浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

SPDBI 全球央行观察：货币政策新框架为长期宽松埋下伏笔

- **全球央行：**在经济、通胀长期低迷的大环境下，叠加疫情的持续冲击与影响，宽松货币政策愈发常态化、长期化，各国央行货币政策新框架的推出为长期宽松埋下伏笔。

- **美联储：**8 月美联储推出新的货币政策框架，这将影响至少 3-5 年的美联储的货币政策，其对就业、通胀目标都进行了间接、直接的调整，新框架较市场预期更偏鸽派，其最直接的影响就是令美联储的宽松更长期。但新框架给予了美联储更高的灵活性，灵活性本身会为市场带来更多的不确定性，这可能会加剧市场波动。

- **中国人民银行：**8 月国务院常务会议上，表示“保持流动性合理充裕”的同时也强调“不搞大水漫灌”。多位政策官员也从多个维度上暗示/明示了货币政策不会进一步宽松，主要由于经济复苏、防风险等多个因素。预计未来中国央行货币政策仍将总体偏宽，但不太会扩大宽松，未来在边际上可能收紧。对中国权益资产而言，未来最大的支撑来自盈利复苏而非流动性宽松。

- **欧洲央行：**随着美联储推出新的货币政策框架，欧央行也同样正在开展其自 2003 年以来的首次战略评估，预计在未来 1 年内会对其货币政策框架进行修订。但由于其内部协调困难，其新框架的推出将经历更多的多方角力，最终的新框架预计会是妥协的产物，新框架下欧央行的灵活性可能不如美联储大。

- **日本央行：**日本首相安倍晋三的辞职无碍其延续宽松态势。

2020 年

9 月刊

蔡瑞，CFA
策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣，PhD
宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰
研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2020 年 9 月 1 日

相关报告：

《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》（2020-08-28）

《黄金投资手册：黄金并不黄金》（2020-08-13）

《SPDBI 全球央行观察：整体扩大宽松，欧元走强不具可持续性 | 2020 年 8 月刊》（2020-07-31）

《SPDBI 全球央行观察 2020 年 7 月刊》（2020-07-09）

《2H20 投资策略展望:不要站在央行的对立面》（2020-06-19）

《SPDBI 全球央行观察 2020 年 6 月刊》（2020-06-05）

本研究报告由浦银国际控股有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

全球总览：为长期宽松埋下伏笔 3

总 结 4

美联储：鸽派新框架维持长期宽松 6

点评 6

动态追踪 8

中国人民银行：预计未来不会扩大宽松 14

点评 14

动态追踪 15

欧洲央行：政策框架可能随美联储调整 19

点评 19

动态追踪 20

日本央行：延续一贯的宽松态势 24

点评 24

动态追踪 25

其他央行：扩大宽松 27

点评 27

动态追踪 28

SPDBI 全球央行观察：货币政策新框架为长期宽松埋下伏笔

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：为长期宽松埋下伏笔

随着全球新冠疫情的蔓延，2020 年一季度，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 8 月：

- **少数新兴市场央行继续降息：**初步统计 8 月全球至少有 7 个（7 月 10 个）央行进行降息，降息的央行数量较 7 月进一步缩减，且降息的央行均为新兴市场国家。

- **8 月全球资本市场继续修复：**发达市场国家（美日英法德等）国债收益率出现小幅度回升，在岸与离岸美元的流动性也得到了极大改善，海外央行美元互换需求下降。

- **8 月全球央行扩表速度回落：**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，扩表速度远超金融危机时期。但由于海外美元流动性改善，央行货币互换减少令美联储资产负债表规模略有回落，截至 8 月 25 日，美联储资产负债表总规模较 7 月持平达 6.99 万亿美元，但宽松基调仍然不变。

总结

8 月，全球央行最大的主题就是美联储实施了货币政策的新框架，该框架对就业、通胀目标进行了间接、直接地调整，为延续长期宽松埋下伏笔。欧央行也正在进行 2003 年以来的首次战略评估，预计也将对其通胀目标在内的货币政策框架进行调整。随着美欧的调整，预计将有更多的央行跟进，究其实质在于：在经济、通胀长期低迷的大环境下，叠加疫情的持续冲击与影响，宽松货币政策愈发常态化、长期化，各国央行货币政策新框架的推出为长期宽松埋下伏笔。

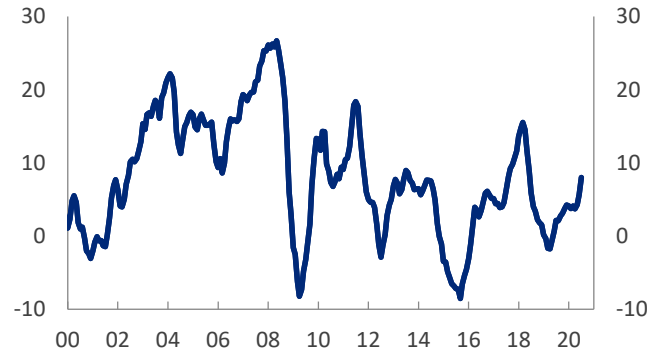
图表 1: 全球 3 月期利率中位数（%）

资料来源：Factset，浦银国际

图表 2: 全球 10 年期国债收益率中位数（%）

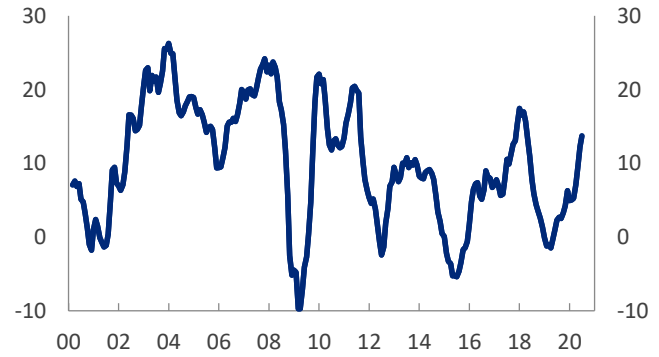
资料来源：Factset，浦银国际

图表 3: 全球各国 M2 增速中位数（%）



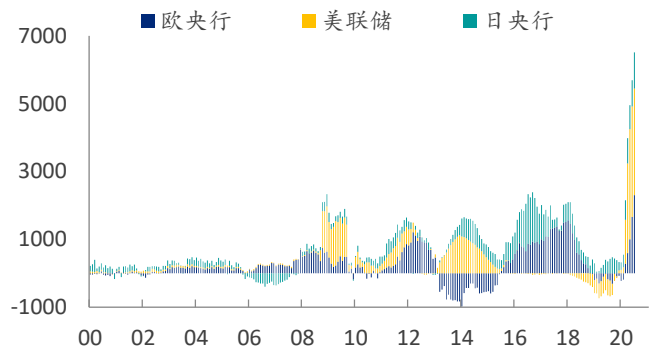
资料来源：Factset，浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数（%）



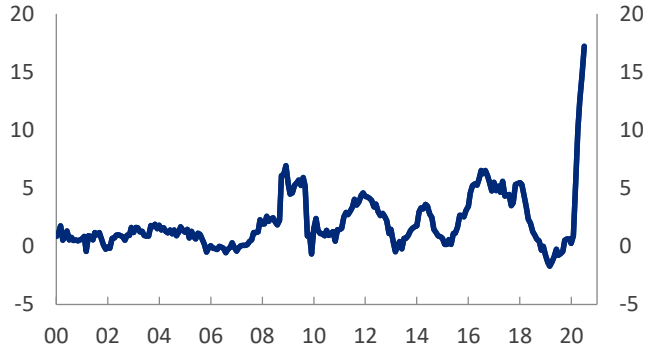
资料来源：Factset，浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量（十亿美元）



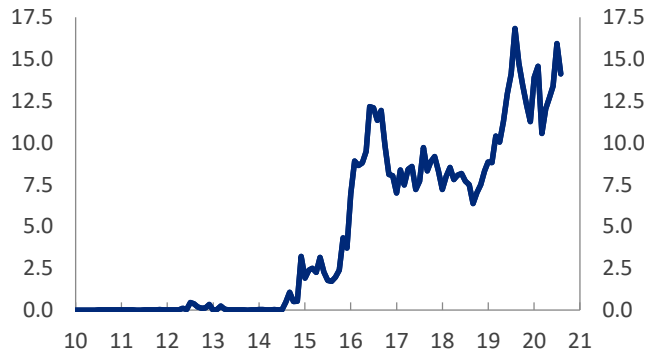
资料来源：Factset，浦银国际

图表 6: 美欧日央行资产年度增量占年化 GDP 的比例（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 7: 全球负利率债券市值（万亿美元）



