

## 2024 年 8 月鲍威尔杰克逊霍尔讲话解读 与鲍威尔一道详谈通胀

### 证券分析师

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

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

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



### 事项：

2024 年 8 月 23 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上发表讲话。市场感受偏鸽派，10 年美债收益率由 3.85% 一度下跌 6BP 至 3.79%；美元指数由 101.5 附近，快速下破 101 关口；美股三大指数在其发言期间涨幅扩大。

### 平安观点：

- **鲍威尔明示即将降息。本次演讲透露的鸽派信号包括：**一是，明确表达了政策调整的时机已经成熟。二是，明确表示通胀已接近目标，且对于通胀回落至 2% 目标有更多信心。三是，明确表示不希望就业市场降温，在排序上似乎将就业目标置于通胀目标之前。其称，“我们不寻求也不欢迎劳动力市场状况进一步降温”；“我们将竭尽全力支持强劲的劳动力市场，同时进一步实现价格稳定”。四是，全文讲话的重心放在通胀分析，更加具象地传递美联储对通胀回落的信心，几乎已经宣布了抗击通胀的胜利。同时，鲍威尔在一些关键问题上没有表态，以避免传递鹰派信息：鲍威尔没有讨论降息的节奏和路径，没有刻意驳斥快速降息（单次降息 50BP）的预期；没有讨论“中性利率”上升的可能性；没有讨论“平均通胀目标制”。
- **与鲍威尔一道详谈通胀。**鲍威尔本次讲话的核心内容是，分析本轮高通胀的成因，以及通胀为何能够在失业率不大幅走高的背景下回落。就第二个问题，鲍威尔提到，疫情和大宗商品市场冲击等供给因素，其发生了逆转，是通胀下降的关键原因。此外，鲍威尔专门强调了通胀预期的重要性。那么，未来美国通胀能够顺利回落到 2% 目标吗？鲍威尔没有详细展望未来的通胀前景。但是，其对通胀影响因素的分析，隐含了其对未来通胀继续回落的信心。鲍威尔对通胀分析的核心结论是，供给因素是影响通胀的最核心的原因。如果未来不发生类似新冠疫情和俄乌冲突的供给冲击，且需求对通胀的影响没那么重要，那么美国通胀前景将是乐观的。然而我们认为，通胀上行的风险并不能完全排除。一方面，供给扰动是否还有逆转的空间，通胀因供给扰动的缓和能否继续回落，存在不确定性。另一方面，需求因素也可能成为通胀回落的“绊脚石”。
- **美联储下一步如何走？**总的来看，鲍威尔讲话表达了对美国通胀回落的信心，但较少谈及“软着陆”前景。近期投资者对美国经济衰退风险保持警惕，并积极押注利率路径较快下行。CME 数据显示，多数投资者押注年内的三次会议中，至少有一次会单次降息 50BP。我们预计，美联储 9 月更可能降息 25BP 而不是 50BP，以此向市场传达美国经济“软着陆”的信心。再往后看，美国经济衰退的证据尚不充分，不宜盲目押注“快降息”。
- **风险提示：**美国通胀超预期反弹，美国经济超预期下行，美国金融风险超预期上升等。

2024年8月23日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上发表讲话，明确表示“政策调整的时机已经到来”，对于通胀回落至2%目标有更多信心，且表示不希望就业市场继续降温。市场感受偏鸽派，美债利率和美元指数快速跳水，美股三大指数高开高走。鲍威尔讲话的核心内容是，分析本轮高通胀的成因，以及通胀为何能在失业率不大幅走高的背景下回落。其核心结论是，供给因素是影响通胀的最核心原因。然而我们认为，美国通胀上行的风险并不能完全排除，供给扰动逆转的空间可能有限，需求因素也可能成为通胀回落的“绊脚石”。我们预计，美联储9月更可能降息25BP而不是50BP。美国经济衰退的证据尚不充分，不宜盲目押注“快降息”。

