日期：2021 年 02 月 19 日

货币、资产“双充裕”和泡沫理性化

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

西方世界的资产、货币“双充裕”时代

资产市场早已取代了商品交易、实体经营借贷，成为资金主要吸纳场所，商品期货化、资产证券化、收益资本化等金融创新行为，亦创造了一个资产的充裕时代，除了楼市、实物商品、标准化金融产品的大扩容外，大量新兴金融产品也被创造了出来。货币持续扩张的结果，都已使得“流动性陷阱”的经典经济学教条发生了改变——西方世界经过数论“大放水”后，货币已进入了充裕时代，负利率已从探讨变成了事实，主要经济体要么已实施了负利率政策，要么是准备了此项工具。

中国“双充裕”时代也即将来临

中国货币环境是“存量过多、增量不足”。就资产端而言，楼市的供应显然也已处饱和状态——当住房成为类似女人“钻石”的典藏品时，再多的供应都将被消化，市场将因“收藏”而显得供应不足。注册制下，监管部门早已不将调控上市节奏作为维护市场平稳的手段，上市型公司组织制度将逐渐普及化，这意味着股市上的股票资产富余时代将到来，或者已经到来。在商品期货领域，不仅传统大宗商品期货品种已基本健全，越来越多农产品期货品种的引入，还催生了农产品的资本化。中国资产的充裕时代，显然正在快速到来中。

“双充裕”时代带来泡沫理性化

泡沫的持久性、坚韧性和成长性，带来了“泡沫理性化”的市场认识，金融平稳取代经济增长成为西方宏调政策核心关注点，以及央行政策作用途径转向资产价格渠道，是“理性泡沫”时代到来的基础，资本市场上金融投资的“交易拥挤”现象成为常态。

“泡沫理性化”加剧金融和实体分离、波动率上升

“理性泡沫”时代的背景是金融和实体的持续背离，金融资产价格日益脱离实体基础，扩张的货币都流入了“身份商品”市场，“去股权化”趋势又使得传统的估值不能反映这一变化。各种组合因素变化的综合结果，必然是金融市场上波动性的上升，波动率本身的变化也增大。

“双充裕”和泡沫理性化时代的投资变化

资产、货币 “双充裕”时代的最显著变化，是市场结构分化，市场分化取代了板块轮动，对这种市场交易特征中国称“抱团”，西方称“拥挤交易”；市场运行复杂性日益提高，投资日益成为一门专门技术，投资的门槛在悄然提高。投资者需要在各自市场上，分析各自的政策环境对市场影响；对投资者而言，经济全球化和金融一体化下，市场运行的独立性和分化反而提高了。对普通投资者来说，投资代理人选择成为了投资决策中心。

目 录

一、货币、资产“双充裕”时代来临 3

1. 西方世界的资产、货币“双充裕”时代 3

2. 中国“双充裕”时代也即将来临 5

二、“双充裕”时代带来泡沫理性化 8

1. “理性泡沫”时代来临 8

2. “理性泡沫”时代的前景 10

3. “泡沫理性化”加剧金融和实体分离、波动率上升 10

三、理性泡沫时代如何投资 11

1. 负利率下金融机构仍存正利差 11

2. 永久分化成为资本市场普遍特征 13

3. 面对“双充裕”，投资者如何选择？ 14

图

图 1 美国上市公司家数变化和市值比重 3
图 2 美国企业保守主义的兴起 4
图 3 欧洲央行基准利率的变化 4
图 4 国际货币深化比较（F=M2/GDP，年） 5
图 5 中国楼市供应永远不足、“抢”房持续上演的逻辑 6
图 6 中国 A 股上市公司家数 7
图 5 中国资产充裕化的逻辑 7
图 8 标普 500 的席勒市盈率持续位于高位（月） 8
图 9 “理性泡沫”时代来临 9
图 10 金融危机阶段变化带来理性泡沫 9
图 11 美国股市波动率的整体上台阶态势 11
图 12 欧元区利率体系比较（月） 12
图 13 FED 资产规模的变化（万亿 USD,月） 12
图 14 美国股市的严重分化格局 13
图 15 美国股市的指数构成 14
图 16 中外股市走势独立性上升 15
图 17 双充裕时代投资由“选股”转向“选人” 16
图 18 中国股市投资方法的转变 16

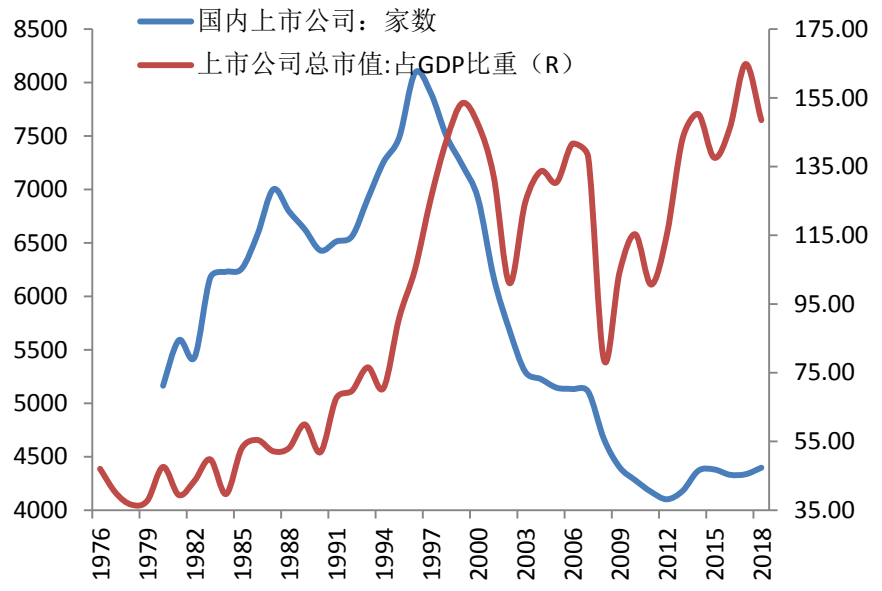
一、货币、资产“双充裕”时代来临

1. 西方世界的资产、货币“双充裕”时代

从货币流向的角度，资产市场早已取代了商品交易、实体经营借贷，成为资金主要吸纳场所，商品期货化、资产证券化、收益资本化等金融创新行为，亦创造了一个资产的充裕时代，除了楼市、实物商品、标准化金融产品的大扩容外，大量新兴金融产品也被创造了出来。显然，我们正处在一个资产和货币的双充裕时代。

