下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

世界经济

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

事件点评

2026 年 10 月 29 日

保持耐心、未完待续

——2026 年 10 月 FOMC 例会点评

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

王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com

当地时间 10 月 28 日，美联储公布 10 月例会决议，要点：1）维持利率不变，但库克、哈马克投下反对票；2）2027 年起 FOMC 例会安排将得到调整，每年 8 次会议总量不变，但议息会议次数减少；3）沃什表示，金融条件收紧符合预期，10 月按兵不动旨在获取更多信息。

● 10 月例会维持利率不变，市场对加息预期小幅降温

10 月 FOMC 例会维持利率不变，但库克、哈马克投下反对票，倾向于加息 25BP。基本面方面，10 月例会声明强调经济强劲，措辞较 9 月更为乐观，但对生产率、投资、通胀判断表述不变；货币政策依据方面，声明由强调加息作用转为等待更多信息，以评估适当政策立场；投票结果方面，此次会议出现两张反对票，显示美联储内部仍有紧缩的诉求，加息进程尚未结束。

美联储“观望”基调下，市场加息预期小幅降温。在北京时间 10 月 29 日 2 点美联储声明公布后，资产价格即时变动不大，但 2 点半记者会开始后，2Y 美债利率、美元指数回落，金价上涨。在记者会中，沃什表示，金融条件收紧符合预期，更多信息将有助于判断合适的政策立场，市场将其解读为偏鸽信号。值得注意的是，10Y 美债利率呈现震荡走势，与 2Y 美债利率走势分化。

● FOMC 会议机制改革是此次最大边际变化

记者会开场白部分，沃什宣布 2027 年起将调整 FOMC 例会安排。每年美联储仍保留 8 次会议，但 2027 年将有 1 次会议聚焦长期政策战略，不投票、不发表政策声明，2028 年将增加至 2 次。换句话说，传统的“议息”会议在 2027 年、2028 年将分别减少至 7 次、6 次。

沃什认为，美国经济强劲，AI 投资扩散，就业稳健，增长强劲不必然推升通胀。沃什指出，三季度经济进一步加速、高科技投资向其他领域扩散、就业表现好。实时预测数据显示，三季度美国经济增速或超过 3%；早在二季度的美国设备投资数据便已显示，AI 投资正在向传统行业进行扩散；就业方面，在劳动力供给较弱背景下，美国失业率、非农新增均维持稳健水平。

金融条件收紧符合预期，美联储可保持耐心。针对“为何此次会议不加息”的问题，沃什提出两点逻辑：一是不依据单个日期或数据点决策；二是通胀补偿、通胀预期正朝正确方向变化；针对“12 月会否加息”的问题，沃什亦明确两点：不支持在正常时期使用前瞻指引，不确认 12 月是否加息、也不代替其他委员更新预测，但沃什没有否认 12 月加息是多数委员“共识”。

● 四季度通胀粘性下，12 月加息概率仍较高

我们维持 12 月美联储加息 25BP 的基准假设。一方面，四季度美国通胀可能进入“磨顶期”，主要因素为基数效应及高油价背景，沃什亦承认近几周能源价格再次上涨；另一方面，除了此次投下反对票的库克、哈马克之外，委员会内部的“等待派”并非鸽派，若通胀数据强劲、就业平稳、市场定价大概率加息，12 月美联储加息落地或仍是基准假设。

当前，美联储紧缩仍处于“上半场”，即“补偿式”加息。当前通胀的问题在于潜在通胀收敛速度不够快，加息因此为“补偿式”的，目标是将利率水平回归中性，具备跟随式和相机抉择的特征；下半场“真正”的紧缩是否开启，取决于未来潜在通胀“逆转”的风险，如 AI 资本开支、工资等。在中长期通胀锚定的情况下，美联储“下半场”加息是一个中期的“尾部风险”。

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

当地时间 10 月 28 日，美联储公布 10 月例会决议，要点：1）维持利率不变，但库克、哈马克投下反对票；2）2027 年起 FOMC 例会安排将得到调整，每年 8 次会议总量不变，但议息会议次数减少；3）沃什表示，金融条件收紧符合预期，10 月按兵不动旨在获取更多信息，需关注 12 月例会前公布的一系列经济数据。

