

2021 年 6 月 7 日

中国市场策略

2021 下半年展望：价值依然王者归来

- ④ 中国的 PPI-CPI 之差正接近 2016 年供给侧改革期间的历史峰值。这是周期性强势逐渐见顶的又一个迹象。同时，中国央行的资产负债表扩张很可能会放缓。债券收益率、股价和人民币的走势都将随之转弱。来自全球的通胀压力将很难用内部政策来抵消。毕竟，中国缺乏足够的矿产资源来满足自己的需求。

随着美国复苏态势蔓延，没有人能确切知道近期大宗商品价格强势还能持续多久。毕竟，见顶是一个过程。在现在水平上，债券收益率是否会因持续的通胀压力而进一步上行则并不重要：收益率进一步上升将有助于经济和股市；反之，则预示着一次经济增长放缓之际的避险事件。无论如何，当前市场的情况都不像去年 6 月和 11 月我们发布展望报告时那样明确地有利于逐险。

- ④ 与此同时，周期性行业的相对强势也在同步见顶。最容易赚到的钱已经被赚走了。但无论是在周期性还是非周期性板块里，价值仍未完成其相对回报的均值回归。相对于价值和中国的信贷周期，中国成长型股票的相对回报仍然太高。需要注意的是，周期板块并不等于价值板块，因为板块的周期性是通过公司盈利对于经济周期的敏感性来定义的，而价值在这里是通过估值来狭义定义的。只不过，当我们去年 6 月推荐价值板块的时候，周期性板块的估值非常低，与当时市场上的价值股基本吻合。

如果价值依然王者归来，而周期性板块的强势即将逐渐消退，那么能源、医疗保健和公用事业等 *非周期性价值* 类股应该会提供机会。同时，基金经理们仍在坚定地抱团茅台等防御性成长股票以及整个科技、消费板块。因此，基金在大宗商品、能源和公用事业等板块的配置仍接近多年的低点。单是仓位的重新配置就足以给这些行业比较好的收益。而我们的量化模型加配这些防御性价值板块其实也是在暗示一种避险的姿态。

- ④ 自从人民币参考汇率的设定引入逆周期因子以来，中国央行的外汇占款一直保持稳定。由于市场准入的改革和中国市场和前景，通过投资组合的资金流入一直很强劲，商业渠道也有足够的外汇资金来满足兑换需求。也就是说，人民币汇率基本上是由市场决定的。然而，中国央行最近对人民币“单边升值”发出警告，显示投机资金开始流入中国市场。这类型的资金流入将迫使中国央行在通胀压力已经高企的情况下扩表以稳定人民币汇率，容易引发资产泡沫。正如 2015 年 6 月的教训所示，资产泡沫的代价高昂。在当下的中国市场，股票和债券对于任何全球投资组合都具有价值。全球范围内，价值相对成长的表现，以及大宗商品价格，仍接近历史低点。价值的王者回归和大宗商品的长期上涨才刚刚开始（详细讨论请看特别报告“*大宗商品的长波：来自三个世纪的证据*”）。

