



Research and
Development Center

牛市加速期表现最弱的行业终局

2023年9月24日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
邮箱: lichang@cindasc.com

牛市加速期表现最弱的行业终局

2025年9月24日

核心结论:

- **6月下旬-8月主要指数呈现出加速上涨的趋势,但银行板块反而下跌。**从6月23日至8月25日,上证指数涨幅达到15.6%,创业板指涨幅达到37%。但过去2年表现始终偏强的银行在过去1个季度指数加速上涨阶段反而表现最弱,绝对收益下跌0.39%,跑输上证指数约16个百分点,在所有一级行业中排名最后。我们认为出现这种情况的主要原因在于,银行板块的防御、红利属性与指数加速上涨期小盘成长风格不匹配。
- **历史上类似的案例是2014年Q4牛市加速上涨期反而下跌的电子行业,主要原因也是市场风格切换的影响,但不改变牛市后期继续走强。**2014年10月底至2015年1月初,上证指数涨幅达到47%,但这一阶段电子行业反而下跌了4.7个百分点。我们认为出现这种情况的主要原因是居民资金流入速度加快,四季度市场风格高低切换的影响。但牛市后期市场风格回归小盘成长,电子行业在15年上半年重新成为领涨行业之一,超额收益再次走强。
- **我们还研究了05-07年和19-21年牛市加速期涨幅最弱的行业。能够发现:如果是牛市主线在牛市加速期阶段性成为涨幅最弱的行业,往往是由于在股市微观流动性充裕的背景下,市场风格容易发生与前期不同的变化,与业绩兑现强弱关系不大。牛市后期仍然能够继续走强。如果是非牛市主线在牛市加速期阶段性成为涨幅最弱的行业,可能是因为与市场强势风格不匹配,也可能受业绩兑现偏弱的影响而走弱。如果牛市主升浪后半段市场风格再次切换,可能有反弹机会,但牛市后期通常持续走弱。**
- **2007年3月-5月银行:**2005-2007年是金融周期牛市,银行板块在本轮牛市中整体偏强。2007年3-5月牛市主升浪后半段涨幅倒数第二,原因或在于微观流动性充裕背景下,市场风格切换到小盘成长,低价股策略表现强。牛市后期市场风格回归大盘价值,超额收益再次走强。
- **2007年3月-5月通信:**2005-2007年是金融周期牛市,通信板块在本轮牛市中整体偏弱。2007年3-5月牛市主升浪后半段涨幅倒数第一,原因或在于业绩兑现不强,机构减持较多。牛市后期与市场风格匹配度也不高,超额收益继续走弱。
- **2020年5月-7月银行:**2019-2021年是核心资产牛市,银行板块在本轮牛市中整体较弱。2020年5-7月牛市主升浪前半段涨幅倒数第一,原因或在于股市中微观流动性较为充裕,市场风格偏向小盘成长。后续波动加大,牛市主升浪第二波上涨受益于市场风格偏向大盘蓝筹,有一定反弹,但牛市后期走弱。
- **综合来看,在牛市加速期反而下跌或者涨幅最弱的板块,后续可能**有两种结局:如果是本轮牛市主线,那么在主升浪阶段性下跌或者涨幅最弱主要是资金和市场风格的影响,通常不会改变牛市后期继续走强。如果不是本轮牛市主线,那么牛市主升浪阶段伴随着市场

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编：100031

风格变化大概率波动会很大，牛市后期持续走弱的可能较高。我们认为进入四季度之后，伴随着三季报披露，市场开始展望明年的经济，政策预期也有所提高，市场风格容易出现高低切换，大盘价值占优的概率较高。银行板块受益于风格变化可能有阶段性反弹。但伴随着牛市进入后期，板块超额收益波动幅度可能明显超过过去 2 年。

- **风险因素：**宏观经济超预期下行，全球流动性超预期变化，历史经验可能失效。

目录

一、牛市加速期反而下跌的案例：2014 年 Q4 的电子，牛市后期继续走强.....5	
1.1 6 月下旬-8 月主要指数加速上涨，银行板块反而下跌.....5	
1.2 2014 年 Q4 的电子：受风格切换到大盘价值影响下跌，牛市后期再次走强6	
二、牛市加速期涨幅最弱的案例：牛市主线和非牛市主线的不同结局.....8	
2.1 2007 年 3 月-5 月银行：牛市主线在主升浪后半段表现最弱，牛市后期再次走强8	
2.2 2007 年 3 月-5 月通信：非牛市主线在主升浪后半段涨幅最弱，牛市后期继续走弱10	
2.3 2020 年 5 月-7 月银行：非牛市主线在主升浪后半段涨幅最弱，牛市后期继续走弱11	
风险因素 14	