## 一、鲍威尔明示即将降息

2024年8月23日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上发表讲话，主题为“回顾与展望”，回顾了美国经济在新冠疫情冲击后发生的变化，以及货币政策的应对。本次演讲主要分为两部分：**第一部分“近期政策展望”**分析了当前的通胀和就业市场情况，结论是，美国经济继续稳步增长，但鉴于经济出现的变化，货币政策调整的时机已到。**第二部分“通胀的起起落落”**详细回顾了疫情冲击后，美国通胀上升和下降的原因，结论是，**疫情冲击的扭转、美联储对总需求的抑制以及通胀预期的稳定，共同促进了通胀回落**。最后，鲍威尔总结称，美联储将保持开放态度，接受批评和新想法，同时保持其框架的优势，以谦逊和质疑精神，从过去吸取教训并灵活应对当前挑战。

市场感受偏鸽派，美债利率和美元指数快速跳水，美股三大指数高开高走。8月23日，鲍威尔讲话前后，10年美债收益率由3.85%一度下跌6BP至3.79%，收于3.80%。美元指数由101.5附近，快速下破101关口，收于100.68，日内下跌0.82%。美股三大指数在其发言期间涨幅扩大，随后有所波动，最终纳指、标普500和道指分别收涨1.47%、1.15%和1.14%。黄金现价日内涨1.1%，重新站上2500美元/盎司关口。

本次演讲透露的鸽派信号包括：

- 一是，明确表达了政策调整的时机已经成熟。鲍威尔在谈论货币政策时，明确说道：“政策调整的时机已经到来”（The time has come for policy to adjust）。
- 二是，明确表示通胀已接近目标，且对于通胀回落至2%目标有更多信心。鲍威尔指出，通胀现在已经很接近目标（much closer to our objective）；同时，他对于通胀能够可持续地回到2%的信心已然增加（My confidence has grown that inflation is on a sustainable path back to 2 percent）。
- 三是，明确表示不希望就业市场降温，在排序上似乎将就业目标置于通胀目标之前。其称，“我们不寻求也不欢迎劳动力市场状况进一步降温”（We do not seek or welcome further cooling in labor market conditions）；“我们将竭尽全力支持强劲的劳动力市场，同时进一步实现价格稳定”（We will do everything we can to support a strong labor market as we make further progress toward price stability）。
- 四是，全文讲话的重心放在通胀分析，更加具象地传递美联储对通胀回落的信心，几乎已经宣布了抗击通胀的胜利。

同时，我们认为，鲍威尔在一些关键问题上没有表态，以避免传递鹰派信息：

- 首先，鲍威尔没有讨论降息的节奏和路径。在本次会议前，市场对于9月是否降息已经几乎没有顾虑，但更加关注9月降息25BP还是50BP，以及未来如何降息。鲍威尔讲话中仅提到，“政策方向已经明确，降息时机和节奏将取决于后续数据、前景变化和风险平衡”。除此之外，鲜少透露其希望的降息节奏和路径是怎样的。但换个角度看，面对市场近期对于美国就业市场走弱的担忧、美联储降息太迟的质疑，鲍威尔没有刻意驳斥快速降息（单次降息50BP）的预期，在降息节奏上持相对开放的态度，或令部分投资者感受偏鸽。
- 其次，鲍威尔没有讨论“中性利率”上升的可能性。在2023年的杰克逊霍尔会议，鲍威尔谈到，目前美国的实际利率远高于主流的中性政策利率估算；“但我们无法确定中性利率，因此货币政策限制的确切水平始终存在不确定性”。今年以来，尤其面对一季度通胀的走高，美联储一度加大了有关“中性利率”的讨论。今年5月下旬公布的3月会议纪要

显示，官员们积极讨论了有关长期政策利率（中性利率）比预期更高的可能性。此后，多位官员在讲话中频繁提及中性利率。有关中性利率上升的讨论，可能传递美联储政策利率“限制性”不足的质疑，并被市场捕捉为鹰派信号。鲍威尔在本次讲话中对此只字未提，或也因为不想引发不必要的质疑。

