

2019年12月30日

中国市场策略

展望十年：长波中的退潮

洪灏, CFA

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

研究部主管

在这十年之末，我们将我们的经济短周期理论进一步扩展为经济长期波动理论，以预测未来十年的情况。直观地说，如果正如熊彼特所说的那样，“每一个高阶周期都是由次高阶周期的趋势构建形成的”，那么我们的3.5年短周期应该叠加起来并相互作用，共同构成未来趋势。的确，我们的研究发现：

- ① 自20世纪40年代以来，美国股市已经有过两次完整的、历时35年之久的长波，每一次大约由10个3.5年短周期组成；或包括两个17.5年、各由5个3.5年短周期的中波。始于20世纪40年代的70年超级长波在2009年左右结束。经过10年的扩张，大约在2020年末到2021年上半年，我们将进入现在这个新的35年长波内的、第一个17.5年中波内的下行周期。由于这是一个相对高阶的下行周期，市场到时将尤其动荡。
- ② 美国的储蓄率与美国的长期国债收益率密切相关，并领先7年。随着美国储蓄率不断上升，美国长期国债收益率应该会随之上升。请注意，美国的10债收益率处于“世代之低点”，并曾在2012年、2016年和2019年夏季三次触底。更高的债券收益率很可能是引发未来市场大幅波动的导火索。如是，传统的以国债为风险对冲的策略将不复存在。
- ③ 与此同时，自2010年以来，中国劳动人口占总人口的比例一直在下降，储蓄和投资强度也在下降。中国经济已逐步转变为消费型经济。随着劳动力减少，工资必须提高，收入将更趋于平等，而通货膨胀水平也必将抬升。2016年，中国重新定义了中国社会的“主要矛盾”及其相关宏观政策。这些举措都有助于启动这些重要的结构性变化。此外，因为中国可能已经越过了刘易斯拐点。为了避免落入中等收入陷阱，中国必须迅速升级其产业和劳动技能。尽管存在贸易摩擦，但加速推进“改革开放”是及时的政策选择。
- ④ 中国股市的850天长期趋势自2010年以来就没有突破3200点。现在，这个长期趋势是向下倾斜的。如果没有大量外资流入等外生因素，趋势逆转可能具有挑战性。如果说中国市场已经变成了中国交易员之间的零和博弈，那么值得大量外资流入的可投资企业其实是有限的。

在北京前往闭门讨论会议的途中，我的车越过由古老的石块铺就的胡同，进入长安街。从中国曾经作为世界的中心时象征着皇权的故宫，到摩天大楼耸立代表着中国在国际舞台上崛起的国贸。这段路程就像几百年中国的过去和未来在我的挡风玻璃上闪现。巨变正在发生，而且发生的速度很快，令人眩晕，却又令人着迷。在这个十年即将结束的时候，没有人能够准确地预测未来会发生什么。但是我们已经坐在了观礼的第一排，也将要把所有的精彩尽收眼底。

展望十年：长波中的退潮

现在让那些划分天象的，观看星辰的，在月朔时说预言的，都站起来，拯救你脱离要临到你身上的事。——以赛亚书 47:13

在一个阳光明媚的冬日，我参加了由享有声望的中国社会科学院（CASS）组织的闭门讨论会，与会者包括一些中国最杰出的经济学家。北京沐浴在冬日的阳光下，空气清冽。长安街天安门上，可以看到白云在碧空中飘浮的倒影。

经济学家们就GDP增长是否“保6”展开了激烈的辩论。外面天气宜人，但仍无法缓解会议室里的躁动与喧嚣。学者们交流了许多难以理解的公式，其中涉及到一阶微分和二阶微分方程。然而，对我们来说，稳定且不断下降的失业率、触底的行业库存水平、正在改善的领先经济指标（如PMI采购经理人指数）、以及依然具有韧性的房地产投资，都表明经济运行接近其潜在增长率。

中国经济增长率的下降是长期的，而不是周期性的。因此，试图在经济短周期逐渐触底之际刺激经济增长，将等同于“顺周期”调节，而非遵循“逆周期”的政策宗旨。站在十年之末，我们相信未来十年里将会有更加汹涌的暗流。

