2021 年 3 月 27 日

# 中国市场策略

## 价值王者归来进行时

洪灏, CFA
hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802
研究部主管

- 成长型股票相对于价值型股票的空前强势直到 2020 年 6 月开始有所回落。在 2020 年 11 月底价值真正开始王者归来之时，市场几乎没有注意到成长型股票相对强势的逆转。这种建立在信贷扩张、线性外推的增长预期和人类贪婪的基础上的成长型股票强势，同时在极低成本的互联网经纪商提供了充分便利的条件下，最终形成了一个成长型股票泡沫。用“新冠泡沫”来形容这个市场情况并不为过。中美市场皆如此。去年 6 月，当我们发布 2020 下半年展望**《潜龙欲用》**时，我们率先提示了即将出现的价值板块轮动。在我们去年 11 月发表的 2021 年展望**《价值王者归来》**中，我们推荐了价值股、大宗商品和比特币，并提出了新兴市场、中国 A 股和港股是长期机会。

  当下，成长型泡沫受到不断上升的债券收益率和波动性的威胁，并开始快速收敛。短期内，继续成长型投资实际上是在线性外推新冠疫情期间的增长形势。因此，这样的思考才是真正缺乏想象力的，而想象力则是长期成长型投资所必需的因素。说白了，这种思考方法简直就是悲观主义，因为它预测新冠疫情期间的增长模式将永远持续下去。

- 全球经济正在复苏。由于中国出口已成为之前停摆了的美国经济更为重要的输入，中美经济周期比以往任何时候都更加紧密地交织在一起。大宗商品的强势预示着中国未来几个月上游通胀的压力，很可能会反映在美国债券收益率和波动性的上升。成长型股票是长久期资产，因此对收益率和波动性的上升非常敏感。简单地说，不断上升的收益率压低了增长倍数，而不断加剧的波动性则让人们更急于从成长型股票的显著收益中获利了结。资金应继续轮动到相对安全的价值股。

- 周期性和大宗商品的整体强势正在全面展开。一个令人头疼的问题是，在复苏的下一阶段，钱应该往哪里投？虽然周期性板块和大宗商品的定义是绝对的，但价值板块的定义却是相对的。在当前的这种情况下，我们可以用低估值来暂时代替价值。或者说，现在的“价值投资”类似于“估值投资”。周期性价值和非周期性价值都在修复其弱势，但仍低于长期平均水平。周期性成长和非周期性成长的情况正好相反。在消费、工业、金融和电信等周期性和非周期性价值股里，估值仍将进一步修复。

- 尽管如此，地缘政治风险也在上升。最近的高层对话里，双方锋芒相对，并实施了新的制裁。这些风险将在短期内拖累市场。在中国经济继续修复时，中国的存准率不太可能大幅降低。而中国的信贷扩张受到房地产泡沫的牵制将开始放缓。从历史上看，人民币走软与经济、地缘政治风险大体同步，就像 2008 年和 2018 年那样。以市值与 GDP 之比衡量的估值的变化表明，指数涨幅受限。因此，我们继续认为，机会更多在于价值板块的轮动，而不是整体绝对指数水平。当然，我们也必须强调，中国长期的投资价值，并不是短期里的债券、汇率、大宗商品和股市的价格波动可以表达的。

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

# 价值正在王者归来

## 全球经济复苏

复苏已然到来。本轮经济复苏短期内很可能会持续，并且复苏力度很可能在近期超过市场预期，除非新冠疫情反复，加剧经济前景的不确定性。由于市场需求，我们在过去几个月在许多城市里开展了一系列读书会活动，与读者和粉丝们分享了我多年的研究心得。许多参会者都具有专业的投资背景。我们的书《***预测: 经济、周期和市场泡沫***》在出版后四个月内已破纪录地印刷了十次。

