

## 策略专题

## 新 QE 将再次带来新兴市场资本流入，人民币资产吸引力凸显

民生 FOCUS

2020 年 5 月 11 日

## 报告摘要：

## ● 历史上发达国家量化宽松阶段往往带来新兴市场持续的资本流入

受益于 QE 带来的资金流入，金融危机后新兴市场股市普遍上涨。金融危机后美国、欧盟、日本在低利率的基础上普遍采取了量化宽松政策以重振经济，宏观流动性非常宽松，资金持续流入新兴市场，推动资产价格上涨。印尼、韩国、俄罗斯和泰国都出现了外资净流入和股指的双升，但当时中国资本项目尚未完全开放，A 股涨幅要落后于其它新兴市场。

## ● 本轮发达国家央行扩表速度与规模空前，有望再次带来新兴市场资本大幅流入

高息差和高资产弹性，新兴市场有望获得国际资本大幅流入。本轮危机发达国家政策刺激力度要大于金融危机时期，一般宽松政策退出要晚于经济底 30 个月，量化宽松政策的退出时滞要更长，这意味着宽松流动性环境会长时间存在。流动性宽松会使得新兴市场资产吸引力较大，新兴市场资产受益于相比发达市场更高的息差和弹性，会吸引资金持续流入，目前资金流出新兴市场状况已经开始大幅改善。

## ● 当前人民币资产在新兴市场中的投资价值凸显

人民币资产在增速和稳定性优于其他新兴市场。人民币资产相对优势体现在：中国债券收益率处于新兴市场国家中间水平，但波动性最小；权益资产方面，A 股估值也要低于主要新兴市场国家。

中国对外开放程度提高为外资流入提供便利。本次危机中中国金融市场的对外开放程度已经大幅提高，国际资本流入的制度性障碍被大幅扫清。中长期的视角来看，中国本轮政策刺激相对比较克制，这更有利于危机后经济可持续增长和人民币资产质量，进而吸引长期资金而非热钱的流入。

## ● 目前 A 股中哪些资产对外资更具吸引力

关注银行、家电、交运和非银。我们认为满足以下三个条件的个股有望受益于外资回流：①疫情期间持仓回落，当前有较充足的加仓空间；②疫情期间估值回落，且当前估值处于较低水平；③景气度有改善预期。满足疫情期间遭减持、PB 低于历史 70% 分位数的外资重仓股个股集中于银行、家电、交运和非银行业。以上行业还存在基本面改善预期。国内经济复苏叠加政策引导存款利率市场化改革，银行净息差收窄压力边际释缓。竣工增速回升支撑地产后周期消费。资本市场改革加速利好券商，疫情影响出清保险和交运复苏。

## ● 风险提示

海外疫情持续时间超预期，疫情后国际政治环境转向逆全球化。

## 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

## 分析师：喻雅彬

执业证号：S0100520010002

电话：(8610)85127730

邮箱：yuyabin@mszq.com

## 研究助理：袁萍

执业证号：S0100118060048

电话：(8610)85127730

邮箱：yuanping@mszq.com

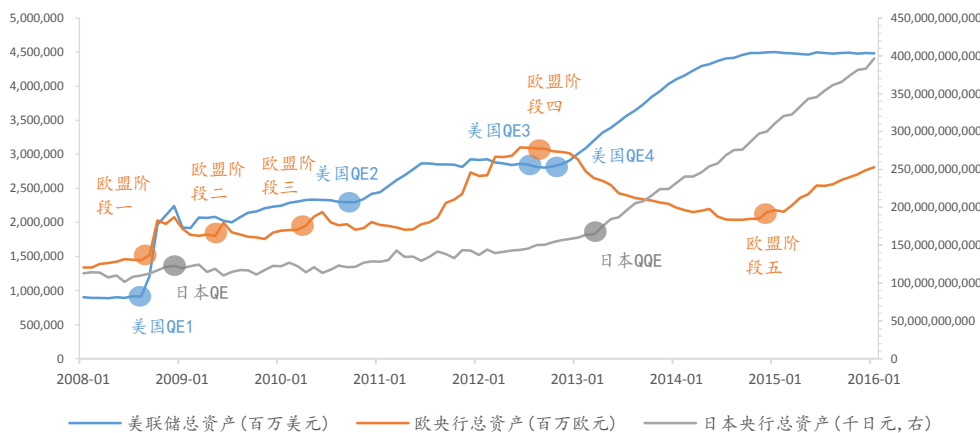
## 目录

一、历史上发达国家量化宽松阶段往往带来新兴市场持续的资本流入.....	3
二、本轮发达国家央行扩表速度与规模空前，有望再次带来新兴市场资本大幅流入.....	6
三、当前人民币资产在新兴市场中的投资价值凸显.....	9
四、目前 A 股中哪些资产对外资更具吸引力 .....	11
（一）疫情冲击下外资持仓行业配置变化 .....	11
（二）外资的持股偏好：高 ROE+高经营现金流，相较于成长能力更重视盈利稳定性 .....	13
（三）目前 A 股中哪些资产对外资更具吸引力 .....	14
风险因素：海外疫情持续时间超预期，疫情后国际政治环境转向逆全球化。 .....	19
插图目录 .....	20
表格目录 .....	20

## 一、历史上发达国家量化宽松阶段往往带来新兴市场持续的资本流入

金融危机后，美国、欧盟、日本在低利率的基础上普遍采取了量化宽松政策以重振经济。各国央行资产负债表大规模扩张，带动国际流动性环境宽松。美联储在 2008 年末至 2014 年底共实行了四轮量化宽松，扩表近 3.6 万亿美元。欧盟在 2008 年末至 2015 年末共实行了五个阶段的量化宽松（2015 年开启的第五轮 QE 直到 2016 年后才开始逐步退出），截至 2015 年扩表近 7400 亿欧元（如果截至 2018 年则为近 3 万亿欧元）。日本在 2008 年底至 2015 年底共实行了两阶段量化宽松政策，截至 2015 年扩表了近 262 万亿日元。

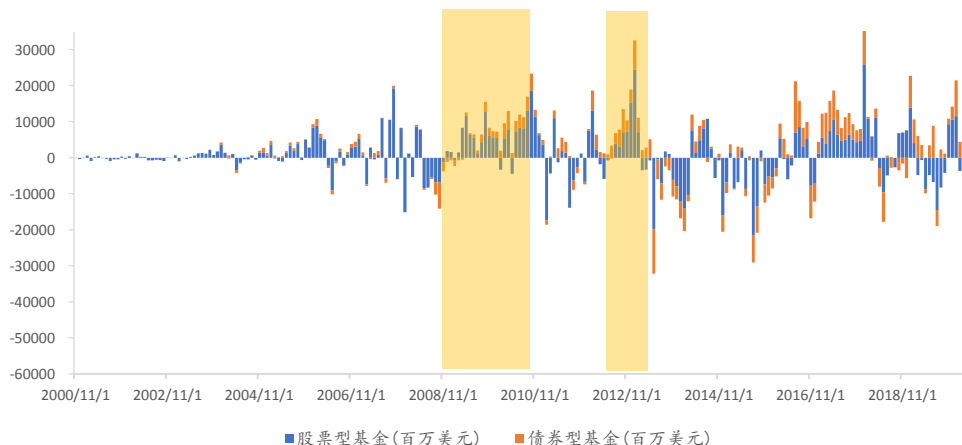
图 1：金融危机后美国、日本、欧盟央行资产负债表及 QE 政策时点



资料来源：WIND，民生证券研究院

历史上发达国家量化宽松往往带来新兴市场持续的资本流入。金融危机后共有两个重要的 QE 政策推出和资金大规模流入新兴市场的时点，第一个时点是 2008 年底美、日、欧同步开启第一轮量化宽松，至 2010 年 10 月，新兴市场（股票和债券市场）共计净流入 1718 亿美元资金。第二个时点是 2012 年 6 月至 2013 年 1 月，对应美国 QE3 和欧盟第三、四阶段 QE，新兴市场（股票和债券市场）共计净流入 931 亿美元资金。

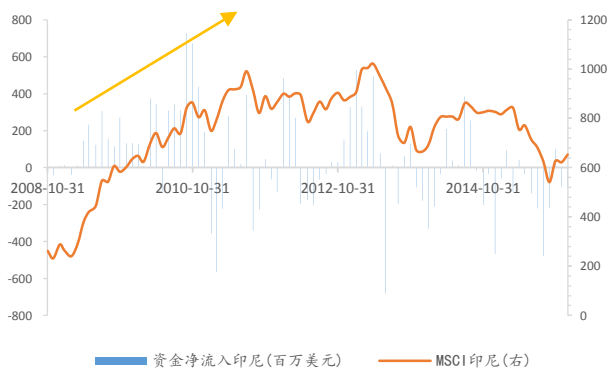
图 2：发达国家 QE 后，资金往往持续净流入新兴市场



资料来源：EPFR，WIND，民生证券研究院

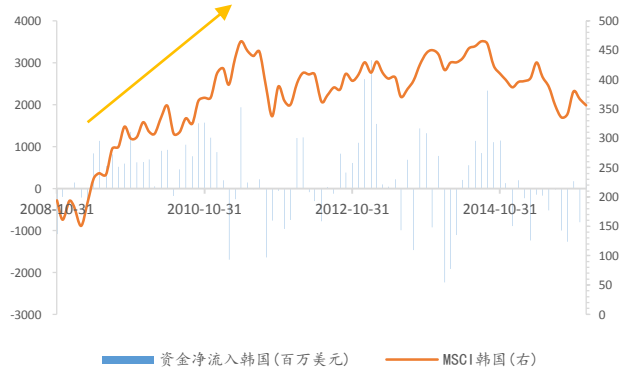
**资金流入推动新兴市场股市上涨。**印尼、韩国、俄罗斯和泰国是综合股市总市值和金融危机后股市涨幅排名前四的新兴市场国家，欧、美、日本实施量化宽松后，四个国家股市在外资持续净流入的背景下均大幅反弹，随着外资净流入逐渐趋弱，股市行情也出现了分化。

