策略研究

货币政策重提防风险，成长板块持续流入

——每周流动性观察

民生 FOCUS　　2020 年 6 月 22 日

报告摘要：

- **宏观流动性观察：**

宏观流动性仍在扩张趋势中，政府债融资对流动性的挤压预计在 7 月份左右出现高峰，三季度明显缓解，后面重点观察经济活跃度能否继续回升，以带动信贷的增长。

本周政策信息较多，货币政策表述有所变化，提出“保增长和防风险的有效平衡”，目前的政策主线是宽信用、保增长，防风险的权重明显回升。

- **市场资金流观察：**

目前机构持仓呈现纺锤形，集中在食品饮料、医药和 TMT、非银板块。食品饮料受北向资金和公募基金趋势性减仓，医药行业可能也处于减仓拐点。其它热点行业中电子和非银的加仓空间最大。

北向资金本周大幅净流入到动力电池、证券、游戏、面板，另外本周时隔 5 个月之后再次有科技型 ETF 获批，预计成长板块的行情会继续强化。

产业资本方面，全 A 上市公司减持、回购有所扩大，截止 6 月 21 日一级市场融资环比 5 月份小幅增加，主要是 IPO 和增发增加。

风险提示：

美国金融市场危机扩大，中国信用环境恶化，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、宏观流动性观察 3
（一）需求改善和融资端缓解支撑流动性继续改善 3
1、经济需求端开始活跃 3
2、信用债融资继续增加，政府债供给挤压流动性逐渐缓解 4
3、受货币政策影响，资金成本震荡抬升 5
4、重点行业信用利差普遍下行，反映基本面预期好转 6
（二）货币政策表述有所变化，重提防风险 8
二、市场资金流观察 10
（一）机构资金持续流入 A 股 10
1、机构投资者本周明显加仓 10
2、行业配置结构呈现纺锤型 10
3、北向资金大幅流入成长板块 14
（二）新发基金再次出现科技型 ETF 15
（三）产业资本减持规模有所扩大 16
三、风险提示 17

一、宏观流动性观察

宏观流动性仍在扩张趋势中，政府债融资对流动性的挤压预计在 7 月份左右出现高峰，三季度明显缓解，后面重点观察经济活跃度能否继续回升，以带动信贷的增长。

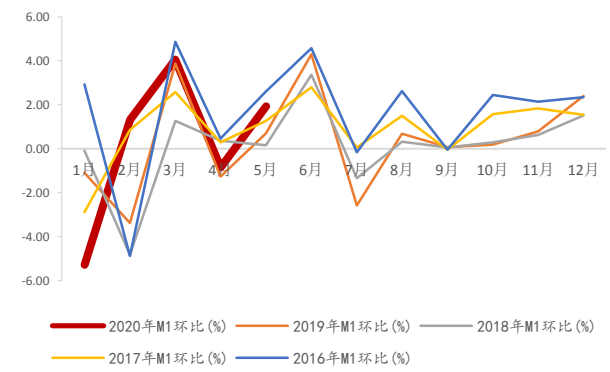
本周政策信息较多，货币政策表述有所变化，提出“保增长和防风险的有效平衡”，目前的政策主线是宽信用、保增长，防风险的权重明显回升。

（一）需求改善和融资端缓解支撑流动性继续改善

1、经济需求端开始活跃

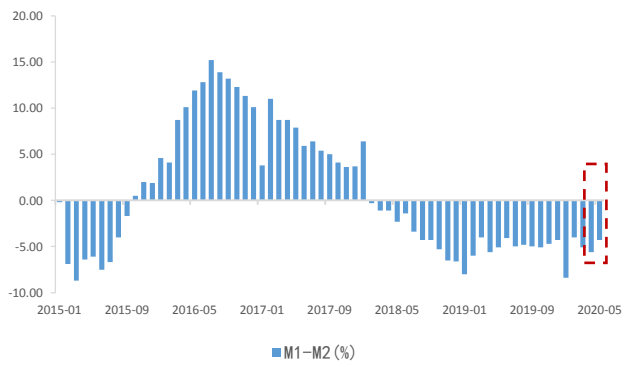
5 月份金融数据出现了一些边际变化，M2 与 M1 的缺口明显收敛，体现出投资端开始活跃。2 月份至 4 月份，M1 和 M2 增速缺口扩大主要原因在于企业融资条件明显改善，票据、债券发行放量，但需求端复苏慢于生产端，另外基建项目落地速度也赶不上政府债和城投债的融资速度，因此总体上呈现投资赶不上融资的情况。5 月份 M2 与 M1 缺口开始明显收敛，从 4 月份的 5.6%缩至 4.3%，体现出企业投资端开始活跃，M1 以更快的速度的回升，这一点也可以从挖掘机产销量迅速回升至 2017 年水平，以及螺纹钢、水泥价格持续高位中得到验证。

