

市场研究周报

市场周报

市场动态

市场分析

--稳增长预期再起

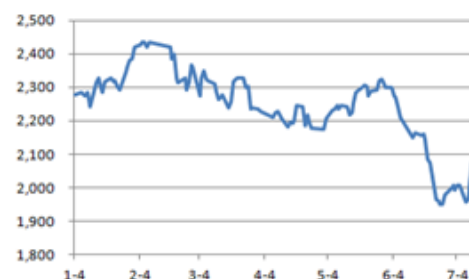
2013 年 7 月 15 日

投资要点

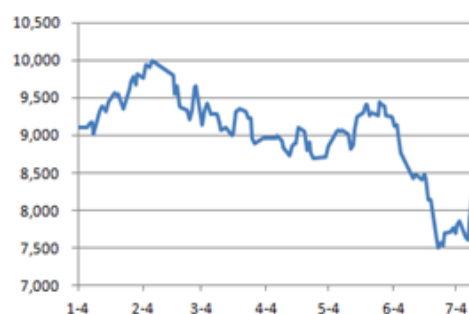
● 自 7 月初以来，国内政策转暖信号频现：（1）6 月底国务院常务会议研究部署加快棚户区改造；（2）7 月 3 日国务院会议研究激活财政存量资金，3 万多亿财政存款冗余资金投向引发市场关注；（3）7 月 5 日地产融资放开传闻扰动市场；（4）7 月 9 日李克强总理在广西主持召开部分省区经济形势座谈会中给出“下限论”的基调，传递出政府关注短期经济平稳增长的态度。从中期角度看，市场对中国经济转型能否成功、金融危机是否会爆发仍然抱有一定的忧虑。而半年度（6 月份）宏观数据和上市公司业绩披露期间，又叠加了美联储筹划 QE 退出、6 月银行间资金市场流动性环比上半年收紧等短期因素，引发市场对于短期经济加速下行的恐慌。在此背景下政府推出一系列的稳增长政策举措，有助于股市恢复信心。

● 但值得注意的是，近期国内政策信号正面负面相互交错、全球经济预期也难以明朗，导致股市波段震荡加剧。本届政府身肩产能过剩和房地产泡沫等几大包袱，总体来看腾挪空间较为有限，过激的改革举措有可能导致经济出现较大负反馈，但继续加杠杆的空间也极为有限。因此股市也表现为中枢缓慢下移过程中的局部热点纷呈。由于政府对经济下行的容忍度更高，因此即便有刺激政策，其目标也主要在于“稳”，而非大幅刺激。何况目前还没有看到系统性区域性金融风险 and 失业率等问题大面积出现，还没有真正触及政策底线，因此，未来托底预期会一直存在，但即便生效，其力度也远不及上届政府，可能仅带来小幅反弹机会，过高的期待会带来失望。

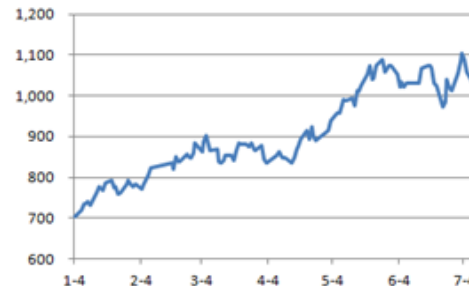
上证指数走势图



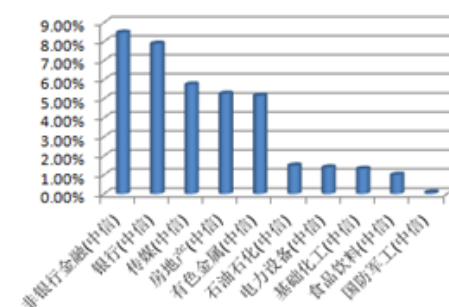
深圳成指走势图



创业板指数走势图



本周板块表现



一、股市行情回顾

指数	上证综指	深证成指	中小板	创业板	IF1307
涨跌幅	1.6%	2.0%	0.9%	3.7%	4.8%

上周上证指数上涨 1.6%，深成指上涨 2.0%，创业板上涨 3.7%。股指期货 7 月合约上涨 4.8%，周四盘中一度涨幅达 8%，与沪深 300 基差回落到贴水 6 点，上周贴水一度达到 60 点以上。