洪灏, CFA

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

研究部主管

谭淳

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

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1805

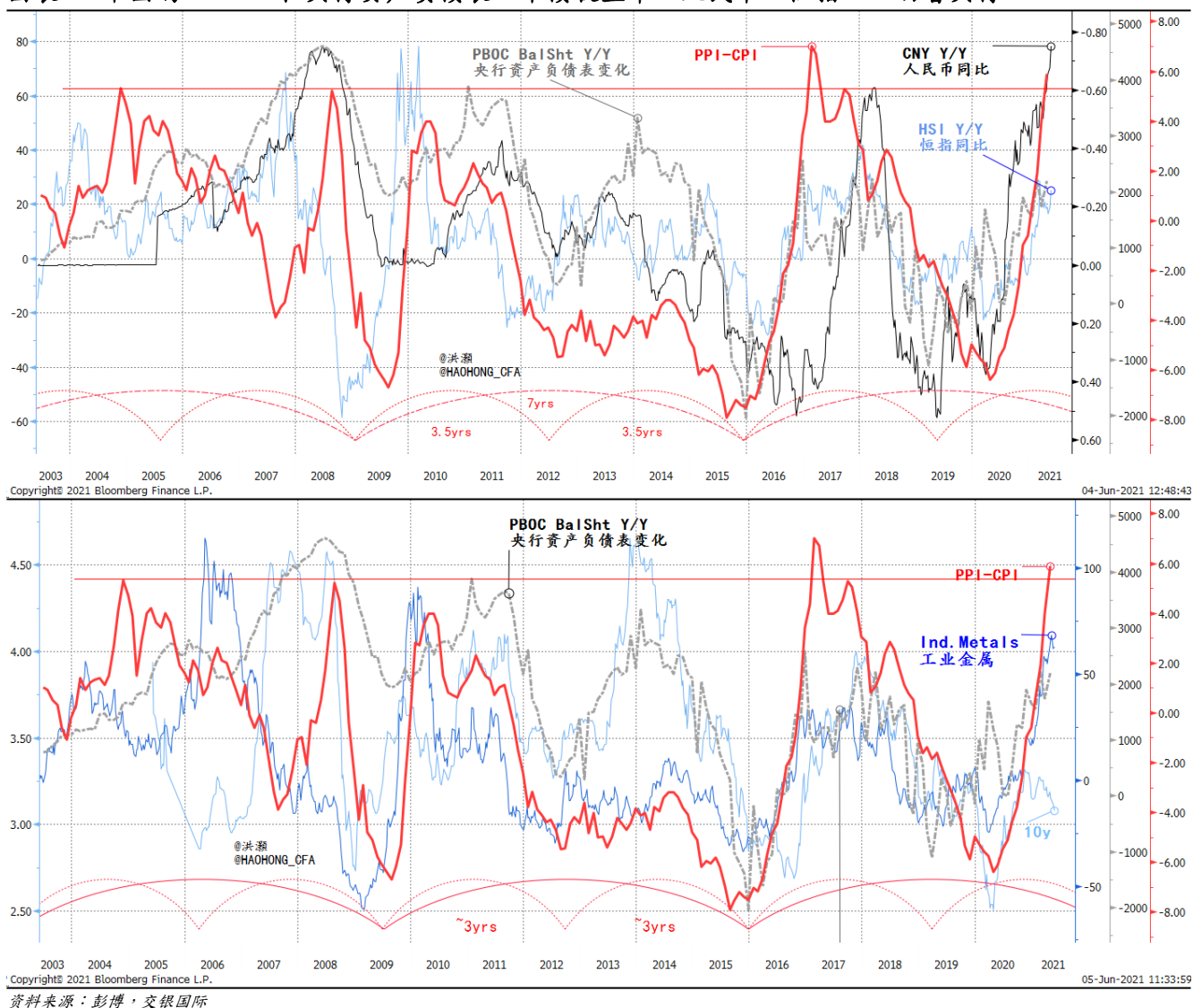
价值依然王者归来

周期性强势正在见顶

这个周期会不一样吗？

以 PPI 和 CPI 之差来衡量，当前的经济周期势能正在见顶（图表 1）。这个指标正在接近 2016 年中国供给侧改革期间的历史峰值，当时削减过剩产能刺激了大宗商品反弹。然而，见顶是一个过程，而非一点。周期势能见顶的时期往往是一个充满混乱的过渡阶段，同时伴随着市场波动性的上升。

图表 1: 中国的 PPI-CPI 和央行资产负债表、十债收益率、人民币、恒指；一切看央行



资料来源：彭博，交银国际

目前，上游成本压力源自于大宗商品。大宗商品价格在史诗级别的全球财政和货币政策、供应瓶颈以及经济复苏等多重因素影响下不断上涨。因此，上游成本压力主要来源于海外因素，也就是输入性的影响。

由于“猪流感”得到控制，猪肉价格在过去五个月持续下跌，抑制了中国的 CPI。猪周期取决于生猪养殖所需的饲养时间。这个猪的成熟期往往长达 18 个月，因此生猪供应充足将有助于中国控制 CPI。结果就是，上下游价格压力的分化而造成的 PPI 与 CPI 的差值正在接近历史峰值。

过去，中国央行资产负债表的扩张和收缩、PPI 与 CPI 的差值、中国十年期国债收益率、股市（图里以香港恒生指数为代表）以及人民币汇率等关键宏观经济变量具有高度相关性（**图表 1**）。