图 1：5 月份 M1 环比增速处于历史较高位置



资料来源：WIND，民生证券研究院

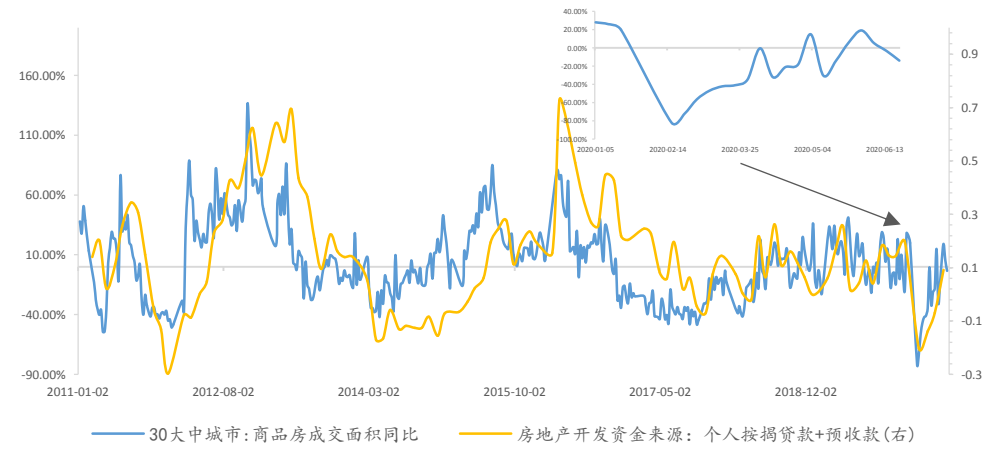
图 2：5 月份 M1、M2 增速差明显收敛



资料来源：WIND，民生证券研究院

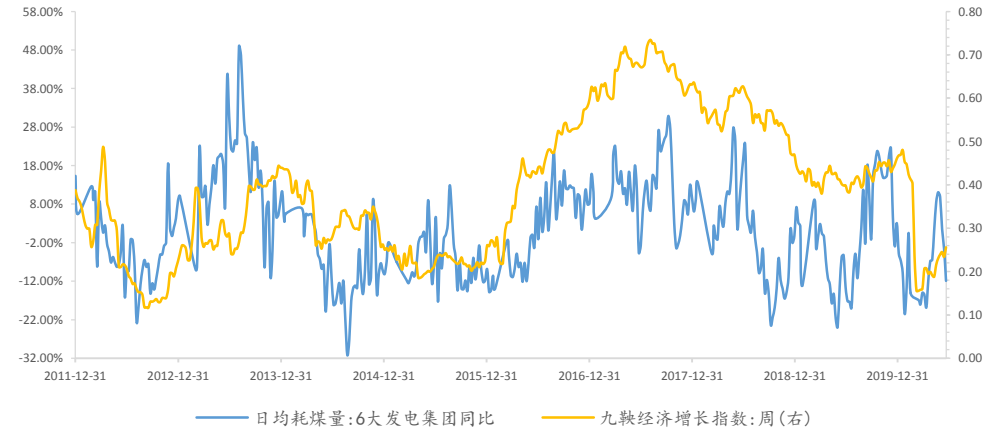
但体现经济活跃度的高频指标地产销售和发电耗煤本周显示出阶段性回调的迹象，这一点需要持续跟踪观察。本周 30 大中城市商品房成交面积同比下滑至-13.96%，房地产市场的短期回落也表现在 100 大中城市成交土地溢价率的下滑，由 5 月 17 日当周最高值 24.12 连续降至本周的 11.37。另外，6 大发电集团日均耗煤同比本周也从 5 月 23 日当周最高 11.09%下滑至-11.91%。

图 3：商品房成交面积同比阶段性回落



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：6 大发电集团日均耗煤阶段性回落

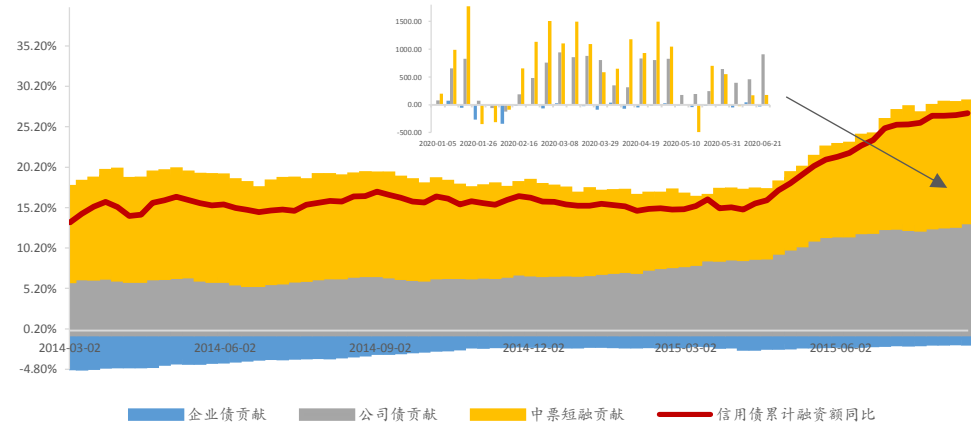


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、信用债融资继续增加，政府债供给挤压流动性逐渐缓解

从融资端来看，企业信用债融资结构里中票短融明显下降，既体现了企业基本面好转迹象，也指向货币政策边际变化。本周企业信用债融资余额增速从 26.66%继续扩张至 26.88%，但结构上公司债贡献从 13.42%上升至 13.88%，中票短融贡献从 14.22%降至 13.98%。中票短融增速下降一是体现了企业流动性已经明显改善，基本面有好转迹象，二是进一步验证了近期央行货币政策的边际变化，政策重点已经从年初的宽货币向宽信用切换。

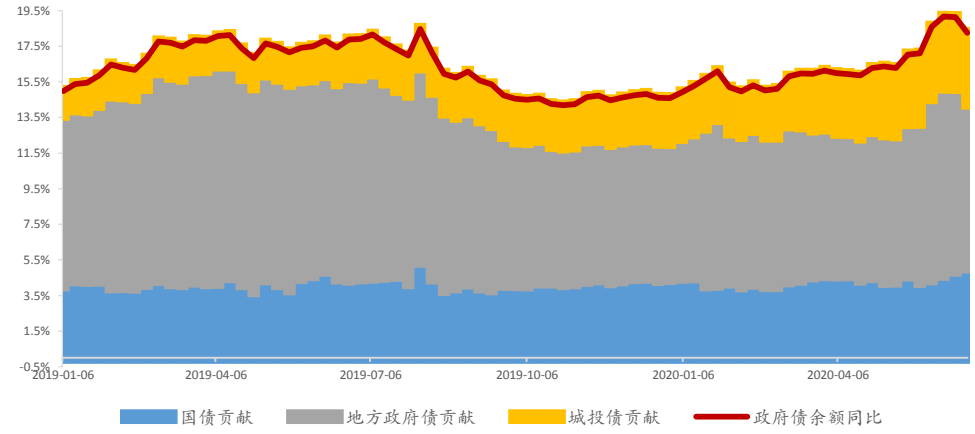
图 5：企业信用债融资继续高增长，中票短融贡献明显减小



资料来源：WIND，民生证券研究院

政府债券融资本周出现小幅下滑，融资余额同比增速从 19.1%下滑至本周 18.3%，其中地方政府债贡献从 10.3%下滑至 9.2%是主要原因。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 月份以前，因此预计政府债融资增速高点已经出现。

图 6：政府债融资有所回落，预计增速高峰已到

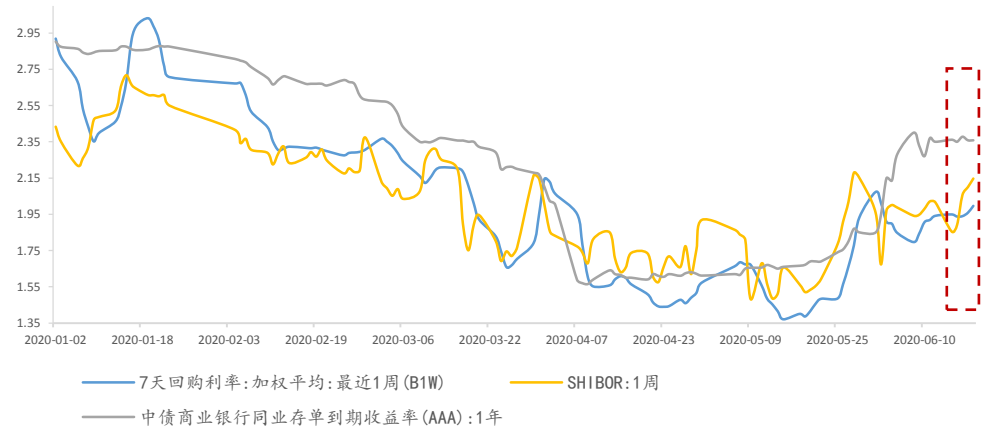


资料来源：WIND，民生证券研究院

3、受货币政策影响，资金成本震荡抬升

本周成本端利率普遍震荡上升，其中 7 天回购利率上升 4.7 个 BP，SHBIOR 利率上升 29 个 BP，一年期 3A 同业存单收益率基本持平。利率回升主要受近期货币政策转向，债市去杠杆影响，也反映当前融资需求持续好转的趋势。

