

--微刺激对市场边际效应递减

2014 年 4 月 21 日

投资要点

● 大盘经过前期的反弹，上周市场上证综指上周下跌 1.54%，中小板下跌-0.13%，创业板微涨 0.99%。此轮市场的反弹源于无风险利率的下降和克强总理的“微刺激”的措施预期。1 年期信用利差在江苏超日债违约时达到高点，之后缓慢下行。信用利差的下行主要是由企业债利率下滑导致。“稳增长”基调下的微刺激政策的预期逐步兑现，包括针对县域银行的“定向降准”、针对小微企业的减税、加大铁路基建的投资等，这些都构成本轮反弹的逻辑。

● 公布的宏观数据表明经济处于低位水平的调整降速期，二季度经济的下行压力并未缓解。一季度中国宏观经济数据于 4 月 16 日出炉，GDP 的单季增速为 7.4%，创下了近 2 年的新低。从消费、投资、进出口三驾马车来看，相比 2013 年 2 季度的 7.5%GDP 增速，2014 年 1 季度呈现出了全面减速状态：实际消费增速比 13Q2 下降 0.8%；投资增速中制造业、基础设施、地产投资全面减速，增速分别比 13Q2 下降了 1.1%、1.9%和 3.6%；进出口总额相比 13Q2 下降 7%，贸易顺差大幅缩减。

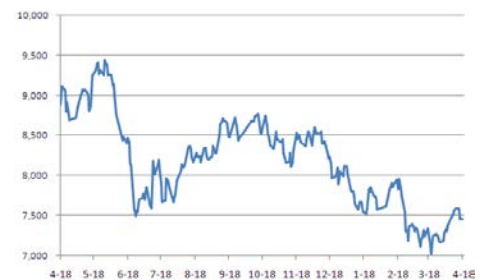
● 地产风险可能推动信用风险再次上升。我们认为，地产行业正面临着越来越大的债务风险：（1）在今年到期的 1 万亿集合信托中，有 2500 亿地产信托，集中在 2014 年第二季度和第三季度到期；（2）地产行业过去三年所依赖的表外融资，正在快速萎缩。由于银行系统普遍缩减地产融资，我们认为地产行业面临的融资环境正进一步恶化；（3）地产行业现金流预计还在恶化。尽管 2012/2013 年地产旺销带来极大现金流，但持续大规模购置土地恐怕已将回流现金消耗殆尽。（4）人民币转弱，削弱了地产企业海外融资优势。

● 尽管后续“微刺激”的措施还将出台，在 3 月底国务院公布了铁路、棚改和减税的财政微刺激；4 月中旬确定金融服务“三农”发展的措施（虽然被市场误读为定向降准），4 月下旬适时在东部沿海地区启动新的核电重点项目建设。我们认为，现在去博弈货币政策宽松带来指数的大幅反弹为时尚早。存量资金只会主板当中寻找主题投资机会，指数的反弹的空间是有限的，更多是围绕 2000-2150 之间震荡。

上证指数走势图



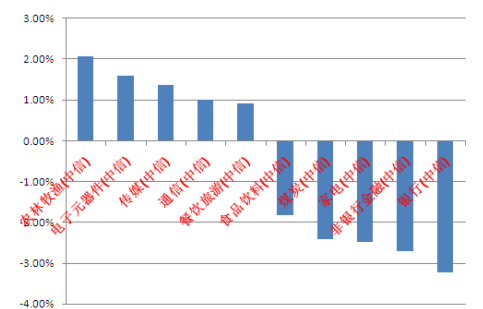
深圳成指走势图



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	IF1404
涨跌幅	-1.54%	-1.73%	-0.13%	0.99%	-2.03%	-2.03%

受一季度疲软 GDP 数据以及金融股低迷走势的拖累，上周沪深两市双双下跌。一季度 GDP 增速再创新低显示经济仍在放缓；消息称银行优先股发行上半年获批可能性很小，打击了金融板块做多的积极性；另有数据显示 4 月前两周四大行 1.9 万亿存款流失。香港股市由于复活节长假临近，市场情绪谨慎，当周下跌结束了连续两周的强势。