周一受 IPO 重启预期的再度升温，两市跳空低开，创业板一度大跌近 4%，午后依旧弱势没有企稳迹象收盘重挫。大跌后，周二股指全天缩量震荡，早盘一度出现下探走势，但在两桶油拉升下回升翻红，市场成交量创年内新低。周三两市早盘冲高回落受制 5 日线，临近午盘中石化再度冲高，午后权重股出现最近少有的集体冲高，沪指收复 2000 点并回补了周一缺口。周四，总理提出保增长，市场预期温和刺激政策出台，金融、地产、有色、煤炭、水泥等权重板块集体大涨，沪指一度大涨逾 4%逼近 2100 点。

上周涨幅靠前的行业是非银行金融、银行和传媒。券商行业由于预期 IPO 可能会很快重启，很多券商已经开始了新股询价前的客户摸底工作，IPO 重启将直接给券商带来业绩的提升。银行方面，李克强在广西主持召开经济形势座谈会要求增长率保下限，市场预期下半年可能会有温和的财政和货币刺激政策，推动银行地产板块大涨。传媒行业，本周中国数字出版博览会在京开幕，出版业有望在版权保护等方面获得更多的政策支持。

上周涨幅靠后的是军工、食品饮料和化工。军工方面为期 7 天的中俄联合军演本周落幕，军工板块上周大涨接近 10%，一定程度上透支了后期涨幅。白酒行业由于受上半年塑化剂风波和“三公”消费限制的影响，上半年业绩预计都会受到负面影响，其中酒鬼酒业绩同比预减近 9 成。化工方面由于农业季节性需求基本结束和前期企业开工率比较高的影响，近期化肥价格持续下滑。

行业	本周	近10日	近1月
非银行金融(中	8.47%	8.2458	-6.8127
银行(中信)	7.89%	6.3356	-3.6814
传媒(中信)	5.75%	11.4899	17.6319
房地产(中信)	5.27%	8.9525	-3.3408
有色金属(中信	5.16%	10.6242	-11.4040
石油石化(中信	1.49%	2.0422	-6.3100
电力设备(中信	1.39%	4.2865	-5.2091
基础化工(中信	1.32%	6.1437	-6.6113
食品饮料(中信	1.01%	6.0367	0.5205
国防军工(中信	0.08%	7.3401	-8.7032

二、市场分析

自 7 月初以来，国内政策转暖信号频现：（1）6 月底国务院常务会议研究部署加快棚户区改造；（2）7 月 3 日国务院会议研究激活财政存量资金，3 万多亿财政存款冗余资金投向引发市场关注；（3）7 月 5 日地产融资放开传闻扰动市场；（4）7 月 9 日李克强总理在广西主持召开部分省区经济形势座谈会中给出“下限论”的基调，传递出政府关注短期经济平稳增长的态度。

从中期角度看，市场对中国经济转型能否成功、金融危机是否会爆发仍然抱有一定的忧虑。而半年度（6 月份）宏观数据和上市公司业绩披露期间，又叠加了美联储筹划 QE 退出、6 月银行间资金市场流动性环比上半年收紧等短期因素，引发市场对于短期经济加速下行的恐慌。在此背景下政府推出一系列的稳增长政策举措，有助于股市恢复信心。

但值得注意的是，近期国内政策信号正面负面相互交错、全球经济预期也难以明朗，导致股市波段震荡加剧。本届政府身肩产能过剩和房地产泡沫等几大包袱，总体来看腾挪空间较为有限，过激的改革举措有可能导致经济出现较大负反馈，但继续加杠杆的空间也极为有限。因此股市也表现为中枢缓慢下移过程中的局部热点纷呈。由于政府对经济下行的容忍度更高，因此即便有刺激政策，其目标也主要在于“稳”，而非大幅刺激。何况目前还没有看到系统性区域性金融风险 and 失业率等问题大面积出现，还没有真正触及政策底线，因此，未来托底预期会一直存在，但即便生效，其力度也远不及上届政府，可能仅带来小幅反弹机会，过高的期待会带来失望。

