



SPDBI 全球央行观察

- **全球央行：**5月全球央行没有大的政策动向，本月进行降息的央行数量也较3、4月明显减少。市场焦点聚焦于负利率。目前，除英国央行外，多数央行对负利率持谨慎态度，预计未来仍将以降息和QE为主要刺激措施。
- **美联储：**市场的关注点主要在于美国经济复苏的时点、路径，以及是否会采取负利率。目前美国经济已经触底回升，但未来的复苏路径仍充满不确定性，但从实施负利率的必要性、现有政策的有效性、以及负利率的副作用考虑，我们认为美国实施负利率的概率非常低。
- **人民银行：**5月市场开展了“财政赤字货币化”的讨论，央行多位重要人士明确表示反对。虽然争论更多的停留在学术层面，但也从侧面反映了央行货币政策偏宽，但并不会搞大水漫灌式宽松。与此同时，央行继续开展结构性宽松，央行在6月初创设了两个新工具，以重点支持中小企业融资。在多重目标的制约下，预计央行未来货币政策依然是延续宽松的主基调，但边际上仍以结构性宽松为主。
- **欧央行：**5月欧央行面临重大危机，德国联邦宪法法院推翻欧洲法院2018年的决议，并质疑欧央行的QE行径，令欧盟陷入了宪政危机，这也是史上首次欧盟成员国的司法体系挑战欧盟法令，根植于欧盟内部的不稳定性再次得到显现。6月初，欧央行宣布扩大QE规模，同时却也在进行危险的试探。据媒体报道，欧央行已经开始研究将高收益债纳入QE的利弊，我们再次提醒投资人需要对欧元区继续保持警惕。
- **日本央行：**日本央行在5月未有重大的政策变动，加码政策支持中小企业融资。

2020年

6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6月5日

目录

全球总览	3
总结	4
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	15
欧洲央行	19
点评	19
动态追踪	20
日本央行	24
点评	24
动态追踪	25
其他央行	27
点评	27
动态追踪	28

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

随着全球新冠疫情的蔓延，全球央行尤其是美联储，2020 年 3-4 月全球央行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 5 月：

- **新兴市场央行继续行动：**初步统计 5 月全球至少有 26 个（4 月 31 个）央行进行降息，但降息的央行数量较 4 月有所缩减，且降息的央行绝大部分为新兴市场国家。
- **5 月全球资本市场继续修复：**债市收益率全线回落，在岸与离岸美元的流动性也得到了极大改善，美元互换需求继续下降，显示离岸美元流动性需求已经明显平稳。
- **5 月全球央行继续快速扩表：**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。截至 6 月 3 日，美联储资产负债表总规模升至 7.21 万亿美元创下历史新高，较 3 月底 5.86 万亿美元大幅飙升。

● 总结

在全球央行都推出了史无前例的宽松后,由于美国利率期货进入负利率区间,市场的重心开始转向负利率:

- **美联储**不太会实施负利率,美联储的一众官员也明确反对实施负利率;
- **中国**开展了“财政赤字货币化”的讨论,但实施的概率目前来看很低,预计未来仍然是在不搞大水漫灌式宽松的同时继续实施结构性宽松(例如为鼓励中小企业,央行所设立的两个政策新工具);
- **欧央行**已经实施负利率,但却在 QE 问题上因德国宪法法院的判决而面临宪政危机,与此同时在是否将高收益债纳入 QE 而进行危险的试探;
- **日本央行**已经实施了负利率,在延续极度宽松的态势,同时表示可以继续加码宽松;
- **英国央行**可能实施负利率,但面临银行业的激烈反对;
- **澳新央行**依然以扩大 QE 为政策侧重点,对于负利率依然谨慎。

各国央行宽松举措初现分化,加之各国经济韧性不同、复苏速度也不同,或将导致全球资产表现的分化日趋明显。对此,全球投资人需要密切留意。

在此情况下,我们对于中国、美国资产持谨慎乐观态度,对欧洲资产建议高度谨慎。

图表 1: 全球 3 月期利率中位数 (%)



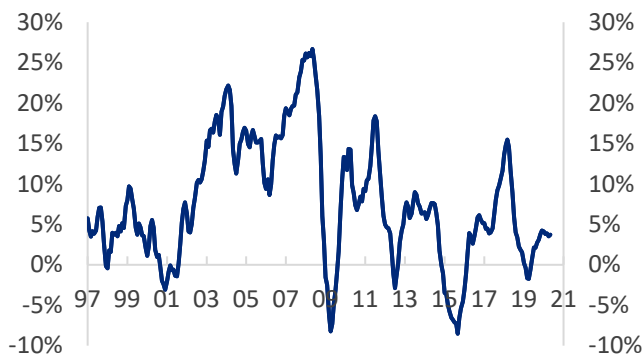
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 2: 全球 10 年期国债收益率中位数 (%)



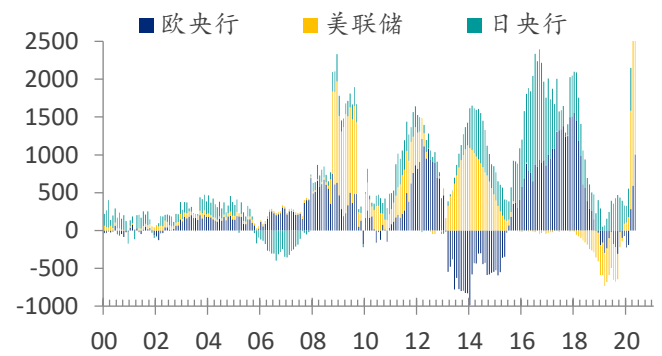
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 3: 全球各国 M2 增速中位数



资料来源: Factset、Bloomberg、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、Bloomberg、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、Bloomberg、浦银国际

图表 6: 全球主权债收益率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

美联储



● 点评

5月，美联储没有大的政策动向，市场的关注点主要集中于：

- 美国经济的复苏的时点、路径
- 美联储是否会采取负利率

1. 关于美国经济的复苏时点、路径

综合各类美国经济数据的高频指标，我们认为，美国经济已触底回升。联储众多官员也基本预计美国经济在二三季度将触顶回升，但认为未来仍有很大的不确定性。4月的美联储会议纪要显示，美联储官员仍担忧疫情的二次反弹。

关于美国经济的复苏路径，我们认为，由于美国各州疫情情况不一，美国国内的抗议影响的发酵，再加上海外市场尤其是新兴市场等地的疫情仍未有好转，企业、居民的消费整体相对谨慎，复苏路径更可能是U型的温和复苏，而不太可能是V形大反弹。美联储多数官员都对经济的复苏路径也持谨慎态度。

2. 关于美联储是否会实施负利率

虽然年底的联邦基金利率期货已经进入负利率区间，反映市场预期未来将进入负利率，这点燃了市场关于美国是否会实施负利率的激烈讨论，但我们认为，实施负利率的概率非常低，最主要原因在于：

- **没有实施负利率的必要性。**经过3-4月美联储一系列的宽松举措，资本市场已经企稳，流动性问题得到了极大缓解，再加上美国高频数据显示美国经济已经企稳逐步回升，美联储没有实施负利率的必要性。
- **美联储当前的政策可以应付。**即使出现疫情的二次冲击，美联储当前的政策工具已经可以应付。
- **负利率的副作用明显，尤其是冲击银行业甚至是美元体系的整体信誉，学界对于负利率的净效应仍然存争议。**

我们可以看到，除了鲍威尔之外，其余一众美联储官员都明确反对实施负利率。综上所述，美联储在未来实施负利率的概率极低，大概率是维持现有框架。

- 展望未来:

未来美联储仍将在现有政策框架下对政策进行微调，全方位呵护地方政府、企业、居民的流动性。美联储不太会实施负利率，但很可能会加强前瞻指引、扩大资产负债表、进行收益率曲线控制等一系列举措来维持宽松的政策立场。

