

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

前路渐坦

——2024年中海外宏观与资产展望

平安证券研究所 宏观经济与政策团队

分析师：

钟正生 S1060520090001 (证券投资咨询)

张璐 S1060522100001 (证券投资咨询)

范城恺 S1060523010001 (证券投资咨询)

2024年7月7日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

主要观点

- ◆ **美元流动性“名紧实松”**。上半年，美债利率一度上行，但关键金融市场指标指向宽松，美元乃至全球资产表现积极。美国经济保持韧性，但也不至于过热。全年增长预计2.3%、略慢于2023年的2.5%，大体迈向“软着陆”。美国通胀回落遭遇波折，仍有望继续改善。基准预测下，通胀率有望在Q3阶段回落，Q4出现一定反弹。美国就业市场顺利走向平衡，但就业质量下降，美联储开始关注“意外降温”风险。除“双目标”外，美联储也要防范流动性风险，尤其关注持续缩表后银行体系准备金下降的风险。综合来看，预计美联储于今年四季度降息1次。
- ◆ **从“美国独强”到“百花齐放”**。上半年，全球股市和商品表现更加积极。首先，美元流动性的实质宽松，利好全球资产。其次，欧洲、日本经济整体好于预期，欧洲通胀受益于供给改善，经济复苏虽缓但到，货币宽松在路上；日本出现“通胀复归”迹象、货币“慢转弯”。再次，全球制造业步入复苏，各国产业政策持续发力，在此过程中，发达经济体布局高技术制造业，新兴市场积极招商引资，中国企业寻求“出海”，全球投资机会涌现。
- ◆ **大类资产走向何方？下半年，美联储仍处于酝酿降息的过程，全球投资环境有望保持良好，“前路渐坦”，但也需警惕波折。**
 - 1) **美债：波折向下**。降息0-2次的情形下，10年美债利率或在4%-4.5%波动，年内较难下破4%。
 - 2) **美股：趋势向好，但波动风险增多**。宏观流动性有望继续提供支撑。AI行情不至于是“泡沫”，但美股集中度上升孕育风险；美国大选不改美股方向，但大选前1-2个月容易出现调整。
 - 3) **美元指数：何时下行，还看欧日**。经验上，美联储缓慢降息，美元指数未必走弱，取决于非美经济和政策走向。欧元有望在内部政治风险平息后有所反弹。日元能否修复取决于日本央行转向的速度。
 - 4) **黄金：不高估“降息利好”**。美元体系之外的因素值得重视，关注全球央行购金放缓，以及避险、投机需求降温的风险。
 - 5) **原油：维持紧平衡**。综合需求、库存、投机仓位等，当前80-85美元/桶的油价基本处于均衡合理水平。



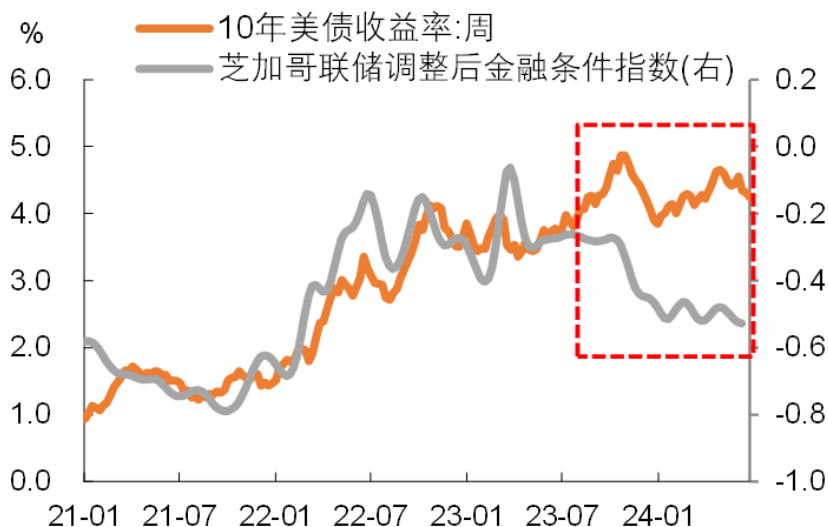
目录CONTENTS

- 一、美元流动性“名紧实松”
- ◎ 二、从“美国独强”到“百花齐放”
- ◎ 三、大类资产走向何方？

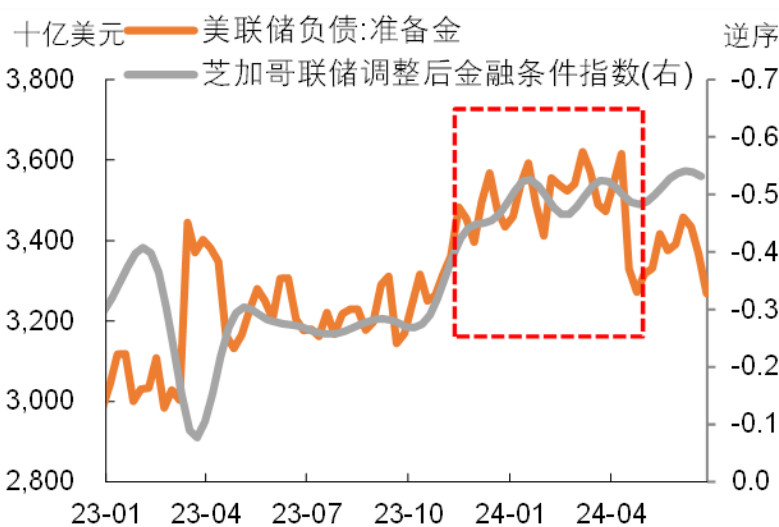
1.1 美元流动性表面上“紧”，实质上“松”

- 2024上半年，美债利率高位运行，但关键金融市场指标指向宽松，美元乃至全球资产表现积极。
- 2024上半年，10年美债利率中枢为4.3%，基本持平于2023下半年。
- 但是：1) 芝加哥调整后的金融条件指数中枢则由-0.33进一步下降至-0.51%，基本达到2022年2月以来（美联储加息周期开启以来）最低水平；2) 美国银行体系的准备金水平，在2023Q4-2024Q1保持高位运行；3) 美债利率高位运行的同时，美国乃至全球股市表现积极。

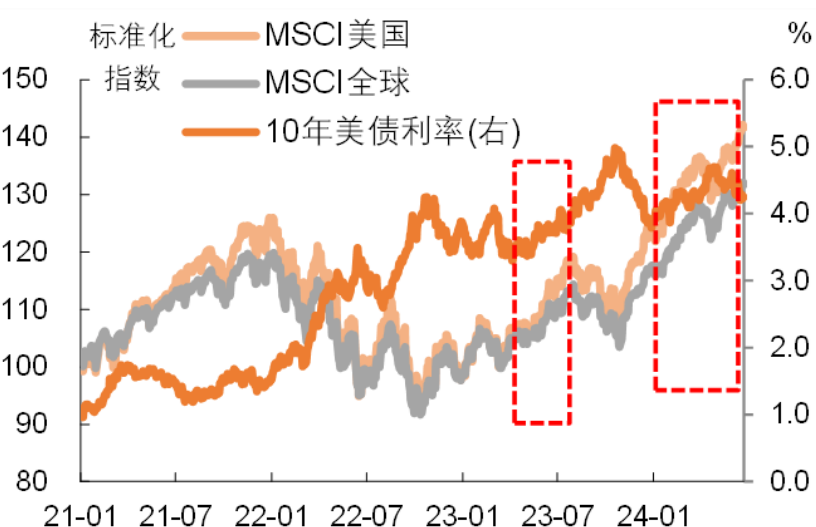
美债利率保持高位，但金融条件指数回落



美国银行准备金维持高位运行



美债利率上升，未阻美国乃至全球股市上涨



1.2 美国经济：保持韧性，但也不至于过热

- 美国GDP增长势头好于年初预期，投资明显修复，消费、财政支出也略强于预期。我们预计，美国GDP全年增长2.3%、略慢于2023年的2.5%，经济大体迈向“软着陆”。

◎ 相较年初预测，我们上修美国经济增长、通胀和年末政策利率水平

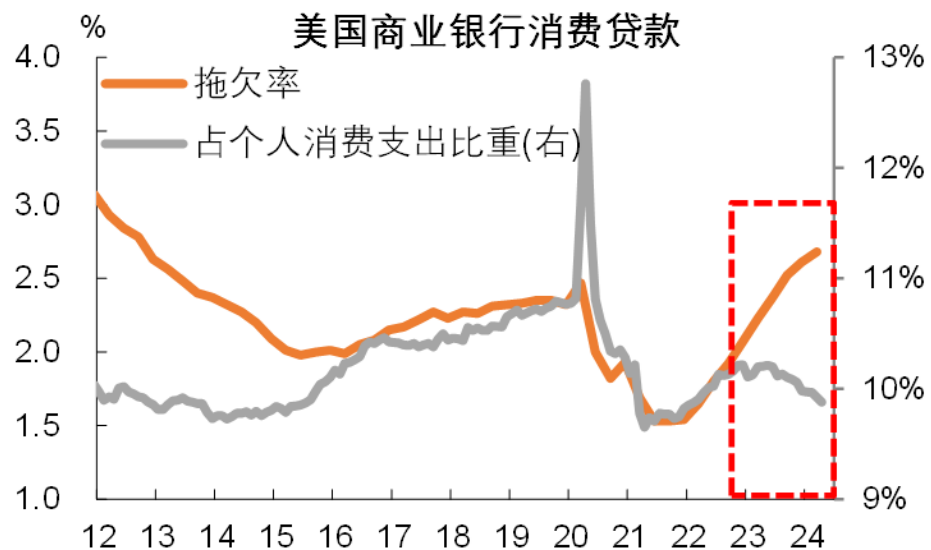
美国GDP数据预测（2024年7月）								
	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2E	2024 Q3E	2024 Q4E	2023	2024E	2024E (对比2024.1.10预测)
美国GDP	3.4	1.4	1.7	1.6	1.5	2.5	2.3	0.7
私人消费	3.3	1.5	1.8	1.7	1.4	2.2	2.2	0.7
商品	3	(2.3)	2.5	1.5	1.0	2.0	1.3	0.0
服务	3.4	3.3	1.5	1.8	1.6	2.3	2.4	1.0
私人投资	0.7	4.4	0.1	1.0	1.2	-1.2	3.0	1.9
非住宅	3.7	4.4	2.5	1.5	1.5	4.5	3.2	1.6
住宅	2.8	16.0	(5.0)	(1.0)	0.0	-10.6	3.9	2.0
私人库存变化	54.9	28.6	30.0	30.0	30.0	43.7	29.7	18.7
出口	5.1	1.6	2.0	2.5	3.0	2.6	2.2	0.3
进口	2.2	6.1	2.0	1.5	1.0	-1.7	2.6	1.2
政府支出	4.6	1.8	1.5	1.0	0.8	4.1	2.7	0.8
美国通胀、就业和利率预测（2024年7月）								2024Q4E (对比2024.1.10预测)
PCE (%)	2.8	2.6	2.6	2.5	2.7			0.4
核心PCE (%)	3.2	2.9	2.7	2.7	2.8			0.4
失业率 (%)	3.7	3.8	4	4.1	4.1			0
政策利率 (%)	5.25	5.25	5.25	5.25	5			0.5
10年美债利率 (%)	3.9	4.2	4.4	4.1	4.2			

资料来源：Wind, BEA, BLS, 美联储, 平安证券研究所。注：1、对于经济增长指标，“私人库存变化”单位为十亿美元（折年数）；其余季度指标单位为环比折年率（%），年度指标单位为年增长率（%）。2、对于通胀、就业和利率指标，政策利率、10年美债利率为季末值，其余指标为季度均值。3、“2024.1.10预测”参考报告《2024年美国经济与市场展望：转弯与转型》。

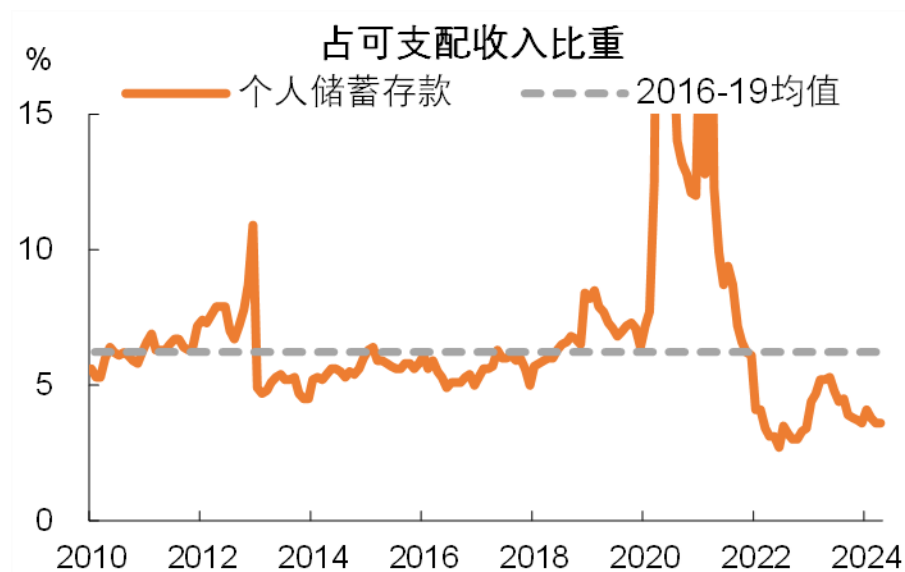
1.2 美国经济：保持韧性，但也不至于过热

- 消费表现仍是判断经济和通胀的核心线索。2024年1-5月，美国个人消费累计同比2.2%，保持韧性。目前消费降温的压力也在累积，尤其消费贷款（信用卡）拖欠率上升等受到较多关注。不过，居民储蓄率仍在下降、消费信贷占消费支出比重也在下降，可见居民的消费意愿、消费能力仍强。

