仅供内部参考，请勿外传

宏观研究

世界经济

证券研究报告

事件点评

2026 年 09 月 18 日

照章行动，回归中性

——2026 年 9 月 FOMC 例会点评

北京时间 9 月 17 日，美联储公布 9 月例会决议，如期加息 25bp，但对于 10 月是否会连续加息、未来一年还会加息几次，市场依然存在较大分歧。短期而言，我们 9 月预判加息的逻辑或依然有效：10 月或 12 月例会前一段时间，如果市场定价更高概率加息，美联储或“照章行动”。

相关研究

-

证券分析师

赵伟 A0230524070010

zhaowei@swsresearch.com

陈达飞 A0230524080010

chendf@swsresearch.com

赵宇 A0230524080007

zhaoyu2@swsresearch.com

王茂宇 A0230521120001

wangmy2@swsresearch.com

李欣越 A0230524080004

lixy@swsresearch.com

联系人

陈达飞 A0230524080010

chendf@swsresearch.com

- **9 月 FOMC 例会加息 25bp，政策基调偏鹰，是杰克逊霍尔“行动准则”的落地**

9 月会议声明维持增长有韧性与充分就业的判断，强调通胀持续高于 2%这一事实，淡化供给冲击这一原因，政策倾向于以行动加速通胀缺口的收敛。9 月 FOMC 例会声明与沃什记者会发言呼应了沃什在杰克逊霍尔（JH）年会的演讲：金融条件不具有限制性；经济增长有韧性；劳动力市场充分就业；通胀“下行且足够快”的标准为满足。所以，9 月加息是依照规则行动。

9 月经济预测摘要（SEP）与利率点阵图释放较强鹰派信号。9 月 SEP 维持经济韧性判断，同时抬升了通胀预测路径：至 2026 年底，去通胀或处于停滞状态。据此，点阵图的分布明显上移，中位数指引年内加息 2 次、2027 年“按兵不动”——众数（8 票）指引 2027 年再加息 1 次。我们认为，2027 年通胀预测路径与货币政策路径不匹配，其一或有误。

为更快地实现价格稳定，沃什提出了“四个确保”，重申了行动准则。“四个确保”分别为：确保信贷和金融状况长期与我们的使命相一致；确保经济中部分行业的相对价格变化不会扩散；确保市场价格中的通胀补偿保持在低位；确保通胀预期保持稳固锚定。行动准则为：如果不能确信潜在通胀正在清晰地、足够快地向 2%收敛，美联储可能还需要行动。

- **政策利率与金融条件回归中性是第一步，而目前两者均处于宽松区间**

9 月加息 25bp 后，政策利率或仍不具有限制性。沃什在杰克逊霍尔年会中首次明确美国金融条件不具有限制性，但刻意省略了货币政策立场也不具有限制性。9 月例会上调 FFR 目标区间为 375-400bp，实际 EFFR 或仍然位于 0-0.5%区间。从美债利率角度看，8 月 10y-3m 利差为 80bp，10y-2y 美债利差为 46bp。两种方法均说明，当前货币政策利率仍不具有限制性。

广义金融条件也不具有限制性，虽然边际上有所收紧。广义金融条件一般包括政策利率、美债利率、信用利差、美股（估值）、信用利差、波动率与房价等。从美联储（或分行）以及美国财政部金融研究办公室（OFR）构建的综合金融条件指数来看，美国的金融条件仍不具有限制性。美债收益率曲线进一步上行、美股（估值）下跌或波动率放大等都有紧缩效应。

金融条件回归中性，要求美联储跟上曲线。换言之，市场定价的加息概率越高，美联储加息的可能性也越高。JH 会议后，市场对 9 月 FOMC 例会是否会加息依然存在分歧。我们提出，如果市场定价的加息概率超过 50%，美联储大概率会加息。此规则符合历史经验，也适用于 10 月或 12 月 FOMC 例会。短期而言，油价或是决定性的变量。在美联储内部意见有分歧时，市场方案可能就是一个折中方案。参考市场定价做决策或最为公允，政策失误的风险也可能较小。

