交銀國際 BOCOM International

2020 年 6 月 10 日

中国市场策略

2020 年下半年展望：潜龙欲用

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

- **价值股将跑赢。**2020 年 5 月 19 日，价值股跑输成长股的程度已达到 2000 年 3 月 9 日互联网泡沫顶峰时的水平。这是纳指的一个分水岭。虽然标普 500 指数也在 2000 年 3 月见顶，但它随后在顶部徘徊了约 6 个月，才最终开启历史性的暴跌。至于现在这些指数是否已见顶，尤其是在乐观情绪极端高涨的情况下，我们比市场共识更为谨慎。但无论这些指数是否已见顶，价值股都将跑赢。

- **市场荒谬的预期**。价值股和成长股之间的盈利增长预期差约为 25%，与 2000 年 3 月的水平大致相同。其中，价值股盈利增长预期为-23%，成长股为 2%。如果价值股盈利每年增长-23%，并每年落后于成长股 25%，那么价值股将在 3 年内消失，而成长股将占据整个市场——这是不可能的。2000 年 3 月，价值股的盈增预期在 15%左右，而成长股在 40%左右。按照当时的速度，成长股将在 10 年内消灭价值股。如果 2000 年是一个泡沫，那么我们现在面对的是一个更大的泡沫。

  无论利率水平如何，这一观察都是正确的。因为市场相对表现反映的是增长预期差，而对于价值股和成长股来说，折现率都是相同的。利率变为负值才是一场真正的灾难。在贴现率为负的情况下，传统金融中的机会成本将变成“机会收益”。如是，市场要付钱给投资者去持有股票，股票价格将会变成负数。因此，负利率无法解释当下如此高的估值。降息并没有阻止中国股市泡沫在 2015 年 6 月破裂，也没有拯救日本和欧洲的经济。

- **周期股有价值，但市场可能将误解它们的强势**。价值股现在基本上与周期股有很多交集。这些都是又老又无人问津的股票，例如工业和金融。它们的强势表现可能会被交易员误解为经济复苏初期的信号，从而推迟了标普 500 和道指见顶的时间。由于道指是一个等权重指数，从而更受市场乐观情绪的追捧，因此道指甚至可能会表现得更好。2000 年 3 月互联网泡沫破灭后，尽管随后美国经济衰退，但价值股仍继续跑赢。

- **A 股和港股都有长期投资价值**。上证与标普 500 指数的相对表现达到一个拐点，预示着未来上证的相对回报会更好。2000 年 3 月之后，中国股市的表现确实远远好于美国。我们维持去年 11 月对上证未来十二个月 2700 – 3200 点交易区间的预测。在 3 月的暴跌中，恒指也触及了当前周期的低点，且这个低点不太可能被突破。A 股和港股也可能会受到美国成长股泡沫破灭的影响。但即便是有影响，价值投资者也不会拒绝更好的价格。

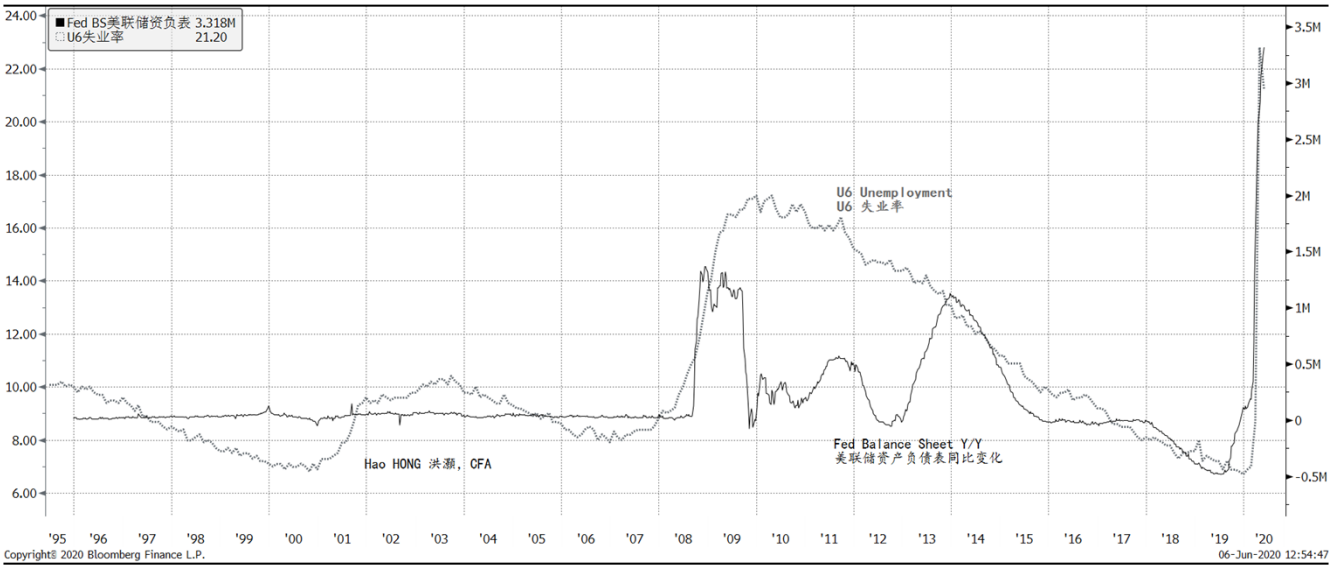
此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