在我们的巡回之旅中，上证综指曾略微超过了我们在去年 11 月展望报告中，预测的交易区间 2,900-3,600 的上限。当我们在去年 6 月发布的《***2020 年下半年展望：潜龙欲用***》中，我们首次暗示了即将到来的价值风格轮动。在我们发布的《***2021 年展望：价值王者归来***》报告中，我们向投资者推荐了价值股、大宗商品和比特币，并且论述了新兴市场、中国内地和中国香港市场的长期投资价值。显然，资本市场参与者们都很想知道我们对市场下一步走势的预测。这是我们在读书会中最常被问到的问题，也是我们工作中最具有挑战性的部分。

为了展示中国货币政策周期的所处阶段，我们比较了中国的存准率与螺纹钢现货价格的同比变化(**图表 1**)。这两个变量是密切相关的。存准率的同比变化正趋于平稳，表明以存准为代理指标的货币宽松阶段已基本结束。如果中国因对货币宽松和信贷扩张的自我约束导致经济降温，那么存款准备金率将被再次下调。但是，这并不是我们的基准情形。我们认为，存准率在未来一段时间内都不太可能有所变动，这与 2013 年至 2014 年，以及 2017 年至 2018 年初货币政策周期运行规律类似。在现阶段，降准将反而被市场视为经济疲软的信号，反而会引发市场对周期性资产的抛售。

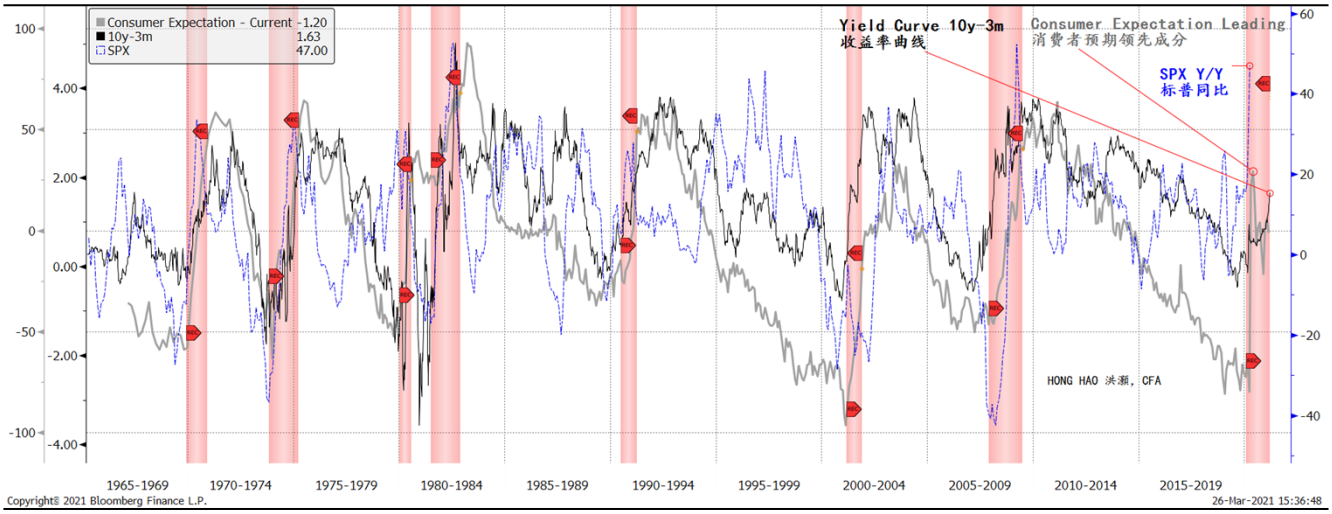
**图表 1: 螺纹钢价格和存准率走势显示经济复苏，大宗商品强势处于高位**




*资料来源：彭博，交银国际预测*

与此同时，美国经济也在复苏。我们比较了美国消费者预期中的领先成分、美国国债收益率曲线，以及标普 500 指数的表现。这些重要而可靠的经济领先指标同时显示着经济的强劲复苏(**图表 2**)。我们的欧洲指标也指向了同样的方向(欧洲图表本文没有展示)。在新冠疫情得到控制的基准情形中，世界上最大的几个经济体在同步复苏，而且复苏的力度将变得越来越强劲。这些观察结果与我们在发表于 2020 年 11 月 20 日的展望报告《***2021 年展望:价值王者归来***》中所做的预测一致。

