

中国市场策略

伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望

洪灏, CFA

hao.hong@bocomgroup.com

“历史是一场梦魇，我企图从其中清醒过来。”— 詹姆斯·乔伊斯的《尤利西斯》

概要：“伟大的中国泡沫”最终在 2015 年 6 月破灭了。融资交易产生的强平行情和人民币贬值触发的全球市场波动是这次泡沫破灭不一样之处。在泡沫破灭周年之际，中国的股票、债券、房地产和汇率仍然昂贵。传统的风险指标显示的避险倾向和最近风险资产的强劲走势预示着全球市场面临着波动性暗涌。英国脱欧、美联储和监管部门的 82 号文都可以成为潜在的触发点。市场忽略了这次泡沫破灭里隐藏的线索，即**上证往往提前一年左右预警全球市场波动性事件**。

债券收益率接近历史低点、在人民币贬值的背景下房价却不断上涨。这些都是当下市场格局里最弱的环节。从全国平均价格同比变化来衡量的房地产价格周期即将见顶。银行仍在竭力绕过监管部门对于“影子银行”通发的一系列条文。这一现象暗示了经济里实际杠杆和融资成本高企。与此同时，资产价格的泡沫化令投资回报下跌。此种格局日益难以维系。

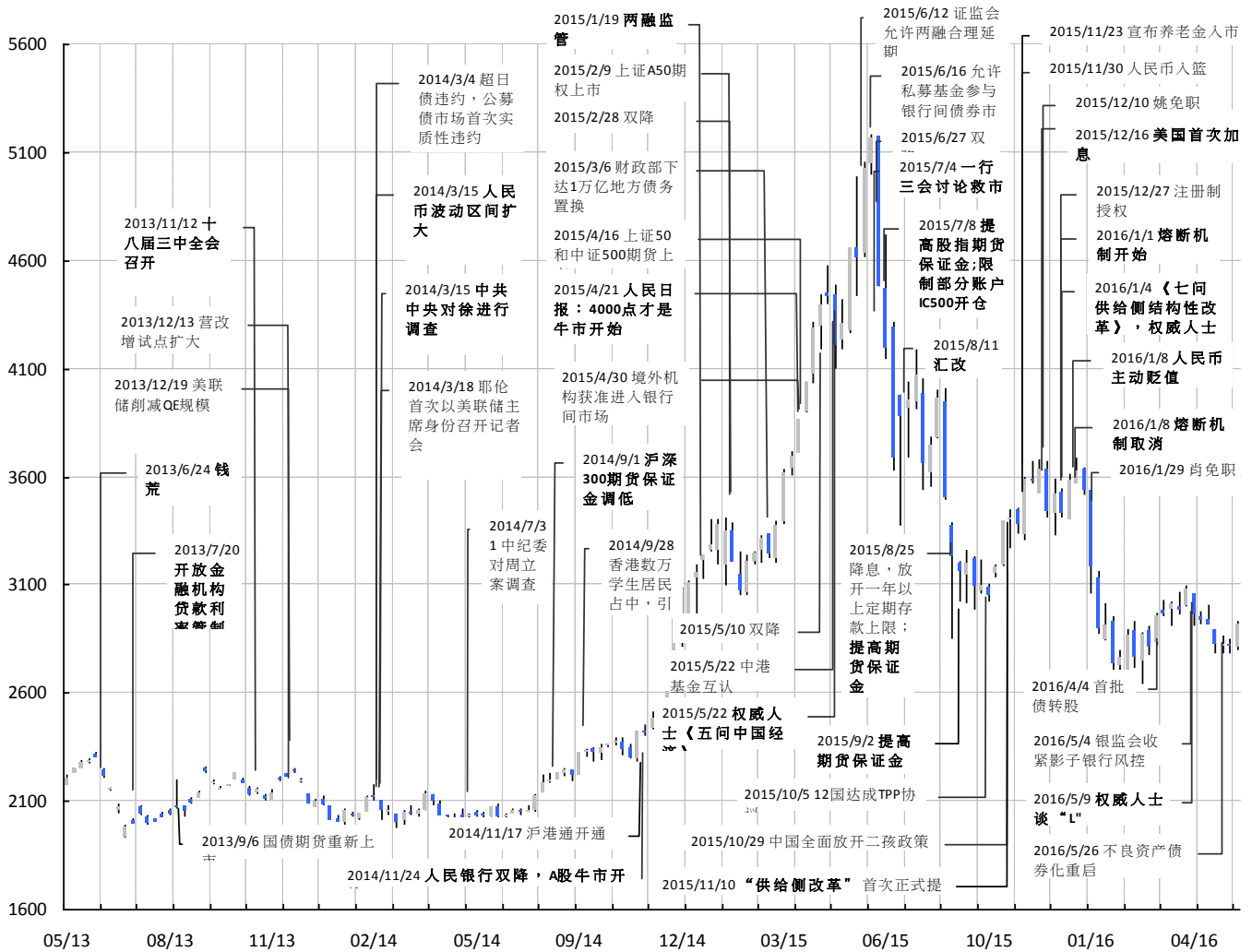
上证较其理论底部支撑位 2,500 点仍高出约 17%，而香港市场则在尝试修复。然而，全球市场波动必然会影响到中国的两地市场。另一方面，人民币汇率仍将不断震荡，虽然其价格已反映许多利空。供给侧改革的影响将逐步生效，一波一波地缓解大宗商品超卖的状况。在市场不确定性激增之时，黄金会闪烁。