一、10 月例会维持利率不变，市场对加息预期小幅降温

10 月 FOMC 例会维持利率不变，但库克、哈马克投下反对票，倾向于加息 25BP。基本面方面，10 月例会声明强调经济强劲，措辞较 9 月更为乐观，但对生产率、投资、通胀判断表述不变；货币政策依据方面，声明由强调加息作用转为等待更多信息，以评估适当政策立场；投票结果方面，此次会议出现两张反对票，其中库克的反对票可能受到诉讼因素影响，但这仍显示美联储内部仍有紧缩的诉求，加息进程尚未结束。

图表 1：10 月 FOMC 例会声明与 9 月的比较

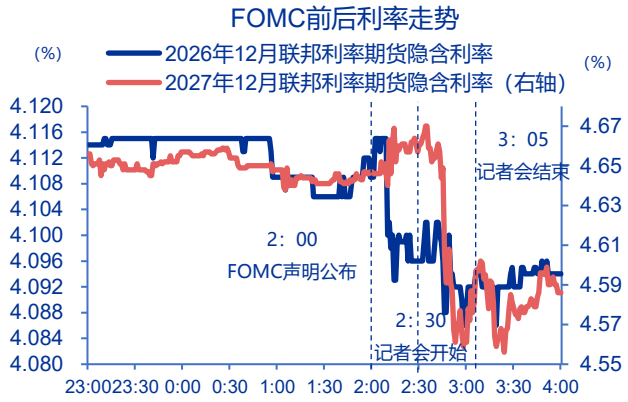
内容	9月16日声明	10月28日声明	差异及政策含义
利率决策	为支持美联储实现双重使命，委员会决定将联邦基金利率目标区间上调¼个百分点，至3.75%—4.00%。	为支持美联储实现双重使命，委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在3.75%—4.00%。	9月加息25个基点，10月暂停加息；支持“双重使命”的措辞不变。
准备金政策	委员会继续执行在银行体系中维持充裕准备金的政策。	措辞完全不变。	延续充裕准备金政策。
经济增长	经济活动正以稳健的步伐扩张。尽管不确定性仍然较高，部分原因在于地缘政治形势的发展，但国内支出一直保持韧性。	经济活动正以强劲的步伐扩张。尽管不确定性仍然较高，部分原因在于地缘政治形势的发展，但国内支出一直保持韧性。	增长评价由“稳健”上调至“强劲”，暂停加息并未伴随增长转弱的判断，较强增长为维持较高利率提供空间。
生产率、投资与就业	生产率增长强劲，资本投资旺盛。就业增长与劳动力规模增长保持同步，失业率变化不大。	措辞完全不变。	继续肯定生产率和投资表现，劳动力市场总体稳定。
通胀判断与价格稳定承诺	通胀仍处于高位。……委员会将实现价格稳定。	措辞完全不变。	未确认通胀取得新的改善，抗通胀承诺得到保留。
通胀回归目标与政策依据	今天的政策行动将支持通胀更及时地回归委员会2%的目标。	更多信息的积累将帮助委员会确定适当的政策立场，以确保通胀及时回归委员会2%的目标。	强调当次加息的作用，转向等待更多信息、评估适当政策立场。回归目标的表述由“更及时”变为“及时”。
表决结果与反对意见	联邦公开市场委员会以12票赞成、0票反对，批准发布声明。无反对意见段落。	联邦公开市场委员会以10票赞成、2票反对，批准发布声明。反对本次货币政策行动的是库克和哈马克，她们倾向于在本次会议上将联邦基金利率目标区间上调¼个百分点。	由全票通过转为两人反对，主张加息25个基点，说明内部仍有进一步收紧的诉求。

资料来源：美联储，申万宏源研究

美联储“观望”基调下，市场加息预期小幅降温。在北京时间 10 月 29 日 2 点美联储声明公布后，资产价格变动不大。但在 2 点半记者会开始后，2Y 美债利率、美元指数回落，金价上涨。在记者会中，沃什重申，更多信息将有助于判断合适的政策立场，表明金融条件收紧符合预期。市场将其解读为偏鸽信号。但是，10Y 美债利率呈现震荡走势，与 2Y 美债利率走势分化，可能受前瞻指引缺席影响。