图 7：成本端利率本周继续震荡上行

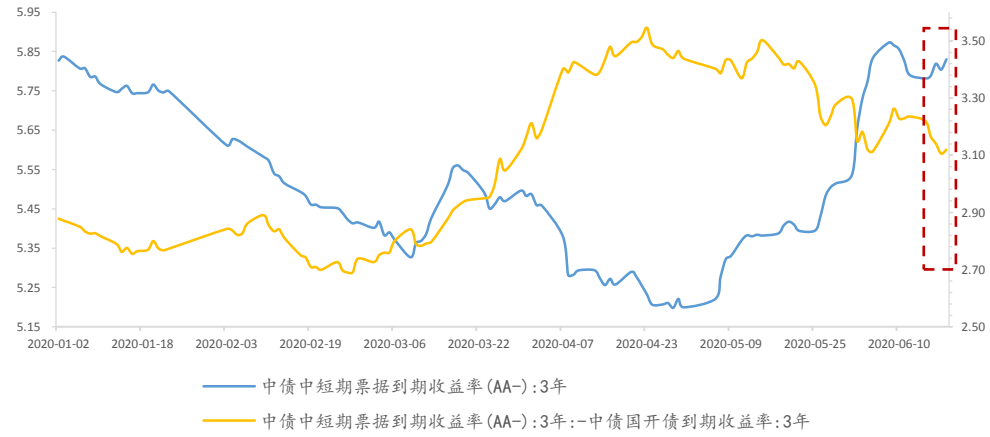


资料来源：WIND，民生证券研究院

4、重点行业信用利差普遍下行，反映基本面预期好转

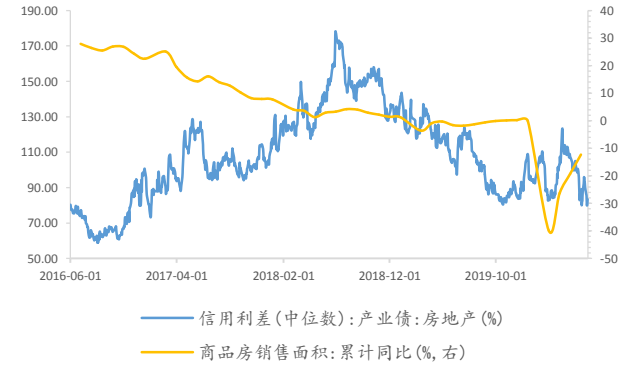
整体信用利差本周继续下行，主要受无风险利率下行影响。重点观察行业方面，房地产、食品饮料、汽车明显下行，反映基本面预期持续改善。医药、电子、煤炭小幅改善，其中煤炭行业信用利差仍距离 2019 年末低点较远，体现经济弱复苏下市场对资源品行业的谨慎预期。

图 8：本周信用利差继续下降，主要受无风险利率上行更多影响



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：信用利差与基本面：房地产



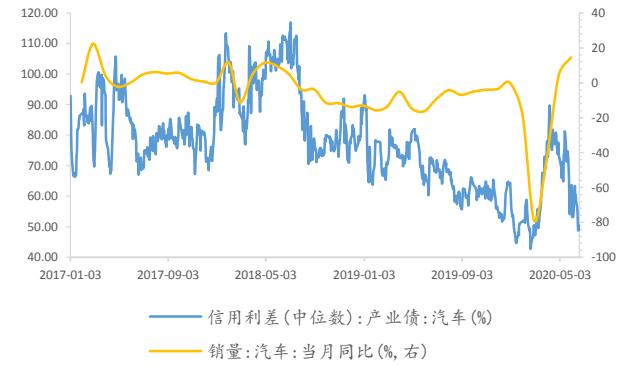
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 10：信用利差与基本面：食品饮料



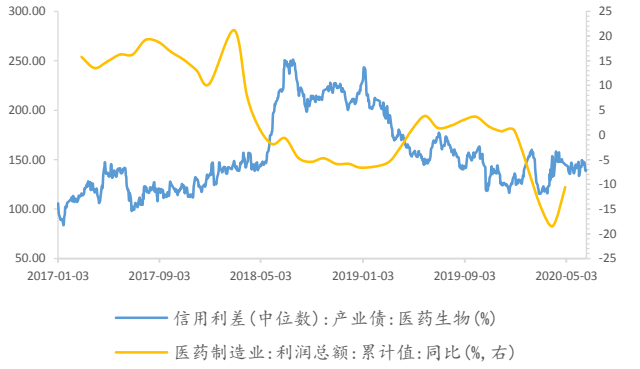
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：信用利差与基本面：汽车



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 12：信用利差与基本面：医药生物



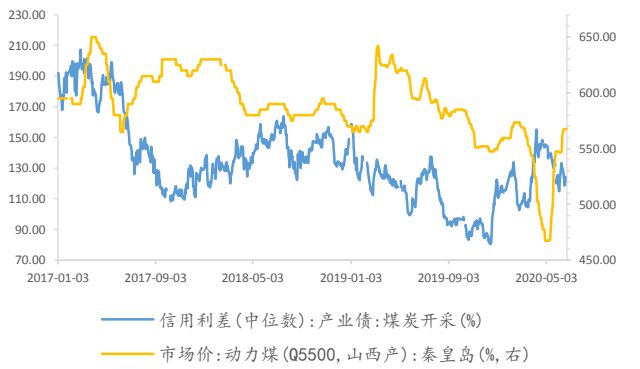
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：信用利差与基本面：电子



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 14：信用利差与基本面：煤炭开采



资料来源：WIND，民生证券研究院

总的来看，宏观流动性仍在扩张趋势中，政府债融资高峰预计在 7 月份左右出现，三季度对融资端压力有望缓解，后面重点需要观察经济活跃度能否继续回升，以带动信贷的持续增长。宏观流动性的核心观察指标 M1 同比增速本质上反映的是企业对经济的预

期，也会受融资端情况影响。从融资端来看，随着货币政策转向宽信用，受中票短融拉动的企业信用债融资增速最快的阶段预计已经过去，政府债发行最多的阶段预计也将在 7 月底前告一段落，接下来宏观流动性能否继续扩张将更多的取决于经济修复情况对企业信贷的拉动。

（二）货币政策表述有所变化，重提防风险

本周政策层面的信息较多，核心点是明确了要把握保增长和防风险的有效平衡。

本周一，央行预告续作 MLF，但在本月 MLF 合计到期达 7400 亿元的情况下，只续作了 2000 亿，且利率没有下调。下午财政部召集国债承销团召开关于特别国债发行事宜的会议文件显示，1 万亿特别国债全部市场化发行，这与市场原本预期的至少部分非市场化发行背离较大。

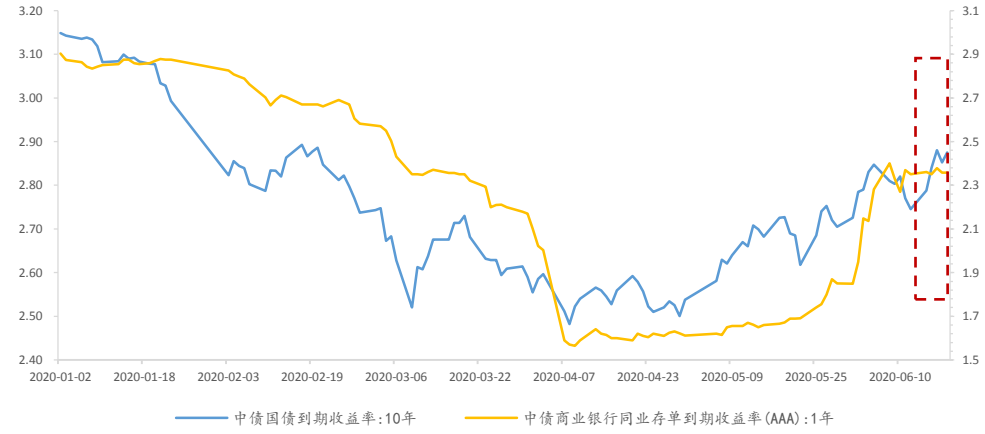
本周三国务院常务会议内容进一步体现了当前货币政策由宽货币向宽信用转向的意图，重点有三个，一是提到“综合运用降准、再贷款等工具”，表述中相比此前政治局会议和政府工作报告中的降准、降息、再贷款删掉了降息，但“必须在发挥好积极财政政策特别是纾困和激发市场活力规模性政策作用同时，加大货币金融政策支持实体经济力度”；二是新增了“引导债券利率下行”的表述；三是将两会政府工作报告中“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”改为“全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年”，去掉了“明显”两个字。