「伟大的中国泡沫」的起因和幻灭：「伟大的中国泡沫」破灭的一年后，中国市场像一处古老的废墟，静静地栖息在世界的边缘。那些曾经喧闹的交易大厅回归平静，在这一年里市场指数的跌宕里似乎仍然能听见寂静的回响。去年那藐视全球所有市场的天量成交现在只剩下其峰值的一隅。由于对股指期货交易的限制，期货对冲的代价变得非常昂贵，而且操作困难，同时还有“觉悟问题”的嫌疑。因此，股指期货远期持续相对于现货贴水。泡沫的破灭已让上证下跌了接近一半，并扭曲了市场形态。然而，中国的股票、债券、房地产和汇率依然昂贵。

在伟大的中国泡沫接近其高峰的时候，市场的极端回报率开始密集分布。其原因是直观的：交易员时刻都在评估比较继续保持仓位的收益率和现在马上兑现仓位的收益率。随着市场的上涨，回报率变得越来越高，在样本分布里出现的概率也越来越小。因此，随着收益率出现的概率下降，市场的收益率必须飙升，使预期收益率足够补偿交易员继续停留在市场里所要承担的风险——这就是为什么市场指数在泡沫的后期将近乎垂直爬升。然而，由于这些小概率事件在泡沫峰值附近不断积累，市场进一步上涨的可能性变得越来越小——就像是每手牌都能摸到同花顺一样无以为继——一直到极端回报率出现的概率变得非常小，以至于泡沫的崩溃最终不可避免地到来。

在进行了自由流通股的调整后，在泡沫的顶峰，中国市场股票的平均持有周期为一周左右——这是市场投机交易白热化的一个重要标志。大家都在忙着寻找那个接盘侠，那个更大的傻瓜。值得注意的是，在 1989 年台湾泡沫的顶峰阶段，自由流通股票每年换手率接近二十次。也就是说，在台湾泡沫的高峰期自由流通股份的平均持仓长度大约是 15 天左右。（更详尽的讨论，请见 2015 年 6 月 16 日的《**伟大的中国泡沫：800 多年历史的领悟**》）。「伟大的中国泡沫」的破灭在 6 月 15 日之前早已成为了历史的必然，不管融资交易是否存在。

焦点图表一：「伟大的中国泡沫」的起因和幻灭。



资料来源：彭博、交银国际

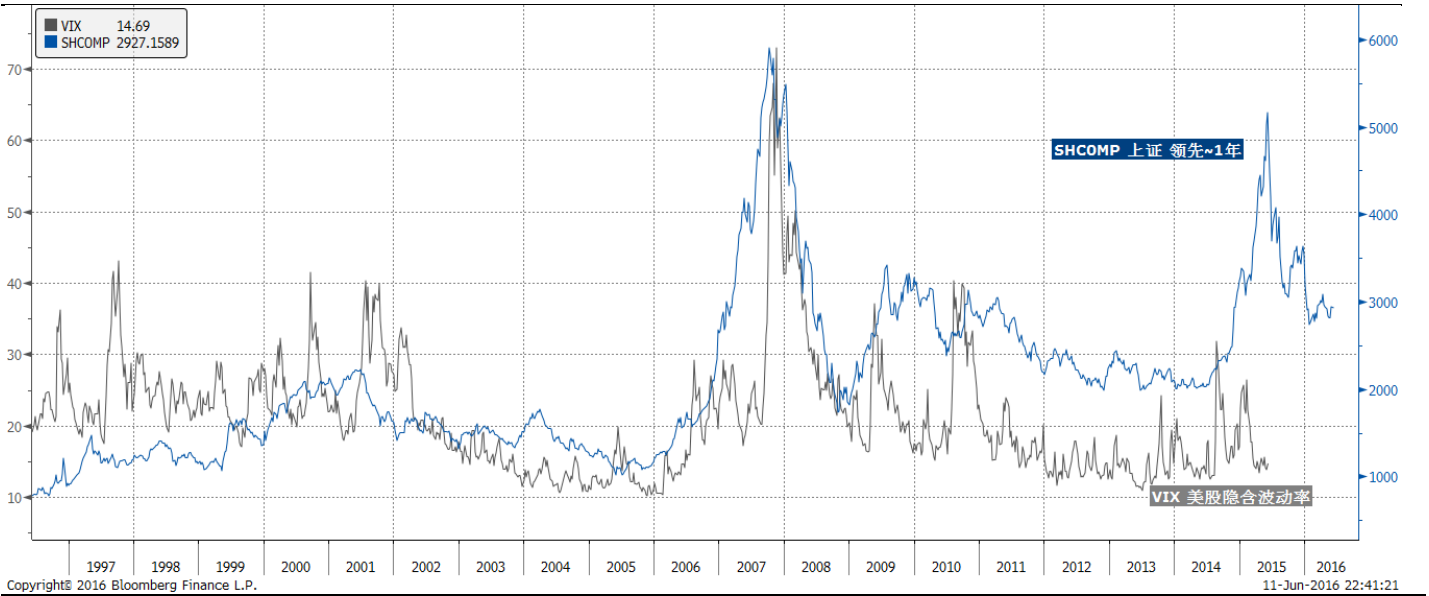
「伟大的中国泡沫」的破灭预示着波动性事件将笼罩全球：很快又是布鲁姆日。（每年的6月16日被全球詹姆斯·乔伊斯的粉丝命名为布鲁姆日 Bloomsday，因为布鲁姆 Bloom 是《Ulysses 尤里西斯》这本书的主人公。）股灾的时候，中国证监会的救市行动、央行接连双降、限制股指期货的交易、对高频交易投机分子的纠察、昙花一现的熔断机制以及「国家队」入市等事件现在依然历历在目（焦点图表一）。专家们还在不停地反思股灾遗留下来的问题。但对我们而言，更重要的是从一年前的泡沫破灭中梳理出未来市场的预示。

