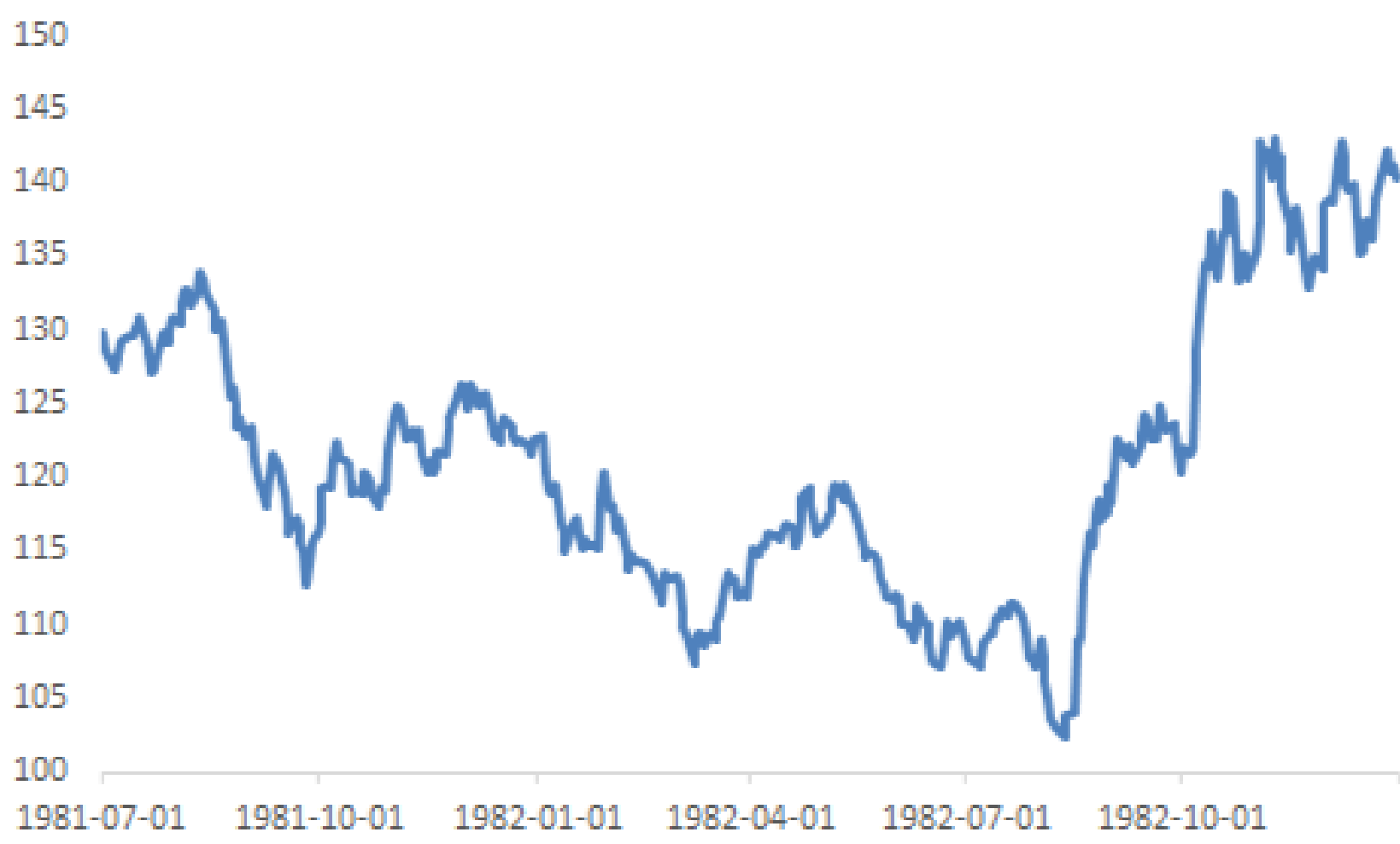
第一轮降息（1981.8-1982.12）

降息背景：1980-1982年双底衰退。

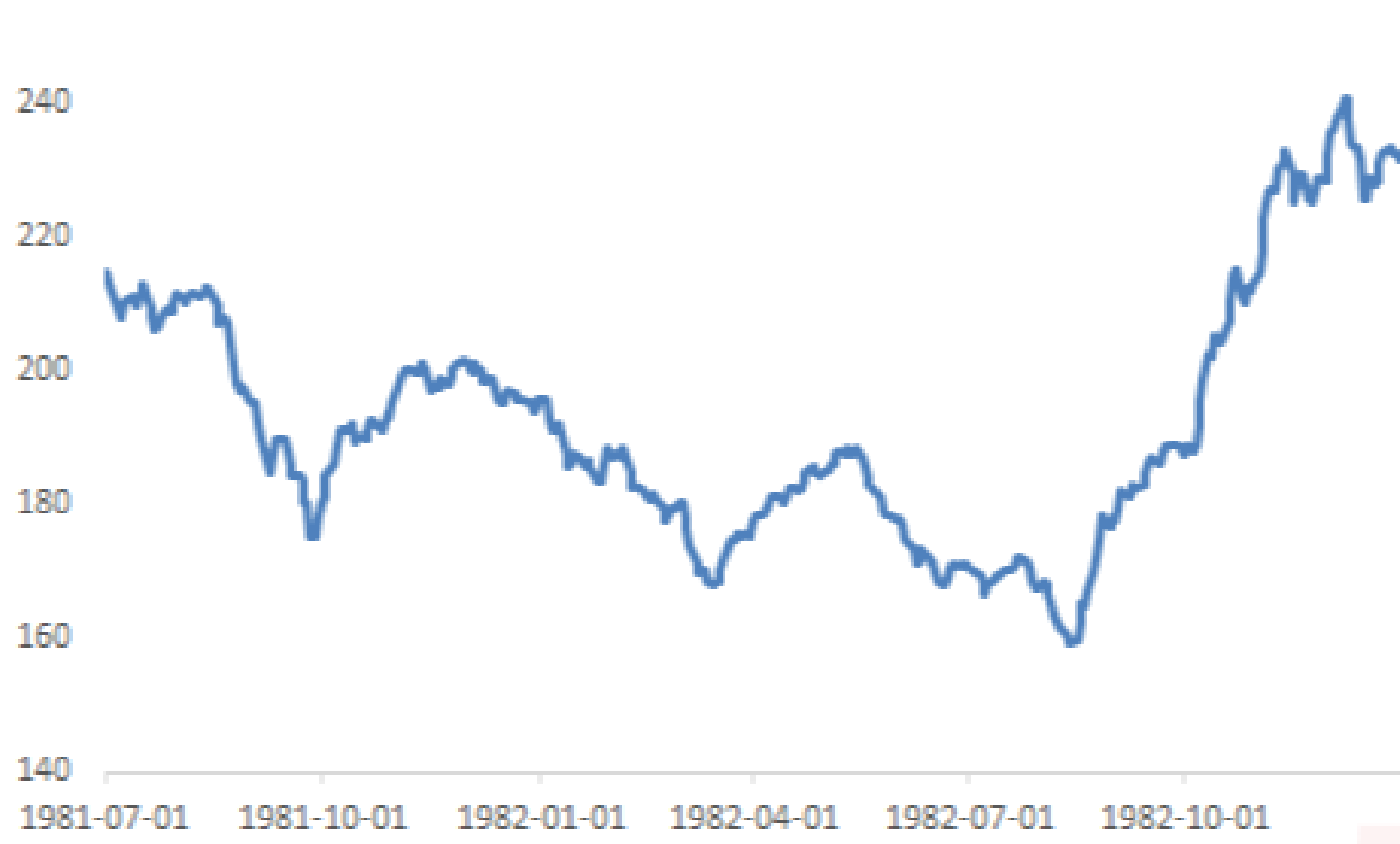
降息前就业：1980年降息前失业率最高回升至7.8%，1982年降息当月失业率回升至9.4%。

影响：两次衰退期间失业率最高升至**10.8%**。美联储首次降息后，美股呈现震荡回升；降息启动后1年内，三大指数呈现震荡下跌；在降息1年后，虽然经济增速还未转正，但三大指数开始出现回升；从整个降息周期来看，美国三大股指皆呈现较大幅度上涨。

