策略研究

美联储提出新政策框架，国内资金端维持紧平衡

—每周流动性观察

民生 FOCUS　　2020 年 8 月 31 日

报告摘要：

● **宏观流动性：美联储提出新政策框架，国内资金端继续维持紧平衡**

8 月 25 日国务院理性政策吹风会基本打消了降息的预期。在市场利率需要围绕央行政策利率波动的监管要求下，资金利率从 5 月份开始逐渐向 MLF 利率靠拢，目前来看还未有结束的迹象，但大幅上行的概率较小，继续持紧平衡。

8 月 28 日晚美联储新政策框架无疑是一个重磅信息，相比原有框架美联储更加重视就业和经济增长，而且提高了通胀容忍度。在这一新框架下预计宽松政策退出会有所延迟，联邦基准利率将在更长时间里保持在零利率附近。名义利率预计也将维持在较低水平，重点看美联储后续对美债发行的支持力度。

● **市场情绪：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。重点行业方面仅食品饮料逆势回升。

● **主要投资者配置变化：均衡配置延续，顺周期板块获得持续加仓**

本周北向资金恢复净买入，公募基金继续加仓，已经接近 7 月初减仓前水平，杠杆资金震荡走平，仅小幅流入。行业配置上，公募基金加仓了电新、电子、农林牧渔和机械，减仓了计算机、轻工和医药。北向资金加仓了面板、动力电池和工程机械，减持光伏、手机零部件、创新药、白酒。杠杆资金加仓了白酒、面板、手机零部件、调味品，减仓证券、银行、半导体。

● **新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达11只**

本周新发权益类基金达 11 只。全 A 上市公司减持规模达 150.4 亿元，环比上周增加 0.17 亿元，回购金额有所回落，达 6.42 亿元，环比减少 14.56 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：美联储提出新政策框架，国内资金端继续维持紧平衡.....3
（一）国内流动性预计拐点已现.....3
1、资金端利率小幅上行，维持紧平衡.....3
2、债市融资增速小幅下行，宏观流动性继续边际放缓.....3
3、PPI 各分项小幅上行，铁矿石和有色较为明显.....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）国内政策：政策利率进一步下调概率不大.....7
（三）海外政策：美联储新政策框架更加重视就业和经济增长，并提高了通胀容忍度.....7
1、经济增长乏力和菲利普斯曲线扁平化是本次框架变革的时代大背景.....7
2、新框架的实质是以 GDP 为目标，通过经济增长改善就业，进而实现通胀目标，同时对通胀的容忍度上调.....7
3、实现通胀目标的本质是为了保持美联储稳定经济的能力，但并不意味着美联储会放任通胀.....8
二、市场情绪：情绪继续回落，未见明显板块热点.....9
三、主要投资者配置变化：均衡配置延续，顺周期板块获得持续加仓.....11
（一）整体情况：北向资金恢复净买入，公募基金继续加仓，杠杆资金震荡走平.....11
（二）公募基金：加仓电新、电子、农林牧渔和机械，减仓计算机、轻工和医药.....11
（三）北向资金：加仓面板、动力电池和工程机械，减持光伏、手机零部件、创新药、白酒.....13
（四）杠杆资金：白酒、面板、手机零部件、调味品，减仓证券、银行、半导体.....14
四、新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达 11 只.....15
（一）新发基金：新发权益类基金 11 只.....15
（二）产业资本：减持规模基本持平，回购规模有所减小.....15
五、风险提示.....17

一、宏观流动性：美联储提出新政策框架，国内资金端继续维持紧平衡

8 月 25 日国务院理性政策吹风会基本打消了降息的预期。在市场利率需要围绕央行政策利率波动的监管要求下，资金利率从 5 月份开始逐渐向 MLF 利率靠拢，目前来看还未有结束的迹象，但大幅上行的概率较小，继续持紧平衡。

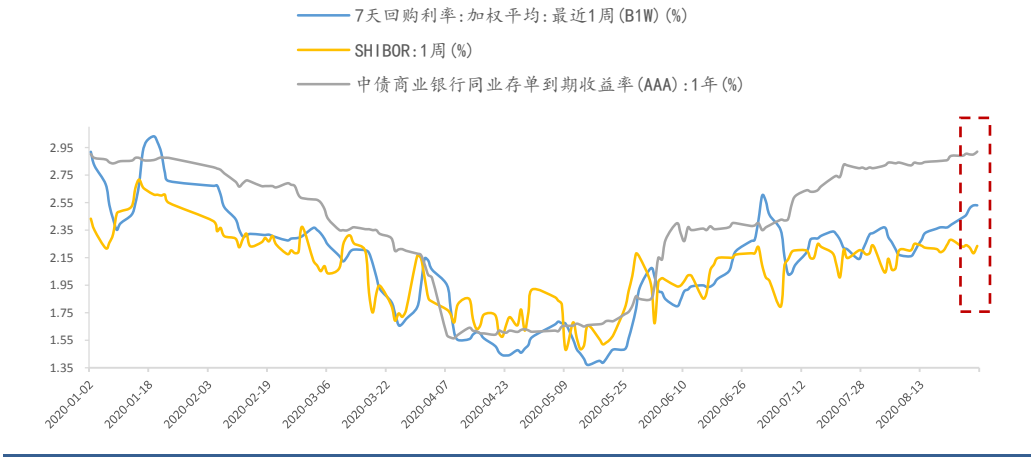
8 月 28 日晚美联储新政策框架无疑是一个重磅信息，相比原有框架美联储更加重视就业和经济增长，而且提高了通胀容忍度。在这一新框架下预计宽松政策退出会有所延迟，联邦基准利率将在更长时间里保持在零利率附近。名义利率预计也将维持在较低水平，重点看美联储后续对美债发行的支持力度。

（一）国内流动性预计拐点已现

1、资金端利率小幅上行，维持紧平衡

本周 7 天回购利率小幅回升 14 个 BP，SHBIOR 利率下降 4 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，整体处于上升通道中。

