

美联储加息和缩表对国内股市的影响

宏观与股指研究系列专题（一）

2022-11-2

◎ 投资要点：

宏观策略组

研究员：

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

研究员：

明道雨

从业资格证号：F03092124

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

联系人：

顾森：

从业资格证号：F3082395

电话：021-68757223

邮箱：gus@qh168.com.cn

相关研究报告

◆**美联储加大紧缩力度：**今年以来随着美国通胀持续上升，特别是俄乌冲突爆发之后，能源和粮食价格大幅上涨进一步推升了美国的通胀水平。因此美联储紧缩力度随着通胀的逐步上升而逐步加大，在3月加息25BP、5月加息50BP、6月加息75BP、7月加息75BP、9月加息75BP、11月加息75BP；同时也于今年6月开始缩表操作。

◆**美联储货币紧缩对国内股市的影响：**美联储加息和缩表不仅会影响美股，同时也会影响国内股市。一般来看，美联储主要通过三个方面来影响国内股市。美国经济、美债和美元。

从经济方面来看，一般在美联储温和加息期间，前期对美国经济影响不大；中后期美国经济放缓或衰退，美国需求下降，导致中国出口下降，中国企业利润下滑，中长期影响国内股市。在美联储快速大幅加息期间，美国经济快速放缓、进而陷入衰退，美国需求快速下降，中国出口也快速下降，中国企业利润下滑，很快便会影响到国内股市。从美债方面来看，在美联储温和加息期间，美债收益率缓慢上升，但是对美股影响不大；中后期美国经济放缓或衰退，美国股市才大幅下跌。对于国内股市，前期对国内股市影响不大，中后期国内股市跟随美股下跌。在美联储快速大幅加息期间，美债收益率快速上升，打压股市估值，美股短期快速且大幅下跌，影响国内股市风险偏好，国内股市跟随下跌。从美元方面来看，一般在美联储加息中后期，美元持续走强导致人民币贬值，国内资金外流。一方面，汇率加快贬值，打压股市风险偏好；另一方面，外资撤出股市也会打压股市。

◆**结论：**首先，并不是美联储加息，股市便会下跌。一般在加息前中期，对经济有一定的影响，但是影响不大，实际收益率变化不大，美股仍然会继续上涨。只有在加息中后期或者美联储快速大幅加息，加息后果显现，美国经济大幅放缓，甚至出现衰退，美股才会大幅下跌。其次，中美股市走势基本一致，但是拐点并不同步。中美经济基本面、货币政策、地缘政治、贸易战等对中美双方的影响不同，导致中美股市拐点并不同步，且涨跌幅也大不相同。第三，只有中美经济同步复苏或者同步放缓时，中美股市走势才一致且较为同步。

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

目前国内股市估值偏低，隐含风险溢价率较高，股市投资价值较高，股市有较强的估值支撑。但是经济上，国内经济处于复苏初期，预期与现实的验证阶段，A股整体呈震荡走势。四季度或明年，随着美国经济快速放缓或者金融风险累积，美联储加息节奏放缓；而国内货币政策持续宽松、流动性宽裕，稳经济政策陆续出台，如果经济逐步复苏，宽信用传导顺畅，那么A股估值也将随之抬升，股市也将偏强运行。但是当前需要注意海外央行过度紧缩导致欧美国家经济衰退对全球股市的冲击、以及国内经济复苏不及预期的影响，届时或导致A股二次触底，同时也是增配做多股指的机会。

◆**风险因素：**新冠疫情持续失控、美联储超预期加息、地缘政治风险、中美博弈加大

目录

1. 美联储加息与缩表历史	4
1.1. 美联储加息和缩表历史	4
1.2. 美联储加息和缩表周期特征	4
1.3. 美联储货币紧缩与美股和经济之间的关系.....	6
2. 美联储货币紧缩期间中美股市走势比较	7
2.1. 21世纪前10年加息周期中美股市比较.....	7
2.2. 2015年加息周期中美股市比较	8
2.3. 2022年加息周期中美股市比较	9
3. 美联储货币紧缩对国内股市影响逻辑	10
3.1. 美联储货币紧缩导致外需放缓，影响国内出口.....	11
3.2. 美联储货币紧缩，国内资金外流	12
3.3. 美联储货币紧缩，人民币汇率贬值对股市造成冲击.....	12
4. 美联储货币紧缩对国内股市影响小结及股市未来走势判断	13
4.1. 加息对股市影响总结	13
4.2. 未来股指走势判断	13

