

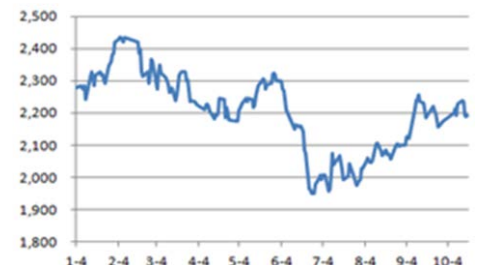
--中小板块后市分歧加剧

2013 年 10 月 22 日

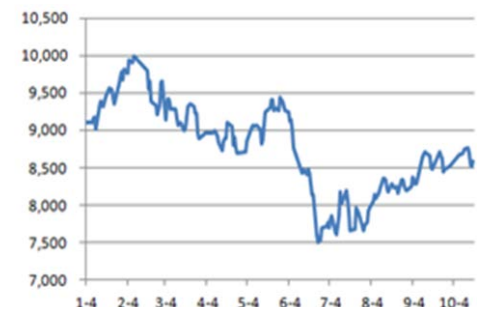
**投资要点**

- 上周三 A 股市场的大幅下跌，可能来自于多个因素的共振：首先，周二晚间网络上关于 IPO 即将开闸的传闻，引发市场对于当前高估值板块的担忧；其次，此前上涨较大的传媒板块，由于领涨个股华谊兄弟三季度业绩不达预期，带动整个板块回调，继而带动创业板指数的下挫；最后，部分媒体报道，在 10 月底即将出炉的中国地方政府负债调查结果可能远超 20 万亿水平。同时，3 季度的宏观数据也给市场注入了一定的不确定性：尽管当季 GDP 保持在 7.8% 的较好水平，但从微观结构来看，投资尤其是地产投资仍然是推动经济上行的主要动力，结构转型任重而道远；出口的增长数据低于预期，反映出东南亚及新兴市场需求疲弱，对于进一步拉动外需有一定难度；而 CPI 超越 3%，说明国内食品等产品的价格刚性较强，经济温和回暖也会造成通胀的快速回升，稳定物价水平依然是长期而艰巨的工作。在此环境下，市场对于 4 季度的宏观环境逐渐转向中性的态度。
- 对于四季度，主板市场整体难有趋势性向上行情，但向下风险也相对有限，总体仍然维持在低位箱体震荡。第一，今年保 7.5 目标已经基本完成，四季度政府仍然可能重新将目标聚焦在调结构上。而到了明年，有可能年度增长目标再下一台阶；第二，由于基数效应的关系，9 月开始以及整个四季度通胀都将维持在 3-3.5% 的区间内，不利于流动性改善预期；第三，经济层面仍然缺乏弹性。但是，目前来看，流动性并不会在四季度明显收紧，由于美国债务上限问题导致整个海外投资者对于新兴市场（中国）的中长期预期正在改善，国际资金流入会使使得银行间资金市场仍然将保持较为宽松状态。
- 在底线思维下，经济骤然失速概率很小，可控式降速之下进行“调结构”是主旋律，因此，流动性环境也将维持当前这种不松不紧的状态。在这种宏观大背景下，投资机会依旧在成长股与改革受益股上，这是未来的资源配置主线。因此，可以等待短期泥沙俱下之后，布局明年的改革和创新主线。

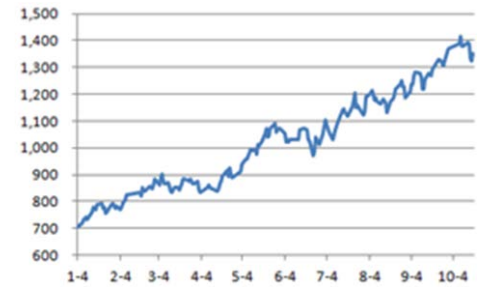
上证指数走势图



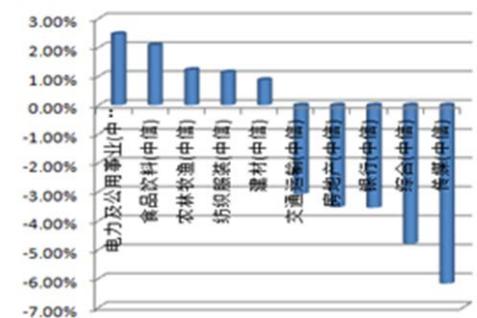
深圳成指走势图



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	沪深 300	IF1310
涨跌幅	-1.54%	-1.75%	-1.76%	-2.17%	-1.72%	-1.52%

