策略研究

抱团松动之下，顺周期板块获得青睐

—每周流动性观察

民生 FOCUS　　2020 年 9 月 7 日

报告摘要：

● **宏观流动性：虽然流动性拐点已现，但从信用端来看，未见明显收紧**

循着资金端到信用端来看，资金端目前仍然是维持紧平衡，以同业存单收益率来看，本周部分股份制银行已经将一级市场存单价格上调至 3%，这预示着资金端仍将维持紧平衡，继续震荡上行。

另外，市场对十年期国债为代表的长端利率持续上行也较为担忧，但目前决定长端利率的更多是基本面和利率债供需结构等因素，财政部公告下周要发行 550 亿元的 30 年期国债，以及下周一出口数据市场预期较好，是本周债市下跌的主要原因。

信用端的变化对股市的影响更大，从信用环境来看，目前没有出现明显收紧的迹象，近几周信用债融资增速反而又回升了，而且发行利率也有所回落，上个月 8 月份信用债融资额达 1.1 万亿元，环比上月上涨 41%，历史上当月发行规模超万亿总共才三次。

● **市场情绪：市场情绪继续回落，未见明显板块热点**

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪继续滑落，暂时未见明显板块热点出现。

● **主要投资者配置变化：抱团松动之下，顺周期板块获得青睐，但继续大幅减持电子、医药的意愿已经不强**

公募基金近期在持仓上明显体现了从食品饮料向电新、家电、汽车等中游制造，以及金融板块里的非银切换的迹象，周五的大跌更是加速了这一趋势。电子、医药、食品饮料三大热门板块里，电子在美股科技股下跌带动下，遭到小幅减仓，增长确定性相对更好的医药没有受到太多扰动。

北向资金在板块切换上更偏重中上游原材料，包括化工和轻工。三大热门板块里，周五逆势加仓了医药行业，电子虽然在周五有所减仓，但依然延续了自 7 月底以来的仓位水平，或许表明在经过前期充分回调后，外资已经重新开始认可医药和电子的配置价值。

总的来说，近期基金和外资在配置上呈现出这样一幅图景：短期在配置上继续向顺周期板块倾斜，但对于医药和电子已经不愿意继续大幅减仓。

● **新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达21只**

本周新发权益类基金达 21 只。全 A 上市公司减持规模达 240.48 亿元，环比上周增加 90 亿元，回购金额有所增加，达 32.95 亿元，环比增加 26.53 亿元。

● **风险提示**

海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：　S0100517050002

电话：　(8610)85127730

邮箱：　yangliu_yjs@mszq.com

目录

一、宏观流动性：虽然流动性拐点已现，但从信用端来看，未见明显收紧.....3
（一）国内流动性拐点已现，但并未见明显收紧.....3
1、资金端利率小幅震荡，维持紧平衡.....3
2、债市融资增速有所回升，信用环境未见明显收紧.....3
3、大宗商品价格持续上涨，基本预示 PPI 进一步上行.....4
4、信用利差处于历史较低水平，体现较乐观的基本面预期.....6
（二）国外政策：虽然失业数据超预期，但美联储继续释放鸽派信号.....7
二、市场情绪：市场情绪继续回落，未见明显板块热点.....8
三、主要投资者配置变化：抱团松动之下，顺周期板块获得青睐.....10
（一）整体情况：北向资金大幅流出，公募基金、杠杆资金继续加仓.....10
（二）公募基金：电新、家电、汽车等中游制造以及非银逆势加仓.....10
（三）北向资金：大幅流出之下，小幅加仓化工、轻工.....11
（四）杠杆资金：杠杆资金重新开始活跃，明显加仓白酒、证券、光伏、医药、动力电池.....13
四、新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达 21 只.....14
（一）新发基金：新发权益类基金 21 只.....14
（二）产业资本：减持规模有所扩大.....15
五、风险提示.....16

一、宏观流动性：虽然流动性拐点已现，但从信用端来看，未见明显收紧

循着资金端到信用端来看，资金端目前仍然是维持紧平衡，以同业存单收益率来看，本周部分股份制银行已经将一级市场存单价格上调至 3%，这预示着资金端仍将维持紧平衡，继续震荡上行。

另外，市场对十年期国债为代表的长端利率持续上行也较为担忧，但目前决定长端利率的更多是基本面和利率债供需结构等因素，财政部公告下周要发行 550 亿元的 30 年期国债，以及下周一出口数据市场预期较好，是本周债市下跌的主要原因。

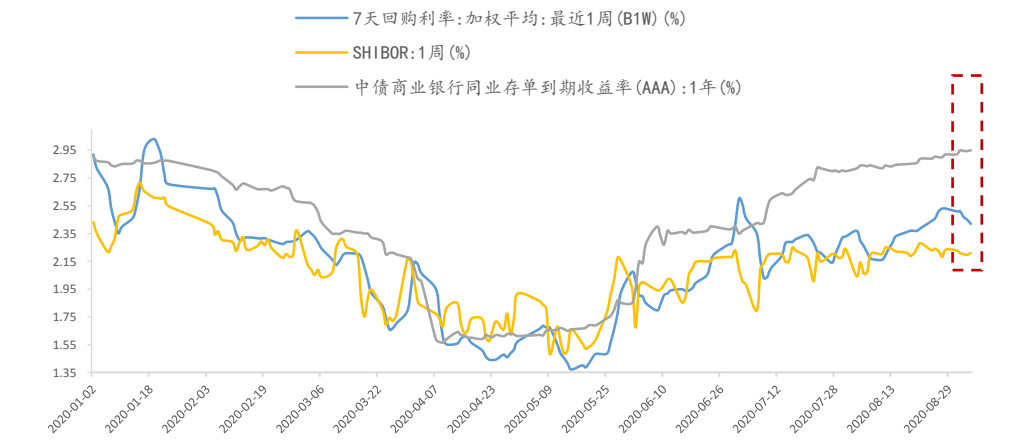
信用端的变化对股市的影响更大，从信用环境来看，目前没有出现明显收紧的迹象，近几周信用债融资增速反而又回升了，而且发行利率也有所回落，上个月 8 月份信用债融资额达 1.1 万亿元，环比上月上涨 41%，历史上当月发行规模超万亿总共才三次。

