

## 美联储洞察系列（三）

## 抗通胀仍是主旋律——美联储 2023 年 3 月会议解读

## 证券分析师

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

范城恺 投资咨询资格编号  
S1060523010001  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



## 事项：

美国时间 2023 年 3 月 22 日，美联储公布 3 月 FOMC 会议声明，坚持加息 25BP。会议声明公布和媒体采访后，市场似乎交易“衰退”：美股三大股指均收跌 1.6% 左右；10 年美债收益率日内跌 13BP；美元指数最深跌至 102 附近。

## 平安观点：

- **会议声明：坚持加息 25BP，暗示接近加息尾声。**在经济和政策描述部分，3 月声明的主要改动是：1) 对就业增长的描述由“强劲”改为“有所加快且增速强劲”；2) 对通胀的描述由“有所缓解但仍高”改为“仍高”；3) 删除了有关“乌克兰战争”的表述；4) 新增有关美国银行体系的表述，认为美国银行体系强健，但近期事件会导致家庭和企业信贷环境收紧，拖累经济、就业和通胀；5) 加息表述由“未来持续加息是适当的”，改为“一些额外的政策巩固可能是适当的”，对未来加息态度有所软化，暗示本轮加息周期接近尾声。
- **经济预测：与去年 12 月预测变化不大。**经济预测传递三层信息：一是，对美国经济和通胀韧性保持观望；二是，不追求绝对通胀率快速回到 2%，当通胀略高于 2% 时仍会考虑降息；三是，对“降息”的判断更为保守（预计 2024 年降息幅度更小），与当前市场浓厚的降息预期形成鲜明对比。
- **鲍威尔讲话：信贷紧缩与货币紧缩同向，“软着陆”信心似乎下降。**首先，其解释了本次经济预测和去年 12 月相似，主要考虑到两方面因素相互抵消：一方面是近期数据强劲，紧缩必要性提升，另一方面也考虑到银行事件后信贷紧缩的影响。其次，其多次强调信贷紧缩和货币紧缩的作用是同向的（work in the same direction）。再次，倾向于认为硅谷银行事件是“独立事件”，不认为美国银行体系存在系统性缺陷。最后，其承认未来信贷紧缩的程度和持续时间有较大不确定性，所以对经济和利率预测的信心略显不足，对“软着陆”的信心似乎也在下降。
- **政策逻辑：抗通胀仍属主旋律。**美联储本次选择加息 25BP 是权衡通胀压力和金融风险的体现。后续美联储或将根据信贷紧缩的程度和持续时间，来相机决定加息的高度和持续时间。本轮银行危机似乎并未过多影响美联储抗击通胀的“主旋律”，市场不宜过度押注年内大幅降息的可能性。未来一段时间内：1) 10 年美债收益率波动中枢下移至 3.5%，再破 4% 难度较大；2) 美国银行业危机对美股的情绪影响告一段落，美股多空依然因素并存；3) 美元指数波动区间或保持在 100-105 左右。
- **风险提示：美欧银行业危机持续时间超预期，美欧货币政策超预期，美欧经济衰退风险超预期等。**

美联储 2023 年 3 月坚持加息 25BP。银行危机爆发背景下，美联储本次选择加息 25BP 是权衡通胀压力和金融风险的体现。我们认为，后续美联储或将根据信贷紧缩的程度和持续时间，来相机决定加息的高度和持续时间。本轮银行危机似乎并未过多影响美联储抗击通胀的“主旋律”，市场不宜过度押注年内大幅降息的可能性。

## 1. 会议声明：坚持加息 25BP，暗示接近加息尾声

美联储 2023 年 3 月议息会议声明，宣布上调联邦基金利率 25BP 至 4.75-5.00% 目标区间，基本符合市场预期。同时，为配合新的联邦基金利率区间，美联储同时上调了其他多个政策利率：1) 将存款准备金利率由 4.65% 上调至 4.9%；2) 将隔夜回购利率由 4.75% 上调至 5%；3) 将隔夜逆回购利率由 4.55% 上调至 4.8%；4) 将一级信贷利率由 4.75% 上调至 5%。缩表方面，美联储将维持原有计划，即每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。