- **最后，鲍威尔没有讨论“平均通胀目标制”。**在2020年的杰克逊霍尔会议，鲍威尔详细讨论了美联储货币政策框架的演变，以及推出“平均通胀目标制”的背景。本次讲话中，鲍威尔在结语时提到，今年晚些时候会开始每五年一次的货币政策审查进程，但没有更详细的讨论。2020年，美联储设立这一新制度的初衷是，传递允许通胀阶段性高于2%的信号，进行宽松的货币政策预期引导。回顾过去四年半，美国的平均通胀远高于2%目标，2020年1月至2024年6月，PCE通胀率平均值为3.7%。在当前，有关“平均通胀目标制”的褒奖会显得不合时宜，但关于这一制度的批评和质疑，又可能被视为鹰派言论。鲍威尔本次讲话略过这一问题，也可能出于避免释放鹰派信号的考虑。

总之，鲍威尔本次讲话中谈及的和没有谈及的内容，共同拼接成了完整的鸽派信号，为即将到来的降息预热。

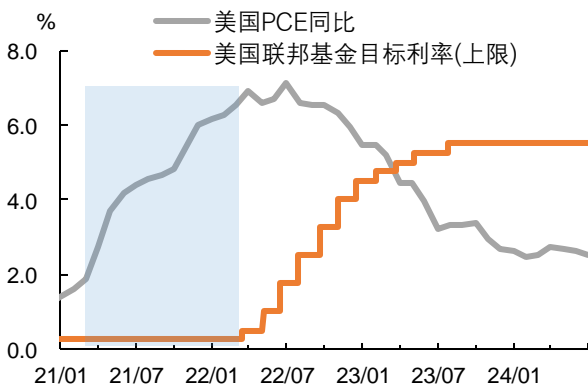
## 二、与鲍威尔一道详谈通胀

鲍威尔本次讲话的核心内容是，分析本轮高通胀的成因，以及通胀为何能在失业率不大幅走高的背景下回落。

**第一个问题，关于美国通胀为什么会上升？**鲍威尔提到：一是，消费支出的历史性激增。导致这一激增的原因又包括被压抑的需求、财政刺激、居民消费习惯变化、以及服务支出受限相关的超额储蓄等；二是，疫情严重破坏了供给；三是，2022年初俄乌冲突引发的新的供给冲击；四是，劳动力市场在2022年中期极度紧张。此外，鲍威尔特别提到，美联储、其他央行及主流分析师一度认为“通胀是暂时的”，美联储直到2021年11月才意识到高通胀不是暂时的，并开始货币政策转向。

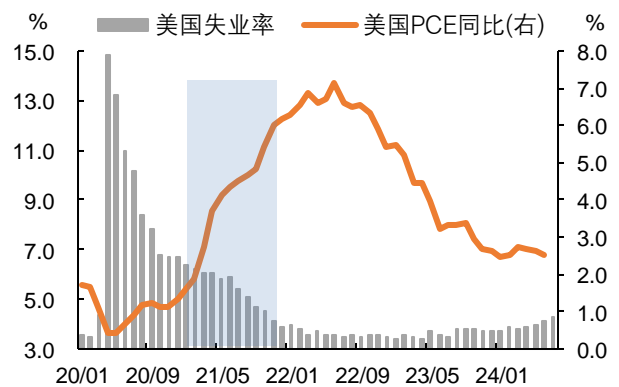
美联储对通胀的看法，是过去四年始终贯穿其货币政策选择的核心线索。我们在报告《2024年美联储利率政策展望》中进一步讨论了**美联储为何误判通胀继而导致紧缩行动过迟**。一方面，美联储政策受到就业目标的束缚。2021年，美国失业率在大部分时间里保持在5%以上。在“类滞胀”环境下，美联储希望平衡就业与通胀目标；2021年11月，当失业率回落至4.5%以下，美联储才更有转向的底气。另一方面，不排除美联储主席换届对货币决策的影响。2021年，鲍威尔面临连任联储主席的压力，其竞争对手布雷纳德十分鸽派，二人可能陷入某种“鸽派竞争”。2021年11月获得提名后，鲍威尔对通胀的态度恰好发生明显转变。

