

美联储洞察系列（五）

末次加息悬而未决——美联储2023年6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6月14日，美联储FOMC会议如期暂停加息，但经济预测暗示年内或仍有2次加息，市场一度交易“紧缩”：美股跳水、美债利率和美元指数上升。但鲍威尔讲话后，市场情绪缓和：当日美股三大股指小幅收涨，10年美债收益率小幅下跌至3.79%，美元指数小幅下跌至103附近。

平安观点：

- **会议声明和经济预测：如期暂停加息，上修经济预期，预计再加息50BP。**6月经济预测相较3月主要变化：1) 明显上调2023年经济增长预期，由0.4%至1.0%；2) 明显下调2023年失业率预期，由4.5%至4.1%；3) 明显上调2023年核心PCE通胀率预期，由3.6%至3.9%；4) 明显上调2023年联邦基金利率预期，由5.1%至5.6%。这些数据表明，**美联储认为今年美国经济与核心通胀韧性更强，因此需要采取额外的“紧缩巩固”。**
- **鲍威尔讲话：加息“速度”让位于“高度”。**整体来看，鲍威尔讲话的鹰派程度弱于经济预测所传递的信息：关于为何暂停加息，鲍威尔称目前加息更不追求“速度”，但仍较关注“高度”；但其避免使用“跳过加息”(skip)的表述，旨在传达美联储尚未就7月会议做出决策。关于未来的利率决策，鲍威尔关于继续加息的讨论不多，但强调今年不应该降息，而明年通胀回落后可能降息，以“维持”实际利率不变。关于经济和通胀前景，鲍威尔的引导并没有超越经济预测，认为美国经济“软着陆”仍有可能的同时，也暗示“遏制通胀”的重要性仍然高于“呵护经济”。
- **政策逻辑：末次加息悬而未决。**美联储选择暂停加息，并且引导市场相信未来仍会加息，既可以缓解金融紧缩压力，也不至于令金融条件过快放松，乃权宜之计。我们目前仍倾向于认为，美联储会在7月完成最后一次加息、年内不降息，但美联储仍可能保留9月再加息的选项。下半年，**美国通胀数据改善的幅度或更小，且通胀回落更需要以经济降温为前提。美联储或有意令最后一次加息“悬而未决”，起到事实上延长紧缩周期的效果。**
- **市场展望：警惕“紧缩交易”反复。**三季度市场风格可能还会出现由“宽松交易”再到“紧缩交易”的反复。结合美联储历次停止加息后的大类资产表现，以及本轮紧缩周期的延续，我们判断：**美债方面，三季度10年美债利率波动区间或在3.5-3.9%。美股方面，近期美股涨势的持续性值得质疑，不过三季度美股大幅调整的概率亦不大。美元方面，预计三季度美元指数波动区间仍保持100-105左右。**
- **风险提示：美国通胀形势超预期，美国金融风险超预期，美国经济衰退风险超预期等。**

2023年6月美联储议息会议如期暂停加息,但经济预测暗示年内或仍有2次加息,此前市场主流预期认为年内仅加息1次。不过,鲍威尔讲话对未来的利率决策表态模糊,关于继续加息的讨论不多,但强调今年不应该降息。我们目前仍倾向于认为,美联储会在7月完成最后一次加息、年内不降息。但下半年,美国通胀数据改善的幅度或更小,且通胀回落更需要以经济降温为前提。美联储或有意令最后一次加息“悬而未决”,起到事实上延长紧缩周期的效果。对市场而言,应警惕三季度市场风格可能出现由“宽松交易”再到“紧缩交易”的反复。

1. 会议声明：如期暂停加息

美联储2023年6月议息会议声明,宣布暂停加息,即维持联邦基金利率在5.00-5.25%目标区间,符合5月会议后的市场主流预期。同时,美联储维持其他政策利率:1)将存款准备金利率维持在5.15%;2)将隔夜回购利率维持在5.25%;3)将隔夜逆回购利率维持在5.05%;4)将一级信贷利率维持在5.25%。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6月议息会议声明：货币政策部分

2023年6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6月14日的声明中宣布的货币政策立场:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 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维持在5.15%,自2023年6月15日起生效。 ■ 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"> ■ "自2023年6月15日起,联邦公开市场委员会指示: <ul style="list-style-type: none"> ● 必要时进行公开市场操作,以将联邦基金利率维持在5至5.25%的目标范围内。 ● 进行隔夜回购协议操作,最低投标利率为5.25%,总操作限额为5000亿美元。 ● 以5.05%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。 ● 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。 ● 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。 ● 如果出于运营原因需要,允许适度偏离规定的再投资金额。 ● 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。 ■ 在一项相关行动中,美联储系统理事会一致投票批准将初级信贷利率维持在5.25%。

