策略研究

市场情绪高位回落，机构配置更加均衡

——每周流动性观察

民生 FOCUS　　2020 年 7 月 20 日

报告摘要：

- **宏观流动性：经济继续复苏，政策是否调整静待年中政治局会议**

经济活跃度的持续提升仍然是宏观流动性当前的主要支撑力量。

微观上来看有一些隐忧出现。信用债融资增速继续小幅下滑，主要是受公司债和中票短融放缓导致。这体现了 5 月份货币政策边际收紧已经开始影响市场化程度最高的债券融资，如果下半年社融增速真如易纲行长在陆家嘴论坛的预判，那么下一步是否会影响信贷市场，进而出现流动性拐点还需继续跟踪观察。

7 月份以来的几次重要经济会议释放了经济形势企稳确认，但困难和问题仍存的政策信号。未来一周最重要的政策观察目标就是年中政治局会议，以确定在增长和防风险宏观政策方面会出现怎样的微调。

- **市场情绪：整体回落至 6 月份水平，热门行业均明显下滑**

市场情绪尤其是中小板和创业板已经处于较高水平，也明显高于主板。

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周快速下行，显示市场情绪阶段性下滑，主要热门行业均出现阶段性回落。

- **主要投资者配置变化：净流入大幅缩小，科技消费明显流出**

本周机构投资者入市脚步明显放缓，其中公募基金仓位明显下降，北向资金大幅净流出，杠杆资金入市规模缩小。

分行业来看，公募基金在减仓的同时，行业配置更加风格均衡，小幅加仓了中上游行业。北向资金净流出的同时持续买入保险板块，杠杆资金主要交易方向仍然是大金融板块，但对证券板块的加仓已经明显减弱。

- **新发基金和产业资本：减持规模有所扩大**

本周新发行涉及权益资产的基金 18 只，其中有 2 只普通股票型基金，2 只平衡混合型基金，12 只偏股混合型基金，2 只灵活配置型基金，从名称主题来看，有 5 只明确涉及成长主题。

本周全 A 上市公司减持规模有所扩大，达 243.8 亿元，为 2019 年 11 月份以来新高，环比上周扩大 34 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：经济继续复苏，政策是否调整静待年中政治局会议.....3
（一）经济继续复苏，货币政策边际收紧开始影响债券融资.....3
1、高频指标指向经济继续复苏.....3
2、信用债融资增速小幅下滑，货币政策边际收紧对债券融资影响开始显现.....4
3、房地产政策严把房住不炒主线，热点城市调控加码升级.....5
（二）政策动向：险资权益类配比提高，宏观政策是否调整静待年中政治局会议.....6
二、市场情绪：整体回落至 6 月份水平，热门行业均明显下滑.....8
三、主要投资者配置变化：净流入大幅缩小，科技消费明显流出.....12
（一）整体情况：机构资金入市脚步放缓.....12
（二）公募基金：小幅加配中上游行业，配置趋于均衡.....12
（三）北向资金：持续增配保险板块，白酒遭大幅卖出.....14
（四）杠杆资金：继续主攻大金融板块方向.....15
四、新发基金和产业资本：减持规模有所扩大.....18
（一）新发基金：新发权益类基金 18 只，5 只明确提及成长主题.....18
（二）产业资本：减持规模有所扩大.....19
五、风险提示.....20

一、宏观流动性：经济继续复苏，政策是否调整静待年中政治局会议

经济活跃度的持续提升仍然是宏观流动性当前的主要支撑力量。

微观上来看有一些隐忧出现。信用债融资增速继续小幅下滑，主要是受公司债和中票短融放缓导致。这体现了 5 月份货币政策边际收紧已经开始影响市场化程度最高的债券融资，如果下半年社融增速真如易纲行长在陆家嘴论坛的预判，那么下一步是否会影响信贷市场，进而出现流动性拐点还需继续跟踪观察。

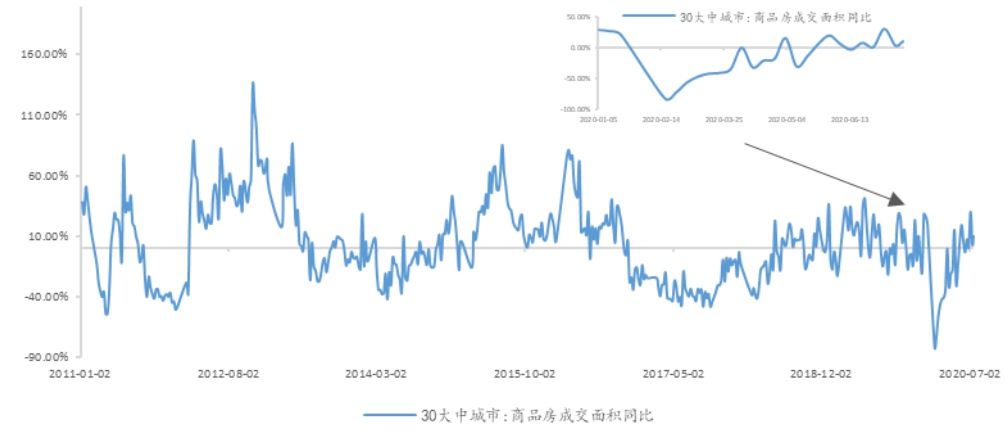
7 月份以来的几次重要经济会议释放了经济形势企稳确认，但困难和问题仍存的政策信号。未来一周最重要的政策观察目标就是年中政治局会议，以确定在增长和防风险宏观政策方面会出现怎样的微调。

（一）经济继续复苏，货币政策边际收紧开始影响债券融资

1、高频指标指向经济继续复苏

体现经济活跃度的高频指标地产销售显示仍处于上升趋势中。截至 7 月 17 日，30 大中城市商品房成交面积同比小幅回升至 9.72%，环比较前周的 3.06%的增速略有回升，仍处于正值和扩张趋势中。

图 1：商品房成交面积同比仍然处于上升趋势



资料来源：WIND，民生证券研究院

重点行业信用利差普遍小幅上涨，整体上看仍处于下行趋势中，从 2016 年至今百分位数来看，资源品行业如采掘、钢铁、化工、建材、有色和煤炭均处于 30%以下分位数，体现了信用市场较乐观的经济预期。