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 8: 全球主权债收益率（%）

资料来源：Factset，浦银国际

美联储：鸽派新框架维持长期宽松

● 点评

8 月，全球央行中最重要的事件无疑是美联储发布了新的货币政策框架，具体可以参考我们针对此重要事件的分析《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》。美联储货币政策新框架中将就业的重要性大幅提升，预示了更长的宽松时间，与此同时它对就业、通胀目标都进行了间接、直接调整，**新的政策框架最直接的影响就是令美联储的宽松更长期。**此外，美联储直接在政策框架明确了“实现完全就业以及物价稳定有赖于稳定的金融系统”，兜底金融市场的意味十足。这意味着即使美联储在退出宽松政策时，也不太可能出现美联储当年退出 QE 之际引发的市场波动，美联储会更为兼顾资本市场稳定。虽然此后的货币政策新框架并未将市场呼声较高的“收益率曲线控制”（yield curve control）纳入，但这并不代表不够宽松。一旦有需要，美联储会采取所有措施（收益率曲线控制想必也可能是潜在选项之一）进行宽松。需要强调的是，随着美国经济从疫情冲击中逐渐恢复，美债收益率有上行压力，但美联储自然会对宽松进行压制，因此美债收益率有上行压力，但不会超预期大幅反弹。

美联储官员对于货币政策框架鸽派调整的背后，一方面是自然均衡利率的一路下行，另一方面也是由于二次疫情冲击下美联储一众官员**对于前景展望谨慎所致：**

1） **不论鸽派还是鹰派官员，普遍都对于经济前景谨慎，**最直接的原因仍然是疫情冲击加剧了经济复苏的不确定性；
2） **多数官员认为经济复苏的路径缓慢、渐进，复苏不太可能是 V 型。**

但我们需要再次强调，美联储新的货币政策框架延续了宽松的时长，但新货币政策框架不是没有代价的，其代价就是美联储灵活性提升，但随之增加了市场的波动性。关于此点我们在《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》已经展开论述。另外想补充的就是市场较为关注的“平均通胀目标”，即使在美联储内部也并存在分歧：

1) 堪萨斯联储主席乔治（无投票权，偏鹰派）就明确表示不支持让通胀过热，认为美联储理所应当实现物价稳定；
2) 达拉斯联储主席卡普兰（有投票权，中间派）认为能够容忍 2.25-2.5%的通胀率；
3) 圣路易斯联储主席布拉德（无投票权，偏鸽派）则认为一段时间通胀率 2.5%也感到放心。

在此情况下，虽然美联储允许通胀可以在一定时间内超过目标通胀率，但却没有明确表示通胀可以超过目标通胀率的幅度、持续时间。一旦通胀到达 2-2.5%的关键区间超过一定时间，市场很可能难以捕捉美联储下一步的政策意向，很容易加剧市场波动。

展望未来

美联储新的鸽派货币政策框架很有可能至少在未来 3-5 年内主导其货币政策，预计联储将保持较长时间宽松，在必要时可能将在此框架下进行微调。

● 动态追踪

芝加哥联储主席（无投票权，偏鸽派）认为收益率曲线控制是可行的政策工具。8 月 4 日，埃文斯（Charles Evans）接受采访时表示，美联储无法进一步降息，负利率是当前乃至任何时候都不会被采用的工具。关于收益率曲线控制，他认为中期利率略高并不是真正的经济问题，美联储有能力向动荡的市场提供紧急贷款。

美联储副主席（有投票权，偏鸽派）预计美国经济将在 2021 年底之前恢复到新冠疫情前的水平。8 月 5 日，克拉里达（Richard Clarida）接受采访时表示，根据他的预测，美国经济将在今年三季度继续反弹，反弹程度将决于疫情的发展。他警告说，下一个援助计划陷入僵局的时间越长，对经济造成长期损害的风险就越大。

旧金山联储主席（无投票权，中间派）认为经济需更多支持。8 月 5 日，戴利（Mary Daly）接受采访时表示，新冠疫情将比最初预期的“时间更长、力度更大”，这将导致美国经济需要更多、更久的支持。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰派）表示美国经济需要更多的财政支持，经济重启阶段可能比预期更漫长。8 月 6 日，梅斯特（Loretta Mester）接受采访时表示，美国经济需要更多的财政支持，数据显示近几周经济活动有所放缓，重启阶段可能比预期更漫长。她预计今年年底失业率将保持在 9%左右，经济产出同比将下降 6%。

美联储官员表示新冠疫情反弹阻碍经济复苏，需要更多财政支持。8 月 6 日，达拉斯联储主席卡普兰（Robert Kaplan，有投票权，中间派）接受采访时表示，疫情反弹使经济复苏停滞不前，国会需继续提供失业救济金以及对地方政府的援助来支持经济。8 月 11 日，里士满联储主席巴尔金（Thomas Barkin，无投票权，偏鹰派）也表示，疫情反弹淡化了复苏势头，并警告说，如取消财政刺激，经济将面临风险。

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）表示中小型企业需更多援助。8 月 6 日，卡普兰（Robert Kaplan）接受采访时表示，紧急贷款工具在稳定金融市场方面发挥了作用，但中小型企业需要更多帮助。财务困难的中小型企业将因疫情反弹而倒闭，其中服务业遭受打击最重。

波士顿联储主席（无投票权，偏鹰派）称如果经济恶化，预计有更多企业转向“主街贷款计划”。8 月 7 日，罗森格伦（Eric Rosengren）接受采访时表示，目前已有 509 家金融机构签署了“主街贷款计划”。他说，截至 8 月 4 日，“主街贷款计划”项目活跃着超过 5.3 亿美元的潜在贷款，其中包括 1.09 亿美元的已结算贷款和购买承诺。

美联储主席与财政部长保持频繁的联系。8 月 8 日，路透社援引美联储记录称，鲍威尔(Jerome Powell)继续保持与姆努钦(Steven Mnuchin)的频繁联系，他们在 6 月共进行了 16 次会议，与 5 月数量相同。

芝加哥联储主席（无投票权，偏鸽派）认为推出下一个援助计划非常重要。8 月 10 日，埃文斯（Charles Evans）接受采访时表示，美国应推出下一个援助计划，这对控制疫情和经济复苏十分重要。

美联储公布 2020 压力测试的额外资本规模。8 月 10 日，美联储公布 2020 压力测试参与银行须持有的额外资本规模。这是美联储首次根据新的“压力资本缓冲”规则，为 34 家参与银行制定具体的资本要求，其中，高盛和摩根士丹利被要求持有的资本最多，资本充足率分别为 13.7%和 13.4%。新的资本要求将于今年 10 月 1 日开始生效。

美联储宣布降低市政流动性便利工具的借贷成本。8 月 11 日，美联储宣布降低市政流动性便利工具的借贷成本，各信用等级免税票据的利差将降低 50 个基点，应税票据的利率也相应下调（彭博社）。

美联储官员称，新冠疫情反弹阻碍了经济复苏。8 月 12 日，波士顿联储主席罗森格伦（Eric Rosengren，无投票权，偏鹰派）表示，各州根据公共卫生指导对抗疫情的努力有限或前后不一致，这会延长经济衰退的时间（路透社）。达拉斯联储主席（Robert Kaplan，有投票权，中间派）也表示，疫情反弹使经济复苏停滞不前（彭博社）。

美联储官员表示，随着更多控制疫情的措施出台，美国经济的下降趋势会持续。8 月 12 日，波士顿联储主席罗森格伦（Eric Rosengren，无投票权，偏鹰派）表示，大众出于健康原因避免过多的社交活动将导致消费疲软。达拉斯联储主席（Robert Kaplan，有投票权，中间派）也表达了类似的担忧，他表示美国人需要学会“与病毒共处”（使用口罩等安全措施），这样经济才能保持开放状态。8 月 13 日，旧金山联储主席戴利（Mary Daly，无投票权，中间派）预计将不会出现 V 型复苏。她认为经济复苏将是缓慢且渐进的，且取决于疫情的发展。

