

宏观动态跟踪报告

美国“滞胀”：这次有什么不一样？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



当前，美国经济与1970-80年代“大滞胀”时期存在一定相似之处，市场担忧美联储激进加息并引发美国经济衰退，由美债收益率曲线快速变平甚至短暂倒挂中便可窥见一斑。但我们认为，当前美国经济与“大滞胀”时代存在重要区别，年内美国经济衰退的风险相对有限。有以下五大理由：

- 1、**美国经济增长具备韧性**。当前本轮美国经济“过热”程度不及1970-80年代水平，美国实际GDP两年同比增速尚未超过潜在增长水平，仍处于疫后“复苏”阶段。尤其是，美国就业市场离“滞”尚远，当前美国失业率为3.6%，明显低于CBO测算2022年自然失业率的4.4%。美国经济或可承受多次加息而不易陷入衰退。
- 2、**美国消费结构正在“再平衡”**。美国通胀结构正在向“需求因素”倾斜。随着美联储紧缩，过剩需求（尤其耐用品和购房需求）有望切实得到抑制。而服务消费对美联储加息相对不太敏感，且通胀降温亦可帮助修复前期因价格过高而受到压制的需求，美联储紧缩对经济增长的负面影响或可控。
- 3、**供给冲击年内有望趋于改善**。美国能源依赖度远低于上世纪“滞胀”时期水平，美国能源支出占GDP比重由10%以上下降至6%左右。2008-2014年美国页岩油革命后，美国石油产品处于“自给自足”状态。今年美国石油企业有望加速增产。美国供应链瓶颈有望于年内明显改善。
- 4、**美国财政退坡辅助缓和通胀**。2022财年，美国财政支出预算将环比减少1.2万亿美元。结构上，“雇员报酬”占美国居民总收入比重已回升至疫情前水平，美国消费需求或不会过度冷却。此外，财政刺激相较货币政策更容易退出，美国居民杠杆率并未显著攀升，金融风险更加可控。
- 5、**美国通胀预期保持相对稳定**。克利夫兰联储模型显示，2022年3月美国十年通胀预期仅为1.9%。密歇根居民一年通胀预期明显低于即期CPI通胀率。通胀预期（而非通胀本身）是居民对工资定价的核心因素，继而工资-通胀螺旋压力可控。稳定的通胀预期也赋予货币政策更大灵活性。
- 展望**2022年美联储加息幅度及影响：美国通胀走势或“前高后低”**：上半年通胀压力较大，但下半年随着货币和财政“双紧”效果显现、美国消费结构再平衡、供给冲击缓和等，美国通胀压力有望减弱。**美联储货币紧缩节奏可能“前快后慢”**：上半年可能合计加息100或125bp，但下半年若美国通胀压力缓和，美联储或适度放慢紧缩节奏。美联储或于5月开始缩表，“加息+缩表”组合拳效果有待观察，缩表与加息或存一定替代关系。**预计2022年美国联邦基金利率或升至2%左右，暂不会达到2.5%以上的限制性水平**。1994年以后，美联储也从未在一年内加息超过200bp。在本轮美联储快速加息的过程中，美债收益率曲线平坦化乃至倒挂风险、金融市场波动风险、及新兴市场面临的资本外流压力，均值得格外警惕。

2022年3月美联储启动加息周期，开启了与通胀的“赛跑”。美联储3月经济预测显示，2022年美国联邦利率预测中值为1.9%，但2023年和2024年利率预测中值达到2.8%，超过2.5%的长期利率水平。近期美联储官员密集“放鹰”，对单次加息50bp持开放态度，市场加息预期继续升温。截至4月11日，CME利率期货市场预计2022年美国联储大概率累计加息250bp左右（加息225bp、250bp和275bp的概率分别为16%、38%和33%）。

当前，美国经济与上世纪70-80年代“大滞胀”时期存在一定相似之处：货币宽松与通胀率飙升、实际经济增速高于潜在增速（继而面临下行压力）、地缘冲突引发国际油价飙升等。若美国经济陷入“滞胀”困局，美联储政策将在经济的“滞”与“胀”之间左右为难，最终可能需要加息至限制性水平，通过牺牲经济增长以换取通胀缓和。近期，市场比较担忧本轮美联储激进加息并引发美国经济衰退，由美债收益率曲线快速变平甚至短暂倒挂中便可窥见一斑。

