

2023年7月23日

# 全球市场存在分化，部分市场将出现二次震荡期

分析师

分析师：王一棠

邮箱：wangyt3@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521080003

## 投资要点：

**一、全球多数市场容易发生波动且不同市场存在分化。**现阶段全球整体经济处于偏疲软的状态，通胀水平较去年峰值有所下降但是仍然处于偏高水平，不同市场经济存在分化。在全球整体经济基本面存在一定压力且通胀水平偏高的环境里，全球多数市场容易发生波动，且不同市场分化较多。

**二、美股市场将出现分化和波动，短期反弹幅度较大的科技股面临二次回调。**考虑到现阶段纳斯达克指数的 ROA 和 ROE 以及 EPS（最近加权每股收益）处于下行周期，PE 和 PB 值处于高位区间，且近半年美股的反弹过度集中在纳斯达克指数，并且纳斯达克指数的反弹过度集中在少数科技巨头，预计未来一段时间纳斯达克指数将会出现波动，纳斯达克指数内部将出现新的分化。一些包括英伟达、苹果、微软、亚马逊、奈飞、脸书、超威半导体等在内的美股科技巨头的短期估值上升幅度过大，股价处于阶段性过热状态，未来一段时间出现阶段性回调的可能性加大。

**三、其他一些重要发达经济体面临二次波动期。**由于欧元区的经济和欧元区火车头德国的经济已经陷入技术型衰退，欧元区货币政策处于紧缩周期，叠加现阶段欧洲市场估值优势不明显，预计未来一段时间欧洲一些重要市场指数还将出现一定波动；预计在经济偏疲软的情况下，前期回调幅度尚不充分的英国富时 100、意大利富时 MIB、法国 CAC40、德国 DAX 等欧洲重要市场指数还将出现进一步震荡，指数内部不同细分行业将出现进一步分化。日经 225、澳洲标普 200 和加拿大 S&P/TSX 综合指数的估值较今年年初普遍有所上升。考虑到日经 225 指数短期过热且市盈率和市净率短期上升幅度较多，预计日经 225 指数未来一段还将出现进一步震荡。预计在流动性收紧叠加经济疲软的周期中，加拿大 S&P/TSX 和澳洲标普 200 指数还将出现进一步波动。

**四、新兴市场仍将面临波动和分化态势。**考虑到多数发达经济体宽松周期尚未到来，加之估值没有明显优势，巴西 IBOVESPA、富时新加坡海峡指数、泰国 SET 指数、印度 SENSEX30、印尼综指等新兴市场未来一段时间将出现一定波动。由于外围市场波动的影响仍在，港股大盘回暖的流畅度还将一定程度受外围整体市场环境的不定期影响，港股市场现阶段暂时维持超跌反弹和震荡反复结合的相对复杂的走势。

**风险提示：**1) 美联储货币政策超预期；2) 经济增长不及预期；3) 全球地缘政治风险的加剧；4) 全球黑天鹅事件。

## 相关研究

1. 【华西海外策略】本周美股周内波动偏多，全球不同市场分化 - 20230722
2. 【华西海外策略】全球市场仍将出现波动和分化态势 - 20230715
3. 【华西海外策略】发达市场流动性趋于进一步收紧 - 20230701

## 正文目录

1. 全球经济偏疲软且通胀水平仍然偏高 .....	4
2. 全球不同市场将出现分化和波动，部分市场将出现二次震荡期 .....	7
2.1 现阶段 MSCI 全球市场指数 ROA 和 ROE 下降 .....	7
2.2 美股市场将出现分化和波动，短期反弹幅度较大的科技股面临阶段性回调 .....	8
2.3 其他一些重要发达经济体面临震荡回调期 .....	14
3. 新兴市场仍将面临波动和分化态势 .....	16
3.1 一些东南亚和拉美市场面临波动 .....	16
3.2 港股市场估值处于偏低位区间，走势暂时处于较为复杂的阶段 .....	17
4. 风险提示 .....	19

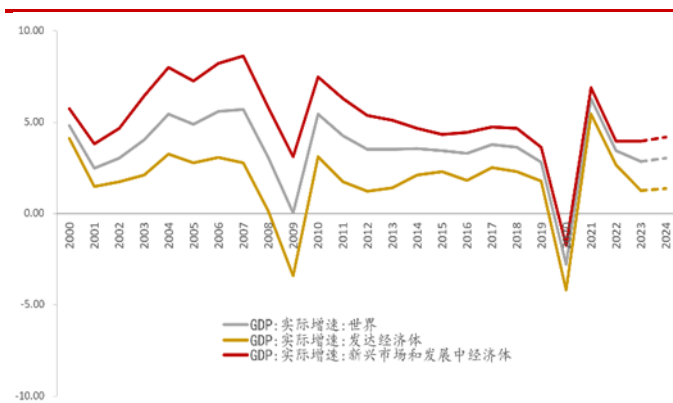
## 图表目录

图 1 全球、发达和新兴经济体 GDP 增速趋势 (%)	4
图 2 全球、发达和新兴经济体 CPI 增速趋势 (%)	4
图 3 地缘政治风险指数	5
图 4 全球经济政策不确定性指数	5
图 5 美国 GDP 环比折年率 (季调) (%)	6
图 6 美国 CPI、核心 CPI 同比增速 (%)	6
图 7 10 年期和 2 年期美债收益率利差 (%)	6
图 8 美国联邦基金目标利率 (%)	6
图 9 欧元区 GDP 环比折年率 (季调) (%)	7
图 10 欧元区 HICP、核心 HICP 同比增速 (%)	7
图 11 MSCI 全球指数走势	8
图 12 MSCI 全球指数 PE、PB 和 EPS	8
图 13 MSCI 全球指数 ROA 和 ROE (%)	8
图 14 标普 500 指数走势	9
图 15 标普 500 指数 PE、PB 和 EPS	9
图 16 标普 500 指数 ROA 和 ROE (%)	9
图 17 标普 500 席勒 PE	10
图 18 道琼斯工业平均指数走势	11
图 19 道琼斯工业平均指数 PE、PB 和 EPS	11
图 20 道琼斯工业平均指数 ROA 和 ROE (%)	11
图 21 纳斯达克综合指数走势	12
图 22 纳斯达克综合指数 PE、PB 和 EPS	12
图 23 纳斯达克综合指数 ROA 和 ROE (%)	12
图 24 罗素 2000 指数走势	13
图 25 纳斯达克 100 指数走势	13
图 26 美股现阶段科技股巨头 PE (TTM) 偏高	14
图 27 欧洲市场重要指数走势	15
图 28 欧洲市场重要指数 PE	15
图 29 欧洲市场重要指数 PB	15
图 30 日本、澳洲、加拿大重要指数走势	16
图 31 日本、澳洲、加拿大重要指数 PE	16
图 32 日本、澳洲、加拿大重要指数 PB	16
图 33 东南亚和拉美重要指数走势	17
图 34 东南亚和拉美重要指数 PE	17
图 35 东南亚和拉美重要指数 PB	17
图 36 恒生指数、恒生中国企业指数和恒生香港中资企业指数走势	18
图 37 恒生指数、恒生中国企业指数和恒生香港中资企业指数 PE	18
图 38 恒生指数、恒生中国企业指数和恒生香港中资企业指数 PB	18
图 39 恒生科技指数 PE	19
图 40 恒生科技指数 PB	19