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）预计 2021 年美国 GDP 将下降 4.5%。8 月 14 日，卡普兰（Robert Kaplan）接受采访时表示，美国的消费支出并未下降，只不过由高接触型行业转向其它形式。他预计，2021 年美国经济将收缩 4.5%，失业率会下降到 8%至 9%的水平。

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）称未来应允许通胀超过 2%的目标。8 月 16 日，卡普兰（Robert Kaplan）接受采访时表示，考虑到目前通胀低于 2%，美联储应允许通胀在未来一段时间超过该目标。

7 月 FOMC 会议纪要显示政策审查结束，对收益率曲线控制的热情不高。8 月 19 日，美联储公布的 7 月 FOMC 会议纪要显示，委员们赞同进一步放松货币政策，以帮助经济渡过疫情。会议纪要几乎未提供任何时间安排，只是说将在“不久的将来”完成（SPDBI 预计四季度可能公布）。委员们仍在辩论不同类型的前瞻性指引，同时对 QE 进行了更为清晰的沟通，但未考虑采取收益率曲线控制。

美联储主席称需要货币和财政政策支持经济。8 月 19 日，鲍威尔（Jerome Powell）表示，经济复苏路径取决于病毒蔓延的程度，经济复苏需要更多的货币和财政政策，暂停这些帮助会危及经济复苏。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽派）认为美国经济表现会超预期。8 月 20 日，布拉德（James Bullard）接受采访时表示，随着企业和居民学会如何对抗新冠疫情，经济表现会比预期更好。他预计美联储未来可能会加码刺激措施，但一段时间内仍会维持现状。

里士满联储主席（无投票权，偏鹰派）称疫情的不确定性拖累美国经济前景。8 月 20 日，巴尔金（Thomas Barkin）接受采访时表示，新冠疫情的不确定性拖累美国经济前景，使家庭减少支出、企业减少投资、银行业减少房贷。为了减少这种不确定性，他认为现在需要做的是：更好地控制新冠疫情，以及增加财政支持。

美联储官员称经济复苏将是缓慢且不均衡的。8 月 27 日，美联储理事鲍曼（Michelle Bowman，有投票权，中间派）接受采访时表示，美国经济已从新冠疫情导致的严重衰退中“明显”反弹，但离恢复正常还需很长一段时间。她认为，经济复苏的进展会是缓慢且不均衡的，美联储会做出及时、灵活的反应以支持经济复苏。

美联储公布新的货币政策框架。8 月 27 日，美联储对其货币政策框架进行重大修订，对“就业”、“通胀”等议题进行了一系列修改：将过去 2%的通胀目标调整为 2%的平均通胀率；对就业的评估，由过去“完全就业的偏离”改为“完全就业的缺口”；明确在每年 1 月的例行会议上，“审查”新框架的原则并做出适当调整。

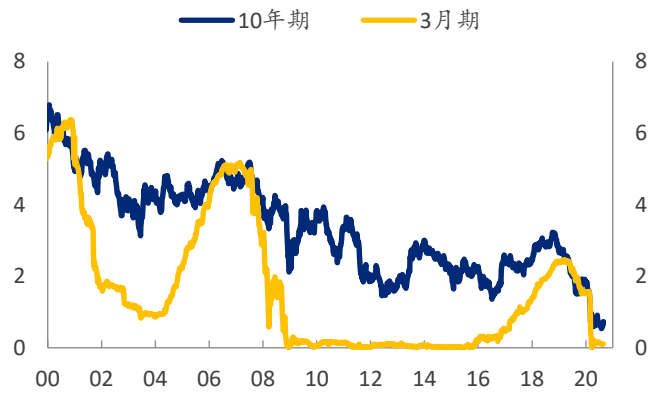
美联储官员对容忍更高通胀的看法不一。8 月 27 日，达拉斯联储主席卡普兰（Robert Kaplan，有投票权，中间派）接受采访时表示，能够容忍 2.25%或 2.5%的通胀率，但在不升息的情况下通胀率应低于 3%。芝加哥联储主席埃文斯（Charles Evans，无投票权，偏鸽派）认为通胀率达到 2.5%前无需加息。圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard，无投票权，偏鸽派）告诉彭博社，2%通胀目标的可信度至关重要，他认为一段时间内 2.5%的通胀率是可行的。在新框架公布前 8 月 26 日），堪萨斯联储主席乔治（Esther George，无投票权，偏鹰派）已表态，她并不支持通胀过热，指出美联储应实现物价稳定。

图表 9: 2020 年 8 月美联储官员重要观点一览表

人名	职务	FOMC 投票权	货币政策倾向	经济前景	政策工具	财政支持	通胀
鲍威尔 Jerome Powell	美联储主席	有		经济复苏路径取决于病毒蔓延的程度		经济复苏需要更多的货币和财政政策，暂停帮助会危及经济复苏	
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席	无	偏鸽派	随着企业和家庭学会如何对抗新冠疫情，经济表现会好于预期			对一段时间内 2.5%的通胀率感到放心
埃文斯 Charles Evans	芝加哥联储主席	无	偏鸽派		收益率曲线控制是可行的工具	推出下一个援助计划非常重要	通胀率达到 2.5%之前无需加息
克拉里达 Richard Clarida	美联储副主席	有	偏鸽派	预计经济将在 2021 年底前恢复至疫情前的水平		援助计划陷入僵局的时间越长，对经济造成长期损害的风险越大	
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席	无	中间派	不会出现 V 型复苏，复苏将是缓慢且渐进的		美国经济需要更多、更久的支持	
卡普兰 Robert Kaplan	达拉斯联储主席	有	中间派	疫情反弹使复苏停滞；预计年底失业率在 8%至 9%的水平，经济将收缩 4.5%	紧急贷款工具在稳定金融市场方面发挥了作用，但中小型企业需要更多帮助	国会需继续提供失业救济金以及对地方政府的援助来支持经济	能够容忍 2.25%或 2.5%的通胀率
鲍曼 Michelle Bowman	美联储理事	有	中间派	经济复苏将是缓慢且不均衡的，离恢复正常还需很长一段时间			
巴尔金 Thomas Barkin	里士满联储主席	无	偏鹰派	疫情反弹淡化了复苏势头；新冠疫情不确定性拖累美国经济前景		如取消财政刺激，经济将面临风险	
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰联储主席	有	偏鹰派	重启可能比预期更久；预计年底失业率在 9%左右，经济收缩 6%		美国经济需要更多的财政支持	
罗森格伦 Eric Rosengren	波士顿联储主席	无	偏鹰派	疫情反弹会延长经济衰退的时间	预计更多企业转向主街贷款计划		
乔治 Esther George	堪萨斯联储主席	无	偏鹰派				不支持让通胀过热，美联储理应实现物价稳定