**图表 2: 美国消费者预期的领先成分、收益率曲线和标普 500 均反映经济复苏**



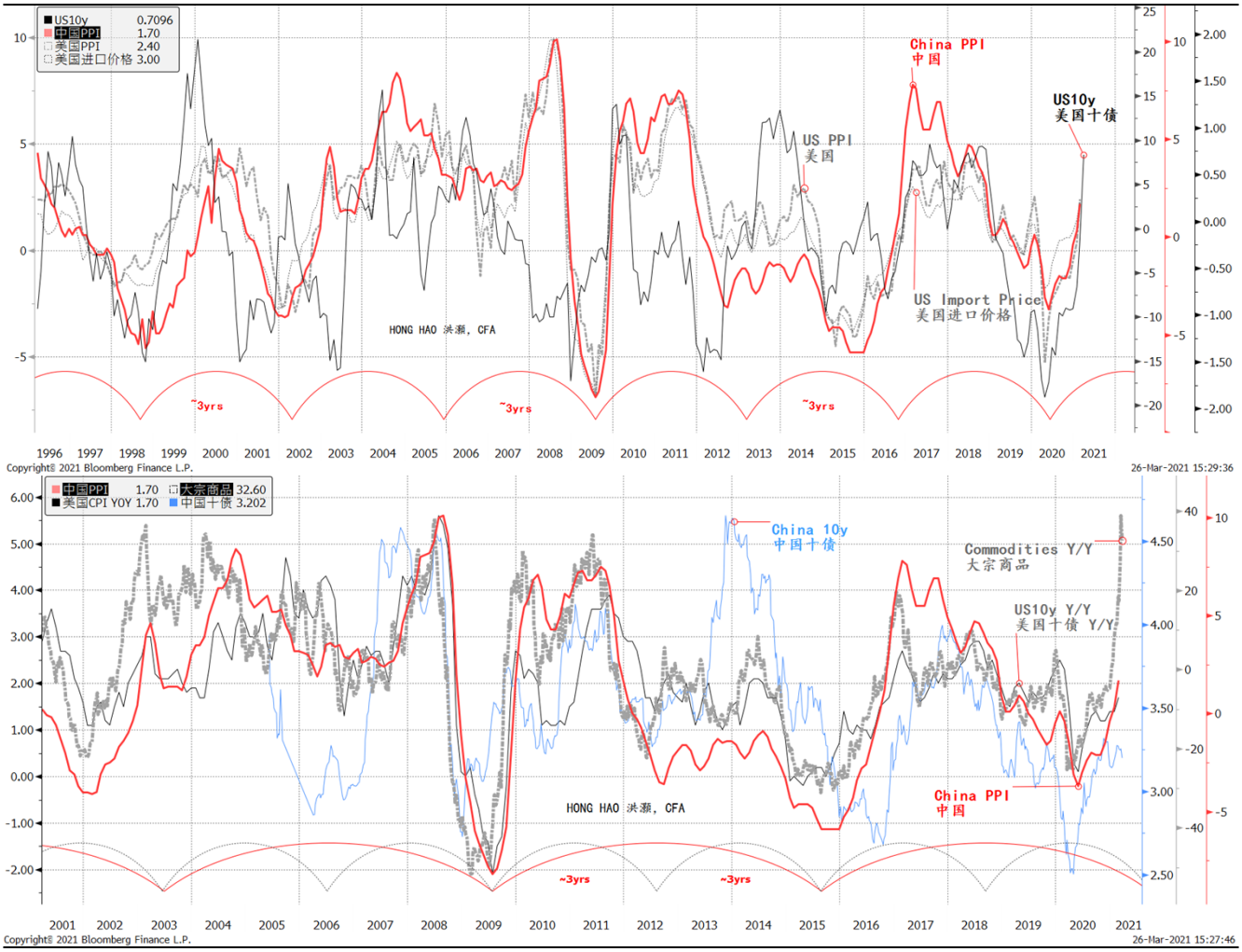

*资料来源：彭博，交银国际预测*

## 中美经济的交错联动

中美经济的联系非常紧密，以至于许多主要的经济变量都高度相关。在我们看来，实际上真正需要分析的经济周期只有一个。2018 年 9 月 3 日，我们发表了一篇开创性的研究论文《***中美周期的冲突***》，探讨了中美的经济周期，以及这些周期如何相互交织影响市场。我们用量化的方法验证了两国 3 年左右的经济短周期的运行和影响，并且论证了中国经济周期如何引领美国，以及这些短期周期如何互相嵌套形成中周期和长周期。