图表1 本轮美联储加息时点明显滞后于通胀走势



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 美国通胀上升初期，失业率仍然较高



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表3 2021-2024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/思路	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衡，继续导致通胀水平抬升	加快 Taper、提到加息	0%-0.25%	0	1月：400/200
2022年1月		预告加息、提到缩表	0%-0.25%	0	2月：200/100
2022年3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	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		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
2023年3月	通胀仍然很高		4.75%-5%	25	-950
2023年5月		保持货币政策的灵活性，保留“额外政策巩固”措辞，以平衡收紧过度和收紧不足的风险	5%-5.25%	25	-950
2023年6月		5%-5.25%	0	-950	
2023年7月		5.25%-5.5%	25	-950	
2023年9月		5.25%-5.5%	0	-950	
2023年11月		5.25%-5.5%	0	-950	
2023年12月	通胀在近一年出现缓和但仍然很高		5.25%-5.5%	0	-950
2024年1月		不再提“额外政策巩固”	5.25%-5.5%	0	-950
2024年3月		5.25%-5.5%	0	-950	
2024年5月	实现通胀目标方面“缺乏”进一步进展	宣布放缓缩表	5.25%-5.5%	0	-950
2024年6月	实现通胀目标方面有“适度的”进一步进展		5.25%-5.5%	0	-600
2024年7月	实现通胀目标方面有“一些”进一步进展	不再称“高度关注通胀风险”，改为关注“双向风险”	5.25%-5.5%	0	-600

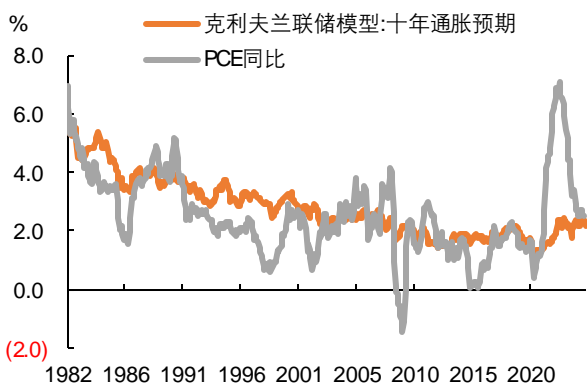
资料来源：美联储，平安证券研究所



**第二个问题，为何通胀能在失业率不大幅上升的背景下回落？**首先，鲍威尔提到，疫情和大宗商品市场冲击等供给因素发生逆转，是通胀下降的关键原因。其次，美联储的紧缩性货币政策，令总需求趋于缓和，辅助通胀回落。最后，鲍威尔专门强调了通胀预期的重要性，认为在央行有力的行动下，锚定的通胀预期可以促进去通胀，而无需经济疲软。

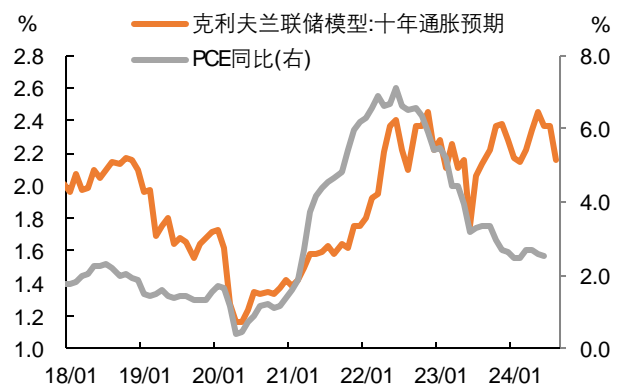
**我们认为，虽然美联储在管理通胀预期方面起到一定作用，但也不宜高估这一作用。**一方面，美联储在沃尔克和格林斯潘时代以来建立的信誉，加上鲍威尔领导的美联储最终敢于采取激进的紧缩行动，避免了长期通胀预期严重“脱锚”的风险。2022年以来，克利夫兰联储模型测算的十年通胀预期基本保持在1.8-2.4%区间，算是较好地稳定在2%目标附近，与1980年代4-6%的通胀预期形成鲜明对比。另一方面，通胀和通胀预期虽然互为因果，但前者对后者的影响同样不可忽视。通胀和通胀预期指标通常呈现很强的相关性。2021年3月至2022年3月，当PCE通胀率已经连续12个月高于2%后，克利夫兰的通胀预期指标在2022年4月升破2%。这表明，公众对于高通胀的保持观察一段时日，才逐步调整对未来的通胀预期。所以后来通胀预期的回落，可能更多是通胀回落本身的作用，而非仅仅归功于美联储的政策引导。

