

2021年5月25日

中国市场策略

大宗商品的长波：来自三个世纪的证据

- ⊕ 价格记录着历史。在这个意义上，历史就是价格，而价格的波动潮起潮落。通过前人精心整理的、具有三个世纪历史的商品价格数据，我们可以回溯遥远的历史，并构建我们专有的长波指数。无需任何统计上的“花招”，这项拥有300多年历史的专有指数中的长波结构立即跃然纸上。这些结构就像凸弧，就像弯弓一样准备放箭，在充满着历史性事件的洪流中攀升。我们特意标绘长波指数的水平而不是指数的变化，因为通过指数斜率变化看到价格的变化本身就是历史的记录。
- ⊕ 自18世纪末以来，我们可以确定地看到四次价格长波的冲击。这些长波往往在经济繁荣的高峰期达到顶峰，并且与历史上每一次工业革命的时间大致吻合。尽管货币主义学者、马克思学者和马尔萨斯学者对这些长波的成因提出了不同的解释，但所有学派的理论都难言其详。此外，与有相对固定的周期性变化的周期模型不同，长波的波长其实并不明确，但其结构在图中却引人入胜。尽管成因、波长都不太确定，所有的长波的潮起都与人口增长、生活水平的提高，或两个因素同时推升社会总需求水平。
- ⊕ 我们并非处于一个新的“大宗商品超级周期”的风口浪尖上。其实，我们早已经被席卷于自18世纪以来的第四次价格的长波之中。尽管如此，即使我们穷经皓首，我们也很难确切地判断是什么因素将催化社会总需求，从而最终完成第四次价格长波。毕竟，发达国家已经徐徐老矣，而中国最新的人口调查显示一些令人不安的趋势。但是，全球资本支出回报率正在上升，而拜登政府则雄心勃勃，计划基建兴邦。如果我们对于过去几百年长波结构的观察是正确的，那么未来一段时期的商品价格将会在剧烈的震荡中上升。
- ⊕ 价格的长波更多的是一个叙事模型，而不完全是预测模型。长波的结构可以预示未来的轨迹，但对于短期内拐点的预测则无能为力。我们的经济短周期定量模型恰恰可以填补这个空白。实际上，我们专有的经济短周期领先指标正逐步运行到顶峰，这预示着今年晚些时候将出现一个周期性的转折点，而当前的经济扩张的步伐将趋于缓和。同时，许多周期性行业的盈利预期正在拐头向下。历史表明，在这些条件下，尽管大宗商品的绝对价格水平很可能会再创新高，但最容易赚的钱已经被赚走了。
- ⊕ 中国的上游价格压力尚未向下游传导。但中国已经开始遏制大宗商品的飙升。从价格和期货净头寸来看，我们可以发现局部的、但尚未蔓延全市场的投机交易。高层的“喊话”已经重挫了大宗商品市场，但可能还需要几轮干预才能最终熄灭大宗商品市场的热情，就像2016年和2017年那样。当尼克松想第二次限价时，他的顾问警告说：“一个人不可能两次踏入同一条河。”尼克松回答说：“如果那条河被冻住了就是可以的。”当然，我们都知道那部电影的大结局。

洪灏, CFA

hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802

研究部主管

谭淳

karen.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1825

大宗商品的长波：来自三个世纪的证据

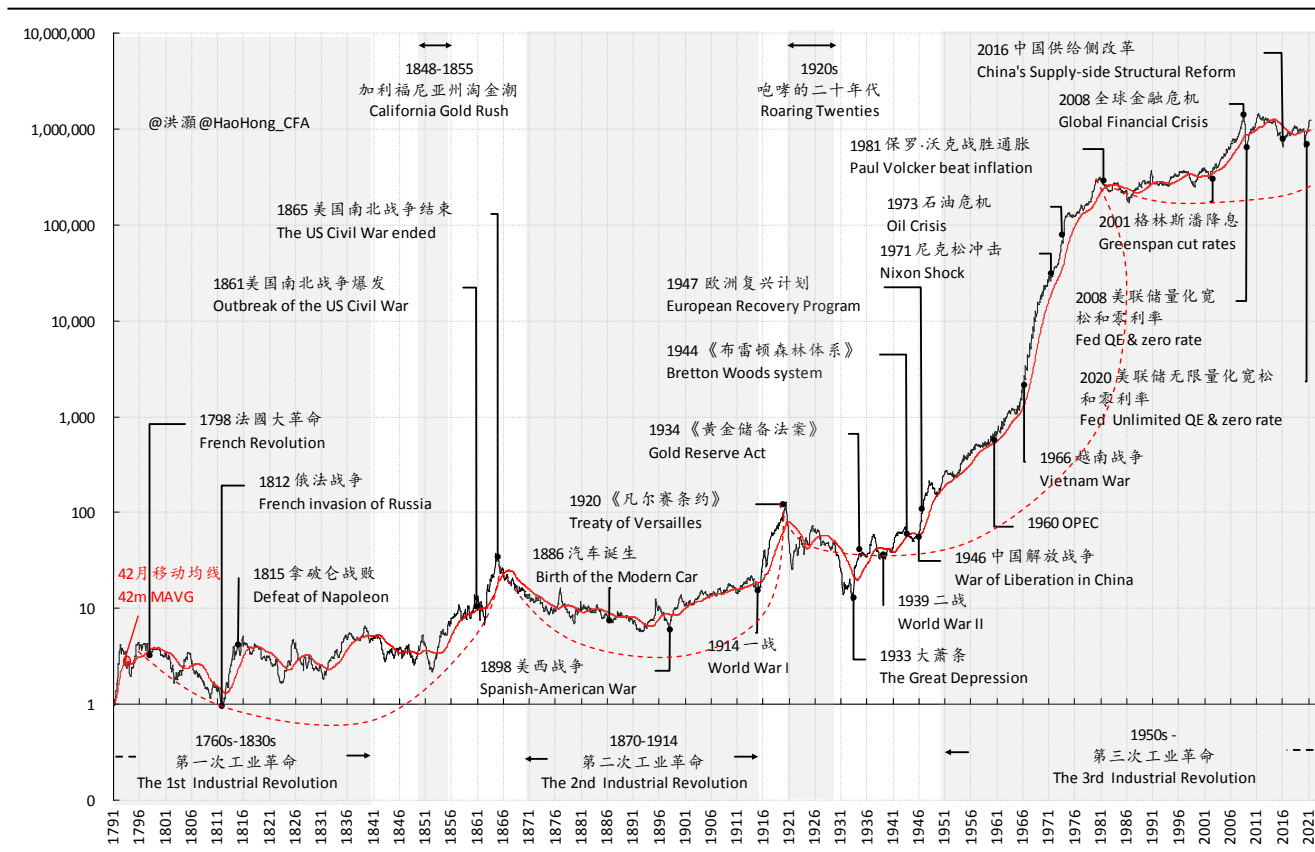
四次长波

“经济学家最普遍的特点不是无所不知，而是不知道自己一无所知。而其最大的优势则在于，所有的预测，无论对错，都将很快被遗忘。” -- 约翰·加尔布雷思 (John K. Galbraith)

我们正处于大宗商品超级周期的风口浪尖吗？

要回答这问题，我们必须先了解价格究竟是什么，以及价格变化的含义。对于马尔萨斯主义者来说，价格变化表明供需失衡，而任何供需的均衡都是短暂的。对于货币主义者来说，价格就是货币价值变化的记录。对于马克思主义者来说，价格变化体现了一种社会制度，在这个制度中，经济增长的成果是如何被社会各阶层的人们所分享。对于历史主义者而言，价格变动标志着潜在的社会动向，价格波动显示同时发生的社会动荡，而反之亦然。