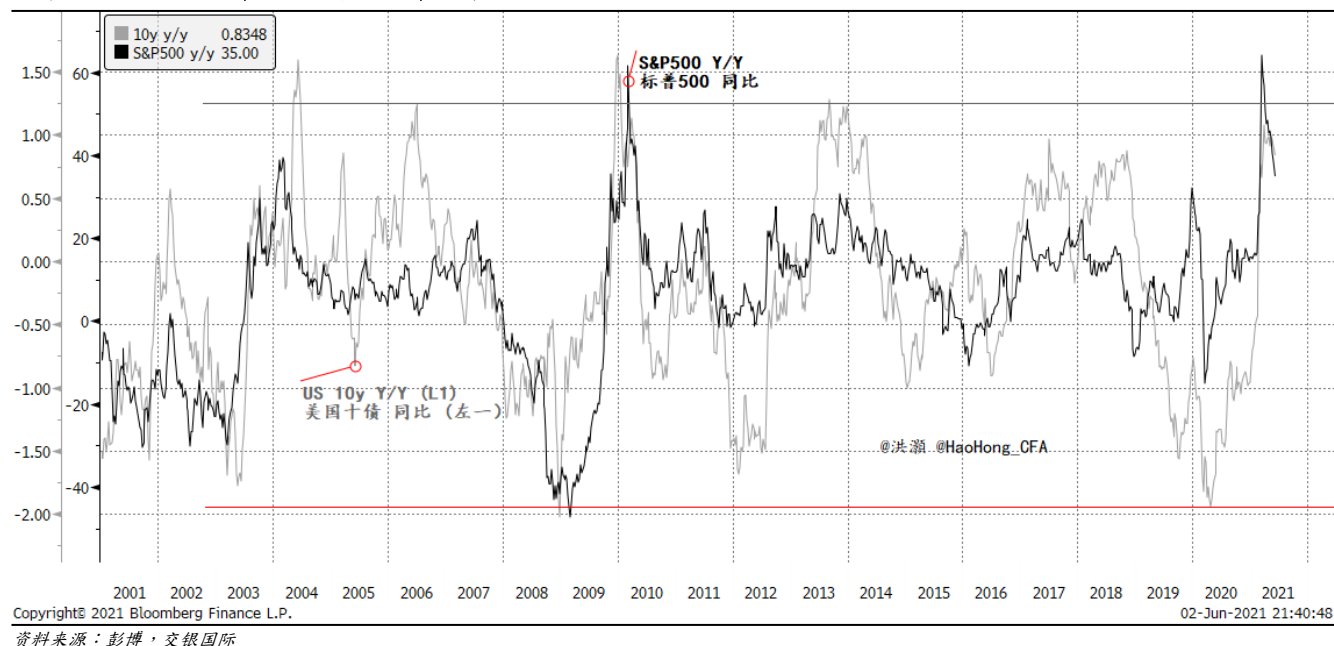
我们认为，中国央行货币政策的变化是促使这些重要宏观变量紧密关联的共同因素。PPI 与 CPI 差值达到峰值时往往也是中国央行资产负债表变化转速的时刻。当这个差值达到峰值，央行的资产负债表扩张放缓，甚至收缩。央行资产负债表的这种波动调整了系统内的货币供应量，引发了经济周期的潮起潮落。（详细讨论请参阅我们于 2019 年 9 月 20 日发表的报告《**中国市场预测权威指南**》），以及我在中信出版社去年出版的畅销书《**预测：经济、周期和市场泡沫**》）

目前，上游成本压力是由全球大环境所驱动，而非中国境内因素。这与 2016 年中国供给侧改革期间的情况不同。因此，随着美国经济持续复苏，甚至加速，以及疫苗推出后全球经济复苏势态扩延，全球大宗商品需求很可能将继续上升，而供应瓶颈在一段时间内不太可能得到解决。因此相对需求而言，供应仍将进一步趋紧。如是，上游成本压力很可能将持续，并在未来几个月促使 PPI 维持高位并造成更大的上下游价差缺口。

与此同时，上游成本将开始转嫁到下游，这一点从美国通胀数据中可窥一见，美国通胀出现 40 年来最大的单月涨幅。但猪肉价格将有助于抑制中国的 CPI。无论如何，随着中国央行开始调控通胀预期，上游成本的快速上升将开始蚕食经济周期的强势。

我们已经看到中国十年期国债收益率开始下降，在通胀压力巨大的情况下，这其实是一件令人费解的事情。我们在美国市场也观察到了类似的发展状况，美债收益率未能突破新的高点，但通胀压力已经达到了十多年来的最高水平（**图表 2**）。无论长期收益率因通胀进一步上升，还是因周期性强势见顶而出现拐点走低，这都是下半年即将出现投资者为规避风险而抛售风险资产的迹象。债券收益率上升将压抑股票估值，而债券收益率下降则意味着资金撤出股票。尽管如此，随着美联储继续干预市场，自去年以来，市场调整的择时已变得难以把握。