资产充裕时代应该不难理解。在西方，作为虚拟经济主要存在的金融市场发达，金融资产供应自然不会短缺。一般来说，增长拐点后时期的状态是富裕状态，增长达到顶点前的过剩或为周期性的阶段过剩，或结构性充裕；但当增长越过拐点后，市场的绝对充裕状态就会到来。例如，美国股市上市公司家数年度最高为 1996 年的 8090 家，随后就进入了下行趋势，2018 年只有 4397 家。

图 1 美国上市公司家数变化和市值比重

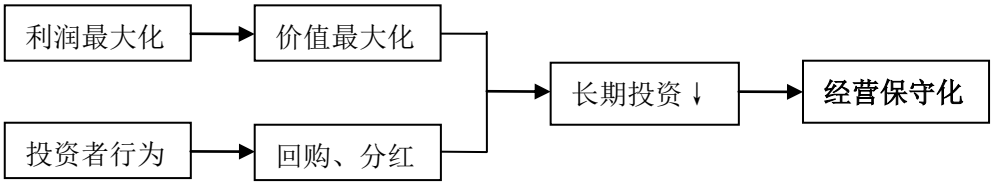


数据来源： Wind，上海证券研究所

显然美国股市的股票供应是充裕的，美股的上涨并非股市供应不足，即绝非中国市场上一种解释资产价格上涨的“资产荒”逻辑。2003 年后，欧美股市进入“去股权化”时代，股市规模（股份数量）持续下降，其中一个重要基础就是股票供应过分充裕，使得大部分公司股价低下，由托宾 Q 理论、MM 理论等财务微观金融理论可知，此时上市公司将倾向于进行回购注销、甚至直接私有化等缩股行为，倾向于减少投资等经营保守主义行为，这些实际上正是西方企业近

十几年的行为特征！

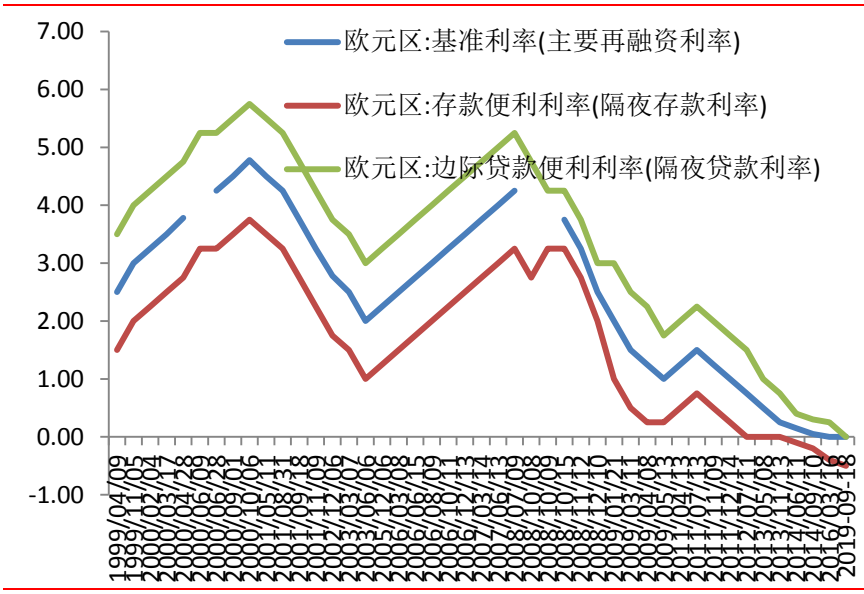
图 2 美国企业保守主义的兴起



货币充裕在西方也是显见的。货币持续扩张的结果，都已使得“流动性陷阱”的经典经济学教条发生了改变——货币当局为促使商业银行等金融机构扩张信用，将基础货币投放的准备金利率不断下调，直到零值下方，并通过量化宽松的货币政策措施，推动了市场基准利率的无限下行，并进入负利率状态。

西方世界经过数论“大放水”后，货币已进入了充裕时代，负利率已从探讨变成了事实，主要经济体要么已实施了负利率政策，要么是准备了此项工具。负利率并不是指居民的实际储蓄或贷款利率（名义利率-通货膨胀），而是指中央银行在基础货币调控领域，对商业银行实施的、影响准备金变化的各种工具利率。从宏观调控的角度，负利率是一种非正常的货币政策。