（一）国内流动性拐点已现，但并未见明显收紧

1、资金端利率小幅震荡，维持紧平衡

本周 7 天回购利率小幅下降 11 个 BP，SHBIOR 利率下降 2 个 BP，一年期 3A 同业存单收益率上行 3 个 BP。资金利率继续维持紧平衡。

图 1：本周资金端利率变动情况

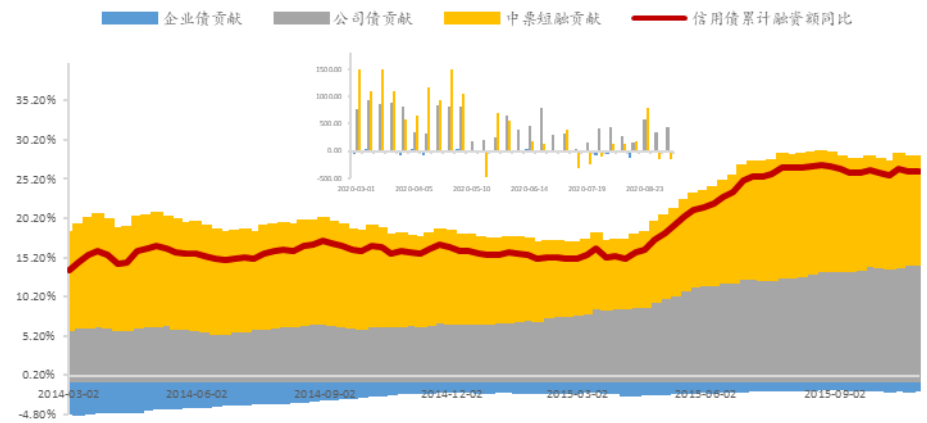


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、债市融资增速有所回升，信用环境未见明显收紧

信用债融资增速小幅回升，体现信用环境并未明显收紧。本周信用债融资余额增速从 26.18%小幅回升至 26.23%，结构上公司债贡献从 14.79%上行至 14.86%，中票短融贡献从 12.66%下行至 12.6%。信用环境目前来看未见明显收紧，近几周信用债融资反而有所回升，而且发行利率也有所回落，8 月份当月信用债融资达 1.1 万亿元，环比上月上涨 41%。

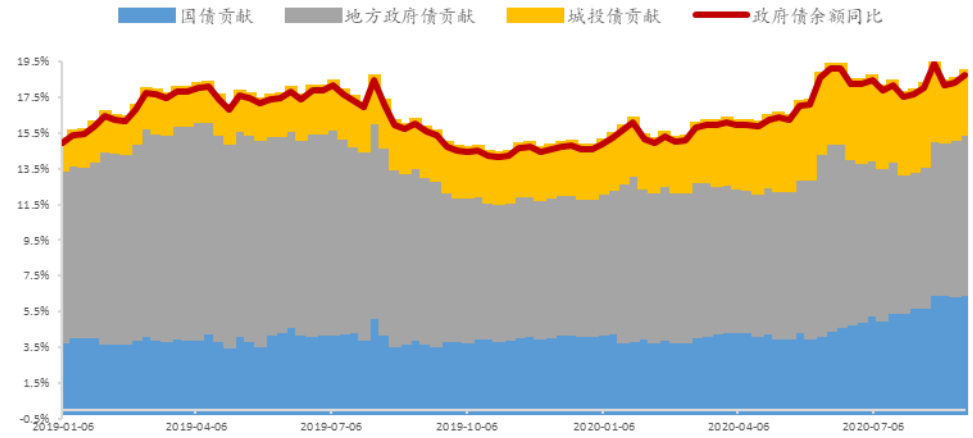
图 2：企业信用债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

政府债融资增速小幅回升，下周还有 550 亿元 30 年国债待发行。本周政府债融资余额同比增速从 18.3%小幅回升至 18.8%，其中地方政府债贡献从 8.8%回升至 9.0%，国债贡献从 6.6%回升至 6.7%，城投债贡献从 3.0%小幅回升至 3.1%。从波动上看，政府债融资增速重新开始回升，已经接近 6 月份高点位置。

图 3：政府债融资同比增速情况

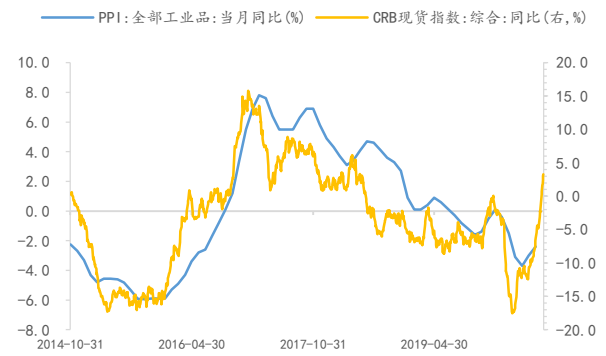


资料来源：WIND，民生证券研究院

3、大宗商品价格持续上涨，基本预示 PPI 进一步上行

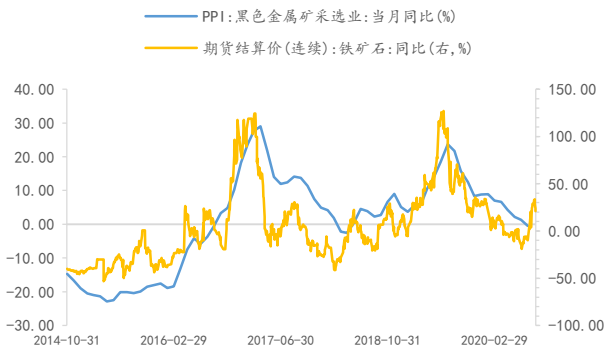
总量流动性拐点将现的背景下，流动性的去向更为重要，尤其是在全球央行大幅扩表的额情况下是否会导致通胀再度回归。本周 CRB 现货指数继续上行，基本预示着 9 月份 PPI 将继续回升。分项里本周以震荡回落为主。

图 4：PPI 及其前瞻指标



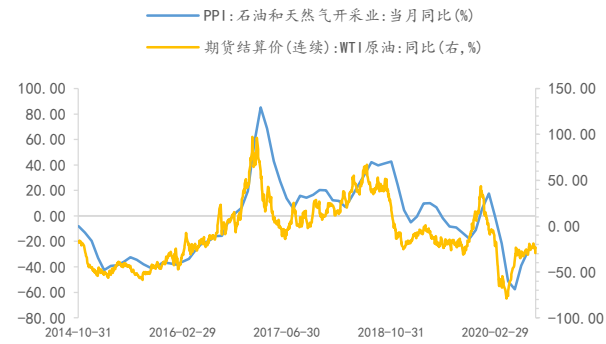
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 5：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：能化系分项 PPI 及其前瞻指标



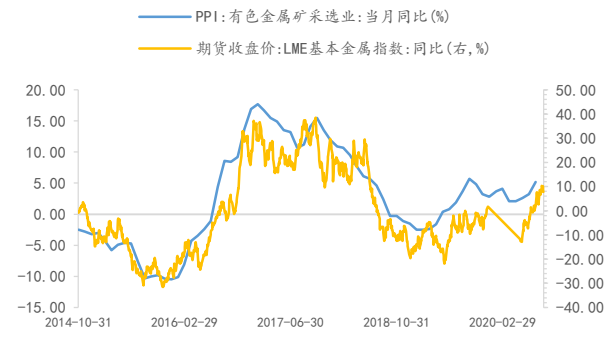
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