即使经济在企稳明显回暖后，预计下半年美联储也不太可能会出现货币政策转向，因为疫情仍存较大不确定性：1) 疫情是否会出现二次冲击；以及 2) 海外经济体，尤其是新兴市场疫情加剧导致本国经济疲软，进而影响美国经济，这些因素仍然存在不确定性。



● 动态追踪

美联储副主席：第三季度 GDP 增长的基线预测较为乐观。5月5日，美联储副主席克拉里达（Richard Clarida，有投票权）在接受 [CNBC](#) 采访时说，他的基线预测是第三季度美国 GDP 有望达到正增长，但更多的货币和财政政策支撑仍有必要。他还表示，如果新冠病毒在秋季再次爆发，美联储需要采取更多的行动。

下半年恢复经济增长是合理预期，但各行业恢复程度不同。5月5日，芝加哥联储主席埃文斯（Charles Evans，无投票权）接受 [路透社](#) 采访时表示，尽管预计美国经济在第二季度大幅下滑，但是下半年恢复经济增长是“合理”的，虽然各行业的复苏可能是缓慢且不均衡的。

拨款形式的财政支持更合适当下。5月6日，达拉斯联储主席卡普兰（Dallas Kaplan，有投票权）在接受 [雅虎财经](#) 采访时表示，考虑到贷款的有限性，采取拨款形式的财政政策在当下是有必要的。

重申如有必要将采取更多刺激政策。5月6日，圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard，无投票权）在接受 [CNBC](#) 采访时表示，美联储或许可以对下半年的前瞻性指导发表更多看法，并重申如有必要美联储将采取更多刺激措施。

经济复苏漫长且缓慢。5月7日，明尼阿波利斯联储主席卡什卡里（Neel Kashkari，有投票权）告诉 NBC，失业率正处于毁灭性的水平，经济复苏进程漫长且缓慢。但他表示，美联储将继续积极地应对严峻的结果以避免大萧条出现（[彭博社](#)）。

应对经济重启保持谨慎态度。5月8日，明尼阿波利斯联储主席卡什卡利（Neel Kashkari，有投票权）表示，经济从新冠病毒危机中迅速复苏的可能性不大。他警告称，重启可能要分阶段逐步进行，若出现第二波感染可能需要恢复实施封锁措施（[路透社](#)）。费城联储主席哈克尔（Patrick Harker，有投票权）在5月12日的[演讲](#)中说，过早重启会带来重大破坏，并称银行**不该在当下发放大额股息**。

美联储开始购买公司债券 ETF。纽约联储在本周早些时候[宣布](#)，将从5月12日开始购买美国公司债券 ETF。[彭博社](#)指出，在开始购买的第一天（12日），纽约联储累计购买了3.05亿美元的公司债务 ETS，这导致其资产负债表达到了6.93万亿美元的新纪录。



众多美联储官员反对负利率。5月12日，芝加哥联储主席埃文斯（Charles Evans，无投票权）、圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard，无投票权）、亚特兰大联储主席博斯蒂克（Raphael Bostic，无投票权）等美联储政策制定者表示，他们将采取一切可能的措施来缓解大范围封锁措施对经济的冲击，但有一件事他们可能不会做：将利率降至负值。达拉斯联储主席卡普兰（Robert Kaplan，有投票权）明确反对将负利率作为货币政策工具（[路透社](#)）。



美联储不会考虑负利率。5月13日，美联储主席鲍威尔（Jerome Powell，有投票权）在彼得森研究所[讲话](#)时说，美联储打算继续使用现有工具，而非负利率。他还说，财政支持成本很高，但很可能是值得的。鲍威尔在问答环节中说，美国应该在某个时候恢复财政可持续性，但当我们面临冲击时不应将此类考虑放在优先位置。

财政政策应与美联储的行动相配合。5月13日，达拉斯联储主席卡普兰（Robert Kaplan，有投票权）称，现在正处于危机顶点，美联储的行动需要得到国会财政刺激措施的补充（[路透社](#)）。

美联储有能力应对危机，政策工具充足但仍需财政政策的配合。5月18日，美联储主席鲍威尔（Jerome Powell，有投票权）在[60分钟](#)栏目中重申，美联储并非没有弹药，并且美联储的贷款计划不会受到任何限制。在本周的国会会议中，鲍威尔表达了他对经济长期受损所带来的风险和可能性的担忧，并辩称在财政政策方面可能需要做更多的事情。5月22日，美联储副主席克拉里达（Richard Clarida，有投票权）在讲话时重申，美联储将维持低利率直到经济经受住冲击，他称收益率曲线控制是对美联储工具箱的自然补充（[路透社](#)）。

各方关注美联储贷款计划。5月18日，[华尔街日报](#)强调了美联储推出“主街贷款计划”（Main Street Lending Program）的困难，这其中包括如何设定条款以确保美联储不会成为不良贷款的垃圾场。5月19日，[彭博社](#)援引负责监管美联储5000亿美元贷款计划的官员表示，该计划甚至在美联储进行单次购买之前就已经开始运作。

美联储应提高流动性，确保企业渡过危机。5月19日，波士顿联储主席罗森格伦（Eric Rosengren，无投票权）在[讲话](#)中说，应采取措施限制危机所造成的中长期“伤疤”的可能性，并确保有偿付能力的公司拥有渡过危机所必需的流动性。

低利率会维持到危机结束，美联储会使用各种政策工具支持经济。5月20日，根据披露的[4月份联邦公开市场委员会会议纪要](#)，委员们希望保持利率在当前目标范围，直到经济渡过近期的公卫事件，实现就业和通胀的目标为止。但是，委员们认为，冠状病毒在近期或中期

再度爆发的可能性很大，并认可美联储使用全方位工具来支持经济。与会者表示，可使用前瞻性指导将中短期到期国债保持在特定水平。

经济复苏下半年可能触底，但仍取决于检测和医疗。5月20日，达拉斯联储主席卡普兰（Dallas Kaplan，有投票权）接受[彭博社](#)采访时表示，美国经济可能已经触底，在下半年会出现反弹。但经济良性复苏取决于检测的大幅增加以及医疗系统。

经济复苏前景不明朗。5月21日，纽约联储主席威廉姆斯（John Williams，有投票权）在[演讲](#)中提到，经济复苏的前景难以预料，疫情对各个行业冲击的影响还不明确。他表示，目前不清楚经济复苏会在何时、以何种形式出现，美联储正在考虑一系列情境预测。

美联储将采取收益率曲线控制与前瞻性指导的政策措施，负利率是无意义的。5月26日，圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard，无投票权）倾向于根据经济状况而非日期制定前瞻性指导，并表示美联储可以考虑控制收益率曲线，尽管由于长期利率较低，目前不会产生太大影响（[彭博社](#)）。5月27日，纽约联储主席威廉姆斯（John Williams，有投票权）在接受[彭博社](#)采访时说，财政政策可以帮助普通家庭，而流动性可以帮助企业。美联储正在寻求控制收益率曲线以补充前瞻性指导，而负利率是没有意义的。强劲的国债需求缓解了短期赤字的担忧，并且需求侧的副作用将减弱通胀。

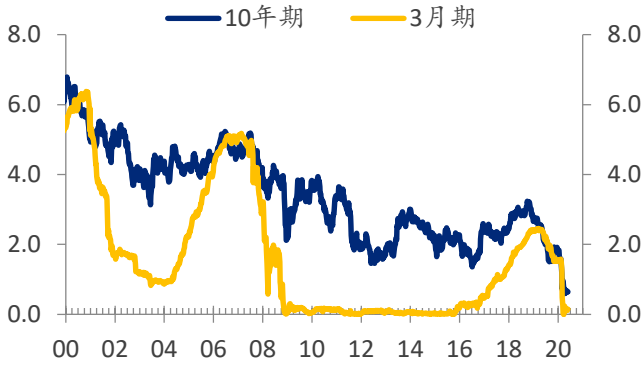
增强疫情防控，失业率会在2021年降至7%。5月29日，达拉斯联储主席卡普兰（Robert Kaplan，有投票权）认为，疫情的反弹取决于增加检测和接触者的追踪。如果员工愿意重返工作岗位，那么失业率可能会在2021年降至7%以下（[路透社](#)）。

