



SPDBI 全球央行观察：疫情二次冲击，政策宽松而分化，美元或走强

- 全球央行：**多数国家扩大宽松，但由于二次疫情对经济的冲击不如先前剧烈，因此各国央行的应对也存在分化。美联储暂时按兵不动，静候新一轮财政刺激落地；欧央行在疫情、欧元、通缩的三重夹击下很可能在 12 月扩大宽松；在经济复苏的推动下，中国的利率中枢有上行压力，但预计央行将压制，不必对四季度的流动性过度担忧；日本暂时按兵不动，但随时准备扩大宽松；英国再度考虑实施负利率的可能，加拿大对 QE 结构进行调整，澳洲、印度央行则扩大 QE 规模。
- 美联储：**11 月初的 FOMC 会议，美联储如期按兵不动，仍在等候新一轮财政刺激落地，未来可能通过加强前瞻指引以及 QE 结构调整，进行货币政策的微调。
- 中国人民银行：**随着经济的企稳回升，利率中枢料将上行。但四季度监管继续压缩结构性存款，可能对中小银行造成揽储压力，加上四季度将让利至少 4,000 亿元，使银行的贷款利率继续面临下行压力，在此情况下，预计央行将压制利率过快上行，不宜对四季度流动性过度悲观。
- 欧洲央行：**在目前欧元区面对疫情反弹、欧元走强、通缩加剧的三重冲击的情况下，欧央行很可能在 12 月进一步扩大 PEPP 的资产购买规模，并加速落地美联储式的“平均通胀目标”，通过更高的通胀容忍度，来间接延长宽松的持续时间。在此背景下，结合经济基本面、财政刺激、仓位等一系列因素来看，欧元料将走弱，进而推升美元指数 DXY 走强。
- 日本央行：**日本暂时按兵不动，但随时准备扩大宽松。

2020 年
11 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 11 月 06 日

相关报告：

《SPDBI 全球央行观察 (2020 年 10 月刊)：全球整体边际放宽，欧元走强可能阶段性终结》(2020-10-12)

《SPDBI 全球央行观察 (2020 年 9 月刊)：货币政策新框架为长期宽松埋下伏笔》(2020-09-01)

《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》(2020-08-28)

《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)

《2H20 投资策略展望：不要站在央行的对立面》(2020-06-19)

目录

全球总览：二次疫情冲击，多数扩大宽松	3
总结	4
美联储：等待大选后财政刺激落地	6
点评	6
动态追踪	7
中国人民银行：利率中枢有上行压力，但央行料将压制	13
点评	13
动态追踪	14
欧洲央行：疫情、欧元、通缩三重因素令 12 月很可能扩大宽松，进而推升美元	18
点评	18
动态追踪	20
日本央行：按兵不动，但随时准备扩大宽松	25
点评	25
动态追踪	26
其他央行：多数做出宽松调整，但存在分化	28
点评	28
动态追踪	29

SPDBI 全球央行观察：疫情二次冲击，政策宽松而分化，美元或走强

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：二次疫情冲击，多数扩大宽松

2020 年 10 月：

- **2 个新兴市场央行继续降息：**初步统计 10 月全球仅有阿根廷和博茨瓦纳央行进行降息(9 月 10 个)，其中阿根廷央行降息两次，10 月降息的央行数量较 9 月显著减少。
- **10 月全球资本市场复苏放缓：**全球股市出现一定分化，MSCI 发达国家指数 10 月下跌 3.1%，MSCI 新兴市场指数 10 月上涨 2.0%；发达市场国家(美日英法德等)国债收益率出现不同程度地回落；在岸与离岸美元的流动性继续改善，海外央行美元互换需求下降约 170.96 亿美元。
- **10 月全球央行扩表继续：**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。截至 10 月 27 日，美联储资产负债表总规模较 9 月略有上涨，达 7.14 万亿美元。

● 总结

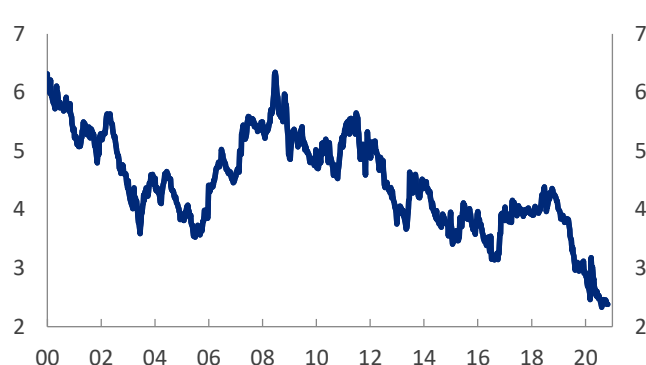
整体来看，在二次疫情的冲击下，**多数国家都扩大宽松**，但由于二次疫情对经济的冲击不如先前剧烈，因此**各国央行的应对也存在分化**。美联储暂时按兵不动，静候新一轮财政刺激落地；欧央行在疫情、欧元、通缩的三重夹击下很有可能在12月将扩大宽松；在经济复苏的推动下，中国的利率中枢有上行压力，但预计央行将压制，不必对四季度的流动性过度担忧；日本央行暂时按兵不动，但对疫情密切观察，随时准备扩大宽松；英国央行再度考虑实施负利率的可能；加拿大央行对QE结构进行了调整，澳洲央行、印度央行则扩大QE规模。

图表 1: 全球 3 月期利率中位数 (%)



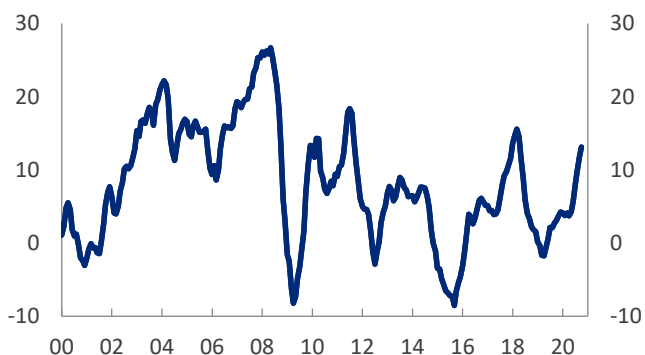
资料来源: Factset, 浦银国际

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 (%)



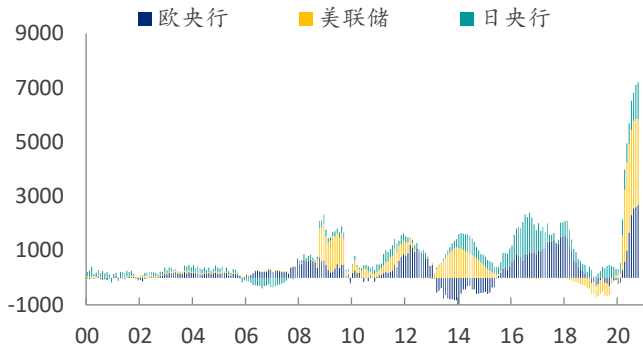
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数 (%)



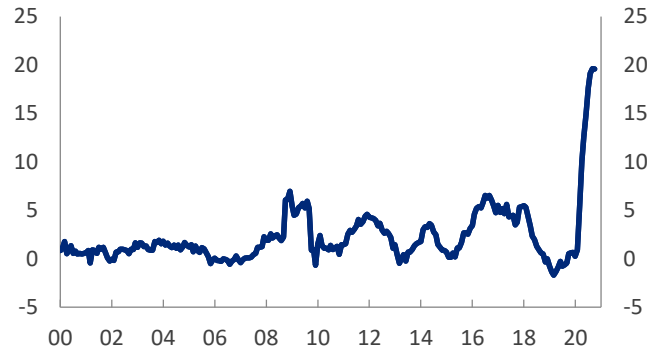
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