资料来源:美联储,平安证券研究所

经济和政策描述部分,6月声明几乎没有变化,仅在宣布维持利率不变后,补充解释了此举的目的是“使委员会能够评估更多信息及其对货币政策的影响”。

图表2 美联储 2023 年 6 月议息会议声明：经济和政策描述部分

2023 年 6 月美联储 FOMC 声明（中文）	2023 年 6 月美联储 FOMC 声明（英文）
<ul style="list-style-type: none"> ■ 近期指标显示经济活动仍在温和增长。近几个月就业增长保持强劲，失业率保持在较低水平。通胀仍然很高。 ■ 美国的银行体系是健全和有韧性的。家庭和企业的信贷环境收紧可能拖累经济活动、就业和通胀。这些影响的程度仍不确定性。 ■ 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维持在 5-5.25%。在本次会议上保持目标区间稳定，使委员会能够评估更多信息及其对货币政策的影响。在确定额外的政策巩固的程度上，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。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a modest pace. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated. ■ The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks. ■ 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 raisemaintain the target range for the federal funds rate to 5 to 5-1/4 percent. Holding the target range steady at this meeting allows the Committee to assess additional information and assess its implications for monetary policy. In determining the extent of additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, 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.

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

2. 经济预测：上修经济预期，预计再加息 50BP

美联储 2023 年 6 月发布的经济预测（SEP），相较 3 月的主要变化包括：1）明显上调 2023 年经济增长预期，由 0.4% 至 1.0%；2）明显下调 2023 年失业率预期，由 4.5% 至 4.1%；3）明显上调 2023 年核心 PCE 通胀率预期，由 3.6% 至 3.9%；4）明显上调 2023 年联邦基金利率预期，由 5.1% 至 5.6%。**这些数据表明，美联储认为今年美国经济韧性更强，核心通胀压力也更为顽固，因此需要采取额外的“紧缩巩固”（policy firming）。**

具体来看：

- 1) **经济增长方面**，明显上调 2023 年实际 GDP 增速 0.6 个百分点至 1.0%，小幅下调了 2024、2025 年实际 GDP 增速 0.1 个百分点，分别至 1.1%、1.8%。同时，维持长期经济增速预期 1.8% 不变。
- 2) **就业方面**，明显下调 2023 年失业率预测 0.4 个百分点至 4.1%，同时小幅下调了 2024、2025 年失业率 0.1 个百分点至 4.5%。维持长期失业率预期 4.0% 不变。
- 3) **通胀方面**，小幅下调 2023 年 PCE 同比增速预期 0.1 个百分点至 3.2%，但明显上调同期核心 PCE 同比增速预期 0.3 个百分点至 3.9%；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，与上一次预期一致。
- 4) **利率与点阵图方面**，委员们进一步上修 2023 年末利率预期 50BP 至 5.6%，同时也相应上修 2024 和 2025 年利率预期。点阵图显示，在 17 位委员中，有 9 位委员预计 2023 年末利率到达 5.5-5.75% 区间，较当前水平高出 50BP；有 4 位委

员预计年内仅加息 25BP，2 位预计不加息，3 位预计加息超过 50BP。换言之，绝大多数委员预计本次会议后，或还有至少 1 次加息；多数委员预计至少还有 2 次加息。本次点阵图显示的加息预期，高于会议前 CME 利率期货市场预期，此前市场主流预期认为 7 月或加息一次（63%），预计终端利率到达 5.5-5.75%的概率不足 10%。

图表3 2023年6月美联储经济预测

Variable	Median ¹			
	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.9	2.6	2.2	
March projection	3.6	2.6	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5

资料来源: 美联储 (2023.6.14), 平安证券研究所

图表4 2023年3月美联储经济预测

Variable	Median ¹			
	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 ⁴	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

图表5 美联储点阵图: 2023年6月与3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：截至 2023 年 6 月 14 日（美联储议息会议前）