上周上证指数下跌 1.54%，深成指下跌 1.75%。上周三是 A 股历史最高点 6124 点六周年，沪指当天重挫 2%回吐了上周全部涨幅，对创业板高估值的担忧是暴跌的主因，A 股的市盈率由 07 年 10 月 16 日的最高 71 倍回落到一年后 08 年最低点时的 13 倍左右。

一周走势回顾：周一两市全天呈冲高回落的走势，沪指在高铁、土地流转概念股的带动下一度冲击 2250，但金融地产表现疲软拖累了大盘的走势。周二 IPO 和国际板传闻打压市场情绪，两市全天低迷二度探底回升，海域流转、健康服务等概念股活跃超 40 股涨停。指数收盘微跌。周三美债违约风险担忧再起，两市低开后迅速探底，题材股出现跌停潮、前期领涨龙头纷纷大举被打压，做多热点几乎消失殆尽。沪指尾盘跌幅一度超 2%，创业板收盘大跌近 4%。周四受美国提高债务上限重启政府提振，A 股早盘在美丽中国等概念股的带领下冲高，午后处于对股指期货交割日的担忧，两市逐步回落，自贸区民营银行等概念股领跌。周五两市临近午盘，在 GDP 数据好于预期的提振下冲高，不过由于受期指交割日的谨慎情绪影响，午后冲高回落，收假阴线，延续了此前三连阴的弱势。

上周涨幅靠前的行业是环保、农林牧渔和食品饮料。环保行业，京津冀本月起专查大气 确保重污染天减少，中央财政为此拨款 50 亿元，再次推动了环保产业的行情。上周地流转概念股继续活跃或许显示了土地政策改革突破的良好预期，十八届三中全会渐行渐近，土地流转将创造百万亿的投资机会，概念股仍有足够的想象空间。9 月 CPI 上涨 3.1%，其中食品上涨 6.1%，市场预计受旺季因素影响四季度食品价格涨幅仍将维持在高位，对行业股价形成推动。

上周跌幅靠前的行业是传媒、银行和地产。传媒行业跌幅达到 6.18%，掌趣科技停牌 3 月后复牌，25 亿收购玩蟹为今年游戏业最大并购，作为行业期待已久的重大利好，很多机构趁机出货，引发创业板踩踏出逃。银行周五全线下跌，拖累了大盘在 GDP 数据刺激下出现的反弹，工商局网站显示本月有 8 家民营银行通过预审。地产板块，近日，有关房地产调控的长效机制已经形成初步草案的消息频频曝光，具体方案有可能在十八届三中全会或明年两会公布。

## 二、市场分析

上周三 A 股市场的大幅下跌，可能来自于多个因素的共振：首先，周二晚间网络上关于 IPO 即将开闸的传闻，引发市场对于当前高估值板块的担忧；其次，此前上涨较大的传媒板块，由于领涨个股华谊兄弟三季度业绩不达预期，带动整个板块回调，继而带动创业板指数的下挫；最后，部分媒体报道，在 10 月底即将出炉的中国地方政府负债调查结果可能远超 20 万亿水平。

同时，3 季度的宏观数据也给市场注入了一定的不确定性：尽管当季 GDP 保持在 7.8% 的较好水平，但从微观结构来看，投资尤其是地产投资仍然是推动经济上行的主要动力，结构转型任重而道远；出口的增长数据低于预期，反映出东南亚及新兴市场需求疲弱，对于进一步拉动外需有一定难度；而 CPI 超越 3%，说明国内食品等产品的价格刚性较强，经济温和回暖也会造成通胀的快速回升，稳定物价水平依然是长期而艰巨的工作。在此环境下，市场对于 4 季度的宏观环境逐渐转向中性的态度。