- **当前美国潜在通胀或不具备“方向性逆转”的条件，可关注定价中的“鹰派偏差”**

9 月 FOMC 例会后，市场定价年内继续加息约 1.3 次，未来一年累计加息近 3 次，对应 FFR 目标区间升至 450-475bp。当前宏观环境下，已基本满足政策利率回归中性的要求。9 月点阵图中的长期中性利率上行至 3.2%，对应长期实际中性利率 1.2%。假设未来一年内通胀中枢下行至 3%左右，对应的名义中性政策利率或为 4.2%左右，4.5%的政策利率或具有一定限制性。

沃什的“行动准则”内含着两种不同的政策路径：1）如果潜在通胀仅是收敛速度不够快，加息或是补偿式的（回归中性）；2）如果潜在通胀方向性地偏离 2%，加息或更激进。7 月例会纪要与 9 月 SEP 都说明，美联储认同潜在通胀的趋势依然向下，只是短期由于高油价和部分临时性因素，导致收敛速度不达预期。所以，补偿式加息是当前的基准假设，且定价已较为充分。

美国潜在通胀“方向性逆转”的风险或主要来自于 AI 资本开支周期和工资反弹。此外，还需警惕中长期通胀与其进一步上行的风险。截止目前，AI 的通胀效应或依然可控，其对 CPI 的（直接）贡献或在 10-20bp，但需关注其对 PCE“金融服务”分项的间接拉动；美国劳动力市场依然处于“低增长平衡”状态，工资持续上行压力尚不显著。中长期通胀预期依然被锚定在 2.3%左右。所以，潜在通胀的方向性逆转是一个中期的“尾部风险”，但目前风险依然可控。

风险提示：原油价格中枢上移超预期；沃什的政策立场“偏鹰”；美国经济放缓超预期

目录

一、9 月 FOMC 例会加息 25bp，政策基调偏鹰，是杰克逊霍尔“行动准则”的落地.....4

二、政策利率与金融条件回归中性是第一步，而目前两者均处于宽松区间.....6

三、当前美国潜在通胀或不具备“方向性逆转”的条件，可关注定价中的“鹰派偏差”.....7

风险提示.....9

图表目录

图表 1：6 月、7 月和 9 月 FOMC 例会声明的比较 4
图表 2：9 月经济预测摘要（SEP，%） 4
图表 3：沃什 9 月发布会演讲与 JH 演讲的比较 5
图表 4：9 月点阵图（与 6 月比较） 5
图表 5：美国金融条件仍不具有限制性 6
图表 6：金融条件是顺周期的 6
图表 7：9 月例会后利率期货隐含的加息路径（概率分布） 6
图表 8：美债收益率曲线与货币政策的“限制性” 7
图表 9：利率期货隐含的未来加息路径 8
图表 10：PCE 通胀的扩散（199 个分项） 8
图表 11：PCE 通胀的扩散（2018 年至今） 8
图表 12：工资通胀的压力暂时可控 8
图表 13：美国中长期通胀预期依然被“锚定” 8

北京时间 9 月 17 日，美联储公布 9 月例会决议，如期加息 25bp，但对于 10 月是否会连续加息、未来一年还会加息几次，市场依然存在较大分歧。短期而言，我们 9 月预判加息的逻辑或依然有效：10 月或 12 月例会前一段时间，如果市场定价更高概率加息，美联储或“照章行动”。

一、9 月 FOMC 例会加息 25bp，政策基调偏鹰，是杰克逊霍尔“行动准则”的落地

9 月会议声明维持增长有韧性与充分就业的判断，强调通胀持续高于 2%这一事实，淡化供给冲击这一原因，政策倾向于以行动加速通胀缺口的收敛。9 月 FOMC 例会声明与沃什记者会发言呼应了沃什在杰克逊霍尔（JH）年会的演讲：金融条件不具有限制性；经济增长有韧性；劳动力市场充分就业；通胀“下行且足够快”的标准为满足。所以，9 月加息是依照规则行动。