2020 年下半年展望：潜龙欲用

价值投资将回归；价值股将跑赢

2020 年的每一天都将被载入史册。我们不必再赘述全球市场史诗级的波动，以及各国央行为遏制经济崩坍而采取的史无前例的联手行动。这些新闻一直在各大报纸的头版。结果，美联储资产负债表随着美国失业率飙升到了历史高点（**图表 1**）。

图表 1: 历史上最糟糕的美国失业率和破纪录的美联储扩表

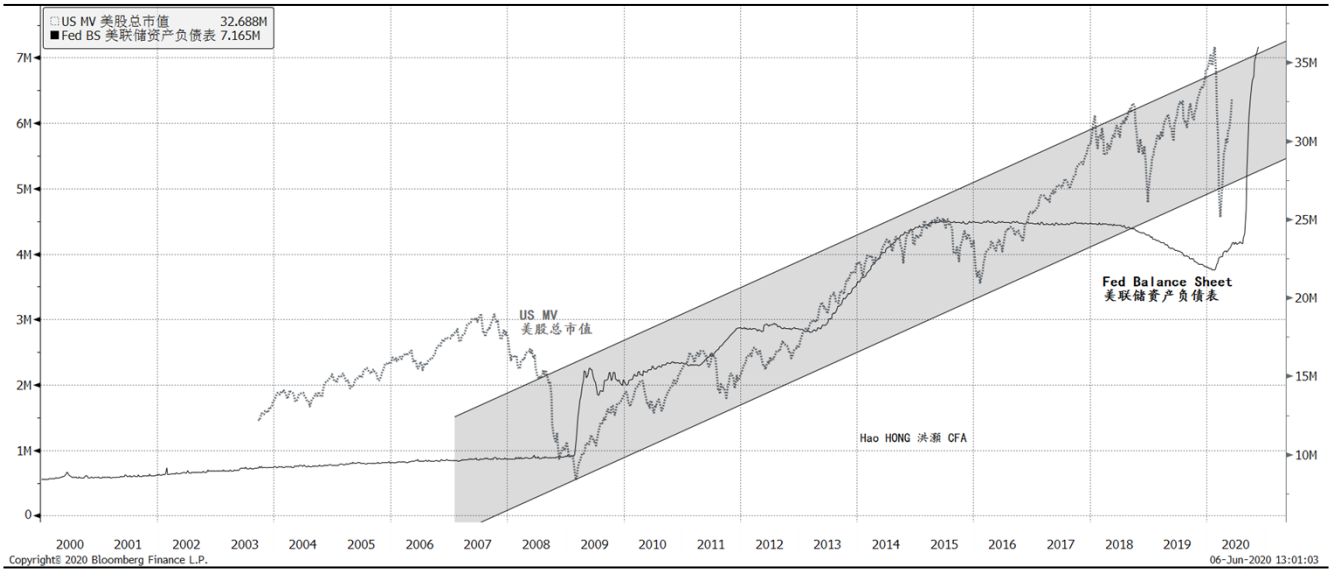


资料来源：彭博，交银国际预测

美联储资产负债表的规模与美股市值之间存在着紧密的相关性（**图表 2**）。这种相关性自 2008 年以来一直存在。当时美联储启动了量化宽松，以把美国经济从 1929 年大萧条以来最严重的衰退中拯救出来。至今，市场对美联储托底任何经济衰退的决心已经深信不疑。