图目录

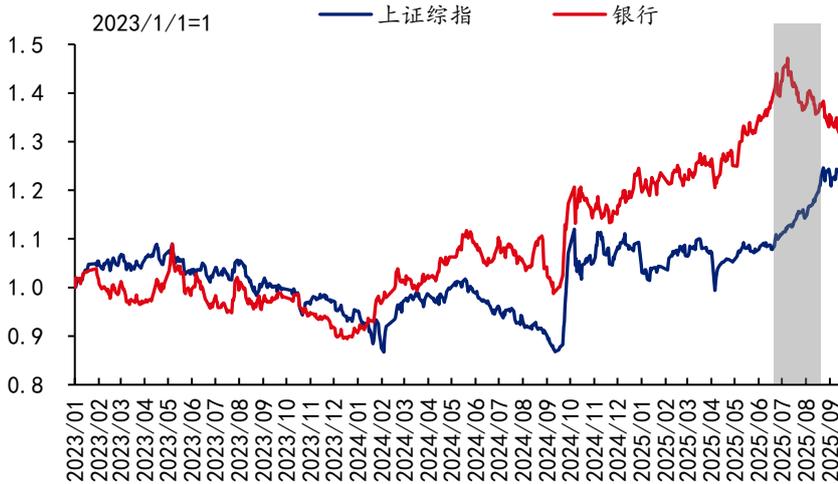
图 1：过去 2 年表现偏强的银行在 6 月下旬-8 月指数加速上涨期反而下跌（单位：点）5	
图 2：6 月下旬-8 月市场风格明显偏向小盘成长（单位：倍数）5	
图 3：13-15 年牛市中电子在 2014 年 Q4 指数加速上涨期反而下跌（单位：%）6	
图 4：14-15 年电子业绩兑现并没有进一步走强（单位：%）6	
图 5：2014 年下半年两融余额快速上升（单位：亿元）7	
图 6：截至 2014 年 Q3 成长相对估值处于高位，而金融周期相对估值仍较低（单位：亿份） .7	
图 7：2014 年公募基金对金融周期板块仍然系统性低配（单位：%）7	
图 8：2014 年 Q4 市场风格大幅偏向大盘价值（单位：倍数）7	
图 9：05-07 年牛市中银行在主升浪后半段是涨幅最弱的行业之一（单位：点）8	
图 10：2006 年 Q4-2007 年银行 ROE 绝对水平维持 20%以上高位（单位：%）8	
图 11：2007 年 3-5 月 A 股新增开户数较过去 3 年大幅增长（单位：万户）9	
图 12：2007 年 5 月股票型基金净申购份额明显增加（单位：亿份）9	
图 13：2007 年 3-5 月大盘成长风格占优，牛市后期大盘价值占优（单位：倍数）9	
图 14：2007 年 3-5 月银行超额收益走弱时期低价股指数加速上涨（单位：点，倍数）9	
图 15：05-07 年牛市中通信在牛市主升浪后半段是涨幅最弱的行业（单位：点）10	
图 16：2007 年通信 ROE 与全 A 非金融两油 ROE 的差距进一步拉大（单位：%）10	
图 17：2006 年 Q4-2007 年 Q2 公募基金大幅减仓通信行业（单位：%）11	
图 18：2007 年牛市后期市场风格偏向大盘价值（单位：倍数）11	
图 19：19-21 年牛市中银行在牛市主升浪前半段涨幅最弱（单位：点）11	
图 20：2019-2021 年银行 ROE 持续走弱（单位：%）12	
图 21：2020 年 5-7 月 A 股新增开户数明显增长（单位：万户）12	
图 22：2020 年 5-7 月新成立基金份额大幅放量（单位：亿份）12	
图 23：2020 年 5-7 月市场风格偏小盘成长，主升浪后半段转向大盘价值（单位：倍数） ...13	

一、牛市加速期反而下跌的案例：2014 年 Q4 的电子，牛市后期继续走强

1.1 6月下旬-8月主要指数加速上涨，银行板块反而下跌

6月下旬-8月主要指数呈现出加速上涨的趋势。从6月23日-8月25日，上证指数涨幅达到15.6%，创业板指涨幅达到37%。但过去2年表现始终偏强的银行在指数加速上涨阶段反而下跌。绝对收益下跌0.39%，跑输上证指数16个百分点，在所有一级行业中排名最后。

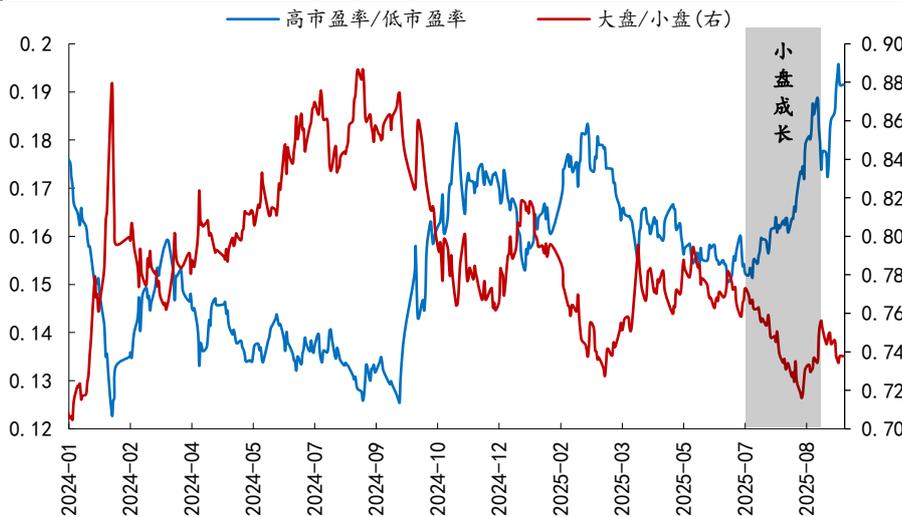
图 1：过去 2 年表现偏强的银行在 6 月下旬-8 月指数加速上涨期反而下跌（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为出现这种情况的主要原因在于，在市场微观流动性改善的背景下，市场风格明显偏向小盘成长，领涨主线集中在 AI 算力、有色金属等少数业绩兑现强的领域，银行板块防御、红利属性与市场风格不匹配。