图 1：本周资金端利率变动情况

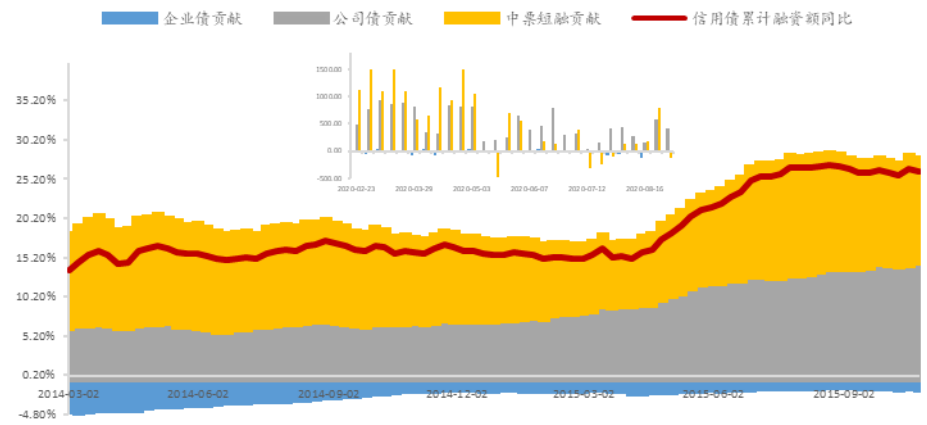


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、债市融资增速小幅下行，宏观流动性继续边际放缓

信用债融资增速小幅下滑，整体处于下行通道中。本周信用债融资余额增速从 25.53%小幅下降至 26.24%，结构上公司债贡献从 14.63%上行至 14.84%，中票短融贡献从 13.16%下行至 12.68%。信用债融资增速从 7 月初开始整体下滑，说明 5 月份开始边际收紧的货币政策和大幅上升的市场利率已经对市场化程度较高的债券造成负面影响，基本预示着社融整体增速将开始放缓。

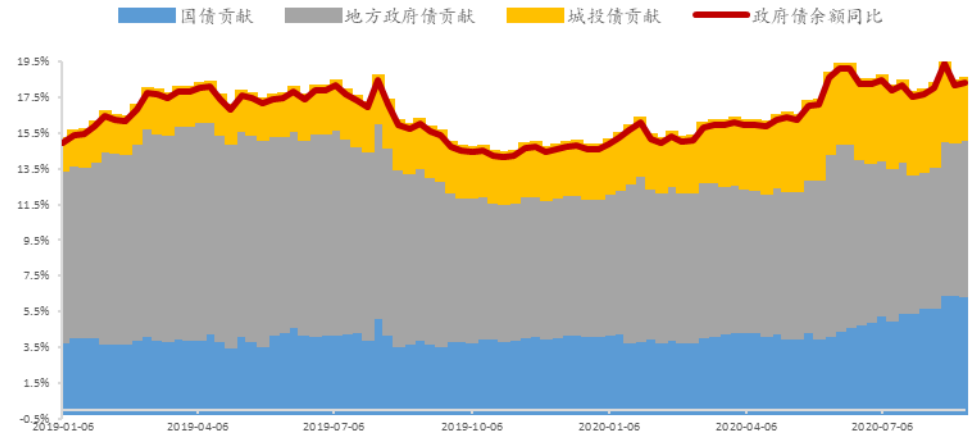
图 2：企业信用债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

政府债融资增速小幅回升。本周政府债融资余额同比增速从 18.2 小幅回升至 18.3%，其中地方政府债贡献为 8.8%，国债贡献为 6.6%，城投债贡献从 2.9%小幅回升至 3.0%。从趋势上来看，政府债融资增速已经处于震荡下行通道中，对社融增速的推动作用下半年预计将明显小于上半年。

图 3：政府债融资同比增速情况

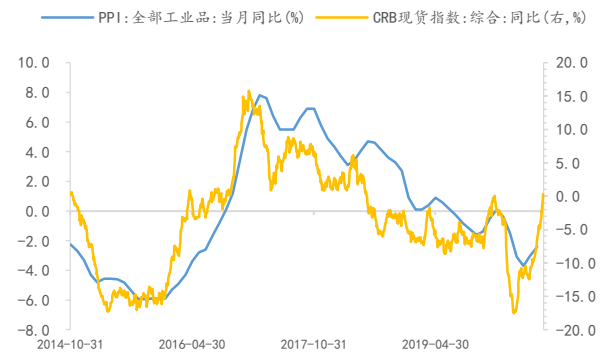


资料来源：WIND，民生证券研究院

3、PPI 各分项小幅上行，铁矿石和有色较为明显

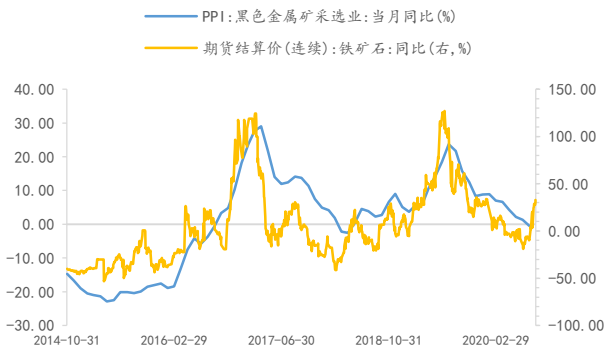
总量流动性拐点将现的背景下，流动性的去向更为重要，尤其是在全球央行大幅扩表的额情况下是否会导致通胀再度回归。目前投资端发力已经在资源品新一轮涨价中体现，其中受海外流动性泛滥影响，国际市场定价的能化、有色价格上涨力度要明显强于国内经济主导的黑色系和建材系，但自 7 月初开始，铁矿石、煤炭、水泥价格同比增速已经开始反弹。本周 CRB 现货指数继续上行，基本预示着 8 月份 PPI 将继续回升。分项里铁矿石和有色回升较快。

图 4：PPI 及其前瞻指标



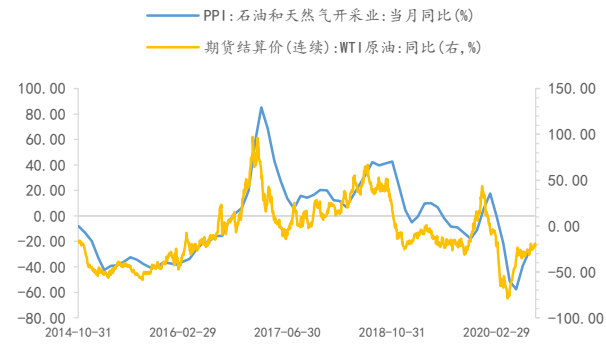
资料来源：WIND，民生证券研究院

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



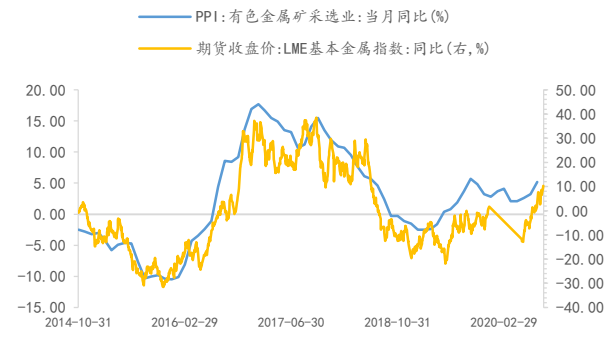
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



