

2016年06月30日


财通证券
 CAITONG SECURITIES

公募基金专题研究

美国内部型 FOF 产品系列解析

——先锋、富达、普信 FOF 模式

联系信息

证券分析师： 金赞
 SAC 证书编号： S0160511030004
 电话： 0571-87620727
 Email： jiny@ctsec.com

 研究助理： 温晓丽
 电话： 0571-87620749
 Email： wenxl@ctsec.com

报告摘要：

- 从美国公募 FOF 行业，具有覆盖全产业链的大型基金公司先锋、富达、普信三家占据了 FOF 市场近半数的份额，且三家基金管理公司是内部型 FOF 运作模式的典范。本专题详细解析了三家基金公司的内部 FOF 产品系列，为我国内部 FOF 设计提供经验借鉴。
- **美国内部型 FOF 之先锋模式：**(1) 先锋基金现存的 FOF 覆盖 5 个系列、36 只产品。从先锋 FOF 类别和特征来看，其母基金运作方式以混合型基金为主；底层基金以指数型基金为主，主动管理型基金为辅。
- **美国内部型 FOF 之富达模式：**富达基金现存的 FOF 覆盖 3 个系列、40 只产品。从富达 FOF 类别和特征来看，其母基金运作方式以混合型基金为主，底层基金以主动管理型基金为主，指数型基金为辅。
- **美国内部型 FOF 之普信模式：**普信基金现存的 FOF 覆盖 3 个系列、28 只产品。从普信 FOF 类别和特征来看，其母基金运作方式以混合型基金为主，底层基金以主动管理型基金为主。
- **美国内部型 FOF 运作经验及启示：**(1) **产品定位：**针对养老金退休计划而设计的目标日期基金占据主导地位，同时结合投资者多元化的资产管理需求和风险偏好衍生出生活方式基金。这为我国公募 FOF 产品定位提供了一定借鉴。(2) **分散投资：**总体而言，指数型子基金本身已经在全市场中实现了分散投资，因此只需在几个大类资产之间进行配置，多元化配置可操作行较强；而主动管理型子基金的种类和风格较为丰富，实现分散投资需要在各大类资产类别下进一步筛选出风格显著差异化的子基金，这就增加了 FOF 投资管理的难度。(3) **费率竞争：**内部型 FOF 虽然避免了双重收费这一关键问题，但从行业竞争来看，各基金公司往往通过下调 FOF 费率以抢占市场份额，因此内部型 FOF 依然面临如何压缩费率的问题。从产品运作模式来看，双重主动型和主动+被动型两种运作模式的费率存在显著的差异，前者费率高于后者约 0.5%，双重主动 FOF 的费用仍然对其收益率有明显的侵蚀。总之，主动+被动型 FOF 模式可能是基金公司抢占市场先机的必由之路。

相关报告

《基金风格研究系列》：

■ 04 月 28 日 Vol.01
 别水之址，基金分类体系综述

■ 05 月 24 日 Vol.02
 主动管理股票型基金风格识别研究

■ 05 月 31 日 Vol.03
 基金风格漂移现象透视

《FOF 研究系列》：

■ 06 月 13 日 Vol.01
 国外 FOF 管理模式解析及经验借鉴

■ 06 月 21 日 Vol.02
 中国公募 FOF 管理模式展望——《指引》征求意见，FOF 破冰在即

■ 06 月 29 日 Vol.03
 公募 FOF 分类梳理

正文目录

一、美国内部型 FOF 之先锋模式.....	4
1、先锋 FOF 主动+被动模式.....	5
2、先锋 FOF 主动+多策略模式.....	8
3、先锋 FOF 双重主动管理模式.....	9
4、先锋各类型 FOF 收益率以及费率比较.....	9
二、美国内部型 FOF 之富达模式.....	10
1、富达 FOF 双重主动管理模式.....	11
2、富达 FOF 主动+被动模式.....	13
三、美国内部型 FOF 之普信模式.....	14
四、美国内部型 FOF 运作经验及启示.....	15