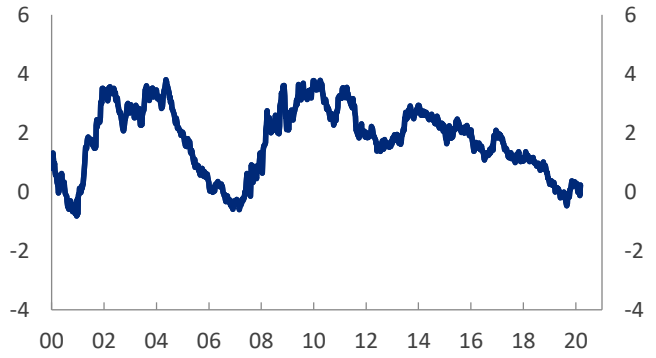
资料来源：浦银国际

图表 10: 美国国债收益率（%）



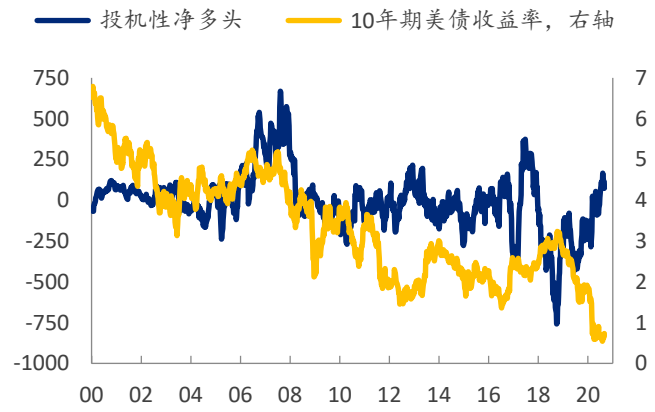
资料来源：Factset，浦银国际

图表 11: 美国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



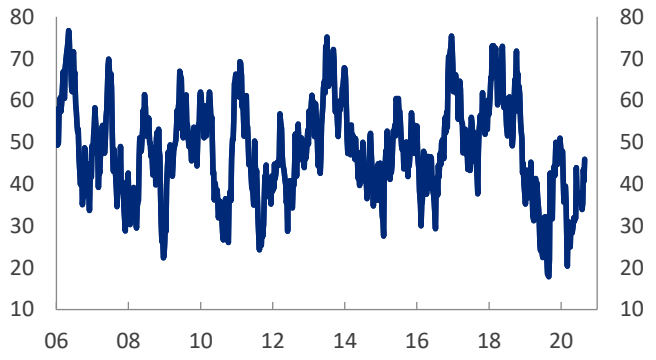
资料来源：Factset，浦银国际

图表 12: 10 年期美债投机性净多头



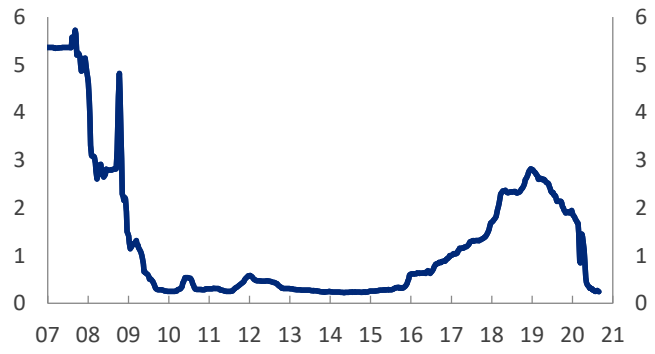
资料来源：Factset，浦银国际

图表 13: 10 年期美债收益率 14 天 RSI



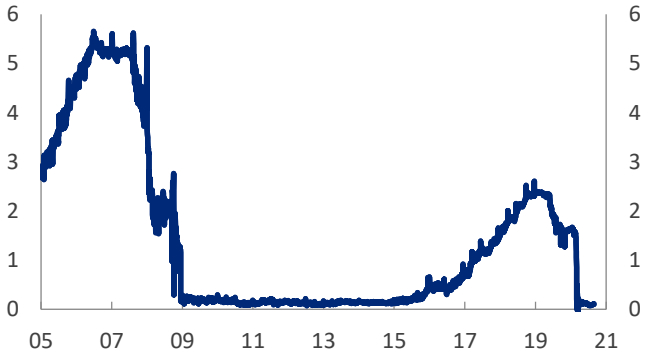
资料来源：Factset，浦银国际

图表 14: 美元 3 月期 LIBOR（%）



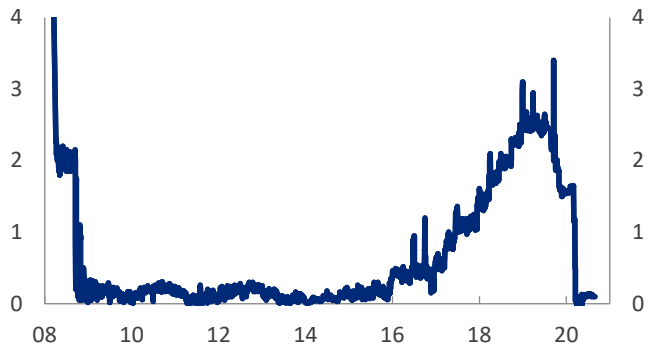
资料来源：Factset，浦银国际

图表 15: 3 月期美债隐含收益率（%）



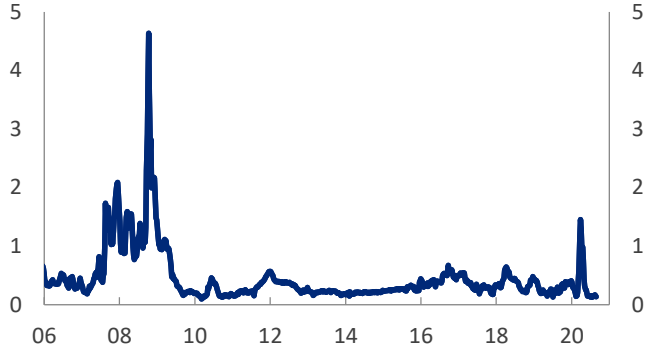
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 16: 美国隔夜回购利率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 17: 泰德利差（%）

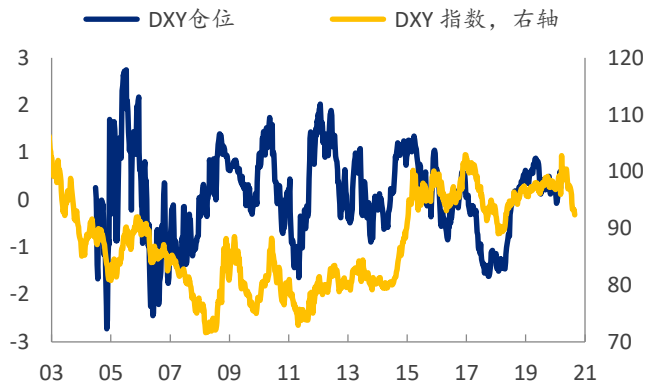


资料来源：Factset，浦银国际

图表 18: 美国公司债收益率（%）

资料来源：Factset，浦银国际

图表 19: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源：Factset，浦银国际

中国人民银行：预计未来不会扩大宽松

- **点评**

8 月整体的货币政策仍然是偏宽，8 月较 7 月的流动性投放有所加大，除了频繁开展逆回购，还进行了超额 MLF 的续作。但政策口径而言，却延续 7 月的变化，边际上有收紧。

8 月的国务院常务会议上，表示“保持流动性合理充裕”的同时也强调“不搞大水漫灌”。多位政策官员也从多个维度上暗示/明示了货币政策不会进一步宽松，主要原因是：

1） 经济基本面逐步修复，例如央行货币政策委员会委员马骏预计中国经济增长三季度恢复至 4%，四季度达到 6%，表示货币政策无需加码。央行行长易纲也认为下半年经济增长将延续复苏态势，全年有望实现正增长；
2） 出于防风险考虑，二季度货币政策执行报告中提及了利率过低导致的“资源错配”和“脱实向虚”等负面影响。

- **展望未来：**

整体来看央行 7、8 月的货币政策信号较为清楚——**总体偏宽的基础上，不会扩大宽松，未来在边际上可能还会出现收紧**。由于中国经济从疫情中恢复相对较好，7 月央行整体依然偏宽，但整体来看更进一步强调结构性宽松，总量上的宽松幅度有所回落。下半年随着经济进一步回升，预计总量上的宽松幅度很可能会进一步回落，但着眼于降低企业融资成本、支持小微企业融资的结构性宽松依然将继续延续。**对于中国的权益资产而言，未来最大的支撑将来自盈利复苏而非流动性的宽松。**

● 动态追踪

人民银行针对资管新规推出“过渡期适当延长+个案处理”的政策安排。7 月 31 日，人民银行发布公告，将《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称，资管新规）的过渡期延长至 2021 年底。此外，对于过渡期内未整改到位的金融机构，人民银行将进行个案处理并实施差异化监管措施。

人民银行承诺继续开放金融业。8 月 3 日，人民银行召开 2020 年下半年工作电视会议称将奉行更加灵活、适度的货币政策，使其更具针对性，并有效实施旨在帮助企业度过难关并确保下半年就业的政策。

人民银行货币政策委员会委员表示货币宽松政策无需加码，预计今年经济增速在 2%的水平。8 月 5 日，马骏表示，中国经济已经开始复苏，货币宽松政策无需加码，进一步的刺激措施可能导致房地产和股市的泡沫。他预计，中国经济增速在三季度将恢复至 4%，并在四季度达到 6%，全年经济增速将维持在 2%的水平（路透社）。

人民银行承诺更加灵活、有针对性的货币政策。8 月 6 日，人民银行发布第二季度货币政策执行报告，承诺使货币政策更加灵活和有针对性，以实现稳定增长与防范风险之间的长期平衡。报告称，人民银行将更加注重支持实体经济复苏和可持续发展，同时承诺运用和创新多种政策工具以维持合理和充足的流动性。