图 3 欧洲央行基准利率的变化



数据来源： Wind，上海证券研究所

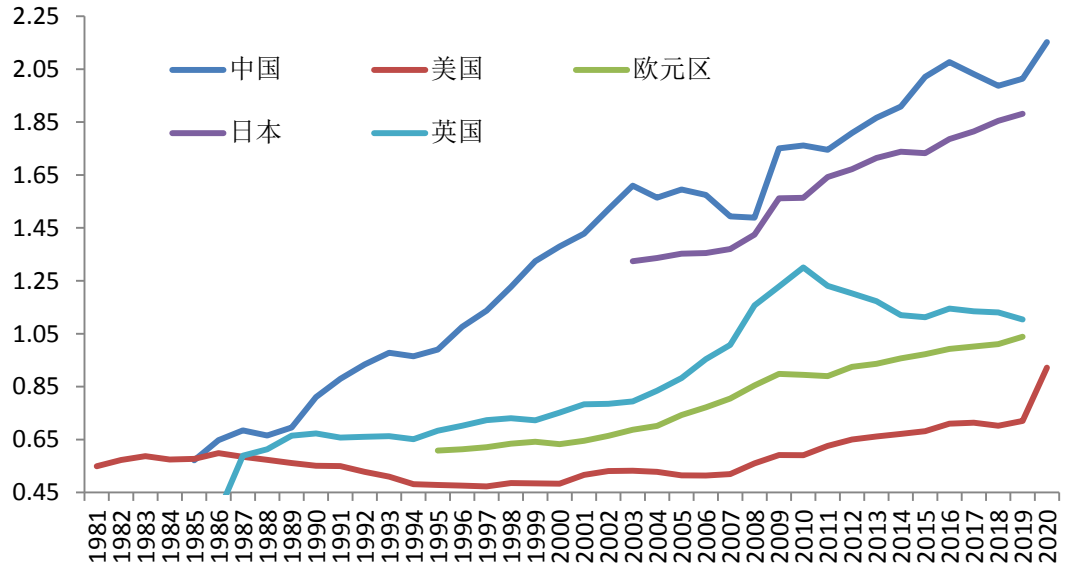
按照欧元准备金市场主要基础货币利率指标存款便利利率（隔夜存

款利率）看，2014 年 6 月欧元区就进入了负利率状态。2014 年 6 月 11 日，欧洲央行（ECB）将存款便利利率下调至-0.1%。日本虽然很早就进入了流动性陷阱，金融市场利率持续处于近乎为零的低位，但也直到 2016 年才实行负利率政策；2016 年 2 月 16 日，日本央行将政策目标利率（无担保隔夜拆借利率）下调至-0.1%。这是迄今为止，明确实行负利率政策的 2 个全球主要经济体。其它几个或先或后（如 2012 年 7 月的丹麦和 2015 年 1 月的瑞士）实行负利率的国家，应其经济和金融体量在全球经济和金融格局中占比微小，因而影响不大。

2. 中国“双充裕”时代也即将来临

中国货币环境是“存量过多、增量不足”。存量过多是指中国货币已处过分充裕状态，增量不足是由于高杠杆引起高财务性周转需求，从而引起对增量货币强劲需求的结果。衡量一个经济体货币充裕程度的常用指标是货币深化度（F=M2/GDP），虽然不同国家并无一致标准，但中国这一指标在最近 20 年快速上涨，超过了被公认为因货币过多而最早陷入“流动性陷阱”状态的日本，差不多是美国 3 倍，欧元区的近 2 倍。

图 4 国际货币深化比较（F=M2/GDP，年）



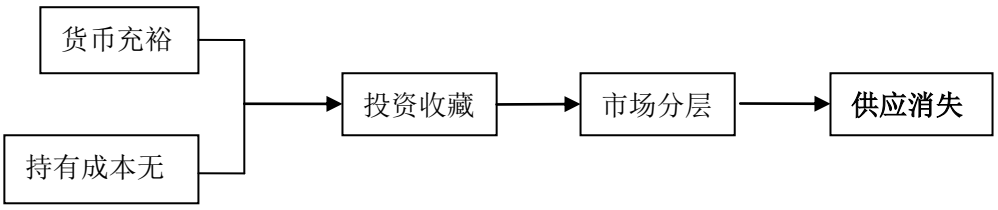
数据来源： Wind，上海证券研究所

如此多的货币之所以并没有引起超低利率，或负利率，除了跟“增量不足”的另一货币环境有关外，更为重要的原因，是中国央行坚持了货币政策的正常化，即并没有实行超低利率政策，而是一直坚

持将利率维持在正常的一定水准之上。利率体系的核心是基础货币利率；按照笔者的货币“二分法”分析框架——央行的基础货币数量和基础货币利率是可以分开控制的，借助合适的政策工具，货币当局对货币扩张完全可以实现“增量、提价”的组合效果。导致货币环境“增量不足”的高杠杆基础，主要在于资产泡沫，特别是楼市泡沫，显然泡沫生长和货币需求增长间是互相促进的，故笔者一直认为“楼市泡沫不除、货币利率难降”！这也是货币空转的基础，任何不以治理楼市泡沫为目的引导资金“脱虚向实”措施，实际上都是“耍流氓”——资金是流动的，不控制楼市泡沫，最终必定无效。

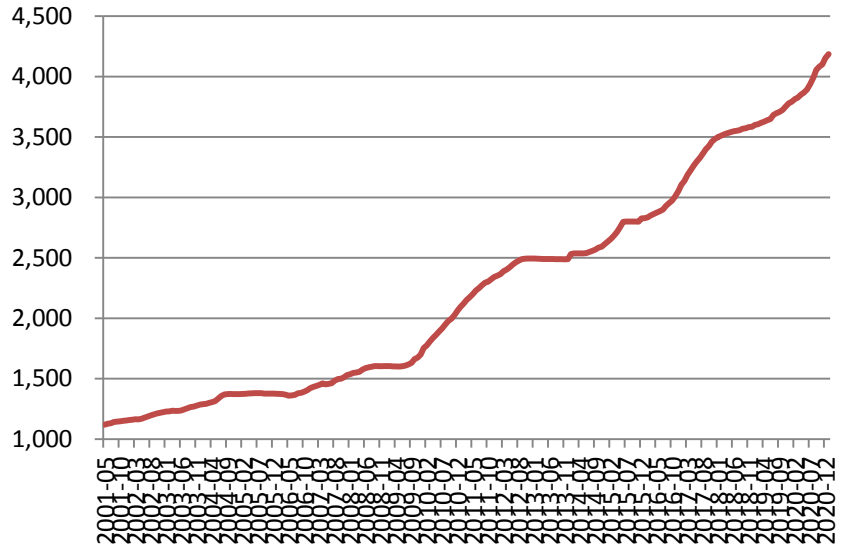
就资产端而言，就房地产市场而言，根据中国央行于 2020 年 4 月份时发布的《中国城镇居民家庭资产负债情况调查报告》，中国城镇居民户均拥有住房 1.5 套。显然，除了个别城市外，楼市的供应显然已处饱和状态——不足的原因是很多住房被“典藏”，一些投资者、特别是灰色地带的投资者，其住房既不出售、也不出租，而是用作财富贮藏手段。当住房成为类似女人“钻石”的典藏品时，再多的供应都将被消化，市场将因“收藏”而显得供应不足。

图 5 中国楼市供应永远不足、“抢”房持续上演的逻辑



2020 年 12 月，中国 A 股上市公司家数为 4233 家，比上年底增加 376 家，2021 年 1 月份又增加了 32 家，达到了 4265 家。相对于美国 2014 年后基本平稳的上市数量，中国上市公司总数预计 2021 年底将超越美国。

