



SPDBI 全球央行观察

- **全球央行：**2020年3月全球央行尤其是美联储，推出了史无前例的宽松政策。此次疫情冲击对全球经济影响之大可谓史无前例，疫情对传统的货币政策理论及政策框架构成了挑战。受此影响，各国央行有可能进行史无前例的货币政策探索。全球央行已是不惜一切代价在维护经济，其货币宽松拆分为对无风险利率以及信用利差的影响，对于无风险利率的影响已几乎弹尽粮绝，除了新兴市场国家，主要发达经济体已几乎没有进一步下降的空间，未来的政策方向将是维护市场流动性，通过结构性举措来尽可能维持金融体系的正常运作，控制信用利差，尽可能地避免危机的自我实现。
- **美联储：**市场对于流动性的极度渴求高峰已过，Libor-OIS 利差、泰德利差、美国投资级、高收益公司债收益率都出现了回落。即使未来因疫情出现债务违约的黑天鹅事件，美联储依然有能力满足市场的流动性渴求，预计美联储政策重心将在维持流动性的平稳供应，具体举措可能包括放松监管促进银行维持信贷供应，创设工具为企业贷款提供担保，为中小企业、消费者贷款延期，扩大资产购买范围。但美联储的各类工具究其根本依然是减弱疫情对于经济的冲击，避免引发信用违约的涟漪效应，这是疫情冲击下以“空间换时间”的短期权宜之计，最终仍视乎疫情走势、持续时间及其经济内生韧性。
- **人民银行：**为兼顾人民币的整体稳定，避免流动性过度泛滥导致杠杆快速上行等因素，预计央行不会过度宽松，而是在货币政策整体偏宽的基础上更多地进行结构性的定向宽松引导实体经济融资成本下行。
- **欧央行：**未来仍维持宽松，但预计欧央行内部仍将陷入漫长拉锯，在货币政策空间已几乎耗尽之际，再叠加各国意见不一，预计货币政策方面难有大突破，未来更多的是在已有货币政策上做微调。欧洲银行体系为代表的间接融资比重远高于美国，而欧元区的银行体系受负利率冲击，整体抗冲击性也弱于美国银行业，因而，欧央行的发力点更多会集中于推出结构性举措来维持欧元区相对脆弱的银行体系稳定。
- **日本央行：**随着日本政府 108 万亿日元的天量财政刺激推出，日本国债供应预计也会明显增加，日本央行很可能会进一步扩大国债的购买规模，配合财政刺激政策的推出。日本央行历来是货币政策的先行实验者，鉴于该行所受政治制约较少、而货币政策工具极其有限，未来，不排除会开展更为激进的货币宽松试验，如“直升机撒钱”。

2020 年

4 月刊

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2020 年 4 月 9 日

目录

全球总览	3
美联储	6
点评	6
动态追踪	8
中国人民银行	13
点评	13
动态追踪	14
欧洲央行	18
点评	18
动态追踪	19
日本央行	22
点评	22
动态追踪	23
其他央行	25
点评	25
动态追踪	25

SPDBI 全球央行观察

在 1986 年至 2006 年，格林斯潘担任美联储主席期间，每当股市下跌超过约 20% 时，美联储就会降低利率水平。市场认为，美联储有意呵护资产价格，将其视为避免更大损失的“看跌期权”，称为“格林斯潘看跌期权”。如今全球各国央行依然对于资本市场都有意无意地精心保护，我们可将其视为“全球央行看跌期权”。全球央行的货币政策对于宏观经济、股票、债券、商品、外汇市场依然扮演着极其重要的角色，各国央行政策的重要性对于各资产类别的投资人，如何强调都不为过。因此我们非常有必要密切追踪全球央行的货币政策动向，自上而下地寻找 Alpha 以及 beta 的投资机会。本报告为月度报告，将定期为投资者呈现全球央行最新动态及分析。

全球总览

纵观全球央行史，2020 年注定是不平凡的一年，随着全球新冠疫情的蔓延，全球央行尤其是美联储，都推出了史无前例的货币政策宽松手段，其力度、广度、速度等堪比甚至远超金融危机时期。

- 2020 年 3 月以来，全球央行纷纷行动，初步统计，3 月全球至少有 62 个经济体进行了降息。全球近 50 个经济体的 3 月期利率中位数断崖下降至 0.37%，创下了有记录以来的最低水平。
- 3 月，由于美元荒，以及市场情绪极度恐慌，全球债市遭遇抛售，反而令全球长端利率中位数略有反弹，回至 2019 年 4 季度的水平，但目前依然维持相对低位。全球投资级与高收益主权债在 3 月都遭遇抛售，虽然 3 月末收益率出现回落，但整体的利率中枢依然有所上移。
- 3 月全球央行快速扩表，最大的驱动力来自美联储，推出无限量 QE 后，资产负债表规模剧增，扩表速度堪比 2008 年。日本央行紧随其后，欧洲央行的宽松则相对滞后。

● 总结

受疫情冲击，全球经济出现史无前例的下行，相应地，全球央行也推出了史无前例的宽松。全球央行几乎是不惜一切代价在维护经济，从对无风险利率以及信用利差的影响两方面来看，货币宽松在影响无风险利率上，已经几乎没有空间；短端利率方面，除了新兴市场国家，主要发达经济体几乎已弹尽粮绝。未来的政策方向将是维护市场流动性，通过结构性举措来尽可能维持经济和金融体系的正常运作，控制信用利差，尽可能地避免危机的自我实现（信用利差扩大==>融资成本飙升==>融资难度加剧==>信用利差进一步扩大）。

此次疫情对全球经济冲击之大，可谓是史无前例，在过去百余年的货币政策理论发展史中，尚未碰到此类事件。疫情的出现也对传统的货币政策理论以及政策框架构成了挑战。在前所未有的疫情挑战下，各国央行有可能将进行史无前例的货币政策探索。

但需要强调的是，不论何种幅度的宽松，央行仅能为人类的疫情防治战役夯实后院，赢取时间，以及降低因疫情而导致风险涟漪效应的概率。各类资产的最终表现，依然取决于基本面的表现，而基本面则取决于疫情对经济的冲击力度和持续时间。

图表 1: 全球 3 月期利率中位数%



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

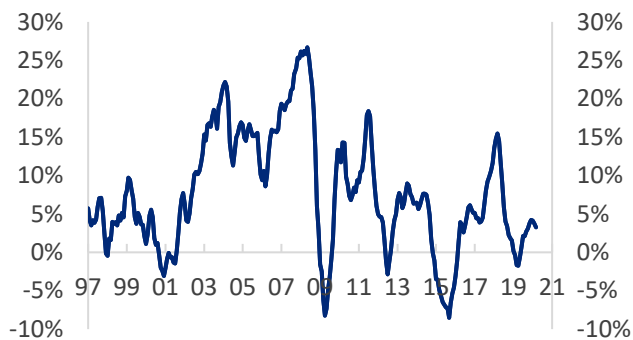
图表 2: 全球 10 年期国债收益率中位数%



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

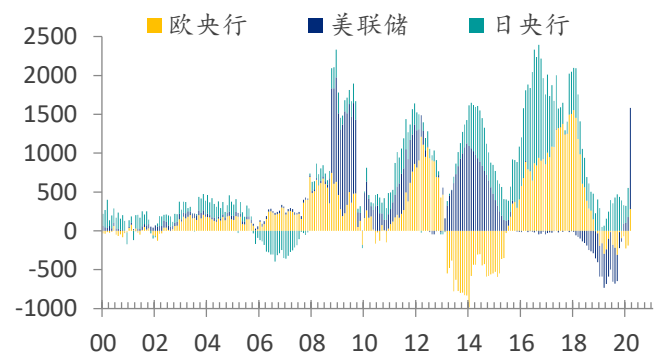
图表 3: 全球各国 M2 增速中位数

全球各国M2增速中位数



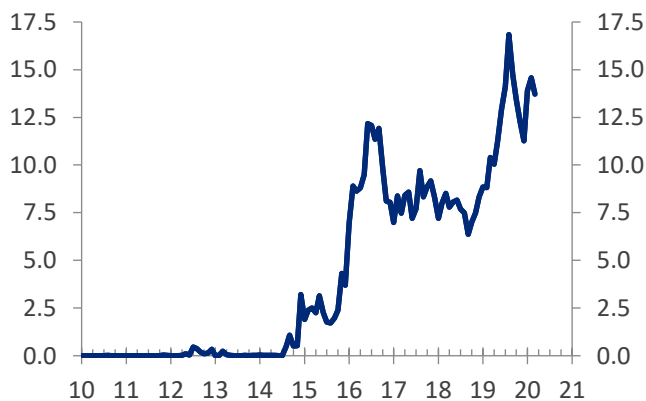
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 4: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 5: 全球负利率债券市值 (万亿美元)