负利率没有意义，美联储会使用其他三个强有力工具。5月29日，纽约联储主席威廉姆斯（John Williams，有投票权）表示，负利率是没有意义的工具，美联储还有其他更有效且更有力的工具来刺激经济，这包括低利率、前瞻性指引和美联储的资产负债表（[路透社](#)）。

经济或在第三季度触底反弹，但复苏过程缓慢。5月29日，克利夫兰联储主席梅斯特（Loretta Mester，有投票权）接受[彭博社](#)采访时说，随着经济活动的恢复，美国经济可能在第三季度反弹，但复苏过程比较缓慢。她补充说，很难想象会出现一个快速的V型复苏。

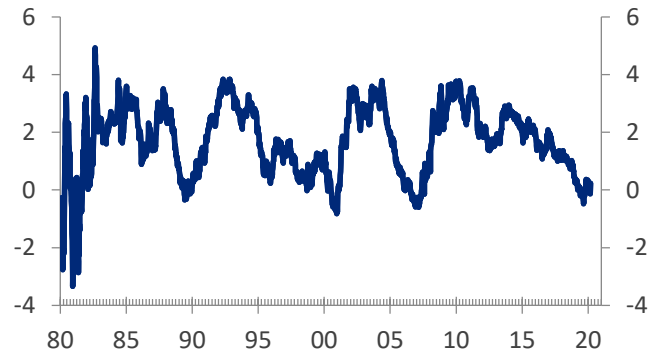


图表 7: 美债收益率



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 8: 收益率曲线 (10年-3月期)



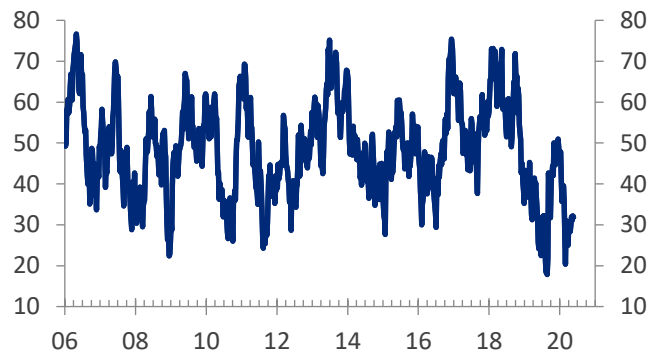
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 9: 10年期美债投机性净多头



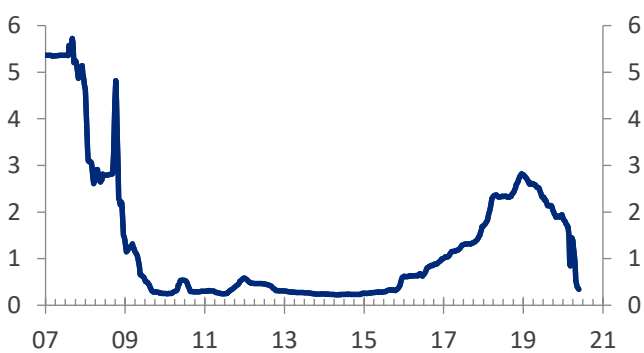
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 10: 10年期美债收益率 14天 RSI



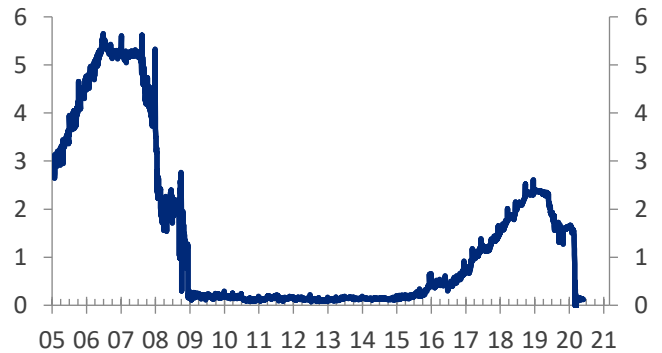
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 11: 美元 3 月期 LIBOR (%)



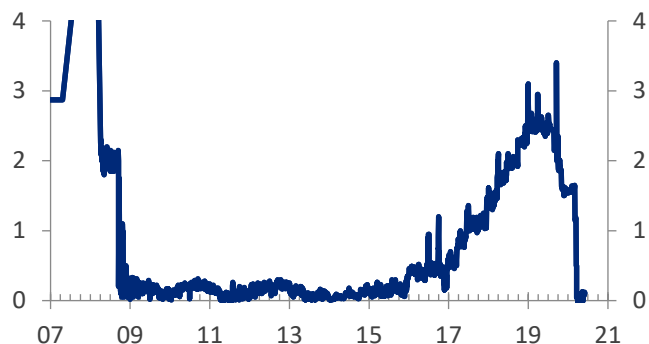
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 12: 市场隐含 3 月期美债收益率 (%)



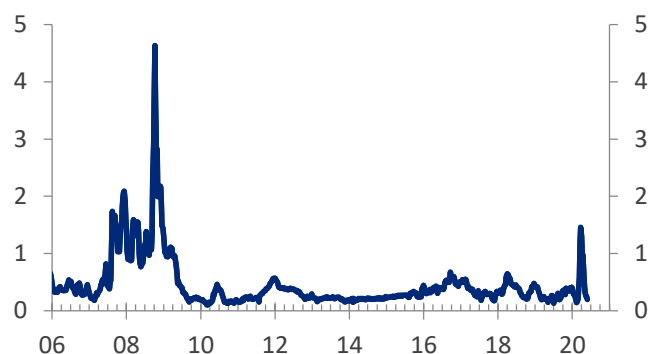
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 13: 美国隔夜回购利率 (%)



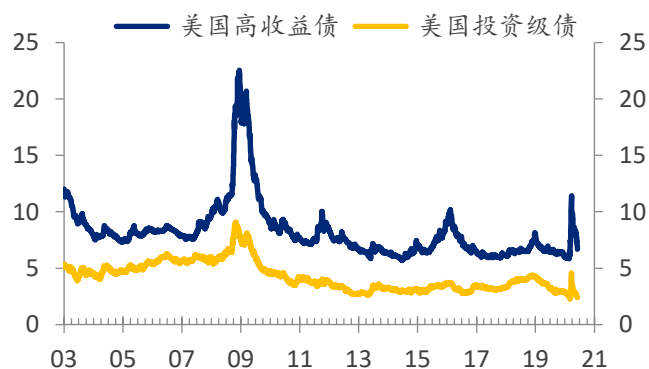
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 14: 泰德利差 Ted Spread (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 15: 美国公司债收益率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 16: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

● 点评

5月,整体来说,人民银行继续维持宽松态势,继续强调逆周期调节、继续强调货币政策会更加灵活适度。但5月月末,央行虽然时隔一个多月重启逆回购操作,投放流动性,但操作利率并未有下降。5月的利率水平整体持平,并没有大幅宽松的迹象。与此同时,随着国内开工活动不断重启,基本面进一步回暖,都令5月的利率债收益率有所反弹。

在经历了3、4月的全球性央行大宽松后,国内激起了关于是否要进行“财政赤字货币化”的讨论。

但央行多位重要人士都强调了在当前的法律框架下,央行无法在以及市场直接为财政提供融资,且强调了“财政赤字货币化”可能会令宏观杠杆急剧升高、财政纪律失去制约以及产生高通胀的恶果。虽然争论更多的停留在学术层面,但也从某个侧面反映了央行货币政策偏宽,但也并不会搞大水漫灌式宽松。

