

宏观动态跟踪报告

2024年美联储利率政策展望

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



平安观点：

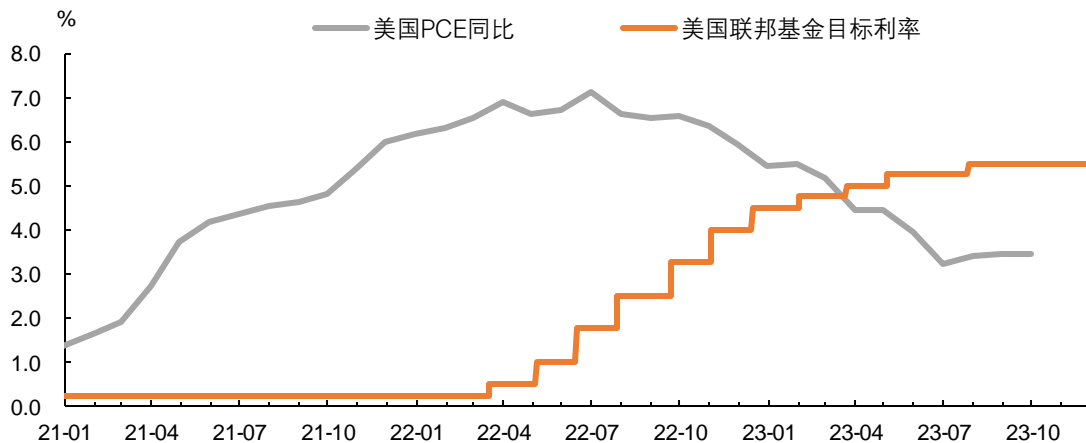
- **美联储抗通胀的“功”与“过”。**美联储被认为一度“落后于曲线”，未能及时出手遏制通胀，不得不在通胀过高时采取激进的紧缩政策。美联储是否应该对高通胀负主要责任？这个问题见仁见智。如果从成因上看，物价同时由需求和供给决定，而本轮美国高通胀的成因中，供给因素的角色可能更重。即便仅考虑需求因素，美国需求增长除了货币政策助力外，更离不开大规模财政刺激的加持，美联储或也不应该“负全责”。美联储在抗击通胀过程中亦有“功”：首先，美联储的紧缩政策虽然暂时没有“制造衰退”，但是也一定程度上避免了需求过快升温。其次，美联储创造出偏紧的金融环境，在预期层面影响即期的资产价格，而资产价格降温直接或间接促进通胀降温。最后，美联储的紧缩政策也有利于通胀预期的稳定。
- **美联储将开启降息周期。**2023年以来，美联储政策逻辑逐渐变化，关注点从加息的速度逐渐转移至加息的高度、以及维持高利率的时长。展望2024年，美国政策利率将触顶回落，但回落的幅度仍有分歧。回顾1980年代以来美联储历次降息，可以大致归结为“纾困式降息”（例如2001年互联网危机、2007年次贷危机等）与“预防式降息”（例如1989年、1995年和2019年等）。美联储可能在经济走弱信号增多时，选择适当降息以防止经济过快降温，即“预防式降息”。例如1989年，格林斯潘领导的美联储在抗击通胀，但随着经济数据走弱，美联储于1989年6月首次降息。**2024年，美联储可能选择“预防式降息”。**首先，美联储目前的经济预测可能过于乐观；其次，伴随通胀回落，美联储有空间去调降名义利率，防止实际利率过高；最后，即便降息1个百分点至4%左右，美联储亦可以声称没有放弃“限制性”政策立场。综合考虑，**2024年美联储可能会适当调降政策利率0.5至1个百分点。**
- **美国中长期利率或上移。**美联储中长期政策利率可能由**2.5%上修至3.5%左右**。先看“自然利率”，美国自然利率或有0.5个百分点的上修空间。新冠疫情以后，纽约联储LM模型估算的自然利率下降，截至2023年二季度仅为1.14%，尚未回归2019年1.5%左右水平。此外，拜登政府大规模财政刺激，加上人工智能发展，以及“再工业化”战略推进，为美国潜在增长率回升创造了机遇。再看通胀水平，美国中长期通胀水平可能略高于2%，突破2015-2019年1.5%的波动中枢。需求方面，激进的政策刺激可能打破美国需求长期不足的瓶颈；供给方面，劳动力冲击、能源转型、国际供应链退化等因素，可能减弱供给端的灵活性；通胀预期方面，2021年以来美国通胀持续“超调”，可能具有滞后的“自我实现”效应。
- **风险提示：**地缘局势变化超预期，美国经济下行超预期，国际金融市场波动超预期等。