◎ 美国信用卡拖欠率上升，但消费贷款本身在消费支出中的占比有限



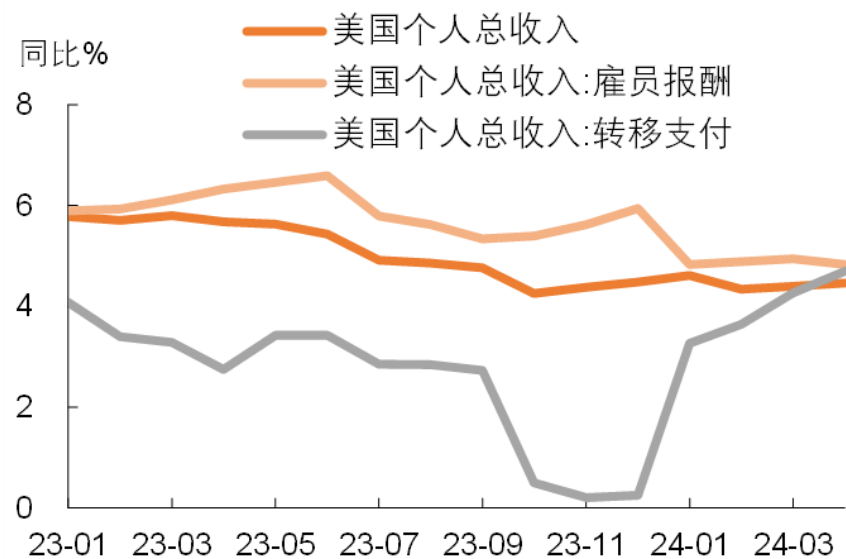
◎ 美国居民储蓄率持续低于疫情前水平



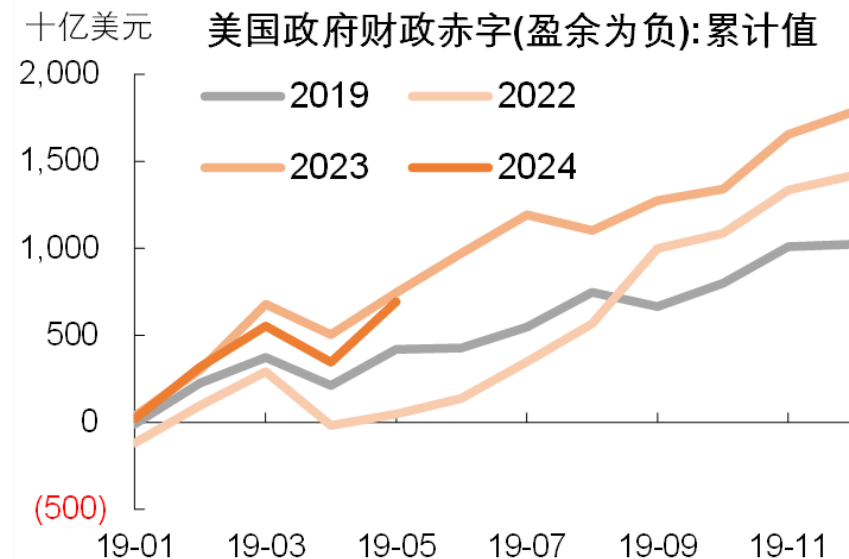
1.2 美国经济：保持韧性，但也不至于过热

- 美国消费韧性仍离不开财政支持。今年以来居民收入增速保持稳定，尽管雇员报酬增长小幅放缓，但转移支付增速明显回升；今年1-5月，美国联邦政府累计赤字仅较2023年同期小幅下降7%，但较2019年同期仍大幅高出65%，美国“宽财政”的总基调并未改变。

◎ 美国居民收入中，转移支付增速回升



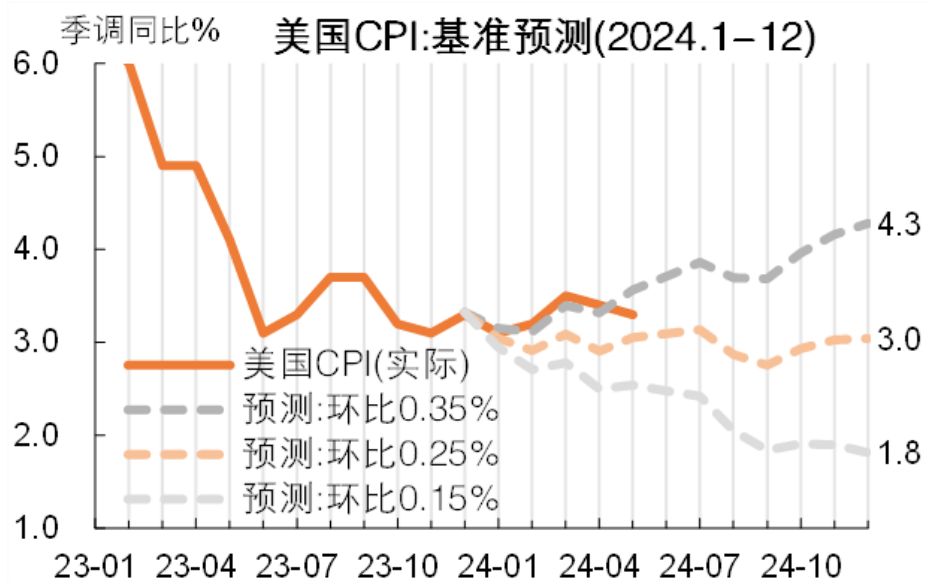
◎ 2024年1-5月美国财政累计赤字水平不低



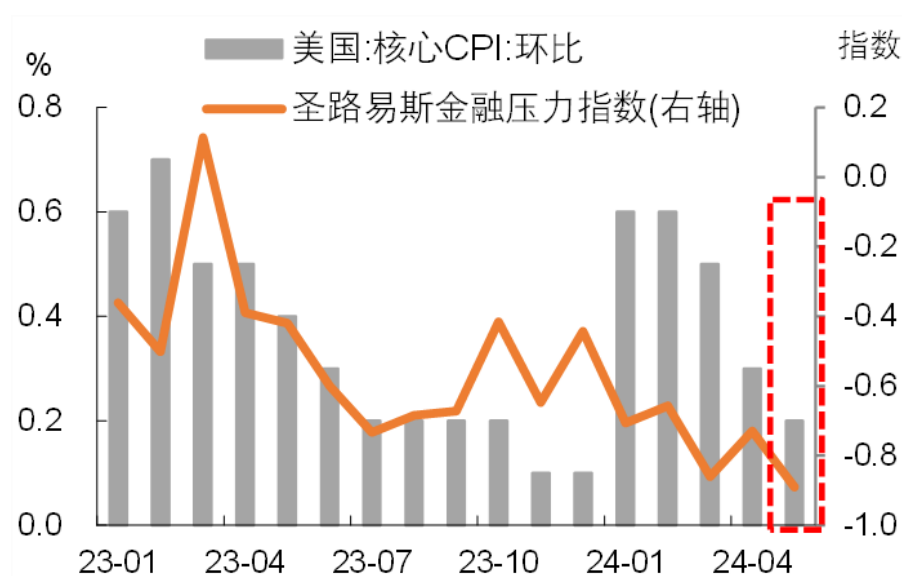
1.3 美国通胀：回落遭遇波折，仍有望继续改善

- 美国通胀曾于一季度反弹，但过去一年已取得实质性改善。对比年初基准预测，CPI和核心CPI同比走势在一季度达到甚至超过“上行风险”情形；好在4-5月有所回落，目前趋势上走向“中性”情形。
- “金融-经济-通胀”传导并不明显。尤其注意到，5月金融条件宽松、而通胀仍然降温，说明金融条件收紧不是通胀回落的必要条件。

◎ 美国CPI同比走势与年初预测比较



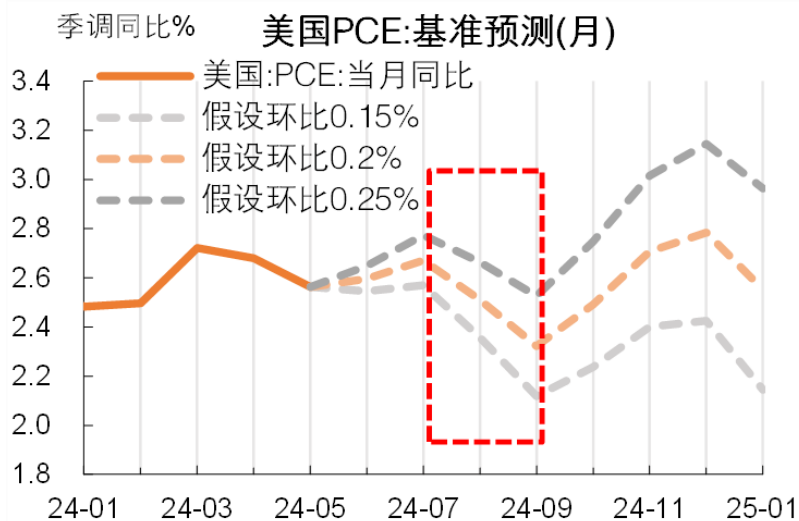
◎ 金融条件收紧不是通胀回落的必要条件



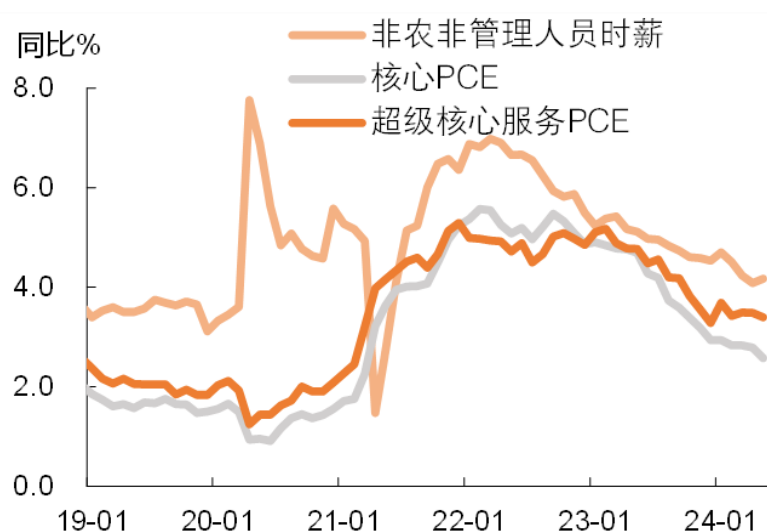
1.3 美国通胀：回落遭遇波折，仍有望继续改善

- 预计美国通胀率有望在Q3阶段回落，Q4出现一定反弹。中性预测下，预计下半年PCE环比平均为0.2%，基本持平于过去12个月均值。具体地，PCE环比三种假设（中性、偏高、偏低）分别参考：截至2024年5月，过去12个月平均环比（0.21%）、过去6个月平均环比（0.25%）以及2023年下半年平均环比（0.17%）。
- 通胀上行风险可能来自：1) 超级核心服务与工资增长；2) 房租通胀有悖历史规律地呈现粘性等。

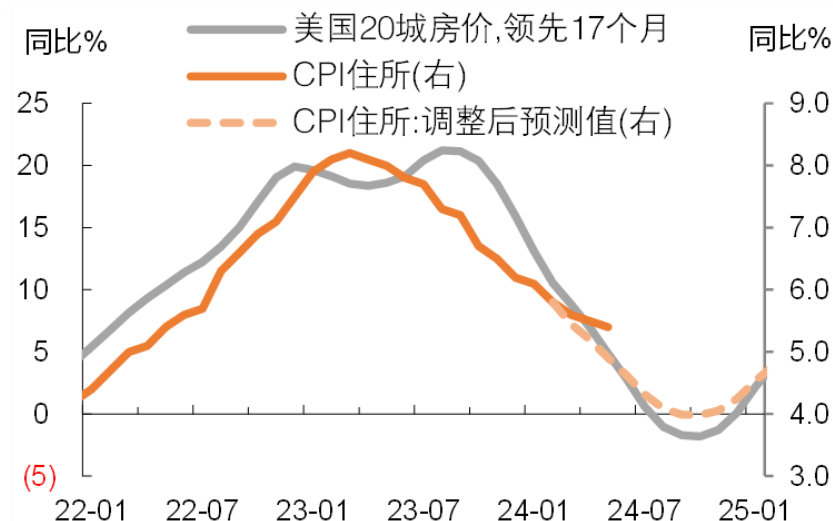
考虑基数原因，PCE通胀率在Q3阶段回落，Q4出现一定反弹



美国工资和超级核心服务PCE增速高于核心PCE



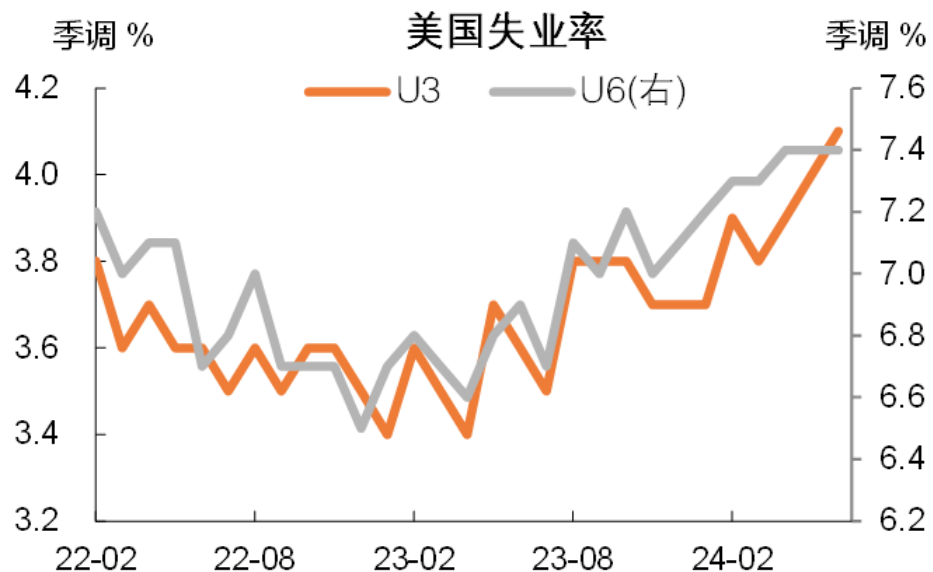
目前房租通胀保持粘性，并未因前期房价阶段回落而下降



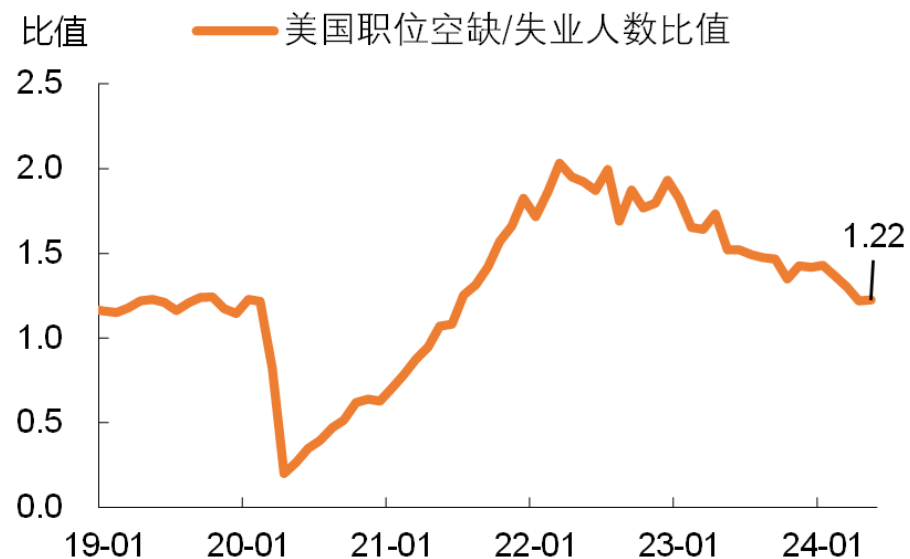
1.4 美国就业：顺利走向平衡，美联储警惕“意外降温”风险

- 从关键就业指标看，美国就业市场已经摆脱“过热”，基本回归疫情前水平，例如美国职位空缺与失业人数比值截至5月录得1.22，持平于2019年水平；失业率在6月回升至4.1%，是2021年11月以来最高水平，已基本达到美联储预计的长期失业率（自然失业率）的4.2%。