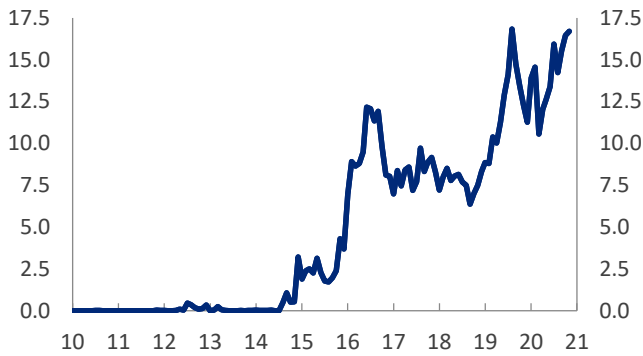
资料来源: Factset, 浦银国际

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：等待大选后财政刺激落地



● 点评

10月美债长端利率微升,10年期美债从0.66%上升20bps至0.85%,高收益债略降至6%,投资级稳定在2%的水平。美元指数整体稳定在94左右的水平。

11月初的美联储议息会议如期按兵不动,FOMC成员仍在等待美国大选尘埃落定后财政刺激方案的最终落地。

虽然疫情再度冲击美国(11月4日,美国新冠新增确诊超过10万例,创历史新高),但美国经济相对其他发达经济体更具有韧性,政策制定者对于经济的预期有所分化,多位FOMC成员都反映了对于经济不平衡、复苏疲弱、企业裁员等担忧,但也有部分成员仍然对经济持乐观态度。因此整体来看,成员们对于货币政策的态度也有所分化,虽然多数成员认为当前的货币政策合适,但也有部分成员对扩大QE持开放态度,部分成员认为可以延长QE期限。但整体来看,绝大多数成员都呼吁新一轮财政刺激。

财政政策成为美联储的关注重点,其背后反映的是美联储在刺激的全面性、体量、持续性等方面已几乎做到了极致,货币政策进一步重大调整的空间已然有限,进一步的刺激必然需要财政的协调。前纽约联储主席杜德利(William Dudley)也撰文表示即使美联储增加资产购买的构成,金融环境也很难变得更宽松。

● 展望未来:

美联储10月份直至11月初的FOMC会议都仍属于观望态势,因为其仍需要等待财政刺激方案的最终落地,随着美国大选尘埃落定,财政刺激方案将最终出炉。美联储在评估刺激方案的基础上,将进行进一步微调货币政策,未来的政策调整预计更多集中于:

- 可能进一步强化前瞻指引。美联储官员内部对此仍有争议,如果财政刺激未达到预期强度,美联储很可能将就业与利率进一步挂钩,并进一步强化长期宽松的前瞻指引。
- 可能对QE结构进行调整。虽然美联储未展开收益率曲线控制,但美联储可能对QE的结构进行调整:扩大长债的购买比率,压制长短利率,间接实现某种程度上的“收益率曲线控制”,扩大MBS的购买比率,进一步降低房贷利率,减缓居民的房贷压力。

● 动态追踪

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）认为暂无必要扩大 QE，但希望延长 QE 的期限。9 月 28 日，梅斯特（Loretta Mester）接受[采访](#)时称，目前没必要购买更多的债券，但希望有延长期限的选择权。她还表示，希望美联储尽快提供债券购买指引。

费城联储主席（有投票权，偏鹰）称经济复苏停滞。9 月 29 日，哈克尔（Patrick Harker）接受[采访](#)时称，预计美国经济可能要到 2023 年才能恢复至疫情前的水平，有迹象表明经济复苏正处于停滞状态。

美联储发布 9 月 FOMC 会议纪要。10 月 7 日，美联储发布 9 月 FOMC [会议纪要](#)显示，多数委员支持提供更明确的基于结果的前瞻指引，以确保持利率走势与目标一致。在评估货币政策立场时，将考虑包括公共卫生、就业市场、通胀压力与预期、以及金融市场在内的更广泛信息。此外，委员们认为 QE 规模应至少以当前的速度增长，以便维持金融市场运转并保持宽松的货币环境。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽派）认为 QE 规模已处于极高的水平。10 月 7 日，威廉姆斯（John Williams）接受[采访](#)时称，美联储的 QE 规模已达到极高的水平，尽管如此，他仍对扩大 QE 规模持开放态度，并称将在未来评估如何最好地利用政策工具实现美联储目标。

明尼阿波利斯联储主席（有投票权，偏鸽）呼吁更多的财政援助。10 月 7 日，卡什卡里（Neel Kashkari）接受[采访](#)时称，如果政府不提供财政援助，经济衰退将更加严重。

芝加哥联储主席（无投票权，偏鸽）称美联储暂时不会扩大 QE。10 月 7 日，埃文斯（Charles Evans）接受[采访](#)时称，美联储有能力扩大 QE 规模并进一步压低借贷成本，但目前美国经济最需要的是新一轮财政刺激。他补充道，即使不扩大 QE 规模，美联储也可通过重点购买长期债券的方式来实现宽松。

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）对扩大 QE 的做法持怀疑态度。10 月 9 日，卡普兰（Robert Kaplan）接受[采访](#)时称，美联储没必要扩大 QE 规模，并表示新冠危机缓解后应逐步减少刺激措施。此外，他支持将近零利率维持到 2022 年，甚至 2023 年。



路透社：预计美联储将于 2021 年开始减少债券购买。10 月 9 日，[路透社报道](#)称，华尔街投资者预计美联储将于 2021 年开始逐步减少债券购买，并在 2023 年下半年前完全停止购买。

波士顿联储主席（无投票权，偏鹰）认为今年不会出台新一轮财政刺激措施。10 月 9 日，罗森格伦（Eric Rosengren）接受[采访](#)时称，他在做最新经济预测时，认为新一轮财政刺激措施不会在今年出台。他认为，财政刺激延后，加之企业债务大幅增加，将拖累美国经济复苏。

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）对经济持乐观态度。10 月 14 日，卡普兰（Robert Kaplan）接受[采访](#)时称，预计美国经济今年只会萎缩 2.5%（SPDBI 注：此前他预计今年经济将收缩 3%）。他还表示，美联储当下没必要扩大 QE 规模。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）称 GDP 可能需一年时间才能恢复到疫情前水平。10 月 14 日，克拉里达（Richard Clarida）在[演讲](#)中称，尽管自 5 月以来的宏观经济数据较为强劲，但 GDP 可能需一年时间才能恢复到疫情前水平，而恢复至充分就业则需更长时间。

美联储理事（有投票权，中间派）认为美联储需继续在国债市场的资产购买。10 月 14 日，夸尔斯（Randal Quarles）接受[采访](#)时称，美国国债市场过于庞大，美联储可能不得不继续 QE 以确保有序的交易环境。他表示，目前国债总量约为 270 亿美元，超过了市场应对能力

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）称 2% 的通胀率不是上限。10 月 14 日，卡普兰（Robert Kaplan）接受[采访](#)时称，对通胀的容忍度将受到通胀率变化的影响，对“温和通胀”的理解是 2.25% 左右，而不是 2.5%-3.0% 的区间。

旧金山联储主席（无投票权，中间派）呼吁新一轮财政刺激。10 月 15 日，戴利（Mary Daly）接受[采访](#)时称，目前的货币政策是适当的，但是家庭和地方政府的复苏需要新一轮财政刺激的支持。