图表 1: 大宗商品的长波



资料来源：交银国际

2021年5月25日

中国市场策略

简而言之，我们可以从多种角度研究价格和价格的变化。然而，一旦我们发挥天马行空的想象力，并将历史价格数据延伸到遥远的过去，我们会发现价格的过去充斥着历史性事件。从这个角度看，价格就是历史。而任何建基于几十年而不是数百年价格数据的研究，以及由此得出的任何结论都很可能是过于草率的。

此外，我们告诫不要套用“超级周期”来预测未来的商品价格走势。诚然，最近的商品价格的高歌猛进，使得一些专家抵不住线性外推法的诱惑来预测未来价格的走势。毕竟，所有经济学模型均可以简单地定义为圆圈和直线。然而，使用久期跨越多年的“超级周期”来预测未来几个月的价格变化，就显得有些小题大做。就像是用高射炮打蚊子一样。

作为对中国经济周期最早进行量化研究的学者之一，我们最近收到了许多关于大宗商品价格暴涨的提问。当我们在去年6月发布2020年下半年展望时，我们是市场上最早预测商品价格和周期性股票的上升周期，以及后续的通胀预期变化的分析师之一。在我去年由中信出版社出版的畅销书《预测》中，我深入讨论了不断变化的全球经济体系即将导致商品价格激增。目前，历史正在我们眼前飞快地演绎。

我们专有的长波指数和解读

为了回答我们在本报告开端提出的问题，我们必须回到历史来整理价格数据。所幸的是，自18世纪中以来，世界各地的各种机构和学者都在努力地收集构建丰富的数据指数。随着时间的推移，这些指数变得越来越精确和详尽。

通过这些前人的努力，我们收集了主要商品的价格系列，例如锌、锡、煤炭、石油、茶叶、可可、铁、棉花、糖、金、银、铜等，一直追溯到18世纪末。然后用重新校准的商品研究局（CRB）指数权重，将这些商品价格汇总为一个跨越三个世纪的、我们专有商品价格指数。如此长的时间序列将我们的视角提升到一个可以更容易地检视历史长河的高度。

在**图表1**，我们以对数刻度图绘制了专有商品价格指数。图中价格长波的波浪结构立即跃然纸上。其实，如此清晰的价格波浪结构就是同步于经济活动的商品价格长波存在和运行的最好的证据。

与我们在本报告稍后将讨论的经济周期不同，这种波浪结构不需要任何复杂的统计技术。它并不需要拆解趋势或过滤来消除短期价格数据中的杂音 - 当我们试图建立中国经济周期的量化理论时，然后将其应用于全球范围，我们可能会不经意地对于统计数字进行了统计上的“严刑逼供”。然而，价格的长波在我们的图里是有目共睹的。

我们可以在过去三个世纪的价格长波中做如下的观察：

1. 大宗商品价格的长波可能跨越数十年，甚至接近一个世纪。换言之，与周期不同，这些长波的波长并没有确切的起止，而且不同波长的差距可以是非常巨大的。顾名思义，周期大多以固定的频率和久期波动，其发展往往经历大致可以预测的阶段。我们在研究和量化经济周期方面的经验表明，周期适合在较短的时间内应用，例如3.5年、42个月或850个交易日。一旦我们尝试将周期模型应用到对于遥远未来的预测，那么时间的延绵就

会开始模糊我们的视野。或者说，周期更适用于交易决定，而长波更适合从哲学的角度追求价格的含义。周期可以开出具体的药方，对症下药；而长波则只给出判断的规则。

2. 长波是根据绝对价格水平，而不是变化率来衡量的，与我们研究周期时不一样。从价格水平的斜率变化，我们就可以看出价格变化的势头。因此，我们有意在我们的图中标绘价格水平而不是变化率，因为变化本身的动量或价格水平的二阶导数就是长波的波动结构。它暗示着变化的强度。随着价格动量变化，世界穿越着战争与和平。
3. 尽管长波的持续时间有所不同，但它们都具有相似的发展线索。他们往往在最繁荣的时期到达顶峰，例如“淘金热”和“咆哮的二十年代”。长波开始时的价格变动很少是隐秘的，即使业余人士能了然于眼。然后，长波将形成类似于凸弧的价格结构，像一张拉满的弓，或者如技术分析所称的“圆弧底”。最后，长波在两次世界大战和大萧条等惊天动地的世界危机中再次到达顶峰。但是，对于这些长波结构最终将如何瓦解，现在我们仍然没有确切的答案。
4. 目前没有理论可以解释这些长波是如何形成的。它们的存在既触目惊心，又令人费解。我们可以尝试从货币主义者、马尔萨斯主义者或马克思主义者的角度解释它们的起源。这些学派各有优点，但没有一个能够解释所有的长波。例如，货币主义者会认为**图表 1**中的第三波是由废止金本位引发的，而第四波是格林斯潘在2000年互联网泡沫破灭后采取的零利率政策、以及2008年伯南克的量化宽松所促成的。然而，即使在美联储最著名的通胀鹰派保罗·沃克（Paul Volcker）“击败了通胀巨龙”之后，物价的绝对水平仍在继续上涨。
5. 在**图表 1**中我们的专有指数所标示的三个长波，与19世纪中后期开始的三场工业革命的时间大致吻合。前两个长波在视觉上相似，与第一次和第二次工业革命吻合。最令人震惊的是1930年代大萧条时期开始的第三个长波，因为这一波的结构几乎是垂直上升的。当然，在这一波期间发生了史诗级的历史事件，例如第二次世界大战、布雷顿森林体系，石油危机和保罗·沃克。这一波见证了世界历史上一段激荡的时期。从货币政策或战争到全球经济体系的所有冲击，都有助于解释第三个长波中显著的价格变动。以计算机、互联网和半导体为特征的第三次工业革命仍在进行中，但保罗·沃克采取了严厉的货币紧缩政策，将不断涌动的第三波转变为我们现在面对的第四次长波。
6. 在我们的经济周期定量理论中，我们开发了一个850个交易日/42个月的移动平均线系统，作为识别周期和交易机会的方法（请参阅我们于2019年9月20日发表，题为《**中国市场预测权威指南**》的报告）。我们还可以将这一指标应用到长波的研究中。一般而言，我们的专有价格指数会在很长一段时期内一直在低于这条平均线的水平下运行，然后运行到高于这条移动平均线而完成一次长波。目前，我们似乎还没有进入新的“超级周期”。但是，自1980年代以来，以技术突破和史诗级货币政策为特征的第四个长波已经吞噬了我们。过去一千年历史中最长的波浪持续了一个多世纪。
7. 尽管没有任何理论可以完全解释长波，但所有长波都是由人口增长、生活水平提高或两者共同刺激总需求来驱动的。例如，我们通过专有指数识别的第三个长波是由战后婴儿潮推动的，随后是新兴国家的婚姻和出生率上

