

“不着陆”与“多风险”

——海外经济与市场展望

2023年11月3日

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001

范城恺 投资咨询资格编号：S1060523010001

核心观点

◆ 美国经济：暂不着陆

美国三季度经济增长显著超过趋势水平，且经济结构良好，凸显“滚动复苏”特征。我们认为，美国经济韧性有望延续，预计四季度经济环比增长1%左右、全年增长2.5%左右。美国经济的韧性主要来自：1) 财政刺激留有余温，政府支出不仅直接拉动增长，也拉动了私人消费与投资。2) 就业市场仍然紧俏，按目前趋势或仍需7-8个月才能大致恢复劳动力供需平衡；3) 不必担心超额储蓄耗尽，主因居民劳动报酬能够保证收入；4) “再工业化”驱动投资、延缓去库存；5) 通胀不是太大问题；6) 金融条件趋于稳定，美债利率上行不必过忧。

◆ 海外风险：多源但可控

近期海外风险源头增多，重点关注四方面风险：一是巴以冲突，战事扩大或抬升油价、冲击全球经济；但我们也认识到战争对市场的影响偏短期。二是美国财政预算，围绕预算的谈判或导致政府关门、国债供给预期波动与美债利率波动等；但谈判仍有望在某一节点完成，新预算规模有望适度削减。三是欧洲能源危机，近期能源价格出现反弹，增大欧洲经济风险；但今年“暖冬”概率较大，且欧洲天然气储备良好。四是日本货币转向，油价上涨、美债利率上升以及日元贬值，均增大货币转向压力；但料日本银行会谨慎行事，且日元贬值空间已相对有限。

◆ 大类资产：美元资产仍优

美国经济“不着陆”与海外风险源增多的背景下，美元资产或仍具优势。未来一段时间：1) 美债利率仍处于筑顶过程，美国经济和利率预期仍有上修空间，美债供给担忧仍可能上升。2) 美股或有波动，但不至于深度调整；有望跑赢非美股市；风格或趋于平衡。3) 美元指数或保持相对平稳，美国经济仍然“一枝独秀”，但欧元和日元的贬值空间不大；4) 原油价格仍然乐观，具备供需支撑；5) 黄金价格或存一定回调风险。



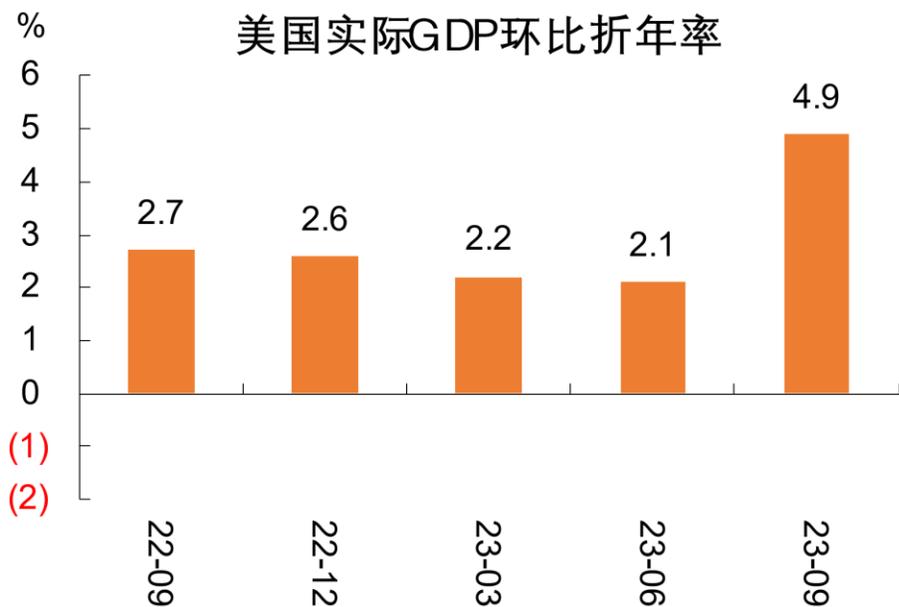
目录CONTENTS

- ① 美国经济：暂不着陆
- ② 海外风险：多源但可控
- ③ 大类资产：美元资产仍优

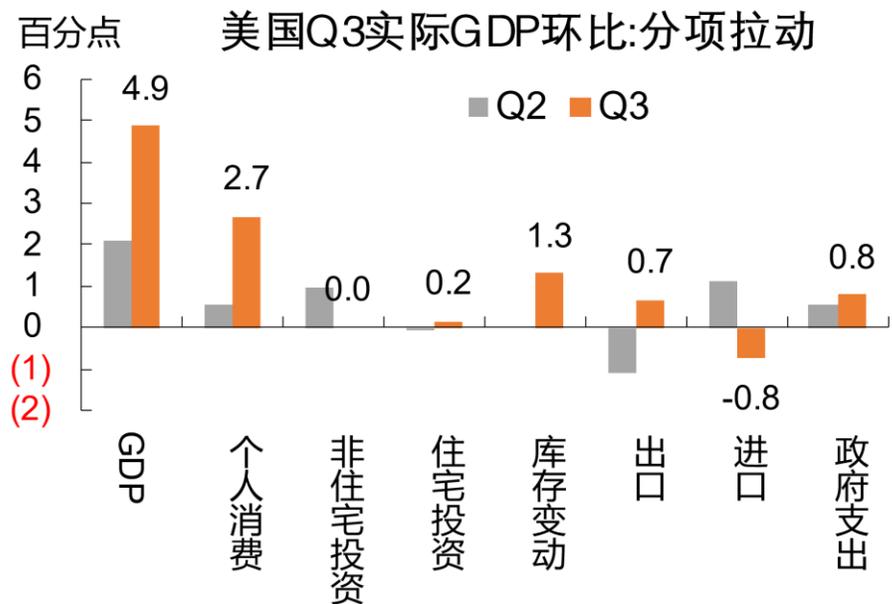
1.1 美国经济韧性有望延续

- 美国三季度经济增长明显高于趋势水平。美国三季度GDP环比折年增长4.9%，好于预期的4.5%，低于GDPNow预测的5.4%。
- 经济结构或也较为均衡：消费仍强，住宅、私人库存等环比增长，出口表现亮眼，政府支出保持增长。

◎ 美国三季度经济增长明显高于趋势水平



◎ 美国三季度经济结构或也较为均衡



1.1 美国经济韧性有望延续

- 在二季度GDP公布后，我们对美国经济进行重新审视，发现一些根本上的韧性：财政与货币的极致配合、金融体系强化、化解通胀的能力、以及中周期（建筑周期，10-15年）的开启。
- 目前，市场对于四季度及全年的经济都有所上修。展望四季度，预计仍可能保持1%左右正增长，继而全年增长或达2.5%以上，基本持平2019年以前的趋势水平。

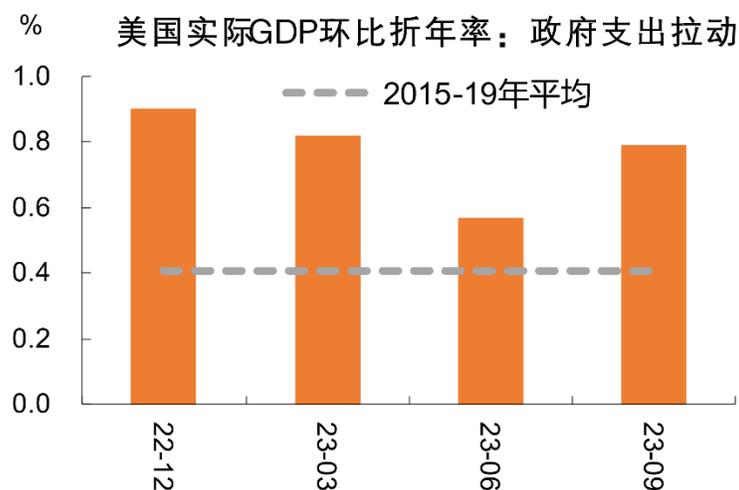
◎ 美国咨商会：美国经济预测变化（环比折年率%/同比%）

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2023	2024
2023年8月预测	1.3	(1.0)	(0.8)	1.0	2.1	2.5	1.9	0.5
2023年10月预测	3.6	1.0	(1.0)	(0.7)	1.9	2.5	2.2	0.8
平安宏观预测	4.9	1.0	0.0	(0.5)	1.5	2.5	2.6	0.9

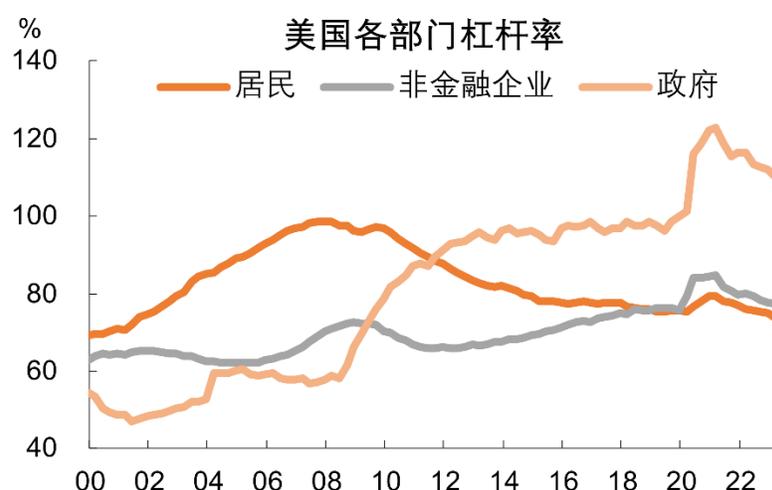
1.2 财政刺激留有余温

- 美国财政刺激对经济的影响包括：**1) 直接拉动**：近四个季度，美国政府支出对GDP环比的拉动率明显高于2015-2019平均水平；**2) 拉动私人消费**：政府“代替”居民加杠杆，令居民资产负债表健康、消费意愿强烈；**3) 拉动私人投资**：数据显示，剔除通胀影响，美国公共和私人非住宅营建支出同步上升。