图表1 美联储 2023 年 3 月议息会议声明：货币政策部分

2023 年 3 月美联储 FOMC 声明
<p>美联储已做出以下决定，以实施联邦公开市场委员会在 2023 年 3 月 22 日的声明中宣布的货币政策立场：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 美联储系统理事会一致投票决定将准备金余额支付的利率提高至 <b>4.9%</b>，自 2023 年 3 月 23 日起生效。</li> <li>■ 作为其政策决定的一部分，联邦公开市场委员会投票授权和指示纽约联邦储备银行的公开市场服务台，除非另有指示，否则根据以下国内政策在系统公开市场账户中执行交易指示： <ul style="list-style-type: none"> <li>■ "自 2023 年 3 月 23 日起，联邦公开市场委员会指示： <ul style="list-style-type: none"> <li>● 必要时进行公开市场操作，以将联邦基金利率维持在 <b>4-3/4 至 5%</b> 的目标范围内。</li> <li>● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 <b>5%</b>，总操作限额为 5000 亿美元；主席可酌情暂时增加总操作限额。</li> <li>● 以 <b>4.80%</b> 的发行利率和每天 1600 亿美元的每个交易对手限额进行隔夜逆回购协议操作；主席可酌情暂时提高每个交易对手的限额。</li> <li>● 在拍卖中展期美联储持有的每个日历月到期的美国国债的本金支付金额，只针对每月超过 600 亿美元的部分。赎回不超过此上限的国库券，以及在息票本金支付低于每月上限的情况下赎回国库券。</li> <li>● 将每个日历月收到的美联储持有的机构债务和机构 MBS 的本金支付金额再投资到机构 MBS，只针对每月超过 350 亿美元的部分。</li> <li>● 如果出于运营原因需要，允许适度偏离规定的再投资金额。</li> <li>● 必要时参与美元展期和息票掉期交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。。"</li> </ul> </li> <li>■ 在相关行动中，美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率提高 <b>1/4 个百分点至 5%</b>，自 2023 年 3 月 23 日起生效。</li> </ul> </li> </ul>

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

在经济和政策描述部分，美联储 2023 年 3 月声明与 2 月相比的主要改动是：1) 对就业增长的描述由“强劲”改为“有所加快、且增速强劲”。2) 对通胀的描述由“有所缓解但仍高”改为“仍高”。3) 删除了有关“乌克兰战争”的表述。4) 新增有关美国银行体系的表述，认为美国银行体系强健，但近期事件会导致家庭和企业的信贷环境收紧，并拖累经济活动、就业和通胀。5) 对加息的表述由“未来持续加息是适当的”改为“一些额外的政策巩固可能是适当的”，对未来加息的态度有所软化，可能暗示本轮加息周期接近尾声。

声明公布后，市场感受偏鸽派：美股三大股指涨幅扩大，10 年美债收益率小幅回落，美元指数变化不大。

图表2 美联储 2023 年 3 月议息会议声明：经济和政策描述部分

2023 年 3 月美联储 FOMC 声明（中文）	2023 年 3 月美联储 FOMC 声明（英文）
<ul style="list-style-type: none"> <li>最近的支出和生产指标温和增长。近几个月就业增长<b>有所上升、增速维持强劲</b>，失业率保持在较低水平。通货膨胀有所缓解但仍然很高。</li> <li><del>俄罗斯对乌克兰的战争正在造成巨大的人类和经济困难，并增加全球不确定性。</del></li> <li><b>美国的银行体系是健全和有弹性的。最近的事态发展可能会导致家庭和企业的信贷环境收紧，并拖累经济活动、就业和通胀。这些影响的程度尚不确定性。</b></li> <li>该委员会的目标是在较长时期内以 2% 的增长率实现最大的就业率和通货膨胀率。为支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高至 4.75-5%。<b>委员会将不断提高目标幅度将密切监测收到的信息，并评估对货币政策的影响。委员会预计，一些额外的政策巩固可能是适当的，目标范围的持续增加将是适当的，</b>以实现货币政策的立场，使其具有足够的限制性，使通货膨胀率随着时间的推移回到 2%。在确定目标利率范围今后增加的程度时，委员会将考虑到货币政策的累积紧缩、货币政策对经济活动和通货膨胀的滞后影响、以及经济和金融发展。此外，委员会将继续减少其持有的国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券，按照此前公布的计划。委员会坚定地致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have been <del>robust</del> <b>picked up</b> in recent months, <b>and are running at a robust pace</b>; the unemployment rate has remained low. Inflation has <del>eased somewhat but</del> remains elevated.</li> <li><del>Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship and is contributing to elevated global uncertainty.</del></li> <li><b>The U.S. banking system is sound and resilient. Recent developments are likely to result in tighter credit conditions for households and businesses and to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects is uncertain.</b></li> <li>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to <del>4-3/4</del> <b>to 5 percent.</b></li> <li>The Committee <del>anticipates that ongoing increases in the target range will</del> <b>will closely monitor incoming information and assess the implications for monetary policy. The Committee anticipates that some additional policy firming may be appropriate</b> in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the extent of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</li> </ul>