图表目录

图表 01: 先锋 (Vanguard) 旗下 FOF 产品概览	4
图表 02: 美国目标日期基金资产分布	5
图表 03: 美国生活方式基金资产分布	5
图表 04: 先锋指数基金份额分类说明	6
图表 05: 先锋资产下滑曲线 (glide path)	7
图表 06: 先锋生活方式基金分类标准	7
图表 07: Vanguard Managed Payout 底层基金配置结构	8
图表 08: Vanguard STAR Fund 底层基金配置结构	9
图表 09: 先锋主要 FOF 产品业绩表现比较	10
图表 10: 富达 (Fidelity) 旗下 FOF 产品概览	11
图表 11: 富达资产下滑曲线 (glide path)	12
图表 12: 普信 (T. Rowe Price) 旗下产品概览	14

我们在FOF系列研究“中国公募FOF管理模式展望”一篇中分析得出：我国公募FOF发展之初的模式应该是内部管理人投资于内部基金的模式或内部管理人与二级投资顾问相结合投资于全市场基金的模式。

从美国公募FOF行业，具有覆盖全产业链的大型基金公司先锋、富达、普信三家占据了FOF市场近半数的份额，且三家基金管理公司是内部型FOF运作模式的典范。本专题详细解析了三家基金公司的内部FOF产品系列，为我国内部FOF的设计推出提供经验借鉴。

一、美国内部型 FOF 之先锋模式

先锋基金现存的FOF覆盖5个系列、36只产品，主要系列净资产规模达2372.9亿美元。从先锋FOF类别和特征来看，其母基金运作方式以混合型基金为主，链接型基金为辅；底层基金以指数型基金为主，主动管理型基金为辅。

图表 01：先锋 (Vanguard) 旗下 FOF 产品概览

FOF类型	产品名称		产品类别	数量	规模	平均费率	子基金个数
主动+被动	Vanguard Target Retirement系列 (2010-2060)		目标日期	11	181.89	0.15%	4~5
	Vanguard LifeStrategy系列		目标风险	4	35.20	0.14%	4
	The Vanguard 529 College Savings Plan	Stock portfolios 系列	平衡型	3	-	0.17%	3
双重主动	Vanguard STAR Fund		平衡型	1	18.60	0.34%	11
	Vanguard Managed Payout Fund		平衡型	1	1.60	0.38%	9
被动+主动	The Vanguard 529 College Savings Plan	STAR Portfolio	链接型	1	-	0.45%	1
		Money market portfolios		1		0.17%	
		Bond portfolios		3		0.25%	
		Stock portfolios		4		0.31%	
双重被动	The Vanguard 529 College Savings Plan	Stock portfolios		5		0.24%	
		Bond portfolios		1		0.22%	
		International portfolios		1		0.35%	
总计				36	237.29	0.25%	-

数据来源：Vanguard、财通证券研究所

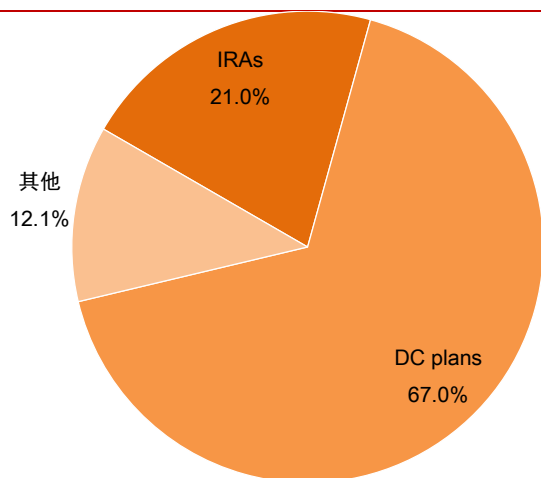
注：数据截止日为2016年5月31日，规模单位为十亿美元（billion）

1、先锋 FOF 主动+被动模式

先锋混合型FOF以Vanguard Target Retirement目标日期基金系列和Vanguard LifeStrategy生活方式基金(先锋也称“目标风险基金”)系列为主。截止2016年5月31日,先锋旗下两类产品净资产规模合计为2170.92亿美元,约占先锋FOF总规模的91%,占美国全市场同类基金总规模的19%。