**图表4 本轮美国通胀预期相比1980年代更加稳定**



资料来源: Wind, 平安证券研究所

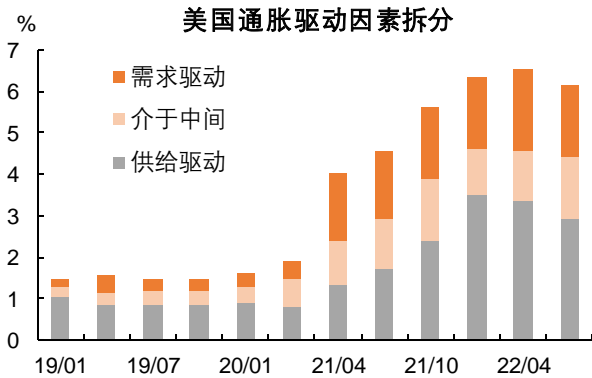
**图表5 但通胀预期似乎滞后于通胀走势**



资料来源: Wind, 平安证券研究所

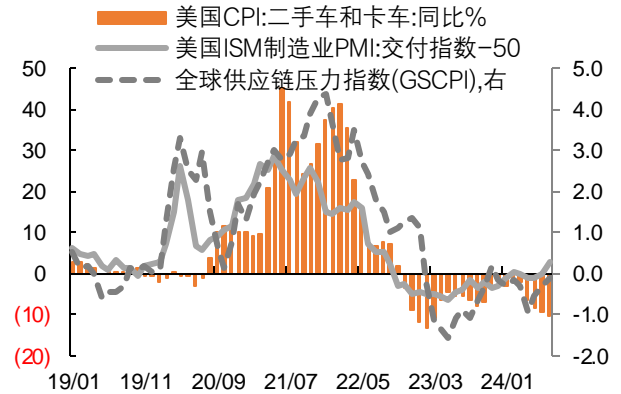
**那么，未来美国通胀能够顺利回落到2%目标吗？**鲍威尔没有详细展望未来的通胀前景。但是，其对通胀影响因素的分析，隐含了其对未来通胀继续回落的信心。**鲍威尔对通胀分析的核心结论是，供给因素是影响通胀的最核心的原因。**关于这一点，学界和业界基本也有共识。据OECD研究，在2022年二季度美国通胀最高的时候，“供给驱动”和“需求驱动”分别拉动标题通胀率3.4和2.0个百分点，意味着供给端对通胀的影响是需求端的1.75倍。目前，美国供给端的压力已经明显改善，并且保持相对稳定，以二手车价格为典型代表的“供给驱动型通胀”压力也明显缓和。**如果未来不发生类似新冠疫情和俄乌冲突的供给冲击，且需求对通胀的影响没发生新的向上扰动，那么美国通胀前景将是乐观的。**

图表6 美国高通胀成因中，供给因素大于需求因素



资料来源: OECD, 平安证券研究所

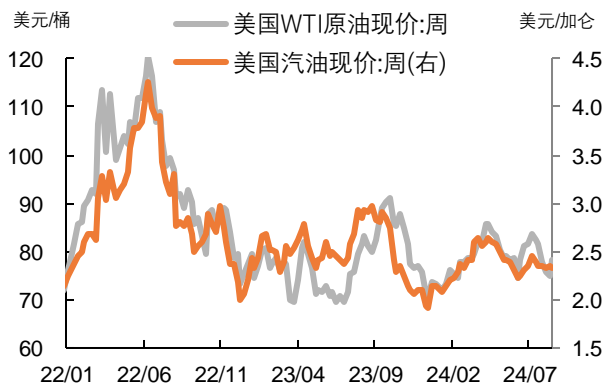
图表7 供应链及相关通胀压力已经明显改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