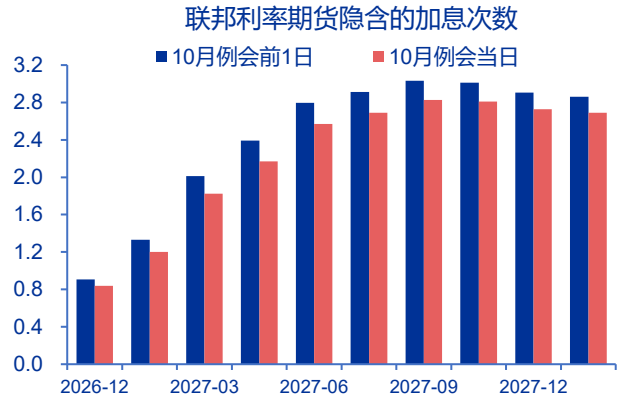
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 2：加息预期小幅回调



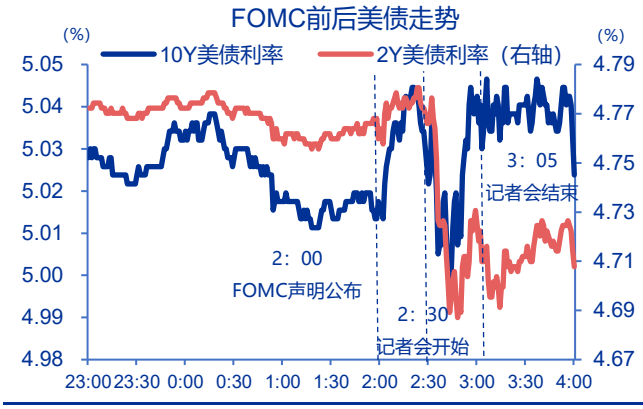
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 3：加息次数预期下降



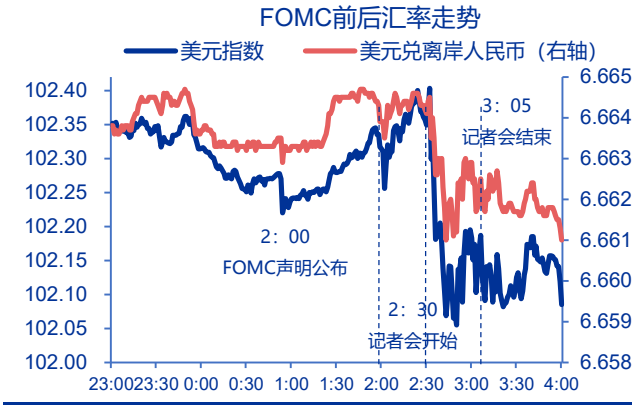
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 4：2Y 美债利率显著走弱



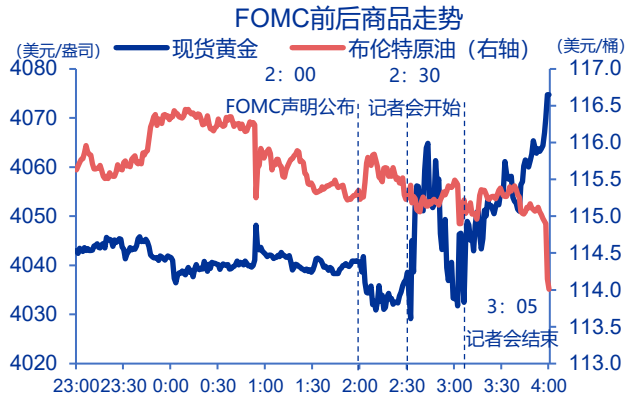
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 5：美元指数走弱