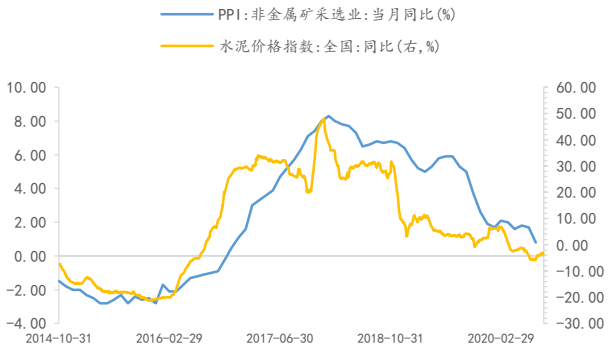
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：有色系分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

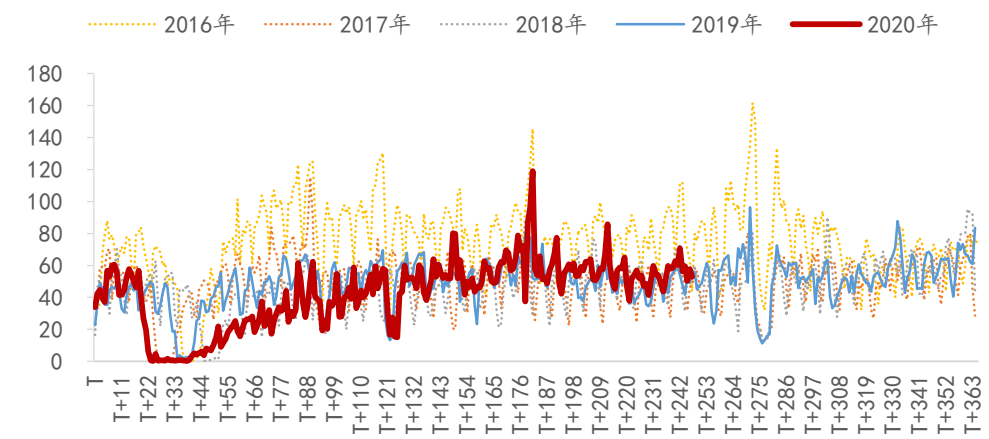
图 9：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

涨价周期的可持续性需要跟踪观察房地产销售情况、经济复苏的节奏等，本周 30 大中城市商品房成交面积仍然明显高于去年水平，在地产政策边际收紧的背景下，暂未出现明显滑坡的迹象。

图 10：30 大中城市房地产成交面积情况（万平方米）



资料来源：WIND，民生证券研究院

4、信用利差处于历史较低水平，体现较乐观的基本面预期

重点行业信用利差继续维持在低位，体现信用市场较乐观的经济预期。从 2016 年至今百分位数来看，资源品行业如采掘、有色和煤炭均处于历史绝对低位。地产基建链条的房地产、钢铁 、建材、建筑装饰大部分处于 10%以下分位数。制造业相关的电子、化工、汽车等大部分处于 25%以下分位数。

表1：重点行业信用利差变动情况

行业	信用利差变动（BP）	2016 年至今历史百分位数（%）
采掘	2.18	0.4
钢铁	6.32	1.2
有色金属	5.41	1.6
煤炭开采	4.71	0.4
化工	8.84	6.6
建筑材料	4.56	0.8
建筑装饰	5.48	8.7
房地产	5.28	11.6
电子	9.81	26.6
机械设备	5.72	17.9
汽车	7.79	16.6
通信	9.62	32
交通运输	5.29	5.8
商业贸易	7.13	1.2
休闲服务	2.58	8.3
食品饮料	6.99	30.8
医药生物	8.48	10.4
传媒	4.85	2.9

资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）国外政策：虽然失业数据超预期，但美联储继续释放鸽派信号

本周五晚，美国就业报告公布，失业数据超预期向好，目前市场较为担忧的一点在于，如果疫情结束，美国经济强劲复苏，美联储是否会就此退出目前的宽松政策。报告公布后，美联储主席鲍威尔对此进行了一些回答。

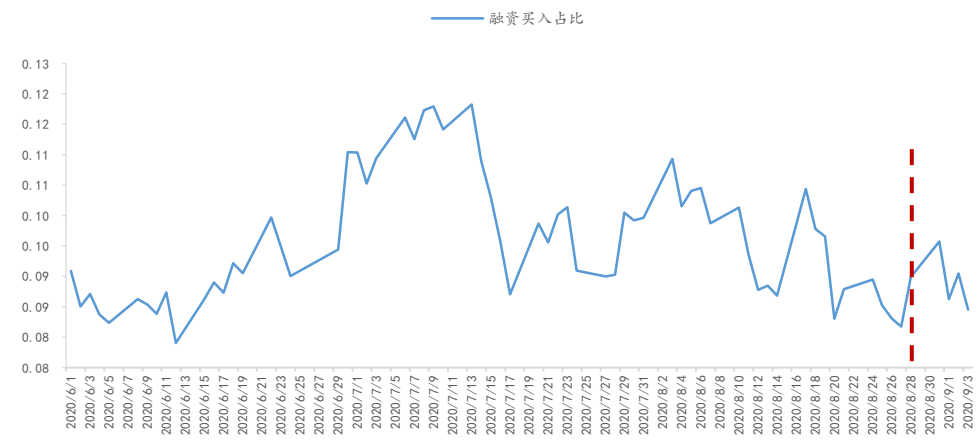
美联储主席认为，尽管 8 月的失业的数据较为正面，就业增长速度快于很多人的预期，但是美国经济还有很长的路要走，尤其还有 1100 万人没有重返工作岗位，包括酒店、娱乐和旅游相关的工作岗位，因此，美联储仍需要在很长一段时间内保持低利率，以支持经济活动。整体来看，美联储继续释放了较为鸽派的信号。

但也需要注意的是，目前的鸽派信号是建立在美联储暂时无法对经济前景建立较为确定的预期之上的，如果经济明确复苏，增长重新回到了正常的轨道上，流动性紧缩仍然会发生，所以相比之下，对经济的复苏跟踪观察更为重要。

二、市场情绪：市场情绪继续回落，未见明显板块热点

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪继续滑落，已经接近 6 月初水平。上一轮杠杆牛市以来，融资买入额占成交额值比的上限较为稳定，都处于 11.5%以下，7 月初随着杠杆资金快速入市，该比例一举突破，最高在 7 月 9 日达到 11.8%，随后迅速回落，本周进一步回落至 8.5%。