图 3：金融危机后印尼股市走势与资金净流入正相关



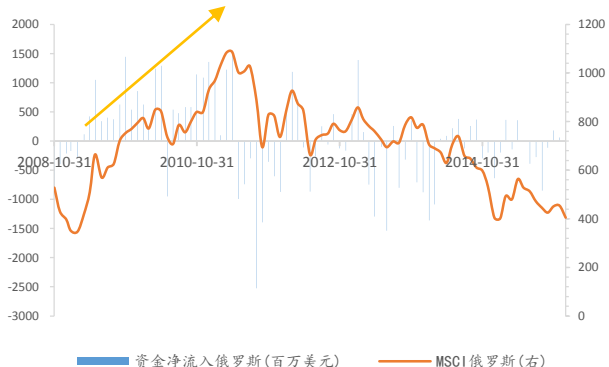
资料来源：EPFR, WIND, 民生证券研究院

图 4：金融危机后韩国股市走势与资金净流入正相关



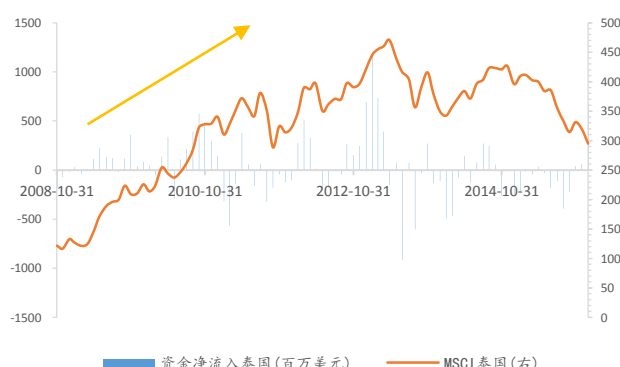
资料来源：EPFR, WIND, 民生证券研究院

图 5：金融危机后俄罗斯股市走势与资金净流入正相关



资料来源：EPFR, WIND, 民生证券研究院

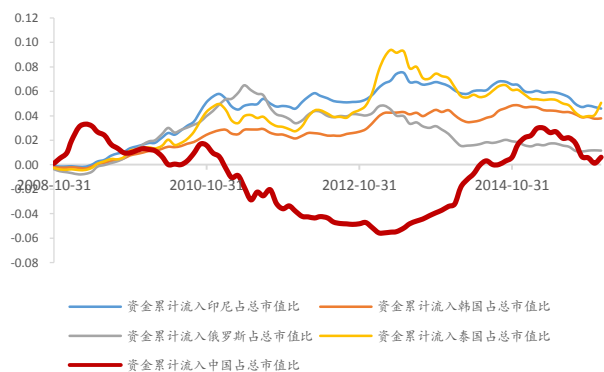
图 6：金融危机后泰国股市走势与资金净流入正相关



资料来源：EPFR, WIND, 民生证券研究院

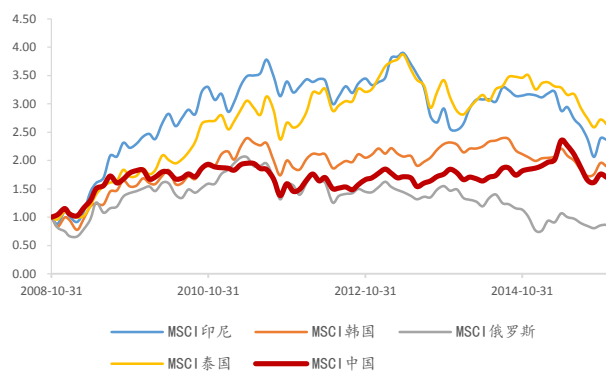
**国内资本项目尚未完全开放，A 股涨幅落后于其它新兴市场。**A 股在 2008 年中国作为主要的新兴市场国家，2008 年金融危机后不论是 A 股涨幅和外资流入规模落后于其它新兴市场国家，主要原因在于当时中国金融市场国际化程度不高，资本项目尚未完全开放。从金融危机后外资累计流入占总市值的比值来看，受益于中国通过四万亿政策刺激，经济率先走出危机，一开始流入中国的外资规模要远高于其他主要新兴市场国家，但之后却大幅趋弱，甚至在 2009 年至 2012 年底外资持续净流入新兴市场的背景下，外资是在撤离中国市场的。从股市涨幅来看，中国股市的涨幅远弱于印尼、泰国和韩国，只略比俄罗斯高一点。

图 7：金融危机后外资净流入中国的规模小于其它国家



资料来源：EPFR，WIND，民生证券研究院

图 6：金融危机后中国股市涨幅小于其它新兴市场国家

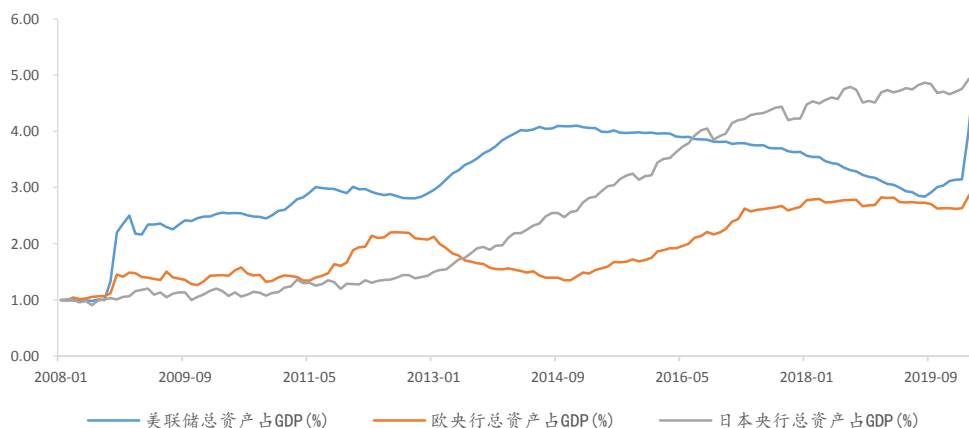


资料来源：EPFR，WIND，民生证券研究院

## 二、本轮发达国家央行扩表速度与规模空前，有望再次带来新兴市场资本大幅流入

**本轮发达国家央行扩表速度与规模空前。**以美联储扩表情况为例，金融危机期间美联储总资产在三个月内增加了 1.33 万亿美元，而本次危机期间两个月时间已经增加了 2.41 万亿美元。这还不包括美国额外的 2 万亿美元财政刺激计划，金融危机爆发一年后，美国政府才出台了 7000 亿美元的《2008 年经济紧急稳定法案》和 7870 亿美元的《2009 年美国复苏与再投资法案》。市场普遍预计今年年底美联储总资产可能飙升至 10 万亿美元。

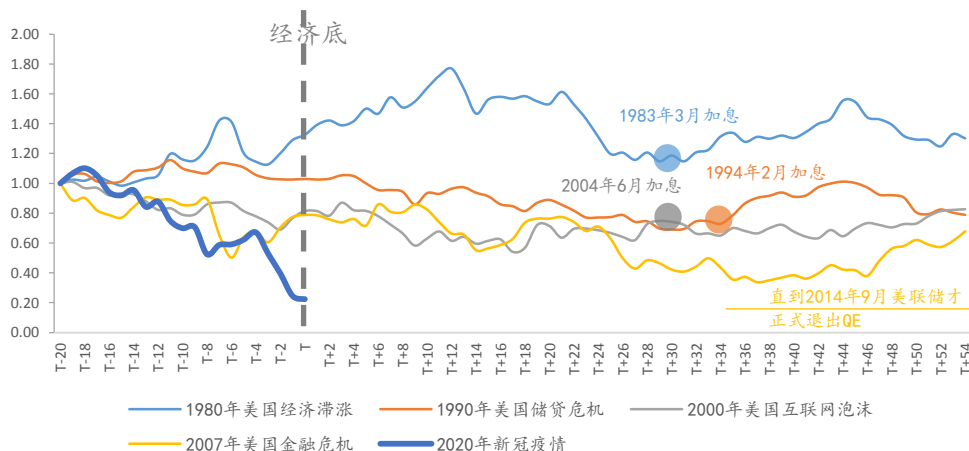
图 7：发达国家本轮扩表力度要超过金融危机时期（央行总资产占 GDP 比例，归一化）



资料来源：EPFR, WIND, 民生证券研究院

经济危机后宽松货币政策退出普遍要在经济底出现后 30 个月以上，量化宽松政策退出的滞滞则更长（长达 6 年）。1980 年“滞胀”危机、1990 年储贷危机和 2000 年互联网泡沫，美联储分别在经济底出现后第 30、34 和 30 个月才开始加息，2007 年金融危机开始使用量化宽松政策，直到 2014 年 9 月才最终退出。

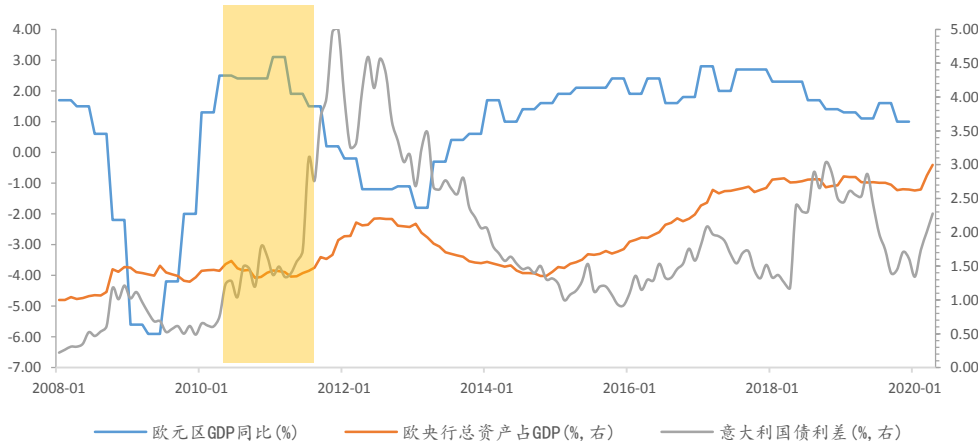
图 8：发达国家本轮扩表力度要超过金融危机时期（央行总资产占 GDP 比例，归一化）