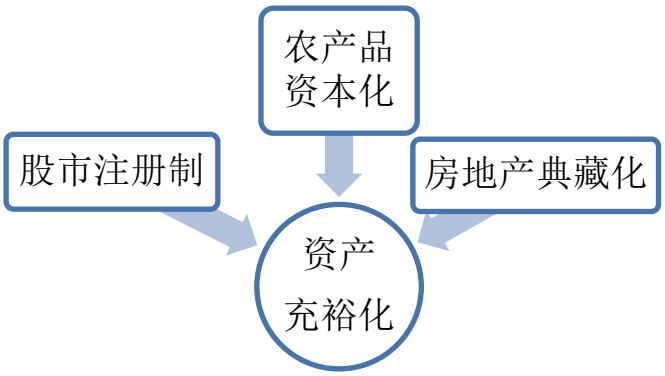
图 6 中国 A 股上市公司家数



数据来源： Wind，上海证券研究所

注册制下，监管部门早已不将调控上市节奏作为维护市场平稳的手段，上市型公司组织制度将逐渐普及化，这意味着股市上的股票资产富余时代将到来，或者已经到来。在商品期货领域，不仅传统大宗商品期货品种已基本健全，越来越多农产品期货品种的引入，还催生了农产品的资本化。中国资产的充裕时代，显然正在快速到来中。

图 7 中国资产充裕化的逻辑



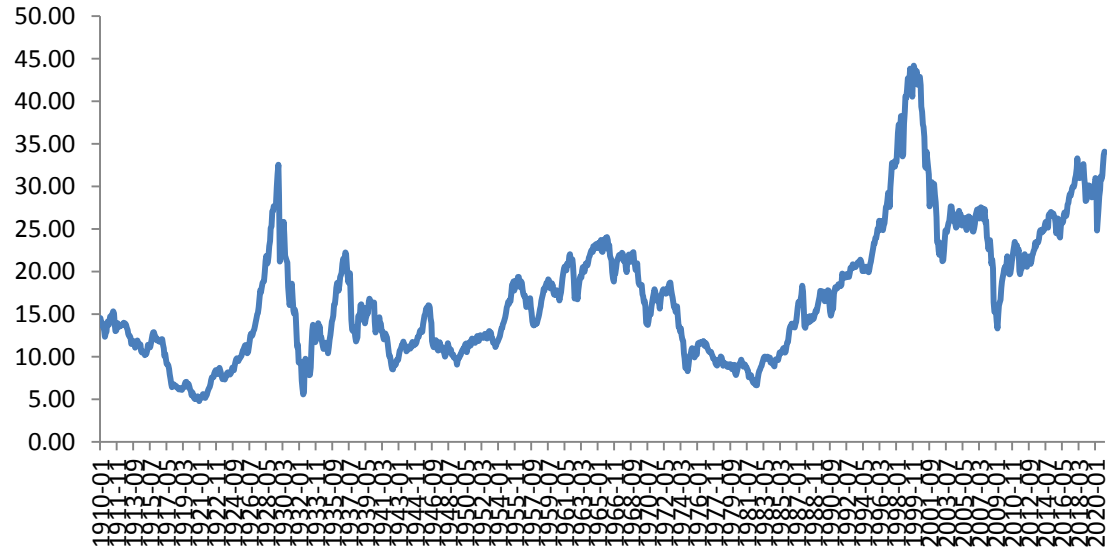
二、“双充裕”时代带来泡沫理性化

1.“理性泡沫”时代来临

虽然泡沫无法量化，也只能是事后得到确认（一致公认），事前、事中市场都会存在分歧，但人们总是能感受到泡沫的存在。言及泡沫，人们总认为是非理性的，即使经济繁荣阶段的资产价格高涨，市场也通常惯以“非理性繁荣”的称谓。这实际上是说经济周期是非理性的，在“泡沫”前固定地加“非理性”的前置语，并习惯性地捆绑使用，在 2014 年之前是市场约定俗成的惯例。

2014 年是市场对泡沫认知变化的一个重要分水岭。2014 年之前，市场认为危机后的非常态货币政策——量化宽松和负利率，随着经济、金融市场的正常化，尽管危机后超宽松货币状态一再延续和扩大，最终仍会退出，并回归正常化。然而，2014 年尽管西方资本市场已恢复危机前“泡沫”水准，无论指数、估值、价格都回到了危机“非理性泡沫”状态下的水平，并延续了长久上扬的趋势，如美国标普 500 经通货膨胀调整后的价格，2008 年危机前最高水准为 2007 年 10 月的 1909.33 美元，6 年后的 2013 年 10 月恢复到了 1908.24 美元，并继续上涨，2019 年 12 月为 3203.04 美元，当前最新数（2020 年 9 月）为 3526.65 美元；美国标普 500 的席勒市盈率，金融危机前夕的 2007 年最高为 27.55 倍，危机发生后最低跌到 2009 年 4 月的 14.98 倍，在危机后的超宽松货币政策下于 2015 年初恢复到 27 倍，并继续维持了上扬趋势，2019 年 12 月为 30.33 倍，2021 年 1 月最新值为 34.10 倍。