回顾本轮美联储抗通胀历程，美联储一度“落后于曲线”，所以不得不在通胀过高时采取激进的紧缩政策。迄今为止，美联储紧缩不足与紧缩过度的风险趋于平衡，下一步将面临高利率维持多久、何时降息的关键选择。展望 2024 年，如果美国经济有幸避免陷入危机，能够保持相对平稳运行，美联储或将选择“预防式降息”，以避免经济过快下行。更长远看，考虑到美国自然利率具备上修空间，通胀即便回落也可能略高于 2% 的目标，美国中长期政策利率可能明显高于新冠疫情前水平。

美联储抗通胀的“功”与“过”

从“通胀是暂时的”到“维护物价稳定”，美联储对通胀的态度演变成为本轮美国利率走势的重要线索。新冠疫情冲击后，美联储采取宽松政策以助力经济复苏。由于预见经济复苏过程中通胀可能阶段“超调”，2020 年 8 月，美联储提出“平均通胀目标制”，为其在通胀高于 2% 时保持宽松货币政策作铺垫。2021 年，美国 PCE 通胀率自 3 月超过 2%，此后一路上升至年末的 6% 左右。但是，美联储在 11 月以前坚称“通胀是暂时的”，维持零利率与量化宽松操作；11 月，美联储正式修改“通胀暂时论”，将通胀归因于“与疫情和经济重启相关的供需失衡”，同时开始削减购债（Taper）。2022 年，俄乌冲突再为通胀添火，美联储在 3 月以后的声明中增加了有关地缘风险和能源涨价的表述，同时开启一轮激进的加息周期，曾连续 10 次加息、其中 4 次单次加息 75 个基点，截至 2023 年 11 月已累计加息 5.25 个百分点。

图表1 2021-2023 年美国通胀与政策利率走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 2021-2023 年美联储议息会议声明中有关通胀的表述与货币政策选择

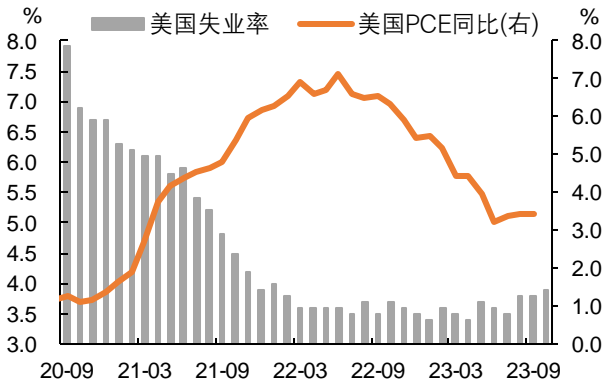
美联储会议时间	有关通胀的表述	货币政策选择	政策利率	利率变化 (BP)	国债/MBS 规模变化 (亿美元/月)
2021 年 6 月	通胀上升，主要反映了暂时性的因素	提到 Taper	0%-0.25%	0	800/400
2021 年 7 月		开始讨论 Taper	0%-0.25%	0	800/400
2021 年 9 月		预告 Taper	0%-0.25%	0	800/400
2021 年 11 月	通胀上升，主要反映了预计是暂时性的因素	开始 Taper	0%-0.25%	0	11 月: 700/350 12 月: 600/300
2021 年 12 月	与疫情和经济重新开放有关的供需失	加快 Taper、提到加息	0%-0.25%	0	1 月: 400/200

2022年1月	衡, 继续导致通胀水平抬升	预告加息、提到缩表	0%-0.25%	0	2月: 200/100
2022年3月		开始加息、预告缩表	0.25%-0.5%	25	0
2022年5月		加快加息、开始缩表	0.75%-1%	50	6月: -300/-175
2022年6月	通胀依然高企, 反映出与疫情相关的供需失衡、能源价格上涨以及更广泛的价格压力。俄乌冲突可能对通胀带来额外上行压力	再加快加息	1.5%-1.75%	75	7月: -300/-175
2022年7月		缩表加快	2.25%-2.5%	75	8月: -300/-175 9月: -600/-350
2022年9月		加息和缩表保持快速	3%-3.25%	75	-600/-350
2022年11月		提到更重视加息高度	3.75%-4%	75	-600/-350
2022年12月		更重视加息高度、加息速度放缓	4.25%-4.5%	50	-600/-350
2023年2月	通胀有所缓解但仍然很高	更重视加息高度、加息速度进一步放缓	4.5%-4.75%	25	-600/-350
2023年3月			4.75%-5%	25	-600/-350
2023年5月		保持货币政策的灵活性, 并保留额外政策巩固, 以平衡收紧过度和收紧不足的风险	5%-5.25%	25	-600/-350
2023年6月	通胀依然很高		5%-5.25%	0	-600/-350
2023年7月			5.25%-5.5%	25	-600/-350
2023年9月			5.25%-5.5%	0	-600/-350
2023年11月			5.25%-5.5%	0	-600/-350