一周走势回顾：周一：两市开盘冲高后回落，保险、银行等权重板块低迷，拖累沪指下行失守年线，午后京津冀、油改等概念股活跃，沪指冲高翻红，临近收盘成功站上年线，连续 6 日收红。周二：金融股集体走低打压市场，A 股盘中连续下滑，一度跌破 2100 点关口，但具备政策利好和规模不大的新疆、西藏、舟山等区域主题仍有活跃表现。周三：两市低开高走，受 IPO 可能重启消息刺激的券商股领涨大盘，随后一季度 GDP 数据显示经济增速放缓，两市回落，午后权重走势分化，临近收盘沪指小幅拉升守住 2100 点。周四：两市全天震荡调整，市场略显疲态，量能小幅萎缩，电子、通信股稍有表现，地产、水泥、煤炭、军工股跌幅居前。宁波概念接替新疆、京津冀区域概念爆发。沪指缩量跌 0.3%，失守 2100 点关口。周五：两市早盘低开后走高，全天维持震荡态势，量能继续小幅萎缩。盘面上，当天亮点集中在成长股，创业板反弹并升穿 20 日均线。区域概念热点切至浙江后，京津冀和新疆概念连续调整。

当周中信一级板块涨幅靠前的是农林牧渔、电子和传媒板块。农林牧渔：年初推行的一系列农业改革措施进入实施阶段，种植业企业的主体地位将逐步提升，科研实力较强的企业将体现出竞争优势，另外业内预计随着生猪、母猪存栏量下降，猪肉已经见底，下半年将出现反弹。电子：随着各地集成电路产业扶植产业基金陆续推出，集成电路产业的整合潮及发展高潮已经来临，不少企业对于未来各地方相关扶持政策的出台均十分期盼。传媒：上周国务院再次印发关于支持文化企业发展的扶持政策文件，体现出近年来国家对文化产业健康发展的一贯支持。最近发布的相关政策对有线电视、电影等行业有直接的促进作用。

表现较差的板块是银行、非银行金融和家电。银行：消息称银行优先股发行上半年获批可能性很小，打击了金融板块做多的积极性，另有数据显示 4 月前两周四大行 1.9 万亿存款流失，在经历了前三月高达 3.67 万亿的存款大流失后银行存款流失的态势愈发严重。非银行：针对市场上 IPO 再次重启的传闻，证监会进行了澄清，表示目前还没有召开首发企业的发审会，相关工作进展略晚于前期预计的工作进程。券商板块受此影响下跌。

## 二、市场分析

大盘经过前期的反弹，上周市场上证综指上周下跌 1.54%，中小板下跌-0.13%，创业板微涨 0.99%。此轮市场的反弹源于无风险利率的下降和李克强总理的“微刺激”的措施预期。1 年期信用利差在江苏超日债违约时达到高点，之后缓慢下行。信用利差的下行主要是由企业债利率下滑导致。

“稳增长”基调下的微刺激政策的预期逐步兑现，包括针对县域银行的“定向降准”、针对小微企业的减税、加大铁路基建的投资等，这些都构成本轮反弹的逻辑。

**公布的宏观数据表明经济处于低位水平的调整降速期，二季度经济的下行压力并未缓解。**一季度中国宏观经济数据于 4 月 16 日出炉，GDP 的单季增速为 7.4%，创下了近 2 年的新低。从消费、投资、进出口三驾马车来看，相比 2013 年 2 季度的 7.5%GDP 增速，2014 年 1 季度呈现出了全面减速状态：实际消费增速比 13Q2 下降 0.8%；投资增速中制造业、基础设施、地产投资全面减速，增速分别比 13Q2 下降了 1.1%、1.9%和 3.6%；进出口总额相比 13Q2 下降 7%，贸易顺差大幅缩减。

**地产风险可能推动信用风险再次上升。**我们认为，地产行业正面临着越来越大的债务风险：（1）在今年到期的 1 万亿集合信托中，有 2500 亿地产信托，集中在 2014 年第二季度和第三季度到期；（2）地产行业过去三年所依赖的表外融资，正在快速萎缩。由于银行系统普遍缩减地产融资，我们认为地产行业面临的融资环境正进一步恶化；（3）地产行业现金流预计还在恶化。尽管 2012/2013 年地产旺销带来极大现金流，但持续大规模购置土地恐怕已将回流现金消耗殆尽。（4）人民币转弱，削弱了地产企业海外融资优势。