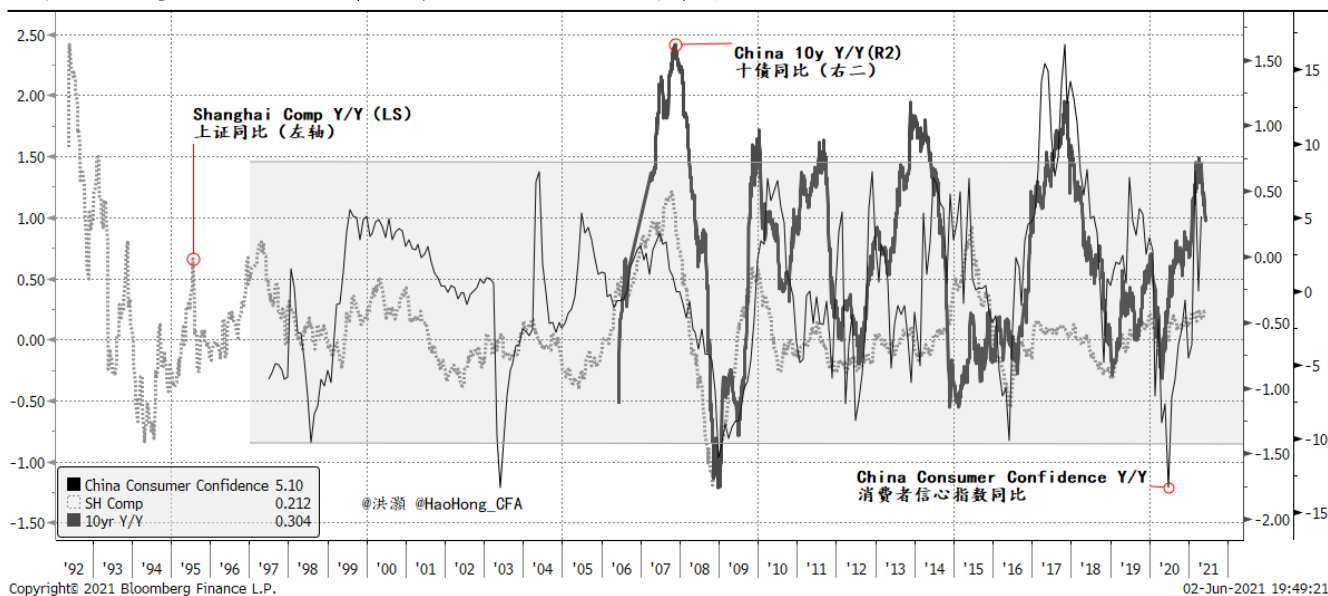
图表 2: 美股回报率和美债收益率正在进入拐点



中国十年期国债收益率的下降与消费者信心指数的变化是一致的。历史上，债券收益率和消费者信心指数高度相关（图表 3）。这是因为两者均反映了经济内在的势能。

当经济增长减速时，债券收益率将下降以反映经济放缓，消费者信心也随之减弱。在目前的债券收益率水平，如果收益率进一步上涨将不利于增长，最终使得收益率回落。如果收益率下降则反映信心的减弱、消费增长和通胀的放缓。

图表 3: 历史上，国债收益率和消费者信心指数的走势高度相关



周期 vs. 价值：价值将继续走强

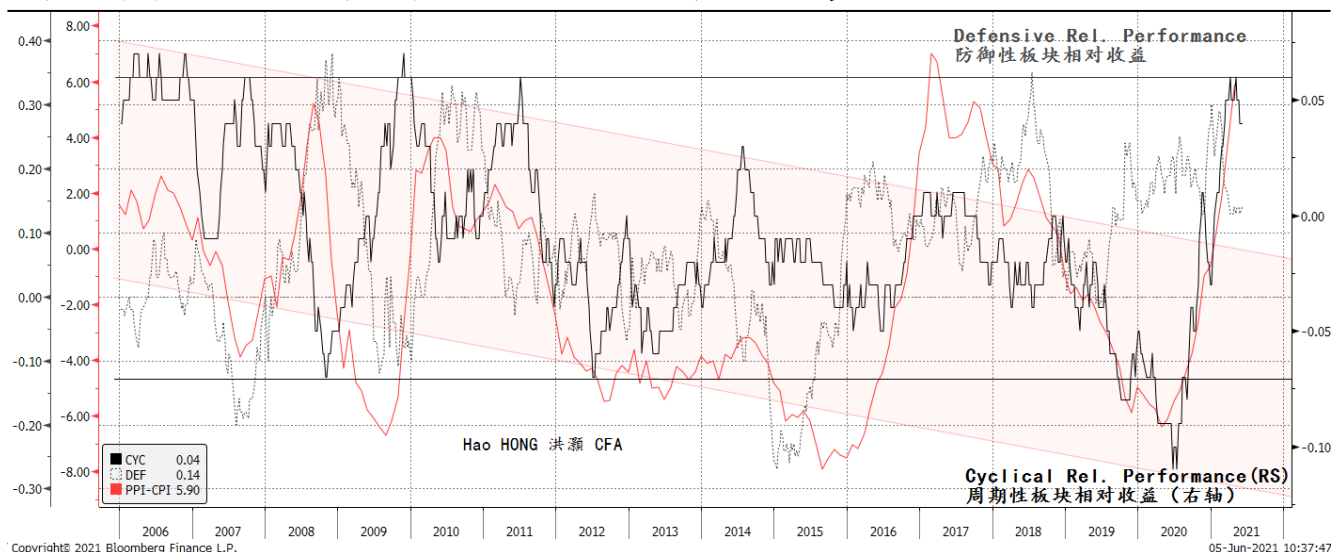
随着 PPI 与 CPI 差值见顶，周期性板块的相对强势也逐渐见顶。从历史上看，PPI 与 CPI 的差值和周期性板块的相对表现高度相关（图表 4）。这是可以理解的：当上游行业的相对强势表现通过 PPI 与 CPI 的差值显现时，周期性板块也将有出色的表现。

鉴于周期性板块的相对表现正在见顶，我们现在面临的问题是应该如何交易周期性股票。自去年 6 月以来，基于我们对全球经济复苏前景乐观的预测，我们一直是市场上最早的、也是最坚定地推荐买入周期性板块的分析师之一。

在我们 2021 年 5 月 25 日发表的特别报告《大宗商品的长波：来自三个世纪的证据》中，我们构建了一个专有的商品价格指数来分析大宗商品价格的长波结构。在报告中，我们论证了大宗商品正处于过去三个世纪的第四次长波中，其绝对价格水平将在未来几十年爆发式上涨。即便如此，我们也无法在一个通常持续三年左右的短经济周期内，交易跨越数十年甚至百年的长波。