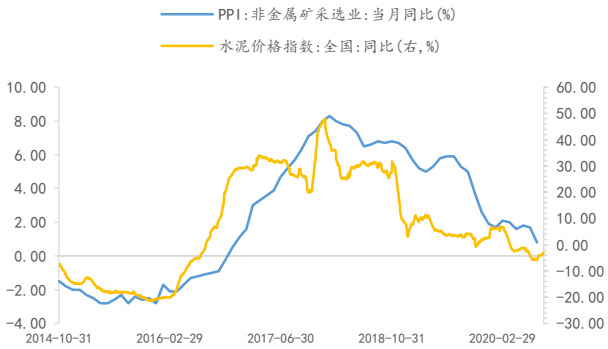
资料来源：WIND，民生证券研究院

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

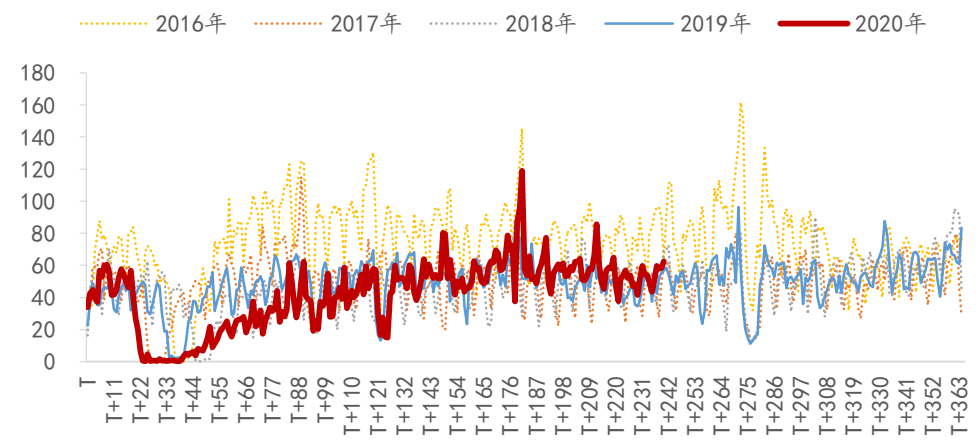
图 9：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



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

重点行业信用利差普遍下行，整体处于历史较低水平，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 5%以下分位数。制造业相关的电子、化工、汽车等大部分处于 15%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	-2.9	0.0
钢铁	-4.1	0.0
有色金属	-2.2	0.0
煤炭开采	-8.7	0.0
化工	-0.1	0.0
建筑材料	0.6	0.4
建筑装饰	-2.3	3.3
房地产	2.1	2.5
电子	1.7	15.4
机械设备	-3.6	7.9
汽车	2.2	8.3
通信	2.6	12.1
交通运输	-0.4	0.0
商业贸易	-2.8	0.0
休闲服务	-3.1	6.2
食品饮料	3.3	15.8
医药生物	3.0	0.4
传媒	0.7	0.4

资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）国内政策：政策利率进一步下调概率不大

8 月 25 日国务院例行政策吹风会上，一个重要内容是解释了国常会提到的金融机构对 1-7 月份为企业让利 8700 亿元的构成，其中主要部分是利率下行，具体来看，降低利率减负 4700 亿元，其中 LPR 下行引导贷款利率下降减负 3540 亿元，债券利率下行为债券发行人减负 790 亿元。按照央行的测算 8 月份到年底还有 4600 亿元减负。

从货币司司长的回答来看，这 4600 亿元的减负并不意味着政策利率还要进一步下调，明确打消了降息的预期。7 月 15 日，央行相关负责人表示，将把主要银行的贷款利率与 LPR 的点差纳入 MPA 中，这样即使 LPR 没有调降，贷款利率也可以下调，比如 2020 年 7 月企业贷款利率同比下降 0.64 个百分点，降幅要明显超过同期一年期 LPR 的降幅。考虑到存量企业浮动利率贷款有 70 至 80 万亿元左右，只要点差或者 LPR 一次性调降 5 个 BP 左右就可以完成。从这点看，继续期待政策利率下调放水显然是不现实的。

（三）海外政策：美联储新政策框架更加重视就业和经济增长，并提高了通胀容忍度

1、经济增长乏力和菲利普斯曲线扁平化是本次框架变革的时代大背景

在美联储昨晚公布的长期目标和货币政策战略的修订声明中，明确阐述了对当前四项关键经济发展的理解：

首先，潜在或长期经济增速的预估水平有所下滑，经济增长相对于前几十年的表现有所放缓。

第二，美国和世界各地的利率总体水平都在下降，这使得美联储仅通过下调联邦基金利率来支撑经济的空间更小了。

第三，维持强劲的劳动力市场的好处怎么说都不为过，除了支持性货币政策外，还需要出台一系列相关政策来完成这一关键国家目标。

第四，创历史记录的强劲劳动力市场并没有引发通胀的显著上升，即菲利普斯曲线扁平化。

2、新框架的实质是以 GDP 为目标，通过经济增长改善就业，进而实现通胀目标，同时对通胀的容忍度上调

在就业目标方面，新框架将“较之充分水平的偏离”改成“较之充分水平就业不足的评估”。此项修改主要反映了三点：

一是美联储认识到一个强劲劳动力市场所带来的好处，特别是对许多中低收入社区而言。

二是美联储认为，一个强劲的就业市场可以在不引发通胀飙升的情况下维持下去，早期菲利普斯曲线陡峭的时候，通胀会随着劳动力市场走强而显著上升，那时，美联储会在就业即将升至其预估水平时收紧货币政策，以避免不必要的通胀上升。

三是反映了美联储会让就业在更高水平上运行，除非通胀出现不必要的上升迹象，或者出现其他可能阻碍实现政策目标的风险。

在价格稳定方面，新框架采用平均 2%的通胀水平，即在通胀水平低于 2%的时期过后，适当的货币政策可能会在一段时间内以实现稍高于 2%的通胀水平为目标。这是因为，如果通胀率在经济下行后低于 2%，在经济强劲时也未超过 2%，随着时间的推移，平均通胀率将低于 2%，家庭和企业的通胀预期就会低于 2%并向下运行，最终拉低实际通胀。