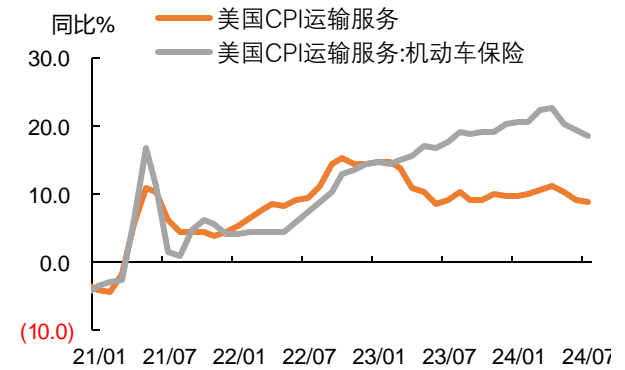
然而我们认为，美国通胀上行风险并不能完全排除。一方面，供给扰动是否还有逆转的空间，通胀因供给扰动的缓和能否继续回落，存在不确定性。从全球供应链压力指数、美国 ISM 制造业交付指数等指标来看，供应链压力似乎在 2023 年以来已经完全回归到 2019 年水平；以油价来看，2023 年以来 WTI 油价和美国汽油价格基本保持窄幅波动。这意味着，供给扰动扭转贡献最大的时候可能已经基本结束。不过，一些指标显示，供给扰动仍在影响当前的通胀形势。截至 2024 年 7 月，美国 CPI 运输服务同比仍高达 8.8%，其中“机动车保险”是主要的压力源，而这与疫情后美国汽车供应的短缺相关。

图表8 2023 年以来，美国原油和汽油价格窄幅波动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

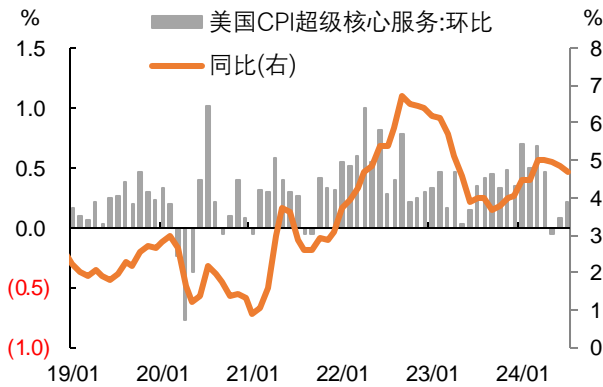
图表9 美国 CPI 运输服务（机动车保险）同比仍高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

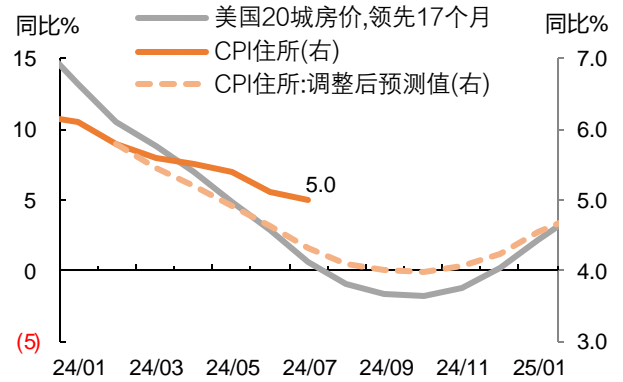
另一方面，需求因素也可能成为通胀回落的“绊脚石”。今年一季度，美国通胀意外地出现反弹，其中的通胀压力主要来自需求端。CPI 超级核心服务（排除住宅和能源服务）在今年 1-3 月环比高达 0.5-0.7%；截至 7 月，该分项同比仍高达 4.7%。同时，CPI 住宅分项截至今年 7 月仍高达 5.0%，粘性明显强于我们年初的基准预测。如果再考虑到房价对房租的领先效应，而房价同比增速已于 2023 年下半年以来反弹，那么未来半年至一年，美国房租可能面临“二次通胀”风险（参考报告《美国通胀再审视：基于房租的视角》）。

图表10 美国 CPI 超级核心服务分项同比仍高



资料来源: BLS, 平安证券研究所

图表11 美国 CPI 住所粘性强于我们的年初预测



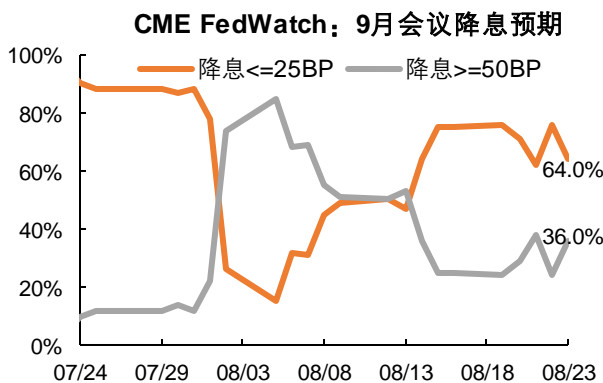
资料来源: Wind, 平安证券研究所。具体预测方法参考报告《美国通胀再审视: 基于房租的视角》