中美经济周期的联动将持续，关键的经济变量也将继续高度相关。我们认为，鉴于两国对疫情截然不同的管理方式，中国出口已然成为对美国经济更加重要的输入力量。因此，这两个最大的经济体的经济周期现在必然更加紧密地交织在一起。因此，中国的通胀前景将继续对美国国债收益率产生显著的影响；而长期以来一直是全球无风险基准利率的美国国债收益率，也将反过来影响着中国的股市。事实上，我们可以从下面的图表中看到这些经济变量是如何紧密的联系在一起(**图表 3**)。

**图表 3: 中美经济周期紧密交织；所有关键的经济变量高度相关**




*资料来源：彭博，交银国际预测*

## 价值正在王者归来

为了了解中国信贷周期的所处阶段，我们将中国的信贷状况与成长股对价值股的相对表现进行比较(**图表 4**)。我们可以看到信贷扩张推动成长股相对价值股走强，反之亦然。我们注意到，成长股的强势始于 2019 年，当时中国的经济周期正开始从中美贸易战的谷底修复。但在 2020 年，随着信贷持续扩张和新冠疫情的蔓延，成长股的相对表现达到了前所未有的强势水平。

疫情很可能改变了市场对成长股的看法，其中许多成长股是互联网平台公司。毕竟，这些公司面对新冠疫情肆虐时，展现出了良好的盈利韧性。强劲的盈利能力、持续的信贷扩张以及疫情期间不断变化的预期，是在成长股中滋生“新冠泡沫”的必要条件。但我们要提醒大家，不要在线性外推这种在一个非常时期的成长性。

后疫情时代，经济停止萎缩、持续复苏。在一个持续增长的经济环境中，成长股的相对强势将趋弱。换句话说，在经济扩张阶段，成长股不再从价值股中抢占市场份额。现在看来，情况确实如此(**图表 4**)，成长股毫无疑问会继续成长——不要误解了我们对于成长作为一个投资策略关键长期因子的看法，但它们估值中蕴含的不合理的增长预期很可能会减弱—— 一如当下，“新冠泡沫”正在萎缩。

**图表 4: 信贷扩张推升成长对价值的相对强势到了一个前所未有的高度**




*资料来源：彭博，交银国际预测*

在美国市场，我们的量化分析也验证了一个类似的“新冠泡沫”——成长股对价值股的相对强势程度远远高于历史水平。但是，随着疫苗接种计划的推广，现在成长对价值的相对强势正在逆转（**图表 5**）。

正如我们在上面的图表中展示的中国 PPI 周期、大宗商品强势与美国十年期国债收益率之间的关系，中国 PPI 在近期很可能会进一步走高。与此同时，美国十年期国债收益率也会同步上升。因此，美国债券的波动性在未来几个月很可能会加剧。

从**图表 5** 中我们可以看到，债券市场波动率与成长股的相对强势呈负相关。成长股本质上是长久期资产，其高昂的估值也证明了这一点。直观地说，在一个稳定的环境中，投资者更容易将成长性线性地推断无限的远期。因此，债券市场波动率上升，将对长久期资产(如成长股)的估值构成压力。

