

市场研究周报

市场周报

市场动态

市场分析

--QE 退出对 A 股短期影响不显著

2013 年 8 月 27 日

投资要点

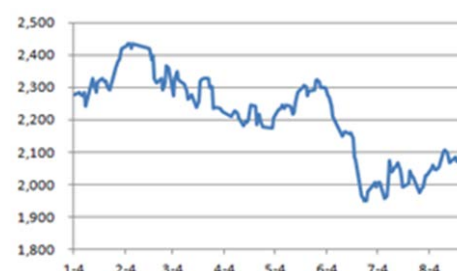
● 上周公布的汇丰 PMI 指数 (50.1%) 延续了之前的宏观景气态势，但关于 QE 退出的担忧增加了市场对未来预期的不确定性，一正一反两个因素影响下，市场维持了相对窄幅振荡的格局：全周沪深 300 指数运行在 2250-2350 的区间内。在一系列产业政策（铁路投融资改革、宽带中国战略等）的推动作用下，传媒、计算机软硬件、通信等新兴产业板块在上周出现了相应的上涨，由于市场预计 9 月份苹果、三星等公司将推出重量级新款消费电子产品，带动电子元器件行业的良好表现。与之对应的是，随着暑热高温的消退，之前受益于此的电力、煤炭等板块出现了调整，整体周期股在宏观数据改善的背景下，其股价表现的持续性不强，显示市场对于经济的后市走向仍存在较大分歧。

● 全球资本市场波动剧烈：近期发达国家和新兴市场的表现出现较明显分化，其本质原因在于发达国家 08 年以后就开始去杠杆，目前处于产能周期的底部，而新兴市场在 08 年以后受益于全球低利率持续加杠杆，随着 QE 退出临近，美元走强，导致了目前普遍的去杠杆压力。未来一段时间内，类似于巴西、印度、印尼甚至是泰国等亚洲和拉美国家中汇率无序贬值、股市大幅调整的概率仍然较高，风险资产波动率将明显增加。

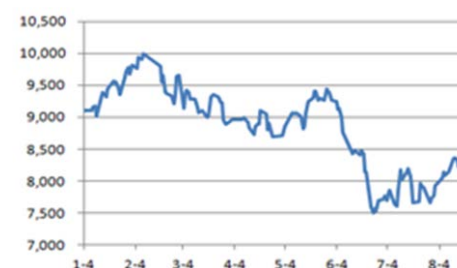
● 国内市场相对而言拥有三方面的比较优势：1) 经常项目保持顺差 2) 汇率稳定 3) 资本项目管制。这使得人民币对亚洲其他货币而言较为稳定。在新兴市场纷纷贬值的背景下，不排除人民币成为资本阶段性避风港的可能性，因此 QE 退出对国内资本市场的影响也相对较小。同时，在政府大力稳增长的政策基调下，相关产业政策与改革举措持续推进，对市场信心起到托底作用。

● 市场进入纠结期，卖方策略持中性观点的人数明显增加。市场的短期迷茫源于对未来宏观经济判断的分歧，其核心是对本轮补库存周期的长度、9-10 月份旺季需求的强度存在不一致性，从而影响到对于近期市场的判断。未来市场上存在正反两方面的影响因素：QE 退出导致全球资金收紧，对于新兴经济体的负面影响将逐渐显现；十一月份召开的三中全会预期将推出系列重大的改革举措，为今后经济发展定调，又使得市场有相当的美好预期，4 季度整个 A 股市场将围绕这两个主题进行博弈。具体细节上，关注几个短期行业因素：1、地区冲突（叙利亚）引发的保值商品需求（黄金）；2、9-10 月份新消费电子产品上市，带来的相关配件供应商的投资机会；3、宽带中国战略的硬件投资需求释放；4、新疆特高压输电线路获批，对于光伏、电力设备产业的正面影响。