里士满联储主席（无投票权，偏鹰）称企业裁员将导致就业恢复缓慢。10 月 16 日，巴尔金（Thomas Barkin）接受[采访](#)时称，对经济的信心恢复使得消费者和企业的支出增加，但企业裁员和就业不匹配将导致就业市场需更长时间恢复。

美联储主席（有投票权）称正确使用数字货币比最先使用更为重要。10 月 19 日，鲍威尔（Jerome Powell）在[演讲](#)中称，对美国而言，正确使用数字货币比最先使用更为重要。美联储尚未决定是否发行数字货币，但已开始与其他央行和国际清算银行合作，参与相关研究。



美联储理事（有投票权，中间派）称疫情的压力凸显了非银机构的脆弱性。10月20日，夸尔斯（Randal Quarles）接受[采访](#)时称，这次疫情表明非银金融系统比传统金融系统更加脆弱，经济停摆和市场压力的出现暴露了非银金融系统的流动性紧张。

亚特兰大联储主席（无投票权，中间派）称美国经济复苏是疲弱的。10月20日，博斯蒂克（Raphael Bostic）接受[采访](#)时称，美国经济距离完全复苏还需时日，短时间内不应加息或取消对金融市场的支持。

美联储理事（有投票权，中间派）警告称经济不平衡威胁经济复苏。10月21日，布雷纳德（Lael Brainard）在[演讲](#)中说，经济复苏仍然高度不确定和高度不平衡，这些有可能阻碍经济复苏，在实施宽松货币政策的同时，还需要提供有针对性的财政支持，以便将这种 K 型复苏转变为基础广泛的包容性复苏。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）警告称持续宽松会增加金融体系脆弱性。10月21日，梅斯特（Loretta Mester）在[演讲](#)中说，在低利率环境下，持续宽松的货币政策可能通过鼓励更高水平的借贷和金融杠杆、增加估值压力和寻求收益的行为，增加金融体系的脆弱性。

纽约联储官员称可根据需要加大或减缓债券购买。10月21日，辛格（Daleep Singh）接受[采访](#)时表示，解冻信贷市场的行动对债券市场产生了重大影响，美联储在必要时会增加购买，并将采取灵活方式提供支持。他还指出，美联储将先购买公司债券，但也可能购买 ETF。

美联储称经济活动改善，企业成本增速快于物价。10月21日，美联储发布10月[褐皮书](#)称，各地区的经济和就业都有所增长但增速缓慢。此外，对于建筑业、制造业和零售业，木材和钢材的价格上升导致原材料成本的增速快于物价的增速，企业会将高成本转嫁给消费者。

纽约联储官员称，对美国国债市场流动性的威胁仍存在。10月24日，纽约联储官员表示，由于新冠大流行搅乱了美国金融体系，国债市场仍有可能像今年3月和4月面临突然的流动性枯竭（[路透社](#)）。

前纽约联储主席称美联储宽松政策已接近枯竭。10月28日，杜德利（William Dudley）[撰文](#)称，即使美联储增加资产购买的构成，金融环境也不可能变得更加宽松。

美联储11月议息会议决定维持近零利率。11月5日，美联储发布11月议息会议[声明](#)，决定将利率维持在0%-0.25%区间，并表示至少以当前的速度进行资产购买，以维持市场的平稳运作，宽松的金融市场环境。

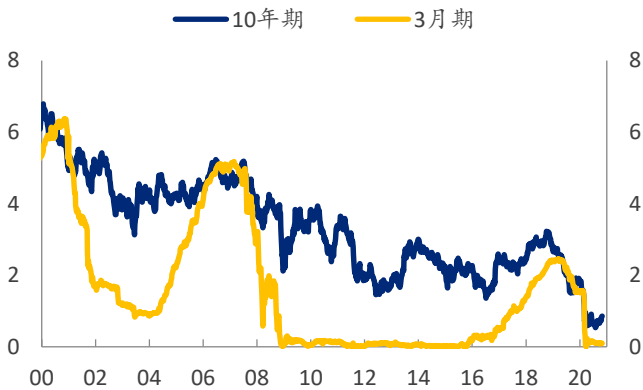


图表 9: 2020 年 10 月美联储官员重要观点一览表

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			正确使用数字货币比最先使用更为重要		
卡什卡里 Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储主席	有	偏鸽			呼吁更多的财政援助	
埃文斯 Charles Evans	芝加哥联储主席	无	偏鸽		暂时不应扩大 QE 规模	美国经济需要新一轮财政刺激	
威廉姆斯 John Williams	纽约联储主席	有	偏鸽		对扩大 QE 规模持开放态度		
克拉里达 Richard Clarida	美联储副主席	有	偏鸽	GDP 需一年才能恢复, 恢复至充分就业则需更久			
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席	无	中间派		目前的货币政策是适当的	呼吁新一轮财政刺激	
布雷纳德 Lael Brainard	美联储理事	有	中间派	经济不平衡威胁经济复苏		需要提供有针对性的财政支持	
卡普兰 Robert Kaplan	达拉斯联储主席	有	中间派	对经济持乐观态度	没必要扩大 QE 规模, 支持近零利率维持到 2023 年		2% 的通胀率不是上限, 对通胀的容忍度将受到通胀率变化的影响
夸尔斯 Randal Quarles	美联储理事	有	中间派		需继续在国债市场的资产购买		
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大联储主席	无	中间派	经济复苏是疲弱的	短时间内不应加息或取消对金融市场的支持		
巴尔金 Thomas Barkin	里士满联储主席	无	偏鹰	企业裁员将导致就业恢复缓慢			
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰联储主席	有	偏鹰		暂无必要扩大 QE, 但希望延长 QE 的期限; 宽松会增加金融体系脆弱性		
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席	有	偏鹰	经济复苏正处于停滞状态			
罗森格伦 Eric Rosengren	波士顿联储主席	无	偏鹰			认为今年不会出台新一轮财政刺激措施	

资料来源: 浦银国际

图表 10: 美国国债收益率 (%)



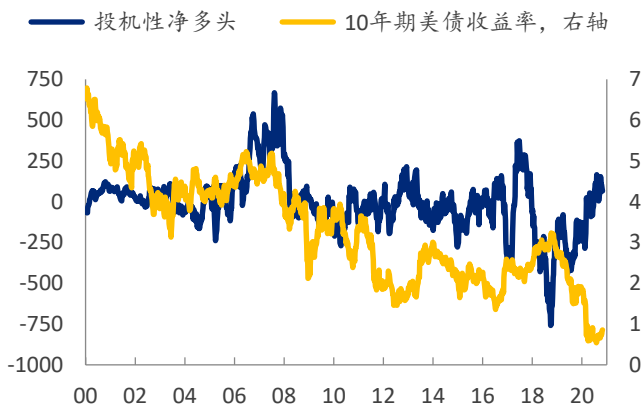
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 11: 美国国债收益率曲线 (10年-3月期)



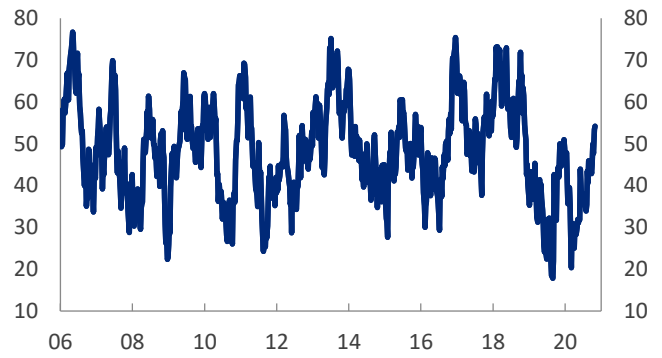
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 12: 10年期美债投机性净多头