表1：重点行业信用利差变动情况

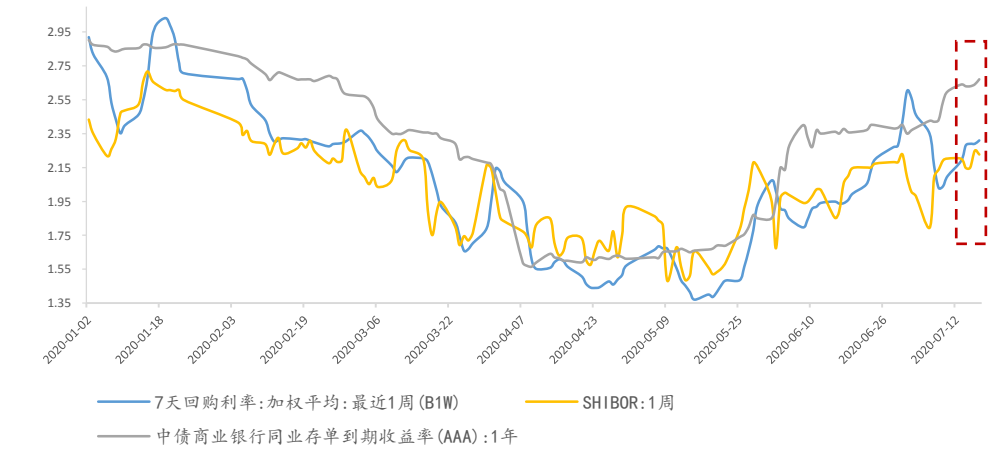
行业	信用利差变动（BP）	2016年至今历史百分位数（%）
采掘	6.42	23.9
传媒	1.63	40.7
电子	3.47	36.9
房地产	3.91	79.3
钢铁	4.53	38.2
化工	4.09	23.8
机械设备	2.76	64.6
建筑材料	4.07	22.8
建筑装饰	3.93	44.2
交通运输	3.67	51.1
汽车	5.77	50.0
商业贸易	4.42	17.0
食品饮料	6.82	63.6
通信	6.34	64.7
休闲服务	2.38	37.8
医药生物	0.85	28.4
有色金属	2.01	12.8
煤炭开采	-1.68	14.7

资料来源：WIND，民生证券研究院

2、信用债融资增速小幅下滑，货币政策边际收紧对债券融资影响开始显现

成本端利率继续小幅上涨，其中7天回购利率上升21个BP，SHBIOR利率上升2个BP，一年期3A同业存单收益率上行7个BP。

图2：成本端利率本周继续震荡上行

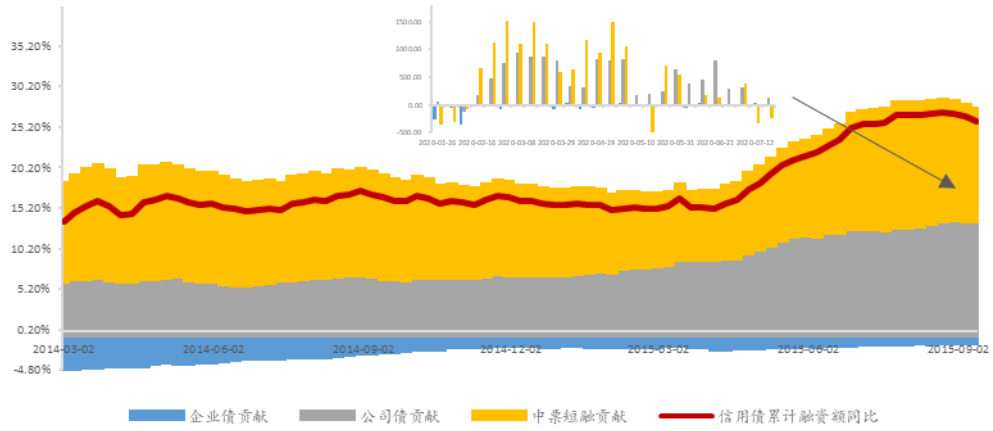


资料来源：WIND，民生证券研究院

信用债融资增速继续小幅下滑，5月份开始的货币政策边际收紧已经开始影响债券融资，是否构成下半年信用拐点的信号还需进一步跟踪观察。截至7月17日，企业信用债融资余额增速从26.47%小幅放缓至25.96%，结构上公司债贡献从14.08%下滑至14.02%，中票短融贡献从13.47%降至13.05%，连续八周下降。企业融资出现增速拐点说明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，如果宽信用的政策目标如易纲行长在陆家嘴论坛上的判断，那么下半年信用增速可能出现拐点，当前的债券融资增速放缓可能就是第一个信号，需要继续跟踪观察。

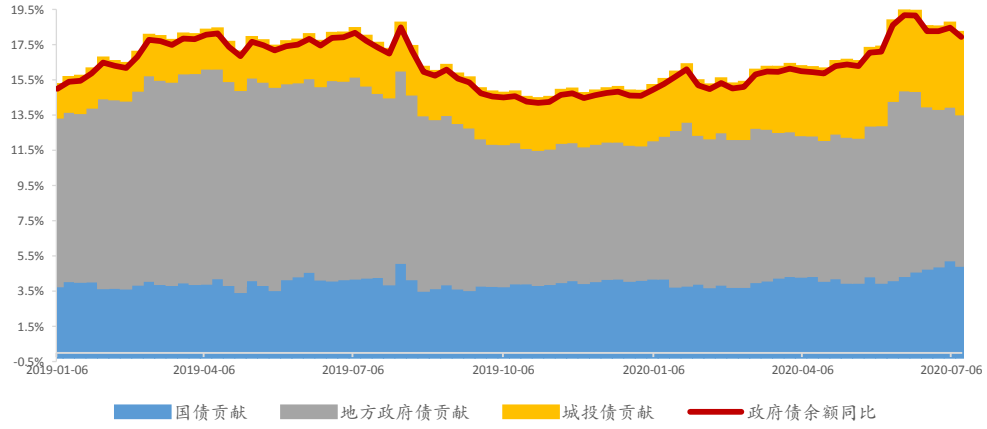
图 3：企业信用债和中票短融增速明显减小



资料来源：WIND，民生证券研究院

政府债融资增速小幅回升，但整体处于下行趋势中。截至 7 月 18 日政府债融资余额同比增速从 17.9%小幅上涨至本周 18.2%，其中地方政府债贡献从 8.6%继续下滑至 8.4%，国债贡献从 5.2%回升至 5.7%，城投债贡献持平。考虑到政府债融资的大头地方政府债融资高点历史上一般在 7 月份出现，因此预计政府债融资增速高点已经出现，后续对社融和信用扩张的推动将减小。

图 4：政府债融资本周小幅回升，但预计增速高峰已到



资料来源：WIND，民生证券研究院

3、房地产政策严把房住不炒主线，热点城市调控加码升级

当前政策调控依然是以房住不炒为前提，若出现炒作现象，政策升级和收紧都是大概率事件。今年上半年，包括宁波、杭州、东莞、深圳等地都出现了炒房的现象，这些城市都相应升级了限购政策，说明当前非但不会松绑购房政策，反而会进一步加码。