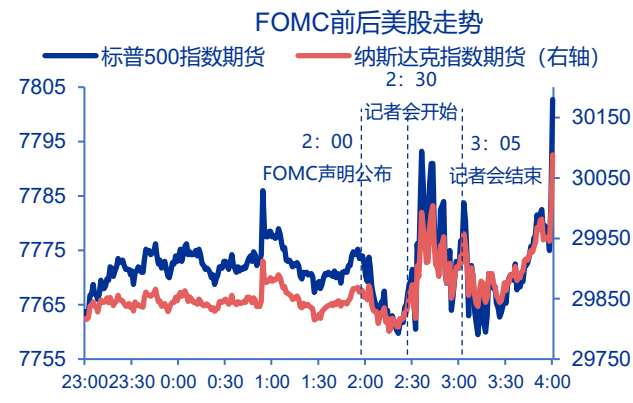
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 6：金价上涨



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 7：美股先跌后涨



资料来源：彭博、申万宏源研究

二、FOMC 会议机制改革是此次最大边际变化

记者会开场白部分，沃什宣布 2027 年起将调整 FOMC 例会安排。每年美联储仍保留 8 次会议，但 2027 年将有 1 次会议聚焦长期政策战略，不投票、不发表政策声明，2028 年将增加至 2 次。换句话说，传统的“议息”会议在 2027 年、2028 年将分别减少至 7 次、6 次。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 8：美联储 10 月例会记者会开场白重点

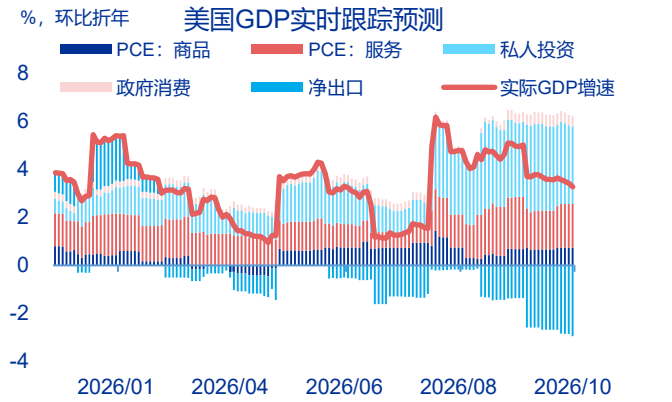
主题	主要表述
利率与政策取向	联邦基金利率目标区间维持在3.75%—4%。更多信息将帮助委员会判断确保通胀及时回到2%的适当政策立场；委员们已表明必要时行动的准备，也已采取行动。
经济增长	经济强劲扩张。上半年GDP增速由1.8%上修至2.4%，第三季度似乎进一步加速，消费支出增速可能超过3%，企业投资可能以两位数速度增长。资本开支占GDP的比重处于历史高位，高科技投资引领，其他类别也出现扩散。
就业状况	就业增长与劳动力规模增长保持同步，失业率变化不大且低于一年前；新增就业增长速度明显高于去年，失业保险申请人数四周移动平均值处于数十年来低位。就业一侧表现较好。
通胀与风险	通胀持续近六年高于目标，本次会议主要聚焦价格稳定。近期能源及相关价格再次上涨，美联储需防止局部相对价格变化扩散为全经济范围的通胀，并维持预期稳定。委员会同时讨论了地缘政治、技术变化、市场波动及资产相关性的变化。
金融条件	9月政策行动后，部分企业和家庭面对的金融、信贷条件收紧，资本配置更趋审慎，基本符合预期。金融条件有所收紧，但尚不能称为紧张；这些变化有助于更持久的增长和价格稳定。
会议安排	每年仍保留八次会议。2027年秋季起调整安排：2027年一次战略会议，2028年预计两次战略会议，其余为政策决策会议。战略会议预计不作利率投票、不发布政策声明，以留出时间讨论重大、长期政策问题。

资料来源：美联储，申万宏源研究

沃什认为，美国经济强劲，AI 投资扩散，就业稳健，增长强劲不必然推升通胀。沃什在开场白中对声明进行补充：三季度经济进一步加速、高科技投资向其他领域扩散、就业表现好。实时预测数据显示，三季度美国经济增速或超过 3%；早在二季度的美国设备投资数据便已显示，AI 投资正在向传统行业进行扩散；就业方面，在劳动力供给较弱背景下，美国失业率、非农新增均维持稳健水平，失业金申领等高频指标保持稳定。政策含义方面，沃什在问答环节强调在生产率改善背景下，增长更快不必然推升通胀，意图打消市场对经济强劲等同加息概率提升的担忧。