图表目录

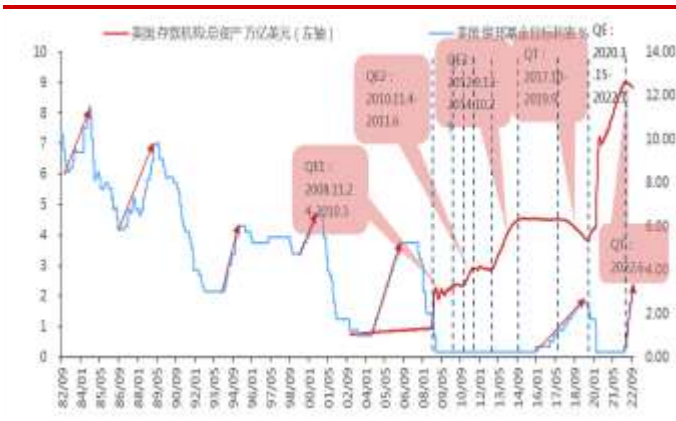
图 1 美联储历史加息和缩表周期	4
图 2 1976 年以来美联储九轮加息周期情况.....	4
图 3 美国朱格拉中周期与美联储加息周期	5
图 4 美国私人设备投资增速与 GDP 增速.....	5
图 5 美国朱格拉中周期与、库存周期与加息周期	5
图 6 九轮加息周期美联储加息次数	6
图 7 美联储历次货币紧缩与股市及经济之间的关系	7
图 8 2004-2006 年加息周期中美股市比较	8
图 9 2004-2006 年加息周期中美基本面比较	8
图 10 美国经济基本面强劲	8
图 11 美国金融风险持续累积	8
图 12 2015-2019 年加息缩表周期中美股市比较	9
图 13 2015-2019 年加息周期中美基本面比较	9
图 14 美国经济、就业逐步向好	9
图 15 中国居民杠杆风险与美股泡沫风险	9
图 16 2022 年加息缩表周期中美股市比较	10
图 17 2022 年加息缩表周期中美基本面比较	10
图 18 美国经济强劲、通胀飙升、失业下降	10
图 19 中美金融风险均较低	10
图 20 美联储货币紧缩对国内股市影响逻辑图	11
图 21 美联储货币紧缩导致外需放缓，影响国内出口	11
图 22 美联储货币紧缩，国内资金外流	12
图 23 人民币汇率贬值对股市造成冲击	13

1. 美联储加息与缩表历史

1.1. 美联储加息和缩表历史

1976 年以来，美联储共经历了 9 轮较为明显的加息或利率上升周期，分别是 1977 年 5 月-1980 年 4 月、1980 年 8 月-1981 年 6 月、1983 年 3 月-1984 年 8 月、1987 年 1 月-1989 年 5 月、1994 年 2 月-1995 年 2 月、1999 年 6 月-2000 年 5 月、2004 年 6 月-2006 年 6 月、2015 年 12 月-2018 年 12 月、2022 年 3 月-2023 年。1983 年以前美联储货币政策操作主要以数量工具为主，因此 1977-1980 年和 1980-1981 年两轮利率上升主要通过调控货币供应量、收紧信贷等手段来实现，但其最终的效果与加息类似。1983 年以后数量型与价格型相结合。历史上，美联储仅有两次缩表操作。第一次为 2017 年 9 月-2019 年 9 月；第二次为 2022 年 6 月-

图 1 美联储历史加息和缩表周期



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 2 1976 年以来美联储九轮加息周期情况

	加息时间区间	联邦基金目标利率变动区间 (%)	累计加息幅度 (BP)	加息时长 (月)
第一轮	1977.5-1980.4	9.0-17.5	--	--
第二轮	1980.8-1981.6	10.0-19.1	--	--
第三轮	1983.3-1984.8	8.5-11.5	300	18
第四轮	1987.1-1989.5	5.875-9.8125	406.25	29
第五轮	1994.2-1995.2	3.0-6.0	300	13
第六轮	1999.6-2000.5	4.75-6.5	175	12
第七轮	2004.6-2006.6	1.0-5.25	425	25
第八轮	2015.12-2018.12	0.25-2.5	225	37
第九轮	2022.3-2023	0.25-4.57	425.7	12.7

资料来源：Wind；东海期货研究所整理

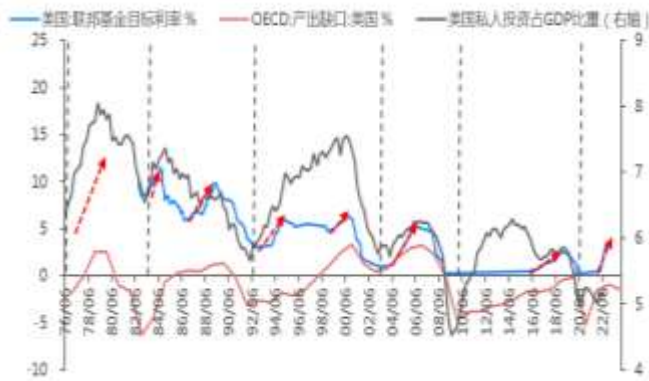
1.2. 美联储加息和缩表周期特征

特征（一）：加息周期内嵌于朱格拉中周期，每轮中周期包含 1-2 个加息周期

美联储加息周期与朱格拉中周期的运行密切相关。如 1976 年-2019 年间，美国一共经历了 5 个完整的朱格拉中周期，其中每一轮中周期均内嵌了 1-2 个加息周期。进一步分阶段看，2000 年之前的 3 个中周期一般均包含 2 个加息周期，2000 年之后的中周期均只涵盖 1 个加息周期。