这次股灾的不同之处在于，在股灾初期中国市场的波动几乎没有对欧美市场造成扰攘。而香港其实在上证见顶前约一个半月就已见顶了。其后，直到2015年8月1日的人民币汇改，市场波动才开始从中国向海外蔓延。2015年8月24日，道琼工业指数录得超过1000点的跌幅，为有史以来最大单日点数跌幅。考虑到市场的巨幅波动，美联储也不得不把筹划已久的加息决定推延至12月。

2016年1月8日人民币第二轮的主动贬值再次扰动全球市场。上证于一周内四次触发熔断机制，两星期内下跌了近1,000点。全球市场下挫至两年来的低位，美联储也公开讨论中国市场对其利率决策的影响。显然，中国的汇改和资本账户逐步开放为全球波动性的传染打开了传导路径。这就是本次泡沫破灭与过往股灾不一样的地方。

我们的研究显示上证领先全球波动性上升大约一年。这种波动性传导的路径目前仍不清楚（焦点图二）。直观而言，上证领先中国经济增长约6个月。因此，上证综合指数走低预示着经济增长的重重阻力。作为全球增长的重要引擎，中国经济增长放缓会其他国家带来很大的困扰，其影响也终将在股票市场中逐步显现。

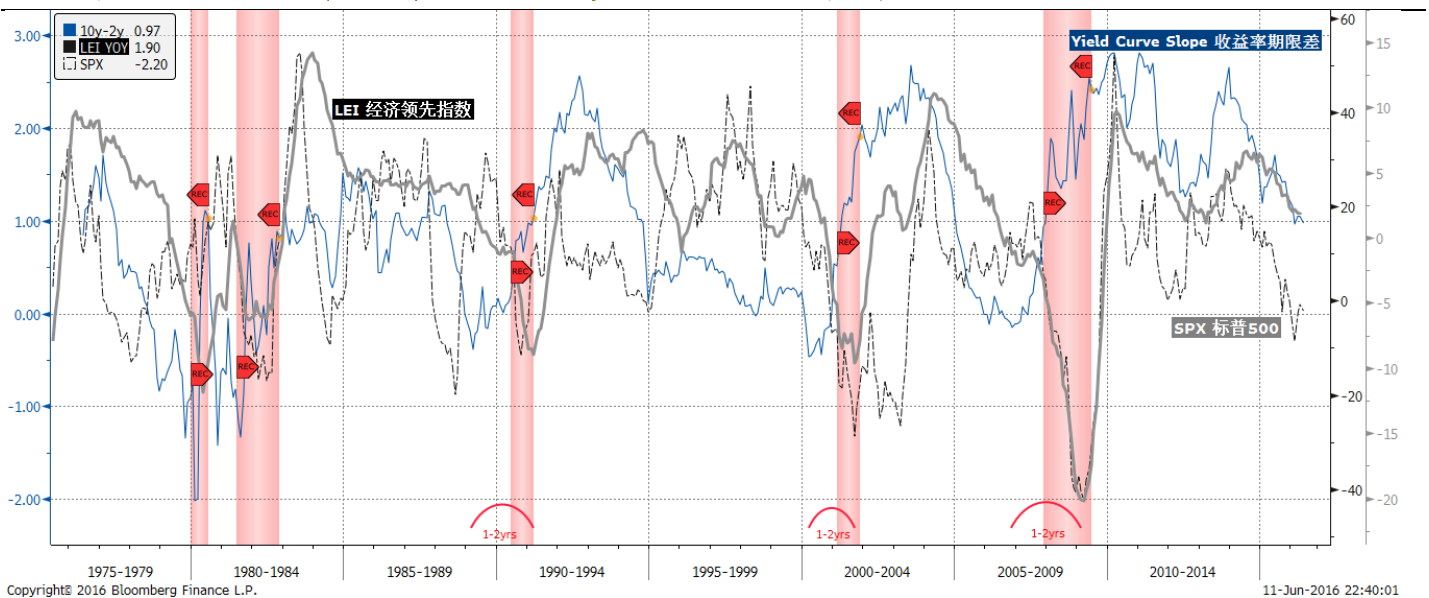
焦点图表二：「伟大的中国泡沫」的破灭预示着全球波动性的暗涌。



资料来源：彭博，交银国际

领先指标正在下跌，预示着经济运行的压力：尽管量化宽松实行多年，全球经济领先指标却暗示经济增长即将放缓。以十年和两年美国国债收益率之差来衡量的收益率曲线的期限差在不断下降。美国世界大型企业研究会 Conference Board 发布的经济领先指标也在下跌，虽然幅度较少。由于投资者预期长期增长将会放缓，他们会买入较长期政府债券作为对冲。与此同时，由于 2015 年底以来商品价格上涨，导致近期的通胀成为隐忧，投资者正在卖出短债。在过去五次美国经济衰退中，曾有三次国债收益率曲线的平坦化提前至少一年预示了经济衰退的到来(焦点图表三)。