9 月经济预测摘要（SEP）与利率点阵图释放较强鹰派信号。9 月 SEP 维持经济韧性判断，同时抬升了通胀预测路径：至 2026 年底，去通胀或处于停滞状态。据此，点阵图的分布明显上移，中位数指引年内加息 2 次、2027 年“按兵不动”——众数（8 票）指引 2027 年再加息 1 次。我们认为，2027 年通胀预测路径与货币政策路径不匹配，其一或有误。

为更快地实现价格稳定，沃什提出了“四个确保”，重申了行动准则。“四个确保”分别为：确保信贷和金融状况长期与我们的使命相一致；确保经济中部分行业的相对价格变化不会扩散；确保市场价格中的通胀补偿保持在低位；确保通胀预期保持稳固锚定。行动准则为：如果不能确信潜在通胀正在清晰地、足够快地向 2%收敛，美联储可能还需要行动。

图表 1：6 月、7 月和 9 月 FOMC 例会声明的比较

比较维度	6月17日	7月29日	9月16日
利率决定	维持 3.50%—3.75%	维持 3.50%—3.75%	加息25个基点至3.75%—4.00%
投票情况	12：0，一致通过	9：3；Hammack、Kashkari和Logan主张加息25个基点	**12：0，一致通过**
经济增长	经济以稳健步伐扩张（solid pace）	与6月相同	保留稳健扩张判断（solid pace），新增国内支出具有韧性（resilient）
生产率与投资	生产率增长和资本投资强劲（strong）	与6月相同	生产率增长仍然强劲（strong）；资本投资改用“稳健”（robust）
就业市场	就业增长与劳动力增长同步（kept pace with the workforce），失业率变化不大（changed little）	不变	不变
不确定性	不确定性较高（elevated uncertainty），部分源于中东冲突（conflict in the Middle East）	不变	不确定性仍然较高，原因改为更宽泛的地缘政治事态（geopolitical developments）
通胀判断	**通胀相对2%目标仍然偏高（elevated），部分反映供给冲击（supply shocks）推高能源等行业价格**	不变	保留通胀仍然偏高（elevated）；删除供给冲击及能源价格的解释
抗通胀表态	承诺实现价格稳定（deliver price stability）	不变	保留承诺，新增本次政策行动将帮助通胀更及时回归2%目标（timelier return）
准备金政策	重申维持充裕准备金（ample reserves）的政策	由“重申”改为“继续”	不变

资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 2：9 月经济预测摘要（SEP，%）

Variable	中位数					中心趋势（去掉首位3个数）					范围				
	2026	2027	2028	2029	Longer run	2026	2027	2028	2029	Longer run	2026	2027	2028	2029	Longer run
GDP	2.3	2.4	2.2	2.1	2	2.2–2.4	2.2–2.6	2.1–2.3	2.0–2.2	2.0–2.2	2.1–2.6	2.0–2.9	1.8–2.6	1.8–2.4	1.7–2.5
6月	2.2	2.3	2.2		2	2.0–2.3	2.0–2.4	2.0–2.3		1.8–2.0	1.8–2.6	1.9–2.9	1.8–2.6		1.7–2.5
失业率	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.1–4.2	4.0–4.2	4.0–4.2	4.0–4.3	4.0–4.3	4.0–4.3	4.0–4.5	3.9–4.4	3.8–4.4	3.8–4.4
6月	4.3	4.3	4.2		4.2	4.3–4.4	4.2–4.5	4.1–4.3		4.0–4.3	4.3–4.6	4.0–4.6	4.0–4.4		3.8–4.5
PCE	3.7	2.3	2.1	2	2	3.5–3.7	2.2–2.5	2.0–2.2	2	2	2.9–3.8	2.0–2.6	2.0–2.2	2	2
6月	3.6	2.3	2		2	3.5–3.7	2.2–2.5	2.0–2.1		2	2.7–4.1	1.9–2.8	2.0–2.3		2
核心PCE	3.4	2.5	2.2	2		3.3–3.4	2.3–2.6	2.0–2.2	2		2.8–3.5	2.1–2.7	2.0–2.3	2.0–2.1	
6月	3.3	2.5	2.1			3.2–3.5	2.3–2.6	2.0–2.2			2.6–3.5	2.0–3.0	2.0–2.4		
Memo: Projected appropriate policy path															
FFR	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2	4.1–4.4	3.6–4.4	3.1–4.1	3.1–3.6	3.0–3.6	3.9–4.4	3.1–4.4	3.1–4.1	2.9–3.9	2.9–3.9
6月	3.8	3.6	3.4		3.1	3.6–4.1	3.1–3.9	3.1–3.6		3.0–3.5	3.4–4.4	2.9–4.4	2.9–3.9		2.9–3.9