美国股市的长波

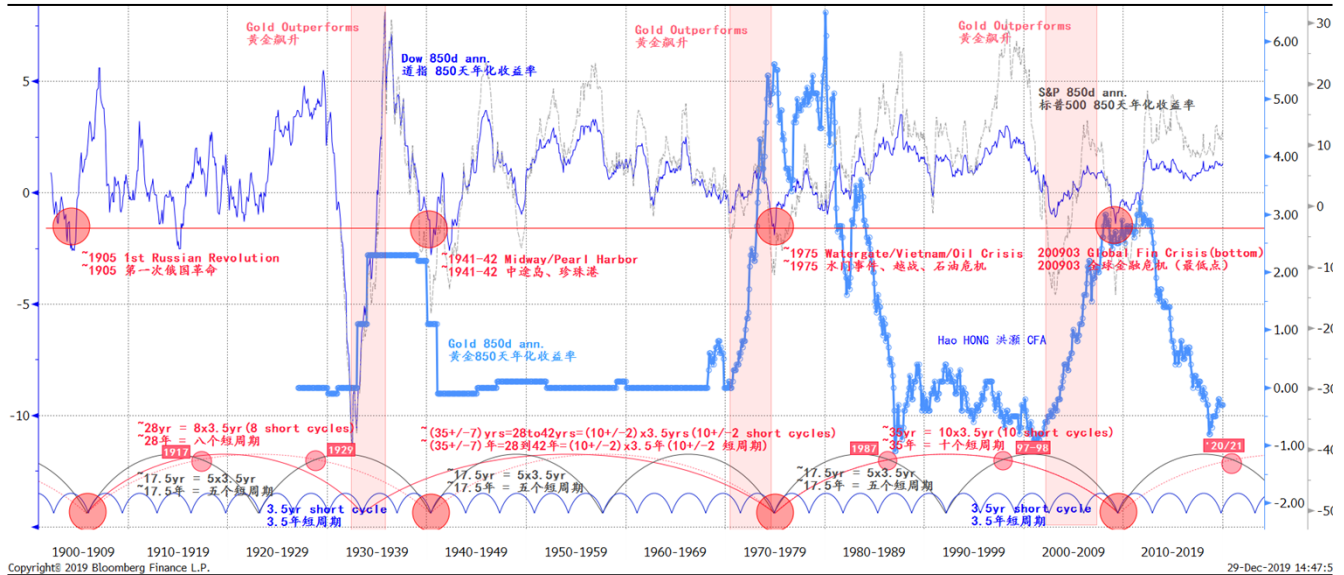
在过去的几年里，我们率先对中国经济和市场周期进行了深入的研究。这是一门古老而晦涩的经济学科，不时也会招致现代经济学家的嘲笑。然而，在过去10年里，这种对中国经济周期的观点，更重要的是对于中国市场周期的理解，引领我们在重要的市场拐点作出了一系列有先见之明的判断。值得注意的是，我们在2013年6月前所未有的流动性危机来临之前（《动荡的预示》20130610），以及2015年6月股市泡沫达到顶峰之际的预判（《伟大的中国泡沫：八百多年历史的领悟》20150616），在一定程度上是基于长期债券收益率的周期。

对于中国人来说，时间是循环的。它是一幅交织着季风、四季和皇朝兴衰的织锦。与西方更线性的时间观相反，这种循环的概念使中国人更倾向于经济周期理论。自古以来，《易经》、《史记》、《盐铁论》等中国典籍都讨论过古代农耕经济的周期性循环。

“周期”暗示着规律性，意味着经济变量围绕着长期趋势，以固定的长度和幅度波动。当周期运行的时候，宏观经济变量往往同时地、普遍地且有规律地变动。事后看来，周期起伏往往带着历史事件的印记。这些历史性事件后来却被认为是周期的原因，而不是结果。然而，持有这种观点的经济学家必须解释，为什么这些历史性事件似乎在有规律地发生。

