

美联储洞察系列（七）

加息或未止——美联储 2023 年 9 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 9 月 20 日，美联储 FOMC 会议如期不加息。会议声明和鲍威尔讲话后，市场交易“紧缩”：10 年美债利率攀升，收于 4.41%，继续刷新本轮新高；美元指数最高曾上升至 105.4；美股三大指数承压，纳斯达克、标普 500 和道琼斯指数日内分别收跌 1.53%、0.94% 和 0.22%。

平安观点：

- **会议声明与经济预测：**本次声明维持 5.25-5.5% 的目标区间。其他措辞变化不大，均符合近两个月美国经济数据的变化。本次声明没有删除“额外政策巩固”的措辞。**本次经济预测（SEP）的主要变化包括：**1) 大幅上调 2023 年经济增长预期，由 1.0% 至 2.1%；上修 2024 年经济增长预测，由 1.1% 至 1.5%；2) 下调 2024、2025 年失业率预期，由 4.5% 至 4.1%；3) 通胀预测变化不大。4) 维持 2023 年利率预测为 5.6%（即年内还有一次加息），同时上修 2024、2025 年利率预期 50BP，分别至 5.1% 和 3.9%。**这些数据暗示，美联储对“软着陆”更有信心，进一步弱化了 2024 和 2025 年的衰退预期，继而认为美联储可以维持高利率更长时间。**
- **鲍威尔讲话：转向信号不明确，“中性利率”或更高。**整体来看，面对积极寻找停止加息信号的市场，鲍威尔讲话仍然维持谨慎态度，强调官员们仅就本次会议进行了决策（不加息以等待更多数据），同时弱化最新经济预测和点阵图对市场预期的影响。其对于未来的加息以及降息决策，没有提供太多指引；不过，**其不止一次谈及“中性利率”可能更高，这可能为年内的下一次加息做铺垫。**此外，其表达出乐见美国经济强劲，（在记者逼问下）表明“软着陆”是美联储追求的主要目标。
- **政策逻辑：加息或未止。**7 月会议以来，支撑美联储继续加息的因素更多：一是，美国经济出现上行风险；二是，油价上涨威胁美国通胀回落前景。我们倾向于认为，**美联储 11 月再加息一次概率较大。**首先，美联储进一步确认了终端利率为 5.5-5.75%（即年内再加息一次）为基准预测。其次，鲍威尔发言仍在尽量避免释放“停止加息”的信号，11 月会否加息将极大程度上取决于经济数据。最后，在 11 月议息会议前，只有一个月的经济数据以供观察，经济和通胀出现剧烈变化的概率不大，因此近期数据显得较为重要，而这些数据指向美联储有能力、或也有必要再加息一次。
- **市场展望：“紧缩交易”尚未反转。**结合美联储释放的信号，以及近期的市场变化，我们对未来一段时间的资产走势判断如下：**10 年美债利率仍处于“筑顶”过程；美股或有阶段调整压力；美元指数或保持 105 左右震荡。**
- **风险提示：**美国通胀超预期，金融风险超预期，经济衰退风险超预期等。

1. 会议声明：如期不加息

美联储 2023 年 9 月议息会议声明，维持联邦基金利率为 5.25-5.5% 目标区间，符合 7 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 5.4%；2) 将隔夜回购利率维持在 5.5%；3) 将隔夜逆回购利率维持在 5.3%；4) 将一级信贷利率维持在 5.5%。缩表方面，美联储将维持原有计划，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 9 月议息会议声明：货币政策部分

2023 年 9 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 9 月 20 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 5.4%，自 2023 年 9 月 21 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 9 月 21 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 5.25%至 5.5%的目标范围内。 ● 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 5.5%，总操作限额为 5000 亿美元。 ● 以 5.3%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提高 0.25 个百分点至 5.5%。

资料来源: 美联储, 平安证券研究所

经济和政策描述部分，9 月会议声明变化不大，仅有的两处变化是：在关于经济增长速度时，将原来的“温和”(moderate) 替换为“扎实”(solid)；在描述新增就业时，将原来的“持续强劲”替换为“有所放缓但保持强劲”。这些变化均符合近两个月美国经济数据的变化。此外，本次声明仍保留了 6 月、7 月会议声明中的一些关键措辞，比如委员会仍将继续“评估额外的信息及其对货币政策的影响”，没有删除“额外政策巩固”(additional policy firming) 的措辞，也强调后续行动将综合考虑“货币政策的累积紧缩、货币政策对经济活动和通胀的滞后影响、以及经济和金融形势发展”。这些表述继续表明，美联储对于未来的利率决策仍将保持灵活，且目前阶段避免释放已经终止加息的信号。