### 三、美联储下一步如何走？

总的来看，鲍威尔讲话表达了对美国通胀回落的信心，但较少谈及“软着陆”前景。美国经济能否顺利“软着陆”，美国通胀回落是否真的无需经济明显走弱，客观上仍有不确定性。鲍威尔在本次讲话中也没有信心谈及这些问题。反而，其语调十分谦虚，在分析通胀后特意强调“这是我对事件的评估，你的看法可能有所不同”；在陈述结论时也强调，“疫情后的经济与其他任何时期的经济都不同，我们仍有许多东西需要学习”，“我们知识是有局限的”，“保持谦逊和质疑精神”等。

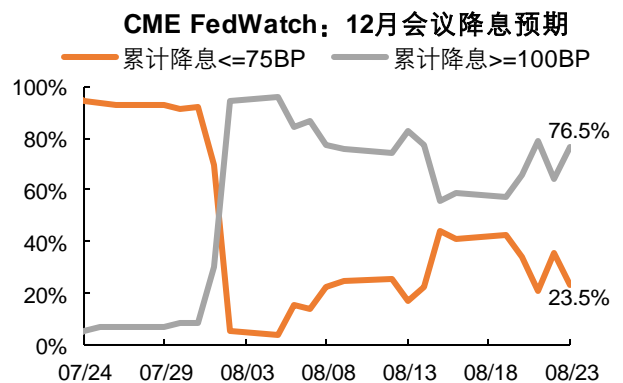
近期投资者对美国经济衰退风险保持警惕，并积极押注利率路径较快下行。在7月美国失业率上升触发“萨姆规则”、年度新增非农基准大幅下修等背景下，近期市场有关美国经济衰退的担忧上升。CME 利率期货市场显示，鲍威尔讲话后，美联储降息路径整体下移，9月降息50BP的概率由24%上升至36%，截至12月累计降息至少100BP的概率由64.3%上升到76.5%。虽然9月降息25BP而不是50BP的概率较大，但年内押注降息100BP及以上的概率超过了押注降息75BP及以下的概率。换言之，多数投资者押注年内的三次会议中，至少有一次会单次降息50BP。

图表12 利率期货市场多数押注9月降息25BP



资料来源: CME, 平安证券研究所

图表13 利率期货市场多数押注年内降息100BP及以上



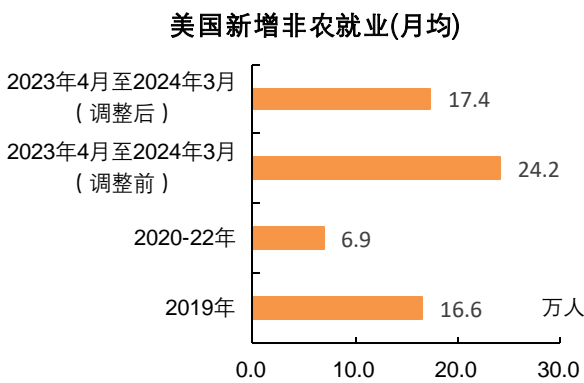
资料来源: CME, 平安证券研究所

我们预计，美联储9月更可能降息25BP而不是50BP，以此向市场传达美国经济“软着陆”的信心。虽然在9月17-18日议息会议前，仍有一份职位空缺调查、非农就业和CPI数据可供观察，理论上这些数据将最终决定美联储9月降息的幅度。

不过，如果美联储首次降息就降 50BP，则很大程度上承认了其已经“落后于曲线”，而且显得 7 月不降息的决定是一个“错误”。此外，若后续美国通胀有二次反弹风险，首次便“用力过猛”也将令美联储面临指摘。所以，除非观察到就业市场出现重大危机，否则美联储更可能选择先降 25BP（即便其已嗅到经济和就业市场走弱的气息）。