◎ 美国失业率已经升至“自然失业率”附近



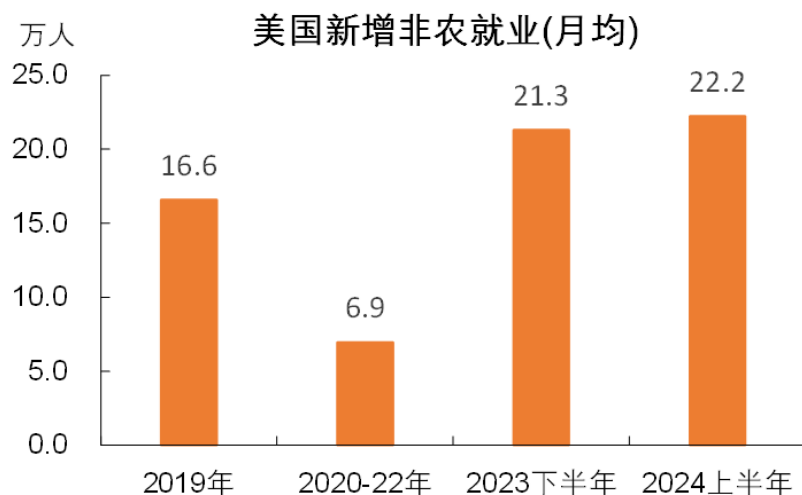
◎ 职位空缺与失业人数比值下降至疫情前水平



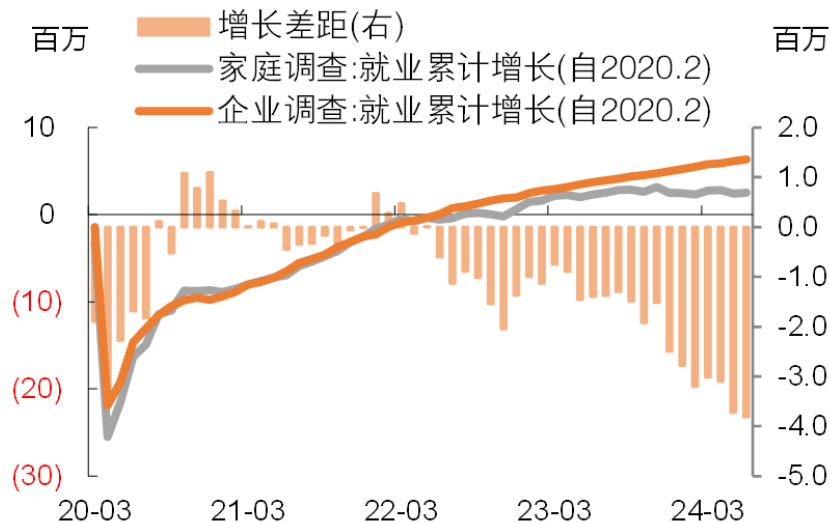
1.4 美国就业：顺利走向平衡，美联储警惕“意外降温”风险

- 尽管非农就业人数保持高增，但这项源自“企业调查”的数据与“家庭调查”数据明显背离，疫情以来前者比后者多增长了约380万岗位、占非农增量的60%。结构上，根据家庭调查口径，近一年全职工作数量明显减少，兼职、身兼数职、自由职业等数量明显增长。这些数据削弱了“新增非农”的指示意义，暗示美国就业市场质量弱化。因而，美联储开始关注就业市场“意外降温”的风险。

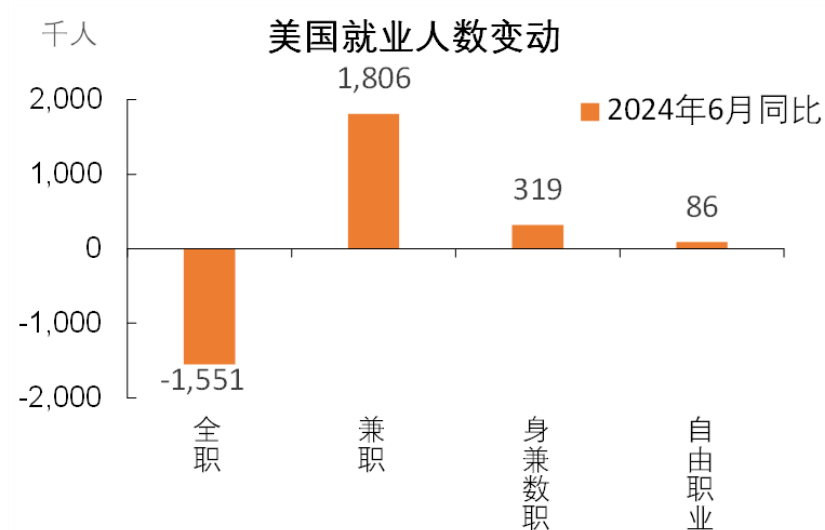
今年以来新增非农保持高增



BLS家庭和企业调查结果持续背离



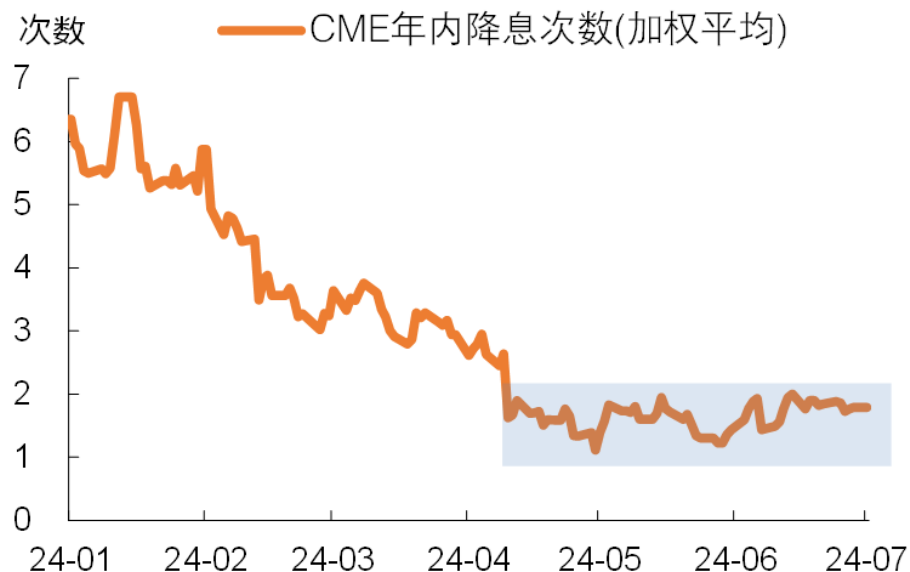
全职工作总量同比减少



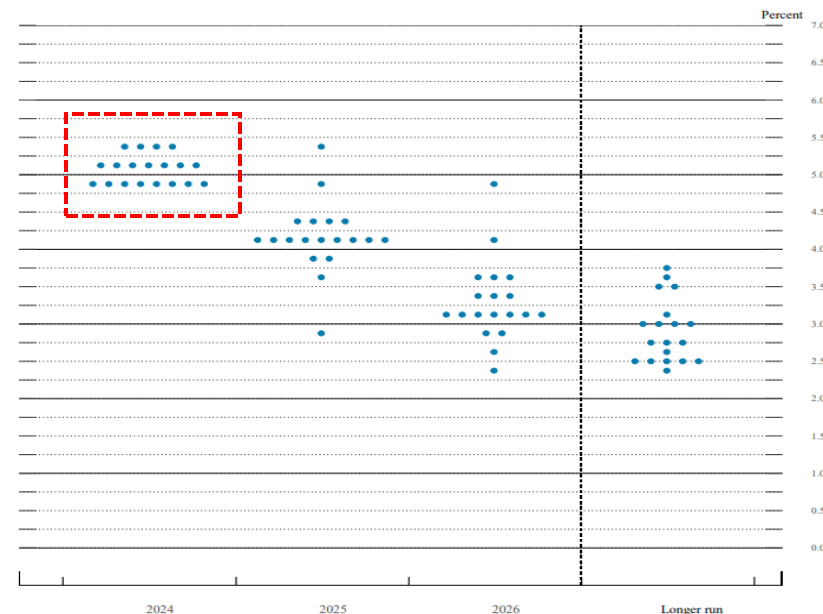
1.5 美联储：降息推迟但方向不变

- 我们预计，美联储或于今年四季度降息1次。
- 2024年1-4月，在美国通胀反弹、经济保持韧性的背景下，美联储推迟降息，市场降息预期持续修正。不过，今年4月中旬以来截至目前，**CME利率期货市场保持年内降息1-2次的押注**，与美联储最新的预期引导基本吻合。美联储6月最新点阵图显示，15/19（79%）的官员预计年内降息1-2次，4/19（21%）预计不降息。

近三个月，利率期货市场持续押注年内降息1-2次



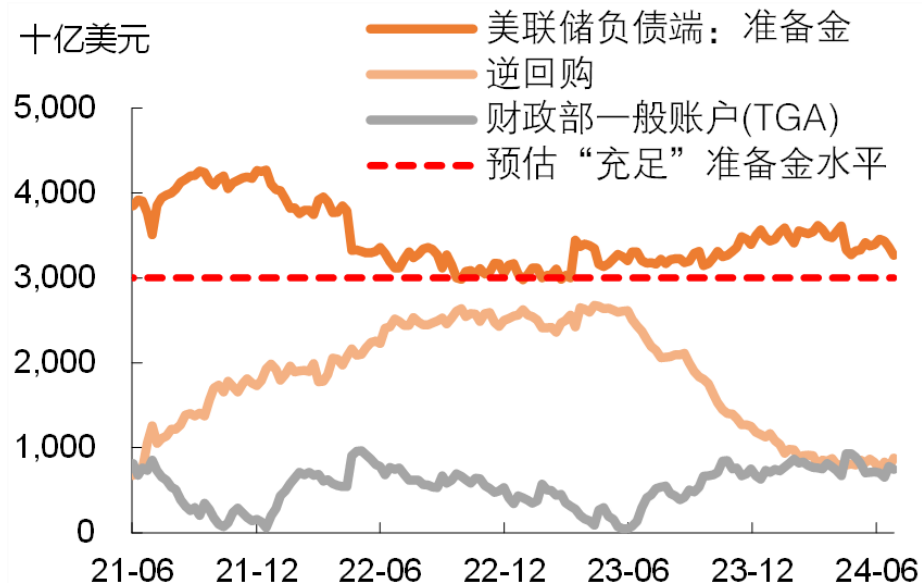
美联储多数官员预计年内降息1-2次



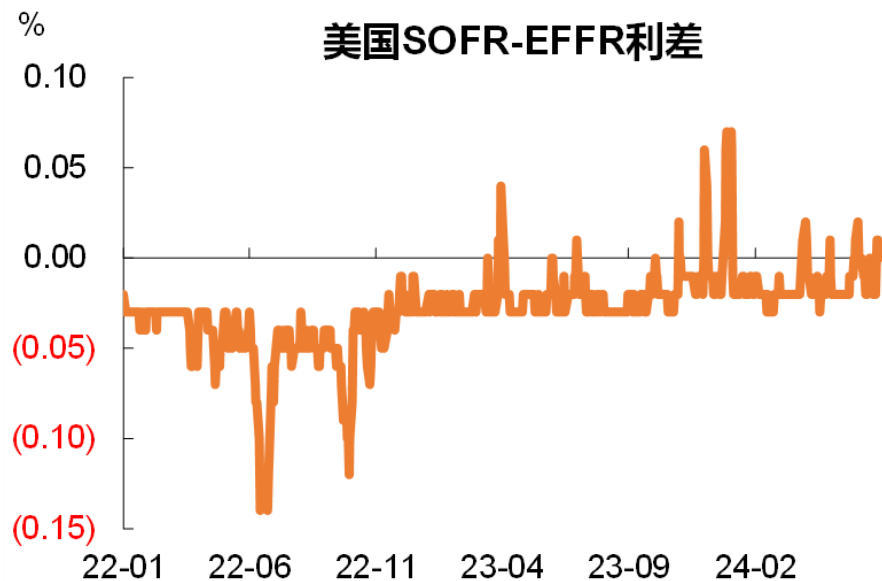
1.5 美联储：降息推迟但方向不变

- 除“双目标”外，美联储也要防范流动性风险。伴随缩表继续，美联储积极吸取2019年流动性危机的教训，提早放缓缩表。目前，尽管美国银行体系准备金似乎仍算“充裕”，但观察美联储负债端，由于逆回购和财政部一般账户（TGA）的“蓄水池”作用可能减弱，未来随着总负债规模不断下降，准备金可能更快下降。此外，近半年美国有担保融资利率（SOFR）波动加大，也暗示流动性压力边际上升。如果美国准备金较快下降及流动性局部紧张，可能触发美联储提早降息。