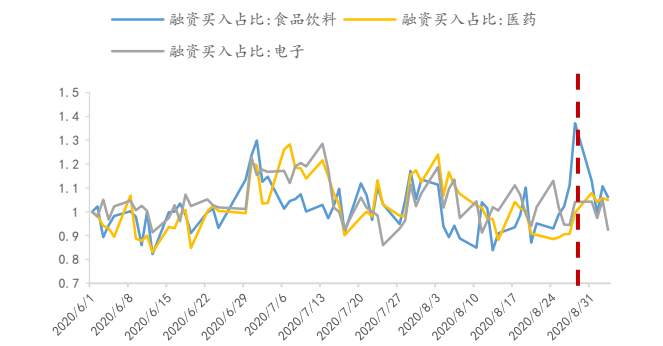
图 11：融资买入占比情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

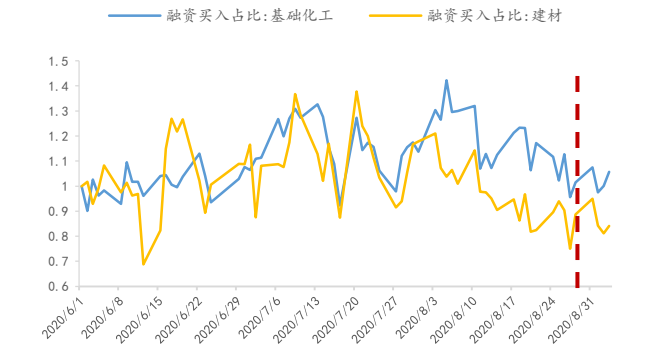
重点行业方面，从融资买入额占比来看，食品饮料行业下降最为明显，其余行业小幅震荡。

图 12：行业融资买入占比：食饮、医药、电子（标准化后）



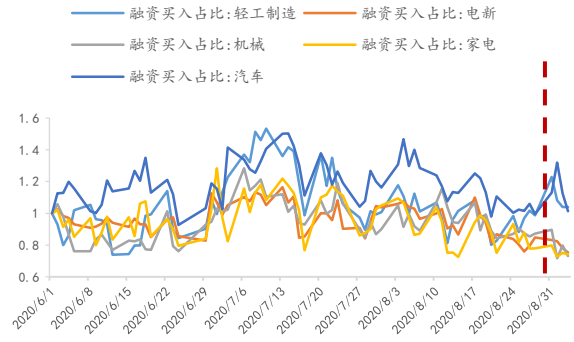
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：行业融资买入占比：化工、建材（标准化后）



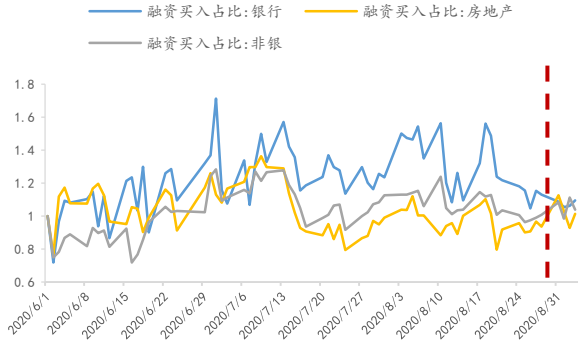
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 14：融资买入：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

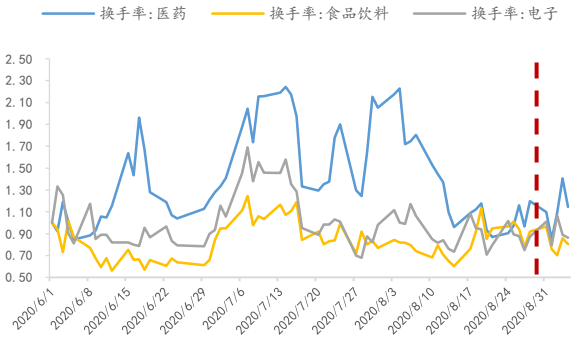
图 15：行业融资买入占比：银行、地产、非银（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

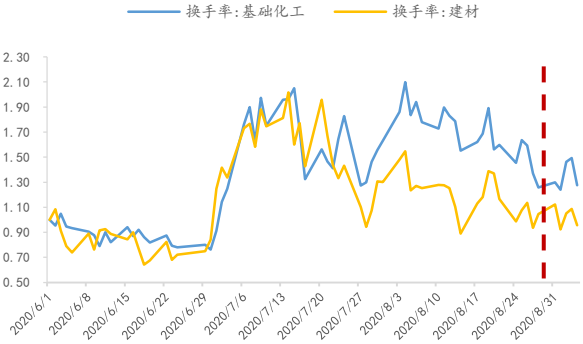
重点行业方面，从换手率来看，本周主要热门行业也小幅下行，其中周五的下跌明显打压了食品饮料行业的市场情绪，其余主要行业也以震荡下行为主。

图 16：换手率：食饮、医药、电子（标准化后）



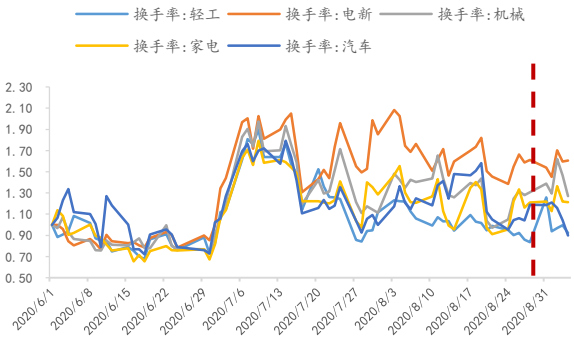
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：换手率：化工、建材（标准化后）



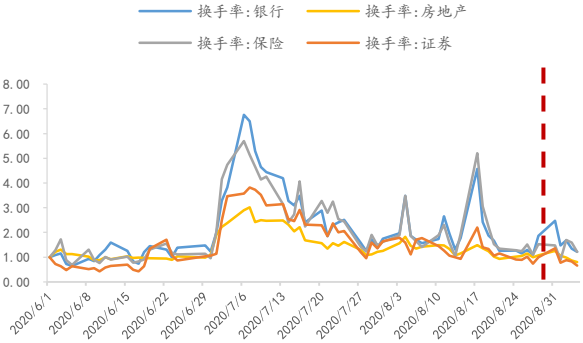
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 18：换手率：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 19：换手率：银行、地产、证券、保险（标准化后）