人民银行预计全年经济有望正增长，物价涨幅总体下行。8 月 6 日，人民银行发布第二季度货币政策执行报告称，下半年中国经济增速有望回到潜在增长水平，物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础。报告还指出，全球利率水平自上世纪 80 年代以来持续下降的主要原因为经济潜在增速下降等长期结构性因素。报告称，部分发达经济体实施了零利率甚至负利率政策，但效果不及预期、作用有待观察。利率过低还会导致“资源错配”和“脱实向虚”等负面影响。

人民银行行长：全年经济有望实现正增长。8 月 10 日，易纲接受专访表示，中国经济潜力大、韧性足的特点并未改变，下半年经济增长将延续复苏态势，全年有望实现正增长。他还称，下半年货币政策要更加灵活适度、精准导向，切实抓好已出台稳企业保就业政策落实。

人民银行：人民币国际货币地位预期创新高，未来 10 年地位不弱于日元和英镑。8 月 14 日，人民银行发布《2020 年人民币国际化报告》称，截至 2019 年，人民币储备规模达 2176.7 亿美元，占总额 1.95%，排名居世界第五，这是 IMF 自 2016 年开始公布人民币储备资产以来的最高水平。目前全球已有超过 70 个央行将人民币纳入外汇储备。

银保监会主席：打好防范化解金融风险攻坚战。8 月 16 日，郭树清撰文表示，金融系统要努力确保经济社会发展目标如期实现，不仅要加快金融供给侧改革，还要防范不良资产、影子银行回潮等金融风险，并稳步扩大金融业对外开放。

国务院常务会议：保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌。8 月 17 日国务院召开常务会议，会议提出“保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌，有效发挥结构性直达货币政策工具精准滴灌作用，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业。会议还提出，深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行”。

货币当局资产负债表显示，人民银行并未进行量化宽松。8 月 20 日，人民银行更新后的货币当局资产负债表显示，总资产项目中“对政府债权”规模继续保持不变，仍为 15,250.24 亿元人民币。由此可推断，之前市场讨论的央行 7 月在二级市场购买国债的说法并不成立。

人民银行金融研究所所长：应建立全球人民币外汇交易市场。8 月 21 日，周诚君表示境外投资者购买国内资管产品可助力中国资管业务发展，应建立全球人民币外汇交易市场，推动在岸、离岸人民币金融业务发展，在资本账户开放、人民币可兑换方面稳扎稳打（路透社）。

央行副行长强调，资管新规过渡期延长不涉及资管标准变动。8 月 22 日，范一飞表示延长资管新规的过渡期是新冠疫情冲击下的政策安排，不涉及资管业务监管标准的变动和调整。他警告称，资管新规明确了资管是持牌业务，无牌照的金融机构要尽早完成整改（路透社）。

人民银行货币政策司司长称将保持稳健、“正常”的货币政策不变。8 月 25 日，孙国峰在国务院政策例行吹风会提出，下半年货币政策要“三不变”：稳健货币政策的取向不变；保持灵活适度的操作要求不变；坚持正常货币政策的决心不变。他表示，人民银行未采取非常规货币政策，因此也就不存在所谓的退出问题。

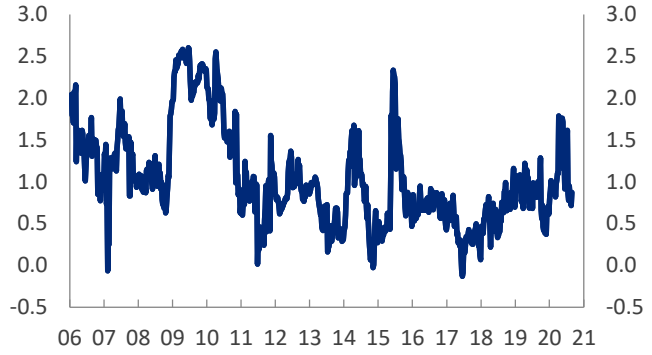
人民银行副行长表示深化 LPR 改革，推动利率“两轨并一轨”。8 月 25 日，刘国强在国务院政策例行吹风会表示，LPR 实施一年以来市场化程度明显提高，已成为金融机构贷款定价的主要参考，货币政策传导效率明显增强。他称，下一步要更好地将 LPR 内嵌入贷款资金转移定价（FTP）曲线中，健全以公开市场操作（OMO）利率为短期政策利率，以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率的体系。

人民银行副行长主持金融支持稳企业保就业工作推进会。8 月 25 日，潘功胜在会议要求推动落实中小微企业贷款延期还本付息和普惠小微信用贷款支持等金融政策工具，加大对市场主体的金融支持，增强中小微企业获得感，确保完成金融支持稳企业保就业各项目标任务。

图表 20：中国国债收益率（%）

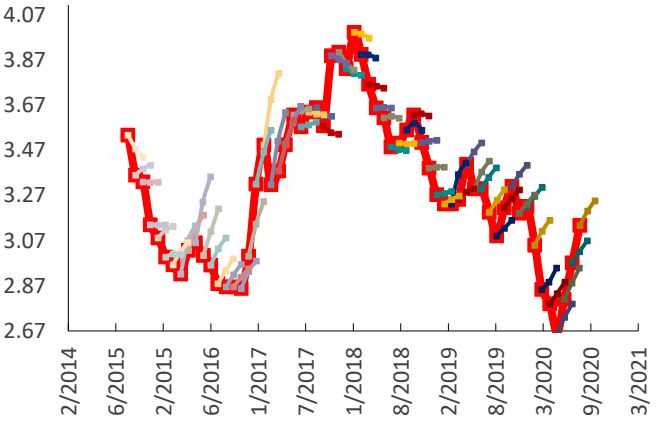
资料来源：Factset，浦银国际

图表 21：中国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



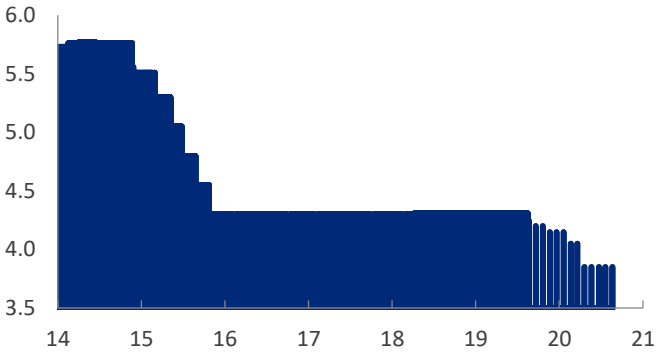
资料来源：Factset，浦银国际

图表 22：中国 10 年期国债远期（%）



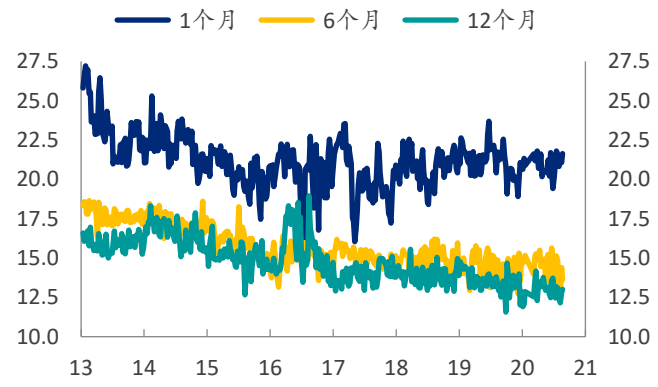
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 23： 1 年期 LPR 利率（%）