MEETING DATE	4.25-4.5%	4.5-4.75%	4.75-5%	5-5.25%	5.25-5.5%	5.5-5.75%	5.75-6%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	95.3%	4.7%	0.0%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	33.9%	63.1%	3.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	31.8%	61.4%	6.6%	0.2%
2023/11/1	0.0%	0.0%	9.1%	40.2%	45.8%	4.8%	0.1%
2023/12/13	0.0%	2.9%	19.0%	42.0%	32.7%	3.3%	0.1%
2024/1/31	1.5%	11.2%	30.9%	37.2%	17.5%	1.6%	0.0%

资料来源: CME FedWatch, 平安证券研究所

6 月会议声明及经济预测公布后，由于点阵图利率预期高于市场预期，市场感受偏鹰：10 年美债收益率一度跃升 7BP 至 3.85%，刷新本周新高；美股三大股指一度跳水，标普 500 指数和纳斯达克指数均由涨转跌，盘中曾经下跌 0.7-0.8% 左右；美元指数由 102.8 附近一度跃升至 103.3；黄金价格一度下跌 10 美元/盎司至 1944 美元/盎司。

3. 鲍威尔讲话：加息“速度”让位于“高度”

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。整体来看，鲍威尔讲话的鹰派程度弱于经济预测所传递的信息：关于为何暂停加息，鲍威尔称目前加息更不追求“速度”，但仍较关注“高度”；但其避免使用“跳过加息”(skip)的表述，旨在传达美联储尚未就 7 月会议做出决策。关于未来的利率决策，鲍威尔关于继续加息的讨论不多，但强调今年不应该降息，而明年通胀回落后可能降息，以“维持”实际利率不变。关于经济和通胀前景，鲍威尔的引导并未超越经济预测，认为美国经济“软着陆”仍有可能的同时，也暗示“遏制通胀”的重要性仍然高于“呵护经济”。

鲍威尔讲话后，市场情绪有所缓和：10 年美债收益率由 3.85% 回落至 3.8% 附近；美股三大股指集体转涨，纳指、标普 500 和道指当日分别收涨 0.78%、0.39% 和 0.08%；美元指数由 103.3 回落至 103 附近；黄金价格重回 1940 美元/盎司上方。

具体来看：

- 1) 关于暂停加息。多数记者就本次会议暂停加息提问，尤其考虑到经济预测暗示“应该”再加息 50BP，美联储为何不直接选择继续加息？鲍威尔曾两次提到美联储加息决策的“三维”框架：加息的“速度”、“高度”以及“时长”。其认为，去年加息的“速度”更为重要，因此美联储选择大幅、快速加息；但随着利率水平靠近需要达到的终点，美联储选择慢加息节奏，但仍认为更高的利率水平可能是合适的，暗示目前加息“速度”的重要性已让位于“高度”。
- 2) 关于未来加息。虽然没有记者直接询问 7 月会否加息，但鲍威尔在回答其他问题时，就 7 月以及未来的加息决策表态比我们预期的更为模糊。首先，其在提到 6 月暂停加息时，纠正使用“跳过”(skip)这一表述，旨在传达美联储尚未就 7 月会议作出决策，不承诺一定会加息。其次，其在讨论点阵图的时候也强调，点阵图仅代表委员们在当下的预期，并不应视为对未来加息的决策。不过，鲍威尔认为，尽管紧缩过度和紧缩不足的风险趋于平衡，但当前紧缩不足(通胀上行)风险可能仍然更高，暗示未来继续加息是合适的。
- 3) 关于降息。有记者问道，经济预测显示明年通胀仍高，但利率水平为何会下降。鲍威尔解释称，随着通胀下降，实际利率水平(政策利率-通胀率)会自然上升；其认为只要维持实际利率水平，就可以帮助通胀回落，继而政策利率可以相应调降。但其也强调，在今年通胀回落有限的背景下，其不认为应该降息。
- 4) 关于经济、就业与通胀。通胀方面，不少记者担忧住房服务通胀粘性。鲍威尔也承认，过去半年住房通胀没有出现明显的回落进展，但也没有加速上涨。此外，也有记者关心工资上涨会阻碍通胀回落。鲍威尔称，其“希望”看到工资增长水平逐渐回落(而不是断崖式回落)。就业方面，鲍威尔的表态比较积极，认为就业市场供需趋于平衡。此外，有两位记者分别询问了少数群体就业降温和部分行业罢工的问题，这可能是美国就业市场正在降温的一些微观信号。经济方面，有记者问“软着陆”的前景是否发生改变。鲍威尔的回答略显犹豫，其一方面强调仍然存在软着陆的路径，但另一方面