图 表 2 美 联 储 2023 年 9 月 议 息 会 议 声 明： 经 济 和 政 策 描 述 部 分

2023 年 9 月 美 联 储 FOMC 声 明（ 中 文 ）	2023 年 9 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在以温和扎实的速度扩张。近几个月就业增长有所放缓但仍保持强劲，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提高至维持在 5.25-5.5%。委员会将继续评估额外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 been expanding at a modest solid pace. Job gains have slowed in recent months but remain strong, 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 raise maintain the target range for the federal funds rate to 5-1/4 to 5-1/2 percent. The Committee will continue 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：美联储，平安证券研究所

2. 经济预测：今年经济更强，明后年降息更少

美联储 2023 年 9 月发布的经济预测（SEP），相较 6 月的主要变化包括：1）大幅上调 2023 年经济增长预期，由 1.0% 至 2.1%；上修 2024 年经济增长预测，由 1.1% 至 1.5%；2）下调 2024、2025 年失业率预期，由 4.5% 至 4.1%；3）通胀预测变化不大。4）维持 2023 年利率预测为 5.6%（即年内还有一次加息），同时上修 2024、2025 年利率预期 50BP，分别至 5.1% 和 3.9%。这些数据暗示，美联储对“软着陆”更有信心，进一步弱化了 2024 和 2025 年的衰退预期，继而认为美联储可以维持高利率更长时间。

具体来看：

- 1) 经济增长方面，大幅上调 2023 年经济增长预期，由 1.0% 至 2.1%；上修 2024 年经济增长预测，由 1.1% 至 1.5%。2) 下调 2023 年失业率预期，由 4.1% 至 3.8%；同时下调 2024、2025 年失业率预期，由 4.5% 至 4.1%。
- 2) 就业方面，下调 2023 年失业率预期，由 4.1% 至 3.8%；同时下调 2024、2025 年失业率预期，由 4.5% 至 4.1%。
- 3) 通胀方面，小幅上修 2023 年 PCE 通胀率预测，由 3.2% 至 3.3%；小幅下修同期核心 PCE 通胀率预测，由 3.9% 至 3.7%。
- 4) 利率方面，维持 2023 年利率预测为 5.6%，同时上修 2024、2025 年利率预期 50BP，分别至 5.1% 和 3.9%；新增 2026 年利率预测为 2.9%。点阵图显示，12 位官员预计今年还会加息一次，7 位官员预计维持不变；支持年内再加息（至少）一次的人数，较 6 月多出 1 人。官员们对 2024 年的利率预期，进一步集中在 5-5.25% 区间附近，不过有一位官员认为明显利率将超过 6%，即认为明年仍会加息。此外，虽然大部分官员维持对于长期利率保持在 2.5% 左右的预测，但有 5