资料来源: 美联储, 平安证券研究所

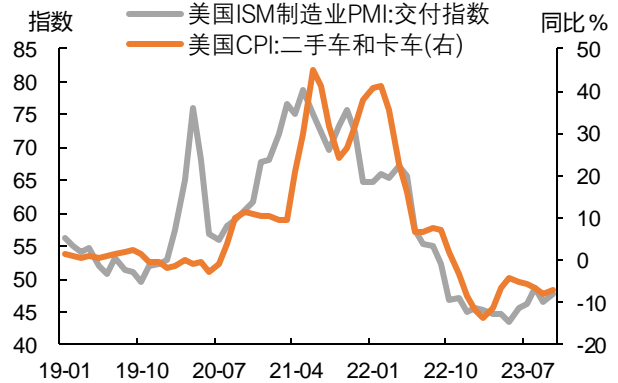
美联储被认为一度“落后于曲线”，未能及时出手遏制通胀，也就不得不在通胀过高时采取激进的紧缩政策。**如何理解美联储对通胀态度的“急转弯”？**首先，**美联储遏制通胀的步伐曾受就业目标的束缚**。2021年，美国经济复苏基础并不牢固，失业率在大部分时间里保持在5%以上。在“类滞胀”环境下，美联储希望平衡就业与通胀目标，通过“通胀暂时论”支撑其宽松政策取向；11月，当美国失业率回落至4.5%以下，美联储才更有转向的底气。**其次，“通胀暂时论”并非全然误判，只是供给因素的改善比预期得更慢**。2021年二季度开始，美国通胀压力主要来自供应链阻塞，美国ISM制造业PMI交付指数一度升至70以上，美国CPI二手车和卡车分项同比高达20-45%，拉动CPI通胀率0.9-1.9个百分点。2022年初，地缘冲突又阶段性加剧了能源短缺与供应链压力。不过事后来看，供应链压力确实是“暂时的”，到2022年四季度，美国制造业PMI交付指数回落至50以下，美国二手车和卡车对通胀的拉动转负。**最后，不排除美联储主席换届对货币决策的影响**。2021年，美联储主席鲍威尔维持宽松立场，或也出于退出宽松政策可能招致民主党政府不满的顾虑，尤其考虑到其竞争对手布雷纳德十分鸽派。2021年11月获得提名后，鲍威尔对通胀的态度恰好发生明显转变。

图表3 2021年美国通胀上升时，失业率也较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

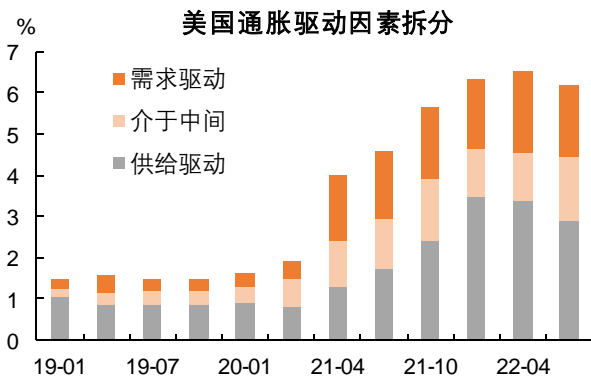
图表4 美国供应链阻塞确实是“暂时的”