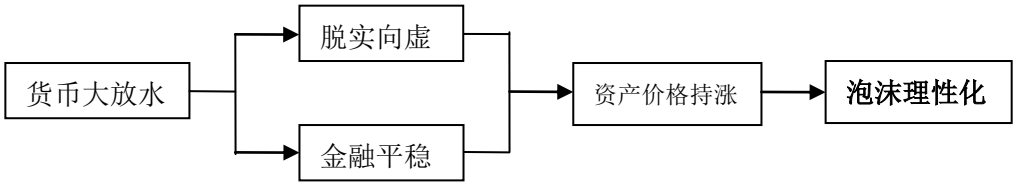
图 8 标普 500 的席勒市盈率持续位于高位（月）



数据来源： Wind，上海证券研究所

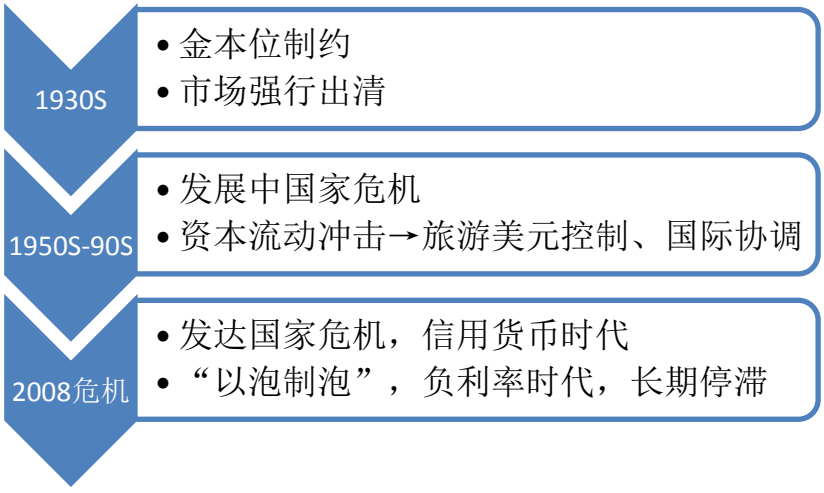
泡沫破裂导致了 2008 年危机，危机前的泡沫当然就是非理性的了。2014 年后的“泡沫”却永久化、成长化，并延续至今仍表现强劲，“泡沫理性化”时代来临自然也是一个合理的市场解释。“泡沫理性化”时代到来，客观上也有着深刻的时代背景变化，其中的最大变化，就是金融稳定成为货币政策的核心决定因素。

图 9 “理性泡沫”时代来临



金融稳定在欧美国家实践中，甚至超越了经济周期管理，传统的逆周期管理政策体系，让位于宏观审慎管理框架。美国为代表的发达经济体，全球化背景下制造业转移已完成，应对产业空心化的对策是产业价值链的核心控制战略，即所谓掌控全球产业价值链“微笑曲线”两端的价值链提升战略，西方资本这一战略的结果是国内不平等的扩大，并最终导致了 2008 年的危机。这一时代背景下配套发展起来金融扩张，越来越脱离实体部门发展，央行对国内经济刺激的作用路径，由传统的刺激投资带动经济增长，转变为刺激资产价格维持金融稳定、进而创造经济稳定增长。显然，西方央行政策体系变化，是造成其新时期资产泡沫反复出现和不断发展的基础。

图 10 金融危机阶段变化带来理性泡沫



2. “理性泡沫”时代的前景

负利率时代掩盖了西方资本市场功能泡沫的本质，让泡沫显得理性化。用传统标准衡量，你看不到泡沫，并不表示泡沫不存在，经济持续低迷期资产价格持续反常上涨，本身就是一种“非常态”，虽然市场更愿意称之为“新常态”！只要是泡沫，不论理性与否，终归会破，问题是什么时候破。

资本市场上投资成功的一条永恒法则是“做趋势的朋友”。2008 年金融危机后，美国股市等西方资本市场上各类资产泡沫的永久化趋势，让市场逐渐接受了“理性泡沫”的理论——这是个泡沫正常化的时代，各路资金追逐泡沫，谁家央行最能搅动泡沫，资本就流向哪里。这样看来，美国是“理性泡沫”时代的标准制造者和国际金融新趋势引领者。理性世界当然也在等待泡沫的终结，但似乎目前还看不到迹象，泡沫时代在可预见将来还将持续。

泡沫的持久性、坚韧性和成长性，带来了“泡沫理性化”的市场认识，金融平稳取代经济增长成为西方宏调政策核心关注点，以及央行政策作用途径转向资产价格渠道，是“理性泡沫”时代到来的基础，资本市场上金融投资的“交易拥挤”现象成为常态。泡沫终归是泡沫，虽然可预见将来仍将延续，但终将湮灭！

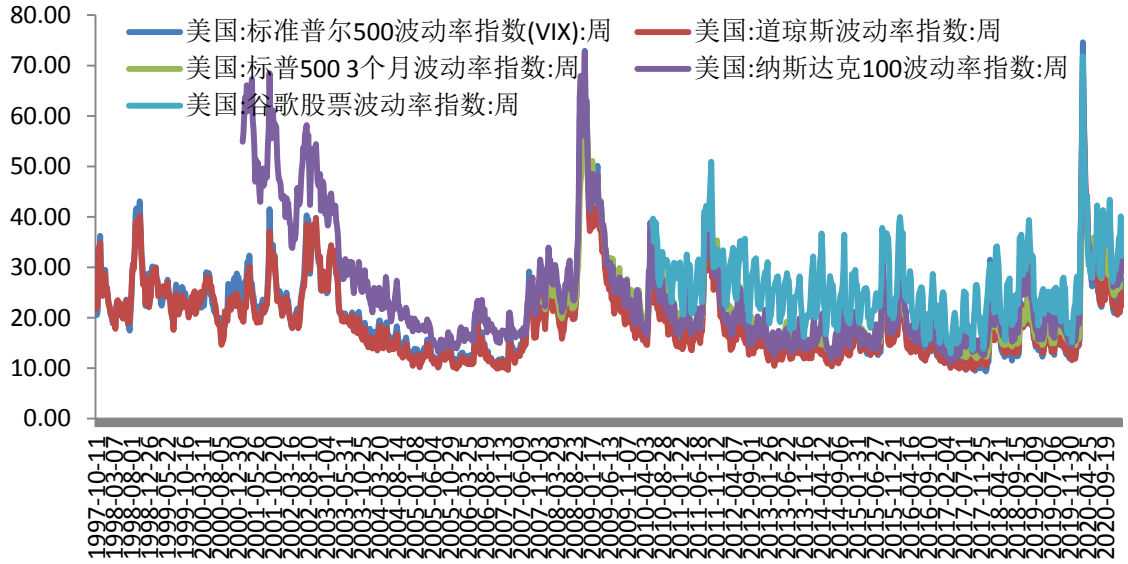
对美股而言，美国全球领先信息产业的根基已受到动摇、金融稳定到达新阶段后“去股权”趋势放缓；政策对实际经济真实增长的关注度也在日益提高，结构性改革普遍被提上议事日程，“理性泡沫”也终将回归至“非理性泡沫”本质。