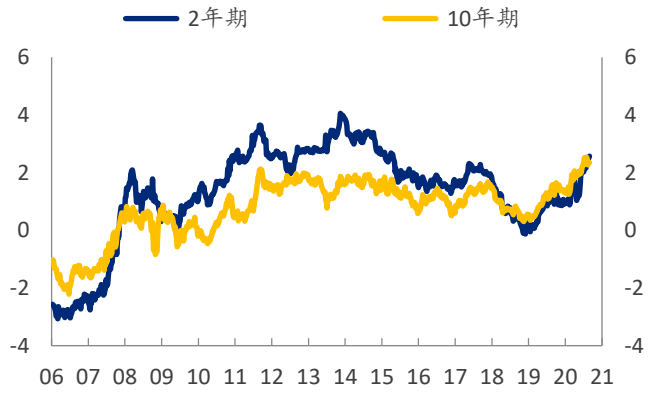
资料来源：Wind，浦银国际

图表 24：温州民间融资综合利率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 25：中美国债利差

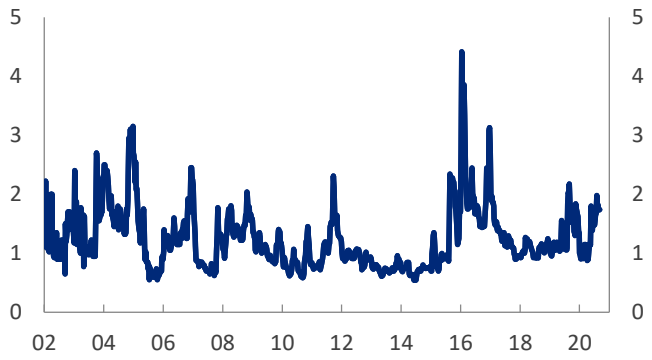


资料来源：Factset，浦银国际

图表 26: 1 年期人民币隐含波动率（%）

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 27: 1 年期港币隐含波动率（%）

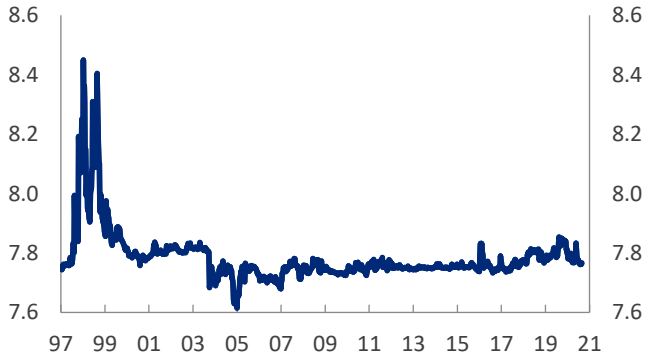


资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 28: 人民币一年期远期汇率

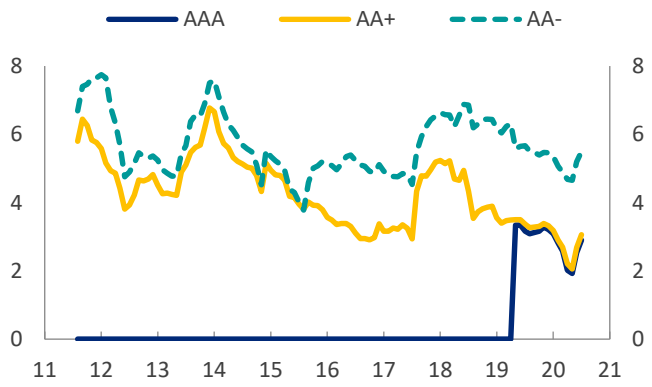
资料来源：Factset，浦银国际

图表 29: 港币一年期远期汇率



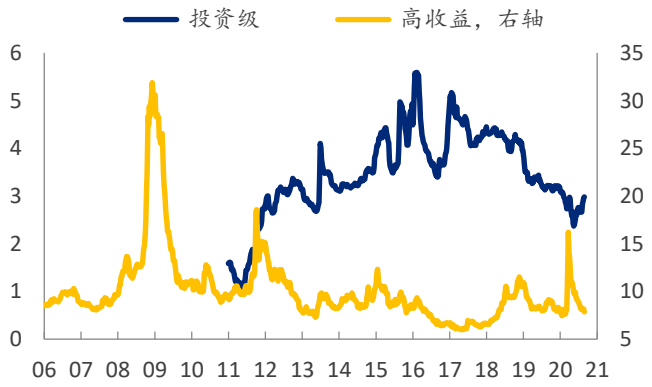
资料来源：Factset，浦银国际

图表 30: 中国 1 年期公司债收益率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 31: 中资美元债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

欧洲央行：政策框架可能随美联储而调整

EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

- **点评**

8 月欧央行未有明显的政策动向，但欧央行 7 月的货币政策会议纪要显示与会者仍然认为经济前景以及货币政策部署存在大幅不确定，欧央行首席经济学家莱恩（Philip Lane，偏鸽派）认为欧元区的经济复苏、幅度不均衡、局部，基于欧央行对于经济的展望，其不意外地将延续宽松态势。

本次主要想强调的是欧央行在美联储公布了新的货币政策框架后，为应对持续低迷的通胀环境，欧央行很有可能也会对其货币政策框架进行调整。法国央行行长德加洛（Francois Villeroy de Galhau，偏鹰派）在美联储宣布了新的货币政策框架后就表示“可靠”且“对称”的通胀目标是欧央行行动的核心。**欧央行正在开展其自 2003 年以来的首次战略评估**，预计将在未来 1 年内完成。但欧央行与美联储的宏观环境不尽相同，预计最终的新框架和美联储可能不太一样：

1) 相比美国，欧元区的老龄化问题更为突出，这令其“低通胀”的压力较美国更大；自 2012 年以来欧央行几乎从未实现其通胀目标，这需要其通过通胀目标来实现更大的宽松；
2) 但欧元区内部因反对重重，协调困难，从货币政策框架层面来扩大宽松困难重重，例如德国为代表的鹰派历来反对进一步扩大宽松，与此同时在欧元区挣扎于低通胀的情况下提高通胀目标本身会进一步损伤欧央行的信誉度。

基于此，欧央行关于通胀的修订将会是一个更为妥协的产物，最终的修改结果与美联储新框架类似，但不尽相同，预计其为欧央行所预留的灵活性会小很多，可能会基于现有 2%的目标提出一个具体的目标区间（例如：1.5-2.5%）。

- **展望未来：**

美联储的货币政策新框架将为各国央行在新时期的政策新框架打下基础，预计会有越来越多的央行跟进做出调整。欧央行的调整也在情理之中，只是由于其内部协调困难，其新框架的推出将经历更多的多方角力，最终的新框架预计只会是一个妥协的产物，在新框架下，欧央行的灵活性（例如通胀目标可能较美联储更具体）可能不如美联储大。

● 动态追踪

法国央行行长（偏鹰派）表示法国经济复苏好于预期。7 月 30 日，德加洛（Francois Villeroy de Galhau）接受采访时称，法国经济衰退程度并没有预期那么严重，经济活动预计 2022 年初恢复到疫情前水平。

欧央行经济公告显示欧元区经济前景仍高度不确定。7 月 30 日发布的经济公告显示，自今年 6 月的欧央行政策会议以来，欧元区的经济活动有所恢复，但仍远低于新冠疫情前的水平。公告重申了 7 月的货币政策决定，即在达到通胀目标以前，利率将保持在目前或更低的水平，欧央行将根据需要调整资产购买计划。

欧央行行长表示应考虑在 2020 年后继续为经济提供支持。7 月 31 日，拉加德（Christine Lagarde）接受采访时表示，欧央行大规模购买债券的“安全网”和非常有吸引力的条件必须至少维持到 2021 年 6 月，以帮助面临风险的企业。她认为欧央行应鼓励银行业继续以新冠危机前的数量放贷。

欧央行首席经济学家（偏鸽派）表示通胀前景对确定适当的货币政策立场至关重要。8 月 4 日，莱恩（Philip Lane）撰文表示，对抗疫情的进展对确定经济复苏的规模和速度以及财政和货币政策至关重要。他说，欧央行致力于提供支持经济复苏和确保通胀稳步收敛至中期目标所需的货币刺激措施，通胀前景在确定适当的货币政策立场方面起着核心作用。

路透社：欧央行的流动性充斥了欧元市场并扭曲了指标。8 月 13 日，路透社评论文章称，欧央行向市场投入了太多的流动性，以致欧元同业拆借利率（Euribor）处于了创纪录的低点，且低于欧央行自身的隔夜指数掉期（Overnight Indexed Swap）。

德国央行：德国经济将在三季度实现快速增长。8 月 17 日，德国央行表示，在经历前所未有的收缩后，德国经济料将迅速而广泛地复苏，并在三季度实现强劲的增长。德国央行也提到，经济实现完全反弹的前提是新冠病毒疫苗（路透社）。

欧央行副行长（偏鸽派）对银行业复苏持悲观态度。8 月 18 日，德金多斯（Luis de Guindos）接受采访称，欧元区银行业不太可能在 2022 年前从新冠疫情的打击中复苏，经济复苏是银行偿付能力的根本因素。对于欧元区最新的经济表现，他认为必须对此保持谨慎乐观。

欧央行理事称保持欧元全球流动有利于欧元区经济。8 月 20 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel，中间派）和帕内塔（Fabio Panetta，偏鸽派）接受采访时称，欧央行保证欧元在全球金融体系的流动，有助于刺激措施直达欧元区实体经济。