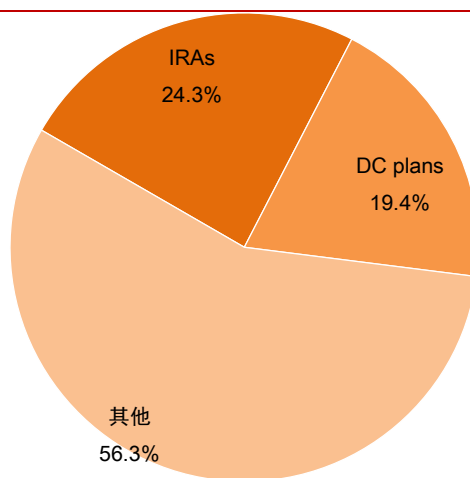
截至2015年年底,美国目标日期基金规模为7630亿美元,占美国共同基金比例接近50%,生活方式基金规模为3720亿美元,占美国共同基金比例约24%。当前两类混合型基金已经成为美国公募FOF产品的主流形式,且主要由退休养老金账户(DC plans和IRAs)持有,尤其是目标日期基金88%的资金来源于退休养老金账户。

图表 02: 美国目标日期基金资产分布



数据来源: ICI、财通证券研究所

图表 03: 美国生活方式基金资产分布



数据来源: ICI、财通证券研究所

先锋旗下的Vanguard Target Retirement目标日期基金系列和Vanguard LifeStrategy生活方式基金系列均采用主动+被动的运作模式，子基金配置分布在股票全市场指数、国际股票总指数、债券市场总指数、全球债券总指数4只宽基指数型基金和1只短期抗通胀证券指数基金。先锋旗下的被动管理型基金设置了不同的申赎门槛和费率水平，先锋FOF中所投指数基金指的是投资者份额（Investor Shares），详见下表。

图表 04：先锋指数基金份额分类说明

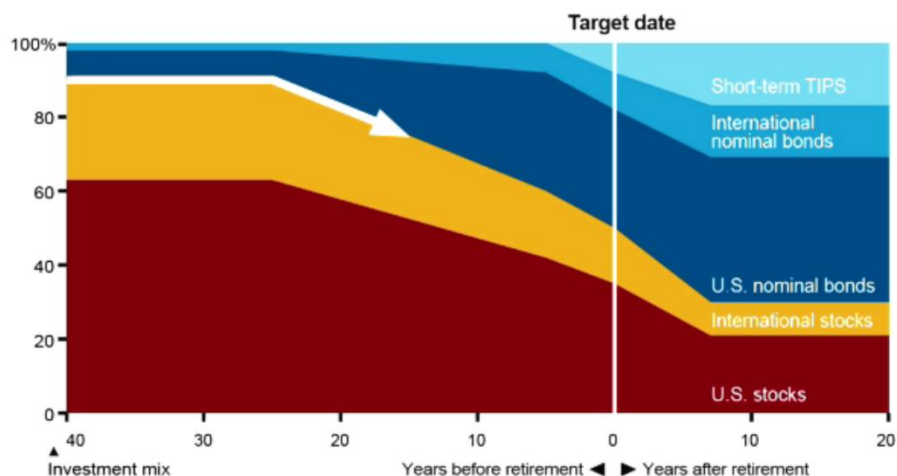
份额类别	最低申购金额	费率	
		范围	平均
Investor Shares	Vanguard Target Retirement Funds and Vanguard STAR® Fund: 1000 美元; 其他基金（市场中性策略基金除外）：3000 美元。	0.09%~0.96%	0.27%
Admiral™ Shares	大部分指数基金：1 万美元; 大部分主动管理型基金：5 万美元; 特定行业指数基金：10 万美元	0.05%~0.38%	0.14%
ETF Shares	无	0.05%~0.34%	0.12%
Institutional Shares	全部基金：500 万美元	0.04%~0.30%	0.10%

