



各国央行 QE 缩减面面观

——SPDBI 全球央行观察

- 美联储：**4 月 FOMC 会议维持货币政策不变，但 7 在缩减 QE 方面，美联储鹰鸽双方的分歧明显。偏鸽一方认为不急于讨论缩减 QE，但偏鹰一方则认为缩减 QE “宜早不宜迟”。在 4 月的非农数据出炉后，美联储决策所面临的局势是：就业弱（促使货币延续宽松）+通胀强（促使货币收紧）的两难格局。我们认为，美联储很可能对通胀继续保持高包容度，并在今年 9 月 FOMC 会议上根据 5-8 月就业与通胀数据为政策决定的基础，宣布 QE 缩减的时间表。
- 中国人民银行：**今年一季度的货币政策执行报告，口径整体上明显边际收紧。“促经济”、“稳汇率”、“防风险”这三个央行货币政策函数的重要变量的重要性在不同阶段都会有所不同，整体来看，一季度的货币政策执行报告央行货币政策函数的侧重点已然发生转移。一季度央行的侧重点更偏重强调“防风险”，这其实也隐含意味着央行通过宽松流动性来促进经济增长的重要性实际上在下降，这也佐证了我们在 [《不一样的周期》](#) 中对于“紧货币+紧信用”的流动性拐点浮现的判断。
- 欧洲央行：**3 月议息会议纪要和 4 月议息会议声明都显示，欧央行鹰鸽双方对于 2Q21 加快 PEPP 购债速度达成了广泛的共识。路透社援引消息人士的话说，欧央行鹰鸽双方的共识是，6 月前不讨论政策前景并将讨论保留至最新经济预测发布时。但偏鹰代表仍表达了希望 3Q21 起缩减 QE 的意见。面对回升并不急剧的通胀和不算高的疫苗接种比例，欧元区仍需财政和货币的支持。我们认为，今年 6 月欧央行议息会议后，欧央行方才会开展对缩减 QE 的讨论
- 日本央行：**低疫苗接种率，限制了经济复苏，对通胀的回升也造成拖累。此外，近期手机资费下调也对通胀回升带来阻力。再加上日本央行历来持续宽松，因此 QE 缩减的讨论显得遥遥无期。

2021 年 5 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

2021 年 5 月 14 日

相关报告：

[《SPDBI 全球央行观察 \(2021 年 4 月刊\):全球名义利率中枢上移,各国央行何以应对?》](#) (2021-04-14)

[《不一样的周期? ——股市周期分析框架系列报告 \(二\)》](#) (2021-04-09)

[《美联储谨慎而乐观的非对称调整》](#) (2021-03-19)

[《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》](#) (2020-08-28)

目录

全球总览：各国对缩减 QE 反应不一	3
总结	4
美联储：缩减 QE 成为市场焦点，预计于今年 9 月宣布时间表	6
点评	6
动态追踪	8
中国人民银行：流动性拐点进一步佐证	13
点评	13
动态追踪	15
欧洲央行：下半年方才开启讨论 QE 缩减	20
点评	20
动态追踪	21
日本央行：缩减 QE 遥遥无期	26
点评	26
动态追踪	27
其他央行：缩减宽松，步伐不一	29
点评	29
动态追踪	30