我们已经详尽地写过中国和美国3/3.5年经济短周期的运行（《中国经济周期权威指南》20170324、《中美经济的冲突》20180903）。然后，我们通过以20.2天x12月x3.5年=850天的波长剖析市场的历史，展示了市场如何反映这些经济周期。（《中国市场预测权威指南》20190920）。事实上，850天移动平均线是上证综指波动的长期趋势线，也是标普500指数的长期上升趋势线。

图表 1: 美国股市的长波将在 2020 年末至 2021 年上半年再次消退



资料来源: 彭博、交银国际预测

在这份报告中，我们希望将我们关于经济周期的理论从中短期扩展到长期。直观地说，如果我们的理论在中短期有效，正如熊彼特的名言，如果“每一个高阶周期都是由次高阶周期的趋势构建形成的”，那么短周期和中周期应该相互结合，共同作用以构建经济的运行方向。

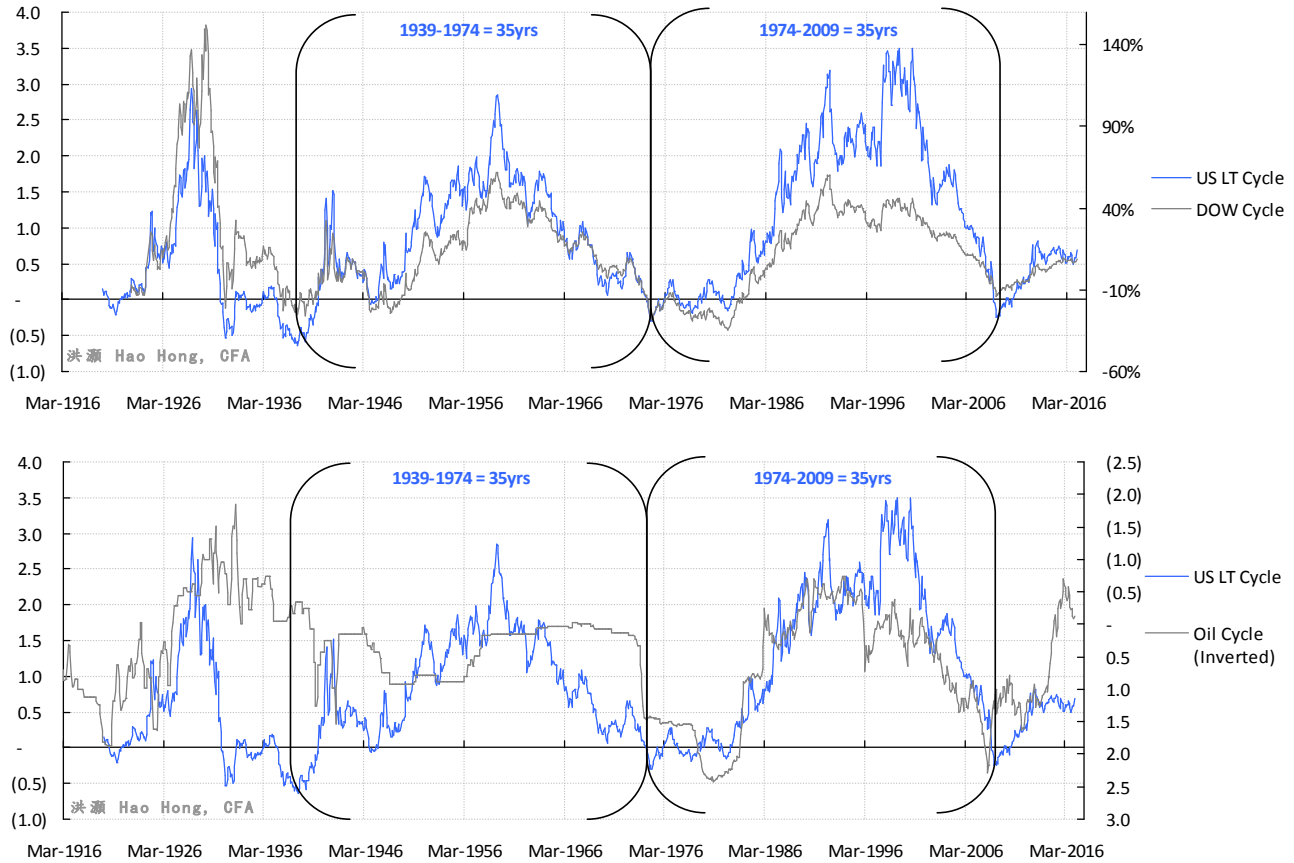
在图表 1 中，我们使用长期道琼斯指数和黄金价格序列来说明 3.5 年的短周期如何叠加形成更高一阶的中波，然后形成跨越时间久期更长的长波。值得注意的是，我们区分了长“波”和短“周期”。“周期”表示循环和重复，而“波”更有进展之意。从长期来看，道琼斯指数反映了经济繁荣程度的不断上升，但战争、冲突、危机和衰退也会在长波运行中不时出现。