对于四季度，主板市场整体难有趋势性向上行情，但向下风险也相对有限，总体仍然维持在低位箱体震荡。第一，今年保 7.5 目标已经基本完成，四季度政府仍然可能重新将目标聚焦在调结构上。而到了明年，有可能年度增长目标再下一台阶；第二，由于基数效应的关系，9 月开始以及整个四季度通胀都将维持在 3-3.5% 的区间内，不利于流动性改善预期；第三，经济层面仍然缺乏弹性。但是，目前来看，流动性并不会在四季度明显收紧，由于美国债务上限问题导致整个海外投资者对于新兴市场（中国）的中长期预期正在改善，国际资金流入会使得银行间资金市场仍然将保持较为宽松状态。

在底线思维下，经济骤然失速概率很小，可控式降速之下进行“调结构”是主旋律，因此，流动性环境也将维持当前这种不松不紧的状态。在这种宏观大背景下，投资机会依旧在成长股与改革受益股上，这是未来的资源配置主线。因此，可以等待短期泥沙俱下之后，布局明年的改革和创新主线。

### 三、宏观政策跟踪

#### 1、9月通胀如期小幅上升，全年压力不大

9月国内CPI同比涨幅为3.1%，速度略超预期。其中，食品价格环比上涨1.5%，除油脂和水产品价格回落外，其余分类价格均有不同程度的上涨。蔬菜和水果的涨幅最高，对CPI环比上涨的贡献接近4成；其次是肉禽和蛋，对CPI环比上涨的贡献为两成左右。受成品油价格上调、服装换季以及今年中秋国庆假期安排的影响，车用燃料、服装和旅游价格涨幅较多，导致非食品价格要高于历史同期，环比上涨约0.4%。

年内通胀仍处于温和上升的趋势中，预计四季度CPI为3.2%。食品价格中蔬菜和水果易受气候的影响，显著增加了整体通胀的波动性；禽类和蛋的价格由于年初禽流感事件的冲击，产能去的较为彻底，目前价格逐渐进入上行周期；今年非食品类价格基本均在历史均值以上，反映出占比接近七成的非食品价格刚性较强，经济温和回暖也会造成通胀的快速回升；此外，服务价格涨幅较多，显示人力成本对经济回暖更为敏感，也与经济结构转型促进消费升级密切相关。

通胀破3%对未来的货币政策形成制约，央行降息降准的潜在可能性短期内进一步降低。

#### 2、9月份出口同比超预期回落

2013年9月，我国进出口总值3560.83亿美元，同比增长7.7%。其中出口1856.45亿美元，同比下降0.3%。从出口贸易方式看，一般贸易、进料加工贸易、海关特殊监管区域物流货物同比均下滑。分商品看，服装、纺织、家具等重点出口商品都出现了明显的回落。

从出口目的地来看，对美国出口增长稳定，同比增速较8月小幅回落，对欧盟出口增速较8月回落3个百分点，对日本出口增速今年以来首次摆脱负增长状态，我国9月对发达国家出口相对稳定。因此，9月出口负增长的主要来源于对东盟、金砖国家等新兴市场经济体出口大幅下滑。其中，对东盟出口增速下滑21个百分点左右，对韩国出口下滑23个百分点左右，对金砖国家出口下滑8个百分点左右。近期新兴市场经济体经济表现不佳，本国货币受美联储QE退出预期影响而持续低迷导致这些国家进口需求萎缩。

9月进口增速同比增长7.4%，较8月略有回升。一般贸易进口增速14.5%，与7、8月大致持平，主要工业原材料原油、铁矿砂和铜的进口增速均创下一年以来的最高水平，显示国内需求在稳增长政策刺激下较上半年明显改善。尽管自去年以来我国外贸形势日益严峻，但一般贸易比重逐步提高，加工贸易比重日益萎缩，显示我国外贸结构升级已初见成见，逐步摆脱了对低附加值的加工贸易的依赖。目前看，国内宏观调控政策重心回归调结构和促改革，预计四季度进口增速显著回升概率不高。

整体来看，三季度我国外贸形势较二季度有所好转。三季度我国进出口总值同比增长6%，较二季度回升1.7%，前三季度我国进出口总值同比增长7.7%，考虑到四季度外贸形势突然恶化的可能性不高，全年实现8%的进出口总值增长目标问题不大。