◎ 随着逆回购下降，准备金下降的压力上升



◎ 美国有担保融资利率(SOFR)波动加大





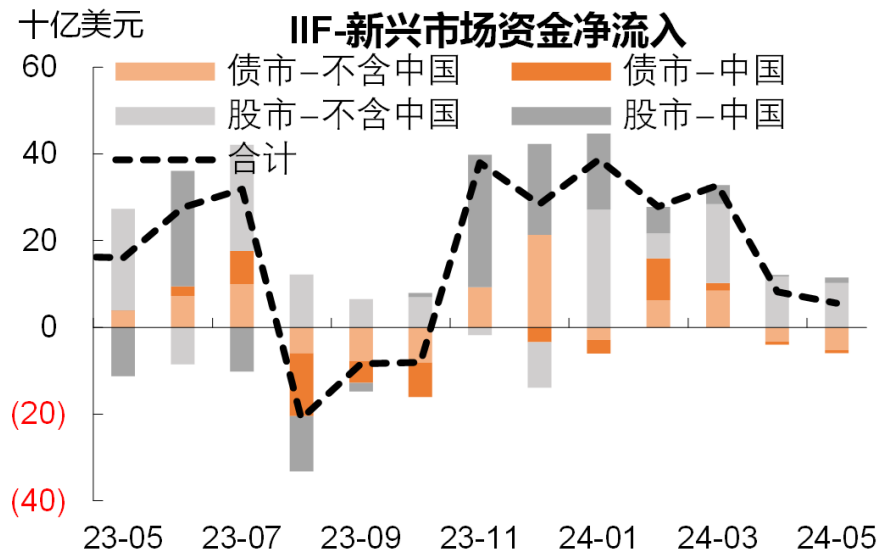
目录CONTENTS

- 一、美元流动性“名紧实松”
- 二、从“美国独强”到“百花齐放”
- 三、大类资产走向何方？

2.1 全球资产：受益于美元流动性的实质宽松

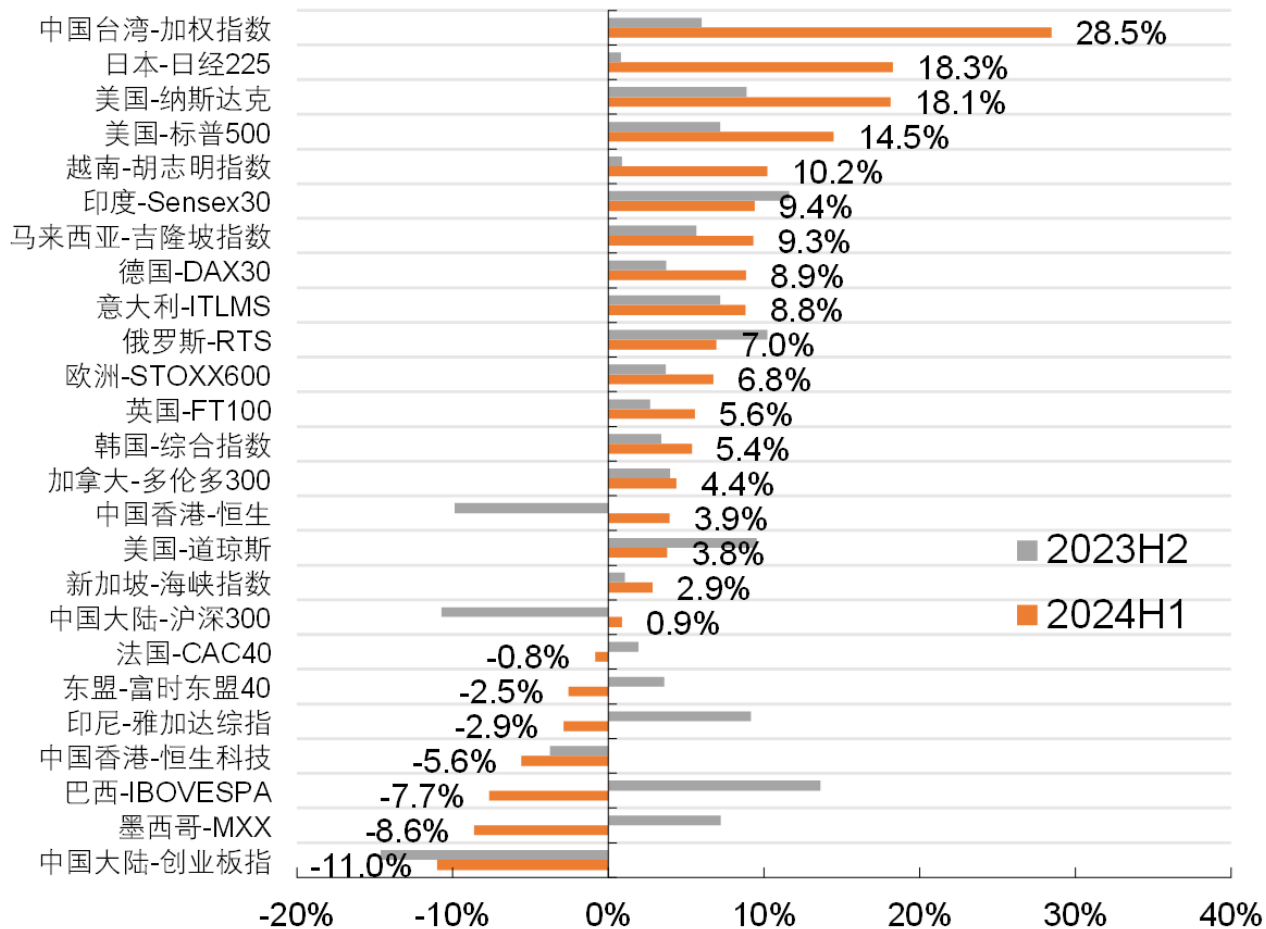
- 美元流动性的实质宽松，利好全球资产。
- 2024H1全球股市表现整体好于2023H2；据IIF数据，2024.1-5新兴市场资金净流入累计102亿美元，而2023.8-12为净流出222亿美元。

◎ 2023年11月以来新兴市场资金持续净流入；非中国地区资金流入更加明显



◎ 2024上半年全球股市多数表现好于2023下半年

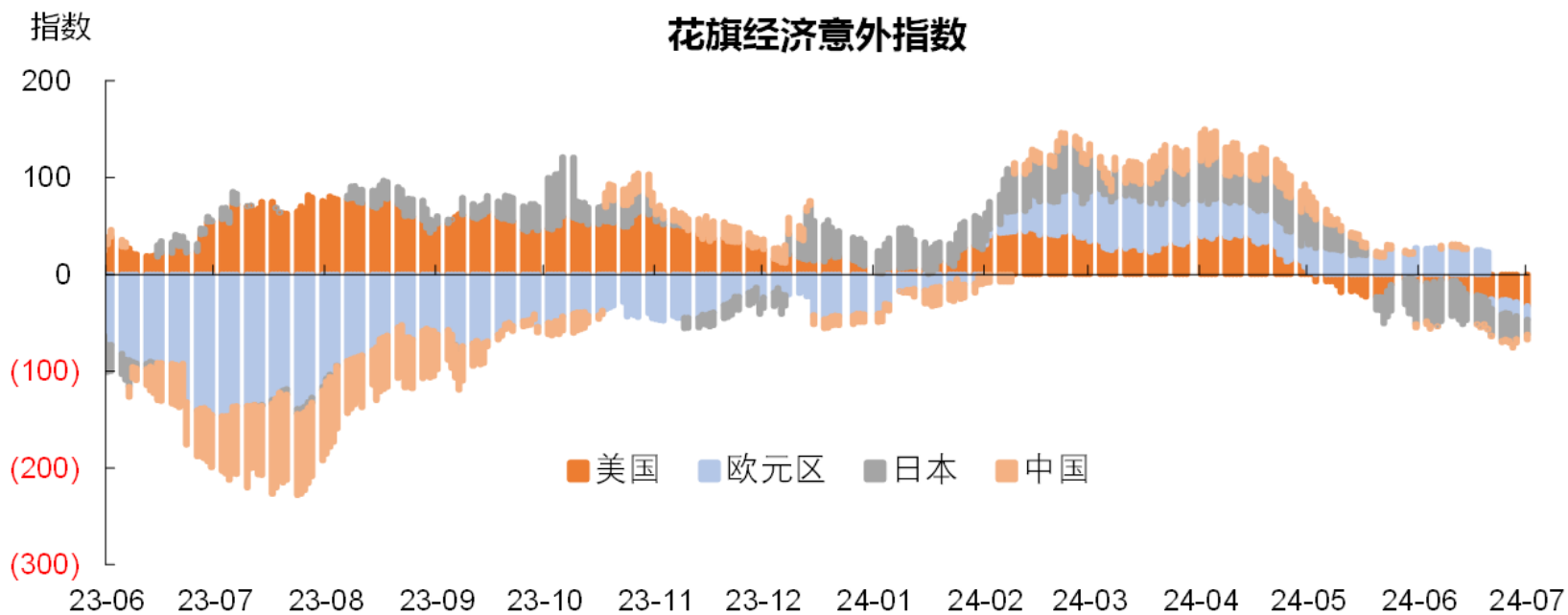
全球主要市场股指表现



2.2 欧日经济：整体向好

- 今年上半年，除美国经济保持韧性外，欧洲、日本经济表现也可圈可点，相比美国经济更“超预期”。
- 2024H1欧洲、日本花旗经济意外指数均值均明显高于2023H2。

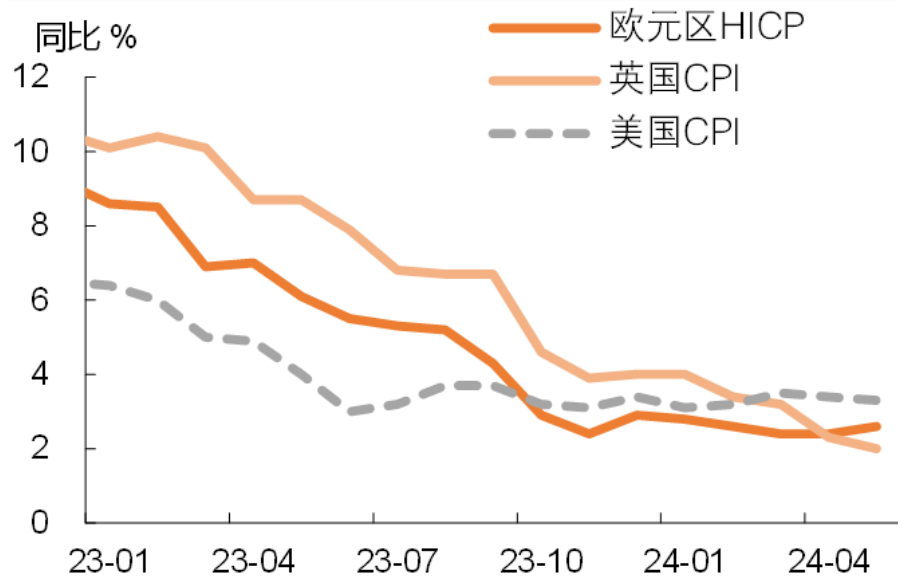
◎ 2024上半年，欧洲和日本花旗经济意外指数明显高于2023下半年



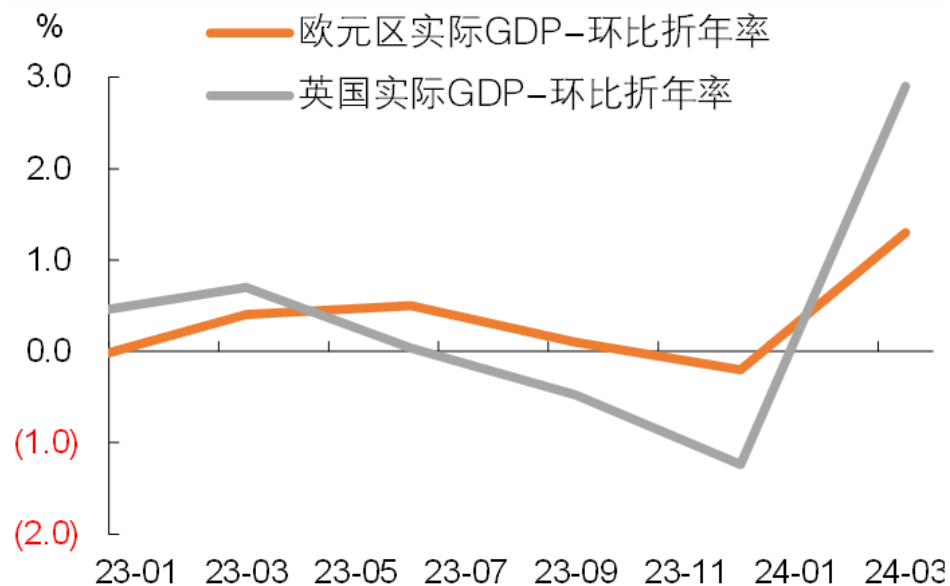
2.2 欧日经济：整体向好

- 欧洲：通胀受益于供给改善而回落，经济复苏虽缓但到，货币宽松在路上。欧洲通胀的改善修复了消费和投资信心，实际GDP重回正增长，经济趋势上已步入复苏；通胀的回落，令欧洲央行和英国央行能够较早开启降息，进一步呵护经济复苏。

◎ 欧洲通胀较快改善



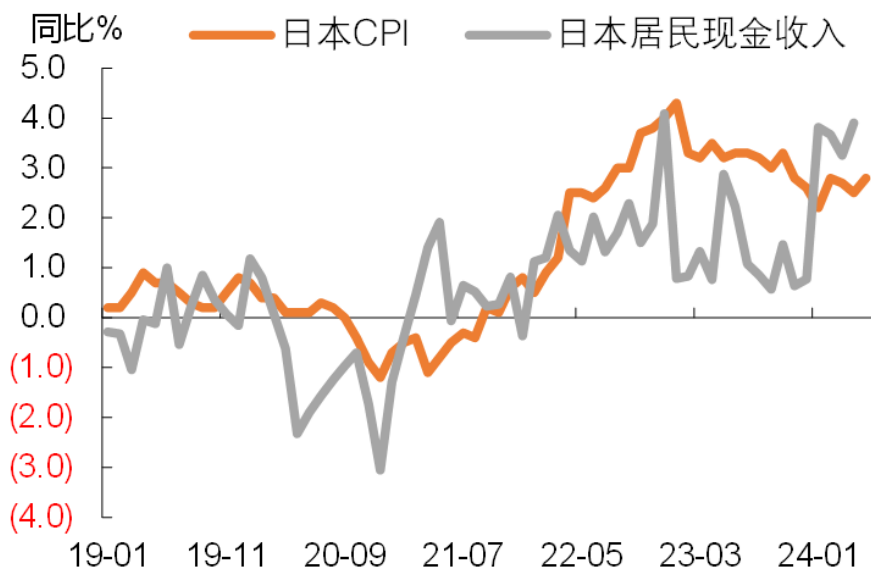
◎ 欧洲实际GDP重回正增长



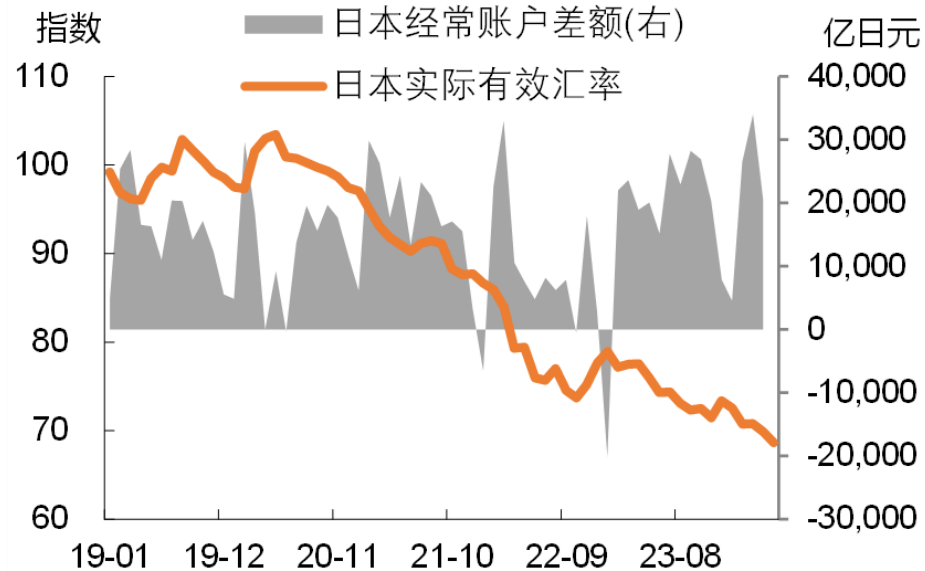
2.2 欧日经济：整体向好

- 日本：“通胀复归”迹象增多，货币政策保持耐心、尝试“慢转弯”。今年以来，日本居民现金收入同比增速超过CPI通胀率，薪酬谈判（春斗）结果积极，工资和通胀似乎步入正循环；日本央行尽管退出了负利率和收益率曲线控制（YCC），但维持购债，政策转向保持耐心，令日元保持弱势、支撑经常帐盈余。