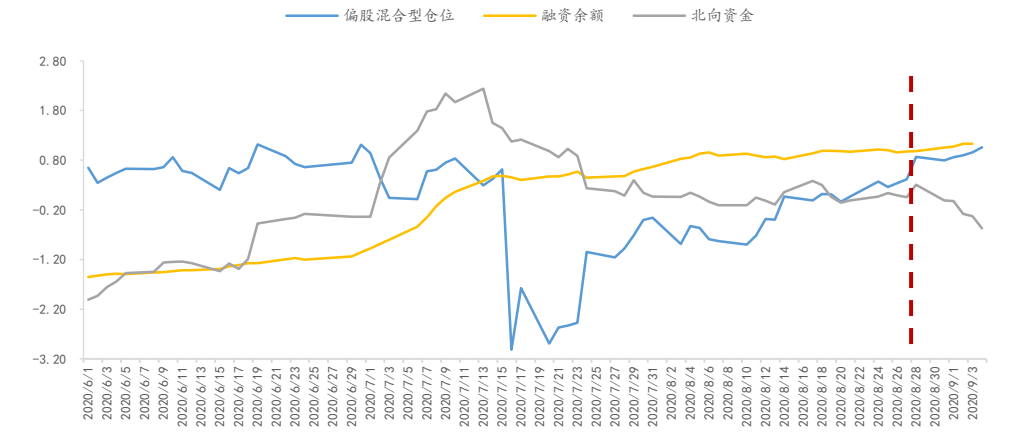
资料来源：WIND，民生证券研究院

三、主要投资者配置变化：抱团松动之下，顺周期板块获得青睐

（一）整体情况：北向资金大幅流出，公募基金、杠杆资金继续加仓

公募基金仓位小幅提升 0.05%，北向资金大幅净流出 222.6 亿元，融资余额增加 203.5 亿元。本周公募基金仓位从 85.16%小幅上行至 85.21%，北向资金净流出 222.6 亿元，融资余额净流入 203.54 亿元。北向资金的流出主要是美股大幅波动影响，内资仍然较为乐观。

图 20：机构资金整体持仓情况（标准化后）

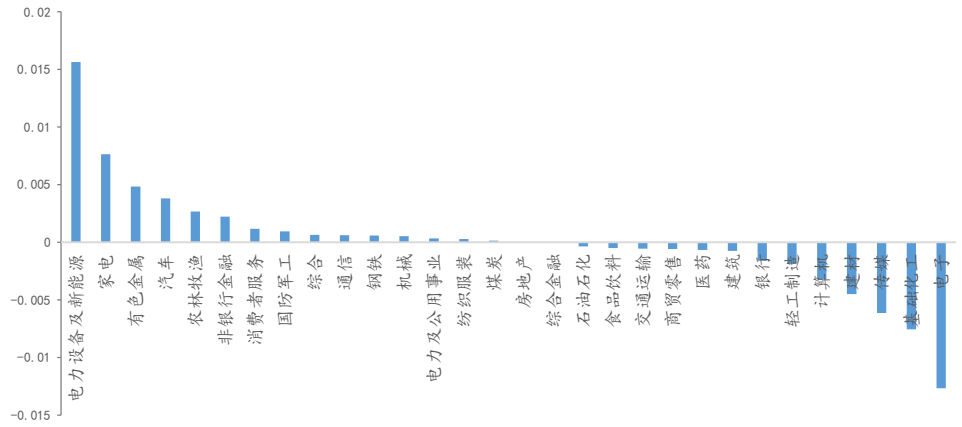


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）公募基金：电新、家电、汽车等中游制造以及非银逆势加仓

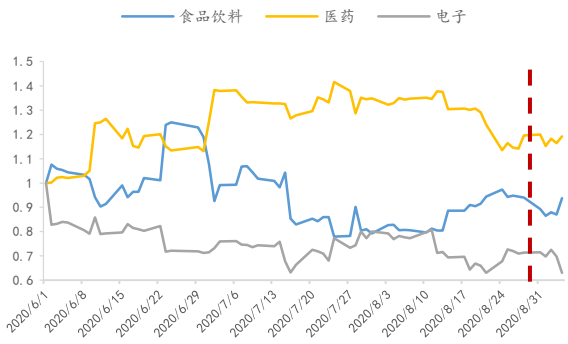
公募基金近期在持仓上明显体现出从食品饮料向电新、家电、汽车等中游制造，以及金融板块里的非银切换的迹象，周五的大跌更是加速了这一趋势。值得注意的是，在美股科技股下跌带动下，电子在周五遭到公募基金小幅减仓，但行业景气度更好、盈利确定性更强医药并未受到太多扰动。食品饮料行业周五大跌之际，公募基金反而逆势加仓，结合行业估值情况和盈利预期来看，这一行为应该只是短期交易，并非公募基金继续长期看好食品饮料板块，周五之前，基金已经连续一周减仓了食品饮料行业。

图 21：本周公募基金主要行业持仓变动



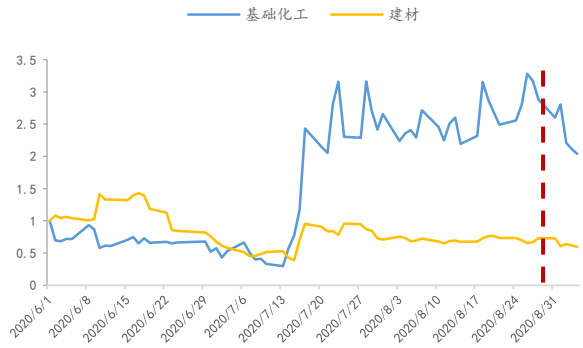
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 22：公募基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）



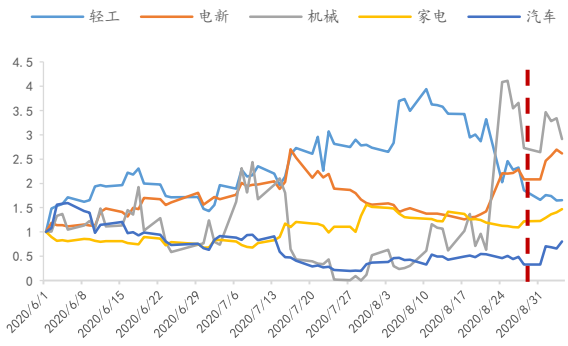
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 23：公募基金行业持仓：化工、建材（标准化后）



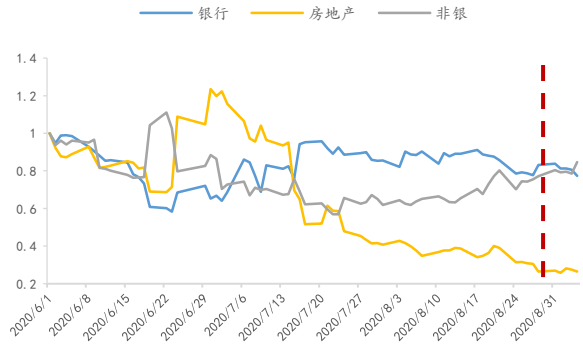
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 24：基金持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 25：公募基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）