#### 3、3季度GDP增速7.8%，全年实现7.5%目标无悬念

国内三季度GDP单季同比增速为7.8%，累计同比微7.7%，符合市场之前预期。三大产业累计实际增速均有回升。受益于价格的上涨，一二产业名义增速的回升更加明显，单季增速分别回升3.1和1.6个百分点。由于前三季度GDP单季增速均高于7.5%，而只要四季度环比不低于1.6%，同比也将在7.5%以上，这样全年实现7.5%的目标增速应无悬念。

从三驾马车对GDP的贡献看，投资的贡献进一步上升，达到55.8%，明显高于过去两年同期，消费和出口的贡献均低于前两年同期，显示“稳增长”尽管无忧，但“调结构”的目标并未实现。

具体来看，9月份投资增速为20.2%，其中，单月增速回落1.9个百分点至19.6%。分行业看，基建投资累计增速和单月增速分别下降0.5和8.2个百分点，与去年的高基数有关；制造业投资虽然累计增速继续上升，但单月增速回落1个百分点，与我们判断一致，在PPI同比升幅放缓的情况

下，制造业投资增速难以持续回升。房地产投资保持强势，单月增速上升 9 个百分点至 23.9%，三大行业中单月增速最高。

而 9 月份消费名义增速为 13.3%，比上月小幅下降 0.1 个百分点，剔除价格因素后，实际增速比上月回落了 0.4 个百分点。汽车消费的大幅提升部分抵消了食品饮料、服装等消费增速的回落，前者从 7% 上升至 13.2%，对整体消费增速的同比贡献率达到 32.7%。由于今年十一黄金周消费同比创 09 年以来新低，预计 10 月消费增速仍可能继续回落。

#### 4、美国债务风险暂时化解、中期影响仍存

美国参议院以 81 票支持、18 票反对的投票结果通过法案，结束政府关门和提高债务上限，10 月以来困扰市场的美国政府关门和债务上限之争终于以民主党占上风、共和党妥协达成协议而划上句号，短期不确定性消除。但临时法案仅把债务上限提高至 2014 年 2 月 7 日所需的水平，且确保政府开门至 2014 年 1 月 15 日，因此中期影响仍未完全消除。

这种临时性的法案，意味着关于债务上限以及政府开支的争论在 2014 年初又将重演一遍，且届时面临中期选举，两党之间的矛盾可能会进一步激化。无论是市场还是联储，对于 1 季度再次出现“财政闹剧”的预期将持续存在。其结果是市场对于流动性的预期没有恶化（预期联储仍将观望），风险偏好上升。从汇率市场的表现来看，新兴市场、尤其是前期下跌幅度较大的拉美货币在美国正面消息出来之后大幅跳升，显示这部分国家阶段性面临资本流入的局面。尽管弹性小于其他新兴市场，但中国也将受益于阶段性的资本流入。

## 四、债券市场跟踪

### 1、一周资金面情况：银行间资金宽裕，央行上周四暂停逆回购操作

上周银行间市场和交易所市场资金面保持宽裕的状态，资金供给较为稳定，回购利率有所下行。在此前提下，央行周四暂停了惯常的逆回购操作。显示央行对市场资金面仍然保持关注，政策取向较为中性，逆回购等公开市场操作手段是央行稳定资金面的主要工具。因此，可以判断未来资金面将保持稳定，不再会出现极端紧张的局面。

周四（10月17日）央行没有进行任何公开市场操作。由此逆回购操作自7月末重启以来首次出现暂停。央行表态称，目前银行体系流动性较为宽裕，未来将继续根据流动性形势变化，灵活调整流动性操作的方向和力度。