## 1. 全球经济偏疲软且通胀水平仍然偏高

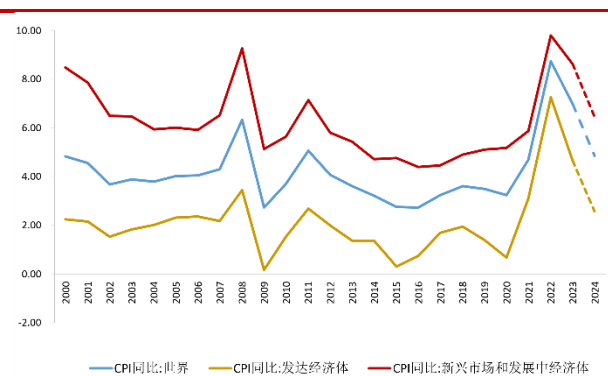
现阶段全球整体经济处于偏疲软的态势，通胀仍然处于偏高水平。根据 2023 年 4 月 IMF 的经济预测，全球 GDP 预期增速在 2023 年和 2024 年分别为 2.83% 和 3.02%。2023 年 4 月 IMF 略微下调了 2023 年的全球经济增速预测；并且预计的 2024 年全球经济增速为 1990 年以来最低速的中期展望，同时也将是未来五年的预期平均值。受俄乌地缘问题等因素影响，IMF 预计 2023 年和 2024 年发达经济体 GDP 增速较 2022 年会放缓，预计发达经济体 GDP 增速在 2023 年为 1.26%，2024 年为 1.35%。IMF 预计新兴市场和发展中经济体的经济前景强于发达经济体，预计新兴市场和发展中经济体在 2023 年的经济增速为 3.93%，2024 年为 4.16%。在通胀方面，根据 2023 年 4 月 IMF 预测，由于大宗商品价格下跌的背景下，全球 CPI 增速预计在 2023 年降至 6.97%，并于 2024 年进一步下降至 4.87%。其中 2023 年发达经济体、新兴市场和发展中经济体 CPI 同比增速分别为 4.66% 和 8.63%，2024 年下降至 2.58% 和 6.46%，虽然通胀水平有所回落但是仍然处于偏高位区间。在全球整体经济基本面存在一定压力且通胀水平偏高的环境里，全球多数市场容易发生较多波动。

图 1 全球、发达和新兴经济体 GDP 增速趋势 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 全球、发达和新兴经济体 CPI 增速趋势 (%)

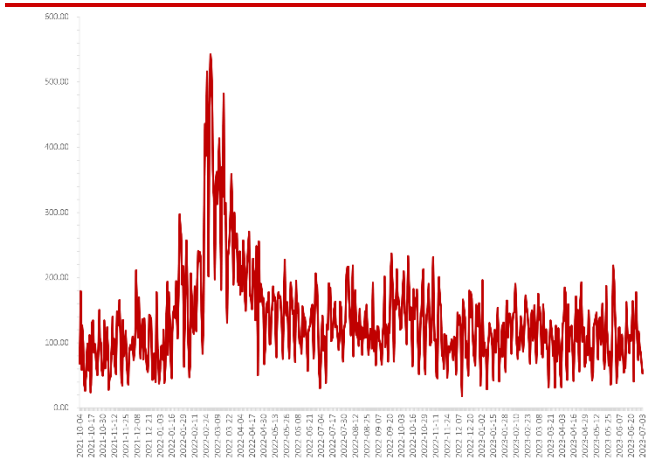


资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 虚线部分为 IMF 在 2023 年 4 月 12 日的预测。

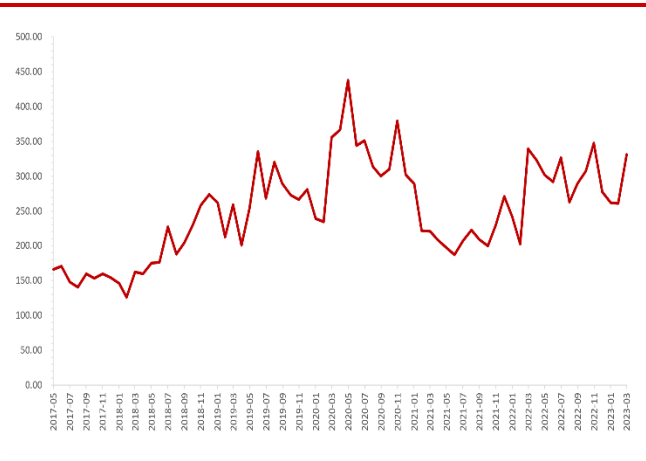
近两年地缘政治风险指数处于偏高位区间，全球经济政策不确定性指数处于上升阶段。2022 年地缘政治风险指数 (GPR) 最高超过 500，在 2023 年初以来最高也超过 200。全球经济政策不确定性指数在 2022 年和 2023 年以来也多次处于 300 以上。全球地缘问题以及全球经济政策不确定性的不定期影响将一定程度上对全球市场走势造成扰动。

图 3 地缘政治风险指数



资料来源: Wind, 华西证券研究所

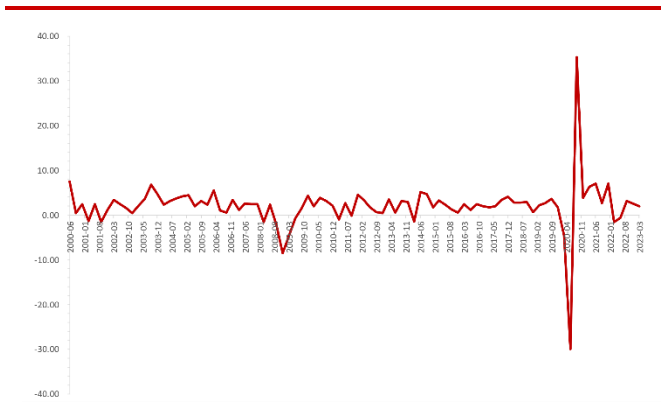
图 4 全球经济政策不确定性指数



资料来源: Wind, 华西证券研究所

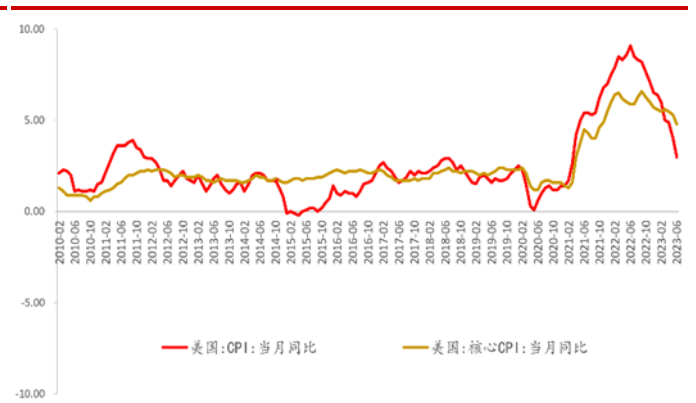
以欧美为代表的发达经济体的经济形势仍存在明显压力，经济基本面下行和流动性偏紧将引起市场波动。2023 年一季度，美国 GDP 环比增速放缓至 2%。2023 年 6 月，美国 CPI 和核心 CPI 同比增速回落至 3%、4.8%，美国 CPI 和核心 CPI 同比增速虽然较去年峰值有所下降，但是仍然处于较高水平。10 年期和 2 年期美债收益率曲线自 2022 年下半年开始持续处于倒挂状态，2023 年倒挂深度出现进一步加深。今年 6 月和 7 月以来，2 年期与 10 年期美债收益率曲线倒挂幅度达 42 年来最深水平。从美债收益率曲线的倒挂时间以及深度来看，美国经济存在明显的下行压力。这将对美股市场带来一定考验。美联储主席鲍威尔最近的发言表示，美国经济可能趋于衰退，美联储 2% 的通胀率目标大概率今年难以实现；预计美联储货币政策趋于进一步紧缩。此外，美联储公布的 6 月会议纪要显示大多数官员都认为今年还要实施加息。在美国经济压力较大的情况下，美联储可能实施的进一步加息将对市场造成进一步影响。