与此同时，股票交易员信奉“不与美联储作对”和“趋势投资”的交易信条。小盘股相对于标普 500 预期估值的高涨充分体现了市场的极端乐观情绪。自 3 月以来，小盘股的相对预期估值一直随着美联储扩表而飙升（**图表 3**）。

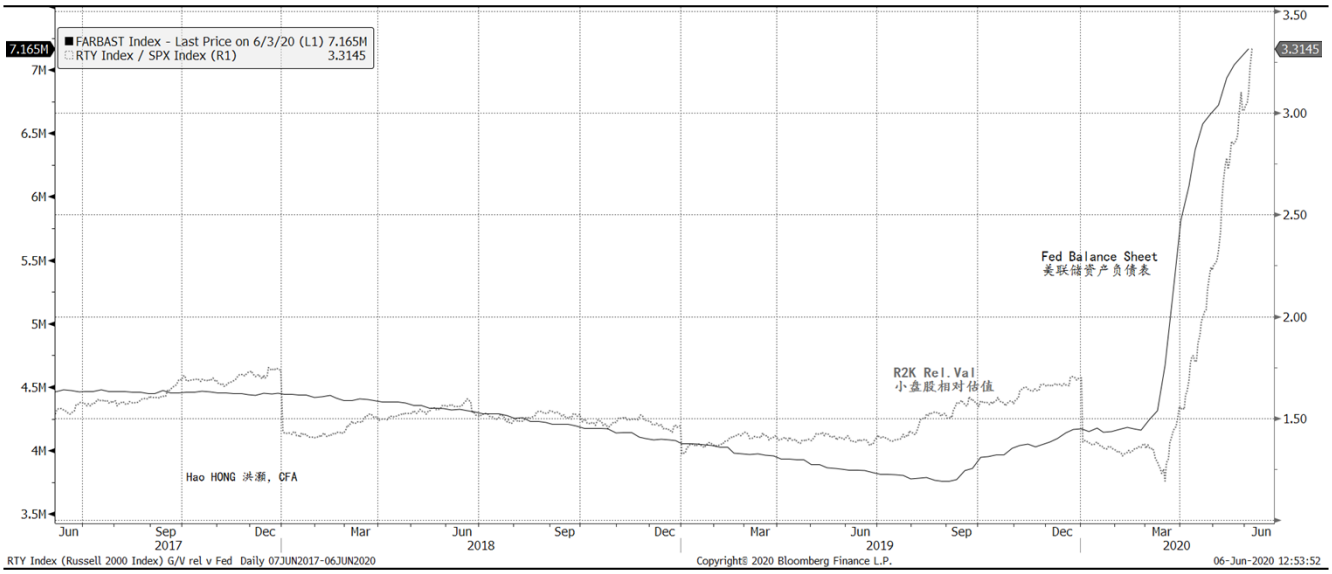
图表 2: 美联储扩表，市场上涨



资料来源：彭博，交银国际预测

小盘股的持仓并不是市场的主流，这些公司的发展由于缺乏研究覆盖也未被市场很好地理解。因此，小盘股的交易流动性很难与大盘股同日而语。通过价格与远期盈利预测的比率来计算的远期估值，是对未来预期的一种度量。小盘股的相对预期估值飙升，显示了市场弥漫着投机情绪。毕竟，如果不是为了获得可观的潜在资本利得，谁还会愿意持有流动性低，且充满盈利预测风险的小盘股呢？