资料来源：WIND, 民生证券研究院

量化宽松政策短期不会退出，宽松的流动性环境会持续存在。在经济未能有效复苏的情况下，央行过早的退出宽松政策会导致经济增速再度回落和债务问题爆发。过早退出宽松政策的后果可以参考 2010 至 2011 年，2010 年始，经济状况仍未能摆脱困境，失业率还未明显回落，但全球大多数央行和政府都开始放缓经济刺激的步伐，比如美国退出了第一轮 QE，欧盟第二阶段 QE 结束，中国加息收紧货币政策。直到五个欧洲债务国主权信用危机爆发，欧央行才在 2011 年 11 月推出新的资产担保债券购买计划。

图 9：危机后央行过早结束资产购买会拖累经济复苏和债务问题解决



资料来源：EPFR, WIND, 民生证券研究院

从债权资产角度来看，新兴市场 and 发达市场之间的高息差，引导国际资金向新兴市场转移。我们用印尼、泰国、俄罗斯、韩国长端债到期收益率的均值作为新兴市场债券收益率的代表，用美国、欧盟和日本的长端债到期收益率的均值作为发达市场的债券收益率的代表，新兴市场相对发达市场的息差与资金净流入新兴市场的规模基本呈正向关系，比如 2008 年至 2012 年，2016 年至 2018 年，息差扩大的阶段往往资金会持续净流入。而发达市场负利率债券的规模不断攀升也使得相比以往更大规模的配置资金会向新兴市场转移。

图 10：新兴市场的利差是吸引资金流入的重要因素



资料来源：EPFR, WIND, 民生证券研究院

图 11：全球负利率债券规模不断攀升

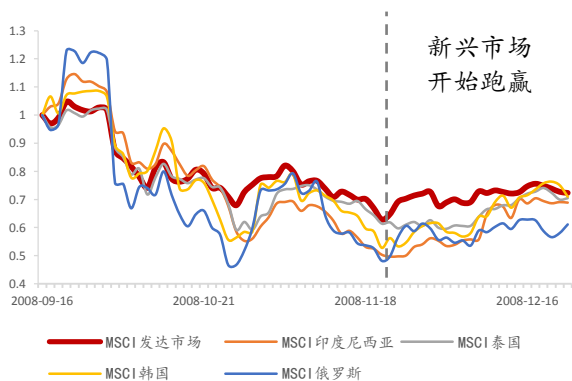


资料来源：WIND, 民生证券研究院



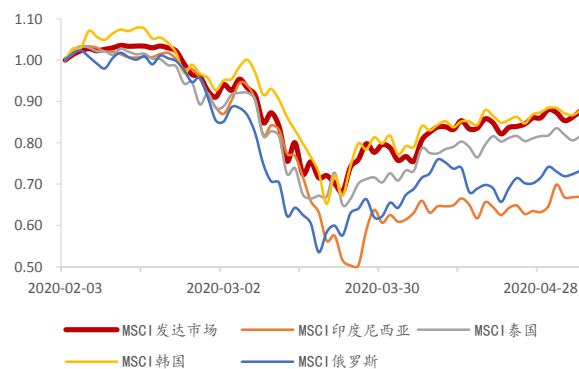
从股权资产角度来看，危机后新兴市场股市反弹幅度往往超过发达市场，潜在高收益吸引资金提前布局。目前新兴市场刚刚开始从底部启动。从金融危机后四个主要新兴市场国家：印尼、泰国、俄罗斯、韩国股市相对发达市场的走势来看，新兴市场股市往往在危机过后，受益于宽松流动性和经济复苏弹性，反弹幅度要大于发达市场。

图 12：新兴市场往往在危机后开始跑赢发达市场



资料来源：WIND，民生证券研究院

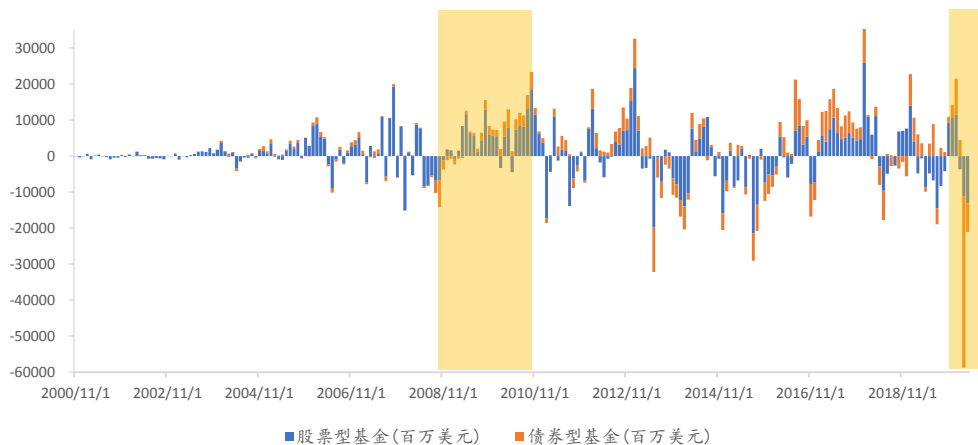
图 13：目前新兴市场反弹幅度仍弱于发达市场



资料来源：WIND，民生证券研究院

危机后资金流出新兴市场的状况已经明显好转，外资将开始趋势性流入。欧美主要发达国家开展QE政策后，新兴市场资金净流入在经历了2020年3月份创纪录的588.2亿美元流出后，4月份已经明显好转，净流出收窄为211亿美元。这一资金流动节奏类似于2008年，当年10月份新兴市场资金大幅净流出达141.6亿美元，但11月收窄为37.4亿美元，随后进入了外资持续流入的阶段。

图 14：当前资金净流出新兴市场情况已经明显好转，类似于2008年



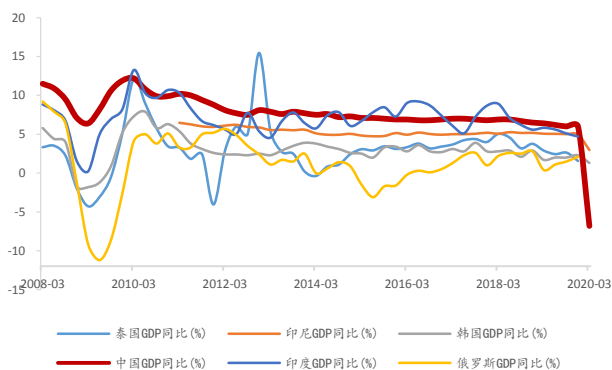
资料来源：EPFR，WIND，民生证券研究院



### 三、当前人民币资产在新兴市场中的投资价值凸显

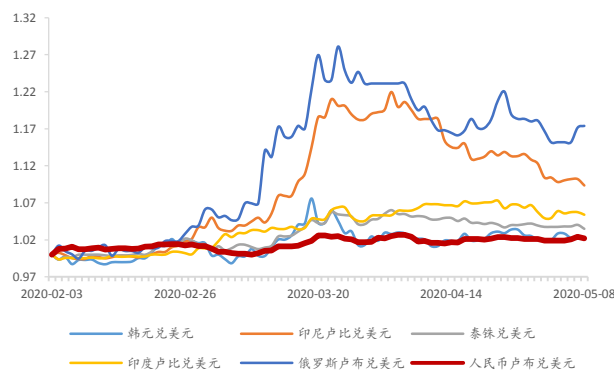
人民币资产的吸引力在于中国的经济增速和增长稳定性要远好于其它新兴市场。中国的经济增速不仅高于其它新兴市场国家，稳定性也更好，其中只有印度能够在经济增速方面接近中国，但印度的GDP增速波动性却远高于中国。对于外资来讲，汇率风险也是重要考量因素，危机后人民币汇率波动性也远小于其它新兴市场，差距最小的韩元在2020年3月份左右危机最严重的时候也比人民币多升值了近6个百分点。

图 15：中国经济增速和稳定性上远高于其他新兴市场国家



资料来源：WIND，民生证券研究院

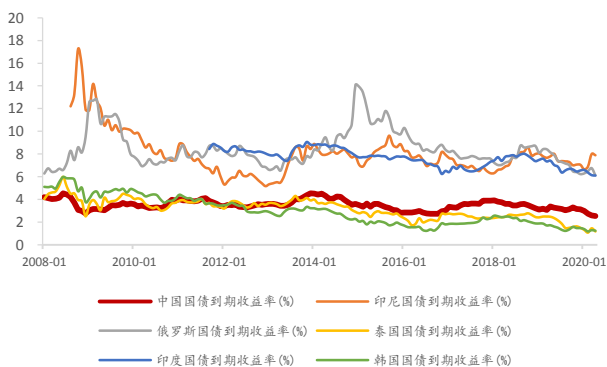
图 16：危机后人民币汇率稳定性远好于其他新兴市场国家



资料来源：WIND，民生证券研究院

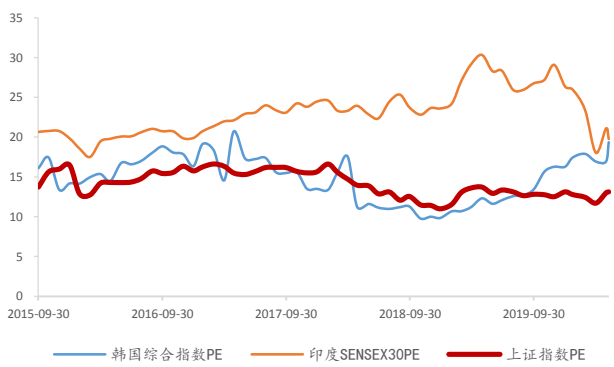
人民币资产相对优势还体现在，中国债券收益率处于新兴市场国家中间水平，但波动性最小，权益资产方面，A股估值也要低于主要新兴市场国家。比较新兴市场国家长端国债到期收益率，中国略高于泰国和韩国但低于印度、印尼和俄罗斯，从收益率波动性上来看，只有印度可以和中国相比，但印度债券市场规模要远小于中国，成熟度也不高。从权益资产估值水平来看，上证综指的PE水平截至2020年5月8日为13.12，远低于印度SENSEX指数的19.76和韩国综合指数的19.35。