在不搞大水漫灌式宽松的同时,央行继续开展结构性宽松,央行在6月初创设了两个新工具——普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划,以重点支持中小企业融资:

- 普惠小微企业贷款延期支持工具:实质是央行进行利率互换鼓励(激励约为延期贷款本金的100bps)地方银行对小微企业贷款延期(最长至2021年3月)。
- 普惠小微企业信用贷款支持计划:为央行通过创设SPV“购买”(时长1年)40%的小微信用贷款。由于商业银行需要承担风险且不能出表,相当于央行提供了一笔为期1年的无息贷款以支持小微信贷业务。

从具体细节中不难看出,这两个工具与QE有本质区别,债权并未发生转移,且未能出表,本质上依然是商业银行在承担信用风险。其实,这两个新工具也进一步佐证了央行不搞大水漫灌式宽松,但延续结构性宽松继续支持中小企业融资的宽松思路。

展望未来：

中国央行需要兼顾多重目标，既需要防风险，维护市场稳定，又需要兼顾增长、就业、通胀、汇率稳定等多重目标。

在多重目标的制约下，央行的政策只能是稳中推进，预计未来货币政策依然是延续宽松的主基调，但边际上的放宽仍然以结构性宽松为主。

目前货币、财政的政策工具都仍然较多，未来不会过度单一依赖于货币或者财政，距离市场所热议的“财政赤字货币化”仍然遥远。

● 动态追踪

人民银行表示将采取更多政策措施来支持病毒肆虐下的中国经济。5月10日，央行发布第一季度[《中国货币政策执行报告》](#)。报告强调加强货币政策逆周期调节，提出充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用、推动银行多渠道补充资本、引导贷款市场利率下行等一系列措施，将为实体经济特别是中小微企业提供更有力的支撑。



易纲：加强逆周期调节，维护金融市场稳定。5月16日，央行行长易纲在[《求是》](#)刊文表示，之前采取的一系列逆周期货币政策调节工作取得了积极成效，央行将加强货币政策逆周期调节，更加注重灵活适度，维护金融市场稳定，推动实现疫情防控和经济社会发展双胜利。

人民银行多位官员反对“财政赤字货币化”。5月18日，央行货币政策委员会委员马骏[撰文](#)表示，如果央行为赤字提供大规模融资，会导致货币超发，并进而导致通货膨胀、货币贬值、主权债信用评级下降等结果，并可能引发金融风险。5月18日，原行长周小川对此问题发表[观点](#)称，央行不可能逆市场化改革来推进有关政策。5月27日，央行武汉分行行长王玉玲在接受[第一财经](#)专访时表示，不赞成对中国人民银行法中限制财政赤字货币化的规定（第二十九条）进行修改。

人民银行承诺采取更强的反周期措施。5月18日，据[新华社](#)报道，央行行长易纲称，央行将加紧努力，充分利用发放再贷款等金融政策，稳定就业市场、促进实体经济。

人民银行维持利率不变。5月20日，[路透社](#)报道称，本周三央行维持贷款基准利率（Benchmark Lending Rate）不变；此外，一年期贷款市场报价利率（Loan Prime Rate）与上个月的定值相比维持在3.85%，五年期利率也保持在4.65%。

人民银行将继续保持稳健的货币政策更加灵活适度。5月22日，央行副行长陈雨露在回答[第一财经](#)关于央行进一步支持实体经济时货币政策是否还有更多空间的问题时称，“下一步，人民银行将继续保持稳健的货币政策更加灵活适度，在确保总量力度足够、融资成本明显下降、向中小微企业倾斜三方面进一步发力，对冲疫情影响，服务好“六稳”、“六保”工作大局”。

中国经济争取在3年内恢复增长，不会采用负利率刺激经济。5月25日，央行货币政策委员会委员刘世锦在全国政协经济界别讨论时提出，中国经济的基本面没有改变，争取在2-3年内回到正常增长轨道（[证券时报](#)）。他认为，中国仍有结构性增长潜能，不可能采用零利率甚至负利率；西方国家当前实施的一些非常规货币政策对经济的作用目前尚无定论（[新浪财经](#)）。

中国加强政策调整，指导降低贷款利率。5月26日，[路透社](#)援引央行行长易纲的讲话，重申央行将加强经济政策和反周期调整，并继续推动降低贷款利率的承诺。他还表示，尽管存在许多不确定因素，但中国经济的基本面未变，并重申审慎的货币政策将变得更加灵活。



更加灵活稳健的货币政策，确保流动性充裕。5月27日，央行行长易纲接受[新华社](#)采访时表示，下一步货币政策的走势会采取更加灵活适度的稳健货币政策，央行将使用、创新多种货币政策工具，确保流动性充裕，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速明显高于去年。

再创设两个创新直达实体经济的货币政策工具。6月1日，根据央行[公告](#)，在前期 3000 亿元人民币抗疫专项再贷款和 1.5 万亿元普惠性再贷款再贴现工具之上，再创设两个直达实体经济的货币政策工具：普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。该举措将进一步完善结构性货币政策工具体系。央行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜不认为新工具属于量化宽松，中国仍处于常态化的货币信贷政策范畴。

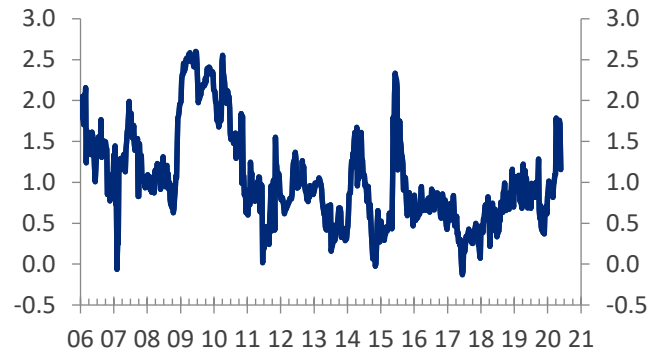
人民银行等部委印发指导意见，加大债券市场融资支持力度。6月2日，人民银行等多部委出台[《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》](#)，强调完善延期还本付息政策，并要求全国性银行要用好全面降准和定向降准政策以及用好再贷款再贴现政策。

图表 17: 中国国债收益率 (%)



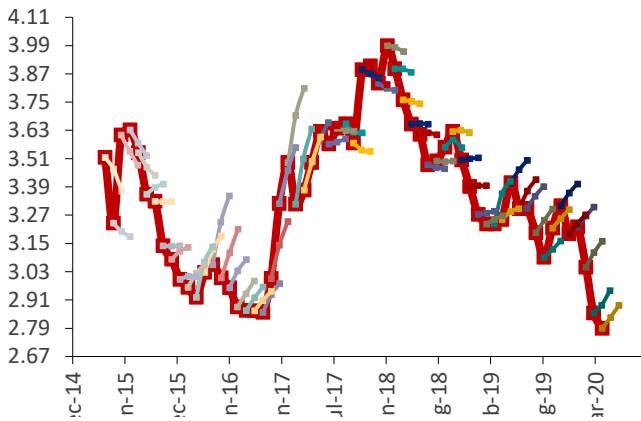
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 18: 中国国债收益率曲线 (10年-3月)



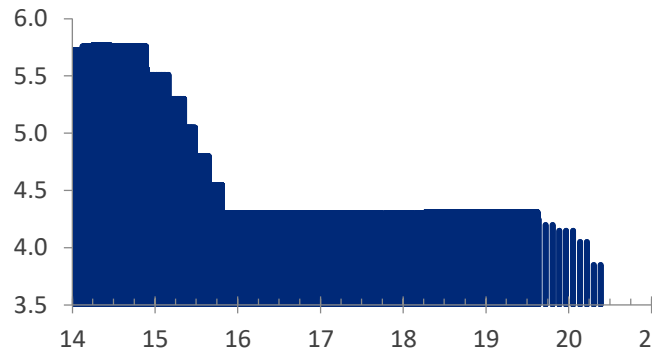
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 19: 中国 10 年期国债远期 (%)