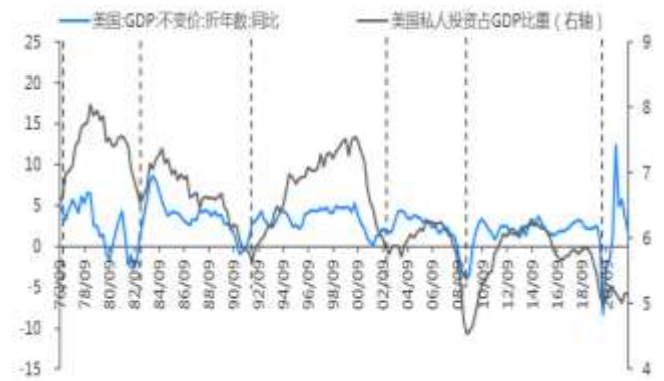
美联储货币政策与经济基本面密切相关，而朱格拉周期是主导美国经济增长的重要力量。反映朱格拉周期运行特点的私人设备投资，本身是美国 GDP 的一部分，占 GDP 的比重在 4%-8% 之间波动，会对美国经济增长产生一定影响；而且从实际情况来看，美国 GDP 增速与私人设备投资增速走势大体一致。因此，一般可将中周期作为美联储货币政策周期的划分依据之一。

图 3 美国朱格拉中周期与美联储加息周期



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 4 美国私人设备投资增速与 GDP 增速

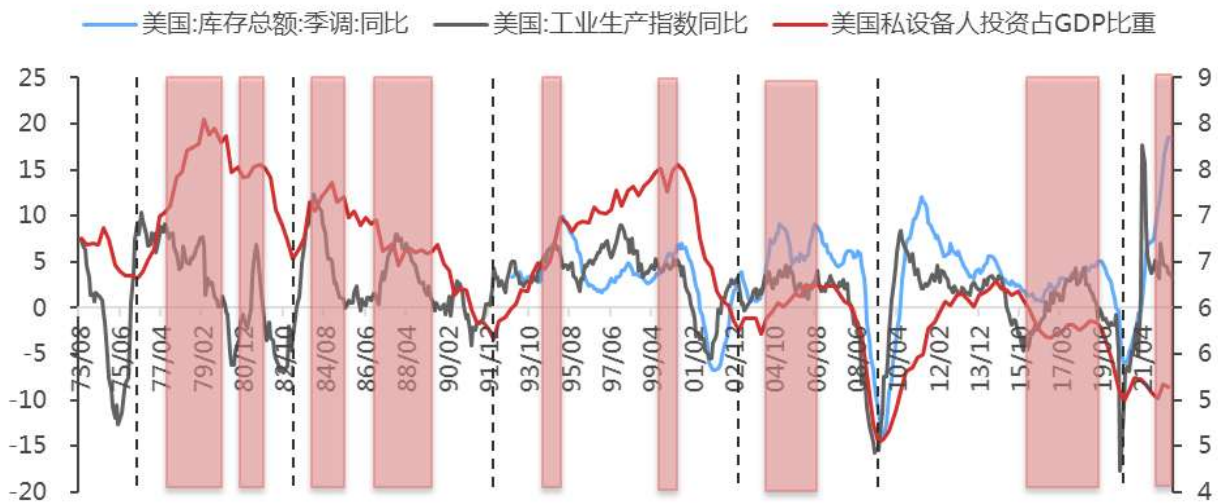


资料来源：Wind；东海期货研究所整理

特征（二）：加息周期往往处于库存周期的上升阶段

从实际统计结果来看，1 个中周期约包含 3 个库存周期。从持续时间更短的库存周期看，美联储每一轮加息周期往往都处在或始于库存周期的上升阶段。1994-1995 年、1999-2000 年、2015-2018 年三轮加息均处在整个库存上升期；1980-1981 年、1983-1984 年、1987 年-1989 年、2004 年-2006 年、2022 年五轮加息则均启动于库存上升期。