尽管后续“微刺激”的措施还将出台，在 3 月底国务院公布了铁路、棚改和减税的财政微刺激；4 月中旬确定金融服务“三农”发展的措施（虽然被市场误读为定向降准），4 月下旬适时在东部沿海地区启动新的核电重点项目建设。我们认为，现在去博弈货币政策宽松带来指数的大幅反弹为时尚早。存量资金只会在主板当中寻找主题投资机会，主板指数的反弹的空间是有限的，更多是围绕 2000-2150 之间震荡。

### 三、宏观政策跟踪

#### 1、贸易数据受到高基数影响

3月出口增速-6.6%，低于预期4.5%，比上个月回升11.5个百分点。我们认为出口偏低主要是受到去年同期虚假贸易的基数影响，实际出口应该是小幅度反弹。理由如下：1) 欧美日 PMI 回升，中国 PMI 出口指数反弹。2) 分国家看，对美、欧、日三大经济体的出口均实现同比正增长。3) 表征虚假贸易的海关特殊监管区域物流货物同比大跌53%，同时对香港地区的出口大幅下跌40%左右，除去对港出口后的出口数据同比正增长6.8%。往后看，欧美日 PMI 回升领先中国出口同比3个月，高基数因素消除后，预计二季度出口将明显好转。

3月进口增速-11.3%，低于预期4.3%。主要是前期大宗商品价格大幅下滑之后，大宗商品的进口量也开始下滑。正如我们之前所说，前几个月大宗商品进口持续快速增长已经脱离了基本面的支撑，预计未来几个月进口将继续低位徘徊。

3月份贸易余额由逆差转为顺差，主要是由于进口下降更多。但1-2月份服务项下逆差较大，反映资本流出的压力增加。

#### 2、通胀继续疲弱

3月CPI同比2.4%，低于预期2.5%，比上个月回升了0.4个百分点。回升的原因主要是去年同期基数较低。环比来看，CPI食品价格环比跌幅超历史均值，其中，猪肉价格环比下跌7.1%，当前猪肉价格只有4.8，跌破了5的警戒线，逼近2010年6月的低点。目前市场预计母猪存栏数将加速下滑，猪肉价格或将在三季度企稳。CPI非食品价格环比0.1%，符合历史均值。向前看，由于食品价格疲弱，通胀压力不大，预计2季度CPI同比与1季度基本持平。

PPI通缩加剧，主要受到近期大宗商品价格下跌的影响。分行业看，煤炭、钢铁、有色的出厂价格环比领跌，产能过剩较严重的行业产品价格调整的压力较大。

当前通胀位于较低水平，对货币政策放松的不形成制约。但我们认为大幅放松的可能性较小，预计未来货币政策以微调为主，可能包括信贷窗口指导、放松贷存比要求、差别存款准备金率调整等定向宽松措施。

#### 3、信贷数据点评：广义流动性偏紧制约资产端扩张

3月新增贷款1.05万亿，基本符合预期，同比少增125亿。长期贷款比重下降到49%，低于前两个月63%的比例。尤其是新增票据融资由负转正，可能反映了终端需求出现疲弱的情况。短期贷款的比例也开始增加，可能反映了银行由于负债端的压力开始降低资产端的久期。

3月新增社会融资总量2.07万亿，同比少增4800亿。主要是信托贷款、企业债券融资同比少增较多。与非标相关的两个分项，委托贷款增加2389亿，信托贷款增加950亿，合计增加3339亿，低于去年同期的6000亿，也比去年月度平均增量3641亿要低。股份制银行年初以来普遍对非标业务增量有所压缩，一方面是监管趋紧，另一方面是银行风控要求趋严。预计二季度非标业务增量仍维持低位。

3月M2降至12.1%，远远低于预期的12.9%。非标派生存款下降、新增外汇占款下降、以及央行不断正回购导致基础货币收紧是M2下降的主要原因。M1同比降至5.4%，3月份企业存款增量较去年同期低6000多亿，而居民存款增量反而比去年同期高2100亿，显示居民存款向企业存款的转移放缓，与目前居民购房量下降有关，这表明企业的现金流阶段性恶化。