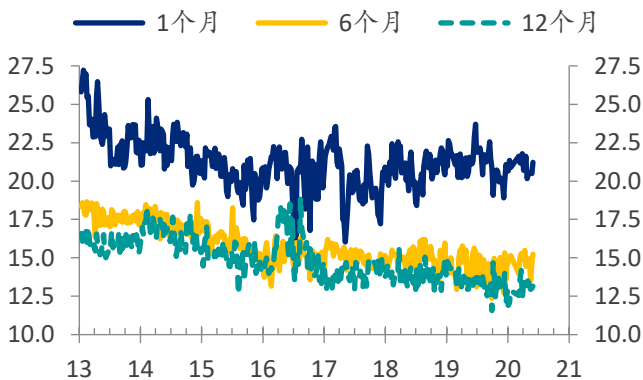
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 20: 1 年期 LPR 利率 (%)



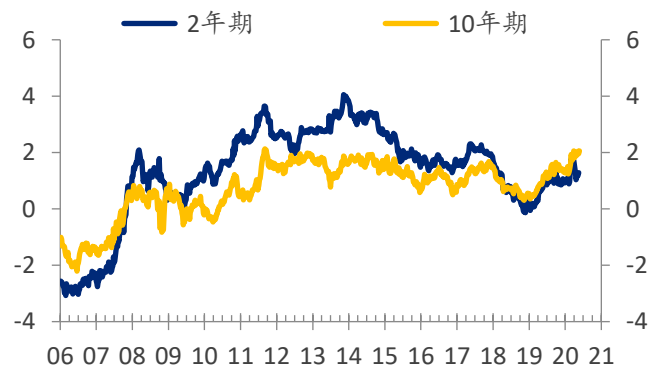
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 21: 温州民间融资综合利率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 22: 中美利差



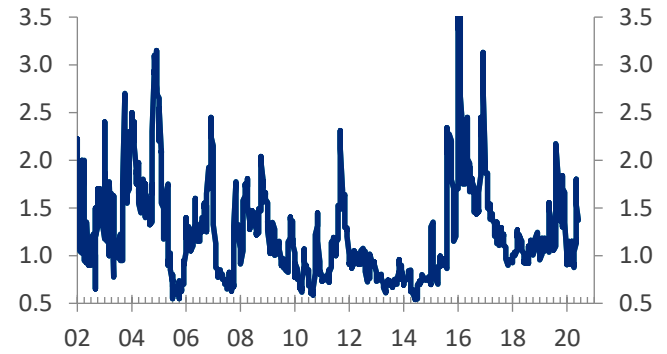
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 23: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



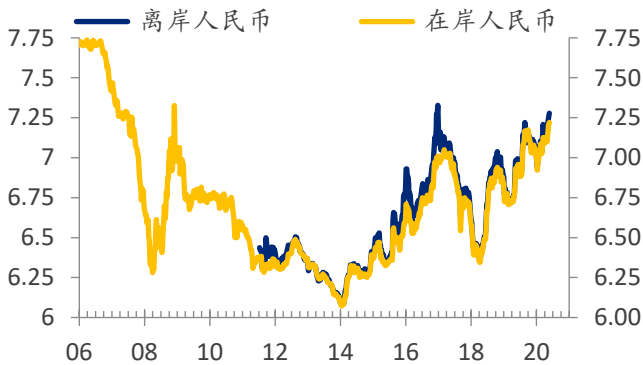
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 24: 1 年期港币隐含波动率 (%)



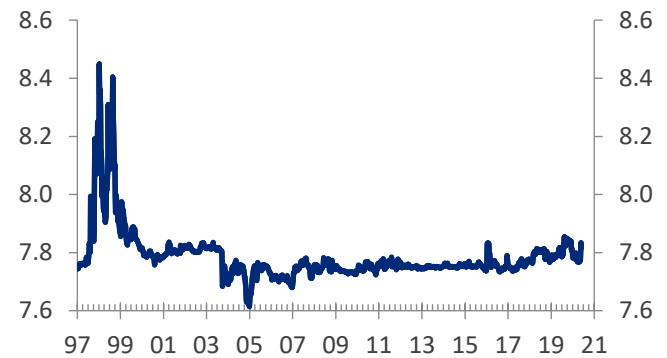
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 25: 人民币一年远期汇率



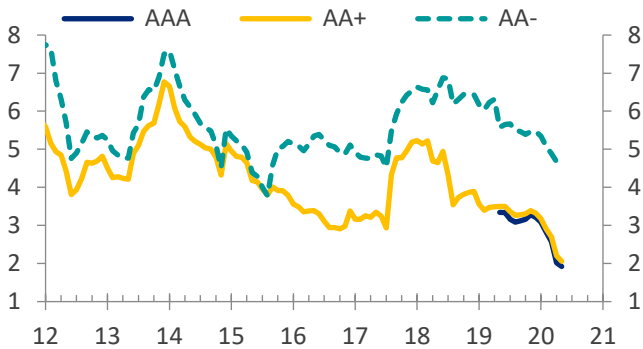
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 26: 港币一年期远期汇率



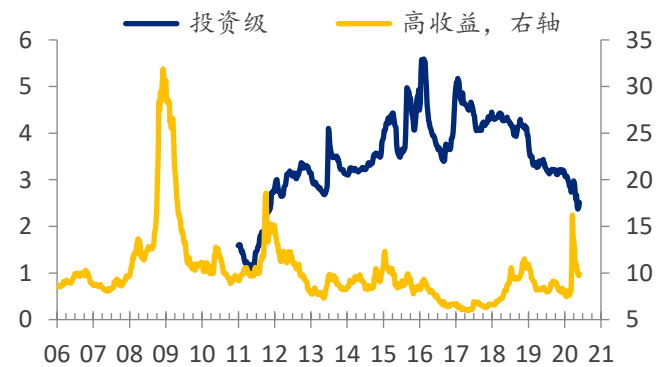
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 27: 中国 1 年期产业债到期收益率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 28: 中资美元债收益率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际



● 点评

5月的欧央行延续先前的脉络，依然是在危险的边缘苦苦挣扎、小心试探。

5月的欧央行突然面临重大危机，德国联邦宪法法院推翻欧洲法院2018年的决议，并质疑欧央行的QE行径，这令欧盟陷入了宪政危机，因为这是有史以来首次欧盟成员国的司法体系挑战欧盟法令，根植于欧盟内部的不稳定性再次得到显现。唯一值得庆幸的是，仍有欧央行3个月（直到8月）可以与德国宪法法院进行沟通。即使德国宪法法院与欧央行达成一致，但巨大问题仍然存在，因为欧央行回应此事本身其实就隐含承认了各成员国司法体系对于欧央行的管辖权，这无异于为欧元区货币政策统一性埋下了令人隐忧的种子。

与此同时，欧央行仍然是在进行危险的试探，其在4月将高收益债纳入合意抵押品范围，但尚未将高收益债纳入QE范围，而5月据媒体报道，欧央行已经开始研究将高收益债纳入QE的利弊，这又是一个危险的试探，因为这将大幅提升央行资产的信用风险，一旦央行资产出现大量信用违约，那么这可能冲击央行的资产负债表，产生涟漪效应，引发难以估量的后果。