资料来源：Vanguard、财通证券研究所

两类FOF产品的区别在于母基金主动管理的路径不同：

（1）目标日期基金的特点是投资者投资于与其目标退休日相对应的基金，该类FOF的母基金运作方式是依据资产下滑曲线(glide path)调整股票、债券等类别资产的风险敞口，以满足投资者所处生命周期不同阶段的风险收益要求：①距离目标退休日期越远，权益类资产配置比例越高，产品的费率也相应提高，如Target Retirement 2040-2060+系列，权益类资产配置与固定收益类资产配置比例分别约为90%和10%，费率为0.16%；②距离目标退休日期较近，固收类资产配置比较高，产品费率相应较低，如Target Retirement2010和Retirement Income，权益和固收类配比分别约为30%和70%，费率为0.14%。

图表 05：先锋资产下滑曲线（glide path）



资料来源：Vanguard、财通证券研究所

(2) 生活方式基金的特点是根据投资者的风险偏好及投资期限来进行战略性资产配置。Vanguard LifeStrategy系列包含收入型、保守增长型、稳健增长型和积极增长型四款资产配置型FOF产品。

图表 06：先锋生活方式基金分类标准

	收入型 FOF	保守增长型 FOF	稳健增长型 FOF	积极增长型 FOF
投资者类型	保守型：在乎当期收入，有限的权益配置获取有限的潜在收益	稳健型：在乎当期收入，希望通过较少的权益风险暴露获得一些增值收益	积极配置型：更关心收益长期增值，可承受一定投资波动，以期获取相对较高的增长收益	进取型：关心长期收益，希望通过较高的权益风险敞口博取更高潜在收益
投资期限	3-5 年	5 年以上	5 年以上	5 年以上
风险等级	中低	中等	中等	中高
资产配置目标	20%股票 80%债券	40%股票 60%债券	60%股票 40%债券	80%股票 20%债券

资料来源：Vanguard、财通证券研究所

2、先锋 FOF 主动+多策略模式

先锋混合型FOF中的Vanguard Managed Payout Fund属于资产配置型基金。Vanguard Managed Payout基金主要为步入退休期的投资者管理资金并向投资者每月定期支付一定金额以覆盖投资者退休期间的费用。投资者在每年1月份设定当年的支出金额，每月按期支取固定金额。投资者每年设定的金额可以改变。如某投资者在退休时获得50万美元的资产组合，并且决定初次支取比例为4%，则该投资者在退休的第一年从组合中取出20,000美元。假如下一年通胀率为3%，那么投资者在第二年设定的总赎回金额为20,600美元。

Vanguard Managed Payout基金通常设定4%的年度分红目标，为实现这一目标，基金经理随着时间的推移不断调整组合的资产配置比例，以维持每月支出能够跟上通胀水平，同时实现资本的长期保值。

为了平衡风险和回报，该基金广泛投资于各类别资产以及其他工具，不仅仅包括股票、债券、现金、抗通胀类别基金，还包括商品类、市场中性策略、杠杆绝对收益类的基金。截至2016年5月31日，该基金投资了9只子基金，主要以股票和债券宽基指数型为主，以其他主动管理型基金为辅。

图表 07: Vanguard Managed Payout 底层基金配置结构

排名	子基金名称	持仓占比
1	Vanguard Total Stock Market Index Fund Investor Shares	20.50%
2	Vanguard Total International Stock Index Fund Investor Shares	20.20%
3	Vanguard Global Minimum Volatility Fund Investor Shares	15.20%
4	Vanguard Total Bond Market II Index Fund Investor Shares	12.00%
5	Vanguard Alternative Strategies Fund	9.50%
6	Vanguard Market Neutral Fund Investor Shares	6.70%
7	Vanguard Total International Bond Index Fund Investor Shares	6.00%
8	Commodities	5.00%
9	Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund Investor Shares	4.90%

资料来源：Vanguard、财通证券研究所

3、先锋 FOF 双重主动管理模式

Vanguard STAR Fund属于主动管理的稳健配置型基金，股票资产和债券资产的比例分别为60%和40%，截至2016年5月31日，该基金股票、债券、短期存款的配置比例分别为62.82%，24.79%和12.39%，所投子基金为11只主动管理式基金的投资者份额（Investor Shares）。