位官员认为长期利率等于或高于 3%，较 6 月会议多出 2 人。

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

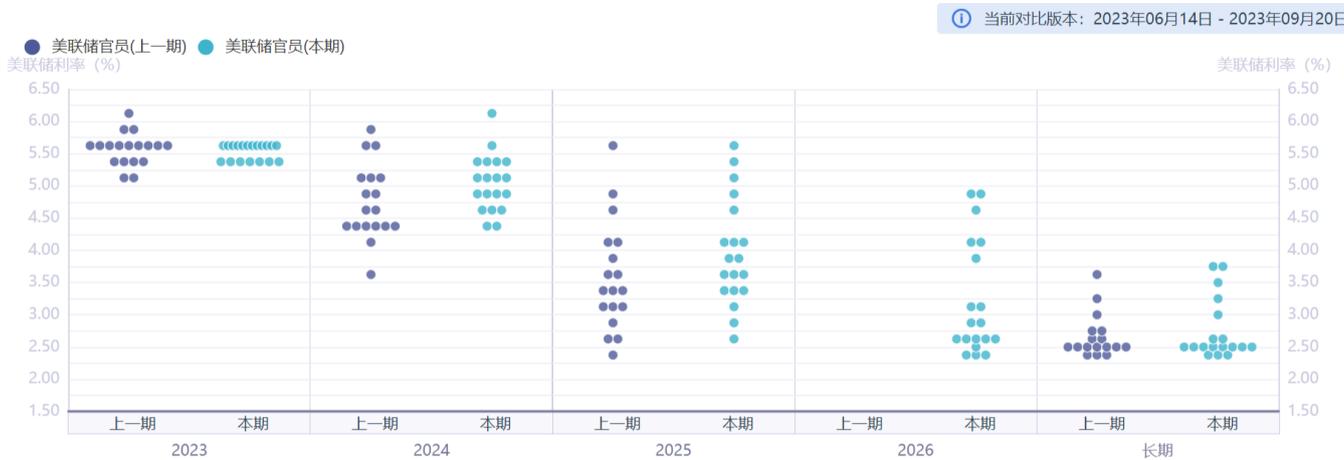
资料来源: 美联储 (2023.6.14), 平安证券研究所

图表4 2023年9月美联储经济预测

Variable	Median ¹				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.6	2.3	2.0	
June projection	3.9	2.6	2.2		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5

资料来源: 美联储 (2023.9.20), 平安证券研究所

图表5 美联储点阵图: 2023年9月与6月比较



资料来源: iFind, 美联储, 平安证券研究所

9月会议声明和经济预测公布后, 市场初步交易“紧缩”: 10年美债利率一度上升5BP至4.37%; 美元指数由104.8上升至105.2附近; 美股三大指数小幅跳水, 其中标普500指数一度由涨转跌。

3. 鲍威尔讲话: 转向信号不明确, “中性利率”或更高

整体来看, 面对积极寻找停止加息信号的市场, 鲍威尔讲话仍然维持谨慎态度, 强调官员们仅就本次会议进行了决策(不加息以等待更多数据), 同时弱化最新经济预测和点阵图对市场预期的影响。其对于未来的加息以及降息决策, 没有提供太多指引; 不过, 其不止一次谈及“中性利率”可能更高, 这可能为年内的下一次加息做铺垫。此外, 其表达出乐见美国经济强

劲，（在记者逼问下）表明“软着陆”是美联储追求的主要目标。

鲍威尔讲话后，市场“紧缩交易”加剧：10年美债利率持续攀升，收于4.41%，继续刷新本轮新高；美元指数最高曾上升至105.4；美股三大指数进一步承压，纳斯达克、标普500和道琼斯指数日内分别收跌1.53%、0.94%和0.22%。