社融和M2的增速回落反映了目前资产端扩张的制约以及负债端存款增速回落的问题，广义流动性偏紧，需要放松对资产端扩张的约束，比如考虑放松信贷额度，对非标限制减弱以及推动非标转标，负债端也需要考虑增加存款以及银行的主动负债管理工具，例如增加国库现金存款招标，开发银行针对居民和企业的大额存单等。



#### 4、三月份经济数据点评：第三产业推动一季度 GDP 好于预期

一季度 GDP 同比增速 7.4%，好于市场预期的 7.3%。GDP 季调后环比增速 1.4%，较去年 4 季度显著回落，放缓态势明显。根据工业生产增速和 GDP 增速之间的弹性系数测算，1 季度 GDP 同比增速下滑幅度要在 0.5 个百分点之多。第三产业推动 GDP 好于预期。这也有助于降低对经济硬着陆的担忧。

3 月工业增加值同比 8.8%，低于预期的 8.9%，比上个月回升 0.2 个百分点。分产品来看，增长回升主要来自中游和上游等重化工业和信息设备制造业，如水泥、原油加工、有色和计算机设备制造生产等。

3 月投资增速 17.6%，远低于预期的 18.1%，比上个月下滑 0.3 个百分点。单月投资增速 17.3%，下滑 0.6 个百分点。主要受到地产投资下滑的拖累。制造业投资 15.2%，于上个月基本持平，基建投资 22.6%，比上个月回升 3.8 个百分点，但房地产投资 14.2%，比上个月下滑 5 个百分点。销售下滑和地产相关信贷收紧是投资下滑的主要原因。

3 月消费增速 12.2%，和预期一致，比上个月回升 0.4 个百分点，但这主要是受到物价上涨的影响。剔除物价因素，实际增速 10.8%，与上个月持平。而且限额以上消费增速下滑了 1.5 个百分点，从历史上看，限额以上消费增速更符合实际情况。反腐对消费抑制作用仍在持续。

经济增速仅小幅低于政府目标，总体而言仍在合理区间范围内，意味着宏观政策稳增长以微调为主。货币政策也是微调，降准、降息的可能性仍然较小，之前通过的县域农村商业银行和合作银行适当降低存准率，被看作定向宽松的措施，对总量的影响有限，是边际上的改善。

总体看，经济增长仍然存在下行风险。如果今年地产投资维持在 17%左右的水平，那么基建投资需要 26%以上才能维持去年的投资增速，这需要更宽松的货币环境支持。从目前来看，稳增长政策是微调而不是强刺激，预计 GDP 增速难有强劲反弹。考虑到去年二季度的低基数原因，今年二季度可能维持在 7.4%的水平。

## 四、债券市场跟踪

### 1、一周资金面情况

上周公开市场有 2260 亿元正回购到期，央行继续开展正回购操作予以对冲，上周央行共计开展了 2670 亿元正回购操作。上周央行公开市场维持着较为平稳的操作力度。另外，上周财政部、中国人民银行进行了 500 亿元国库定存招标，向市场注入了一定流动性，本次国库定存招标利率为 5%，相较于上次招标下行了 102bp。上周共实现资金净投放 90 亿元（含国库现金）。

上周，资金面在政策放松预期的带动下，大幅持续走低，短端降幅大于长端，资金曲线较为陡峭，意味着市场对于短期的流动性预期好于长期。

图 1: Shibor 一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	O/N	1W	2W	1M	O/N	1W	2W	1M
2014/4/14	2.64	3.57	3.70	4.17	-12	57	-58	-43
2014/4/15	2.45	3.44	3.39	4.10	-19	-13	-31	-6
2014/4/16	2.30	2.73	3.00	4.09	-15	-72	-39	-2
2014/4/17	2.18	2.72	2.76	4.06	-12	0	-24	-3
2014/4/18	2.00	2.76	2.78	3.93	-18	4	2	-13

图 2: 银行间质押式回购利率一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	R001	R007	R014	R1M	R001	R007	R014	R1M
2014/4/14	2.62	3.52	3.66	4.08	-11	-23	-4	-5
2014/4/15	2.44	3.41	3.22	4.10	-19	-11	-44	2
2014/4/16	2.27	2.73	3.00	4.05	-17	-68	-23	-5
2014/4/17	2.16	2.74	2.70	3.74	-11	0	-29	-30
2014/4/18	1.99	2.82	2.73	3.85	-18	8	2	10