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

## 2. 经济预测：与去年 12 月预测变化不大

美联储 2023 年 3 月发布的经济预测（SEP），与 2022 年 12 月预测相比变化不大。整体上传递出三层信息：一是，对美国经济和通胀韧性保持观望；二是，不追求绝对通胀率快速回到 2%，以及当通胀略高于 2% 时仍会考虑降息；三是，对“降息”的判断更为保守（预计 2024 年降息幅度更小），与市场浓厚的降息预期形成鲜明对比。

1) 经济增长方面，小幅下调 2023 年实际 GDP 增速 0.1 个百分点至 0.4%，但较明显地下调了 2024 年实际 GDP 增速 0.4 个百分点至 1.2%。同时，维持长期经济增速预期 1.8% 不变。

- 2) 就业方面, 小幅下调 2023 年失业率预测 0.1 个百分点至 4.5%, 认为 2024 和 2025 年的失业率维持在 4.6%、明显高于 4.0% 的长期失业率水平。
- 3) 通胀方面, 上调 2023 年 PCE 同比增速预测 0.2 个百分点至 3.3%, 上调同期核心 PCE 同比增速 0.1 个百分点至 3.6%; 预计 2024 和 2025 年 PCE 和核心 PCE 同比分别回落至 2.5% 和 2.1% 左右, 与上一次预期基本一致。

图表3 2022年12月美联储经济预测

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.8	3.5	2.5	2.1	
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

资料来源: 美联储 (2022.12.14), 平安证券研究所

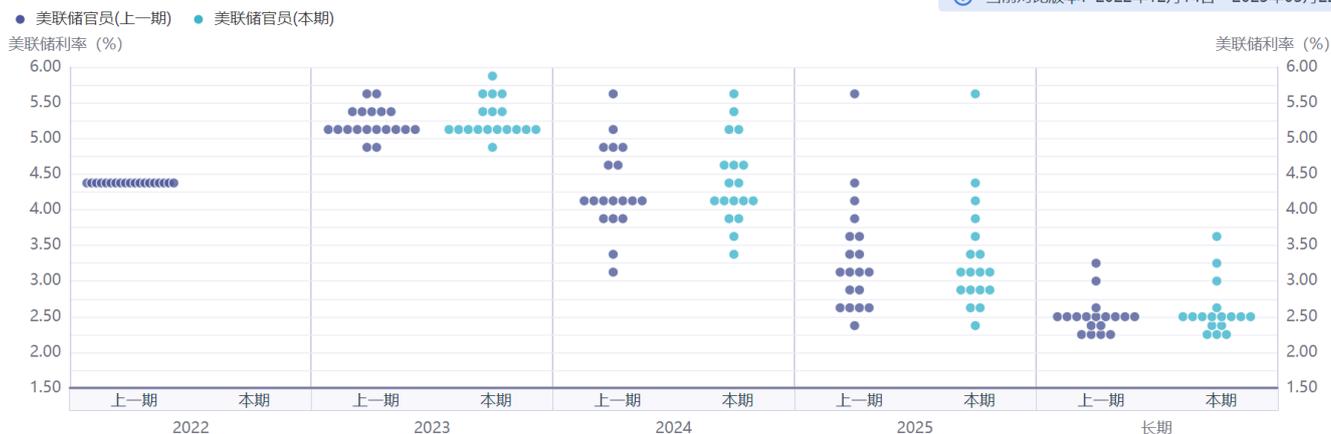
图表4 2023年3月美联储经济预测

Variable	Median <sup>1</sup>			
	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.6	2.6	2.1	
December projection	3.5	2.5	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5