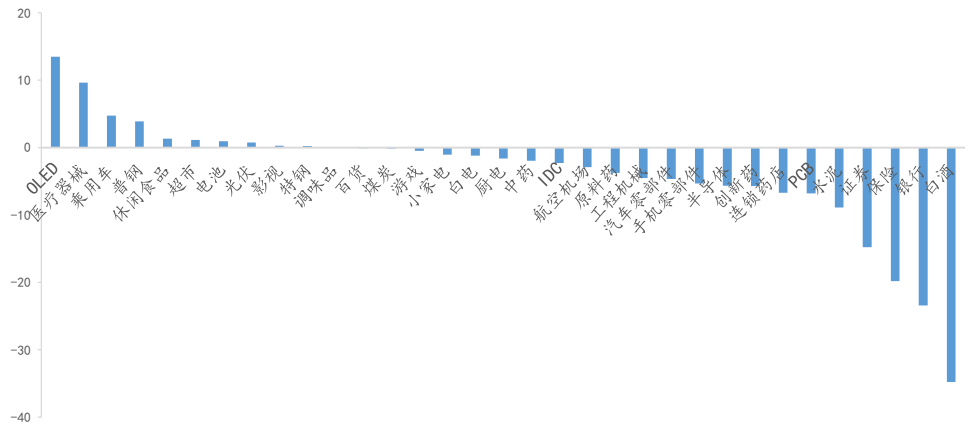
资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）北向资金：大幅流出之下，小幅加仓化工、轻工

北向本周的减持从板块上来看是全方位的，重点行业里只有化工、轻工小幅上涨，相

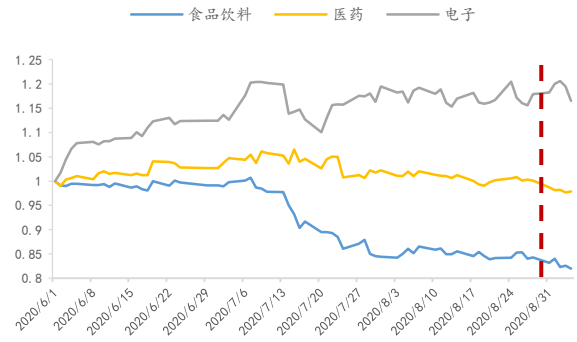
比公募基金，北向资金在调仓上似乎更偏向上游原材料。值得注意的是，北向资金在热门三大板块里，食品饮料延续了此前减持的趋势，医药在周五大跌之际反而逆势增持，电子板块自 8 月份以来持仓份额一直震荡持平，并未见进一步下降，这可能体现了，随着医药和电子估值逐渐回落至合理区间，外资并不想再进一步减持相关个股。

图 26：本周北向资金主要净流入(出)板块



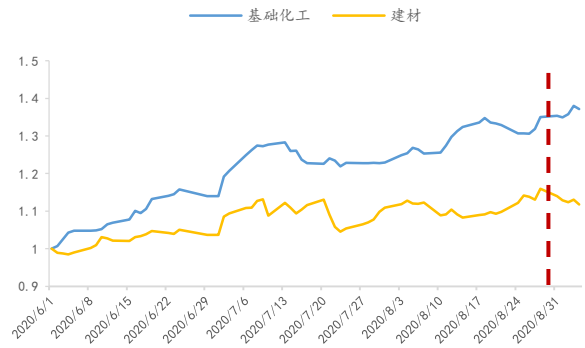
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 27：北向资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）



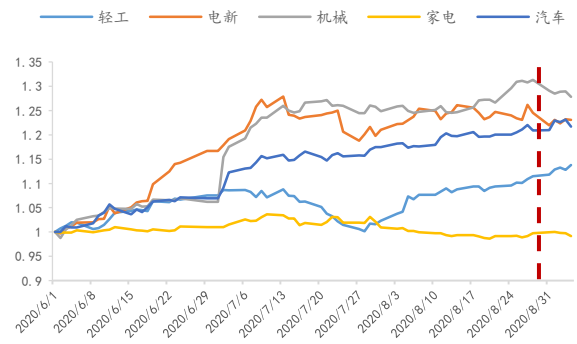
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 28：北向资金净流入：化工、建材（标准化后）



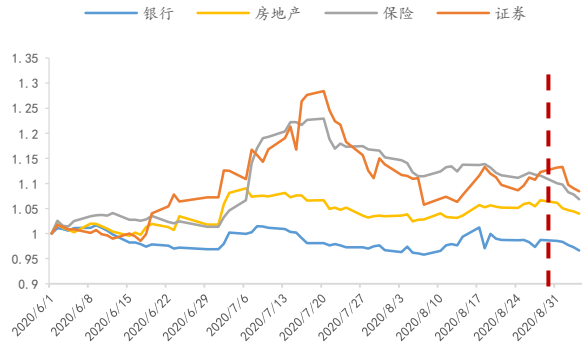
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 29：北向资金：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 30：北向资金：银行/地产/保险/券商（标准化后）

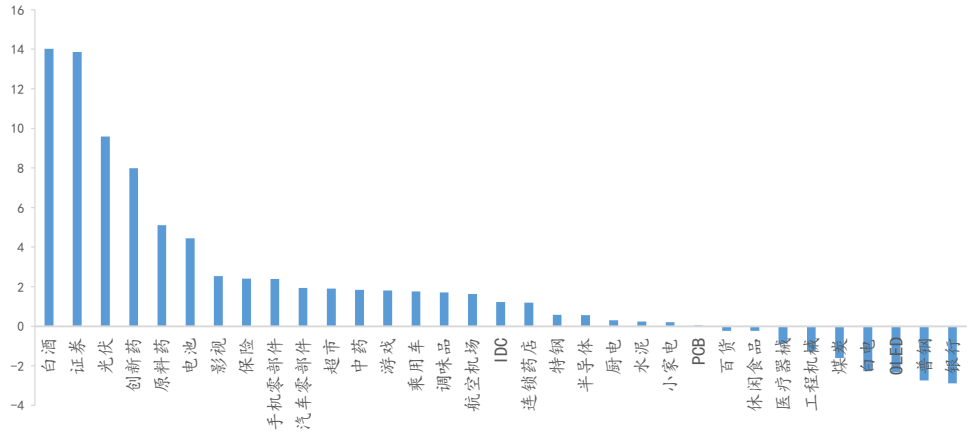


资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）杠杆资金：杠杆资金重新开始活跃，明显加仓白酒、证券、光伏、医药、动力电池