图 17：中债收益率处于新兴市场中间水平，但波动性较小



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 18：A股估值水平目前低于主要新兴市场国家

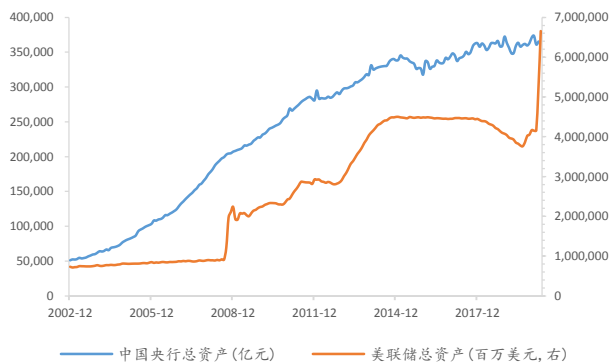


资料来源：WIND，民生证券研究院

和金融危机时期相比，当前中国金融的对外开放程度已经大幅提高。2019年9月10日，QFII额度从1500亿美元增加至3000亿美元，并进一步简化了QFII和RQFII的资金管理要求。2020年5月7日，中国人民银行、国家外汇管理局发布的《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》直接取消了境外机构投资者额度限制，推动金融市场进一步开放，这意味着外资有更多的渠道，更少的限制来投资人民币资产。

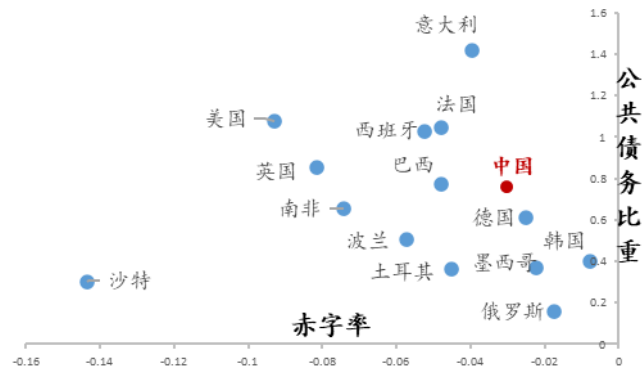
从中长期的视角来看，中国本轮政策刺激相对比较克制，这更有利于危机后经济可持续增长和人民币资产质量，进而吸引长期资金而非热钱的流入。货币政策角度看，目前中国央行资产负债表相比2019年末并未明显扩张，政策端主要着力点是降低融资成本，相比之下，美联储较2019年末已经扩表2.49万亿美元，远超金融危机时期1.33万亿美元规模。财政政策角度看，中国赤字水平远低于主要发达国家，甚至低于部分新兴市场国家，公共债务比重也仅处于中间位置。更温和的政策刺激意味着后续政策退出给经济带来的负面影响更小，实体经济资产负债表更加健康，这将在中长期利好经济增长和人民币资产的质量。

图 19：中国央行扩表规模远小于美联储，力度也弱于 09 年



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 20：中国财政刺激比较温和



资料来源：IMF，民生证券研究院

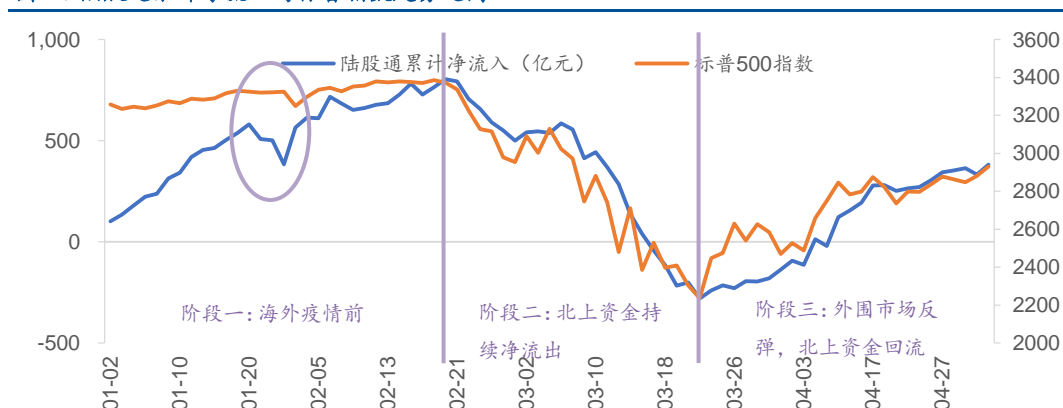
## 四、目前 A 股中哪些资产对外资更具吸引力

### （一）疫情冲击下外资持仓行业配置变化

**疫情冲击市场阶段，陆股通重仓行业中食品饮料、非银、交运和家电遭遇大幅减持。**2020 年一季度陆股通资金净流入额跟随标普 500 指数同步波动，呈现出三阶段变化。1 月 20 日国内疫情爆发短暂的导致了资金流出，北上资金持续性流出始于 2 月 20 日欧美疫情蔓延后美股大幅回调，终于 3 月 23 日美国大规模财政援助和美联储无限量 QE 驱动下的市场反弹。2017 年初至今陆股通持股市值前 5 大行业稳定为食品饮料、医药、家电、银行和非银，配置比例达 50%。海外疫情冲击市场大跌期间（2.20-3.24），除建筑外，所有行业陆股通持股市值均出现下跌，减持幅度最大的是受油价大跌拖累的石油石化行业。在陆股通持股市值 TOP10 行业中减持幅度最大的行业是食品饮料、非银、交运和家电。

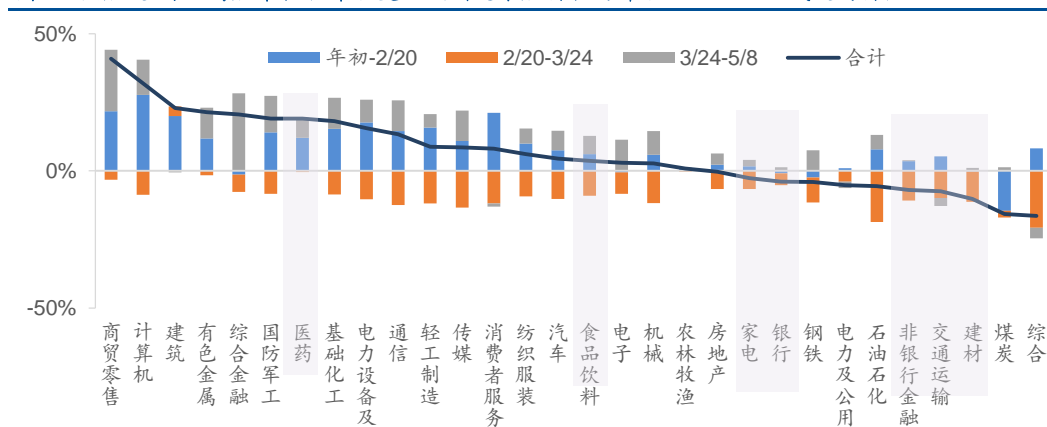
**3 月末至今市场反弹阶段，陆股通重仓行业中交运、非银、银行、建材、家电持股回升速率落后。**持股市值显著回升的行业是电子、传媒、通信、计算机，延续下跌的是交运、电力和公用事业和消费者服务业。从配置比例变化看，年初到海外疫情爆发前，陆股通大幅增配了医药、计算机和电新，北上资金净流出阶段医药减持幅度低导致配置比例被动上升，市场反弹阶段电子、食品饮料、计算机、医药、电新配置比例回升最快，家电、银行、非银、交运、建材行业由于大跌阶段遭减持和反弹阶段增速速率落后，整体配置比例较年初下滑。

图21：陆股通累计净流入与标普指数走势趋同



资料来源：Wind，民生证券研究院

图22：陆股通-行业持股市值较年初变化（固定个股价格为年初至 2020/5/8 成交均价）



资料来源：Wind，民生证券研究院 注：陆股通个股持股市值=年初至今成交均价\*陆股通持股数量

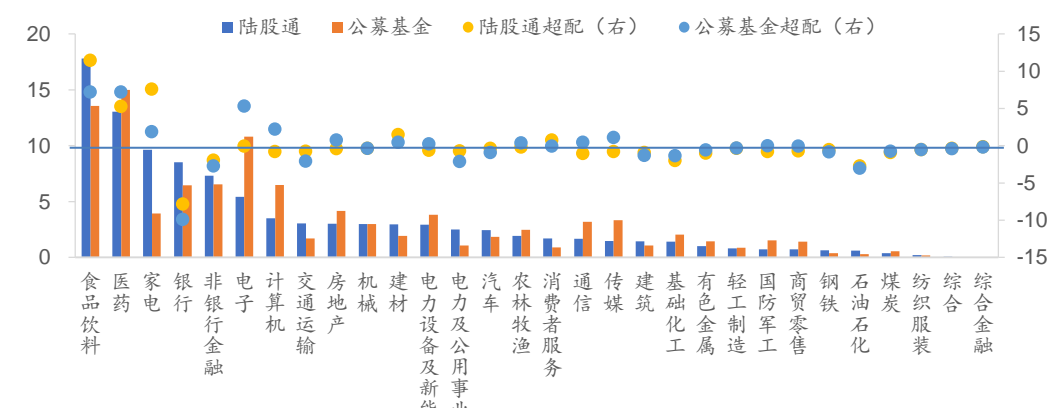
表1: 家电、银行、非银、交运、建材配置比例较年初下滑 (固定个股价格为年初至 2020/5/8 成交均价)