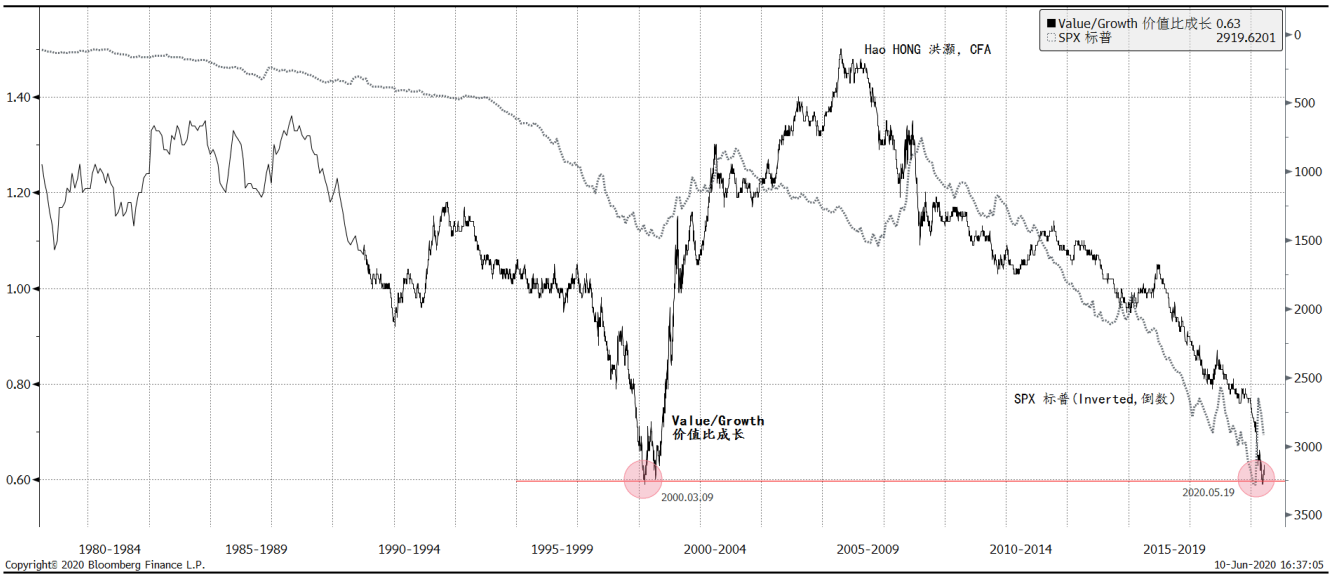
图表 3: 小盘股相对预期估值与美联储扩表高度相关



资料来源：彭博，交银国际预测

美联储是万能的吗？不计后果的盲目印钞是没有任何代价的吗？随着所谓的 MMT 现代货币理论的出现，许多人似乎对当前流动性泛滥的影响不屑一顾，并将对恶性通胀和公共财政的合理担忧抛之脑后。当然，这些恶果将不会是立竿见影的，因为短期内需求的崩坍会暂时抑制通胀压力。但即便如此，什么会第一个倒下？

图表 4: 5 月 19 日，价值相对于成长的弱势已达到了 2000 年 3 月的极端水平



资料来源：彭博，交银国际预测

我们注意到，价值股与成长股的相对表现在 2020 年 5 月 19 日跌至历史低点，与 2000 年 3 月 9 日纳斯达克泡沫破裂时的水平相当。同样值得注意的是，从那以后直到 2007 年，价值一直跑赢成长。尽管价值股的回归已经令人翘首以待数年了，但是由“FANG+”（脸书、亚马逊、奈飞、谷歌、微软、苹果）领衔的成长股持续上涨，一直在挑战着市场均值回归的进程。如今，成长股正处于一个历史性的关键时刻，让人想起 2000 年 3 月互联网泡沫见顶时的情景。与此同时，MSCI 美国指数的市销率在今年 3 月暴跌之前也达到了 2000 年 3 月的高位（**图表 5**）。

利率确实是很低。因此，根据永续增长估值模型，即使潜在增长率在下降，但只要利率下降速度快于增长率，股票就能维持非常高的估值水平。即使我们采用两阶段或三阶段的股票估值模型，只要利率下降速度快于增长率，那么股票估值里的终值部分还是可以非常高，最终产生非常高的估值倍数。

但同样的论点也适用于历史上每一次泡沫。有观点认为，这次不一样，因为利率处于历史低点，甚至可能变为负值。然而，正是因为利率处于历史低位，这意味着除非继续跌入负利率区间，否则低利率将无处可去。如果负利率成真，使用上述的永续增长估值模型，负利率甚至会导致估值的崩溃。这是因为，在负利率的世界里，机会成本将变为负值，实际上变成了机会“收益”。因此，没有人会愿意购买风险资产。相反，每个人都希望拿着补贴去借钱，或者相当于

以上不封顶的溢价出售债券。在这样的一个世界里，股价可以变成负值，或者投资者必须持有股票还可以获得补贴。这实在是令人难以置信。

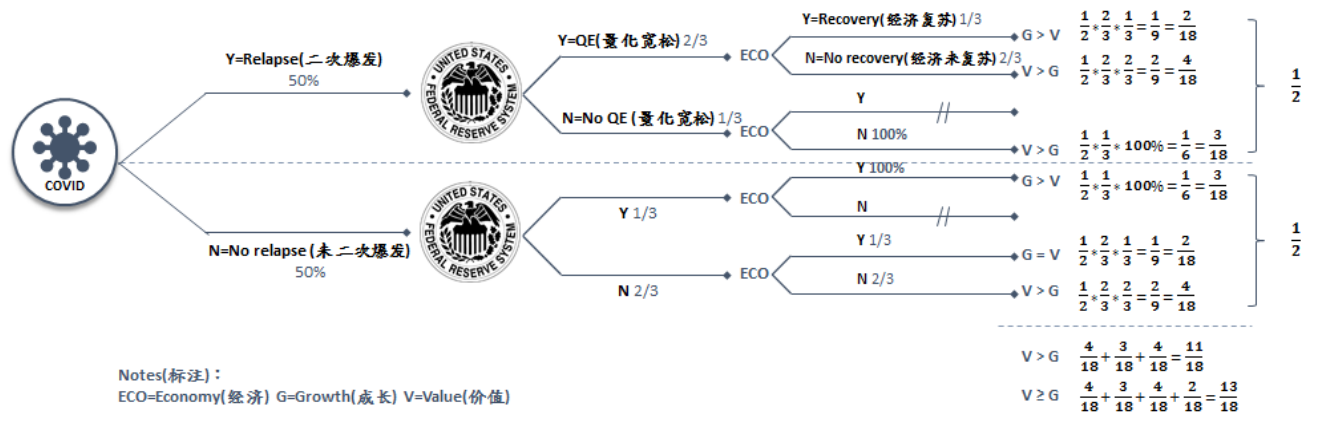
图表 5: MSCI 美国指数的市销率也已见顶

资料来源：彭博，交银国际预测

我们还可以一步一步地理清新冠疫情、美联储和实体经济是如何相互作用影响，以及对价值与成长投资的影响（**图表 6**）。在**图表 6** 中，我们展示了各种可能的情景组合。例如，我们的决策树的第一条分支线估计，因为即使流行病学家都没有可靠的估计，新冠疫情二次爆发的几率是 50/50；如果新冠疫情二次爆发，而美联储也因此加大宽松力度，那么这种情景下，经济复苏的几率估计为 1/3。

在对每个分支情景进行分析后，我们可以估计价值股不跑输成长股的机会为 13/18，价值股跑赢成长股的机会为 11/18。也就是说，价值型投资者比成长型投资者表现更好的机会，约在 2/3 到 3/4 之间。直观来看，新冠疫情不可能不影响经济的运行。只要经济不够景气，价值跑赢的可能性就很大，尤其是考虑到价值跑赢在 2000 年泡沫后的历史先例和价值股现在非常低的估值。

图表 6: 价值可能会跑赢成长

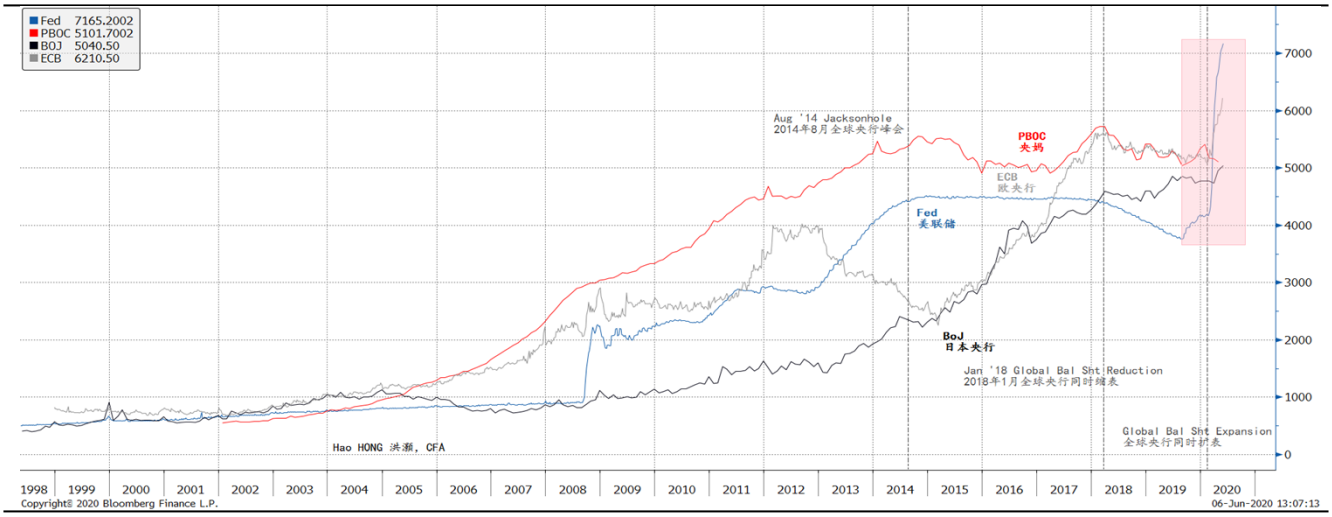


资料来源：交银国际预测

潜龙欲用

在全球央行以前所未有的速度扩表之际，全球最重要的央行之一——中国央行却明显缺席。如果我们看一下中国央行现在的资产负债表规模，其较去年同期有所上升，但自 2020 年初以来却未再继续扩张（**图表 7**）。新冠疫情爆发以来，中国央行已经小幅下调了贷款利率，启动了面向中小企业的定向贷款，并向某些小型银行提供资金，以帮助它们补充资本金。学界的确有关于赤字货币化的讨论，但这些讨论仍然只是雷声大雨点小，远未到付诸于实践的程度。中国央行是最为冷静克制的，不像全球同行那样在公开市场上买买买。中国央行还在等待什么？

图表 7: 中国央行是全球央行中最有节操的



资料来源：彭博，交银国际预测

可以说，中国是第一个从新冠疫情中恢复过来的国家，而这次疫情恰恰在春节淡季重创了中国的经济。近期高频数据显示，经济复苏正在顺利进行，制造业产能利用率基本恢复至正常水平。然而，由于对病毒的恐惧挥之不去，服务业的复苏步伐相对缓慢。中国的金融市场顶住了这场全球风暴。因此，中国央行似乎没有必要对中国金融市场进行大规模干预，而是正在努力缓解实体经济的流动性状况。

在我们之前题为《***估测中国失业率***》（2020.03.30）的报告中，我们讨论了上证综指的表现如何与市值和 GDP 比率的变化高度相关。更有意思的是，这个比率的变化在过去 10 年一直停留在一个非常明确的区间内——即+7%到-20%之间。历史上，只要中国的市值和 GDP 比率的同比变化达到 7%，上证综指就会遭遇阻力；而只要这一比率的同比变化降至-20%，上证综指就会找到支撑，甚至触底反弹——除了 2015 年股市泡沫时期（**图表 8**）。

图表 8: 除非中国央行大幅扩表，否则上证综指仍将受困于一个区间内

资料来源：彭博，交银国际预测

自 2008 年全球金融危机以来，中国经济一直以 7%左右的平均增速扩张。由于 GDP 是季度发布的，而市值和 GDP 比率则是根据每日股价计算的，当这个比率的变化超过 7%时，就表明市场的增长速度远远快于潜在的经济增长速度。因此，上证综指会遭遇阻力。但当这一比率的变化下降到-20%甚至更低时，就意味着市场已经足够便宜，足以反映出经济的潜在困境，就像 2016 年初泡沫完全破裂后，以及 2018 年底贸易战前景恶化时那样。

当前，市值和 GDP 比率的变化仍在上升，但尚未达到 7%极限。在我们于 2019.11.09 发表的题为《***展望 2020：静水流深***》报告中，我们预测未来 12 个月上证综指的交易区间为~2700 至 3200 点。过去 7 个月，上证综指的实际交易区间为 2,646 至 3,127 点。也就是说，我们去年 11 月估计的交易区间是有效的，并且在下半年的 11 月前应持续有效。如果上证综指靠近这个区间的下沿，投资应该主动一些，而反之类推。

关于上证综指的长期前景，我们在之前的报告里也曾讨论过，今年 2 月上证综指相对标普 500 指数的表现再次达到历史极端水平（*《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》*，2020.04.20）。虽然这一相对表现是由相对估值推动的，但在对比期开始时，这两个指数的实际指数水平大致都在 1000 点左右。这个巧合使得比较这两个指数之间的相对表现变得非常方便。上证现在相对于标普如此糟糕的表现意味着这两个指数之间的表现将均值回归，就像历史先例一样，尤其是在 2005 年上证跌到了 1000 点之下。因此，长期，上证综指将跑赢标普 500 指数。长期投资者应该开始关注上证的长期投资价值。