资料来源: 美联储 (2023.3.22), 平安证券研究所

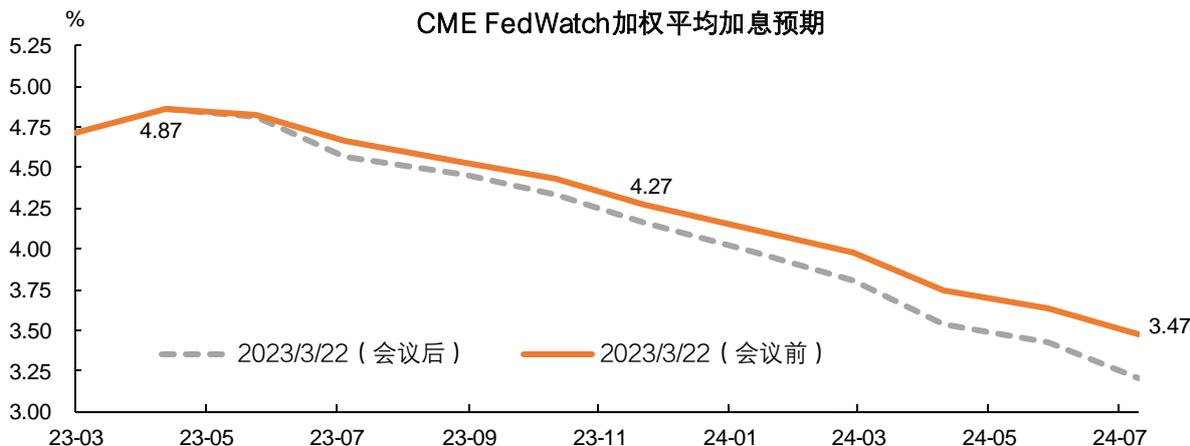
4) 利率与点阵图方面, 委员们对未来的利率预期并不弱于去年 12 月预测。与 12 月预测相比, 委员们对 2023 年末的利率预期中值维持 5.1%, 但点阵图显示或有 5 位官员上调了利率预期; 对 2024 年的利率预期中值上升了 0.2 个百分点至 4.3%, 对 2025 年利率预期中值维持 3.1%, 尽管点阵图显示委员们对明年和后年的利率水平仍有很大分歧。对比会议前 CME 利率期货预期, 市场预计 2023 年末利率下降至 4.25% 左右, 2024 年下半年便会下降至 3.5% 以下。

图表5 美联储点阵图: 2023年3月与2022年12月比较



资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

图表6 CME 利率预期：市场押注 2023 年下半年开始降息



资料来源: CME FedWatch, 平安证券研究所

### 3. 鲍威尔讲话：信贷紧缩与货币紧缩同向，“软着陆”信心似乎在下降

美联储主席鲍威尔在声明发布半小时后发表讲话并接受采访。首先，其解释了本次经济预测和去年 12 月相似，主要考虑到两方面因素相互抵消：一方面是近期数据强劲、紧缩的必要性提升，另一方面也考虑到银行事件后信贷紧缩（credit tightening）的影响。其次，其多次强调信贷紧缩和货币紧缩的作用是同向的（work in the same direction）。再次，倾向于认为硅谷银行事件是“独立事件”，不认为美国银行体系存在系统性缺陷。最后，承认未来信贷紧缩的程度和持续时间有较大不确定性，所以对美国经济和利率预测的信心略显不足，其对“软着陆”的信心似乎也在下降。

**鲍威尔讲话后，市场似乎交易“衰退”：**美股三大股指由涨转跌，最终均收跌 1.6% 左右；10 年美债收益率进一步回落，最终收于 3.44%、日内跌 13BP；美元指数突然跳水，最深跌至 102 附近，创 2 月初以来新低；金价则突然跃升，日内涨 1.5%。