上周净回笼资金总额为 445 亿元。

图 1：银行间市场回购利率走势

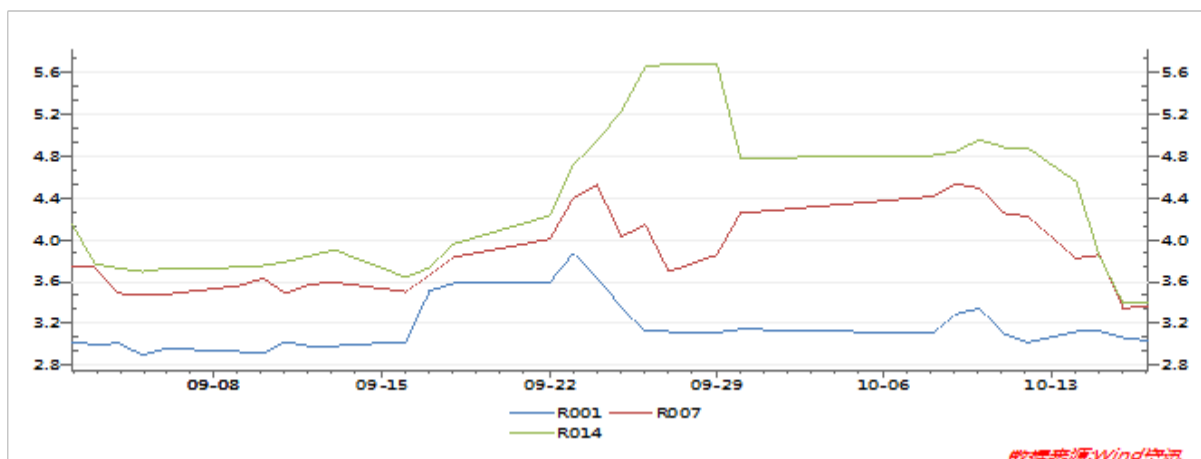


图 2：本月公开市场操作投放与回笼量



数据来源:Wind资讯

图 3：一周 SHIBOR 走势

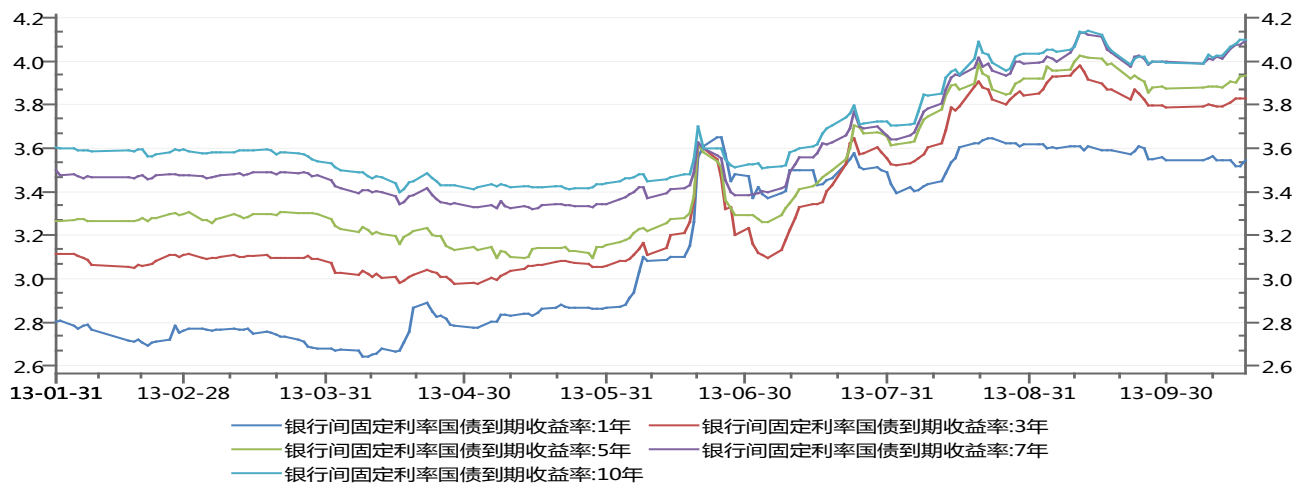
日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	O/N	1W	2W	1M	O/N	1W	2W	1M
2013/10/14	3.113	3.855	4.65	4.85	9	-39	-15	4
2013/10/15	3.117	3.845	3.883	4.713	0	-1	-77	-14
2013/10/16	3.055	3.314	3.357	4.857	-6	-53	-53	14
2013/10/17	3.038	3.35	3.391	4.73	-2	4	3	-13
2013/10/18	3.001	3.485	3.573	4.613	-4	14	18	-12