我们在**图表 1**中强调了几个显著的特性：

- ✓ 我们用 850 天的时长来衡量道指回报率的走势。长波中的拐点是经计算的回报率序列的最低点，1932 年除外。（四个拐点在红色水平线上用红色圆圈标出）。
- ✓ $70 \text{ 年长波} = 2 \times (35 \text{ 年长波}) = 4 \times (17.5 \text{ 年中波}) = 4 \times (5 \times 3.5 \text{ 年短周期}) = 20 \times (3.5 \text{ 年短周期})$ ； $17.5 \text{ 年中波} = 5 \times (3.5 \text{ 年短周期})$ 。所有的时间跨度都是近似值。周期不是钟表装置。1900 年以来，我们已经经历了两个完整的 35 年长波。如果把 1932 年看作是第一个长波的开始，那么第一个长波仅仅延长了一个大约 7.5 年的周期。
- ✓ 始于 20 世纪 40 年代二战期间的 70 年长波在 2008-2009 年全球金融危机期间结束。如是，我们将迎来下一个长波。在新长波的上升初期，我们观察到一些与康德拉季耶夫所讨论的论据相印证的发展。例如，康德拉季耶夫讨论了在长波的这个阶段“黄金产量（货币供应）增加；纳入新的国家以扩大全球市场”。此外，“在长波的上升期，也就是在经济力量扩张的高度紧张时期，通常会发生极具灾难性的广泛战争和革命”。
- ✓ 在 35 年的长波中，黄金在第一个 17.5 年的中周期的上升阶段倾向于下跌。接着，在 35 年长波的第二个 17.5 年周期的下行区间，黄金价格往往飙升。在第一个和第二个 17.5 年的中周期之间，黄金往往整固。（**图表 1**中红色阴影部分）。黄金价格在 2015 年末的 1000 左右触底，目前正处于盘整阶段。
- ✓ 2020 年末和 2021 年上半年是需要密切注意的关键时点。大约在这个时候，3.5 年短周期，和第一个 17.5 年中周期将同时开始回落。因为这种周期性衰退是一种更高阶的周期表现形式，即在 35 年长波中的第一个 17.5 年中波的退潮，市场将非常动荡。我们也不能排除类似 1987 年市场崩盘的可能性 - 毕竟它发生在相似的周期阶段，有着相似的背景。触发点可能是美国总统大选周期，也可能是美国长期债券收益率走势的变化——我们稍后将对此进行讨论。

又或者，我们也可以简化的形式展示美国股市的长波，而不需要呈现所有细微的波动，如**图表 2**所示。它只是简单地使用一种类似的方法描绘出从波谷到波峰，然后再回到波谷的 35 年长波的整体图景。图表再一次显示，根据道琼斯指数和石油价格回报率的触底，2009 年前后是当前新的 35 年长波的第一个 17.5 年中波的开端。