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 6: 全球主权债收益率



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

美联储



● 点评

3月美联储率先进行宽松，美日欧三大央行中，美联储的宽松力度最大、速度最快。随着美联储的宽松，3月的流动性问题在月末已经得到大幅缓解，我们可以从流动性的需求以及供应两端来一窥究竟：

- **流动性的需求端。**高度不确定性的环境中，不论是居民，还是企业，对于广义的美元现金、狭义的美元纸币现金需求都大幅飙升，3月天量资金流入货币基金市场基金。大量优质企业也加速发行债券囤积现金，3月美国投资级债券的发行量创造了2607亿美元的历史新高（整个一季度发行量同比增长47%）。发行债券，一方面是出于疫情相关的支出需求，另一方面则是因为在高度不确定性的投资环境中，企业倾向于预先囤积现金以应对潜在支出（业务受损可能导致的支出、潜在的并购机会等）。疫情蔓延，叠加居民、企业以甩卖资产的方式来快速获取流动性，导致避险资产和风险资产在3月都出现了暴跌。
- **流动性的供应端。**由于疫情导致经济环境高度不确定，虽然美联储已经快速降低无风险利率（不论是短端还是长端），但由于风险溢价较高，很可能导致金融机构惜贷，在低利率环境下造成信贷收缩，企业的正常金融活动已经受到大幅冲击。

在此背景下，美联储提升规模和覆盖度，从供需两端解决流动性问题：

- **宽松规模史无前例：**3月23日，美联储宣布开启不限量QE，3月美联储极速扩表，速度已堪比2008年金融危机时期。
- **宽松全方位覆盖：**具体体现为：1) 降利率（快速降息降低短端利率、开放性QE压低长端利率）；2) 维持企业融资平稳（商业票据融资便利CPFF、一级交易商信贷便利PDCF、货币市场共同基金流动性工具MMLF、通过PMCCF以及SMCCF直接买入公司信用债）；3) 平抑消费者信贷市场（通过TALF购买学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款相关的ABS）；以及4) 跨国协调解决全球美元短缺问题，3月美联储先后与全球共14家央行建立美元流动性互换协议，缓解全球美元流动性缺口。

在极力满足市场海量流动性需求的同时，美联储还从流动性的供应端入手，直接介入信用债以及消费信贷市场，降低资产的风险溢价，进而促使金融供应恢复正常。3月23日，美联储宣布购买公司债以及消费信贷资产关联的ABS，此后，连续多次熔断后，美股市场终于见底并连续反弹，其根本原因也在于此。



展望未来：

需求端来说，市场对于流动性的极度渴求的需求高峰已过；美元流动性最紧张的时刻已过，Libor-OIS利差、泰德利差（Ted Spread）、美国投资级以及高收益企业债收益率都出现了回落。即使未来因疫情出现黑天鹅事件（大型银行倒闭，大型经济体主权债务违约等），美联储依然有能力满足市场的流动性渴求。

我们预计，美联储的政策重心将在维持流动性供应的平稳上，可能的具体举措包括：通过放松监管促进银行维持信贷供应；同时创设工具为企业贷款提供担保，为中小企业、消费者贷款延期；扩大资产购买范围至更多投资级债券甚至ETF。

但需要强调的是，究其根本，美联储的各类工具只是疫情冲击下以“空间换时间”的短期权宜之计，只能帮助减弱疫情对于经济的冲击，避免居民、企业、各地方政府的现金流出现断裂进而引发信用违约的涟漪效应。而美国经济的最终走势，依然有赖于疫情的走势、持续时间以及其经济内生的韧性。

● 动态追踪



美联储紧急降息至零利率。3月15日，美联储发表[政策货币声明](#)，宣布将联邦基金利率目标区间下调1个百分点到0%至0.25%之间，并启动量化宽松计划，在未来数月分别购入约5000亿美元美国国债和2000亿美元抵押贷款支持证券，以保护美国经济免受新冠肺炎疫情影响。美联储还宣布将从3月26日起将存款准备金率下调至零。从3月16日起将一级信贷利率下调150个基点至0.25%，存款机构从贴现窗口借款期限最长可达90天。同时，美联储还[宣布](#)，与多家央行通过现有的美元流动性互换协议采取协调行动，以提供更多流动性支持。美联储主席鲍威尔表示，目前流动性工具是当前最为重要的，但同时也强调了财政政策的重要性，并将协助提供更多针对性救助措施。

美联储启动多项流动性工具助企业渡过难关。3月17至19日，美联储宣布启动多项紧急货币政策工具，包括重启商业票据融资便利（CPFF）、一级交易商信贷便利（PDCF）（[彭博社](#)）以及货币市场共同基金流动性工具（MMLF）（[WSJ](#)）。

耶伦和伯南克建议美联储可以考虑直接购买公司债券。3月18日，两位前美联储主席耶伦（Janet Yellen）和伯南克（Ben Bernanke）在英国[《金融时报》](#)发表文章，认为美联储还可以采取更进一步行动，帮助减少疫情造成的长期损害。二人指出，美联储应重启2008年金融危机时期的措施，如定期拍卖机制（Term Auction Facility, TAF）和定期资产支持贷款工具（Term Asset-Backed Lending Facility, TALF）。另外，美联储可请求国会授权购买有限数量的投资级公司债券，波士顿联储主席罗森格伦近期也提出类似建议。

明尼亚波利斯联储主席卡什卡利：小企业需要可免除贷款，以避免大规模裁员发生。3月22日，卡什卡利（Neel Kashkari）（拥有投票权）接受[CBS](#)采访时表示，为小企业提供“可免除贷款”（Forgivable loans，指满足一定条件下，贷款可以豁免或推迟还款）可帮助他们留住员工，以避免大规模裁员。他表示联储还有政策空间，可向企业债和市政债提供更多支持。

圣路易斯联储主席布拉德对经济预期非常悲观。3月23日，圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard）（无投票权）在接受[彭博社](#)采访时预测，新冠疫情或致美国二季度GDP下降50%，失业率达到30%。他强调，联储正在考虑所有可用的借贷工具，并认为市政债可以是联储下一步资产购买的目标。美联储宣布开放式、“无限量”化宽松政策。3月23日，美联储宣布，**不限量QE**，购买国债以及MBS数量