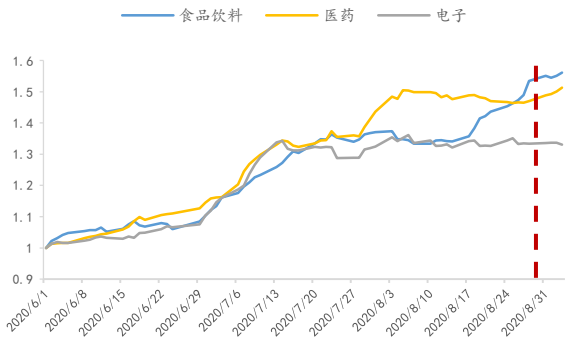
本周杠杆资金净流入白酒、证券、光伏、医药、动力电池等板块，明显流出银行、面板、家电、煤炭等板块。

图 31：本周杠杆资金主要净流入(出)板块



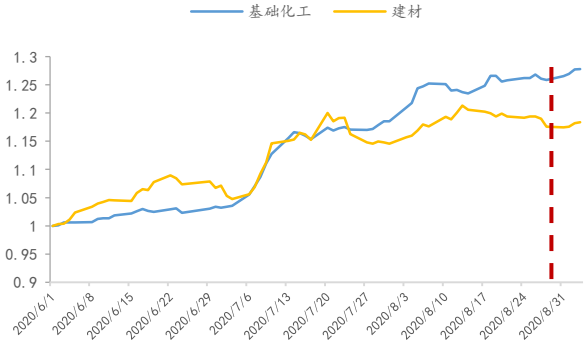
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 32：杠杆资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）



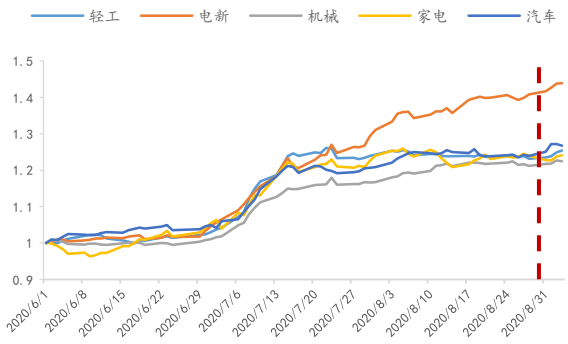
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 33：杠杆资金净流入：化工、建材（标准化后）



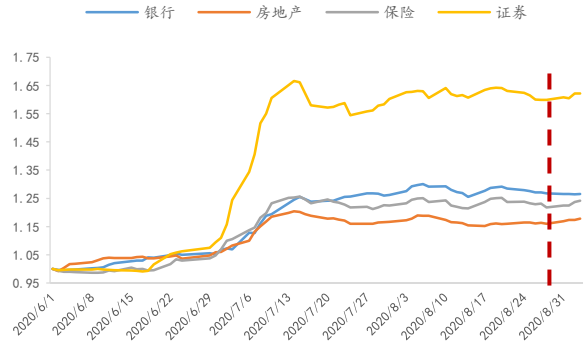
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 34：杠杆资金：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 35：杠杆资金：银行/地产/券商/保险（标准化后）



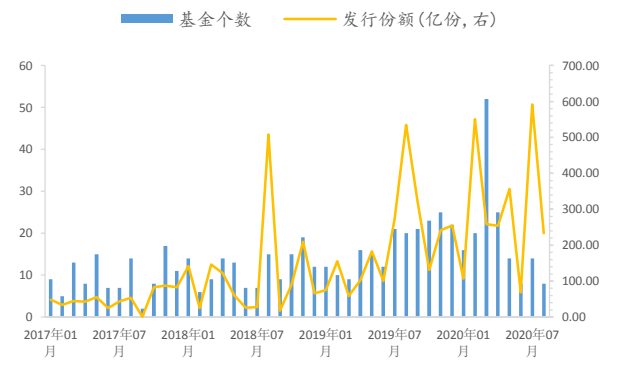
资料来源：WIND，民生证券研究院

四、新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达 21 只

（一）新发基金：新发权益类基金 21 只

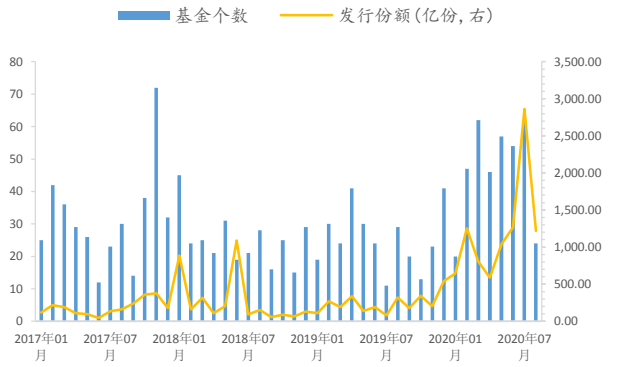
本周以认购起始日统计，整个 8 月新发股票型基金 9 只，混合型基金 33 只，从新发基金份额来看，股票型基金新发 235.79 亿份，混合型基金新发 1368.74 亿份。本周新发行主要涉及权益资产的基金 21 只，其中有 2 只普通股票型基金，16 只偏股混合型基金。

图 36：股票型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 37：混合型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

表2：本周新发基金情况

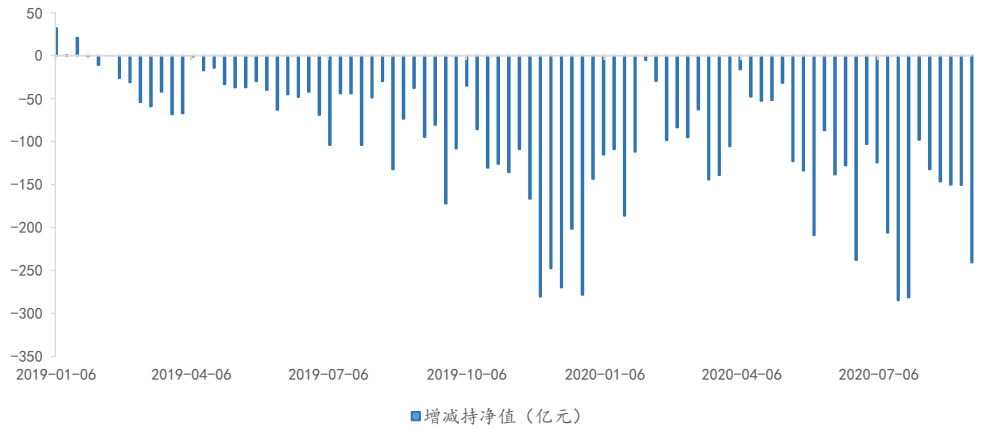
基金简称	投资类型
摩根士丹利华鑫优悦安和	偏股混合型基金
长盛核心成长 A	偏股混合型基金
中欧优势成长	偏股混合型基金
泰达宏利高研发创新 6 个月 A	偏股混合型基金
浙商科技创新一个月滚动持有 A	偏股混合型基金
北信瑞丰优选成长	普通股票型基金
方正富邦中证 500 指数增强 A	增强指数型基金
平安价值成长 A	偏股混合型基金
安信成长精选 A	偏股混合型基金
中加新兴成长 A	偏股混合型基金
上投摩根慧见两年持有	偏股混合型基金
民生加银康宁平衡养老(FOF)	平衡混合型基金
海富通成长甄选 A	偏股混合型基金
新华景气行业 A	偏股混合型基金
西部利得聚禾 A	灵活配置型基金
淳厚欣享 A	偏股混合型基金
嘉实远见企业精选	偏股混合型基金
景顺长城电子信息产业 A	普通股票型基金
富国成长动力	偏股混合型基金
长安鑫悦消费驱动 A	偏股混合型基金
银华多元机遇	偏股混合型基金