美国经济的持续复苏将会产生更多需求，推动大宗商品价格走高，但其增长势头正在见顶。即使大宗商品价格进一步上涨，它对公司盈利的影响也很可能已反映在分析师的预期中。因此，周期性股票的相对强势很可能会有所减弱。这种不断衰减的相对强势很可能将表现在周期性行业内的分化，行业的领先者比落后者的表现要好得多。无论如何，自去年 6 月以来，许多周期性股票已经强劲反弹，有一些甚至翻了好几倍，我们很可能在这些板块里看到一些投资者获利了结。

图表 4: 周期性板块的相对表现与 PPI 和 CPI 的差值从峰值开始同步回落



资料来源：彭博，交银国际

周期与价值之间存在着很多概念上的混淆。许多周期性股票被简单粗暴地误认为价值股，而反之亦然。在撰写报告《**展望 2021：价值王者归来**》（20201120）时，我们花了一些时间去定义周期与价值的区别——周期性股票是根据其公司盈利对经济周期的敏感性来分类的，而价值股在报告里则是通过最狭义的估值倍数来定义的。也就是说，周期的定义是绝对的，而价值的定义是相对的。周期性股票的成分股是固定的，而价值股的范围则会随着股票估值的计算结果来回变动。

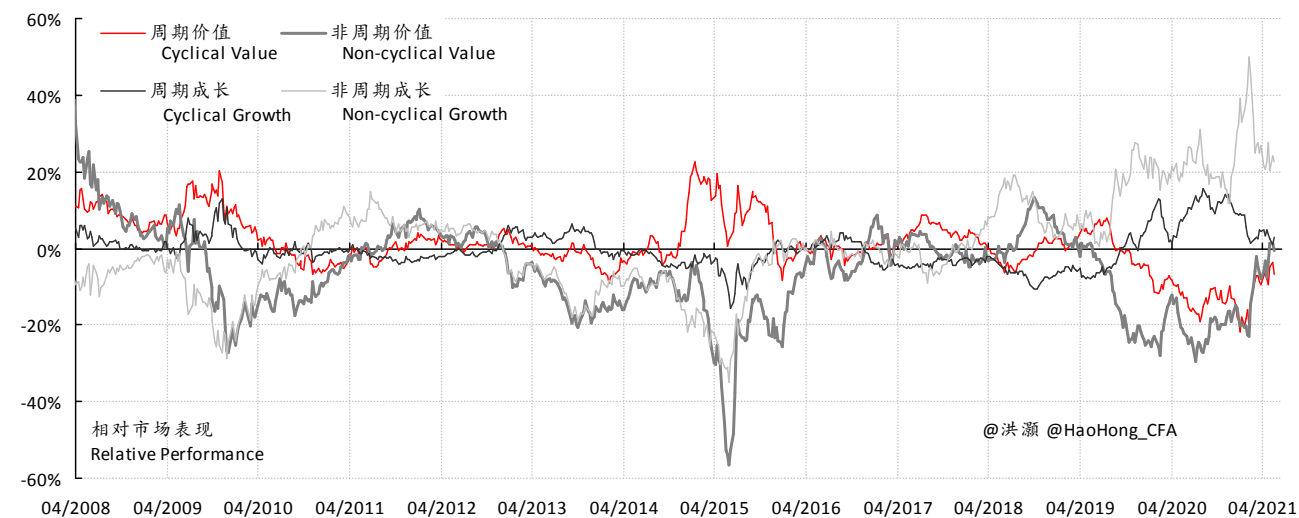
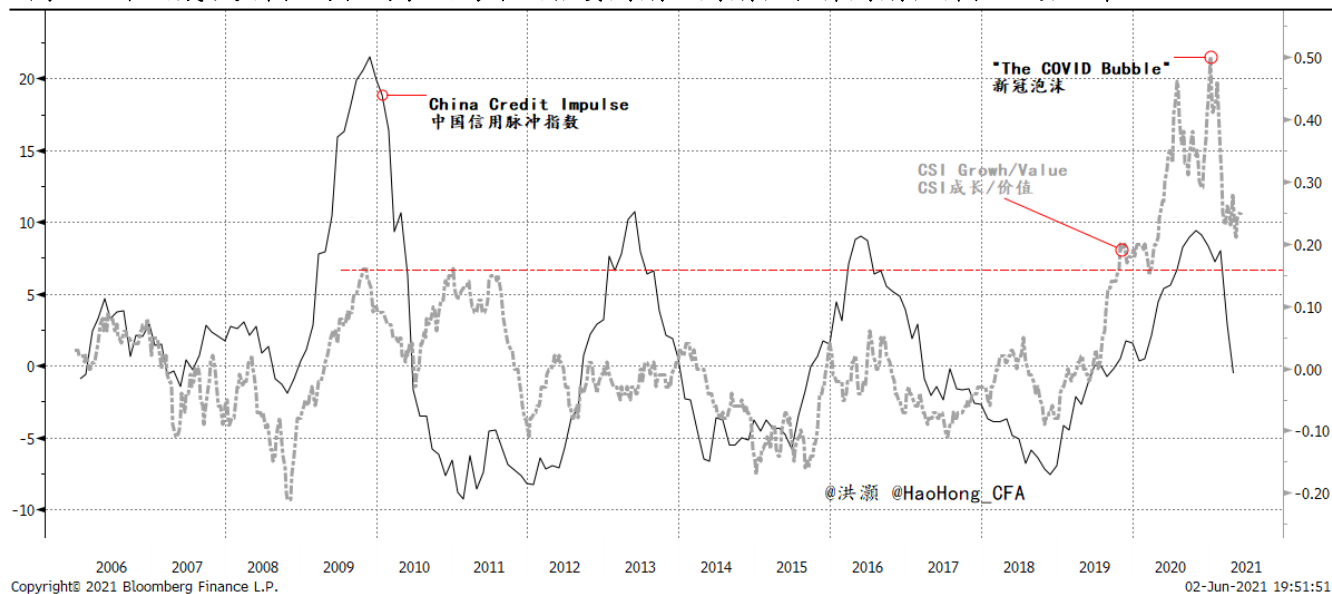
在这篇报告中，我们使用估值来狭义地定义价值。尽管在实际操作中，价值投资需要考虑更多的元素，并不能简单地用估值倍数来定义。（请参考我的**实名认证微博“洪灏”**，观看我在去年年底、历时三个月的《**预测**》全国读书会活动视频。这些视频记录了我在活动现场与线上和线下参会者们就“什么是真正的价值投资”进行的深入讨论。）