图表 08：Vanguard STAR Fund 底层基金配置结构

排序	子基金名称	持仓占比
1	Vanguard Windsor II Fund Investor Shares	14.30%
2	Vanguard Long-Term Investment-Grade Fund Investor Shares	12.40%
3	Vanguard Short-Term Investment-Grade Fund Investor Shares	12.40%
4	Vanguard GNMA Fund Investor Shares	12.40%
5	Vanguard International Growth Fund Investor Shares	9.40%
6	Vanguard International Value Fund	9.20%
7	Vanguard Windsor Fund Investor Shares	7.80%
8	Vanguard U.S. Growth Fund Investor Shares	6.10%
9	Vanguard Morgan Growth Fund Investor Shares	6.10%
10	Vanguard PRIMECAP Fund Investor Shares	6.10%
11	Vanguard Explorer Fund Investor Shares	3.80%

资料来源：Vanguard、财通证券研究所

4、先锋各类型 FOF 收益率以及费率比较

为了观察先锋各类型FOF产品的收益率和费率，同时兼顾可比性，我们从先锋FOF各系列中选取了具有稳健配置特征的代表性产品与行业同类基金平均水平进行比较。总体而言，先锋FOF产品税前收益率高于行业同类基金平均水平，费率低于行业同类基金平均水平；先锋内部FOF纵向比较而言，子基金为被动管理型的FOF产品平均费率显著低于子基金为主动管理型或者多策略FOF产品费率水平。

资产配置及分散投资是FOF产品的核心，虽然我们所选的先锋内部FOF产品均为稳健配置型，但其配置战略和战术各有不同。例如，先锋FOF产品中的Target Retirement系列采用较为稳定的战略性资产配置，投资4~5只国内外股票和债券指数型子基金，但是随着时间推移，会不

断调整各类别资产的配置比例；再如，先锋FOF产品中的Managed Payout Fund 和STAR Fund则是把更多类型的资产加入到投资组合以达到分散目的，来改善组合的长期风险调整回报，其中包括大宗商品，全球房地产投资信托和另类投资、市场中性策略。值得一提的是，子基金包含多策略的FOF产品防御性较好，但费用调整后的收益率相对子基金为被动型的FOF产品并没有显著优势。

图表 09：先锋主要 FOF 产品业绩表现比较

FOF 名称	成立日期	FOF 类型	费率	税前收益率				
				近 1 年	近 3 年	近 5 年	近 10 年	成立以来
Target Retirement 2025	2003/10/27	主动+被动	0.15%	-1.53%	6.33%	6.70%	5.37%	6.31%
Life Strategy Mod Growth	1994/9/30	主动+被动	0.14%	-1.06%	5.82%	6.15%	5.08%	7.49%
Managed Payout Fund	2008/5/2	主动+多策略	0.34%	-0.77%	5.58%	5.87%	—	4.27%
STAR Fund	1985/3/29	双重主动	0.38%	-2.14%	6.46%	7.06%	5.76%	9.37%
稳健型资产配置基金行业平均	—	—	0.85%	-2.85%	5.22%	5.88%	4.95%	—

数据来源：Vanguard、财通证券研究所
 注：数据截止日期为 2016 年 3 月 31 日

二、美国内部型 FOF 之富达模式

富达基金现存的FOF覆盖3个系列、40只产品，主要系列净资产规模达813.6亿美元。从富达FOF类别和特征来看，其母基金运作方式以混合型基金为主，底层基金以主动管理型基金为主，指数型基金为辅。从投资策略来看，富达FOF产品包含双重主动和主动+被动两种。

富达FOF中的目标日期基金Fidelity Freedom®系列和Fidelity Freedom® Index系列规模为768.6亿美元，规模占富达FOF产品的94%，占全市场目标日期基金规模的比例约为10%。

图表 10：富达 (Fidelity) 旗下 FOF 产品概览

类型	产品	类型	数量	规模	平均费率	子基金个数
双重主动	Fidelity Freedom® 系列 (2005-2060)	目标日期	13	62.17	0.71%	27
	Fidelity Income Replacement 系列 (2018-2042)	资产配置型 (15% ~70%股票)	13	0.16	0.59%	15
主动+被动	Fidelity Freedom® Index 系列 (2005-2060)	目标日期	13	14.69	0.24%	4~6
	Fidelity® Four-in-One Index Fund	资产配置型 (70% ~85%股票)	1	4.35	0.14%	4
总计			40	81.36	0.42%	