◎ 日本工资和通胀趋于正循环



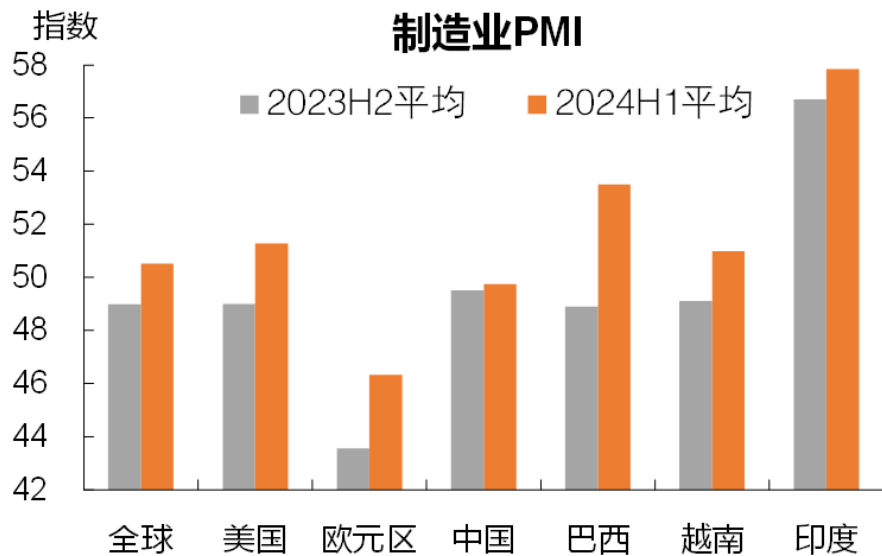
◎ 弱势日元支撑日本经常帐盈余



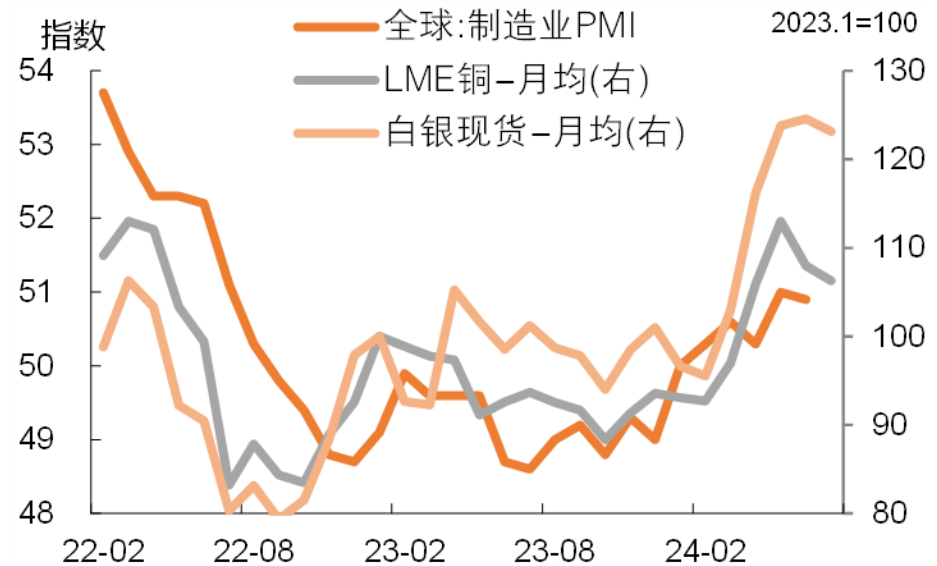
2.3 全球制造业：复苏、再工业化、产业链重塑

- 今年上半年，全球制造业同步复苏，大多数经济体制造业景气显著提升、或维持在较高水平。
- 除了经济周期规律，产业政策在当前制造业复苏中亦扮演重要角色。全球积极推动“（再）工业化”、加快全球产业重塑，可能进一步促进制造业需求，令全球制造业复苏更加确定。
- 全球制造业复苏提振工业金属需求（预期），如铜（新能源、AI算力）、白银（新能源材料）等

◎ 全球多数地区制造业景气均明显提升



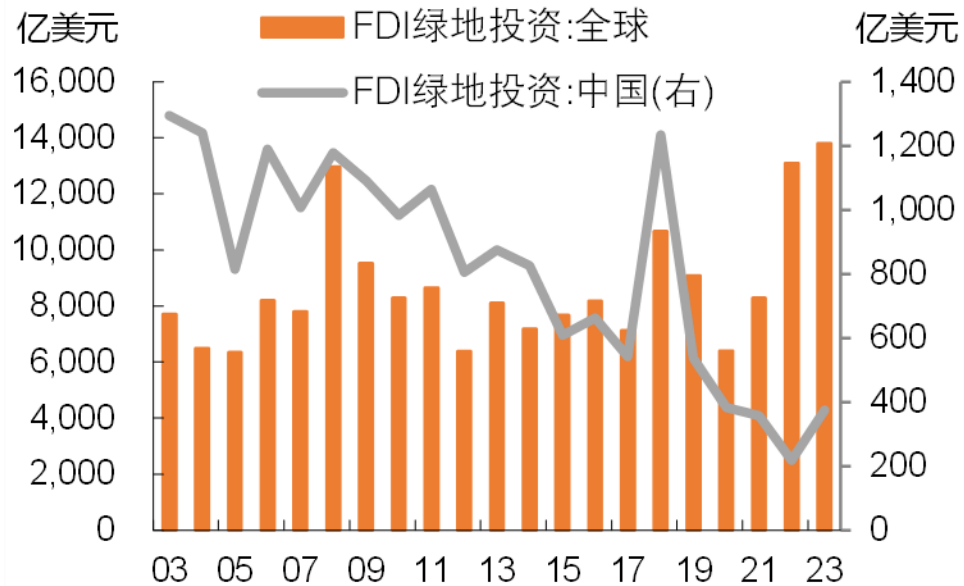
◎ 全球制造业需求拉动铜、白银等商品价格



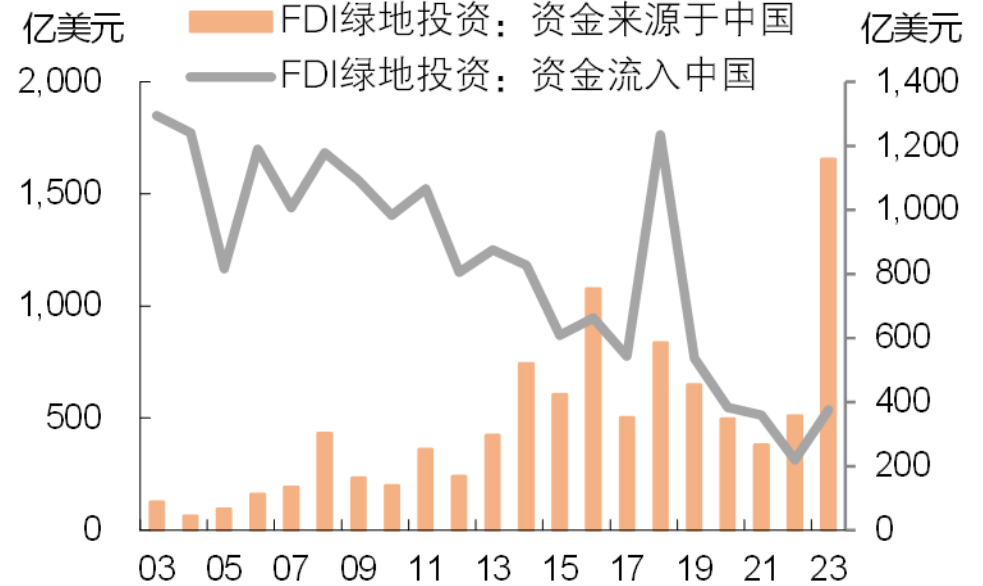
2.3 全球制造业：复苏、再工业化、产业链重塑

- 全球产业重塑仍在加速，传统工业地区以及新兴市场均涌现更多投资机会。
- 发达经济体：“再工业化”，聚焦于高技术制造业，中国台湾、德国、日本等股市受益。
- 新兴市场：出口加快增长，且积极招商引资，越南、印度等股市积极。
- 中国：企业积极寻求产品和产能“出海”，相关企业股价受益。

◎ 近两年全球绿地投资上升



◎ 2023年中国对外绿地投资显著上升





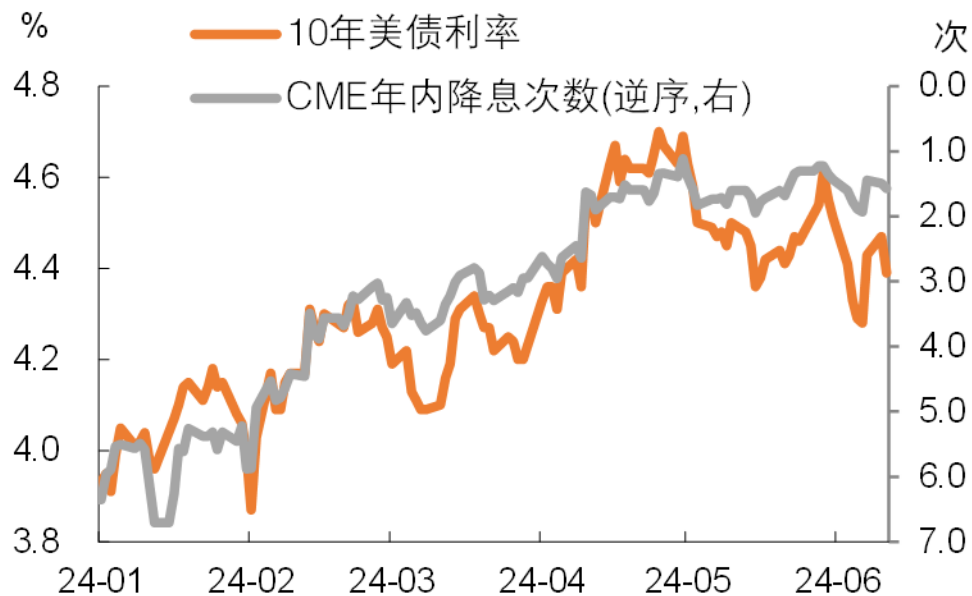
目录CONTENTS

- 一、美元流动性“名紧实松”
- ◎ 二、从“美国独强”到“百花齐放”
- ◎ 三、大类资产走向何方？

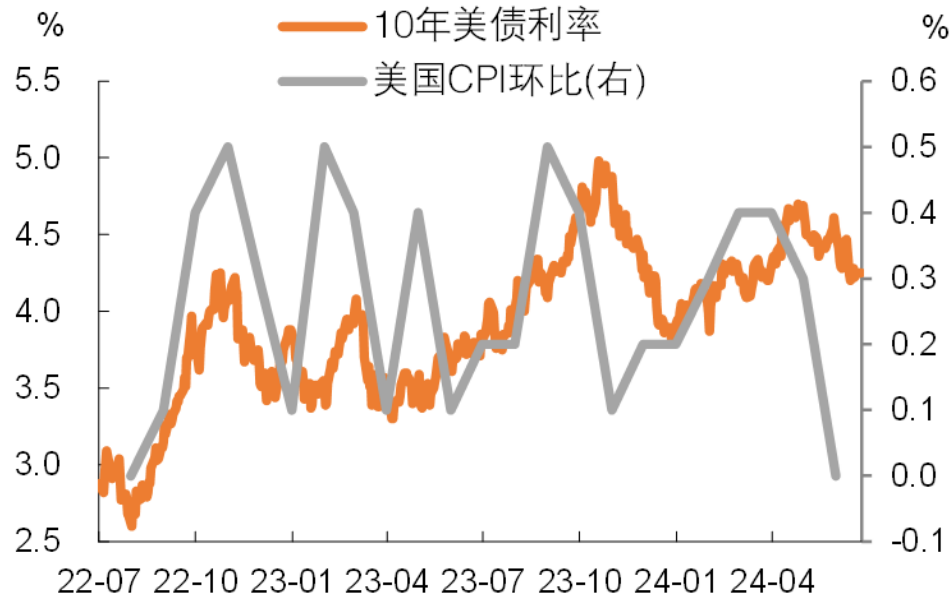
3.1 美债：波折向下

- 下半年假设美联储降息0-2次，10年美债利率或主要在4%-4.5%波动。上半年，年内预期降息次数每减少1次，10年美债利率将平均上行15BP左右；不过近期降息预期比较稳定，对美债利率的影响有所弱化。
- 通胀走势仍是政策利率的核心驱动，继而影响美债利率。节奏上，Q3通胀回落可能令美债利率下行，但Q4若通胀止跌或反弹，可能影响市场对美联储明年降息的判断，令美债利率反弹。

◎ 降息预期波动与10年美债利率



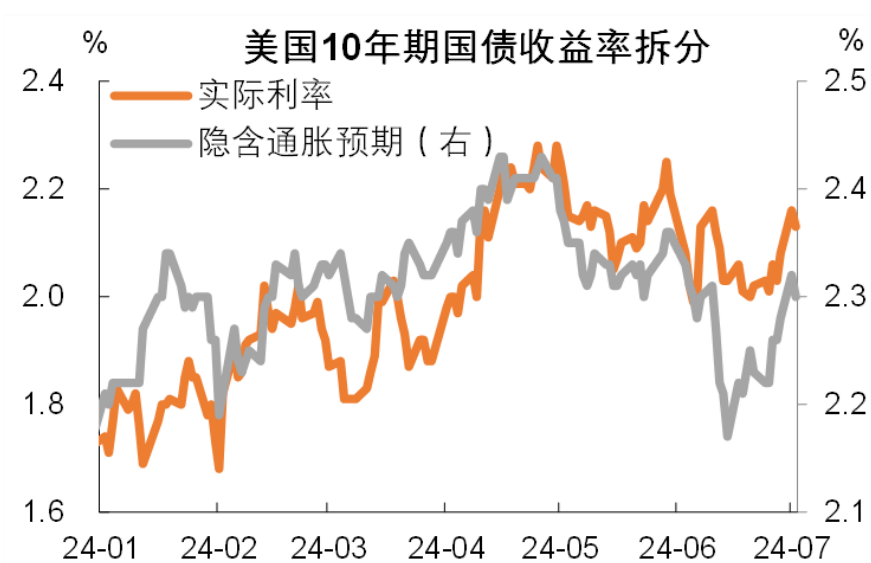
◎ 美国通胀波动与美债利率走势相关



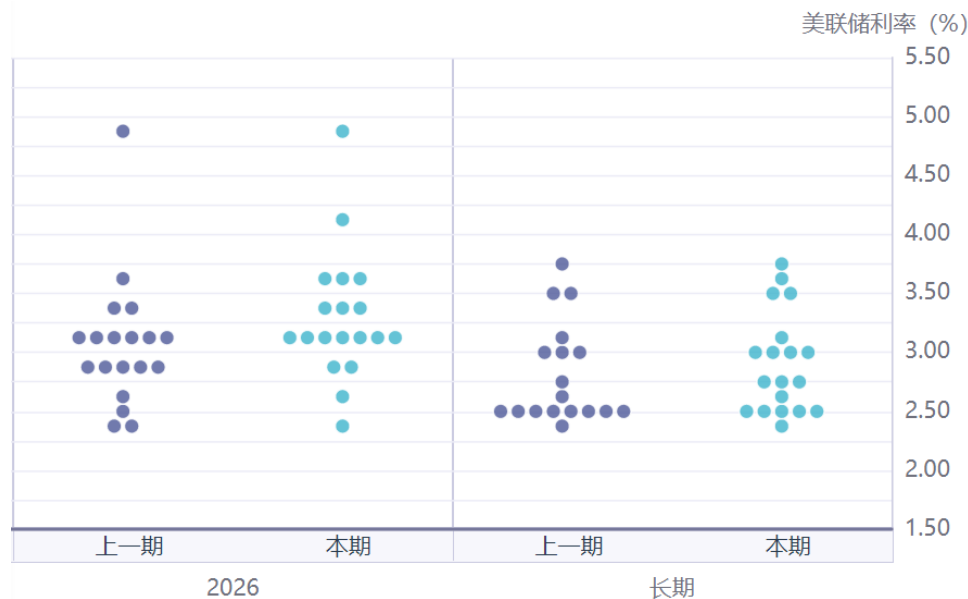
3.1 美债：波折向下

- 年内，10年美债利率跌破4%的难度较大。传统框架下，10年美债利率的合理中枢或在3.5%附近。3.5%=美国（实际）自然利率约为1.5%左右+美国中长期通胀目标2%。然而，关于自然利率水平长期抬升、实际通胀中枢高于2%的讨论也在增多。
- 如果降息继续推迟，市场进一步关注“中性利率”上修的可能，中长期利率预期抬升，美债利率可能超预期上行。