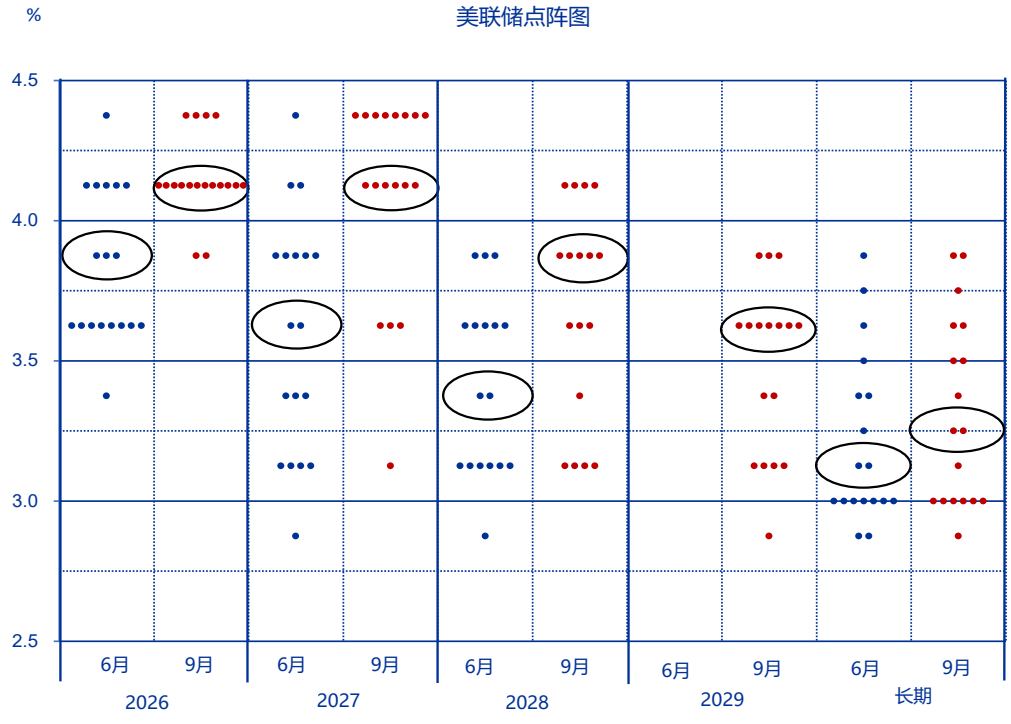
资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 3：沃什 9 月发布会演讲与 JH 演讲的比较