表2：近一周最新房地产政策汇总

地方调控政策	
深圳	1、调整商品住房限购年限，深户居民家庭、成年单身人士（含离异）须落户满 3 年，且连续缴纳 36 个月及以上个税或社保，非户籍人口需连续 5 年以上个税或社保。夫妻离异的，任何一方自夫妻离异之日起 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算 2、信贷方面开启认房认购，购房人家庭名下无房且无商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，继续执行贷款首付款比例最低 30%的政策，其余分别按 50%、60%、70%递增。
内蒙古	1、取消借款人“同户籍”家庭成员购房也可使用公积金贷款的政策 2、停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金个人住房贷款
中央政策	
国资委	坚决守住不发生系统性风险的底线，继续严控非主业投资比例和投向，持续加大金融、房地产等高风险领域项目的监管力度
银保监会	当前面临的突出风险与挑战有：企业、住户等部门杠杆率上升。部分资金违规流入房市股市，推高资产泡沫。特别要强化资金流向监管，规范跨市场资金往来和业务合作，严禁银行保险机构违规参与场外配资，严查乱加杠杆和投机炒作行为，防止催生资产泡沫，确保金融资源真正流向实体经济中最需要的领域和缓解

资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）政策动向：险资权益类配比提高，宏观政策是否调整静待年中政治局会议

7 月份以来的几次重要经济会议释放了经济形势企稳确认，但困难和问题仍存的政策信号。未来一周最重要的政策观察目标就是年中政治局会议，以确定在增长和防风险宏观政策方面会出现怎样的微调。

表3：近期经济相关政策汇总

经济形势逐步回稳，但困难挑战特别是就业压力仍十分突出	
经济形势座谈会	进来经济呈现恢复性增长势头，表现出逐步回稳态势…**但国际环境不确定性仍在增加，形势仍然严峻，国内经济面临的困难挑战特别是就业压力仍十分突出，要做好继续打硬仗的准备。**
发改委座谈会	我国经济逐步企稳回升，充分展现出潜力足、韧性强的鲜明特征，为实现全年经济社会发展目标任务奠定了坚实基础。下一步，要继续保持清醒头脑，加强形势预判研判，完善政策措施。
消除供需两端温差	
发改委座谈会	要更加注重消除供需两端“温差”，把长期和短期结合起来，做好扩大内需这篇大文章。
增强宏观政策实施的时效性	
经济形势座谈会	要增强宏观政策实施的有效性。

资料来源：WIND，民生证券研究院

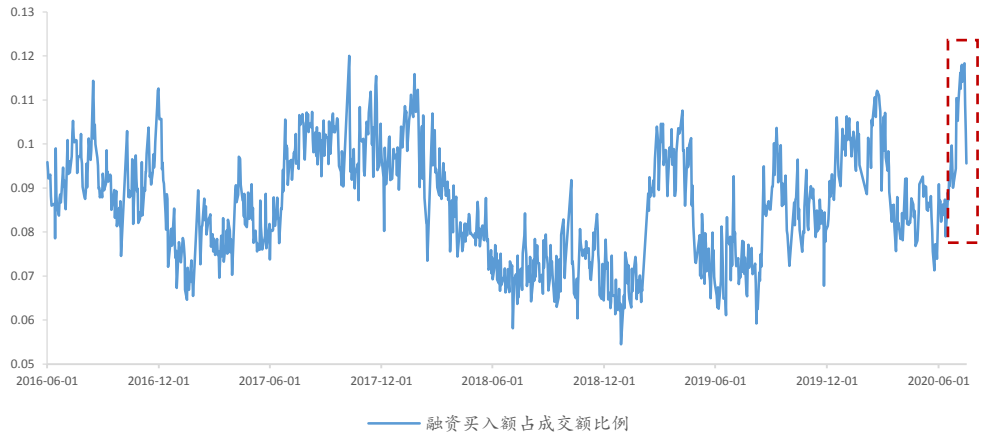
本周另一个较重要的政策是由银保监会发布的《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》。通知的核心内容是提高了险资权益类最高配置比例，增加了投资集中度指标，近日国常会决定取消保险资金开展财务性股权投资的行业限制，可以看出次轮监管调整主要是为了鼓励险资增持优质上市和非上市股权，发挥险资支持实体经济发展、

稳定资本市场的作用。虽然短期内险资大幅加仓的概率较小，但对股市吸引更多中长端资金是较大利好。

二、市场情绪：整体回落至 6 月份水平，热门行业均明显下滑

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周快速下行，显示市场情绪阶段性下滑。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%，但本周已经明显回落至 6 月份水平，显示随着监管层防风险的政策意图推动下，市场情绪有所下滑。

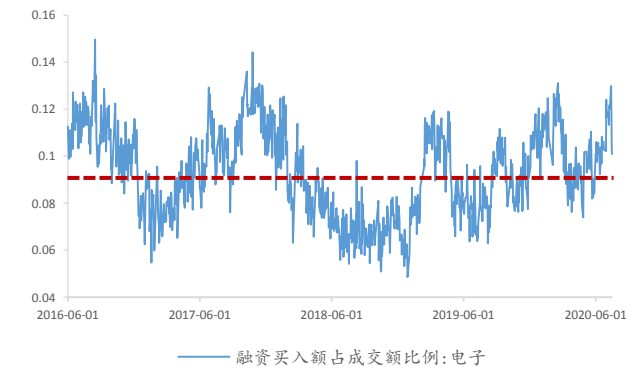
图 5：融资买入额占总成交额比例一举突破 16 年以来高点，但近期快速回落



资料来源：WIND，民生证券研究院

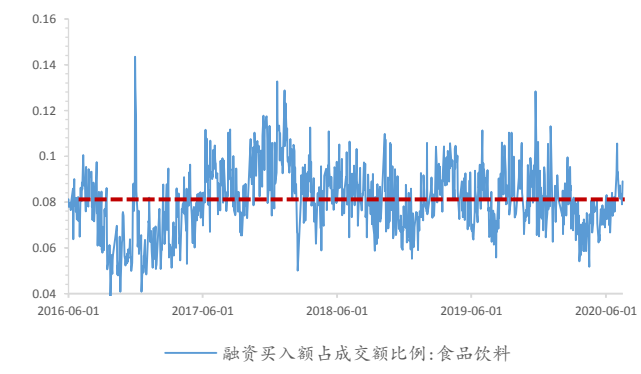
重点行业方面，从融资买入额占比来看，主要热门行业均出现阶段性回落。从指标历史波动区间来看， 食品饮料已回至历史均值附近，非银和消费者服务仍然较高。

图 6：融资买入额占总成交额比例：电子



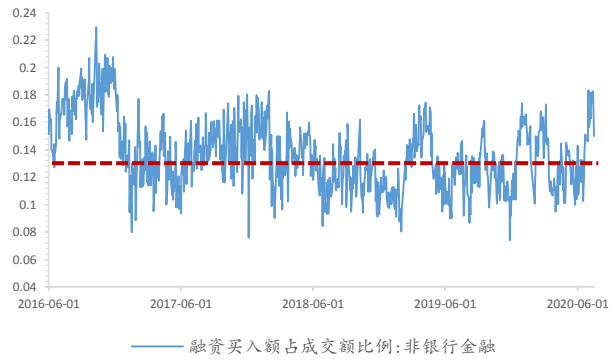
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：融资买入额占总成交额比例：食品饮料