资料来源: Wind, 平安证券研究所

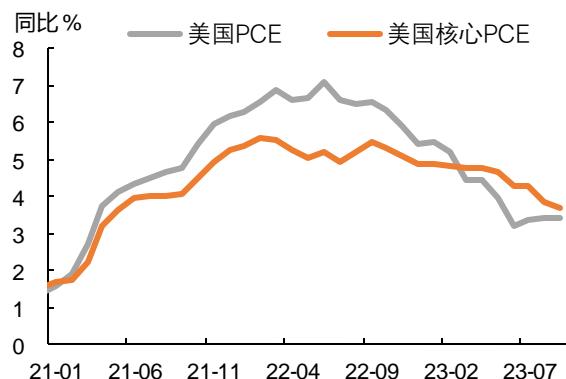
美联储是否应该对高通胀负主要责任？这个问题见仁见智。“物价稳定”是美联储的双目标之一。在开始加息后，鲍威尔多次表达，“物价稳定”是“最大就业”的前提，可以认为美联储阶段性更加重视通胀目标。所以从结果上看，通胀过高，美联储难辞其咎。但如果从成因上看，物价同时由需求和供给决定，而本轮美国高通胀的成因中，供给因素的角色可能更重。据 OECD 研究，在 2022 年二季度美国通胀最高的时候，“供给驱动”和“需求驱动”分别拉动标题通胀率 3.4 和 2.0 个百分点。2022 年下半年以来，美国通胀持续改善，主要得益于供给扰动的退潮。在此期间，需求因素改善并不明显，美国经济增长仍然强劲，实际 GDP 环比折年率连续五个季度超过 2%，失业率保持在 4% 以内。2023 年 3 月以来，美国核心 PCE 通胀率开始高于 PCE 通胀率，与需求更相关的核心服务通胀具有相当粘性。不过，即便仅考虑需求因素，本轮美国需求增长除了货币政策助力外，更离不开大规模财政刺激的加持，美联储或也不应该“负全责”。

图表5 美国高通胀成因中，供给因素大于需求因素



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 2023年3月以后，美国核心PCE高于PCE

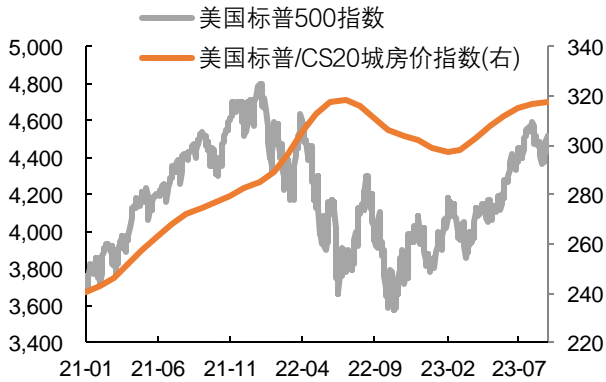


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美联储在抗击通胀过程中是否有“功”？答案是肯定的。首先，美联储的紧缩政策虽然暂时没有“制造衰退”，但是也一定程度上避免了需求过快升温。其次，美联储创造出偏紧的金融环境，在预期层面影响即期的资产价格，而资产价格降温直接或间接促进通胀降温。譬如，由于市场预期紧缩货币政策将抑制需求，2022 年下半年以后原油等大宗商品价格相对平稳，为美国通胀的回落作了重要铺垫；美国股票、地产等资产价格受货币紧缩影响而阶段下跌，或也从财富效应渠道助力需求降温。2022 年，标普 500 指数年内最深下跌 25%，美国 20 城房价指数在下半年累计下跌约 7%。最后，美联储的紧缩政策也有利于通胀预期的稳定。美联储在沃尔克和格林斯潘时代以来建立的信誉，加上鲍威尔领导的美联储最终敢于采取激进的紧缩行动，有效避免了通胀预期“脱锚”的风险。2022 年以来，克利夫兰联储模型测算的十年通胀预期保持在 1.8-2.4% 区间，

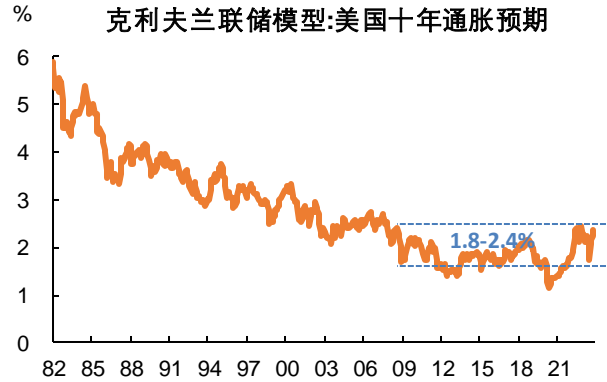
较好地稳定在 2% 目标附近，与 1980 年代 4-6% 的通胀预期形成鲜明对比。