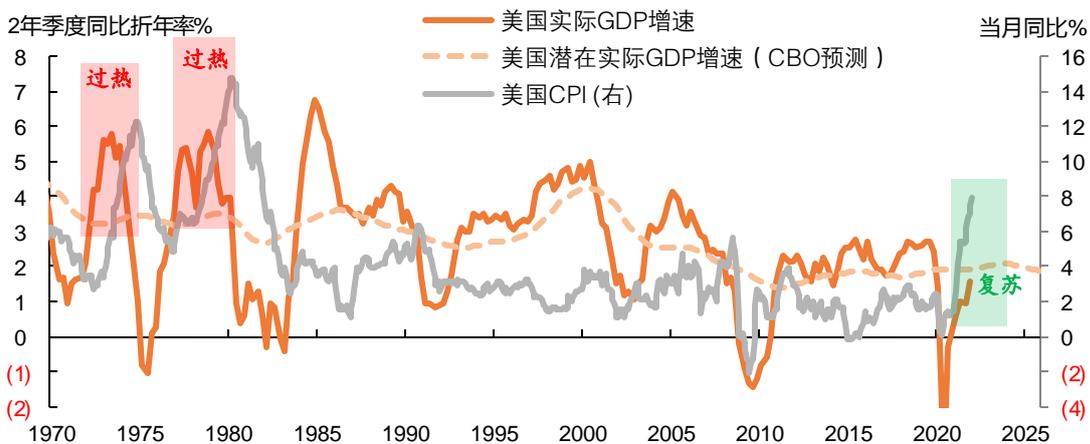
而我们认为，当前美国经济与“大滞胀”时代也存在重要区别：美国经济仍处于两年同比意义上的“复苏”阶段，能源对外依赖性更低，通胀预期更加稳定，“滞”与“胀”的压力可能均弱于当时。此外，新冠疫情冲击下的消费结构失衡、财政刺激下的居民收入过剩等问题，有望于年内改善。因此，今年即使美联储需要一定程度的“滞”以换取“胀”的缓和，但年内美国经济陷入衰退的风险相对有限。本篇报告具体给出五个方面理由。

理由一：美国经济复苏具备韧性

经济“过热”通常是“滞胀”的前奏：由于经济过热难以长期持续，面对货币紧缩和供给冲击时，经济增长陷入停滞乃至衰退的概率就会上升。但是，当前美国经济“过热”程度不及1970-80年代水平，且就业市场格外紧俏，美国经济或可承受一定程度的加息而不会过早陷入衰退。

美国经济仍处于两年同比意义上的“复苏”阶段。1970-80年代美国通胀率尚未走高时，美国经济一度“过热”（两年复合增速超过5%、高于当时3-4%的潜在增长水平），后来美联储加息加速了经济的下行，引致经济衰退。相比之下，本轮美国经济尚未完全抹平新冠疫情的冲击：虽然2021年美国实际GDP同比增长5.7%，但两年平均增速仅1%，4季度的两年复合增速为1.6%，均未达到2%左右的潜在增长水平。因此，美国经济仍处于疫后复苏阶段，美联储今年3月预测，2022年美国实际GDP增速仍可达2.8%。但美国经济谈不上“过热”，或许也就谈不上“重症当用猛药”后的突然折戟（当然，目前美联储的靶心是居高不下的通胀，后文我们会分析美国通胀动态）。

图1 与1970-80年代不同，当前美国经济两年同比增速尚未超过潜在增长水平

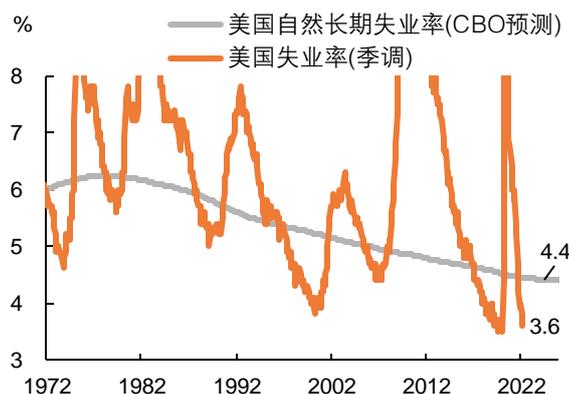


资料来源：Wind, 平安证券研究所

从美国就业市场看，当前美国经济离“滞”尚远，货币政策紧缩空间相对宽裕。2022年3月美国失业率为3.6%，明显低于

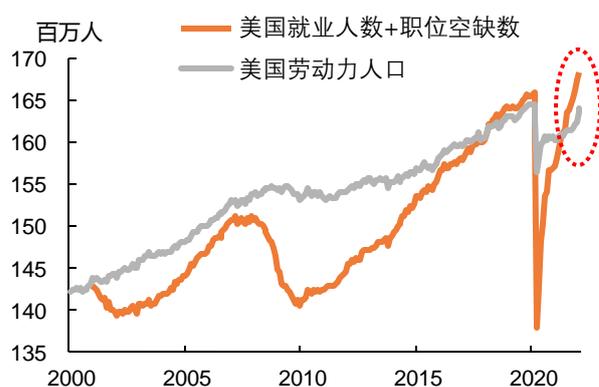
2022年美国自然失业率(CBO测算)的4.4%。而且,据鲍威尔3月21日最新发言,美国自然失业率可能临时性上升。本轮美国就业市场格外紧俏,劳动力供需矛盾显著,劳动力需求(就业人数+职位空缺数)已经快速修复并明显高于新冠疫情前水平,但劳动力供给尚无恢复至新冠疫情前水平。劳动力市场的强劲意味着美联储紧缩有较充足的空间。如鲍威尔3月21日发言所称,“今天的(美国)经济非常强劲,处于有利位置,可以适应更紧缩的货币政策”。美联储3月最新预测,2022年美国联邦基金利率预期中值为1.9%,但预计美国失业率将进一步降至3.5%。