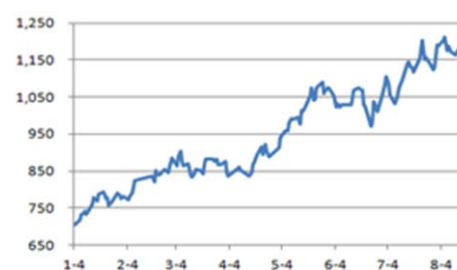
上证指数走势图



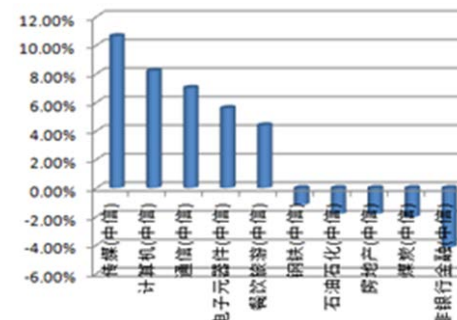
深圳成指走势图



创业板指数走势图



板块表现



一、股市行情回顾

指数	上证综指	深证成指	中小板	创业板	IF1308
涨跌幅	-0.5%	-0.02%	3.0%	7.8%	-0.3%

中国股市上周表现相对海外市场明显抗跌，创业板大涨 7.75%，沪深 300 的表现弱于中小板和创业板。乌龙指事件给蓝筹板块的上涨带来了技术上的压力，反而给创业板提供了继续活跃的时间与空间。

一周走势回顾：周一早盘受“乌龙指”事件影响，权重股表现低迷，券商领跌，午后权重股全线反弹，大盘震荡上扬，创业板大涨 3.47%。周二亚太股市集体大跌，印尼大跌 4%。光大证券复牌跌停，银行早盘拉升，两市呈现震荡盘升的格局，午后随着地产股的下跌，周期板块纷纷回落。周三受隔夜美股表现抗跌的提振，两市双双高开，随后震荡下行，午后煤炭、券商低位拉升，权重板块跟进，股指顺利翻红。周四，受 8 月汇丰中国制造业 PMI 初值 50.1，4 个月后重返荣枯线利好刺激，沪指早盘一度冲高至 2080 点，午后权重股持续低迷，沪指回落收跌。周五受隔夜欧美股市上涨带动，两市高开，早盘走势较为平稳，午后银行石化忽然杀跌，沪指跌幅一度达 2%，后在创业板带动下出现探底回升。

上周市场的热点集中在科技股，涨幅靠前的行业是计算机、通信、传媒和电子元器件。国务院提出 2015 年信息消费规模将超过 3.2 万亿元，计算机行业特别是软件业作为信息消费的重要内容，发展前景广阔。通讯板块，中移动、中国联通相继布局 4G 网络，随着 4G 牌照发放时间的临近，通信板块上周大涨。传媒板块，近期浙江、山东、湖南等多个省份的文化产业支持政策密集出台，涉及金融支持、区域发展、产业园等领域。电子元器件板块，促进信息消费的政策也对电子元器件生产企业构成长期利好。

上周跌幅靠前的行业是非银行金融、煤炭和地产。券商板块，光大证券复牌后的 3 个交易日下跌了 17%，证监会表示将对证券公司程序化交易系统进行排查，券商板块短期或面临估值调整风险，行业创新预期可能被抑制。煤炭板块继续面临需求不足，价格下滑，库存高企的困境，煤炭行业随着市场化改革而来的高速发展的“黄金十年”中，税负也随着大幅提升，如今矛盾愈发明显。地产板块，沪房管局重申严格执行限购令，将严查造假买房，加大交易登记、税收征管环节造假的处罚力度。

二、市场分析

近期发达国家和新兴市场的表现出现较明显分化,本质原因在于发达国家 08 年以后就开始去杠杆,目前处于产能周期的底部,而新兴市场在 08 年以后受益于全球低利率持续加杠杆,目前随着 QE 退出时点的临近,在美元利率上升、资本外流的背景下(美元走强)加杠杆不可持续,导致了目前普遍的去杠杆压力。未来一段时间内,类似于巴西、印度、印尼甚至是泰国等亚洲和拉美国家中汇率无序贬值、股市大幅调整的概率仍然较高,风险资产波动率将明显增加。

国内市场相对于东南亚等新兴经济体而言,拥有 3 个方面的比较优势:1)经常项目保持顺差;2)汇率稳定;3)资本项目管制。这 3 点使得人民币对亚洲其他货币而言较为稳定。在新兴市场各国纷纷贬值的背景下,不排除人民币成为资本阶段性避风港的可能性,因此本轮全球货币收缩对于国内资本市场的影响也相对较小。同时,在政府大力稳增长的政策基调下,相关产业政策与改革举措的持续推进,对市场信心起到托底作用。