更借此机会重申了美联储对于回答 2% 通胀的决心和承诺，暗示“遏制通胀”的重要性仍然高于“呵护经济”。

- 5) **关于信贷紧缩。**鲍威尔称，目前评估信贷紧缩的影响仍然过早；如果美联储看到了这一影响，才会进一步考虑（调整货币政策）。
- 6) **关于金融风险。**有记者专门询问了商业地产和非银金融机构的风险。鲍威尔一方面承认美联储正在关注这些风险，也强调了美联储具有维护金融稳定的职责，但另一方面也没有承认金融风险对目前的货币政策有很大影响。
- 7) **关于国债市场和财政可持续性。**鲍威尔称，美联储会关注国债流动性及市场影响；但财政可持续性不是其职责。当被问道美联储会不会为财政融资，鲍威尔坚决称“绝无可能”。

4. 政策逻辑：末次加息悬而未决

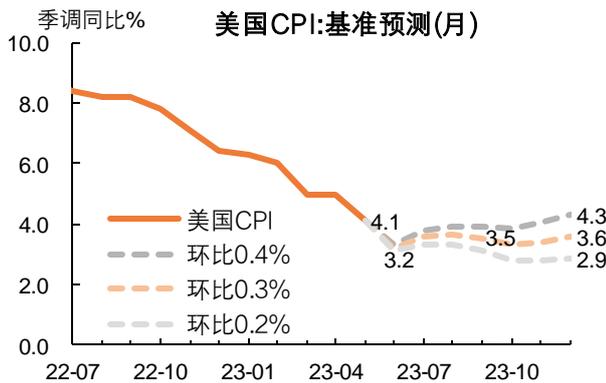
当前美国宏观环境颇为复杂，经济仍有韧性，但趋势降温的信号增多，且金融风险冒头。在此背景下，**本次会议美联储选择暂停加息，并且引导市场相信未来仍会加息，既可以缓解金融紧缩压力，也不至于令金融条件过快放松，此乃权宜之计。**往后看，在鲍威尔讲话中提到的“三维度框架”中，我们认为“时长”甚至比“高度”更重要，而适当放缓速度并为未来的加息留出空间，能够起到延长紧缩周期的效果。

虽然本次点阵图显示，多数官员预计未来至少还有 2 次加息，但鲍威尔讲话对未来加息的语气偏弱，再综合考虑美国经济、就业和通胀降温的趋势基本确立，**我们目前仍倾向于认为，美联储在 7 月会完成最后一次加息**，此后在不发生重大金融风险的前提下尽量不降息，维持“充分限制性”利率水平较长时间，直到美国经济衰退兑现，通胀得以确定性回落。

但也需注意，7 月重启加息并非“板上钉钉”。正如鲍威尔讲话时强调，7 月会议还没有决定，不应把本次暂停加息称为“跳过”加息。**我们认为以下可能条件的触发，将会提高 7 月重启加息的门槛：**

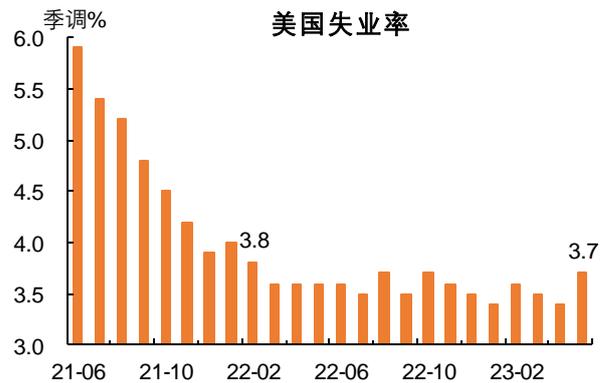
- **一是，美国 6 月通胀数据大幅回落。**7 月会议前公布的 6 月通胀数据可能显得积极，基数效应下，6 月 CPI 通胀率可能进一步回落近 1 个百分点至 3.2% 左右（假设环比增长 0.3%）。6 月以来（截至 13 日）国际能源价格维持小幅下行走势，这也限制了 6 月通胀超预期走高的可能。
- **二是，美国 6 月失业率进一步上行。**美国 5 月失业率升至 3.7%，假如进一步上升，即可能突破 2022 年 2 月以来新高，并进一步接近 4% 左右的“自然失业率”，降低继续加息的必要性。

图表7 美国 6 月 CPI 同比有望明显回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 目前美国失业率持平于 2022 年 2 月以来最高