## 2、一周债券市场：供给压力与 CPI 数据高企共同导致利率债收益创新高

上周新发行债券的总计划发行规模为 2541 亿元，较上周增加约 42%。其中发行国债 555 亿元；地方政府债 216 亿元；发行政策性金融债 590 亿元；发行企业债 257.8 亿元，企业债发行金额为上周的 3.4 倍，增幅较大。

与宽松的资金面对应的是，在持续增加的供给和最新的 CPI 数据双重打击下，利率债，特别是中长期利率债收益率创了新高。10 年国开债收益率已经突破 5.0%，是三年以来的新高。考虑到目前利率债二级市场成交清淡，下周继续招标的利率债中标收益率将持续高位，中长期债券收益有可能进一步上行。

图 3：2013 年至今关键期限国债收益率走势图



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

## 五、行业信息跟踪

### 1、国务院近日发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》

国务院近日发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》要求五年内解决水泥、平板玻璃等产能过剩问题，坚决遏制产能盲目扩张，严禁建设新增产能项目，分类妥善处理在建违规项目，并将遏制重复建设、化解产能严重过剩矛盾工作列入地方政府政绩考核指标体系。

从本次重点提及的水泥行业来看：1) 严控新建产能。凡是未开工的违规项目，一律不得开工建设；凡是不符合产业政策、准入标准、环保要求的违规项目一律停建。2) 加快淘汰落后产能，2015年前淘汰水泥（熟料及粉磨能力）1 亿吨，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换。3) 尽快取消 32.5 复合水泥产品标准，逐步降低 32.5 复合水泥使用比重。4) 支持利用现有水泥窑无害化协同处置城市生活垃圾和产业废弃物，进一步完善费用结算机制，协同处置生产线数量比重不低于 10%。强化氮氧化物等主要污染物排放和能源、资源单耗指标约束，对整改不达标的生产线依法予以淘汰。

本次将化解产能过剩与政绩挂钩，有利于改善地方政府执行力。可以预期，未来政府在传统过剩产能的治理与限制方面力度将不断加强。

### 2、国务院发文督导，健康服务业开启大幕

日前国务院印发《关于促进健康服务业发展的若干意见》，首次提出健康服务业概念，其内容主要包括医疗服务；以预防保健、体育健身等为主的健康管理与促进；健康保险、以及以第三方检验检测、药品、医疗器械等为代表的健康服务支撑产业。

具体来看，主要包含 6 个方面的内容：一是医疗服务业，民营医院是本次政策的主要亮点；二是健康养老服务，推进医疗机构与养老机构等加强合作；三是中医药医疗保健服务；四是健康体检咨询、全民体育健身、健康文化和旅游等多样化健康服务。五是健康服务业相关支撑产业，包括自主知识产权药品、医疗器械、第三方检验等；六是健康服务信息化。

简政放权、市场化运作是本意见的主要亮点，这也反映了本届政府执政以来的基本思路，在意见中主要体现在：

1、完善财税价格政策。符合条件、提供基本医疗卫生服务的非公立医疗机构，其专科建设、设备购置、人才队伍建设纳入财政专项资金支持范围。经认定为高新技术企业的医药企业，依法享受高新技术企业税收优惠政策。非公立医疗机构用水、用电、用气、用热实行与公立医疗机构同价政策。各地对非营利性医疗机构建设免征征收有关行政事业性收费，对营利性医疗机构建设减半征收有关行政事业性收费。探索建立医药价格形成新机制。非公立医疗机构医疗服务价格实行市场调节价。

2、放宽市场准入。凡是法律法规没有明令禁入的领域，都要向社会资本开放；民办非营利性机构享受与同行业公办机构同等待遇。严控审批时限，下放审批权限；放宽对营利性医院的数量、规模、布局以及大型医用设备配置的限制。

3、加强规划布局和用地保障。扩大健康服务业用地供给，优先保障非营利性机构用地。

4、优化投融资引导政策。积极支持符合条件的健康服务企业上市融资和发行债券。。

### 3、中泰双方在铁路发展方面展开深度合作

日前，中泰政府双方在曼谷发表的《中泰关系发展远景规划》中称，中方有意参与廊开至帕栖高速铁路系统项目建设，以泰国农产品抵偿部分项目费用。泰方欢迎中方意向，将适时在 2013 年 10 月 11 日签署的《中泰政府关于泰国铁路基础设施发展与泰国农产品交换的政府间合作项目的谅解备忘录》基础上，与中方探讨相关事宜。