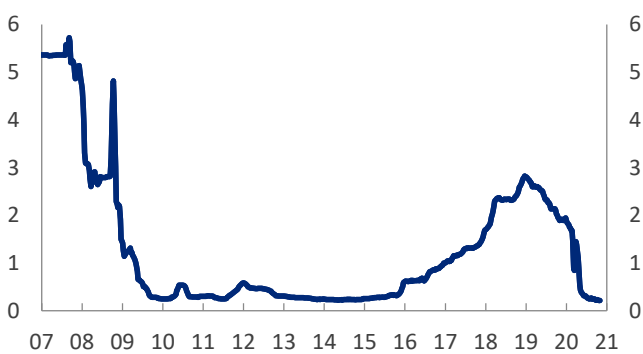
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 13: 10年期美债收益率 14天 RSI



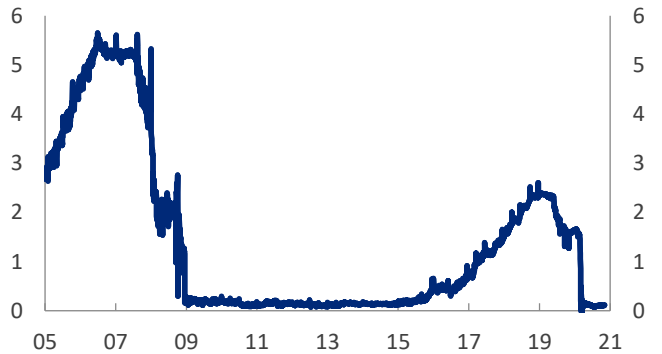
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 14: 美元 3 月期 LIBOR (%)



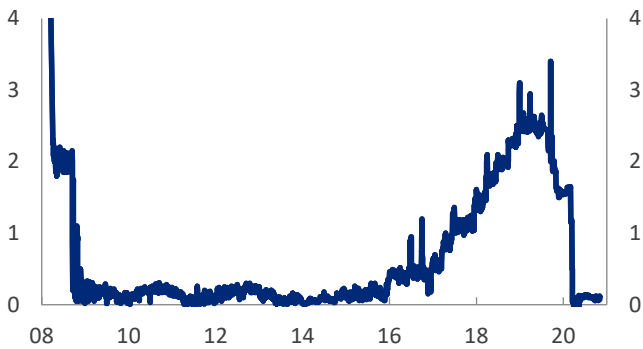
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 15: 3 月期美债隐含收益率 (%)



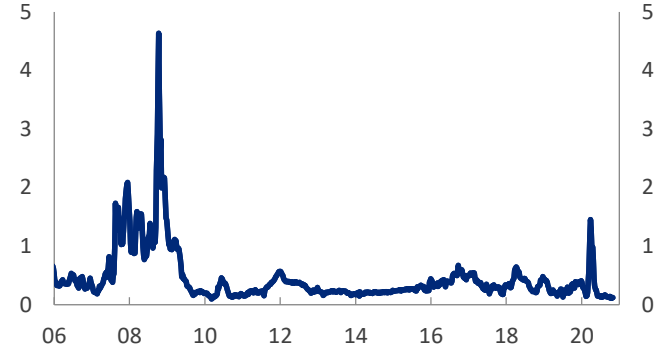
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

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：利率中枢有上行压力，但 央行料将压制



• 点评

10月短端利率（3月期国债）自2.92%小幅下降近40bps至2.54%，长端（10年期）由3.16%微升至3.2%，10月续作部分逆回购，净回笼资金2600亿元。

10月长端收益率继续微升，但如我们上月的报告判断“虽然利率中枢继续抬升，但斜率明显已经平缓”。

我们延续10月的判断，随着经济的企稳回升，利率中枢料将上行。这在央行行长易纲2020年金融街论坛的讲话得到佐证，易纲行长在继续强调“灵活适度、精确导向”的基础上，也提及了“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。尽可能长时间实施正常货币政策”。随着四季度GDP增速进一步复苏，货币供应增速料将进一步向名义GDP增速收敛。

与此同时，通过另外两个维度来看，也无需对流动性过度担忧：

1. **四季度继续压缩结构性存款，中小银行有存款压力。** 此前监管部门曾对部分银行进行窗口指导，要求结构性存款三季度末压缩至年初水平（9.6万亿），并在年内逐步降至年初规模的三分之二（约6.4万亿元）。根据目前的结构性存款余额，预计四季度仍要压缩约2.5万亿元，对结构性存款较为依赖的中小银行有存款被分流的压力，如果利率过快上行可能会加剧中小银行的揽储压力。央行将继续压制短端利率。
2. **四季度银行业将继续让利。** 针对银行让利1.5万亿元，易纲行长在金融街论坛表示“据估算，截至9月末，已实现让利超过1.1万亿元。预计随着各项政策措施效果进一步体现，全年可实现让利1.5万亿元目标。”，这其实也意味着四季度仍有至少4000亿元的让利需要完成。由于银行的让利主要通过降低贷款利率来完成，利率的过快上行会冲击银行业利差，可能带来金融风险，在此情况下，央行至少在四季度仍将保持流动性的相对宽松，压制利率的过快上行。

• 展望未来：

随着复工进程的推进，经济的持续反弹将继续带动利率中枢上移，但预计央行将压制利率的过快上行，对于四季度的流动性大可不必过度悲观，虽不太会大幅加大宽松，但更不会明显收紧，预计利率中枢在微幅抬升的同时，央行将继续加大对于实体融资的结构性宽松。

● 动态追踪



中国央行将建立逆周期资本缓冲机制。9月30日，中国央行和银保监会发布的《[关于建立逆周期资本缓冲机制的通知](#)》显示，根据系统性金融风险评估状况和疫情防控需要，明确逆周期资本缓冲比率初始设定为0，不增加银行业金融机构的资本管理要求，并将定期评估和调整逆周期资本缓冲要求，防范系统性金融风险。

中国央行降低外汇风险准备金率至0。10月10日，中国央行发布[声明](#)称，自10月12日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0，并表示要继续保持人民币汇率弹性，稳定市场预期（SPDBI注，这项决定通过取消使空头成本高昂的准备金来抑制人民币升值）。

中国央行行长：尽可能长时间实施正常货币政策。10月10日，易纲[撰文](#)表示，保持币值稳定并以此促进经济增长，这不仅要把好货币总闸门、保持物价稳定；把握好内外部均衡的平衡，坚持市场化汇率制度；还要尽可能长时间实施正常货币政策，促进储蓄和收入合理增长。

中国央行货币政策司司长称四季度货币政策坚持稳健取向不变。10月14日，孙国峰在[第三季度金融统计数据新闻发布会](#)称，虽然疫情对经济冲击的高峰已过去，但中国仍面临复杂严峻的国际形势，货币政策坚持稳健取向不变，更加灵活适度和精准导向，要完善跨周期设计和调节，维护正常货币政策空间。

中国央行调查统计司司长称信贷和社融增速属于合理增长。10月14日，阮健弘在[第三季度金融统计数据新闻发布会](#)称，今年前三季度信贷和社融增速合理增长，还没到偏快增长的状况。当前的特殊情况下，宏观杠杆率的提升是宏观政策支持疫情防控和国民经济恢复的一个体现，应当允许宏观杠杆率阶段性上升，扩大对实体经济的信用支持。

中国央行行长称中方支持进一步延长G20缓债倡议期限。10月16日，易纲在[演讲](#)中称，支持进一步延长G20缓债倡议期限，呼吁各方应继续推动特别提款权（SDR）普遍分配，以更好支持新兴市场和发展中国家应对疫情的冲击。