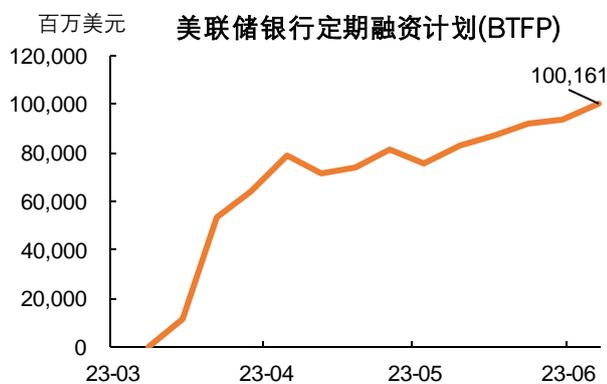


资料来源: Wind, 平安证券研究所

- **三是，美国银行业发生新的暴雷及合并事件。**耶伦在 6 月 7 日发言对美国银行业的看法偏谨慎，对于再次发生银行合并“不会感到意外”。截至 6 月 7 日当周，美联储银行定期融资计划（BTFP）使用规模突破 1000 亿美元，连续五周上涨，也暗示银行业流动性压力犹存。

- 四是，美股出现较大调整。当前美股的积极表现与美国经济前景略显矛盾。随着美债利率修复至银行危机前水平，截至6月13日，标普500指数风险溢价水平进一步刷新2009年以来新低，暗示美股“过热”。

图表9 美联储 BTFP 使用规模升破 1 千亿美元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 近期美股风险溢价水平快速走低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

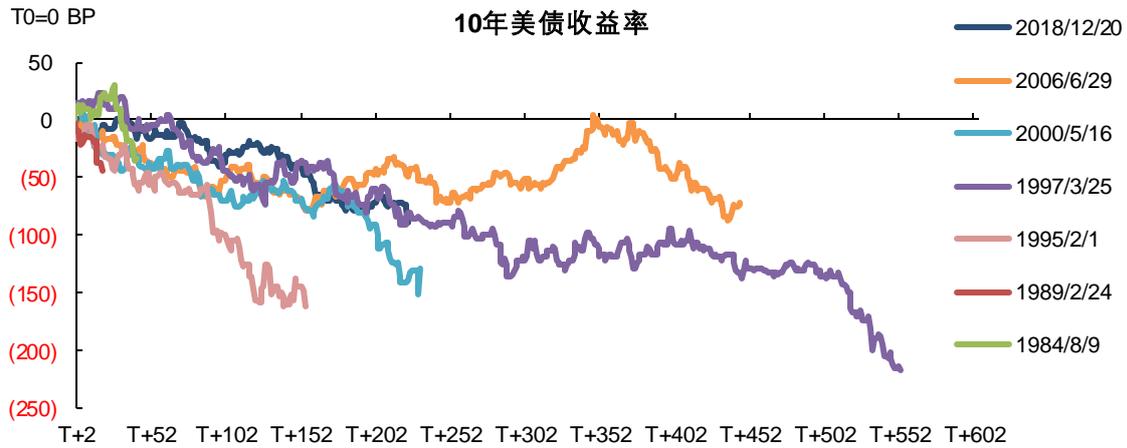
而无论7月是否加息，美联储仍可能保留9月再加息的选项。由于“供给驱动型”通胀的改善空间有限，叠加基数原因，展望下半年，美国通胀数据改善的幅度或更小，且通胀回落更需要以经济降温为前提。本次点阵图暗示，7月和9月连续加息两次，对多数联储官员而言也不会太过意外；而如果因为平衡短期金融风险而在7月继续暂停加息，那么9月可能需要重启加息以弥补所需的利率“高度”。此外，一旦市场确信美联储已经中止加息，注意力就可能立即转为何时降息，致使金融市场条件快速转松，威胁美联储遏制通胀的效果。因此，我们认为，美联储可能会有意令最后一次加息“悬而未决”，起到延长紧缩周期的效果。

5. 市场展望：警惕“紧缩交易”反复

对市场而言，我们预计三季度市场风格可能还会出现由“宽松交易”再到“紧缩交易”的反复。

美债方面，历史上，美联储停止加息后，10年美债利率通常会明显下行。近期升破3.8%的10年美债利率，基本反映了7月加息、年底前不降息的预期。如果7月加息预期降温，10年美债利率可能回落，但过快回落又可能触发美联储的“鹰派引导”。综合来看，三季度10年美债利率波动区间或在3.5-3.9%。