焦点图表三：收益曲线下降预示增长放缓。进一步下跌显示经济变得不景气。



资料来源：彭博，交银国际

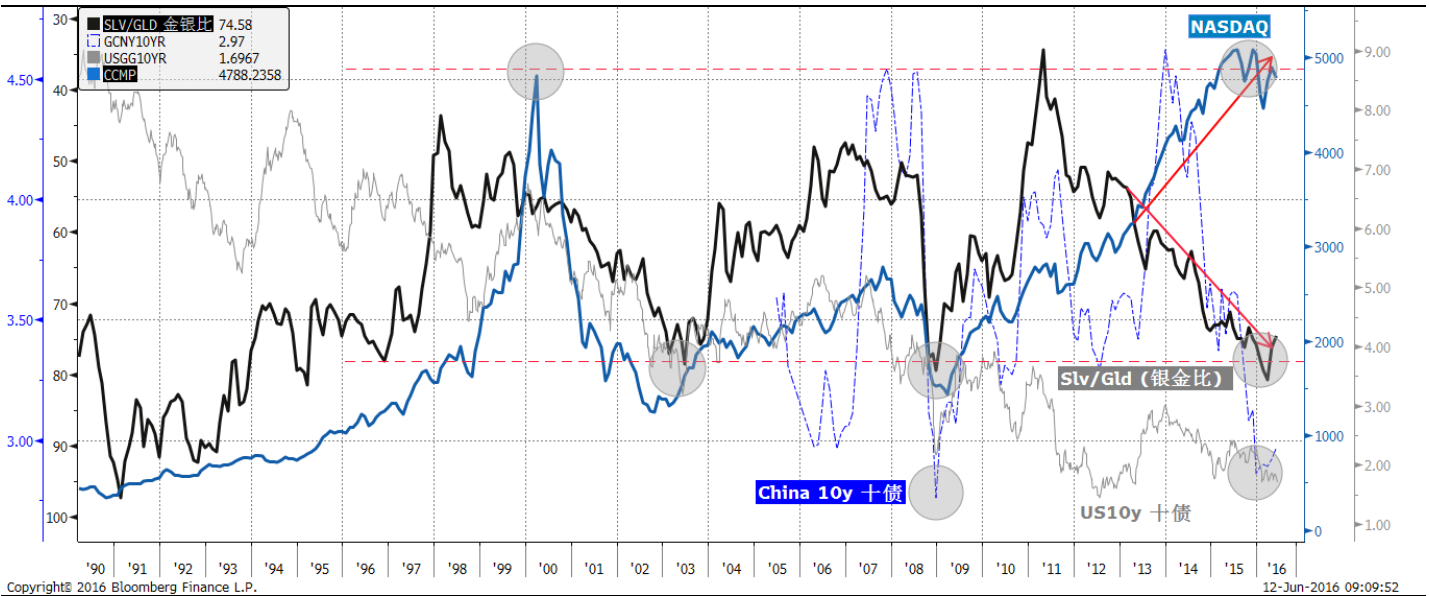
传统风险指标与股市分歧 - 如此重大的预期缺口必将弥合：金银比率是衡量银价回报率相对金价表现的指标。本质上，金银比率比较了银价里隐含的增长预期和金价里隐含的避险情绪。银金比率越低，市场避险情绪越高涨，一如当下市场的现状。焦点图表四显示银金比率的历史走势往往与标普 500 一致，验证了其作为风险偏好指标的效能。

然而，2014 年以来，银金比率的走势开始与标普 500 分歧，而近期两者的分歧程度达到了极端水平。历史上，银金比率在类似低点往往伴随着市场的显著波动，例如 2001 年“9-11”前后，以及 2008 年全球金融危机。然而，标普 500 仍然处于历史高位附近，而纳指则呈双顶形态。如此重大的预期缺口最终必将弥合。

与此同时，中美两国 10 年政府债券收益率已经下行至历史低位附近。2008 年全球金融危机之后，中国的长债收益率还没有见过如此低的水平，而美国长债收益率则接近 2012 年 7 月底第三轮量化宽松前、及 2013 年 5 月“缩减恐慌”开始时的水平。

2013年的美联储量化宽松缩减的恐慌也是造成当时中国“钱荒”的原因之一。像金银比率一样，长债收益率的大跌也反映风险偏好减弱，然而股市却还没有真正地调整（**焦点图表四**）。

焦点图表四：传统风险指标反映避险情绪高涨，但标普500仍然接近历史高位，纳指则呈双顶形态



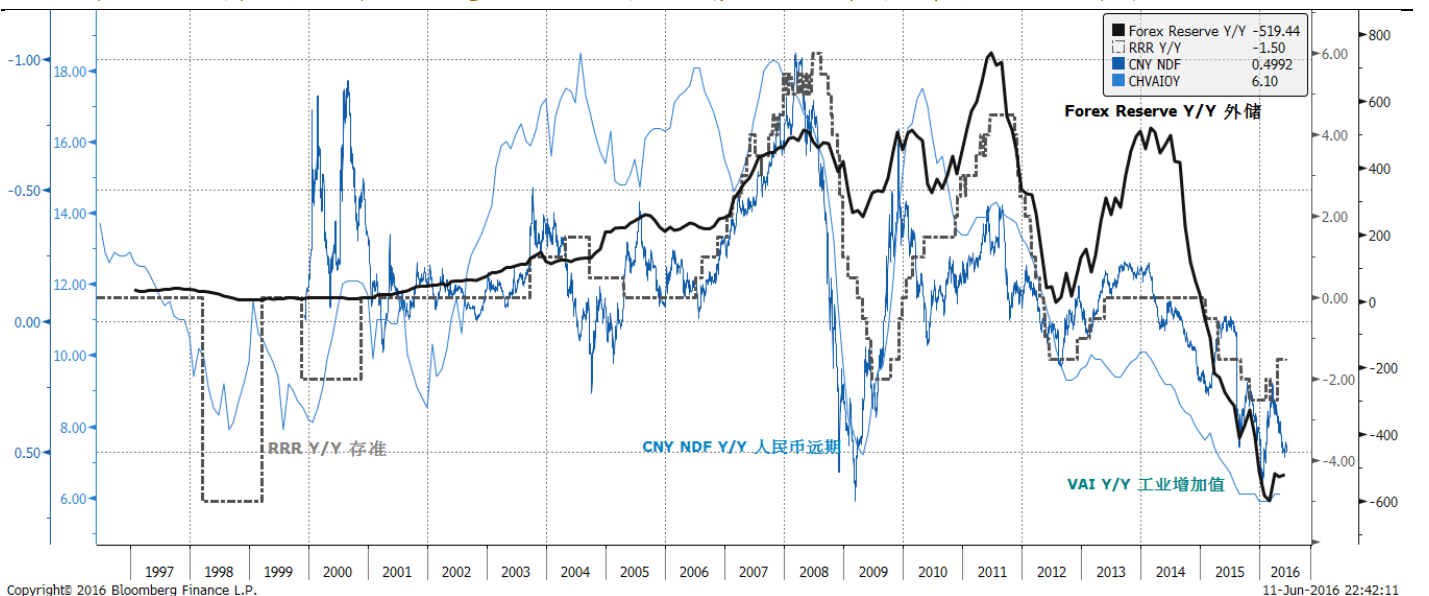
资料来源：彭博，交银国际

面对渐进的市场波动性飙升，在股票、债券、货币、商品和房地产的各种资产类别之中，谁会守不住？

人民币将持续波动，但进一步大幅贬值的空间有限：面对渐进的市场波动性飙升，哪一种资产类别最终会守不住？在最近的几个星期里，人民币兑美元走弱，反映了美元在加息前期的强势。然而，人民币12个月非交割远期合约的价格已经下行到接近2008年底的低位。换句话说，人民币贬值的预期已相当于历史上曾有的最坏的时期。

2008年底是个重要的参考时点，当时金融危机席卷全球，中国也不能幸免。那时的人民币远期合约反映出来的人民币贬值预期已经充分反映了08年的困境。如果现在人民币贬值预期与08年底的水平接近，那么人民币远期的价格是否也已经比较充分地反映了当下经济的弱势？当然，没有人能够确定12个月后全球经济会否比2008年那时更糟。目前，在美联储仍然举棋未定之时，美元走强，而人民币将持续波动。然而，与过去的两次人民币主动贬值比较，人民币今年进一步大幅贬值的空间似乎有限（**焦点图表五**）。

焦点图表五：人民币贬值预期接近历史低位，反映了工业增长放缓，准备金率下调以及资本外流的压力。



资料来源：彭博，交银国际。

股票將承压，目前仍高于理论底部支持约 17%；并仍将受到海外市场的波动的影响：去年夏天至今，上证已被腰斩。从 1996 年起，上证以每年 7% 的复合增长率上升，大致等于中国在许多个五年计划里所设定的长期经济增长目标。按照这个增速，上证基本每十年翻一倍。这条以 7% 斜率上升的基线连接着上证 1996 年，2005 年和 2014 年前后经历的三个历史性的底部。

也就是说，多年以来，中国的长期经济增长目标决定了上证的回报。当上证的运行越是接近这条斜率为 7% 的基线时，基线的支持作用也会越显著。同时，如果长期的增长目标越低，基线的支持位置也就会越低。这个现象解释了为什么股票市场对未来经济增长路径的争议如此敏感。

综上所述，上证 2016 年的理论底部为 2500 点。以目前的点位来看，上证大约高于这个底部 17%，而且估值仍然昂贵。接下来的几个月，由美联储或监管部门 82 号文所引发的潜在的流动性风险事件，又或者是英国脱欧，都有可能成为下跌的导火索。虽然香港正尝试企稳修复，无奈苦苦挣扎的全球市场又会成为它的累赘（**焦点图表六**。请参考“**市场底部何时何地**”，2016 年 6 月 4 日）。

焦点图表六：上证以每年 7% 增速上升，每年翻一倍。2016 年支持位为 2500 点附近。



资料来源：彭博，交银国际

债券短期风险上升：长端收益率接近历史低点显示债券当下高昂的估值。因此，债券将比人民币和股票更为脆弱。历史上，美国债券收益率飙升以往与全球金融危机发生的时间点相符。这些危机包括 1987 年的「黑色星期一」、1994 年的拉美危机、1997 年的亚洲金融危机、1998 年的长期资本 LTCM、2001 年的「9-11」事件和 2008 年的全球金融危机。由于两者历史上密切的相关性，美国债券收益率的飙升将无可避免地影响中国的债券，（**焦点图表 5**）

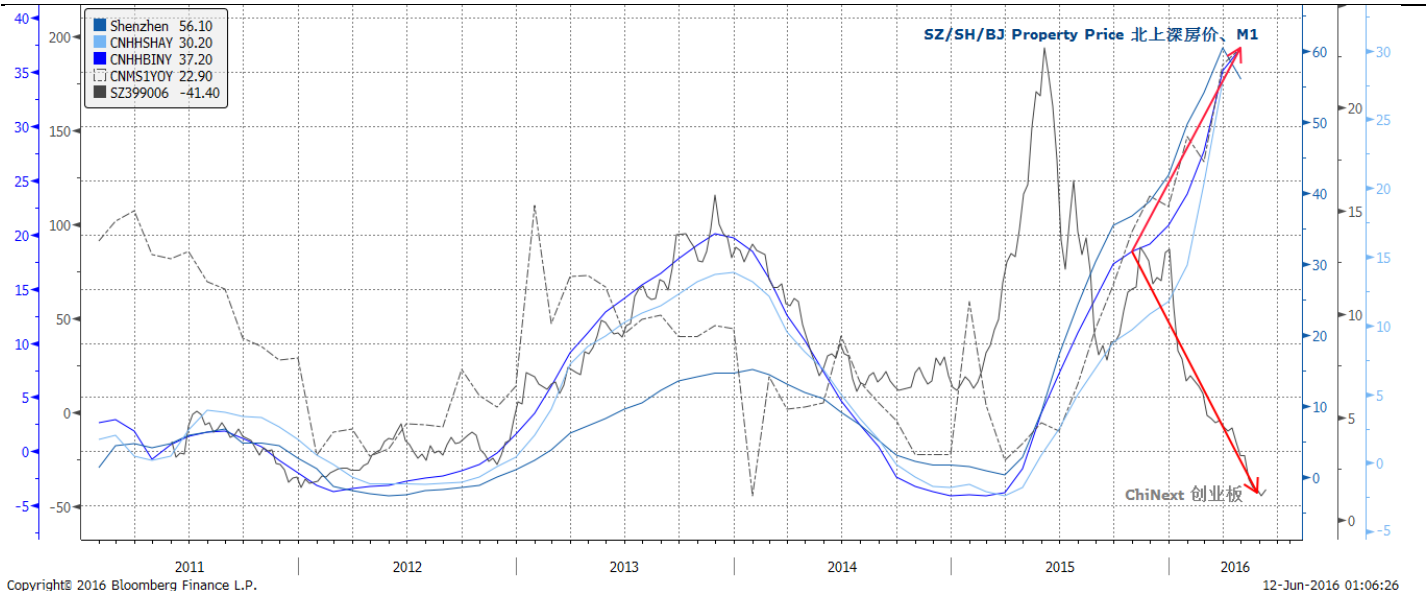
近日，监管部门发出了 82 号文，以收紧表外的显性或隐性的回购承诺。自 2012 年 8 月就同业代付业务而发出 237 号文后，监管部门先后出台了一系列通函，以收紧对商业银行贷款行为的监管。举例说，2013 年 3 月就理财产品而发出 8 号文旨在遏制资产负债表外信贷型理财产品的扩张；就同业业务而发出的 127 号文旨在收紧对资产负债表内的同业业务的监控。从本质上来说，商业银行一直忙于在资产负债表内外以及各个资产负债表的项目之间转移资产/负债，以逃避监管。银行一直在努力地试图规避监管的现象显示出问题的幅度和广度。这些问题如果不能得到解决，或许有一天会像被晒热了的石榴突然爆开。

82 号文是试图堵塞影子银行漏洞的最新法规。82 号文要求把一些资产负债表外的资产重新入表，这将迫使银行提高拨备和资本。尽管其范围仍停留在指导性的阶段，82 号文将在未来几个月拓展覆盖范围，并将提出更多的监管细节。该文对于流动性状况带来的影响仍有待观察，而对小型银行的影响会比大型银行更为显著。继 2013 年 3 月发出的 8 号文在一定程度上引起了 2013 年 6 月的流动性危机之后，央行现在应比以往准备更充足以应对紧急情况。

房地产的长期趋势已经转向；低线城市将受到影响：人民币升值一直是中国房地产泡沫的推动力之一。但房地产的长期增长趋势已明显停滞不前了。在一般情况下，一个国家可利用货币贬值刺激出口来增加外汇储备。然后，这个国家可开始将其货币升值，令资产大规模重估。一旦货币升值接近其均衡点，资产重估将会停顿下来。这些货币调整的步骤反映出财富如何通过廉价货币制度首先从外国生产商转移到国内，然后通过资产重估转移到上流阶级，最后转移到普罗大众 - 也就是泡沫接力的最后一棒。

这个过程看起来十分熟悉。在2005年7月人民币升值趋势开始之时，中国只有约8,000亿美元的外汇储备，但到2015年这个数字已增长4倍至接近4万亿美元。与此同时，中国房地产价格急速升至泡沫水平。若以史为鉴的话，人民币贬值将是中國资产（包括房地产和股票）价格上行的强大阻力。

焦点图表七：一线城市房价跟随M1供应飙升；创业板泡沫却已破灭。



资料来源：彭博、交银国际

由于一线城市的房地产价格持续飙升，同时中国的货币供应激增，以往与这些指标密切相关的创业板已然崩盘（**焦点图表七**）。尽管中国房地产的长期趋势已明显转向，房地产泡沫破灭的时点仍难以具体预测。尽管如此，许多三、四线城市的房地产泡沫已经破灭。这些城市的房地产价格停止上涨，甚至自2014年以来已彻底开始下行。房地产行业目前面临显著供应过剩的情况，有关情况将需要多年的时间来消除。

此外，按不同级别城市平均价格的同比变化来衡量中国的房地产价格周期已经开始见顶。未来十二个月，许多三四线城市的房地产价格泡沫将开始幻灭，经济改革将迫使地方政府放缓通过私人家庭加杠杆去房地产库存的政策。

泡沫的回响：「伟大的中国泡沫」破灭后的今年，中国像一个古老的废墟，栖息在世界的边缘。乍看之下，中国的金融市场好像一片死寂、结构扭曲。然而，中国仍不断地引发全世界的关注并撩拨幻想，以及继续干扰全球市场的能力，证明了这个国家是全球系统之重。许多市场领先指标已沦为事后孔明。目前通过破译市场领先指标以得到未来线索，就像迂回于故宫里一般，每道半掩的门都通向皇宫里更深的庭院，而外墙、屋檐却只有细微的差别，只有经过反复的推敲方能领悟最终的预示。

爱德华·钱塞勒在他的经典之作《天诛地灭》中撰写了1987年10月股灾后的事情：「日本最大券商的代表被召集到财政部。他们被下令须保持日经平均指数于21,000点以上」。事实上，1929年大萧条后美国亦曾试图进行类似的救援任务，当时的银行家齐聚于摩根的办公室里，商议着如何提供资金以稳定市场。但这些努力最终以失败告终。这些往事勾起了许多的回忆，让人想起了在「伟大的中国泡沫」破灭过程中，不同的国家部门之间做出的空前的协调工作。历史总是在不断地重演。

在这「伟大的中国泡沫」破灭一周年之际，就让我们以凯恩斯的《通论》里第22章的一句话作为总结。他对1929年大崩盘的概述，和目前的情况可谓异曲同工：「投机市场的根本在于市场参与者对投资标的的无知，以及投机者对市场情绪转变的关注超过了对未来资产收益率的合理估计。当市场的幻想破灭之时，之前过度乐观和超买形势而产生的破灭力量将会是突发性的、甚至是灾难性的。」