图表7 2022年美国股票、地产等资产价格调整



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国十年通胀预期保持相对稳定

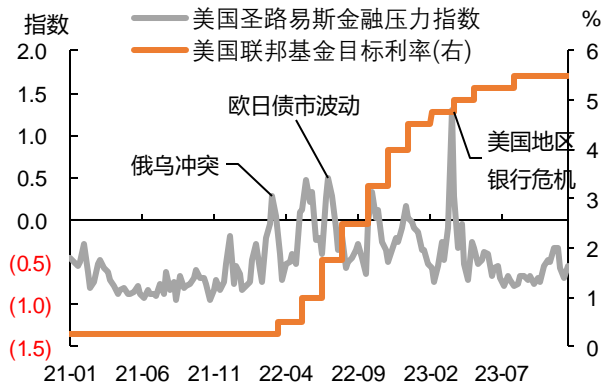


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美联储将开启降息周期

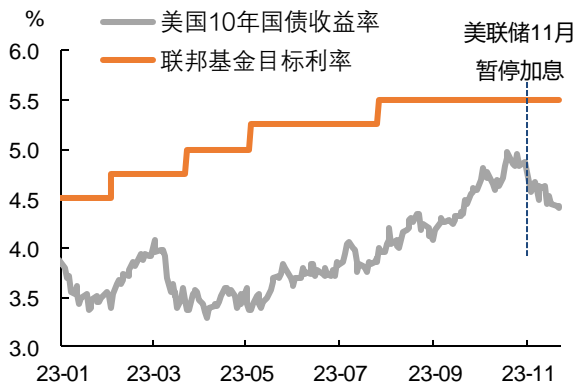
2023 年，美联储的政策逻辑逐渐发生变化。年初首次议息会议以来，美联储放缓单次加息节奏至 25BP，且在 6 月、9 月和 11 月“跳过”加息。尽管美联储声称通胀仍然过高，货币政策仍然紧缩，且在必要时还可能采取进一步紧缩的行动；但同时也认为“双向风险”（紧缩过度和紧缩不足的风险）更加平衡，关注度从加息的速度逐渐转移至加息的高度、以及维持高利率的时长。美联储逐步放缓加息，出于多重考量：其一，美国通胀顺利回落，PCE 通胀率从 2023 年 1 月的 5.5% 回落至 6 月的 3.2%。其二，3-4 月，美国地区银行暴露危机，迫使美联储更加关注紧缩行动带来的金融风险。其三，9-10 月，在美国预算悬而未决、财政部融资规模超市场预期等事件下，有关美债供给过度的担忧上升，令美债遭遇抛售、金融条件收紧，美联储在 11 月会议选择再次暂停加息，以平衡美债利率过快上行的影响。

图表9 2023年3月美国银行危机加大金融压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2023年11月美债利率蹿升令美联储暂停加息



资料来源: Wind, 平安证券研究所

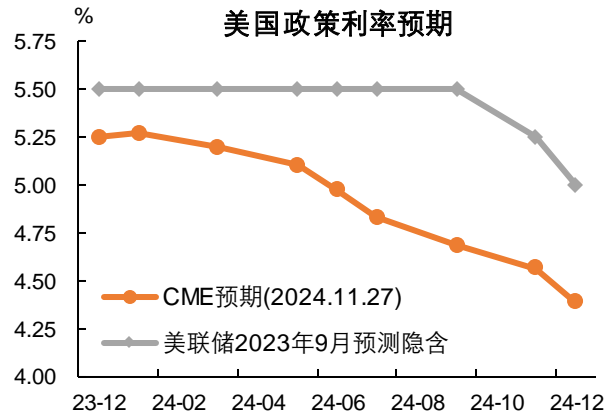
展望 2024 年，美联储与市场均预计，美国政策利率将触顶回落，但回落的幅度仍有较大分歧。美联储在 2023 年 9 月的点阵图显示，多数官员预计 2023 和 2024 年政策利率分别为 5.6% 和 5.1%，暗示 2024 年或有小幅降息的空间。截至 2023 年 11 月末，CME 利率期货市场押注美联储首次降息或在 2024 年 5 月，且全年或将累计降息 100BP 左右。

图表11 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,平安证券研究所

图表12 市场预期2024年降息幅度或达100BP左右



资料来源：CME,美联储,平安证券研究所

回顾 1980 年代以来美联储历次降息选择，可以大致归结于两类——“纾困式降息”与“预防式降息”。当美国实体经济与金融市场遭遇重大挫折时，美联储紧急降息以促进经济复苏、维护金融稳定，即“纾困式降息”。例如，2000-2001 年美国表现不错，但互联网泡沫破裂，金融市场波动迫使美联储转向；2001 年 1 月美联储首次降息时，纳斯达克指数已经从前期高点下跌了近 50%。又如，2007 年美国次贷危机爆发，8 月法巴银行“暴雷”引发货币市场巨震，美联储于 9 月首次降息，但未能阻止这场危机的蔓延。