图表 2: 美国股市和石油市场的长波简化形式



资料来源: 彭博、交银国际预测

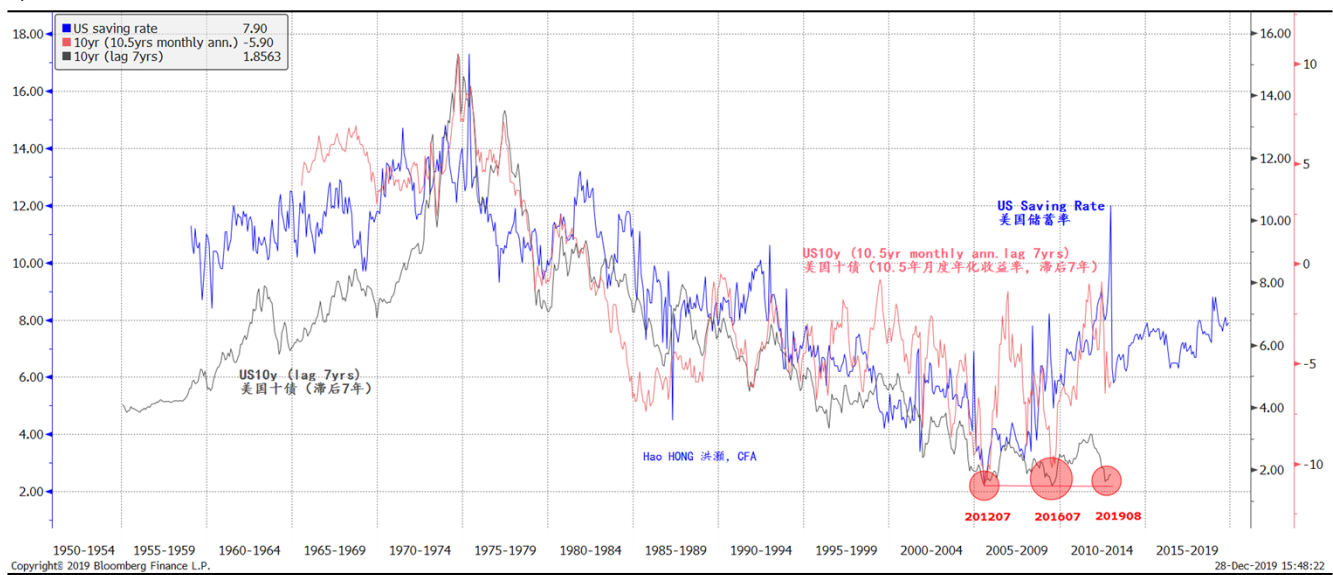
2019年12月30日
中国市场策略

未来长期通胀的诱因

长期通缩现在已成为共识。即使在中国这样一个通货膨胀率接近5%、且迈入农历新年后通胀压力持续增加的国家，经济学家们也在闭门讨论中讨论了如何防止中国“过快”陷入负利率的情况。通缩似乎是一个不可避免的结论。

随着人口老龄化、科技进步和收入差距等长期因素加剧通货紧缩现象，通货膨胀何时、如何才能恢复？然而也有唱反调的。中国最近因猪肉价格上涨而引发的通胀飙升，以及率先实行负利率的瑞典央行(Riksbank)决定放弃负利率，可能预示着未来的另一种可能性。

图表 3: 美国储蓄率大幅领先十年美债收益率。收益率处于几代以来的最低水平，且没有继续下跌的迹象



资料来源: 彭博、交银国际预测

我们的研究表明，在美国，储蓄率的长期趋势与美债长端收益率密切相关，并显著领先约7年，或者说领先约一个7年的周期(图表3)。储蓄率下降与长期收益率下降之间的关系形成的确切原因尚不清楚。但在1980年初至2009年期间，日本和中国两国通过向美国出口，弥补了美国储蓄率的下降，并积累了巨额经常账户盈余。中日然后将这些盈余重新投入美国国债，从而压低了其长期收益率。然而，自2009年以来，美国储蓄率持续上升，因为美国家庭和企业一直在努力储蓄、去杠杆和修复资产负债表，而美国政府则一直在增加债务。与此同时，2012年、2016年和2019年夏季，美国长期债券收益率三次触底(图表3)。与此同时，自2010年左右以来，中国的储蓄和投资强度也在减弱——这是一个显著的宏观变化，我们将在后面讨论。