欧央行：经济前景和货币政策仍存不确定性。8 月 20 日，欧央行发布 7 月货币政策会议纪要显示，与会者表达了对经济前景和货币刺激措施部署程度的不确定，同时对 PEPP 的灵活性程度进行了辩论。欧央行首席经济学家莱恩（Philip Lane，偏鸽派）称，经济复苏的规模和幅度仍然是不均衡且局部的。他认为，9 月的货币政策会议才能更好地评估货币政策立场及工具。

斯洛伐克央行行长（偏鸽派）称经济增长符合预期。8 月 26 日，卡兹米尔（Peter Kazimir）接受采访时表示，欧元区经济正按照欧央行 6 月的预测增长，因此决策者有时间等待更多、更可靠的统计数据出炉。他认为，欧元区目前正处于基线情境之中。

欧央行理事称疫情抵消了负利率所带来的好处。8 月 26 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel，中间派）在演讲中称，疫情抵消了负利率对银行业带来的好处，这导致欧元区贷款违约的增加。她认为，尽管负利率对银行盈利能力产生了副作用，但过去几年的实践表明，负利率的正面效应占据了主导地位。她表示，成员国政府应通过建立银行业联盟解决盈利能力下降的结构性原因。

法国央行行长（偏鹰派）称可信的通胀目标是欧央行评估的核心。8 月 27 日，在美联储修改其货币政策框架后，德加洛（Francois Villeroy de Galhau）表示，设定通胀目标至关重要，欧央行对货币政策执行情况的评估将侧重于追求一个可信且对称的通胀目标（彭博社）。

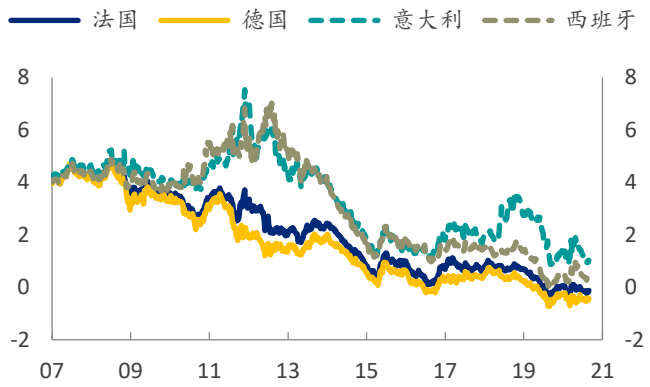
欧央行首席经济学家（偏鸽派）表示经济恢复增长，如有需要欧央行会调整政策。8 月 27 日，莱恩（Philip Lane）接受采访时称，正如 6 月所预测的欧元区经济恢复增长，当时的预测已将疫情局部爆发考虑在内。在被问及欧央行是否能在负利率之外采取更多措施时，他表示，会在需要时调整政策措施以减轻疫情爆发的负面影响。

图表 32: 2020 年 8 月欧央行官员重要观点一览表

人名	职务	货币政策倾向	经济前景	政策工具	财政支持	通胀
拉加德 Christine Lagarde	欧央行行长			应考虑在 2020 年后继续为经济提供支持；应鼓励银行业继续以疫情前的数量放贷		
莱恩 Philip Lane	欧央行首席经济学家	偏鸽派	经济复苏的规模和幅度仍然是不均衡且局部的	会在需要时调整政策措施以减轻疫情的负面影响		通胀前景对确定适当的货币政策立场至关重要
卡兹米尔 Peter Kazimir	斯洛伐克央行行长	偏鸽派	经济增长符合预期；欧元区目前正处于基线情境			
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行副行长	偏鸽派	对银行业复苏持悲观态度；对最新经济表现持谨慎乐观			
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行理事	偏鸽派		保证欧元在全球金融体系的流动有助于刺激措施直达实体经济		
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行理事	中间派	疫情抵消了负利率对银行业带来的好处，这导致贷款违约的增加	保证欧元在全球金融体系的流动有助于刺激措施直达实体经济		
德加洛 Francois Villeroy de Galhau	法国央行行长	偏鹰派	法国经济复苏好于预期；预计经济活动在 2022 年初完全恢复			可信的通胀目标是欧央行评估的核心

资料来源：浦银国际

图表 33: 欧元区 10 年期国债收益率（%）

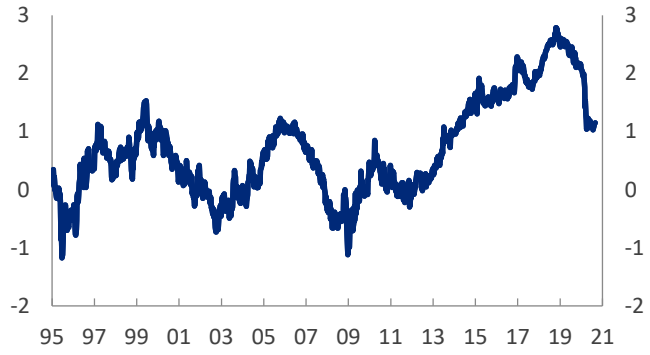


资料来源：Factset，浦银国际

图表 34: 德国国债收益率曲线（10 年-3 月期）

资料来源：Factset，浦银国际

图表 35: 美德 10 年期国债利差

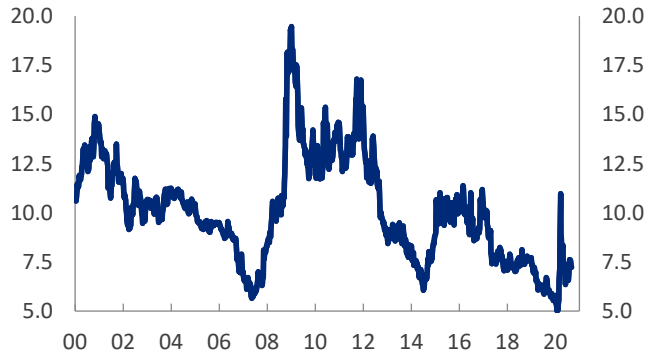


资料来源：Factset，浦银国际

图表 36: 欧元区 5-10 年期公司债收益率（%）

资料来源：Factset，浦银国际

图表 37: 1 年期欧元隐含波动率（%）



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 38: 欧元远期汇率

资料来源：Factset，浦银国际

日本央行：延续一贯的宽松态势

BANK OF JAPAN

- **点评**

日本央行 8 月没有大动向，依然延续其一贯的宽松态势。虽然首相安倍晋三的辞职在日本国内造成巨大影响，但媒体援引知情人士的话称，这将不会影响到当前的宽松货币政策：

1） 日本央行副行长称**不排除进一步下调负利率**；
2） 日本央行理事称**目前宽松政策利大于弊**；
3） 日本央行行长称**准备延长借贷措施期限**。

- **展望未来：**

日本央行目前尚未讨论通胀预期，但考虑到美联储修改货币政策框架，预计日本央行会在 9 月做出相关的回应。此外，疫情的发展也将影响日本央行接下来的政策调整。

● 动态追踪

日本央行副行长称不排除进一步下调负利率以应对新冠疫情。7 月 29 日，雨宫正佳（Masayoshi Amamiya）表示，日本央行不排除进一步下调负利率，以此作为缓解新冠疫情对经济冲击的一部分。但他补充说，日本央行必须对任何此类措施的成本保持警惕，并警告称利率过低可能损害金融机构的利润并阻碍其借贷。

日本央行准备延长借贷措施期限。8 月 4 日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）表示，日本央行可能考虑将 2021 年 3 月到期的借贷措施期限予以延长，以便向遭受新冠疫情冲击的企业提供资金（路透社）。

日本央行行长警告称疫情造成的第二轮效应可能会影响金融体系稳定。8 月 5 日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）发表演讲指出，经济前景取决于新冠病毒的发展以及其对全球经济的影响。他警告称，应特别注意第二轮效应是否会对经济造成进一步的拖累，即流动性问题是否会演变为偿付能力问题并影响金融体系。

日本央行官员表示，目前宽松政策利大于弊。8 月 27 日，日本央行理事铃木人司（Hitoshi Suzuki）在演讲中讨论了新冠疫情背景下长期宽松政策所产生的副作用。他指出，利润下降对金融机构的资本构成压力，进而可能导致贷款下降。不过，他警告称，应认识到下行风险可能危及金融体系的稳定。