资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）产业资本：减持规模有所扩大

本周全 A 上市公司减持规模达 240.48 亿元，环比上周增加 90 亿元，其中主要减持公司有美的集团、美年健康、山西汾酒、桃李面包、蓝色光标等。

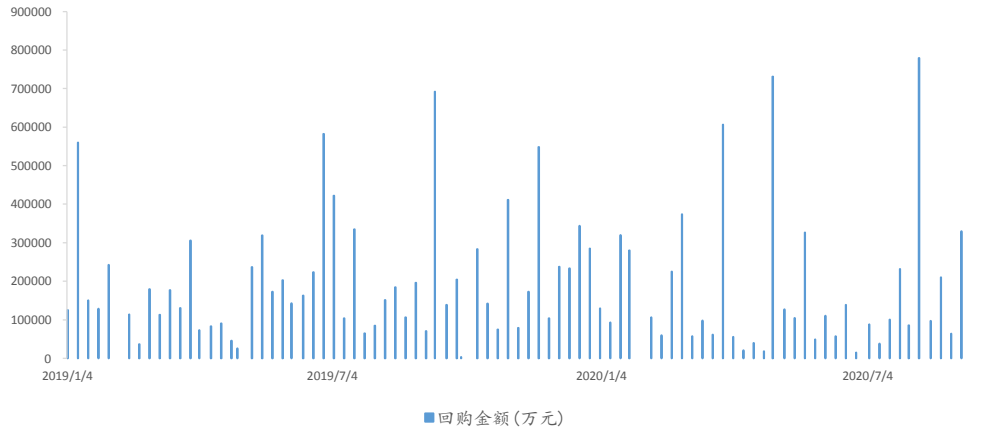
图 38：全 A 上市公司增减持情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

本周全 A 上市公司回购金额有所增加，达 32.95 亿元，环比增加 26.53 亿元。

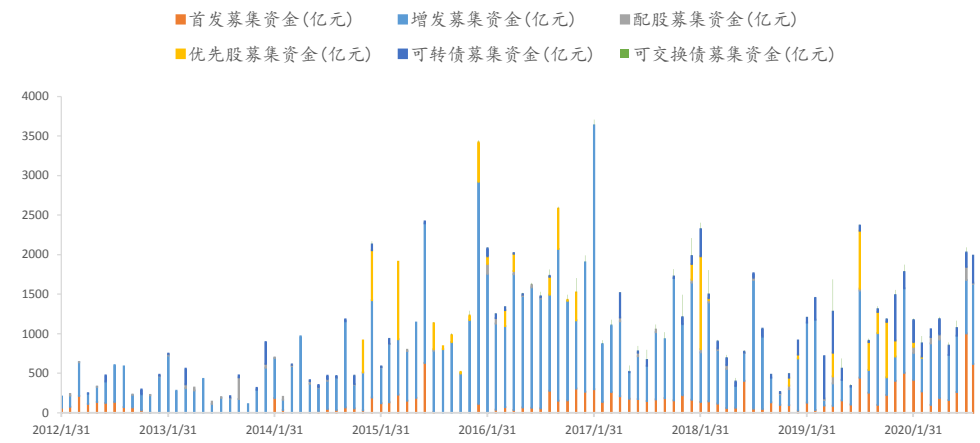
图 39：全 A 上市公司回购情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截止本周结束，9 月份全 A 一级市场 IPO 融资达 94.39 亿元，增发募资达 80.77 亿元，可转债和可交换债募资达 5.5 亿元。

图 40：全 A 一级市场融资情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

五、风险提示

海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

插图目录

图 1：本周资金端利率变动情况.....3
图 2：企业信用债融资同比增速情况.....4
图 3：政府债融资同比增速情况.....4
图 4：PPI 及其前瞻指标.....5
图 5：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 6：能化系分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 7：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 8：有色系分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 9：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 10：30 大中城市房地产成交面积情况（万平方米）.....6
图 11：融资买入占比情况.....8
图 12：行业融资买入占比：食饮、医药、电子（标准化后）.....8
图 13：行业融资买入占比：化工、建材（标准化后）.....8
图 14：融资买入：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....9
图 15：行业融资买入占比：银行、地产、非银（标准化后）.....9
图 16：换手率：食饮、医药、电子（标准化后）.....9
图 17：换手率：化工、建材（标准化后）.....9
图 18：换手率：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....9
图 19：换手率：银行、地产、证券、保险（标准化后）.....9
图 20：机构资金整体持仓情况（标准化后）.....10
图 21：本周公募基金主要行业持仓变动.....11
图 22：公募基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）.....11
图 23：公募基金行业持仓：化工、建材（标准化后）.....11
图 24：基金持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....11
图 25：公募基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）.....11
图 26：本周北向资金主要净流入(出)板块.....12
图 27：北向资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）.....12
图 28：北向资金净流入：化工、建材（标准化后）.....12
图 29：北向资金：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....12
图 30：北向资金：银行/地产/保险/券商（标准化后）.....12
图 31：本周杠杆资金主要净流入(出)板块.....13
图 32：杠杆资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）.....13
图 33：杠杆资金净流入：化工、建材（标准化后）.....13
图 34：杠杆资金：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....13
图 35：杠杆资金：银行/地产/券商/保险（标准化后）.....13
图 36：股票型基金新发情况.....14
图 37：混合型基金新发情况.....14
图 38：全 A 上市公司增减持情况.....15
图 39：全 A 上市公司回购情况.....15
图 40：全 A 一级市场融资情况.....16

表格目录

表 1：重点行业信用利差变动情况.....6
表 2：本周新发基金情况.....14

分析师简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。