具体来看：

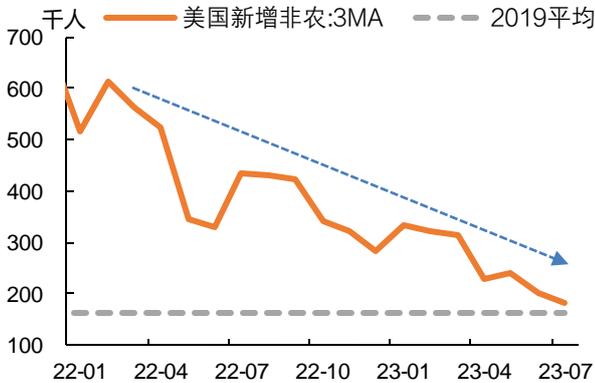
- 1) **关于加息高度。**注意到，鲍威尔在开场白中对于当前利率的描述是“限制性”而不是“充分限制性”。继而第一个问题便问到，美联储为何认为当前利率还没有达到“充分限制性”，尤其考虑到政策的滞后性、国债偿付压力等等。鲍威尔称，本次利率预测不能说明美联储是否已经达到或者未达到“充分限制性”利率，虽然点阵图暗示仍有一次加息，但仍有分歧；大家的共识是维持政策利率，等待更多数据。Nick Timiraos提问，美联储是否需要令实际利率达到“充分限制性”。鲍威尔称，美联储理解实际利率的重要性，但目前仍希望达到一个利率水平，令其有信心通胀能够回落；下一个问题是利率要维持多久（how long），但目前问题仍是利率要达到多高（how high）。
- 2) **关于降息节点。**有记者问明年降息的条件是什么，上半年会否降息？鲍威尔十分谨慎，在回答问题前先强调，其发言只是对这个问题的客观讨论，而绝非释放任何政策信号。其称，（合适的降息节点）会在某个时间到来，决策条件可能是不同因素，且存在很大不确定性。
- 3) **关于“中性利率”。**有记者问，鉴于未来两年利率预期都将明显高于长期利率，这是否意味着“中性利率”更高？鲍威尔称，主要是因为美国经济表现强劲，所以需要更高的利率水平；关于“中性利率”，只知道它的名字（是一个抽象概念），但不知道其具体的水平。考虑到政策的滞后效应，（目前的）中性利率可能高于长期利率（longer run rate）。此外，其在之后的提问中，当谈及美国经济为何好于预期时，也提到“中性利率比想象的更高”的可能。
- 4) **关于“软着陆”。**有记者问，“软着陆”是不是美联储的基线（baseline）。鲍威尔明确称不是（No），此后解释称其一直认为存在软着陆的路径，不过很多因素是不受控制的；美联储会选择谨慎行动。后来又另一位记者质疑称，美联储认为软着陆不是主要目标（primary objective），其感到震惊。鲍威尔又赶忙澄清道，软着陆是主要目标！美国经济强劲当然是好事，但其也强调，最糟糕的情况是通胀失控，因此美联储致力于物价稳定目标。有记者问GDP强劲增长的主要驱动，以及如果过强是否会引发联储进一步收紧政策。鲍威尔称，居民消费是主要驱动；GDP不是美联储的直接目标，关键在于是否会对通胀构成威胁，但他并未明确阐述其判断。有记者问，美联储是否还担心经济下行乃至衰退风险。鲍威尔称，其第一担心的仍是通胀，但美联储目前也在谨慎行事。
- 5) **关于能源价格与通胀。**有记者问如何看待油价上涨与通胀风险？鲍威尔称，能源价格对于美国消费者很重要；持续的高能源价格将影响通胀预期；能源价格波动较大，关键问题是会否持续，美联储会继续跟踪。
- 6) **关于长期债券利率上行。**有记者问如何看待美债收益率曲线倒挂，以及长期债券利率上行的主要驱动。鲍威尔称，长期收益率的上升与通胀预期关系不大，更多与经济增长和国债供应有关。
- 7) **关于罢工、政府关门等风险事件。**有两位记者均提问美联储如何看待近期或即将发生的罢工、政府停摆等风险。关于罢工，鲍威尔称，历史经验显示罢工可能会带来供给冲击、带来更高的通胀，但实际影响很难预测，且一般而言宏观层面的影响不大；关于政府停摆，其认为确有可能发生，以及可能影响数据的公布，但其并未说明届时美联储会如何应对。
- 8) **关于加息对不同群体的影响。**有记者提到了加息对富裕群体和低收入群体的不同影响，尤其考虑到住房贷款一般为固定利率，而信用卡借贷为浮动利率，这可能意味着加息对低收入群体（更依赖借贷）的负面影响更大。鲍威尔承认了这一点，其称这也就需要美联储快速维持物价稳定。

4. 政策逻辑：加息或未止

美联储已经接近加息终点，就此市场和政策层已基本达成共识。从9月经济预测看，年内可能最多也只有一次加息；从鲍威尔讲话中，其强调了“双向风险”进一步趋于平衡，且美联储正在谨慎行事。从近期数据上看，美国就业市场延续降温趋势，

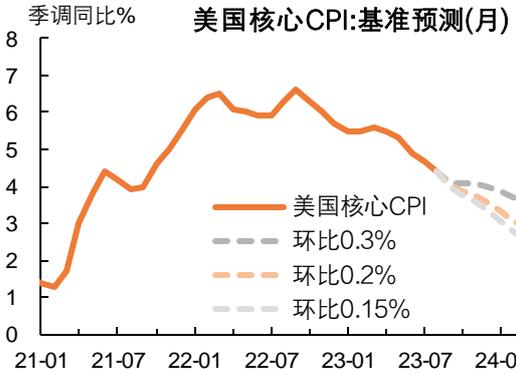
目前新增非农已经基本回落到疫情前水平；美国核心通胀仍呈回落趋势，在基数效应下未来仍有回落空间。而且，随着通胀改善，美联储即便维持当前利率，实际利率也有望维持 2% 以上的较高水平。此外，欧央行已经释放停止加息的信号，美联储面对的外部压力有所缓解，未来 10 年美德国债利差有望维持相对高位。