近期報告

- 20120625 市场与经济的博弈
 20120706 经济疲软 降息乏力
 20120725 货币战争中难寻“钻石底”
 20120822 猪“调控”了中国股市
 20120906 静待政策市
 20120922 央行在等什么？
 20121019 市场和经济不可能同时见底
 20121116 站在经济转型的十字路口
 20121204 2013：改革的悖论（前瞻）
 20121214 2013：站在市场进退的十字路口
 20121219 2013：改革的悖论
 20130117 市场共识忽略了些什么
 20130227 乍暖还轻冷 未雨已迎风
 20130325 股市见顶 何时何地
 20130415 黄金暴跌预示着股市波动性上扬
 20130422 赌市
 20130513 麻将投资定理
 20130520 麻将投资定理之二：创业板泡沫
 20130524 第二只黑天鹅：日记
 20130603 扭曲的“常态”
 20130610 动荡的预示(下半年策略预览)
 20130621 动荡的预示 之二
 20130625 情绪宣泄淋漓 大盘反弹在即
 20130722 小跃进：利率半市场化和股市的影响
 20130729 债务审计与中国的“债务泡沫”
 20130819 一系列市场异象及其显著意义
 20130904 中国是当下最显著的逆向交易主题
 20130910 牛市里应顺势而为
 20130914 中国股市和美联储缩减计划
 20131014 中国股市和美国债务上限的争议
 20131017 股市是否可以预测？（向法码和席勒致敬）
 20131024 逢高减持 获利了结
 20131108 三中全会：当局清，市场迷
 20131205 2014 展望：黑马与黑天鹅（预览）
 20131212 2014 展望：黑马与黑天鹅
 20140127 2013 年的警示
 20140225 人民币、房价是显著的市场风险
 20140304 风险 - “你懂的”
 20140311 市场底部：1600 点
 20140317 人民币贬值将刺破房地产泡沫
 20140324 大盘股也有春天
 20140409 长端收益率才是关键
 20140414 三个流行交易策略的逆转和价值投资的回归
 20140514 新常态和新极端
 20140617 2014 年下半年展望：寂静的回响（预览）
 20140625 2014 年下半年展望：寂静的回响（全文）
 20140711 寂静的回响：波动性的回归
 20140718 足球，股市和股指的楔形化
 20140723 一万亿的疑问：抵押补充贷款、房地产和有色金属
 20140728 一万亿的狂热：逢高减持；获利了结
 20140805 市场共识忽略了什么
 20140814 信贷转向及政策前景
 20140822 沪港通和资金流向的真相
 20140827 市场隐含的经济增长和政策前景
 20140905 理智与情感：止损并修正交易策略
 20140915 货币和财政政策可期
 20140922 盘整还是回档 - 长端收益率仍然是关键
 20140929 市场的割裂
 20141006 香港的鸿沟
 20141013 聚焦美元强势
 20141020 货币政策的拐点
 20141027 沪港通延迟成为市场阻力
 20141111 市场共识对沪港通认知的误区
 20141117 沪港通：开创新历程
 20141124 降息！以及新的交易逻辑。
 20141208 中国市场的价格与价值：上证等于 3400
 20141211 2015 年展望：风险重新定价
 20141224 2015 年中国的五个意外
 20150118 两融调查引爆头寸；上证泡沫化点位=4200
 20150129 危险的头寸
 20150205 降准、人民币与国际收支不平衡
 20150209 期权首发日和红庙子们的故事
 20150302 降息和市场的新极端
 20150320 市啥率，就是啥率
 20150413 恒指目标 32,000；与“中国大妈”顺势而为
 20150416 A50/500 股指期货和创业板泡沫的幻灭
 20150420 肖钢、小川和丁蟹
 20150506 调教“人民日报牛”
 20150511 降息如期而至；历史会否重演？
 20150528 “5-30”：以暴跌纪念暴跌
 20150616 伟大的中国泡沫：800 多年历史的领悟
 20150624 “钱荒”纪念日
 20150629 央行双降又如何
 20150702 证监会平抑市场波动
 20150706 各部联合出大招又如何？
 20151026 央行双降，市场抉择的时刻
 20151109 重启 IPO：魔鬼的细节
 20151116 巴黎冬天恐怖主义事件
 20151130 市场的三个极端
 20151209 2016 年展望：资产慌
 20151217 美联储加息和中国交易模式的变化
 20160104 熔断机制：伤的最深的是第一次
 20160108 熔断机制暂停又如何？
 20160115 超卖的修复
 20160121 软弱的对手盘
 20160125 稳定一个不稳定的市场
 20160203 拯救房地产泡沫的最后一枪
 20160217 历史性的贷款后，三个重要的上限
 20160301 增长乏力，则股市疲软
 20160307 “两会”周期小阳春
 20160321 历史性的市场分歧
 20160418 周期的假像
 20160503 蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔
 20160606 市场见底：何时何地

交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價于 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價于 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價于 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數于 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落后: 預期行業指數于 12 個月內落后大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

鄭子丰 CFA, CPA, CA

(852) 2977 9393

raymond.cheng

銀行/網絡新金融

李珊珊 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8058

lishanshan

萬麗 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8051

wanli

韓嘉楠

(86) 10 8800 9788 - 8055

hannah.han

消費

王雅穎 CFA

(852) 2977 9221

summer.wang

吳效宇

(852) 2977 9386

shawn.wu

環保服務

鄭民康

(852) 2977 9387

wallace.cheng

博彩休閒

劉雅瀚 CFA, FRM

(852) 2977 9235

alfred.lau

醫葯生物

李博

(852) 2977 9203

david.li

保險及證券

鄭嘉梁

(852) 2977 9389

jupiter.zheng

張兩瑞

(852) 2977 9250

yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD

(86) 10 8800 9788 - 8039

yuan.ma

谷馨瑜 CPA

(86) 10 8800 9788 - 8045

conniegu

孫夢琪

(86) 10 8800 9788 - 8048

mengqi.sun

研究部主管/策略

@bocomgroup.com

洪灝 CFA

(852) 2977 9384

hao.hong

建材及工業(中盤)/汽車

陳慶

(852) 2977 9392

angus.chan

油氣/燃氣

劉旭彤

(852) 2977 9390

xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM

(852) 2977 9235

alfred.lau

謝聯聰 CFA, FRM

(852) 2977 9220

philip.tse

過璐璐

(852) 2977 9211

luella.guo

新能源

孫勝權

(86) 21 6065 3606

louis.sun

科技

嚴司政

(852) 2977 9243

christopher.yim

電訊/中小盤

李志武

(852) 2977 9209

lizhiwu

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA

(852) 2977 9380

geoffrey.cheng

周云飞

(852) 2977 9381

fay.zhou

分析員披露

本報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則之相關定義】並沒有於發表報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、中國惠農資本集團有限公司、德基科技控股有限公司、國聯證券股份有限公司、培力控股有限公司、齊合天地集團有限公司、綠地香港控股有限公司、中軟國際有限公司、云游控股有限公司、聯想控股股份有限公司、匹克體育用品有限公司、恒投證券（亦稱為恒泰證券股份有限公司）、鄭州銀行股份有限公司、中國華融資產管理股份有限公司、中國國際金融股份有限公司、盈健醫療集團有限公司、綠景（中國）地產投資有限公司、中國建設銀行股份有限公司、新昌營造集團有限公司、河北翼辰實業集團股份有限公司及中國飛機租賃集團控股有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有中軟國際有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告（包括任何有關的附件），表示並保證其根據下述的條件下有权獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、復印或儲存，或者(ii)直接或者間接分发或者轉交予任何其他人士作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被视为集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分发、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分发或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。