中国央行行长预计中国经济今年将增长2%。10月18日，易纲接受[采访](#)时表示，随着新冠疫情得到控制，预计中国今年GDP增长率约为2%，这表明人们对国内需求驱动型复苏的前景充满信心。对于人民币升值，他表示这反映了中美利差，但这种情况应该由市场决定。

中国央行行长称货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡。10月18日，易纲在[演讲](#)中称，宏观杠杆率因疫情的特殊原因而上升，明年GDP增速回升后，宏观杠杆率将会更平稳，货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之长期维持在合理的轨道上。

中国贷款利率（LPR）连续六个月保持稳定。10月20日，[路透社](#)报道，中国维持3.85%的一年期LPR、4.65%的五年期LPR不变，符合预期。这一决定与中国央行维持中期借贷便利（MLF）利率不变相一致。



中国央行副行长称将开展重点领域宏观审慎管理。10月21日，潘功胜在[演讲](#)中称，除了今年2月份印发的《统筹监管金融基础设施工作方案》，还将推动房地产金融、跨境资金流动的宏观审慎管理，相关政策工具文件已经制定完毕，将在合适时发布。

中国拟修订《中国人民银行法》。10月23日，中国央行发布[征求意见稿通知](#)，拟将“促进金融服务实体经济”明确写入立法目的，引导金融体系回归服务实体经济的根本定位；同时，继续坚持央行“不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券”的原则。

中国央行行长表示，中国将继续放宽金融市场准入。10月24日，易纲在外滩金融峰会发表[演讲](#)重申，中国承诺进一步开放金融领域，降低对外国投资者的市场壁垒。他还表示，人民币汇率形成机制的改革和货币的国际化应与金融开放共同推进。

图表 20: 中国国债收益率 (%)



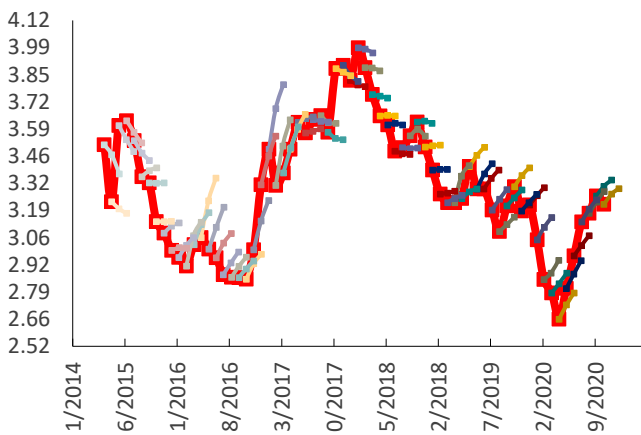
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 21: 中国国债收益率曲线 (10年-3月期)



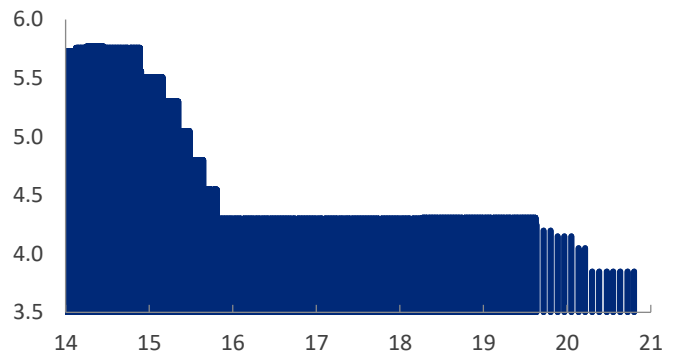
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 22: 中国 10 年期国债远期 (%)



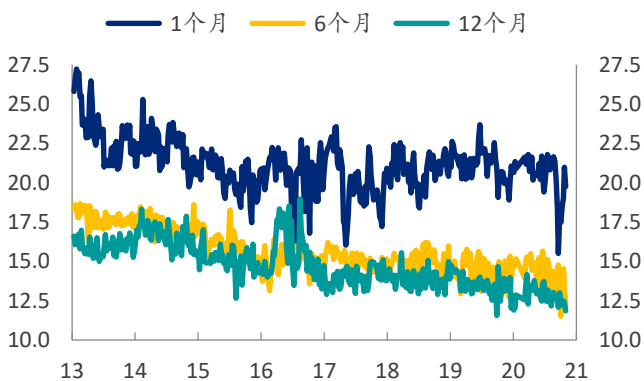
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 23: 1 年期 LPR 利率 (%)



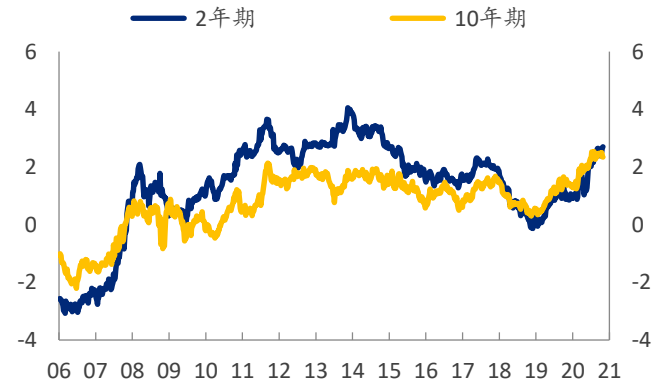
资料来源: Wind, 浦银国际

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



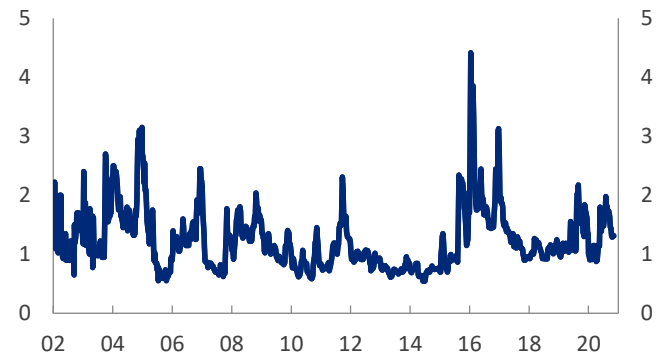
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 26: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



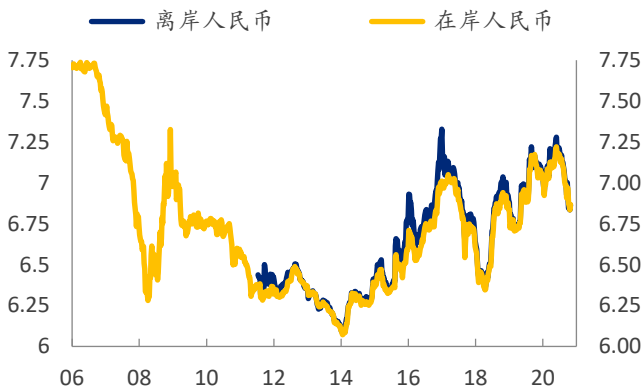
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 27: 1 年期港币隐含波动率 (%)



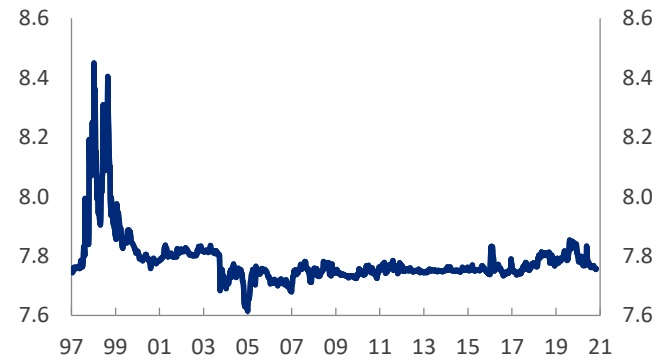
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 28: 人民币一年期远期汇率



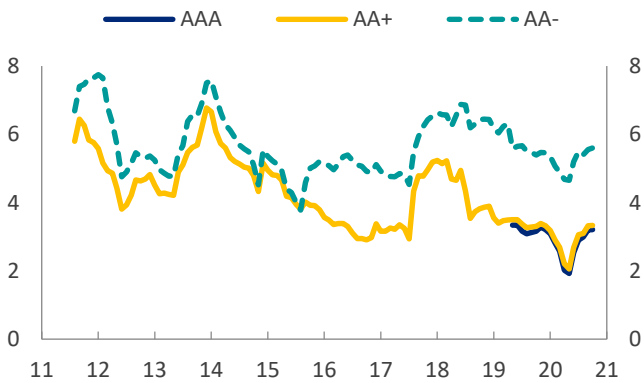
资料来源: Factset, 浦银国际

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：疫情、欧元、通缩三重因素令 12月很可能扩大宽松，进而推升美元

● 点评

10月德国短端（3月期）及长端国债（10年期）分别微降至-0.72%及-0.62%，欧元区AAA投资级债收益率依然处于负值区间（-0.15%）。

欧元区目前面对疫情反弹、欧元走强、通缩加剧的三重冲击：

1. 疫情反弹。欧洲疫情再次反弹，多国再度“封城”，加剧了原本充满压力的复苏进程压力，欧盟也调低了对于2021年的经济增长预测至4.2%（vs 7月预测的6.1%）。
2. 欧元走强令经济雪上加霜。目前欧元仍处于2018年5月以来的高位水平附近，欧元处于高位令依赖外需的欧元区经济雪上加霜。
3. 通缩压力巨大。欧元区CPI已经连续两月为负值，核心CPI为0.6%，持平于2014、2015年的史上最低水平，通缩压力巨大。

在三重冲击的共同作用下，欧央行很有可能不得不在12月的议息会议上进一步扩大宽松。即使连偏鹰派的奥地利央行行长也表示“必要时会制定新的政策工具，以补充现有的QE和银行贷款计划”，拉加德也在表示二次疫情为经济复苏带来“显著风险”。

具体而言，欧央行很可能在12月进一步扩大PPEP的资产购买规模，另外可能创设结构性政策工具来进一步刺激经济，避免通缩陷阱，与此同时将加速推出新的货币政策框架，采取类似美联储式的“平均通胀目标”，通过更高的通胀容忍度，来间接延长宽松的持续时间。

在此情况下，考虑到在美元指数DXY中，欧元占比近六成，随着欧元走弱，**预计美元指数DXY将相应走强：**

1. 欧央行将扩大宽松，而美联储暂时按兵不动，并没有明显扩大宽松的意图。
2. 欧元的走强，对欧元外需造成冲击，与此同时也加剧了欧元区的通缩，不排除欧央行在扩大宽松之外采取其他结构性措施来直接/间接推动欧元贬值。
3. 美国在疫情二次冲击下的整体经济韧性好于欧元区，各项经济指数也好于欧元区。
4. 随着美国大选尘埃落定，随后料将推出新一轮财政刺激，这对美元具有直接的提振作用。
5. 美元仓位整体偏空，做空交易仍然较为拥挤。

- **展望未来:**

12 月份，欧央行很有可能会扩大宽松、且通过其他结构性举措来抑制欧元贬值且加速类美联储“平均通胀目标”的货币政策新框架，进一步延长宽松的持续时间。

● 动态追踪

欧央行副行长（偏鸽）称今年欧元区通胀率仍将为负。10月2日，德金多斯（Luis de Guindos）接受[采访](#)称，欧元区的通胀率在今年余下时间内可能保持为负，并表示希望2021年通胀将有所恢复。

欧央行行长认为经济不会在2020年底恢复至疫情前水平。10月6日，拉加德（Christine Lagarde）接受[采访](#)时表示，目前经济复苏是不完整且不平衡的，她预计欧元区经济不会在2020年底恢复至疫情前水平。此外，拉加德[承诺](#)在新冠危机结束之前不会取消货币支持政策。

欧央行首席经济学家（偏鸽）称财政政策在货币政策的传导中发挥着重要作用。10月6日，莱恩（Philip Lane）在[演讲](#)中称，财政政策将在货币政策的传导中发挥重要作用，当前的货币政策措施和前瞻指引支持收益率曲线处于较低的水平，财政乘数较高。

德国央行行长（偏鹰）认为不需出台更多刺激措施。10月7日，魏德曼（Jens Weidmann）接受[采访](#)时称，欧央行不需要进一步放松政策，因为目前已采取的对抗新冠危机的措施可能比预期更好地提振欧元区经济。他认为目前的货币政策立场是适当的。

欧央行9月会议纪要强调强势欧元对通胀前景的影响。10月8日，欧央行发布9月议息会议[纪要](#)指出，欧元升值对通胀产生实质影响，市场头寸预示欧元将继续升值；通胀预期仍接近历史低点，放大了锚定的风险；在当前不确定环境下，最好的行动方针是保持政策稳定。

欧央行副行长（偏鸽）称应利用现有工具应对通胀下行。10月8日，德金多斯（Luis de Guindos）接受采访称，新冠疫情抑制了通胀预期，初期的经济复苏势头减弱，欧央行必须使用现有工具加以应对。

欧央行首席经济学家（偏鸽）暗示欧央行将允许通胀超预期。10月11日，莱恩（Philip Lane）在[采访](#)中称，欧央行在刺激经济方面的积极程度，将与美联储一致，暗示欧央行也将允许通胀超过其目标。他认为，欧央行已经通过其前瞻性指引奉行了类似的策略。

多名欧央行官员敦促各国政府继续为经济提供财政支持。10月12日，欧央行行长拉加德（Christine Lagarde）表示目前最担心的是诸如延期偿债、政府担保和暂缓计划等措施被过于突然地取消；欧央行副行长德金多斯（Luis de Guindos，偏鸽）称，财政政策必须是第一道防线；欧央行理事施纳贝尔（Isabel Schnabel，中间派）认为，各国政府目前不应担心债务水平上升的问题（[彭博社](#)）。





EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

路透社：欧央行官员对于追随美联储平均通胀目标持谨慎态度。10月13日，[路透社](#)援引参与政策审查的欧央行消息人士的话说，欧央行不愿追随美联储的平均通胀目标，担心这样会束缚手脚。包括鹰派和鸽派的欧央行消息人士都怀疑，正统的通胀理论是否仍适用于欧元区这样采取近零利率、且物价长期停滞不前的经济体。

爱尔兰央行行长（中间派）称目前无需增加货币刺激。10月16日，马克鲁夫（Gabriel Makhlouf）接受[采访](#)时称，9月以来，宏观经济环境并没有出现新的变化，欧央行无需采取新刺激对抗疫情的影响。

意大利央行行长（偏鸽）认为不应过早地撤回政策。10月16日，维斯科（Ignazio Visco）接受[采访](#)时称，不应过早地撤回应对疫情而实施的财政和货币政策，财政和货币方面都应保持极其宽松的政策。

芬兰央行行长（偏鸽）称欧央行应容忍过度通胀以促进就业。10月16日，雷恩（Olli Rehn）接受[采访](#)时称，美联储的新政策框架也适用于欧元区，欧央行在制定政策时应效仿美联储，更加重视经济和社会福利，容忍通胀暂时超过其目标。

欧央行理事（偏鸽）称遏制疫情传播的严格封锁措施将给经济带来额外损失。10月17日，帕内塔（Fabio Panetta）接受[采访](#)时指出，欧央行最新的预测显示，到2022年底，经济增长将恢复到危机前的水平，而新的封锁措施可能导致复苏推迟。他表示，欧央行随时准备调整政策工具，以便将通胀推升至中期目标。

荷兰央行行长（偏鹰）称利率可能在低位维持数年。10月18日，诺特（Klaas Knot）接受[采访](#)时称，欧元区利率在未来几年会维持在目前的历史低位，各国政府需继续财政支持，以缓解疫情对经济的打击。

欧央行行长警告称经济复苏是不平衡、不确定、不完整的。10月19日，拉加德（Christine Lagarde）在接受[采访](#)时说，在第二波新冠大流行的影响下，经济复苏有失去动力的风险。她表示，欧央行将密切关注各项指标，如果形势继续恶化，12月修订的经济预测将更加悲观。

路透社：欧央行官员列出战略评估的愿望清单。10月20日，[路透社](#)报道，包括欧央行行长在内的五位政策制定者提出了改变应对欧元区物价上涨方式的建议。欧央行正在进行近20年来的首次战略评估，其中包括购买更多的绿色债券以及允许通胀超过2%的目标门槛。



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

欧央行行长表示，疫情卷土重来给经济复苏带来风险。10月21日，拉加德（Christine Lagarde）在接受[采访](#)时说，疫情卷土重来为经济前景增添“显著风险”。

意大利央行行长（偏鸽）称需要对称的通胀目标。10月22日，维斯科（Ignazio Visco）接受[采访](#)时称，应设定一个更清晰的通胀目标，目前“低于但接近2%”的目标是模糊且难以理解的。他指出，欧央行正研究美联储的战略，将注意力放在支持就业而不是降低通胀上。

欧央行维持关键政策设定不变。10月29日，欧央行发布[货币政策决定](#)，维持-0.5%的利率水平，并按预期将PEPP维持在1.35万亿欧元的规模。欧央行将根据12月的政策环境，酌情调整政策工具。

欧央行行长称就重新调整政策的必要性达成共识。10月29日，拉加德（Christine Lagarde）表示，目前的关注点是双重的，既要确保信贷的流动，也要确保融资是有利的，以支持经济复苏。欧央行将确保充足的流动性，以应对疫情的冲击。

奥地利央行行长（偏鹰）认为拉加德发出刺激信号是正确的。10月30日，霍尔兹曼（Robert Holzmann）认为拉加德发出更多货币刺激即将到来的信号是正确的。作为较强硬的政策制定者，霍尔兹曼表示，降息没有多大意义，在必要时会制定新的政策工具，以补充现有的债券购买和银行贷款计划（[彭博社](#)）。

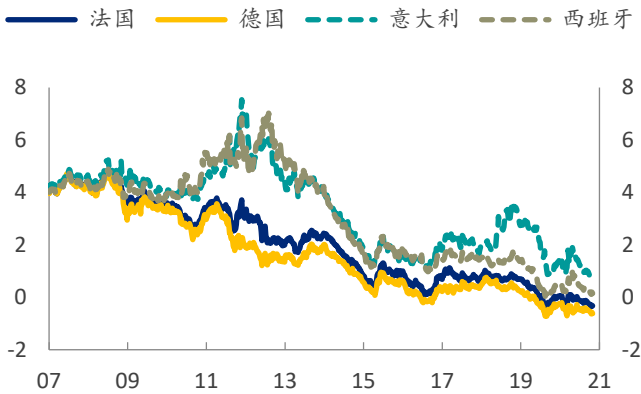
欧央行理事（偏鹰）称欧央行准备在12月为经济提供更多的支持，但需注意刺激措施的副作用。10月30日，默施（Yves Mersch）接受[采访](#)时称，欧央行准备在12月议息会议为经济提供更多支持，但也应评估任何潜在措施的副作用。他还表示，将讨论包括PEPP在内的政策工具的灵活性。

图表 32: 2020 年 10 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		2020 年底前经济不会完全恢复；经济复苏有失去动力的风险	就重新调整政策必要性达成共识	担心取消延期偿债、政府担保和暂缓计划等措施	
雷恩 Olli Rehn	芬兰 央行行长	偏鸽				应容忍过度通胀以促进就业
莱恩 Philip Lane	欧央行首席 经济学家	偏鸽			财政政策在货币政策的传导中发挥着重要作用	应允许通胀超预期
维斯科 Ignazio Visco	意大利 央行行长	偏鸽		不应过早撤回货币政策	不应过早撤回财政支持	需要对称的通胀目标
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行 副行长	偏鸽			财政政策必须是第一道防线	今年通胀率仍将为负；应利用现有工具应对通胀
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行 理事	偏鸽	经济增长到 2022 年底才能恢复到疫情前水平	随时准备调整政策工具		
马克鲁夫 Gabriel Makhlouf	爱尔兰 央行行长	中间派		无需增加货币刺激		
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行 理事	中间派			目前不应担心债务水平上升	
默施 Yves Mersch	欧央行 理事	偏鹰		准备在 12 月为经济提供更多的支持，但需注意刺激措施的副作用		
霍尔兹曼 Robert Holzmann	奥地利 央行行长	偏鹰		在必要时会制定新的政策工具		
诺特 Klaas Knot	荷兰 央行行长	偏鹰		利率可能在低位维持数年	需继续财政支持	
魏德曼 Jens Weidmann	德国 央行行长	偏鹰		不需出台更多刺激措施		

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



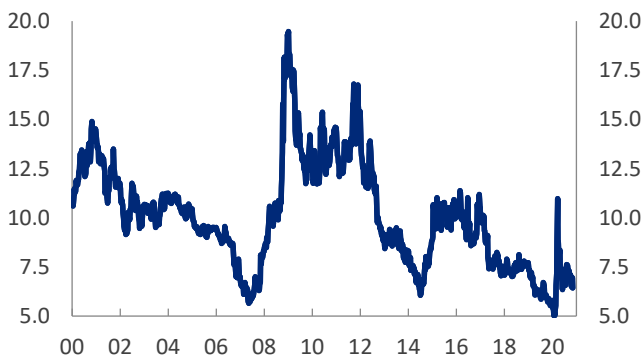
资料来源: Factset, 浦银国际

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：按兵不动，但随时准备扩大宽松



BANK OF JAPAN

- **点评**

日本同样也受到了二次疫情的影响，在此情况下日本央行 10 月底的议息会议虽然按兵不动，但调低了 2020 年的 GDP、核心通胀率预测，与此同时，日本央行理事也表示如果疫情冲击拖累复苏，将会迅速采取行动。

- **展望未来：**

日本央行虽然暂时观望，但如果二次疫情对经济的冲击加剧，可能会扩大宽松。

● 动态追踪

日本央行副行长称有足够的政策工具缓冲疫情的冲击。10月17日，若田部昌澄（Masazumi Wakatabe）接受[采访](#)时称，如果认为有必要加大刺激力度，或者应对日元升值对通胀产生的负面影响，日本央行有大量可以扩充的工具。

日本央行理事强调了经济恢复延迟的风险。10月21日，樱井真都（Makoto Sakurai）在[讲话](#)中称，如果疫情冲击拖延了日本经济复苏，日本央行必须采取“迅速和适当”的行动。他说，如果疫情控制的时间比预期要长，更多的公司可能会被破产，这将增加银行业的不良贷款，并威胁日本的金融体系。

日本央行维持利率不变，下调GDP和通胀预期。10月29日，日本央行发布[货币政策声明](#)，以8票对1票的结果决定维持短期和长期利率不变，符合市场预期。此外，[经济活动和价格展望](#)显示，由于需求复苏乏力，2020年GDP预期略有下调；由于原油价格下跌和政府推出的恢复经济活动，核心通胀率也将有所下调。



BANK OF JAPAN

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 (%)



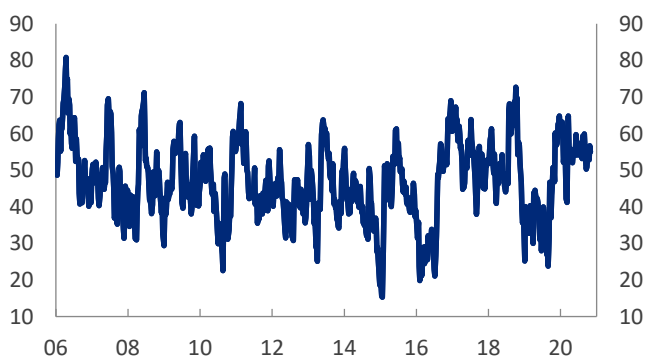
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

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：多数做出宽松调整，但存在分化



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



SNB BNS +

● 点评

全球疫情的二次反弹愈演愈烈，疫情对经济复苏造成负面影响，多数国家都偏向宽松，但具体应对存在分化：

- **英国央行**再次考虑负利率。疫情后，英国央行多次讨论实施负利率的可行性，终于在 10 月份开始结构性接触。英国央行行长贝利（Andrew Bailey）、副行长拉姆斯登（Dave Ramsden）以及货币政策委员仍然表示尚未准备实施负利率，但事实层面英国正在无限接近历史首次将利率转负。
- **加拿大央行**维持 0.25% 利率水平和量化宽松规模，但资产购买转向长期债券。
- **澳洲央行**下调利率至历史新低的 0.1%，并扩大量化宽松政策。
- **新西兰央行**积极考虑负利率以及与负利率配套实施的贷款融资计划，预计更多关于负利率的信息将在 11 月份披露。
- **韩国央行**维持 0.5% 的利率水平。
- **印度央行**维持 4% 的利率水平，将债券购买规模扩大一倍。

● 展望未来：

疫情仍然是当前全球央行最大的关注点。第二轮疫情的影响开始蔓延，叠加疫情在冬季或传播更快的忧虑，多数国家扩大宽松，但具体的应对分化将继续存在。

● 动态追踪

● 英国央行

英国央行货币政策委员认为负利率的效果是积极的。10月5日，哈斯科尔（Jonathan Haskel）接受[采访](#)时称，欧元区的证据表明，实施负利率的情况下，大部分存款并非转给个人储户，而是转给了企业，这实际上增加了贷款和投资。

英国央行行长称将在第二波新冠疫情来临时采取积极的措施。10月9日，贝利（Andrew Bailey）接受[采访](#)时称，如果新冠确诊人数上升影响经济，英国央行将毫不犹豫地干预。他强调，英国央行将与之前一样积极主动地运用货币政策应对疫情。

英国央行正为负利率的操作做准备。10月12日，英国央行发布[声明](#)称，正考虑基于零利率或负利率的操作，并开始进行结构性接触。但这并不意味着英国央行货币政策委员会将采用零利率或负利率。

英国央行行长重申尚未准备好实施负利率。10月13日，在英国央行宣布开始技术性研究负利率后，贝利（Andrew Bailey）接受[采访](#)时表示，尚未准备好实施负利率（SPDBI注，这与他之前的言论相呼应）。

英国央行货币政策委员对负利率表示谨慎支持。10月20日，弗利葛（Gertjan Vlieghe）接受[采访](#)时称，英国经济面临的风险有所增加，英国央行可能需要增加更多刺激措施，并对负利率表示谨慎支持。

英国央行副行长称目前负利率不是合适的选项。10月21日，拉姆斯登（Dave Ramsden）接受[采访](#)时称，负利率可能损害银行的放贷能力，目前不是刺激经济的合适工具。拉姆斯登表示，他的观点并非一成不变，如果银行资产负债表承受的压力减轻，负利率可能会更具吸引力。

英国央行首席经济学家称英国央行研究负利率不代表一定会采用。10月22日，霍尔丹（Andy Haldane）接受[采访](#)时称，英国央行正在研究负利率，但这并不意味着其将被使用，货币政策可以为新冠危机提供更多缓冲，但刺激经济更需要财政政策来完成。他还指出，新冠疫情可能会重塑全球供应链和贸易模式。

● 加拿大央行

加拿大央行维持当前货币政策不变，直到实现通胀目标。10月28日，加拿大央行发布[公告](#)称，将利率维持在0.25%的历史低位不变。此外，加拿大央行将维持量化宽松，但购买的资产将转向更长期的债券。



BANK OF ENGLAND



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



DANMARKS
NATIONALBANK



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



NOREGS BANK

THE BANK OF KOREA

• 澳洲央行

澳洲央行维持货币政策不变，并将进一步考虑放松货币政策以支持就业。10月6日，澳洲央行发布10月[政策声明](#)指出，将维持包括现金利率、3年期国债收益率在内的货币政策不变。随着经济进一步重启，澳洲央行将考虑进一步放松货币政策以支持就业市场的恢复。

澳洲央行行长称，考虑进一步的宽松政策。10月15日，洛伊（Philip Lowe）在[演讲](#)中表示，澳洲央行正考虑采取进一步的宽松措施，比如将利率从0.25%降至0.10%的水平，并扩大购买5至10年期的债券。

澳洲央行助理行长称正考虑进一步宽松。10月20日，肯特（Christopher Kent）在[演讲](#)中证实澳洲央行正考虑采取进一步宽松的政策，其中包括降低利率，以及购买长期债券。他表示，债券购买将定期进行，而不是以收益率为目标。

澳洲央行副行长称三季度GDP可能出现正增长。10月27日，德贝尔（Guy Debelle）接受[采访](#)时称，澳洲此前实施的严格封锁措施对经济造成的拖累比预期要小，因此，澳洲GDP在连续两个季度萎缩后，有望在第三季度转为正增长。

澳洲央行采取进一步宽松政策。11月3日，澳洲央行发布[货币政策决定](#)，下调基准利率由0.25%至0.1%，创历史新低；将3年期国债收益率目标下调15个基点至0.1%；下调外汇结算余额利率至0。此外，澳洲央行将实施为期6个月的1000亿澳元的新一轮QE。

• 新西兰央行

新西兰央行助理行长称正积极考虑负利率。10月14日，霍克斯比（Christian Hawkesby）接受[采访](#)时驳斥了用负利率对汇率施加下行压力的说法并称，正考虑负利率以及贷款融资计划，更多关于负利率的信息将在11月的政策声明中公布。他指出，瑞典央行是可以效仿的对象，因为其曾利用负利率提振通胀，并在随后退出了负利率政策。

• 韩国央行

韩国央行维持利率不变，预计将维持当前利率直到2021年。10月14日，韩国央行发布[声明](#)，韩国央行保持0.5%的利率水平，符合市场预期。声明指出，韩国经济复苏缓慢，不确定因素依然存在，通胀依然疲软，不过出口出现积极的一面，实现了7个月来的首次增长。

• 印度央行

印度央行维持利率不变，提高流动性。10月9日，印度央行宣布维持4%基准回购利率不变，符合预期；反向回购利率维持3.35%不变。此外，印度银行维持宽松政策，将债券购买规模扩大一倍（[彭博社](#)）。



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 +

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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

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