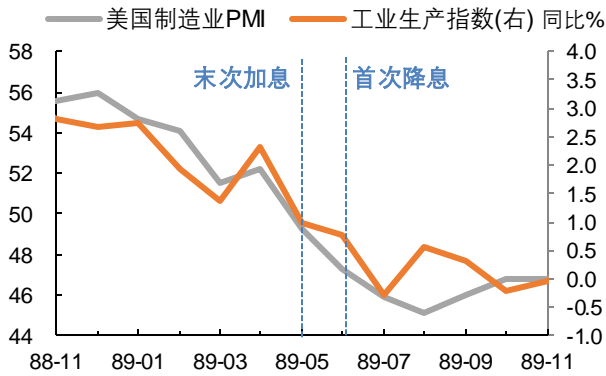
图表13 1980年代以来美联储开启降息的背景

	利率达峰	利率下降	维持时间(日)	利率水平(%)	降息背景	降息类型
1	1984/8/9	1984/9/20	42	11.50	经济衰退	纾困式
2	1989/5/17	1989/6/6	20	9.81	经济走弱	预防式
3	1995/2/1	1995/7/6	155	6.00	经济走弱	预防式
4	1997/3/25	1998/9/29	553	5.50	亚洲金融危机	纾困式
5	2000/5/16	2001/1/3	232	6.50	互联网危机	纾困式
6	2006/6/29	2007/9/18	446	5.25	次贷危机	纾困式
7	2018/12/20	2019/8/1	224	2.50	通胀走弱	预防式

资料来源：Wind,美联储,平安证券研究所

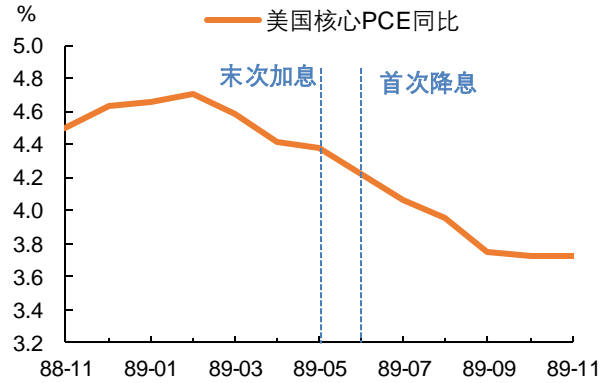
当美国经济尚未衰退但走弱信号增多时，美联储可能选择适当降息以防经济过快降温，即“预防式降息”。1989 年、1995 年和 2019 年的首次降息大致符合此类情形，但也有各自的特点。1989 年，格林斯潘领导的美联储也在抗击通胀，美国政策利率峰值高达 9.81%，但随着新增非农、制造业 PMI、工业生产等经济数据走弱，美联储更加相信未来通胀可控，因此于 1989 年 6 月首次降息。1995 年，美联储于 7 月首次降息时，PCE 通胀率处于 2%附近，但失业率略高于 CBO 预测的“自然失业率”且出现上行迹象。2019 年，美联储于 8 月首次降息时，尽管失业率仍处于 4%以内，但 PCE 通胀低于 2%且出现走弱苗头。

图表14 1989年美国宏观经济数据走弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 1989年美国核心PCE仍高、但趋势下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

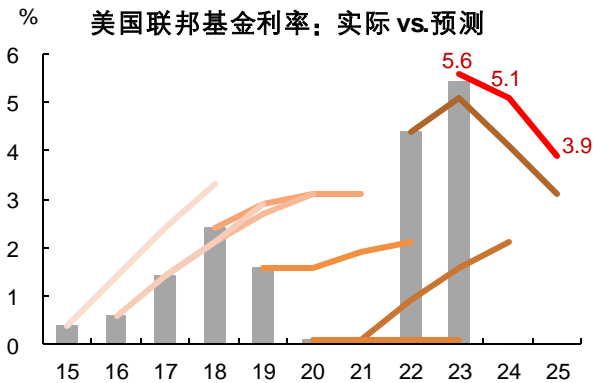
当前，主流机构对2024年的美国经济仍持相对乐观的看法，美联储在2023年9月预测以及IMF在10月的预测均认为，2024年美国实际GDP能够增长1.5%。如果美国经济有幸避免陷入危机，保持相对平稳运行，美联储会否选择“预防式降息”？我们认为，存在这一可能。

首先，美联储的经济预测可能过于乐观。因其预测结果主要服务于“预期引导”，不排除适当高估经济前景以配合当下紧缩的政策立场。历史上，美联储在经济拐点出现前，经济预测往往不够灵活，与真实结果大相径庭。2018年末，美联储预计2019年仍会加息两次，但由于美国通胀实际走势弱于预期，美联储当年反而降息三次。从这个角度看，金融市场对经济拐点的反应或更敏感，市场利率的参考价值可能更高。