没有上限 (amounts needed to support economy), 此外购买范围还扩展至商业地产支持证券 (commercial mortgage-backed securities)。**购买投资级公司债券:** 通过 PMCCF 进入一级市场信用债市场、通过 SMCCF 进入二级市场买入投资级公司债, 包括债券 ETF, 这主要为了应对近期大量资金流出投资级债券, 以及市场流动性干涸的问题。**买入 ABS 支持实体经济:** 重启 2008 年时期的 ABS 购买工具 TALF, 购买学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业贷款相关的 ABS, 实现了对于这些领域贷款的间接支持, 这使得涉及相关贷款的人可以通过出售债券来筹集资金。**支持货币基金市场、票据市场:** 通过扩大 MMLF, 加大对于货币基金市场的支持力度, 通过扩展 CPFF 以平抑波动的商业票据市场, 缓解企业短期融资困境。商业票据的利率也进一步下调至 OIS+110bps, 距离 2008 年期间 OIS+100bps 已经十分接近。此前, 美联储还宣布启动 7000 亿美元量化宽松政策 ([声明](#))。美联储还宣布一系列新措施 ([声明](#)), 以支持信贷流向企业、联邦以及地方政府。一旦通过国会投票, 美联储还将很快推出支撑中小型企业贷款的商业贷款项目。国会当前讨论的经济刺激法案, 包括对美联储贷款提供约 4540 亿美元的财政支持, 或将释放 4 万亿美元的流动性。

美联储主席鲍威尔: 美联储还未弹尽粮绝, 预计下半年经济反弹。 3月 26 日, 鲍威尔 (Jerome Powell) 接受 [NBC](#) 节目采访时表示, 在借贷方面, 美联储还没有用尽弹药, 仍有政策空间去支持经济。他表示, 美国可能已经处于经济衰退之中, 但强调美国经济基本面没有问题。越早控制住病毒, 经济就能越早复苏, 他预期今年下半年经济回升。

美联储缓解全球美元流动性紧张状况。 3月 31 日, [美联储](#) 宣布与外国央行和其他国际货币当局设立临时回购协议安排 (FIMA Repo Facility)。这项安排将允许在纽约联邦储备银行拥有账户的外国央行和其他国际货币当局与美联储达成回购协议, 使它们可以用其持有的美国国债从美联储换取美元, 提供给各自管辖范围内的机构使用。这项回购协议将使外国央行可避免通过在公开市场出售美国国债来获取美元流动性, 有利于支持美国国债市场平稳运行。同时, 像此前美联储与其他央行达成的美元流动性互换协议一样, 这也有助于缓解全球美元融资市场面临的压力。美联储将从 4 月 6 日起提供上述临时回购协议, 持续至少 6 个月。

克利夫兰联邦储备银行主席梅斯特认为失业率可能 10-30%之间: 3月31日, 梅斯特 (Loretta Mester) (拥有投票权) 接受 [CNBC 采访](#) 时表示, 新冠疫情下预计美国失业率最高超过 10% (10%-30%之间), “之后的情况将取决于疫情的发展态势”。梅斯特是唯一对降息至零利率决定投下反对票的投票委员。



波士顿联储主席罗森格伦表示已经采取措施解决企业、个人、州政府流动性问题。4月1日, 罗森格伦 (Eric Rosengren) (无投票权) [发表演讲](#) 表示, 波士顿联储银行已迅速采取措施向银行提供资金, 让银行从货币市场基金购买高质量的企业债, 以解决个人、公司以及州政府的流动性问题。

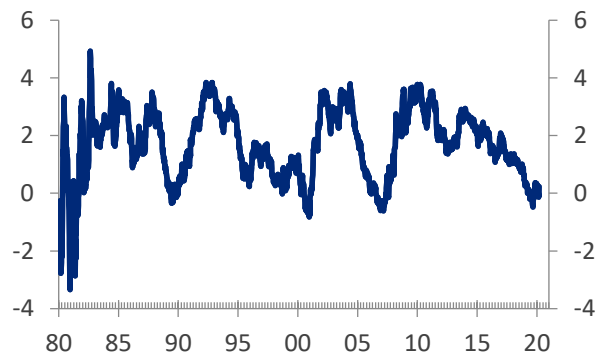
达拉斯联储主席柯普朗表示失业率将达到 10-15%, 经济呈 U 型复苏。4月2日, 柯普朗 (Kaplan) (拥有投票权) 接受 [CNBC 采访](#) 时表示, 预计美国失业率峰值或将达到 10-15%, 并在今年年底降至 8%。美国经济陷入“严重萎缩”, 随后可能呈现 U 型复苏, 因为消费恢复起来比较慢。

图表 7: 美债收益率



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 8: 收益率曲线 (10年-3月期)



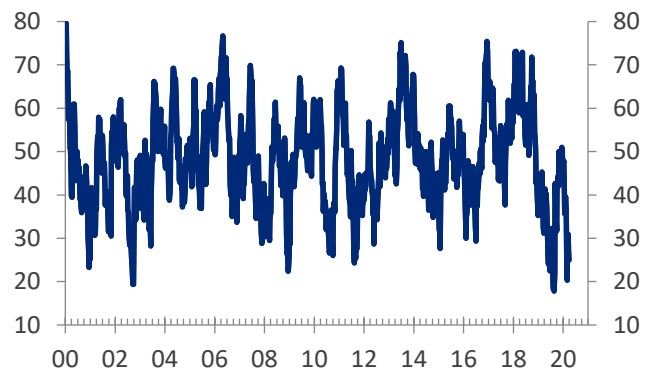
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 9: 10年期美债投机性净多头



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 10: 10年期美债收益率 14天 RSI



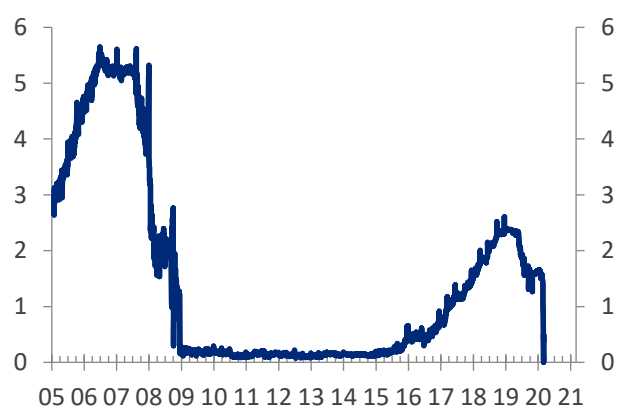
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 11: 美元 3 月期 LIBOR



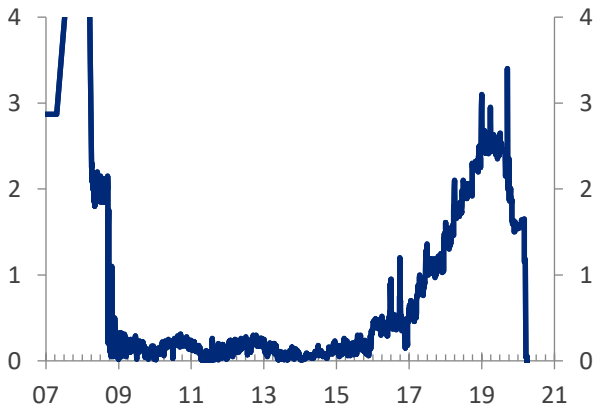
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 12: 市场隐含 3 月期美债收益率



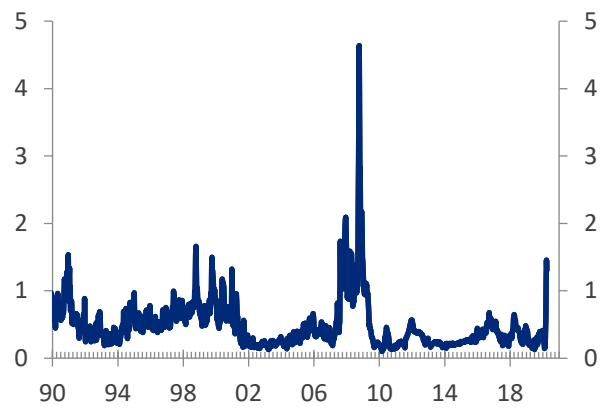
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 13: 美国隔夜回购利率%