图表 9: 上证综指相对标普 500 指数的弱势达到极端；长期投资者应该注意这一点

资料来源：彭博，交银国际预测

与此同时，香港恒生指数也处于一个关键的时点。

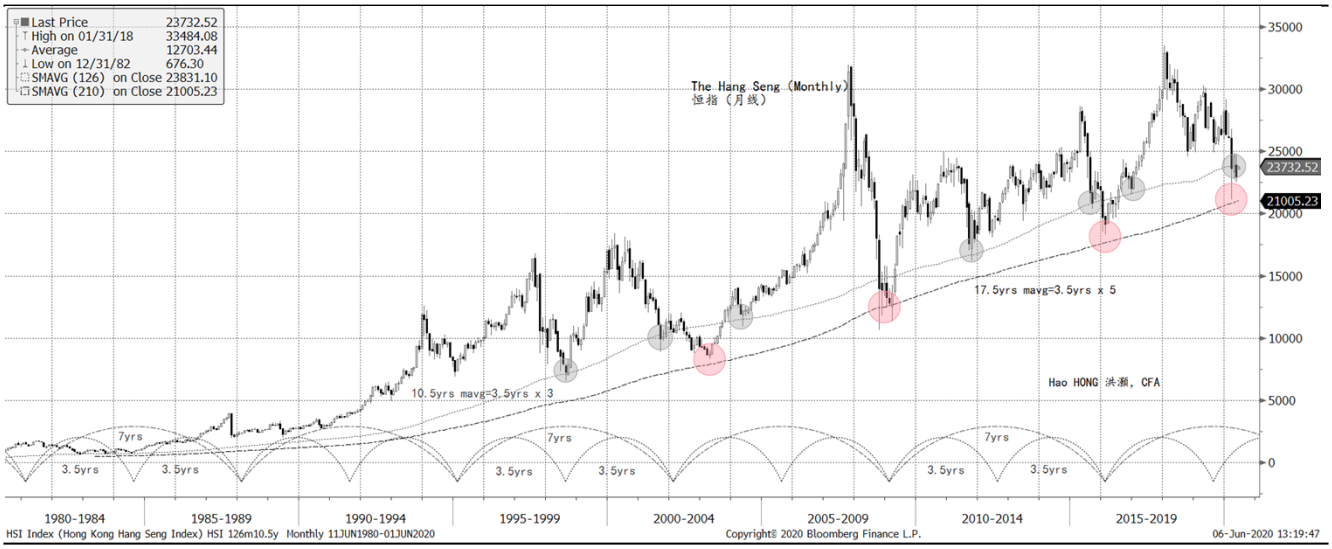
2018 年初以来，贸易战、社会事件、新冠疫情等一系列影响香港市场运行的不利因素层出不穷。在今年 3 月全球股市暴跌期间，恒生指数最低跌至 21,139 点，并自此找到了支撑。不过，与 2018 年 1 月 33,484 点的峰值相比，恒指已大幅下跌。

我们已经写了大量的文章论述了我们的 3.5 年短经济周期理论，并讨论了几个短周期是如何叠加起来形成一个 7 - 11 年的较长的中周期，甚至一个更长的 17.5 年和 35 年的长周期。这些中周期与长周期的长度都是 3.5 年短周期的倍数。一般来说，2 - 3 个 3.5 年的短周期形成一个 7 - 11 年的中周期。五个 3.5 年的短周期形成一个 17.5 年的中周期，而两个 17.5 年的中周期则等同于一个 35 年的长周期（《中美周期的冲突》2018.09.03）。

我们接着也讨论了这些经济周期对资产配置的重要性。简单地说，市场价格长期移动均值的走势反映着经济周期的变化。计算市场指数移动均线的时间长度应与经济周期的持续时间相一致。我们已经证明事实的确如此。（*《中国市场*

预测权威指南》2019.09.19）。请注意，我们的周期嵌套理论并非技术分析。相反，这是对经济周期理论的应用，以推导出资产配置的规律和原则。我们先建立了周期嵌套理论，再从这个理论里的周期长度反推出市场价格移动平均线计算的时间窗口。

图表 10: 恒指在 3 月崩盘后已跌至中周期的底部



资料来源：彭博，交银国际

我们发现，恒生指数的 10.5 年和 17.5 年长期移动平均线是该指数的重要支撑位（**图表 10**）。这些移动平均线的窗口时长与经济中周期的持续时间相吻合。我们在许多主要市场指数中已发现并验证了这一交易原理，包括上证综指、标普 500 指数和道琼斯指数。这绝不是巧合。

在 3 月的暴跌中，恒生指数最低点一度距其 17.5 年的长期移动平均线只有 100 点左右，而现在徘徊于 10.5 年移动平均线附近。因此，我们认为，在当前周期中，3 月份的最低点是一个有重要意义的低点；即便不确定性持续上升，恒指也不太可能再次跌破这个低点。加之恒生指数的估值处于历史低位，我们认为长期投资者也应关注恒指。这将是一次很好的长期投资。

近期报告

20150119	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的故事
20150302	降息和市场的新极端
20150320	市啥率，就是啥率
20150330	一带一路和新的世界秩序
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
20160105	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
20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望
20160627	脱欧后，如何交易中国
20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元
20160822	市场盘整
20160912	最拥挤的交易
20161114	特别报告：价格的革命
20161206	2017 年展望：微妙的平衡
20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？
20170307	再通胀交易早已落幕；准备开启防御性轮动
20170324	中国经济周期权威指南
20170413	市场价格失灵
20170524	新监管下的风险重新定价
20170609	下半年展望：要命的不漂亮，漂亮的不要命
20170621	A 股入摩：历史性时刻后的思考
20170714	突破"三套牢"
20170828	中国经济周期权威指南之二－新高
20170829	"心"周期
20171114	破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱
20171204	2018 年展望：无限风光
20180131	狗年：2017 年的领悟
20180207	市场危机
20180323	非常规贸易战
20180326	1987
20180409	因战而战
20180423	大国博弈
20180521	2018 年下半年展望：乱云飞渡
20180614	中国投机权威指南
20180703	何处是底
20180723	反弹和见底
20180813	向政策再借一命
20180903	中美周期的冲突
20181029	救市会成功吗？
20181119	2019 展望：峰回路转
20190201	峰回路转：狗年的教诲
20190301	融资牛路在何方
20190311	谁在买？谁会再买？
20190322	市场确认了一个重要的拐点
20190408	卖方研究员的自我修养
20190415	经济周期确认了一个重要的拐点
20190506	策略的沉思
20190514	"战争"与和平
20190530	2019 下半年展望：贸易摩擦的代价
20190628	投票的艺术
20190920	中国市场预测权威指南
20191111	展望 2020：静水流深
20191230	展望十年：长波中的退潮
20200205	新型冠状病毒对市场和经济的影响
20200210	新冠肺炎疫情进入拐点；隔离的经济成本
20200224	放水符
20200228	瘟疫咒
20200302	周期之末，诡异的风险对冲策略
20200303	周期的韵律
20200305	市场危机中，你应该问的问题
20200309	股市韭菜主义
20200310	中国是"避风港"吗?
20200316	中国式抗疫
20200320	周期之美
20200323	希望和奢望
20200324	是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？
20200330	估测中国失业率
20200406	周期已经见顶，帷幕缓缓而落
20200409	桑德斯的传奇
20200416	社会的割裂
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
20200428	创业板注册制又是一次重要的市場改革

交銀國際
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。 **中性**：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。 **沽出**：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业 **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**。	**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**。 **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**。 **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。 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银城国际控股有限公司、太兴集团控股有限公司、申万宏源集团股份有限公司、德信中国控股有限公司、海天地悦旅集团有限公司、海通恒国际租赁股份有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、嘉宏教育科技有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、中汇集团股有限公司、煜盛文化集团、鑫苑物业服务集团有限公司、新力控股（集团）有限公司、金川集团国际资源有限公司、中国天宝发展集团有公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、华立大学集团有限公司、阿里巴巴集团控股有限公司、康宁杰瑞生物制药、保利物业发展股份有限公、旷世控股有限公司、宏力医疗管理集团有限公司、上海建桥教育集团有限公司、中关村科技租赁股份有限公司、北京乐享互动网络科技股有限公司、富石金融控股有限公司、卓悦控股有限公司、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及康方生物科技（開曼）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%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有国泰君安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。