其次，伴随通胀回落美国实际利率水平自然上升，美联储有空间也有必要去调降名义利率，防止实际利率过高。参考美联储预测，假设2024年美国PCE通胀率能够逐步回落至2.5%左右，如果美联储不降息，扣除通胀后的实际利率水平或在2.8%左右，高出CBO预测的美国潜在增长率1个百分点左右。

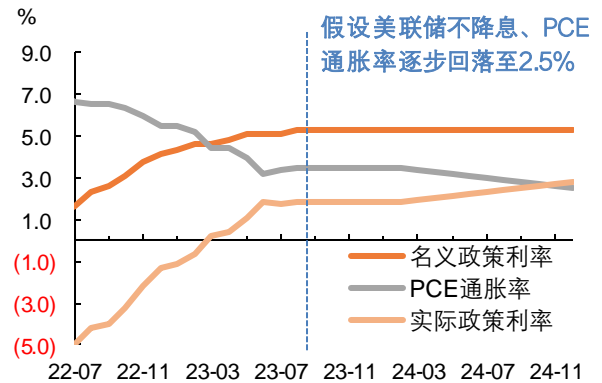
最后，美联储即便降息1个百分点至4%左右，该利率仍然高于2.5%的“longer run”政策利率。因此，即使美国通胀仍高于2%的目标，美联储亦可以声称，其并没有放弃“限制性”政策立场；而考虑到通胀回落的前景更加确定，叠加可能出现的经济和就业软化的信号，适当降息是合适的。综合考虑，我们认为2024年美联储可能会适当调降政策利率0.5至1个百分点。

图表16 历史上美联储利率预测未必兑现



资料来源: 美联储, Wind, 平安证券研究所。注: 折线为美联储当年末次经济预测结果

图表17 2024年美国实际利率有上行压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国中长期利率或上移

1960年代以来，美国名义政策利率先升后降，呈现倒V型走势，拐点出现在1980年代。1980年代以前，美国经历了战后复苏与工业化，同时也经历了高通胀扰动，美联储政策利率在波动中呈上行趋势；1980年代以后，美国经济步入“大稳健”时期，同时也步入“去工业化”时代，潜在经济增速逐步下行，通胀及通胀预期逐步稳定，美联储政策利率在波动中呈下行走势。美联储前主席伯南克曾解释低利率的原因，认为美联储并非“有意”设置一个很低的利率水平，而是选择将利率设置在一个更低的“均衡利率”水平附近，令资本和劳动力水平充分利用、经济健康运行。