升。当人们憧憬未来美好生活的时候，往往会成家立室，而二战的结束使这种憧憬成为可能。这也是最新的中国人口普查中，出生率低和人口快速老龄化令人不安的原因。

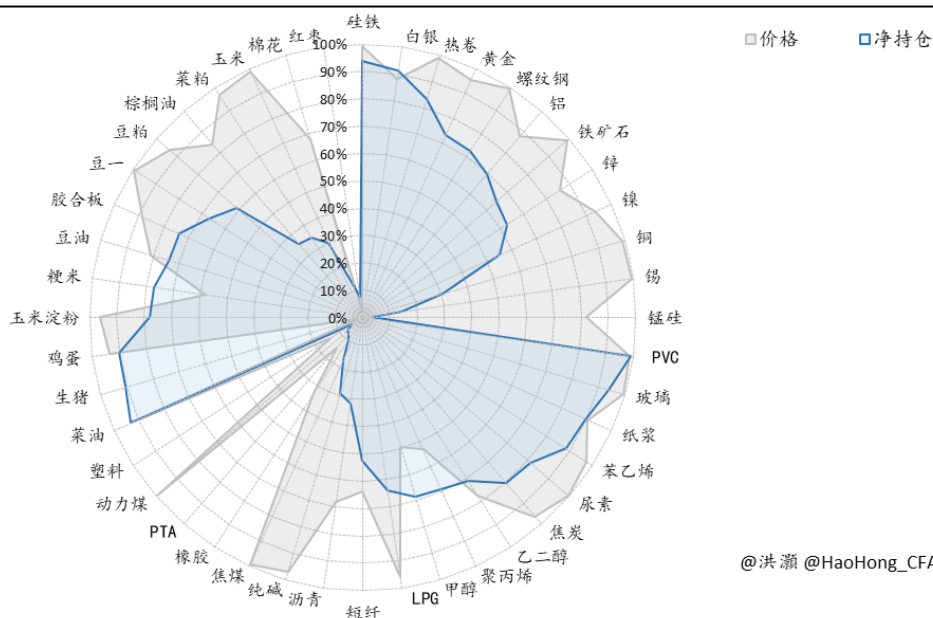
长期以来，发达国家一直面临不可避免的人口下降趋势，特别是日本和欧洲。因此，尽管有史诗级的货币和财政刺激措施，我们的大宗商品价格指数斜率已经从第三波中改变了。就目前的认知，我们尚不清楚最终刺激社会总需求的催化剂将从何而来。如是，尽管我们预计大宗商品价格将剧烈波动，但这更多的是基于我们在图表1中识别出的长波结构所做出的观察。话虽如此，如果即将到来的通胀期的持续时间比人们普遍认为的“暂时性”更长，它将给人们留下一个新的“超级周期”已经来临的印象。而实际上，我们已经生活在“超级周期”之中。

投机狂热?

最近，大宗商品价格一直以惊人的速度飙升，并伴随着历史性的波动。当然，中国“喊话”遏制“投机狂热”的做法犹如雪上加霜。但大宗商品市场真的存在投机泡沫吗？在看似势不可挡的暴涨之后，商品价格将走向何方？

为了衡量商品市场的投机程度，我们将各种商品的价格强度和净投机头寸与其各自的历史数据进行比较。对比研究的结果如图表2所示。我们可以看到，由灰色区域代表的各类商品价格的相对水平普遍处于极端的强势范围；但是，以蓝色区域代表的净投机头寸的相对水平则普遍适中。我们检测到，仅仅在硅铁、银、热轧卷板、PVC、玻璃、纸浆、苯乙烯、焦炭和一些农产品中，存在极端的投机头寸。也就是说，我们并没有发现商品市场中存在普遍的投机行为。全球经济复苏和短期的供应瓶颈确实支撑了大宗商品的价格强势。

图表2: 商品价格强度和净持仓相对于历史的百分位水平



因此，尽管监管层抑制投机热情以维护金融稳定的做法值得赞扬，但这种干预也可能造成意想不到的后果——供应商可能不愿以人为压低的价格出售商品，并囤积库存。这种库存囤积的行为在短期内可能导致供应短缺。同时，由于市场无法达成价格在短期内将进行合理调整的一致预期，买家不得不买货囤货，从而推升了短期需求。

我们并不是说这将是一个必然的结果。但这是一种必须考虑的情景。在2016年和2017年由供给侧改革引发的大宗商品价格暴涨时期，尽管相关部门多次出台限产和减排的政策，但大宗商品价格仍然一路走高，直到2017年底。在进入2018年经济短周期的下行阶段之后，商品价格才最终开始下跌趋势。

经济短周期

在过去几年里，我们运用量化的方法编制了中国经济周期的领先指标（**图表3和7**）。这一指标在预测经济的运行轨迹中有着良好的记录，帮助我们成功预测了中国经济周期的拐点和起伏。这一指标每三至三年半就会发生转向，最近一次确定性的峰值出现在2017年年中。而在2020年2月出现的峰值也许是新冠疫情突然引发的经济深度衰退。

我们的领先指标领先于价格、成交量和调查数据等一系列经济变量，并且与它们高度相关。例如，这一领先指标与螺纹钢现货价格、工业产出、工业存货、产能利用率、盈利增长和预期等经济变量高度相关，并且领先于这些经济变量。随着经济周期高低起伏、见顶触底，大量经济变量同时地、有规律地、以可预测的节奏和韵律同步波动，循环反复。

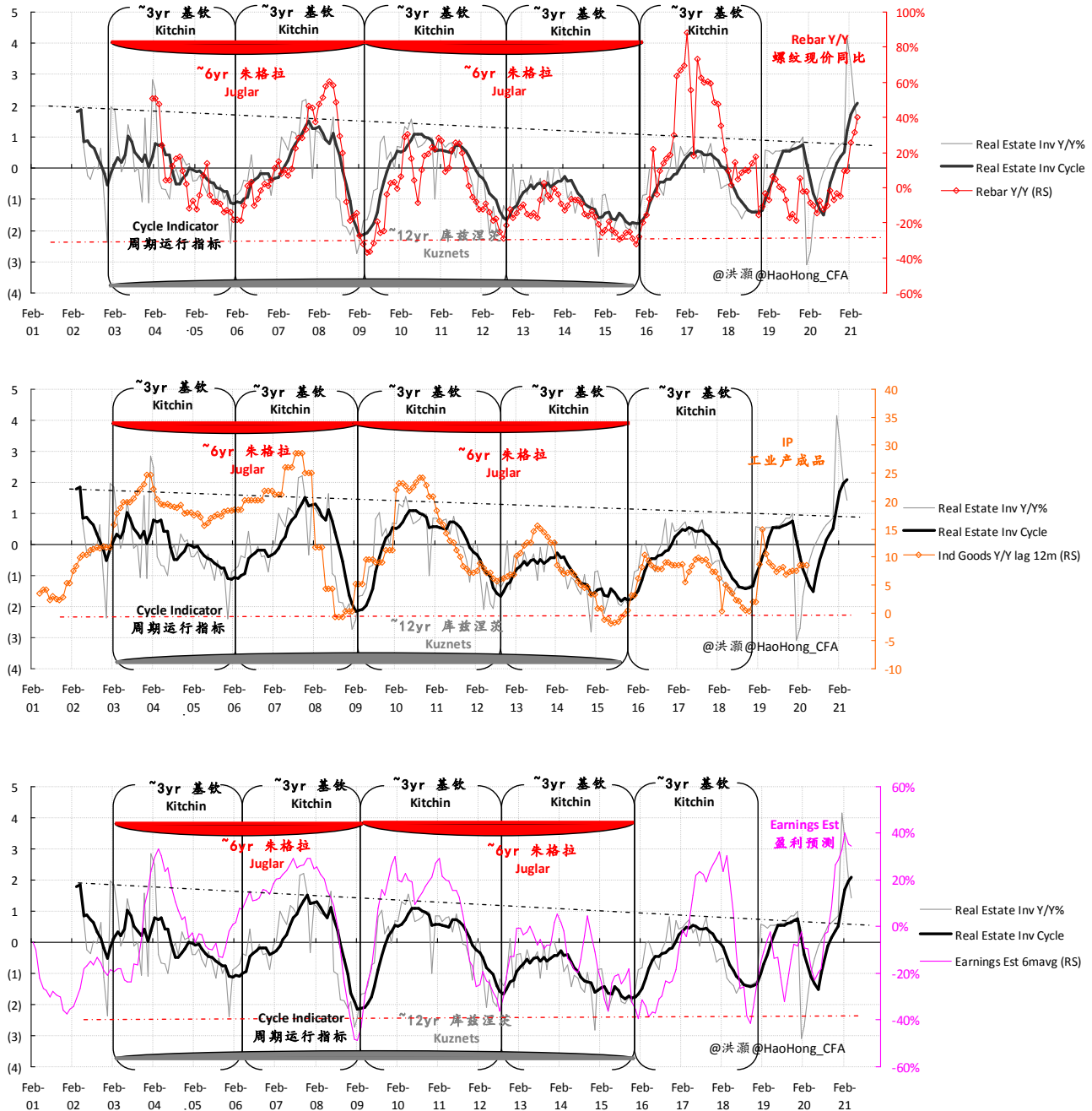
目前，中国经济短周期的领先指标似乎正在见顶。当我们的领先指标出现这样的拐点时，往往表明大宗商品价格的上行动能即将衰减。也就是说，价格上升曲线的斜率即将放缓，价格的二阶导数为负。