三、宏观政策跟踪

1、进出口大幅低于预期，部分受到前期虚假贸易被挤出的影响

中国 6 月出口同比下降 3.1%，预期增长 3.8%，前值增长 1.0%；

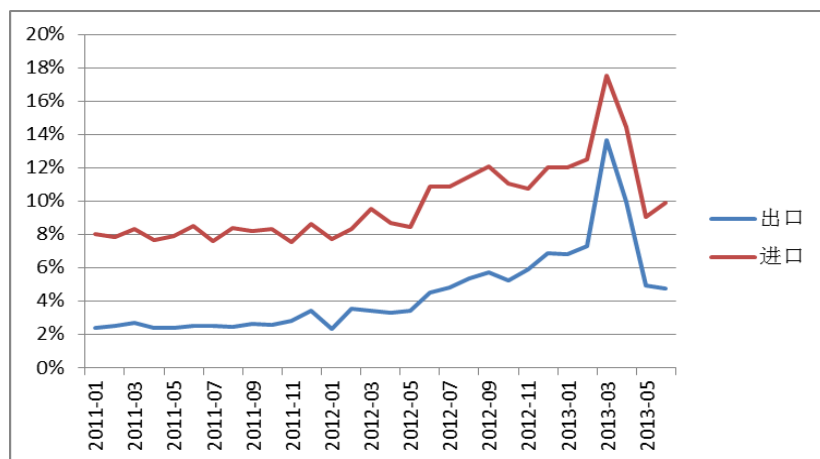
中国 6 月进口同比下降 0.7%，预期增长 7.3%，前值下降 0.3%。

中国 6 月贸易顺差 271.3 亿元，预期顺差 225.6 亿元，前值顺差 204.3 亿元。

6 月出口数据的下滑主要受到外部需求疲弱、美元升值以及最近对贸易投机活动的严打导致虚假贸易的大量消失的影响。

自外管局 20 号文以来，海关总署加强了对海关特殊监管区域货物的核查，加强了区域内 B 类企业的交易真实性审查。从图 1 可以看到，海关特殊监管区域的贸易数据占全部贸易的比重自去年以来开始上涨，到 2012 年底开始变大，自 5 月之后迅速下滑。虚假贸易可能部分提高了去年的出口数据而压低了今年的同比出口数据。

图 1：海关特殊监管区域进出口货物金额占总体进出口金额的比重

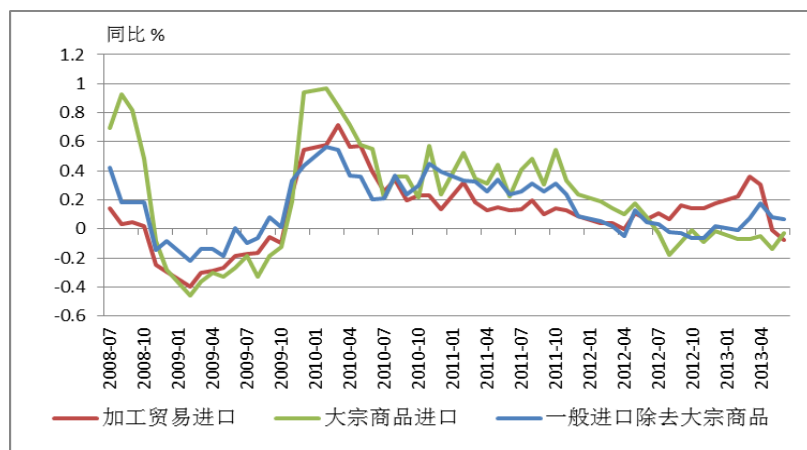


资料来源：WIND

除次之外，全球需求疲软以及过去一年人民币实际有效汇率持续升值（自 2012 年初以来升值幅度约为 8%）也对出口产生了负面影响。对美国、日本、欧盟三大发达经济体出口-6.5%，5 月份为-5.6%，主要是对美出口大幅下滑引起的；对东盟国家出口 10.2%，比 5 月 10.5%略微下滑，对俄罗斯、印度、巴西等新兴经济体出口 6.4%，比 5 月 6.1%略微上升。

进口来看，加工贸易进口增速下跌至-7.7%（5 月为-0.7%），主要是受到虚假贸易被挤出后的影响，以及人民币升值和国内劳动力成本上升使得加工贸易的利润被挤占。一般出口贸易（除去大宗商品后）同比增速 6.9%，较上月 7.8%略微下滑。大宗商品增速从上个月-13.7%提高到本月的-3.1%，主要是大豆和铜进口大幅增加所致。大豆进口由上个月的-3.4%上升到本月的 23.2%，铜进口由上个月-14.5%上升到本月 9.74%，创下 9 个月高点。不过有分析认为，大豆进口大增主要是前期大量滞留在巴西港口的船货不断到港，而铜进口增加主要与国内铜价与 LME 的套利窗口打开有关。虽然铜进口大增，但是铝的进口增速仍然下滑到-27.8%，目前很难断定大宗商品的进口反弹是否说明国内投资出现改善。