3、实现通胀目标的本质是为了保持美联储稳定经济的能力，但并不意味着美联储会放任通胀

美联储在声明中详细解释了为什么要实现通胀目标：

首先，低于预期水平的通胀，可能导致长期通胀预期下降，这反过来又会把实际通胀拉的更低，导致通胀和通胀预期不断走低的恶性循环。

第二，通胀预期会直接影响总体利率水平，如果通胀预期低于 2%的目标，利率就会同步下降，使得经济低迷时期，通过降息来促进就业的空间就会更小，削弱通过降息来稳定经济的能力，而且这种动态一旦成型，就很难克服。

同时，美联储也提到，如果出现过度的通胀压力，或者通胀预期超过了目标水平，美联储也会毫不犹豫的采取行动。

二、市场情绪：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 8.2%。

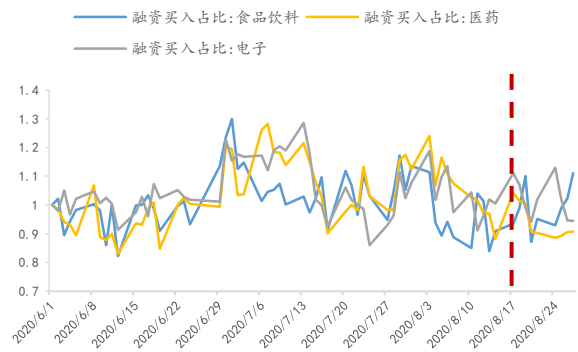
图 11：融资买入占比情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

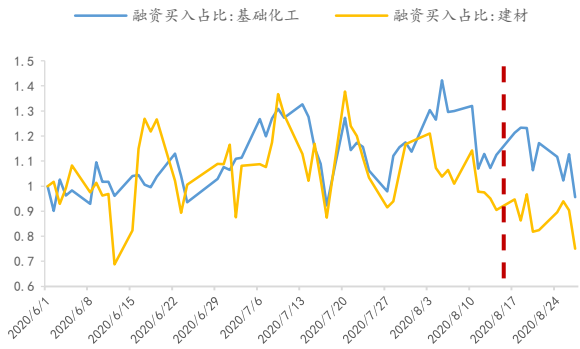
重点行业方面，从融资买入额占比来看，主要热门行业均小幅下行，仅有食品饮料逆势回升。

图 12：行业融资买入占比：食饮、医药、电子（标准化后）



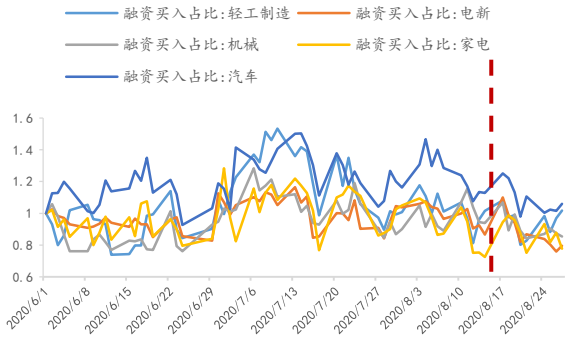
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：行业融资买入占比：化工、建材（标准化后）



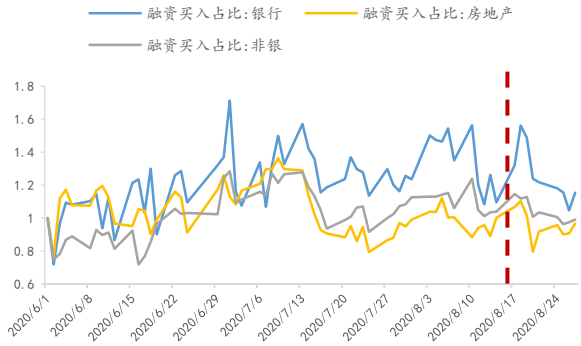
资料来源：WIND，民生证券研究院

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

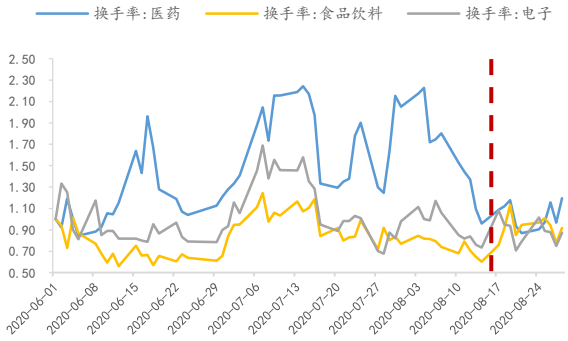
图 15：行业融资买入占比：银行、地产、非银（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

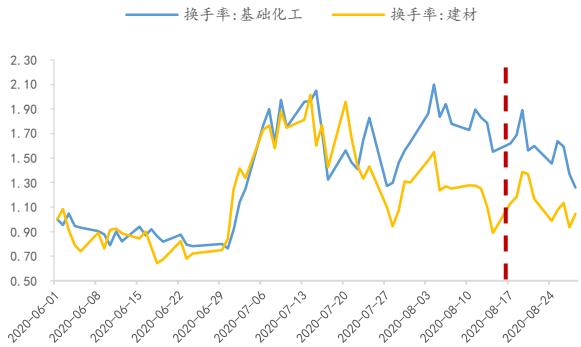
重点行业方面，从换手率来看，本周主要热门行业也小幅下行，其中食品饮料小幅上行，医药震荡走平。

图 16：换手率：食饮、医药、电子（标准化后）



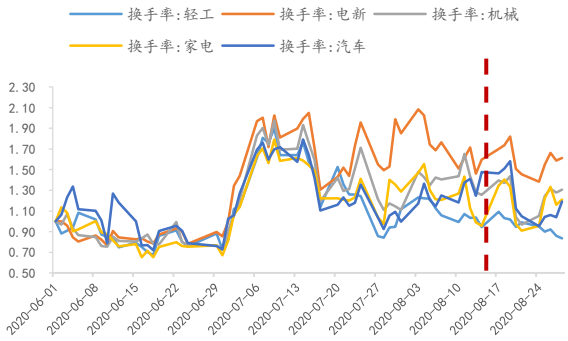
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：换手率：化工、建材（标准化后）