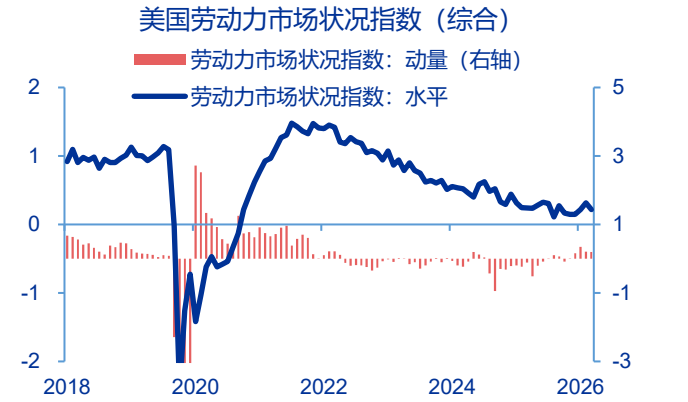
金融条件收紧符合预期，美联储可保持耐心。针对“为何此次会议不加息”的问题，沃什提出两点逻辑：一是实现价格稳定不能只围绕单一数据点做决定，显示在 9 月加息已开始见效的情况下，需观察更多经济数据，才能确定合适政策立场；二是通胀补偿正朝正确方向变化，通胀预期也在改善。针对“12 月会否加息”的问题，沃什亦明确两点：不支持在正常时期使用前瞻指引（危机时期例外），不确认 12 月是否加息、也不代替其他委员更新利率预测。沃什没有否认 12 月加息是多数委员“共识”，但也没有给出前瞻指引，符合其一贯风格。

图表 9：三季度美国经济增速或超过 3%



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 10：美国就业市场维持稳定



资料来源：CEIC、申万宏源研究

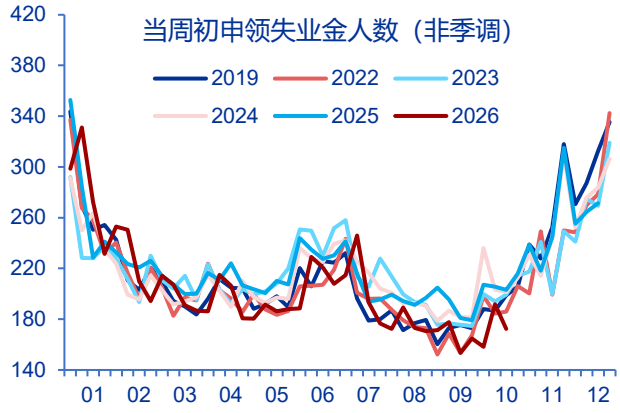
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 11：二季度设备投资已经出现 AI 扩散的迹象



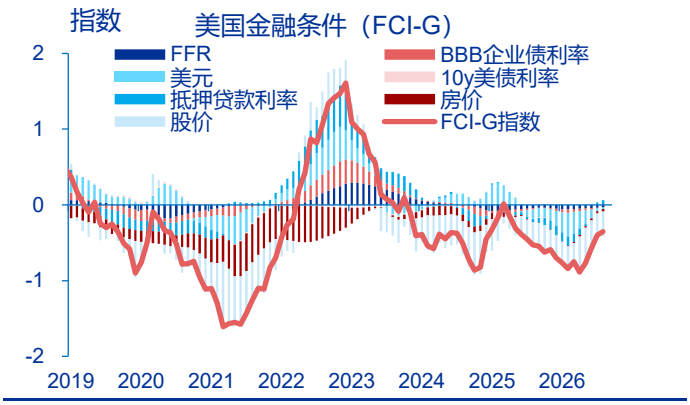
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 12：失业金高频指标保持稳定