本周四副总理和央行行长在陆家嘴论坛的发言内容核心点在于提出了“保增长和防风险的有效平衡”，对总量政策的表述有所变化。副总理提出“坚持总量政策适度”、“风险应对要走在市场曲线前面”、“保增长与防风险的有效平衡”，央行行长的关键句是“要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”。央行行长还给出了一组预测：全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社融规模增量将超过 30 万亿元，按这个预测计算，今年末社融存量增速仅 11.9%，而 5 月末的增速已经达到 12.5%，即下半年的社融增速会有所回落。

本周四央行降息投放 14 天逆回购，并不意味着降息周期重启。央行 OMO 投放里，7 天逆回购一般根据即使流动性情况随时投放，14 天逆回购主要是熨平跨季、跨半年等重要节点的资金波动，本周四央行降息重启 14 天逆回购，一是熨平跨半年资金波动，二是重启之后对前期降息的补降。

本周债市的波动从资产端反映了货币政策的影响，重点一是特别国债市场化发行对市场资金供需的利空，二是货币政策工作重点向防风险的转变。对于第一点，在当前银行整体配置利率债意愿不足的情况下，债券发行越多，市场资金面越会边际收紧，推升市场利率上行。第二点方面，陆家嘴会议提出“保增长和防风险的有效平衡”，是对 5 月份监管趋严，债市去杠杆的延续，周四当天央行行长表态完总量适度和提前考虑政策工具退出后，十年期国债期货便大幅跳水。

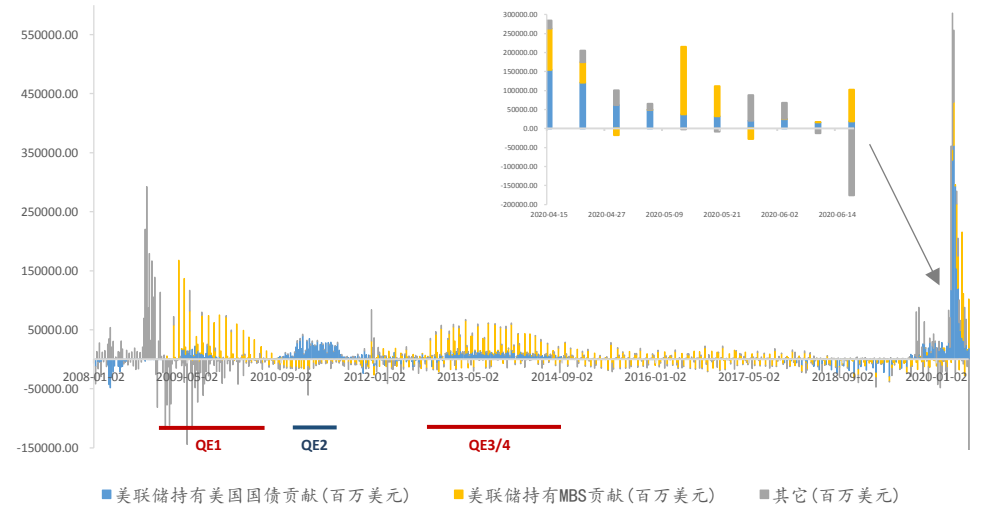
图 15：本周债市长端利率受货币政策影响继续走高



资料来源：WIND，民生证券研究院

本周美联储资产负债表规模自 2 月以来首次萎缩，但并不是政策退出导致，流动性远未到收紧拐点。截止 6 月 17 日最新一期数据，美联储资产负债表规模比上周减少约 742.5 亿美元，规模下降主要是因为正回购未偿余额减少 882 亿美元，以及央行互换额度越减少 920 亿美元。目前随着美元融资市场的稳定，各国央行对美元的需求已经放缓。另一个值得关注的重点是，美联储本周 6 月 16 日继续加码二级市场企业信贷工具，直接开始构建企业债投资组合，使得对 5 年以下的整个非金融企业债务都具备购买资格。从目前美联储对 MBS 的购买量看，QE 政策还远未到退出时点。

图 16：美联储资产负债表周环比显示本周有所萎缩，但并非代表流动性拐点到来



资料来源：WIND，民生证券研究院

二、市场资金流观察

目前机构持仓呈现纺锤形，集中在食品饮料、医药和 TMT、非银板块。食品饮料受北向资金和公募基金趋势性减仓，医药行业可能也处于减仓拐点。其它热点行业中电子和非银的加仓空间最大。

北向资金本周大幅净流入到动力电池、证券、游戏、面板，另外本周时隔 5 个月之后再次有科技型 ETF 获批，预计成长板块的行情会继续强化。

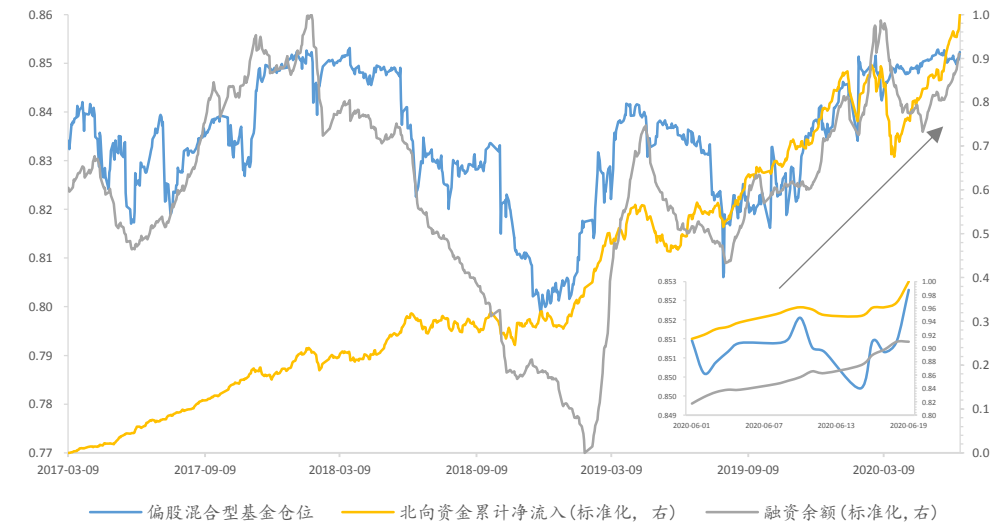
产业资本方面，全 A 上市公司减持、回购有所扩大，截止 6 月 21 日一级市场融资环比 5 月份小幅增加，主要是 IPO 和增发增加。