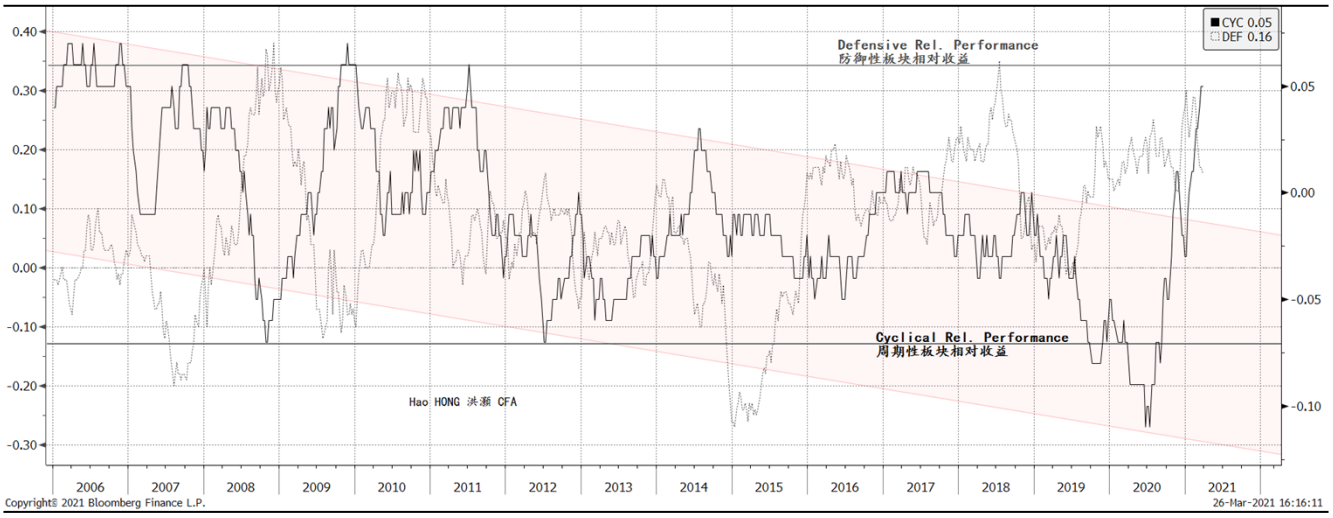
**图表 5: 债券波动率上升将压缩成长股估值，进一步减弱其相对强势**




*资料来源：彭博，交银国际预测*

我们可以进一步看到，周期性板块的表现已随着经济复苏的远远跑赢了市场（**图表 6**）。事实上，周期性板块的强劲表现很可能已令市场公司惊讶。当我们在 2021 年展望（《***展望 2021:价值王者归来***》，20201120）中首次预测周期性股票将强势归来时，大多数人都觉得难以置信。但现在周期性板块的崛起已逐渐成为市场共识，并且，它们的强劲表现似乎已经比较充分地反映了经济的复苏前景。那么，在经济复苏的下一阶段，市场还有哪些其他的投资机会呢?