图 2：6 月下旬-8 月市场风格明显偏向小盘成长（单位：倍数）

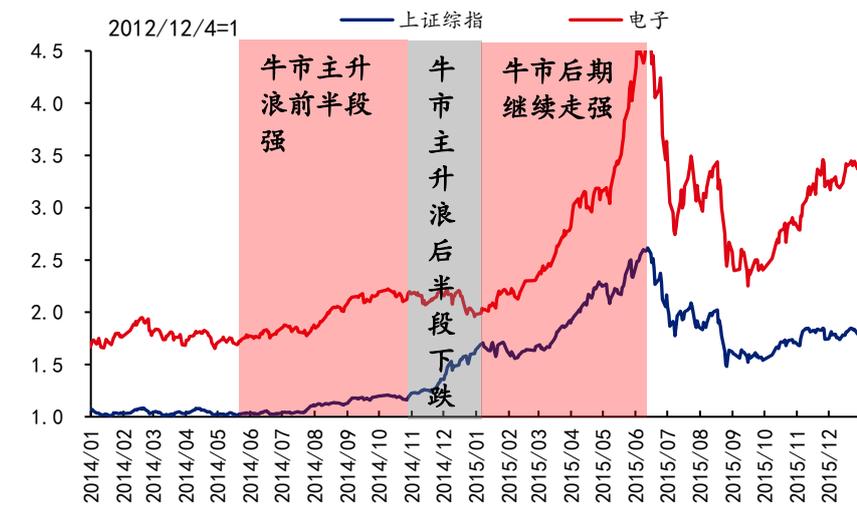


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 2014 年 Q4 的电子：受风格切换到大盘价值影响下跌，牛市后期再次走强

2013-2015 年是 TMT 牛市，电子行业在本轮牛市中整体表现居于前列，但 2014 年 Q4 指数加速上涨期间出现了下跌。2014 年四季度在央行降息等事件的催化下，上证指数开始加速突破。2014 年 10 月底-2015 年 1 月初，上证指数涨幅达到 47%。但这一阶段电子行业反而下跌了 4.7%，跑输上证指数 52 个百分点，在一级行业中排名最后。

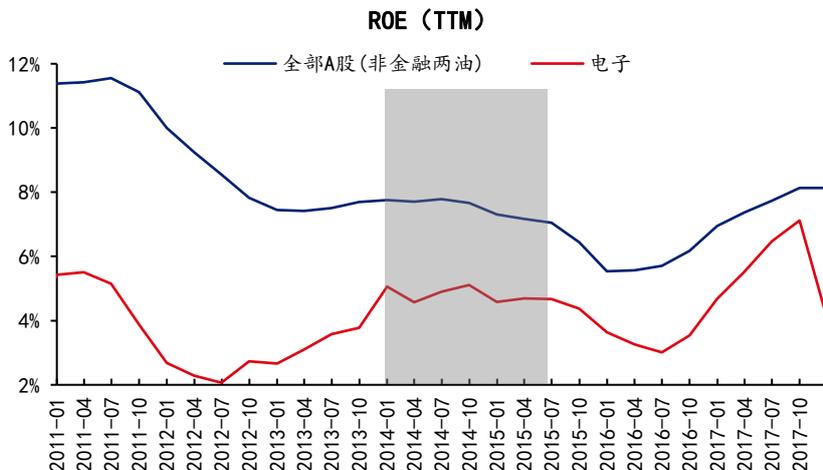
图 3：13-15 年牛市中电子在 2014 年 Q4 指数加速上涨期反而下跌（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

从基本面来看，14-15 年电子行业业绩兑现并没有进一步走强。13-15 年牛市中电子行业受益于产业政策支持、4G 建设、消费电子需求扩张、并购重组等因素，虽然超额收益不及 TMT，但表现也居于前列。但与 TMT 板块类似，电子行业业绩兑现在 14-15 年并没有进一步走强，14-15 年 ROE 大多时间在 5% 左右震荡，低于全部 A 股（非金融两油）的 ROE 水平。不过考虑到 2015 年上半年牛市后期电子在盈利震荡背景下仍然取得显著的超额收益，我们认为电子在 2014 年 Q4 的下跌和基本面变化关系不大。但可以说明的是，在业绩兑现不强的牛市中，即使是牛市主线波动也会比较大。

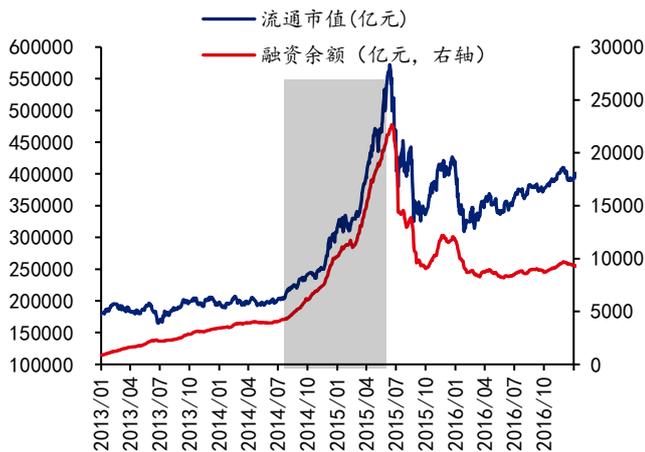
图 4：14-15 年电子业绩兑现并没有进一步走强（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

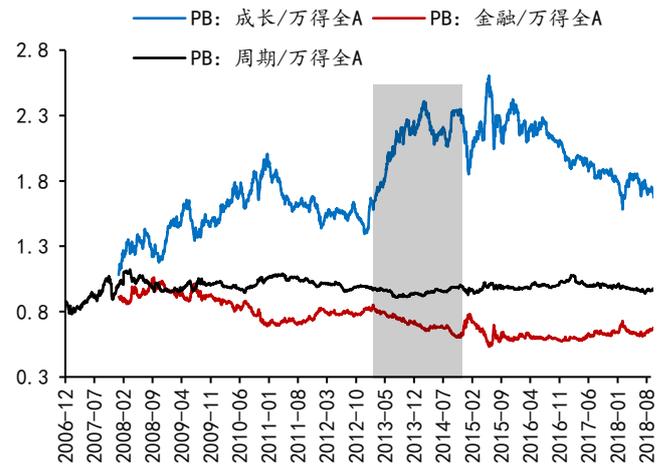
我们认为 2014 年 Q4 指数加速上涨而电子行业反而下跌的原因在于居民资金流入速度加快的背景下，四季度市场风格高低切换的影响。2014 年下半年开始居民资金通过更多渠道流入股市，两融余额快速上升，市场对业绩的关注度下降，开始寻找更多处于低位，逻辑上有边际变化的板块。2013 年-2014 年 Q3，TMT 已经持续领涨 1 年半左右的时间，而金融、周期板块的相对估值仍然处于历史低位。同时，经济和政策的边际变化也比较积极。2014 年 11 月出现了 2012 年以来第一次降息，展望下一年经济可能企稳不可证伪。存量机构对金融周期仍处在系统性低配的状态。我们认为以上因素驱动 2014 年 Q4 市场风格向大盘价值切换，而且切换的幅度比较大。