要点	9月记者会对声明的延伸	与杰克逊霍尔演讲的呼应
加息性质	招聘、盈利和投资改善，信贷强劲；金融条件尚不具有限制性（restrictive），加息旨在撤回部分宽松（remove accommodation）。	重申广义金融条件并不紧，不能仅凭政策利率水平判断政策约束程度。
就业与政策重心	失业率约4.1%，职位空缺和工时增加，初请失业金人数符合充分就业（full employment）；政策重点转向物价。	延续“就业稳健、通胀偏高”的判断，当前主要关注点（predominant focus）是价格稳定。
通胀判断	夏季数据不足以证明基础趋势（underlying trends）明显改善；涨价超过3%的品类仍过多，大宗商品价格进一步上涨。	关注通胀趋势、广度和回落速度，不因个别数据改善而认定抗通胀取得充分进展。
为何现在加息	明确认定通胀回归目标的标准尚未满足（not been satisfied），解释从7月等待到9月行动的转变。	落实“基础通胀须清晰且以足够速度（clearly and at sufficient speed）回归2%”的标准。
风险防范	防止局部涨价扩散，保持通胀补偿较低、预期牢固锚定（well-anchored）。	预期当前稳定并不意味着失锚风险消失，央行需要主动维护。
后续政策沟通	未承诺连续加息；沃什未提交个人预测，点阵图不能等同于其个人承诺。	坚持政策纪律（discipline），而非预定决定（decision），保留后续决策空间。

资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 4：9 月点阵图（与 6 月比较）



资料来源：美联储，申万宏源研究

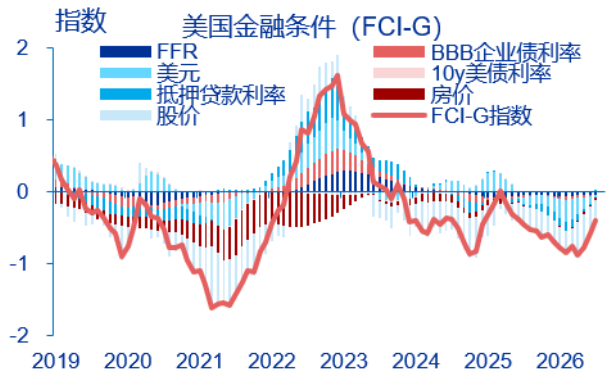
二、政策利率与金融条件回归中性是第一步，而目前两者均处于宽松区间

9 月加息 25bp 后，政策利率或仍不具有限制性。沃什在杰克逊霍尔年会中首次明确美国金融条件不具有限制性，但刻意省略了货币政策立场也不具有限制性。9 月例会上调 FFR 目标区间为 375-400bp，实际 EFFR 或仍然位于 0-0.5%区间（7 月整体 PCE 同比 3.7%，核心 PCE 同比 3.3%）。从美债利率角度看，8 月 10y-3m 利差为 80bp，10y-2y 美债利差为 46bp。两种方法均说明，当前货币政策利率仍不具有限制性。

广义金融条件也不具有限制性，虽然边际上有所收紧。广义金融条件一般包括政策利率、美债利率、信用利差、美股（估值）、信用利差、波动率与房价等。从美联储（或分行）以及美国财政部金融研究办公室（OFR）构建的综合金融条件指数来看，美国的金融条件仍不具有限制性。美债收益率曲线进一步上行、美股（估值）下跌或波动率放大等都有紧缩效应。

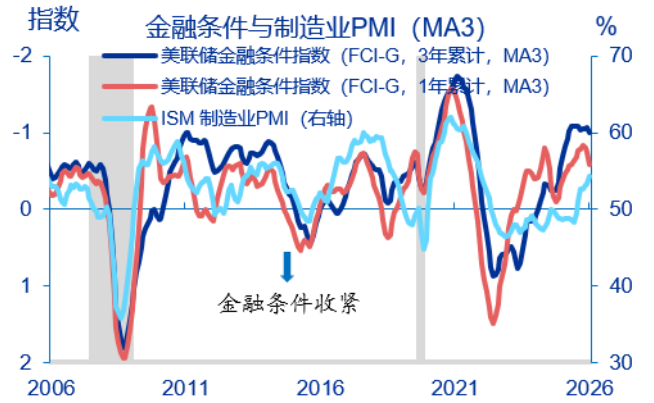
金融条件回归中性，要求美联储跟上曲线。换言之，市场定价的加息概率越高，美联储加息的可能性也越高。JH 会议后，市场对 9 月 FOMC 例会是否会加息依然存在分歧。我们提出，如果市场定价的加息概率超过 50%，美联储大概率会加息。此规则符合历史经验，也适用于 10 月或 12 月 FOMC 例会。短期而言，油价或是决定性的。实践中，在美联储内部意见有分歧时，市场方案可能就是一个这种方案。参考市场定价做决策或最为公允，对市场更为友好，政策失误的风险也可能较小。