◎ 10年美债实际利率和通胀预期均高于2%



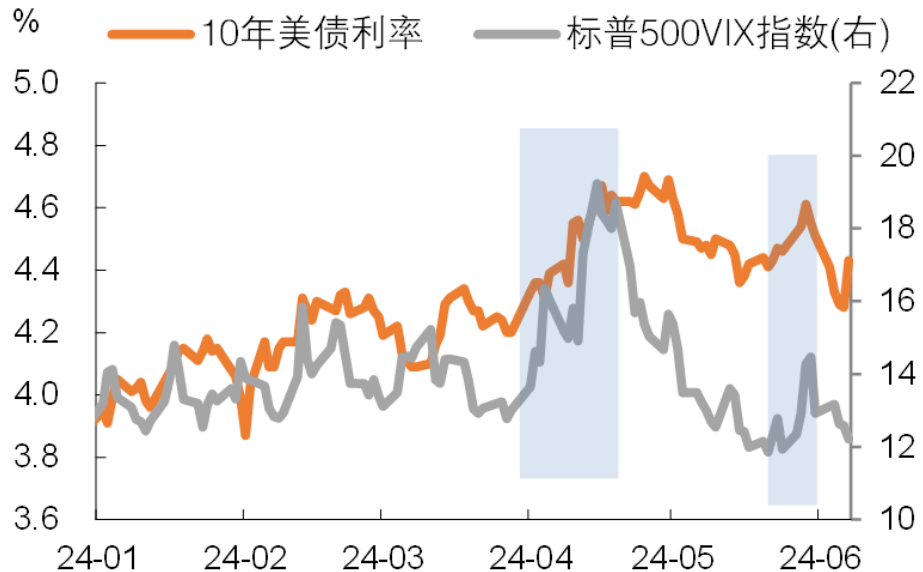
◎ 美联储最新点阵图上修长期政策利率预测



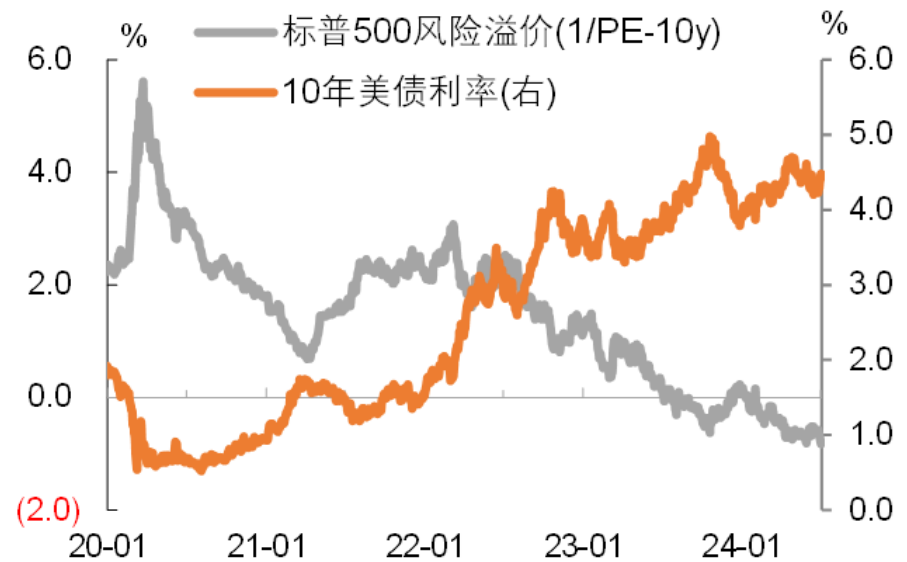
3.2 美股：趋势向好，但波动风险增多

- 如果下半年美联储能够顺利兑现降息，美债利率不过快上升，宏观流动性仍将为美股提供支撑。
- 美股风险溢价走低，但未必是美股风险的前瞻指标。标普500风险溢价（市盈率倒数与10年美债利率差值）近期刷新2001年以来新低，体现投资者相较美债而言更加青睐美股：一方面，投资者可能预期美债长期回报下降；另一方面，美国经济韧性以及AI领域的投资机会，不断强化美股的相对吸引力。

◎ 美股在美债利率快速上行期承压



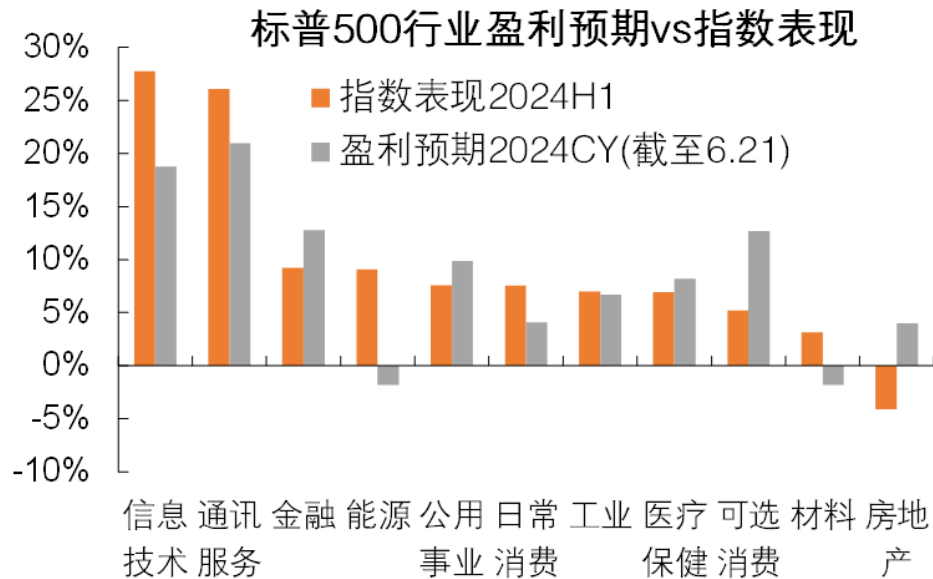
◎ 美股风险溢价创新低



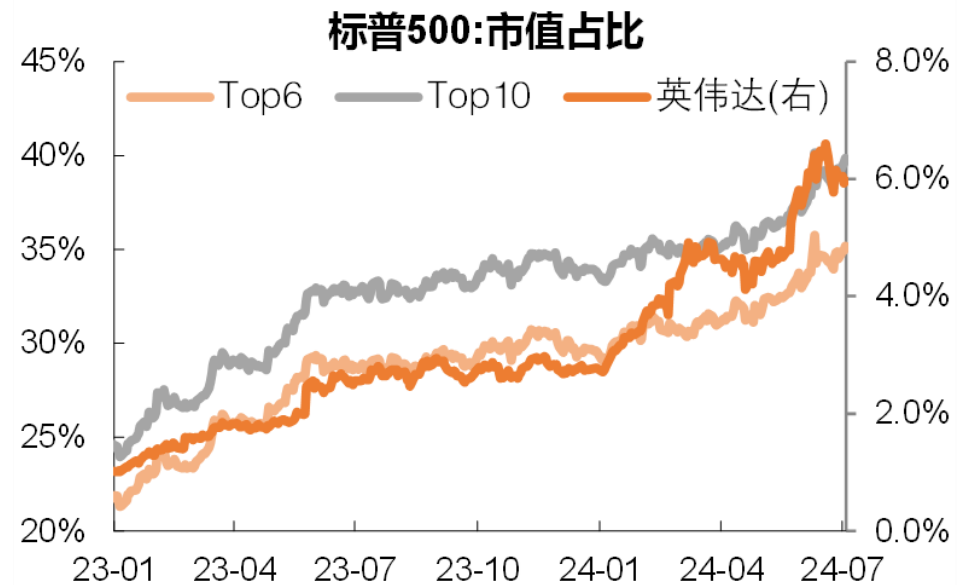
3.2 美股：趋势向好，但波动风险增多

- 如何看美股AI泡沫与过度集中风险？本轮AI行情与“2000年互联网泡沫”存在关键区别：1) 应用。互联网泡沫时期，门户网站（web1.0）兴起颠覆信息传播，引发创业潮；目前AI主要扮演辅助角色，但尚未引发创业潮与经济泡沫。2) 盈利。互联网泡沫时期，企业漠视盈利；当前市场对企业盈利有很高的要求，美股科技企业也有很强的盈利兑现能力。但美股集中度过快上升，孕育一定调整风险。

◎ IT与通信行业股价表现与盈利预期正相关



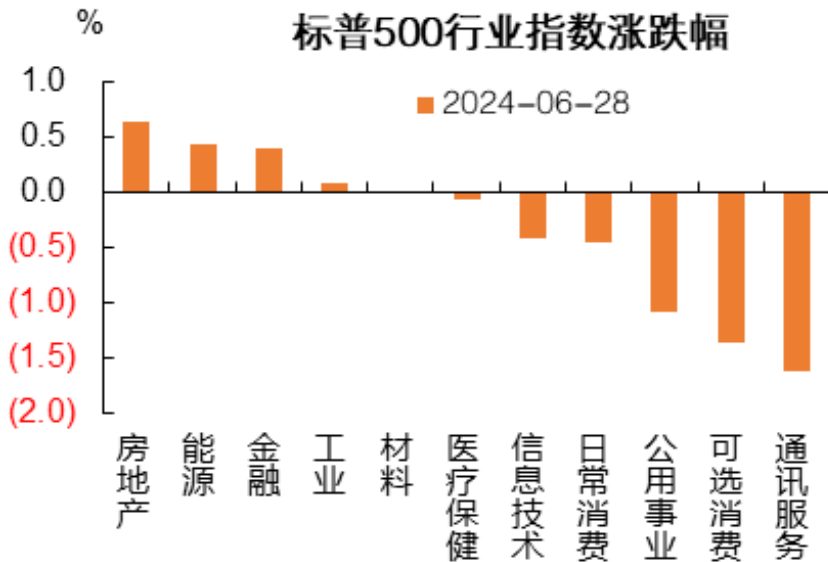
◎ 美股集中度上升孕育一定调整风险



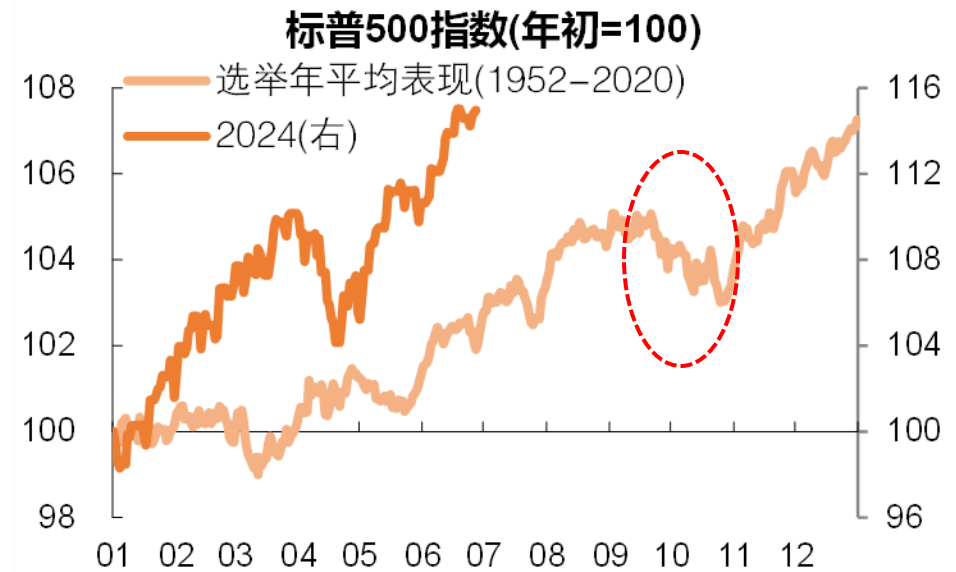
3.2 美股：趋势向好，但波动风险增多

- 如何看**2024美国大选对美股的影响**？1) 无论拜登和特朗普谁当选，双方均有可能维持扩张性财政取向（拜登增支、特朗普减税），令美国经济前景维持乐观。2) 特朗普当选，较为利好传统能源、钢铁、银行等周期行业，利空新能源等行业。3) 大选前1-2个月，政策变数较大（“十月惊奇”），美股容易调整。

- ◎ 6月28日，因特朗普在辩论中表现较好，美股周期板块表现积极



- ◎ 历史经验显示，大选年的美股表现不弱；但大选前1-2个月，美股通常出现调整



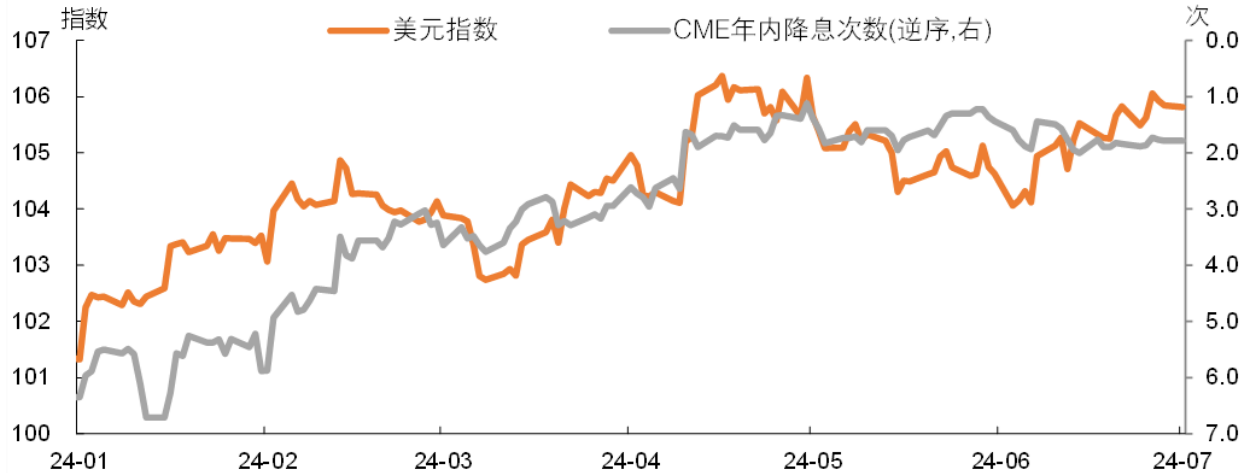
3.3 美元指数：何时下行，还看欧日

■ 历史经验显示，1) 美联储首次降息前1个月，美元可能走弱；2) 在缓慢降息（“预防式降息”）的周期中，美元指数未必走弱，美元表现将更加取决于非美经济和政策走向。