行业	持股市值 (亿元)				持股市值区间变化			配置比例 (%)				配置环比变化		
	2019/12/31	2020/2/20	2020/3/24	2020/5/8	年初-2/20	2/20-3/24	3/24-5/8	2019/12/31	2020/2/20	2020/3/24	2020/5/8	年初-2/20	2/20-3/24	3/24-5/8
石油石化	95.28	102.79	84.99	89.96	7.9%	-17.3%	5.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.01%	-0.08%	0.00%
基础化工	186.97	215.61	199.57	220.81	15.3%	-7.4%	10.6%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	0.11%	-0.01%	0.08%
有色金属	135.18	151.19	148.98	164.15	11.8%	-1.5%	10.2%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	0.05%	0.06%	0.05%
钢铁	103.59	101.04	91.61	99.40	-2.5%	-9.3%	8.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	-0.06%	-0.02%	0.02%
煤炭	63.37	54.18	52.58	53.41	-14.5%	-2.9%	1.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	-0.09%	0.02%	-0.01%
房地产	431.96	441.82	413.35	430.85	2.3%	-6.4%	4.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	-0.12%	0.02%	-0.03%
建筑	159.48	191.30	196.91	196.05	20.0%	2.9%	-0.4%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	0.15%	0.14%	0.08%
机械	435.85	461.54	410.50	447.89	5.9%	-11.1%	9.1%	3.2%	3.1%	3.0%	3.1%	-0.01%	-0.14%	0.11%
建材	445.66	444.60	395.51	400.15	-0.2%	-11.0%	1.2%	3.2%	3.0%	2.9%	2.8%	-0.20%	-0.13%	-0.11%
银行	1247.95	1236.99	1183.50	1199.47	-0.9%	-4.3%	1.3%	9.0%	8.4%	8.6%	8.3%	-0.61%	0.23%	-0.31%
非银行金融	1134.69	1175.36	1052.22	1055.60	3.6%	-10.5%	0.3%	8.2%	8.0%	7.7%	7.3%	-0.21%	-0.31%	-0.35%
综合金融	4.14	4.08	3.82	4.99	-1.3%	-6.4%	30.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.01%
电子	884.71	879.54	810.23	910.78	-0.6%	-7.9%	12.4%	6.4%	6.0%	5.9%	6.3%	-0.42%	-0.06%	0.41%
通信	223.54	256.00	228.21	253.29	14.5%	-10.9%	11.0%	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	0.12%	-0.07%	0.09%
计算机	404.90	517.06	481.99	534.22	27.7%	-6.8%	10.8%	2.9%	3.5%	3.5%	3.7%	0.59%	0.01%	0.19%
传媒	210.38	233.36	205.14	228.38	10.9%	-12.1%	11.3%	1.5%	1.6%	1.5%	1.6%	0.07%	-0.09%	0.09%
国防军工	99.07	113.01	104.78	117.98	14.1%	-7.3%	12.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.05%	0.00%	0.05%
电新	391.40	460.54	419.99	452.44	17.7%	-8.8%	7.7%	2.8%	3.1%	3.1%	3.1%	0.30%	-0.06%	0.08%
农林牧渔	225.14	227.28	226.65	227.11	1.0%	-0.3%	0.2%	1.6%	1.5%	1.7%	1.6%	0.08%	0.11%	-0.08%
食品饮料	2381.56	2528.24	2312.22	2470.22	6.2%	-0.5%	6.8%	17.2%	17.2%	16.9%	17.2%	-0.03%	-0.30%	0.28%
商贸零售	73.57	89.62	87.22	103.69	21.8%	-2.7%	18.9%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.08%	0.03%	0.08%
消费者服务	235.95	286.00	257.88	255.11	21.2%	-9.8%	-1.1%	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%	0.24%	-0.06%	0.11%
纺织服装	23.76	26.14	23.91	25.20	10.0%	-8.5%	5.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.01%	0.00%	0.00%
医药	1497.14	1678.50	1673.00	1782.06	12.1%	-0.3%	6.5%	10.8%	11.4%	12.2%	12.4%	0.59%	0.81%	0.16%
汽车	357.99	384.89	348.45	373.84	7.5%	-9.5%	7.3%	2.6%	2.6%	2.5%	2.6%	0.03%	-0.07%	0.05%
家电	1460.23	1484.93	1388.15	1421.81	1.7%	-6.5%	2.4%	10.6%	10.1%	10.1%	9.9%	-0.46%	0.04%	-0.26%
轻工制造	107.51	124.56	111.79	117.01	15.9%	-10.3%	4.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.07%	-0.03%	0.00%
电力及公用事业	340.44	343.94	330.56	322.53	1.0%	-3.9%	-2.4%	2.5%	2.3%	2.4%	2.2%	0.12%	0.08%	-0.17%
交通运输	457.52	481.94	436.93	423.37	5.3%	-9.3%	-3.1%	3.3%	3.3%	3.2%	2.9%	-0.03%	-0.09%	-0.25%
综合	13.36	14.47	11.70	11.18	8.2%	-19.2%	-4.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.00%	-0.01%	-0.01%
合计	13832.30	14710.52	13692.34	14392.94				1.00	100%	100%	100%			

资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 陆股通个股持股市值=年初至今成交均价\*陆股通持股数量

**陆股通与公募持仓差异: 陆股通更多超配家电、食品、银行、电力和交运。**陆股通重仓前五大行业为食品饮料、医药、家电、银行、非银、电子, 公募基金重仓前五大行业为医药、食品饮料、电子、计算机、银行。两者重仓行业类别差异不大, 但公募在电子、计算机、医药、传媒、通信板块配置比例更高, 陆股通则更多超配家电、食品、银行、电力和交运。

图23: 陆股通 VS 公募基金配置比例, 陆股通较公募超配家电、食品、银行、电力和交运 (%)

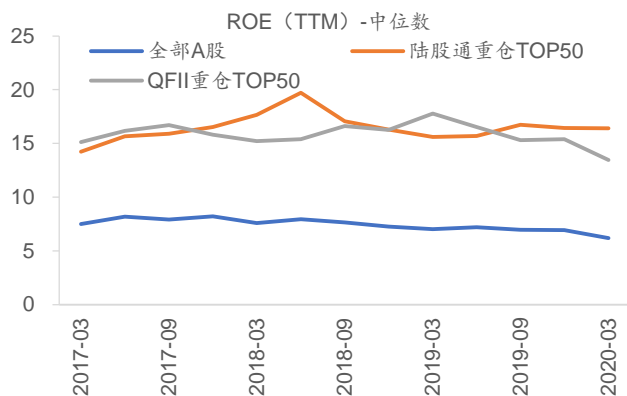


资料来源: Wind, 民生证券研究院

## (二) 外资的持股偏好：高 ROE+高经营现金流，相较于成长能力更重视盈利稳定性

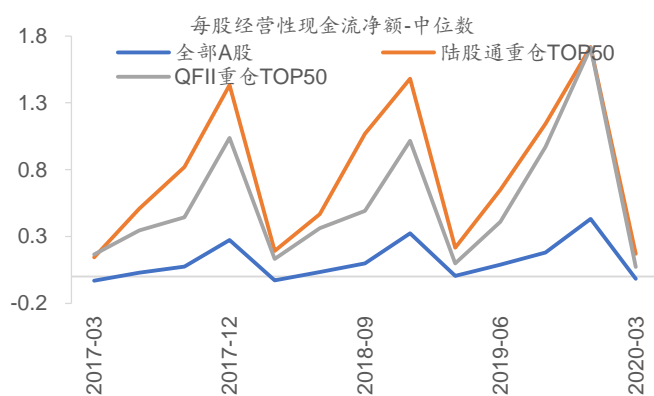
**外资的持股偏好：高 ROE+高收入现金比，相较于成长能力更重视盈利稳定性。**我们统计了 QFII 和陆股通重仓的前 50 大个股，发现外资更偏好高 ROE 和高盈利质量的个股，盈利质量高体现在两个层面，盈利能力稳定和收入现金比率高。陆股通和 QFII 重仓个股 ROE(TTM) 和每股经营性现金流净额的中位数显著高于全部 A 股，扣非净利润增速同比在绝对值上与 A 股整体差距并不明显，但标准差明显低于全部 A 股，表明相较于成长能力外资更重视盈利稳定性。外资重仓个股杠杆率低于 A 股整体水平，高 ROE 来源于高净利率和高周转率，叠加持仓个股经营现金流比率高，以上特征显示外资偏好个股在产业中具备“强议价能力+成本优势”，多为成熟行业的龙头企业。

图24：外资重仓个股 ROE 显著高于市场整体 (%)



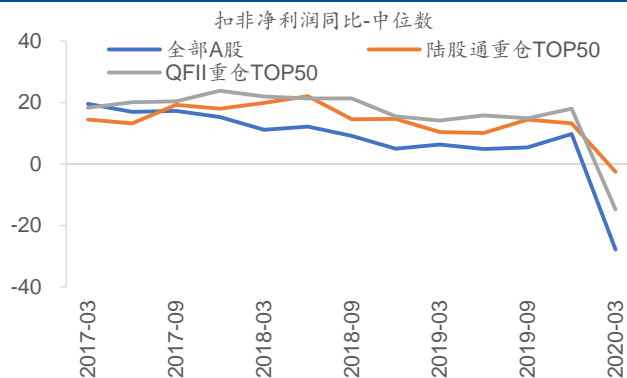
资料来源：Wind，民生证券研究院

图25：外资重仓个股经营现金流净额高于市场整体 (%)



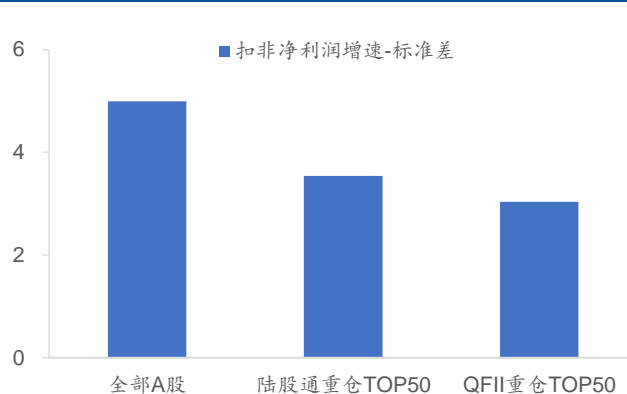
资料来源：Wind，民生证券研究院

图26：外资重仓个股扣非净利润增速与全 A 差距不大 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图27：相较于成长能力，外资更重视盈利稳定性 (%)