图 5 美国朱格拉中周期与、库存周期与加息周期



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

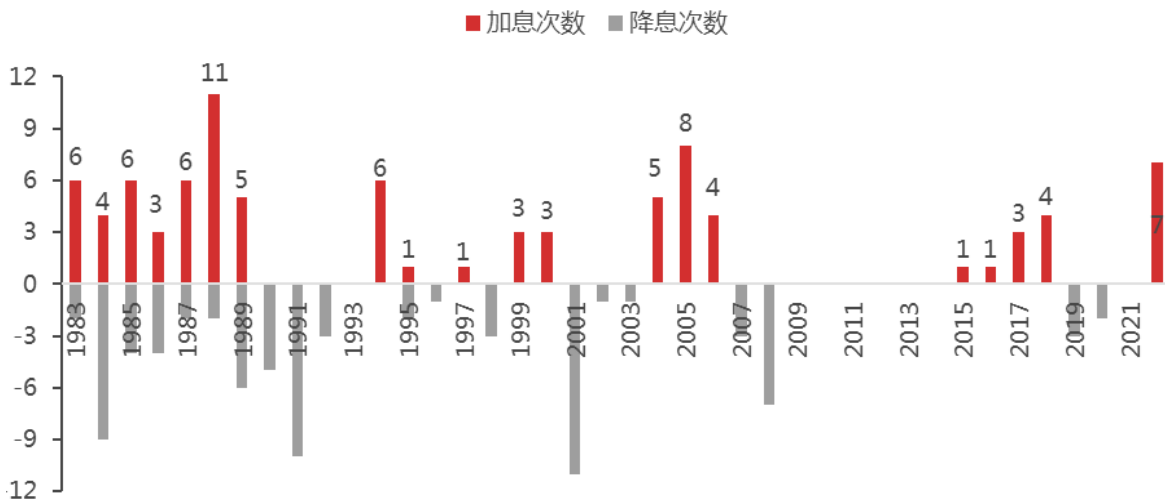
特征三：加息周期内一年加息 3 次及以上较为常见

美联储的加息节奏与美国经济、通胀、就业市场以及金融环境息息相关。1983 年以来的美联储加息周期中，每一轮都有一年加息 3 次及以上的情况。其中，1983 年、1987-1989 年、1999-2000 年、2004-2006 年的加息周期内，美联储每年都加息了 3 次及以上，加息节奏偏快、力度均较大；1994-1995 年的加息周期内，美联储首年加息次数高

达6次，但次年仅加息1次，主要源于该轮加息周期偏短且首年加息过于激进；2015-2018年的加息周期较为例外，加息初期速度偏慢，2015-2016年每年均只加息1次，2017-2018年才明显提速，分别每年加息3次和4次。

2022年由于美国发生历史性通胀，美联储为遏制通胀，不得不快速且大幅加息，2022年加息7次，2023年预期再次加息1次；同时，美联储也于今年6月开启了缩表操作，6-8月每月缩表475亿美元，9月之后每月缩表950亿美元。

图6 九轮加息周期美联储加息次数

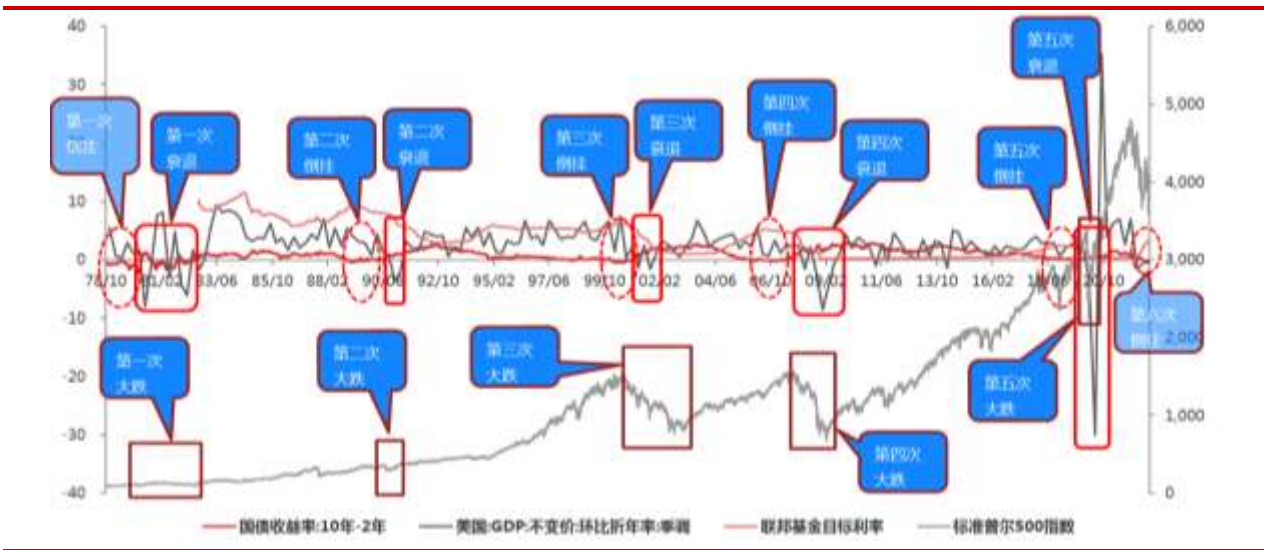


资料来源：Wind；东海期货研究所整理

1.3. 美联储货币紧缩与美股和经济之间的关系

不同加息周期的差异主要与经济、通胀、就业和金融稳定四大因素相关。历次美联储大幅加息均导致美国国债收益率倒挂，继而导致美股大跌，美国经济出现衰退，美联储货币政策发生转变。从历史数据统计来看，美联储大幅加息一般会导致美国国债收益率曲线倒挂，美国利率曲线倒挂平均领先货币政策拐点4.3个月；平均来看在利率曲线倒挂4.3个月之后美联储就会停止加息。美国利率曲线倒挂平均领先美股拐点7个月：比如美国收益率曲线在2000年和2007年股灾前均出现倒挂。平均看收益率曲线倒挂7个月，美股拐点出现。但是这次因为俄乌冲突导致美国通胀在3月超预期快速上行，美股下跌领先于利率曲线的倒挂。

图 7 美联储历次货币紧缩与股市及经济之间的关系



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

2. 美联储货币紧缩期间中美股市走势比较

美联储货币政策紧缩一般会导致美股下跌，一方面美股下跌会影响全球风险偏好，对国内股市会产生一定的影响；另一方面，美联储货币紧缩会导致美国经济放缓或者衰退，对中国经济也会产生影响，进而也会影响国内股市。由于国内股市数据的可得性，这里仅比较自 21 世纪以来，美联储货币紧缩周期内中美股市的比较。