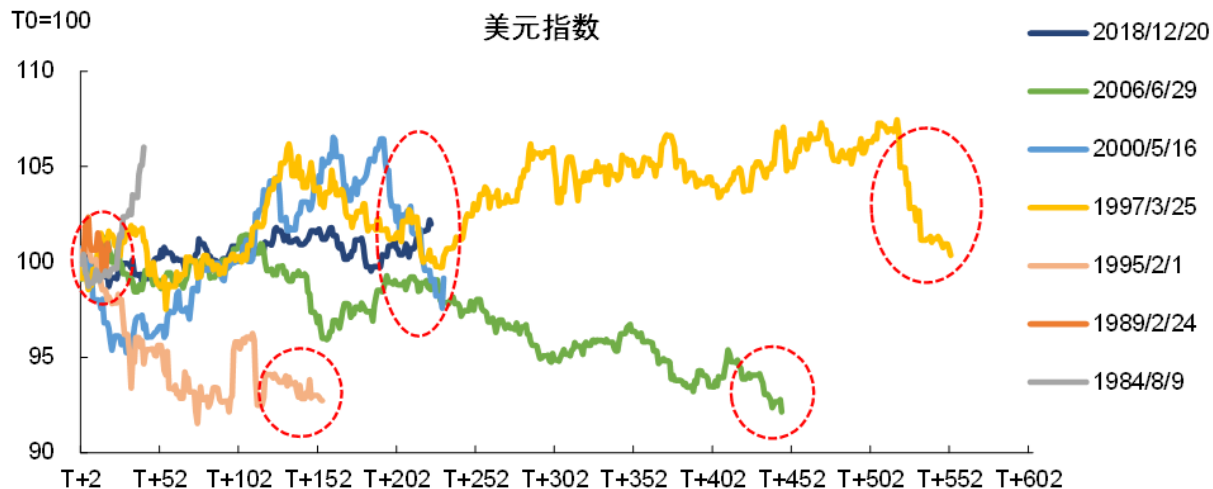
◎ “预防式降息”下的美元未必走弱

	降息背景	美元指数(%)
1984.9-1986.8	纾困式	-23.7
1989.6-1992.9	预防式	-19.9
1995.7-1996.1	预防式	6.1
1988.9-1988.11	纾困式	-5.2
2001.1-2003.6	纾困式	-17.8
2007.9-2008.12	纾困式	-1.3
2019.8-2019.10	预防式	0.5
平均变动	纾困式	-12.0
	预防式	-4.4

◎ 今年以来，降息预期推迟也助推了美元升值



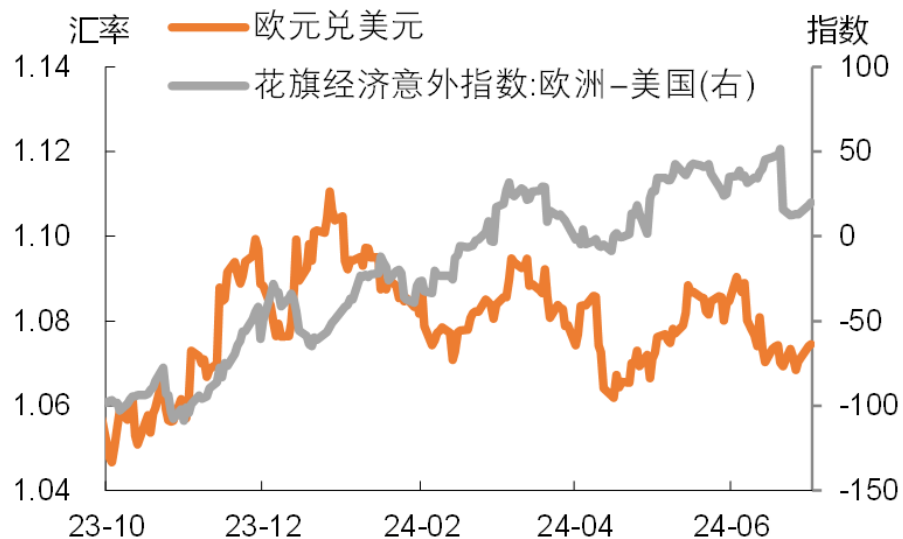
◎ 美联储历次利率“平台期”的美元表现：末期承压



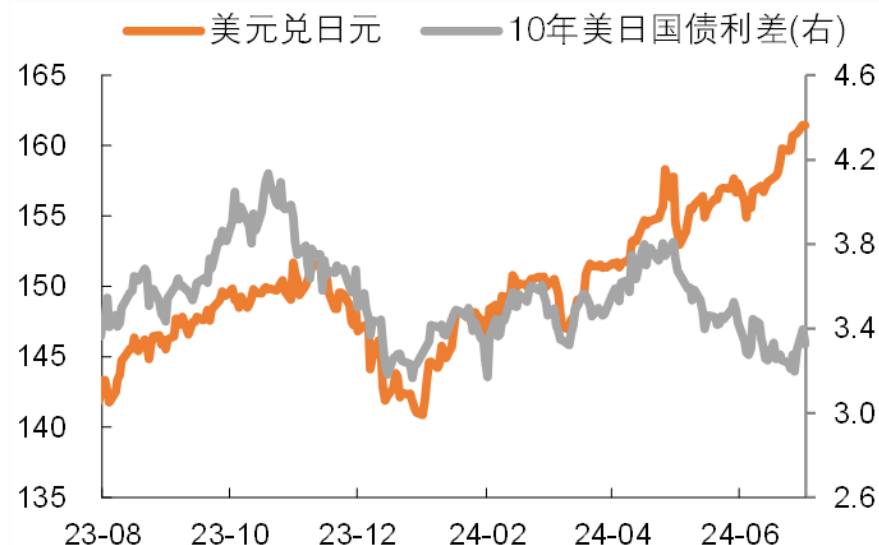
3.3 美元指数：何时下行，还看欧日

- **欧洲方面**，近期欧洲议会选举风波压制欧元；“美强欧弱”的底色不变，但是方向上，美国经济趋于降温，而欧洲经济有望继续改善，欧元有望在内部政治风险平息后有所反弹。
- **日本方面**，近期美国将日本列入外汇“监控清单”，日本外汇干预或受约束，日元进一步疲软；下半年，日本央行“大规模”缩减购债、加息，可能令日元汇率有所修复，但仍将取决于日本央行转向的速度。

◎ 2023年10月以来，美欧经济的相对表现较大程度上影响欧元汇率



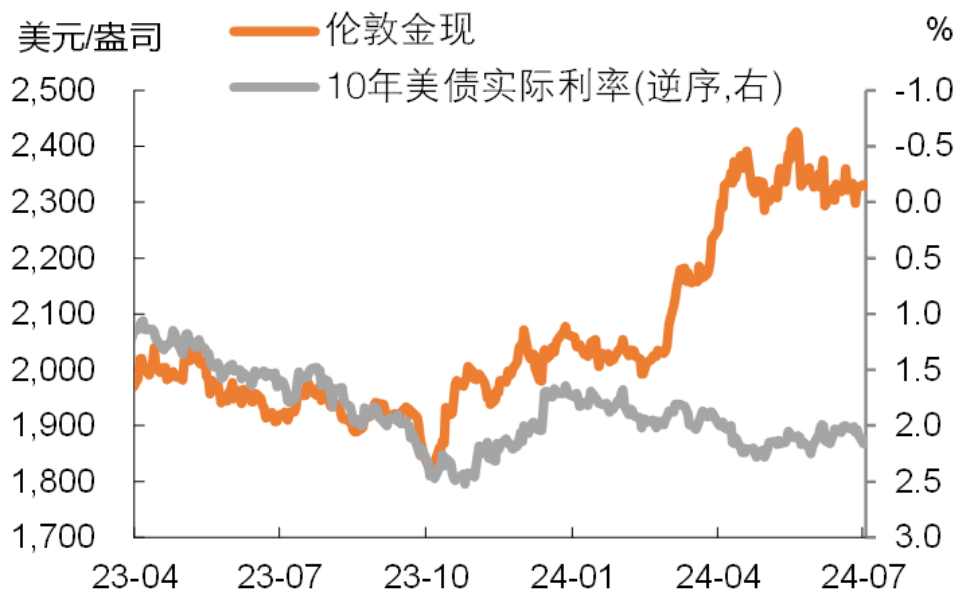
◎ 今年5月以来美日利差收窄，日元尚未反应



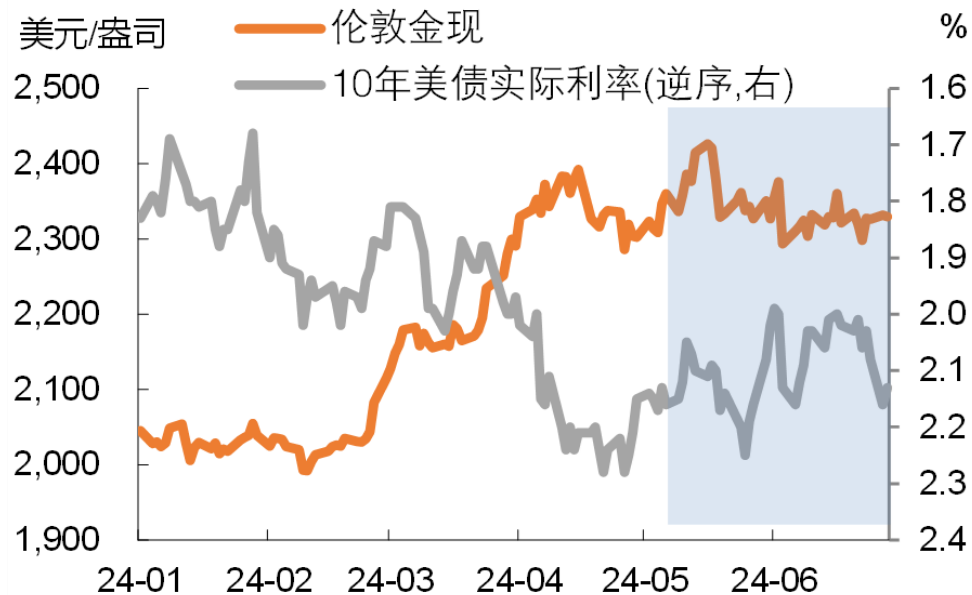
3.4 黄金：不高估“降息利好”

- 美元体系内，经验上，美联储降息兑现、美债利率和美元指数回落，或提振金价。但是，美联储降息节点仍有变数，美债利率下行的幅度或有限、节奏或波折。
- 近一年，黄金涨幅明显偏离与美债实际利率的相关性；近两个月，二者的相关性有所加强，但仍不是“亦步亦趋”的关系，美元体系之外的因素值得重视。

◎ 2023年10月、2024年3-4月，黄金涨幅明显偏离与美债实际利率的相关性



◎ 近两个月，金价与美债利率相关性有所加强

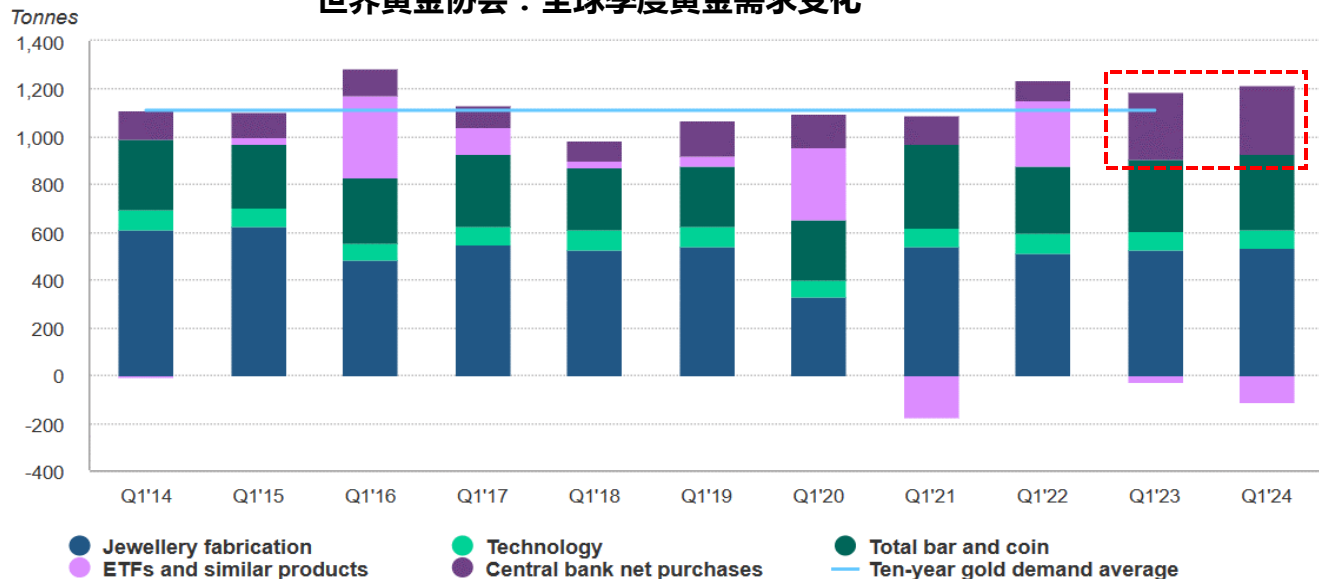


3.4 黄金：不高估“降息利好”

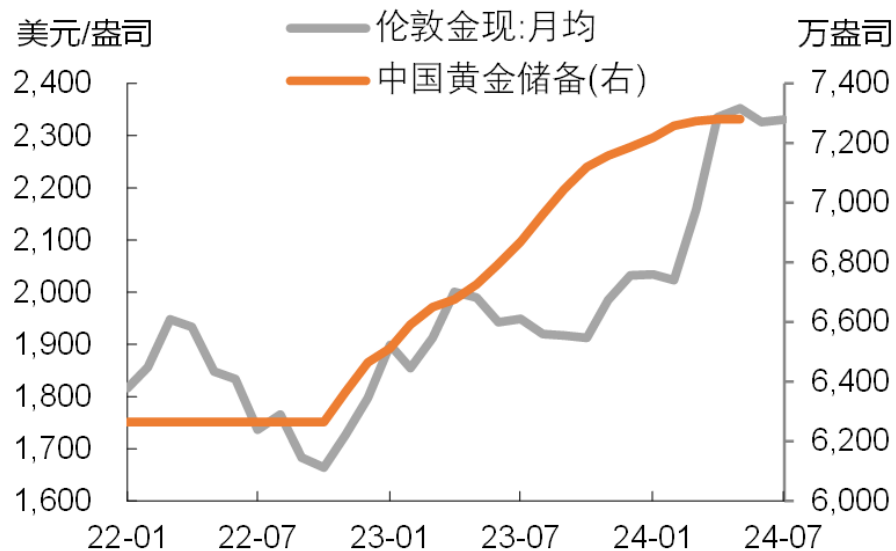
- 美元体系外：1) “去美元化”力量。2023Q4-2024Q1全球央行进一步增持黄金，成为全球黄金需求的增量来源；不过，伴随金价不断上涨，各国增持黄金的成本上升，可能影响增持节奏。其中，中国央行自2022年11月以来，已连续18个月增持黄金，但今年5月并未增持。