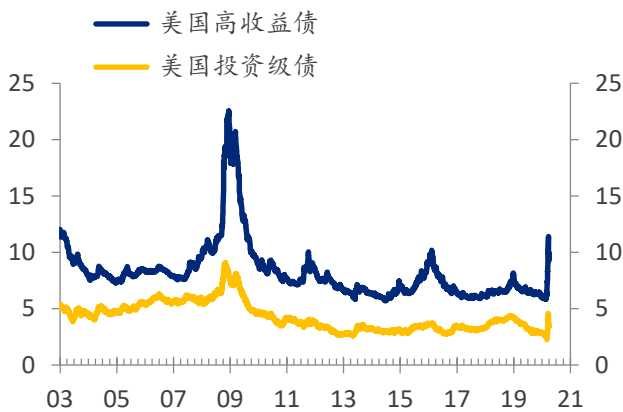
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 14: 泰德利差 Ted Spread (%)



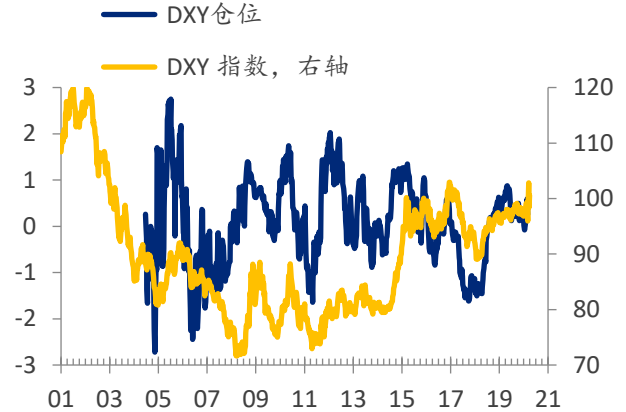
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 15: 美国公司债收益率%



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 16: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

● 点评

虽然 3 月是全球央行大宽松的历史性时刻，但中国央行整体相对克制，3 月的定向降准、下调存款利率、下调超额存款准备金率等举措都有明确的宽松意味，但并未有过度超预期的宽松，这得益于疫情已经很大程度上得到控制，各地经济的复工率逐步提升。在此需要强调的是，相较 2015、2016 年，当前央行的政策空间其实更大：

- 2015-2016 年，国际方面美国连续加息，而如今美联储将短端利率降至 0，长端的 10 年期美债收益率也在 1% 以下。
- 中美利差处于高位。中美 2 年期利差 3 月在 1.24% 的历史中间水平左右，但长端 10 年期利差 3 月处于历史新高的水平。
- 人民币利率整体维持稳定。由于 3 月全球性的美元荒，美元兑全球主要货币大多都明显升值，人民币整体相对稳定，目前离岸以及在岸人民币都在 7.1 左右的水平，市场情绪整体稳定。预计未来 1 年人民币的中枢将围绕 7-7.1 的水平波动。

然而，由于海外需求整体大幅下行，加上内需相对偏弱，货币政策整体方向预计依然偏宽，3 月的政治局会议强调货币政策要“更加灵活适度”，即是货币政策整体偏宽的明确信号。

展望未来：

为了兼顾人民币整体稳定，以及避免流动性过度泛滥导致的杠杆快速上行等因素，预计央行不会过度宽松，而是在货币政策整体偏宽的基础上，更多的进行结构性定向宽松。换言之，中国央行未来的重点不是降低无风险利率，更多的是通过结构性举措降低信用利差，改善中小企业融资困境，引导实体经济的整体融资成本下行。例如，虽然 3 月中国 10 年期国债收益率水平虽然持平于 2016 年的历史新低水平 2.6%，但 1 年期的 AA-评级产业债的收益率水平仅回到 2017 年以来的低位，信用利差依然较大，与此同时，作为中国中小企业融资成本风向标的温州民间综合融资利率依然高企，1 年期的综合融资利率虽然已经持续下行，但依然超过 12%；而期限更短的 6 个月、1 个月融资利率依然高企，尤其是 1 个月的短期融资利率超过 20%，处于历史偏高的水平，这显示了民间中小企业依然融资成本高企，尤其是短期融资难度极大。

● 动态追踪

人行定向降准释放长期资金 5500 亿元。3 月 13 日，[彭博社](#)报道，人民银行 13 日决定，于 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。此外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。释放长期资金 5500 亿元。



中国 3 月 LPR 意外持稳。3 月 20 日，[路透社](#)报道，人行公布 3 月 LPR 报价显示，一年期为 4.05%，五年期以上品种利率 4.75%，均与上次持平，此前市场预期本次 LPR 报价中一年期会下调 5-10 个基点。此前人行公布的 MLF 操作利率也未调整，维持 3.15%。而美联储则大幅加码宽松政策，紧急降息以应对新冠疫情的冲击。本周人行进行了 1000 亿元人民币的 MLF 续作。

人行副行长：中国经济持续向好，二季度将有显著改善。3 月 22 日，[彭博社](#)报道，人民银行副行长陈雨露在国新办新闻发布会上估计，二季度各项经济指标会出现显著改善。中国的经济增长会比较快地回到潜在产出附近。[新华社](#)报道，二季度物价整体形势会逐渐趋于缓和。陈雨露重申将继续保持信贷平稳较快增长并充分利用央行的定向宽松政策。

人民银行讨论下调基准存款利率。3 月 25 日，英国 [《金融时报》](#)报道，人民银行正讨论下调基准存款利率，这将是 2015 年以来的首次，旨在帮助银行维持更高利润，随着疫情暴发，政府希望通过银行帮助刺激经济复苏。疫情期间，一些银行采取灵活方式对待到期客户贷款，利于缓解企业资金压力。

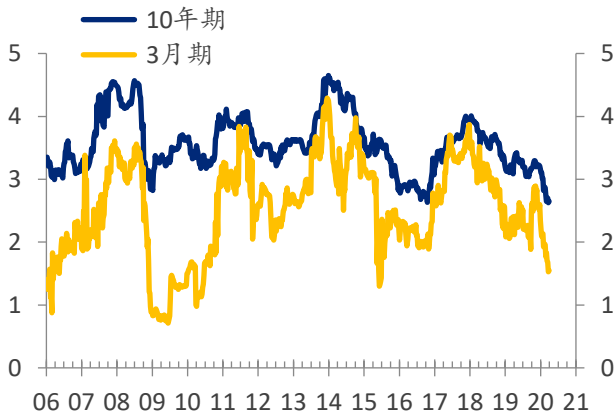
政治局会议强调货币政策要更加灵活适度。3 月 27 日，[新华社](#)报道，政治局会议强调积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设。要充分发挥再贷款再贴现、贷款延期还本付息等金融政策的牵引带动作用，疏通传导机制，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。

人民银行下调 7 天逆回购中标利率 20 bps。3 月 30 日，人行开展 7 天期逆回购操作 500 亿元，下调中标利率 20 bps 至 2.2%，此前为 2.4%。人行专家表示，调降利率可保持流动性合理充裕，进一步降低实体经济融资成本。预计 4 月 MLF 利率、LPR 均有望下调。后续存款基准利率有望接棒（[彭博社](#)）。



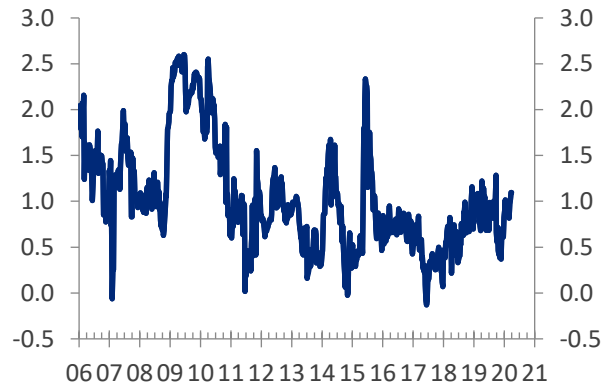
人民银行对中小银行定向降准，并下调金融机构超额存款准备金率。4 月 3 日，[央行](#)宣布，农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。中国人民银行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。