2.1. 21 世纪前 10 年加息周期中美股市比较

21 世纪初，美国经济、金融市场一片繁荣且逐步走向过热，但通胀水平总温和，本轮中周期内美联储仅启动一轮加息周期。2004 年美国核心 PCE 增速逐渐向 2% 的目标水平靠近，加上产出缺口在 0 以上持续抬升，美国股市和楼市均大幅上涨（2001-2004 年期间美国实际房价指数上涨约 50%），经济出现明显的过热迹象，因此美联储于当年 6 月份果断启动加息。2004-2006 年间，美联储累计加息 17 次，累计加息幅度达 425BP。与此同时，美国过度金融自由化下居民、企业杠杆率大幅抬升，金融风险大量集聚。本轮加息之后，次贷危机最终爆发，美国股市和楼市泡沫均破灭，标普 500 指数最大跌幅接近 60%。

在 2004 年 6 月-2006 年 6 月，美联储开启加息周期，在此期间中美股市同步上涨，但是涨势较强。在美联储停止加息后，中国央行虽然通过加息和提高存款准备金的方式收紧流动性；但是中国由于加入 WTO，出口强劲、经济增长强劲，国内股市开启一轮大牛市。直到 2007 年年底美国次贷危机爆发、进而引发全球金融危机和经济衰退，中国出口出现罕见贸易逆差，国内股市才跟随美股下跌，中国牛市也就此结束。

图 8 2004-2006 年加息周期中美股市比较



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 9 2004-2006 年加息周期中美基本面比较



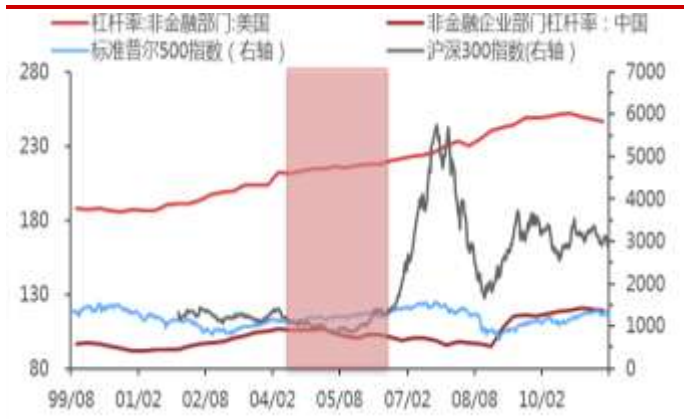
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 10 美国经济基本面强劲



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 11 美国金融风险持续累积



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

2.2. 2015 年加息周期中美股市比较

2015 年，页岩油革命影响逐步降低，美国产出缺口逐步向 0 缩窄，经济缓慢复苏，核心通胀稳定在 2% 上下。美联储便于 2015 年 12 月开启了加息周期，2018 年 1 月，特朗普政府宣布新一轮的减税法案，美国经济增长进一步强劲，失业率持续下降至 3.5% 的低位，核心通胀上升至 2% 上方，美联储加息节奏加快，美股于 10 月大幅下跌，跌幅超过 20%。此外，特朗普政府于 2018 年 3 月掀起了中美贸易战，7 月进一步加剧，进一步加大了美股的波动。10 月之后由于加息过快以及中美贸易战导致的金融风险原因，美联储于 12 月停止加息，同时中美重启贸易谈判，美股再次反弹且步入上涨通道。

A 股方面，在美联储本轮加息和缩表周期，2018 年 3 月中美爆发贸易战之前，中美股市同步上涨，涨幅相近。在此期间，中国实行供给侧改革、货币政策持续宽松，经济逐步复苏、房地产市场一片繁荣，国内股市呈结构性牛市。但是随着 2018 年 3 月中美贸易战爆发，国内出口放缓，汇率持续大幅贬值，国内股市大幅下跌，上证指数一度跌超 30%。直

到12月中美重启贸易谈判，A股才重启开启新一轮的牛市。

图 12 2015-2019 年加息缩表周期中美股市比较



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 13 2015-2019 年加息周期中美基本面比较



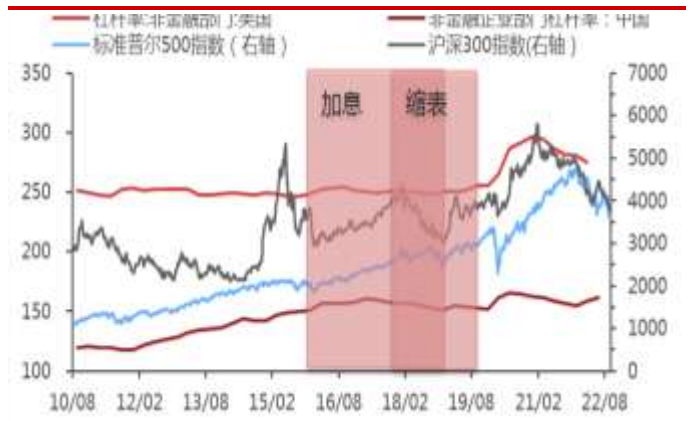
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 14 美国经济、就业逐步向好