3. “泡沫理性化”加剧金融和实体分离、波动率上升

对西方经济来说，“泡沫理性化”实际上意味着其货币政策的失效，扩张的货币都流入了“身份商品”市场，经济体系中的货币越充裕，流动性（货币和债务）分布于房地产和股票等股权类金融资产等身份商品市场的就越多，这实际上是典型的资金“脱实向虚”！与中国着力扭转资金“脱实向虚”的结构性货币政策实践不同，美欧等西方体系的货币政策重点一直在维护金融稳定上，即流动性分布改变并不成为其政策关注点。企业得到新流动性后的理性行为，往往是修复资产负债表、提高分红比例以维持股价、预防性并购等，用于实体部门真实投资的少之又少。因此，虽然金融资产价格已经飙升到历史新高，并早已超越了按基础资产、实体经济和企业经营自身条件的基础，资产价格仍一涨再涨。政策虽然达到了金融稳定的目的，但实体经济却滑入了“1%地带”——1%的经济增长+1%的通货膨胀成为常态。超级宽松货币状态下，低增长和低通胀的组合，使得西方经济中低利率成为常态。

“理性泡沫”时代的背景是金融和实体的持续背离，金融资产价格日益脱离实体基础，“去股权化”趋势又使得传统的估值不能反映这一变化。各种组合因素变化的综合结果，必然是金融市场上波动性的上升，波动率本身的变化也增大。观察美国资本市场，2014 年以来市场波动率本身的变化在上升，极端状态显著增多！

图 11 美国股市波动率的整体上台阶态势



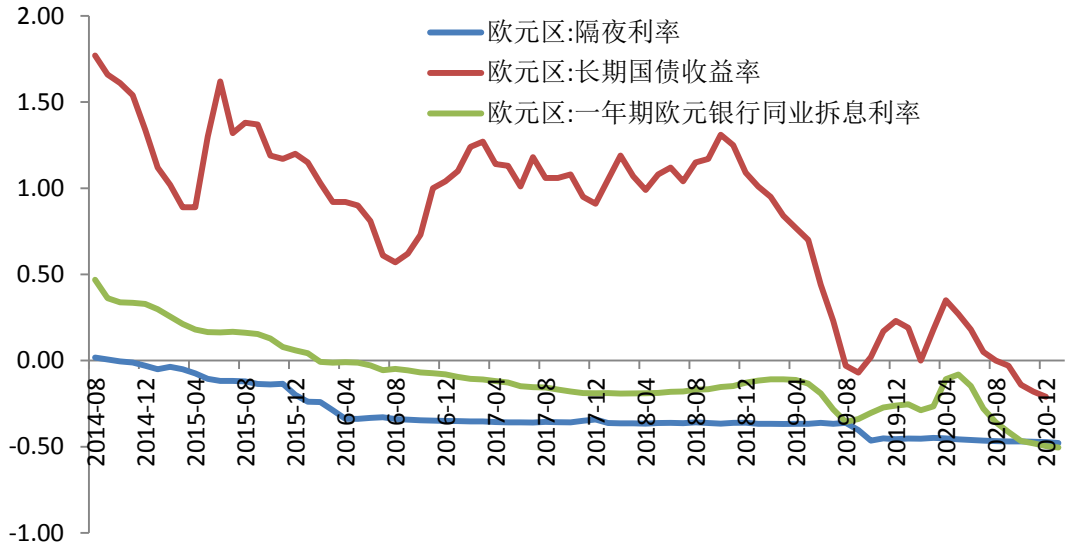
数据来源： Wind，上海证券研究所

三、理性泡沫时代如何投资

1. 负利率下金融机构仍存正利差

欧洲央行(ECB)2014 年 6 月起将隔夜存款利率下调到了零值下方，当前为-0.5%。2020 年 12 月，欧元区长期国债收益率（10 年期）为-0.21%，银行间 1 年期同业拆息利率为-0.5%，货币市场隔夜利率为-0.47%。负利率状态下，并不意味着银行不能取得正利差。显然，对欧洲银行来说，负利率的国债是具有吸引力，持有负利率的国债是有正收益的，因为持有闲置资金付出的利率还有多。对商业银行来说，大规模持有超过经营需要的现金是不现实的，现实中现金调配、保管成本也很高，且随着规模增加会加速上升，因此，即使利差再缩小，商业银行仍愿持有负利率国债；难怪 2020 年 11 月中国财政部在欧洲发行的、收益率为-0.152%的 5 年期欧元主权债券，会遭到市场疯抢的——持有中国国债最终可获得更高的正收益！

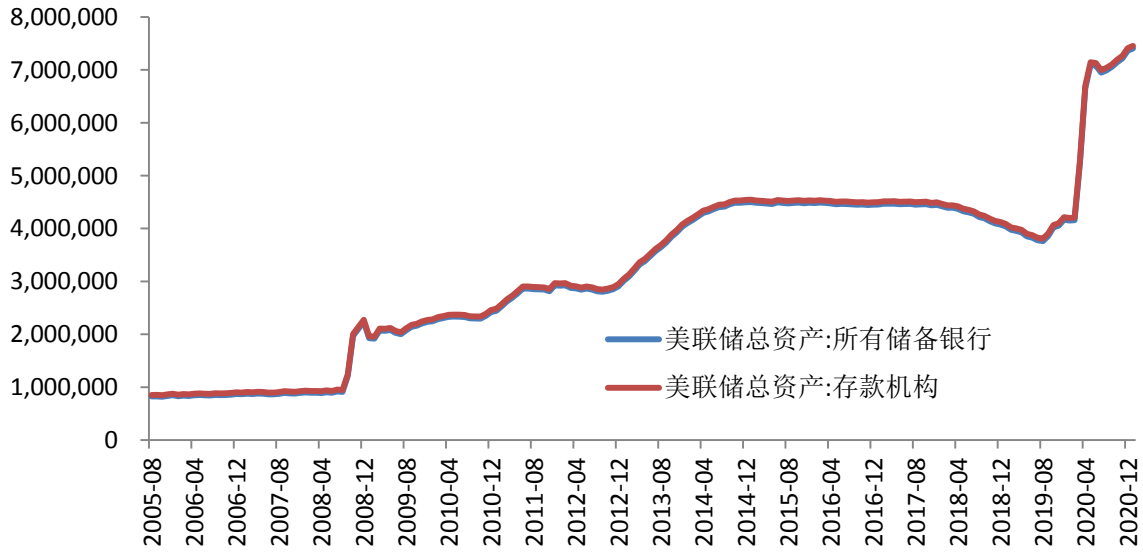
图 12 欧元区利率体系比较（月）



数据来源： Wind，上海证券研究所

在全球最大经济体美国，FED 虽然并未实行负利率，但量化宽松的规模更为庞大和扩张迅速。美元货币体系的形成机制决定了 FED 资产规模和基础货币规模直接相关，美联储规模扩展就意味着美国货币投放的上升。