图表 17: 中国国债收益率%



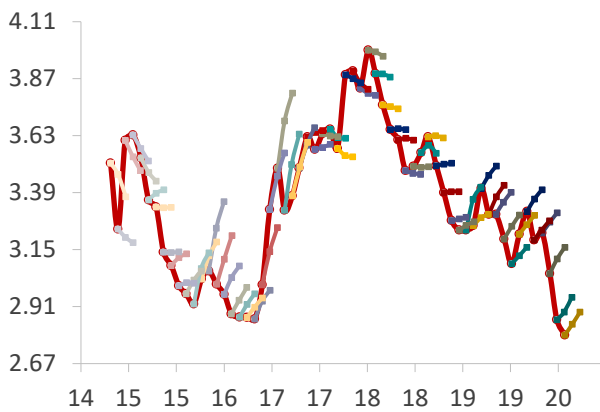
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 18: 中国国债收益率曲线 (10年-3月)



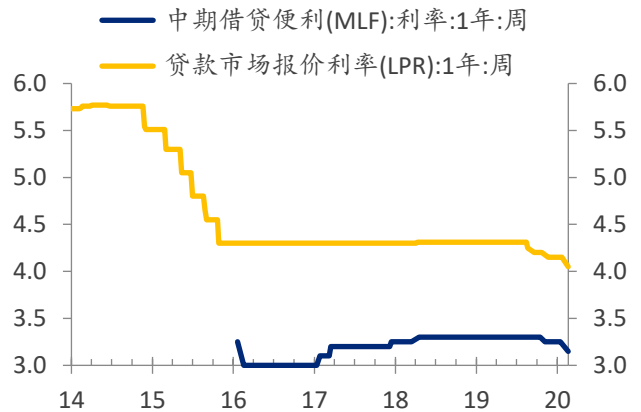
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 19: 中国 10 年期国债远期



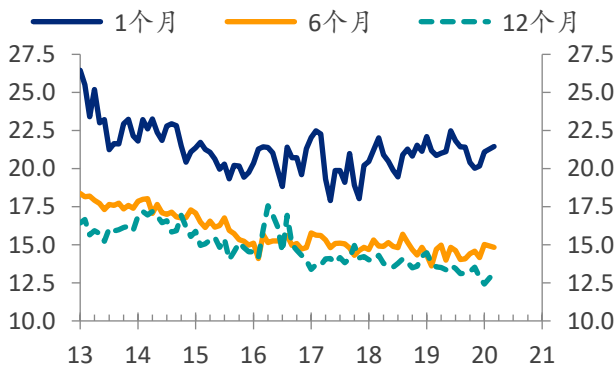
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 20: MLF 与 LPR 利率



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 21: 温州民间融资综合利率%



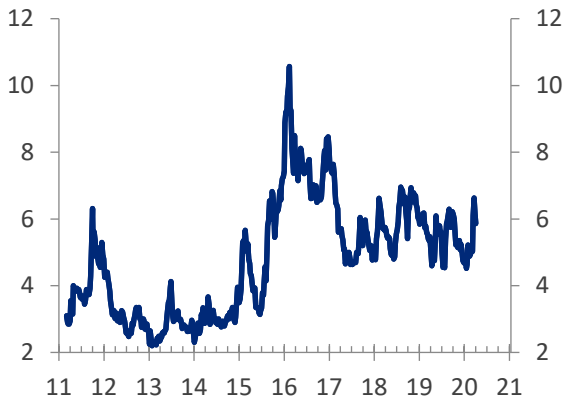
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 22: 中美利差%



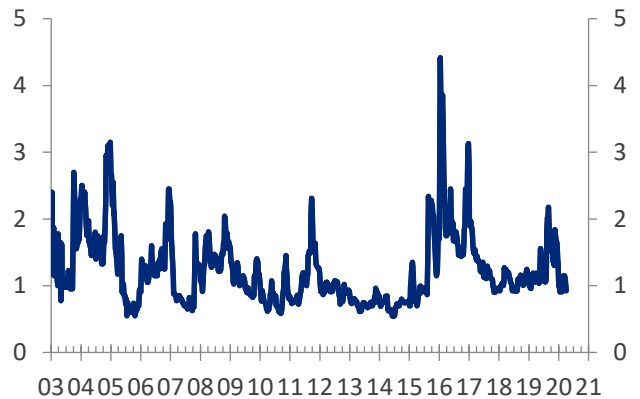
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 23: 1 年期人民币隐含波动率



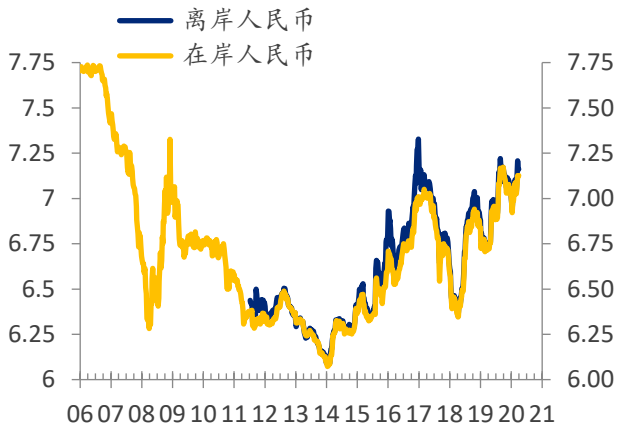
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 24: 1 年期港币隐含波动率



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 25: 人民币一年远期汇率



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 26: 港币一年期远期汇率



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 27: 中国 1 年期产业债到期收益率%



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 28: 中资美元债收益率%



资料来源: Factset、彭博、浦银国际



● 点评

3 月，欧央行也开启了一系列行动，先后两次分别增加了 1200 亿、7500 亿欧元的 QE 规模。但无论是规模，还是政策覆盖的广度，都远不及美联储。欧央行的扩表速度是目前欧美日央行中速度最慢的，这一方面是因为欧央行在全球疫情蔓延之前已经在实施 QE、负利率，政策空间远远小于美联储，另一方面也究其根本仍源于欧央行的货币一体化的同时仍面临政治、财政非一体化，因而其不得不面临政策目标多元的难题，难以如美联储一般迅速而有力地推出货币政策为经济护航：

- 欧元区成员国经济不均衡，各成员国目标函数不一；
- 欧元区既要考虑各国债务可持续性的问题，又要为经济发展保驾护航；
- 在政策刺激的操作层面需要考虑各国配比的技术性问题

展望未来：

欧元区的货币政策未来仍然偏宽，但预计未来仍将陷入漫长的内部拉锯。在货币政策空间已经几乎耗尽的情况下，再叠加各国的意见不一，预计货币政策方面难有大的突破，未来更多的是在已有的货币政策上做微调。

欧洲银行体系为代表的间接融资比重远高于美国，而欧元区的银行体系受负利率冲击，整体的抗冲击性也弱于美国银行业，因而，欧央行的发力点更多会集中于推出结构性举措，来维持欧元区相对脆弱的银行体系稳定。

最后需要提醒的是，从 3 月欧央行推出的系列应对措施来看，欧元区的裂痕隐现，由于此次疫情对经济的冲击是前所未有的，投资人需对欧元区保持高度警惕，提防其银行体系、欧元区成员国因疫情冲击出现信用风险，进而冲击全球资本市场。