**图表 6: 随着经济复苏，周期性板块已经大幅跑赢**

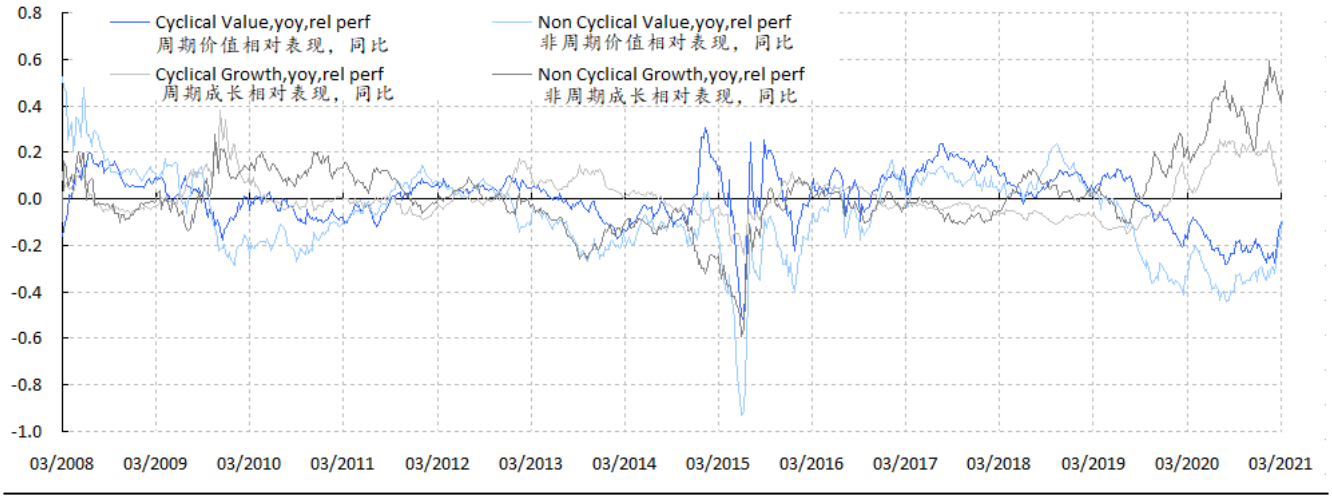



*资料来源：彭博，交银国际预测*

我们可以进一步将价值和成长分为周期性价值/成长和非周期性价值/成长。我们可以发现，尽管周期性成长和非周期性成长已经跑赢，但是它们的强势正在衰退。与此同时，周期性价值和非周期性价值正在从往日的颓势中逐渐修复（**图表 7**）。这些观察结果与前文的**图表 5** 和**图表 6** 一致。

也就是说，即使价值正在王者归来，但其上涨动能仍可以进一步增强。然而，成长股的强势正在衰减。因此，价值股，无论是周期性的还是非周期性的，都将继续作为下一阶段经济复苏的最佳投资选择。

**图表 7: 周期和非周期价值板块走强，周期和非周期成长板块趋弱**



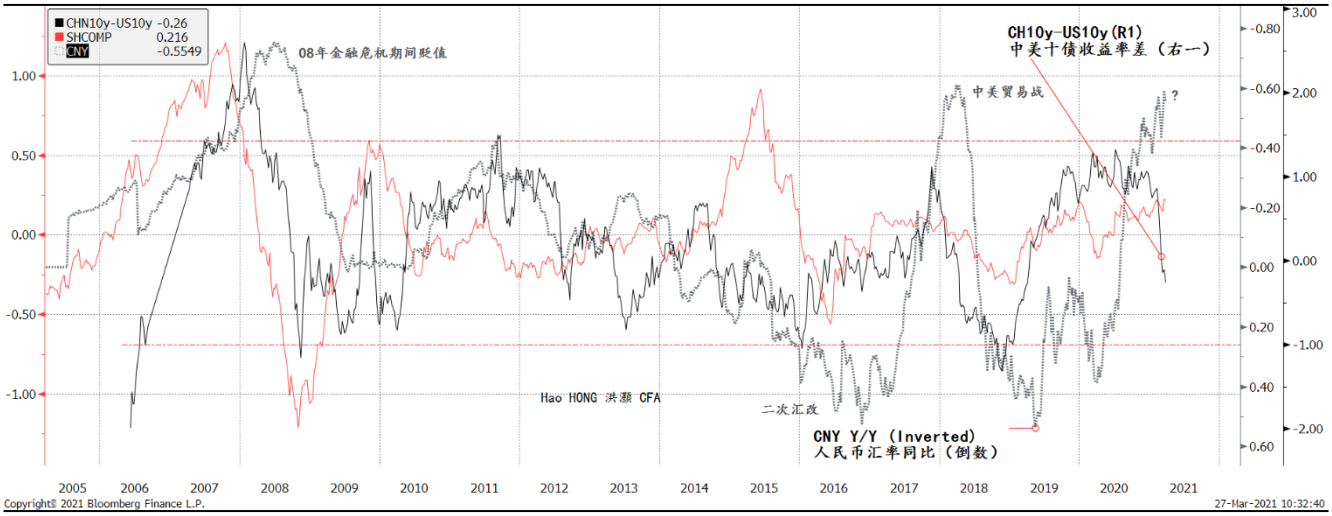

*资料来源：彭博，交银国际预测*

## 地缘政治风险扰动市场

最近在阿拉斯加举行的高层对话中，双方火花四射的激烈言辞凸显了这两大经济强国之间的微妙关系。地缘政治风险很高，从历史上看，人民币一直是此类风险有效的代理指标。我们可以看到，每次人民币贬值都伴随着政治或经济风险的加剧，比如 2008 年金融危机期间，以及 2018 年中美贸易战期间（**图表 8**）。