图 5：2014 年下半年两融余额快速上升（单位：亿元）



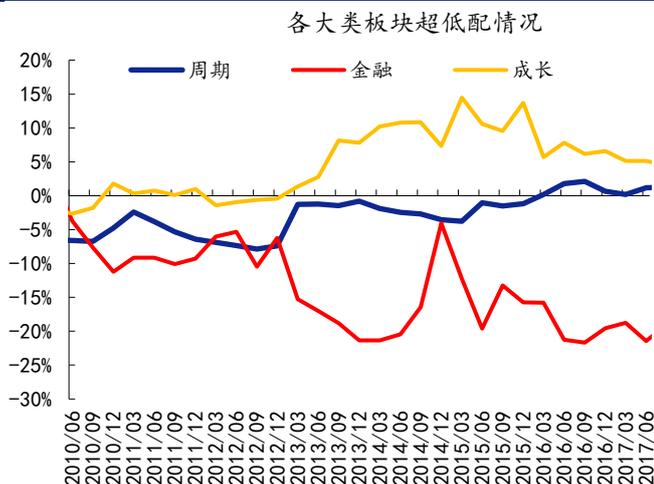
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：截至 2014 年 Q3 成长相对估值处于高位，而金融周期相对估值仍较低（单位：亿份）



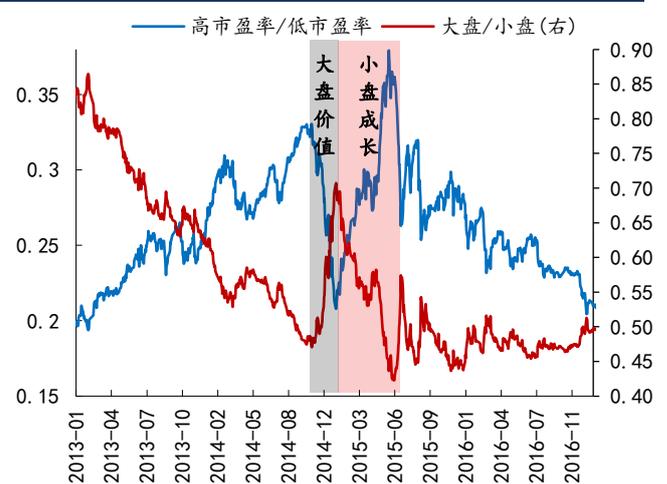
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：2014 年公募基金对金融周期板块仍然系统性低配（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：2014 年 Q4 市场风格大幅偏向大盘价值（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

牛市后期市场风格回归成长，电子板块超额收益继续走强。2015 年上半年市场风格回归成长，领涨主线再次回归 TMT，电子板块超额收益也走强。整体来看 2015 年上半年电子板块超额收益达到 75.8%，在一级行业中排名第六。

二、牛市加速期涨幅最弱的案例：牛市主线和非牛市主线的不同结局

历史上某个行业在牛市加速期反而下跌是一种较特殊的情况，受某种风格极致演绎的影响较大。我们继续研究牛市加速期涨幅最弱的行业特征。能够发现：如果是牛市主线在指数加速上涨期成为涨幅最弱的行业，往往是由于在股市微观流动性充裕的背景下，市场风格容易发生与前期不同的变化，牛市后期仍然大概率能够继续走强。如果是非牛市主线在指数加速上涨期成为涨幅最弱的行业，可能是因为与市场强势风格不匹配，也可能受业绩兑现偏弱的影响而表现弱势。如果主升浪后半段市场风格再次切换（尤其是快牛市中风格切换通常会比较频繁），可能有反弹机会，但牛市后期通常持续走弱。

2.1 2007年3月-5月银行：牛市主线在主升浪后半段表现最弱，牛市后期再次走强

2005-2007年是金融周期牛市，银行在本轮牛市中整体表现较强，尤其是在2006年下半年-2007年1月牛市主升浪前半段获得明显超额收益，但在牛市主升浪后半段是表现最弱的行业之一。2007年3月-2007年5月，上证指数季度内再次加速上涨，涨幅达到53%。这一阶段银行板块绝对收益为30%，区间跑输上证指数23个百分点，在一级行业中排名仅略高于通信。

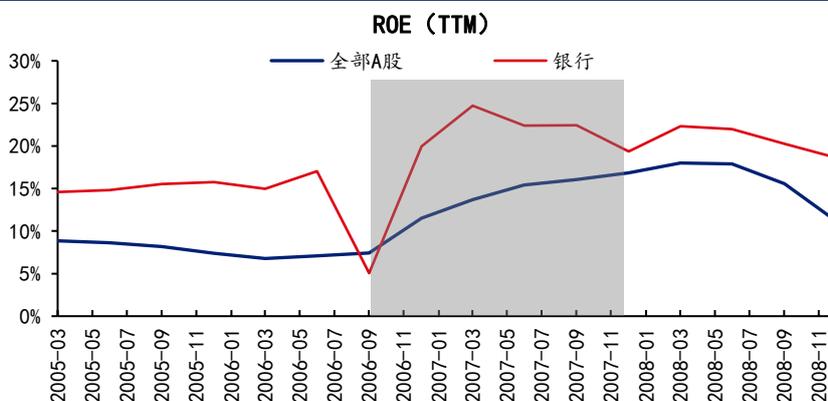
图 9：05-07 年牛市中银行在主升浪后半段是涨幅最弱的行业之一（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