● 动态追踪

欧央行提升 QE 规模 1200 亿欧元。3 月 12 日，[欧央行](#)宣布主要存款利率维持-0.5%不变（这与市场预期相悖），但在 6 月开启新的 TLTRO III 之前启动 LTROs（长期再融资操作），以为银行体系提供流动性保证，新的 TLTRO III 将较先前的利率进一步降低 25 个基点。同时欧央行将额外增加更加 1200 亿元的资产购买额。

意大利央行行长维斯科：疫情加剧蔓延令货币政策的传导受阻。3 月 13 日，[彭博](#)引述欧洲央行管理委员会委员、意大利央行行长维斯科（Visco）发言称，必要时欧央行可以提前购买债券，部分地区可重点关注 QE。他表示欧央行本周宣布的刺激计划并非最终决定。决策层准备好在必要时采取更多措施跟进。疫情加剧蔓延令货币政策的传导更加困难。

欧央行首席经济学家雷恩：保留未来降息的选项。3 月 13 日，雷恩（Philip Lane）在该行发布政策决议未降息后[发文](#)表示，如果财政状况收紧，甚或对当地中期通胀目标构成威胁，会保留未来降息的选择。雷恩表示，鉴于当前疫情的特殊情况，其他针对性措施将更加合适，这些措施将有助于资金流向企业和个人。

欧洲央行宣布启动 7500 亿欧元紧急资产购买计划。3 月 18 日，为应对新冠肺炎疫情对经济的负面影响，[欧央行](#)宣布，启动 7500 亿欧元的紧急资产购买计划（PEPP）。新启动的 7500 亿欧元资产购买计划，叠加上周宣布的 1200 亿欧元额外购债计划以及已有的每月 200 亿欧元购买规模，今年欧央行计划的资产购买规模达到 1.1 万亿欧元，仅新达成的购买协议就占欧元区国内生产总值（GDP）的 6%。

欧央行行长拉加德：欧央行将竭尽全力助欧元区渡过危机。3 月 19 日，拉加德在英国[《金融时报》](#)发表文章说，欧洲央行将在其职权范围内尽一切必要努力，帮助欧元区渡过由新冠肺炎疫情引发的危机。她强调，新实施的 PEPP 允许欧央行干预整个收益率曲线，防止信贷定价中的金融碎片化和扭曲，也是为应对疫情的交错发展和随时随地可能出现的不确定性而量身定制的。她强调，应对危机的措施中，卫生和财政政策必须置于首要核心位置，货币政策协同发挥重要作用。

欧央行内部高层对拉加德的 QE 计划存在分歧。3 月 19 日，[《金融时报》](#)和[路透社](#)报道，欧央行官员对于采取“无上限”QE 政策以保护欧元区经济免受新冠疫情影响方面存在分歧。报道称，在西班牙、法国、意大利等国领导人建议采取更多行动后，拉加德决定实施该无上限 QE 措施，以支持欧元区经济，缓和债市。德国和荷兰代表则反对取消部分购债限制，而其他方则希望立即提高上限额度。



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

西班牙央行行长德科斯：欧盟国家采取的遏制疫情措施导致严重的经济活动中断：3月20日，[路透社](#)援引欧央行委员兼西班牙央行总裁德科斯（Pablo Hernandez De Cos）讲话称，欧盟国家采取的遏制新冠疫情影响的措施将导致经济活动出现“非常严重”的中断。他呼吁在加强欧盟层面上的合作来应对疫情冲击。同时[路透社](#)援引芬兰央行总裁雷恩（Olli Rehn）发言称，各国政府需要迅速行动来抗击新冠疫情危机。两位决策者均同意欧央行对安全资产的购买。

欧央行取消先前推出 7500 亿欧元紧急购债计划的购债上限。3月25日，欧央行发布的一份[法律文件](#)称，宣布取消先前推出 7500 亿欧元紧急购债计划的购债上限。原先该上限规定对于一国发行的政府债券最多只能购买 33%，该上限将不适用于紧急购债计划。此外还包括了期限较短的债券。同日，[路透社](#)报道，欧央行确认已开始 PEPP 计划下的资产购买。

欧央行不打算启动直接货币交易（OMT）计划。3月26日，[路透社](#)引述知情人士称，欧央行未打算激活 OMT 购债计划，认为用该工具应对新冠疫情危机不合时宜。欧央行认为紧急抗疫购债计划（PEPP）是当前应对新冠危机是更强有力的危机应对工具。值得注意的是，据[彭博社](#)报道，欧盟和欧央行一些官员则支持启用 OMT 这一 2012 年欧债危机高峰期时推出的购债工具。

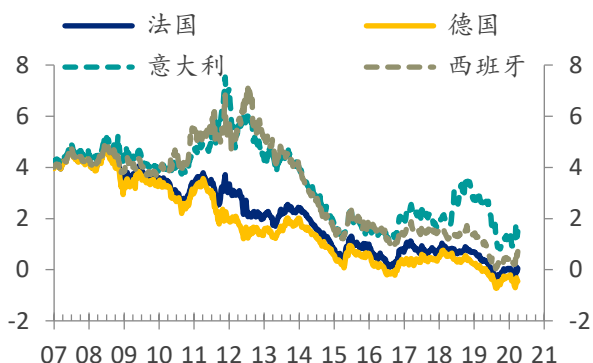
欧央行总裁拉加德吁欧元区财长考虑联合发行“新冠债券”：3月36日，[彭博社](#)报道，欧央行总裁拉加德在视频会议中再次建议欧元区财长认真考虑一次性联合发行“新冠债券”，以帮助抗击疫情。拉加德建议动用所有可用措施，包括释放救助基金、欧洲投资银行提供流动性和担保以及联合发行债券，以共同应对风险。

欧央行要求银行至少在 2020 年 10 月之前不支付股息。3月27日，[欧央行](#)要求银行在 COVID-19 大流行期间不要支付股息或回购股票，此举至少持续至在 2020 年 10 月 1 日。

法国央行行长：在低通胀下应保持低利率政策。4月1日，[路透社](#)报道，欧洲央行委员 Francois Villeroy de Galhau（同时为法国央行行长）表示，目前低通胀意味着欧洲央行应该将利率保持在较低水平。他表示通胀率低对法国央行及欧洲央行至关重要，应继续保持低利率以协助刺激经济并令企业更容易为债务进行再融资。

欧洲央行因疫情将货币政策战略评估延期。4月2日，欧洲央行[发布公告](#)表示，受新冠肺炎疫情影响，欧洲央行决定将货币政策战略评估将由原定的 2020 年底推迟至 2021 年年中。

图表 29: 欧元区 10 年期国债收益率%



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 30: 德债收益率曲线 (10Y-3M) %



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 31: 美德 10 年期国债利差%



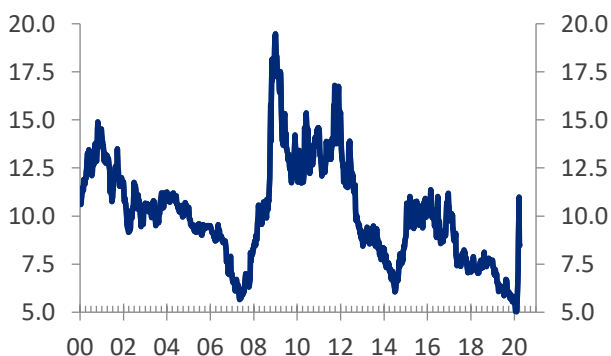
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 32: 欧元区企业债收益率%