此外，中美债券收益率差往往是人民币贬值的先行信号，目前这一利差正在迅速收窄。在人民币贬值的同时，上证综指往往同步走弱。当然，货币、债券收益率和股市的走势是经济或地缘政治风险中赢弱的经济基本面的反映。但是，目前的经济复苏很可能会在一定程度上抵消这些不利的因素的影响。

**图表 8: 地缘政治风险较高，中美债券收益率差收窄，预示人民币贬值压力**




*资料来源：彭博，交银国际预测*

总体而言，市场回报率相对于经济增长已达到历史高位。总市值与 GDP 比率的同比变化历史上往往在 7%左右见顶（**图表 9**）。而历史上当这一比率突破 7%时，要么对应着 2007 年和 2015 年的泡沫时期，要么是在 2009 年的经济复苏阶段。即使在 2009 年 8 月初之后，总市值与 GDP 比率的同比变化超过了 7%，上证综指也不再续创新高。在随后的几个月里，上证横盘震荡，直到 2010 年中国央行开始收紧货币政策后又开始下跌。因此，我们继续认为市场的机会在于价值轮动，或者说是市场内部结构的变化，而不是指数的绝对水平。

**图表 9: 市场回报率、估值变化已达到历史高位**




*资料来源：彭博，交银国际预测*

## 近期报告

| | | | |
|---|---|---|---|
| 20150616 | 伟大的中国泡沫：800 多年历史的领悟 | 20180703 | 何处是底 |
| 20150624 | “钱荒”纪念日 | 20180723 | 反弹和见底 |
| 20150629 | 央行双降又如何 | 20180813 | 向政策再借一命 |
| 20150702 | 证监会平抑市场波动 | 20180903 | 中美周期的冲突 |
| 20150706 | 各部联合出大招又如何？ | 20181029 | 救市会成功吗？ |
| 20151026 | 央行双降，市场抉择的时刻 | 20181119 | 2019 展望：峰回路转 |
| 20151109 | 重启 IPO：魔鬼的细节 | 20190201 | 峰回路转：狗年的教诲 |
| 20151116 | 巴黎冬天恐怖主义事件 | 20190301 | 融资牛路在何方 |
| 20151130 | 市场的三个极端 | 20190311 | 谁在买？谁会再买？ |
| 20151209 | 2016 年展望：资产慌 | 20190322 | 市场确认了一个重要的拐点 |
| 20151217 | 美联储加息和中国交易模式的变化 | 20190408 | 卖方研究员的自我修养 |
| 20160105 | 熔断机制：伤的最深的是第一次 | 20190415 | 经济周期确认了一个重要的拐点 |
| 20160108 | 熔断机制暂停又如何？ | 20190506 | 策略的沉思 |
| 20160115 | 超卖的修复 | 20190514 | “战争”与和平 |
| 20160121 | 软弱的对手盘 | 20190530 | 2019 下半年展望：贸易摩擦的代价 |
| 20160125 | 稳定一个不稳定的市场 | 20190628 | 投票的艺术 |
| 20160203 | 拯救房地产泡沫的最后一枪 | 20190920 | 中国市场预测权威指南 |
| 20160217 | 历史性的贷款后，三个重要的上限 | 20191111 | 展望 2020：静水流深 |
| 20160301 | 增长乏力，则股市疲软 | 20191230 | 展望十年：长波中的退潮 |
| 20160307 | 两会周期小阳春 | 20200205 | 新型冠状病毒对市场和经济的影响 |
| 20160321 | 历史性的市场分歧 | 20200210 | 新冠肺炎疫情进入拐点；隔离的经济成本 |
| 20160418 | 周期的假像 | 20200224 | 放水符 |
| 20160503 | 蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔 | 20200228 | 瘟疫咒 |
| 20160606 | 市场见底：何时何地 | 20200302 | 周期之末，诡异的风险对冲策略 |
| 20160613 | 伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望 | 20200303 | 周期的韵律 |
| 20160627 | 脱欧后，如何交易中国 | 20200305 | 市场危机中，你应该问的问题 |
| 20160817 | 深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元 | 20200309 | 股市韭菜主义 |
| 20160822 | 市场盘整 | 20200310 | 中国是“避风港”吗? |
| 20160912 | 最拥挤的交易 | 20200316 | 中国式抗疫 |
| 20161114 | 特别报告：价格的革命 | 20200320 | 周期之美 |
| 20161206 | 2017 年展望：微妙的平衡 | 20200323 | 希望和奢望 |
| 20170124 | 鸡年大吉：顺流，逆流？ | 20200324 | 是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？ |
| 20170307 | 再通胀交易早已落幕；准备开启防御性轮动 | 20200330 | 估测中国失业率 |
| 20170324 | 中国经济周期权威指南 | 20200406 | 周期已经见顶，帷幕缓缓而落 |
| 20170413 | 市场价格失灵 | 20200409 | 桑德斯的传奇 |
| 20170524 | 新监管下的风险重新定价 | 20200416 | 社会的割裂 |
| 20170609 | 下半年展望：要命的不漂亮，漂亮的不要命 | 20200420 | 亚洲强国：市场运行至一个历史性转折点；中国将开始长期跑赢 |
| 20170621 | A 股入摩：历史性时刻后的思考 | 20200428 | 创业板注册制又是一次重要的市场改革 |
| 20170714 | 突破“三套牢” | 20200610 | 2020 年下半年展望：潜龙欲用 |
| 20170828 | 中国经济周期权威指南之二－新高 | 20200616 | 美联储垃圾回收计划 |
| 20170829 | “心”周期 | 20200706 | 牛市归来了吗? |
| 20171114 | 破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱性 | 20200713 | 与牛共舞 |
| 20171204 | 2018 年展望：无限风光 | 20200720 | 3500 |
| 20180131 | 狗年：2017 年的领悟 | 20200727 | 政策的信号 |
| 20180207 | 市场危机 | 20200803 | 新世界格局里的“双循环” |
| 20180323 | 非常规贸易战 | 20200810 | 中美角力对股市的影响 |
| 20180326 | 1987 | 20200817 | 节约粮食的意义 |
| 20180409 | 因战而战 | 20200824 | 创业板历史性改革：如何交易，及其意义 |
| 20180423 | 大国博弈 | 20200909 | 美股继续暴跌 |
| 20180521 | 2018 年下半年展望：乱云飞渡 | 20200924 | 美股继续暴跌；美联储称“已尽人事” |
| 20180614 | 中国投机权威指南 | 20201120 | 展望 2021：价值王者归来 |