图 2：进口增速分项



资料来源：WIND

展望未来，我们仍然预计下半年出口将温和增长，但考虑到去年基数虚高的影响还将持续，预计出口增速在假定外需前景保持稳定的前提下会维持在 0-5% 的区间内。而由于货币条件近期有所收紧，经济增速缓慢向下，预计下半年进口将保持低迷的状况。

2、6 月份国内 CPI 与 PPI 继续保持分化走势

统计局数据显示，6 月 CPI 同比增长率由 5 月的 2.1% 小幅上升至 2.7%，而同期 PPI 为 -2.7%，两者继续保持分化的走势。

6 月 CPI 涨幅的扩大主要还是受食品价格的拉动。商务部周度监测数据显示，6 月上旬和中旬，蔬菜价格和生猪价格的环比涨幅都高于历史同期的平均水平，因而导致了 6 月食品价格环比涨幅高于历史同期均值。6 月 PPI 的跌幅虽较 5 月略有减少，但是仍然处于深度通缩的区间内。PPI 近几个月的走低反映出国内需求不振，以及由此导致的生产资料价格的持续下滑。具体来看，一方面美联储计划的 QE 退出对橡胶、矿产品及有色金属价格的下行冲击较大；另一方面，6 月阴雨天气影响建筑施工，建材价格也出现了较大降幅。

展望下半年，从 7 月开始一直到年底，是国内食品价格季节性上涨的时段。但近期食品价格的涨势已经开始减弱，预计 7 月 CPI 同比将与 6 月接近，在 2.7% 附近。同时考虑到未来几个月经济增速大幅提升的可能很小，CPI 全年达到 3.5% 以下这一预测值问题不大。受总需求不旺影响，生产资料价格未来几个月大幅抬头的概率也不大，预计 7 月 PPI 同比仅会较 6 月小幅提升。在目前的政策基调之下，通胀压力都会维持较低的水平，并有一定的通缩风险。这会为政府稳经济留下政策操作空间。

3、广西座谈会使市场重拾稳增长信心

7 月 9 日，李克强总理在广西主持召开部分省区经济形势座谈会并作重要讲话。主要包括以下几个方面：

A) 以“社会可承受的最低增长”推动转型。讲话指出“我国正处于必须依靠经济转型升级才能持续健康发展的阶段，……使经济运行处于合理区间，经济增长率、就业水平等不滑出‘下限’，物价涨幅等不超出‘上限’”。可以看出，政策的核心是经济转型升级，在这一过程中，经济增长要保持在“下限”之上。目前来看，这个所谓的下限有可能是 7.5% 的增长目标。

B) 政策兼顾长短期，以长带短。本届政府更加强调以结构性政策推动中长期经济的转型升级。讲话指出“要统筹‘新四化’发展，促进工业化和信息化深度融合，推进以人为核心的新型城镇化，以发展服务业、创新驱动、淘汰落后产能等为抓手，加大结构调整力度……加快行政管理、财税、金融、价格等重点领域和关键环节改革步伐，更好地发挥市场机制的作用，更有效地调动民间投资积极性，更显著地增强市场活力”。这表明政策将以长带短，同时兼管短期。

C) 促进西部发展的政策仍将延续。讲话指出继续加大对西部的支持，继续实施差别化的区域政策。这表明促进西部经济发展的政策仍将延续。西部的持续发展离不开东部的转型，东部的转型升级，推动产业层次向高端迈进是关键，因此，讲话也强调了这一点。把中西部地区发展起来，是区域结构优化的重要内容，是打造中国经济升级版的应有之义，国家实施差别化的区域经济政策，中央财政将持续不断地加大对中西部地区特别是贫困地区的支持力度。东部地区要加快，实现更高水平的发展。