图表2 当前美国失业率显著低于自然失业率



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 美国劳动力市场明显供不应求



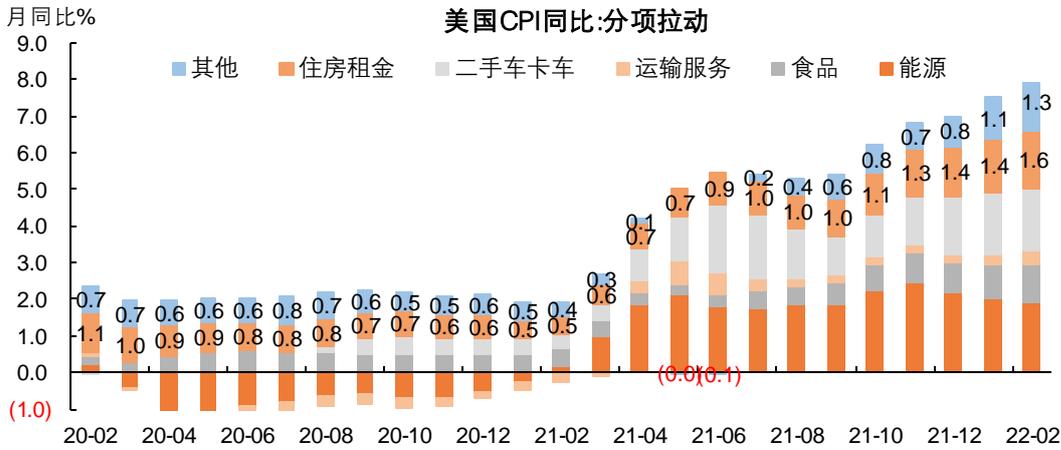
资料来源: Wind,平安证券研究所

理由二：美国消费结构正在“再平衡”

当前,美国通胀压力正在向需求端倾斜,而货币政策对于需求(尤其是耐用品消费和购房需求)引致的通货膨胀会更加有效。但服务消费对美联储加息相对不太敏感,且若通胀降温亦可帮助修复前期因价格过高而受到压制的需求,美联储紧缩对经济增长的负面影响或可控。

美国通胀结构正在更多向需求因素倾斜,货币政策可以调节需求、遏制通胀。2021年,美国通胀压力主要来源于“供给因素”,表现为能源(以及与之相关的运输服务)、二手车和卡车等价格上涨。2021年三季度以后,住房租金等与“需求因素”更加相关的分项对CPI的拉动持续上升。我们测算,在美国核心CPI中,“住房租金”以及除去“运输服务”和“二手车和卡车”分项的“其他”分项,对2022年2月美国核心CPI同比的拉动分别为1.6个和1.3个百分点,而2021年2月这两个数字仅分别为0.5和0.4个百分点、2020年2月为1.1个和0.7个百分点。这说明,“需求因素”对美国通胀的拉动已经恢复甚至高于新冠疫情前水平。进而,美联储通过货币政策紧缩来抑制需求、从而遏制通胀具备更强的可行性。

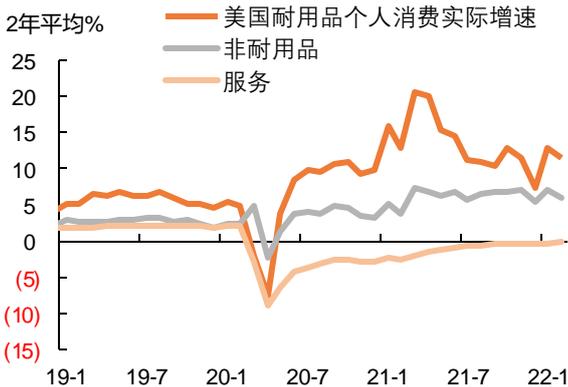
图表4 美国通胀结构正在更多向需求因素倾斜



资料来源: BLS, 平安证券研究所 (按2022年1月CPI分项权重测算)

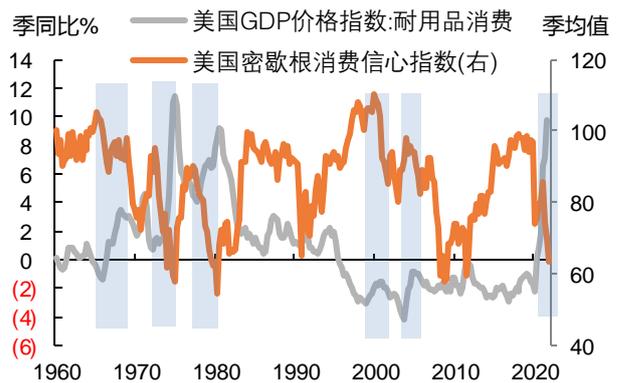
美联储紧缩或促进美国消费结构“再平衡”：耐用品转向服务。当前美国消费结构的特点是商品、尤其耐用品消费过旺，这或与新冠疫情下服务消费受限有关。2022年2月，美国个人消费实际支出中，耐用品消费两年平均增长高达11.5%，耐用品消费占比相比疫情前水平上升了约3个百分点。旺盛的耐用品消费需求加剧价格上涨压力，并挫伤居民消费信心。随着新冠疫情影响逐渐消退，今年美国耐用品消费增速大概率将向疫情前水平回落，服务消费有望继续回升。叠加考虑美联储紧缩的影响，参考1960-80年代美联储对抗通胀的时期，耐用品消费名义增速与美联储加息明显负相关（加息或同时抑制耐用品消费的量与价），而服务消费名义增速则“波澜不惊”。2021年四季度，美国耐用品消费价格同比高达9.8%，同期服务消费价格同比仅4.1%。据此判断，本轮美联储紧缩或将显著抑制耐用品消费需求，继而缓解耐用品价格上涨压力，但服务消费依然有望保持增长，“托底”美国经济增长。

图表5 新冠疫情以来美国商品消费过旺、服务消费受限



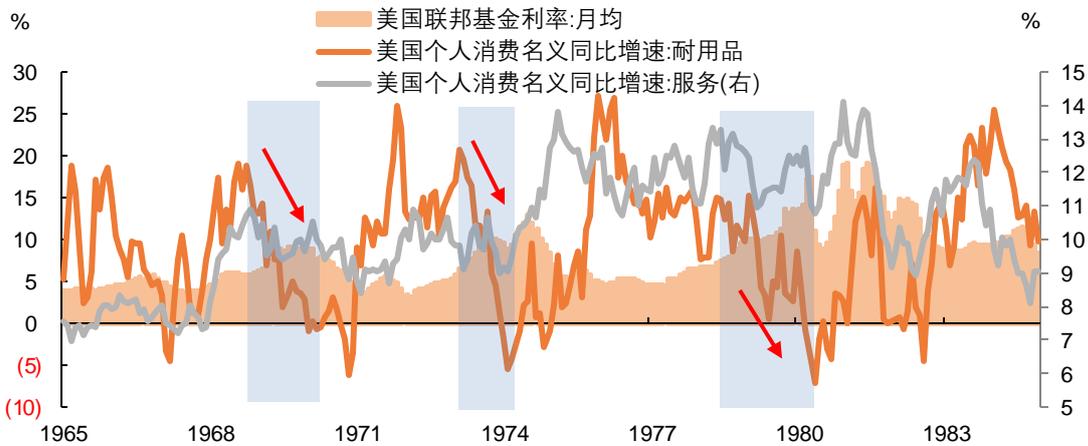
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国耐用品价格上涨挫伤消费信心



资料来源: Wind, 平安证券研究所

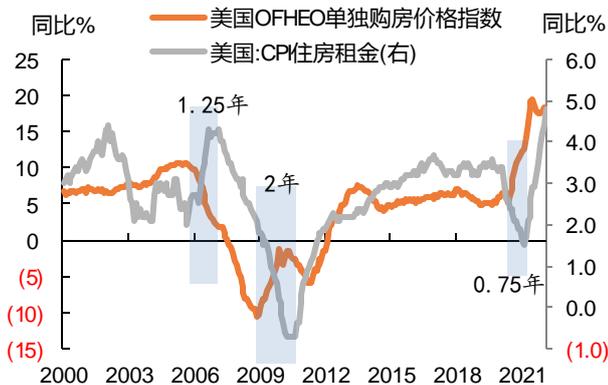
图7 美国耐用品消费对加息敏感，服务消费相对不敏感



资料来源: Wind,平安证券研究所

美国房价以及住房成本将随利率上升而降温。美国住房租金价格在CPI中占约三分之一，其对2022年2月美国CPI同比的拉动高达1.6个百分点。历史数据显示，住房租金与房价走势有明显的相关性（滞后1年左右）。本轮美国房价上涨起点在2020年5月左右，CPI住房租金同比上升起点在2021年2月，间隔9个月左右；2021年7月美国房价已触顶，继而我们预计，2022年2季度美国住房租金CPI同比见顶。同时，美国房价将随贷款利率上涨而进一步降温。本轮随着美联储加息预期不断升温，已在短时间内拉升了房贷利率。截至3月中旬，美国30年期抵押贷款利率已升破4%，并进一步逼近5%。往后看，本轮美联储还将通过缩表（尤其缩减MBS），进一步抬升贷款利率、抑制住房需求，为房价和房租降温。

图8 美国住房租金走势滞后房价1年左右



资料来源: Wind,平安证券研究所

图9 美国房价将随贷款利率上涨而进一步降温



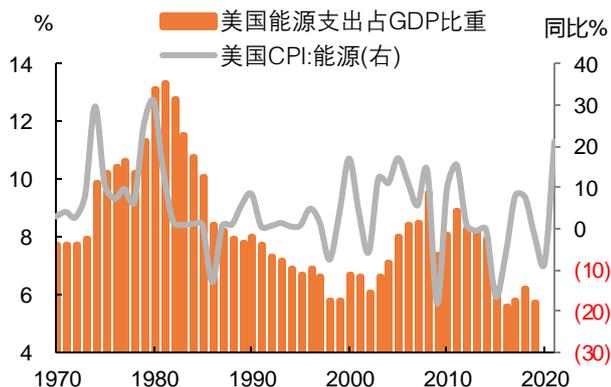
资料来源: Wind,平安证券研究所

理由三：供给冲击年内有望趋于改善

供给冲击带来的成本推动型通胀是上世纪“滞胀”的重要成因。当前，能源转型、供应链中断、地缘冲突等供给冲击仍在推升美国通胀。但我们认为，美国经济对能源的依赖性远不及上世纪，随着美国石油增产加快、供应链瓶颈改善等，成本推动型通胀压力有望趋于缓和。继而，美联储加息至限制性水平的必要性亦会相应降低。

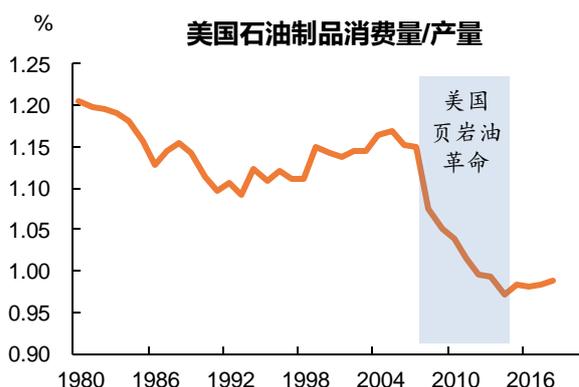
美国能源依赖度远低于上世纪“滞胀”时期水平。供给冲击与油价上涨，是上世纪 70-80 年代美国遭遇“滞胀”的一大原因。1973 年中东战争爆发、欧佩克暂停石油出口，导致国际油价急速上涨；1974 年美国能源 CPI 同比高达 30%。本轮新冠疫情叠加地缘冲突等供给冲击，也引发了国际油价持续上涨。2021 年下半年以来，美国能源 CPI 月同比高达 25-30%。但同样的能源价格上升幅度，其对当前美国经济带来的成本不及当时那般巨大。当前美国经济对能源的依赖性已经显著下降，其能源支出占 GDP 比重由上世纪 80 年代的 10% 以上，下降至 2016 年以来的 6% 左右。尤其是，2008-2014 年美国页岩油革命后，美国石油产品国内产量已经超过消费量，基本处于“自给自足”的状态。这意味着，美国面对全球能源供给冲击及其带来的通胀压力时，可以拥有相对稳定的“微生态”。

图表10 美国能源价格冲击或弱于上世纪“滞胀”时期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

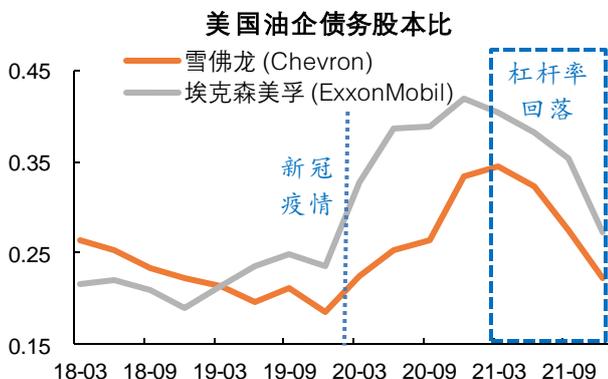
图表11 美国页岩油革命后石油产品产量高于消费量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

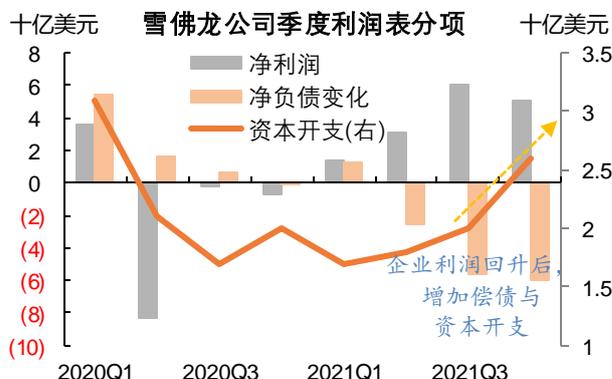
今年美国国内石油供给有望加速修复。美国石油供给取决于国内油企的供给能力。2020 年以来，美国油企投资增产动能不足，除了拜登新政下的能源转型压力外，债务压力也是明显束缚。2020 年一季度油价崩塌后，美国油企利润侵蚀、债务过快积累。此后虽然油价快速修复，但油企债务压力难解，其杠杆率持续攀升至 2020 年底。2021 年开始，随着美油价格高于 50 美元/桶，油企盈利才得到显著改善，企业杠杆率开始回落，2021 年末基本回到新冠疫情前水平。2022 年，美国油企投资增产节奏有望明显加速：一方面，美油价格高企于 100 美元/桶左右，企业利润积累加快；另一方面，债务压力或许不再束缚企业投资增产。以美国第一大油企雪佛龙公司为例，截至 2021Q4 其资本开支已经出现加速迹象。截至今年 4 月 8 日，美国原油钻机数为 546 部，同比增长了 62%，较疫情前水平已恢复了约 80%。根据历史经验，企业增加钻机至实际增产或需 4 个月左右。我们预计，2022 年下半年美国石油供给有望更加充足，美国能源通胀压力有望缓和。

图表12 新冠疫情后美国油企杠杆率跃升



资料来源: YCharts, 平安证券研究所

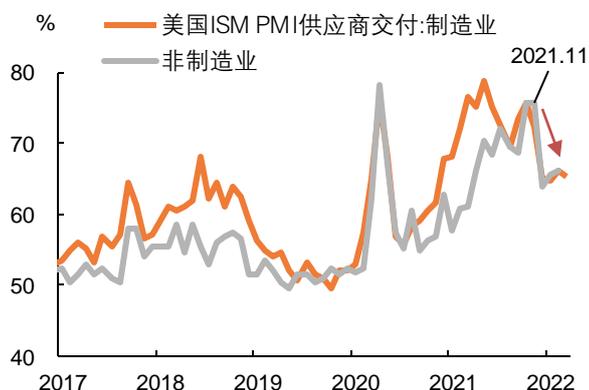
图表13 美国油企在利润回升后,开始逐步增加资本开支



资料来源: Chevron, 平安证券研究所

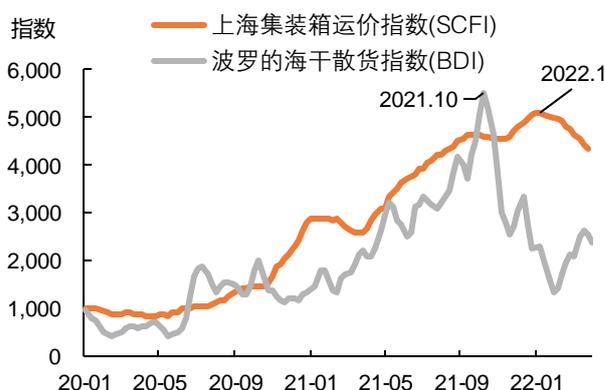
美国供应链瓶颈已度过“至暗时刻”。除能源涨价外，当前供给冲击也来自供应链瓶颈，包括缺乏运输设备及劳动力等。不过，各类数据显示，美国乃至国际供应链最紧张的时期或是2021年四季度，当前已经有所缓和。美国ISM制造业和非制造业PMI交付时长分项，2021年10-11月后已回落至2021年一季度水平。2022年3月，美国Markit制造业PMI超预期上升至58.5，虽然3月以来中国新冠疫情反弹或加剧部分美国制造商供应链压力，但美国及其他地区管控放松，使美国供应链压力整体趋于缓和。衡量国际航运价格的BDI和SCFI指数，已分别在2021年10月和2022年1月见顶。据3月22日美国供应链网站The Loadstar报道，近期美国港口堵塞有所缓解，在洛杉矶港和长滩港排队等待的船舶数量已由年初的100艘以上减少至50艘以下，且洛杉矶港平均等待时间仅3.1天。据亚特兰大联储今年2月的特别调查，大部分受访美国企业预计供应链问题（包括供应商延期、生产延期、运输延期等）将在未来6-12个月内缓解。因此，我们预计2022年下半年美国供应链问题有望明显改善，与之相关的通胀压力有望缓和。

图表14 美国供应商交付PMI指数已触顶回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 国际航运价格已触顶回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

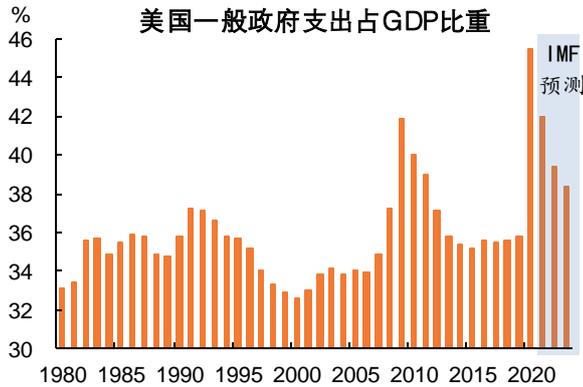
理由四：财政退坡辅助缓和通胀

新冠疫情以后，大规模财政刺激是美国高通胀的另一重要推手。2022年，美国财政支持的退出料将辅助缓和通胀，同时或能维持需求的相对稳定。原因在于，大部分针对居民的财政补贴是“一次性”的，美国家庭对财政刺激并不过度依赖。简单地说，这部分“免费的午餐”压根无需偿还，也就没有通常借贷过度后“去杠杆”带来的痛苦余波。

美国财政刺激在本轮逆周期调控中扮演了空前重要的角色。新冠疫情冲击下，美国政府动用了规模远超产出缺口的财政手段，直接补贴居民和企业。据IMF数据，2020年美国一般政府支出高达9.7万亿美元，比2019年增加1.8万亿，占GDP比重高达45%，预计2021年这一数字为42%，均高于2009年全球金融危机后的水平。财政补贴下，美国居民消费第一时间复原（甚至高于疫情前水平），而劳动力供给、商品和服务生产恢复滞后，加剧了供需矛盾与通胀压力。

今年美国财政退坡或能有效抑制通胀，同时维持需求稳定，且不易引发金融风险。从总量看，据2021年5月拜登政府提交的预算方案，2022财年（2021年10月至2022年10月）美国财政支出预算为6.0万亿美元，较2021财年下降1.2万亿美元，财政支出占GDP比重将大幅回落7.3个百分点。从结构看，美国居民收入中的“转移支付”占比已大幅回落，而“雇员报酬”占比已回升至新冠疫情前水平，此消彼涨下居民总收入增速基本回归常态，继而美国消费需求不会过快冷却。此外，本轮财政刺激并未导致美国居民杠杆率显著攀升。由于财政补贴直达美国居民口袋，居民无需大幅增加借贷、后续也无须偿还大量贷款，美国家庭对宽松的金融环境没有过度依赖，财政刺激可以相对“放心”退出。

图表16 本轮美国财政刺激力度空前



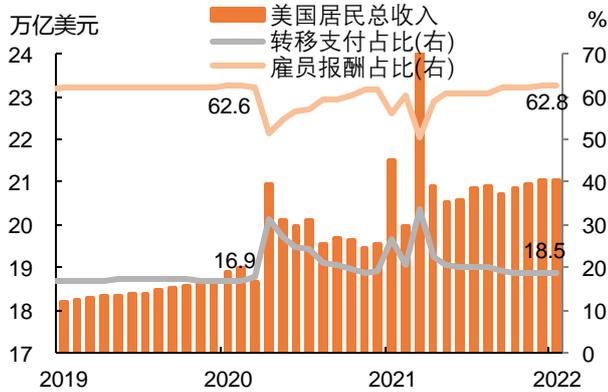
资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所

图表17 2022年美国财政支出同比将明显回落



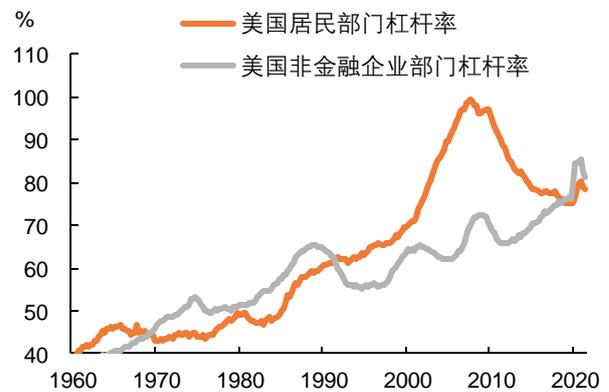
资料来源: Wind, CBO, 平安证券研究所

图表18 美国居民总收入基本恢复到疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 美国居民杠杆率并未显著攀升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

理由五：美国通胀预期相对稳定

通胀预期走高后的工资-通胀螺旋压力，也是1970-80年代“大滞胀”的成因之一。但我们发现，当前美国通胀预期保持相对稳定，长期通胀预期远低于上世纪末水平，赋予了美联储政策更大灵活性。

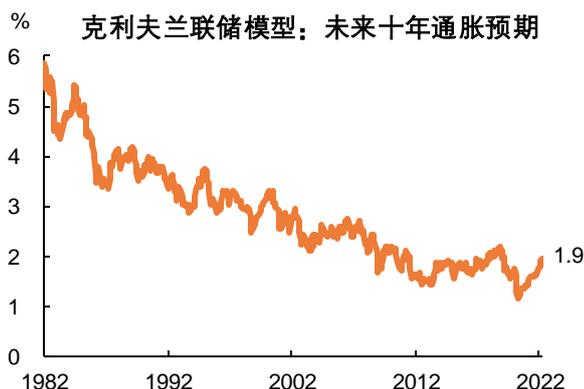
当前美国通胀预期呈现较强黏性。我们在前期报告《美国通胀与美联储下一步》中，详细梳理了美国居民、专家、企业、市场等多视角下的通胀预期水平，观察到美国通胀预期呈现黏性：长期通胀预期仍然锚定在2%附近，短期和中期通胀预期（三年以内）虽然高于2%、但明显低于即期通胀率。克利夫兰联储模型（基于市场数据和通胀调查的综合测算）显示，美国未来十年的通胀预期自2008年以来的波动区间为1.2-2.2%，2022年3月该数字为1.9%，仍保持在近十年的历史区间内。相对敏感的密歇根调查的居民对未来一年的通胀预期，近期虽升至5%左右，但明显低于8%左右的即期CPI通胀率。

通胀预期稳定或与人口结构、国际贸易等慢变量相关。尤其2008年全球金融危机以后，美国等发达经济体集体步入“三低经济”（低增长、低利率、低通胀）格局，背后或与美国人口结构变化（美国5-24岁年轻人占比下滑、65岁以上老年人口占比上升）、国际贸易发展（美国进口总额与GDP的比值显著提升）等慢变量相关。因此，美国各方对通胀的感知和判断或已发生根深蒂固的变化，通胀预期易降难升。往后看，美联储紧缩有望进一步稳定通胀预期。一方面，本轮美联储祭出“加息+缩表”组合，并且不断表达实现物价稳定目标的决心和信心。另一方面，美国居民通胀预期的拐点基本与即期CPI通胀率拐点同步，意味着如果美国通胀率回落，居民通胀预期也有望降温。

稳定的通胀预期可减弱工资-通胀螺旋压力。通胀预期的自我实现效应很大程度上源于工资-通胀螺旋：通胀预期上升、工人要求涨薪、企业成本抬升并传导至商品价格上涨、进一步加剧通胀压力。历史数据显示，1980和1990年代美国通胀率飙升时期，美国工资增速低于即期通胀率，而与密歇根居民通胀预期（未来一年）更加吻合。这说明，通胀预期（而非通胀本身）是居民对工资定价的核心因素。

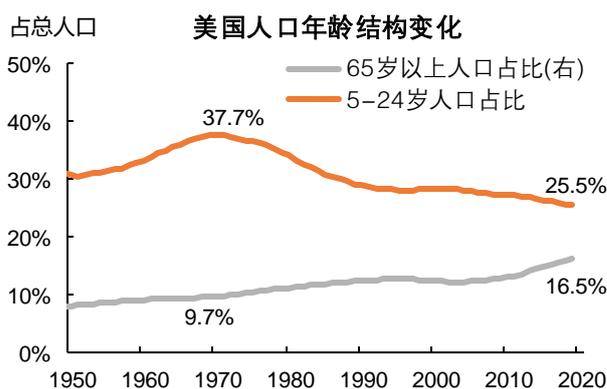
稳定的通胀预期也赋予了美联储政策更大灵活性。如果通胀预期“脱锚”的风险可控，那么美联储在货币政策的选择上或能更加“张弛有度”：不必“火力全开”地去抑制“脱缰”的通胀，且在美国经济下行压力加大之际，也可相机抉择放缓紧缩节奏，降低美国经济“硬着陆”的风险。

图表20 美国长期通胀预期仍稳定在合理区间



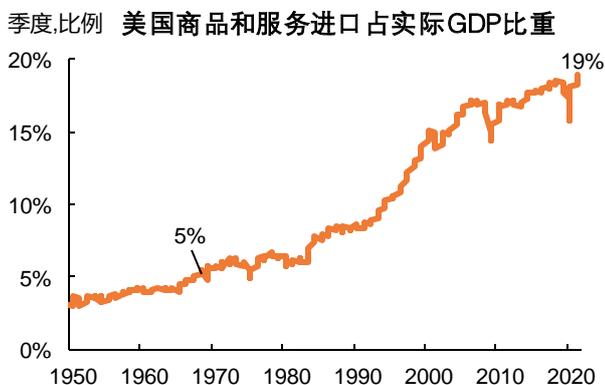
资料来源：克利夫兰联储,平安证券研究所

图表21 美国人口结构老龄化程度加深



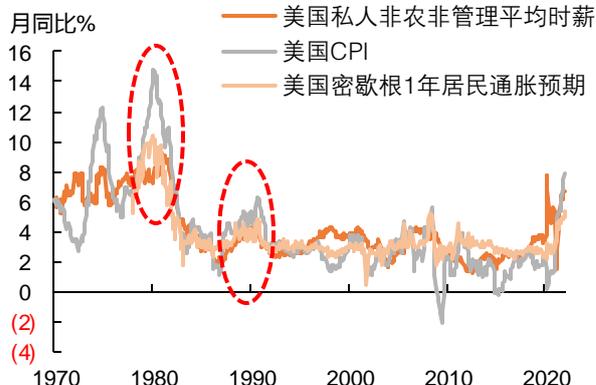
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表22 美国参与国际贸易的程度加深



资料来源：克利夫兰联储,平安证券研究所

图表23 美国薪资增速更与通胀预期相关



资料来源：Wind,平安证券研究所

总结而言，当前美国经济面临“滞胀”压力，美联储紧缩之路面临挑战，美国经济或需一定程度的降温以换取通胀的缓和。但我们认为，当前美国经济“滞胀”压力不及1970-80年代：一是，美国经济仍处疫后复苏阶段，尤其是美国就业市场“滞”尚有距离，美国经济或可承受多次加息而不会轻易陷入衰退。二是，耐用品和住房消费对美联储紧缩较敏感，而服务业需求更具韧性，本轮美联储紧缩对经济增长的负面影响或可控。三是，供给冲击对美国通胀的影响不必过忧，美国能源对外依赖性远不及上世纪70-80年代，供应链瓶颈或于年内缓和。四是，美国财政支持退坡将为通胀降温，同时维持需求大致稳定，且不易引发金融风险。五是，美国通胀预期保持相对稳定，工资-通胀螺旋压力可控，货币政策被赋予更大灵活性。

展望2022年美联储加息幅度及影响：我们认为，今年美国通胀走势或“前高后低”：上半年通胀压力较大，但下半年，随着货币和财政“双紧”效果显现，加上美国消费结构再平衡、供给冲击缓和等，美国通胀压力有望减弱。因此，美联储货币

紧缩节奏可能“前快后慢”：美联储上半年可能合计加息 100 或 125bp（即至少将于 5 月或 6 月的某一次会议加息 50bp）。但下半年，若美国通胀压力缓和，美联储自然会相机抉择地调整紧缩节奏。此外，美联储或于 5 月开始缩表，“加息+缩表”的组合拳效果有待观察，缩表与加息或存在一定替代关系。全年来看，预计 2022 年美国联邦基金利率或升至 2% 左右，暂不会达到 2.5% 以上的限制性水平。事实上，1994 年以后，美联储也从未在一年内加息超过 200bp。在本轮美联储快速加息的过程中，美债收益率曲线平坦化乃至倒挂风险、金融市场波动风险、及新兴市场面临的资本外流压力，均值得格外警惕。

风险提示：

- 1) 国际地缘冲突的持续性和影响或超预期，继而加剧美国“滞胀”压力。
- 2) 非美地区新冠疫情、气候变化等供给冲击，仍可能加剧国际大宗商品价格与供应链压力，加剧美国通胀压力。
- 3) 贸易全球化倒退、全球绿色能源转型等因素或长期性抬升美国通胀及通胀预期。
- 4) 美联储加息与缩表的具体路径仍有不确定性，货币政策紧缩的力度可能过强或过弱。
- 5) 美国金融市场对美国经济前景的悲观预期可能具有自我实现效应，如美债期限利差缩窄甚至倒挂，或加剧市场波动、带来经济通缩效应。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033