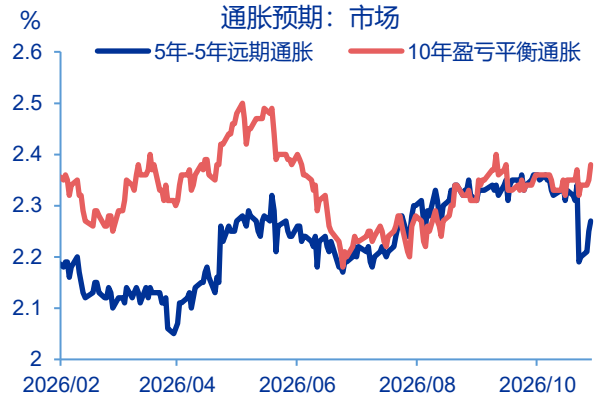
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 13：金融条件有所收紧，但仍算不上紧张



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 14：5 年-5 年远期通胀回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 15：美联储 10 月例会记者会问答环节重点

问题	回答要点
1 为什么在通胀仍偏高的情况下选择等待更多信息再决定利率路径?	**9月加息已开始发挥作用，但尚不能确定当前利率足够。**通胀补偿和预期出现积极变化，价格稳定仍未实现。委员会等待更多信息评估政策，不依据单个日期或数据点决策。**沃什未承诺12月加息**，不在正常时期提供前瞻指引，也不代委员更新预测；危机时期除外。
2 美联储如何在暂停加息的同时维持2%通胀目标的可信度?	**目标仍是PCE通胀2%，不存在软性或隐含目标。**当前实现价格稳定是履行双重使命的重点，持续高通胀尤其伤害较贫困人群。油价上涨可推高短期预期，但较长期的**大多数、并非所有指标**仍显示公众相信美联储能够实现价格稳定。
3 油价变化会如何影响美联储对通胀的判断?	此前油价与市场利率多同向上涨；近期油价及裂解价差仍高，**市场利率却转而下降。**若油价回落，美联储会评估其对双重使命、市场与政策的影响；目前原油期货仍在上涨。**未量化油价回落对通胀的影响速度或幅度。**
4 AI投资热潮会如何影响货币政策的传导?	**AI投资仍受利率影响。**9月以来投资选择更审慎、部分信用利差扩大，金融条件有所收紧，市场反应总体符合预期。资本开支也向更多领域扩展。**多数委员不认为经济过热**，生产率改善意味着增长更快不必然推升通胀。政策主要通过金融条件传导，无须以制造失业为目标；**未量化需求的通胀贡献或额外加息幅度**，亦未直接回答外部融资依赖是否增强利率敏感性。
5 美联储如何确保货币政策决策的独立性?	**委员独立判断，讲话并非主席统一下达。**沃什本人不提交点阵图预测，其他18人提交。**政治与选举未影响本次决定**，会中没有相关讨论；他不回应总统对委员动机的批评，认为充分讨论后作出了适当决定。
6 新设战略会议将采取怎样的运作机制?	2027年一次、2028年预计两次战略会议，**预计不作政策决定、不发布政策声明。**会议将形成何种成果、如何披露尚未确定，细节明确后再公布。
7 五个工作组的研究将如何影响后续政策?	**年底为报告期限，预计仅部分工作组按时完成**；研究涵盖生产率、就业、通胀框架、数据及资产负债表，成果更可能影响下一政策阶段。**11月16日举行生产率与就业听证会**，讨论技术对近中长期经济、就业和双重使命的影响；沃什计划出席，预计三至四小时，大部分公开。
8 美联储将如何推进后续资产负债表政策调整?	资产负债表仍由工作组研究，建议**可能于2027年一季度初提交，时间不确定。**任何调整须先评估建议，**不太可能显著影响当前政策阶段。**沃什关注亚洲技术投入品供应地，但未提出避免扰动外国官方国债持有人或海外美元融资市场的具体方案。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