话虽如此，这里我们还是需要强调一下，我们的领先指标的意义在于其本身是领先于经济运行的。这个指标往往提前几个月预示了我们所处的经济短周期最终的转向。例如，这一指标在2017年年中见顶预测了经济周期在未来几个月即将见顶。最终，那一轮经济周期在2018年初最终由中美贸易争端引发了转向。从后视镜看，2018年是中国经济及市场最疲弱的年份之一。

综上所述，经济复苏将在未来几个月持续，但势头将放缓。从这个角度来看，随着波动加剧，周期性行业和大宗商品的绝对价格在未来几个月很可能还会出现新高。但是，最容易赚的钱已经被赚完了。

关于我们基于量化方法对经济周期理论的详细论述，请参阅我们的发表于2017年3月24日的《**中国经济周期权威指南**》和2018年9月3日《**中美周期的冲突**》。

图表 3: 我们的中国经济周期领先指标正在见顶



资料来源：彭博，交银国际

全球资本支出周期

拜登执政期间，美国将推出雄心勃勃的资本支出计划。尽管该计划在美国国会仍然存在争论，并且最终预算可能会低于最初提议的规模，但它仍将为美国的基础设施建设投资注入一剂强心剂。

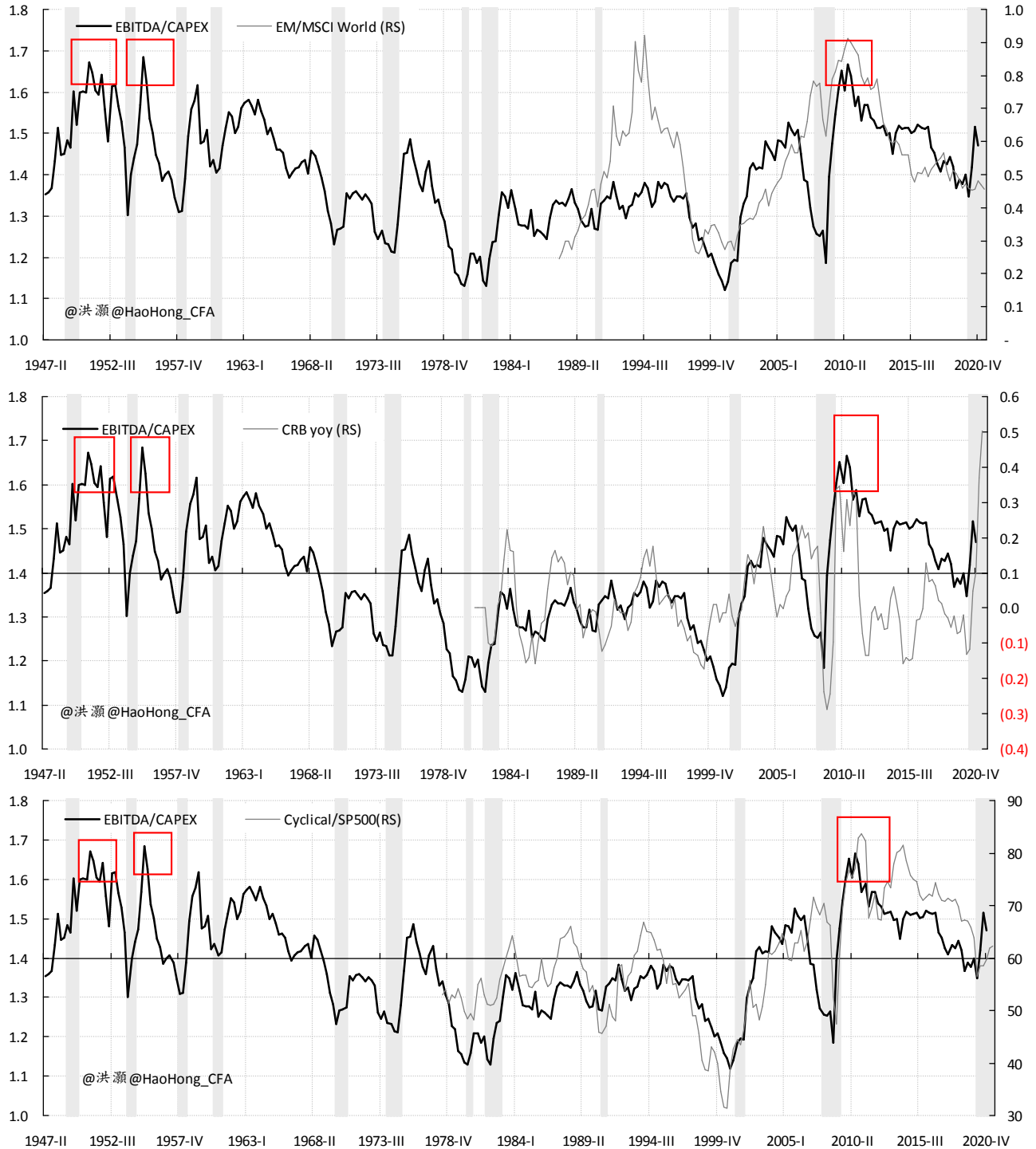
其实，美国资本支出的回报率自2010年见顶以来，一直在不断下降。然而，得益于几轮货币和财政宽松刺激，该回报率自2020年中已经开始修复，甚至比拜登的“美国就业计划”的最终施行还要早。

随着新的刺激计划的出台，以及资本支出回报率的持续改善，公司很可能会继续对其自身进行再投资，而不是将就于老化的工厂和机器，同时把资金用于股票回购。

美国的资本支出回报率可以作为衡量全球投资实体生产设施意愿的一个代理指标。在过去几十年里，这一回报率与许多全球重要的资产价格显著相关。例如，CRB大宗商品、周期性板块、新兴市场，和小盘股的相对表现（**图表4和8**）。