图 13 FED 资产规模的变化（万亿 USD,月）

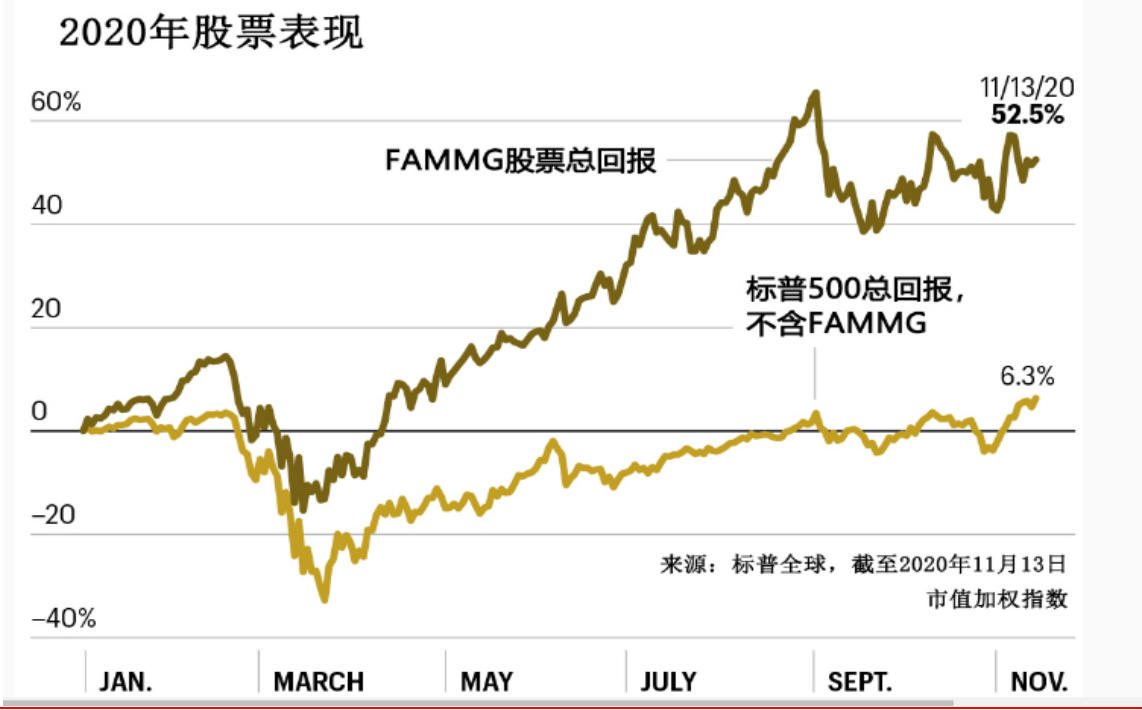


数据来源： Wind，上海证券研究所

2. 永久分化成为资本市场普遍特征

“双充裕”时代的最显著变化，是市场结构的分化，即市场运行日益呈现分层特征。“泡沫时代”金融投资的一个典型现象是资金“抱团”；资金“抱团”造成的交易拥挤，维持了信息板块的价格，带动了美股指数的延续上行。但是，美股其余板块几乎并无上涨，美股的分化实际上还要甚于中国 A 股。

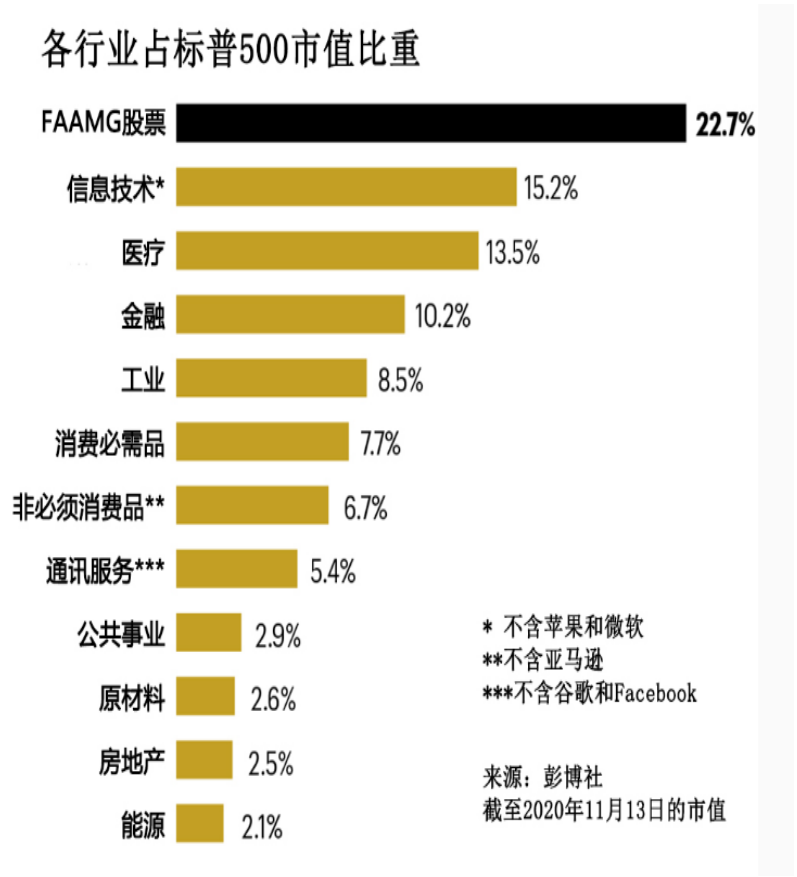
图 14 美国股市的严重分化格局



数据来源： 财富，上海证券研究所

在股市，分化是如此明显，大部分个股走势已和大盘没有关系，中外莫不如是，决定美股走势的主要是 FANNG（标普 500 指数集中于最大五档个股—微软、苹果、亚马逊、Alphabet 与 Facebook—占比 22%），美国股市分化实际上比中国还要严重。只不过美股指数正好由信息板块决定，而信息指数，尤其是 FANNG 则正处于行业繁荣期。