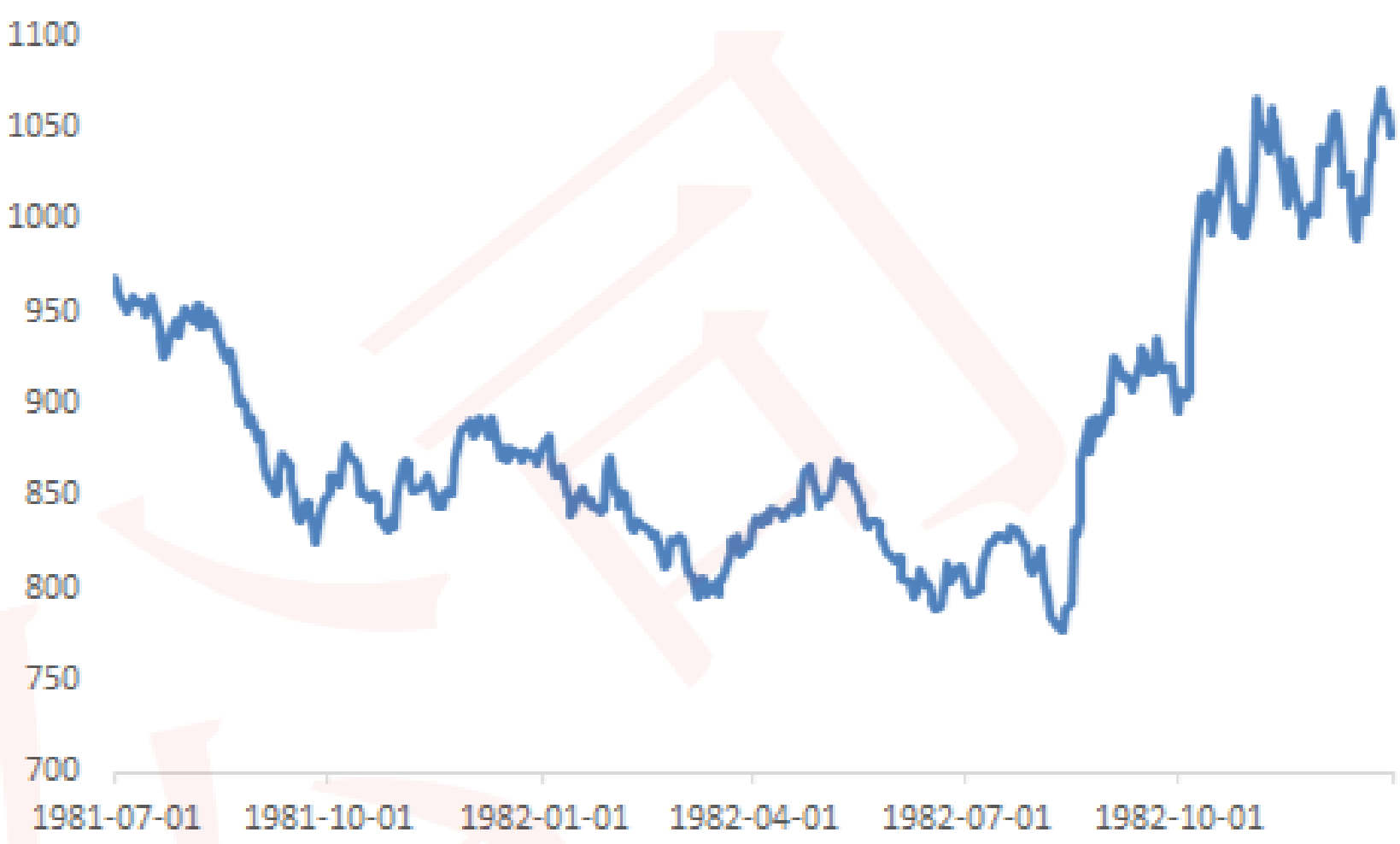
标准普尔500指数（1981.8-1982.12）



纳斯达克综合指数（1981.8-1982.12）



道琼斯工业平均指数（1981.8-1982.12）



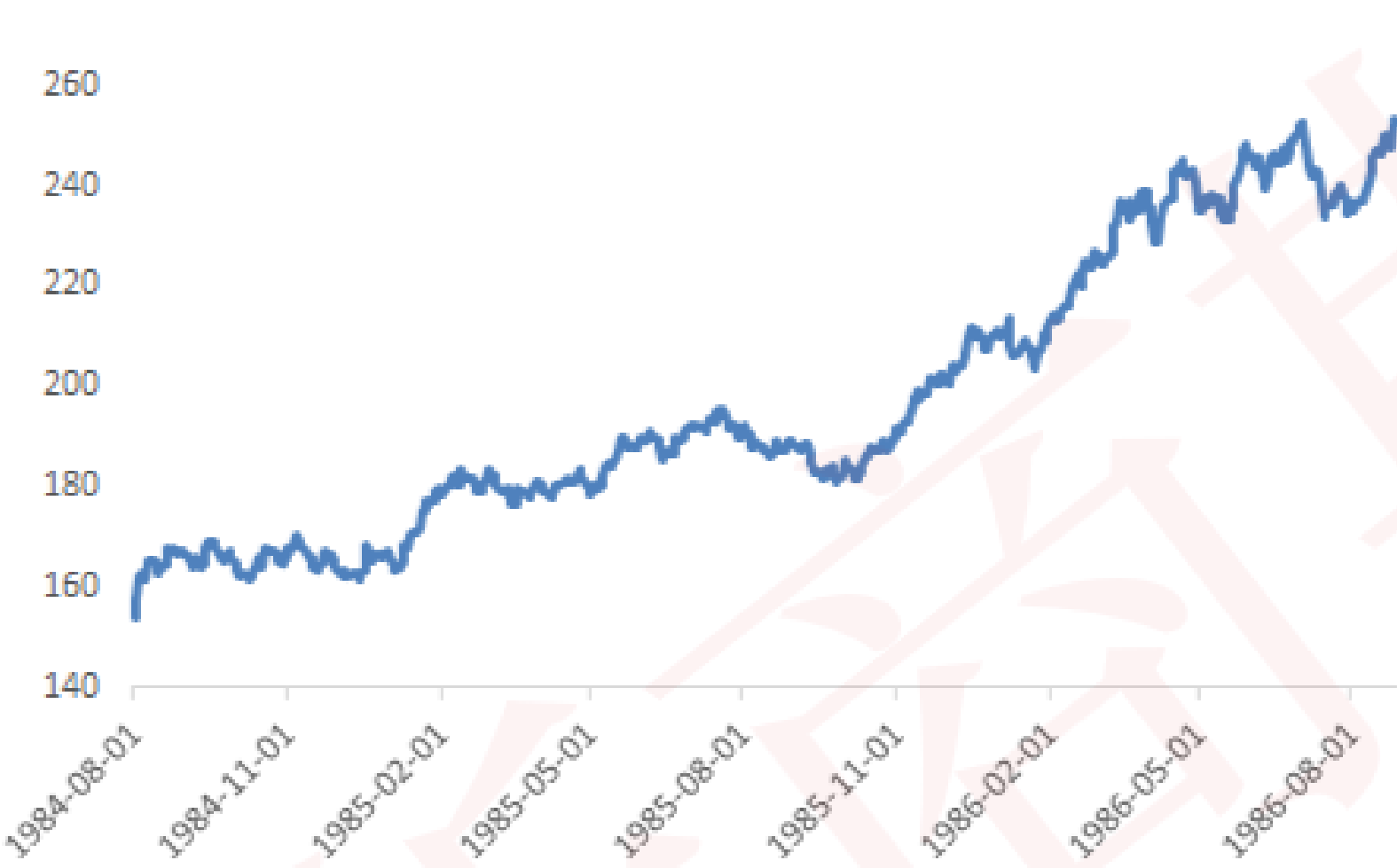
第二轮降息（1984.9-1986.8）

降息背景：加息后的调整。

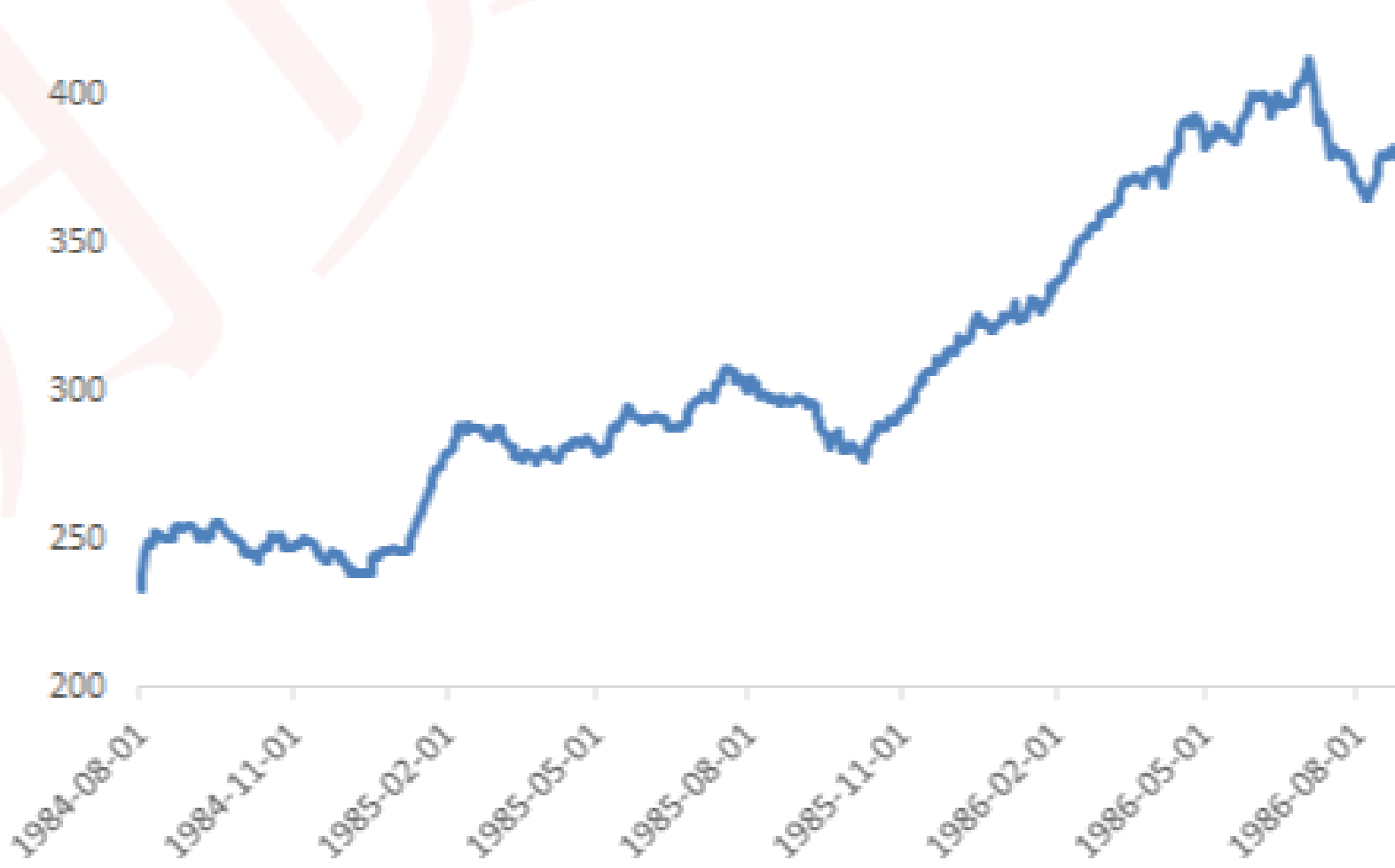
降息前就业：经济持续增长，失业率最高回升0.3%至7.5%。

影响：美联储首次降息后，美股呈现震荡回落；降息启动后3个月内，仍然呈现小幅震荡下跌；1982年后美国经济处于持续增长阶段，因此改变了本轮降息中期的下跌局势，叠加1985年末期全球热钱开始涌入美国，三大指数呈现上升趋势；从整个降息周期来看，美国三大股指皆呈现显著上涨。