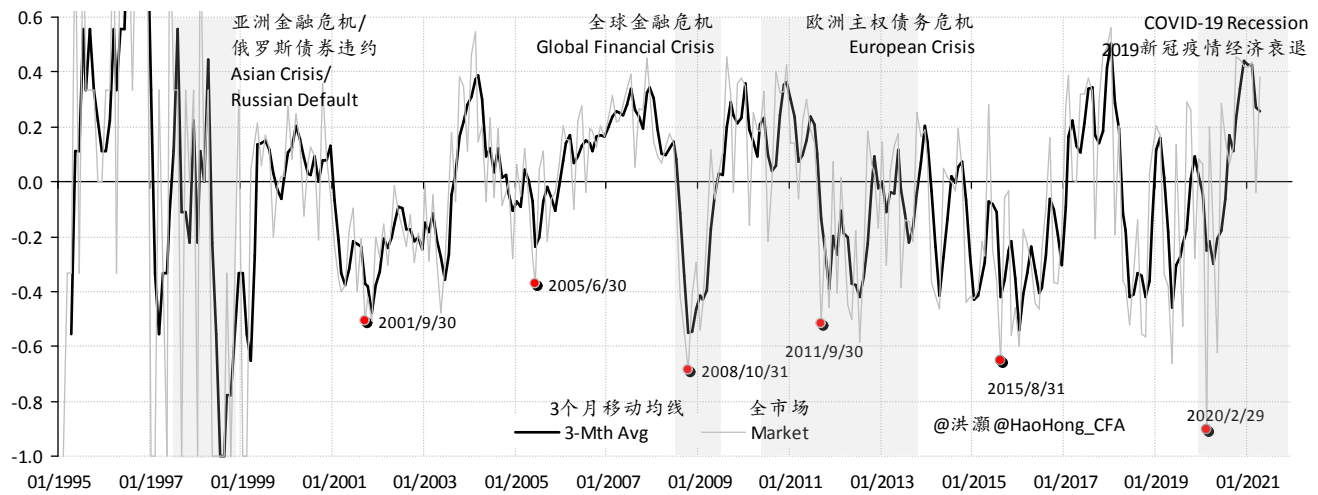
这一全球指标还表明，未来一段时间大宗商品价格仍将上涨。话虽如此，周期性行业的盈利预期已开始转向（**图表6和9**）。值得注意的是，这是一个短期的交易指标。从历史走势来看，盈利预期的变化与重要的市场拐点一一对应，以2007年年末、2011年年初和2018年年初最为显著（**图表5**）。投资者应注意，到目前为止，最容易赚的钱已经被赚完了。