（一）机构资金持续流入 A 股

1、机构投资者本周明显加仓

本周偏股混合型公募基金小幅加仓 0.26%，北向资金净流入 244.39 亿元，融资余额净增加 156.97 亿元。值得注意的是本周五北向资金单日净流入 182.3 亿元，创历史次高，前三次创历史高点的时间分别是 2018 年 11 月 2 日、2019 年 9 月 19 日和 2019 年 11 月 26 日，随后均开启了趋势性行情。

图 17：机构投资者本周均明显加仓

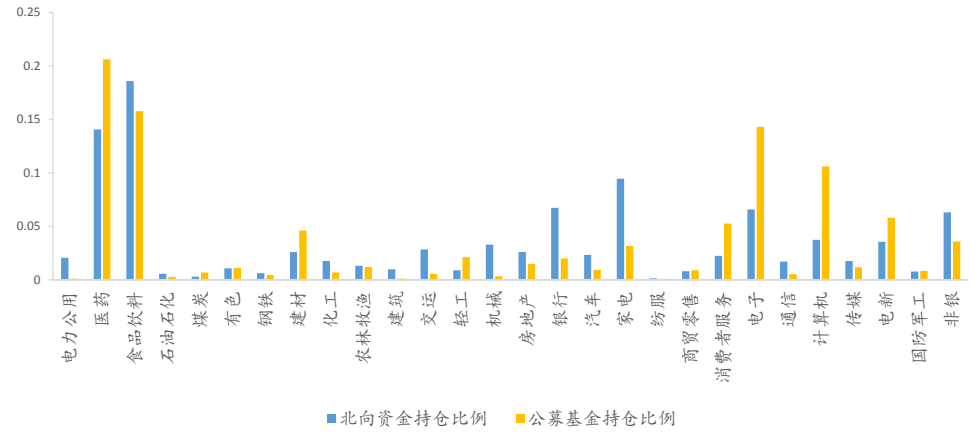


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、行业配置结构呈现纺锤型

北向资金目前持仓集中在医药、食品饮料、银行、家电、电子、计算机、电新和非银，公募基金目前持仓集中于医药、食品饮料、电子、计算机、电新、非银和建材。其中公募基金配置呈现明显的纺锤形结构，集中在医药、食品饮料和 TMT 上，北向资金相比之下持仓较为均衡，对银行和家电的配置明显高于公募基金。

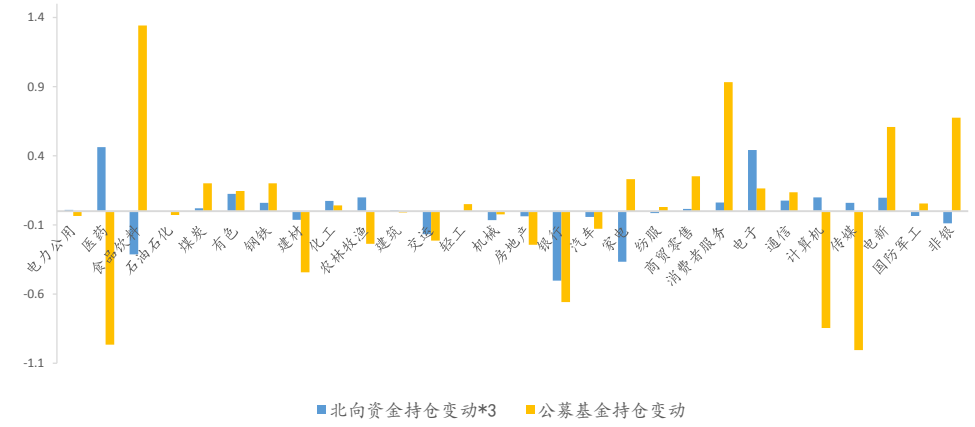
图 18：北向和公募的持仓呈现纺锤型，集中在消费和成长板块



资料来源：WIND，民生证券研究院

本周北向资金明显减持了食品饮料、银行和家电，增持了医药、电子，公募基金明显减持了医药、建材、银行、计算机和传媒，增持了食品饮料、消费者服务、电新和非银。

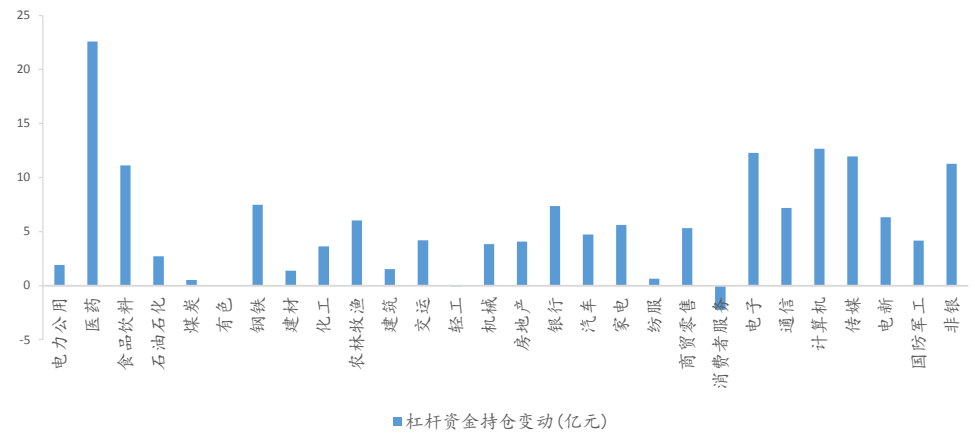
图 19：北向和公募行业本周加减仓情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

本周杠杆资金对除消费者服务以外的各个行业基本都是净流入，净流入额最多的是医药、电子、计算机、传媒和非银。

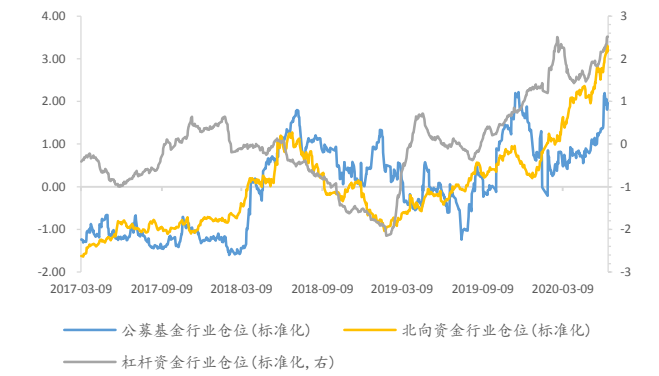
图 20：本周杠杆资金行业净流入情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

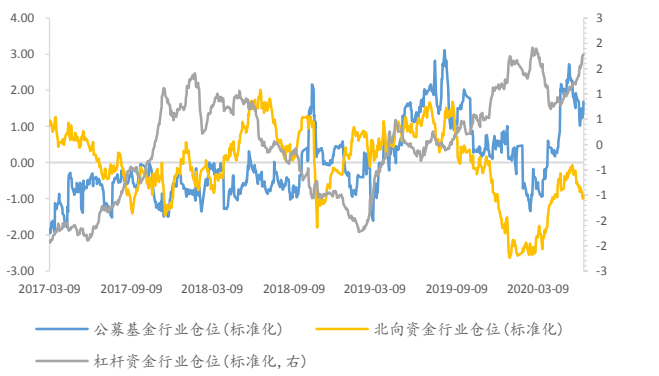
从具体行业持仓变动中可以看出北向资金和公募基金在 5 月份之后就已经趋势性减持食品饮料，买盘力量主要来自杠杆资金，本次公募小幅度加仓食品饮料应该只是交易性行为。对于医药行业配置，北向和公募的持仓均在历史高位，公募基金在 6 月初开始减持医药股，公募基金暂未现拐点，历史上两者的对医药行业的持仓方向基本较为一致，后续大概率会持续减仓医药。