三、宏观政策跟踪

1、8 月汇丰 PMI 数据止跌回升

8 月汇丰 PMI 指数预览为 50.1%，比上月终值上升 2.4 个百分点，自 5 月以来首次恢复至 50% 的临界值以上。其中，产出指数由 48% 上升至 50.6%，新订单指数由 46.6% 上升至 50.5%，显示整体经济企稳的趋势还在延续。PMI 数据的好转与前期宏观政策密不可分：7 月以来的一系列稳增长政策起到了一定的“托底”效果，促使库存对经济增长的负面影响明显降低，部分生产资料价格出现一定回暖。

值得注意的是，汇丰 PMI 新出口订单指数为 46.5%，依然处于明显低位。由于近期部分新兴市场国家经济出现较大波动，欧美等主要出口对象国的复苏虽然延续，但指望其对于国内出口产生强劲拉动作用还难以定论。

新一届政府围绕着“守住底线”的目标再前期实施了一系列“稳增长”的政策，目前来看，这些政策对于经济复苏的信心已经起到了一定的刺激和鼓舞的效果。正常情况下，未来一段时间内国内经济将保持小幅回稳的势头，但经济的持续恢复增长还需要更多改革和经济自身的调整，新一轮经济周期目前还并未出现。

2、QE 退出时点临近，新兴市场普遍承压

随着年底前 QE 退出时点的临近，全球资本市场出现了显著的调整迹象。新兴市场如东南亚市场的股市、债市、外汇均出现大幅度调整，尤以印度和印尼为甚。印度股市近期下跌近 6%，10 年期国债收益率突破 9%，卢比贬值超过 3%，为了对抗资本外逃和货币贬值，印度政府限制了黄金白银等进口和采取收紧海外投资、海外汇款等资本管制的措施，加剧了投资者对印度经济和政府的不信任；印尼股市在过去一段时间内暴跌超过 11%，10 年期国债收益率也升破 8%，印尼卢比贬值 3.4%，主要因为二季度 GDP 从 6% 下滑至 5.8%，而且贸易赤字扩大 6 亿美元，经常项目赤字/GDP 两年扩大 2 倍至 4.5%，这一双赤字格局导致市场对印尼的担忧加剧。

东南亚此次大跌的原因有两方面：（1）经济下滑、双赤字高企，打压投资者信心和风险情绪，导致资金外逃；（2）未来几个月 QE 退出是大势所趋，廉价资金即将枯竭，资金回流发达市场。总体来看，目前形势并不会形成当年亚洲金融危机时的冲击效应。但要警惕美国未来 4 个月将退出 QE 所引发的资金外逃，东南亚的廉价资金枯竭，导致融资成本上升、赤字扩大、经济恶化的风险。

相对于东南亚来说，中国的经济与金融环境相对稳定：1）经常项目顺差，2）汇率稳定，3）资本管制。这三点使得人民币相对来说对亚洲其他货币而言较为稳定。在新兴市场各国纷纷贬值的背景下，不排除人民币成为资本阶段性避风港的可能性，对于资本市场的影响也相对较小。

3、国务院批复同意建立金融监管协调部际联席会议制度

金融监管协调部际联席会议制度的建立，是经济和金融发展的必然要求。随着融资形式的多样化和金融工具的复杂化，分割的监管模式既不符合经济发展对金融的要求，也不能应对跨市场的金融产品和金融工具的监管。因此，建立金融监管协调部际联席会议制度是应对这一趋势的必要措施。

2008 年央行“三定”方案就确立了“一行三会”的协调机制，本次新加了外管局，并且将当时的沟通机制变成联席会议制度。这意味着在资本全球流动的背景下，外国资本的流动对中国金融的稳定能产生很大的影响，作为外汇与外资的监管部门，外管局的监管作用明显，而本次加入外管局，也反映了决策层对于外汇和外资流动对金融稳定的影响的重视。把沟通机制升级为联席会议制度，这表明部际之间的协调制度化，是原有机制的升级和完善。