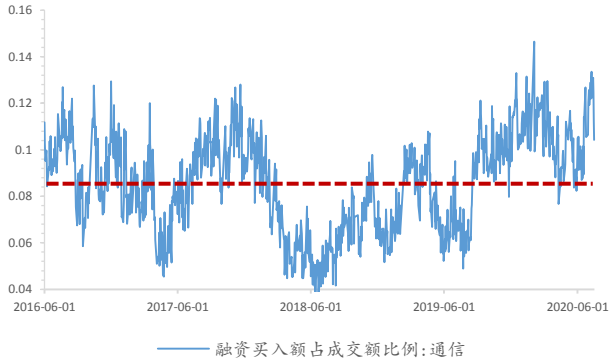
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：融资买入额占总成交额比例：非银行金融



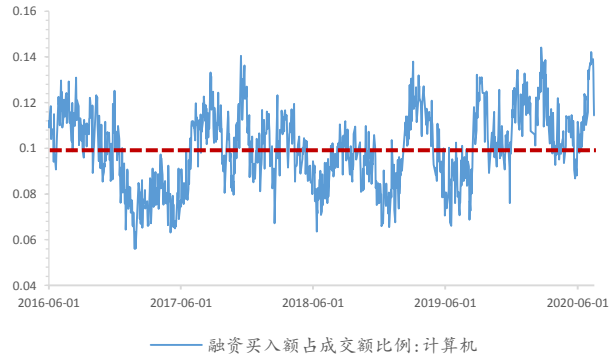
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：融资买入额占总成交额比例：通信



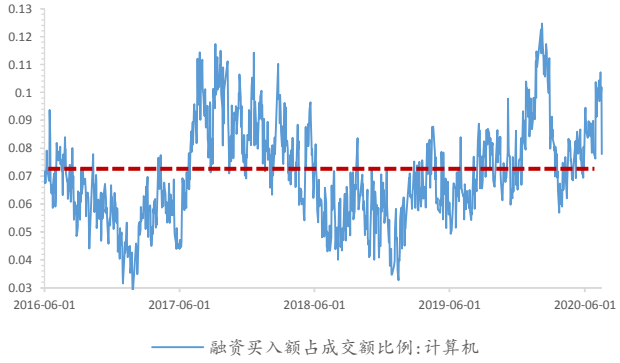
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 10：融资买入额占总成交额比例：计算机



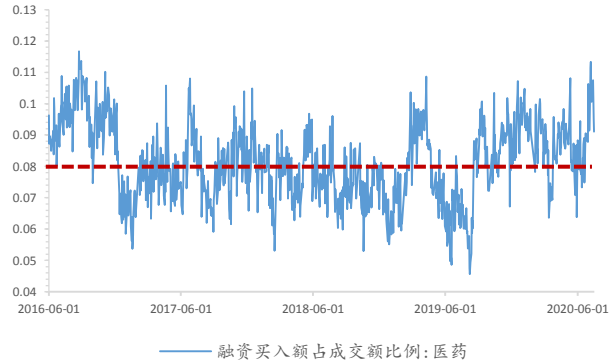
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：融资买入额占总成交额比例：电力设备及新能源



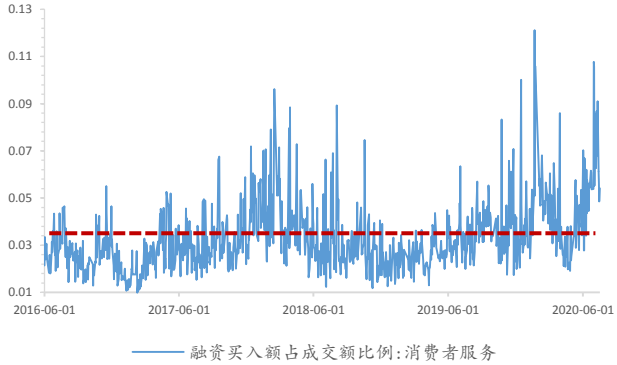
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 12：融资买入额占总成交额比例：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：融资买入额占总成交额比例：消费者服务

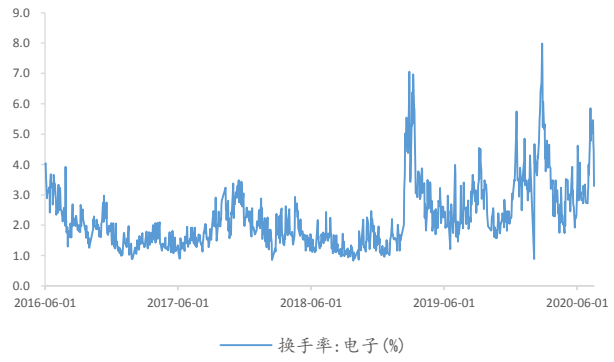


资料来源：WIND，民生证券研究院

重点行业方面，从换手率来看，主要热门行业也均处于回落过程中。换手率数据也支持非银和消费者服务市场情绪仍处于较高水平的判断，值得注意的是换手率和融资买入占比在食品饮料上的判断有所分歧，从换手率数据来看，食品饮料行业的情绪仍然处于较

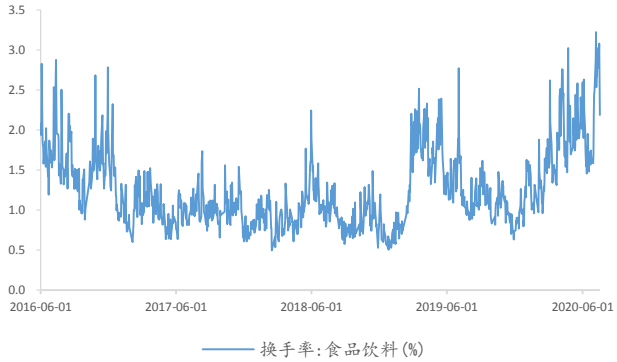
高水平，这可能跟杠杆资金以外，散户、外资和基金对食品饮料行业交易量较大相关。

图 14：换手率：电子



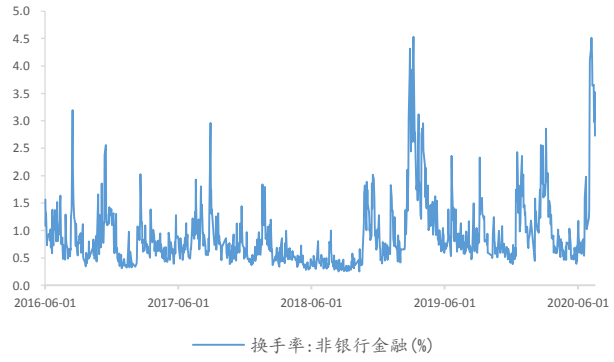
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 15：换手率：食品饮料