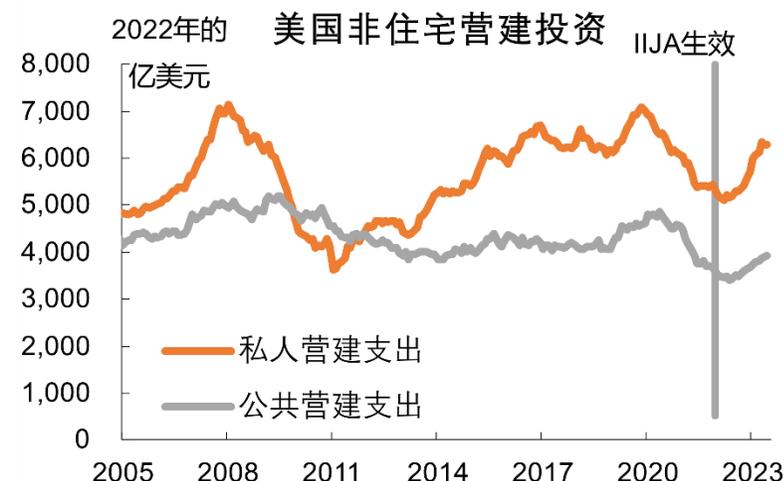
◎ 美国政府支出对经济增长贡献增大



◎ 政府“代替”居民和企业加杠杆



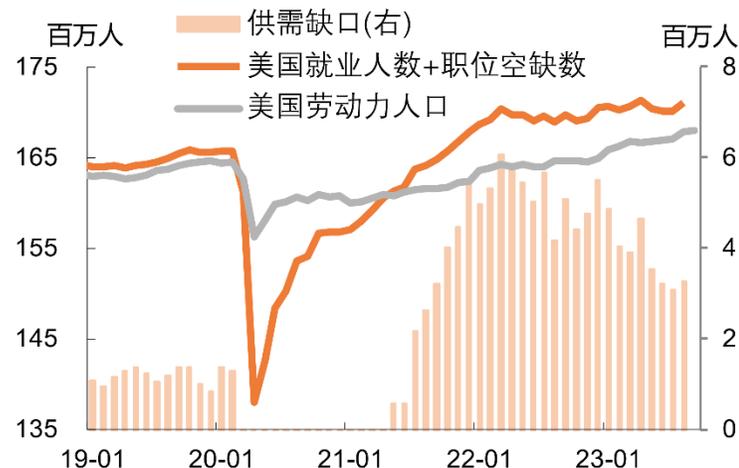
◎ 政府支出对私人投资有拉动效应



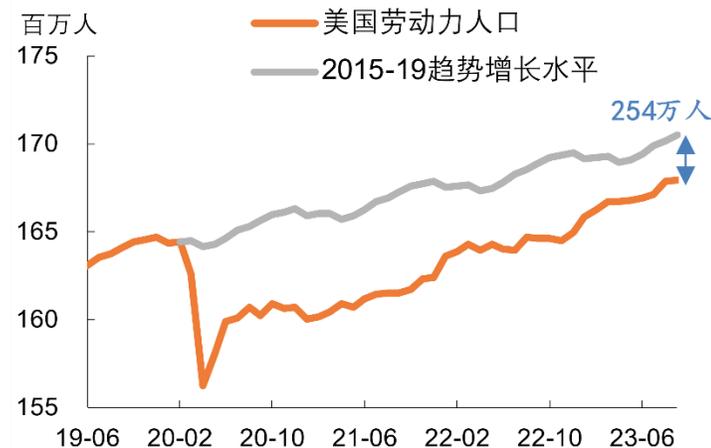
1.3 仍然紧俏的就业市场

- 今年6-8月的就业数据显示，美国就业市场的紧张程度出现缓和，非农就业下降、失业率回升、职位空缺数/率下降等。但是9月就业数据又呈现走强：新增非农意外飙升至33.6万人，7、8月数据合计上修11.9万人。
- 如何看待这种反复？我们认为，美国就业市场“供不应求”的格局没有根本改变：1) 劳动力供需缺口（以就业+职位空缺为需求，以劳动力人数为供给），仍有超300万，较疫情前高出200余万。2) 劳动力缺口（与趋势增长比较）仍有250万左右。3) 职位空缺数较2019年均值水平仍高出250万左右。
- 保守估计，要基本达到疫情前的供需平衡，至少仍需7-8个月。今年1-8月供需缺口月均缩窄28万。

◎ 美国劳动力供需缺口仍高出疫情前200万人



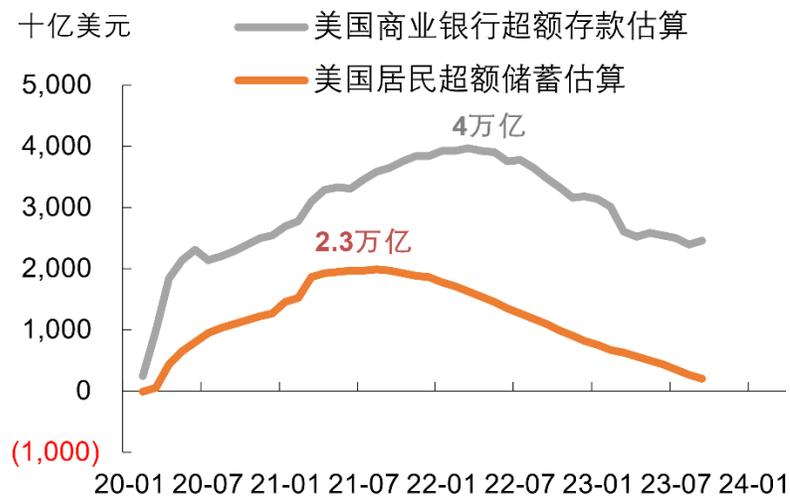
◎ 美国劳动力人数低于趋势水平约250万人



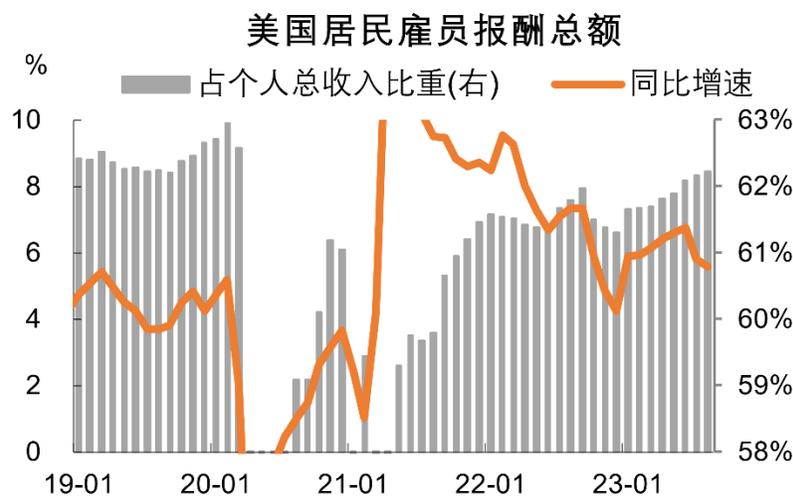
1.4 不必担心超额储蓄耗尽

- 主流预测认为，今年末至明年初，美国居民“超额储蓄”或将耗尽。
- 但我们认为，美国消费增长不会骤然减速。1) 美联储的超额储蓄测算是基于指数型增长的假设，有可能高估储蓄增长趋势，继而低估超额储蓄的持续性。2) “超额存款”或进一步加持超额储蓄。3) 即使超额储蓄耗尽，在就业市场强劲的背景下，雇员报酬可以驱动收入增长。目前雇员报酬增速不弱，且在居民收入的占比已基本恢复至疫情前水平。4) 消费贷款增速不弱，且拖欠率仍不高。

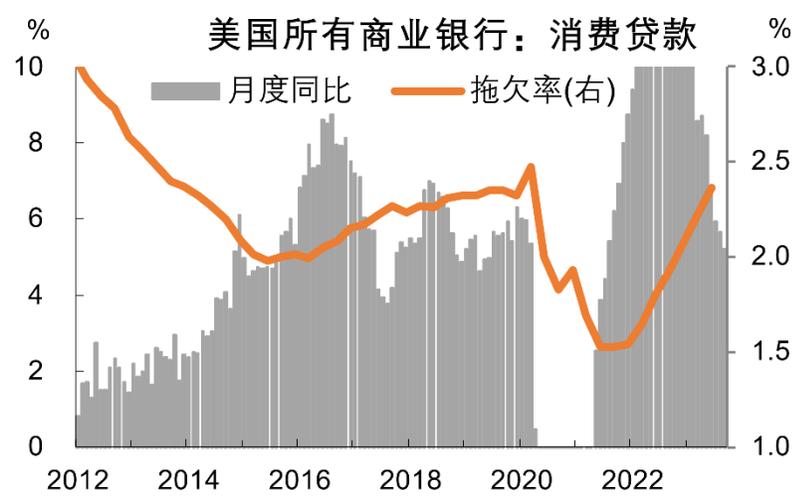
◎ 超额储蓄快耗尽，但仍有超额存款



◎ 居民劳动报酬重新扮演重要角色



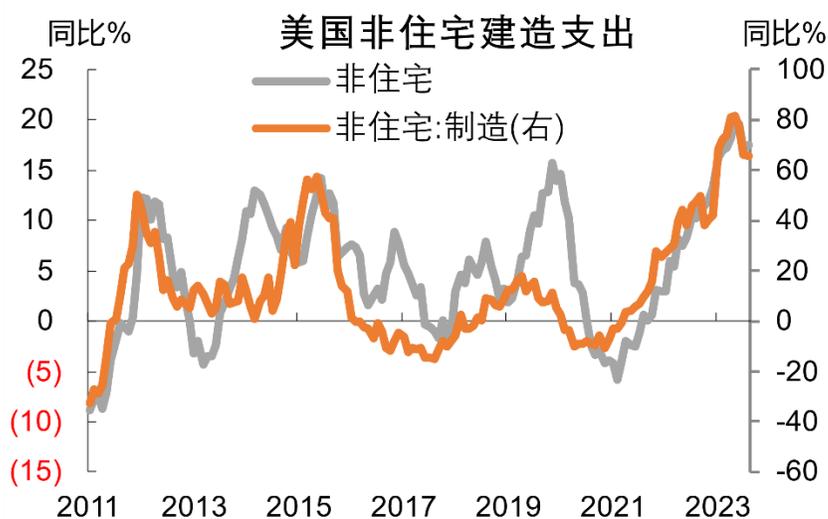
◎ 消费贷款增速和拖欠率仍健康



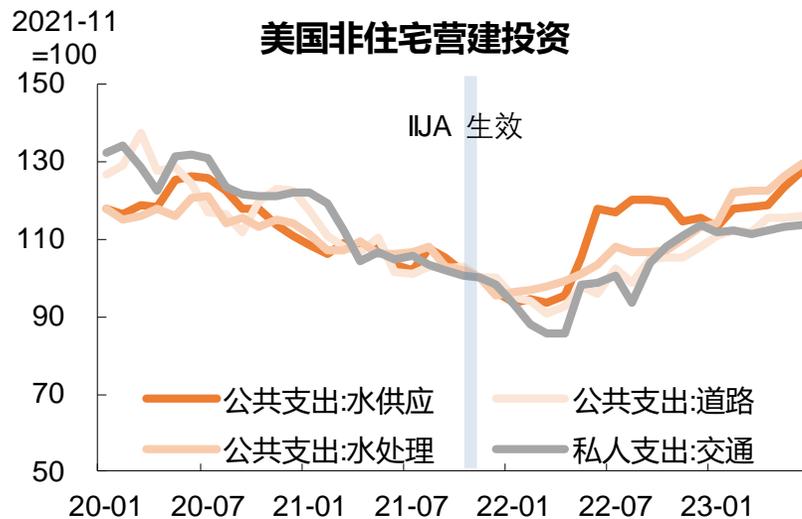
1.5 “再工业化” 驱动投资、延缓去库存

- 迄今为止，拜登政府重点出台了《美国救援计划》（ARP）、《基础设施投资与就业法案》（IIJA）、《芯片与科学法案》（CHIPS）和《通胀削减法案》（IRA）四大法案，计划于未来5-10年增加1.2万亿美元支出。
- 今年以来美国非住宅建造支出（尤其“制造”分项）大幅增长，备受关注。据美国财政部分析，这一现象很大程度上归功于拜登的再工业化政策。具体包括，基建法案拉动非住宅建造支出；以及芯片法案拉动“计算机、电子和电气”类的制造类建造投资。