具体来看：

- 1) **关于硅谷银行事件。**本次记者会几乎一半的问题均围绕美国银行业危机。总的来看，鲍威尔对于美国银行体系的韧性表现出较强信心：其强调银行存款是安全的，认为硅谷银行暴雷的主要原因是自身的经营行为（包括存款来源单一、对长期国债等资产过度暴露等），最后强调了该事件不能说明美国银行业存在缺陷（weakness）。此外，很多记者询问有关硅谷银行调查的进展（美联储 3 月 13 日宣布负责监管的副主席 Michael S. Barr 正在领导对硅谷银行的监管审查，审查结果将于 5 月 1 日前公布），鲍威尔目前拒绝透露调查进展，直言不愿意在调查结果公布前向公众表达其个人的看法。
- 2) **关于经济增长。**首先，鲍威尔称近期美国经济数据比预期的更强，但银行信贷条件也将更紧，因此最新的经济预测考虑到了上述因素的相互抵消。但整体而言，为了实现物价稳定，经济增长需要在未来一段时间低于长期趋势（below trend）。其次，鲍威尔提到经济衰退通常是非线性的，因此未来经济走势存在不确定性。再次，当被问及“软着陆”还能否实现时，鲍威尔的表达更显犹豫，其称路径是存在的，但现在做出判断可能过早（too early to say）。
- 3) **关于通胀。**有记者问，上次会议您曾 9 次提到“反通胀”（disinflationary）的进展，目前反通胀仍在继续吗？鲍威尔首先幽默地纠正“是 12 次”，之后他仍认为反通胀进展在继续。其认为 PCE 中 44% 的部分正在降温，不过剩余 56% 的部分（主要是非住房服务价格）没有太多进展，所以未来还需要需求进一步软化。
- 4) **关于利率。**总的来看，鲍威尔仍然认为利率决策应保持灵活，仍遵循数据依赖原则。有记者问，当前选择继续加息会不会放大金融风险。鲍威尔强调，本次加息决策主要基于宏观指标，对金融稳定并未展露出过度担忧。有记者问，点阵图预计年内仍会维持终端利率不变，这和市场降息预期有很大出入，是市场错了吗？鲍威尔称，点阵图展现的是委员们当下的基准预测，但银行危机事件很临时（so recent），因此未来还存在很多不确定性。有记者问，如果到年中发现通胀仍然顽固，美联储会不会选择停止加息来等待通胀回落。鲍威尔较为坚决地回答 No！

- 5) **关于缩表和扩表。**关于美联储在硅谷银行事件后一周内扩表约 3000 亿美元，鲍威尔强调此“扩表”和量化宽松 (QE) 有很大区别：QE 的目标是增大国债需求、压低利率，但近期的扩表（以贴现窗口为主）并没有此含义。有记者问，美联储是否考虑改变目前的缩表路径？鲍威尔称，本次会议没有对此进行讨论。
- 6) **关于金融市场条件。**有记者问，如何看待当前的金融条件？鲍威尔称，目前的金融条件倾向于收紧，且收紧幅度或比传统的衡量指标展现出的情况更大，因为传统指标主要基于利率，没有考虑信用紧缩的影响。

#### 4. 政策逻辑：抗通胀仍是主旋律

美联储本次选择加息 25BP 已是权衡通胀压力和金融风险的体现。一方面，2023 年以来的美国经济数据整体强于预期，美联储抗击通胀的紧迫性上升，原本加息 50BP 一度也是可选项，只是在硅谷银行事件后退出可选项。另一方面，硅谷银行事件后，美联储加息行动势必需要考虑金融稳定目标，同时也需考虑信贷紧缩会增大经济下行压力，因此选择维持 25BP 的加息幅度。至于为何不选择暂停加息，正如我们近日报告所述，美联储坚持按照既定路径加息，可以释放出“一切在掌握之中”的信号，这对于稳定市场预期、阻遏风险发散是非常重要的（参考报告《美欧银行业危机何时了？》）。美联储前副主席 Richard Clarida 此前也建议，若美联储暂停加息，市场可能会怀疑是不是美联储知道一些“我们不知道的真相”，引发市场恐慌。

往后看，我们认为银行危机“最坏时期”已过，“抗通胀”仍是美联储的主旋律。可从三个方面理解“金融稳定”与“通胀风险”的关系：

一是，轻重缓急不同。短期来看，“金融稳定”的重要性阶段性超过“物价稳定”，美联储通过选择维持小幅加息（而不是加快加息），以及适当扩表并默许市场利率有所回落，尽快完成“金融稳定”的棘手任务。待风险缓释后，美联储完全可以再投入到“抗通胀”的中期任务中去。

二是，工具选择不同。美联储可以通过结构性工具遏制金融风险（如设立 BTFP、扩大贴现窗口、未来可能选择扩大抵押品接受范围等），但在总量性政策上坚持加息，无需放弃遏制通胀的目标。