**交银国际**
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

## 评级定义

| 分析员个股评级定义： | 分析员行业评级定义： |
| --- | --- |
| **买入**：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。 | **领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。 |
| **中性**：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。 | **同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。 |
| **沽出**：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业 | **落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数不具吸引力。 |
| **无评级**：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。 | 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数** |

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认： i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券; ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、太兴集团控股有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、煜盛文化集团、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、宏力医疗管理集团有限公司、北京乐享互动网络科技股份有限公司、富石金融控股有限公司、兴业物联服务集团有限公司、九尊数字互娱集团控股有限公司、常达控股有限公司、奇士达控股有限公司、康方生物科技（开曼）有限公司、京东集团、青岛控股国际有限公司、永泰生物制药有限公司、港龙中国地产集团有限公司、新娱科控股有限公司、大山教育控股有限公司、虎视传媒有限公司、渤海银行股份有限公司、福禄控股有限公司、中国纳泉能源科技控股有限公司、荣昌生物制药（烟台）股份有限公司、祥生控股（集团）有限公司、京东健康股份有限公司、领地控股集团有限公司、大唐集团控股有限公司、佳源服务控股有限公司、云想科技控股有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co Ltd、瑞丽医美国际控股有限公司、Legion Consortium Limited、Cheshi Holdings Limited、德运控股有限公司、麦迪卫康健康医疗服务科技有限公司、现代中药集团有限公司、荣万家生活服务股份有限公司、稻草熊娱乐集团、500.com Limited、东方大学城控股（香港）有限公司、北京昭衍新药研究中心股份有限公司、森松国际控股有限公司及美佳音控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**