上述讲话可能被市场解读为政府将出手托底、进一步“稳增长”的信号。

4、美联储考虑推迟 QE 退出时间，安抚市场情绪

6 月美联储议息会议重新审视了对 QE 退出的态度，整体认为 QE 目前仍有必要，今年晚些时候退出与否要取决于劳动力市场复苏情况，也要考虑届时的经济和金融发展情况。

伯南克在美国经济研究局的演讲和问答环节中也做出温和表态，重新关注金融市场稳定并将之列为与通胀、就业同等重要的目标，并认为金融市场出现了巨大的风险如紧缩，需要继续监控，这说明美联储希望减少 QE 退出对金融市场的冲击。具体来说：(A) 6.5% 的失业率门槛不会自动触发加息。即使失业率跌破 6.5%，只要中长期通胀预期不超过 2.5%，美联储仍可能维持低利率时间；(B) 失业率的计算很可能低估了美国就业市场的疲软程度。美国劳动力市场存在参与度过低、失业期限过长的结构性问题，只要更多人重新找工作，劳动力参与度上升，将导致失业率难以有效下降。

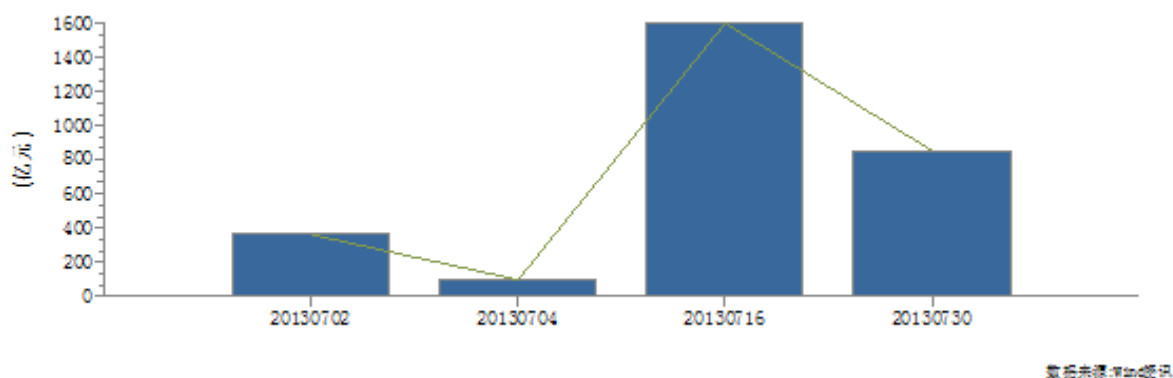
总体来看，QE 退出时点可能仍是今年四季度，方式是先确定到期本息和不再继续投资，并逐步减少国债购买量，然后再停止 MBS 购买量。退出应该会采取循序渐进的方式，从联储表态可以看出，其希望尽量减小此事对于金融市场的影响和冲击。

四、债券市场跟踪

1、连续数周没有公开市场操作，市场迎来净投放

本周央行和往常一样“只询不做”。分别在周一和周三进行了央票和正、逆回购询量，但周二和周四并没有进行任何公开市场操作。7月11日财政部进行了500亿国库现金招标，期限6个月，招标结果5.01%。总体来看，市场迎来了净投放。同时，下周有1600亿央票到期，加上新一期的500亿国库现金招标。如果央行继续不进行公开市场操作，下周将净投放资金2100亿。

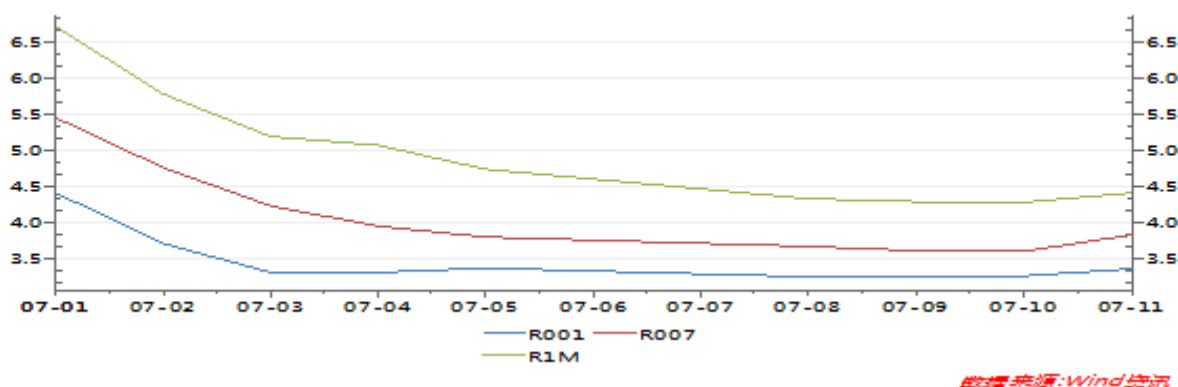
图 3：7 月资金投放回笼情况



资料来源: WIND

得益于持续的资金净投放，资金供求保持稳定，回购利率波动不大。

图 4：7 月银行间质押式回购利率

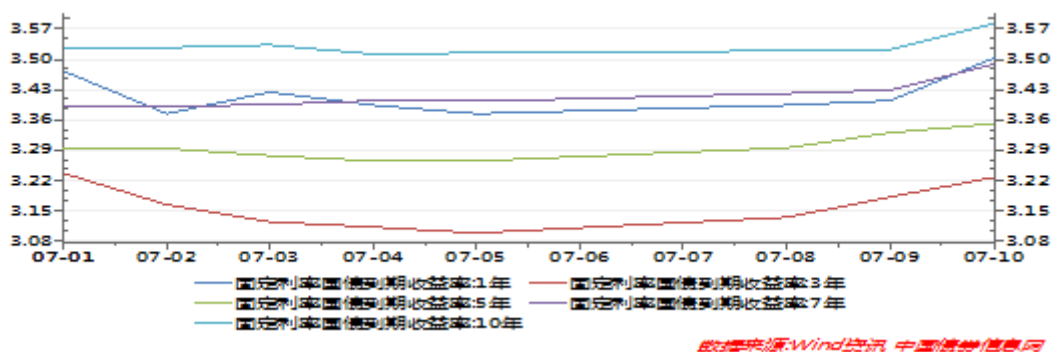


资料来源: WIND

2、回购利率抬升导致国债收益上行，城投债成交清淡

“钱荒”之后，银行间市场各期限回购利率相比于“钱荒”之前有所抬升，抬升幅度在50BP左右。回购利率中枢的抬升导致利率债券收益上行。本周三续招标发行的7年期国债130015，票面利率3.46%，边际中标利率为3.51%，显著高于市场预期，逼近10年国债的收益水平。招标结束后在3.50返手续费的位置多有成交。周四，在7年国债的带动下，10年国债成交在3.60左右。

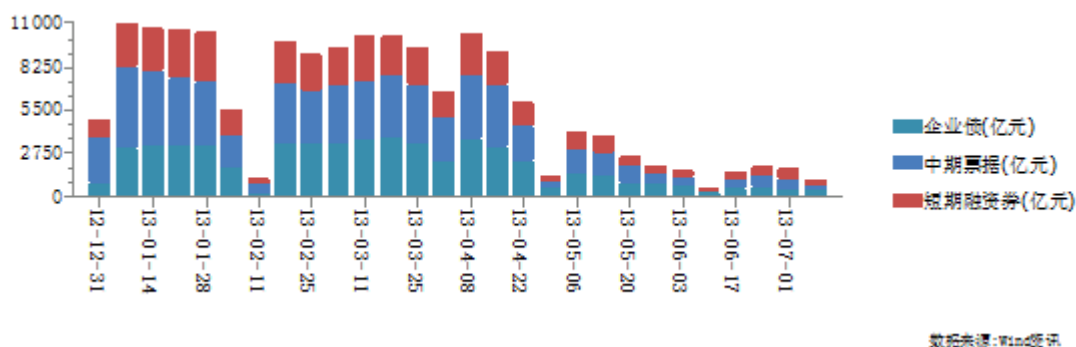
图 5：关键期限国债收益率走势



资料来源: WIND

目前城投债的买卖盘分歧较大，市场上 bid 和 offer 价差较宽。在此影响下，最近城投债成交清淡，现券收益略有上行。

图 6：银行间市场信用债成交量（周）



资料来源: WIND

半年时点过去后，很多城投债的评级被上调，由此引发了市场对评级机构独立公正性的怀疑。投资者将更加重视对城投类债券发行人进行内部评级。我们预期未来资质不同的城投债的收益率将出现分化。偿债指标良好、经济发达地区、负债比例较低的优质城投债券将得到市场的青睐，获得更多的流动性，现券收益也将低于相同评级资质稍差的城投债券。

3、央行发文规范银行间市场交易，意在规范银行理财户

人民银行周三在主页上发布了“8 号公告”，规范银行间市场债券交易行为。主要内容包括以下四点：

1. 所有债券交易必须通过前台交易系统进行
2. 前台成交的交易不得撤销或更改
3. 开立债券账户但没有开通前台交易系统的丙类户必须在一个月内开通前台账户
4. 丙类户的交易必须由代理结算的甲类行代为发报价

我们认为这份公告意在整治商业银行理财户的债券交易行为。因为商业银行理财户多为丙类户。而且只有中债的债券账户，没有开通前台交易系统。商业银行自营账户和理财账户之间大多通过内部调账来完成债券交易，存在很多监管漏洞和利益输送空间。“8 号公告”出台后，商业银行理财账户的债券交易将由台下转到台面。配合银监会之间规定的商业银行理财账户和自营账户分开的要求，“组合拳”对银行理财户债券交易乱象进行有力整治。

五、行业信息跟踪

1、6月国内消费增速出现适度回升

根据相关数据统计，2013年6月国内50家重点大型零售企业商品零售额同比增长13.5%，仅次于3月的15.8%，是年初以来的次高增速。

从结构上来看，进入第二季度后，不同品类销售增速恢复明显：食品类单月销售增速从3月份开始超越食品价格波动快速回升；服装类从4月份开始服装价格下行下强势回暖；化妆品类6月零售额增速较上月高5.6个百分点，达到16.2%；家电类商品半年增速达7.1%，比去年同期增速加快了4.2个百分点。尽管6月金银珠宝类商品对整体销售增长的贡献降至29.4%，受金价下行驱动的金银珠宝类商品仍然是拉升50家销售增速的主导力量：金银珠宝销售增速在5月份出现放缓后，6月份再次回升，达到36.9%；上半年销售增速达到35.4%，较2012年同期提升23.3个百分点，对整体零售额增长的贡献为36.8%。

CPI超预期增长（2.7%），对于消费增速提振起到积极作用。其中，6月食品价格上涨4.9%，影响总体CPI上涨1.59个百分点，同时拉动50家食品零售额同比增长16.9%，较上月提升4.7个百分点；服饰价格同比上涨2.3%，拉动50家服装零售额同比增长11.1%，2013年年初以来首次增速超过10%。

2、国土资源部继续强化土地监管

近期在江苏常州召开全国土地利用动态巡查现场会，国土资源部在总结常州等6个城市土地利用动态巡查试点的基础上，在全国范围内建立土地利用动态巡查制度，对建设用地开发利用情况实行全程监管，防止土地闲置浪费。

据介绍，截至今年5月31日，全国闲置土地3.55万公顷，其中房地产闲置土地1.07万公顷，均比去年同期下降了近五成。国土资源部进一步明确了闲置土地处置的相关要求，处置的每个环节都要录入监管系统，闲置土地要向社会公开，并及时抄送金融监管等部门。

中央高度重视节约集约用地，明确提出要建立健全最严格的节约集约用地制度，并将资源节约确定为基本国策和优先战略，多次对实行节约用地提出要求。要确保节约集约用地，就必须确保土地能够及时开发利用，就必须对建设用地供后开发利用进行全程监测监管。土地利用动态巡查制度就是通过建设项目跟踪、开竣工预警提醒、现场核查、闲置土地查处、分级建立用地诚信档案等八项措施，对建设用地供后开发利用情况实行全程监管。

2012年，国土资源部选择常州、海宁、合肥、瑞金、临沂、东莞等6市，依托土地市场动态监测与监管系统，以供地政策的落实和《国有建设用地使用权出让合同》《国有建设用地划拨决定书》的履行为重点，就土地利用动态巡查制度建设进行试点，取得了成功经验和有效做法，土地利用状况明显改观。国土资源部在试点基础上，对试点经验和做法进行总结提炼，形成全面、规范的土地利用动态巡查制度体系。

3、资金压力与市场化-铁路出现停建缓建

郑州-重庆、成都-兰州、成都-西安三条高铁近期出现缓建现象。对于西部暂缓的高铁建设，中铁总近期启动资金支持的可能性不大，这主要是因为建设成本较高。

铁路在实现政企分开后，中铁总目前的最大考虑的还是200多万铁道系统员工的生存和上万亿的负债问题，尽管中铁总试图加快客货运改革，增加收入，但短期内仍然难以扭转亏损的局面。中国铁路的客运、货运密度很高，提升的空间较小，铁路整体出现亏损关键是公益负担过重（例如西部铁路、学生票半价等），同时经营也缺乏自主权（票价过低，却没有适度的定价权）。西部高铁缓建、铁路车辆招标迟滞，都说明了如果市场机制缺乏合理设置时，企业将被迫调整行为。

国务院将铁路投融资体制改革确定为2013年的九大经济体制改革重点之一，在中铁总经营状况举步维艰的情况下，引入社会资本是无法实现的。相反的，如果改革提出的公益运输补偿制度、

经营性线路合理定价制度能够落实下来，那铁路就有走出经营困境的希望，"改革红利"由此诞生。

目前铁路行业面临两难的困境：一方面，铁路投资对于处于创新过渡期的国内经济起到重要的稳增长作用，也有利于提高国内物流运输效率；另一方面，高负债导致在现有的框架下，很难依靠其自身完成滚动发展的目标。铁路是很好的改革试验区，需要通过合理的制度设计搭建民众、政府、企业、上下游等多方共赢的平台。

4、多晶硅双反初裁推迟，行业不确定性增加

中国商务部原本定于7月4日发布的对欧美多晶硅双反初裁结果最终未能按期宣布，中欧光伏贸易战陷入僵局，而国内的多晶硅大企业如协鑫等近期也未能进行产品提价。

1) 由于近期处于中欧双反谈判期，短期国内对欧多晶硅双反较难顺利出台，近期由于欧洲市场抢装结束，大部分厂商已经停止向欧洲市场发货，短期多晶硅可能面临调整压力。

2) 国内市场将是未来发展方向，市场应该重点关注国内政策推出力度，最终国内光伏补贴政策可能会超预期。据媒体报道，国务院日前已经下达明确指示，要求财政部尽快建立足额的可再生能源发展基金，对利用风能、光伏等可再生能源发电的企业要足额补贴到位，预计年底前将解决补贴滞后发放等问题。其具体措施可能包括：一、可再生能源基金附加扩容。二、补贴由财政部季度预拨给电网，由电网逐月发放。目前可再生能源附加缺口严重，上调可再生能源附加势在必行，同时若补贴由电网统一与电站运营公司结算，将极大解决补贴拖欠问题。

国内主要经济指标								
		Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13	June-13	2013-06 E
GDP	同比%	7.7					7.5	7.5
PMI	指数	50.4	50.1	50.9	50.6	50.8	50.1	
工业增加值	同比%	-	9.9	8.9	9.3	9.2		9.2
社会消费品零售	同比%	-	12.3	12.6	12.8	12.9		13.0
固定资产投资	累计同比%	-	21.2	20.9	20.6	20.4		20.2
出口	同比%	25	21.8	10.0	14.7	1.0	-3.1	3.8
进口	同比%	28.8	-15.2	14.1	16.8	-0.3	-0.7	7.3
贸易盈余	亿美元	288	152	-8	182	204	271.2	225.6
CPI	同比%	2	3.2	2.1	2.4	2.1	2.7	2.5
PPI	同比%	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9	-2.7	-2.6
M2	同比%	15.9	15.2	15.7	16.1	15.8		15.1
M1	同比%	15.3	9.5	11.9	11.9	11.3		
新增贷款	亿元	10,700	6,200	10625	7923	6674		8000
社会融资总量	亿元	25,420	10,700	25,498	17,619	11,856		
外汇占款变动	亿元	6,837	2,954	2,363	2,944	669		
财政收入	同比%	5.8	9.6	6.1	6.1	6.2		
财政支出	同比%	19.1	12.2	7.2	18	12		
财政收支差额	亿元	5,289	1,032	-1,324	2,123	2,483		

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 我国新一轮城镇化规划有望在年内出台。
2. 第五届中国数字出版博览会在京开幕，有望在版权保护等方面获得更多的政策支持。
3. 李克强在广西主持召开经济形势座谈会要求增长率保下限。
4. 赣州地区打击“黑稀土”行动深入，稀土价格逐渐止跌企稳。

利空：

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。