路透社报道：日本央行将继续当前的宽松货币政策。8 月 28 日，路透社援引知情人士透露，尽管日本首相安倍晋三（Shinzo Abe）辞职，但日本央行将继续实施当前的宽松货币政策，不会立即做出政策调整。

图表 39: 日本 10 年期国债收益率（%）

资料来源：Factset，浦银国际

图表 40: 美日 10 年期国债利差

资料来源：Factset，浦银国际

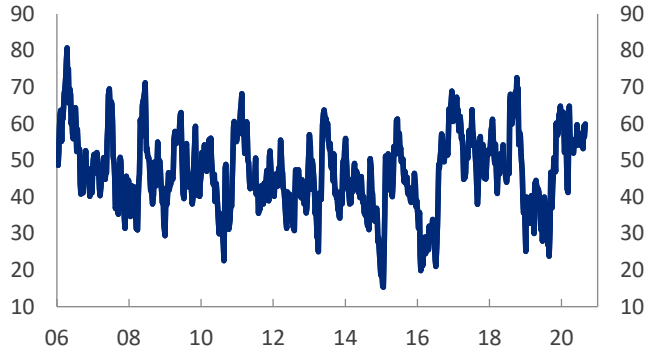
图表 41: 1 年期日元隐含波动率（%）

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 42: 日元远期汇率

资料来源：Factset，浦银国际

图表 43: 10 年期日债收益率 14 天 RSI



资料来源：Factset，浦银国际

其他央行：表明可扩大宽松立场

- **点评**

全球疫情的二次反弹对经济复苏造成了负面影响，全球主要央行大多数都表示谨慎，呈现宽松立场或者直接扩大了宽松力度，并再次开始讨论实施负利率：

- **英国央行维持货币政策不变，但下调经济预期**。如果疫情导致经济再次陷入困境，将扩大量化宽松，暂无计划采用负利率；
- **挪威央行维持零利率**；
- **加拿大央行**就通胀目标征求公众意见，并将其作为之后制定政策的依据；
- **澳洲央行维持货币政策不变，但下调经济预期**。不排除单独的债券购买计划；
- **新西兰央行维持 0.25%的利率水平，扩大量化宽松，并“积极考虑”负利率**；
- **韩国央行**维持 0.5%的利率水平。

- **展望未来：**

疫情仍然是当前全球央行最大的关注点。与第一轮疫情相比，第二次冲击对各国经济造成的影响不同，各国央行在延续宽松态势的前提下，所采取的政策措施料会出现分化。

● 动态追踪

英国央行

英国央行维持货币政策不变，下调经济预期。8 月 6 日，英国央行货币政策委员会一致投票赞成：利率维持在 0.1%的水平以及总计 7,450 亿英镑的量化宽松目标。英国央行称除非在通胀方面取得重大进展，否则将不会采取紧缩政策。最新预测显示，GDP 的初始反弹很快但恢复至疫情前峰值的速度较慢。

英国央行行长称负利率是可选工具之一，但暂无计划采用。8 月 6 日，贝利（Andrew Bailey）接受采访时，对负利率的有效性表示怀疑。他认为目前不会实施负利率来引导英国经济度过危机。此外，他指出了其他潜在的政策选择，例如更多的量化宽松或新形式的前瞻性指引。

英国央行副行长称对负利率并无积极计划。8 月 7 日，拉姆斯登（Dave Ramsden）接受采访时说，目前并没有积极计划负利率，而是选择使用久经考验的政策，例如量化宽松。他说，如有必要，英国央行仍能提供进一步的刺激措施。

英国央行副行长称，如果经济再次陷入困境，英国央行将扩大量化宽松。8 月 11 日，拉姆斯登（Dave Ramsden）接受采访时表示，如果经济放缓、市场再次动荡，英国央行将加快、扩大量化宽松政策。他说，复苏将持续，英国央行预测不会再出现经济负增长。但他警告说，央行预测忽略了各种各样的结果，即使没有第二次封锁措施，未来也可能是缓慢复苏和高失业率。

英国央行首席经济学家称英国经济处于快速复苏的通道。8 月 14 日，霍尔丹（Andy Haldane）撰文表示，英国经济正从新冠疫情中快速复苏，经济增长已超过 3 个月，远超预期。他强调，强劲的消费支出已帮英国经济挽回了部分疫情所造成的损失。

挪威央行

挪威央行维持零利率。8 月 20 日，挪威央行发布公告称，将维持利率在创纪录低点 0%的水平，符合市场预期。挪威央行行长奥尔森（Oystein Olsen）称，对前景和风险平衡的评估表明，利率很可能会在未来一段时间内保持在当前水平。

加拿大央行

加拿大央行首次就 2%的通胀目标征求公众意见。8 月 24 日，加拿大央行发布公告，要求公众就通胀目标提供反馈意见，并将会根据调查结果制定不同的货币政策框架。8 月 26 日，加拿大高级副行长威尔金斯（Carolyn Wilkins）在演讲中承认，公众对央行保证通胀处于可控状态失去了信心。

加拿大高级副行长称当前的货币政策中，没有明显优势选项。8 月 26 日，威尔金斯（Carolyn Wilkins）在有关 2021 年货币政策框架更新的研讨会上发表演讲称，在确定不同框架的利弊后，并没有单一某个框架在所有方面都占优势。

澳洲央行

澳洲央行下调经济预测但保持政策不变。8 月 6 日，澳洲央行在 8 月货币政策声明中下调了经济预测，预计 2021 年经济反弹将减弱，失业率将上升。澳洲央行认为没有必要调整政策，但并未排除在必要时调整措施的可能性。

澳洲央行助理行长表示，经济复苏将是缓慢且不平衡的。8 月 7 日，埃利斯（Luci Ellis）在讲话中承认，维多利亚州的封锁措施将拉低三季度的经济增速，预计经济复苏将是缓慢且不平衡的。她指出，预计短期内商业和住宅投资将表现疲软，而较低的租金和疲软的工资增长则可能长期压制通胀。

澳洲央行行长称不排除单独的债券购买计划，但目前将继续现有的计划。8 月 14 日，洛伊（Philip Lowe）在演讲中表示，预计维多利亚州的疫情暴发将使三季度 GDP 至少下降 2%，并将复苏推迟至四季度。他表示，尚未排除单独的债券购买计划或其他政策调整的可能性，但目前最好的办法是继续现有的计划。

澳洲央行重申暂无改变政策的必要，但不排除调整政策的可能性。8 月 18 日，澳洲央行公布 8 月货币政策会议纪要，澳洲央行重申目前没有必要改变政策，当前的政策措施总体上符合预期，澳洲多数地区的经济正在恢复，但不排除政策调整的可能性。

新西兰央行

新西兰央行扩大量化宽松并提出负利率前景。8 月 12 日，新西兰央行发布公告称，将维持利率在纪录低点 0.25%，并将资产购买计划规模从 600 亿纽币扩大至 1,000 亿纽币（653.9 亿美元）。新西兰央行指出，在风险仍存在的情况下，有必要进一步降低利率。新西兰央行称正“积极考虑”综合运用多种货币政策工具，包括进一步降息乃至出台负利率、向商业银行提供低息贷款、以及购买外国资产。

新西兰央行副行长：新冠疫情反弹对经济前景构成重大风险。8 月 13 日，巴斯坎德（Geoff Bascand）接受采访时称，考虑到新冠疫情反弹对经济前景构成重大风险，新西兰央行将不得不考虑增加货币刺激措施。他表示，如果采用负利率，将结合“贷款融资”计划，以减轻银行业盈利能力遭受的打击。

新西兰央行助理行长称正准备在必要时动用其他非常规政策工具。8 月 20 日，霍克斯比（Christian Hawkesby）在演讲中称，新西兰央行已将大规模资产购买计划的规模扩大至 1,000 亿纽币（653.9 亿美元），并且正在准备必要时出台负利率或“贷款融资”计划。

韩国央行

韩国央行维持利率不变。8 月 27 日，韩国央行发布政策声明称，维持 0.5%的利率不变，符合市场预期。声明指出，经济复苏步伐受新冠疫情影响有所放缓，并重申宽松的政策立场。韩国央行行长李柱烈表示，仍有降息的空间，但对进一步宽松可能产生的副作用表示谨慎。

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联属公司、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。

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

浦银国际证券财富管理团队

华政
sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

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