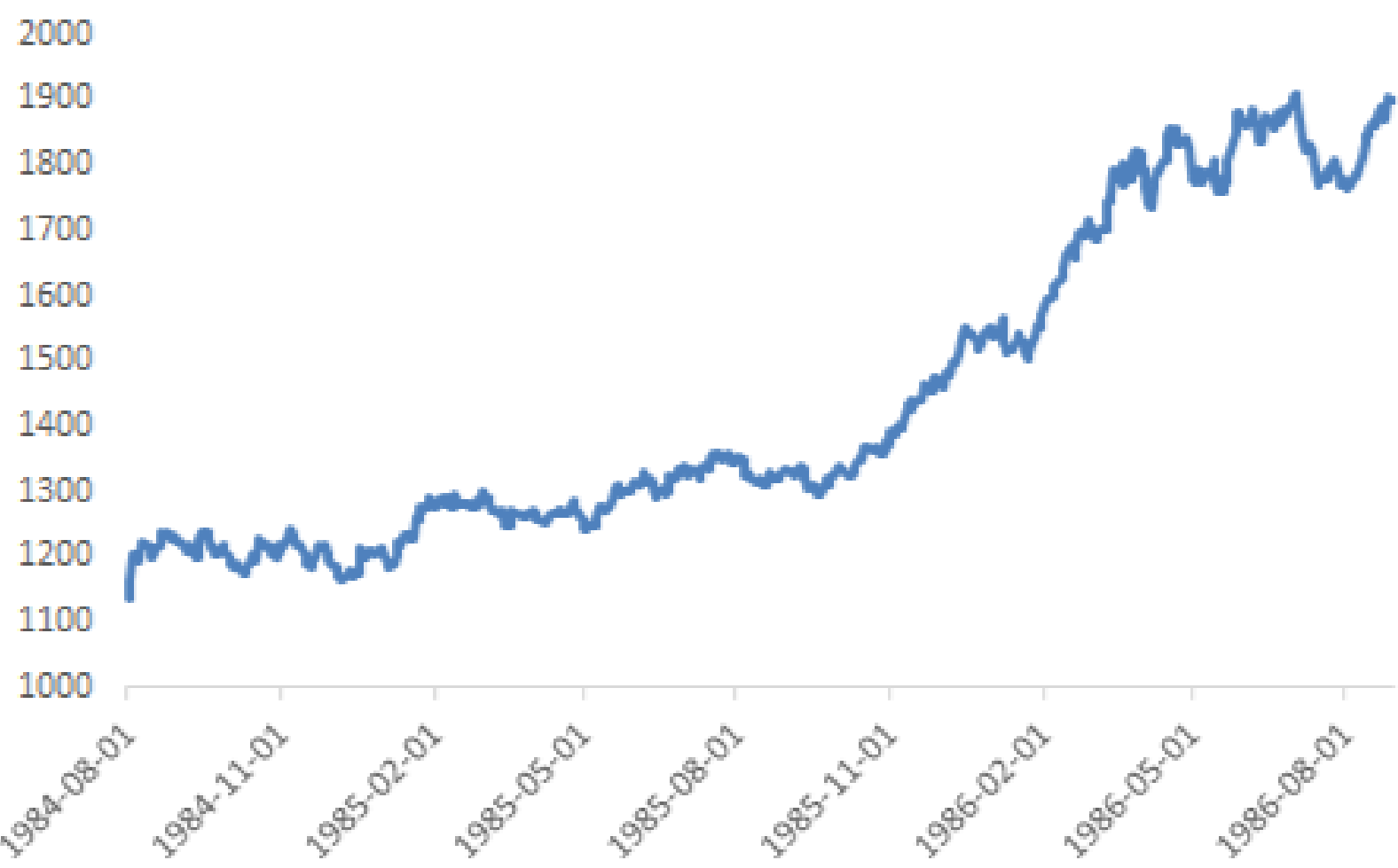
标准普尔500指数（1984.9-1986.8）



纳斯达克综合指数（1984.9-1986.8）



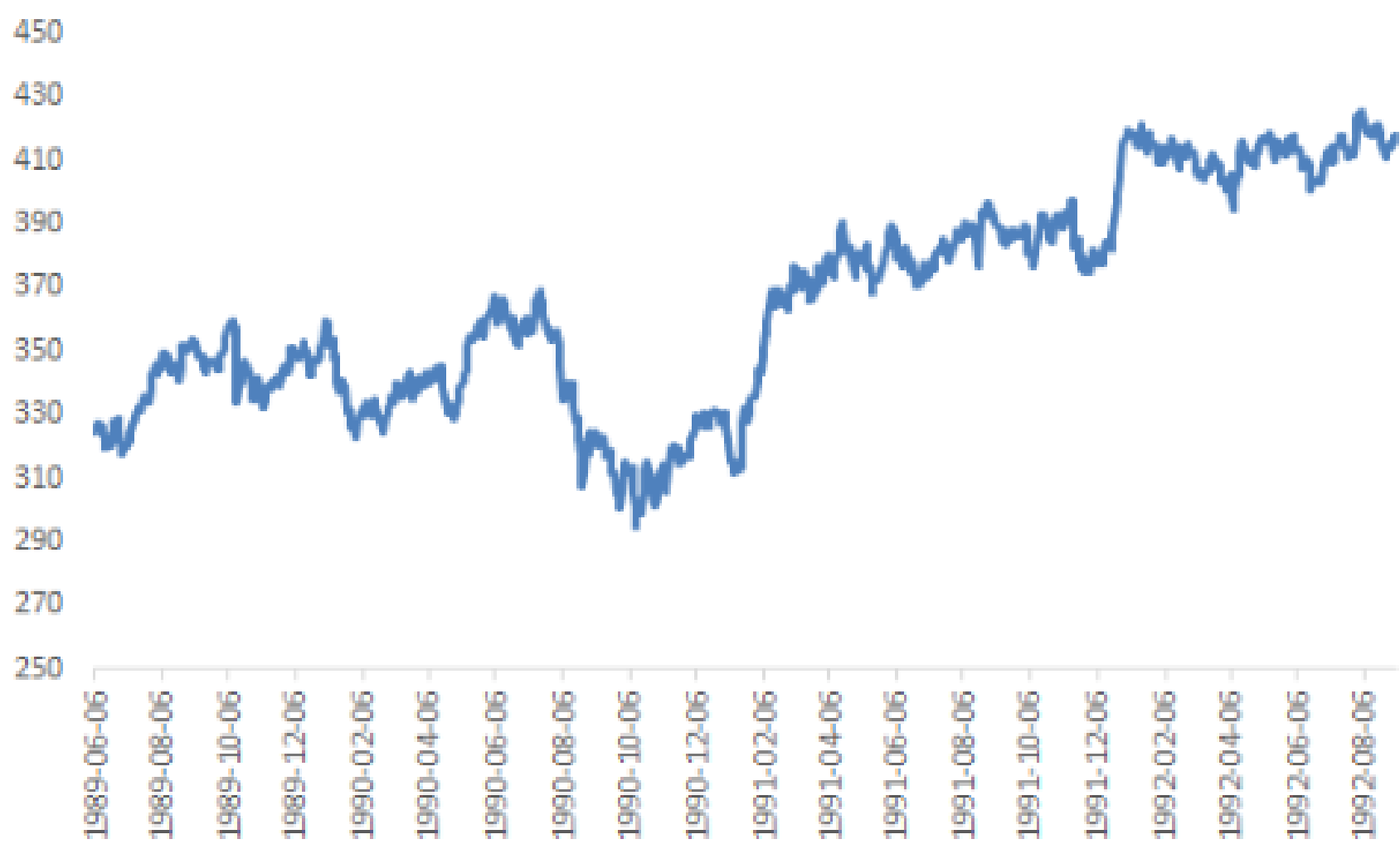
道琼斯工业平均指数（1984.9-1986.8）



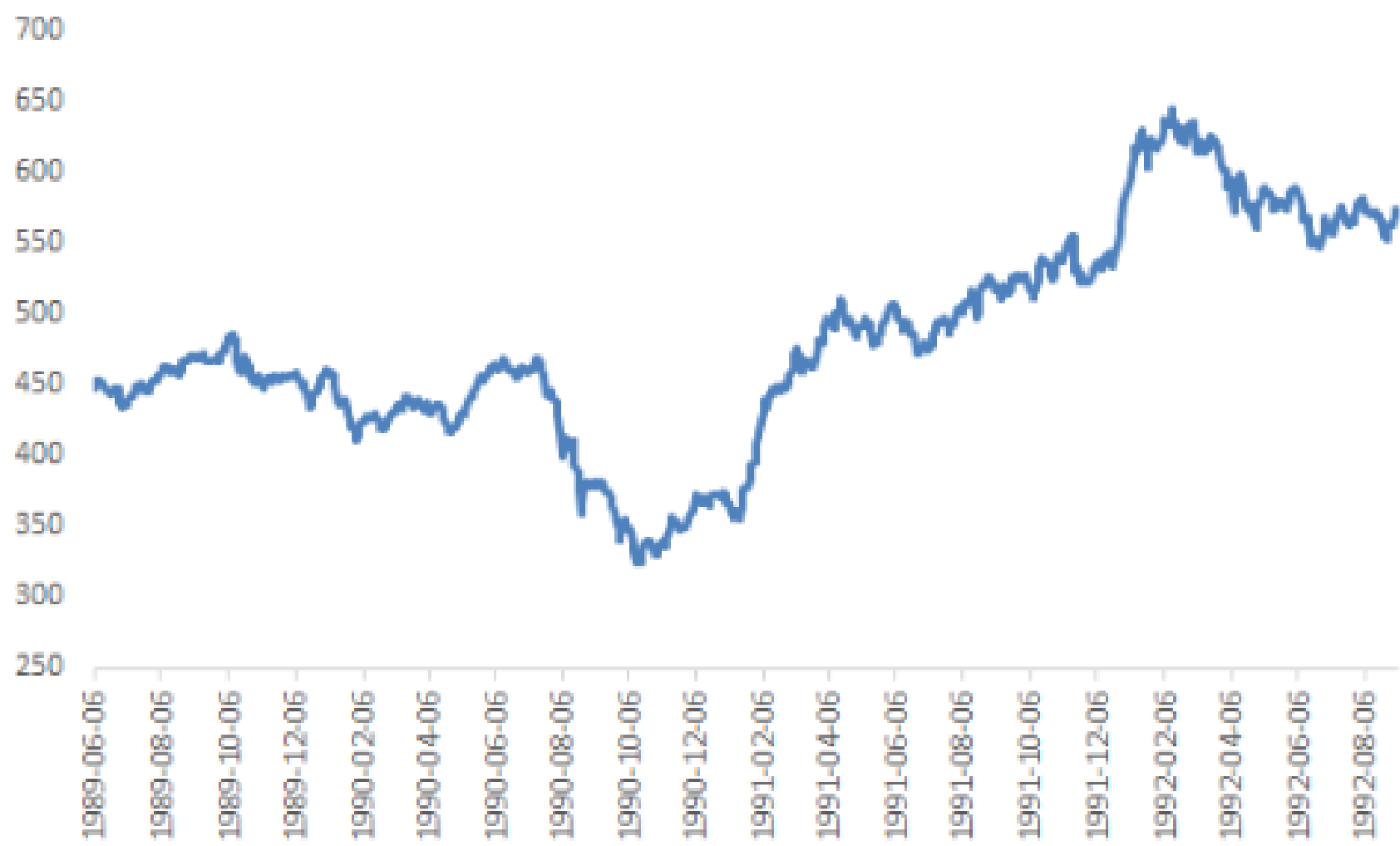
第三轮降息（1989.6-1992.9）

美国股票市场

标准普尔500指数（1989.6-1992.9）



纳斯达克综合指数（1989.6-1992.9）