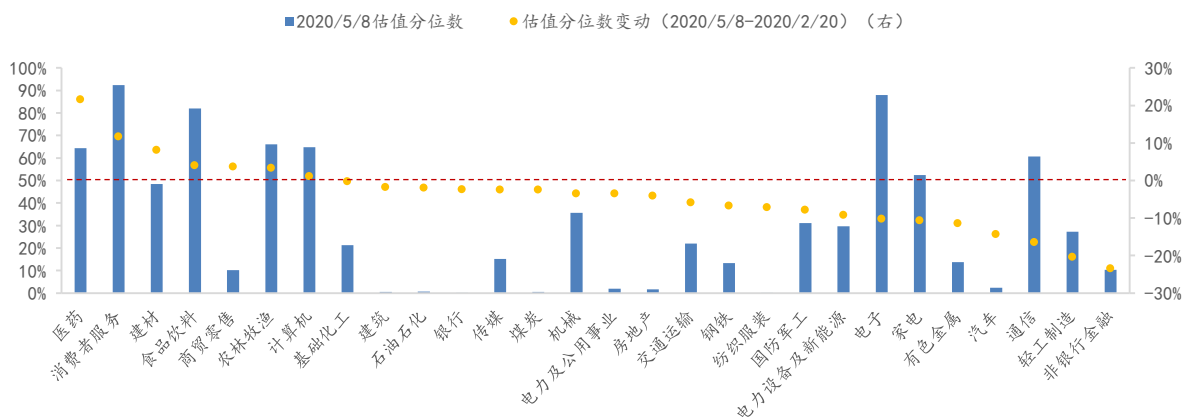
资料来源：Wind，民生证券研究院



### （三）目前 A 股中哪些资产对外资更具吸引力

海外疫情期间外资减持、估值处于历史低位的个股集中于银行、汽车、家电、交运和非银行业，若未来外资以更大规模流入 A 股，此类个股可能优先获得增配。我们认为满足以下三个条件的个股对外资吸引力更高：①外资传统重仓行业，在疫情期间遭遇减仓，当前有较充足的加仓空间；②疫情期间估值回落，且当前估值处于较低水平；③行业景气度有改善预期。我们对陆股通+QFII 一季度末持股市值 TOP100 个股进行了筛选，满足 2 月 20 日以来陆股通持股数量降幅超过 2%、当前 PB 分位数低于 2010 年以来历史 70% 分位数的个股有 31 只，以上个股集中分布于银行、汽车、家电、交运和非银行业。若未来外资更大规模流入 A 股，此类个股可能优先获得增配。

图28：疫情期间行业 PB 估值变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：部分行业近期 PE(TTM) 因一季报业绩下滑较大而被动抬升，因此我们采用 PB(LF) 来刻画疫情期间行业估值变动情况

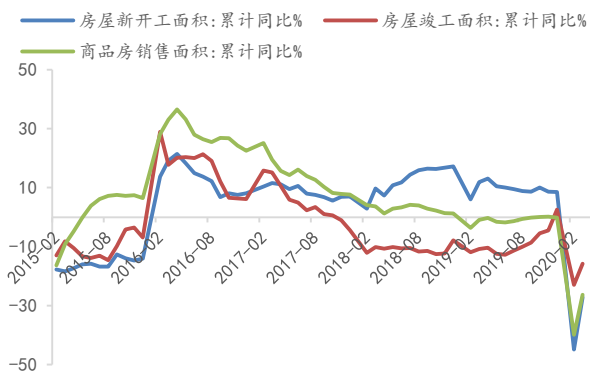
#### 1、家电：地产竣工增速回升，支撑家电消费复苏

**地产竣工增速改善，有望推动地产后周期消费板块景气上行。**2016 年以来地产销售收缩叠加信贷收紧，导致房企资金面偏紧，竣工速度延缓，地产新开工与竣工增速持续背离，这一背离带来的竣工高峰推动 2019 年四季度竣工增速开始回暖。尽管疫情导致 2020 年一季度地产销售、新开工、竣工面积同比均大幅下滑，但随着各地逐渐复工，交房压力下地产竣工的反弹或将更加显著，有望推动地产后周期消费板块景气持续上行。

**疫情过后，此前受抑制的家电消费大幅反弹。**疫情期间居民消费大幅下滑，一季度格力、美的等家电龙头企业业绩显著回落。但家电需求只是推后并非完全消失，随着多地通过发放消费券等方式刺激消费复苏，此前累计的家电消费需求有望于 Q2 集中释放。我们观察到，五一期间家电销量已经出现了强劲反弹。根据京东数据，5 月 1 日当天京东家电成交额达到去年同日的两倍；5 月 5 日“超级 5”当天京东家电成交额高达去年同日的 3 倍、4 月日均销售额的 2.5 倍。考虑到二季度还将有“618”等电商年中大促，家电销量有望大幅反弹。

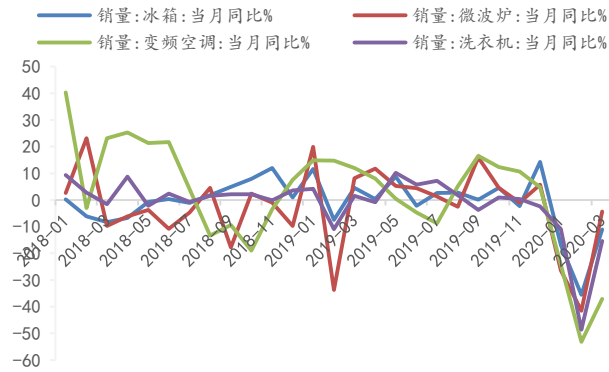
**外资有望向家电板块回流。**相比 2 月 20 日，当前家电行业 PB 估值出现明显回落，配置性价比显现。家电是外资持股的重点行业之一，当前外资持股市值仍未回到疫情前的水平。随着地产竣工回暖及消费复苏，外资增配家电行业的动力强劲。

图29: 地产竣工增速改善



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图30: 家电3月销量同比增速回暖



资料来源: Wind, 民生证券研究院

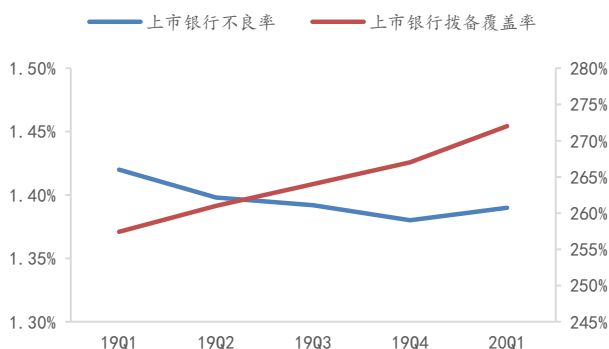
## 2、银行：基本面稳健，息差收窄压力有望出现缓和

**疫情期间银行资产质量保持稳定。**疫情期间企业现金流紧张，部分投资者担忧银行资产质量下降从而大幅减持。但从一季报数据来看，上市银行不良率环比仅小幅上行1bp，拨备覆盖率环比增加5个百分点，一方面是因为银行不良资产风险暴露有一定滞后性，另一方面银行加大拨备覆盖力度。整体来看当前银行资产质量基本稳健，略好于此前市场预期。

**随着经济复苏，息差收窄压力有望出现缓和。**资产端收益率下行拖累20Q1上市行息差环比收窄5bp，在当前政策着力改善中小企业融资难题、LPR利率持续下行的背景下，全年息差仍存在收窄压力。但我们也注意到，资产端及负债端的改善有望使银行息差下行压力出现缓和。从资产端看，尽管生息资产收益率有所下滑，但随着经济复苏银行对公贷款有望发力，资产端或将实现“以量补价”；从负债端看，央行多次表态将引导市场整体利率下行，近期货币市场基金、结构性存款等一些市场化的类存款产品利率已出现明显降低，随着准备金释放、存款基准利率下调等政策效果逐步显现，负债端压力有望缓解。

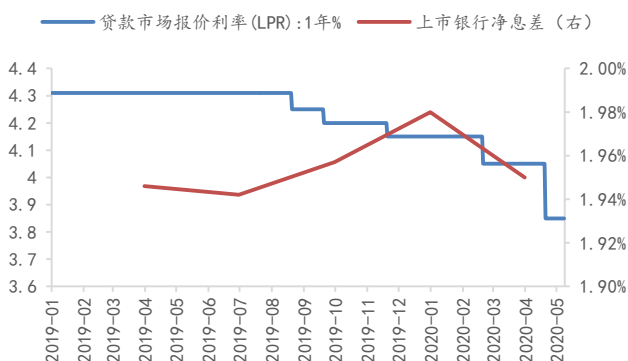
**银行有望获外资增配。**当前银行估值及外资持仓均处于历史低位，随着经济回暖，银行的悲观预期有望得到改善，后续或成外资主要回流方向之一。

图31: 20Q1 上市银行资产质量保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图32: 20Q1 上市银行息差收窄



资料来源: Wind, 民生证券研究院

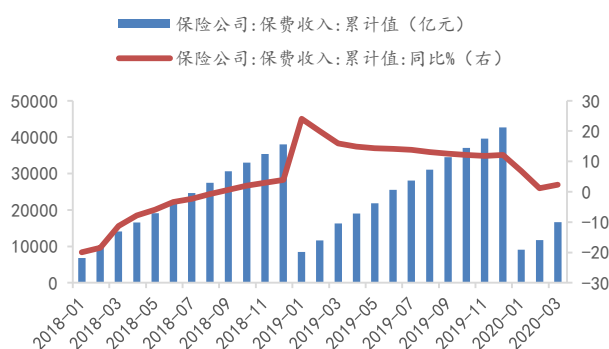


### 3、非银：改革加速券商持续受益，疫情影响出清后保险业务或将回暖

**证券行业有望受益于资本市场改革。**4月27日中央全面深化改革委员会十三次会议审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，创业板改革落地。本次改革涉及板块定位、上市要求、再融资规则、投资者门槛、交易规则、减持退市等多项制度，创业板的直接融资作用有望得到更为充分的发挥，市场交易活跃度有望提升。按照征求意见稿中的注册制发行制度来看，首批创业板注册制企业最早有望在8月正式上市。创业板改革的推进将推动证券行业景气度进一步上行。