图 21：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

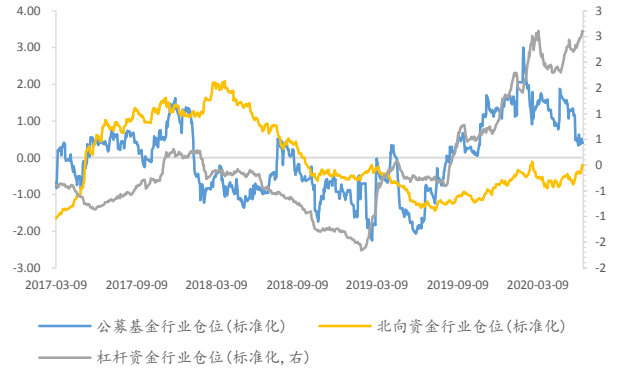
图 22：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：食品饮料



资料来源：WIND，民生证券研究院

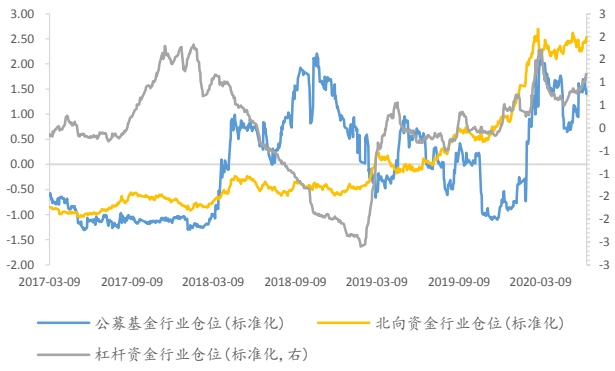
本周北向和公募均净买入电子，这与近期中美重启高层会谈等利好信息有关，公募基金对电子的持仓在今年 2 月份以后趋势性下行，目前回到了 2019 年 11 月初的水平，北向资金自 2019 年 7 月份以来对电子的加仓较为谨慎，目前远低于 2017 年高点水平，从加仓空间来讲，电子是热门行业之最。北向和公募对计算机行业的加减仓本周较为矛盾，公募明显减仓计算机，北向小幅流入计算机，两者对计算机的持仓均处于历史高位。

图 23：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：电子



资料来源：WIND，民生证券研究院

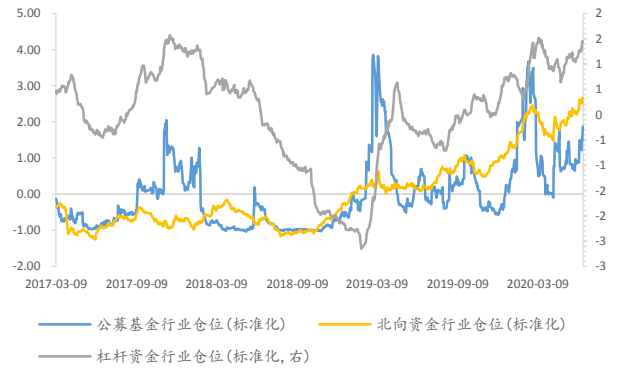
图 24：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：计算机



资料来源：WIND，民生证券研究院

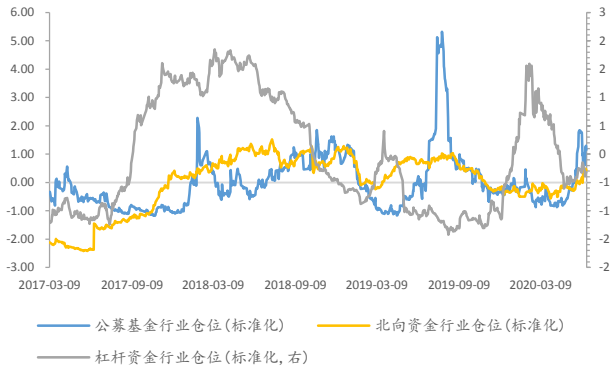
本周北向和公募对电新的配置较为一致，其中公募的加仓幅度更大，历史持仓来看，北向资金对电新的持仓创历史新高，体现了对中国新能源产业链的看好，公募自 2020 年 2 月份持仓明显回落之后，目前仓位仍远低于历史高点。本周北向和公募还一致流入消费者服务行业，代表了对经济内需复苏的看好，从历史持仓来看，北向和公募的持仓水平均处于历史较高位置。有一点值得注意的是，北向和公募往往在市场行情不好的时候大幅加仓消费者服务，体现了该行业的防御性，这一点接下来可能对行业整体不利。

图 25：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：电新



资料来源：WIND，民生证券研究院

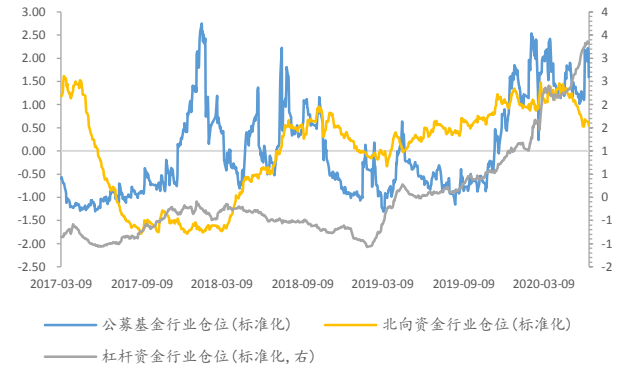
图 26：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：消费者服务



资料来源：WIND，民生证券研究院

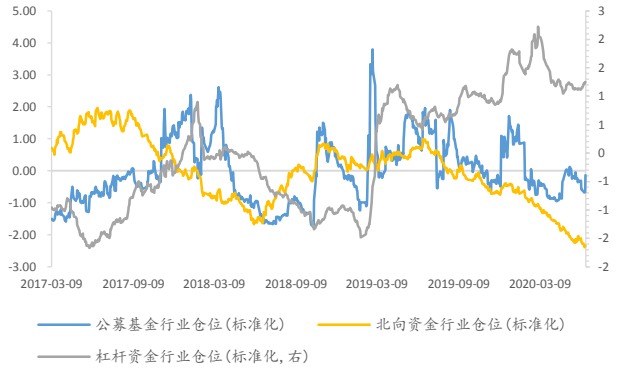
本周北向和公募对建材和非银的观点较为一致，均明显流入。对于建材需要注意到，北向和公募自 3-4 月份以来处于持续减仓，这体现了当初配置建材的逻辑是经济逆周期调节，近期注意是杠杆资金对建材大幅买进。从历史持仓来看，北向和公募对非银的持仓处于历史低位，随着资本市场改革和市场利率触底，保险和证券均会引来不错的行情，且机构投资者加仓空间明显。

图 27：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：建材



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 28：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：非银