展望未来：

欧元区的货币一体化，财政却没有一体化，这个天然缺陷加剧了欧元区财政与货币的天然不平衡，迫使欧央行背负了更多的政策压力，不得不在夹缝中生存。在已经开展了负利率的基础上，巨大的经济压力加上财政协调的相对乏力，迫使欧央行进行各种货币政策的“危险试探”，即使货币刺激政策已经成为欧元区经济最大的依赖时，欧元区货币政策却面临着宪政危机，这对于原本脆弱的欧元区体系而言，无异于是一记重击。

考虑到欧元区设置机制的内在不稳定性，欧央行令人尴尬而危险的货币政策尝试，加之欧元区经济内生韧性弱于美国，欧元区的复苏之路预计将更为漫长。相比美国，欧元区的货币政策将在更长时间内保持宽松。我们再次提醒投资人需要对欧元区继续保持警惕，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

德国联邦宪法法院裁定欧央行采取的某些行动违法。5月5日，德国联邦宪法法院**裁定**，欧央行根据其长期量化宽松计划中的“公共部门购买计划”（Public Sector Purchase Programme, PSPP）采取的某些行动违反了欧盟法律，并表示德国央行将在三个月的过渡期后（到8月）不再参与该计划，除非欧央行证明该计划与其货币政策的目标是适当的。更重要的是，法院裁定该计划不属于货币融资，因为PSPP下的购买受到出资比例、发行人限制、以及资产信用度的限制，并且该决定不涉及在新冠疫情下采取的措施。

消息人士称，德国央行将不得不承担欧央行的法律斗争。5月6日，[路透社](#)援引三位消息人士的话说，德国央行将必须带头说服当局欧央行没有超出其权力范围，以避免损害欧央行的独立性。消息人士称，如果欧央行直接对这项裁决做出回应，这会被理解为欧央行将有效地接受德国的管辖权，以及需要在德国许可的前提下制定政策。另一个版本的消息是，根据[路透社](#)报道，德国国会议员正在辩论是否要求德国联邦银行向国会汇报欧央行的政策。

欧央行将抵制德国法院为购买提供正当理由的命令。5月7日，[金融时报](#)引述欧央行理事会的几名成员的消息，欧央行预计会抵制德国联邦宪法法院的压力，不会对其大规模购买政府债券的行为提供正当理由的辩护，并决心不予回应。在一位消息人士认为，这样做会损害欧央行的独立性，并使它受到其他国家法院的压力，理事会其他成员也同意这种观点。目前可行的解决办法是，在欧央行网站上强调相关文件，另一各办法是将责任归结于德国央行，因为该裁定是针对德国政府的。5月8日，[路透社](#)报道，德国财政部得出的结论是，欧央行为应对疫情而实施的最新资产购买计划符合德国宪法法院定义的出资比例原则。

欧央行行长：必须超越常规工具。5月7日，[彭博社](#)引述欧央行行长拉加德（Christine Lagarde）的话称，她别无选择，只能采用超越常规的政策来对抗新冠危机。该言论发表于德国联邦宪法法院裁定该机构债券购买计划违法的两天后。拉加德在与国际货币基金组织主席格奥尔基耶娃（Kristalina Georgieva）的座谈会上发表讲话时说，目前的情况“非同寻常”，我们必须采取一切可能的措施和政策，以度过这场冲击。她称，我们在和平时期面临着史无前例的经济危机。

欧央行要求工作人员研究购买高收益债以应对大流行的影响。5月8日，[路透社](#)援引消息人士的话说，欧央行已要求工作人员研究是否应购买高收益债，因为欧央行正面临越来越大的压力来应对冠状病毒大流行所带来的经济衰退。消息人士称，欧央行工作人员的任务是权衡购买高收益债的利弊并将其介绍给决策者。



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

欧盟谴责德国法院对欧央行的裁决，以法律斗争相威胁。5月10日，[金融时报](#)和[彭博社](#)报道，欧盟委员会威胁起诉德国，此前该国最高法院对欧央行量化宽松计划的合法性提出质疑。欧洲法院此前已批准了该量化宽松计划，且欧盟委员会已表示欧盟法律优先于国家法规。

欧央行官员在德国法院裁决下捍卫了债券购买计划。5月12日[彭博社](#)报道，在德国最高法官质疑欧央行量化宽松计划的合法性后一周，两名欧央行官员发表了捍卫其债券购买策略的讲话。欧央行首席经济学家莱恩（Philip Lane）表示该计划是合适的，希腊央行行长斯托纳拉斯（Yannis Stournaras）表示，欧央行可以满足法院的要求并在必要时提供证据。德国的欧央行董事会成员施纳贝尔（Isabel Schnabel）暗示了对本国最高法院的谴责并表示只有欧洲法院对欧洲行业具有管辖权（[路透社](#)）。

欧央行研究说明负利率好处。根据欧央行5月13日发布的[相关研究](#)表明，负利率在缓解金融状况和促进价格稳定方面是有效的，且有助于使通货膨胀更接近欧央行的目标。但研究指负利率的长期存在有可能阻碍货币政策的传递，因为这取决于银行对利润率影响的反应。

经济公告称欧元区面临前所未有的经济萎缩。5月14日，欧央行发布的[经济公告](#)强调，鉴于经济影响的最终程度的高度不确定，欧央行测算的增长前景显示，今年欧元区GDP可能下降5%至12%。

欧元区经济预计在2021年恢复到危机前水平。5月18日，欧央行首席经济学家莱恩（Philip Lane）在接受[国家报](#)采访时表示，欧元区的经济活动不太可能在2021年以前恢复到危机开始前的水平。他强调，这取决于放松经济限制所需的时间，以及消费者是否愿意消费，以及企业是否继续投资。莱恩还表示，欧央行目前正在观察局势，并准备在必要时调整所有政策工具。

欧央行行长对欧洲复兴基金计划持积极态度。5月18日，欧央行行长拉加德（Christine Lagarde）在接受[采访](#)时说，价值5000亿欧元的欧洲复兴基金计划是有潜力和针对性的，最重要的是，该计划可以向受疫情影响严重的欧盟成员国提供大量的直接支持。拉加德称，稳定物价仍是其任务的核心，根据目前的情况，通胀率预计在未来几年无法达到目标，因此应确保有足够的空间来稳定通胀和经济。

欧央行行长表示将继续量化宽松政策。5月19日，[彭博社](#)报道，欧央行行长拉加德（Christine Lagarde）表示，尽管德国最高法院对量化宽松政策的合法性提出质疑，但她仍将继续实施该计划。她补充说，欧央行对实现稳定价格的目标毫不犹豫。



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

欧洲复兴基金计划对欧央行在经济和法律方面有所帮助。5月20日，[彭博社](#)指出，尽管欧洲复兴基金计划将在短时间内无法启动，但从长远来看，它将减轻欧央行应对疫情的压力。同时，这也将使欧央行减少面临法律纠纷的机会，并有可能帮助其实现通胀目标。但是，这并不会改变欧央行维持预防性宽松模式的立场。

欧央行已准备好调整“紧急资产购买计划”（Pandemic Emergency Purchase Programme）和其他可能的政策工具。5月22日，欧央行发布了其4月份[政策会议纪要](#)。文件显示，央行理事会将继续评估每项政策措施，以确保适当的校准。此外，文件提到了，货币政策无法预期经济何时会重新开放，但可以为经济反弹提供必要的条件。

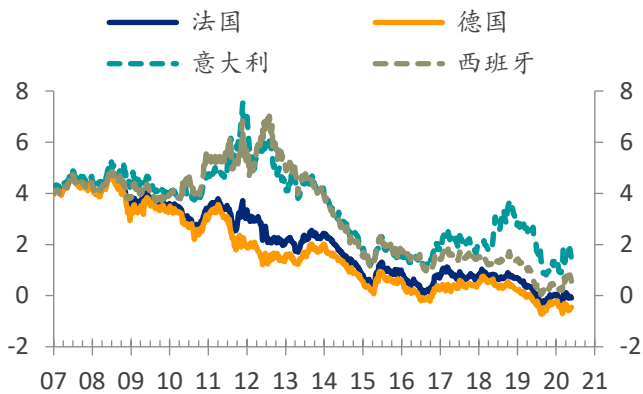
欧央行正在制定排除德国央行情况下执行“公共部门购买计划”（Public Sector Purchase Program）的应急方案。5月26日，[路透社](#)援引四位消息人士的话说，欧央行正在起草没有德国央行的情况下执行“公共部门购买计划”的应急方案，以防德国最高法院强制其央行退出计划。消息人士补充说，最坏的情况下，欧央行将对德国央行采取前所未有的法律行动，将其重新纳入“公共部门购买计划”。