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 15 中国居民杠杆风险与美股泡沫风险



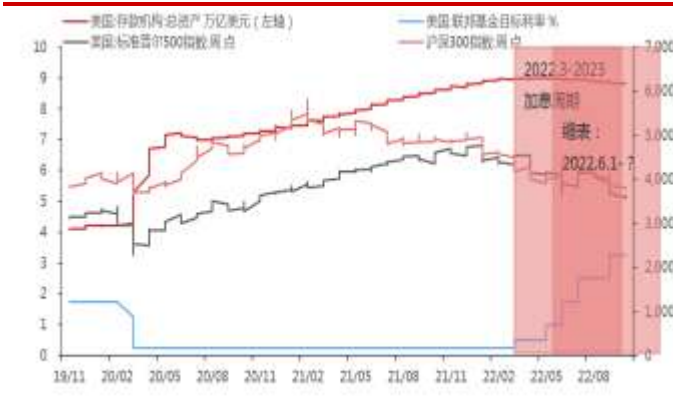
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

2.3. 2022 年加息周期中美股市比较

2020 年全球疫情爆发，全球股市大幅下跌，美股一度跌超 30%。美联储快速降息至 0-0.25%，且开启无限量化宽松。全球经济在欧美央行大规模量化宽松以及救市计划中快速复苏，美国经济快速反弹、需求爆发，失业率持续下降；但是由于生产恢复缓慢导致供需缺口放大，美国通胀持续飙升。此外，2022 年俄乌冲突爆发，欧洲能源危机爆发，进一步加大了通胀压力，美联储不得不通过快速大幅加息以及大规模缩表的方式遏制通胀。美债收益率持续创十几年新高，美国经济快速放缓，美国三大股指跌入熊市，纳指一度跌超 30%。

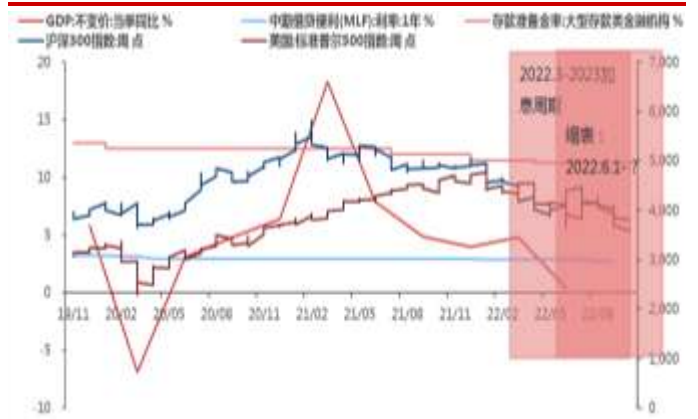
A 股方面，在美联储本轮加息和缩表周期，中美股市同步下跌。一方面，国内阶段性爆发疫情对经济造成较大冲击，2022 年 3 月份中国爆发大规模疫情，经济大幅放缓；另一方面，7 月份国内发生房地产断贷风波，房地产市场持续疲弱、拖累经济。国内股市进一步下跌。此外，由于美元持续走强，人民币持续大幅贬值，资金外流，股市加速下跌，上证指数年内跌近 20%。

图 16 2022 年加息缩表周期中美股市比较



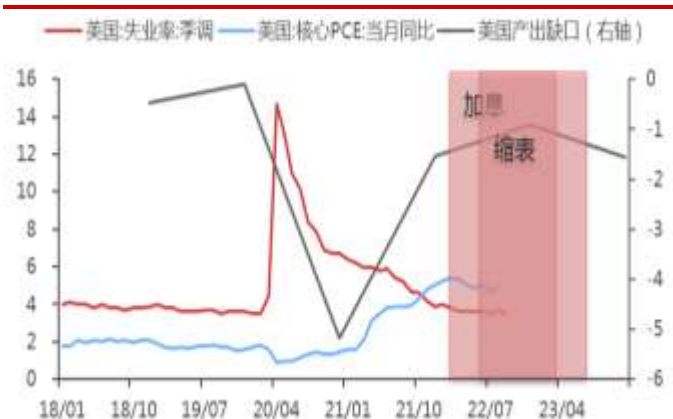
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 17 2022 年加息缩表周期中美基本面比较



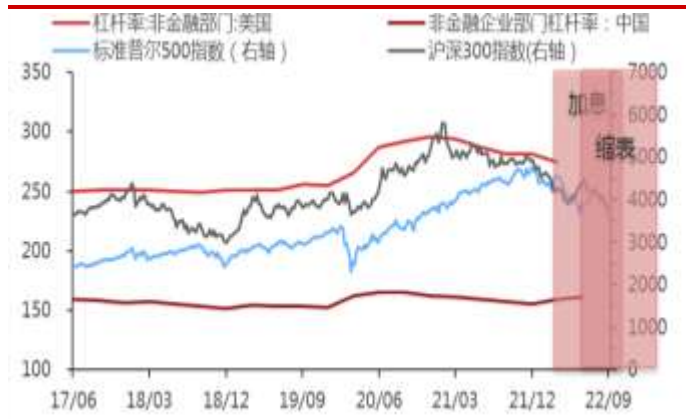
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 18 美国经济强劲、通胀飙升、失业下降