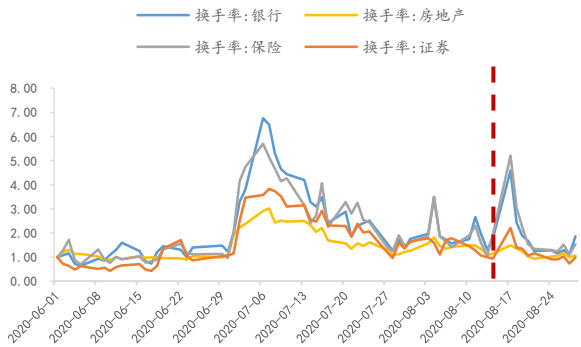
资料来源：WIND，民生证券研究院

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

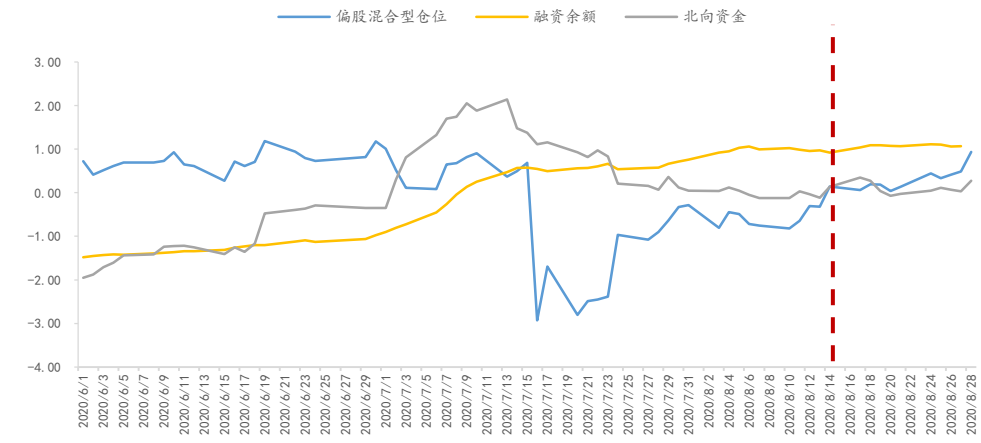
三、主要投资者配置变化：均衡配置延续，顺周期板块获得持续加仓

本周北向资金恢复净买入，公募基金继续加仓，已经接近 7 月初减仓前水平，杠杆资金震荡走平，仅小幅流入。行业配置上，公募基金加仓了电新、电子、农林牧渔和机械，减仓了计算机、轻工和医药。北向资金加仓了面板、动力电池和工程机械，减持光伏、手机零部件、创新药、白酒。杠杆资金加仓了白酒、面板、手机零部件、调味品，减仓证券、银行、半导体。

（一）整体情况：北向资金恢复净买入，公募基金继续加仓，杠杆资金震荡走平

公募基金仓位小幅提升 0.23%，北向资金恢复净流入，融资余额震荡走平。本周公募基金仓位从 84.93%小幅上行至 85.16%，北向资金净流入 79.46 亿元，融资余额净流入 6.98 亿元。从历史水平来看，北向资金和杠杆资金仍然处于历史高位，公募基金仓位较 7 月初低点已经回升了近 4 个百分点。

图 20：机构资金整体持仓情况（标准化后）

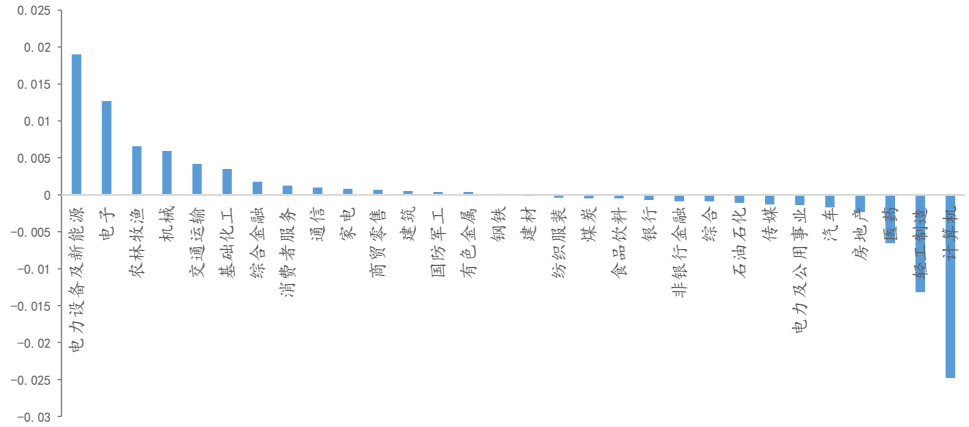


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）公募基金：加仓电新、电子、农林牧渔和机械，减仓计算机、轻工和医药

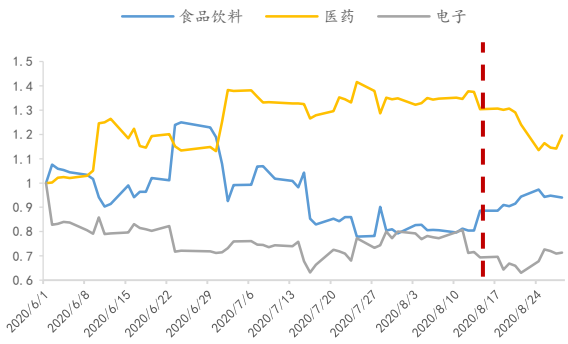
本周公募基金明显加仓了电新、电子、农林牧渔和机械，明显减仓了计算机和医药。

图 21：本周公募基金主要行业持仓变动



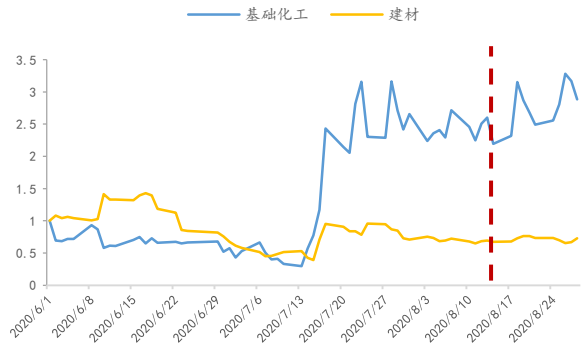
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 22：公募基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）



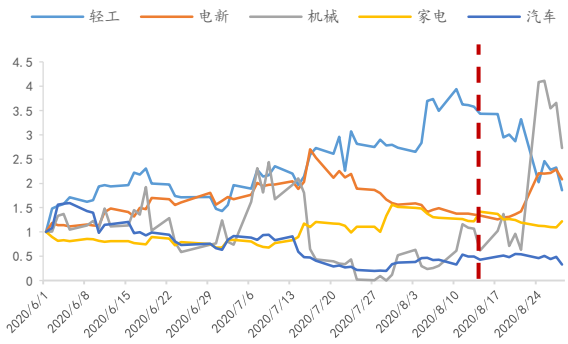
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 23：公募基金行业持仓：化工、建材（标准化后）