欧央行副行长：欧央行的刺激措施将拉高债务水平，但仍优于替代方案。5月26日，[CNBC](#)引述欧央行副行长德金多斯（Luis de Guindos）的话，他支持该地区前所未有的刺激方案，称别无选择。他说，债务水平过高的问题需要引起重视。在疫情结束后，欧洲的公共债务比率将会更高，但什么都不做会更糟。

欧央行行长：欧元区经济将萎缩8%至12%。5月27日，[路透社](#)报道称，欧央行行长拉加德（Christine Lagarde）日前表示，由于难以摆脱冠状病毒大流行造成的影响，今年欧元区经济可能萎缩8%至12%。当谈到欧央行较早前预测经济萎缩在5%至12%区间时，拉加德表示，该预测已经过时了。

欧央行扩大救助计划规模。6月4日，欧央行[公告](#)宣布，将“紧急资产购买计划”（Pandemic Emergency Purchase Programme）的总额增加6000亿欧元（6716亿美元）至1.35万亿欧元（1.51万亿美元），并将该计划的购买期限延长至2021年6月。此外，保持主要再融资操作利、隔夜贷款利率、隔夜存款利率不变。

图表 29: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



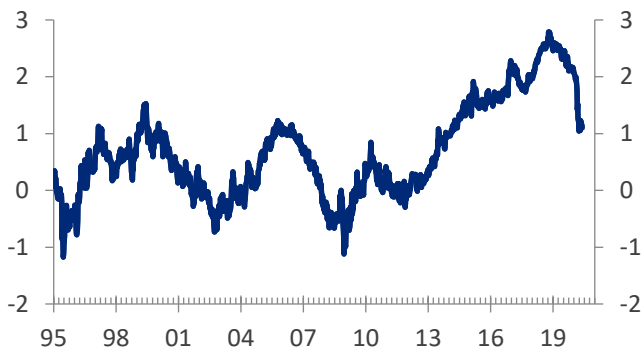
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 30: 德债收益率曲线 (10 年-3 个月)



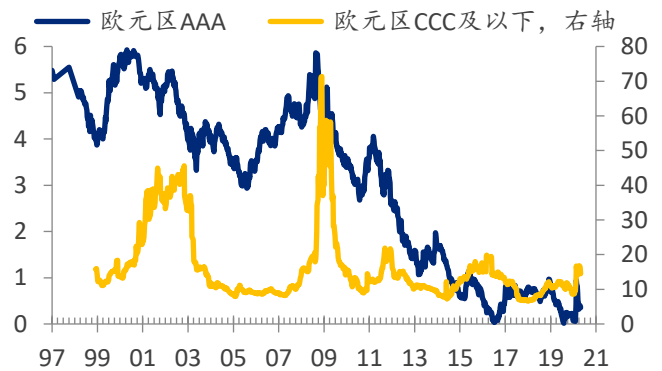
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 31: 美德 10 年期国债利差



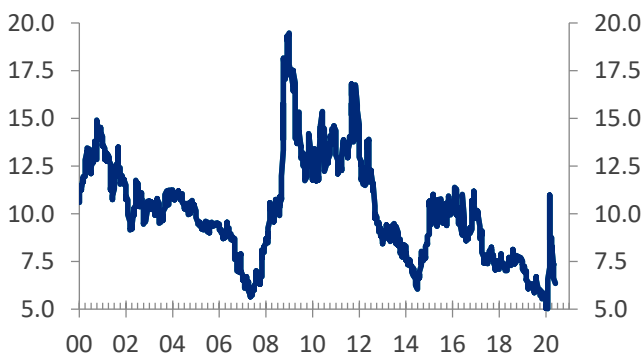
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 32: 欧元区企业债收益率 (%)



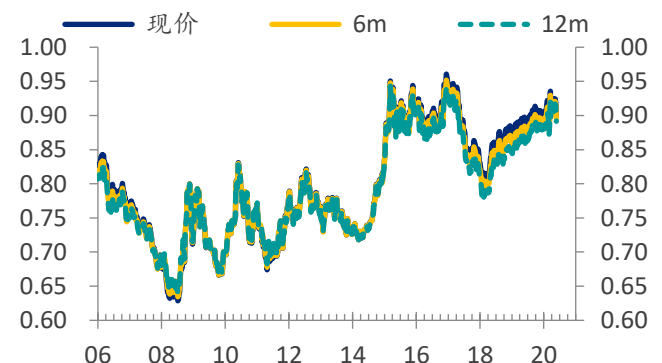
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 33: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 34: 欧元远期 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

日本央行

- 点评

5月的日本央行的未有重大的政策变动，在维持极度宽松货币政策的同时，继续强调一旦有需要，可以进一步加码宽松。日本央行在5月推出了支持中小企业融资的贷款计划，其借鉴了美联储的“主街贷款工具”（Main Street Lending Facility），该计划预计在6月正式启动。

展望未来：

日本央行货币政策已经极度宽松，但在此情况下，仍然表示可以加码宽松。因为历来是货币政策的先行实验者。该央行独立性弱于欧美，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，一旦有需要，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”，即直接扩表，向居民、企业发放消费券。



BANK OF JAPAN

● 动态追踪

日本央行行长表示现在无需压低负利率。5月14日，[路透社](#)援引日本央行行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）的话说，他认为现在无需将利率推低至负利率，因为日本央行的当务之急是将资金注入现金流不足的公司并保持金融市场的稳定。他补充说，日本央行迄今为止采取的步骤是“足够且适当的”。

日本央行推出“冠状病毒贷款计划”（Coronavirus Lending Program）。如市场预期，5月22日，[日本央行](#)决定维持政策利率和量化宽松政策不变。但推出了预计在6月正式启动的关于冠状病毒贷款计划的新机制，以帮助受新冠疫情影响的中小企业。冠状病毒贷款计划借鉴了美联储的“主街贷款工具”（Main Street Lending Facility）。

日本央行行长重申愿意采取进一步的宽松措施。5月26日，日本央行行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在上议院财政事务委员会发表关于货币和货币管制的[半年度报告](#)，他重申了日本央行的立场，即密切监控疫情造成的影响，并且会在必要时毫不犹豫地采取进一步的宽松措施，包括加快印钞、增加市场操作工具和降息。



BANK OF JAPAN

图表 35: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 36: 美日利差 (%)



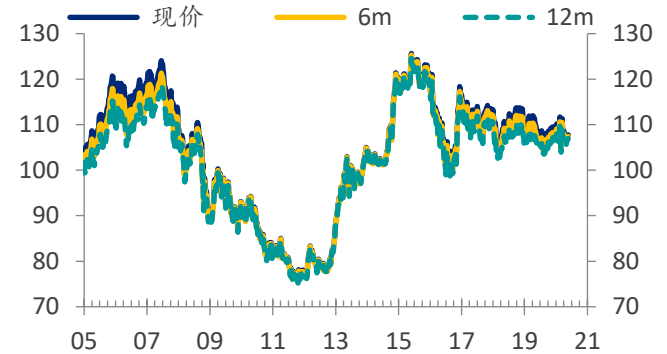
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 37: 1 年期日元隐含波动率 (%)