图5 美国GDP环比折年率(季调)(%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 美国CPI、核心CPI同比增速(%)



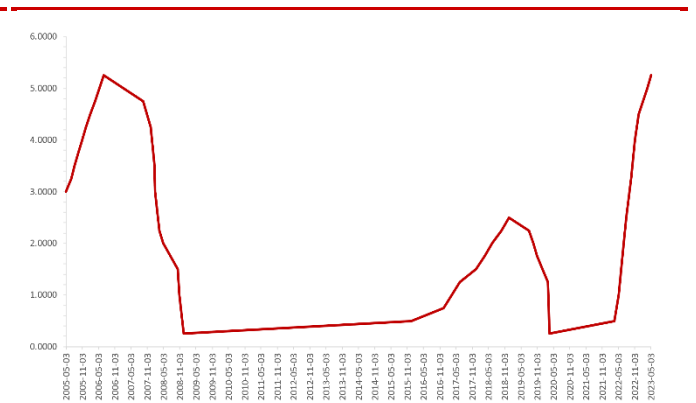
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图7 10年期和2年期美债收益率利差(%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

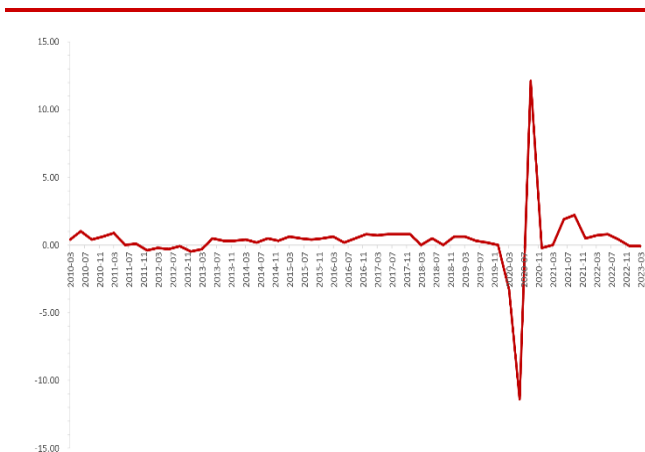
图8 美国联邦基金目标利率(%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

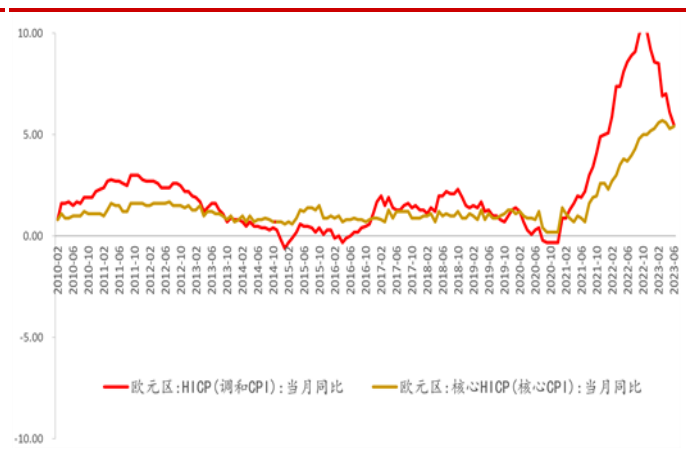
欧元区连续两个季度 GDP 增速进入负值区间, 经济已陷入“技术性衰退”。在近期举行的欧洲央行年度经济论坛上, 欧洲央行行长拉加德表示, 考虑到欧元区的通胀率依然较高, 7月欧洲央行可能会进一步实施加息; 欧元区的通胀已进入“第二阶段”, 这一轮由于工资上涨驱动的通胀上升使得通胀问题进一步升级, 需要采取相应的紧缩政策。欧元区偏紧的货币政策对市场仍将造成一定影响。

图 9 欧元区 GDP 环比折年率（季调）（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 欧元区 HICP、核心 HICP 同比增速（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2. 全球不同市场将出现分化和波动，部分市场将出现二次震荡期

### 2.1 现阶段 MSCI 全球市场指数 ROA 和 ROE 下降

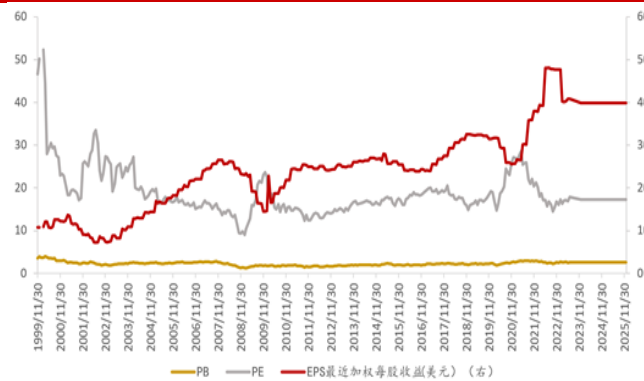
自 2022 年 9 月底以来，MSCI 全球指数出现一定反弹，但中途波动偏多，2022 年 12 月和 2023 年 2 月分别回调 4.05% 和 2.98%。截至 2023 年 7 月 5 日，MSCI 全球指数的 PE 为 17.91，PB 为 2.66，EPS（最近加权每股收益）为 40.89 美元，EPS（最近加权每股收益）和今年 1 月的 47.75 美元相比出现了明显下降；ROA 和 ROE 分别为 2.28% 和 13.63%，分别较今年阶段性峰值 2 月的 2.43% 和 1 月的 14.67% 相比，出现了明显下降，考虑 MSCI 全球指数到 ROA 和 ROE 现阶段下降幅度较大，MSCI 全球市场指数存在一定波动的可能性。

图 11 MSCI 全球指数走势



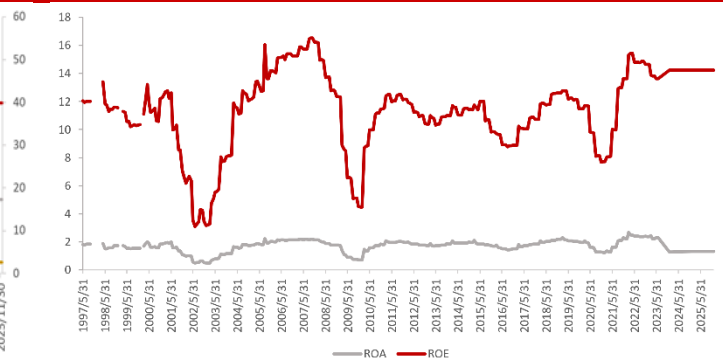
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 12 MSCI 全球指数 PE、PB 和 EPS



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

图 13 MSCI 全球指数 ROA 和 ROE (%)