图 3: 交易所质押式回购利率一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	GC001	GC007	GC014	GC028	GC001	GC007	GC014	GC028
2014/4/14	3.20	3.37	3.56	3.93	-33	2	6	-7
2014/4/15	3.25	3.55	3.66	3.93	5	18	11	-1
2014/4/16	3.17	3.38	4.28	3.98	-7	-17	62	5
2014/4/17	1.37	3.35	4.39	3.45	-180	-3	11	-53
2014/4/18	4.30	4.04	4.26	4.05	293	69	-13	59

### 2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 116 支债券，发行规模为 2180 亿元。

利率债方面，上周共发行 11 只支利率债，共计 949 亿元。受定向降准引发市场预期改善的影响，利率市场招标结果好于上周招标情况。10 年期付息国债的发行获得 2.08 倍的投标倍数，市场需求旺盛。政策性金融债的招标结果延续了需求较好的情况，尤其是周一发行的两期农发债，获得 3.63 和 4.34 倍的高位中标倍数，市场认购积极踊跃。所有新发券中标利率均低于前日二级市场中债收益率曲线。

信用债方面，上周共发行 105 支信用债，发行规模共 1,231 亿元。包括 14 支中票、37 支企业

债、1支公司债、1支可转债、52支短融。其中，企业债的发行规模为456亿元。债项评级分布在AA至AAA，主体评级分布在AA-至AAA，期限分布在6-15年，票面利率分布在6.25%至8.78%。

### 3、债券二级市场

上周银行间现券交易量约8,520亿元；回购总金额约42,356亿元。其中银行间市场国债成交约1,647亿元；地方政府债成交约1.68亿元；央票成交约9.11亿元；金融债成交约3,609亿元；企业债成交约744.91亿元；中票成交约1,220亿元；短融成交约1,244亿元；政府支持机构债成交约43.7亿元。

上周，债券市场成交较为踊跃，利率债、信用债收益率曲线全线下行。

## 五、行业信息跟踪

### 1、证监会 18 日预披露 28 家 IPO 公司

4 月 18 日（周五）晚间，证监会网站突然密集更新，批量放出 28 家拟 IPO 公司的招股书申报稿。在首批预披露名单中，拟在上交所主板上市的企业有 16 家，拟在深交所中小板上市的企业有 4 家，拟在创业板上市的企业有 8 家。计算机板块仅有数字认证一家公司。IPO 重启意味着靴子落地，前期创业板的调整已包含部分预期，因此此次将偏短期。短期波动不改板块长期发展的趋势：政策会继续坚持“调结构”，以互联网为典型代表的新经济将继续蓬勃发展，IT 技术作为重要支撑将发挥关键作用。

### 2、国务院办公厅印发两项规定促进文化产业发展

a) 上周国务院办公厅印发《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业》和《进一步支持文化企业发展》两个规定的通知，再次传递出文化产业作为支撑和引领经济结构优化升级重要抓手的强烈信号。

b) 广电总局将于 2015 年 1 月起改变电视台播剧模式，实行 10 年的“4+X”变成“一剧两星”（即一部电视剧最多只能同时在两家上星频道播出），业界分析，此举将对电视剧的运作、演员成本、卫视排名带来翻天覆地的变化。（1）对于“一剧两星”，业界分析，此举将对电视剧市场产生深远影响：“好的剧本和团队会变成稀缺资源成为各个公司争抢的对象，一线主流大咖演员的身价估计不会降。酬劳会已其他方式介入，单一付款酬劳会让影视公司承担不起。收视率会更加成为资本方投资标准筹码，巨大的电视剧制作缺口引起好项目和收视率混战。大批小型影视公司会合并和倒闭。”（2）对优质电视剧及节目内容提供商将构成重大利好。

c) 国务院 14-16 年免征有线数字电视基本收视维护费增值税。

### 3、11 号文发布：对非标监管趋严

银监会合作部下发了《关于加强农村中小金融机构非标准化债券资产投资监管有关事项的通知》（银监合（2014）11 号），主要内容包括：1、投资非标资格：农村中小金融机构（包括农商行、农合行、农信社、村镇银行、贷款公司、农村资金互助社等）以理财资金/自有或同业资金投资非标资产的，原则上应满足监管评级在二级（含）以上；以自有或同业资金投资非标资产的，资产规模应在 200 亿（含）以上。2、非标额度：自有或同业资金投资非标资产余额不得超过同业负债的 30%，非标资产投资总余额（理财资金加自有和同业资金投资）不得高于上一年度审计报告披露总资产的 4%。3、非标投向：不得投资政府融资平台、房地产（保障房除外）和“两高一剩”行业项目或产品。4、非标会计处理：自有或同业资金投资非标资产的，要计提相应资本和拨备。5、生效期限：要求 2014 年底前完成整改。