图 15 美国股市的指数构成



数据来源： 财富，上海证券研究所

在楼市，即使同一城市中同一区域，低端、中端、高端的市场间运行迥异，使得市场运行呈现出高端楼市繁荣、普通人望楼兴叹，以及低端楼市不温不火的“两极化”局面。

3. 面对“双充裕”，投资者如何选择？

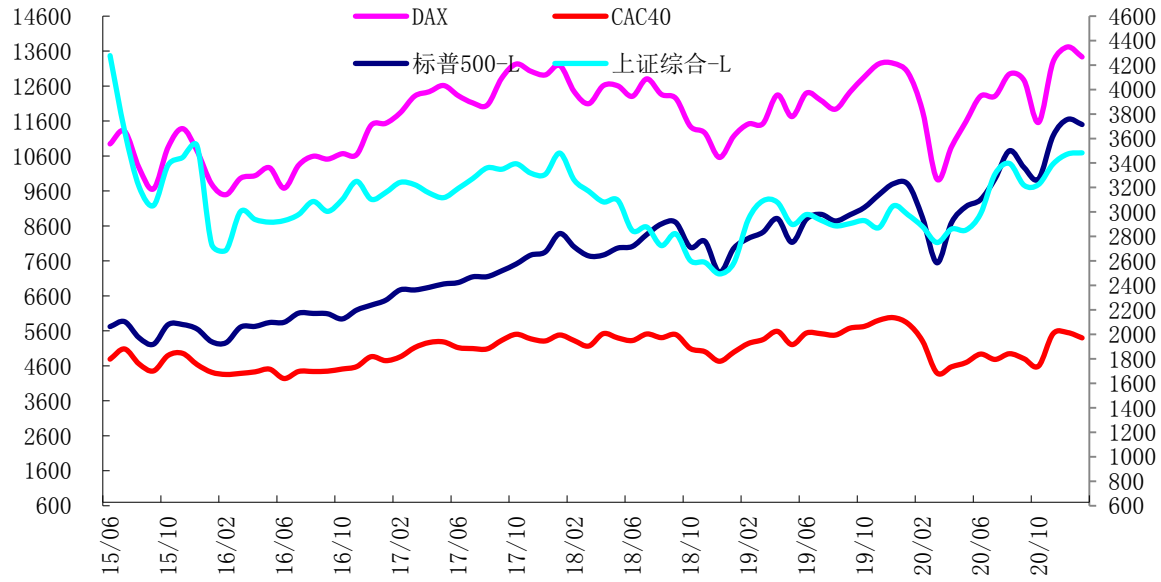
对于股市，2019 年以来，中国股市运行中分化特征越来越显著；伴随着注册制的推进，股票供应的稀缺性不再，投资越来越成为专业性的技术——因而机构化是必然趋势。

回到金融市场，资产、货币的双充裕，不仅使市场运行呈现了新特征，投资者过去的经验不再适用，而且市场运行的复杂性也日益提高，投资日益成为一门专门技术，投资的门槛在悄然提高。

货币充裕使得增长的货币都推挤在了金融市场和资产领域，使得宏观经济出现了金融周期和经济周期的双周期运行态势，既对宏观调控提出了挑战，也增加了投资者理解和跟踪宏观政策走向的难度。在西方，货币当局将货币政策中间目标转向了资产价格；在中国，货币当局则变货币政策的总量属性工具为结构化手段，强调货币

“直达实体”。两种不同的政策取向，直接导致了中外固定收益市场上的不同利率走势——欧美维持了低利率甚至负利率，中国则保持了货币政策的正常化。中外不同的货币政策取向，也决定了中外利差的长久性，从而资金流入中国的持续性，为人民币对外价值“稳中偏升”的时代趋势奠定了基础。这一切都意味着，投资者需要在各自市场上，分析各自的政策环境对市场影响；对投资者而言，经济全球化和金融一体化下，市场运行的独立性和分化反而提高了。

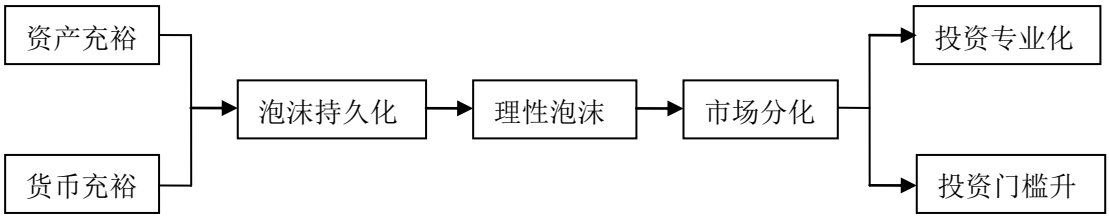
图 16 中外股市走势独立性上升



数据来源： wind，上海证券研究所

在双充裕时代，市场分化取代了板块轮动，对这种市场交易特征中国称“抱团”，西方称“拥挤交易”；这种交易模式需要投资者对投资标的的经营和行业背景有深刻理解，对公司长期价值有正确判断，换言之就是投资的专业属性极大地得以增强，非专业散户操作难度加大。对投资管理人而言，纵使市场资金充裕，不展示专业技能不足以吸引投资者，故而投资管理人直接上阵展示自己的现象大为增多。2020 年后，直播、电话会议的主角逐渐由卖方机构为主，演变为买方和卖方竞现局面，越来越多公募和私募机构的基金经理等，也和过去券商分析师一样，做起了电话会议和直播。对普通投资者来说，选择投资代理人成为了投资决策的中心。

图 17 双充裕时代投资由“选股”转向“选人”



这一趋势下，资本市场上的金融投资，要不为市场波动所伤并取得成功，选择高度流动性的安全资产，自然是最为合适的选择。在金融和实体普遍脱离的情况下，越是能保持实体挂钩的资产，就越是安全的资产；越是头部企业，其流动性也就越有保证。正是在这种情况下，美国股市上以“FANNG”(Facebook、Apple、Amazon、Netflix、Google)为代表的信息科技股，出现了明显的交易拥挤现象，实际上就是中国式的资金“抱团”。

图 18 中国股市投资方法的转变



分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。