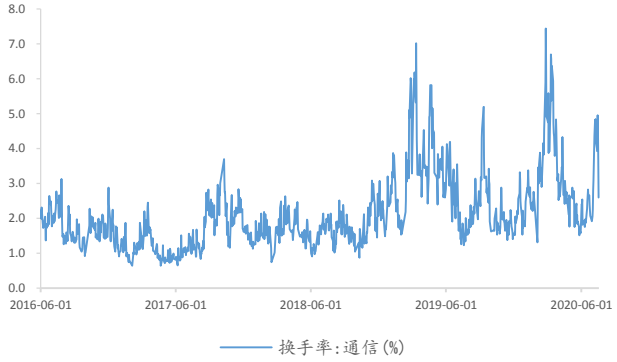
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 16：换手率：非银行金融



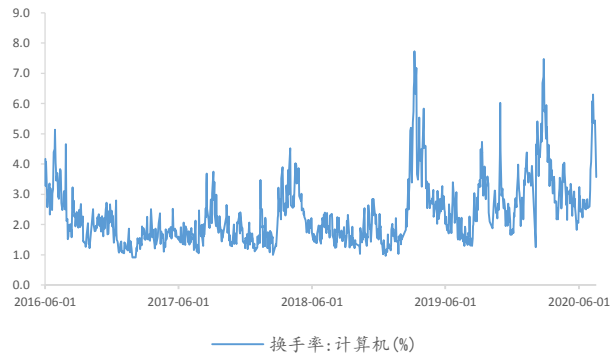
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：换手率：通信



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 18：换手率：计算机



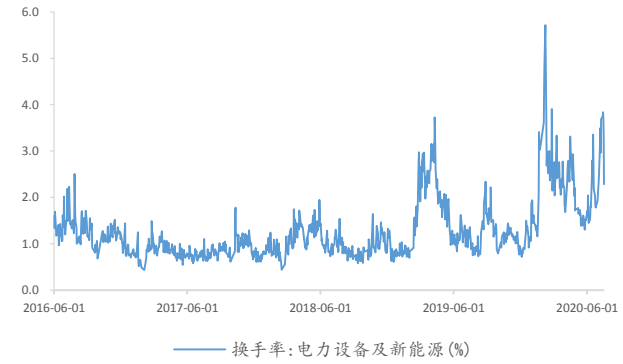
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 19：换手率：电力设备及新能源



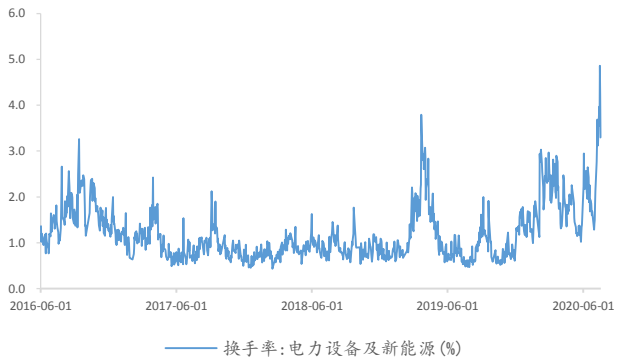
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 20：融资买入额占总成交额比例：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 21：融资买入额占总成交额比例：消费者服务



资料来源：WIND，民生证券研究院

三、主要投资者配置变化：净流入大幅缩小，科技消费明显流出

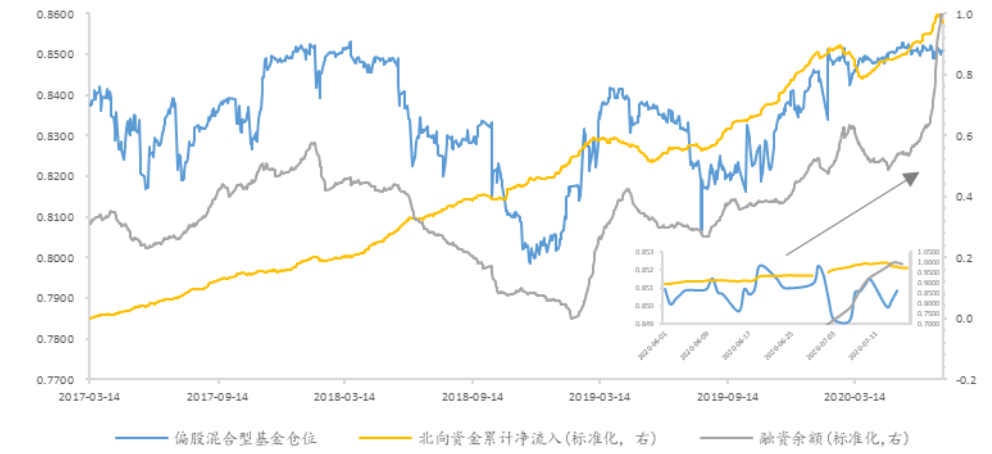
本周机构投资者入市脚步放缓，其中公募基金仓位明显下降，北向资金大幅净流出，杠杆资金入市规模缩小。

分行业来看，公募基金在减仓的同时，行业配置更加风格均衡，小幅加仓了中上游行业。北向资金净流出的同时持续买入保险板块，杠杆资金主要交易方向仍然是大金融板块，但对证券板块的加仓已经明显减弱。

（一）整体情况：机构资金入市脚步放缓

基金和北向资金仓位明显下降，杠杆资金入市规模大幅缩小。本周公募基金仓位降低 0.73 个百分点，北向资金净流出 191.2 亿元，融资余额净增加 405.5 亿元，明显小于上周 1345.8 亿元规模。从历史水平来看，北向资金和杠杆资金均在近期均创历史新高，公募基金仓位也处于历史高位，但已经开始小幅下行。

图 22：机构资金整体在 7 月 13 日以后明显缩小

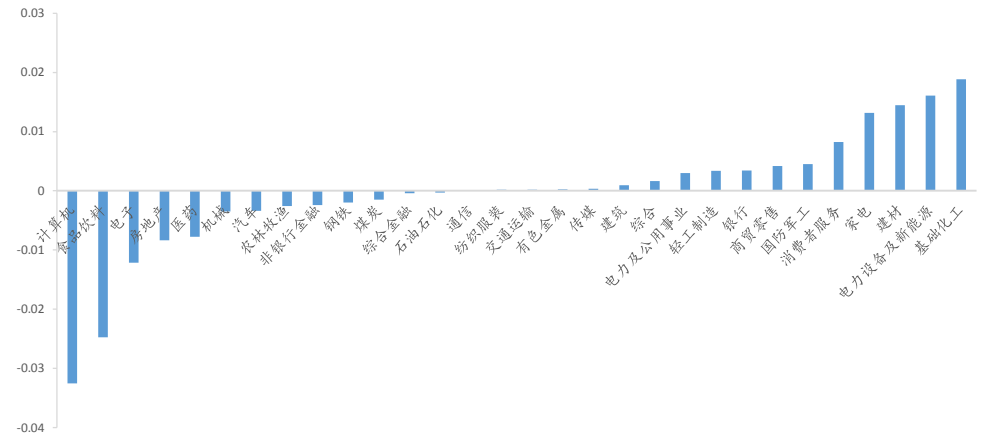


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）公募基金：小幅加配中上游行业，配置趋于均衡

本周公募基金明显加仓了基础化工、电新、建材、家电和消费者服务，明显减仓了计算机、食品饮料和电子。行业配置继续转向风格均衡。

图 23：7 月 17 日当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 24：公募基金持仓变动：电子



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 25：公募基金持仓变动：食品饮料



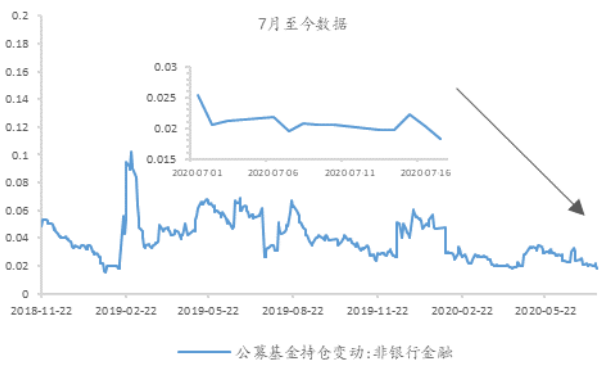
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 26：公募基金持仓变动：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 27：公募基金持仓变动：非银行金融



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 28：公募基金持仓变动：计算机



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 29：公募基金持仓变动：电力设备及新能源

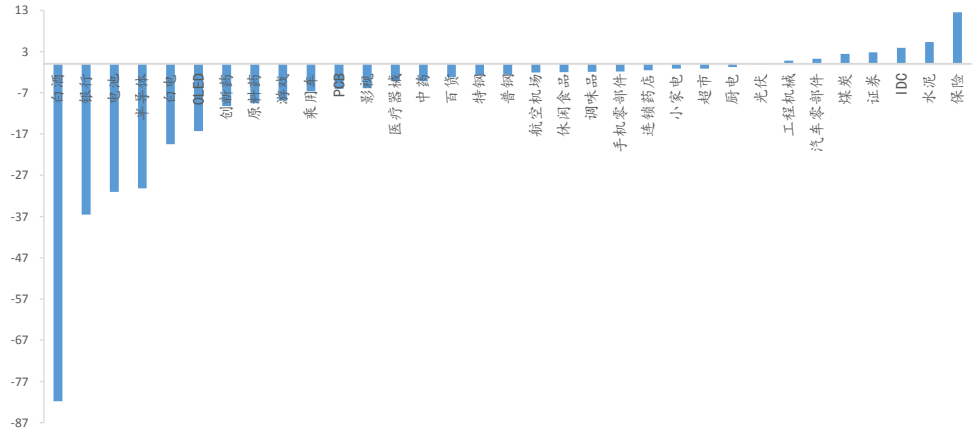


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）北向资金：持续增配保险板块，白酒遭大幅卖出

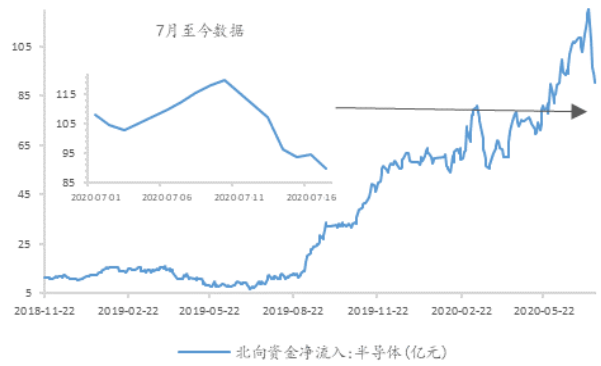
本周北向资金主要净流入保险，小幅流入水泥、IDC、证券和煤炭，大幅流出白酒、银行、动力电池、半导体。整体上以净流出为主，值得注意的是北向资金已经连续加仓保险板块。

图 30：7 月 17 日当周北向资金主要净流入(出)板块



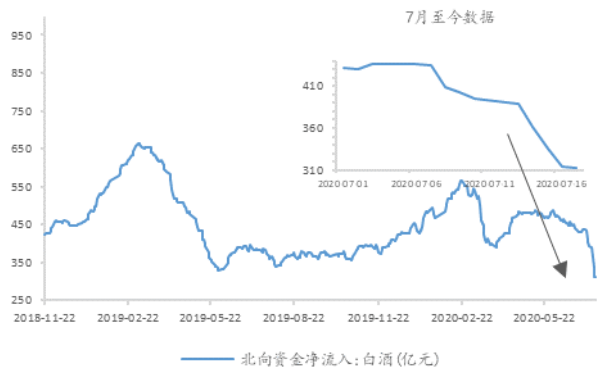
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 31：北向资金累计净流入:半导体



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 32：北向资金累计净流入:白酒



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 33：北向资金累计净流入:证券



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 34：北向资金累计净流入:创新药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 35：北向资金累计净流入:手机零部件



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 36：北向资金累计净流入:动力电池



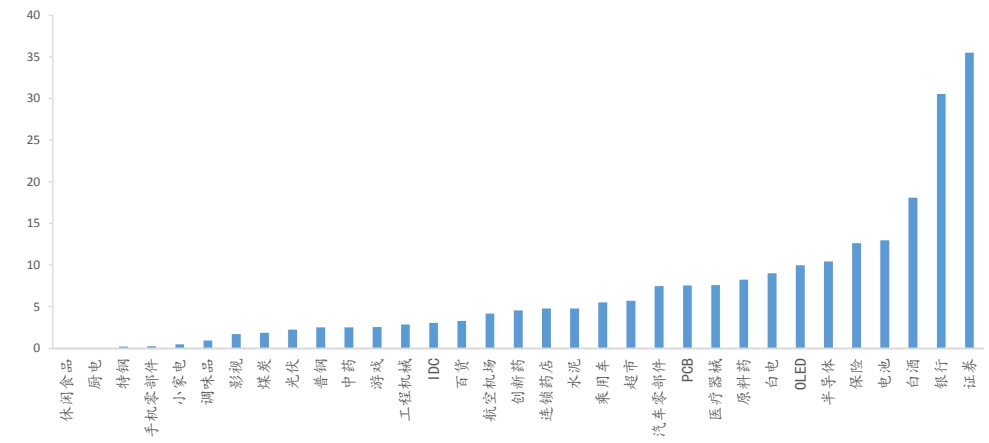
资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）杠杆资金：继续主攻大金融板块方向

本周杠杆资金流入状况明显减弱，明显净流入证券、银行，继续主攻大金融板块，但流入规模已较上周明显下降，且重点转向银行这类偏防御型板块。小幅净流入白酒、动力电池、保险和半导体，体现了杠杆资金追逐市场热点的资金特点，情绪并未受市场下跌而

大幅走坏。

图 37：7 月 17 日当周杠杆资金主要净流入(出)板块



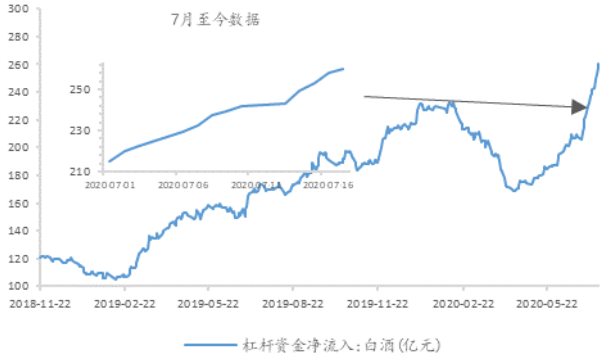
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 38：杠杆资金累计净流入:半导体



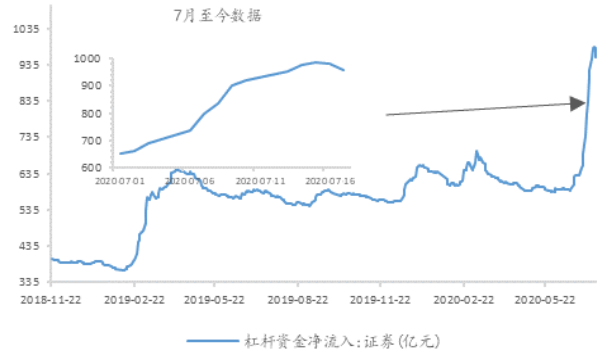
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 39：杠杆资金累计净流入:白酒



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 40：杠杆资金累计净流入:证券



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 41：杠杆资金累计净流入:创新药



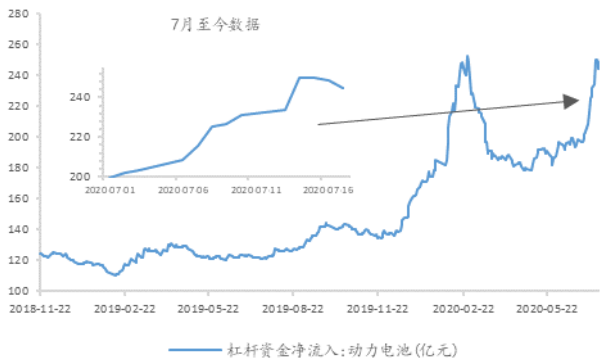
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 42：杠杆资金累计净流入:手机零部件



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 43：杠杆资金累计净流入:动力电池



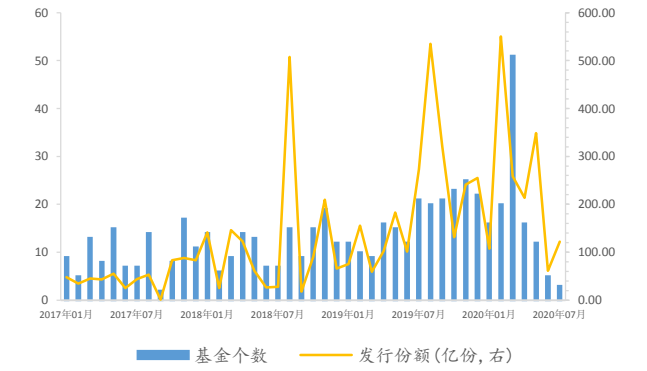
资料来源：WIND，民生证券研究院

四、新发基金和产业资本：减持规模有所扩大

（一）新发基金：新发权益类基金 18 只，5 只明确提及成长主题

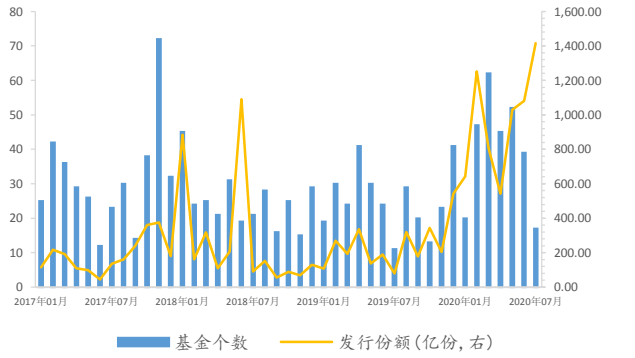
截止 7 月 17 日，以认购起始日统计，7 月新发股票型基金为 3 只，新发混合型基金为 17 只，从新发基金份额来看，股票型基金新发份额为 121.81 亿份，混合型基金新发 1415.42 亿份，好于股票型，且已经高于 6 月全月发行水平。当周新发行涉及权益资产的基金 18 只，其中有 2 只普通股票型基金，2 只平衡混合型基金，12 只偏股混合型基金，2 只灵活配置型基金，从名称主题来看，有 5 只明确涉及成长主题。

图 44：股票型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 45：混合型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

表4：7 月 17 日当周新发基金情况

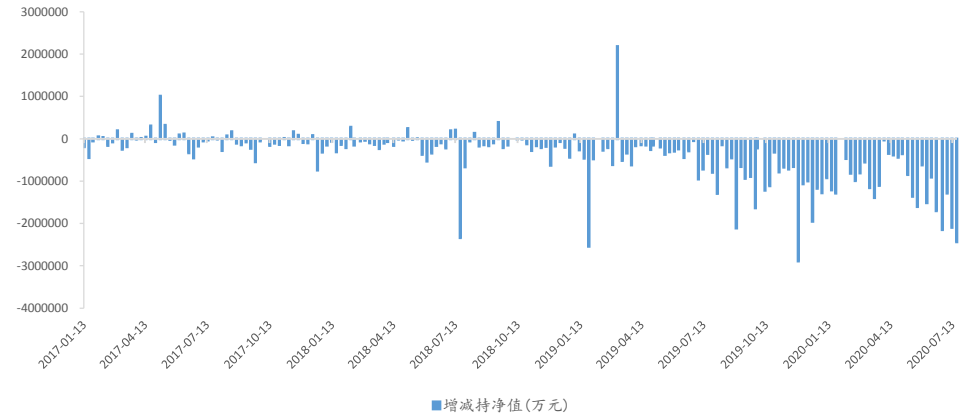
基金简称	投资类型
汇添富开放视野中国优势 A	普通股票型基金
中融价值成长 6 个月持有 A	偏股混合型基金
华夏创业板两年定开	偏股混合型基金
招商丰盈积极配置 A	偏股混合型基金
南方创新精选一年定期 A	偏股混合型基金
鹏华新兴成长 A	偏股混合型基金
东兴兴晟 A	平衡混合型基金
平安研究睿选 A	偏股混合型基金
鹏扬景泓回报 A	灵活配置型基金
嘉实产业先锋 A	偏股混合型基金
兴银研究精选 A	普通股票型基金
汇添富策略增长两年	灵活配置型基金
国泰致远优势	偏股混合型基金
华安聚优精选	偏股混合型基金
鹏华聚合多资产	平衡混合型基金
宝盈现代服务业 A	偏股混合型基金
南方核心成长 A	偏股混合型基金
兴业睿进 A	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

截至 7 月 17 日当周全 A 上市公司减持规模有所扩大，达 243.8 亿元，为 2019 年 11 月份以来新高，环比上周扩大 34 亿元，其中主要减持公司有隆基股份、交通银行、兆易创新、三安光电、巨人网络，主要增持公司有上海电力、四川路桥、北京文化、焦作万方、科达制造等。

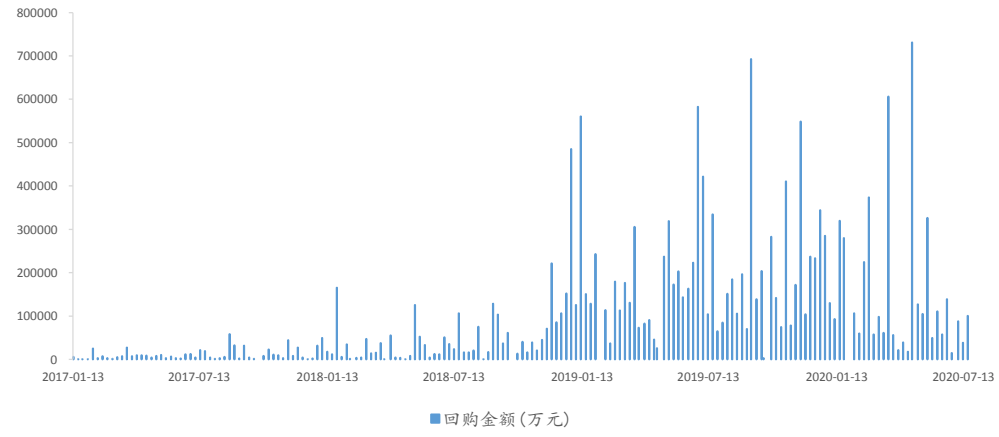
图 46：全 A 上市公司增减持情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截至 7 月 17 日当周全 A 上市公司回购金额有所扩大，达 10.01 亿元，环比增加 6.16 亿元。

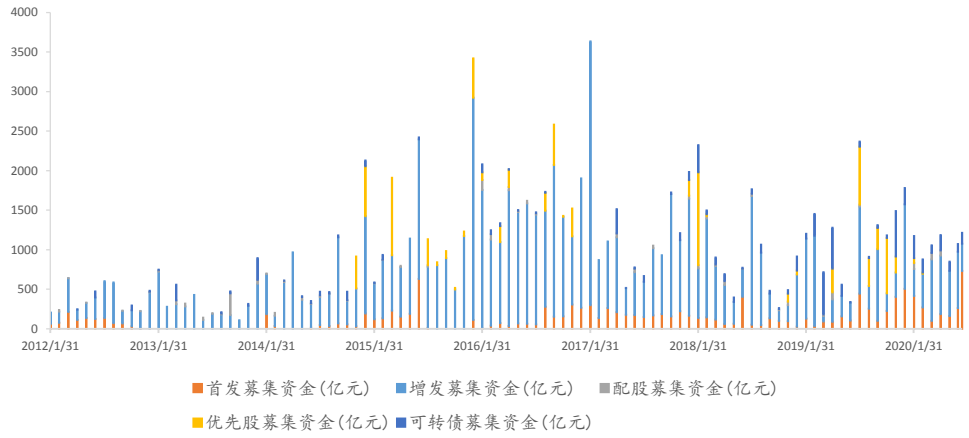
图 47：全 A 上市公司回购情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截止 7 月 17 日，全 A 一级市场融资达 1252.6 亿元。其中 IPO 融资达 729.86 亿元，较上周大幅增加，增发募资达 344.27 亿元，可转债和可交换债募资达 140.4 亿元。

图 48：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：商品房成交面积同比仍然处于上升趋势 3
图 2：成本端利率本周继续震荡上行 4
图 3：企业信用债和中票短融增速明显减小 5
图 4：政府债融资本周小幅回升，但预计增速高峰已到 5
图 5：融资买入额占总成交额比例一举突破 16 年以来高点，但近期快速回落 8
图 6：融资买入额占总成交额比例：电子 8
图 7：融资买入额占总成交额比例：食品饮料 8
图 8：融资买入额占总成交额比例：非银行金融 9
图 9：融资买入额占总成交额比例：通信 9
图 10：融资买入额占总成交额比例：计算机 9
图 11：融资买入额占总成交额比例：电力设备及新能源 9
图 12：融资买入额占总成交额比例：医药 9
图 13：融资买入额占总成交额比例：消费者服务 9
图 14：换手率：电子 10
图 15：换手率：食品饮料 10
图 16：换手率：非银行金融 10
图 17：换手率：通信 10
图 18：换手率：计算机 10
图 19：换手率：电力设备及新能源 10
图 20：融资买入额占总成交额比例：医药 11
图 21：融资买入额占总成交额比例：消费者服务 11
图 22：机构资金整体在 7 月 13 日以后明显缩小 12
图 23：7 月 17 日当周公募基金主要行业持仓变动 13
图 24：公募基金持仓变动：电子 13
图 25：公募基金持仓变动：食品饮料 13
图 26：公募基金持仓变动：医药 13
图 27：公募基金持仓变动：非银行金融 13
图 28：公募基金持仓变动：计算机 14
图 29：公募基金持仓变动：电力设备及新能源 14
图 30：7 月 17 日当周北向资金主要净流入(出)板块 14
图 31：北向资金累计净流入:半导体 15
图 32：北向资金累计净流入:白酒 15
图 33：北向资金累计净流入:证券 15
图 34：北向资金累计净流入:创新药 15
图 35：北向资金累计净流入:手机零部件 15
图 36：北向资金累计净流入:动力电池 15
图 37：7 月 17 日当周杠杆资金主要净流入(出)板块 16
图 38：杠杆资金累计净流入:半导体 16
图 39：杠杆资金累计净流入:白酒 16
图 40：杠杆资金累计净流入:证券 16
图 41：杠杆资金累计净流入:创新药 16
图 42：杠杆资金累计净流入:手机零部件 17
图 43：杠杆资金累计净流入:动力电池 17
图 44：股票型基金新发情况 18
图 45：混合型基金新发情况 18
图 46：全 A 上市公司增减持情况 19
图 47：全 A 上市公司回购情况 19
图 48：全 A 一级市场融资情况 20

表格目录

表 1: 重点行业信用利差变动情况 4
表 2: 近一周最新房地产政策汇总 6
表 3: 近期经济相关政策汇总 6
表 4: 7 月 17 日当周新发基金情况 18

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。