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 19 中美金融风险均较低



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

3. 美联储货币紧缩对国内股市影响逻辑

从分析上快来看，美联储加息和缩表不仅会影响美股，同时也会影响国内股市。一般来看，美联储主要通过三个方面来影响国内股市。美国经济、美债和美元。

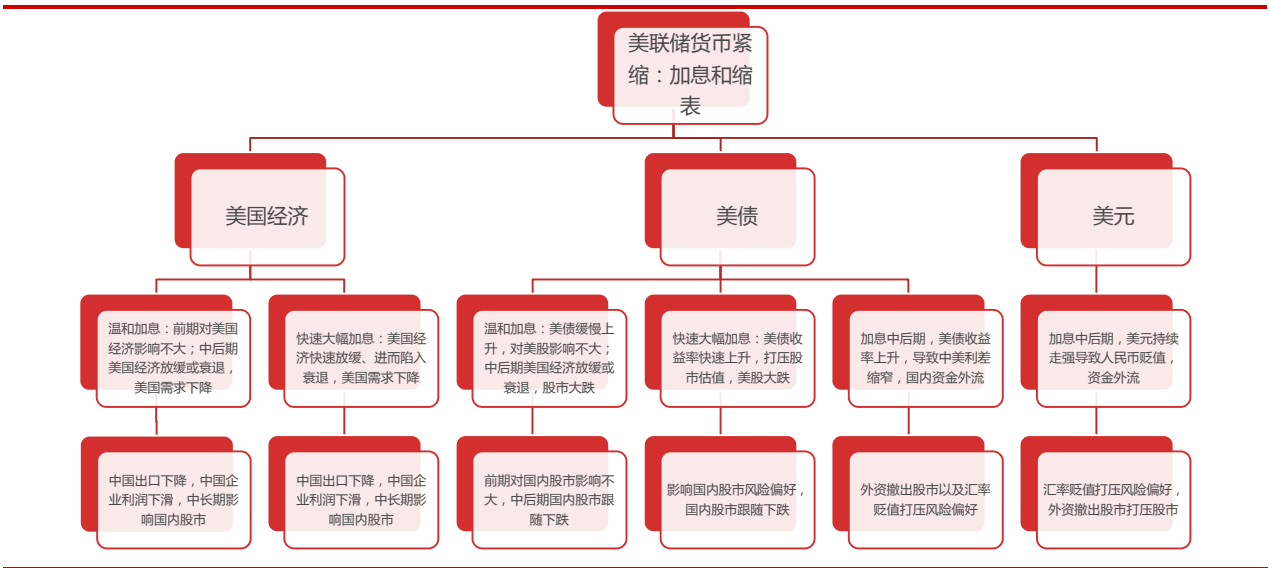
从美国经济方面来看，一般在美联储温和加息期间，前期对美国经济影响不大；中后期美国经济放缓或衰退，美国需求下降，导致中国出口下降，中国企业利润下滑，中长期影响国内股市。在美联储快速大幅加息期间，美国经济快速放缓、进而陷入衰退，美国需求快速下降，中国出口也快速下降，中国企业利润下滑，很快便会影响到国内股市。

从美债方面来看，在美联储温和加息期间，美债收益率缓慢上升，但是对美股影响不大；中后期美国经济放缓或衰退，美国股市才大幅下跌。对于国内股市，前期对国内股市影响不大，中后期国内股市跟随美股下跌。在美联储快速大幅加息期间，美债收益率快速上升，打压股市估值，美股短期快速且大幅下跌，影响国内股市风险偏好，国内股市跟随下跌。此外，一般在加息中后期，美债收益率也会大幅上升，导致中美利差缩窄，国内资金外流，外资撤出股市以及汇率贬值打压风险偏好。

从美元方面来看，一般在美联储加息中后期，美元持续走强导致人民币贬值，国内资

金外流。一方面，汇率加快贬值，打压股市风险偏好；另一方面，外资撤出股市也会打压股市。

图 20 美联储货币紧缩对国内股市影响逻辑图



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

3.1. 美联储货币紧缩导致外需放缓，影响国内出口

在 21 世纪以来的几次加息周期中，美联储货币紧缩经济放缓或者衰退，进而导致外需放缓，影响国内出口。2004 年 6 月美联储开启加息周期，2007 年底美国次贷危机爆发，2008 年爆发金融危机，美国经济衰退，中国出口大幅下降，出现罕见贸易逆差，国内出口企业萧条，国内股市跟随美股大幅下跌。2015 年 12 月美联储开启新一轮加息周期，2018 年结束，叠加中美爆发贸易战，国内出口大幅放缓，国内企业出口利润大幅下滑，国内股市大幅下跌。2022 年 3 月美联储开启快速加息周期，美国经济快速放缓，国内出口增速随之放缓，企业利润下滑，国内股市加速下跌。

图 21 美联储货币紧缩导致外需放缓，影响国内出口



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

3.2. 美联储货币紧缩，国内资金外流

在21世纪以来的几次加息周期中，美联储货币紧缩导致美债收益率上升或者美元走强，美元资产吸引力上升，进而导致国内资金外流，对国内股市造成一定的冲击。2018年，由于美联储加息节奏加快以及启动缩表操作，叠加中美爆发贸易战；而美国有减税政策支撑，中美利差持续收窄，美元持续走强，人民币持续贬值，国内资金外流，国内股市持续下跌，上证指数最高跌幅达30%。2022年，美国经济过热以及通胀持续上升，美联储开启加息周期；而中国爆发大规模疫情、经济大幅放缓，叠加货币宽松，中美利差倒挂，国内资金大幅外流，国内股市加速下跌。