道琼斯工业平均指数（1989.6-1992.9）



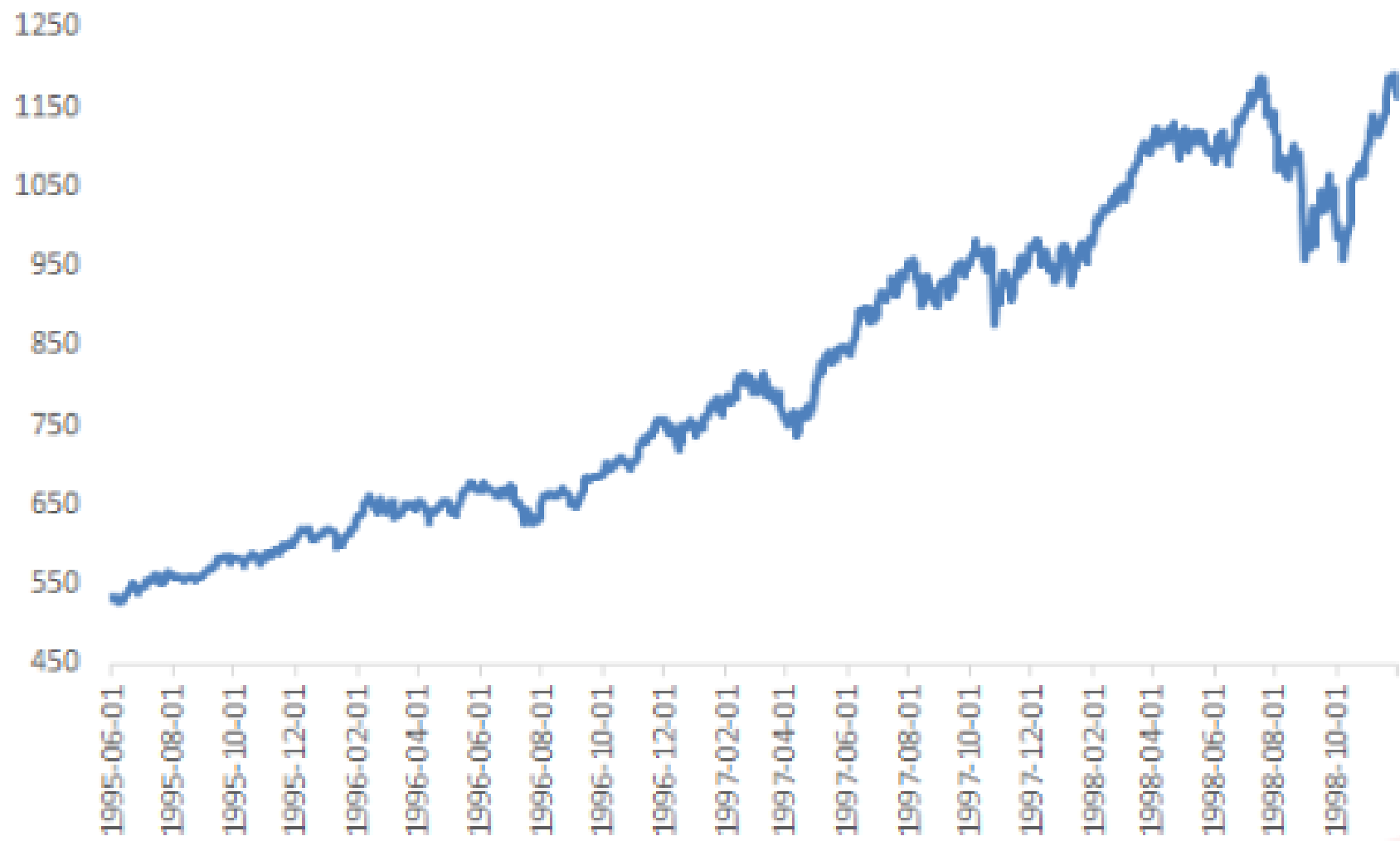
第四轮降息（1995.7-1998.11）

降息背景：1994-1995年连续加息和1997年东南亚金融危机

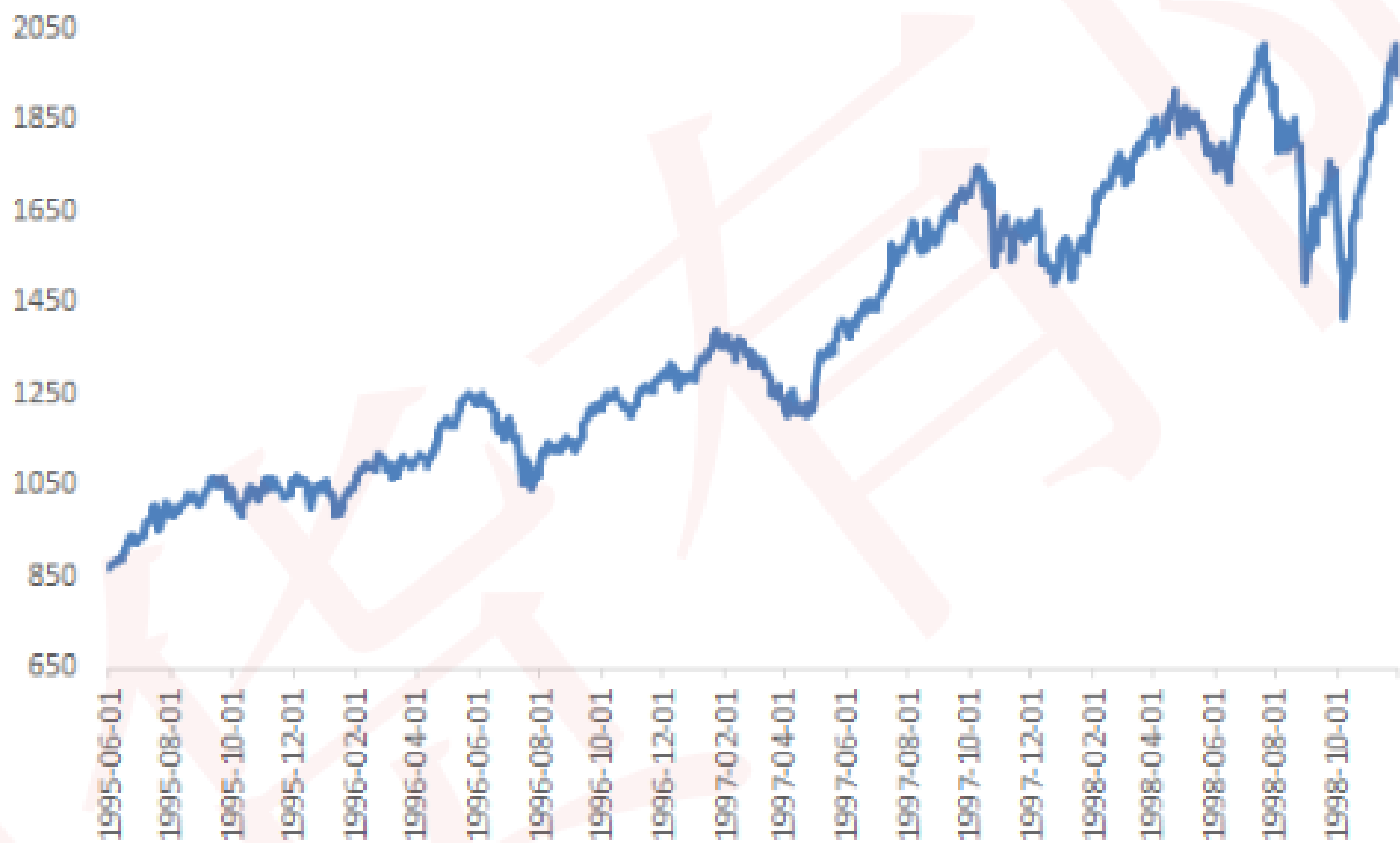
降息前就业：失业率最高回升0.4%。

影响：美联储降息后，失业率开始回落，至停止降息时失业率为4.4%。受互联网行业的带动，从美联储首次降息至降息停止整个降息周期来看，美国三大股指皆呈现大幅度上涨。