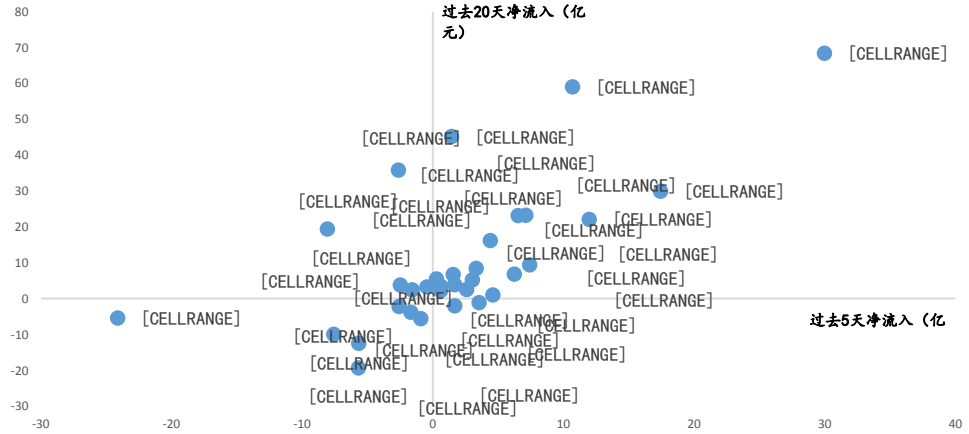


资料来源：WIND，民生证券研究院

3、北向资金大幅流入成长板块

从具体板块来看，北向资金本周主要流入了动力电池、证券、游戏、面板、半导体、医药和普钢，体现出明显的成长偏好。主要流出了银行、航空机场、白酒、水泥、白电。值得注意,和过去 20 天北向资金净流入放在一起看,北向资金对银行的减仓是近期行为，主要发生在本周国常会提出要让银行给实体经济让利 1.5 万亿，这反映了外资对银行股盈利的悲观预期。另外，白电股呈现持续流出的状态，从个股来看，主要是外资大幅卖出格力电器有关，其它家电股仍处于净流入状态。

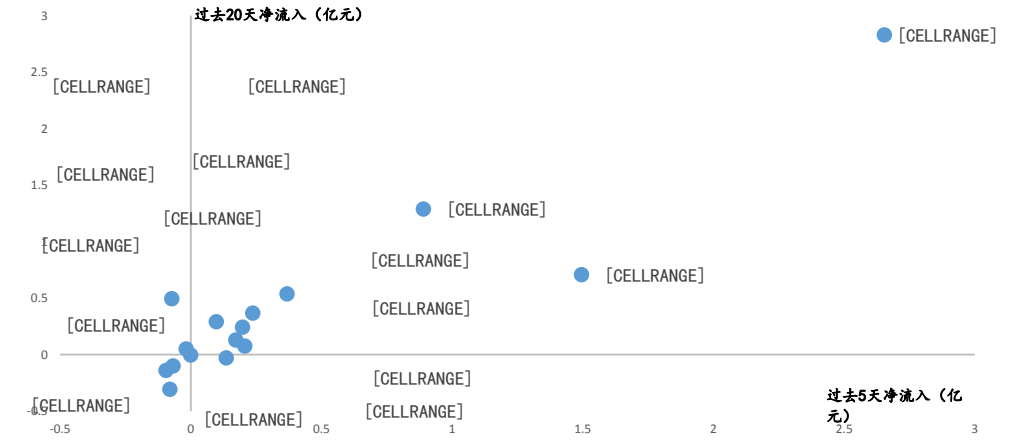
图 29：北向资金净流入板块情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

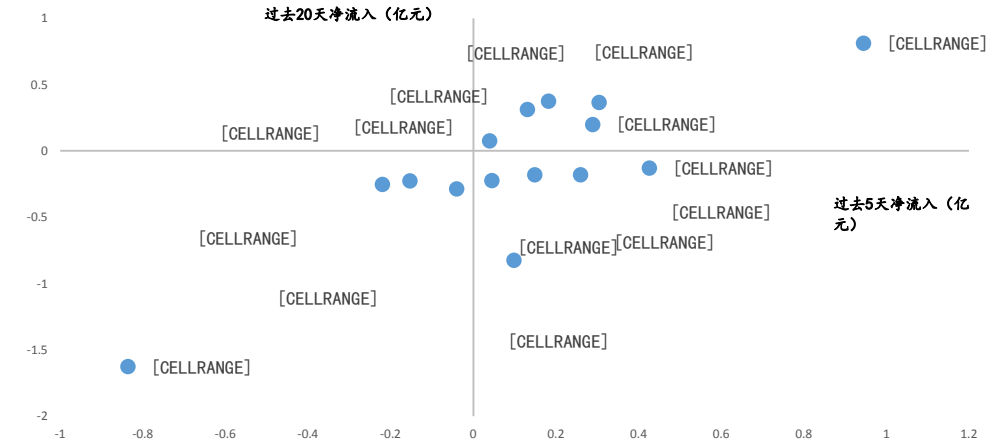
对于近期煤炭和钢铁股的反弹是否代表着周期股行情的回归，从北向资金的流入来看，目前可能到了增加配置的拐点。本周北向资金净流入煤炭板块 1.69 亿元，流入普钢板块 6.26 亿元。历史上北向资金对资源品板块增加配置均代表着对经济预期的乐观态度。上一轮净流入转折点是在 2019 年 8 月份。但值得注意的是，钢铁板块最近的上涨掺杂 IDC 概念，因此净流入资金远大于煤炭板块，且与其他板块相比，煤炭和钢铁板块的北向资金净流入要远远较小，至少目前还未引起市场主流关注。

图 30：北向资金煤炭板块流入情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 31：北向资金普钢板块流入情况



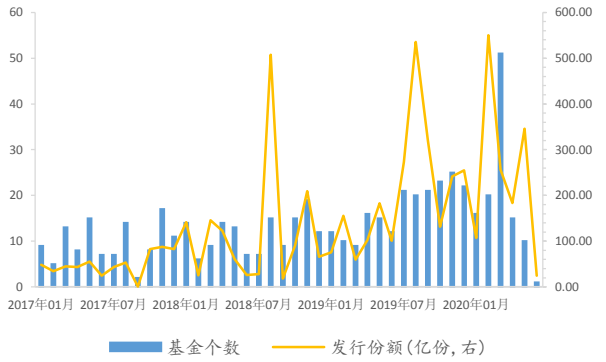
资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）新发基金再次出现科技型 ETF

截止 6 月 21 日，以认购起始日统计，6 月新发股票型基金仅有 1 只，新发混合型基金为 14 只，均处于历史较低水平，从新发基金份额来看，股票型基金新发份额仅 24.56 亿份，混合型基金新发 664.5 亿份，好于股票型。

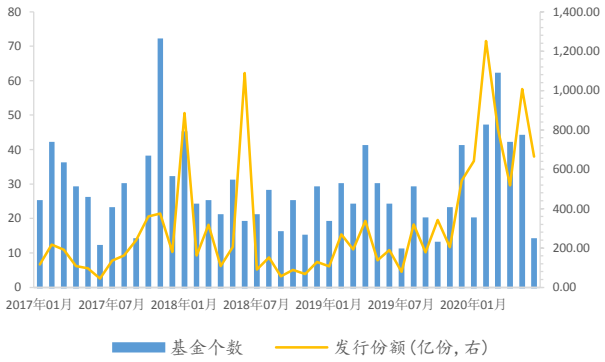
本周在停滞 5 个月之后，再次有科技类 ETF 获批，6 月 19 日证监会公布的公式信息显示，华宝中证电子 50ETF 和易方达中证人工智能 ETF 两只基金在 6 月 8 日同时获批。