中国目前正在推动金融市场化改革，未来将进一步深化，交叉性金融产品、跨市场金融创新将是未来发展的大趋势。而当前分业监管存在弊端和监管空白，既存在阻碍金融市场发展的制度因素，也存在监管不到位、监管边界重叠和监管空白共存的情况。设立联席会议制度是推动金融市场化建设的重要制度建设，有助于最终建立统一的金融监管体系。

4、外汇继续保持外流趋势，但力度减弱

7月新增外汇占款为-244.7亿元，延续上月下滑走势，为年内的第二月度负增长。但新增外汇占款的下滑幅度较6月有所收窄，比上月小幅增加了167.3亿元。如果7月外商对华直接投资增速按照平均13.5%的增速计算的话，7月“热钱”跨境流出371.78亿元，比上月少流出154.12亿元，资金连续3个月流出我国。

从7月对海关特殊监管区域物流货物出口和进口增速来看，已经逐步向历史均衡水平回归，分别达到22.39%和9.03%，遏制虚假贸易效果显著。当月进口贸易大幅增加带动贸易顺差收窄，部分降低了新增外汇占款，因此7月份“热钱”的持续流出是新增外汇占款仍为负增长的最主要原因。

7月上旬美元指数一度站在了84以上的高位，创下今年以来的最高位。中下旬美元指数虽有回落，但仍处于相对较高水平，从而增大了资金流出我国的压力。同时，7月人民币远期汇率总体呈现小幅贬值走势，以及市场对美国将退出QE的预期升温，进一步推动了资金跨境流出国内。

受QE退出影响，未来3个月中国仍将面临资金流出的压力，但是考虑到对于QE的预期5月份以来一直在消化，同时7月份经济数据显示我国经济发展趋势趋于好转，资金流出的压力总体可控。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况：央行保持“锁长放短”操作，银行间资金面保持宽松。

上周央行分别于周二和周四进行了 360 亿元 7 天和 460 亿元 14 天逆回购，利率分别为 3.90% 和 4.10%，与上次同期限的操作的利率持平。该回购利率位于历史高位。本周净投放总量为 720 亿元，较上周净投放总量增加约 50%。

央行周一对 2010 年第七十四期央行票据开展了到期续做。本次央票续做量为 515 亿元，锁定期限三年，中标利率为 3.50%，上次三年期续做中标利率为 3.35%。在对央行第二季度货币政策执行报告的研究中注意到，为了冻结长期流动性，央行对部分到期的 3 年期央票开展了到期续做；续做对象是流动性相对充裕、市场影响力相对较大的金融机构。同时将把冻结长期流动性和提供短期流动性两种操作方式结合起来。“续作央票+逆回购”将成为下半年的常态化货币操作手段。

央行选择非公开的方式续作到期央票而非发行新的央票，这一举动值得深究，我们认为，央行此举主要基于以下两点考虑：

1) 从维稳的角度考虑。“钱荒”事件对央行公开市场操作方式影响深远。相比于全面公开市场操作，央行更愿意和少数大行进行定向的、非公开的货币投放与回笼。特别是投放流动性的时候，采取逆回购这样的公开方式，而回笼（续作央票）则采取非公开的操作方式，显示央行即需要回收部分流动性，又不希望市场对回笼操作过分解读以至于引发不必要的恐慌。

2) 从政策效果的角度考虑。之前的报告中曾提到，央行公开发行业央票，在“量”和“价”上只能控制其中一端。而非公开发行业则带有部分行政命令的形式，在确保量的前提下使央票的票面价格更符合央行的要求。目前二级市场央票成交寥寥，同样期限的国债收益率为 3.79-3.80。可以发现，续作央票的收益低于具有免税效应的同期限国债收益率。若央行公开招标发行 3 年央票，则中标收益可能远高于 3.50。

在央行“锁长放短”的操作下，银行间资金面供求稳定，各期限回购利率走势平稳。

图 1：一周 SHIBOR 走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	O/N	1W	2W	1M	O/N	1W	2W	1M
2013/8/19	3.4030	4.0920	5.1560	4.9250	19	32	133	37
2013/8/20	3.8540	4.4280	5.4670	5.2180	45	34	31	29
2013/8/21	3.5170	4.2190	5.4000	5.0400	-34	-21	-7	-18
2013/8/22	3.3570	4.1150	5.0460	4.9680	-16	-10	-35	-7
2013/8/23	3.2650	4.1490	5.1710	5.0160	-9	3	13	5