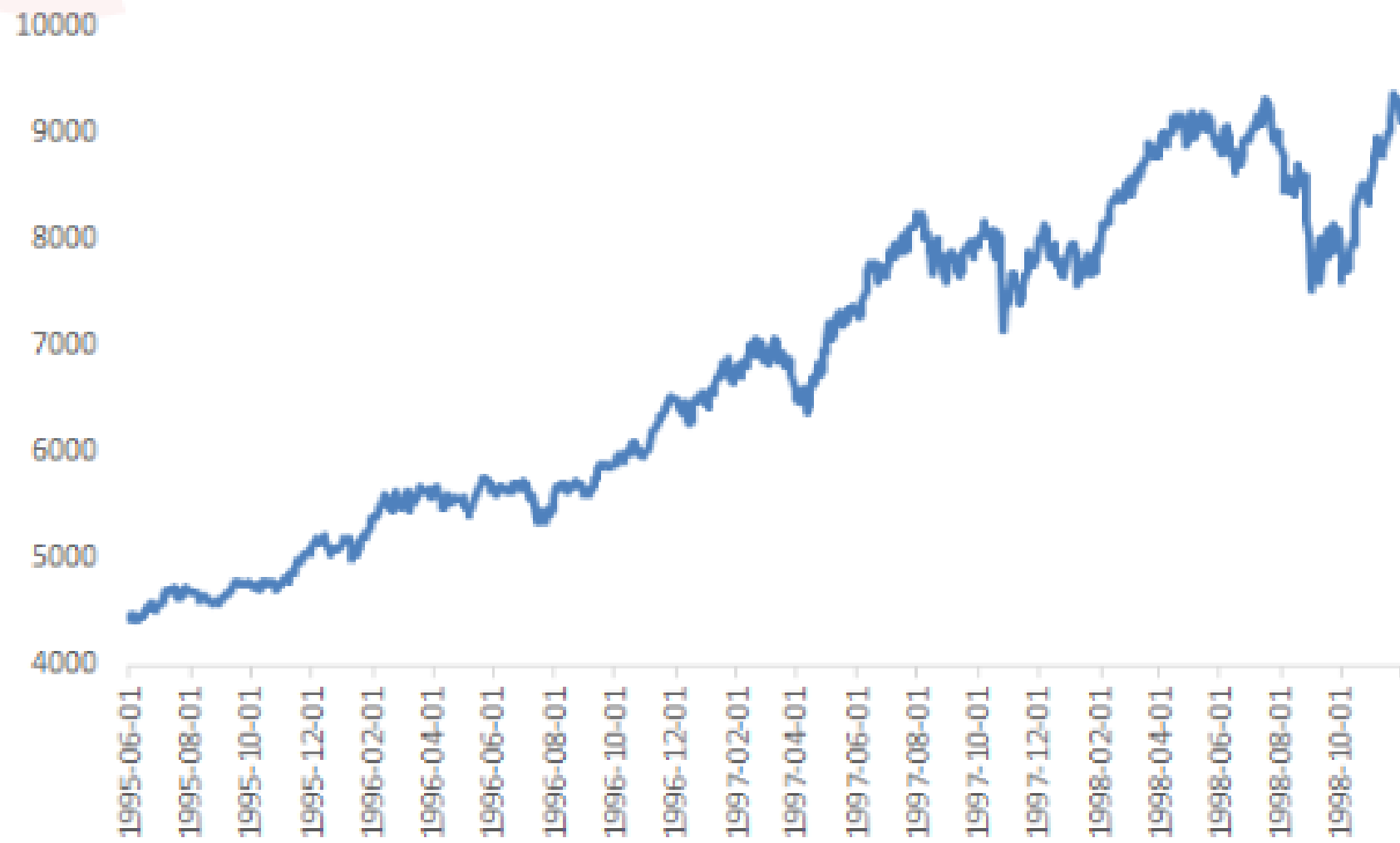
标准普尔500指数（1995.7-1998.11）



纳斯达克综合指数（1995.7-1998.11）



道琼斯工业平均指数（1995.7-1998.11）

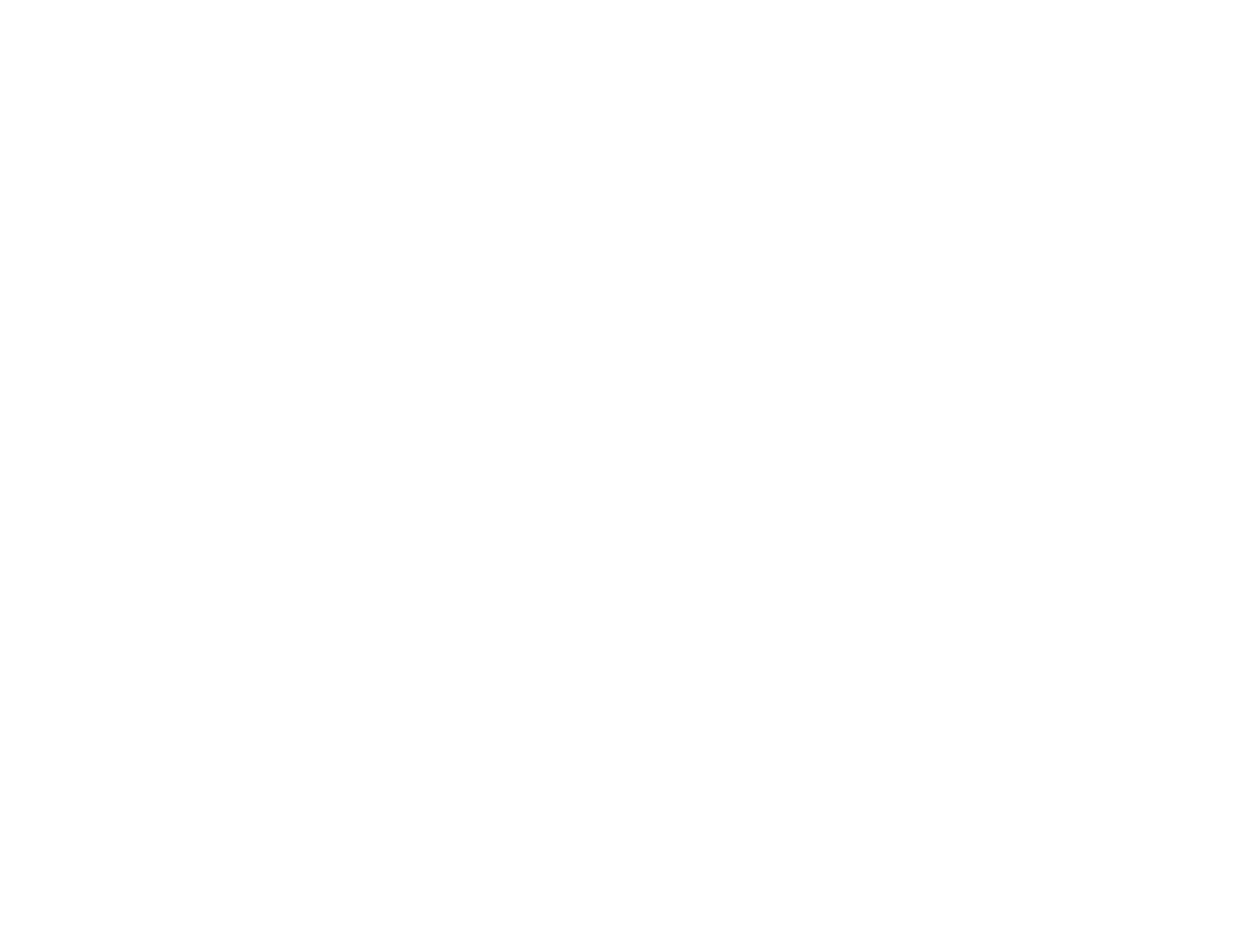


第五轮降息（2001.1-2003.6）

标准普尔500指数（2001.1-2003.6）



纳斯达克综合指数（2001.1-2003.6）



道琼斯工业平均指数（2001.1-2003.6）



美国股票市场