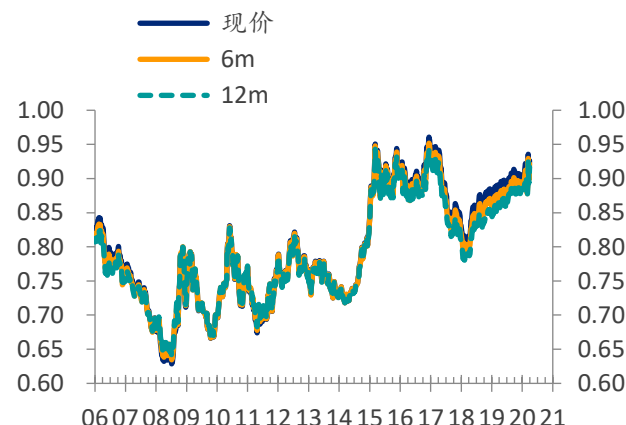
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 33: 1 年期欧元隐含波动率



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 34: 欧元远期



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

日本央行



BANK OF JAPAN

● 点评

由于在疫情之前，日本央行与欧洲央行都已采取了极其宽松的货币政策，因此，在疫情蔓延后，政策空间相对有限。但日本央行无需面临欧央行内部的角力的问题，因此，3月全球金融市场动荡之际，日本央行整体的宽松力度要强于欧央行，其扩表速度也快于欧央行。

展望未来：

由于在疫情开始之前，日本的长端利率已是负利率，进一步下行的空间与必要性极其有限。此外，考虑到日本国债的购买额度存在天然上限（金融机构需要必要的合意抵押品），日本央行的购买国债金额也因此受限，因而，3月的宽松也是着眼于商业票据、公司债以及ETF。

但财政端来看，4月6日，安倍政府宣布了高达108万亿日元的财政刺激（约占GDP的20%，2020年日本财政预算不到103万亿日元）超过2008年金融危机时期。伴随着财政赤字，日本国债的供应将出现飙升。在此情况下，日本央行很可能会进一步扩大国债的购买规模，配合财政刺激政策的推出。

日本央行历来是货币政策的先行实验者。该央行所受政治制约较少，而货币政策工具已极其有限（已实施QE+负利率+购买公司债、ETF）。未来，日本央行不排除会进行更为激进的货币宽松试验，如直接实施狭义定义中的“直升机撒钱”（Helicopter money），即直接扩表，向居民、企业发放消费券。

● 动态追踪

日本央行扩大资产购买规模。3月13日，[日本央行](#)宣布，为应对新冠肺炎疫情对经济的冲击，决定扩大资产购买计划，并继续将短期利率维持在负0.1%的水平，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。主要措施包括，到9月底，将商业票据、公司债的持有额从2.2万亿、3.2万亿日元分别增加1万亿日元至3.2万亿及4.2万亿日元；ETF和REIT年度购买目标分别由原先的6万亿日元、900亿日元倍增至12万亿日元和1800亿日元。维持目前政策指引，但表示将持续密切关注新冠疫情的影响，如有必要将立即采取宽松措施。

日本向金融市场注入5000亿日元流动性。3月13日，[NHK](#)报道，为抑制市场动荡，日本银行3月13日9时半公布，通过购入国债的方式，向金融市场提供5000亿日元的资金。本月初日本央行曾以相同的方式提供资金。此外，日本央行还积极购入交易型开放式指数基金（ETF）。3月2日至12日，共计向市场投入了5100亿日元。

日本央行委员同意采取措施稳定金融市场。3月16日，日本央行[货币政策决议](#)显示，日本央行力争通过支持企业资金周转和重视市场稳定的政策来平息市场的震荡。有意见表示，为应对新冠疫情，货币政策在刺激总需求的同时，还需要消除对企业财务状况的焦虑，并确保市场稳定。还有建议表示要充分利用现有框架优势，根据市况灵活运用。此外，意见还称日本央行仍有望实现80万亿日本国债的购买目标。



BANK OF JAPAN

图表 35: 日本 10 年期国债收益率%



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 36: 美日利差%



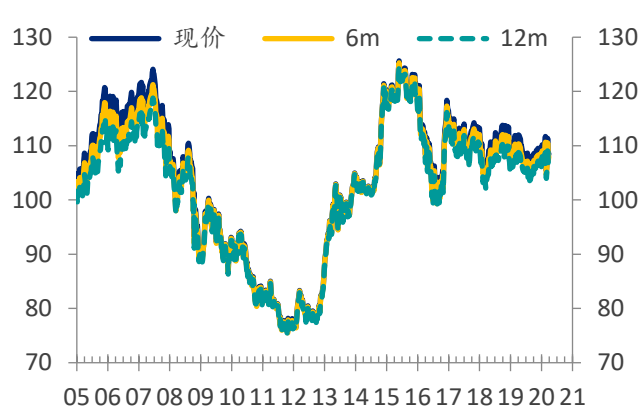
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 37: 1 年期日元隐含波动率



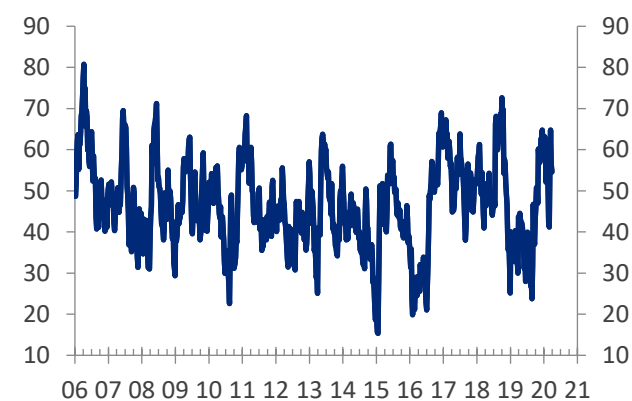
资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 38: 日元远期



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

图表 39: 10 年期日债收益率 14 天 RSI



资料来源: Factset、彭博、浦银国际

其他央行

● 点评

在美联储史无前例的宽松举措下，各国的政策空间也大幅提升。英国央行采取了与美联储类似的举措，零利率的同时，也为企业融资提供援助，进行QE以及公司债的购买。澳大利亚、新西兰、瑞典等国家的央行也陆续开展了降息以及QE的标准操作。

展望未来：

我们预计，在较长时间内，各国仍将保持宽松态势，但持续时间，以及是否进一步扩大宽松，依然主要取决于全球疫情的走势。预计整体的操作思路依然是降低无风险利率叠加维持信贷市场正常运作，降低信贷市场的信用利差。

● 动态追踪

英国央行下调基准利率至 0.25%。3月11日，英国央行公布[议息会议纪要](#)，宣布将基准利率从0.75%下调至0.25%。此外，新一期资助计划将为中小企业提供额外的资助，可提供超过1000亿英镑的贷款，为期四年。英央行还将英国反周期资本缓冲率从1%下调至0%，至少维持到2022年3月。时任行长卡尼（Mark Carney）表示，现在判断疫情的影响还为时尚早，但预期影响规模较大，来得急去得也快。他说目前采取的这些措施将防止经济暂时的中断造成持久的损失。即将上任的行长贝利（Andrew Bailey）也出席了会议，他表示将继续关注疫情发展，并在3月26日的会议上进行评估。

英国央行宣布新措施为企业提供额外援助。3月17日，[英国央行](#)和英国财政部宣布推出新冠肺炎疫情企业金融工具（CCFF），将通过购买那些对英国经济做出重大贡献的企业发行的、到期时间最长为一年的商业票据，从而为企业提供融资，缓解现金流压力。



BANK OF ENGLAND



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



DANMARKS
NATIONALBANK



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



NOREGS BANK



THE BANK OF KOREA

SNB BNS

英国央行再次意外下调基准利率，扩大 QE。3 月 19 日，英国央行公布[议息会议纪要](#)，意外再度将基准利率从 0.25% 下调至 0.10%，并将资产购买规模增加 2000 亿英镑至 6450 亿英镑。声明中强调了对财务状况趋紧的担忧，新任行长贝利表示，负利率或对英国银行业造成冲击，但不排除这一选项。他还表示，降息并非货币融资，并将会提前 QE。此外他还强调现在市场正处在混乱边缘，是时候采取行动了。