图 32：股票型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 33：混合型基金新发情况

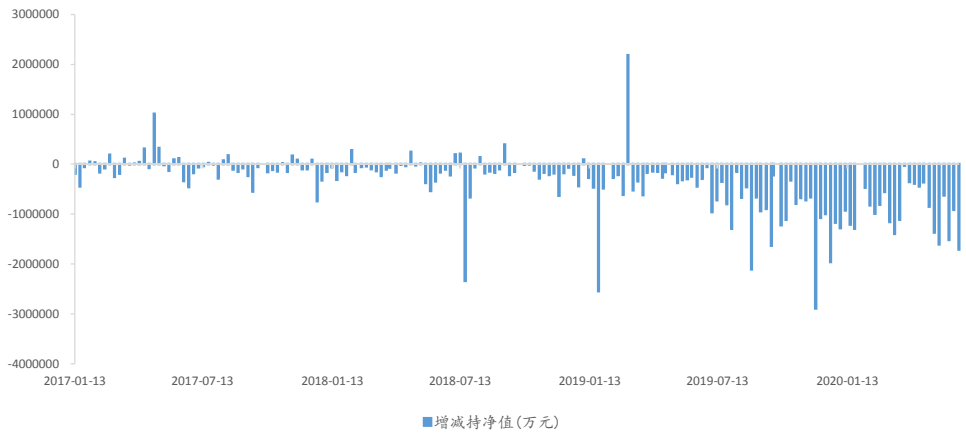


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）产业资本减持规模有所扩大

本周全 A 上市公司减持规模有所扩大，达 170.76 亿元，为 2020 年 12 月份以来新高，环比上周扩大 79.4 亿元。

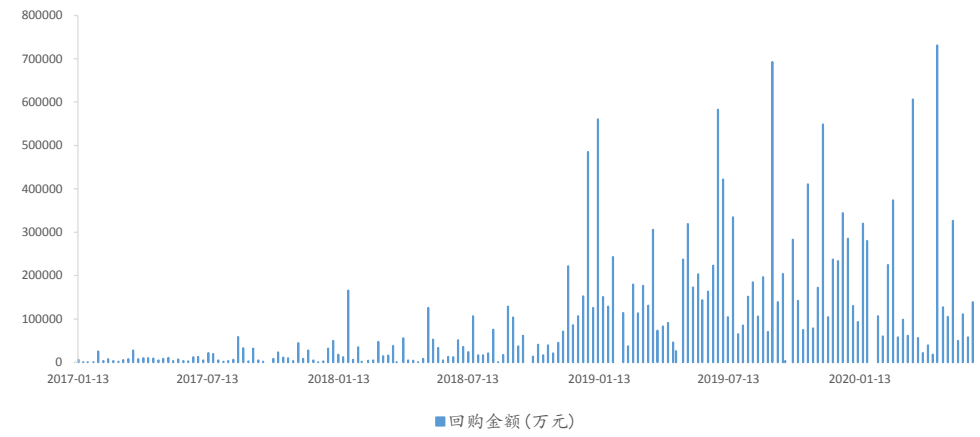
图 34：全 A 上市公司增减持情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

本周全 A 上市公司回购金额明显回升，达 13.86 亿元，环比上周增加 8.1 亿元。

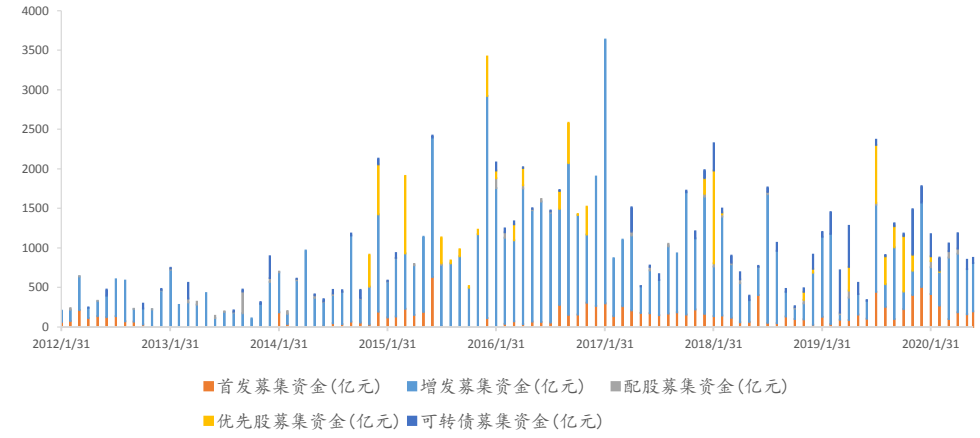
图 35：全 A 上市公司回购情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截止 6 月 21 日，全 A 一级市场融资达 963 亿元，环比 5 月份增加 72.43 亿元。其中 IPO 融资达 198.2 亿元，环比增加 38 亿元，增发募资达 612.1 亿元，环比增加 39 亿元，可转债和可交换债募资达 152.75 亿元，环比基本持平。

图 36：全 A 一级市场融资情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

三、风险提示

美国金融市场危机扩大，中国信用环境恶化，数据和模型存在局限性。

插图目录

图 1：5 月份 M1 环比增速处于历史较高位置 3
图 2：5 月份 M1、M2 增速差明显收敛 3
图 3：商品房成交面积同比阶段性回落 4
图 4：6 大发电集团日均耗煤阶段性回落 4
图 5：企业信用债融资继续高增长，中票短融贡献明显减小 5
图 6：政府债融资有所回落，预计增速高峰已到 5
图 7：成本端利率本周继续震荡上行 6
图 8：本周信用利差继续下降，主要受无风险利率上行更多影响 6
图 9：信用利差与基本面：房地产 7
图 10：信用利差与基本面：食品饮料 7
图 11：信用利差与基本面：汽车 7
图 12：信用利差与基本面：医药生物 7
图 13：信用利差与基本面：电子 7
图 14：信用利差与基本面：煤炭开采 7
图 15：本周债市长端利率受货币政策影响继续走高 9
图 16：美联储资产负债表周环比显示本周有所萎缩，但并非代表流动性拐点到来 9
图 17：机构投资者本周均明显加仓 10
图 18：北向和公募的持仓呈现纺锤型，集中在消费和成长板块 11
图 19：北向和公募行业本周加减仓情况 11
图 20：本周杠杆资金行业净流入情况 12
图 21：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：医药 12
图 22：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：食品饮料 12
图 23：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：电子 13
图 24：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：计算机 13
图 25：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：电新 13
图 26：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：消费者服务 13
图 27：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：建材 14
图 28：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：非银 14
图 29：北向资金净流入板块情况 14
图 30：北向资金煤炭板块流入情况 15
图 31：北向资金普钢板块流入情况 15
图 32：股票型基金新发情况 16
图 33：混合型基金新发情况 16
图 34：全 A 上市公司增减持情况 16
图 35：全 A 上市公司回购情况 17
图 36：全 A 一级市场融资情况 17

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。