从基本面来看，2005-2007年牛市中银行板块业绩兑现较强。2006年Q4之后，受工商银行上市以及经济高速增长、信贷需求旺盛、息差上升等因素影响，银行板块ROE大幅增长至20%以上，2007年银行板块ROE绝对水平始终在20%以上高位震荡。

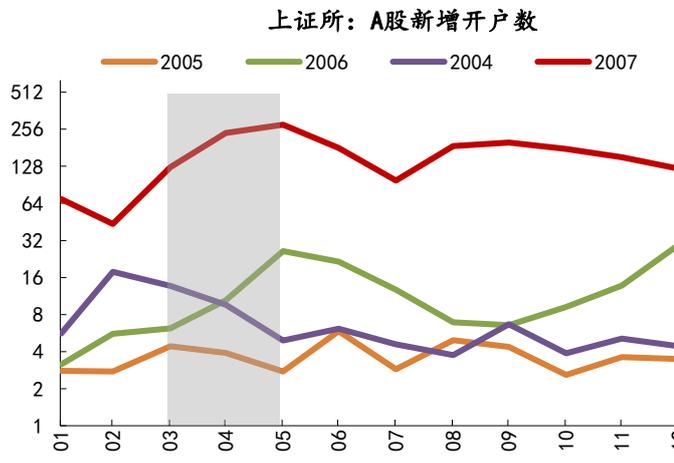
图 10：2006年Q4-2007年银行ROE绝对水平维持20%以上高位（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

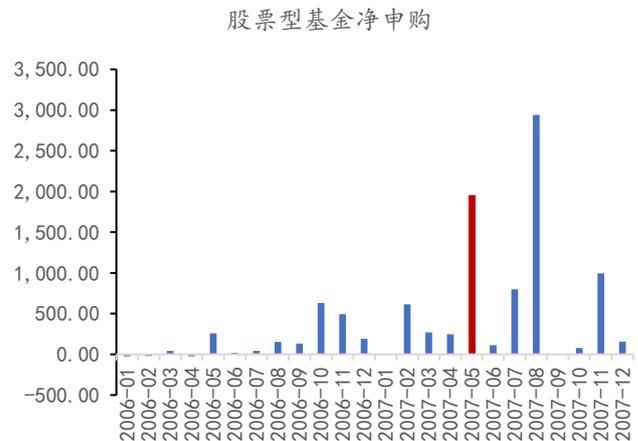
我们认为 2007 年 3 月-5 月指数加速上涨而银行成为表现最弱的板块之一原因在于，微观流动性充裕背景下，市场风格切换到成长，低价股策略表现强。宏观经济强劲背景下，货币政策紧缩预期提升，但微观流动性仍然较好。2007 年 3-5 月上交所 A 股新增开户数分别达到 126 万户、239 万户和 279 万户，较过去 3 年大幅增长。2007 年 5 月股票型基金申购份额也有显著增长。市场风格从 2007 年 Q1 的价值风格占优切换到成长风格占优，低价股策略表现较好。

图 11： 2007 年 3-5 月 A 股新增开户数较过去 3 年大幅增长（单位：万户）



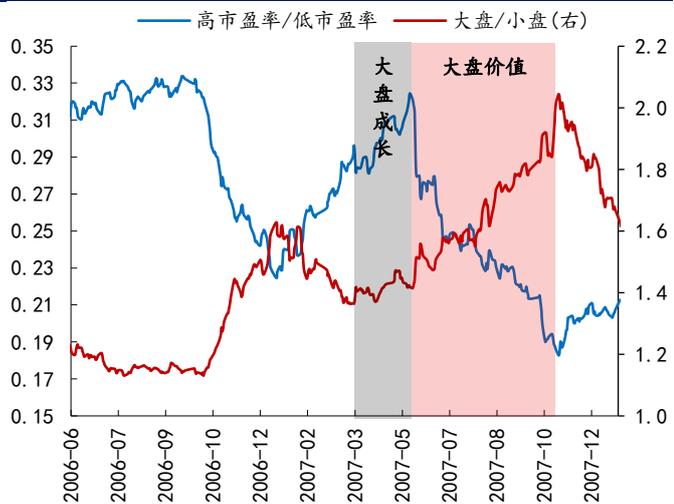
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12： 2007 年 5 月股票型基金净申购份额明显增加（单位：亿份）



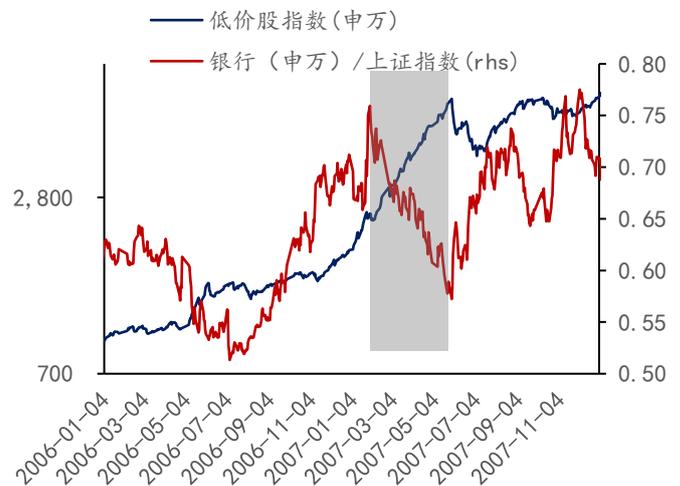
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13： 2007 年 3-5 月大盘成长风格占优，牛市后期大盘价值占优（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14： 2007 年 3-5 月银行超额收益走弱时期低价股指数加速上涨（单位：点，倍数）