◎ 美国非住宅建造支出高增



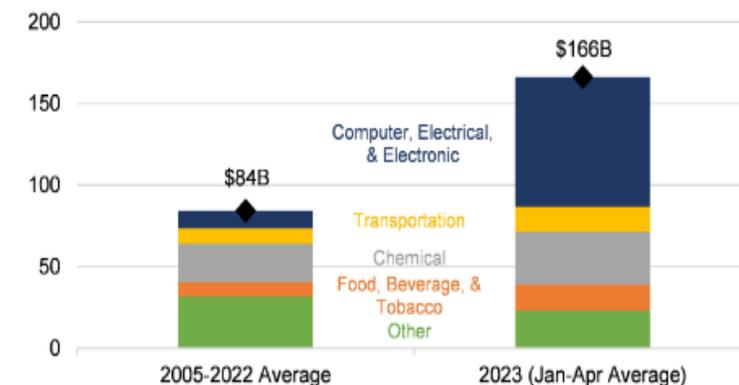
◎ 基建相关建造支出上升



◎ 计算机、电子和电气类建造支出高增

Figure 3: Real Manufacturing Construction Spending by Type

Billions of 2022 U.S. Dollars

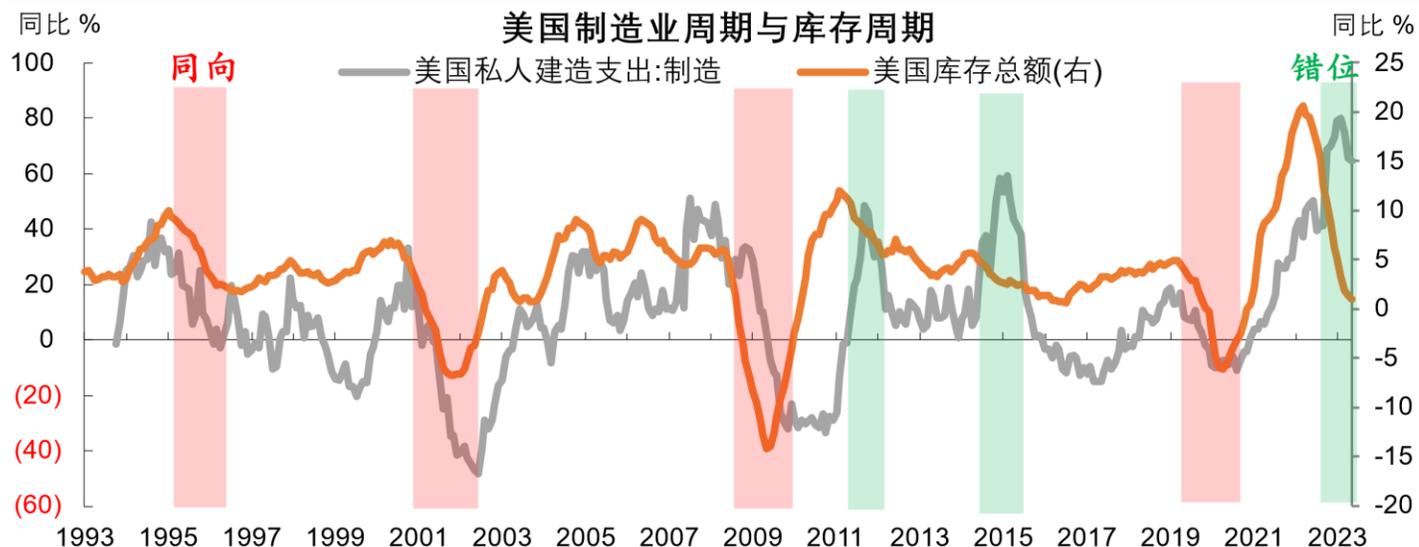


Notes: Value of Private Construction Put in Place for Manufacturing, U.S. Census Bureau, decomposed by Detailed Type. Monthly at a seasonally adjusted, annualized rate. Nominal spending deflated by the Producer Price Index for Intermediate Demand Materials and Components for Construction, Bureau of Labor Statistics.

1.5 “再工业化” 驱动投资、延缓去库存

- 我们研究发现，制造业建造支出的增长有望延缓去库存的节奏、幅度。例如2011-12年和2015-16年，美国去库阶段恰逢制造业投资走高，而这两次美国去库的幅度也相对较缓。
- 而且，建造支出增长有望拉动固定资产投资增长。建造支出同比（月度）自今年5月以来已经触底回升，该数据在历史上与美国GDP私人投资分项的走势贴合。

◎ 美国本轮制造业建造投资周期与库存周期错位



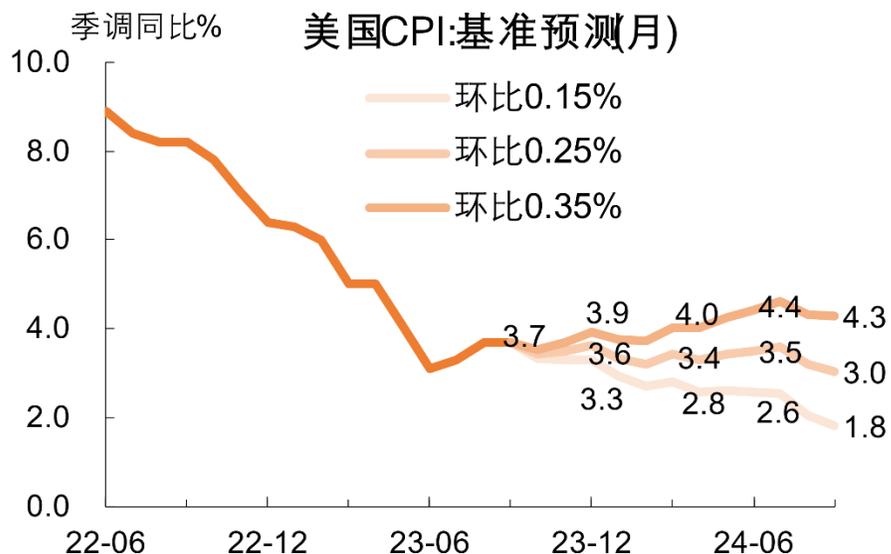
◎ 美国建造支出已同比回升



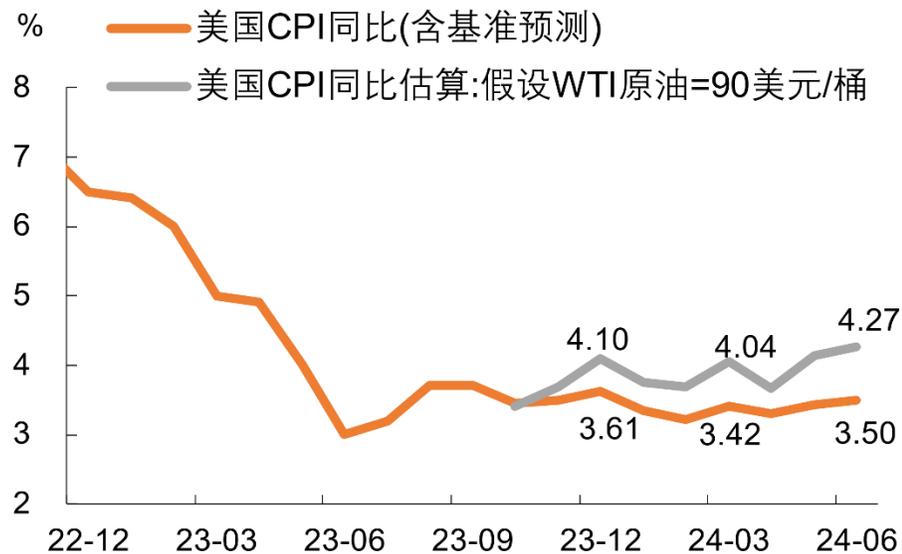
1.6 通胀不是太大问题

- 目前美国通胀已经显著回落。假设未来一段时间CPI环比分别为0.15%/0.25%/0.35%，预计年末CPI同比分别为3.3%/3.6%/3.9%；期间，油价上行风险或令CPI同比抬升0-0.5个百分点左右。
- 虽然回落到2%还需要更久，但是通胀风险已经明显下降，通胀对经济的冲击有限，货币政策也无需过度紧张。

◎ 美国CPI基准预测



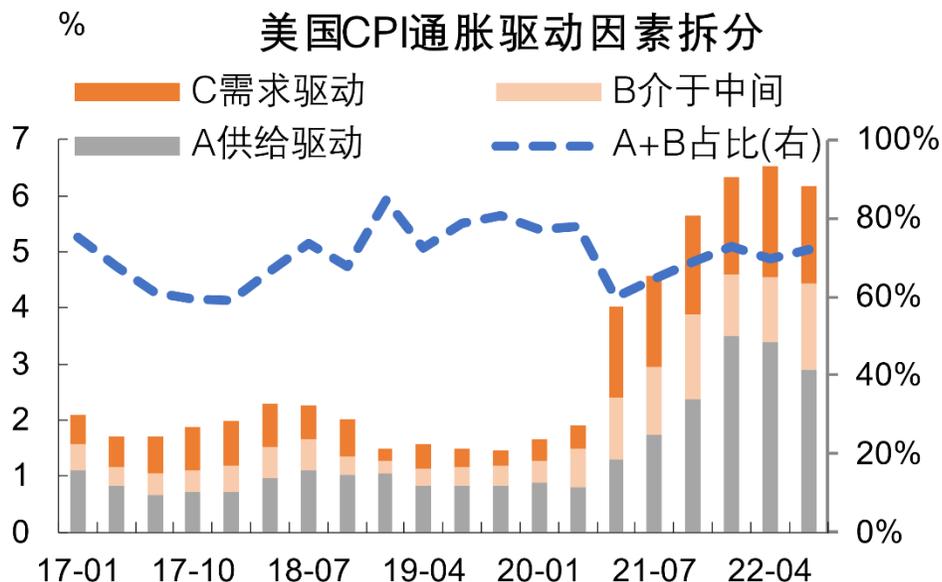
◎ 油价对美国CPI的影响或相对有限



1.6 通胀不是太大问题

- 此前市场对通胀有些过虑，容易忽视的利好包括：1) 供给改善的作用。深层次原因是供给在通胀中的角色被低估、需求的角色被高估。2) 通胀预期保持稳定。这明显区别于70-80年代，“工资-物价”螺旋压力不大。

◎ 供给因素是美国CPI的重要驱动



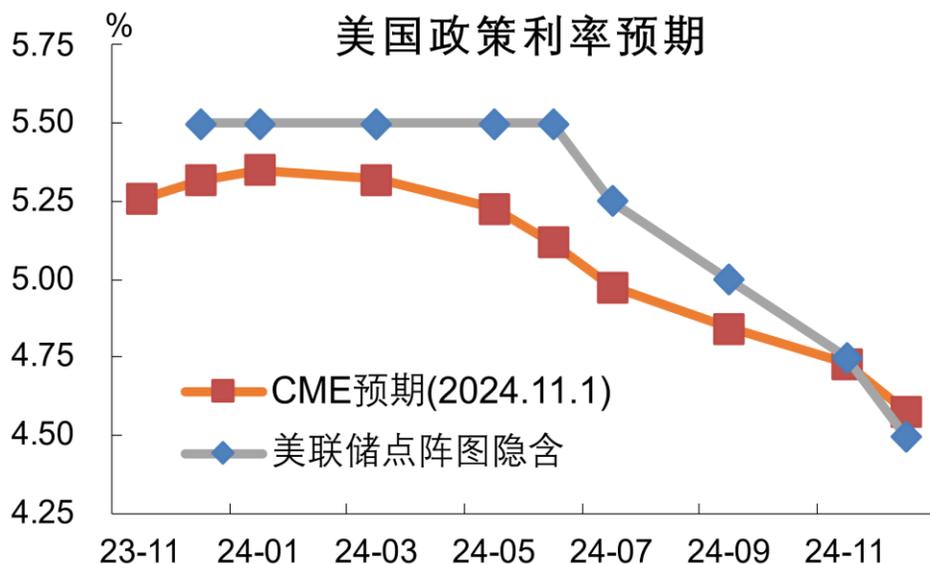
◎ 美国中长期通胀预期保持稳定



1.7 金融条件趋于稳定

- 通胀放缓后，（市场认为的）美联储紧缩压力放缓，当前市场对未来一年的利率预期较为保守。在此背景下，美国整体金融状况保持相对稳定，如芝加哥金融条件指数所显示。
- 美债利率上升或加大金融压力，但也迫使美联储暂停加息，市场与美联储的动态博弈意味着金融条件不会骤然收紧。即使在10月20日美债利率飙升当周，金融状况指数不升反降。

◎ 当前CME利率预期低于美联储预测中值



◎ 美债利率上升未必令金融状况显著紧张





目录CONTENTS

① 美国经济：暂不着陆

② 海外风险：多源但可控

③ 大类资产：美元资产仍优

2.1 巴以冲突

- 10月7日巴以爆发大规模冲突以来，全球市场避险情绪有所升温。美股VIX指数由17左右升破20，国际油价、金价月内最大涨幅均接近10%。但10月23日以来，避险情绪出现降温迹象。
- 参考彭博经济研究（2023.10.13）的三种假设：1) 冲突仅限于加沙走廊，影响不大；2) 若战事蔓延至黎巴嫩和叙利亚，则油价或上涨10%；3) 伊朗卷入战事，则油价可能上涨至150美元/桶、显著冲击全球经济。

◎ 巴以冲突的三种情形及市场影响

Confined Conflict or Regional War?