2010年：中国经济的分水岭

当我们基于850天移动均线的长期趋势构建中国市场预测模型时，我们注意到2010年前后这条长期趋势线发生了变化。

在2010年之前，850日均线不断地上升，显示中国市场正在分享经济不断增长成果。然而，在2010年之后，850天移动均线已经成为上证综指围绕波动的平均线。850日均线达到3200点峰值后，就停止创出新高了 - 即使在2015年泡沫时期上证综指曾突破5000点时也不例外。此外值得指出的是，上证综指在2010年后的大部分时间都运行于850天的均线之下（**图表4**）。

也就是说，自2010年以来，中国股市已经变成了一个零和博弈游戏，交易员试图从交易对手身上赚钱，而非投资于不断成长的公司利润。目前，上证综指正位于850天移动平均线下方，这表明该指数再次处于一个重要的拐点。

图表4: 2010年是中国宏观的分水岭；股市变成了零和博弈游戏

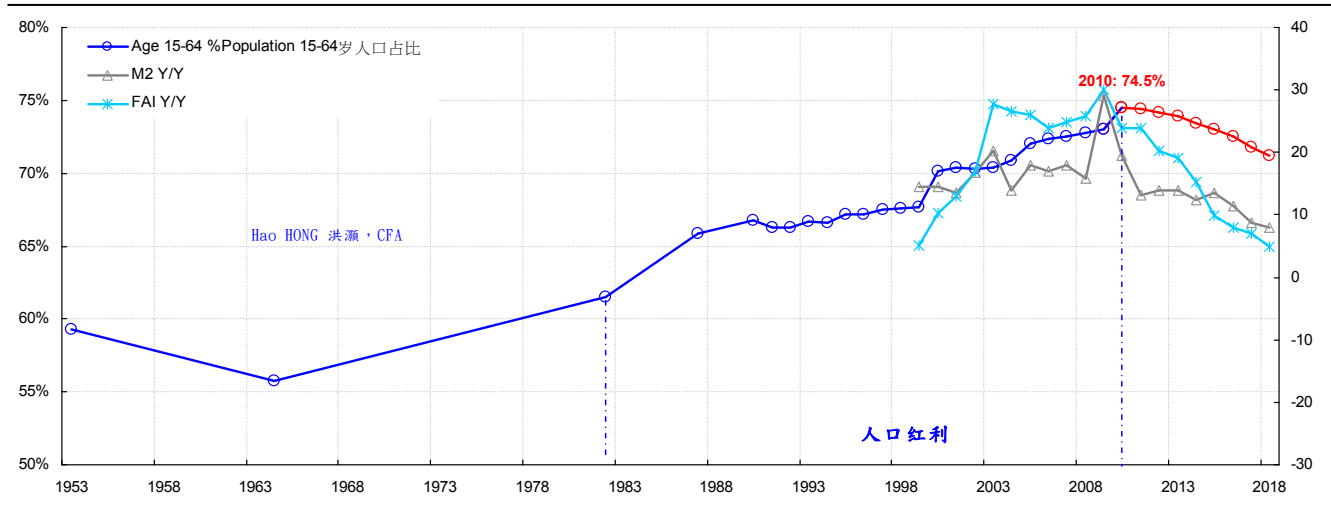


资料来源: 彭博、交银国际预测

我们认为，中国储蓄和投资的放缓是更深远、更长期的宏观经济变化的结果。2010年前后，中国劳动人口占总人口数的比例开始下降。与此同时，中国也到达了“刘易斯拐点”，即中国农村剩余劳动力已经完全被制造业吸收。

人口老龄化和刘易斯拐点的同时到来对中国而言是一项双重挑战。它加剧了中国储蓄和投资习惯的变化。如**图表5**所示，2010年前后，随着人口老龄化的发展，中国货币供应增速和固定资产投资开始急速放缓。