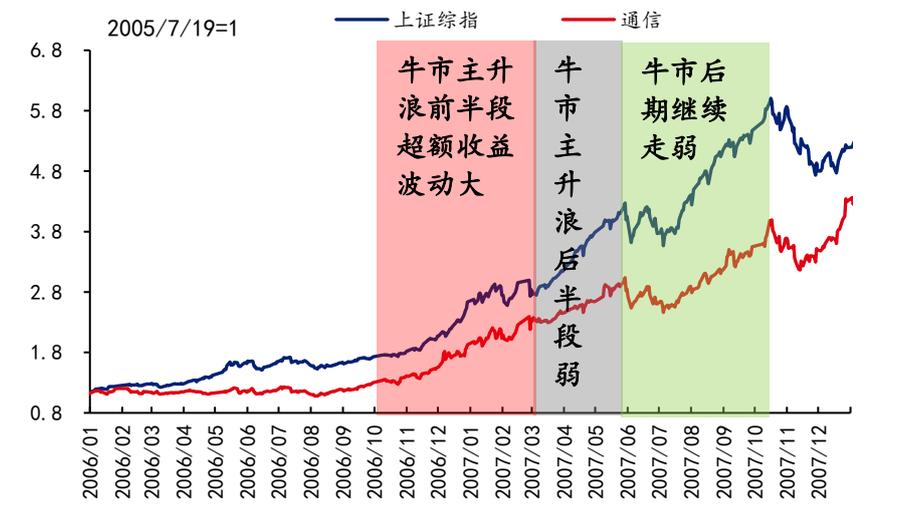
资料来源：万得，信达证券研发中心

牛市后期市场风格回归价值，银行板块继续走强。伴随着 2007 年 5 月底印花税上调，指数调整 1 个月进入牛市后期，这一阶段领涨主线回归蓝筹板块，价值风格重新占优，银行板块再次走强。整体来看从 2007 年 6 月开始之后 1 年内银行板块超额收益仍有 25% 以上，在一级行业中排名居前。

2.2 2007年3月-5月通信：非牛市主线在主升浪后半段涨幅最弱，牛市后期继续走弱

2005-2007年是金融周期牛市，通信在本轮牛市中整体表现较弱。牛市主升浪前半段有一定超额收益，但波动较大，牛市主升浪后半段是涨幅最弱的行业。2007年3月-2007年5月牛市主升浪后半段，上证指数季度内再次加速上涨，涨幅达到53%。这一阶段通信板块涨幅28%，区间跑输上证指数25个百分点，在一级行业中排名最后。

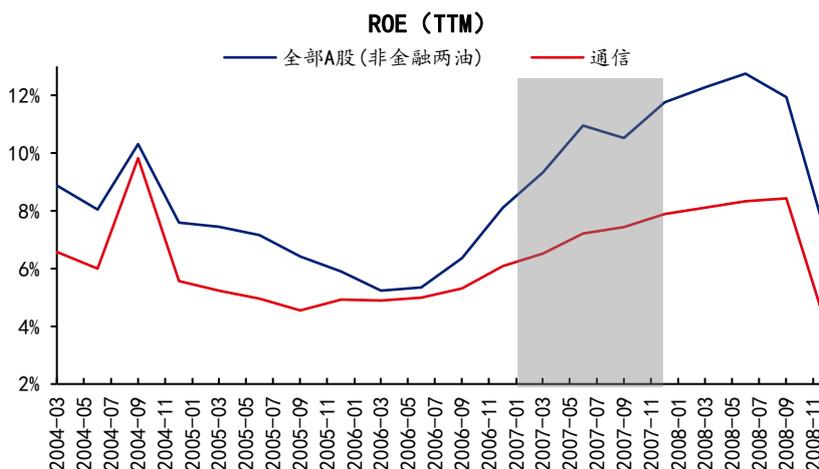
图 15：05-07 年牛市中通信在牛市主升浪后半段是涨幅最弱的行业（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

从基本面来看，2007年通信板块ROE与全A（非金融两油）ROE的差距进一步加大。2005-2007年的牛市中，通信板块业绩兑现偏弱，ROE始终低于全A（非金融两油）的ROE水平。2007年伴随着经济复苏，全A（非金融两油）盈利明显回升，但通信板块盈利回升速度相对偏慢，可能受到固定电话用户减少、资费改革、3G牌照发放节奏和投资不及预期、监管收紧导致电信增值服务收入下滑等因素的影响。

图 16：2007 年通信 ROE 与全 A 非金融两油 ROE 的差距进一步拉大（单位：%）



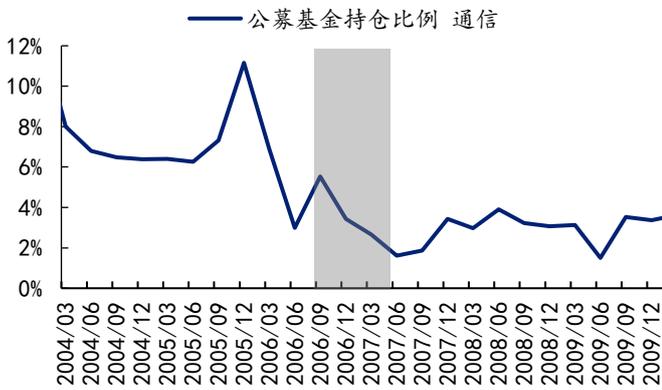
资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为 2007 年 3 月-5 月指数加速上涨而通信板块涨幅最弱的原因在于业绩预期偏弱、机构减持较多。2007 年 3-5 月通信行业密集出台监管政策，3G 牌照发放预期落空，5 月信产部与发改委启动全国资费清理，加上 2006 年 10 月开始推行移动信息服务“二次确认”制度，通信行业盈利不确定性提高。2007 年 Q2 公募基金