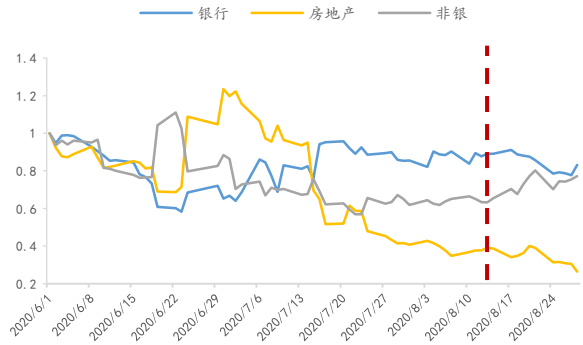
资料来源：WIND，民生证券研究院

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）

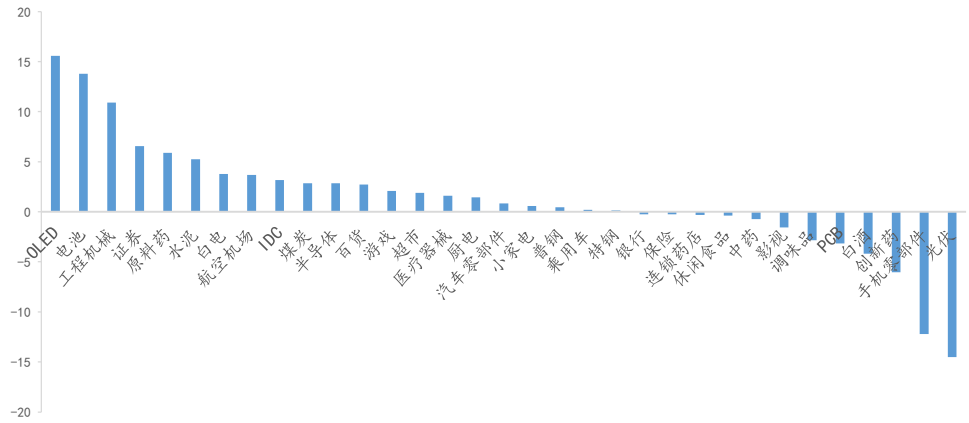


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）北向资金：加仓面板、动力电池和工程机械，减持光伏、手机零部件、创新药、白酒

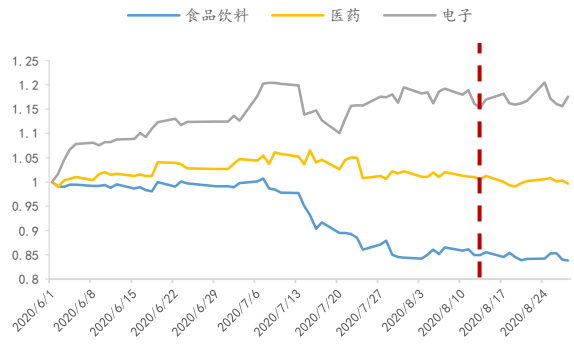
本周北向资金主要净流入面板、动力电池、工程机械板块，小幅净流入证券、原料药、水泥、白电等板块，明显流出动力光伏、手机零部件、创新药、白酒板块。

图 26：本周北向资金主要净流入(出)板块



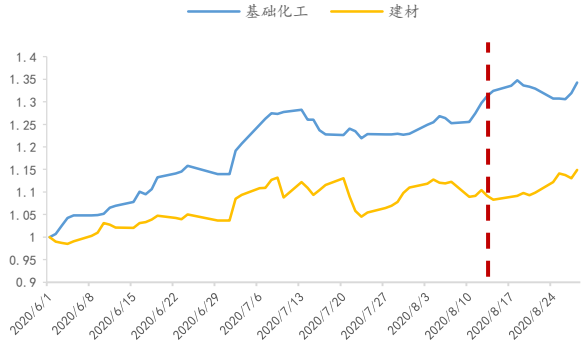
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 27：北向资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）



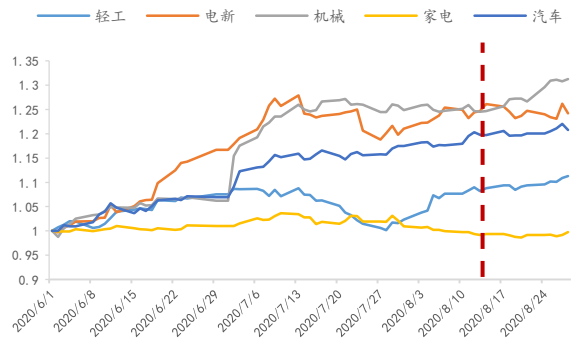
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 28：北向资金净流入：化工、建材（标准化后）



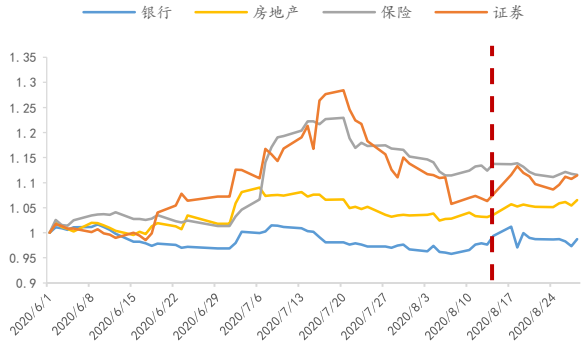
资料来源：WIND，民生证券研究院

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）

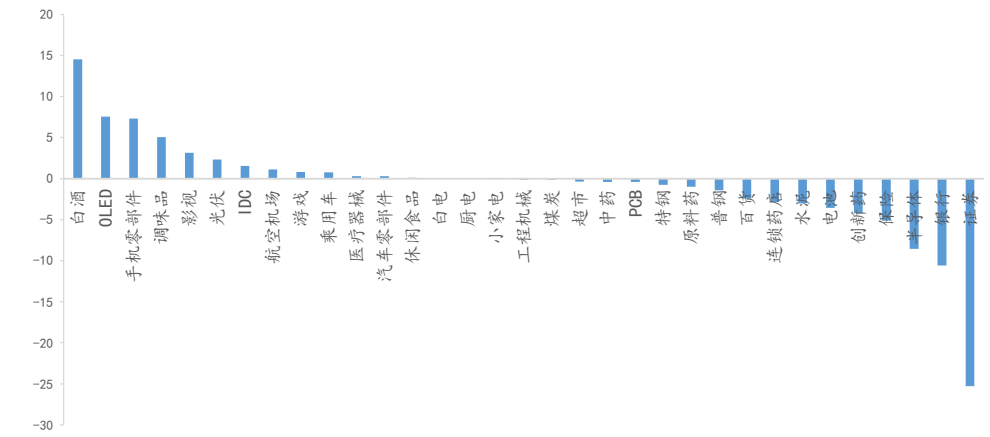


资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）杠杆资金：白酒、面板、手机零部件、调味品，减仓证券、银行、半导体

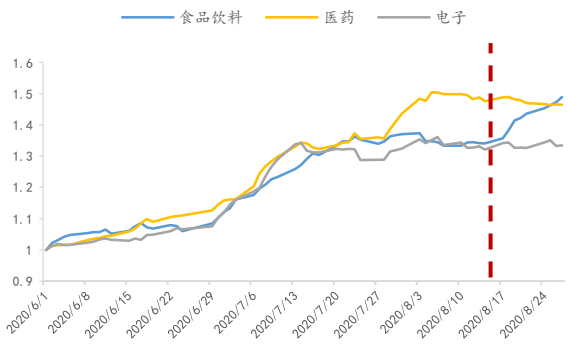
本周杠杆资金净流入白酒、面板、手机零部件、调味品、影视等板块，明显流出证券、银行、半导体、保险、创新药板块。

图 31：本周杠杆资金主要净流入(出)板块



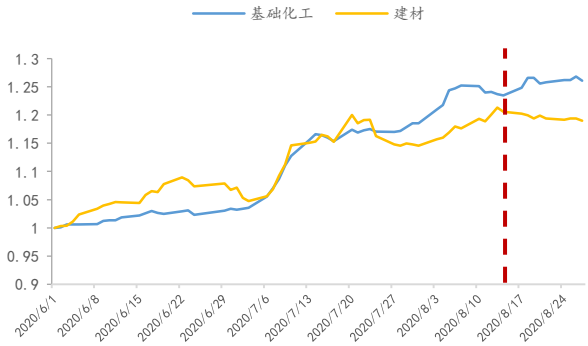
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 32：杠杆资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）



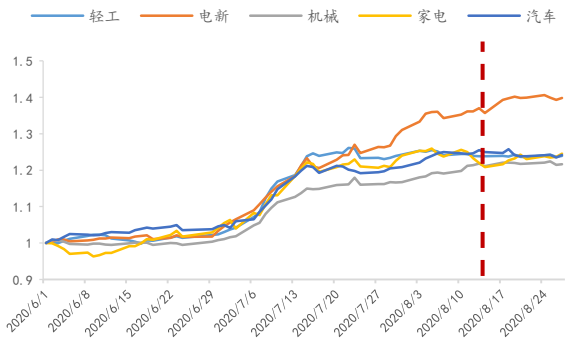
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 33：杠杆资金净流入：化工、建材（标准化后）



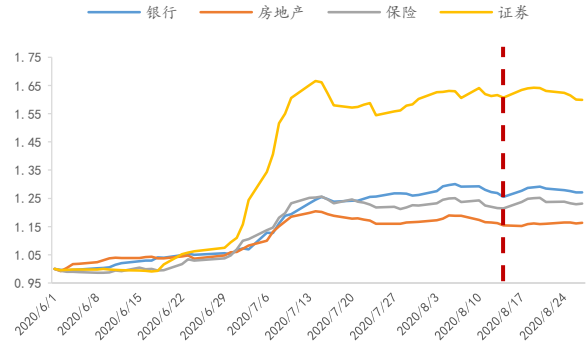
资料来源：WIND，民生证券研究院

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）



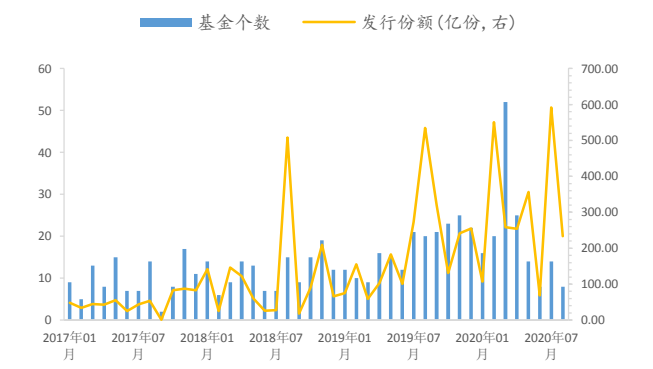
资料来源：WIND，民生证券研究院

四、新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达 11 只

（一）新发基金：新发权益类基金 11 只

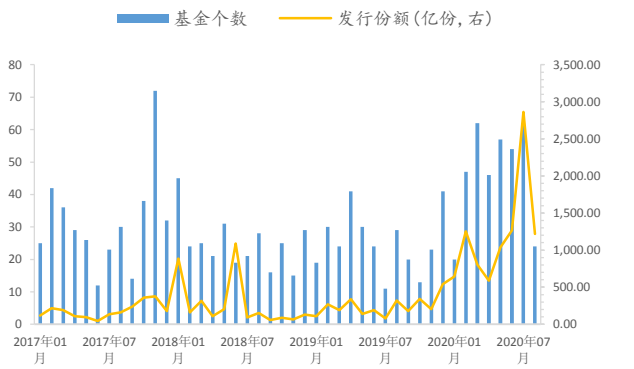
本周以认购起始日统计，8 月新发股票型基金 8 只，混合型基金 24 只，从新发基金份额来看，股票型基金新发 233.34 亿份，混合型基金新发 1218.18 亿份。本周新发行主要涉及权益资产的基金 11 只，其中有 2 只普通股票型基金，6 只偏股混合型基金，3 只被动指数型基金。