图表 5: 2010 年前后，中国劳动人口比例开始下降



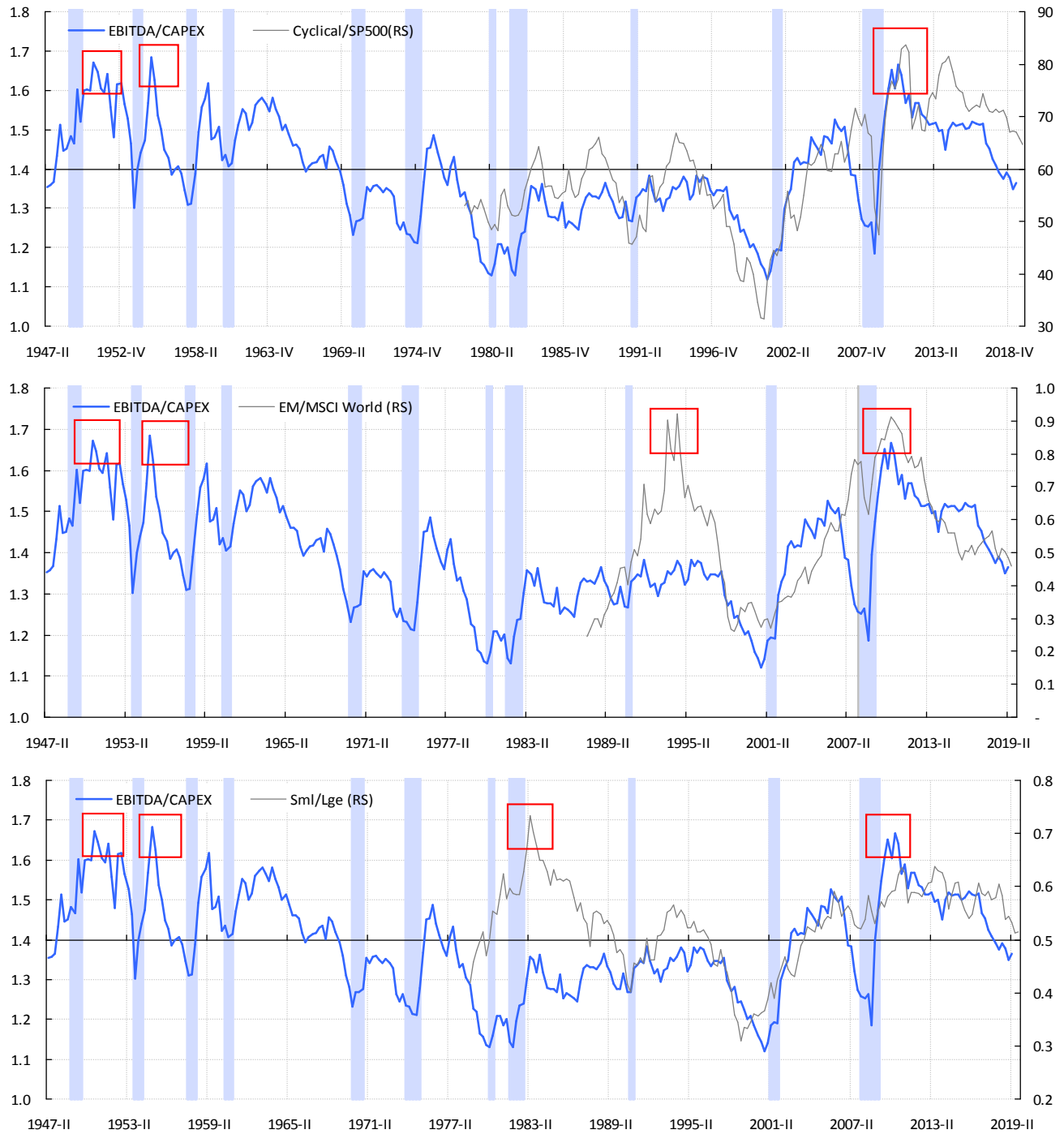
资料来源: 交银国际预测

人口老龄化带来的后果是双重的。首先，随着劳动力的减少，员工们会要求更高的工资，从而推高通货膨胀。而改善收入平等应是二级效应。第二，人口老龄化带来储蓄的减少，消费的增加。这反映在中国不断下降的储蓄率，以及经常性账户盈余占 GDP 比例的下滑中。从历史上看这两者均曾是压低美债长期收益率的力量，将来他们的反转则皆有可能推升美债长端收益率。中国和美国长期宏观变化，及其对美国长期收益率的影响很有可能在 17.5 年中波进入衰退阶段后，即 2020 年末到 2021 年上半年间，引发市场动荡。正如前面提到的长波理论所预测的那样。