图表6 美国新增就业速度基本回到疫情前水平



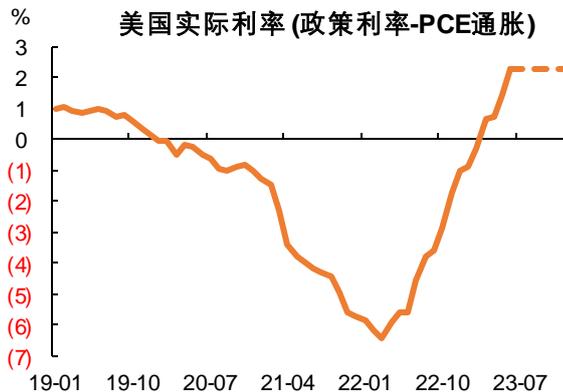
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 美国核心 CPI 回落趋势或不变



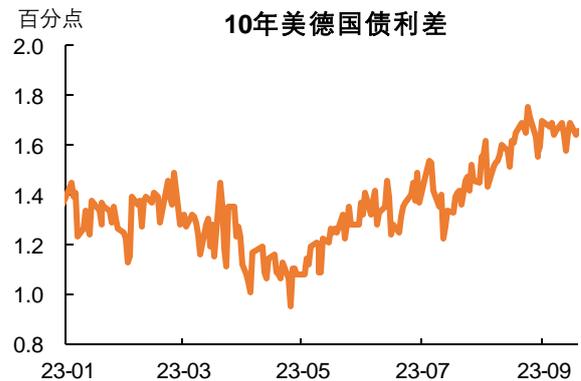
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国实际利率或维持高于疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 图中包含美联储最新预测

图表9 美德利差已处于年内高位

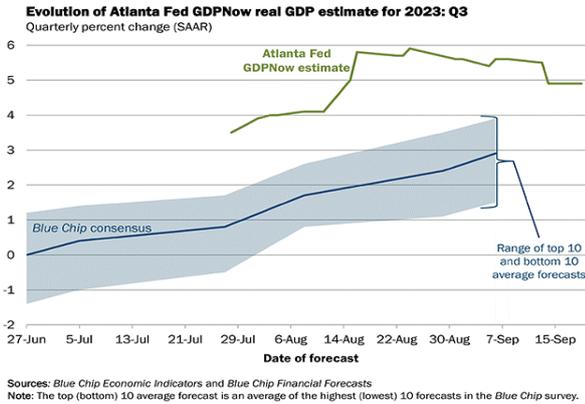


资料来源: Wind, 平安证券研究所

但是，如果仅关注 7 月会议以来的变化，我们认为近期支撑美联储继续加息的因素更多。

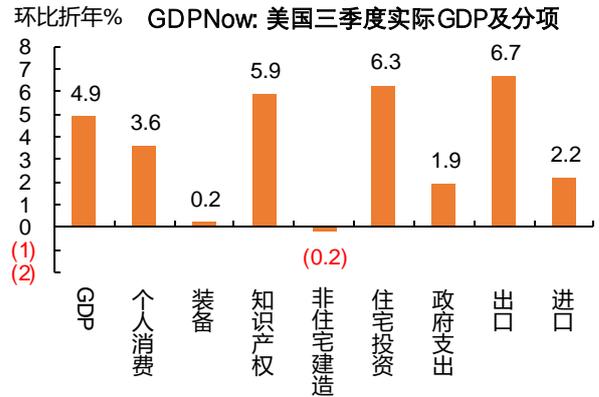
一是，**美国经济出现上行风险**。美国三季度经济数据仍然强劲，近一个月 GDPNow 模型结合各类经济数据的预测，指向美国三季度 GDP 环比折年率在 5% 左右（截至 9 月 19 日预测为 4.9%，得益于知识产权、住宅投资以及出口增长）。这一增速可能明显超出美国 2% 左右的潜在增长率（CBO 今年最新预测为 1.7%）。我们认为，美联储所希望的图景是未来美国经济以略低于趋势增长水平的方式运行，这样有利于通胀逐步回落至 2% 目标。但如果经济增长过强，美联储势必需要在转向上更加谨慎。