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

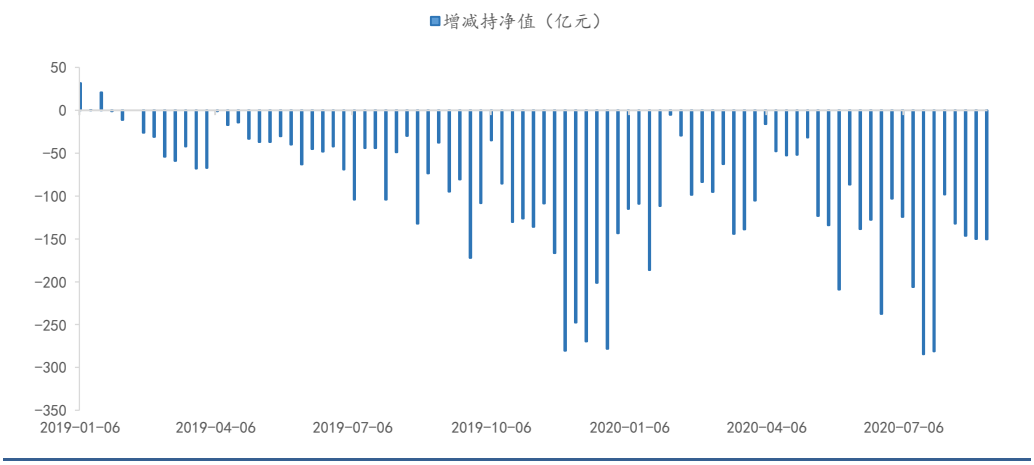
基金简称	投资类型
华安金享	偏股混合型基金
中银中证 100ETF 联接 A	被动指数型基金
国投瑞银港股通 6 个月定开	普通股票型基金
兴业沪深 300ETF	被动指数型基金
德邦科技创新一年定开 A	偏股混合型基金
泰康中证 500ETF	被动指数型基金
长城成长先锋 A	偏股混合型基金
南方创新驱动 A	偏股混合型基金
信达澳银蓝筹精选	普通股票型基金
华夏科技前沿 6 个月定开 A	偏股混合型基金
兴全合丰三年持有	偏股混合型基金

资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）产业资本：减持规模基本持平，回购规模有所减小

本周全 A 上市公司减持规模达 150.4 亿元，环比上周增加 0.17 亿元，其中主要减持公司有吉宏股份、通富微电、千禾味业、丸美股份、光线传媒等。

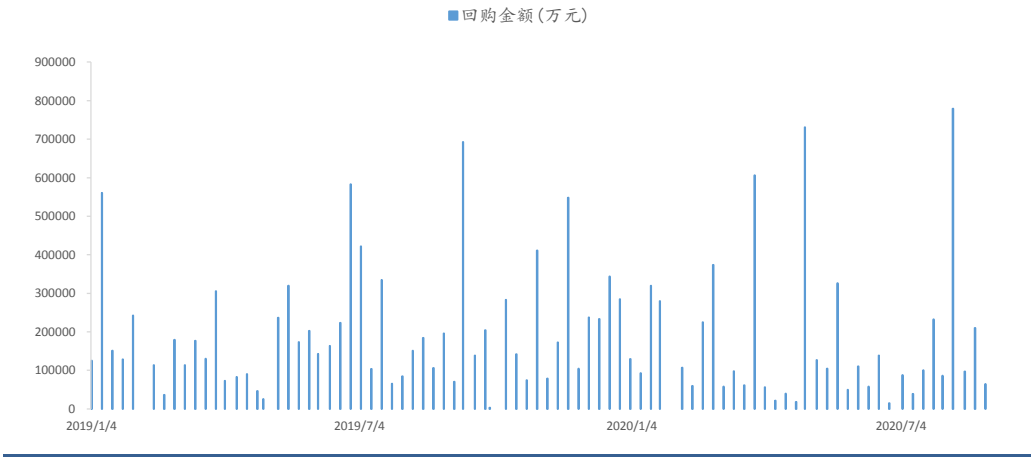
图 38：全 A 上市公司增减持情况



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回落，达 6.42 亿元，环比减少 14.56 亿元。

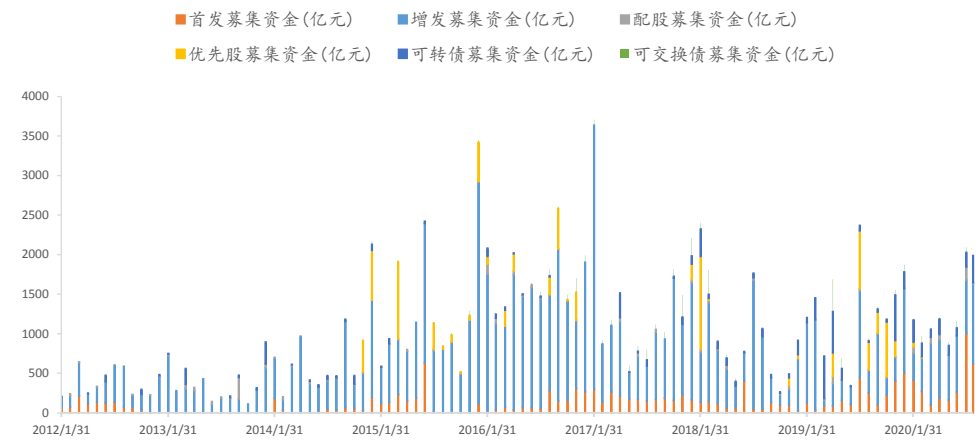
图 39：全 A 上市公司回购情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截止本周结束，8 月份全 A 一级市场 IPO 融资达 618.75 亿元，增发募资达 1012.61 亿元，可转债和可交换债募资达 350.71 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.....9
图 12：行业融资买入占比：食饮、医药、电子（标准化后）.....9
图 13：行业融资买入占比：化工、建材（标准化后）.....9
图 14：融资买入：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....10
图 15：行业融资买入占比：银行、地产、非银（标准化后）.....10
图 16：换手率：食饮、医药、电子（标准化后）.....10
图 17：换手率：化工、建材（标准化后）.....10
图 18：换手率：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....10
图 19：换手率：银行、地产、证券、保险（标准化后）.....10
图 20：机构资金整体持仓情况（标准化后）.....11
图 21：本周公募基金主要行业持仓变动.....12
图 22：公募基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）.....12
图 23：公募基金行业持仓：化工、建材（标准化后）.....12
图 24：基金持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....12
图 25：公募基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）.....12
图 26：本周北向资金主要净流入(出)板块.....13
图 27：北向资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）.....13
图 28：北向资金净流入：化工、建材（标准化后）.....13
图 29：北向资金：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....13
图 30：北向资金：银行/地产/保险/券商（标准化后）.....13
图 31：本周杠杆资金主要净流入(出)板块.....14
图 32：杠杆资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）.....14
图 33：杠杆资金净流入：化工、建材（标准化后）.....14
图 34：杠杆资金：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....14
图 35：杠杆资金：银行/地产/券商/保险（标准化后）.....14
图 36：股票型基金新发情况.....15
图 37：混合型基金新发情况.....15
图 38：全 A 上市公司增减持情况.....16
图 39：全 A 上市公司回购情况.....16
图 40：全 A 一级市场融资情况.....17

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.....15

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。