数据来源：Fidelity、财通证券研究所

注：规模单位为十亿美元 (billion)

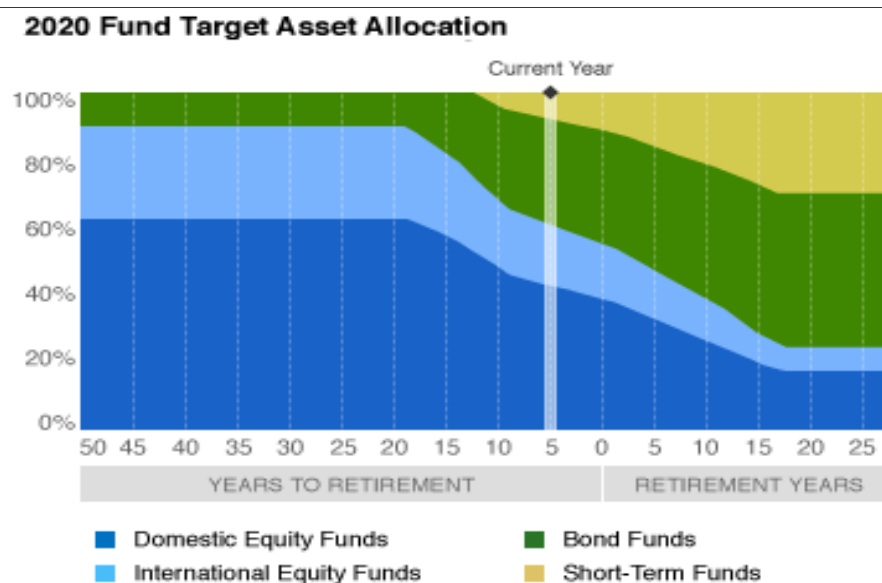
1、富达 FOF 双重主动管理模式

富达双重主动型 FOF 包含 Fidelity Freedom® 系列和 Fidelity Income Replacement 系列。从细分类别来看，前者属于目标日期基金，后者属于资产配置型基金，但二者的目标均是通过多元化资产配置达到分散投资的目的。二者所投资的子基金数量分别为 27 只和 15 只；子基金类型包含国内股票基金、国际股票基金、债券基金、货币基金等；二者区别在于资产配置的战略和战术有所不同。

(1) 与先锋的 Vanguard Target Retirement 系列相同，Fidelity Freedom® 系列主要是针对养老退休金账户设计，通过分析投资者在不同生命周期阶段风险偏好和收益要求，制定权益类资产下滑曲线，决定权益类资产和固定收益类资产下的各细分类别基金的配置比例。与先锋旗下目标日期基金不同的是，富达目标日期系列投资的子基金以主动管理型基金为主，子基金类别多元化且分散程度较高，还包含 1%-2% 的房地产股票基金和商品策略基金。

该系列投资风格会随着退休目标日期的临近而迁移，股票资产会从大盘成长型风格迁移到大盘平衡型风格，债券资产配置风格从低等级长久期迁移至中高等级中等久期。

图表 11：富达资产下滑曲线 (glide path)



资料来源：Fidelity、财通证券研究所

(2) Fidelity Income Replacement系列最初于2007年8月推出，类似先锋的Vanguard Managed Payout Fund，都是针对退休养老金提供资产管理和资金支取服务。Fidelity Income Replacement基金将专业的资产管理与取款管理相结合，将退休储蓄的一部分定期按月支付给投资者。该基金采用多样化的资产配置策略（子基金为14只主动管理型基金和1只指数型基金），配合智能支付程序(SPP)，为投资者提供能够紧跟目标日期对应通胀水平的收入流。

目标日期较远（2030-2040）的系列，股票资产配置比例通常在50%~70%，目标日期较近（2020-2028）系列，股票资产配置比例通常在30%~50%之间，目标日期为2018年，股票比例为15%~30%。

2、富达 FOF 主动+被动模式

Fidelity Freedom® Index系列（2005-2060）和Fidelity® Four-in-One Index Fund两类FOF的母基金均采用混合型基金运作方式，所投子基金均以指数型基金为主。