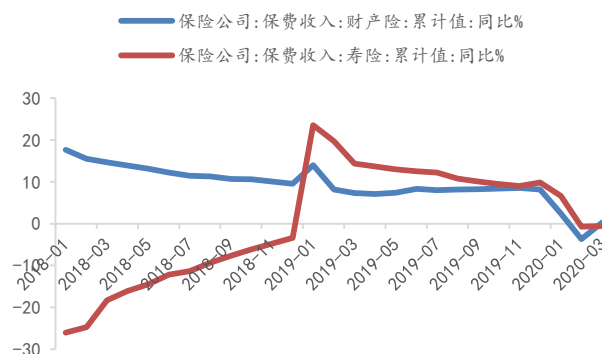
**疫情影响出清后保险业务或将回暖。**一季度保险行业业绩受疫情冲击较大，但3月开始保费收入同比增速已经出现明显改善，产险、寿险业务均有回暖。预计随着疫情的负面影响出清、保险代理人复工率提升，叠加当前保险企业均在加速转型升级、保障型产品受到大众青睐，保险业务将迎来边际改善。

图33：3月保险公司保费收入累计增速出现改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

图34：3月财产险收入同比增速恢复至正增长区间

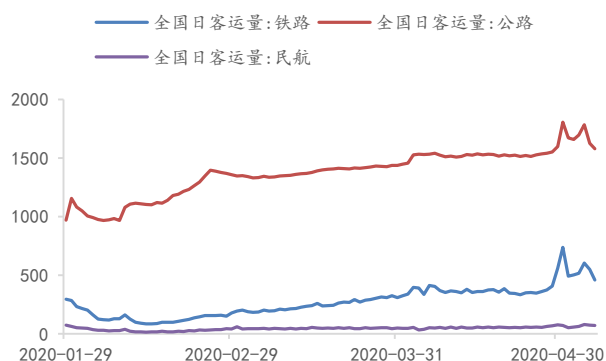


资料来源：Wind，民生证券研究院

### 4、交运：经济复苏拉动交运行业走出低谷

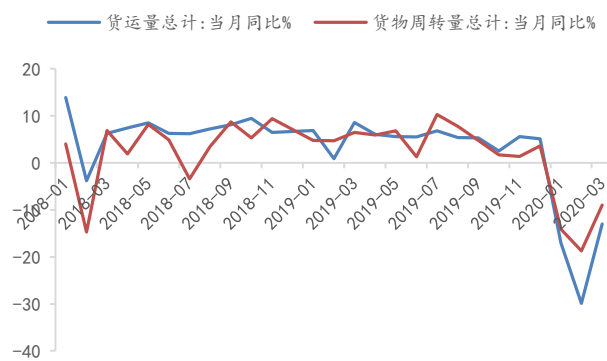
**经济活动回暖，交运行业有望走出低谷。**当前国内疫情防控已见成效，居民消费与企业经济活动逐步回暖。客运方面，根据交通部数据，五一假期期间，全国铁路、道路、水路、民航累计发送旅客总量1.21亿人次，日均2429.83万人次，虽然同比减少53%依然处于负增长区间，但较节前五日的日均客运量增长了17.9%，环比出现明显改善。货运方面，3月全国货运量同比增速走出低谷，其中民航3月全货机货运量共完成25.3万吨，逆势增长28.4%，随着经济逐步复苏，航空业有望迎来持续改善。当前交运行业估值与外资持仓均处于低位，叠加航空业景气修复，交运板块有望成为外资增配的主要行业之一。

图35: 五一期间全国客运量明显回升 (单位: 万人次)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图36: 3月全国货运量同比增速回升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表2: 陆股通+QFII 重仓 TOP100 个股——疫情前后陆股通持股量变化 (标蓝为满足海外疫情至今减持超 2%, PB 分位数≤70%个股)

证券简称	行业	陆股通持股数量变化 (较 2/20, %)			个股涨跌幅 (较 2/20, %)			当前估值 (0508)	
		2/20~3/24	3/24~5/8	2/20~5/8	2/20~3/24	3/24~5/8	2/20~5/8	PB(MRQ)	PB 历史分位数
贵州茅台	食品饮料	-7.95	5.86	-2.10	-3.69	23.59	19.89	11.08	93.20
美的集团	家电	-3.46	5.63	2.18	-10.37	15.58	5.21	3.72	64.30
恒瑞医药	医药	-8.41	2.16	-6.25	-4.48	12.70	8.22	16.43	93.20
中国平安	非银行金融	-14.23	-3.69	-17.92	-15.61	6.52	-9.08	1.93	33.20
格力电器	家电	-7.49	2.96	-4.52	-17.07	9.49	-7.59	3.04	41.90
五粮液	食品饮料	-9.90	8.33	-1.57	-13.45	26.87	13.41	6.76	83.50
宁波银行	银行	-7.27	6.46	-0.81	-11.27	11.16	-0.11	1.62	59.90
招商银行	银行	-9.47	2.96	-6.51	-11.31	9.74	-1.58	1.45	51.80
海螺水泥	建材	-10.19	-5.19	-15.38	4.65	11.87	16.53	2.27	84.90
长江电力	电力及公用事业	-4.58	-2.42	-7.00	-3.48	1.03	-2.45	2.48	61.30
平安银行	银行	0.37	2.28	2.65	-17.26	8.79	-8.46	0.96	35.20
伊利股份	食品饮料	-11.39	-4.34	-15.72	-7.08	3.57	-3.51	6.65	70.40
中国国旅	消费者服务	-7.67	-3.15	-10.82	-12.05	23.30	11.25	9.12	95.10
海天味业	食品饮料	-8.09	31.47	23.38	0.17	26.54	26.72	19.36	93.10
上海机场	交通运输	-13.23	-3.89	-17.13	-13.75	9.48	-4.27	4.14	87.00
爱尔眼科	医药	-0.34	0.99	0.65	-10.24	22.98	12.74	21.70	99.80
海康威视	电子	-5.11	15.34	10.23	-27.06	10.48	-16.58	6.41	10.70
海尔智家	家电	-9.38	-14.43	-23.80	-19.71	4.01	-15.71	2.09	1.30
三一重工	机械	-5.34	12.54	7.20	-0.12	21.92	21.80	3.70	74.40
迈瑞医疗	医药	11.20	7.94	19.13	3.58	9.80	13.38	16.26	75.30
万科 A	房地产	-5.48	1.38	-4.10	-16.02	4.59	-11.43	1.57	13.10
北京银行	银行	-0.27	5.28	5.00	-9.49	3.98	-5.50	0.53	0.10
药明康德	医药	20.58	28.89	49.47	-17.18	10.60	-6.58	9.64	75.70
方正证券	非银行金融	-0.83	0.18	-0.65	-10.79	1.63	-9.16	1.54	20.00
洋河股份	食品饮料	-21.16	-7.64	-28.80	-18.72	16.63	-2.09	3.76	15.00
兴业银行	银行	5.19	-1.07	4.13	-13.75	5.25	-8.50	0.67	0.10
泰格医药	医药	-2.47	14.49	12.02	-15.04	12.53	-2.51	12.90	77.00
云南白药	医药	-2.71	-1.25	-3.95	-5.02	16.53	11.51	2.98	5.60
南京银行	银行	-19.51	-9.77	-29.28	-9.81	7.42	-2.39	0.96	20.50
立讯精密	电子	-5.63	10.95	5.32	-23.16	25.69	2.54	11.73	96.70
宁德时代	电力设备及新能源	-5.42	10.59	5.18	-27.17	21.22	-5.95	8.21	93.80