英国央行：维持利率不变，但不排除进一步扩大资产购买规模。3 月 26 日英国央行公布[议息会议纪要](#)。英国央行所有委员一致同意维持 0.10% 基准利率不变，资产购买规模维持 6450 亿英镑，还宣布了一系列措施增加流动性和支持中小企业，还宣布了新的商业票据购买计划。政策展望方面并无太大更新，但表示随时准备在必要时采取进一步行动，也不排除更大规模的 QE。行长贝利表示，负利率原则上是可行的，但对英国来说不是一个好选择，因此，在他的声明中，重点也放在了资产购买上，强调如果有必要，可以进一步扩大购买规模，但并未就利率作出评论。

英国央行公司债购买规模倍增。4 月 2 日，英国央行在[一份声明](#)中表示，将企业债的持有量增加至少一倍，作为其 2000 亿英镑资产购买计划的一部分，以应对新冠疫情的经济影响。

澳央行副行长：受疫情冲击，预计一季度服务业出口将下降，令当季 GDP 增长下降 0.5 个百分点。3 月 11 日，澳大利亚央行副行长盖伊·德贝尔（Guy Debelle）在[演讲](#)中表示，受疫情冲击，预计一季度服务业出口将下降至少 10%，令当季 GDP 增长下降 0.5 个百分点。澳元贬值、降息和财政支持计划将有助于推动澳洲经济发展。他还指出，今年一季度之后新冠病毒的影响存在太多不确定性，难以评估。债券购买计划方面，他表示澳央行或将采用“收益率曲线控制”的做法（[The Australian](#)）。

澳央行宣布降息和 QE 措施。3 月 19 日，澳大利亚央行发表[货币政策决议声明](#)，宣布将下调现金利率至 0.25%。这也是澳央行在本月第二次降息。此外，三年期澳政府债券的收益目标被设定在 0.25% 左右，同时宣布购买政府债券。澳央行还将向银行系统提供 900 亿澳元定期融资，特别是为中小型企业提供信贷支持。澳央行行长菲利普·洛（Philip Lowe）在新闻发布会中表示，他预期未来几年将维持目前低水平的现金利率，并对所有政策持开放态度。

新西兰央行将官方现金利率（OCR）下调至历史最低点 0.25%。3 月 16 日，[新西兰央行宣布](#)将官方现金利率下调至历史最低点 0.25%，以应对新冠疫情对新西兰经济的冲击。货币政策委员会同意未来 12 个月都将维持这一水平；如果经济需要更多刺激，相比进一步下调 OCR，央行会更倾向于购买政府债券。



新西兰央行启动 QE 措施。3 月 23 日，[新西兰央行宣布](#)，将启动规模最高达大规模资产购买计划，购买 300 亿新西兰元（170 亿美元）政府债券。其大规模资产购买计划将于本周启动，在未来 12 个月中实施，涵盖多种年期的债券。该央行表示，将密切监测计划的有效性，必要时进行调整。行长奥尔（Orr）接受 [rnz.co.nz](#) 采访时表示，目前支持经济的弹药仍充足，可能还会采取其他措施，包括购买公司债、地方政府债或外汇政策等。

新西兰央行宣布新流动性工具。3 月 30 日，新西兰央行宣布一项[流动性工具](#)，银行可将其持有的商业票据及其他资产支持证券换成现金。此外，4 月 2 日，该行还推出类似美联储 TAF 的[定期贷款工具（TLF）](#)，旨在促进企业信贷。

韩国央行紧急降息，基准利率下调 50 个基点至 0.75%。3 月 16 日，韩国银行（央行）召开[金融货币委员会临时会议](#)，决定把基准利率下调 50 个基点至 0.75%，以应对新冠肺炎疫情对经济的冲击。此外，韩国央行降低对银行贷款支持基金利率至 0.25%。为维持市场流动性充裕，该央行将扩大公开市场操作合格抵押品范围，纳入银行业金融机构发行的债务。

瑞士央行公布利率决议，将加大外汇干预。3 月 19 日，瑞士央行公布[利率决议](#)，宣布瑞士 3 月央行政策利率及活期存款利率维持在 -0.75% 的水平。该行表示，在新冠疫情的冲击下，扩张性货币政策比以往更有必要。目前瑞士法郎“更被高估”，将加大对外汇市场的干预，负利率和市场干预是必要的。该行还表示，目前瑞士金融体系流动性充足；自 4 月 1 日起，将提高商业银行即期存款的负利率豁免门槛，以减轻各银行的负利率负担。豁免门槛将由此前的 25 倍最低存款准备金调整为 30 倍。

挪威央行降息 50 个基点。3 月 13 日，[挪威银行（央行）意外宣布](#)，紧急降息 50 个基点，主要政策利率从 1.5% 下调至 1.0%，以应对新冠疫情对经济的冲击。该行表示将“密切监测疫情发展”，并准备进一步降息。此外，挪威央行还将于近几周为银行提供资金，帮助应对金融市场震荡；将在必要时向银行提供 3 个月期的临时贷款，以确保政策利率向货币市场利率有效传导。

挪威央行本月再度降息。3 月 19 日，[挪威央行宣布](#)，委员会成员一致同意将主要政策利率下调 75 个基点至 0.25% 的历史新低，为本月度第二次降息。在其声明中，该行表示不排除进一步降息的可能。自上周下调政策利率以来，挪威经济形势继续恶化。还强调了挪威可能近期大幅贬值。本周初，该行还提到将加大外汇干预作为政策工具。



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



DANMARKS
NATIONALBANK



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



NOREGS BANK



SNB BNS +

瑞典央行拟向企业提供最高 5000 亿瑞典克朗贷款。3 月 13 日，[彭博社](#)报道，瑞典央行决议拟向有生存能力的企业提供最高 5000 亿瑞典克朗的贷款。瑞央行行长 Stefan Ingves 称：“此措施可以被视作为一种保险，从而让瑞典企业尤其是中小企业对信贷供应正常运转的事实感到放心”。贷款将以相当于瑞典央行回购利率的浮动利率进行发放，目前该利率为零，期限为 2 年。瑞典央行还表示已准备好采取进一步措施，并提供必要的流动性。

瑞典央行召开紧急会议后宣布扩大 QE 规模。3 月 3 日，瑞典央行召开紧急会议，会后[宣布了一系列新措施](#)以支持瑞典经济应对新冠疫情的冲击。该行表示将把对银行的隔夜贷款利率从比回购利率高 0.75 个百分点下调至高 0.20 个百分点，还将在今年额外购买最多 3000 亿瑞典克朗的资产。此前该行承诺，在 2019 年 7 月至 2020 年 12 月期间购买共计 450 亿瑞典克朗的政府债。同时央行抵押品范围更加灵活，允许银行使用抵押债券作为抵押。



BANK OF ENGLAND



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



DANMARKS
NATIONALBANK



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



NOREGS BANK



THE BANK OF KOREA

SNB BNS +

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

权益披露

- 1) 浦银国际的自营交易部及/或其关联公司并没有持有本报告所述公司之股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件), 表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告, 且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际控股有限公司及其子公司(统称“浦银国际”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源, 但并不保证数据之准确性、可信性及完整性, 亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明, 否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据, 所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外, 本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告期内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的, 不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐, 阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出, 日后可作修改而不另通知, 亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息, 阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外, 本报告可能包含前瞻性的陈述, 牵涉多种风险和不确定性, 该等前瞻性陈述可基于一些假设, 受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际的立场。浦银国际董事及/或雇员, 可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失, 概不承担任何法律责任。

浦银国际建议投资者应独立地评估本报告内的资料, 考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要, 在参与有关报告中所述公司之证券的交易前, 委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言, 分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用, 浦银国际对任何第三方的该等行为保留追述权利, 并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。