11 号文设置的两个限额均产生实质性影响。我们预计，农村中小金融机构去年年底的理财资金投资非标约为 2500 亿，自有资金投资非标约为 2200 亿，同业资金投资非标约为 4500 亿，三者合计约为 9200 亿（其中自有和同业资金投资非标合计约为 6700 亿）。而总资产 4%的限额来算，非标总限额为 7300 亿，超标 1900 亿；按照 11 号文同业负债 30%的限额来算，自有和同业资金投资非标限额为 3800 亿，超标 3000 亿。

11 号文主要针对农村中小金融机构。农村中小金融机构和地方政府，尤其是基层地方政府有密切关系，且规模较小，盈利模式单一，抗风险能力较弱。监管机构历来对农村中小金融机构设立更严的监管标准。如去年下发的《2013 年农村中小金融机构监管工作要点的通知》要求农村中小金融机构全口径融资平台余额下降、开发贷增速不得高于各项贷款平均增速、占比超过同业平均水平的要下降、不得挤占信贷资金购买理财和信托产品、村镇银行原则上不得购买理财和信托产品，这些内容均较针对主要商业银行的监管更为严厉。

陆续出台的针对影子银行的监管实质是落实年初的国办 107 号文。政策将通过加大对影子银行





的监管力度，促使非标转标，从而降低融资成本以及信贷风险。

研究创造价值

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Aug	13-Sep	13-Oct	13-Nov	13-Dec	14-Jan	14-Feb	14-Mar
GDP	同比%		7.8			7.7			7.4
PMI	指数	51	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3
工业增加值	同比%	10.4	10.2	10.3	10.0	9.7		8.6	8.8
社会消费品零售	同比%	13.4	13.3	13.3	13.7	13.6		11.8	12.2
固定资产投资	累计同比%	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6		17.9	17.6
出口	同比%	7.2	-0.3	5.6	12.7	4.3	10.6	-18.1	-6.6
进口	同比%	7.0	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0	10.1	-11.3
贸易盈余	亿美元	285	152	311	338	256	319	-230	77
CPI	同比%	2.6	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4
PPI	同比%	-1.6	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3
M2	同比%	14.7	14.2	14.3	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1
M1	同比%	9.9	8.9	8.9	9.4	9.3	1.2	6.9	5.4
新增贷款	亿元	7113	7870	5061	6246	4825	13200	6445	10500
社会融资总量	亿元	15,700	14,049	8564	12300	12322	25800	9387	20709
外汇占款变动	亿元	273	1,264	4416	3980	2729	4374	1282	
财政收入	同比%	9.2	13.4	16.2	15.9	14.3	13.0	8.2	5.2
财政支出	同比%	6.5	10.1	22.0	4.9	20.3	21.3	-10.7	22.3
财政收支差额	亿元	-1,019	-3,494	1628	-3532	-15,554	2,494	2575	-3262

## 附二：一周消息面汇总

### 利好：

1. 中国—海合会自贸区谈判即将重启，有望达成自由贸易协定。
2. 北京交通委：京津冀交通一体化 2020 年将初步建成。
3. 特斯拉本月下旬进入中国，抢滩中国市场。
4. 习近平：加快建设空天一体攻防兼备的强大空军。
5. 国务院：适当降低县域农商行存款准备金率。

### 利空：

1. 多个城市开发商暗降新盘售价 房企销售压力加码。
2. 美股收跌纳指 2 个月来首次跌破 4000 点。
3. 钢厂深陷债务泥潭，行业资金链断裂存隐忧。
4. 3 月季末高达 3.67 万亿的存款大回流后，4 月前两周四大行 1.9 万亿存款流失。

## 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。