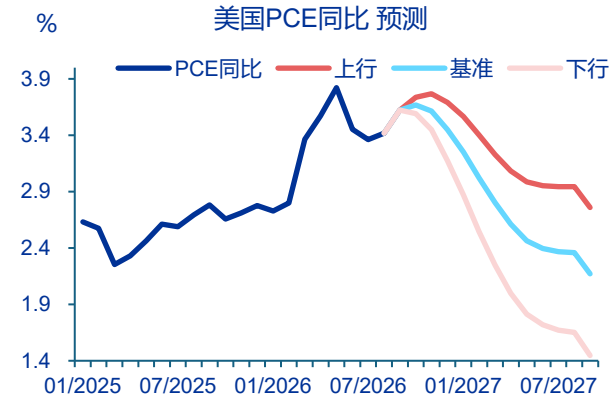
资料来源：美联储，申万宏源研究

三、四季度通胀粘性下，12 月加息概率仍较高

我们维持 12 月美联储加息 25BP 的基准假设。一方面，四季度美国通胀可能进入“磨顶期”，主要因素为基数效应及高油价背景。通胀因素来看，关税对美国通胀推升效应持续消退，AI 对美国通胀推升效应幅度有限，油价仍是短期核心矛盾，沃什亦承认近几周能源价格再次上涨；另一方面，除了此次投下反对票的库克、哈马克之外，委员会内部的“等待派”并非鸽派，若通胀数据强劲、就业平稳、市场定价大概率加息，12 月美联储加息落地或仍是基准假设。

当前，美联储紧缩仍处于“上半场”，即“补偿式”加息。当前通胀的问题在于潜在通胀收敛速度不够快，加息因此为“补偿式”的，目标是将利率水平回归中性，具备跟随式和相机抉择的特征；下半场“真正”的紧缩是否开启，取决于未来美国潜在通胀“逆转”的风险，如 AI 资本开支、工资反弹等。在当前中长期通胀锚定的情况下，美联储“下半场”加息是一个中期的“尾部风险”。

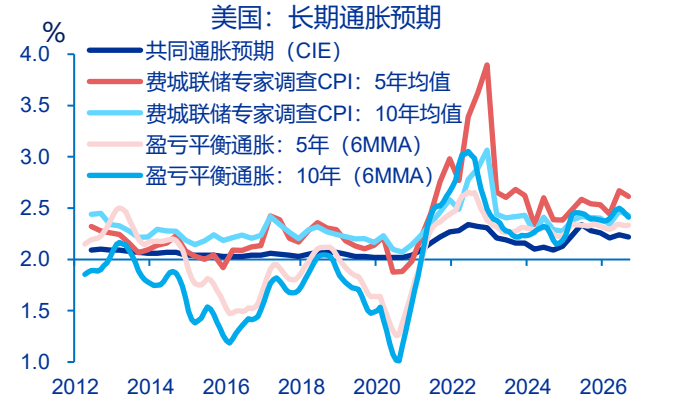
图表 16：美国 PCE 通胀预测



资料来源：CEIC、申万宏源研究

注：基准风险情景：期间布伦特油价小幅回落至 90-100 美元/桶，AI 对 PCE 通胀推升幅度为 0.0-0.3 个百分点，就业市场维持平衡；上行风险情景：期间布伦特油价偏高，维持在 110-120 美元/桶，AI 对 PCE 通胀推升幅度为 0.3-0.6 个百分点，就业市场逐步转紧；下行风险情景：期间布伦特油价偏低，回落至 70-80 美元/桶，AI 对 PCE 通胀推升幅度为-0.3-0.0 个百分点，就业市场逐步走冷。

图表 17：美国长期通胀预期维持锚定



资料来源：CEIC、申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18：市场对美联储加息进程预测（BP，10 月 29 日）

FOMC例会	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/12/9	0.00%	21.60%	**78.40%**	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
2027/1/27	0.00%	7.20%	40.60%	**52.20%**	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	4.50%	28.30%	**47.90%**	19.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/4/28	0.00%	3.10%	20.90%	**41.80%**	28.20%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/6/9	0.00%	1.50%	11.40%	30.60%	**35.50%**	17.90%	3.20%	0.00%	0.00%
2027/7/28	0.00%	1.30%	10.00%	28.00%	**34.80%**	20.20%	5.20%	0.40%	0.00%
2027/9/15	0.00%	1.10%	8.90%	25.60%	**33.90%**	22.20%	7.20%	1.10%	0.10%
2027/10/27	0.00%	0.90%	7.20%	22.00%	**32.10%**	24.70%	10.40%	2.40%	0.30%
2027/12/8	0.30%	3.00%	12.20%	25.40%	**29.60%**	19.90%	7.70%	1.70%	0.20%

资料来源：芝商所（CME），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。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster