

海外宏观周报

“强非农”数据背后的风险

证券分析师

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

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

研究助理

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

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

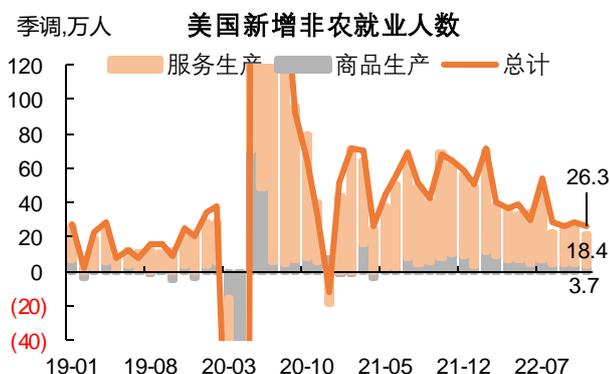
- **本周焦点简评：“强非农”数据背后的风险。**1、美国就业数据强劲，核心原因是劳动力供给不足而非需求过快增长。美国 11 月新增非农就业人数 26.3 万，超过预期的 20 万。今年 1-11 月，美国新增非农月均高达 39.2 万，是 2019 年均值（16.4 万）的 2.4 倍，凸显当下非农就业数据的强劲。美国 11 月失业率、劳动参与率和薪资增速等指标，均显示美国就业市场仍然紧俏。我们测算，当前美国劳动力供需缺口约 450 万人；美国劳动力人口较 2015-19 年趋势增长水平仍有 473 万人的缺口，美国劳动力需求基本符合趋势增长水平、并没有“过分”增长。2、**就业市场紧俏不利于美国通胀降温。**当前美国 3.7% 的失业率，明显低于美联储以及 CBO 预测的自然失业率（4-4.4%）。美国工资-通胀螺旋压力仍然较大：11 月美国非农平均时薪同比增长 5.1%，已经连续 17 个月超过 4%。3、**美联储紧缩仍然任重道远，但其引导市场的能力可能下降。**“强非农”反映出美联储对就业市场的调控能力有限。在劳动力供给严重不足的情况下，美国就业市场再平衡的过程，只能倚仗于劳动力需求的明显降温，这或意味着美联储需要“制造”一场经济衰退。然而，由于美联储 11 月会议提到加息对经济的“滞后影响”，此后多位官员暗示 12 月可能放缓加息，再加上本周鲍威尔讲话中提到不想过度收紧、以期避免深度衰退，近期市场主要沉浸在加息速率可能放缓的“喜悦”中。尽管美联储同时也提示，本轮终端利率可能更高、且高利率可能保持较长时间，但鉴于美国经济前景不明，市场对于类似的预期引导更多持保留看法。CME 数据显示市场对 12 月放缓加息至 50BP 更为确定，且终端利率加权平均预期不超过 5%。4、**未来一段时间，警惕“紧缩”和“衰退”的两大预期差，美国资本市场波动风险仍高。**
- **海外经济跟踪：**货币政策方面，美联储偏“鸽”，欧央行偏“鹰”。美国经济方面，房地产市场降温，PCE 通胀有所回落，制造业活动萎缩。欧洲经济方面，欧元区通胀增速有所缓和，制造业 PMI 终值低于预期。
- **全球资产表现：**股市方面，全球股市涨跌不一，中国 A 股、港股领涨，部分亚太股市回调。美股三大股指连续三周上涨；纳指、标普 500、道指整周分别涨 2.1%、1.1%和 0.2%。债市方面，美债收益率全线收跌，10 年期美债收益率跌 17BP 至 3.51%。10 年与 2 年期美债利率倒挂程度进一步加深至 77BP。商品方面，除部分农产品外，大宗商品价格多数收涨。布伦特和 WTI 油价整周分别涨 2.3%和 4.9%，分别收于 85.6 和 80.0 美元/桶。LME 铜和铝价整周分别涨 6.0%和 8.1%。外汇方面，非美货币普涨，美元指数整周跌 1.47%，收于 104.51，创 7 月以来最低水平。
- **风险提示：**地缘冲突发展超预期，全球经济下行压力超预期，海外货币政

一、 本周焦点简评：“强非农”数据背后的风险

2022年11月美国非农数据超预期走强，但本周鲍威尔讲话偏鸽，令市场加息预期并未显著升温。我们认为，当前美国就业数据强劲，更多体现了劳动力供给的不足、以及加息影响的滞后性，并非积极信号。就业市场紧俏不利于通胀降温，美联储紧缩仍任重道远；但经济前景不明，令市场对终端利率和衰退程度的判断更为谨慎。未来一段时间，需警惕“紧缩”和“衰退”两大预期差，美国市场波动风险仍高。

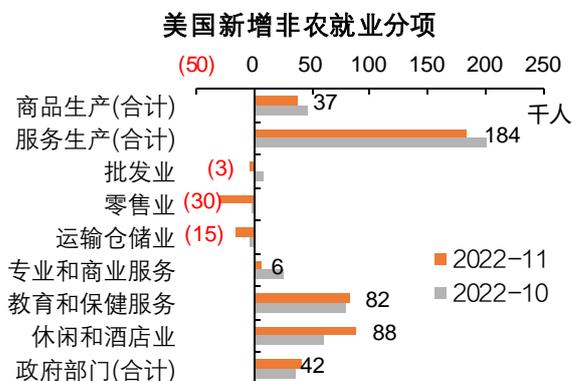
美国11月非农就业数据再超预期强劲。美国劳工局12月2日（周五）公布数据显示，美国11月新增非农就业人数26.3万，超过预期的20万，前值由26.1万上修至28.4万。今年1-11月，美国新增非农月均高达39.2万，是2019年均值（16.4万）的2.4倍，凸显当下非农就业数据的强劲。分行业看，11月商品（3.7万）和服务生产（18.4万）新增就业较10月均有小幅下降，政府部门（4.2万）就业有所上升。服务业中，休闲和酒店业（8.8万）、教育和保健服务等（8.2万）部分新增就业进一步上升，而批发（-0.3万）、零售（-3万）和运输仓储（-1.5万）等服务业新增就业下滑且为负增长。

图表1 美国11月新增非农水平仍远高于2019年



资料来源: Wind, 平安证券研究所

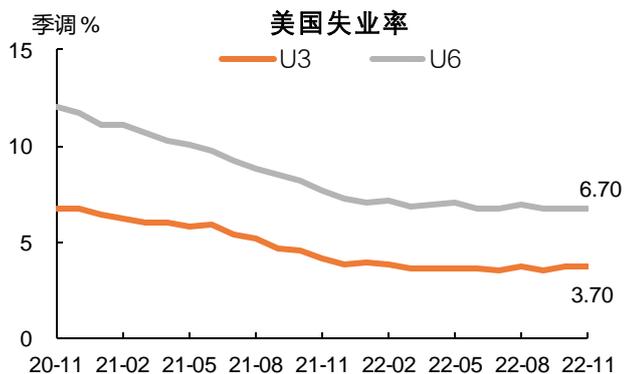
图表2 休闲和酒店、教育和保健服务等新增就业上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

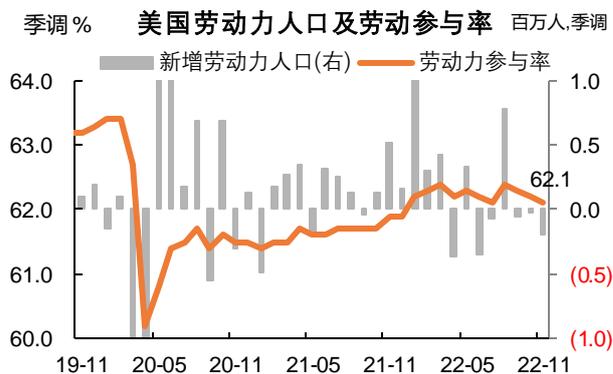
美国11月失业率、劳动参与率和薪资增速等指标，均显示美国就业市场仍然紧俏。美国11月U3失业率为3.7%，持平于前值，仍明显低于4.3-4.5%左右的“自然失业率”水平；11月U6失业率（失业人数涵盖从事暂时性工作人员）为6.7%，低于前值的6.8%。美国11月劳动参与率62.1%，较前值回落0.1个百分点，劳动力人数减少了18.6万人。美国11月私人非农平均时薪环比增长0.55%，至32.82美元，增速创近10个月新高，前值为0.46%；同比增长5.1%，超市场预期的4.6%，前值为5.6%；平均每周工时为34.4小时，环比下降0.1小时，为2020年4月以来最低、基本持平于2019年水平。

图表3 美国 11月失业率仍处于低位



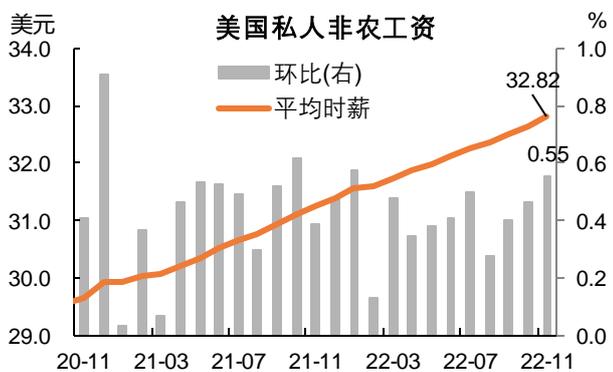
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国 11月劳动参与率下降、劳动力人口减少



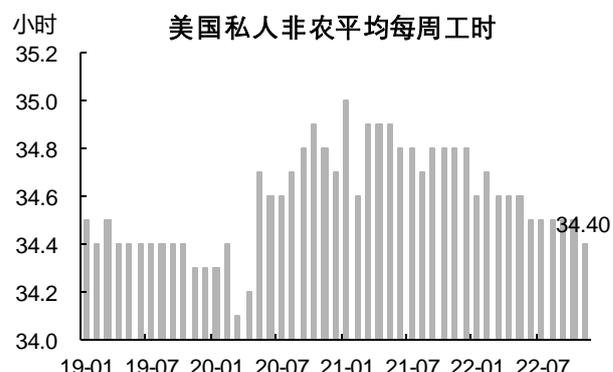
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国私人非农时薪增速创近 10 个月新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

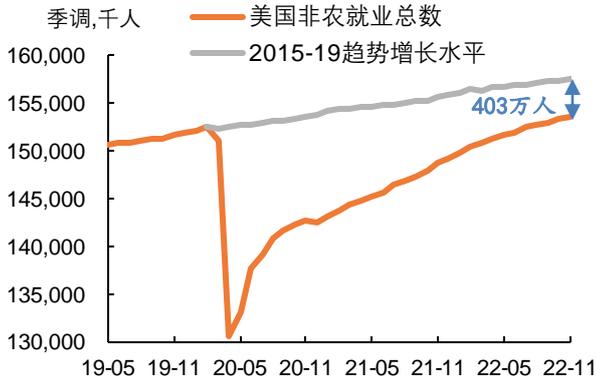
图表6 美国非农平均工时创 2020 年 4 月以来新低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

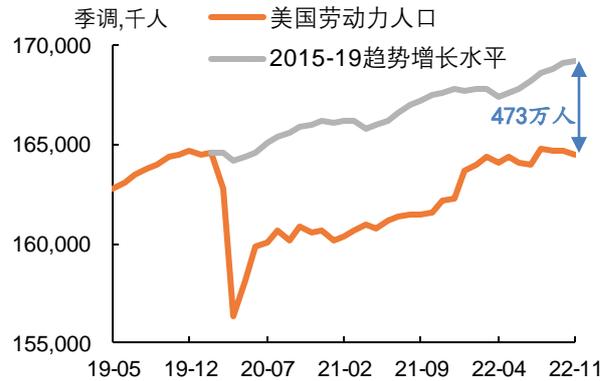
我们认为,当前美国新增非农较快增长和失业率偏低,核心原因是劳动力供给不足,而非需求过快增长。第一,截至 2022 年 11 月,美国非农就业总数较 2015-19 年趋势增长水平仍有 403 万人的缺口。非农就业总数低于趋势增长水平,使新增非农较快增长。第二,截至 11 月,美国劳动力人口较 2015-19 年趋势增长水平仍有 473 万人的缺口,可见劳动力基数缩水是美国非农就业总数偏低的直接原因。第三,截至 10 月,美国职位空缺数较 2015-19 年平均水平仍高出 397 万人,这一数字与非农就业缺口相当,说明美国劳动力需求基本符合趋势增长水平。换言之,劳动力需求并没有“过分”增长。第四,若将就业人数与职位空缺数之和作为“劳动力需求”、劳动力总人数作为“劳动力供给”,当前美国劳动力供需缺口约 450 万人,是 2000 年以来的最高水平。

图表7 美国非农就业总数低于疫情前趋势增长水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 美国劳动力人口低于疫情前趋势增长水平



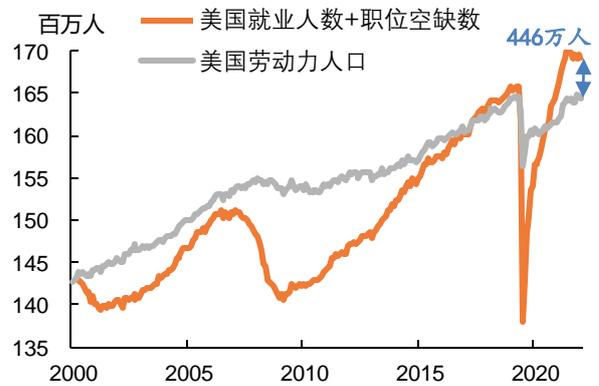
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 美国职位空缺数高于疫情前平均水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

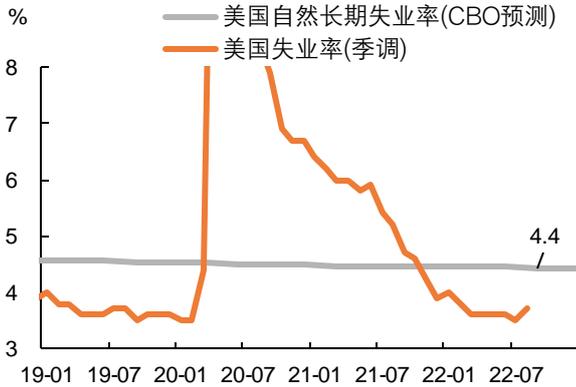
图表10 当前美国劳动力供需缺口约450万人



资料来源: Wind,平安证券研究所

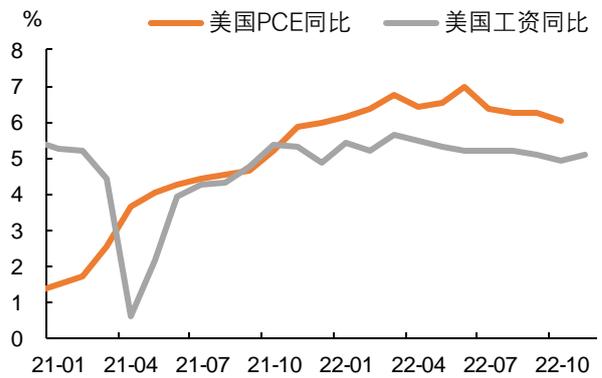
就业市场紧俏对工薪阶层是好事，却不利于美国通胀降温。当前美国 3.7% 的失业率，明显低于美联储 9 月最新预测的 2023 年失业率（4.4%）和长期失业率（4.0%），以及 CBO 预测的 2023 年自然失业率（4.4%）。而且，鲍威尔今年 5 月称，美国自然失业率可能阶段性升高至 5%。未来几个月，若就业市场维持紧俏，美国通胀压力很难明显降温。这是因为，美国工资-通胀螺旋压力仍然较大：11 月美国非农平均时薪同比增长 5.1%，已经连续 17 个月超过 4%。一方面，由于工资粘性，2021 年 11 月以来，非农平均时薪同比持续低于美国 PCE 物价同比，这意味着当前的薪资增速不具有较强的吸引力，劳动力市场再匹配的过程预计仍会偏慢。继而，即使美国物价同比增速已经开始回落，工资增速仍有上探风险，正如 11 月工资环比增速上升所示。另一方面，工资上涨压力又可能继续传导至企业成本端和消费市场物价端，阻碍美国通胀下行。

图表11 美国失业率明显低于自然失业率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

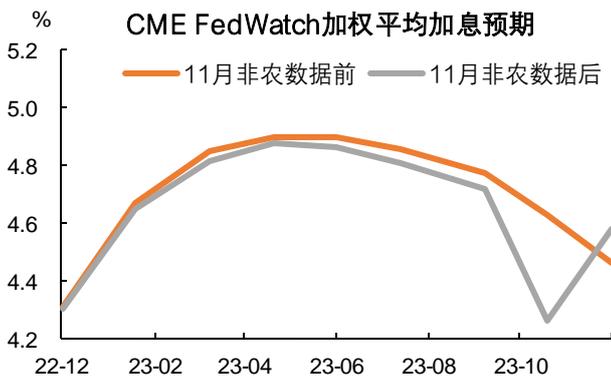
图表12 美国工资-通胀螺旋压力仍然较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

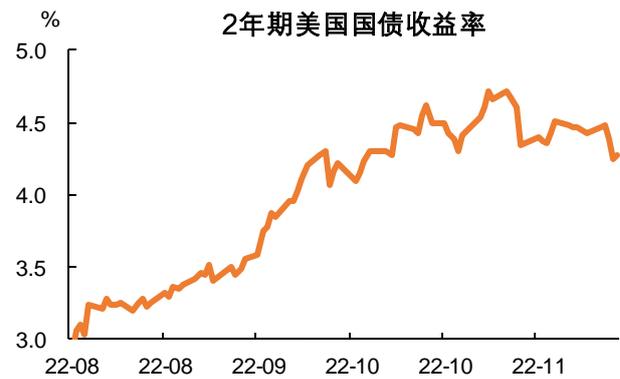
美联储紧缩仍然任重道远，其引导市场的能力可能下降。“强非农”数据反映出美联储对就业市场的调控能力有限。在劳动力供给严重不足的情况下，美国就业市场再平衡的过程，只能倚仗于劳动力需求的明显降温，这或意味着美联储需要“制造”一场经济衰退。然而，由于美联储11月会议提到加息对经济的“滞后影响”，此后多位官员暗示12月可能放缓加息，再加上本周鲍威尔讲话中提到不想过度收紧、以期避免深度衰退，近期市场主要沉浸在加息速率可能放缓的“喜悦”中。尽管美联储同时也提示，本轮终端利率可能更高、且高利率可能保持较长时间，但鉴于美国经济前景不明，市场对于类似的预期引导更多持保留看法。这也体现在，“强就业”数据发布后市场的加息预期并没有太大改变。CME数据显示，市场对12月放缓加息至50BP更为确定，且认为终端利率（加权平均预期）不超过5%。2年美债收益率在就业数据公布后仅反弹3BP、整周下降14BP至4.28%，也凸显了市场对终端利率的押注较为谨慎。

图表13 11月非农数据发布后，利率期货市场的加息预期反而降温



资料来源: CME, 平安证券研究所

图表14 近一周2年期美债利率下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

后续需警惕“紧缩”和“衰退”两大预期差，美国资本市场波动风险仍高。近一周，美国金融市场加息预期较快降温。10年美债利率整周跌17BP，至3.51%，实际利率更是大幅下跌28BP，至1.08%，创9月中旬以来新低。美股纳斯达克指数整周反弹2.1%。美元指数整周回落1.5%，跌破105，创今年7月以来新低。但是，超预期强劲的就就业数据反映出更高的通胀风险，且市场与美联储对于终端利率的看法产生分歧，或迫使美联储在未来几个月传递更鹰派的信号（如美联储可能于2023年2月进一步加息50BP）。在对于美国经济衰退的判断上，美股和美债市场分歧较大：近一周，10年与2年美债利率倒挂程度加深至77BP，体现美债市场对于美国经济前景的判断悲观；而近期美股市场整体回暖，更多反映出货币紧缩放

缓和对美国经济“软着陆”的信心。我们在报告《如何看待美国通胀降温》中已经提示，当前美股市场对美国经济衰退的计价或已不足；若美联储紧缩力度再超预期，美股投资者对上市公司盈利预期的重估幅度或需更大，继而带来较大的市场波动风险。

二、海外经济与政策跟踪

2.1 货币政策：美联储偏“鸽”，欧央行偏“鹰”

1、美联储或将放缓加息节奏。美国时间 11 月 30 日，美联储主席鲍威尔就美国经济前景和就业市场发表讲话，这也是他在 12 月议息会议前的最后一次公开讲话。他在讲话中称，当前美国通胀水平依然过高，因此需要进一步加息。但同时，当利率已经接近足以降低通胀的限制水平时，应当放缓加息步伐。“放缓加息步伐的时机可能最快在 12 月的议息会议上到来。”他强调，鉴于美联储在实施紧缩，抗击通胀方面取得的进展，放缓加息的时间点，远不如未来应达到的利率峰值以及维持在限制水平所需时长等问题重要。稳定物价是美联储的责任，可能需要在一段时间内将政策维持在限制经济发展的水平。历史经验警告，不能过早放松政策，美联储将坚持到实现目标。在鲍威尔发表讲话后，美债收益率盘中跳水，而美股盘中扭转跌势，三大股指均显著收涨。

我们认为，虽然鲍威尔在讲话中强调当前美国通胀水平仍然较高，还需进一步加息，但其同时暗示最快可能于 12 月放缓加息的步伐，并强调美联储不希望加息破坏经济，希望避免过度紧缩。总的来看，鲍威尔此次讲话整体释放的信号是偏鸽派的。但我们需要看到，“放缓加息步伐”并不等同与“转向”，加息幅度放缓但依然是加息，并不指向收紧政策的改变，货币政策短时间内并不会转向宽松。由于与 2% 的通胀目标尚有较远距离，当前虽然透露出加息力度下降的信号，12 月美联储加息 50BP 的概率上升，但为了实现通胀目标，未来的加息次数可能会高于市场预期。

2、美联储褐皮书：通胀和加息令美国经济承压，悲观情绪加剧。美国时间 11 月 30 日，美联储发布年内最后一次经济活动褐皮书。褐皮书显示，截至 11 月底，美国经济仅略有增长，企业报告称高通胀和不断上升的利率令他们对经济前景的看法蒙上了阴影。在经济活动方面，报告称：“美国五个地区报告了轻微或温和的活动增长，其余地区要么没有变化，要么出现轻微或温和的下降。”在通胀方面，报告称：“大多数地区的消费者价格指数均以温和或强劲的速度上涨。不过，总体而言，价格上涨的速度放缓了，反映出供应链改善和需求减弱的双重影响。”在就业方面，报告称美国多数地区就业温和增长，但其仍将就业市场描述为吃紧。

我们认为，在高通胀与大幅加息的双重压力下，美国企业对美国经济前景的悲观态度正不断加剧。美国 11 月制造业与服务业 PMI 均低于预期，落在荣枯线之下，也佐证了市场对美国经济衰退的担忧。鲍威尔同日讲话中虽透露出美联储将放缓加息节奏的信号，但高通胀无法回落，紧缩政策无法转向，市场信心在短期内也难以恢复，进一步加剧了美国经济前景的不确定性。

3、欧洲央行将进一步加息。11 月 28 日（周一），欧洲央行行长拉加德发表讲话称，即使经济走弱，欧洲央行也将进一步加息。只要有需要，欧洲央行将加息。如果物价压力持续，欧洲央行可能会加息至具有限制性的水平。她强调，“我们需要走多远，需要多快地行动，将取决于我们最新的展望、冲击的持续性、工资和通胀预期的反应，以及我们对政策立场传导的评估。”她承诺，欧洲央行致力于将通货膨胀率降至中期目标，决心为此采取必要的措施。“我们预计将利率进一步提高，以确保通胀及时回到 2% 的中期目标。”

我们认为，为遏制高通胀，在四个月的时间里，欧洲央行累计加息 200 个基点，创下有史以来最激进的货币紧缩，利率升至十多年来的最高水平。金融状况的加剧收紧使得在高度不确定性和全球需求疲软的当下，欧元区经济继续走弱的预期不断增强。欧洲央行虽然暗示对经济增长的担忧日益加剧，但拉加德讲话中透露出“即使经济走弱，也将进一步加息”的坚决打破了欧洲央行缩小加息规模的希望。欧元区 10 月调和 CPI 已达当月同比已达 10.6%，11 月继续保持在 10% 的高位水平，欧洲央行需拿出破釜沉舟的决心，否则将难以应对本轮通胀。

2.2 美国经济：房地产市场降温，通胀有所回落，制造业活动萎缩

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

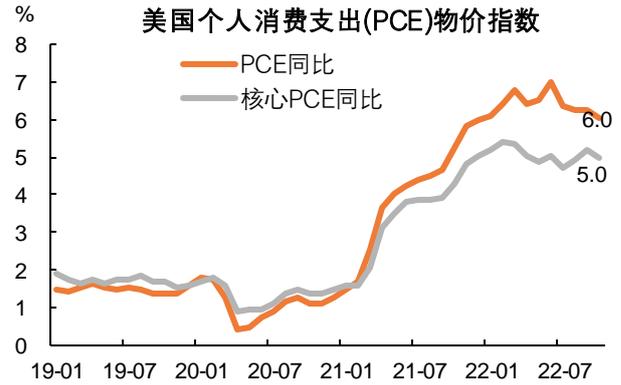
美国房价同比连续多月下跌，10月PCE通胀回落。11月29日，S&P/Case-Shiller全美房价指数数据公布，9月S&P/Case-Shiller全美房价指数（20个大中城市）同比涨幅达10.4%，低于市场预期10.5%和向下修正的前值13.1%。随着美联储不断加息，在高利率与弱需求的影响下，美国地产周期快速切换，从今年4月以来，该指数同比已连续下降5个月。截至9月，房价指数同比相比疫情后峰值21.3%下降10.9个百分点。本周四发布的美国10月PCE数据显示，整体PCE同比增速6%，与市场预期6%持平，低于前值6.3%。更为重要的核心CPE同比增长5%，与预期持平，但较9月的5.2%有所下降。鲍威尔周三讲话释放美联储加息放缓信号，周四美国PCE指数同比如预期下降，12月美联储加息50BP的概率进一步上升。

图表15 美国9月房价当月同比大幅下调



资料来源: Wind,平安证券研究所

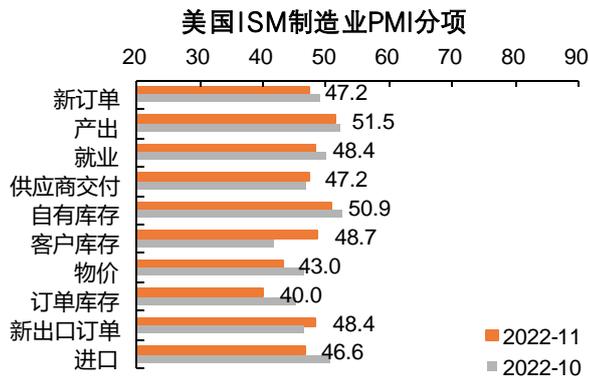
图表16 美国PCE同比如预期下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

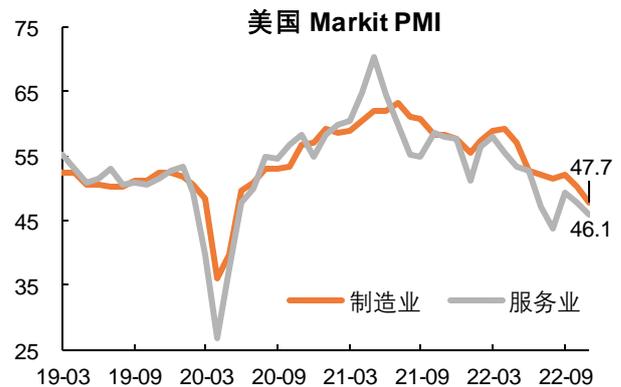
11月，美国制造业出现自2020年5月以来的首次萎缩。ISM制造业PMI为49，市场预期为49.8，前值为50.2。时隔两年，美国ISM制造业PMI再次跌回荣枯线以下，创2020年5月以来新低。分项来看，尽管新出口订单指数有所回升，但仍连续4个月处于荣枯线以下；新订单、就业、进口等项下滑明显，成为重要拖累项。从数据来看，美联储加息对经济的拖累愈发明显，消费和需求有所回落，经济衰退预期不断加强，或将对美联储后期加息部署造成扰动。与此同时，美国11月Markit制造业PMI终值也落于荣枯线之下，创2020年7月以来新低，从上月50.2降至本月47.7。

图表17 美国ISM制造业PMI分项指数多落在荣枯线以下



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表18 美国Markit制造业PMI创两年来新低



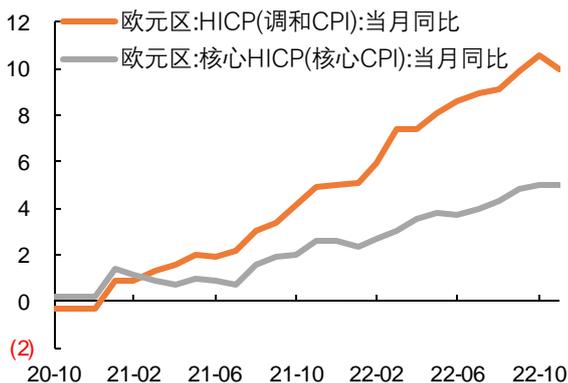
资料来源: Wind,平安证券研究所

2.2 欧洲经济：欧元区通胀增速有所缓和，制造业PMI终值低于预期

欧元区11月HICP同比上升10%，低于市场预期10.4%，相比前值10.6%有所回落。HICP环比初值为-0.1%，较10月份

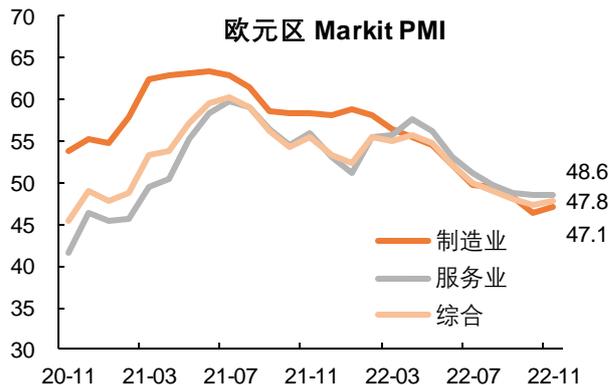
1.5%水平有较大幅度下降, 低于市场预期 0.2%。其中, 剔除能源、食品、烟酒的欧元区核心 HICP 同比初值上升 5%, 与前值和市场预期持平, 可知能源与食品价格上涨仍然是推升当月通胀水平的主要动力。随着能源项价格增速有所回落, 整体通胀水平也未创新高。11 月, 欧元区能源价格同比上涨 34.9%, 较 10 月份 41.5%有所下降。而食品项价格则在 11 月份录得 13.6%的同比涨幅, 较 10 月份 13.1%的水平继续走高。**欧元区 11 月制造业 PMI 终值为 47.1, 较上月终值 46.4 小幅回升, 但低于市场预期 47.3。**欧洲制造业 PMI 虽小幅回升, 但连续 5 个月落在荣枯线以下, 难掩衰退势头, 欧洲经济前景严峻。

图表 19 11 月欧元区 HICP 有所回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 20 11 月欧元区制造业 PMI 小幅回升但低于预期



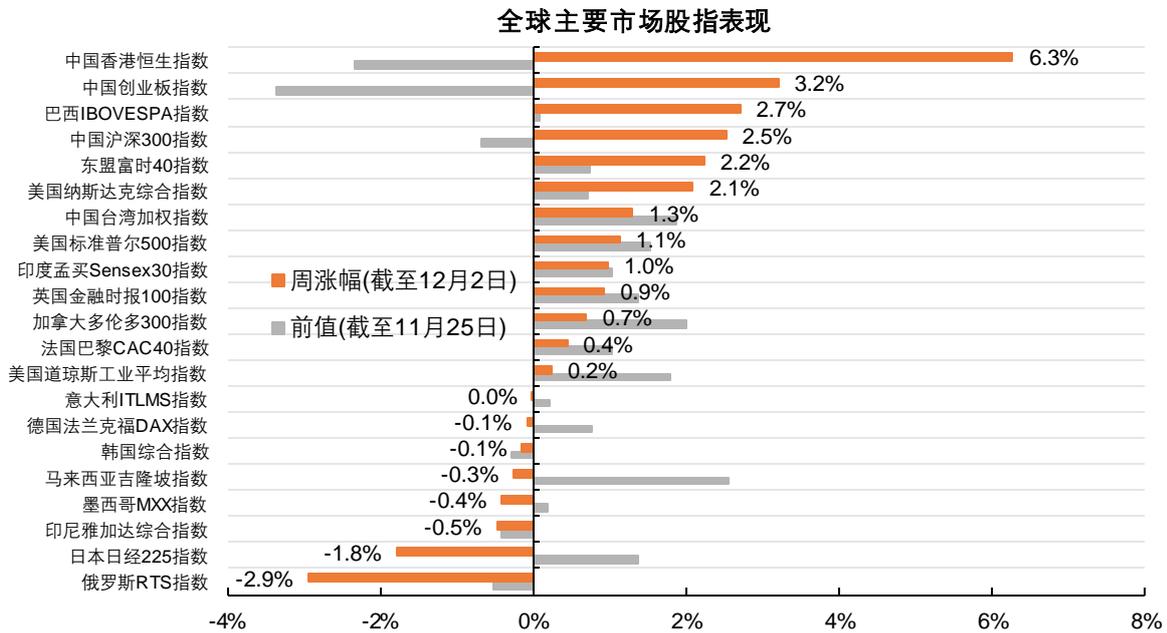
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市: 港股及 A 股领涨, 部分亚太股市回调

近一周(截至 12 月 2 日), 全球股市涨跌不一, 中国 A 股、港股领涨, 部分亚太股市回调。中国防疫政策优化、央行降准释放流动性、证监会宣布支持房地产平稳健康发展五项措施等政策利好, 提振市场表现。中国香港恒生指数、创业板指数及沪深 300 指数均结束上周跌势, 整周分别大涨 6.3%、3.2%和 2.5%。**美股方面**, 三大股指连续三周上涨: 纳指、标普 500、道指整周分别涨 2.1%、1.1%和 0.2%。周五美国 11 月非农就业数据公布后, 就业市场依然火热让市场愈发担心美联储的货币紧缩将持续更久, 主要美股指数全线低开; 但得益于鲍威尔周三发表被视为鸽派倾向的讲话, 美股跌势并未持续, 午盘转涨。**欧股方面**, 英国 FT100 指数整周涨 0.9%, 法国 CAC40 指数整周涨 0.4%, 意大利 ITLMS 指数与上周持平, 德国 DAX 指数整周跌 0.1%。**亚洲及新兴股市方面**, 巴西 IBOVESPA 指数整周上涨 2.7%, 日本及马来西亚股市回调, 整周跌 1.8%、0.3%, 俄罗斯 RTS 指数、韩国综合指数和印尼雅加达综合指数已连续三周下跌。

图表21 中国港股及A股领涨，部分亚太股市回调

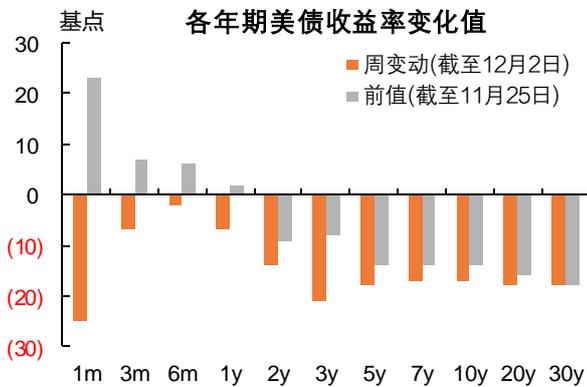


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 全球债市：美债收益率全线收跌，10年与2年期美债利率倒挂进一步加深

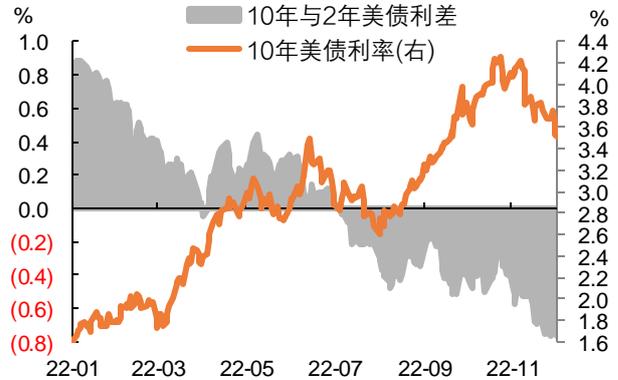
近一周(截至12月2日),在鲍威尔鸽派信号推动下,各期限美债收益率齐跌:短端美债中,1个月期美债收益率跌幅最大,整周跌25BP,中长端美债中,3年期美债收益率跌幅最大,达21BP。30年期和2年期美债收益率下跌至近两个月最低。10年期美债收益率跌17BP至3.51%,创十周新低;10年TIPS隐含通胀预期整周上升11BP至2.43%,实际利率回落28BP至1.08%。10年与2年期美债利率倒挂程度进一步加深至77BP,为自1982年以来最深的倒挂。由于欧元区11月通胀降幅超预期,支持欧央行放慢加息步伐,欧债收益率大幅齐跌。10年期德债收益率跌15BP至1.79%,10年期意债收益率跌9BP至3.77%。

图表22 美债收益率全线下跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 10年与2年美债利率倒挂进一步加深

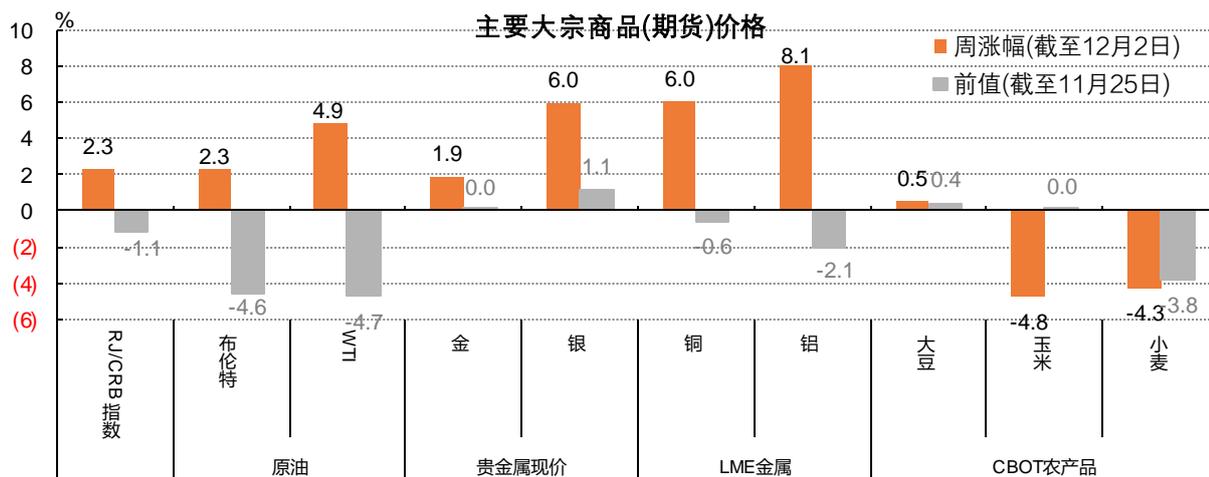


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3 大宗商品：除部分农产品外，大宗商品价格多数收涨

近一周（截至12月2日），RJ/CRB商品指数整周涨2.3%，除部分农产品外，其他大宗商品多数收涨。**能源方面**，布伦特和WTI油价整周分别涨2.3%和4.9%，分别收于85.6和80.0美元/桶。本周油价回涨得益于多方面因素：即将召开的OPEC+产油会议不排除继续减产的可能，需求前景改善、美元下跌和上周美国EIA原油库存降超1250万桶、创2019年6月以来单周最大降幅等因素，均支撑油价。**贵金属方面**，受美元大幅走低影响，伦敦金银现货价本周分别涨1.9%和6.0%。**金属方面**，LME铜和铝价整周分别涨6.0%和8.1%。**农产品方面**，CBOT大豆整周涨0.5%，玉米和小麦整周分别跌4.8%、4.3%。

图表24 除部分农产品外，大宗商品价格集体收涨

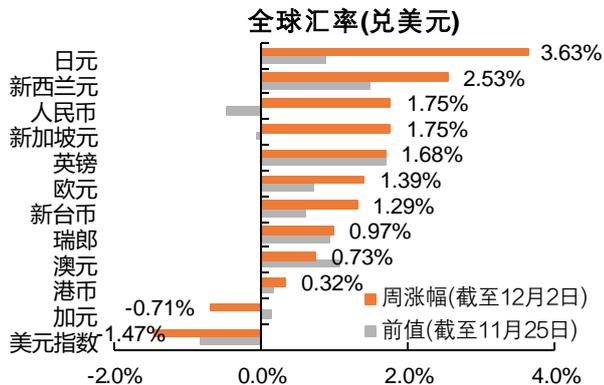


资料来源：Wind, 平安证券研究所

3.4 外汇市场：非美货币普涨，美元指数创7月以来新低

近一周（截至12月2日），美元指数整周跌1.47%，收于104.51，创7月以来最低水平。通胀降温和制造业数据不佳，加之鲍威尔释放美联储12月加息步伐可能放缓的鸽派信号，美元指数于12月1日跌破105关口，刷新自7月以来的盘中新低。欧洲央行行长拉加德本周一发表讲话称，即使经济走弱，欧洲央行也将进一步加息，欧洲货币汇率得到支撑。英镑、欧元兑美元整周分别涨1.68%、1.39%。防疫措施持续优化提振了金融市场对中国经济稳健发展的信心，在国内基本面向好的预期带动下，人民币韧性得到实质性增强，人民币对美元整周涨1.75%。近一周，除加元回调外，日元、新西兰元、新加坡币等非美货币兑美元汇率普遍上涨。

图表25 除加元外，非美货币普涨



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表26 美元指数创7月以来新低



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示: 地缘冲突发展超预期, 全球通胀压力超预期, 全球经济下行压力超预期, 海外货币政策走向超预期等。

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：

此报告旨为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