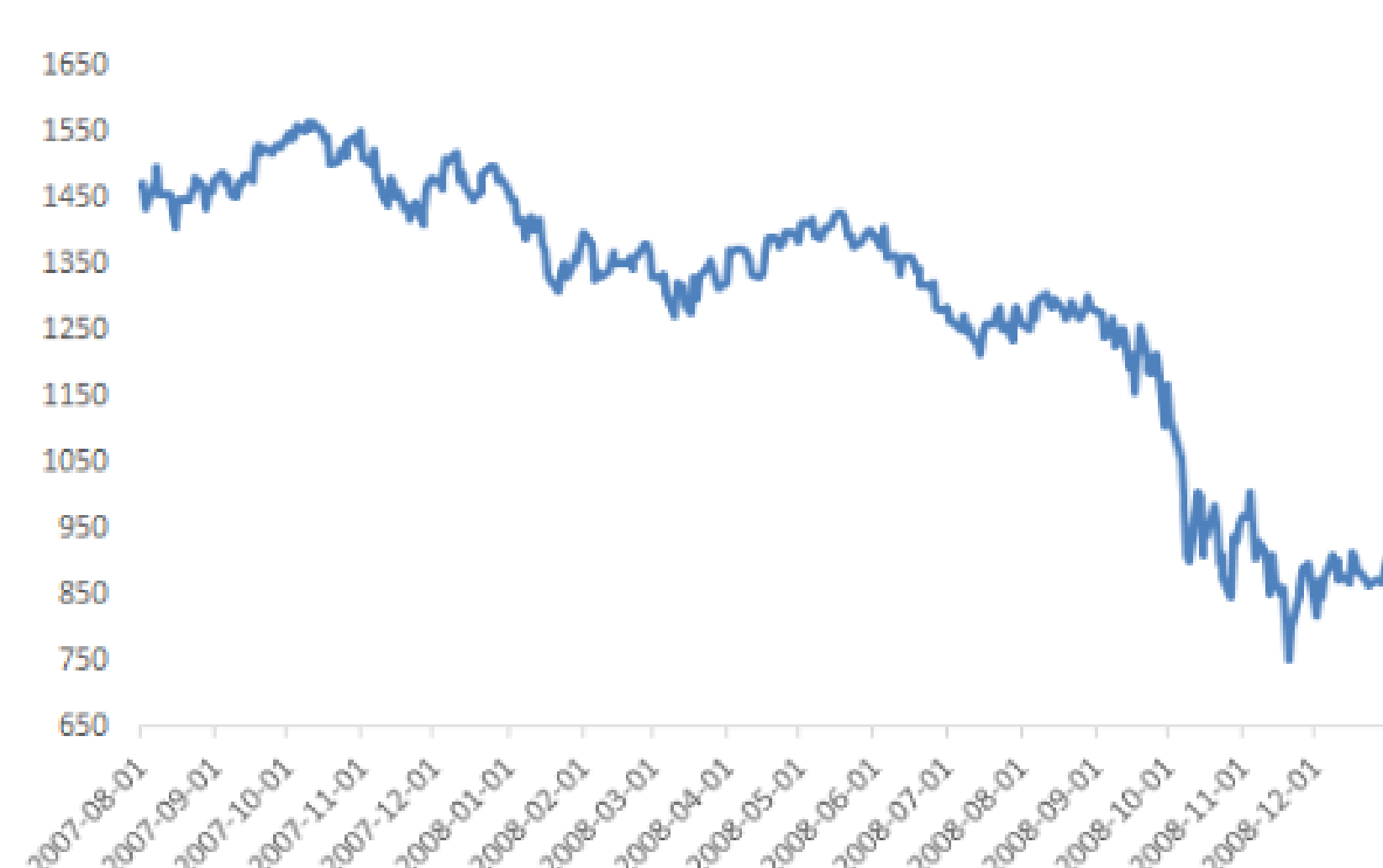
第六轮降息（2007.9-2008.12）

降息背景：2007年8月次贷危机的出现

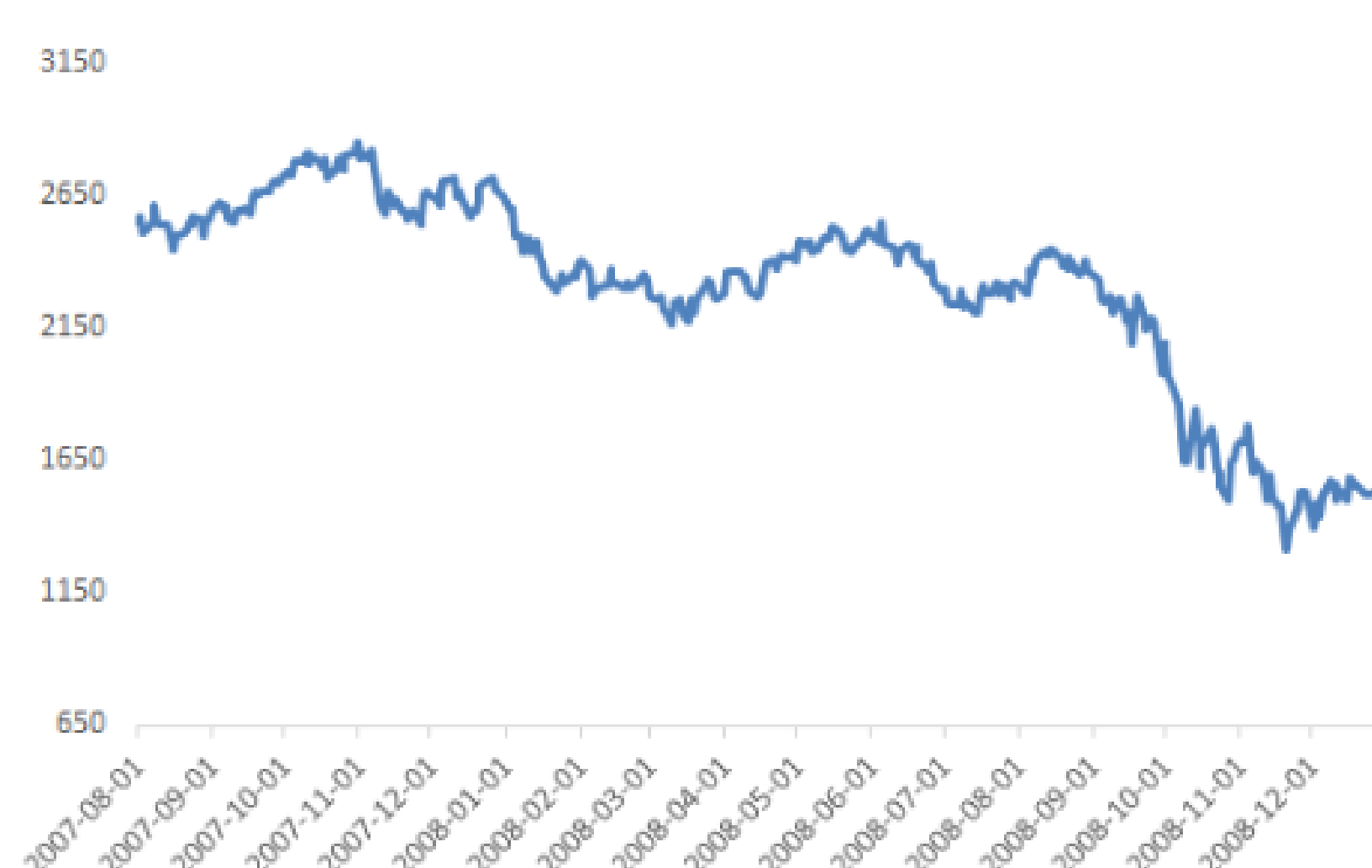
降息前就业：失业率回升0.3%至4.7%。

影响：美联储降息后，失业率仍然向上攀升，至2008年12月降息25个基点后，失业率持续快速上升，最高攀升至10%才开始逐渐回落，但直到2015年失业率仍然超过5%。美联储首次降息后，美股呈现一定波动；在美联储的整个降息周期内，受次贷危机影响，美国三大股指皆呈现较大幅度下跌。