图 2：一周银行间质押式回购利率走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	R001	R007	R014	R1M	R001	R007	R014	R1M
2013/8/19	3.4030	4.0920	5.1560	4.9250	19	32	133	37
2013/8/20	3.8540	4.4280	5.4670	5.2180	45	34	31	29
2013/8/21	3.5170	4.2190	5.4000	5.0400	-34	-21	-7	-18
2013/8/22	3.3570	4.1150	5.0460	4.9680	-16	-10	-35	-7
2013/8/23	3.2650	4.1490	5.1710	5.0160	-9	3	13	5

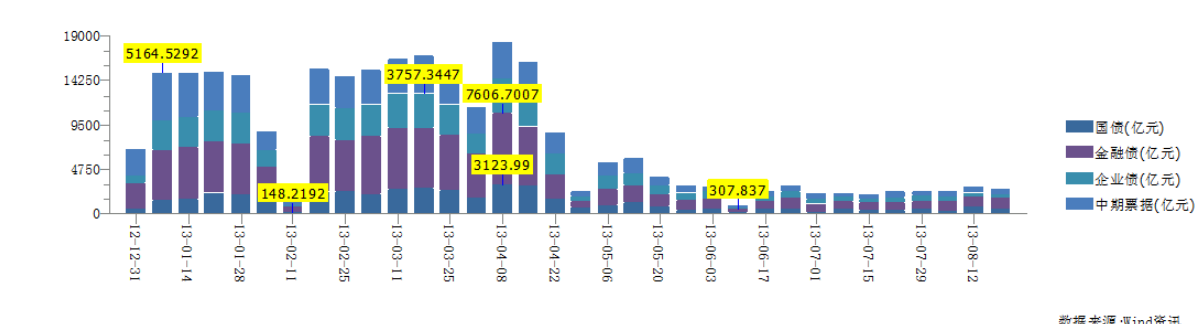
2、一周债券市场：国债回暖，信用债继续清淡

上周周三发行 300 亿元 10 年期国债，发行利率 4.08%，认购倍数 2.53。周一财政部分别发行 255 亿元 5 年期地方政府债和 253 亿元 3 年期地方政府债，发行利率分别在 4.43% 和 4.29%。认购倍

数分别为 1.11 和 1.13。

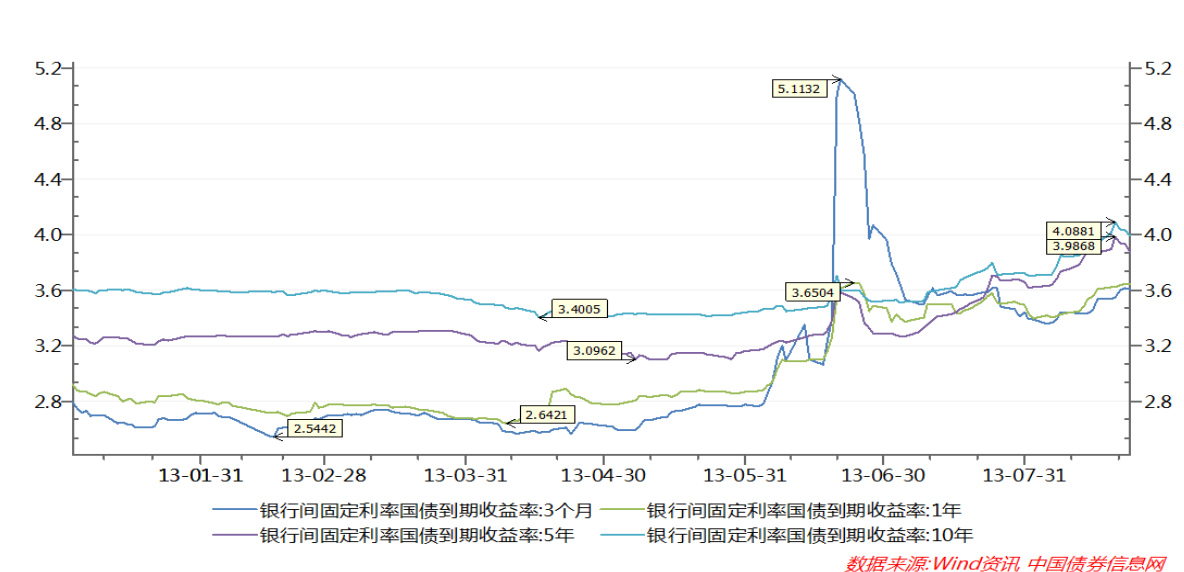
上周银行间现券交易量 2,991 亿元，较上周减少 5%；回购总金额 25,808 亿元，较上周减少 19%。其中国债成交 545 亿元；金融债成交 1,113 亿元；企业债成交 421 亿元；中票成交 586 亿元。信用债二级市场延续清淡的交投态势。一级市场供应频率也有所减缓。冷淡的行情下，收益率走势较难预测。