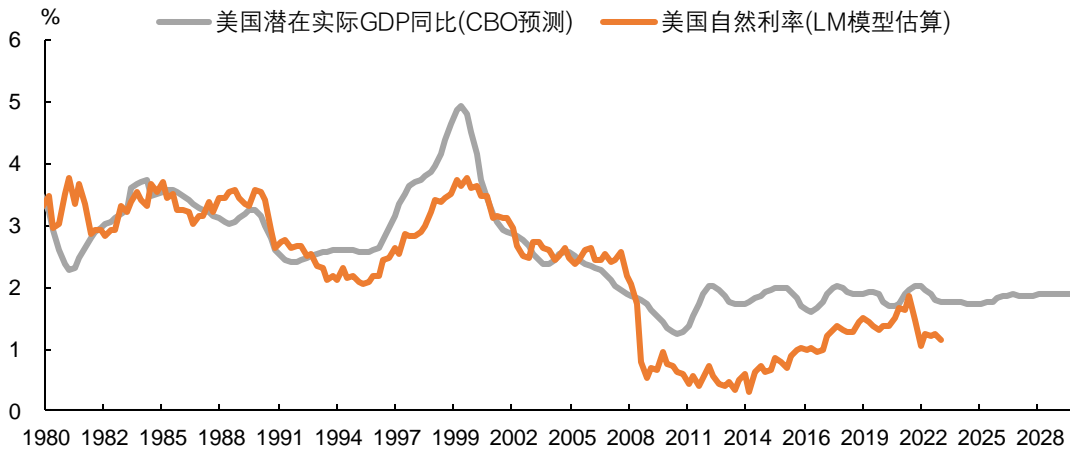
图表18 1960年代以来美国名义政策和市场利率走势



资料来源：Wind, 纽约联储, 平安证券研究所

展望中长期，美国政策利率中枢有可能明显高于新冠疫情前水平。先看“自然利率”。“自然利率”指的是在没有货币摩擦的条件下，经济实现理想资源配置时所要求的实际利率水平。2008年国际金融危机后，纽约联储LM模型估算的美国自然利率明显下降，由1997-2007年均值的2.9%，下降至2009-2019年均值的0.8%。经济学家通常认为，这一时期自然利率下行的原因包括劳动生产率下降、人口老龄化导致的储蓄过剩、投资长期不足以及全球增长放缓等。截至2019年，模型估算的自然利率为1.5%左右。新冠疫情以后，LM模型估算的美国自然利率下降，截至2023年二季度仅为1.14%，尚未回归2019年1.5%左右水平，具备向上修复的空间。此外，目前有些理由支持美国自然利率进一步上升：一方面，拜登政府上台后动用了大规模财政刺激，加上人工智能等科技发展，以及“再工业化”战略的推进，为美国潜在增长率回升创造了机遇。另一方面，2022年以来，美国经济在美联储大幅加息后仍然保持韧性，一种可能的解释是，美国自然利率水平已经上移，所以“稀释”了美联储加息的限制性效果。截至2023年三季度，美联储经济预测认为美国中长期名义利率和通胀水平分别为2.5%和2.0%，隐含的实际利率水平仅为0.5%，而2016-2019年美联储经济预测隐含的中长期实际利率为1.0%左右。综合来看，美国自然利率或有0.5个百分点的上修空间。

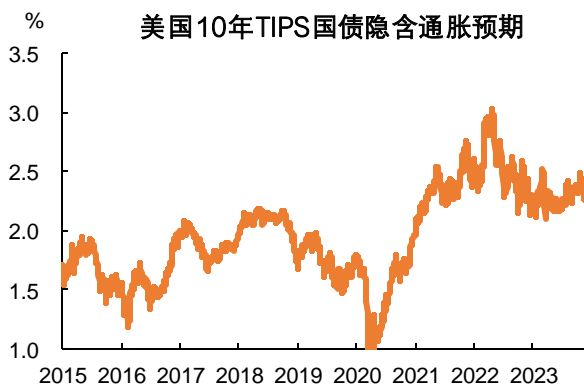
图表19 1980年代以来美国自然利率与潜在实际GDP增速走势



资料来源: Wind, 纽约联储, 平安证券研究所

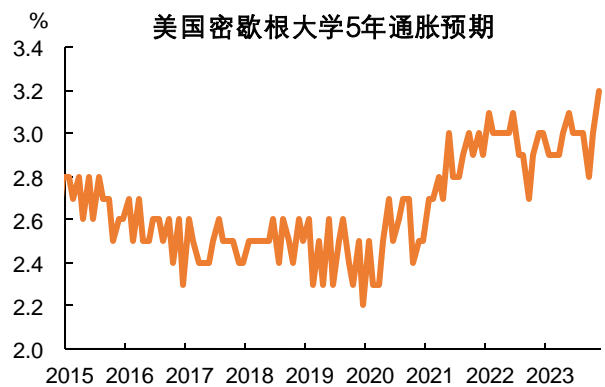
再看通胀水平。在后疫情时代，美国中长期通胀水平可能略高于2%，突破2015-2019年1.5%的波动中枢。需求方面，本轮美国货币和财政刺激实质上践行了现代货币理论（MMT）的思想，通过激进的政策刺激弥补有效需求的不足，有望打破国际金融危机以来美国需求长期不足的瓶颈。供给方面，劳动力短缺、能源转型、国际供应链退化等因素，可能持续较长时间，并减弱供给端的灵活性，增大通胀波动风险。通胀预期方面，通胀的“自我实现”效应也不容忽视，2021年以来美国通胀已经“超调”三年之久，这可能重塑居民消费、企业生产以及政府支出的习惯与逻辑。2023年以来，美国10年TIPS国债隐含通胀预期波动中枢达到2.4%，明显高于2015-2019年平均水平的1.8%；美国密歇根大学针对居民的调查结果显示，2023年以来居民对未来五年的通胀预期在3%左右，明显高于2015-2019年平均水平的2.5%。当下，关于美联储是否应该适当上修2%通胀目标的讨论不断，美联储无疑会在这一问题上谨慎行事，在实操层面追求更灵活的物价目标，对略高于2%的通胀水平给与一定容忍，尽量避免紧缩过度引发不必要的经济衰退。

图表20 美国债券市场中长期通胀预期上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 美国居民中长期通胀预期上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

简言之，更高的自然利率和更高的中长期通胀，意味着美国名义政策利率的中枢需要上修。我们认为，美联储“longer run”政策利率可能由2.5%上修至3.5%左右。

风险提示：地缘局势变化超预期，美国经济下行超预期，国际金融市场波动超预期等。

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