图表10 美国三季度 GDP 或较快增长



资料来源：亚特兰大联储(2023.9.19)，平安证券研究所

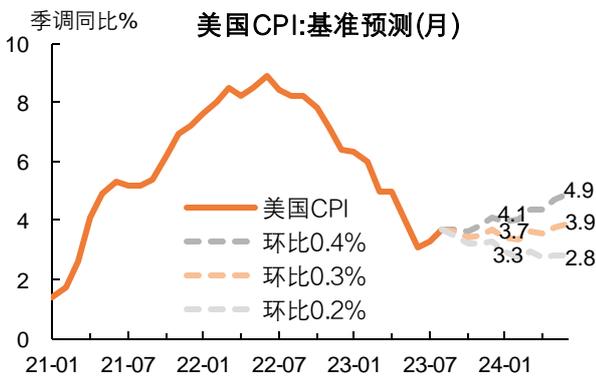
图表11 知识产权、住宅投资以及出口表现突出



资料来源：亚特兰大联储(2023.9.19)，平安证券研究所

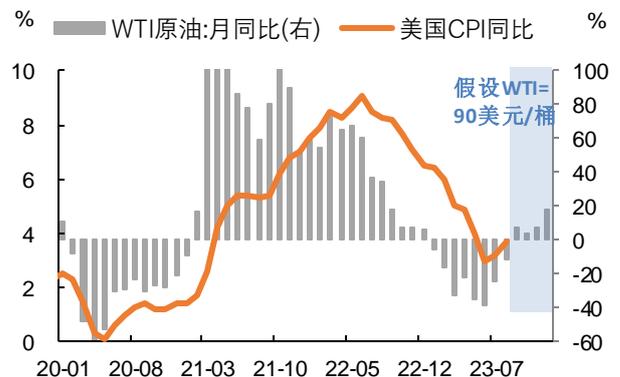
二是，油价上涨威胁美国通胀回落前景。近期国际油价在 OPEC+ 延长减产的主要驱动下快速上涨。WTI 油价已从 7 月会议时的 80 美元/桶左右，升至目前的 90 美元/桶以上，涨幅超 10%。假设 9 月及以后 WTI 油价维持 90 美元/桶，那么未来几个月美国油价同比将重回正增长，增大标题通胀率反弹风险。

图表12 美国标题通胀率回落难度加大



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表13 高油价增大美国 CPI 反弹风险



资料来源：Wind, 平安证券研究所

综合来看，我们倾向于认为，美联储 11 月再加息一次的概率较大。首先，美联储进一步确认了终端利率为 5.5-5.75%（即年内再加息一次）为基准预测。其次，鲍威尔的发言仍在尽量避免释放“停止加息”的信号，11 月是否会加息将极大程度上取决于经济数据。最后，在 11 月 1 日的会议前，只有一个月的经济数据以供观察，经济和通胀情况出现剧烈变化的概率不大（且不排除经济数据公布受美国政府关门的影响而推迟），因此近期数据显得较为重要，而这些数据指向美联储有能力、或也有必要再加息一次。

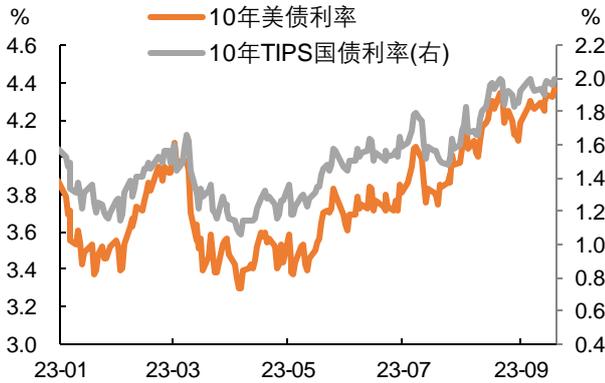
5. 市场展望：“紧缩交易”尚未反转

结合本次美联储释放的信号，以及近期的市场变化，我们对未来一段时间的资产走势判断如下：

10 年美债利率仍处于“筑顶”的过程。在 11 月会议前，市场围绕最后一次加息的讨论和猜测，加上有关“中性利率”是否需要上调的讨论也可能增多，或令实际利率进一步上行。此外，油价上涨也可能抬升债券市场通胀预期。