证券简称	行业	陆股通股数变化 ( 较 2/20 , % )			个股涨跌幅 ( 较 2/20 , % )			当前估值 ( 0508 )	
		2/20~3/24	3/24~5/8	2/20~5/8	2/20~3/24	3/24~5/8	2/20~5/8	PB(MRQ)	PB 历史分位数
上汽集团	汽车	-8.01	2.80	-5.22	-16.48	5.67	-10.81	0.95	1.30
牧原股份	农林牧渔	9.19	1.50	10.68	6.47	7.91	14.38	10.83	72.10
中国建筑	建筑	3.26	-3.75	-0.49	-3.90	0.37	-3.53	0.83	8.10
广联达	计算机	-5.57	1.08	-4.49	-3.09	27.58	24.49	17.39	97.20
上海银行	银行	-2.17	-7.96	-10.13	-5.43	-2.60	-8.03	0.71	0.50
乐普医疗	医药	24.45	0.05	24.51	8.45	8.60	17.06	9.03	78.50
保利地产	房地产	-1.18	18.87	17.69	-6.20	8.85	2.65	1.31	18.10
温氏股份	农林牧渔	1.18	-1.35	-0.17	-10.17	-4.25	-14.42	3.41	4.70
工商银行	银行	-4.14	1.45	-2.69	-6.57	-0.36	-6.93	0.71	0.10
国电南瑞	电力设备及新能源	-10.08	-0.62	-10.70	7.65	-4.24	3.41	3.02	2.70
大秦铁路	交通运输	1.13	-5.61	-4.48	-7.33	1.63	-5.70	0.89	0.10
东方雨虹	建材	-7.80	26.95	19.14	14.78	17.61	32.39	5.38	63.80
汇顶科技	电子	1.03	0.90	1.92	-26.19	-4.91	-31.10	16.41	70.40
万华化学	基础化工	4.45	-1.12	3.32	-23.44	14.90	-8.54	3.36	17.40
分众传媒	传媒	-17.92	3.65	-14.27	-23.56	13.49	-10.07	5.29	48.30
中信证券	非银行金融	-6.03	6.20	0.16	-7.04	6.29	-0.75	1.74	63.60
宝钢股份	钢铁	-15.91	6.79	-9.12	-12.50	3.54	-8.96	0.61	6.90
华泰证券	非银行金融	-8.01	19.71	11.70	-11.21	5.45	-5.76	1.33	11.70
中炬高新	食品饮料	5.62	6.32	11.94	14.35	21.97	36.32	9.78	99.60
华测检测	机械	-14.38	10.77	-3.60	-16.63	19.20	2.58	9.09	96.10
启明星辰	计算机	0.65	10.45	11.10	-15.45	10.07	-5.38	7.53	61.30
民生银行	银行	-7.81	10.67	2.85	-4.41	3.57	-0.85	0.55	0.10
潍柴动力	汽车	-8.93	32.26	23.33	-13.40	13.75	0.35	2.40	77.30
恒立液压	机械	-5.81	1.77	-4.04	6.82	28.24	35.06	10.98	97.00
益丰药房	医药	0.24	0.94	1.18	1.04	15.05	16.09	7.79	79.40
农业银行	银行	4.11	-0.07	4.04	-3.74	2.01	-1.72	0.66	0.10
苏泊尔	家电	3.99	-6.01	-2.02	-5.57	1.18	-4.40	7.90	85.60
安琪酵母	食品饮料	3.72	-9.65	-5.93	12.65	25.86	38.51	6.19	76.40
汇川技术	电力设备及新能源	-19.11	11.63	-7.48	-22.26	34.45	12.20	6.76	38.10
浦发银行	银行	-7.68	-1.46	-9.14	-9.45	3.42	-6.03	0.60	0.10
福耀玻璃	汽车	-14.87	-13.90	-28.77	-23.90	7.75	-16.15	2.37	24.90
老板电器	家电	-11.92	1.26	-10.66	-22.82	23.03	0.22	4.35	34.00
智飞生物	医药	6.40	-9.64	-3.24	5.04	29.49	34.53	20.79	95.30
中国联通	通信	0.53	6.39	6.92	-3.28	-1.28	-4.55	1.13	27.80
建设银行	银行	1.45	-3.25	-1.80	-5.07	-0.30	-5.37	0.72	0.10
隆基股份	电力设备及新能源	-4.17	29.36	25.19	-31.10	26.69	-4.41	3.99	62.40
生物股份	医药	1.11	20.78	21.88	-8.03	22.70	14.67	6.05	70.90
中国太保	非银行金融	-11.04	2.94	-8.10	-17.93	5.61	-12.32	1.45	2.90
恒生电子	计算机	-1.45	3.66	2.22	-9.53	16.72	7.20	18.72	88.20
交通银行	银行	0.63	-6.05	-5.42	-4.32	0.94	-3.38	0.54	0.10
用友网络	计算机	-15.65	11.01	-4.64	-7.60	16.32	8.72	17.02	97.40
双汇发展	食品饮料	11.62	18.39	30.01	2.20	17.10	19.30	7.92	72.50
华兰生物	医药	-10.78	44.85	34.07	10.39	15.08	25.47	10.22	88.70
永辉超市	商贸零售	4.62	21.77	26.39	1.53	7.42	8.94	4.41	57.60
长春高新	医药	-18.34	-15.61	-33.95	1.44	28.08	29.53	14.35	92.00
中联重科	机械	-13.64	1.81	-11.83	-10.55	19.21	8.66	1.36	65.30
三七互娱	传媒	11.74	35.43	47.17	-6.06	13.99	7.93	10.27	81.90

证券简称	行业	陆股通股数变化 ( 较 2/20 , % )			个股涨跌幅 ( 较 2/20 , % )			当前估值 ( 0508 )	
		2/20~3/24	3/24~5/8	2/20~5/8	2/20~3/24	3/24~5/8	2/20~5/8	PB(MRQ)	PB 历史分位数
招商蛇口	房地产	1.71	-4.76	-3.05	-8.50	1.06	-7.44	1.73	0.40
正泰电器	电力设备及新能源	2.55	5.07	7.62	-17.61	9.13	-8.48	2.27	8.70
韦尔股份	电子	-7.73	17.84	10.10	-28.70	37.19	8.49	19.91	90.30
生益科技	电子	-14.38	11.54	-2.83	1.55	17.91	19.46	8.01	96.70
新希望	农林牧渔	-6.24	2.67	-3.57	28.68	21.81	50.49	4.94	93.60
大华股份	电子	8.17	-0.03	8.14	-21.85	3.78	-18.07	3.26	4.00
宇通客车	汽车	-11.34	1.15	-10.19	-13.65	3.89	-9.76	1.79	3.60
中兴通讯	通信	-32.97	0.92	-32.04	-2.59	-0.14	-2.72	4.75	73.50
顺鑫农业	食品饮料	-9.06	-2.42	-11.48	5.46	-3.91	1.56	5.22	95.10
顺丰控股	交通运输	-7.30	7.75	0.45	-3.78	2.80	-0.98	4.73	70.00
中国铁建	建筑	39.67	-13.97	25.70	2.91	2.26	5.17	0.77	10.20
三花智控	家电	-11.31	3.15	-8.16	-26.08	28.45	2.37	6.41	94.50
索菲亚	轻工制造	-7.88	3.00	-4.88	-14.47	16.47	2.01	3.31	16.30
沃森生物	医药	54.83	14.67	69.50	0.75	44.46	45.21	13.55	95.60
中国银行	银行	-5.86	-1.58	-7.44	-3.33	-0.56	-3.89	0.60	0.10
南方航空	交通运输	-4.66	0.99	-3.67	-16.67	0.00	-16.67	1.15	22.60
京东方 A	电子	-49.32	7.76	-41.55	-20.36	-1.81	-22.18	1.53	67.80
光大银行	银行	-8.46	0.99	-7.47	-8.46	3.08	-5.38	0.59	0.40
沪电股份	电子	-6.94	2.33	-4.61	5.64	7.25	12.89	8.83	96.90
华域汽车	汽车	-9.69	5.59	-4.10	-28.14	9.12	-19.01	1.43	32.30
山西汾酒	食品饮料	-6.26	9.37	3.11	-4.23	27.57	23.34	10.88	77.70
片仔癀	医药	1.14	12.55	13.69	-4.27	20.31	16.03	12.38	87.80

资料来源：wind，民生证券研究院

**风险因素：海外疫情持续时间超预期，疫情后国际政治环境转向逆全球化。**

## 插图目录

图 1: 金融危机后美国、日本、欧盟央行资产负债表及 QE 政策时点	3
图 2: 发达国家 QE 后, 资金往往持续净流入新兴市场	3
图 3: 金融危机后印尼股市走势与资金净流入正相关	4
图 4: 金融危机后韩国股市走势与资金净流入正相关	4
图 5: 金融危机后俄罗斯股市走势与资金净流入正相关	4
图 6: 金融危机后泰国股市走势与资金净流入正相关	4
图 7: 金融危机后外资净流入中国的规模小于其它国家	5
图 6: 金融危机后中国股市涨幅小于其它新兴市场国家	5
图 7: 发达国家本轮扩表力度要超过金融危机时期(央行总资产占 GDP 比例, 归一化)	6
图 8: 发达国家本轮扩表力度要超过金融危机时期(央行总资产占 GDP 比例, 归一化)	6
图 9: 危机后央行过早结束资产购买会拖累经济复苏和债务问题解决	7
图 10: 新兴市场的利差是吸引资金流入的重要因素	7
图 11: 全球负利率债券规模不断攀升	7
图 12: 新兴市场往往在危机后开始跑赢发达市场	8
图 13: 目前新兴市场反弹幅度仍弱于发达市场	8
图 14: 当前资金净流出新兴市场情况已经明显好转, 类似于 2008 年	8
图 15: 中国经济增速和稳定性上远高于其他新兴市场国家	9
图 16: 危机后人民币汇率稳定性远好于其他新兴市场国家	9
图 17: 中债收益率处于新兴市场中间水平, 但波动性较小	9
图 18: A 股估值水平目前低于主要新兴市场国家	9
图 19: 中国央行扩表规模远小于美联储, 力度也弱于 09 年	10
图 20: 中国财政刺激比较温和	10
图 21: 陆股通累计净流入与标普指数走势趋同	11
图 22: 陆股通-行业持股市值较年初变化(固定个股价格为年初至 2020/5/8 成交均价)	11
图 23: 陆股通 VS 公募基金配置比例, 陆股通较公募超配家电、食品、银行、电力和交运(%)	12
图 24: 外资重仓个股 ROE 显著高于市场整体(%)	13
图 25: 外资重仓个股经营现金流净额高于市场整体(%)	13
图 26: 外资重仓个股扣非净利增速与全 A 差距不大(%)	13
图 27: 相较于成长能力, 外资更重视盈利稳定性(%)	13
图 28: 疫情期间行业 PB 估值变化	14
图 29: 地产竣工增速改善	15
图 30: 家电 3 月销量同比增速回暖	15
图 31: 20Q1 上市银行资产质量保持稳定	15
图 32: 20Q1 上市银行息差收窄	15
图 33: 3 月保险公司保费收入累计增速出现改善	16
图 34: 3 月财产险收入同比增速恢复至正增长区间	16
图 35: 五一期间全国客运量明显回升(单位: 万人次)	17
图 36: 3 月全国货运量同比增速回升	17

## 表格目录

表 1: 家电、银行、非银、交运、建材配置比例较年初下滑(固定个股价格为年初至 2020/5/8 成交均价)	12
表 2: 陆股通+QFII 重仓 TOP100 个股——疫情前后陆股通持股量变化(标蓝为满足海外疫情至今减持超 2%, PB 分位数 $\leq 70\%$ 个股)	17

## 分析师与研究助理简介

**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。

**喻雅彬**，策略分析师，中央财经大学产业经济学硕士。两年策略研究经验。

**袁萍**，策略研究助理，英国兰卡斯特大学会计与财务管理硕士。两年策略研究经验。

## 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。