图 3：2013 年银行间市场交易量走势



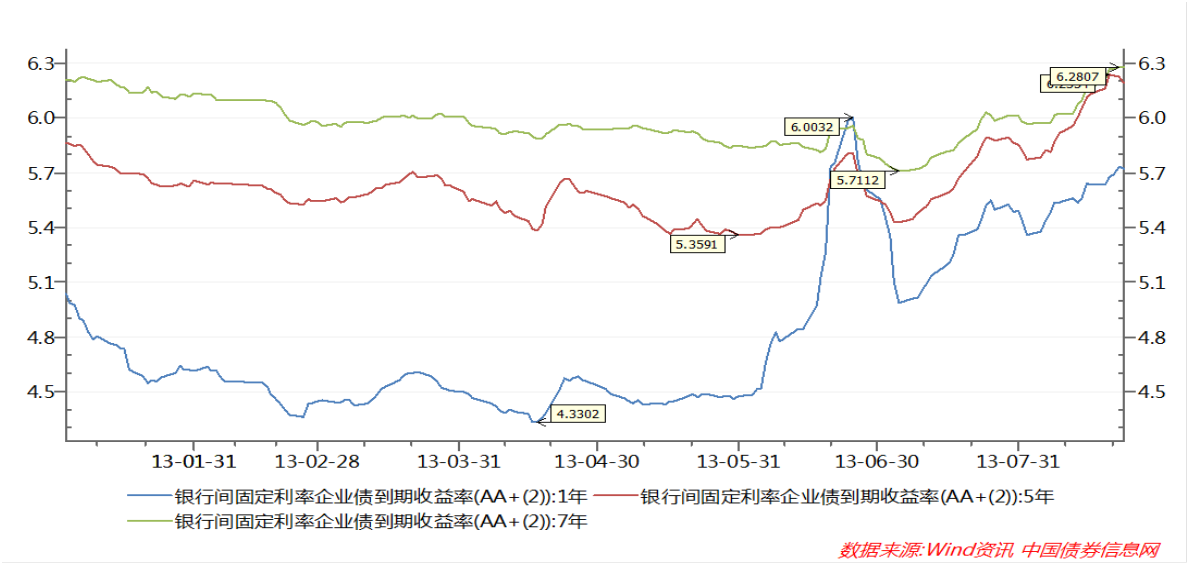
上周关键期限国债收益率较上周继续上行，周二起高位回落。其中 5 年期、10 年期国债收益率于周二创年内新高后，回落明显。

图 4：关键期限银行间固定利率国债收益率变化



上周关键期限企业债（AA+无担保）收益率上行后回落。其中 7 年期、5 年期 AA+无担保企业债在周四创年内新高，收益率分别在 6.28、6.23。随后周五出现回落。

图 5：关键期限银行间固定利率 AA+无担保企业债收益率走势



五、行业信息跟踪

1、国务院下发《关于改革铁路投融资体制，加快推进铁路建设的意见》

国务院日前下发了《关于改革铁路投融资体制，加快推进铁路建设的意见》，从推进铁路投融资体制改革（包括设立铁路发展基金等）、完善铁路运价机制、建立铁路公益性、政策性运输补贴制度、盘活铁路用地资源、提高铁总经营管理和资产收益水平和加快项目前期工作总共六个方面提出具体要求，并首次将促进铁路投融资机制改革的政策以国务院文件的形式向各主管部门发布。