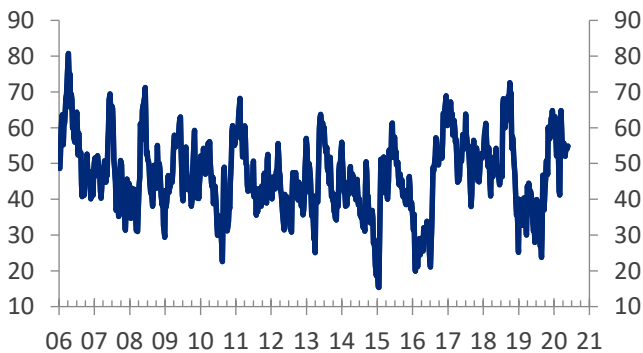
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 38: 日元远期



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 39: 10 年期日债收益率 14 天 RSI



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

其他央行

● 点评

疫情的持续对经济的影响开始扩大，除美欧日外的发达经济体央行开始对负利率这一终极武器进行了讨论。目前，除英国央行外，其他央行对负利率持谨慎态度，并积极采取降息和 QE 措施支持经济。

- 英国央行对负利率的态度在 5 月出现反转，英国银行业对负利率持悲观态度。
- 澳洲央行、新西兰央行维持低利率并将考虑扩大 QE 的规模。
- 挪威央行、韩国央行、印度央行调低利率。

展望未来：

预计发达市场央行依然会以扩大 QE 为主，新兴市场央行以降低利率为主，各国对于负利率整体依然会偏谨慎。

随着疫情至暗时刻的离去，经济逐步开始重启，在不同的经济韧性下，各国的货币政策分化将进一步加剧，全球外汇市场的波动将提升。



BANK OF ENGLAND



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



DANMARKS
NATIONALBANK



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



SVERIGES
RIKSBANK



NOREGS BANK



THE BANK OF KOREA

SNB BNS +

● 动态追踪

英国央行维持其关键政策设置不变，并强烈暗示将在6月提高QE规模。5月7日，[英国央行](#)的银行贴现率在0.1%的水平，其资产购买目标是6450亿英镑，但是货币政策委员会中的两名成员要求资产购买目标增加1000亿英镑。英国央行行长贝利（Andrew Bailey）强调，尚未排除任何政策，但此前他曾表示，他认为负利率对英国来说不是正确的选择。他确认英国央行预计在6月出台更多量化宽松政策，并强调英国央行目前正在做的事情与开放式量化宽松没有区别。

欧洲经验促使英国央行考虑负利率。5月18日，[路透社](#)报道了英国央行货币政策委员会委员特雷诺（Silvana Tenreyro）关于负利率好处的谈话，后者称央行并未排除任何政策工具。特雷诺认为对欧洲经验的解读得出，负利率会对经济活动产生相当大的积极作用。

英国央行可能会首次采用负利率。5月20日，[金融时报](#)援引英国央行行长贝利（Andrew Bailey）的说法，负利率正在被“积极审查”之中。仅仅在一周前，贝利对此的态度仍是，英国央行并未在冠状病毒危机期间“计划或考虑”负利率。本周三（20日），贝利对下议院财政部特别委员会表示，他“已经稍微改变了立场”。如果央行采用负利率，这将会成为英国历史上的首次。

英国银行业对负利率持悲观态度。5月21日，[金融时报](#)报道，英国银行业对负利率的前景表达了担忧，警告称这将削减收益并限制其吸收因冠状病毒爆发引起的贷款损失的能力。该报道援引金融业游说组织负责人琼斯（Stephen Jones）的话说，根据其他国家的经验，尚无法确定负利率是否会刺激支出。根据英国央行的估计，利率下调至-0.25%将使银行业的平均资产回报率降低至个位数。

英国央行副行长表示正在审查所有刺激方案。5月22日，英国央行副行长拉姆斯登（David Ramsden）在接受[路透社](#)采访时表示，英国经济深受疫情危机的影响，经济复苏料比本月早些时候英国央行估计的时间更慢，因此包括负利率在内的所有刺激方案都应被考虑。他说，对负利率持开放态度是合理的，并且央行考虑在6月进行更多的量化宽松。但他强调，负利率造成的问题很复杂，需要仔细考虑。

英国面临更久、更难复苏的风险。5月27日，英国央行行长贝利（Andrew Bailey）在[卫报](#)的专栏中表示，英国经济从冠状病毒影响中恢复所需的时间或许比英国央行在本月初预期的时间更长。他强调，英国央行随时准备在需要时为经济提供进一步支持。

英国经济需较长时间去完全恢复。5月28日，[路透社](#)援引英国央行货币政策委员会委员桑德斯（Michael Saunders）的话，英国经济在未来两到三年内不太可能从疫情的影响中完全恢复。



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 +

澳洲央行将现金利率和三年期收益率如期维持在 0.25%，并将扩大 QE 规模及合意抵押品范围。5 月 5 日，根据 5 月的[政策声明](#)，尽管澳大利亚债券市场的运转有所改善，但澳央行准备再次扩大其在公开市场业务的债券购买规模，并扩大符合资格债券的范围。

澳洲央行重申了准备在必要时扩大其 QE 规模。澳洲央行行长洛伊（Philip Lowe）5 月 21 日发表[讲话](#)时强调了澳大利亚经济面临的不确定性。宽松措施一直在按预期进行，并重申了澳洲央行准备在必要时扩大其 QE 规模。

新西兰央行维持官方现金利率不变，并将量化宽松政策从 330 亿扩大至 600 亿纽币（385 亿美金）。根据新西兰央行于 5 月 13 日发布的[5 月份政策声明](#)，新扩大的“大规模资产购买计划”（Large Scale Asset Purchase Program）将要纳入通胀指数债券。新西兰央行准备在需要时使用其他货币工具，包括将官方现金利率置于负数范围，向“大规模资产购买计划”添加例如像外国资产在内的其他资产，以及向银行提供定期贷款。

新西兰央行将扩大量化宽松的范围，暂不考虑负利率。5 月 19 日，新西兰央行副行长巴斯坎德（Geoff Bascand）在接受[路透社](#)采访时表示，央行将在三个月的时间内拥有更多的确定性，并重新评估其是否需要加强货币刺激或回拨部分宽松措施。巴斯坎德表示，负利率是新西兰央行可采取的几种货币政策选择之一，但目前最好的做法是进行大规模资产购买。20 日，新西兰央行行长奥尔（Adrian Orr）在接受[彭博社](#)采访时说，央行不希望现阶段将官方现金利率降至负数，银行尚未准备好在负利率环境下运营。22 日，奥尔接受[采访](#)时称，如果量化宽松政策仍然有效，央行仍将其视为优先选择；如果量化宽松政策无效，则会考虑购买外国资产、前瞻性指导、和定期贷款。

挪威央行调低利率。5 月 7 日，挪威央行未如期维持利率，而是意外地将其关键回购利率从 0.25% 降低至 0%，挪威央行[表示](#)，由于冠状病毒大流行令国内经济活动急剧下降，未来高度不确定，流行病对周边国家的严重影响和石油价格的急剧下跌，共同加剧经济衰退。

韩国央行降低回购利率，符合市场预期。韩国央行将基准回购利率下调 25 个基点至 0.50%，再创历史新低。根据[彭博社](#) 5 月 28 日的报道，韩国央行行长李柱烈表示，央行正在考虑使用非常规的政策工具来支持经济增长，并将积极购买政府债券以稳定市场。

印度央行将回购利率下调 40 个基点。5 月 22 日的[政策声明](#)指出，降息政策在投票中得到了一致通过，这显示了货币政策委员会在促进经济复苏和降低疫情影响的前提下，保持货币宽松的立场。



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。

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证券有限公司（统称“浦银国际证券”）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证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/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。

浦银国际证券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证券所有，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，浦银国际证券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。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 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。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