三是，银行危机事实上能“歪打正着”抗通胀。银行危机并非好事，但其会带来通缩效应（disinflationary effect）。正如本次记者会鲍威尔不断强调的，信贷紧缩的影响恰恰符合“我们正在做的事情”。某种程度上，在银行体系已大致稳定的前提下，信贷紧缩是需求降温的必要条件，甚至可以说是美联储“乐见”的。

往后看，美联储可能根据信贷紧缩的程度和持续时间，来相机决定加息的高度和持续时间。本轮银行危机似乎并未过多影响美联储抗击通胀的“主旋律”，市场不宜过度押注年内大幅降息的可能性。

#### 5. 市场展望：美债利率和美元指数小幅下移

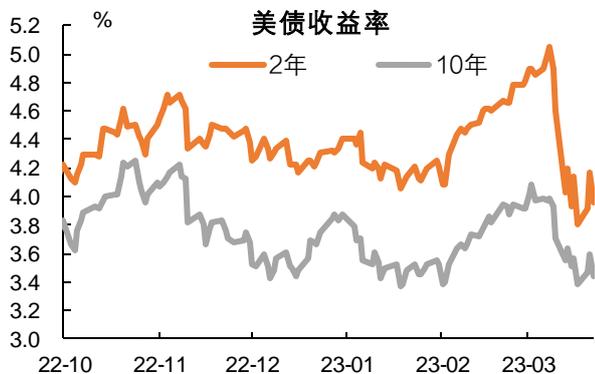
10 年美债收益率波动中枢下移至 3.5%，未来再度破 4% 难度大。短期来看，硅谷银行事件后，“加快加息”预期已被打破；中期来看，银行危机后，美国中小银行信贷紧缩将冲击实体经济，美国经济衰退风险进一步上升。不过，下半年会否降息、降息几次仍有待观察。我们倾向于认为，下半年美联储将坚持数据依赖的一贯做法，当然其未必会像目前美联储点阵图表现的那样坚决，也可能不会像 CME 市场预期的大幅降息。

美国银行业危机对美股的情绪影响告一段落，多空因素依然并存。首先，大部分危机导火索已被“浇灭”，我们判断美国银行体系整体稳健，系统性风险应可控。这也解释了，硅谷银行倒闭以来，道琼斯银行指数大幅下跌，但标普 500 指数反而温和和上涨。尤其在美国财政叶伦表态更多支持政策在路上后，美国中小银行股票大涨，就是市场恐慌情绪告一段落的体现。其次，从 50 日超买超卖指标看，标普 500 指数已经脱离“超卖”区间。未来一段时间，美股多空因素并存：压力来自对信贷紧缩和经济衰退的担忧（盈利端），机遇来自美联储加息或受制约、美债上行动能减弱（估值端）。

美元指数波动区间或将保持在 100-105 左右。银行危机冲击下，美国经济下行压力加大，美联储加息亦接近尾声，美元承压。但全球经济金融风险犹存，阶段性避险需求或将限制美元跌幅。尤其是，考虑到欧洲经济风险高于美国（因通胀压力、政府债务和能源风险均更高），欧洲银行业风险亦可能高于美国。虽然欧央行短期加息节奏超过美联储，但欧央行行长拉加

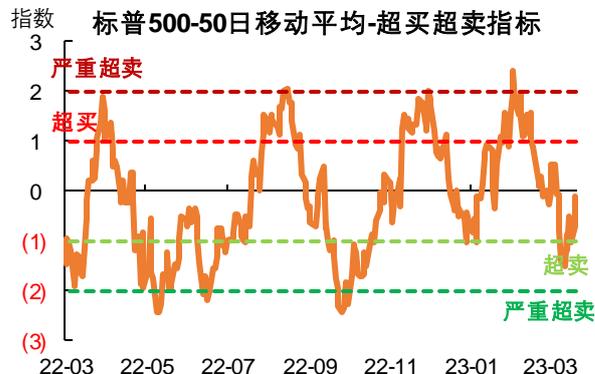
德已表示可能暂缓加息，货币政策紧缩差异对欧元的支撑从而对美元的牵扯亦会减弱。

图表7 经济和加息预期剧烈变化，美债利率下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 当前美股或已脱离“超卖”区间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**风险提示:** 美欧银行业危机持续时间超预期，美欧货币政策超预期，美欧经济衰退风险超预期等。

## 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。

## 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