继续减持通信行业超过 1 个百分点，公募基金持仓比例下降到 1.6% 的历史低位。

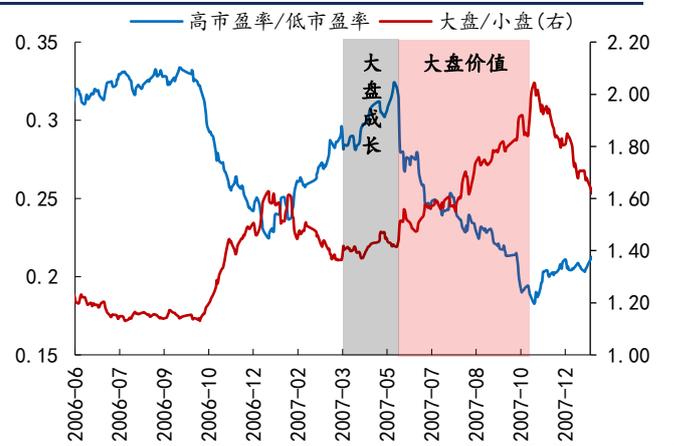
牛市后期通信行业与市场风格匹配度也不高，超额收益继续走弱。牛市后期市场风格回归大盘价值，但这一阶段通信行业与价值风格匹配度也没有金融周期那么高，同时业绩兑现不确定性比较大，在牛市后期继续超额收益走弱。

图 17：2006 年 Q4-2007 年 Q2 公募基金大幅减仓通信行业（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：2007 年牛市后期市场风格偏向大盘价值（单位：倍数）

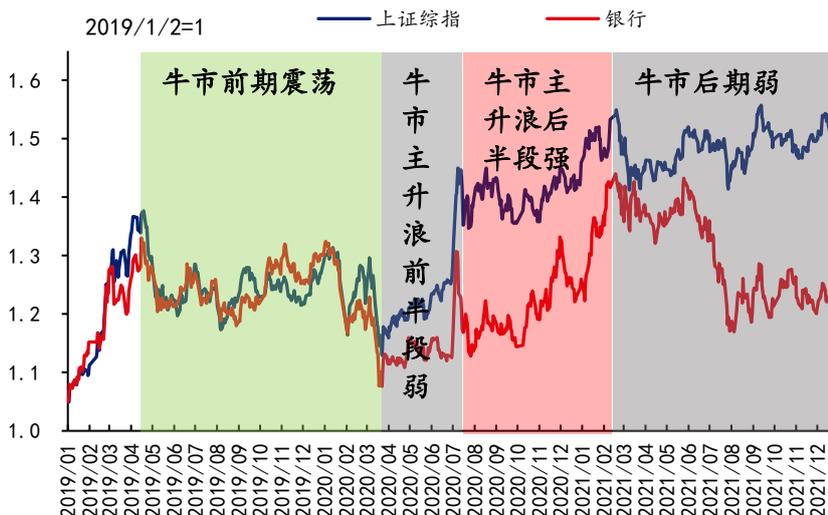


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 2020 年 5 月-7 月银行：非牛市主线在主升浪后半段涨幅最弱，牛市后期继续走弱

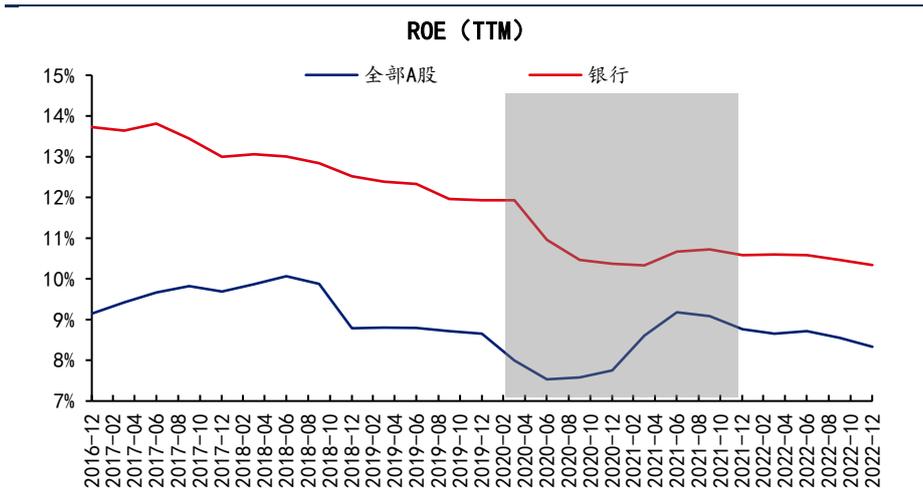
2019-2021 年是成长牛市，银行在本轮牛市中整体表现较弱。2019 年 1 月-2020 年 5 月，牛市前期银行超额收益震荡，2020 年 3 月下旬开始伴随着疫情影响的消退和全球货币宽松，上证指数进入加速上涨阶段。尤其是 2020 年 5 月下旬-7 月中旬，上证指数 2 个月涨幅 21.4%，但银行板块涨幅仅为 7.8%，在此期间跑输上证指数 13.5 个百分点，在一级行业中排名最后。

图 19：19-21 年牛市中银行在牛市主升浪前半段涨幅最弱（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