图 22 美联储货币紧缩，国内资金外流

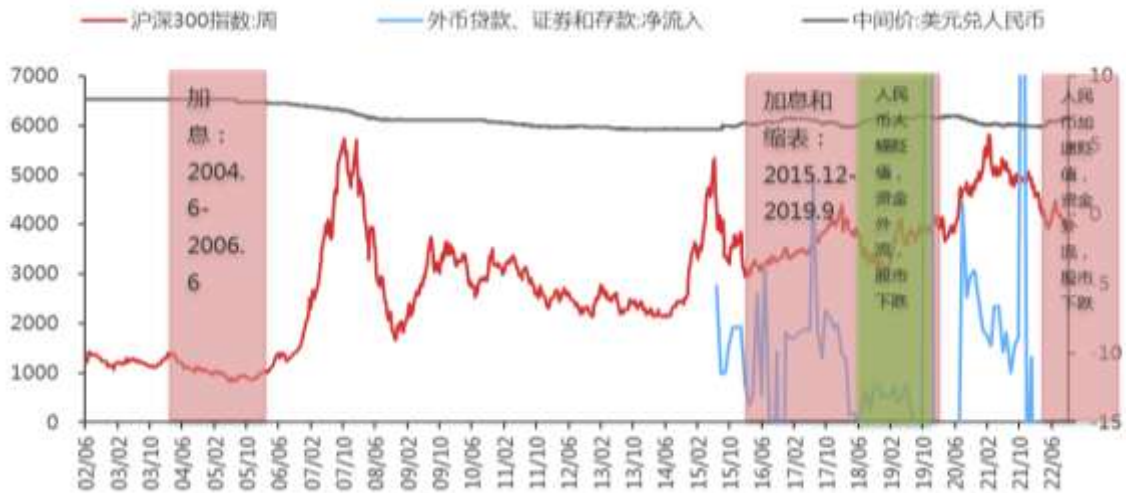


资料来源：Wind；东海期货研究所整理

3.3. 美联储货币紧缩，人民币汇率贬值对股市造成冲击

一般在美联储加息中后期，美元持续上涨，人民币贬值压力加大，一方面会造成国内资金外流；另一方面也会影响国内股市风险偏好。2018年，美联储加息和缩表进入中后期，国内出口放缓；3月，中美爆发贸易战，7月中美贸易战进一步恶化，人民币快速贬值至7，资金加速外流，国内股市加速下跌，直到2018年年底中美重启贸易谈判，汇率贬值才有所缓解，股市也开始止跌回暖。2022年3月美联储开启加息周期，国内爆发大规模疫情，经济大幅放缓，人民币在4-5月大幅贬值，资金外流，股市继续下跌。6月，美联储加速大幅加息，美国经济快速放缓，出口开始回落；美元持续创新高，人民币快速贬值至接近7.4，资金加速外流，国内股市进一步下跌。

图 23 人民币汇率贬值对股市造成冲击



资料来源: Wind; 东海期货研究所整理

4. 美联储货币紧缩对国内股市影响小结及股市未来走势判断

4.1. 加息对股市影响总结

首先,并不是美联储加息,股市便会下跌。比如 2004-2006 年、2015-2018 年加息周期,美股均继续上涨。一般在加息前中期,对经济有一定的影响,但是影响不大,实际收益率变化不大,美股仍然会继续上涨。只有在加息中后期或者美联储快速大幅加息,加息后果显现,美国经济大幅放缓,甚至出现衰退,美股才会大幅下跌。比如 2001 年互联网泡沫破灭、2008 年金融危机、2018 年股市大回调、2022 年美股大跌。

其次,中美股市走势基本一致,但是拐点并不同步。中美经济基本面、货币政策、地缘政治、贸易战等对中美双方的影响不同,导致中美股市拐点并不同步,且涨跌幅也大不相同。比如 2004-2007 年中国股市涨幅明显高于美股;2018 年上半年中国股市大跌,但是美股却持续上涨;2021 年国内限制房地产市场,国内股市率先出现拐点,而美股继续上涨。

第三,只有中美经济同步复苏或者同步放缓时,中美股市走势才一致且较为同步。比如 2004-2007 年、2008 年、2016-2017 年、2022 年由于中美经济同步向好或者同步放缓,中美股市同步上涨或者下跌。

4.2. 未来股指走势判断

目前国内股市估值偏低,隐含风险溢价率较高,股市投资价值较高,股市有较强的估值支撑。但是经济上,国内经济处于复苏初期,预期与现实的验证阶段,A 股整体呈震荡走势。四季度或明年,随着美国经济快速放缓或者金融风险累积,美联储加息节奏放缓;而国内货币政策持续宽松、流动性宽裕,稳经济政策陆续出台,如果经济逐步复苏,宽信用

传导顺畅，那么 A 股估值也将随之抬升，股市也将偏强运行。但是当前需要注意海外央行过度紧缩导致欧美国家经济衰退对全球股市的冲击、以及国内经济复苏不及预期的影响，届时或导致 A 股二次触底，同时也是增配做多股指的机会。

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。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报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

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，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址: www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn