

纸币泛滥“大时代”：寻找“类黄金”资产

——宏观经济和大类资产展望

中泰宏观首席分析师 梁中华

2020.09

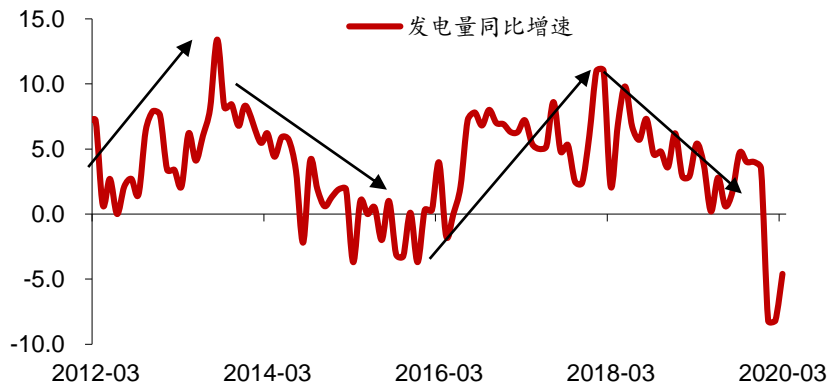
概要

1. 复苏的错觉：经济先上后下
2. 纸币的泛滥：黄金长期上涨
3. “类黄金”：稀缺性、活得久

本轮经济下行通道：开始于2018年，并非疫情

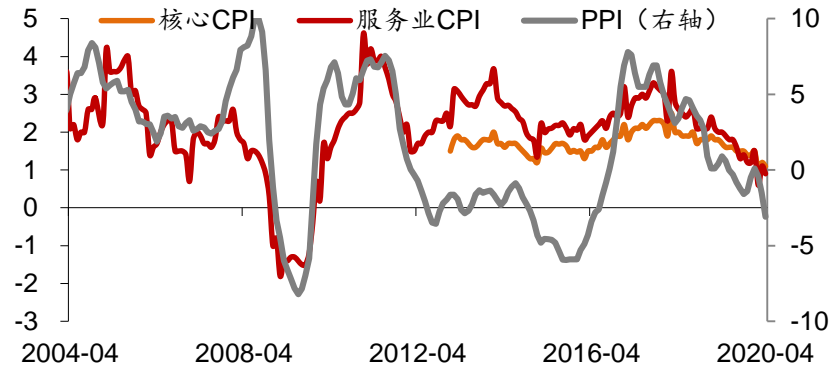
- 本轮宏观经济的走弱并不是完全由新冠疫情导致的，主要的经济指标几乎都是从2018年就开始下滑了。疫情只是加速了经济下行的节奏而已，并不是改变了趋势。

发电量增速从2018年开始下滑 (%)



来源：CEIC，中泰证券研究所

物价指数也是从2018年开始下滑 (%)

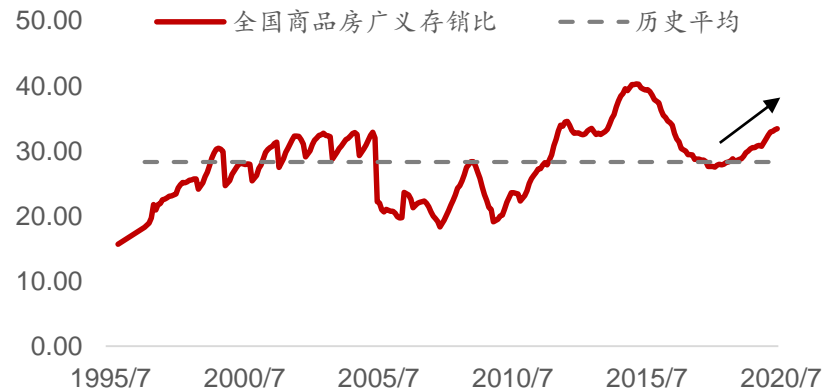


来源：CEIC，中泰证券研究所

下行压力的主要来源：房地产市场逐步降温

- 我国居民有六成以上的财富，直接或者间接配置在了房地产相关领域；过去十年里，我国1/3左右的经济增长，是由房地产直接或者间接拉动起来的；地方政府对土地财政依赖依然很大。房地产仍是我国经济的主导变量。
- 从2018年以来，棚改货币化政策逐渐收紧，房价下跌城市开始增多，库存开始累积，房地产市场的缓慢降温，是2018年以来经济下行压力的重要来源。

广义库存先降后升



来源：CEIC，中泰证券研究所

百城中房价环比下跌城市数量（个）

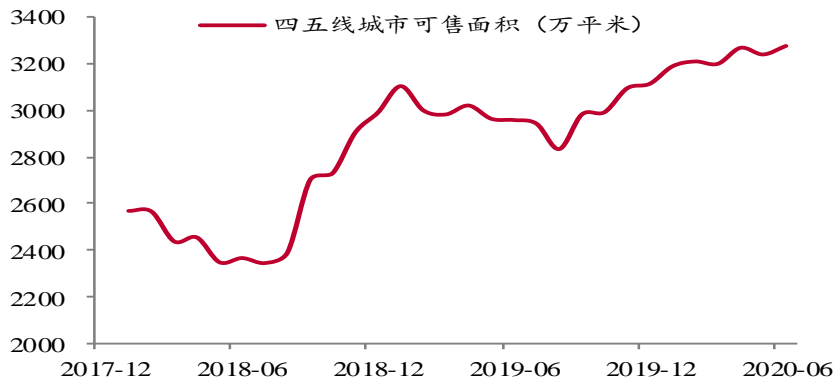


来源：CEIC，中泰证券研究所

小城市的下行压力尤其大

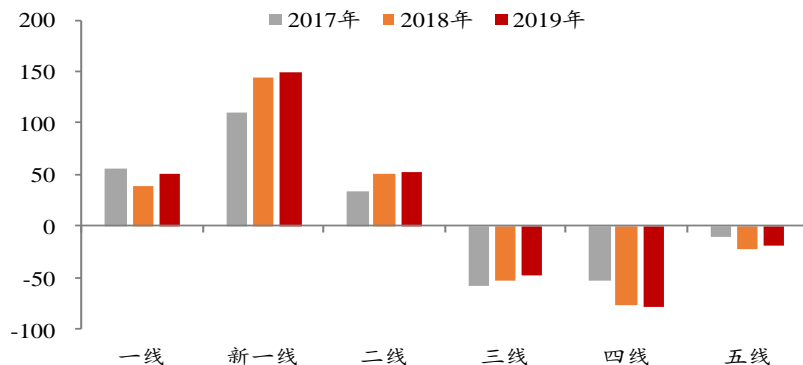
- 小城市的房地产市场在2013年就已经见顶，所以才出现量价齐跌的情况。在棚改货币化人为创造需求、居民追涨杀跌的情况下，小城市迎来了一波繁荣，但也进一步透支了需求空间。过去几年，我国房地产销售每年维持17亿平米的天量水平，每年销售出的房子能够容纳4000万人居住，而每年城镇人口只增加2000万，房子明显是超卖的。
- 但棚改政策减弱，小城市又长期面临人口净流出的压力，往前看几年，小城市房地产市场的调整压力都非常大。

四五线城市商品房可售面积



来源：克尔瑞，中泰证券研究所

2017-2019年各线城市人口净迁移量 (万人)

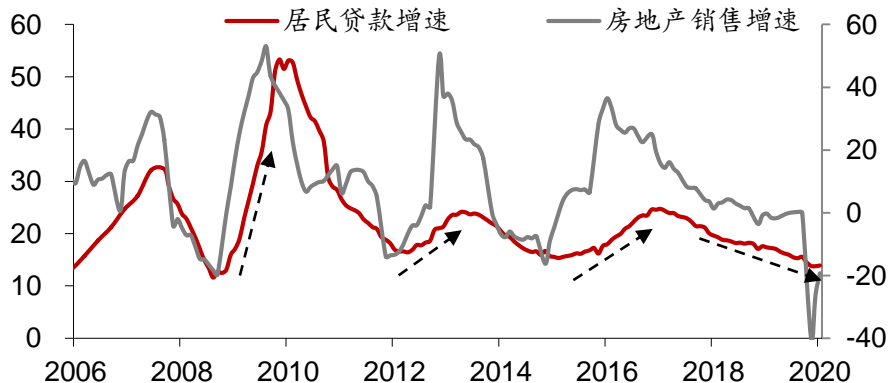


来源：Wind，中泰证券研究所

地产仍是主导：居民并未大幅加杠杆

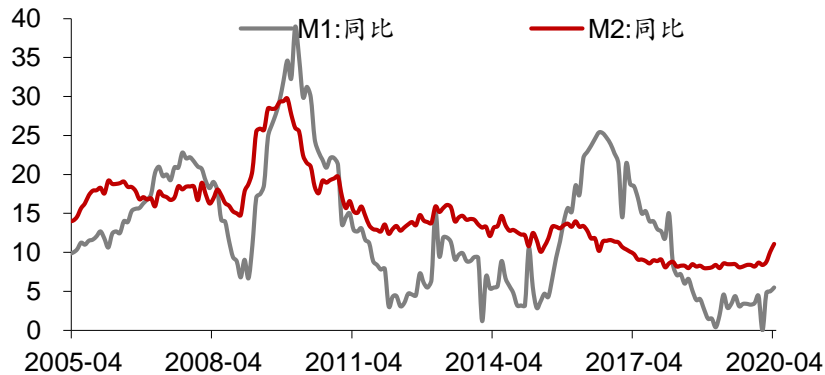
- 过去的传导链条：政策宽松-居民加杠杆-房地产销售好转-企业加杠杆-房地产投资好转。
- 所以社融领先经济半年，而房地产销售领先投资半年，本质上是房地产周期在发挥作用。
- **09年、12年、15年**经济的企稳回升，都开始于居民加杠杆。
- 但这一次不一样：房地产市场需求空间透支太多，仍处于下行的大通道，居民并没有开始加杠杆。
- M1反映企业活期存款情况，往往和房地产销售有关，之前每一轮经济见底回升，基本都伴随着M1的大幅反弹，而这一波，尽管M2在抬升，M1的回升并不明显。

居民这次没有开启加杠杆 (%)



来源：CEIC，中泰证券研究所

M1仍在低位，回升并不明显 (%)

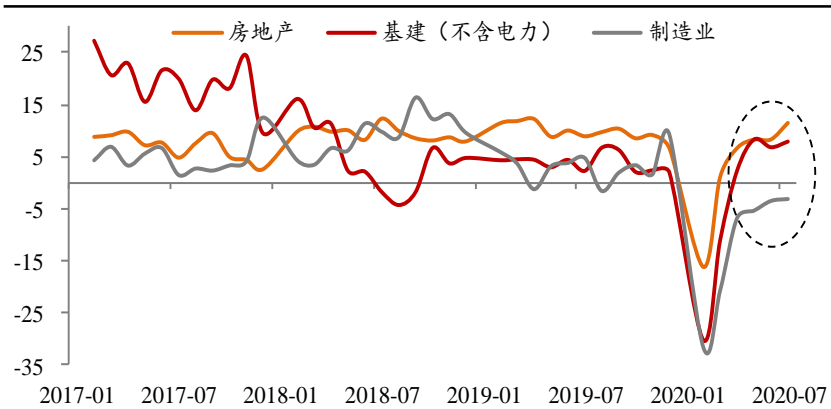


来源：CEIC，中泰证券研究所

短期数据较好：“填坑”带来的周期“错觉”

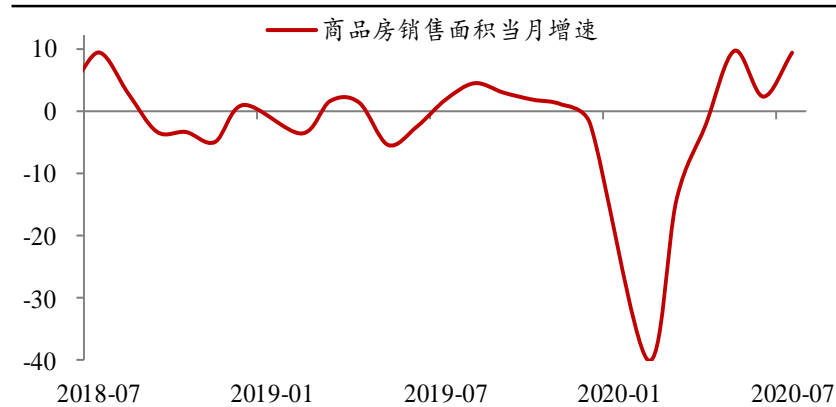
- 从短期数据来看，房地产是经济的强大支撑。7月房地产投资单月同比增速达到了11.6%，房地产销售单月同比增速再度回升至9%以上，为过去两年的最高点。但从政策上来说，其实房地产的政策并没有明显放松，部分上涨的城市调控迅速收紧，房住不炒依然是大基调。所以房地产数据短期向好，主要来自一季度积压需求的集中释放，生产投资也在赶工，三个季度应该干的活集中在两个季度干完，就会看到短期同比数据非常好。但等到“填坑”过程结束后，房地产销售和投资都会回到下行的大通道上来。所以未来房地产经济会出现先上后下的走势。

房地产投资单月高增 (%)



来源：克尔瑞，中泰证券研究所

房地产销售单月创新高

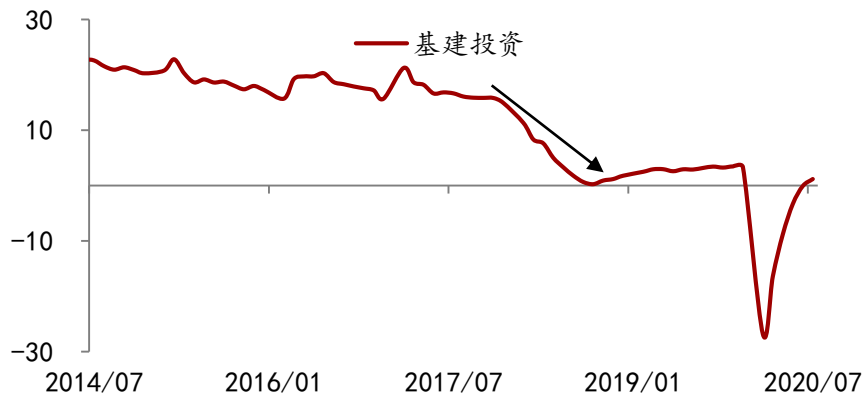


来源：Wind，中泰证券研究所

地方债务监管，广义财政受限

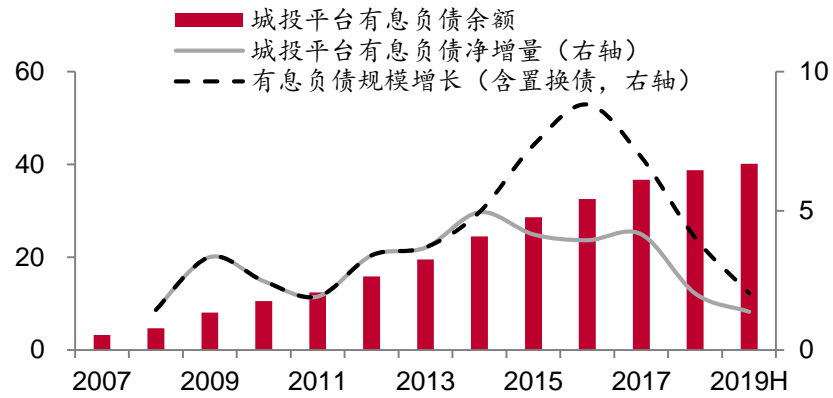
- 除了房地产的因素以外，2018年以来的经济下行，和广义财政的收紧也有一定关系。从2017年中以来，中央严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。地方政府隐性负债扩张明显放缓，城投公司有息负债增量连续两年下滑，基建投资增速也是从2018年以来大幅下降。往前看，尽管专项债、特别国债对基建支持力度增加，基建会继续回升，不过力度恐怕比较有限。

基建投资累计同比增速 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

城投公司有息负债规模

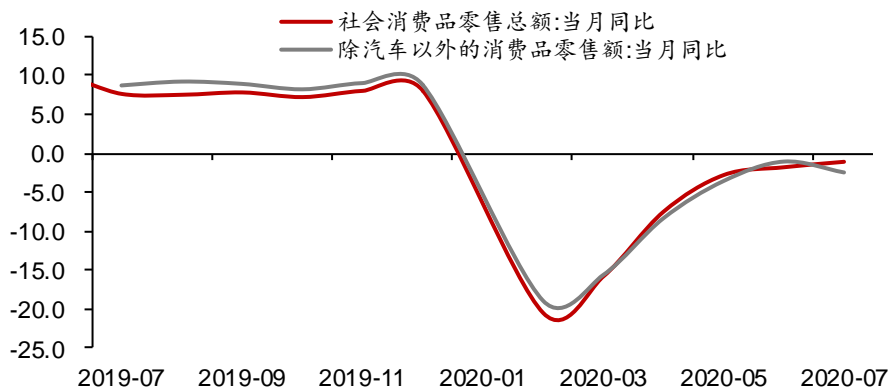


来源: Wind, 中泰证券研究所

医学上未战胜病毒，需求恢复遇到瓶颈

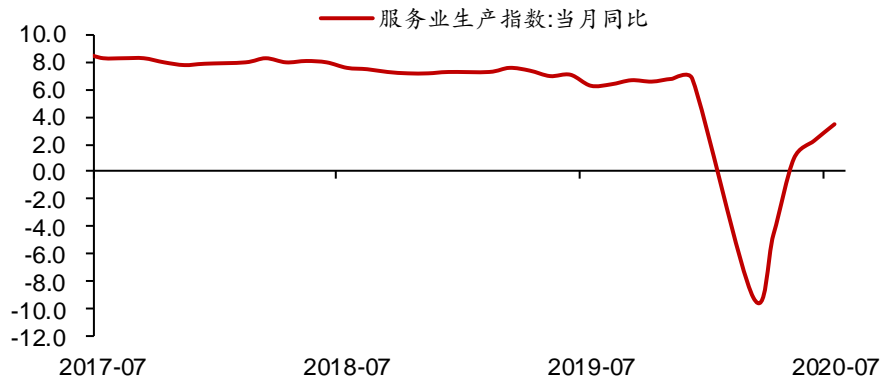
- 如果医学上未战胜病毒，大家对病毒始终会有所恐惧，尽量减少出行，城市间、城市内的人员流动都会受到限制。再加上今年居民收入减少、失业增加，对需求端始终会形成压制作用。7月社会消费品零售总额增速仅仅从6月的-1.8%回升至-1.1%，不仅继续保持负增长，而且恢复速度有所放缓。剔除汽车后，7月消费品零售增速反而下滑至-2.4%。7月服务业生产指数增速也仅仅回升至3.5%，和疫情之前7%附近的增速还有很大差距。需求端的恢复，已经进入到瓶颈期。

社零消费增速恢复偏弱 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

服务业生产指数偏低 (%)

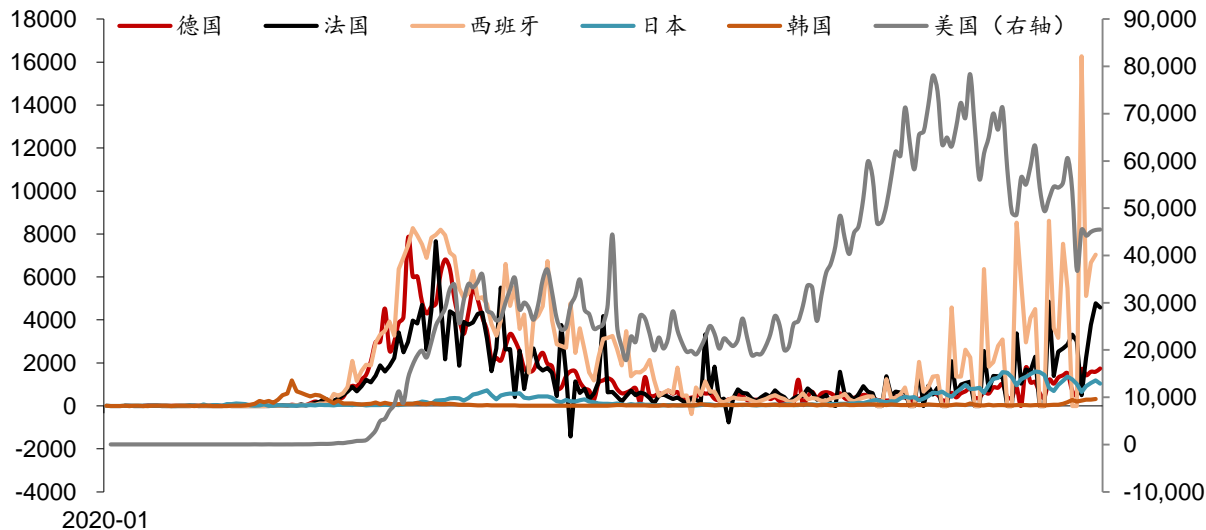


来源: Wind, 中泰证券研究所

不排除再度点状爆发，进一步打压需求

- 近两个月，美国疫情二次大爆发，欧洲的德国、法国、西班牙，亚洲的日本、韩国的新增确诊人数也有所抬头。
- 不能排除我国四季度有零星点状爆发的可能，即使新增人数不多，但政策收紧对经济的影响却会比较大。

个别经济体疫情新增感染再度上升（人）



来源：Wind，中泰证券研究所

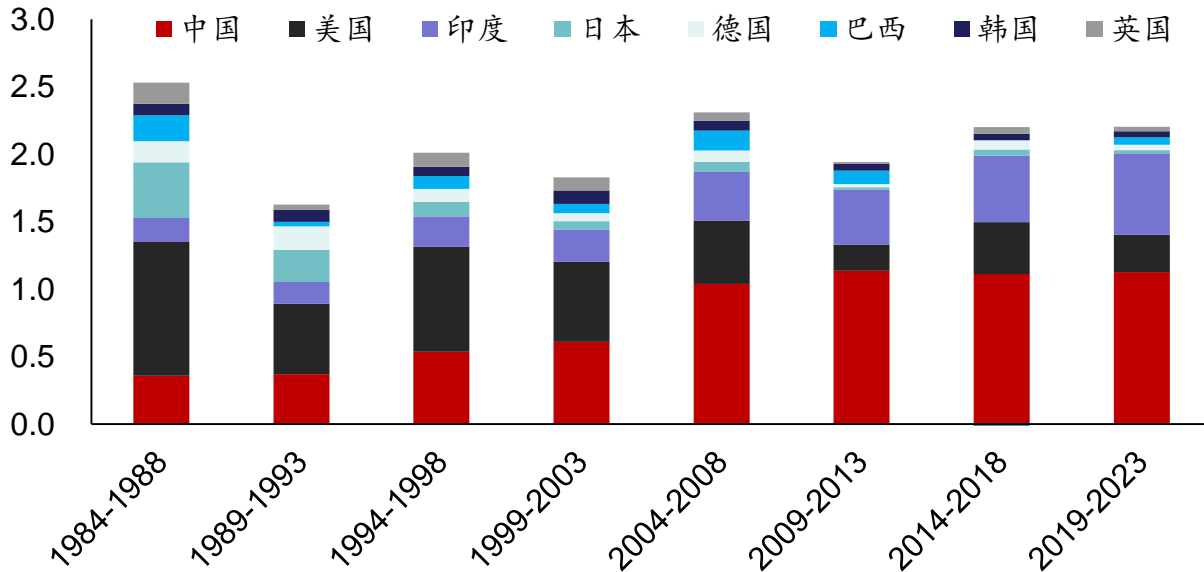
即使疫情完全过去：房地产和债务的问题

- 即使到明年，疫苗投入使用，治疗药物研发出来，疫情完全过去了，需要考虑两个问题。一个是房地产市场的均值回落问题，会对宏观经济构成下行压力。另一个是债务的问题，今年延期还本付息的债务需要明年开始偿还，在疫情期间企业收入大幅减少，又增加了债务来维持正常运营，但是企业挣得收入是不需要偿还的，而债务在未来几年需要偿还，这些都会压制企业的开支。

中国主导全球增量：全球或是弱复苏

- 2000年是全球经济增长的一个关键节点。在2000年之前，美国是全球经济增长的主要贡献者，例如80-90年代全球1/4以上的经济增长是由美国贡献的。而2000年之后，中国对全球经济增长的边际贡献逐渐超过了美国，全球1/3的经济增长是来自中国的强大贡献。尤其是08年之后，这一趋势非常凸显。
- 如果中国经济走弱，全球经济恐怕也是一种弱复苏的状态。

主要经济体对全球经济增长的拉动 (%)

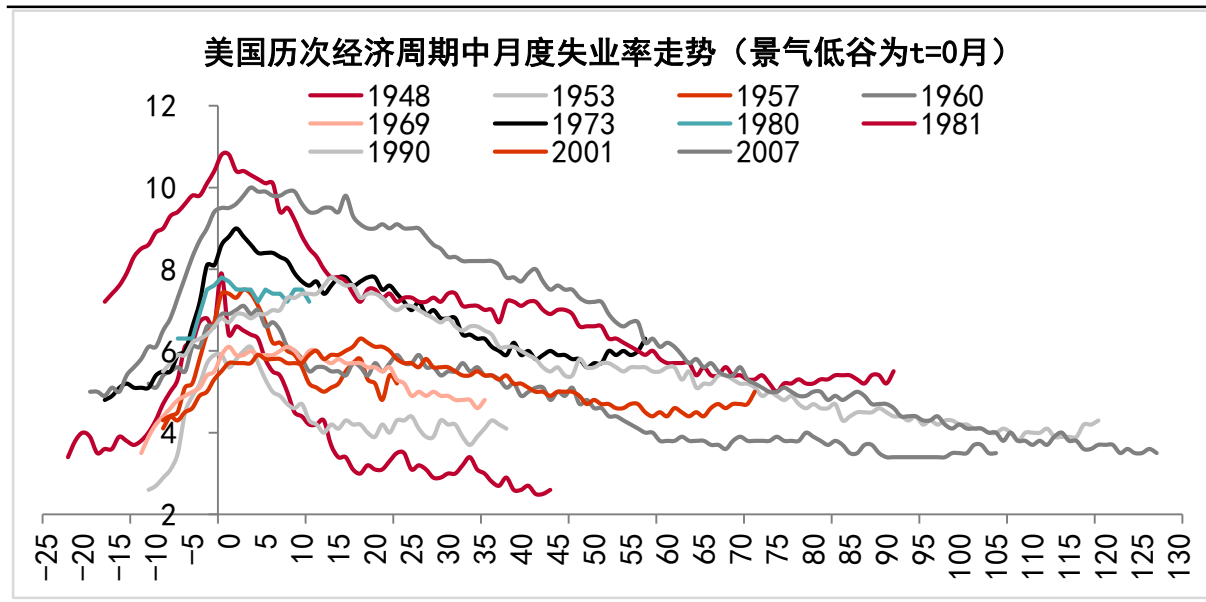


来源：CEIC, 中泰证券研究所

美国经济衰退容易复苏难

- 从美国历轮经济周期来看，失业率飙升至最高位往往在一年内完成，而重新回到低点往往需要将近5年时间。也就是说，靠市场自发修复的过程，往往是比较缓慢的，所以美国后续经济复苏的斜率也会比我国慢很多。

美国每轮经济周期中失业率走势 (%)

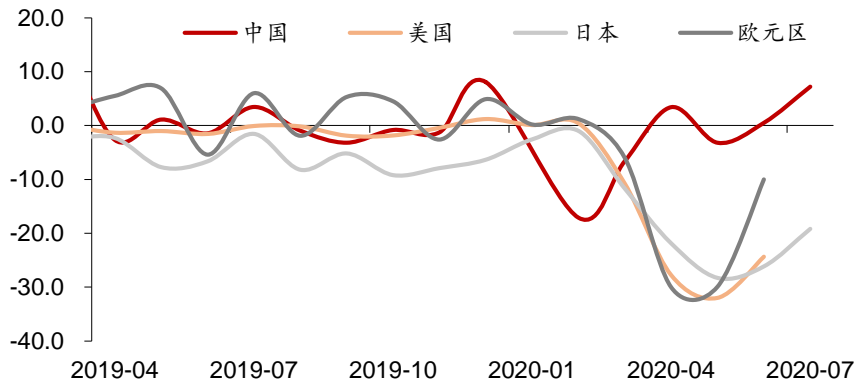


来源：CEIC, 中泰证券研究所

我国出口一枝独秀：供应端的因素

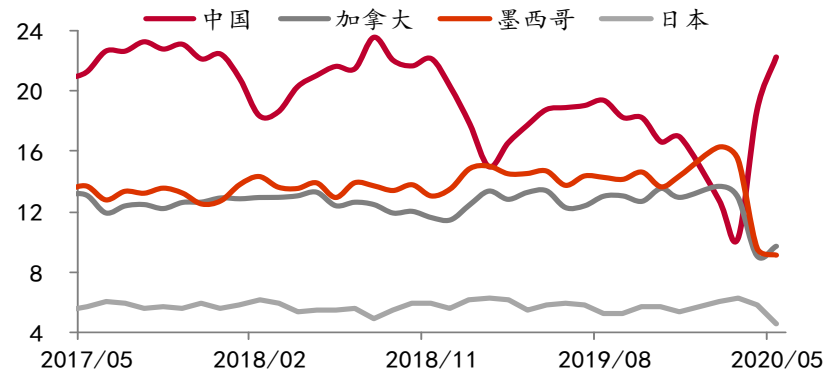
- 从需求端来看，后续发达经济体复苏，会对我国出口有一定带动。但我们还需要考虑供应端的扰动，最近几个月，由于我国和海外的疫情错位，海外供应链受到冲击较大，部分订单是转向我国生产的。所以就会发现我国的出口增速远远好于其他经济体，在欧美进口中的占比也大幅飙升。如果后续海外供应链恢复，这部分增加的需求会趋于下降，再加上医疗物资的出口也会有回落的压力。所以往前看，我国出口会受到供给和需求两种因素的影响。

我国出口增速一枝独秀 (%)



来源：CEIC，中泰证券研究所

美国进口中的各国占比 (%)



来源：CEIC，中泰证券研究所

新发展理念：短期稳增长和长期防风险的平衡

- 2019年一季度经济反弹后，政策方向很快收紧。最近两年的政策均是如此，经济好了就收一收，差了就放一放，和之前的持续刺激、持续收紧明显不同，根本原因是我们所处的内外、长短期环境和以前不同了。外部来看，大国之间的竞争关系长期存在，过去的发展模式遇到挑战。内部来看，房地产泡沫、债务问题突显，再进一步强刺激只会让问题更为严重。所以政策会在短期稳增长和长期防风险之间进行平衡。
- 尽管7月会议大基调未变，但对经济形势的判断明显不同，而且前期信用宽松后，部分资金流向房地产、股市等资产领域，增加了风险。所以后续的信用政策会控制节奏，更加强调精细化管理，注重直达实体。
- 如果政策不再强刺激，经济就会沿着长期的方向逐步降温。而且政策力度轻微、节奏变化快的情况下，本轮经济下行的周期也会很长。至少在未来一年以上的时间里，恐怕很难看到趋势性向上的大拐点。

未来三个月：社融拐点会出现

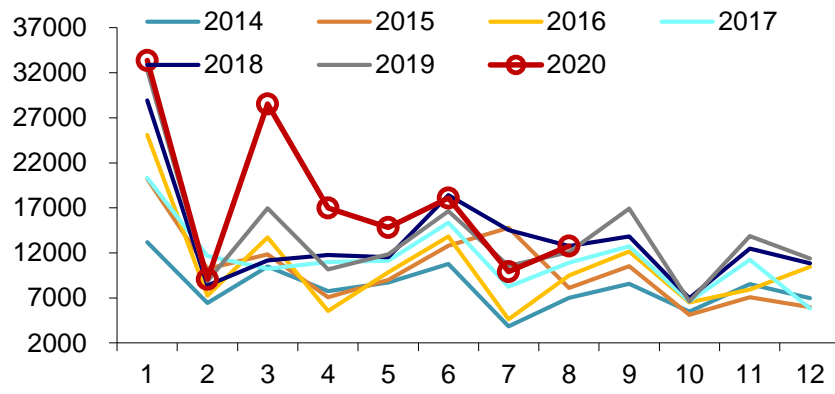
- 随着货币利率从极度宽松转向中性，我国各类利率全面上行，发债利率已经回升到去年上半年的水平，贷款利率也会趋于上行。尽管资金利率进一步收紧的可能性不大，但信用方面已经在收紧。比如利率上行导致推迟或取消发行债券的规模在增加，6月份以来银行信贷也已经回归到正常增长通道，社融的短期高增长主要来自政府债券的大量发行。9-12月还剩2.7万亿政府债券发行，随着这部分债券在三季度集中发行，社融的拐点就会出现。

利率已经超过去年年中 (%)



来源：CEIC，中泰证券研究所

信贷投放已经回归正常 (亿元)

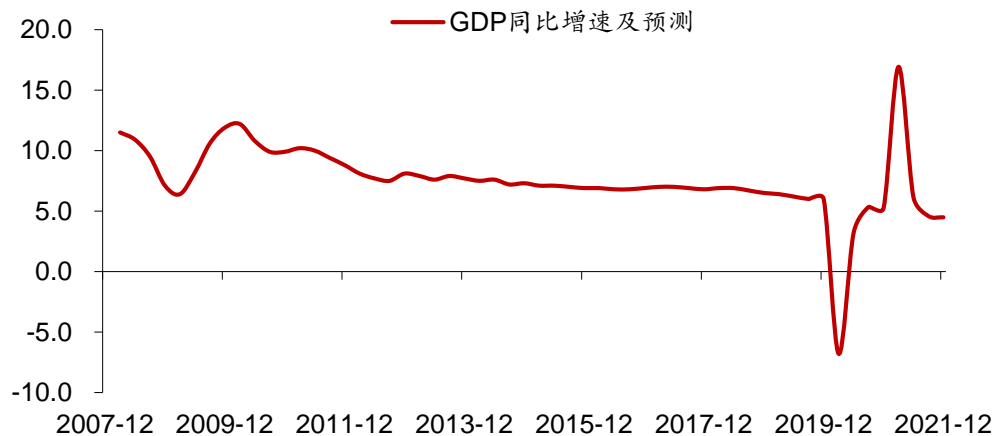


来源：CEIC，中泰证券研究所

三季度：或许就是经济景气的顶

- 综合来看，我国经济在短期上冲后，会趋于下降。从景气程度来看，三季度可能就是经济的顶，明年一季度尽管同比增速会很高，但这个高主要是有今年一季度的低基数导致的，没有太大意义。而更应该关注明年一季度的环比指标相比往年同期如何，如果弱于往年同期，说明经济在走弱。就像09年一季度经济也大幅下滑，导致10年1季度的经济增速非常高，但股债其实都没有向经济好的方向走。
- 在房地产经济未见底之前，宏观经济都不会见底。因为过去十年，没有一轮复苏，是没有地产参与的。

GDP同比增速及预测 (%)

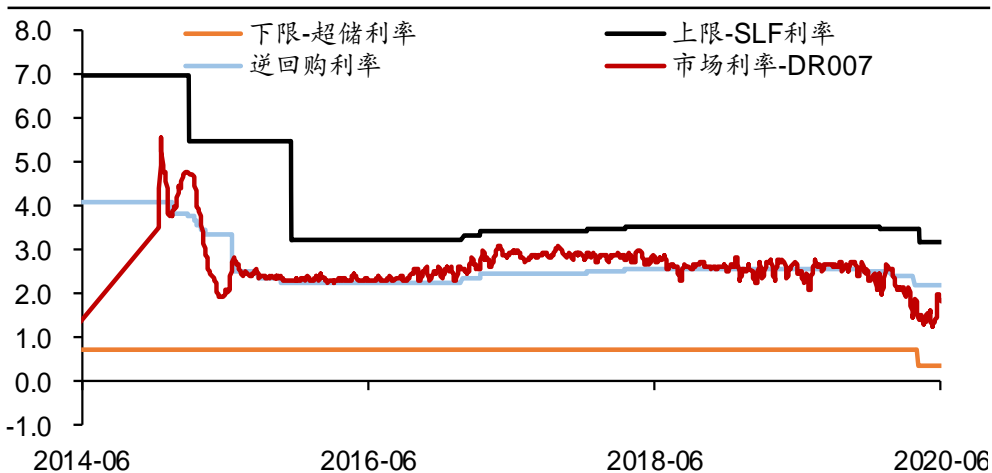


来源：CEIC，中泰证券研究所

新一轮的宽松，需要等待基本面的回落

- 短期来看，货币收紧的概率不大，更多是信用投放节奏的调整。
- 进一步的货币宽松，需要等待经济基本面的再度回落。央行非常珍惜正常货币政策调控的空间，所以后续的降息降准将是有所节制的。

我国利率走廊和市场利率走势 (%)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

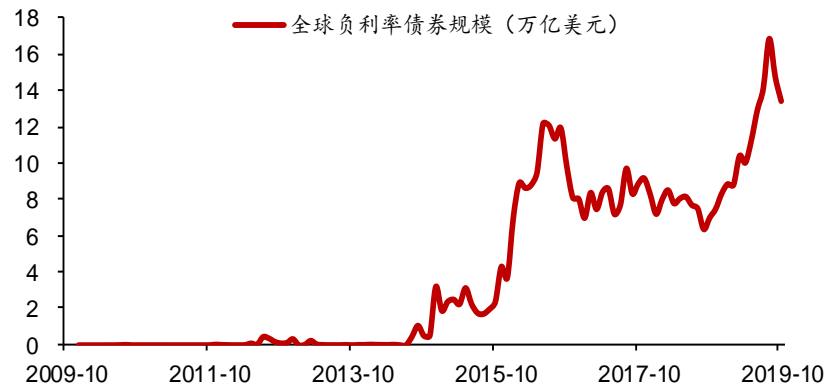
概要

1. 周期的错觉：经济先上后下
2. 纸币的泛滥：黄金长期上涨
3. “类黄金”：稀缺性、活得久

“纸币”政策被用到了极限

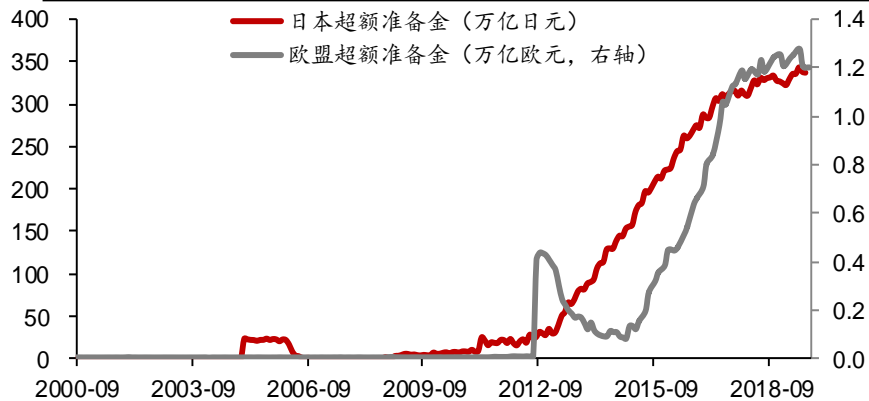
- 从宏观维度看，要理解过去和未来的大类资产配置，就必须理解纸币主导的货币政策，尤其是对黄金的理解，至关重要。
- 过去几十年，全球纸币政策几乎演绎到了极致：从正常的利率调控政策到零利率、负利率，甚至再到QE和“直升机撒钱”；各国央行从调控短端利率到调控长端利率，从购买优质资产到购买劣质资产，从有偿借出钱到免费送钱。

全球负利率债券的规模



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

欧洲和日本银行体系的超额准备金



来源: CEIC, 中泰证券研究所

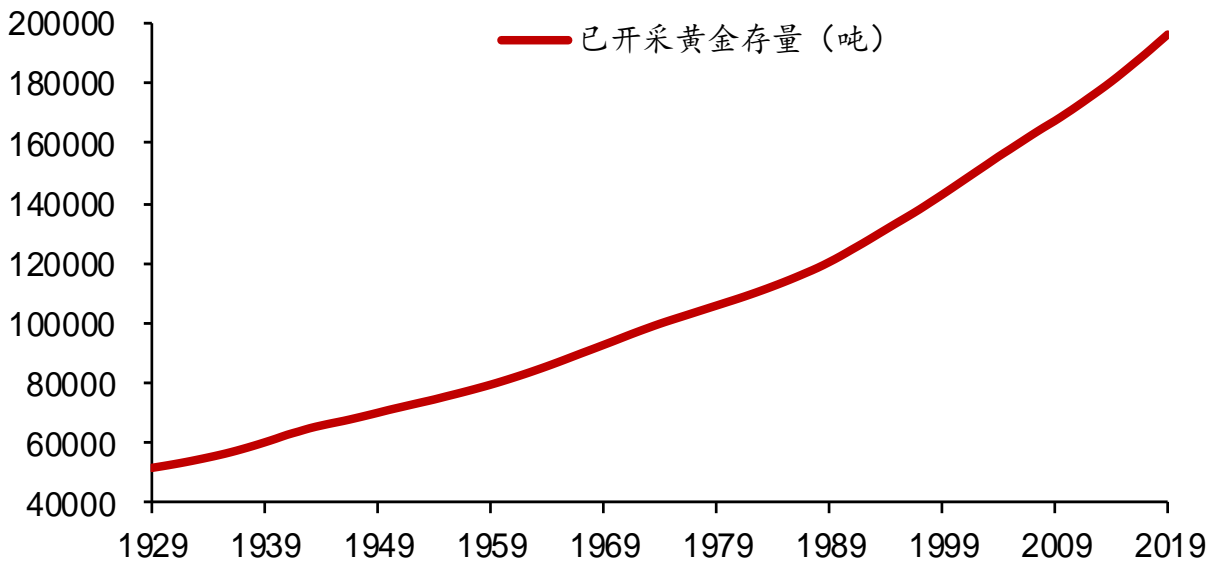
货币的“信誉”：核心在于“稀缺”

- 理论上，任何一种商品都可以成为货币。但是要想成为大家一直公认的货币，最核心的一点就是这种商品必须是稀缺的。比如贝壳、石头、鸟类羽毛等等都曾作为货币被使用过，还有监狱中的香烟、酒、茶叶等也都可以成为货币，归根到底是因为它们在特定时期、特定场合下是稀缺的。但随着人类技术的进步，很多过去稀缺的商品变得不再稀缺，贝壳、石头、鸟类羽毛被大量发现，很难再承担货币的功能。
- 这是因为，当一种商品可以被大量生产出来，那么这种商品作为货币属性的“信誉”就会丧失。比如，最开始人类要找到贝壳很困难，可能需要投入大量的劳动时间，但如果突然到了海边，发现遍地都是贝壳，那谁还会愿意拿自己辛辛苦苦采摘的果实、冒着生命危险获取的猎物，去换取唾手可得的贝壳呢？大家手里原有的贝壳也变得一文不值了。
- 这就是货币贬值带来的财富转移，其实就是钱不值钱了，大家对该种货币的信誉也会大打折扣。

黄金是天然的货币，纸币是人造的货币

- 黄金是大自然中极其稀缺的资源，截至2019年末，已经开采到地面上的黄金总存量有19.7万吨，已经探明的地面下的黄金储量还剩下4.7万吨。
- 在过去的120年里，已经开采出的黄金存量年均增速只有1.5%，即使考虑到技术的进步，过去20年中的黄金存量增速也只有1.6%。
- 所以黄金的稀缺性是大自然保证的，是一种天然的货币。而纸币归根到底是“纸”，是人造的货币，其稀缺性主要靠发行者的“自觉”。

已开采黄金存量走势

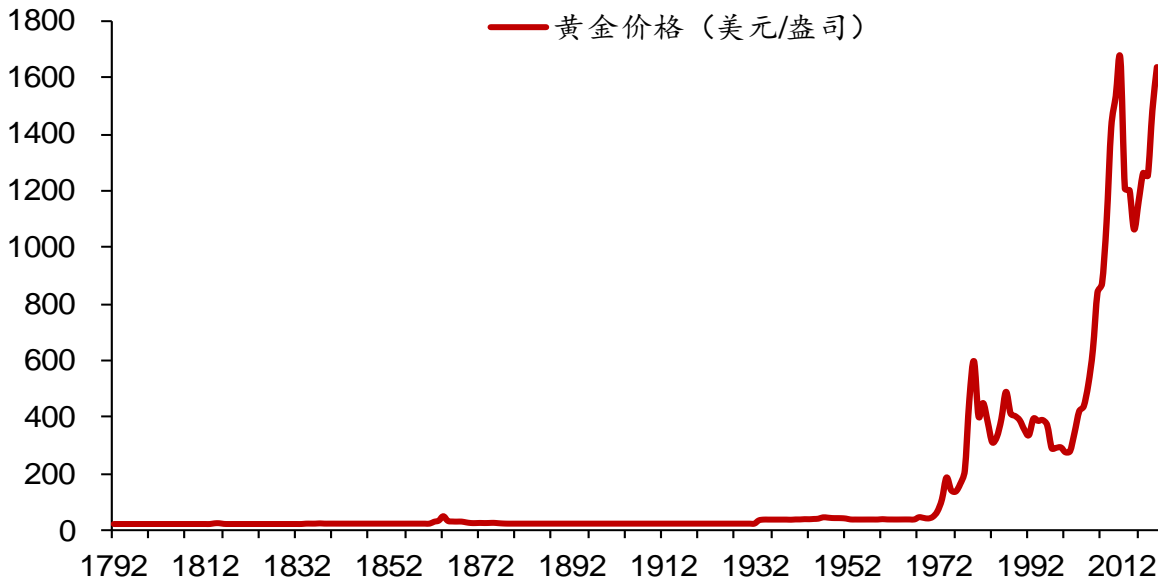


来源：世界黄金协会，中泰证券研究所

黄金价格的“腾飞”，开始于纸币泛滥时代

- 1971年美国停止美元兑换黄金，全球进入了不受控制“印刷”纸币的时代。
- 在1971年之前的180年时间里，黄金价格年化涨幅不到**0.5%**；而从1971年至今的近50年里，年化涨幅达到了**7.6%**。
- 相对而言，从1971年至今，美元对黄金贬值了**97%**，果真成了“纸币”。

200多年黄金价格走势

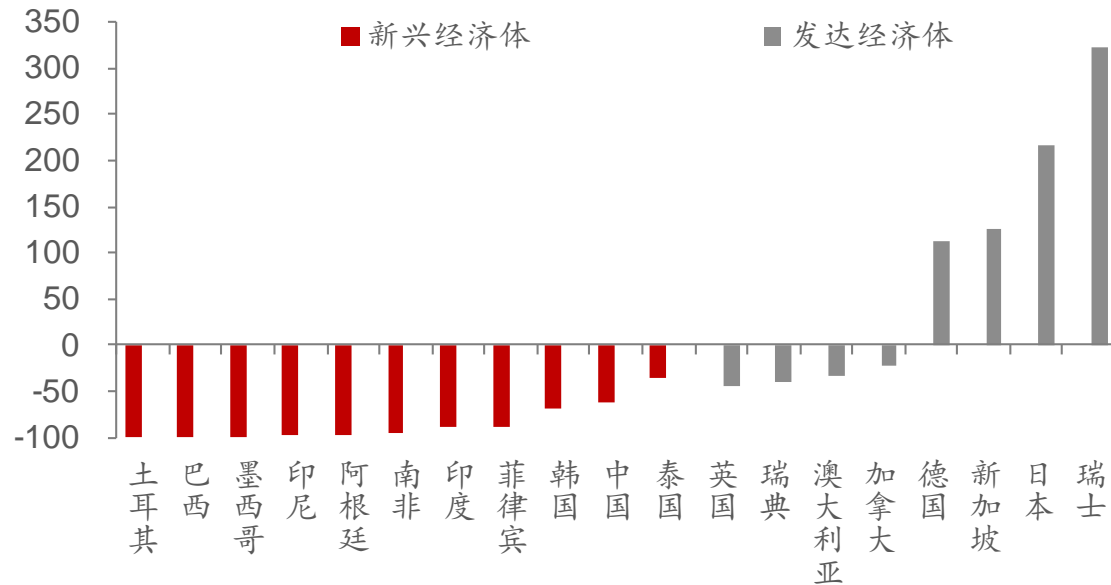


来源：世界黄金协会，中泰证券研究所

纸币都成了“纸”

- 其它纸币的贬值幅度更大。1971年以来，土耳其、巴西、墨西哥、印尼、阿根廷、南非等新兴经济体的货币，仅仅对美元的贬值幅度都有90%以上，对黄金的贬值幅度那就更多了；印度、菲律宾、韩国、中国货币对美元的贬值幅度也有50%以上。
- 主要发达经济体中，1971年以来，英国、瑞典、澳大利亚、加拿大货币对美元也有贬值，但幅度远远小于新兴经济体。德国、新加坡、日本、瑞士货币对美元有明显的升值，但考虑到美元兑黄金的贬值幅度，所有的纸币对黄金都是大幅贬值的。

主要纸币对美元纸币的贬值幅度 (%)

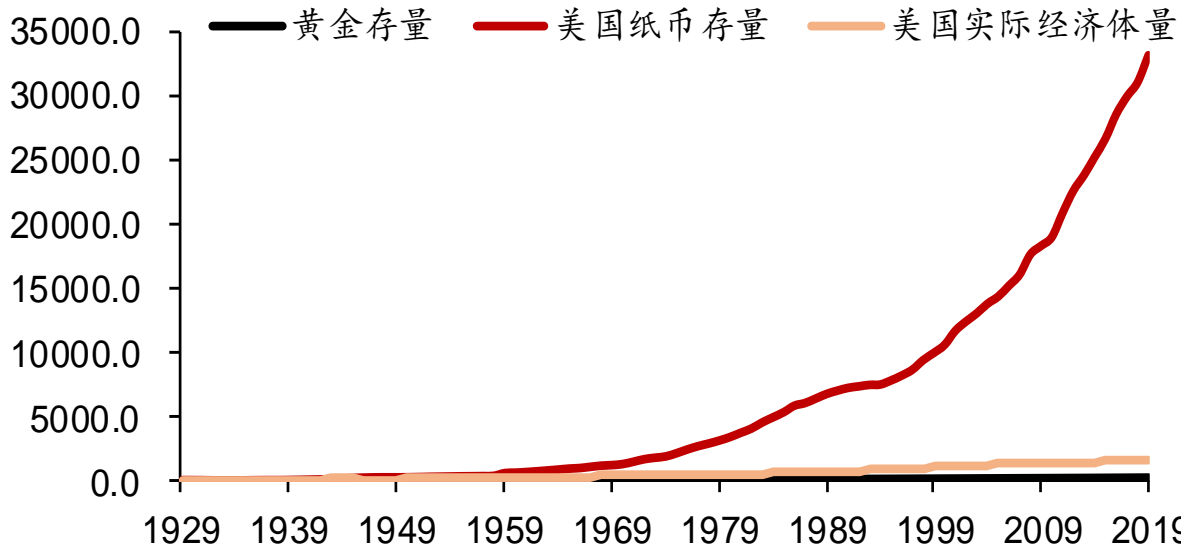


来源：IMF，中泰证券研究所

超发导致相对稀缺性发生变化

- 从1971年开始算，美元纸币增长了21倍，美国经济实际增长2.7倍，黄金只增长了1.1倍。
- 黄金的增长速度，不仅远远慢于纸币的“印刷”速度，也远远低于其他商品的生产速度。
- 所以，如果纸币大量印刷，以纸币标价的稀缺商品或资产的价格就会长期上涨。

纸币增速 >> 经济增长 > 黄金存量增速



来源: CEIC, 中泰证券研究所

上一轮黄金大行情：结束于货币超发的退出

- 上一波黄金的十多年大牛市终结于2013年，和美联储超发货币的节奏放缓有很大关系。
- 因为从2012年起，美国的多项经济指标就开始不断释放积极信号，所以在2013年已经开始讨论货币刺激规模缩减的问题。2013年5月伯南克提出美联储可能要缩减QE的规模，直到2013年底的议息会议上，美联储决定开始行动。当时黄金价格在一年时间里暴跌了28%，可以说，美国超发货币节奏的放缓，是黄金牛市结束的最直接原因。

上一波黄金的长期牛市结束于2013年（美元/盎司）

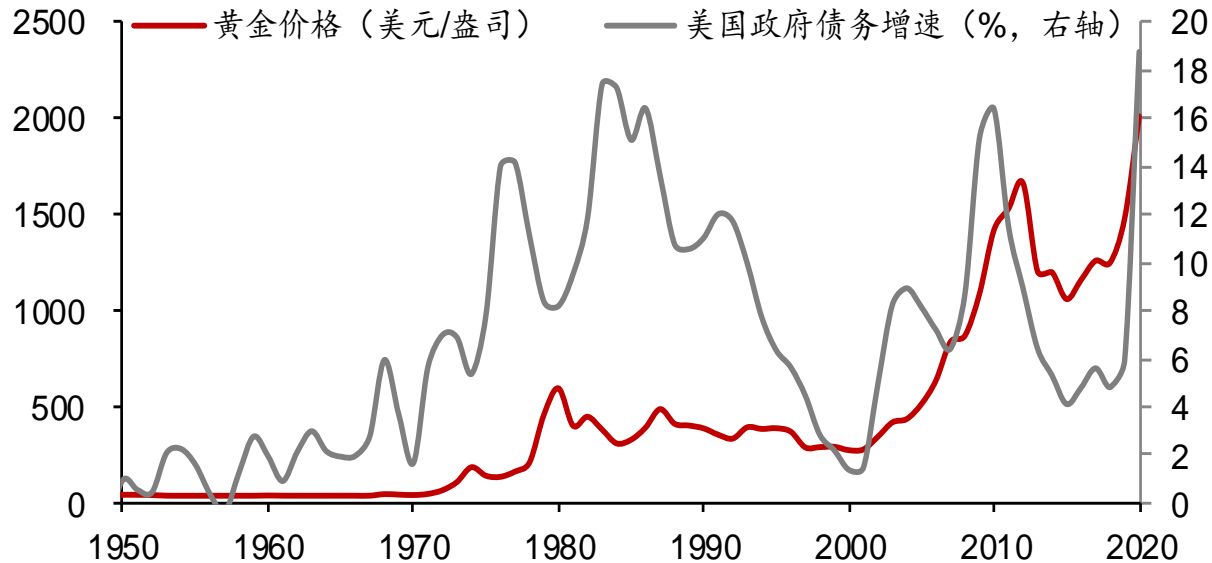


来源：CEIC，中泰证券研究所

本轮黄金的行情还未结束

- 我们不妨用美国政府债务扩张速度来代理货币超发的程度，每一轮美国政府债务大幅扩张，都会带来黄金的大行情。比如上世纪的70年代、2001年-2012年、以及2018年至今这一轮黄金价格上涨。
- 尽管当前黄金价格在历史高位徘徊，我们认为黄金的大行情还会结束。主因在于美国疫情二次爆发，经济恢复还需要较长时间，货币超发的步伐仍会继续。

黄金价格走势和美国政府债务扩张速度

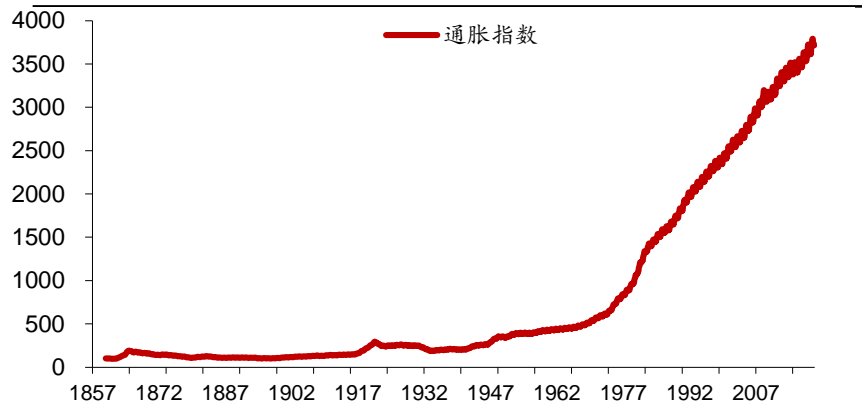


来源：CEIC, 中泰证券研究所

全球通胀的加速：也开始于纸币超发时代

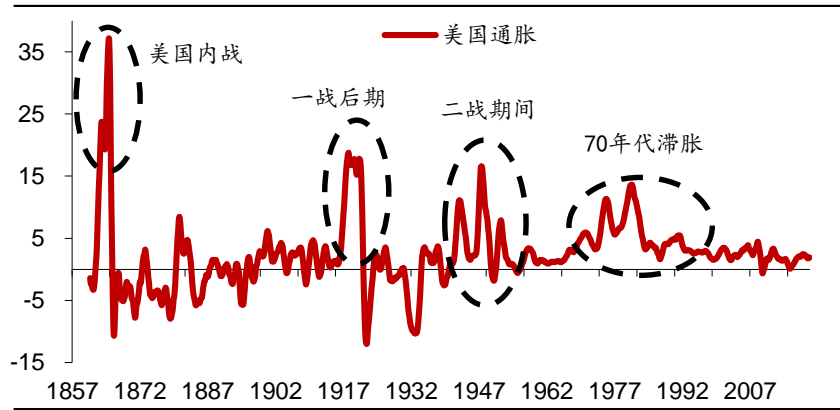
- 在1971年之前的110年时间里，美国通胀上涨了4.7倍，年化1.6%；而1971年至今的49年时间里，美国的通胀上涨幅度就达到了5.5倍，年化高达3.9%。
- 而且在1971年之前的110年里，97%的物价上涨集中在美国内战、一战、二战期间的10多年时间里，也是和纸币超发有关；其它100年时间里基本上没有通胀。
- 在1971年之前的110年，35%的时间里美国CPI同比是为负值的，出现了明显通缩。而从1971年至今，美国CPI基本上没有出现过负值。
- 打个比方，如果美联储宣布所有的1美元都变成2美元，那物价不就可以翻倍了吗？

美国通胀走势 (1860年=100)



来源：NBER，中泰证券研究所

美国CPI同比走势 (%)

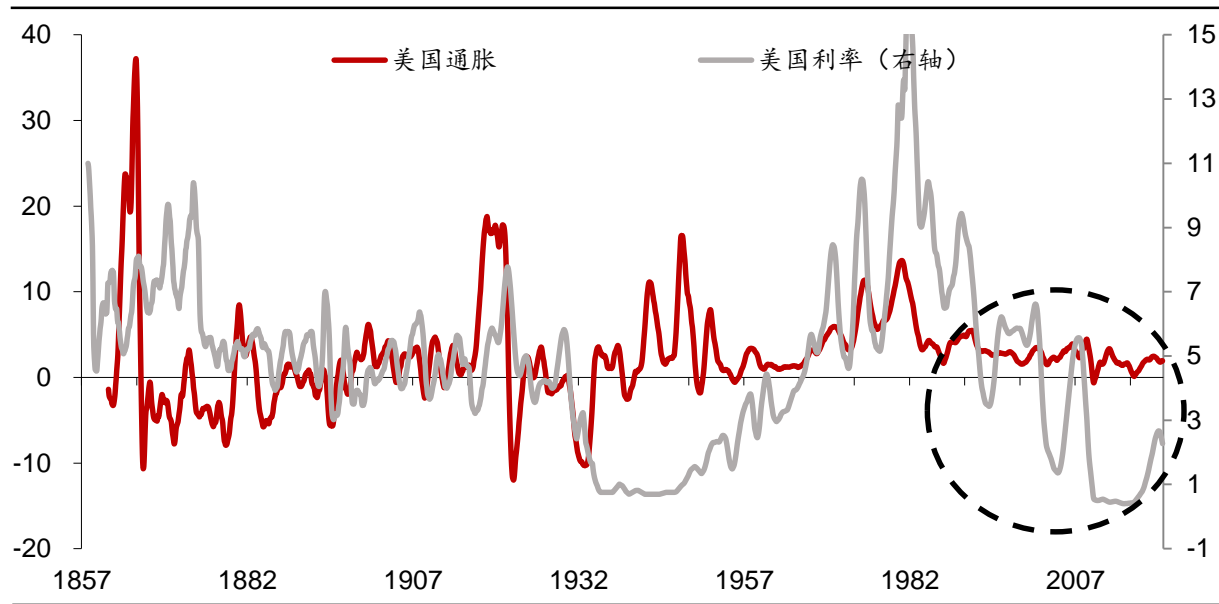


来源：NBER，中泰证券研究所

通胀消失了吗？贫富分化的视角

- 从80年代至今，美国没有再出现过“像样”的通胀。解释全球低通胀的原因很多，贫富分化或许也可以提供一个视角。
- 如果一个经济体有10单位居民，2单位“富人”，8单位“穷人”。如果央行发行的纸币流到8单位穷人那里，穷人的边际消费倾向高，衣食住行的价格可能很快就涨起来了。但如果纸币流到了2单位富人那里，衣食住行都有了，怎么办呢？买资产！
- 随着经济的发展，财富越来越倾向于流向少数群体，超发的货币也越来越倾向于流向少数群体，所以很容易推升资产的通胀，很难推升大众消费品的通胀。

美国通胀和利率的百年走势 (%)

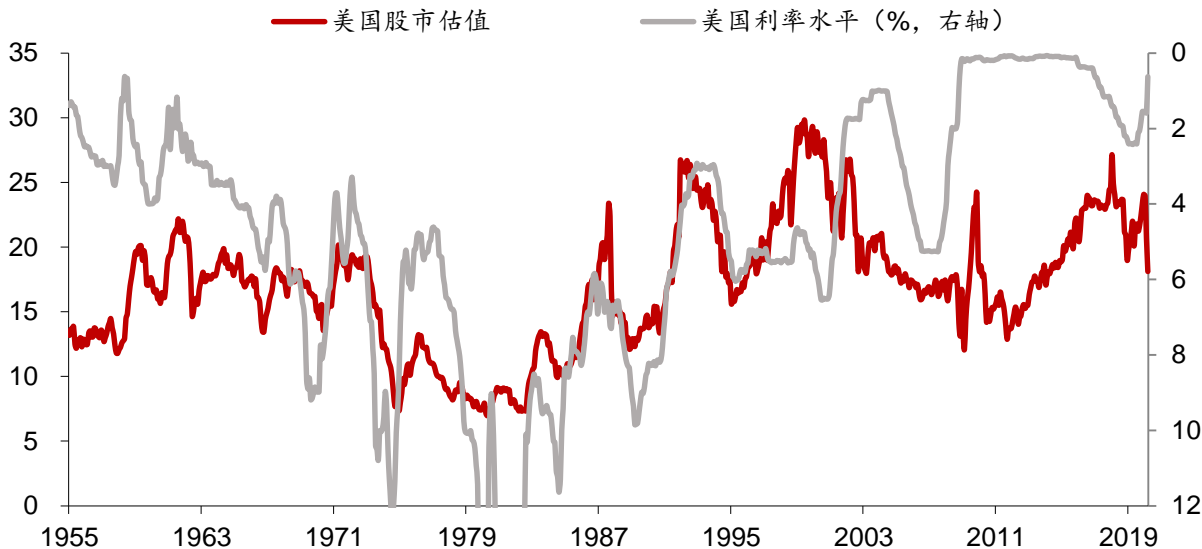


来源：NBER，中泰证券研究所

资产泡沫此起彼伏，货币被泡沫“绑架”

- 2000年以来，美国先是经历一波股市泡沫破灭，之后房地产泡沫，07年地产泡沫破灭，股市泡沫又起来，今年股市泡沫破灭后，在大规模货币宽松下又拉升回来。
- 而且，当前货币政策不仅仅要考虑经济基本面，也要考虑资产泡沫的问题，因为泡沫一旦破灭，经济也会受到巨大的冲击。

纸币超发对资产泡沫影响较大

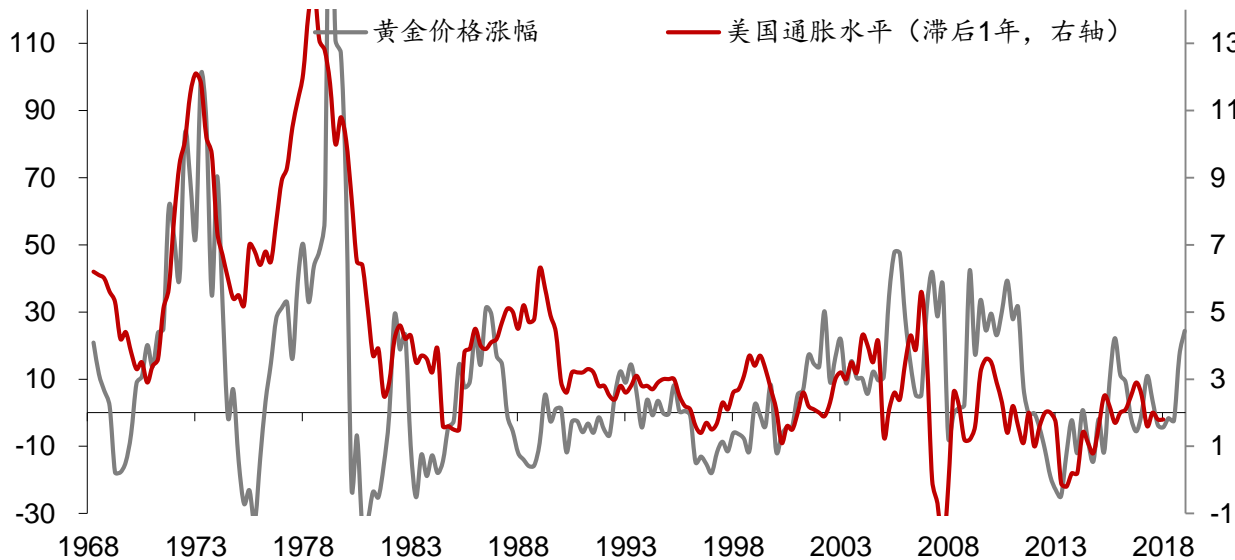


来源：CEIC, NBER, 中泰证券研究所

资产类通胀快于商品类通胀

- 考虑到经济复苏的节奏，未来全球货币宽松政策的退出是缓慢的。而在贫富差距较大的情况下，大众消费的商品类通胀的恢复会比较缓慢，而资产类的通胀会一波接着一波。

从货币超发到影响通胀 (%)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

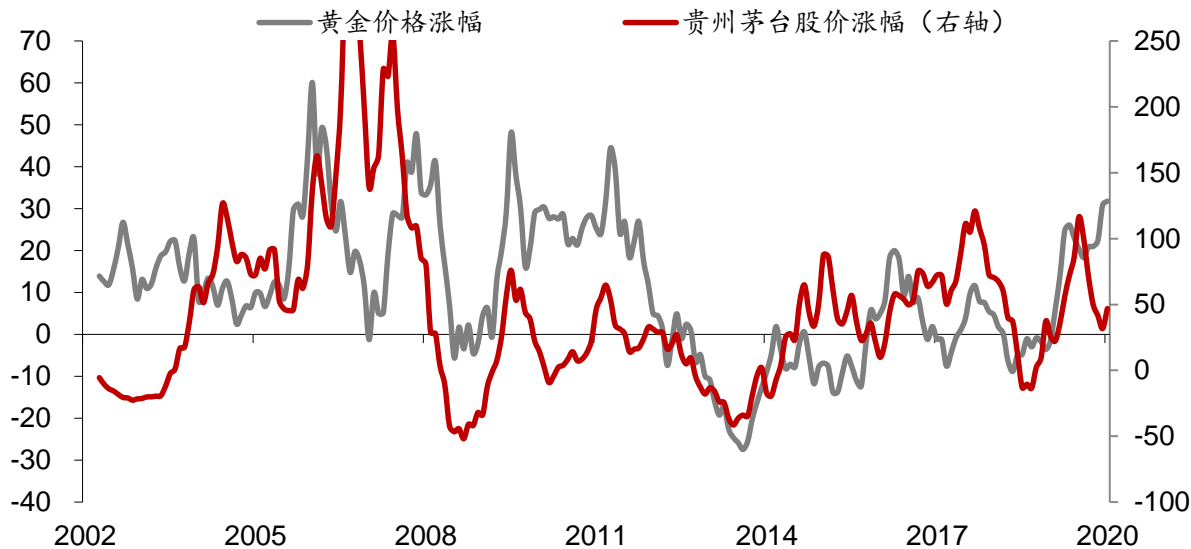
概要

1. 周期的错觉：经济先上后下
2. 纸币的泛滥：黄金长期上涨
3. “类黄金”：稀缺性、活得久

买茅台=买黄金

买茅台相当于买黄金 (%)

- 黄金具有两大属性：一是稀缺性；二是活得久，能够长期储藏价值。在纸币不断超发的情况下，具备这两大属性的资产都是受益的。
- 例如，茅台酒也具有这样的属性：茅台酒每年供给的量是有限的，而且每年会“喝”掉一部分，剩下的存量很少，满足稀缺性；另一方面，白酒储藏起来，内在价值不仅不会损耗，还会提升，能够长期活下来。
- 所以茅台股价和黄金价格走势具有一定相关性，其实背后就是货币超发导致的，茅台是股市中的“黄金”。



来源：CEIC, 中泰证券研究所

股市中的核心资产：也是“类黄金”

- 从2006年开始算，上证综指在14年时间里只上涨了1.4倍，但是如果我们将A股中最核心的50只股票选出来，在14年时间里上涨了38倍，远远超过了大盘走势。每次系统性大跌导致的优质个股的回调，都是长期加仓买入的机会。
- 这是因为这些核心资产也具有“黄金”属性：好公司相对稀缺；长期、或至少在可预见的未来能够活下来。
- 所以不是A股长期没有赚钱效应，而是这个市场存在两种不同的投资风格：一种是在合适价格买入优质资产，长期持有，赚长期的慢钱；另一种是追逐热点、“割韭菜”，赚短期的快钱或者亏钱。

A股没有赚钱效应吗？（2005年底=100）

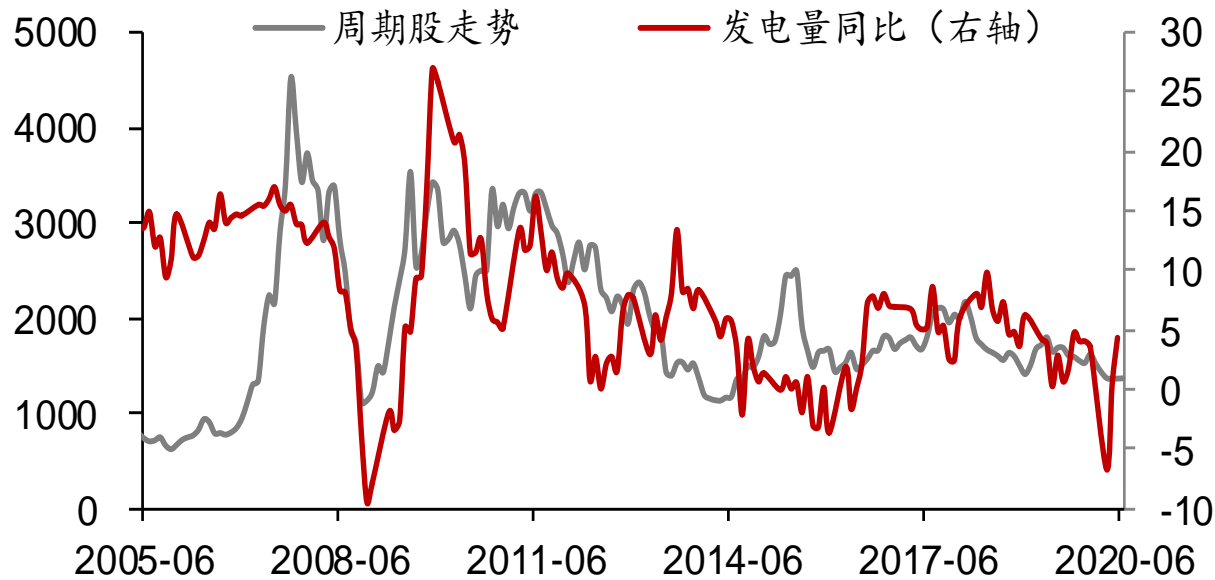


来源：CEIC, 中泰证券研究所

周期股难有大趋势，机会仍在新经济

- 从结构上来看，我们认为周期股虽然估值较低，但难有趋势性的大机会。因为只有在经济持续上行周期的时候，周期股才会有大机会，当前明显不是这样的情况。中长期看，待经济回落后，货币宽松的步伐仍会继续，资本市场更多的机会可能还是来自新经济领域的稀缺资产。

我国周期股和经济周期的走势

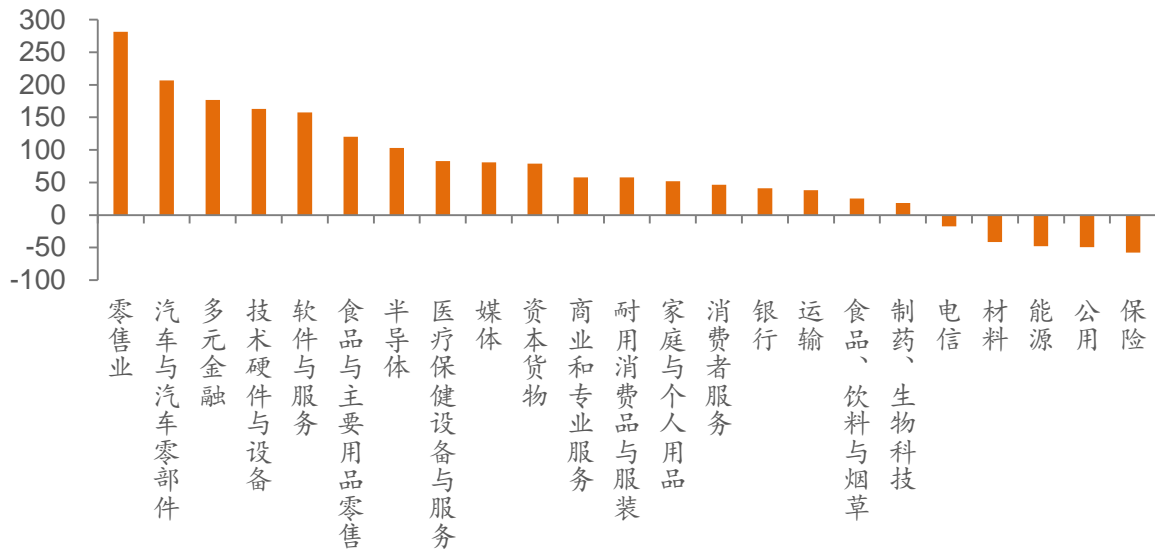


来源：CEIC，中泰证券研究所

A股会越来越像美股

- 回顾美股过去十多年走势，周期类行业整体要远远落后于消费和科技行业，而且内部结构越来越向头部集中。
- 在我国房地产经济趋于下降的背景下，A股也会越来越向新经济领域集中。

2009-2019年美股各版块涨幅 (%)

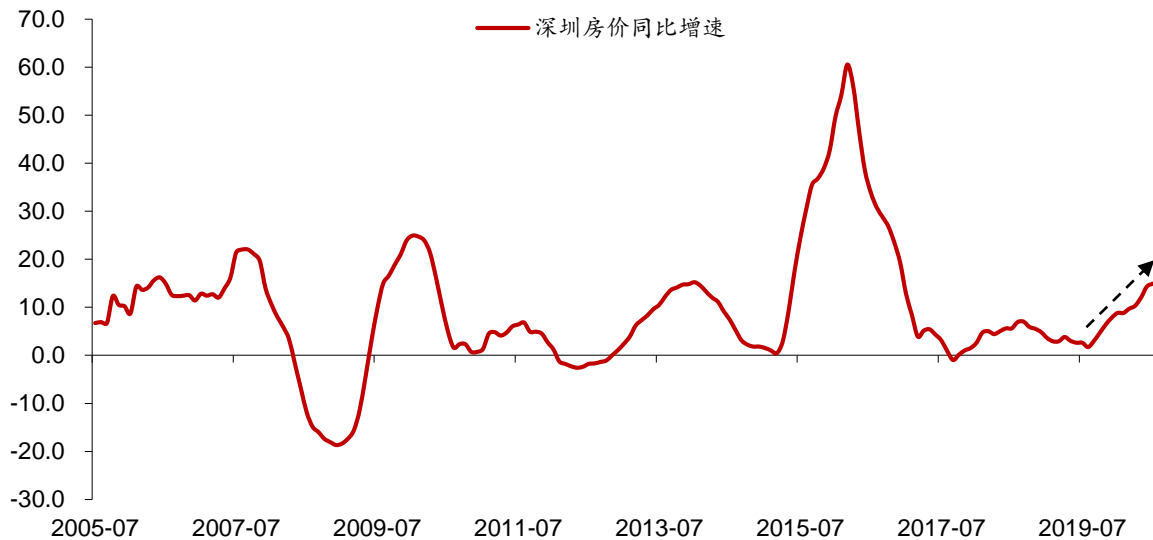


来源: Wind, 中泰证券研究所

核心城市核心地段的房产：也受益货币超发

- 今年疫情爆发后，货币信用持续宽松，部分核心城市房价再度大涨。从宏观角度看，购买核心城市、核心地段房产也是和黄金是一个逻辑。一是寻找稀缺性，二是寻找能够长期活得久、能够储藏价值的资产。

深圳房价走势 (%)

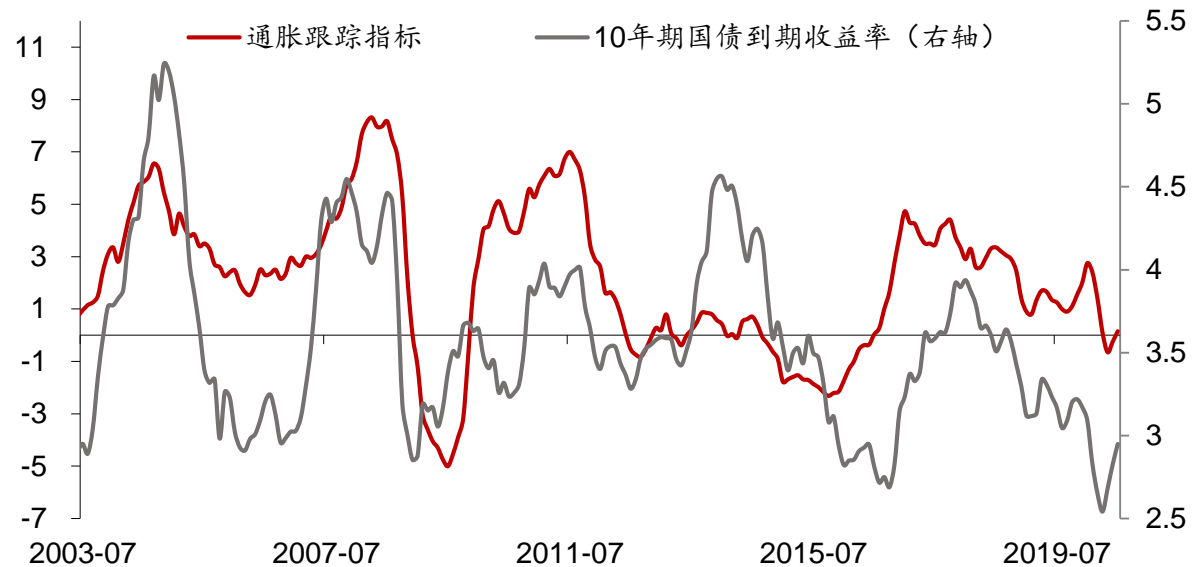


来源：CEIC, 中泰证券研究所

债券可做左侧配置

- 在新发展理念下，既然不会强刺激，仅有托底思维，经济基本面难以持续回升，债券趋势性走熊的可能性也不大。
- 利率已经高于疫情之前，安全边际较高，超调即可参与，逐步做左侧配置，趋势性大幅下行的机会需要等待基本面的回落。

国债利率走势 (%)



来源：CEIC, 中泰证券研究所

分析师简介:

梁中华: 经济学博士，中泰证券研究所宏观首席分析师。于2015年获得北京大学经济学博士学位；此前曾供职于海通证券宏观固收研究团队，所在团队曾获得2017年新财富宏观最佳分析师第四名，2016年新财富宏观最佳分析师第一名，2015年新财富宏观最佳分析师第二名；曾在《China Economic Journal》、《管理世界》、《金融研究》、《南方经济》等一流学术期刊发表数篇学术论文，并担任《管理世界》、《金融研究》匿名审稿人。



欢迎关注微信公众号：
梁中华宏观研究

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。