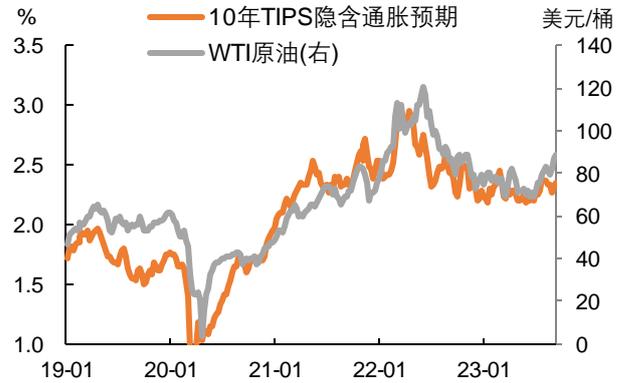
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表14 美债实际利率仍可能驱动名义利率上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

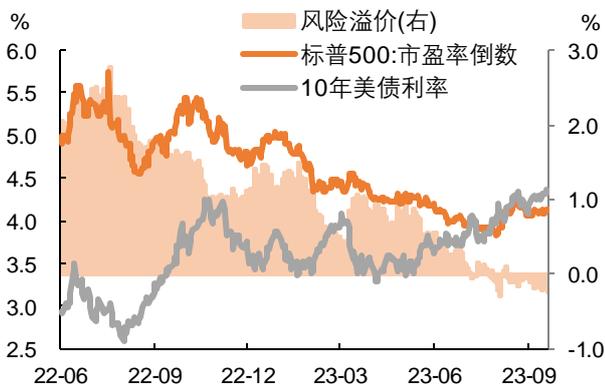
图表15 油价上涨或抬升债券市场通胀预期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

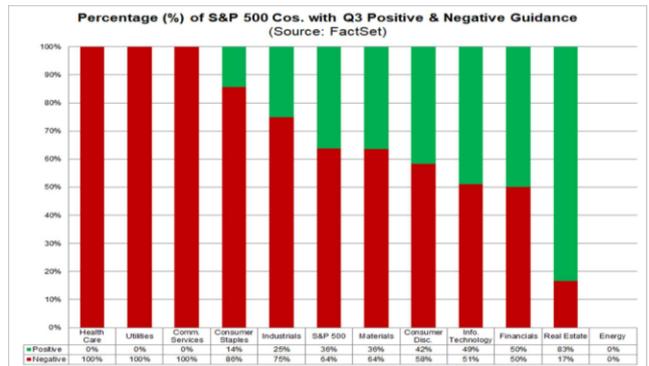
美股或有阶段调整压力。一是，美债利率仍维持高位。二是，风险偏好过高。当前标普 500 指数的风险溢价水平（市盈率倒数-10 年美债利率）已经转负，暗示市场风险偏好极高，孕育阶段调整压力。尤其是科技股前期上涨较快，投资热情存在阶段回落风险。三是，美国企业三季度盈利或不够乐观。据 Factset 数据，截至 9 月 15 日当周，在已经发布业绩指引的标普 500 企业中，约三分之二都偏消极。

图表16 美股风险溢价处于低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

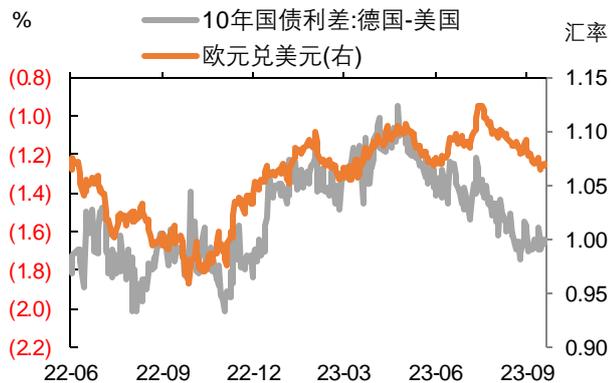
图表17 美股三季度业绩指引不够乐观



资料来源: FactSet, 平安证券研究所

美元指数或保持 105 左右震荡。美国方面，较强的经济增长表现，为美元指数提供根本支撑。欧洲方面，能源价格走高对其经济更构成威胁，且欧央行已经释放停止加息信号，美德利差更容易走扩而非收窄，令欧元兑美元汇率承压。日本方面，通胀压力反而有可能进一步触发日本央行调整 YCC 政策，释放边际收紧信号，美日利差走扩空间更窄，日元汇率有可能反弹。

图表18 欧元汇率或有调整空间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 日元汇率或有上涨空间



资料来源: Wind, 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
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
邮编：100033