23Q4-24Q1 全球央行大幅增持黄金

世界黄金协会：全球季度黄金需求变化



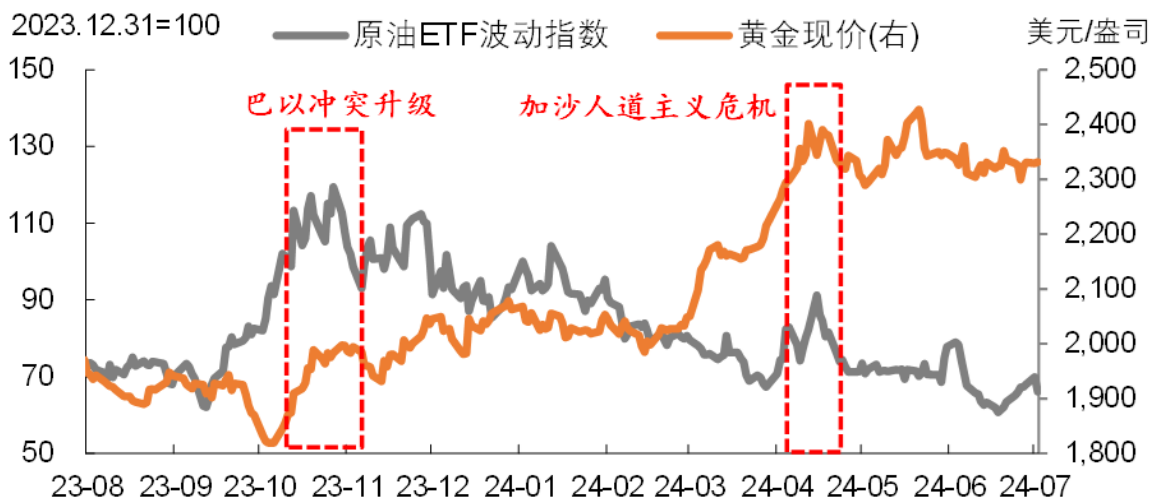
中国央行增持黄金的速度放缓



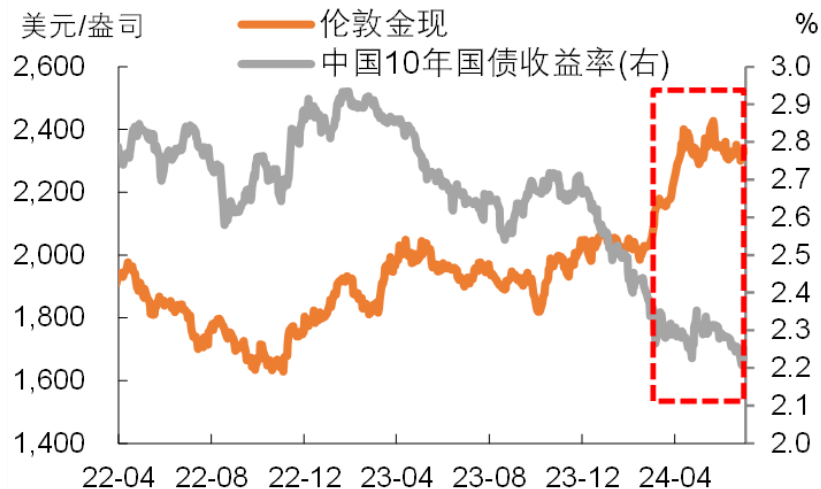
3.4 黄金：不高估“降息利好”

- 美元体系外：2) 地缘风险与避险需求。近一年，中东局势两次升级驱动金价阶段走高，不过相关避险需求并未持续升温。3) 亚洲“资产荒”背景下的投资/投机。今年3月以后，伴随10年中债利率突破2.3%，金价加速上行。不过目前，黄金投资情绪已经达到近两年高位，累积调整风险。

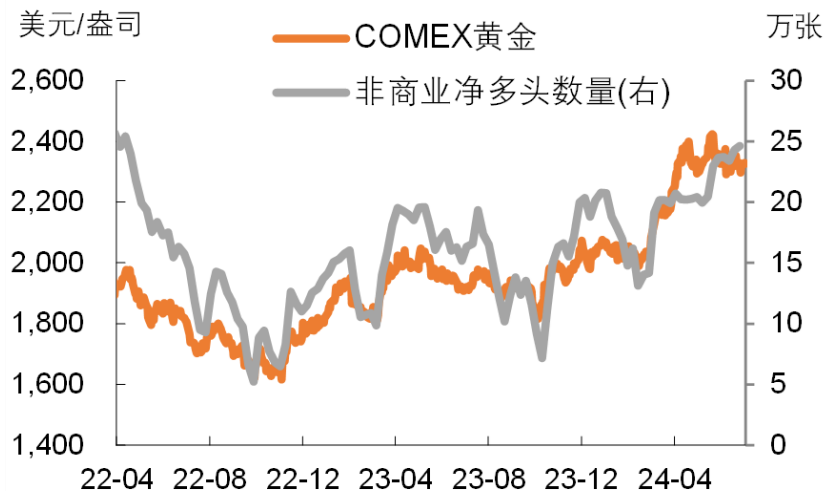
◎ 中东地缘局势升级，驱动金价上涨



◎ 中债利率走低后，黄金加速上涨



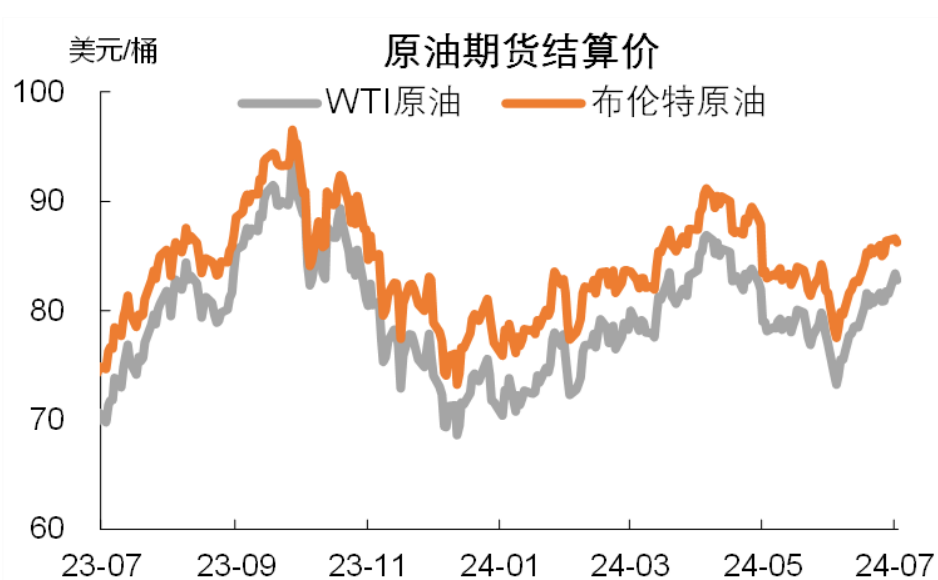
◎ 当前黄金投机仓位达到近两年新高



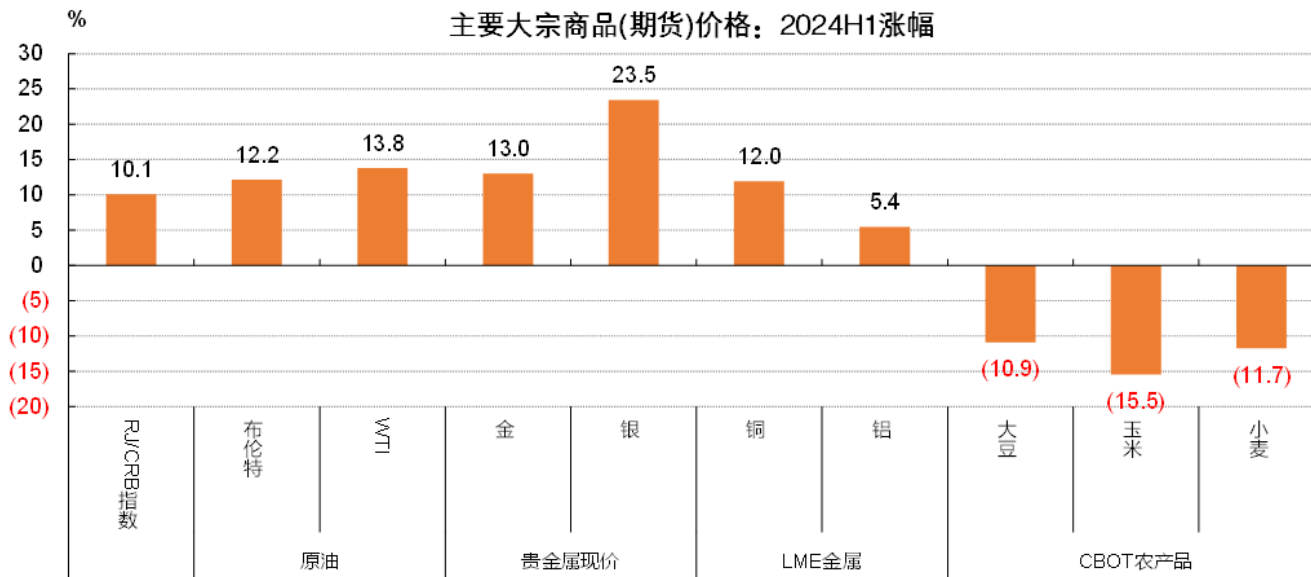
3.5 原油：维持紧平衡

- 今年上半年，油价整体上涨，宏观层面主因全球经济前景乐观、美元流动性宽裕等。这也体现在，全球多数品种商品价格（除农产品外）同步上涨。

今年以来油价整体上涨



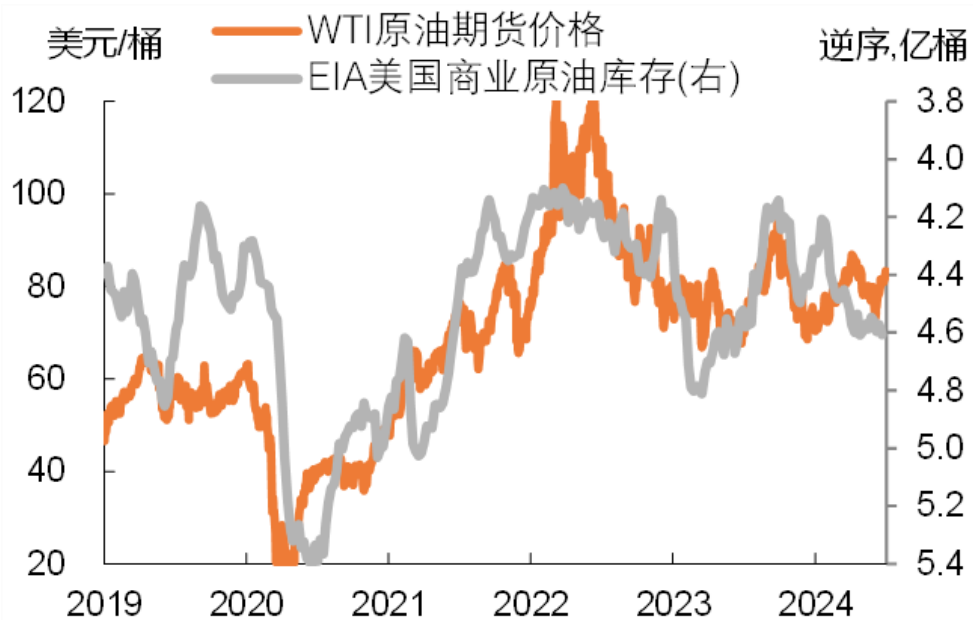
今年上半年，全球多数品种商品价格同步上涨



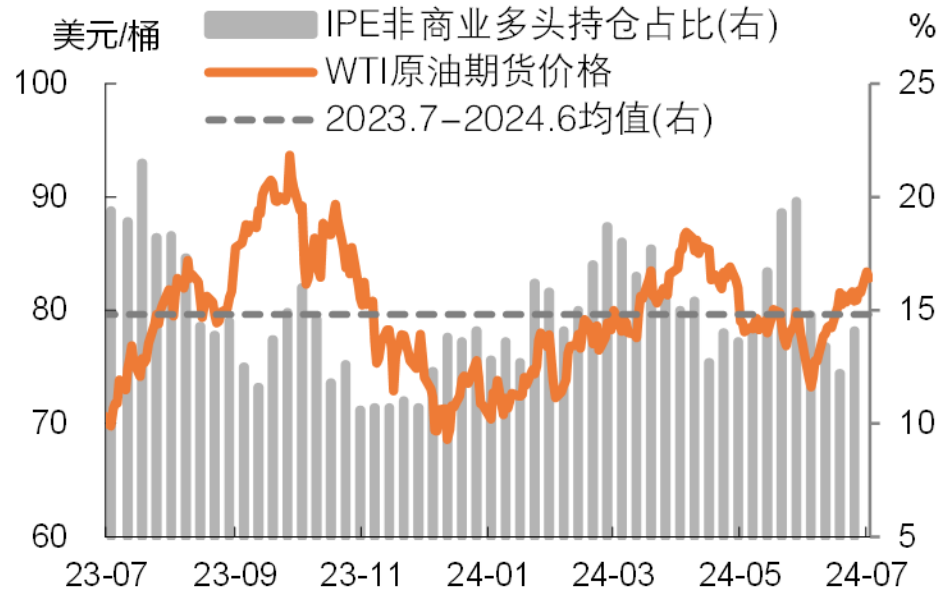
3.5 原油：维持紧平衡

- 展望下半年：1) 基本上，原油供给保持克制，但库存出现回补，限制了油价进一步上涨。目前美油库存水平基本回到2019年，考虑到流动性、通胀等因素，油价与库存水平大致匹配。2) 情绪面上，中东等地缘局势的影响相对有限，投机仓位保持中性。总的来看，当前80-85美元/桶的油价基本处于均衡合理水平。

◎ 当前油价与库存水平基本匹配



◎ 当前美油投机情绪保持中性



风险提示

- **美国经济和通胀超预期上行。**其中，美国经济上行风险主要来自财政过度发力，货币紧缩效果不佳；通胀上行风险主要来自工资增速较高、房租通胀回落不及预期、以及其他不可控的供给冲击等。
- **美联储降息超预期推迟。**如果美国经济和通胀超预期上行，或者金融市场条件过度宽松，美联储下半年可能不降息，对此市场尚未充分计价，或引发海外股市、债市和商品市场波动。
- **海外金融风险超预期爆发。**美国及海外商业地产、中小银行、非银机构风险仍然偏高；美国银行体系准备金较快下降，可能引发局部流动性紧张，不排除出现美元流动性危机。
- **国际地缘政治风险超预期爆发等。**俄乌、中东等地缘局势走向仍不确定，不排除局势升温风险；欧洲尤其法国议会选举可能加大欧盟政治风险，甚至引发欧盟对外政策变化；美国大选结果以及选举前的政策变化，亦可能冲击市场。

平安证券综合研究所投资评级：

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±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±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。

免责声明：

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2024版权所有。保留一切权利。