其中，Fidelity Freedom® Index系列（2005-2060）于2009年推出，属于目标日期基金，运作模式与先锋Vanguard Target Retirement系列主动+被动的模式相同，区别于富达旗下早期目标日期基金Fidelity Freedom®系列的双重主动管理模式，通过投资指数型子基金将目标日期基金的费率由早期的0.71%压缩至0.24%。

Fidelity® Four-in-One Index Fund是在1999年提出的FOF产品，属于资产配置型基金，所投子基金均为指数型基金，股票资产配置比例为70%~85%。虽然美国金融危机期间，FOF得益于分散投资相较其他股票型基金回撤较小，但仍然难以避免大幅亏损，随后推出的Fidelity Income Replacement灵活设置了股票资产的配置区间，对旧有的资产配置型FOF进行了完善和丰富，较好的匹配了投资者的收益风险特征。

三、美国内部型 FOF 之普信模式

普信基金现存的FOF覆盖3个系列、28只产品，主要系列净资产规模达1474.9亿美元。从普信FOF类别和特征来看，其母基金运作方式以混合型基金为主，底层基金以主动管理型基金为主。从细分类别来看，普信FOF共有25只目标日期基金和3只资产配置型基金，其中目标日期基金规模较大，占全市场目标日期基金规模的比例为17.9%。

T. Rowe Price Retirement系列和T. Rowe Price target系列所投资的子基金属于同基金的不同份额，产品原理与先锋和富达旗下的目标日期基金一致，在此不加赘述。

T. Rowe Price Spectrum系列包含成长型、收入型和国际型三款FOF基金，其中成长型FOF配置90%以上的股票资产，费率为0.78%；收入型FOF配置约85%的债券资产，费率为0.67%，国际型FOF配置95%左右的国外股票资产，费率为0.94%。

图表 12：普信（T. Rowe Price）旗下产品概览

类型	产品	类型	数量	规模	平均费率	子基金个数
双重主动	T. Rowe Price Retirement 系列 (2005-2060)	目标日期	13	135.74	0.68%	16
	T. Rowe Price target 系列 (2005-2060)	目标日期	12	0.83	0.69%	16
	T. Rowe Price Spectrum 系列	资产配置	3	10.92	0.80%	13
合计			28	147.49	0.72%	

数据来源：T. Rowe Price、财通证券研究所

注：数据截止日为 2015 年 12 月，规模单位为十亿美元（billion）

四、美国内部型 FOF 运作经验及启示

■ 产品定位

从美国三家大型基金公司推出的FOF产品来看，针对养老金退休计划而设计的目标日期基金占据主导地位，同时结合投资者多元化的资产管理需求和风险偏好衍生出生活方式基金（主要指文中的资产配置型基金）。这为我国公募FOF产品定位提供了一定借鉴。

■ 分散投资

FOF的核心即是分散投资和资产配置。从先锋、富达、普信内部FOF的运作模式来看，若所投子基金是被动管理型基金，则子基金通常是资产分布在国内外全市场股票、国内外债券的宽基指数基金，子基金数量通常为4~6只；若所投子基金为主动管理型基金，则子基金资产类别以股票、债券、货币为主，同时会包含2%左右的其他类别工具，如另类投资基金、商品基金、市场中性策略基金等，子基金数量通常在10~20只。

总体而言，指数型子基金本身已经在全市场中实现了分散投资，因此只需在几个大类资产之间进行配置，多元化配置可操作行较强；而主动管理型子基金的种类和风格较为丰富，实现分散投资需要在各大类资产类别下进一步筛选出风格显著差异化的子基金，这就增加了FOF投资管理的难度。

■ 费率竞争

内部型FOF虽然避免了双重收费这一关键问题，但从行业竞争来看，各基金公司往往通过下调FOF费率以抢占市场份额，因此内部型FOF依然面临如何压缩费率的问题。从产品运作模式来看，双重主动型和主动+被动型两种运作模式的费率存在显著的差异，前者费率高于后者约0.5%，双重主动FOF的费用仍然对其收益率有明显的侵蚀。总之，主动+被动型FOF模式可能是基金公司抢占市场先机的必由之路。

信息披露**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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

主要研究领域

金融产品、固定收益、A股策略、宏观经济

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。