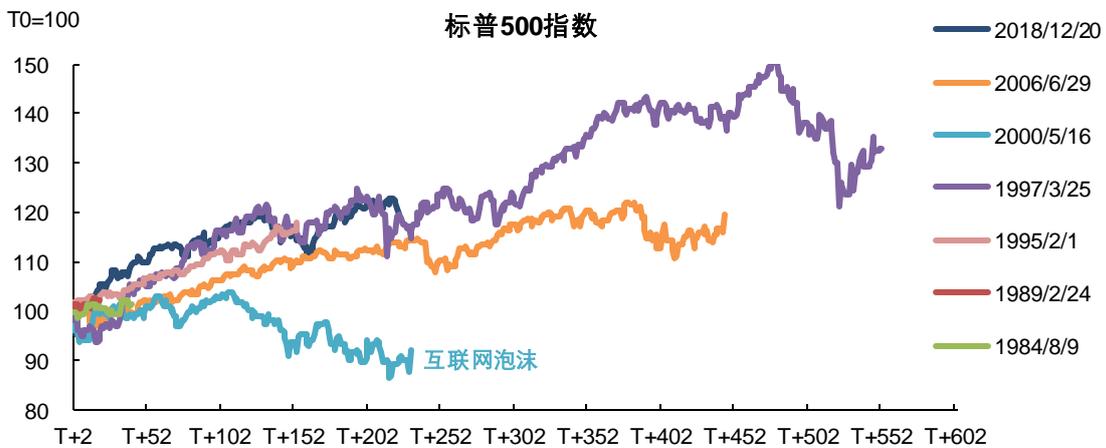
图表11 美联储停止加息至首次降息时：10年美债收益率通常明显下行



资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

美股方面，我们理解近期美股的积极表现仍属“金发女孩”行情，因“软着陆”预期和货币政策转向预期同时出现，叠加“人工智能”浪潮的加持。近期美股涨势的持续性值得质疑。不过，历史上，美联储历次停止加息到首次降息的过程，美股多数表现积极（但降息周期内不排除大幅调整）。鉴于美国经济衰退压力并非扑面而来、更显循序渐进，加上美联储暂缓加息，三季度美股大幅调整的概率不大。

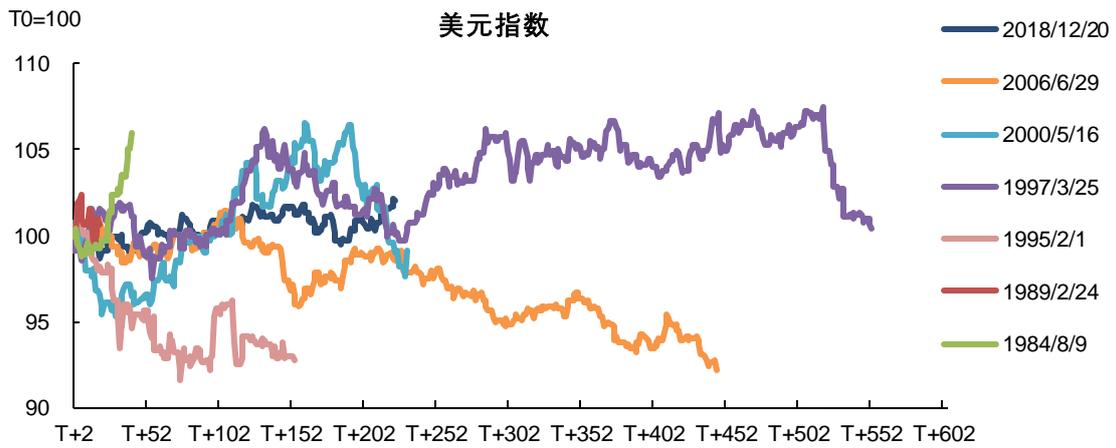
图表12 美联储停止加息至首次降息时：美股多数表现积极



资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

美元方面，预计三季度美元指数波动区间仍保持 100-105 左右。历史上，即使美联储停止加息后，美元都可能维持韧性，通常在首次降息前一个月才开始走弱。此外，美元指数对货币政策的“嗅觉”通常不如美债利率敏感，若美债利率维持高位，美元指数亦可能获得支撑。最后，看非美地区，欧央行本月即使再加息 25BP 也将更接近加息终点，日本央行保持“按兵不动”，非美货币动向对美元指数的影响或有限。

图表13 美联储停止加息至首次降息时：美元指数可能先保持韧性，降息前一个月左右才开始下行



资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

风险提示：美国通胀形势超预期，美国金融风险超预期，美国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

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层