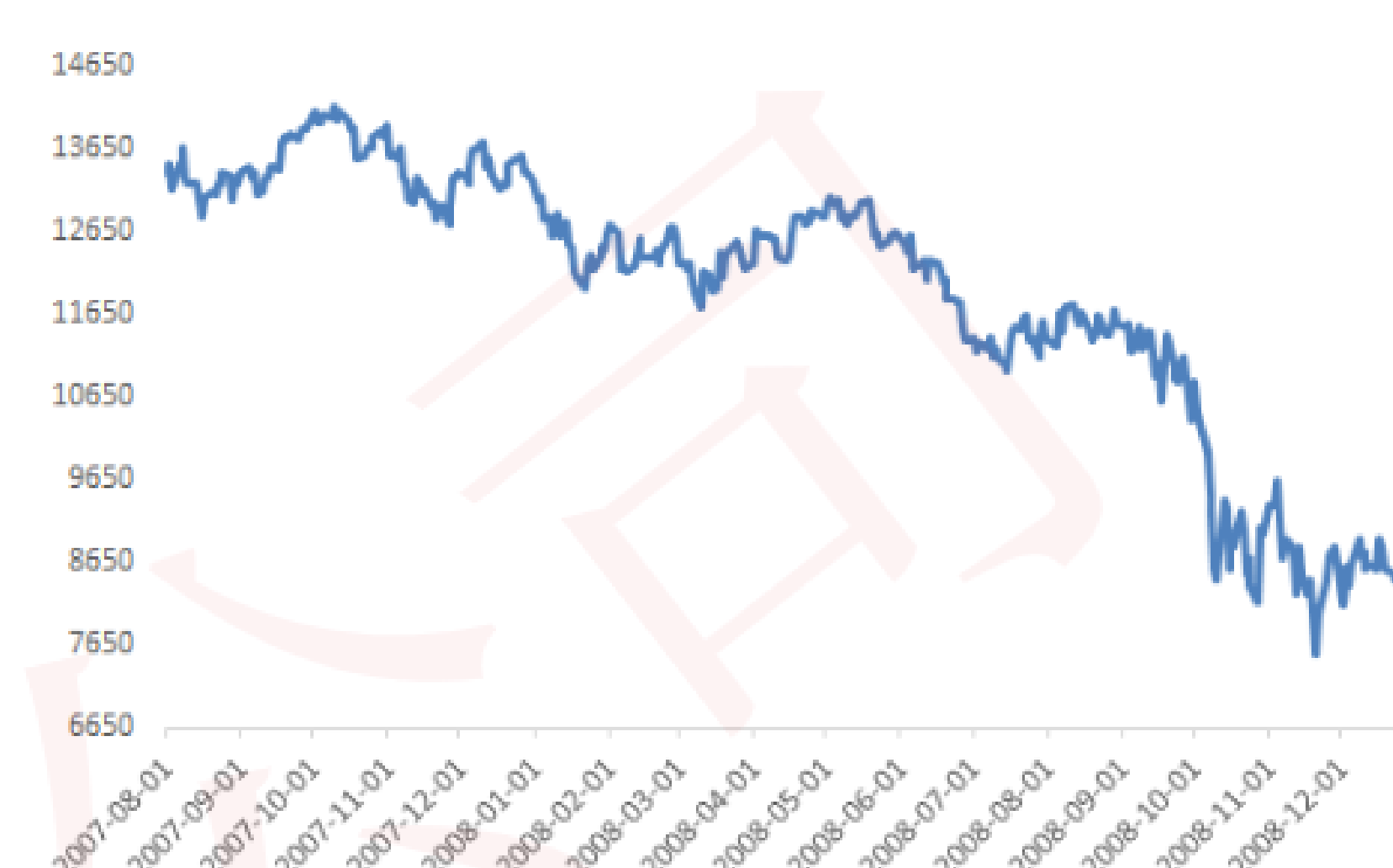
标准普尔500指数（2007.9-2008.12）



纳斯达克综合指数（2007.9-2008.12）



道琼斯工业平均指数（2007.9-2008.12）



第七轮降息（2019.8-2020.3）

降息背景：2015-2018年间的持续加息和2019年底新冠肺炎疫情的出现

降息前就业：失业率回升0.1%至3.7%。

影响：美联储降息后，失业率开始下滑，但在新冠肺炎疫情出现后，失业率出现极速拉升，最高攀升至14.7%，在美联储推出史无前例的量化宽松政策后才开始下滑，截止4月，失业率下降至3.4%。美联储首次降息后，美股呈现小幅下跌；随后的3个月和6个月中皆呈现上涨；在美联储的整个降息周期内，主要受新冠疫情影响，美国三大股指皆呈现下跌，其中纳指跌幅较小。

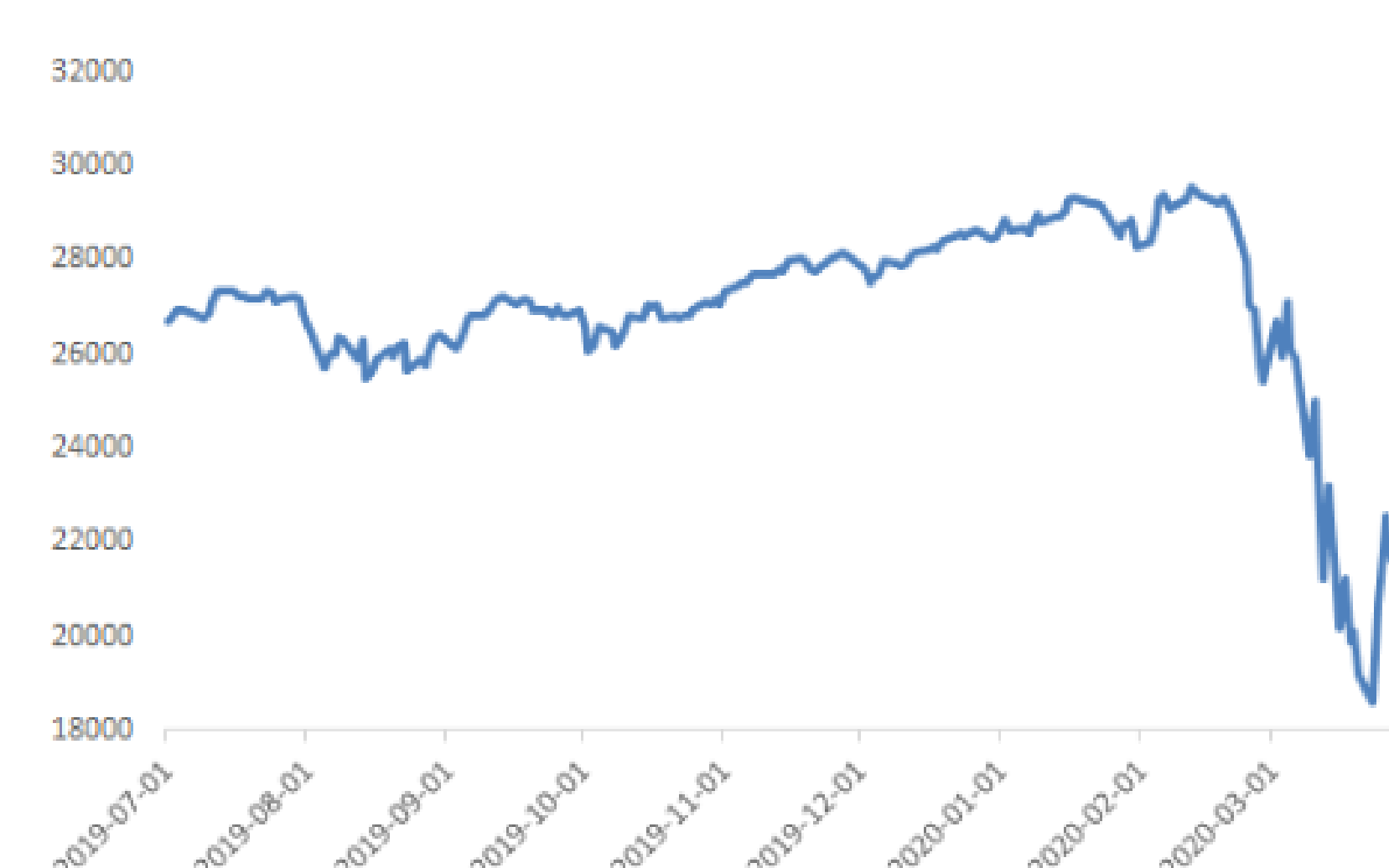
标准普尔500指数（2019.8-2020.3）



纳斯达克综合指数（2019.8-2020.3）

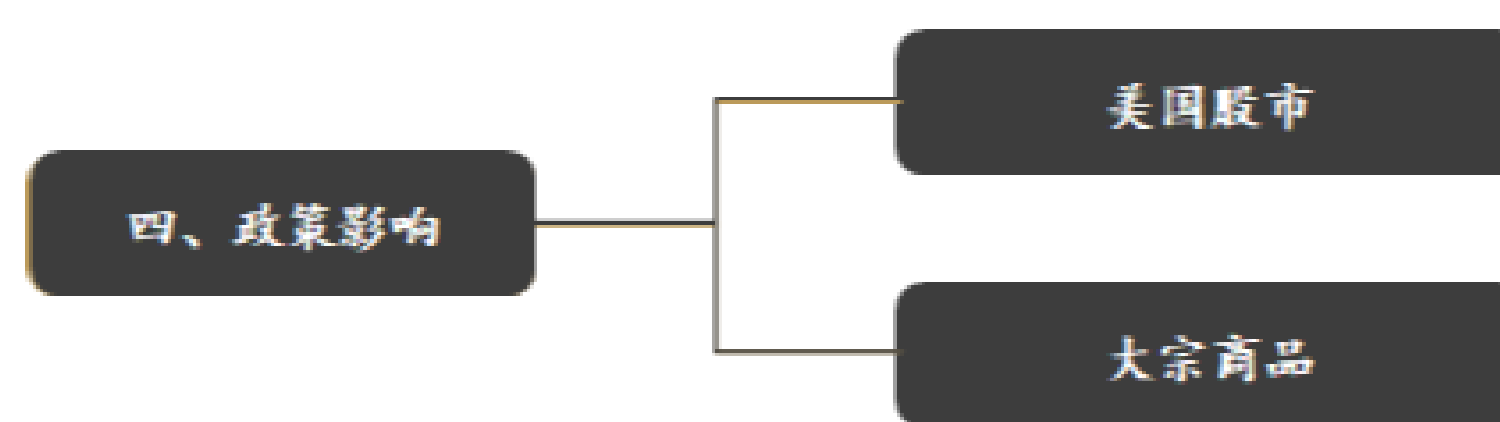


道琼斯工业平均指数（2019.8-2020.3）



政策影响（大宗商品）

报告结论



1、对大宗商品的影响

在1981年以来7次加息周期中，大宗商品普遍录得正收益，其中原油和铜的表现更优；而7次降息周期中，商品多数录得负收益，其中黄金表现更优。

- 加息阶段：加息启动时的经济周期往往还处于过热或滞胀阶段，商品中原油和铜的表现更优，主要由于二者与通胀水平关联性较强；而黄金与通胀的关联性较弱，因此表现较CRB综合指数来看也较弱。
- 降息阶段：降息周期则正好相反，商品多数录得负收益，这和降息周期启动时经济周期处于衰退阶段相关，其中原油和铜的表现更差，而黄金在金融属性和货币属性影响下往往表现更优。

2、未来情景分析

- 若美联储继续加息，则与市场预期相违背，美国经济恶化风险进一步提升，经济周期向衰退阶段靠近，利空大宗商品。
- 若美联储停止加息或出现降息时，短期对市场有提振作用，经济周期可能步入衰退，而衰退周期中的大宗商品表现可能会明显较弱，至经济步入复苏阶段后有所好转。