在 12 个月以前，在我们向投资者推荐买入周期性股票的时候（《**2020 年下半年展望：潜龙欲用**》，2020 年 6 月 10 日），周期股正处在估值洼地。然而，当时市场共识一致看好科技股，而忽视了周期股的回报前景。简单地说，在那个时刻，周期蕴含着价值，价值就在周期。“价值王者归来”实际上就是“周期王者归来”。而周期性板块和大宗商品也确实是今年以来表现最好的股票和资产类别。但是，现在我们已经到了一个周期势能的拐点。

为了分析价值股的表现，我们进一步将周期性和防御性板块分为**周期性价值**、**非周期性价值**，和**周期性成长**、**非周期性成长**。毫不意外的是，周期性和非周期性价值的表现相对于成长都在继续回升，而成长股仍然非常昂贵（**图表 5，上图**）。随着中国信贷周期继续下行，或者说中国央行扩表速度放缓，成长相对于价值的强势将继续减弱。这与美股的表现不同，在美国股指里，美国成长型股票相对强势的衰减程度远比中国的同类型股票明显。鉴于**图表 4**看淡周期性股票的配置价值，**图表 5**继续否定成长型股票，那么由此推导出的、可投资

的交集则指向非周期性价值（图表 5，下图）。非周期性价值主要包括能源、医疗保健和公用事业。我们认为，部分周期性价值股票也应该仍然能够为高风险偏好的投资者们提供一些机会。但正如上文所讨论的，周期性板块的表现很可能会出现分化，因此将更加考验投资者的选股技巧。周期性价值现在主要包括金融、可选消费和材料。

图表 5: 中国成长/价值的相对表现与中国信贷周期；周期性和非周期性价值继续回升



资料来源：彭博，交银国际

茅台作为传奇的中国国酒，可以说是防御性成长股的最佳代表。多年来，茅台的盈利一直保持稳健的增长，是中国市值最大、估值最高的日常消费类股票之一。考虑到其高估值和持续性增长的特征，茅台应被归类为防御性成长股。

有趣的是，茅台的超额收益可以作为一个很好的市场择时指标。过去，每当茅台的超额收益见顶时，市场也会同步见顶（**图表 6**）。这很可能是因为茅台是权重最高的指数成份股之一；不仅备受中国投资者青睐，并且被越来越多的海外投资者持有。我们看到，茅台的超额收益已于今年 2 月见顶。因此，如果以史为鉴，那么上证综指在 2 月的高点很可能也就是今年的高点。

茅台以及整个白酒板块的表现，能够帮助我们解释为什么中国成长股并没有像美国成长股那样经历剧烈的调整。正因为基金经理对这些股票的执著抱团，使得中国的价值回归之旅更加艰辛。