随后，在中国高铁展上，国务院总理李克强对泰国总理英拉表示，中国高铁技术先进，安全可靠，成本具有竞争优势，希望中泰加强铁路合作。上述高铁展还显示，中国已经与泰国合作，完成了泰国首都曼谷到旅游城市清迈以及曼谷到泰国与老挝的边境城市廊开共两条高铁的预可研成果。



中国高铁技术过关、成本占优，为高铁技术持续输出提供可能。经过技术引进和多年的消化吸收、再创新，目前，中国高铁技术过关，国产率基本达到 70%以上，在目前全球化分工协作生产的背景下，中国高铁具有出口的实力。同时，有研究报告显示，国外高铁建设成本约为 3 亿元/公里，而中国只有 1.5~1.8 亿元/公里，成本节约 40%以上，因此成本优势为高铁技术向发展中国家持续出口提供可能。

国内高铁市场发展进入平稳期，国外市场的有效拓展为铁路设备板块相关企业业绩持续增长提供可能。目前，国内高铁建设进入平稳期，2013~2015 年我国铁路固定资产投资约 7000 亿/年，增幅不大。虽然高铁线路竣工进入相对密集期，加之高铁成网配车密度提升，两个因素大概率保证未来两年铁路设备的需求，但国外市场的拓展将为铁路板块相关企业业绩以较快的速度增长提供可能。目前，中国南车和中国北车的动车组产能合计达 400 列/年，而 2012 年产能利用率不到 60%，时代新材动车组用弹性元件也将在 60 万公里实验结束后批量生产。由于国内高铁竣工里程及投资将进入平稳期，我们认为，后期高铁成网后配车密度的提升，以及国外市场的推进速度为决定铁路相关产品未来增速能否超预期的主要因素。

### 附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Feb	13-Mar	13-Apr	13-May	13-Jun	13-Jul	13-Aug	13-Sep
GDP	同比%		7.7			7.5			7.8
PMI	指数	50.1	50.9	50.6	50.8	50.1	50.3	51	51.1
工业增加值	同比%	9.9	8.9	9.3	9.2	8.9	9.7	10.4	10.2
社会消费品零售	同比%	12.3	12.6	12.8	12.9	13.3	13.2	13.4	13.3
固定资产投资	累计同比%	21.2	20.9	20.6	20.4	20.1	20.1	20.3	20.2
出口	同比%	21.8	10	14.7	1	-3.1	5.1	7.2	-0.3
进口	同比%	-15.2	14.1	16.8	-0.3	-0.7	10.9	7.0	7.4
贸易盈余	亿美元	152	-9	182	204	271	178	285	152
CPI	同比%	3.2	2.1	2.4	2.1	2.7	2.7	2.6	3.1
PPI	同比%	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9	-2.7	-2.3	-1.6	-1.3
M2	同比%	15.2	15.7	16.1	15.8	14	14.5	14.7	14.2
M1	同比%	9.5	11.9	11.9	11.3	9.1	9.7	9.9	8.9
新增贷款	亿元	6,200	10625	7923	6674	8605	6999	7113	7870
社会融资总量	亿元	10,700	25,498	17,619	11,856	10,375	8088	15,700	14,049
外汇占款变动	亿元	2,954	2,363	2,944	669	-412	-245	273	1,264
财政收入	同比%	9.6	6.1	6.1	6.2	12.1	11.0	9.2	13.4
财政支出	同比%	12.2	7.2	18	12	3	-1.8	6.5	10.1
财政收支差额	亿元	1,032	-1,324	2,123	2,483	-727	2,494	-1,019	-3,494

## 附二：一周消息面汇总

### 利好：

1. 京津冀本月起专查大气 确保重污染天减少，利好环保产业。
2. 证监会微博否认允许外资自贸区内发行股票。

### 利空：

1. 上周共计 46.43 亿股限售股解禁，解禁市值约 277 亿元。
2. 人民币即期汇率首次突破 6.10 连续三日创新高。
3. 光大、平安国信三大遭立案券商命运将揭晓。
4. 交割日经济数据公布 期指谨慎情绪升温。

## 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。