图表 5：美国金融条件仍不具有限制性



资料来源：CEIC、美联储、申万宏源研究

图表 6：金融条件是顺周期的



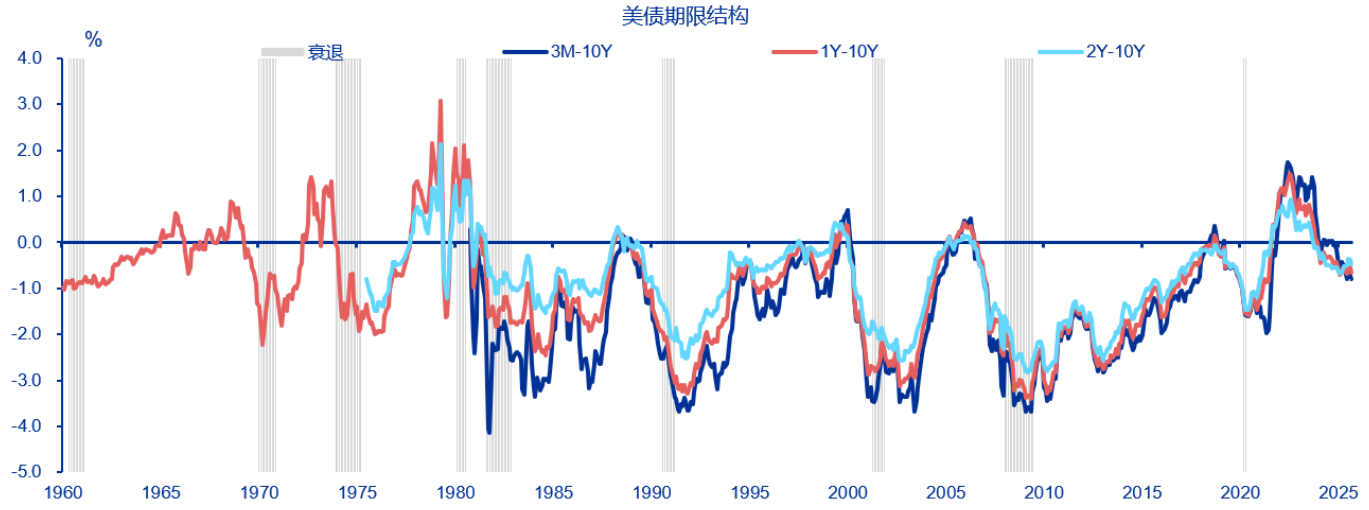
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 7：9 月例会后利率期货隐含的加息路径（概率分布）

Meeting Date	2026/10/28	2026/12/9	2027/1/27	2027/3/17	2027/4/28	2027/6/9	2027/7/28	2027/9/15	2027/10/27	2027/12/8
525-550	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.80%	1.10%	1.20%	1.10%	0.90%
500-525	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.60%	6.40%	7.20%	7.50%	7.00%	5.60%
475-500	0.00%	0.00%	0.00%	9.30%	15.70%	21.00%	21.70%	21.90%	20.70%	17.40%
450-475	0.00%	0.00%	14.50%	32.10%	33.70%	33.30%	32.90%	32.80%	31.90%	29.20%
425-450	0.00%	37.20%	42.00%	37.80%	32.20%	26.80%	25.90%	25.50%	26.10%	27.50%
400-425	50.90%	49.60%	35.40%	17.90%	13.70%	10.30%	9.80%	9.60%	10.90%	14.60%
375-400	49.10%	13.30%	8.10%	2.90%	2.10%	1.50%	1.40%	1.40%	2.00%	4.20%
350-375	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.60%