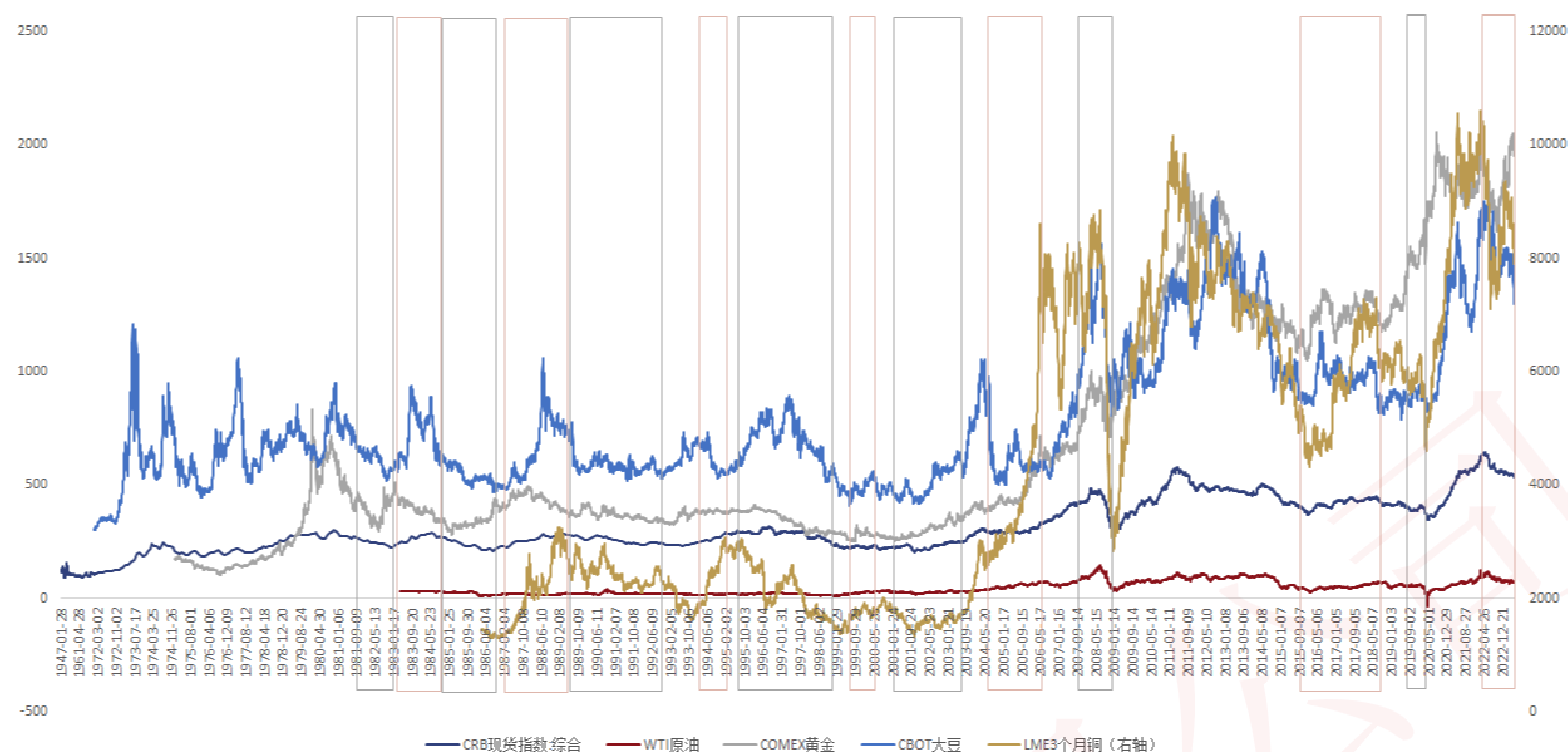
对大宗商品的影响

1981年下半年至今的历轮加息周期内的大宗商品普遍录得正收益，其中原油和铜的表现更优。这可能源于加息启动时的经济周期往往还处于过热或滞胀阶段，而原油和铜通常大幅跑赢CRB综合指数，主要源于前者更多反映实际通胀，后者更多反映预期通胀，在整个大宗商品中，二者与通胀水平关联性较强；黄金与通胀的关联性较弱，因此表现较CRB综合指数来看也较弱。

在降息周期中，则正好相反，商品多数录得负收益，这和降息周期启动时经济周期处于衰退阶段相关，其中原油和铜的表现更差，而黄金在金融属性和货币属性影响下往往表现更优。

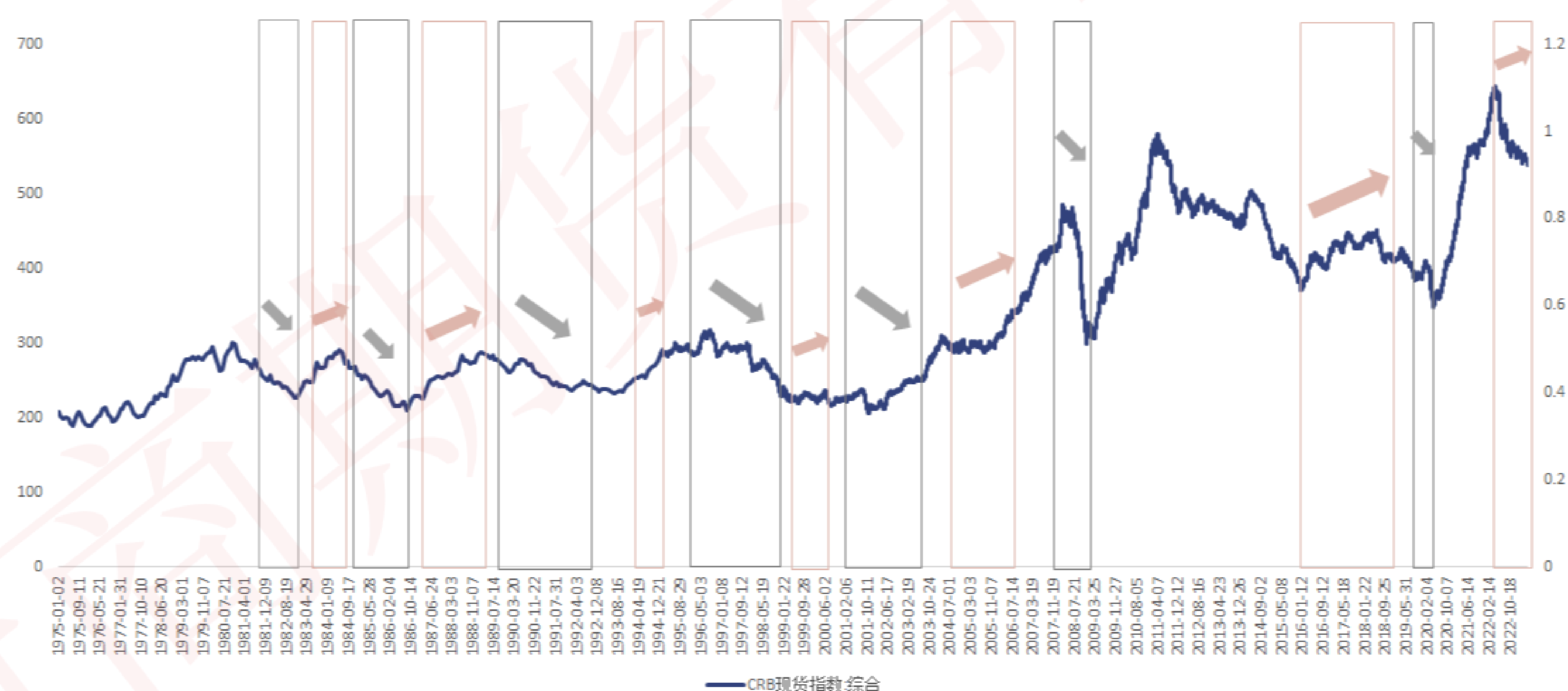
对大宗商品的影响

加息和降息周期内商品价格走势



注：图中标注红框为各个加息周期内情况，而灰框为各个降息周期内情况。

加息和降息周期内商品指数走势（%）



注1：RJ/CRB 指数目前涵盖19种商品期货合约品种，从大类占比来看，农业约占41%、能源约占39%，工业金属约占13%，贵金属约占7%。其中各品种具体权重分别为：（1）农产品：大豆6%、小麦1%、玉米6%、棉花5%、糖5%、可可5%、咖啡5%、冰冻浓缩橙汁1%、活牛6%和瘦肉猪1%。（2）能源品：原油23%、取暖油5%、无铅汽油5%和天然气6%。（3）金属类：黄金6%、白银1%、铜6%、铝6%和镍1%。

注2：图中标注红框为各个加息周期内情况，而灰框为各个降息周期内情况。

对大宗商品的影响

加息周期下大宗商品的走势

加息时间	CRB商品综合	原油	铜	大豆	黄金
1983. 3–1984. 8	11. 66%	-0. 20%	-	-0. 55%	-15. 56%
1987. 1–1989. 5	22. 69%	10. 86%	89. 38%	45. 94%	-10. 30%
1994. 2–1995. 2	14. 09%	16. 14%	50. 86%	-19. 25%	-1. 51%
1999. 6–2000. 5	5. 17%	50. 39%	7. 73%	15. 38%	3. 07%
2004. 6–2006. 6	15. 76%	99. 54%	177. 36%	-33. 4%	56. 27%
2015. 12–2018. 12	8. 7%	29. 93%	29. 93%	0. 86%	22. 13%
2022. 3–2023. 5	-13. 69%	-32. 55%	-20. 86%	-22. 35%	1. 03%
均值	9. 20%	24. 87%	55. 73%	-1. 91%	7. 88%

降息周期下大宗商品的走势

降息时间	CRB商品综合	原油	铜	大豆	黄金
1981. 8–1982. 12	-15. 12%	-	-	-15. 18%	5. 08%
1984. 9–1986. 8	-24. 49%	-46. 25%	-	-18. 35%	13. 56%
1989. 6–1992. 9	-12. 73%	6. 11%	-2. 32%	-24. 26%	-8. 45%
1995. 7–1998. 11	-20. 73%	-35. 41%	-46. 33%	-2. 7%	-24. 07%
2001. 1–2003. 6	11. 92%	7. 82%	-4. 89%	24. 94%	29. 1%
2007. 9–2008. 12	-24. 95%	-45. 28%	-59. 29%	3. 66%	24. 36%
2019. 8–2020. 3	-7. 92%	-62. 04%	-15. 94%	4. 45%	9. 23%
均值	-13. 43%	-29. 17%	-25. 75%	-3. 92%	6. 97%

免责声明

- 本报告的版权归“浙商期货有限公司”所有，未经本公司允许，不得以任何方式传递、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。
- 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。