图表 4: 美国资本支出的回报率自 2020 年中已经开始修复



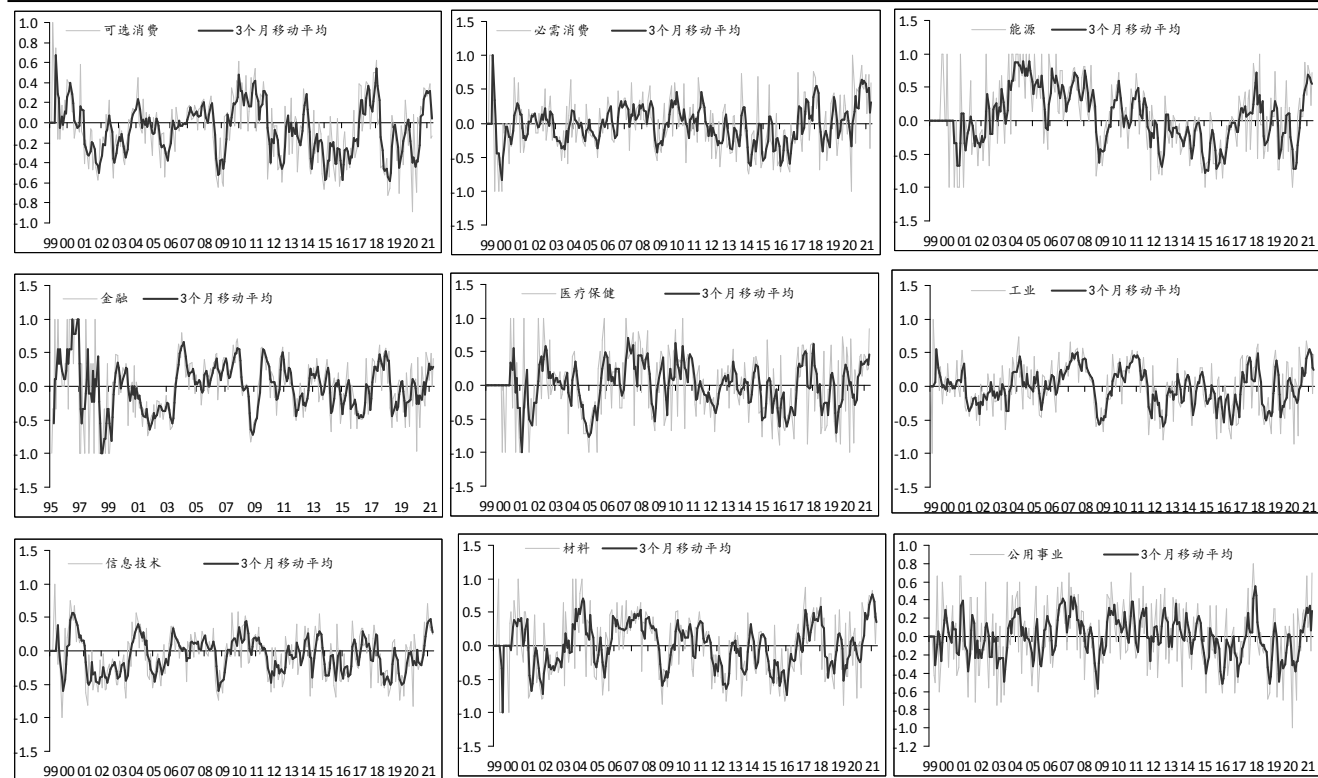
资料来源：BEA, 彭博, 交银国际

图表 5: 历史上利润预测的转变与市场主要的拐点一致



资料来源：FactSet，交银国际

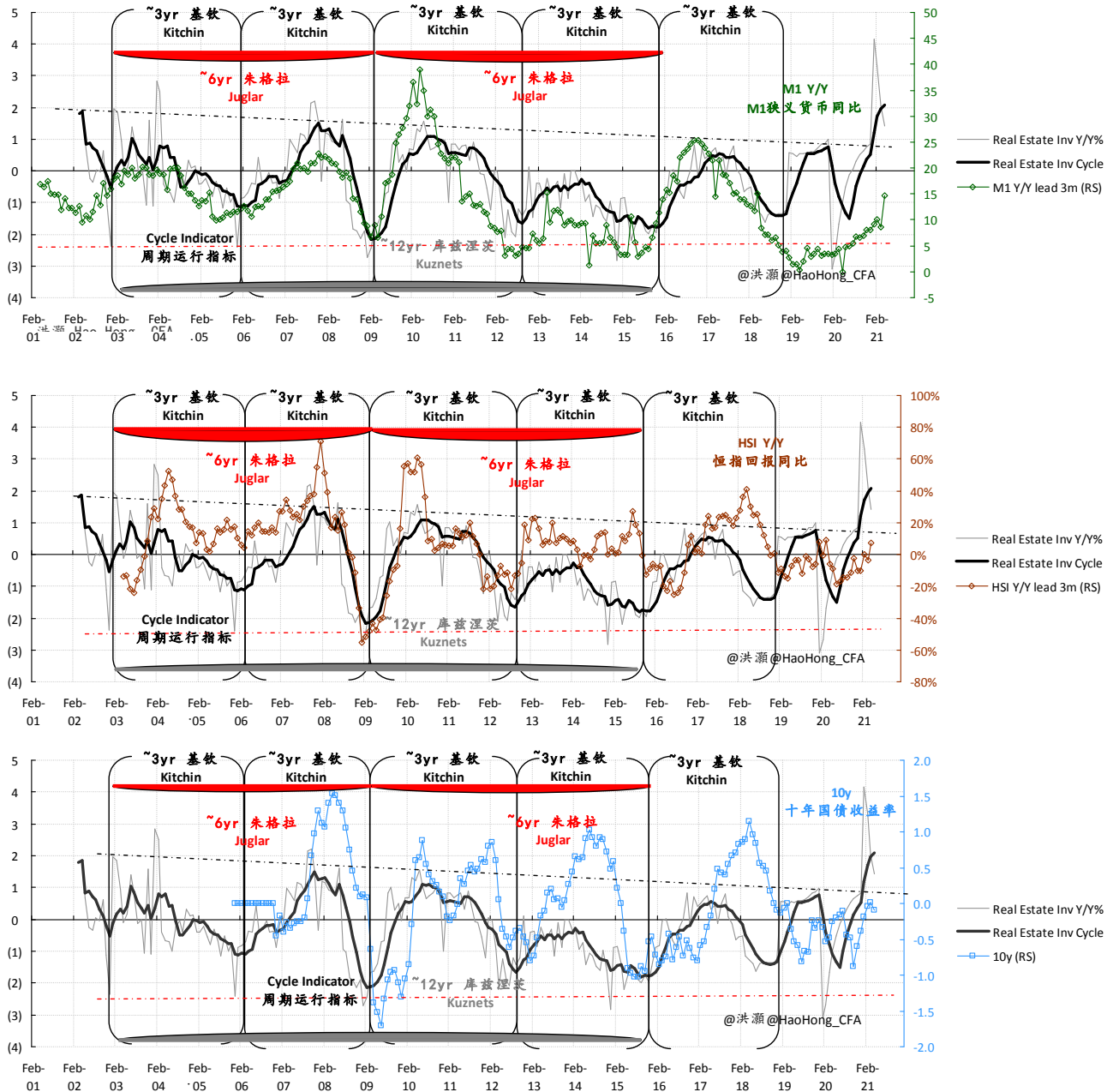
图表 6: 周期性行业的利润预测已开始转向



资料来源：FactSet，交银国际

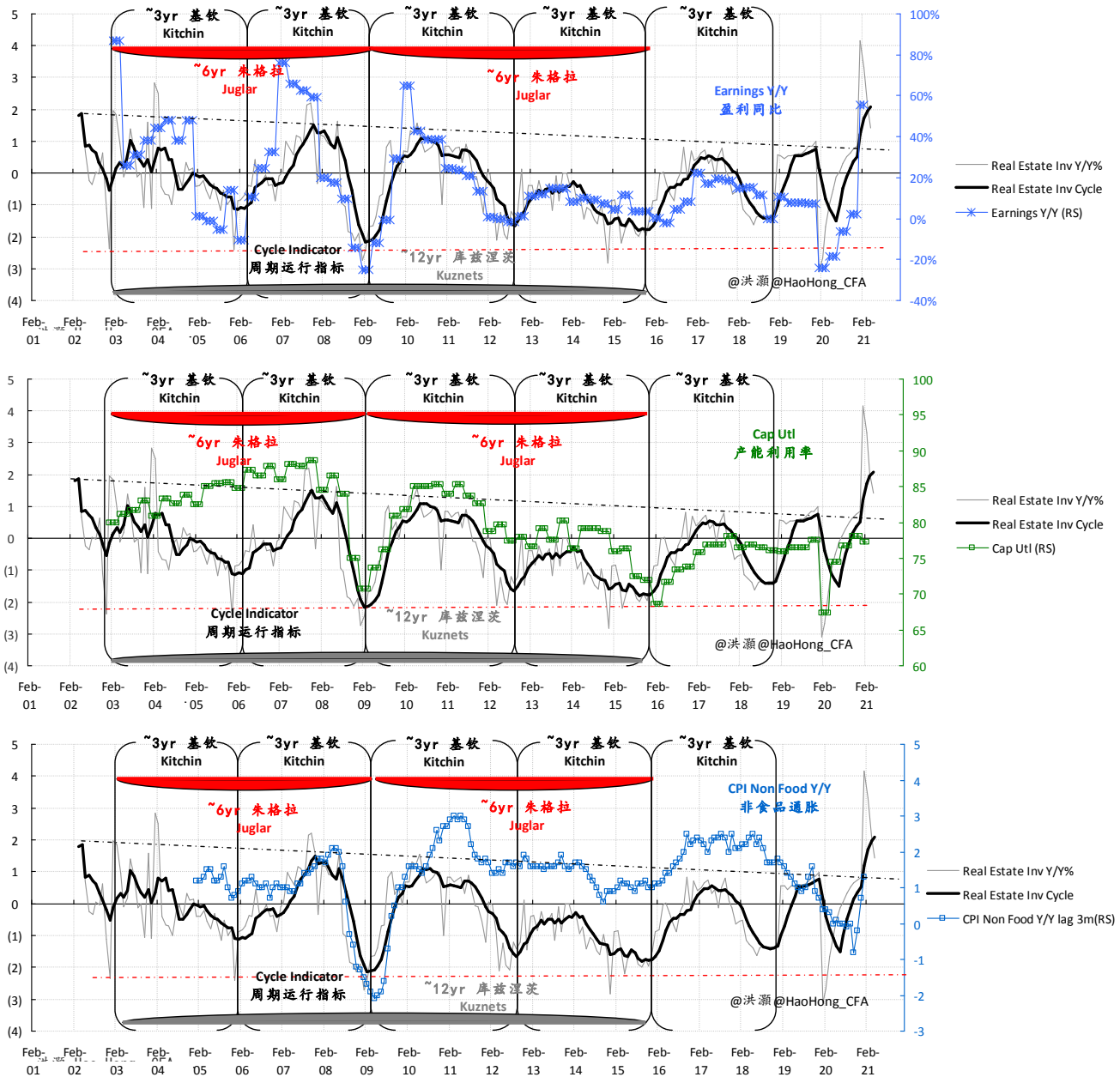
附录

图表 7: 我们的中国经济周期领先指标正在见顶



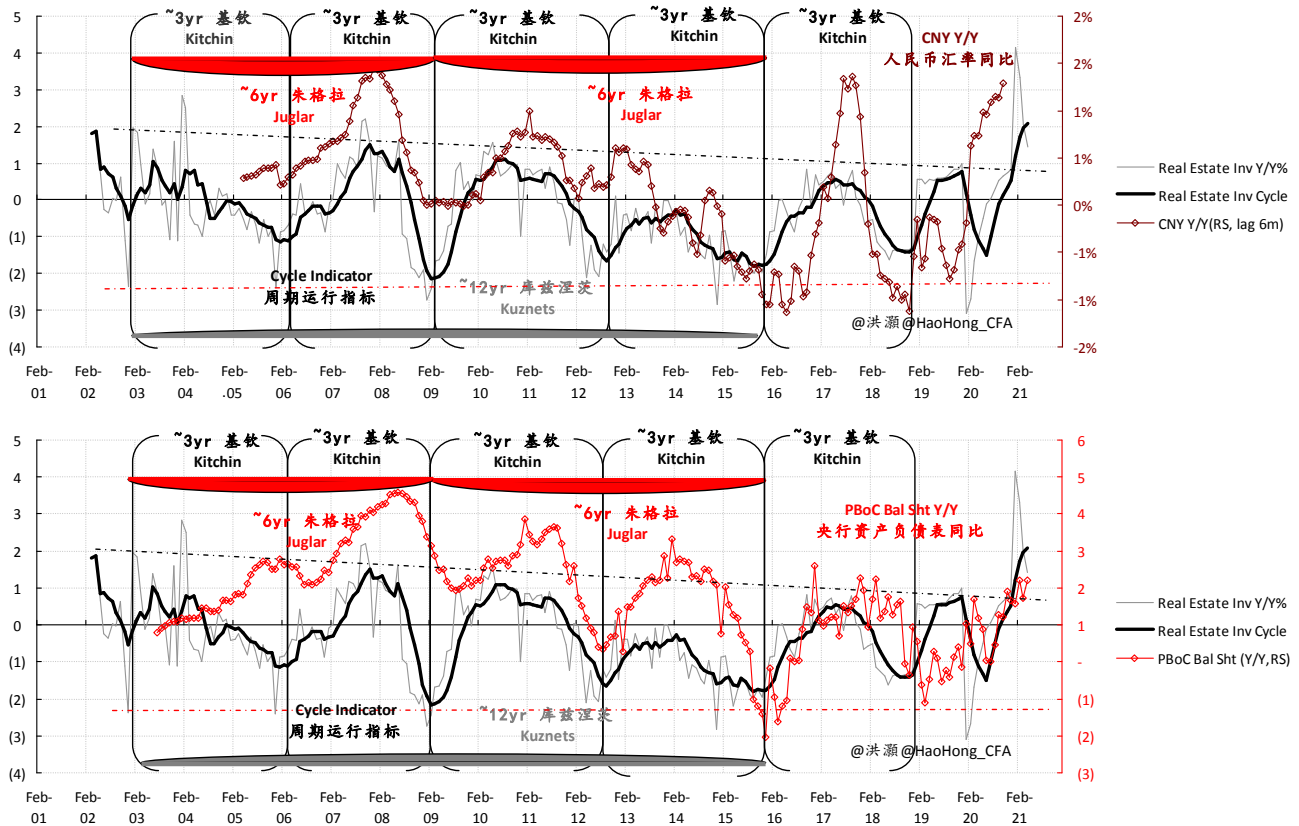
资料来源：彭博，交银国际

图表 7: (续) 我们的中国经济周期领先指标正在见顶



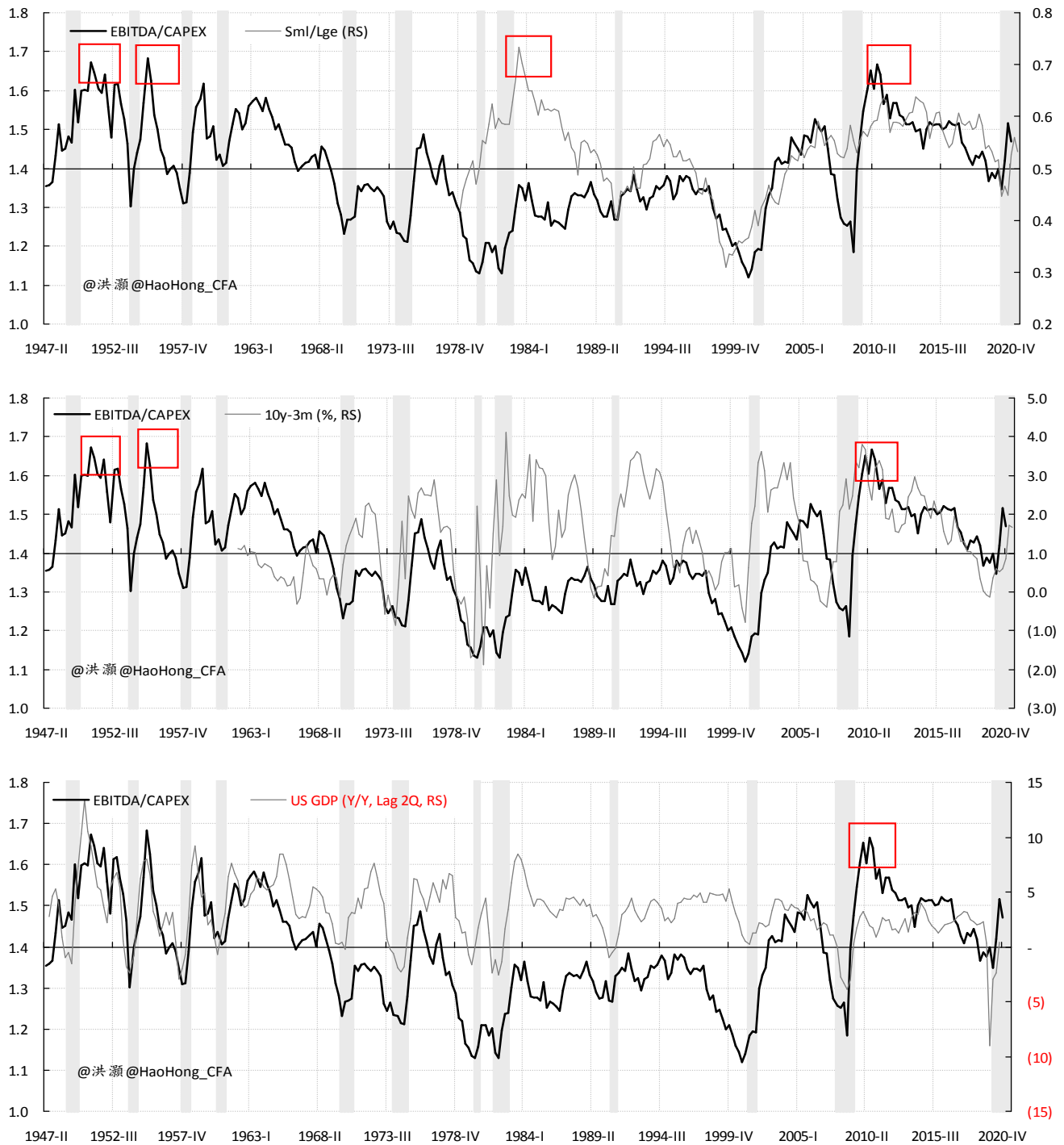
资料来源：彭博，交银国际

图表 7: (续) 我们的中国经济周期领先指标正在见顶



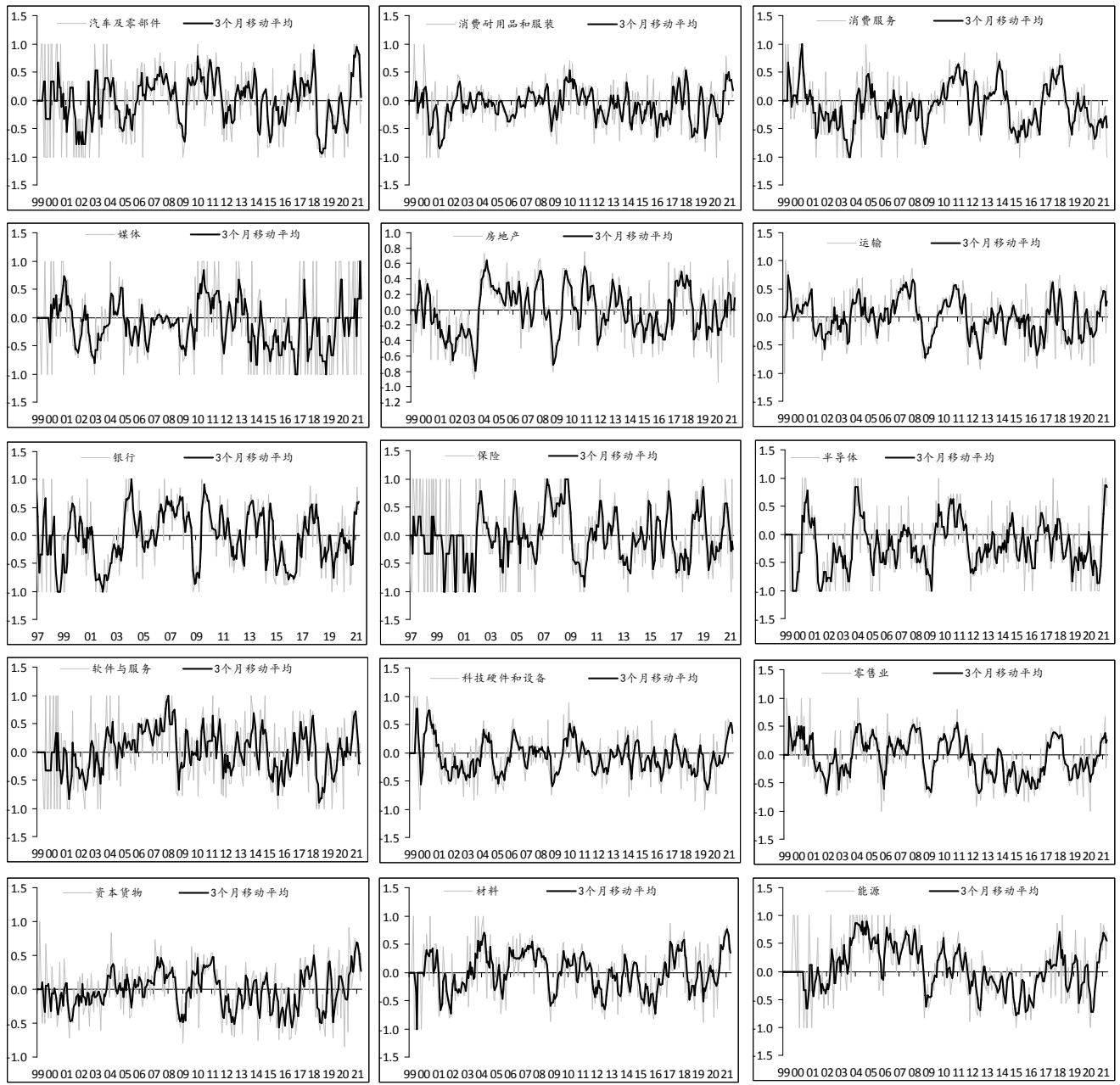
资料来源: BEA, 彭博, 交银国际

图表 8: 美国资本支出的回报率自 2020 年中已经开始修复



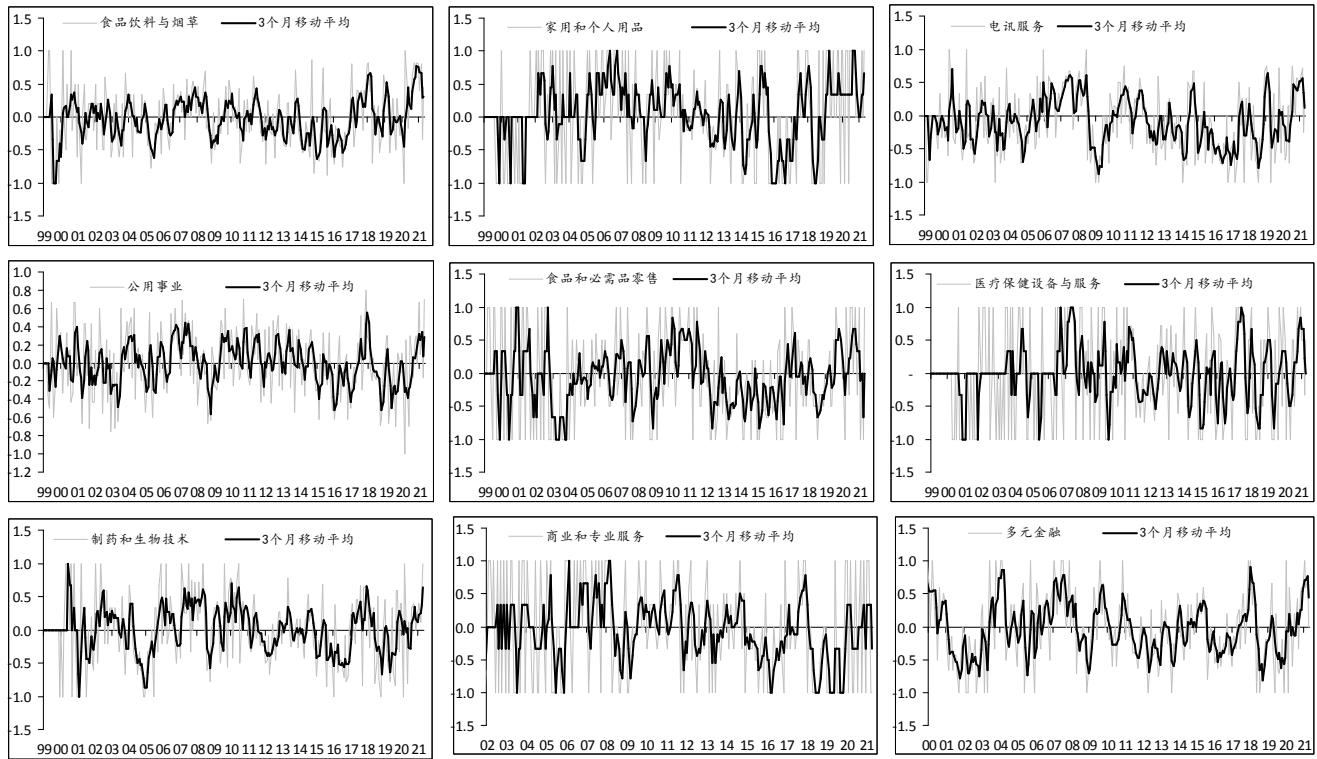
资料来源: BEA, 彭博, 交银国际

图表 9: 周期性行业的利润预测已开始转向



资料来源: FactSet, 交银国际

图表 9: (续) 周期性行业的利润预测已开始转向



资料来源: FactSet, 交银国际

近期报告

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年下半年展望：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：要命的不好看，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
20180703	何处是底	20210327	价值王者归来进行时
20180723	反弹和见底	20210415	为什么经济跑赢，股票跑输？

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：

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**。

分析员行业评级定义：

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杆指数**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杆指数**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杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2021年5月25日

中国市场策略

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、新媒科控股有限公司、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、福祿控股有限公司、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、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、美佳音控股有限公司、Eding Group Company Limited、京东物流股份有限公司及Qiniu Ltd.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%。

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予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、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、其附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，并可能受递延误差、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。