资料来源：芝商所，申万宏源研究（颜色深浅代表概率高低）

图表 8：美债收益率曲线与货币政策的“限制性”



资料来源：CEIC，申万宏源研究

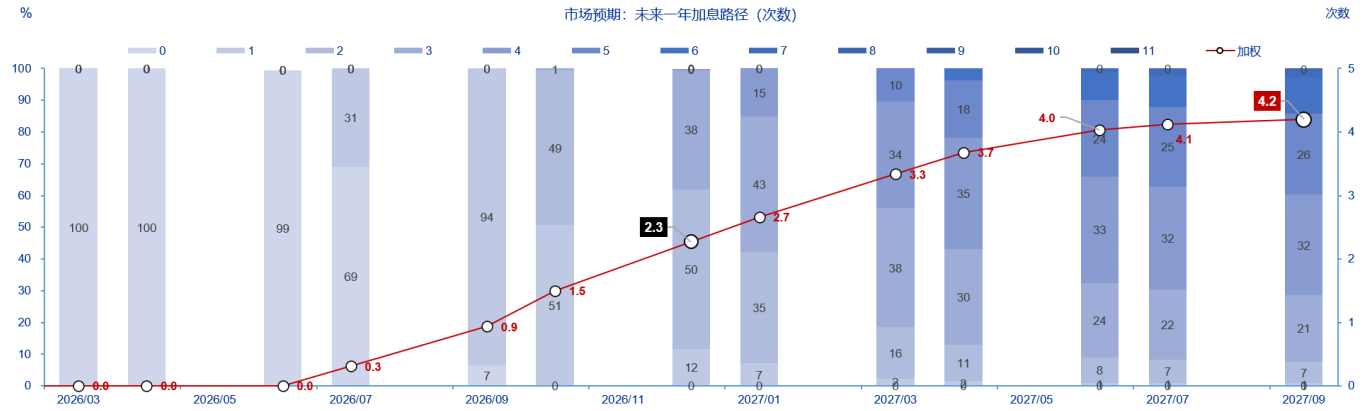
三、当前美国潜在通胀或不具备“方向性逆转”的条件，可关注定价中的“鹰派偏差”

9 月 FOMC 例会后，市场定价年内继续加息约 1 次左右，未来一年累计加息近 3 次，对应 FFR 目标区间升至 450-475bp。当前宏观环境下，已基本满足政策利率回归中性的要求。9 月点阵图中的长期中性利率上行至 3.2%，对应长期实际中性利率 1.2%。假设未来一年内通胀中枢下行至 3%左右，对应的名义中性政策利率或为 4.2%左右，4.5%的政策利率或具有一定限制性。

沃什的“行动准则”内含着两种不同的政策路径：1）如果潜在通胀仅是收敛速度不够快，加息或是补偿式的（回归中性）；2）如果潜在通胀方向性[illegible]加息或更激进。7 月例会纪要与 9 月 SEP 都说明，美联储认同潜在[illegible]向下，只是短期由于高油价和部分临时性因素，导致收敛速度不达预[illegible]式加息是当前的基准假设，且定价已较为充分。

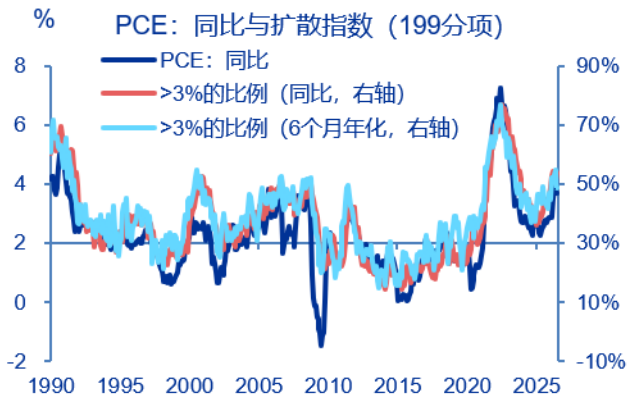
美国潜在通胀“方向性逆转”的风险或主要来自于 AI 资本开支周期和工资反弹。此外，还需警惕中长期通胀与其进一步上行的风险。截止目前，AI 的通胀效应或依然可控，其对 CPI 的（直接）贡献或在 10-20bp，但需关注其对 PCE “金融服务”分项的间接拉动；美国劳动力市场依然处于“低增长平衡”状态，工资持续上行压力尚不显著。中长期通胀预期依然被锚定在 2.3%左右。所以，潜在通胀的方向性逆转是一个中期的“尾部风险”，但目前风险依然可控。

图表 9：利率期货隐含的未来加息路径



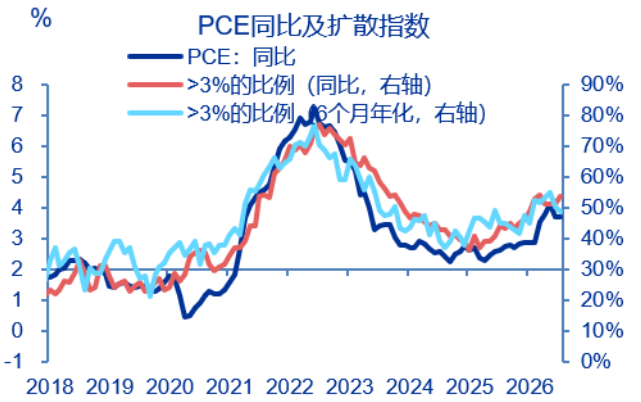
资料来源：CEIC，申万宏源研究（更新到 9 月 17 日例会后）

图表 10：PCE 通胀的扩散（199 个分项）



资料来源：CEIC、申万宏源研究

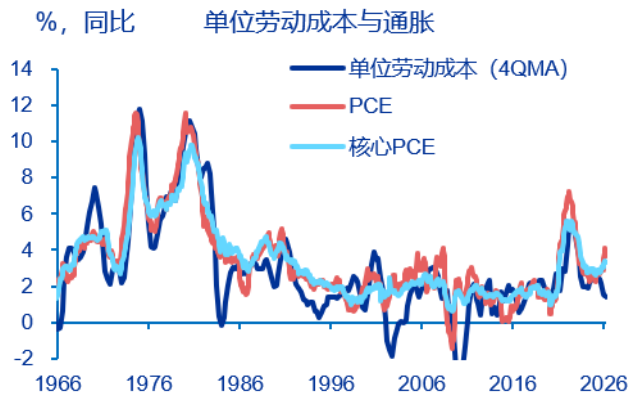
图表 11：PCE 通胀的扩散（2018 年至今）



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 12：工资通胀的压力暂时可控

图表 13：美国中长期通胀预期依然被“锚定”



资料来源：CEIC、申万宏源研究



资料来源：CEIC、申万宏源研究

风险提示

1、原油价格中枢上移超预期。俄乌冲突尚未终结，叠加中东地缘政治的不稳定性，原油价格中枢上移或超预期，进而增加全球经济的滞胀风险。

3、沃什的政策立场“偏鹰”。如果油价中枢长期运行于高位，导致中长期通胀预期上行，沃什的货币政策立场或偏鹰。

2、美国经济放缓超预期。美国劳动力市场仍处于“低增长平衡”状态，私募信贷的风险仍未出清，靠消耗储蓄维持的消费也难以为继。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。