图表 6: 茅台的超额收益预示着市场今年高点已过

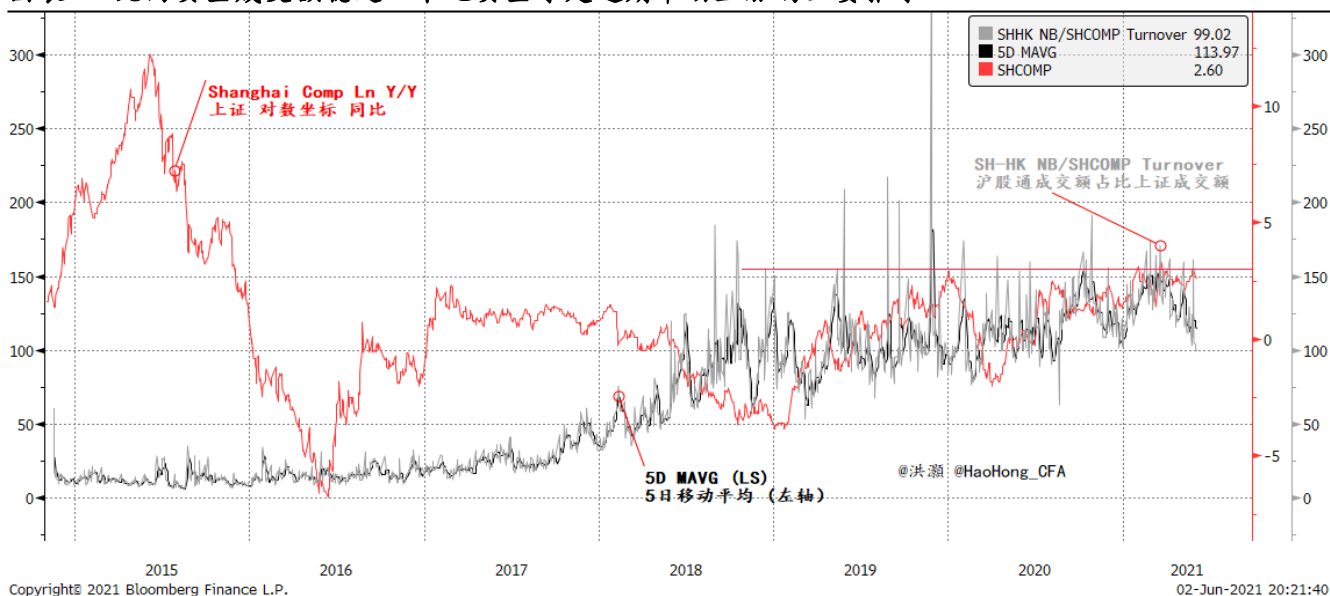


外资的吸引力

中国股市最近出现了短暂而强劲的反弹。对于经验丰富的中国市场投资者来说，这并不是什么新鲜事了。有专家认为，外资持续买入是本轮市场上涨的主要推手，因为通过“互联互通”净流入的资金增加了。然而，我们的数据分析显示，北向资金成交额占整体市场成交额的百分比实际上是下降的。

专家们对北向资金的热情崇拜似乎暗示着外资就是所谓的“聪明钱”。如果我们按此逻辑，也将外资看作是“聪明钱”，而把本地资金视为“糊涂钱”，那么北向资金成交额占整个市场成交额的百分比可以作为外国投资者相对于中国投资者的一个交易情绪指标。我们的数据分析表明，如果该比例像现在这样降至低位时，或者说外资的交易热情不如内资那么高昂时，那么市场前景就难以明朗，而反之亦然（图表 7）。

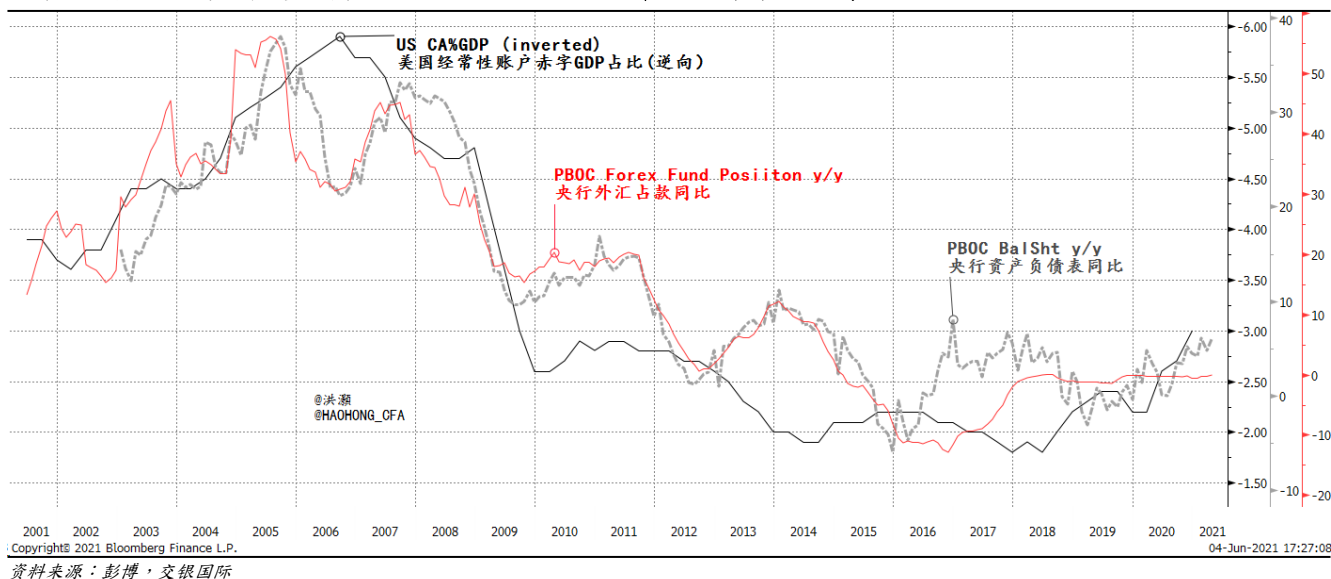
图表 7: 北向资金成交额稳定；本地资金才是近期市场上涨的主要推手



但是，我们并不能忽视外资的重要性。随着中国资本市场对外开放水平的不断提高，越来越多的海外投资者将增持中国资产。毕竟中国拥有良好的信誉，中国国债收益率相对于发达经济体也更具有优势。与此同时，中国股市也蕴含着丰富的投资机会。