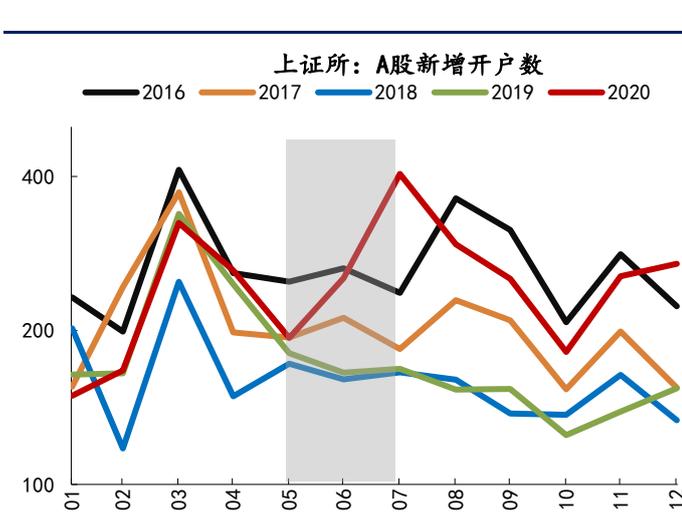
从基本面来看，2019-2021 年牛市中银行板块业绩兑现较弱。2019-2021 年银行板块盈利受到以下几方面影响：经济增速放缓，房企融资政策收紧带来资产质量下降，疫情影响下政策性让利，贷款利率下行背景下净息差处于低位等，银行 ROE 延续下行趋势，从 12% 下降到 10.7%。

图 20：2019-2021 年银行 ROE 持续走弱（单位：%）


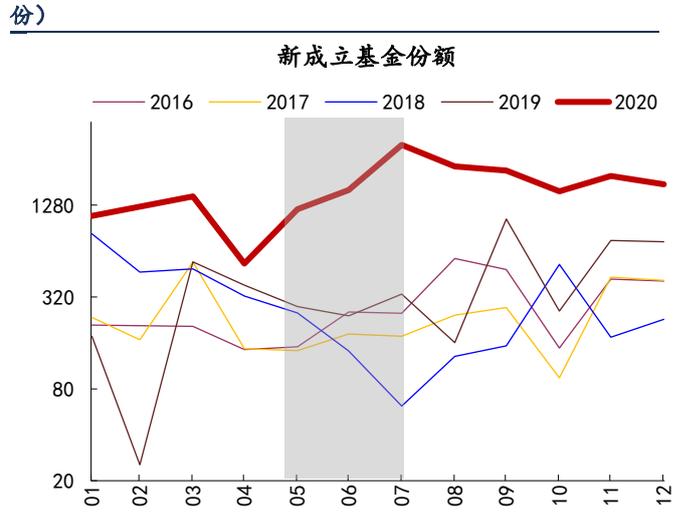
资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为 2020 年 5 月-7 月指数加速上涨而银行涨幅最弱的原因在于微观流动性充裕背景下，市场风格偏向小盘成长。这一阶段股市中微观流动性较为充裕，A 股新增开户数 2020 年 5 月-7 月有较明显的上升，同时考虑到本轮居民资金主要通过公募基金产品流入，2020 年 5-7 月新成立基金份额提升幅度较大。市场风格从 2020 年 Q1 指数震荡期大盘占优切换到略偏小盘，成长风格走强。

牛市主升浪后半段市场风格转向大盘价值，银行有所反弹。2020 年 7 月中旬-2021 年 2 月，指数高位震荡后于 2020 年 11 月再次向上突破。这一时期领涨主线以“茅指数”、“宁指数”为代表的龙头进阶逻辑为主，市场风格略偏价值。牛市主升浪后半段银行超额收益回升。但与 05-07 年不同的是，2021 年 2 月至 12 月牛市后期，市场风格再次切换到小盘成长，银行超额收益再次大幅下行。

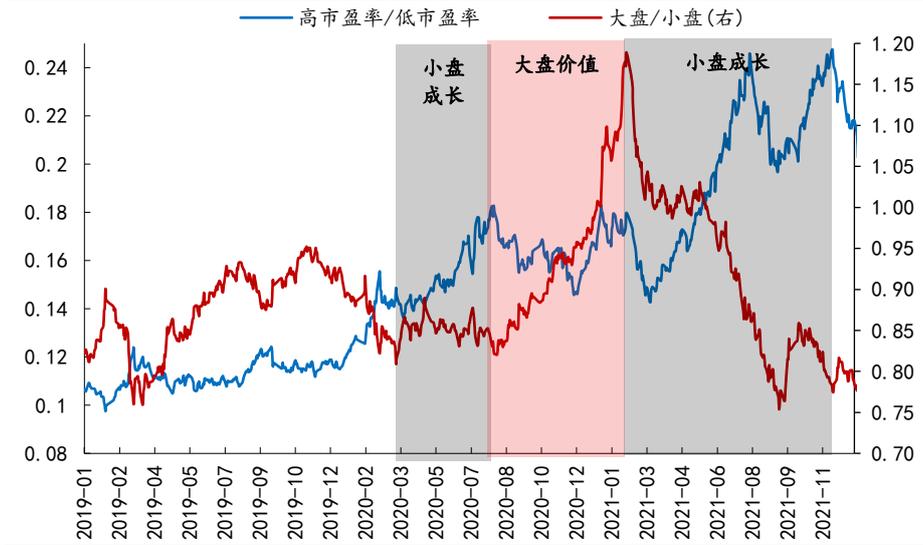
图 21：2020 年 5-7 月 A 股新增开户数明显增长（单位：万户）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：2020 年 5-7 月新成立基金份额大幅放量（单位：亿份）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：2020 年 5-7 月市场风格偏小盘成长，主升浪后半段转向大盘价值（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济超预期下行，全球流动性超预期变化，历史经验可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。