该意见对铁路投融资支持政策可以分为两个层次，一方面提出将通过“继续发行政府支持的铁路建设债券，并创新铁路债券发行品种和方式”、“银行等金融机构要根据自身承受能力继续积极支持铁路重点项目建设”等途径，保障短期铁路投资资金充足（铁道债和银行贷款占当前铁路基建资金来源比例超过 70%）；另一方面，通过“向地方政府和社会资本全面放开铁路建设市场”、“设立铁路发展基金”、“建立铁路货运价格随公路货运价格变化的动态调整机制”、“建立铁路公益性、政策性运输补贴制度”和“授权铁总对铁路车站及线路用地综合开发”等多项激励政策，吸引社会资本投资建设铁路，同时提升铁建企业的自身盈利能力，为铁路建设的中长期发展突破资金瓶颈。

从具体内容来看，改善铁路建设资金来源以及将铁路运营外部效益内部化成为这次改革意见的重要看点。明确铁路的公益性，政府将为中国铁路总公司提供过渡性补贴，减轻铁总公司负担，推进铁路货运价格市场化，盘活铁路用地资源，允许改变土地用途以及转让土地使用权将使铁路建设的外部效益内部化。

这意味着铁路从辅助相关产业发展的被动角色，转换为“保增长、调结构”的主动角色；在支撑铁路实现较快可持续发展的大框架下，既有价格体系内的一切均可能被打破。

2、政府大力推进宽带中国战略与实施

国务院正式将“宽带中国”上升为国家战略，并明确定位是我国经济社会发展战略性新兴产业公共基础设施，这意味着宽带建设并非简单的企业层面的事情，国家将从行政层面推动宽带网络的建设，这将有助于推动国家宽带建设力度。而目前我国宽带网络整体较低，并且存在区域和城乡发展不平衡等问题，我国宽带普及率不到 40%，排在全世界 35 名左右，城镇地区宽带普及率仅为 60%，低于美国全国平均水平，而农村地区宽带普及率更是不到 20%，这意味着国家明确我国宽带建设还存在很大的空间，文件明确了将着力推动其快速发展。

宽带中国战略要求综合利用有线、无线技术推动电信网、广播电视网和互联网融合发展，加快构建宽带、融合、安全、泛在的下一代国家信息基础设施，全面支撑经济发展和服务社会民生。我们认为，将宽带中国战略定位为包括有线和无线，电信和广电及互联网的一体化的信息高速公路战略，国家将从顶层设计规划网络的建设，国内宽带网络，无线网络，广电网络均将持续快速建设，三网融合进程有望加快，国内电信设备商、广电设备商均有望受益。

宽带中国战略进一步明确了政策支持的措施，包括加强组织领导、完善制度环境、规范建设秩序、加大财税扶持、优化频谱规划、加强人才培养、深化国际合作。特别是加大财税支持，包括完善电信普遍服务补偿机制、充分利用中央各类专项资金、加大税收优惠扶持以及完善投融资政策，形成支持农村和中西部地区宽带发展的长效机制，推动农村和中西部地区宽带网络发展。

3、国务院近日正式批准设立中国（上海）自由贸易试验区

8 月 22 日商务部网站公布，国务院近日正式批准设立中国（上海）自由贸易试验区。试验区范围涵盖上海市外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区等 4 个海关特殊监管区域，总面积为 28.78 平方公里。具体方案将在完成相关法律程序后公布。

自贸区成立后，上海保税区数量将扩至 4 个，新保税区将比此前的综合保税区和其他试验区更加开放，将推动税收创新、监管创新、行政法规创新，包括可能对符合条件的企业按 15% 的税率征收企业所得税、区内货物自由流动、试行人民币资本项目下开放等，预计也有利于上海国际航运中

心建设的突破，短期区域贸易行业将直接受益。

短期看，上海自贸区设立有助增强区域经济活力，助力区域经济增长，间接使区域内相关重点产业如商业零售、贸易、地产及相关服务行业等受益。中长期看，若后续政府复制自贸区经验，继续扩大上海自贸区范围至全市，则将对上海经济的长期发展产生巨大的正面效应。