Three scenarios for how the Israel-Hamas conflict could evolve

Confined war

Hostilities largely confined to Israel and the Palestinian territories



Proxy war

Spill-over to Lebanon and Syria, proxy war between Israel and Iran



Direct war

Military exchanges between regional enemies Israel and Iran



Source: Bloomberg Economics

Economic Impact of War

Global growth and inflation impact of three scenarios for how the Israel-Hamas conflict could evolve

Scenario	Details	Impact on oil prices and VIX*	Impact on global GDP and inflation**
Confined war	- Ground invasion of Gaza - Limited broader regional conflict - Lower Iranian crude output	Oil: +\$4/barrel VIX: No impact	GDP: -0.1 ppts. Inflation: +0.1 ppts.
Proxy war	- Multifront war in Gaza, West Bank, Lebanon, Syria - Unrest in wider Middle East	Oil: +\$8/barrel VIX: +8 points	GDP: -0.3 ppts. Inflation: +0.2 ppts.
Direct war	- Israel and Iran in direct conflict - Unrest in wider Middle East	Oil: +\$64/barrel VIX: +16 points	GDP: -1.0 ppts. Inflation: +1.2 ppts.

Source: Bloomberg Economics

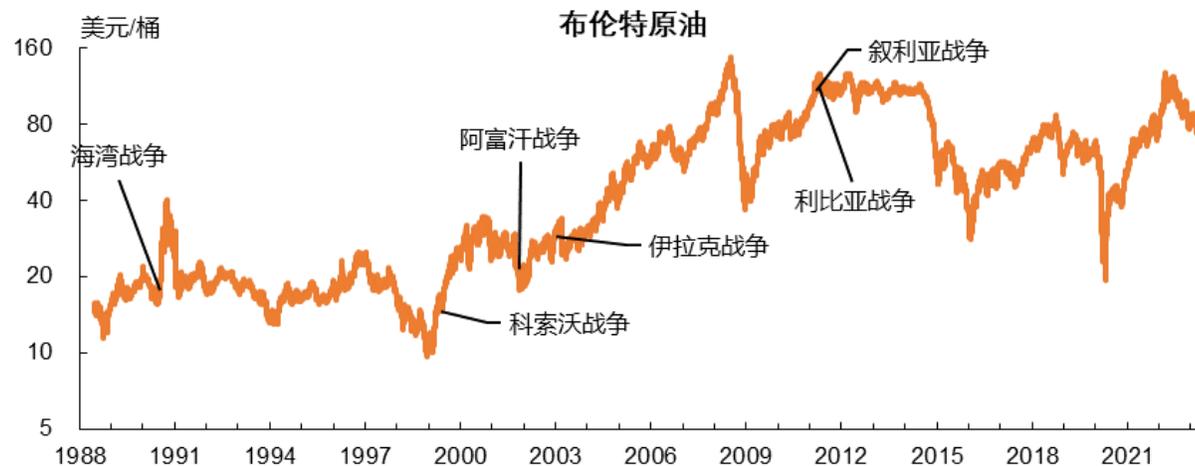
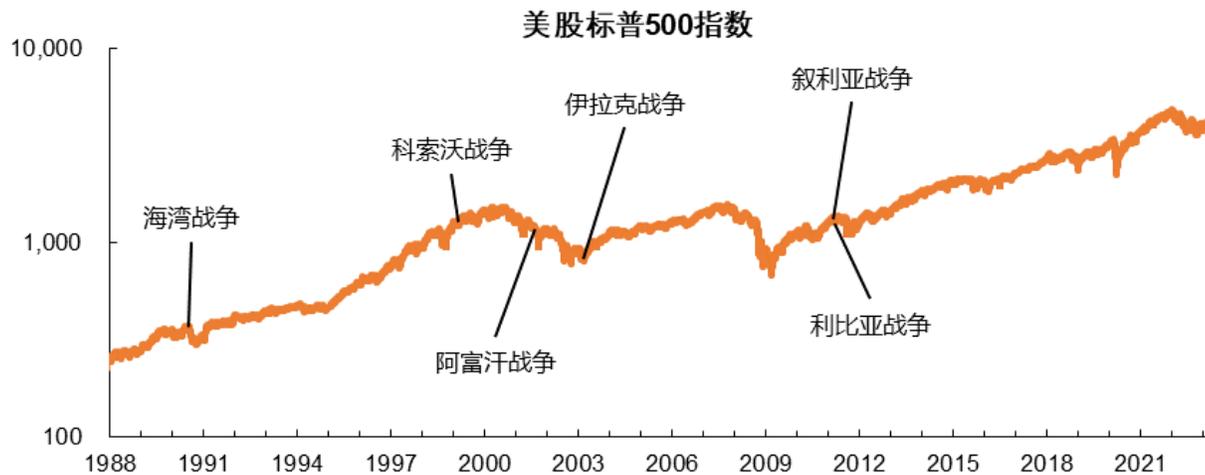
*Impact calibrated based on 2014 Gaza War, 2006 Israel-Lebanon War, and 1990-1991 Gulf War.

**Impact on year on year change in global GDP and inflation for 2024, estimated using Bayesian Global VAR

2.1 巴以冲突

- 目前巴以局势仍处于“情形一”。近期市场情绪也出现降温迹象。
- 回顾1990年以来美国直接或间接参与的六次区域性战争，战争仅制造短期冲击，但不改变资产中长期走势；仅涉及产油国的战争，才会明显扰动油价。
- 美国或有意愿管控冲突、不希望战事扩大。10月18日拜登公开发言表示，美国支持以色列，但又提醒以方仍需遵守战争规则，给人道主义通道留下机会；他还提到，没有“明确证据”表明伊朗参与了近期的冲突。

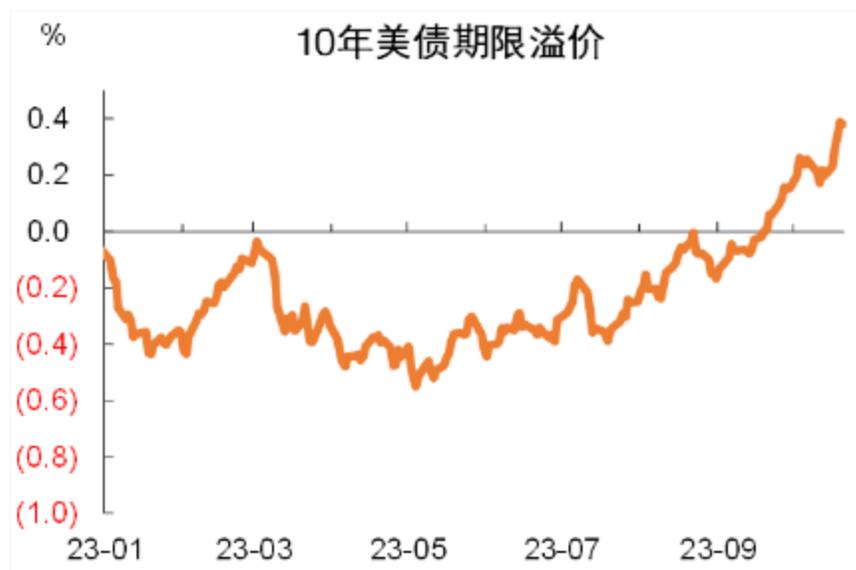
◎ 历史六次区域战争的影响：制造波动，不改原本趋势



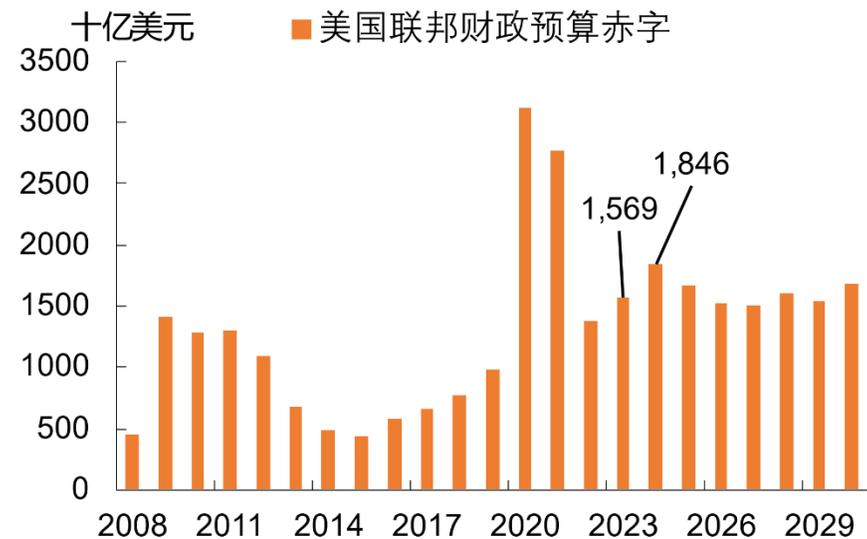
2.2 美国财政预算

- 10月以来，美国国会通过了短期拨款至11月17日，暂时避免政府关门。目前，美国政府关门风险犹存；同时，市场也将关注新预算的规模、以及与之相关的国债供给与经济增长预期。
- ① 如果两党谈判僵持、政府关门时间较长，可能威胁美国财政的信誉，增加国债抛售风险；
 - ② 如果两党谈判顺利、但新预算规模较大，可能引发市场对美国财政可持续性的质疑，亦可能引发国债抛售；
 - ③ 如果新预算严重缩水，则可能削弱美国经济增长前景，继而令国债利率下行、美股或承压

◎ 9月下旬以来美债期限溢价上升并转正



◎ 2023-2024美国预算赤字仍在扩大



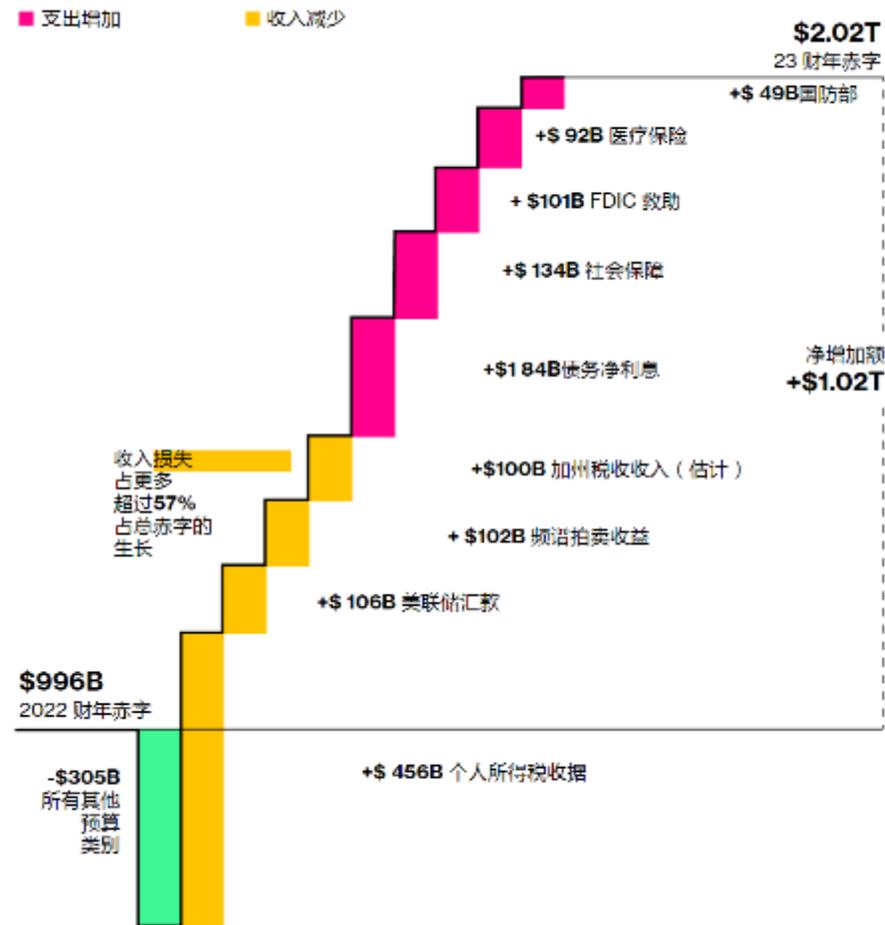
2.2 美国财政预算

- 新共和党众议院议长为两党谈判铺垫。10月25日，迈克·约翰逊当选美国众议院共和党议长。约翰逊在党内获广泛支持，被媒体称为“所有人的朋友”，其当选有益于国会推进预算谈判；同时，其政策取向保守，或推动缩减预算。
- 同时，美国财政融资需求或有一定自限性。2023财年美国赤字大幅扩张，主因金融资产价格下跌导致的税收减少、疫情冲击导致的地区税收延迟、以及利息与金融稳定支出的增加等——预计上述三大部分在2024财年均可能缓解，继而缓解美国财政压力、限制财政融资需求。

◎ 2023财年美国预算赤字翻倍，主要归因于税收减少、利息支出增长等

美国基本预算缺口去年翻倍

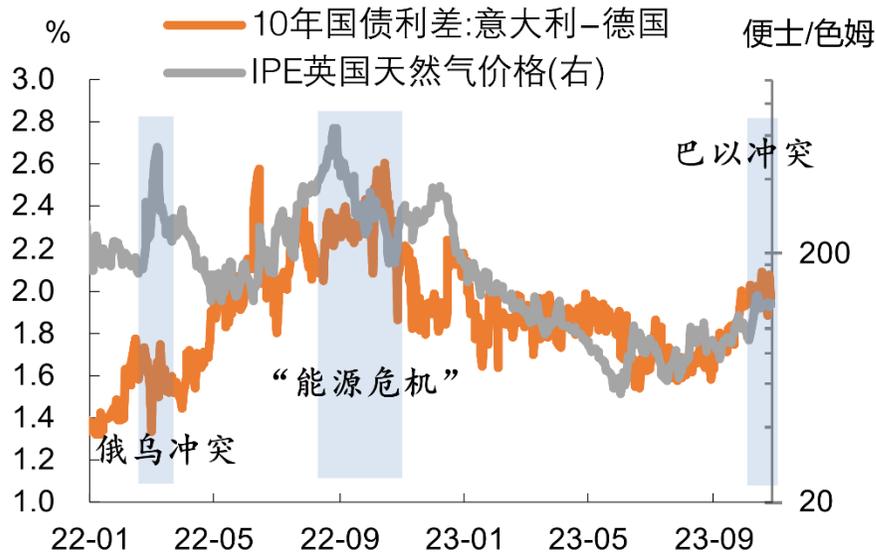
2022 财年至 2023 财年调整后联邦赤字的变化



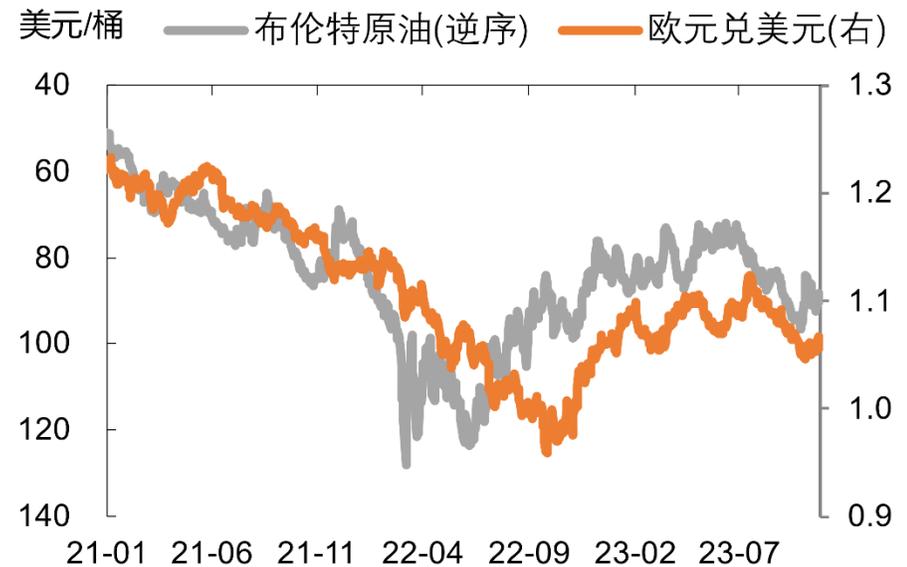
2.3 欧洲能源危机

- 近期欧洲天然气出现反弹迹象，背景包括：巴以冲突影响以色列、埃及和欧洲之间的天然气供应；芬兰-爱沙尼亚海底天然气管道遭恶意破坏；澳洲天然气公司工人罢工，该项目占全球液化天然气供应的7%等。
- 2021年以来，国际能源价格与欧洲债券、汇率走势密切相关。能源涨价风险，一方面意味着欧洲货币政策从紧，另一方面削弱欧洲经济前景，继而螺旋式增大欧洲主权债风险，即“厄运循环” (doomed loop)。

◎ 近期欧洲天然气价格反弹、意德利差上升



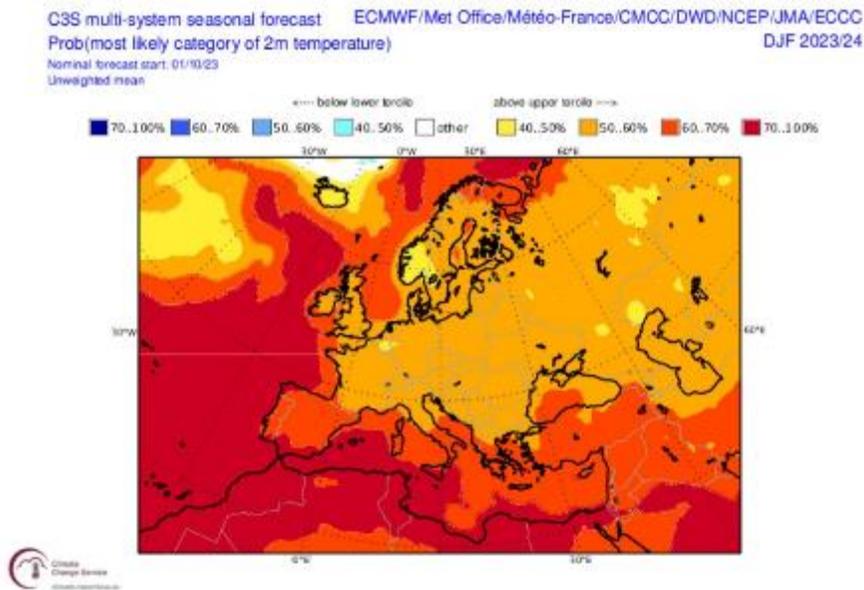
◎ 原油价格与欧元汇率呈现明显负相关性



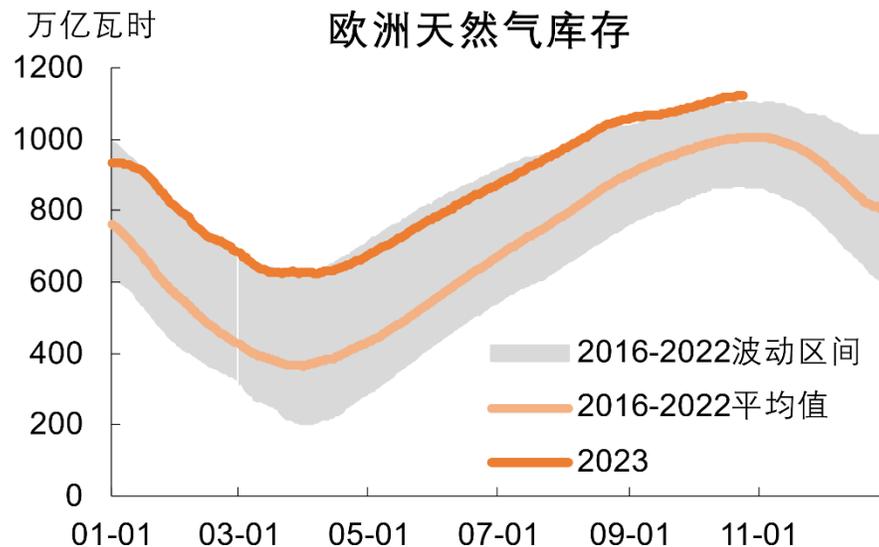
2.3 欧洲能源危机

- 不过目前来看，欧洲爆发新一轮能源危机的概率不大。
- 首先，今年“暖冬”可能性较大。据彭博援引哥白尼（Copernicus）气候变化服务机构10月最新预测，整个欧洲今年冬季（今年12月至明年2月）气温有50%的概率显著高于（well-aboved）往年的平均气温。
- 其次，欧洲天然气储备充裕。据欧洲天然气基建组织（GIE）数据，当前天然气库存水平为2016年以来最高。

◎ 欧洲气温有较大概率超过往年平均



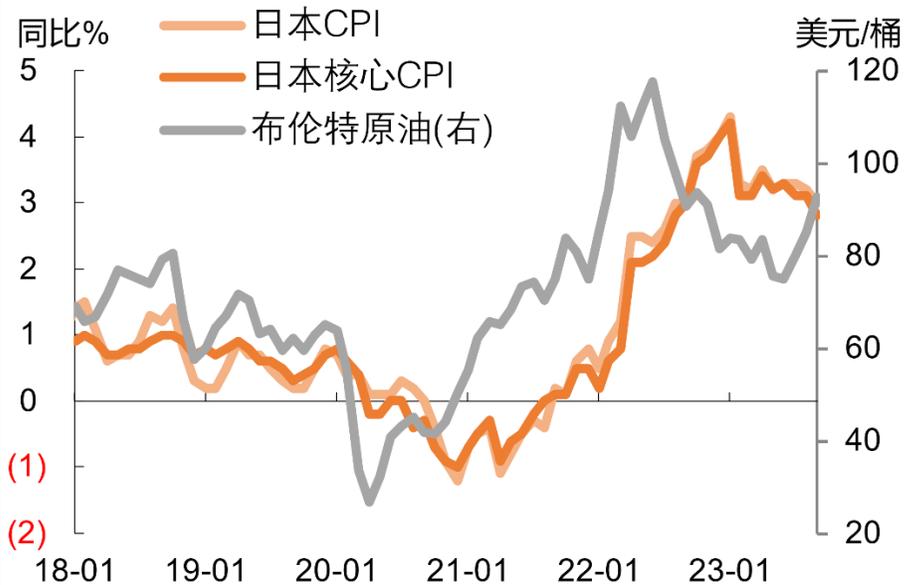
◎ 欧盟天然气储备为2016年以来最高



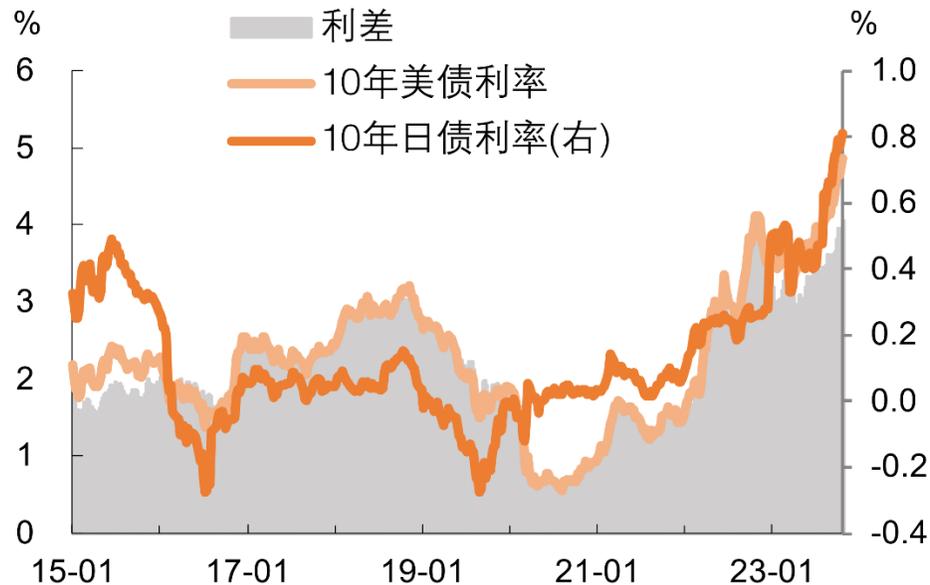
2.4 日本货币转向

- 近期日本央行转向的压力只增不减：1) 国际油价上行，进一步威胁日本通胀前景；2) 美债利率上冲，也增大日债抛售压力、日债利率上行；3) 美日利差继续走扩，日元贬值压力上升，日元汇率升破150关键水平。
- 日本银行10月31日会议声明调整YCC表述：将1.0% 定义为宽松的“上限”，而不是严格的上限，并删除了通过购买无限量债券来捍卫上限承诺；“鉴于经济和市场的极高不确定性，增加YCC的灵活性是适当的。”

◎ 油价上升或加大日本通胀压力



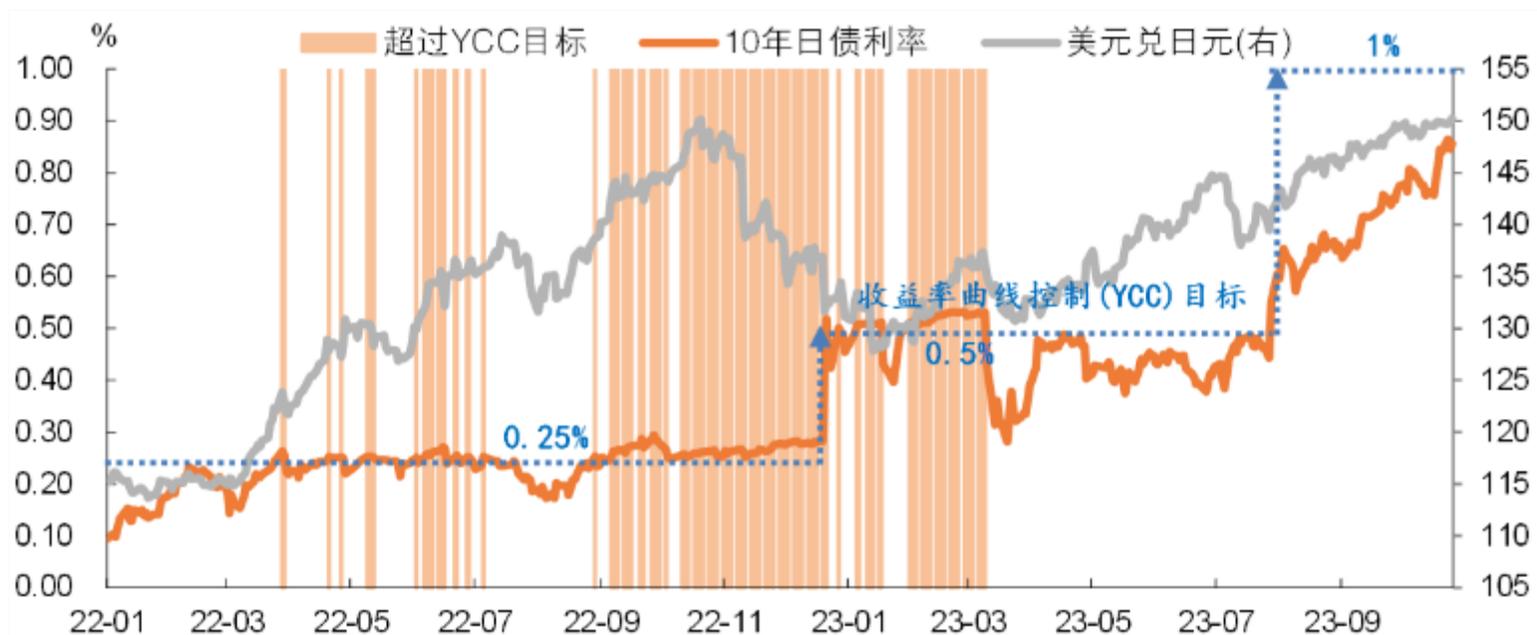
◎ 美债利率上行或抬升日债利率



2.4 日本货币转向

- 目前市场仍然高度关注日本银行年底（12月）的政策决议。
- 不过，日本银行或不会“急转弯”：1) 日本CPI通胀率已处于回落通道，基数效应下通胀率易下难上；2) 10年日债利率距离1%新目标仍有一定距离；3) 日元汇率在150关口仍有阻力，且可能引发日本财政部干预。

◎ 过去两次YCC调整，均在日债利率“破位”之后





目录CONTENTS

● 美国经济：暂不着陆

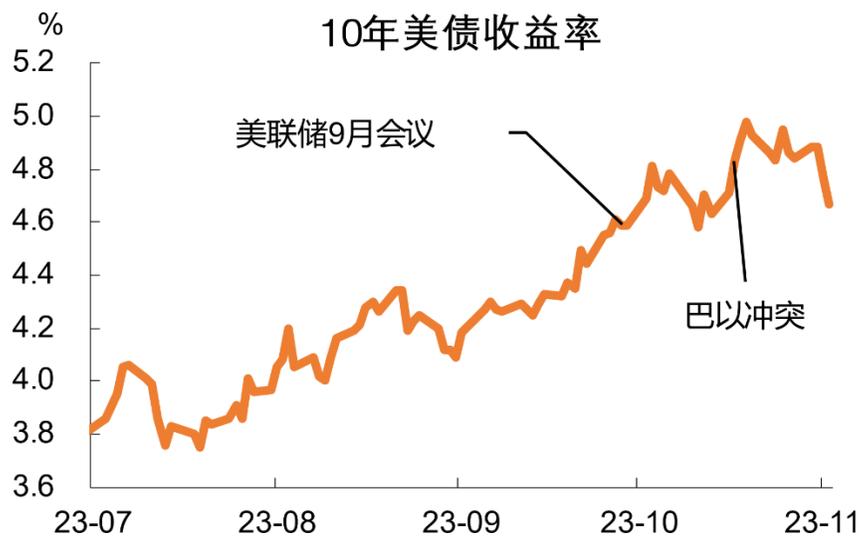
○ 海外风险：多源但可控

● 大类资产：美元资产仍优

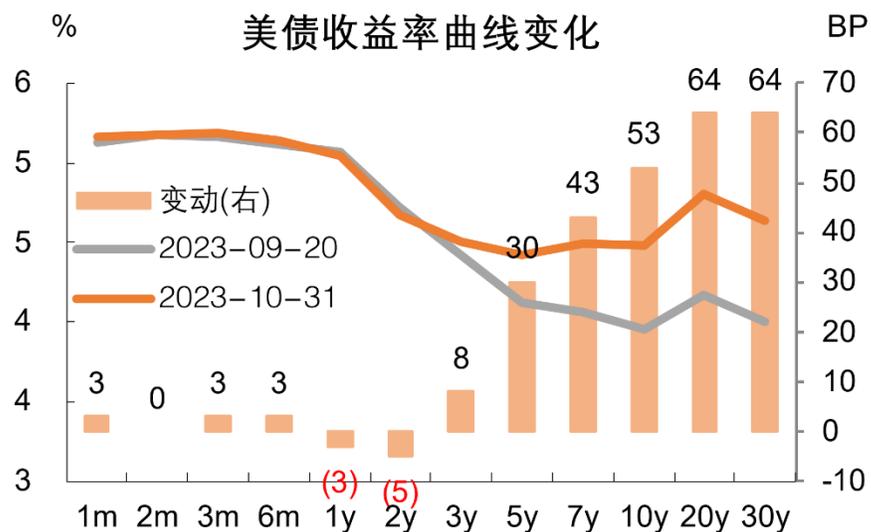
3.1 美债：利率筑顶

- 美联储9月会议以来，加息预期变化并不明显，但5年期及以上美债利率显著上升。
- 9月21日至10月19日，10年美债利率一度升破5%关口，累计上涨63BP；其中10年TIPS利率贡献49BP，隐含通胀预期贡献14BP；截至10月31日，10年期及以上美债利率仍累计上涨50BP以上。

◎ 9月下旬以来，10年美债利率加速上行



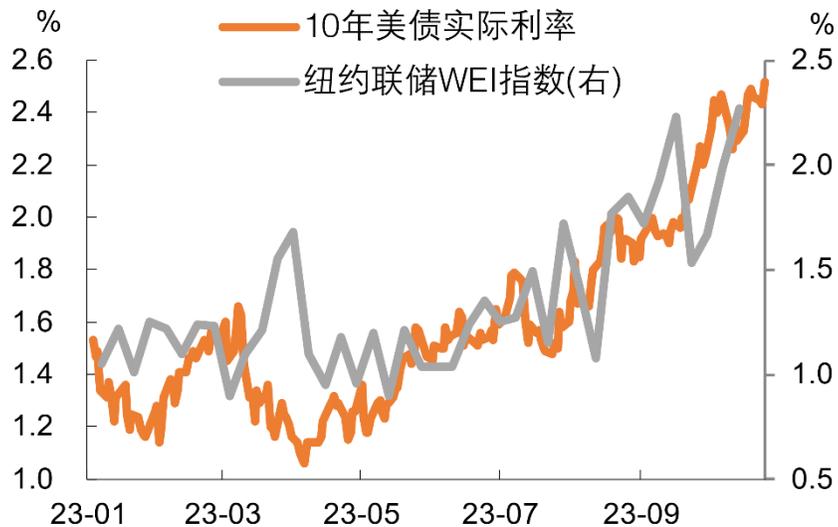
◎ 中长期美债收益率大幅上升



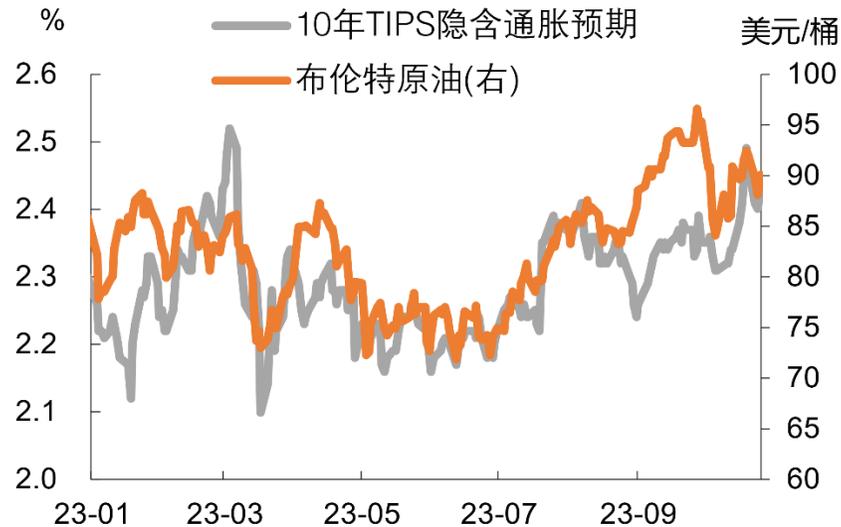
3.1 美债：利率筑顶

- 未来一段时间，10年美债利率或仍处于筑顶的过程；短期不确定因素较多。
- 美国经济方面，年内美国经济数据料将维持韧性；利率预期方面，目前不能排除今年12月或明年1月美联储再加息的可能性，利率预期仍有上修空间；通胀预期方面，地缘冲突如果持续甚至扩大，国际油价上行风险不能排除，美债通胀预期或仍维持高位；美债供给方面，当前市场对于国债“供大于求”的担忧占上风，两党能否顺利通过新的预算方案，以及新预算的规模能否削减至令市场“满意”的程度，都存在不确定性。

◎ 美国经济增长预期 vs. 10年美债实际利率



◎ 国际油价 vs. 10年美债通胀预期



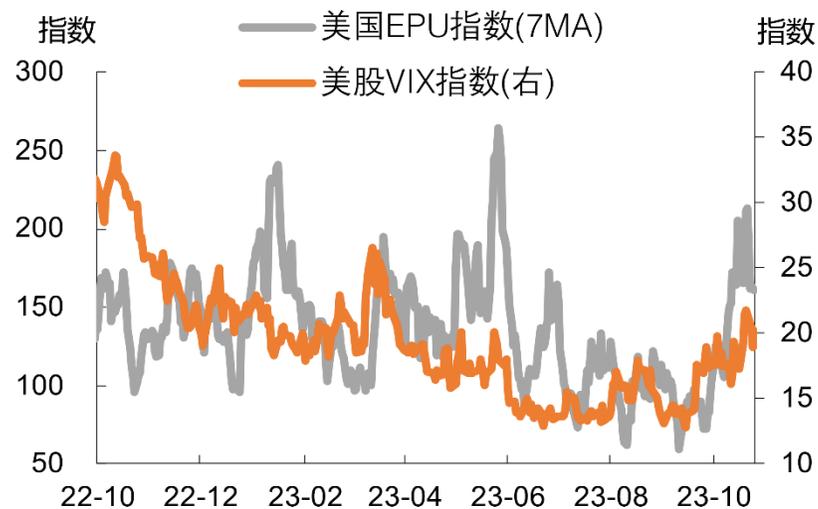
3.2 美股：波动但不深调

- 美股或有波动，但不至于深度调整；且有望跑赢非美股市；风格或趋于平衡。
- 美股波动风险在于：1) 美股风险溢价创新低；2) 地缘风险、经济和政策不确定因素增多。

◎ 美股风险溢价为互联网泡沫以来最低



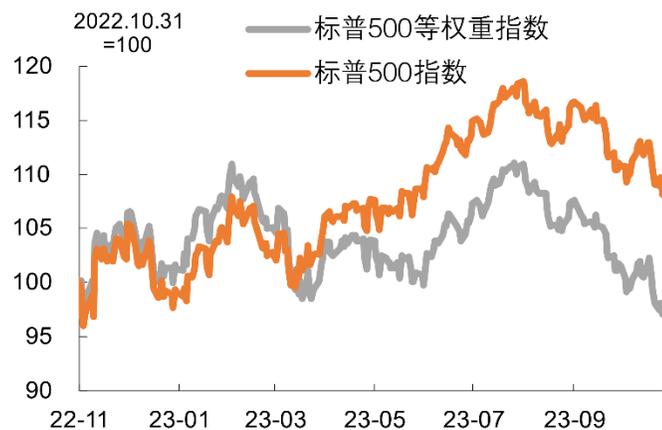
◎ 经济与政策不确定上升、股市波动加大



3.2 美股：波动但不深调

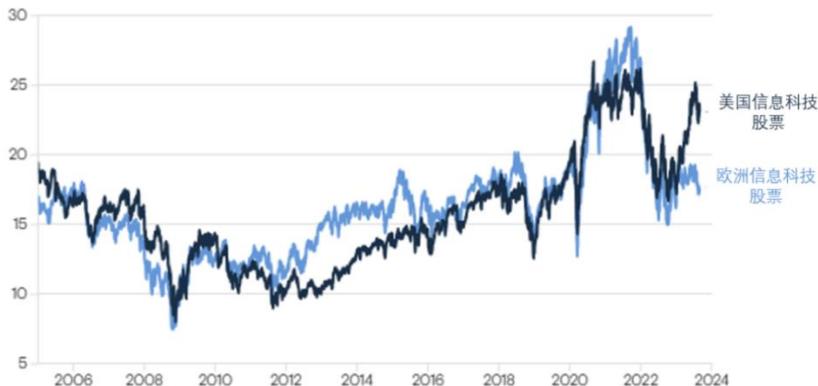
- 几个相对乐观的视角：1) “科技革命”的定价是困难的，或不能单纯用历史估值、风险溢价等指标来衡量其合理性。如高盛认为，与2000年的科技公司、1960年代的“漂亮50”（Nifty 50）估值相比，当前人工智能股的估值并不算高，而且相关公司的资产负债表和投资回报异常强劲。2) 美股多数公司并未“超涨”，“强经济”下具备上涨空间。3) 从历史规律看，美股在前三季度表现较好时，通常四季度也会表现积极。

◎ 标普500等权重指数并未“超涨”



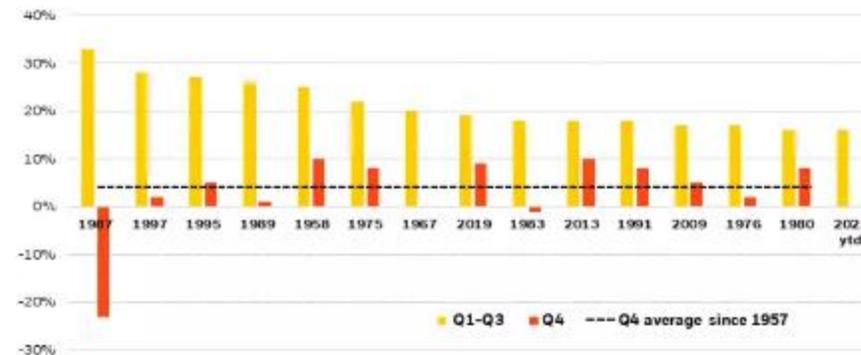
◎ 美国科技公司盈利能力较强、估值高于欧洲科技公司

24个月市盈率，标普500指数和MSCI欧洲信息技术指数



◎ 历史上标普500指数在Q1-3大幅上涨后，Q4通常也表现积极

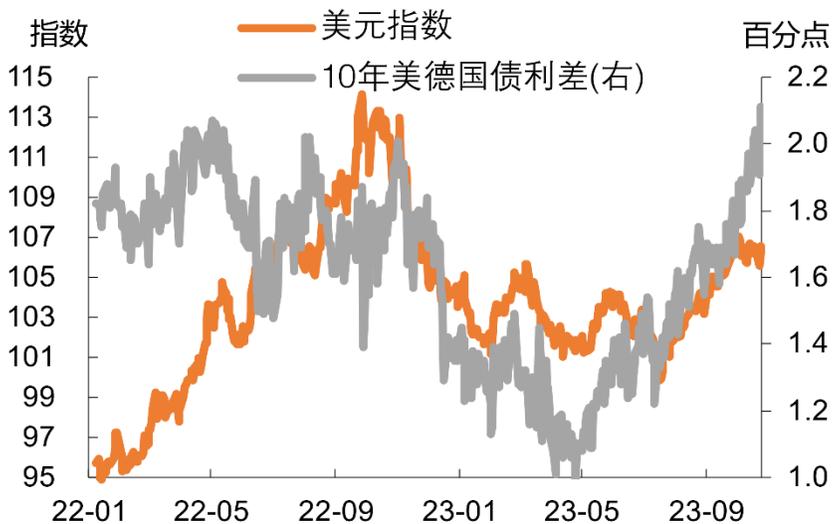
标准普尔500指数表现



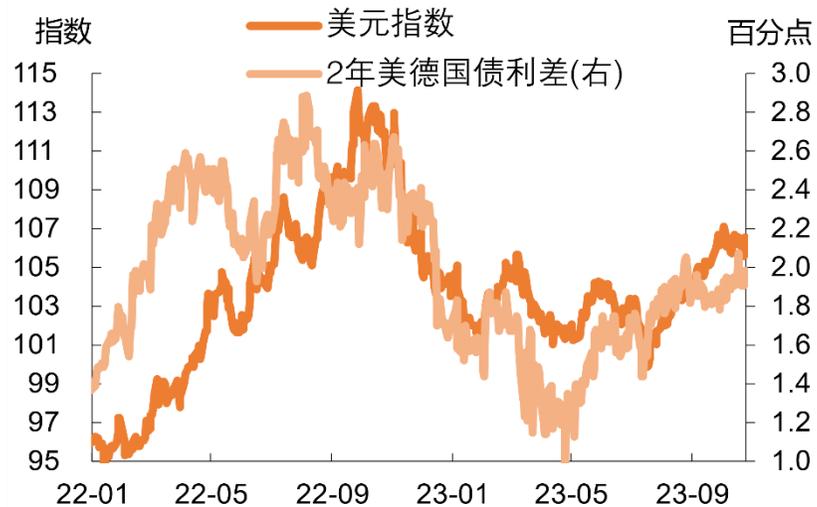
3.3 外汇：美元相对稳定

- 未来一段时间，美元指数或仍保持强势，但波动幅度或有限。
- 线索一：美欧经济和政策的相对表现。当前，10年美德国债利差水平已超过2022年11月，彼时美元指数破110。相较之下，当前欧洲能源形势相对更乐观，且欧央行利率水平不低，2年期美德利差并未大幅走扩，所以欧元表现更佳。

① 10年美德利差已超过2022年高点



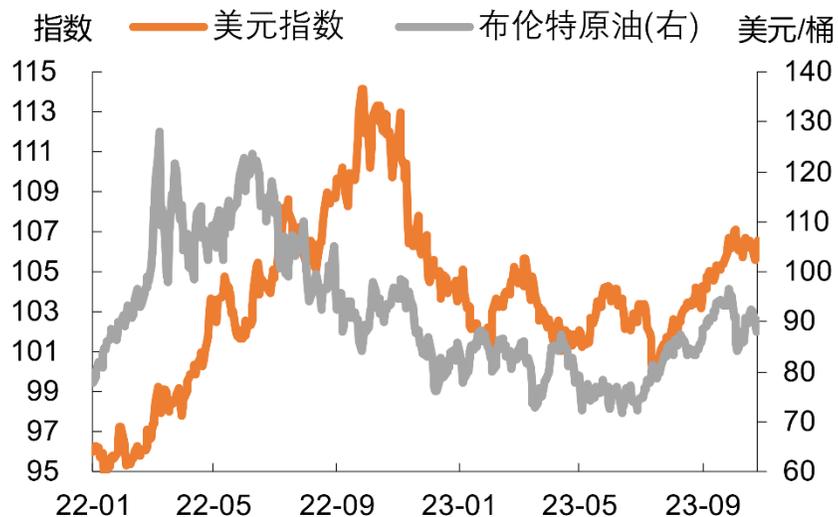
② 但2年美德利差并未大幅上升



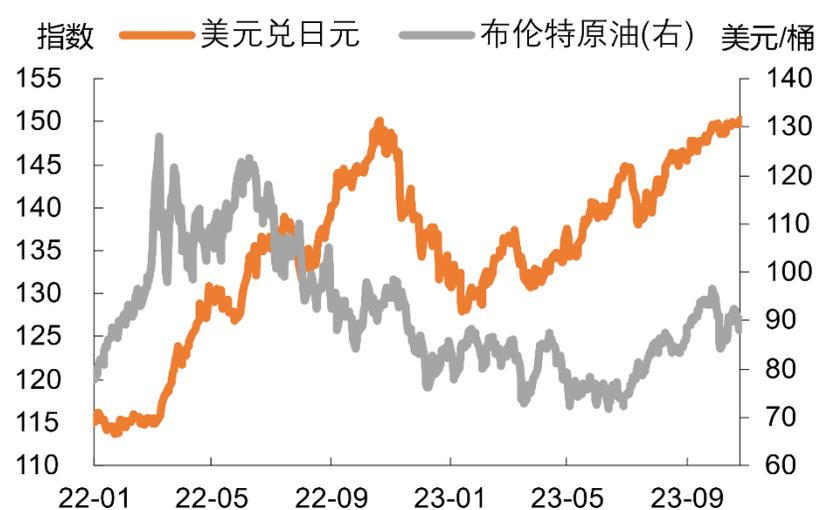
3.3 外汇：美元相对稳定

- 线索二：能源品价格。能源涨价风险令欧元和日元承压。不过对于日元而言，当前已经处于汇率低点，意味着进一步贬值的阻力较大，且当前油价也并未超过2022年高点，日元韧性或也限制了美元指数上升空间。

◎ 近两年油价与美元指数相关性较好



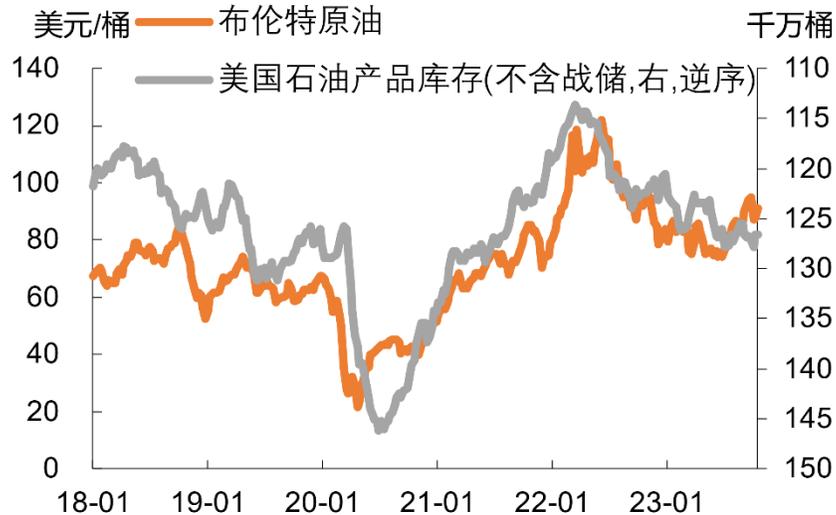
◎ 但当前油价对日元的拖累或有限



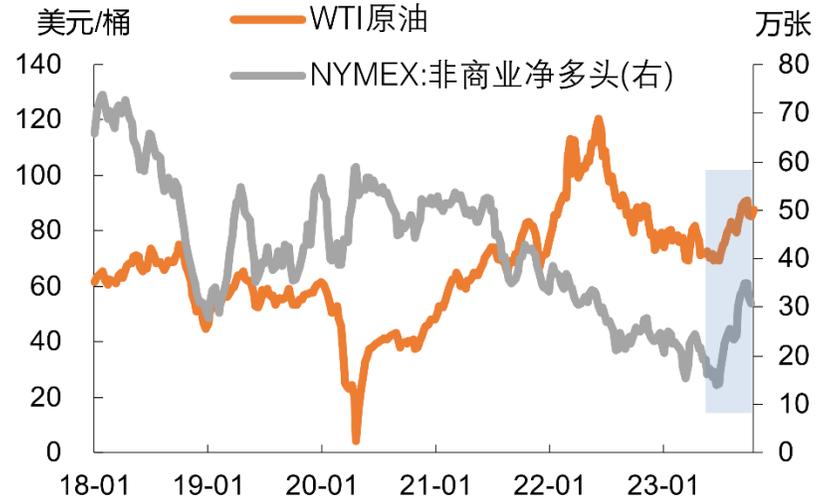
3.4 商品：原油乐观，黄金谨慎

- 原油供需格局仍偏紧，且油价预期乐观，预计未来一段时间易涨难跌。
- 美油库存（不含战储）水平显示供需维持平衡，令油价获得根本支撑。
- 今年下半年以来，市场对未来一年油价预期持续乐观：需求方面，美欧需求不弱+亚太有望加快复苏；供给方面，欧佩克+延长减产，叠加地缘扰动。

◎ 美油库存水平支撑油价维持强势



◎ 今年下半年以来看多美油的头寸增加、伴随油价走强

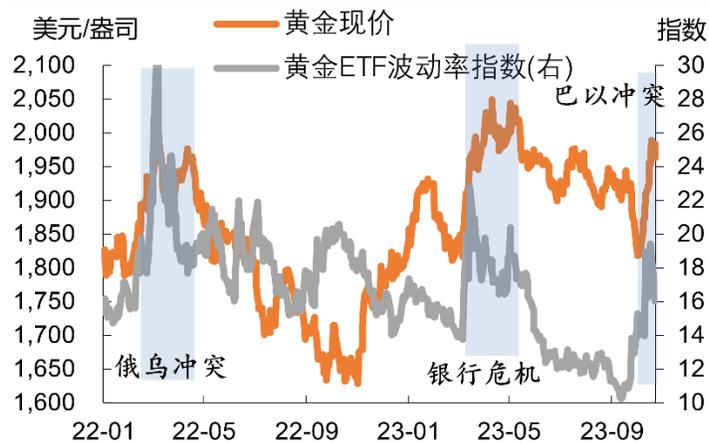


3.4 商品：原油乐观，黄金谨慎

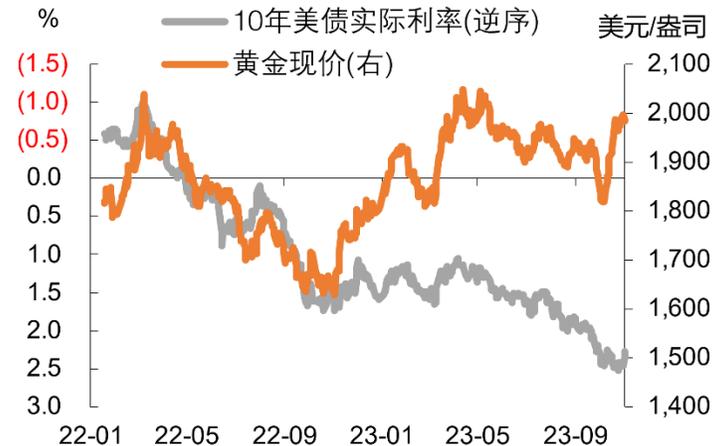
➤ 近期黄金上涨多由避险情绪驱动，警惕回调风险。参考2022年俄乌冲突、2023上半年美国地区银行危机，金价短期受到提振，但在避险情绪降温后出现调整。

➤ 如何理解金价与美债实际利率的背离？
2022年11月以来金价持续高于与美债实际利率的相关性：一方面是美元指数回落，另一方面是美债供给过剩担忧发酵（如近期美债期限溢价走高），黄金相较美债更受市场青睐。但是，随着美国新预算确立，围绕美债供给的担忧可能降温，黄金的相对吸引力未必能够持续。

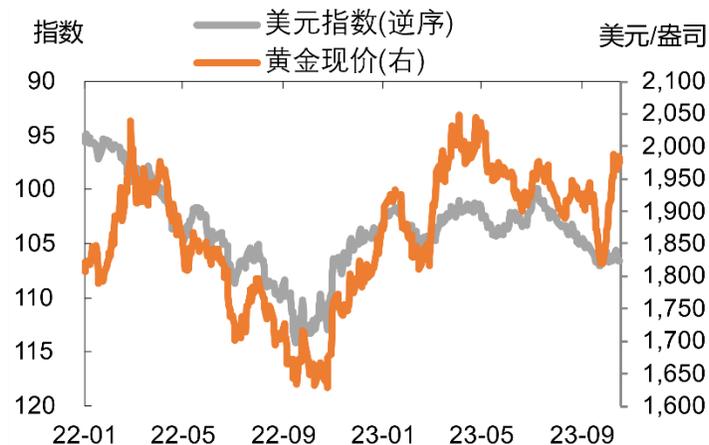
◎ 金价与地缘风险



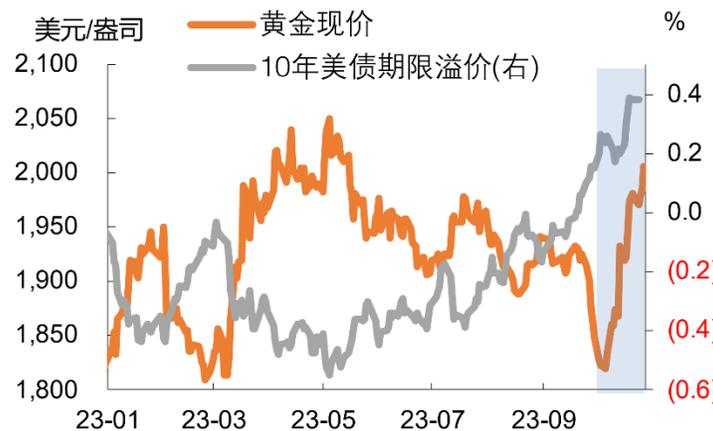
◎ 金价与10年美债实际利率



◎ 金价与美元指数



◎ 金价与10年美债期限溢价



风险提示

- 美国经济韧性不及预期；
- 地缘局势发展超预期；
- 欧洲能源健康状况不及预期；
- 日本货币政策超预期等。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。