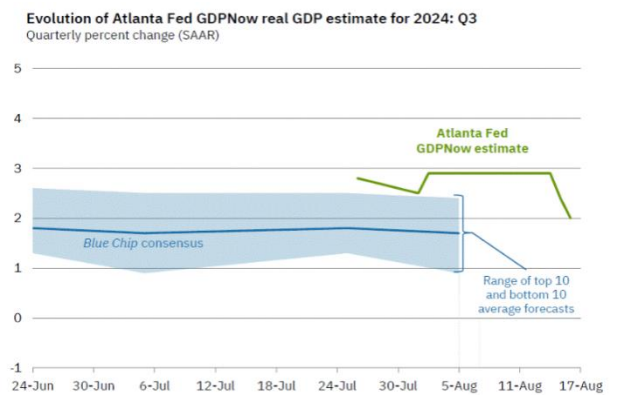
再往后看，美国经济衰退的证据尚不充分，不宜盲目押注“快降息”。就业方面，鲍威尔本次讲话指出，我们此前指出，基于统计学意义的“萨姆规则”，在当下有诸多局限性。正如鲍威尔本次讲话指出，目前失业率上升主要反映劳动力供给增加，但不是裁员人数增长所致。8 月 21 日，非农就业人数基准被大幅下修，意味着在 2023 年 4 月至 2024 年 3 月，平均每月新增非农为 17.35 万人，而不是 24.2 万人。但是，这一水平仍不算弱，略高于 2019 年平均新增非农的 16.6 万人。增长方面，亚特兰大联储 GDPNow 模型显示，截至 8 月 16 日数据，预计美国三季度 GDP 环比折年增长 2.0%。假设今年三、四季度 GDP 环比折年率分别为 2%、1%，则 2024 年美国 GDP 年增长将高达 2.6%。如果未来经济数据并不支持“硬着陆”，那么美联储大概率会控制降息节奏，保持对“双向风险”的关注。

图表 14 调整后的美国新增非农水平仍不算弱



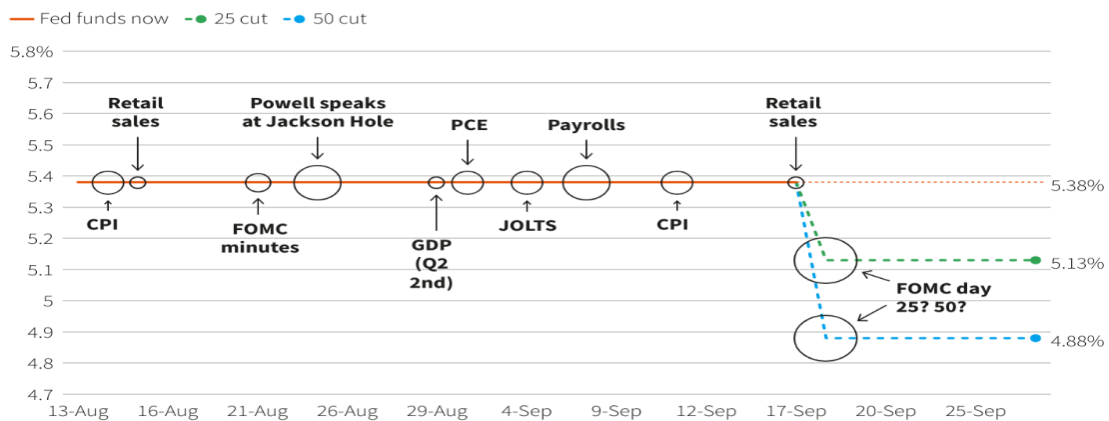
资料来源: Wind, BLS, 平安证券研究所

图表 15 GDPNow 模型预计美国 Q3 GDP 环比 2.0%



资料来源: 亚特兰大联储, 平安证券研究所

图表 16 在 9 月 17-18 日会议前，仍有一份职位空缺调查、非农就业和 CPI 数据可供观察



资料来源: Reuters, 平安证券研究所

风险提示：美国通胀超预期反弹，美国经济超预期下行，美国金融风险超预期上升等。



## 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 2024 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