实际上，自 2001 年中国加入世贸组织以来，以美国为主的海外经济体对中国出口产品的需求不断增加，外资开始通过经常项目流入中国。因此，中国央行的资产负债表其实一直是美国经常账户赤字的镜像。美国进口的越多，美国经常账户赤字就越大；因此，中国央行不得不卖出更多的人民币，而换回的美元则形成了外汇占款（图表 8）。

图表 8: 中国央行资产负债表规模的变化是美国经常账户赤字的镜像

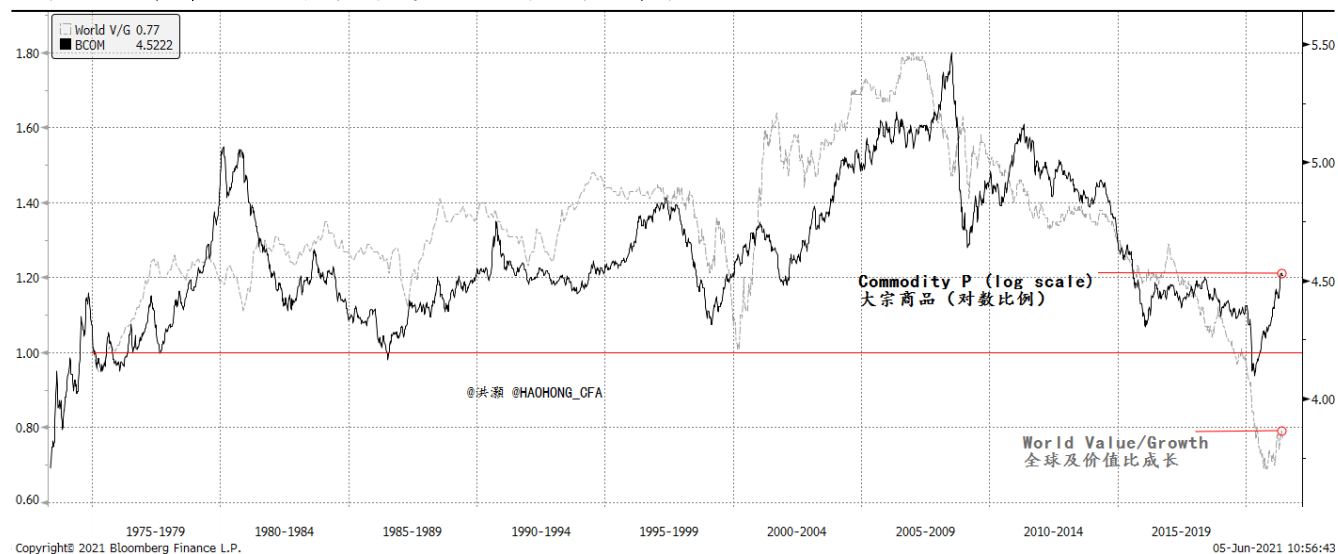


自 2015 年 8 月汇改以及在人民币中间价定价机制中引进“逆周期因子”以来，中国央行资产负债表中的外汇占款规模一直保持稳定。显然，现在人民币汇率在很大程度上取决于市场的供需，商业渠道中的外汇资金足以满足常规的外汇需求。

人民币近期的强势，以及央行最近发出的不要赌人民币“单向”升值的严厉警告，都表明一定有投机性外汇的流入。如果这类资金不受限制地持续涌入，中国央行可能将被迫在通胀压力高企的情况下再次扩张资产负债表。这些投机资金流入将进一步推升人民币的升值压力，削弱中国的出口实力，并迫使中国央行卖出更多人民币以保持汇率稳定。但是，因此溢出的流动性也将引发资产泡沫，代价实在是过于高昂了。

长期来看，一个井然有序的市场将继续吸引外资流入中国，为海外投资者的价值投资提供重要的配置源泉。毕竟，相对于成长，中国的价值股仍然被严重低估。价值的回归和大宗商品的长期上涨才刚刚开始（图表 9）。

图表 9: 大宗商品和全球价值/成长的长期上行趋势才刚刚开始



资料来源：彭博，交银国际

近期报告

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？
20180813	向政策再借一命	20210525	大宗商品的长波：来自三个世纪的证据

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：

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**

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、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、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、Edding Group Company Limited、京东物流股份有限公司、Qiniu Ltd.及致富金融集团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%。

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，并可能受递送延误、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。