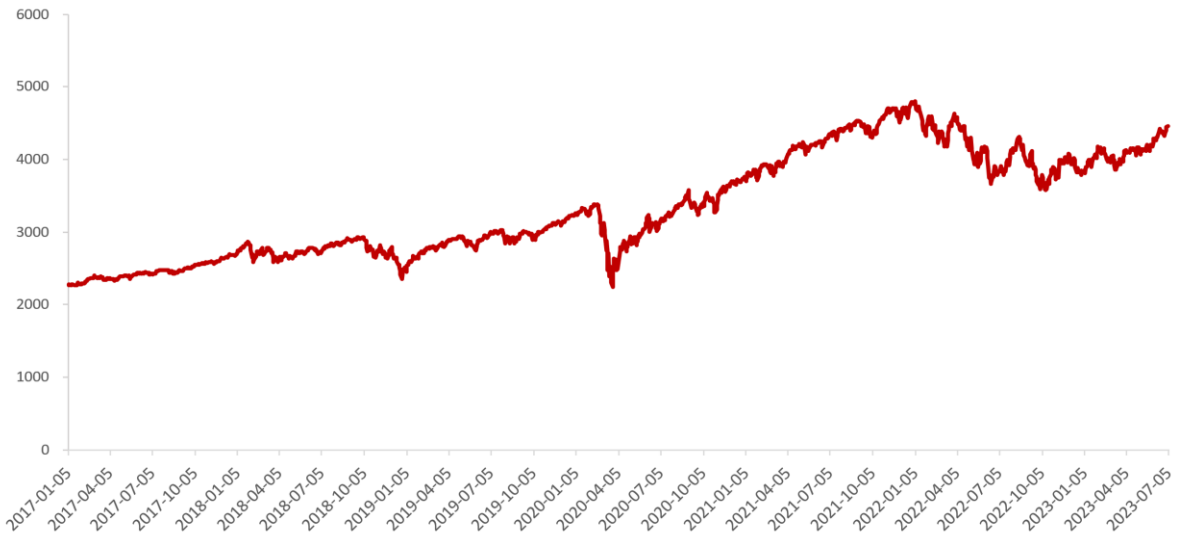
资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

## 2.2 美股市场将出现分化和波动，短期反弹幅度较大的科技股面临阶段性回调

从 2022 年 9 月底以来，标普 500 指数出现了反弹，但中途波动较多，2022 年 12 月和 2023 年 2 月分别回调 5.9% 和 2.61%。截至 2023 年 7 月 5 日，标普 500 指数的 ROA 和 ROE 分别为 3.56% 和 17.31%，分别较今年阶段性峰值 1 月的 3.88% 和 19.35%，出现了明显下降；PE 为 21.29，PB 为 4.3，均处于近 20 年偏高位水平；EPS（最近加权每股收益）为 223.42 美元，EPS（最近加权每股收益）的增速自 2022 年 9 月以后开始进一步放缓。

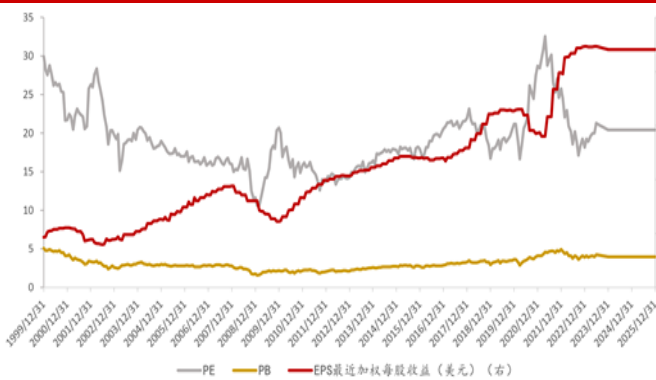


图 14 标普 500 指数走势



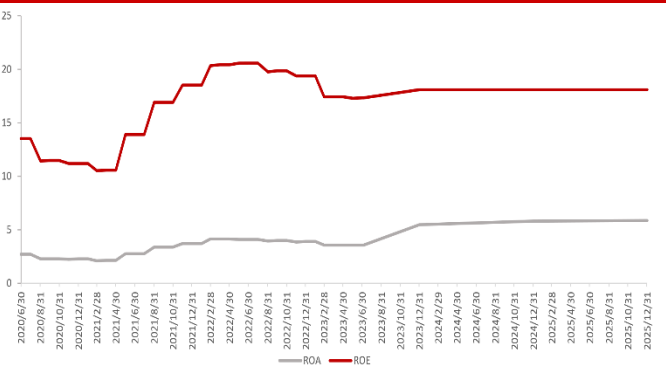
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 标普 500 指数 PE、PB 和 EPS



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

图 16 标普 500 指数 ROA 和 ROE (%)



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

标普 500 席勒市盈率今年以来保持快速上升态势。截至 2023 年 7 月 6 日, 标普 500 席勒市盈率为 30.75, 大幅高于历史平均数 17.04 和中位数 15.93。

图 17 标普 500 席勒 PE



资料来源: Wind, 华西证券研究所

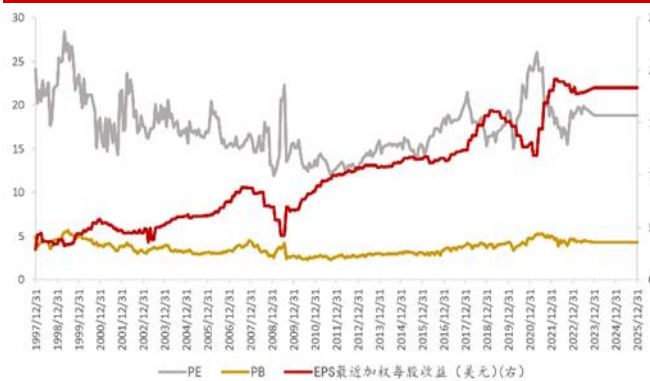
自 2022 年 9 月底以来, 道琼斯工业指数出现一定反弹, 从 2022 年 11 月开始, 道琼斯工业指数基本处于横盘状态。截至 2023 年 7 月 5 日, 道琼斯工业平均指数的 ROA 和 ROE 分别为 2.61% 和 19.81%, 分别与今年阶段性峰值 1 月的 2.86% 和 22.26% 相比, 下降幅度较为明显; PE 为 19.84, PB 为 4.45, EPS (最近加权每股收益) 为 1786.28 美元, EPS (最近加权每股收益) 增速较今年 1 月的 1839.85 美元出现了明显下降。

图 18 道琼斯工业平均指数走势



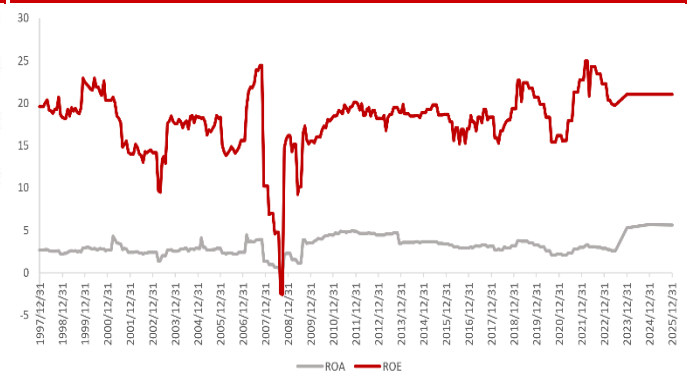
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 19 道琼斯工业平均指数 PE、PB 和 EPS



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

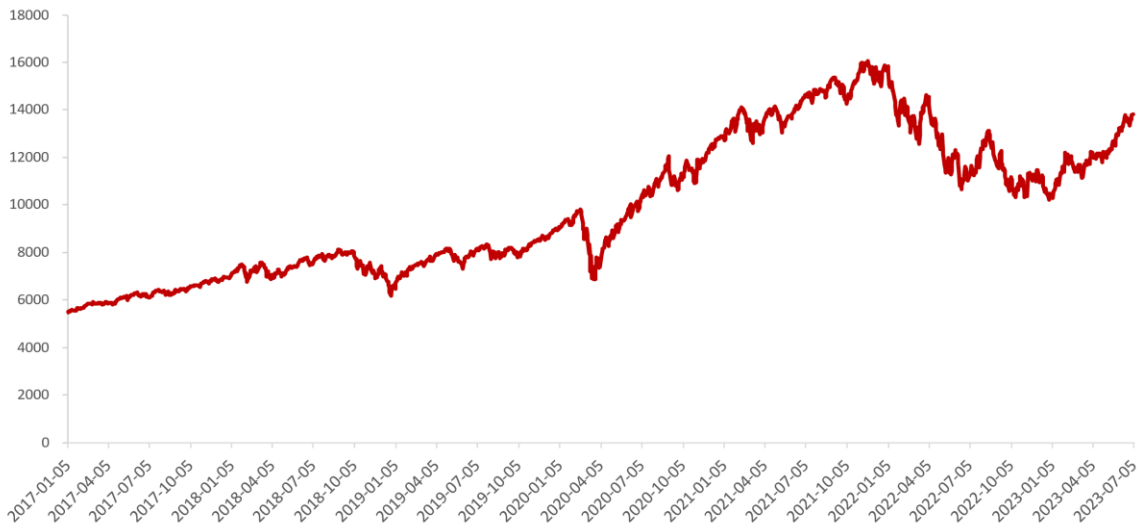
图 20 道琼斯工业平均指数 ROA 和 ROE (%)



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

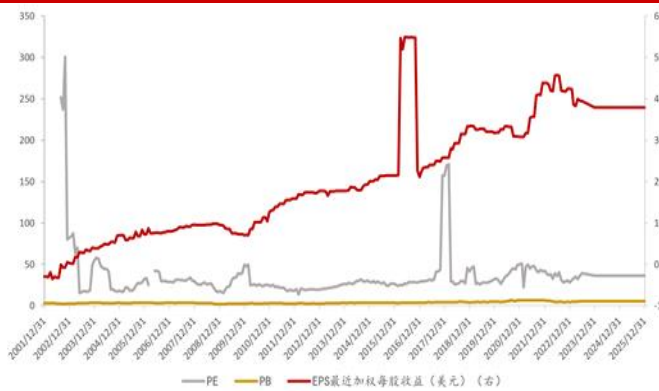
自 2022 年 12 月底之后，纳斯达克指数出现反弹。截至 2023 年 7 月 5 日，纳斯达克综合的 ROA 和 ROE 分别为 3.66% 和 12.32%，分别与今年阶段性峰值 1 月的 4.13% 和 13.63% 相比，出现了一定下降；PE 为 39.15，PB 为 5.64，均处于近 20 年的偏高水平；EPS（最近加权每股收益）为 394.15 美元，较今年 1 月的 423.4 美元出现了明显下降。考虑到现阶段纳指的 ROA 和 ROE 以及 EPS（最近加权每股收益）处于下行周期，PE 和 PB 水平出于偏高阶段，且近半年美股的反弹过度集中在纳指，并且纳指的反弹过度集中在所占权重较大的少数科技巨头，预计未来一段时间纳斯达克指数将会出现波动，纳斯达克指数内部将出现新的分化，之前短期过热的科技巨头存在回调的可能性。

图 21 纳斯达克综合指数走势



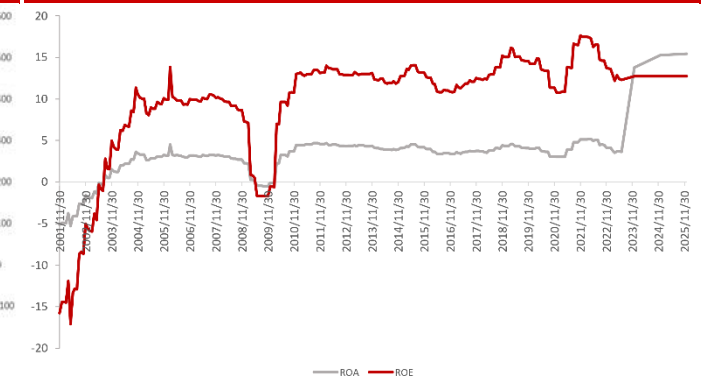
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 22 纳斯达克综合指数 PE、PB 和 EPS



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

图 23 纳斯达克综合指数 ROA 和 ROE (%)



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

自去年 9 月以来罗素 2000 指数基本处于横盘状态，大幅跑输由美股科技巨头主导的纳斯达克 100 指数。今年以来的美股结构性阶段性反弹集中于头部几只科技股巨头。这种结构性反弹由于领涨股数量少且过度集中容易造成局部一些大型科技股的短期过热。

图 24 罗素 2000 指数走势

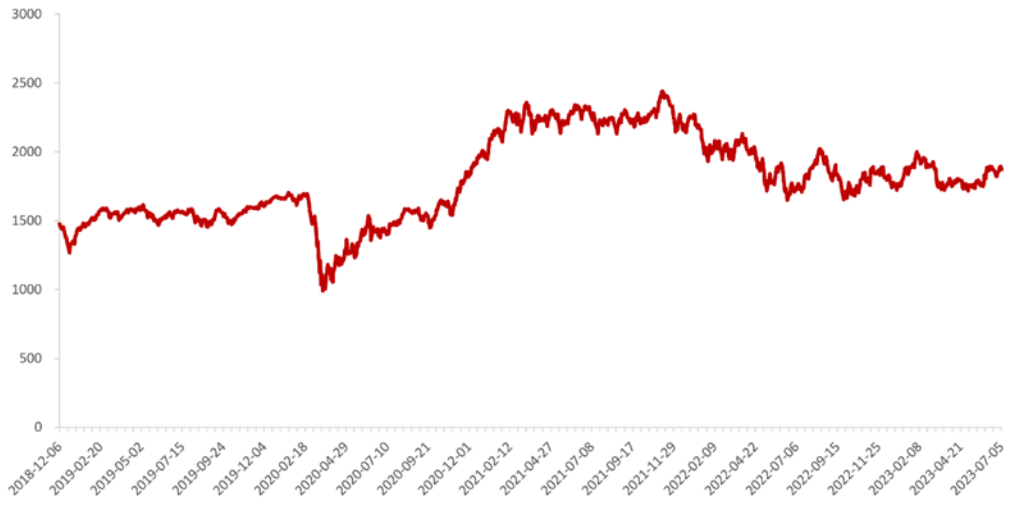
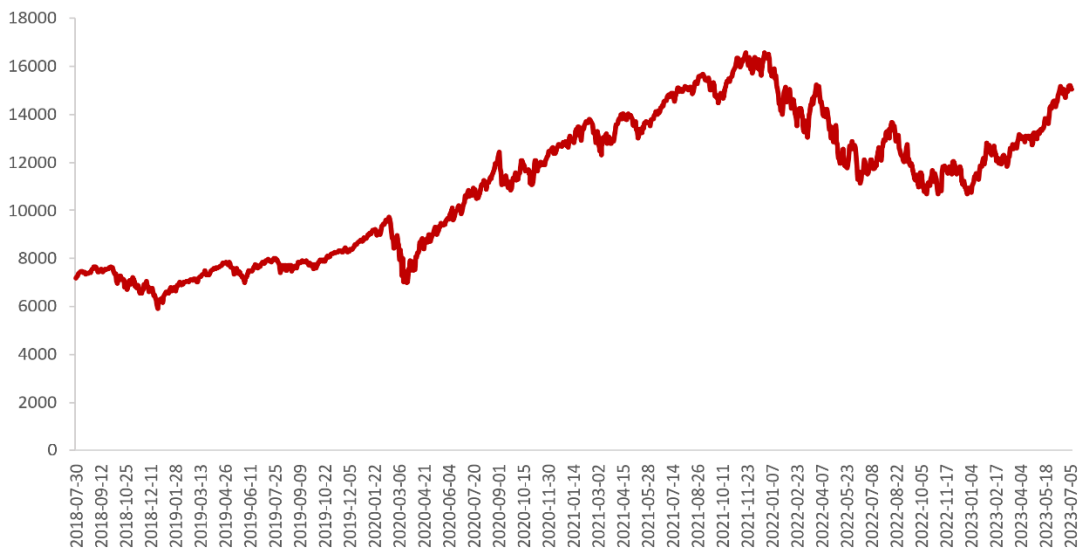


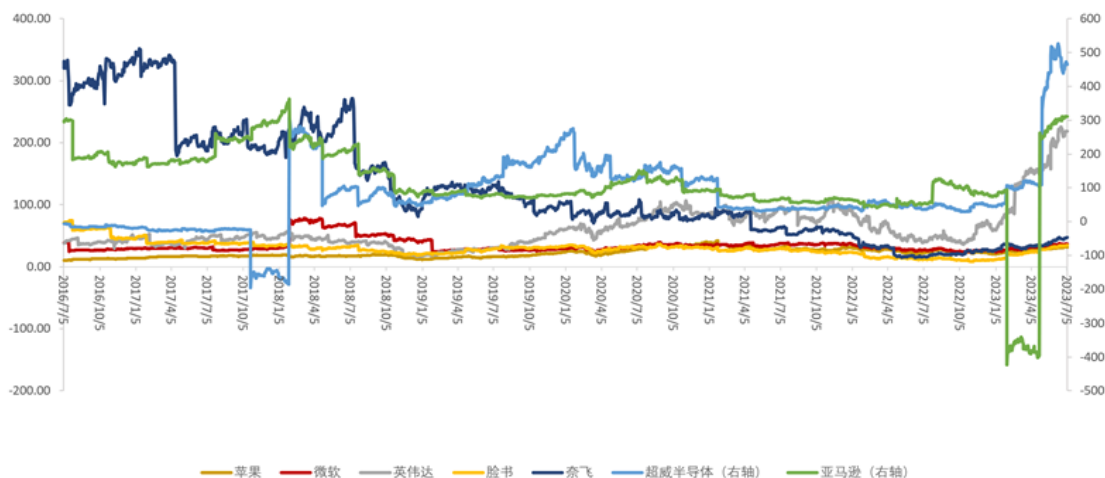
图 25 纳斯达克 100 指数走势



资料来源: Wind, 华西证券研究所

由于短期反弹幅度较大, 美股科技巨头的估值短期上升较快。截至2023年7月5日, 一些包括英伟达、苹果、微软、亚马逊、奈飞、脸书、超威半导体在内的美股科技巨头的PE (TTM) 已分别达到 218.07、31.91、36.43、311.54、47.2、35.12、464.56, 短期估值上升幅度过大, 股价处于阶段性过热状态, 未来一段时间出现阶段性回调可能性加大。

图 26 美股现阶段科技股巨头 PE (TTM) 偏高

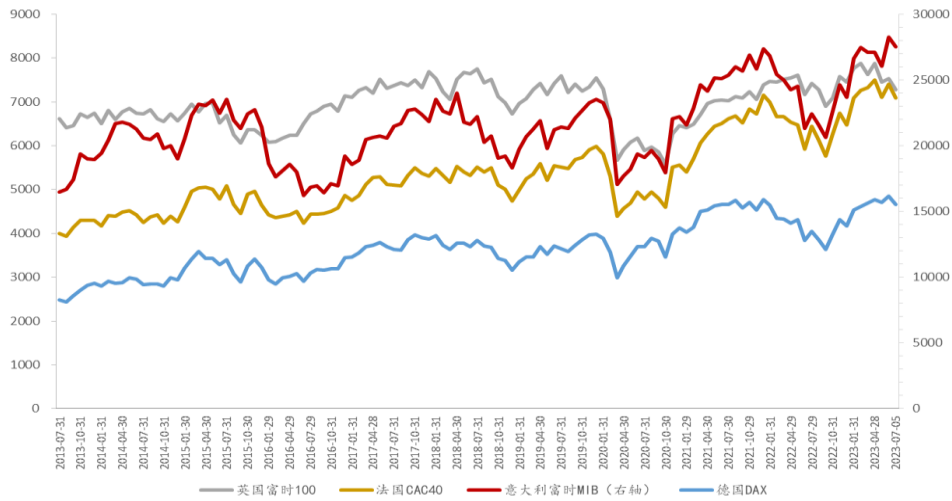


资料来源：Wind，华西证券研究所

### 2.3 其他一些重要发达经济体面临二次震荡期

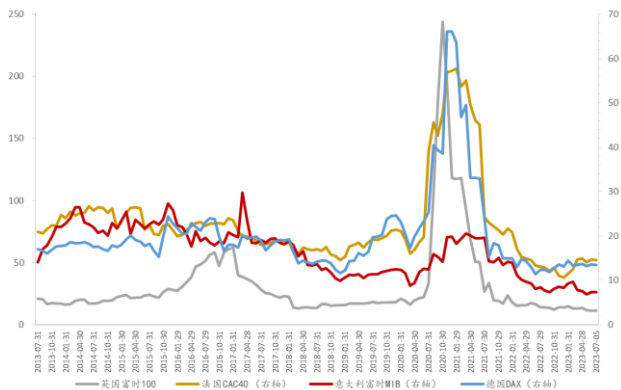
自去年9月以来，英国富时100、法国CAC40、意大利富时MIB和德国DAX指数出现了一轮反弹。截至7月5日，英国富时100、法国CAC40、意大利富时MIB和德国DAX指数的PE分别为10.34、12.57、7.36和13.02，PB分别为1.59、1.7、1.12和1.38。英国富时100、法国CAC40、德国DAX和意大利富时MIB指数PB自2022年9月开始出现明显上升，现阶段没有明显的估值优势。此外，由于欧元区的经济和欧元区火车头德国的经济已经陷入技术型衰退，欧元区货币政策处于紧缩周期，叠加现阶段欧洲市场估值优势不明显，预计未来一段时间欧洲一些重要市场指数还将出现一定波动；预计在经济偏疲软的情况下，前期回调幅度尚不充分的英国富时100、意大利富时MIB、法国CAC40、德国DAX等欧洲重要市场指数还将出现进一步回调，指数内部不同细分行业将出现进一步分化。

图 27 欧洲市场重要指数走势



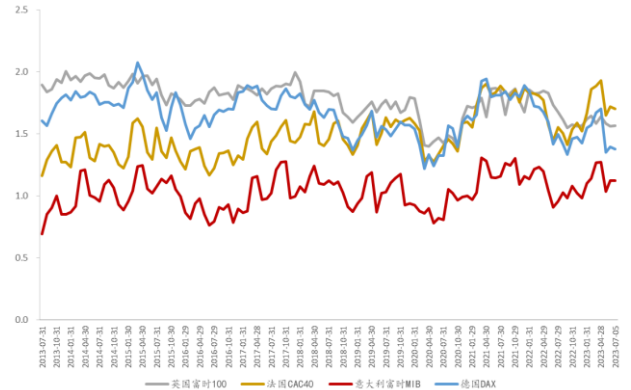
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 28 欧洲市场重要指数 PE



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

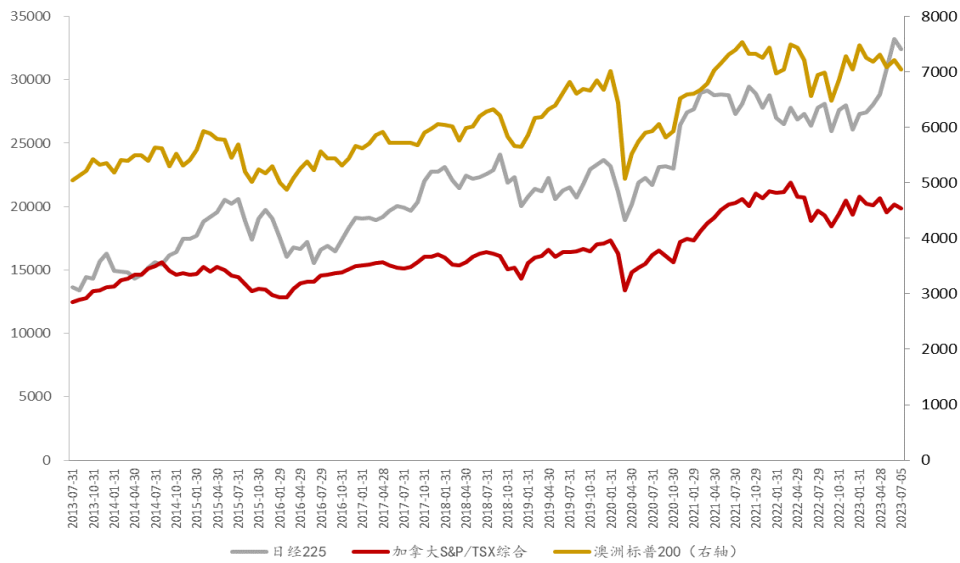
图 29 欧洲市场重要指数 PB



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

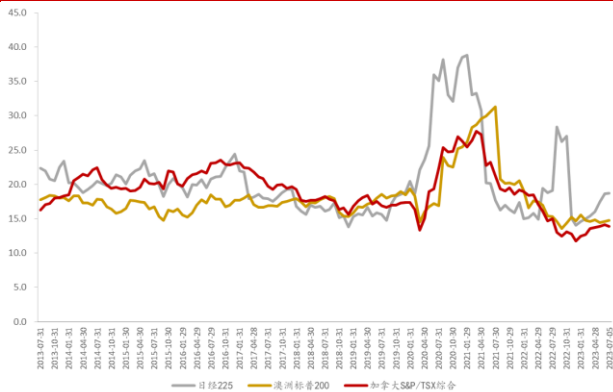
截至7月5日, 日经225、澳洲标普200和加拿大S&P/TSX综合指数的PE分别32.46、14.8和13.09, 比2023年初均出现上升; 日经225、澳洲标普200和加拿大S&P/TSX综合指数的PB分别2、2.12和1.84, 处于近十年较高水平。日经225、澳洲标普200和加拿大S&P/TSX综合指数的估值较今年年初普遍有所上升。考虑到日经225指数短期过热且PE和PB短期上升幅度较多, 预计日经225指数未来一段还将出现进一步震荡。预计在流动性收紧叠加经济疲软的周期中, 叠加阶段性估值上升, 加拿大S&P/TSX和澳洲标普200指数还将出现进一步震荡。

图 30 日本、澳洲、加拿大重要指数走势



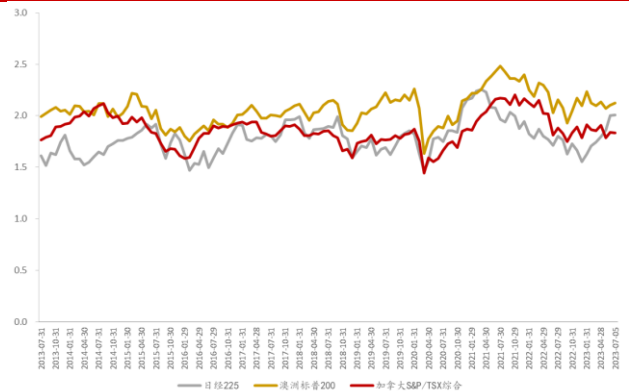
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 31 日本、澳洲、加拿大重要指数 PE



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

图 32 日本、澳洲、加拿大重要指数 PB



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

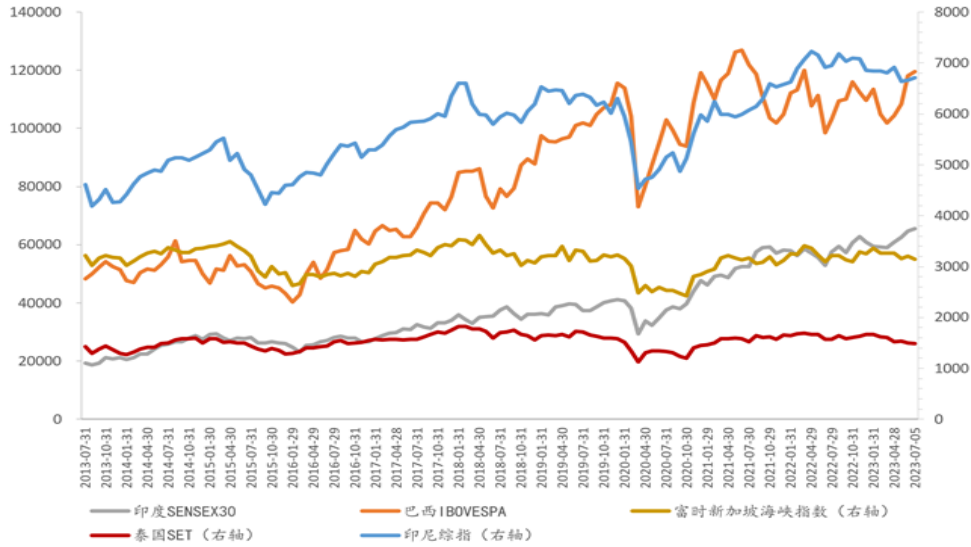
### 3. 新兴市场仍将面临波动和分化态势

#### 3.1 一些东南亚和拉美市场面临波动

截止 7 月 5 日, 印度 SENSEX30、富时新加坡海峡指数、泰国 SET、印尼综指和巴西 IBOVESPA 的 PE 分别为 24.4、11.85、20.69、14.84 和 7.23; 截止 7 月 5 日, 印度 SENSEX30、富时新加坡海峡指数、泰国 SET、印尼综指和巴西 IBOVESPA 的 PB 分别为 3.57、1.09、1.46、1.89 和 1.54; 印度 SENSEX30、富时新加坡海峡指数、泰国 SET、印尼综指、巴西 IBOVESPA 指数现阶段估值没有明显优势。考虑到多数发达经济体宽松的货币周期尚未到来, 加之估值没有明显优势, 巴西 IBOVESPA、富时新加坡海峡指数、泰国 SET 指数、印度 SENSEX30、印尼综指等新兴市场未来一段时间将出现一定波动。

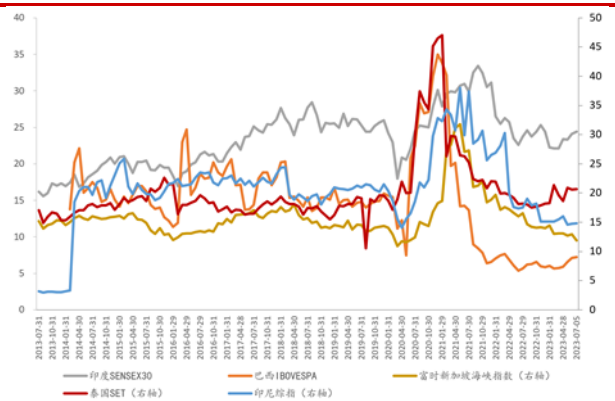


图 33 东南亚和拉美重要指数走势



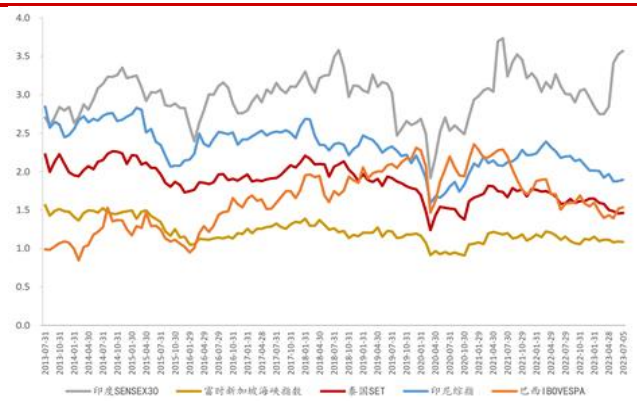
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 34 东南亚和拉美重要指数 PE



资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

图 35 东南亚和拉美重要指数 PB

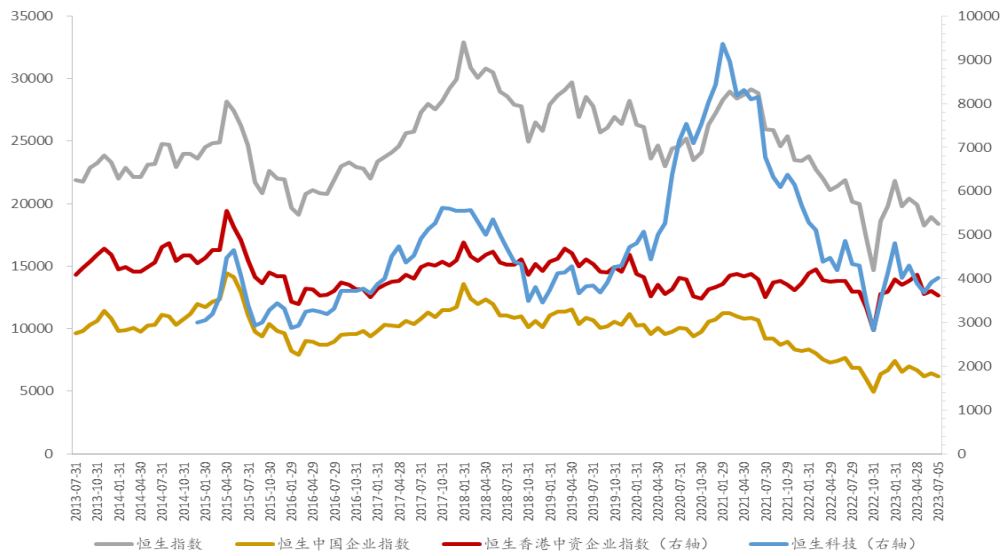


资料来源: Bloomberg, 华西证券研究所

### 3.2 港股市场估值处于偏低位区间，走势暂时处于较为复杂的阶段

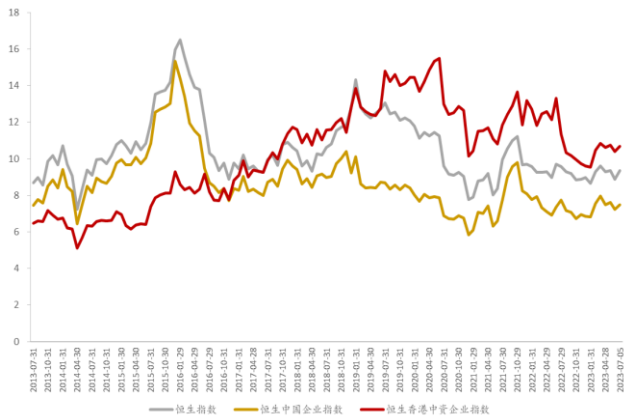
截至 7 月 5 日，恒生指数、恒生中国企业指数和恒生香港中资企业指数的 PE 分别为 9.06、7.78 和 6.66；截止 7 月 5 日，恒生指数、恒生中国企业指数和恒生香港中资企业指数的 PB 分别为 0.93、0.81 和 0.71。截止 7 月 5 日，恒生科技指数 PE 为 25.62, PE 较年初出现进一步的下降。截止 7 月 5 日，恒生科技指数 PB 为 2.4, PB 也在 2023 年以来出现进一步下降。港股整体市场估值处于偏低位区间。由于外围市场波动的影响仍在，港股大盘回暖的流畅度还将一定程度受外围整体市场环境的不定期影响，港股市场暂时维持超跌反弹和震荡反复结合的相对复杂的走势。

图 36 恒生指数、恒生中国企业指数和恒生香港中资企业指数走势



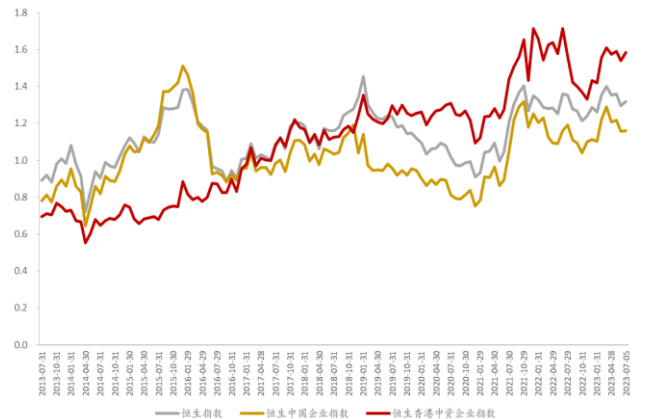
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 37 恒生指数、恒生中国企业指数和恒生香港中资企业指数 PE



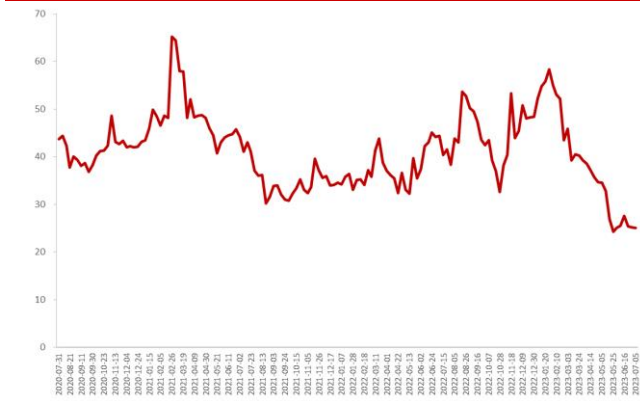
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 38 恒生指数、恒生中国企业指数和恒生香港中资企业指数 PB



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 39 恒生科技指数 PE



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 40 恒生科技指数 PB



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 4. 风险提示

1) 美联储货币政策超预期；2) 经济增长不及预期；3) 全球地缘政治风险的加剧；4) 全球黑天鹅事件。

### 分析师简介

王一荣：海外策略首席分析师，伦敦大学学院（UCL）硕士，研究注重前瞻性和实效性特色。由于研究前瞻性较好得到市场的认可，有效预测2021年美股市场风险和海外多数市场风险等重要市场拐点。曾任川财证券研究所海外高级分析师以及海外团队负责人，2021年8月加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。