从全球投资环境来看，2010 年也是一个分水岭。这是美国资本支出投资回报率见顶的一年，而后一直在下降。自上世纪 40 年代以来，这种回报率一直与小盘股、新兴市场、周期股和上证综指的 ROE 密切相关。所有这些资产的相对回报率都在 2010 年达到顶峰(图表 6)。

在前往闭门讨论会议的路上，我的车越过由古老的石块铺就的胡同，进入长安街。从中国曾经作为世界的中心时象征着皇权的故宫，到摩天大楼耸立代表着中国在国际舞台上崛起的国贸。这段路程就像几百年中国的过去和未来在我的挡风玻璃上闪现。巨变正在发生，而且发生的速度很快，令人眩晕，却又令人着迷。在这个十年即将结束的时候，没有人能够准确地预测未来会发生什么。但是我们已经坐在了观礼的第一排，也将要把所有的精彩尽收眼底。

图表 6: 自 2010 年见顶以来，全球投资回报率一直在下降



资料来源: 彭博、交银国际预测

近期报告

20140728	一万亿的狂热：逢高减持；获利了结	20160301	增长乏力，则股市疲软
20140805	市场共识忽略了什么	20160307	两会周期小阳春
20140814	信贷转向及政策前景	20160321	历史性的市场分歧
20140822	沪港通和资金流向的真相	20160418	周期的假像
20140827	市场隐含的经济增长和政策前景	20160503	蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔
20140905	理智与情感：止损并修正交易策略	20160606	市场见底：何时何地
20140915	货币和财政政策可期	20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望
20140922	盘整还是回调- 长端收益率仍然是关键	20160627	脱欧后，如何交易中国
20140929	市场的割裂	20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元
20141006	香港的鸿沟	20160822	市场盘整
20141013	聚焦美元强势	20160912	最拥挤的交易
20141020	货币政策的拐点	20161114	特别报告：价格的革命
20141027	沪港通延迟成为市场阻力	20161206	2017年展望：微妙的平衡
20141111	市场共识对沪港通知的误区	20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？
20141117	沪港通：开创新历程	20170307	再通胀交易早已落幕：准备开启防御性轮动
20141119	沪港通“见光死”吗？	20170324	中国经济周期权威指南
20141124	降息！以及新的交易逻辑	20170413	市场价格失灵
20141205	中国市场的价格与价值：上证等于3400	20170524	新监管下的风险重新定价
20141217	2015年展望：风险重新定价	20170609	下半年展望：要命的不漂亮，漂亮的不要命
20141224	2015年中国的五个意外	20170621	A股入摩：历史性时刻后的思考
20150119	两融调查引爆头寸：上证泡沫化点位=4200	20170714	突破“三套牢”
20150129	危险的头寸	20170828	中国经济周期权威指南之二-新高
20150205	降准、人民币与国际收支不平衡	20170829	“心”周期
20150209	期权首发日和红庙子的故事	20171114	破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱
20150302	降息和市场的新极端	20171204	2018年展望：无限风光
20150320	市啥率，就是啥率	20180131	狗年：2017年的领悟
20150330	一带一路和新的世界秩序	20180207	市场危机
20150413	恒指目标32,000；与“中国大妈”顺势而为	20180323	非常规贸易战
20150416	A50/500股指期货和创业板泡沫的幻灭	20180326	1987
20150420	肖钢、小川和丁蟹	20180409	因战而战
20150506	调教“人民日报牛”	20180423	大国博弈
20150511	降息如期而至；历史会否重演？	20180521	2018年下半年展望：乱云飞渡
20150528	“5-30”：以暴跌纪念暴跌	20180614	中国投机权威指南
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

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**

2019年12月30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、弘阳地产集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、美团点评、山东黄金矿业股份有限公司、新城悦控股有限公司、恒达集团(控股)有限公司、华滋国际海洋工程有限公司、佳兆业物业集团有限公司、成都高速公路股份有限公司、中国科培教育集团有限公司、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、海通恒信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、中汇集团控股有限公司、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限公司、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、康宁杰瑞生物制药及保利物业发展股份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、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。