附一：国内主要经济指标

国内主要经济指标								
		13-Jan	13-Feb	13-Mar	13-Apr	13-May	13-Jun	13-Jul
GDP	同比%	7.7			7.5			
PMI	指数	50.4	50.1	50.9	50.6	50.8	50.1	50.3
工业增加值	同比%	-	9.9	8.9	9.3	9.2	8.9	9.7
社会消费品零售	同比%	-	12.3	12.6	12.8	12.9	13.3	13.2
固定资产投资	累计同比%	-	21.2	20.9	20.6	20.4	20.1	20.1
出口	同比%	25	21.8	10	14.7	1	-3.1	5.1
进口	同比%	28.8	-15.2	14.1	16.8	-0.3	-0.7	10.9
贸易盈余	亿美元	288	152	-9	182	204	271	178
CPI	同比%	2	3.2	2.1	2.4	2.1	2.7	2.7
PPI	同比%	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9	-2.7	-2.3
M2	同比%	15.9	15.2	15.7	16.1	15.8	14	14.5
M1	同比%	15.3	9.5	11.9	11.9	11.3	9.1	9.7
新增贷款	亿元	10,700	6,200	10625	7923	6674	8605	6999
社会融资总量	亿元	25,420	10,700	25,498	17,619	11,856	10,375	8088
外汇占款变动	亿元	6,837	2,954	2,363	2,944	669	-412	
财政收入	同比%	5.8	9.6	6.1	6.1	6.2	12.1	11.0
财政支出	同比%	19.1	12.2	7.2	18	12	3	-1.8
财政收支差额	亿元	5,289	1,032	-1,324	2,123	2,483	-727	2,494

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 工信部：5 年内培育 3 到 5 家营收超 50 亿大型乳企。
2. IPO 开闸时点屡猜屡错：发行改革酝酿新举措。
3. 国务院：城际铁路等所有权向地方政府和社会资本放开。
4. 国务院正式批准设立中国(上海)自由贸易试验区。

利空：

1. 上周 A 股开户数与持仓账户数双双创出年内低点。
2. 光大证券复牌跌停，市场预期其短期将面临至少两个跌停。
3. 资金面紧张局面再现 14 天回购利率大涨 154 点。
4. 投资者撤出亚太新兴市场，周一印尼雅加达综合指数大跌 5.8%，周二上午再跌 4.7%。
5. 证监会：将对证券公司程序化交易系统进行排查。
6. 一个月之内招商银行 350 亿元人民币的 A 股、H 股配股方案均获监管批准。

免责声明

此研究报告系华宸未来基金管理有限公司（“本公司”）准备，本公司的基金经理可能在为其客户管理投资组合中使用此报告。华宸未来基金管理有限公司将此报告选择性地派发给其客户（包括潜在客户）仅为提供参考信息之目的，而并不应被视为对买入或卖出此报告中提及的任何证券的建议。此报告非针对任何特定接收者的具体投资目标、财务状况或特殊需求而作出。报告中提及的证券或市场可能不对所有类型的投资者开放。

此报告所载信息来源于本公司认为可靠的渠道，但本公司不对其准确性或完整性提供任何直接或隐含的声明或保证。此报告非作为对相关证券或市场的完整表述或概括。任何所表达的意见可能会更改且不另外通知。此报告不应被接收者作为对其独立判断的替代。本公司或本公司的相关机构、雇员或代理人不对任何人使用此报告的全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。

负责准备此报告的分析师、策略师及研究助理确认其对此报告中提及的证券的观点已得到清晰表述，并且在其知情的范围内，他们/她们及其财产上的利害关系人与这些证券不存在利害关系。他们/她们的薪酬取决于多种因素，包括研究质量、内部和外部客户反馈、华宸未来基金管理有限公司的整体收入等，但不以在此报告中表达某一特定的投资建议为交换条件。

本报告的著作权及其相关知识产权归本公司所有，本公司对此保留一切权利。未经华宸未来基金管理有限公司事先书面许可，任何人不得将此报告或其任何部分以任何形式进行派发、复制或发布，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节或修改。