各国央行 QE 缩减面面观

——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：各国对缩减 QE 反应不一

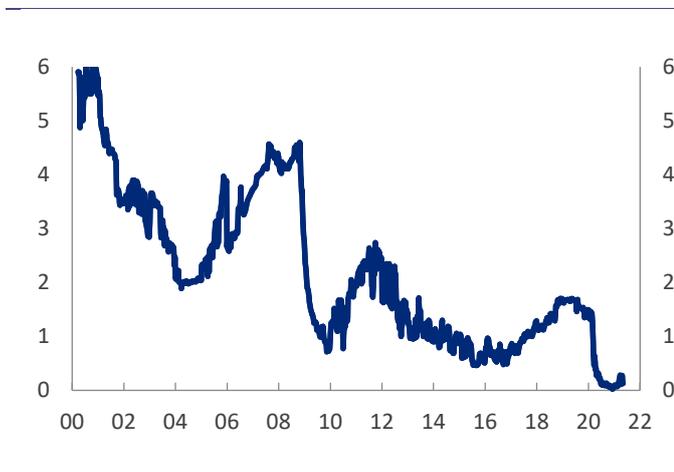
2021 年 4 月：

- **1 家央行降息，6 家央行加息：**初步统计，4 月全球仅刚果央行进行降息（3 月无央行降息）；有 6 家（白俄罗斯、乌克兰、俄罗斯、吉尔吉斯斯坦、格鲁吉亚和塔吉克斯坦）央行进行加息（3 月有 5 家央行加息）。
- **4 月全球资本市场分化：**全球股市出现不同程度回暖，MSCI 发达国家指数 4 月上涨 4.5%，MSCI 新兴市场指数 4 月上涨 2.4%；4 月，欧元区、英国国债收益率继续小幅上升，美债小幅回落，日债收益率持平；在岸与离岸美元的流动性回暖，海外央行美元互换需求下降约 18.07 亿美元。
- **4 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 5 月 4 日，美联储资产负债表总规模较 3 月略有上涨，达 7.81 万亿美元。

● 总结

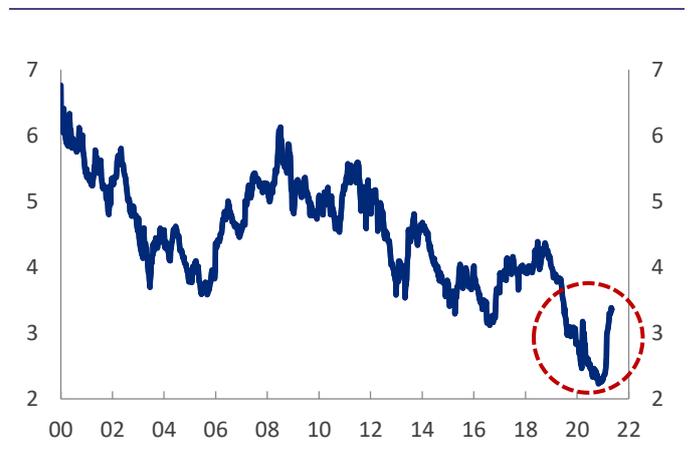
4 月整体来看，伴随着全球经济进一步回暖，名义利率的不断上行，市场的关注点都一致投向了 QE 缩减的时点，发达国家中，加拿大率先在 4 月开展缩减 QE。美联储内部鸽鹰对于缩减 QE 仍存明显分歧，我们预计美联储或将于 9 月宣布缩减 QE 的时间表。中国央行则走在更前面，一季度的货币政策会议口径进一步收紧，进一步向着货币政策中性化迈进。欧央行则要到下半年方才开始讨论缩减 QE 的问题。缩减 QE 对于日本央行则显得遥遥无期。

图表 1: 全球 3 月期利率中位数 (%)



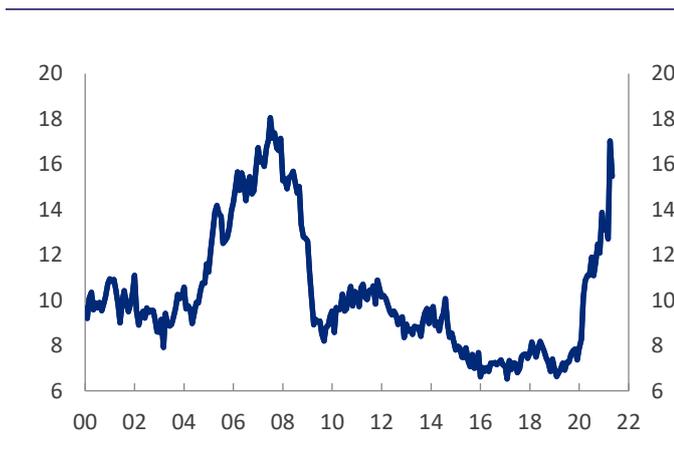
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 2: 全球 10 年期国债收益率中位数 (%)



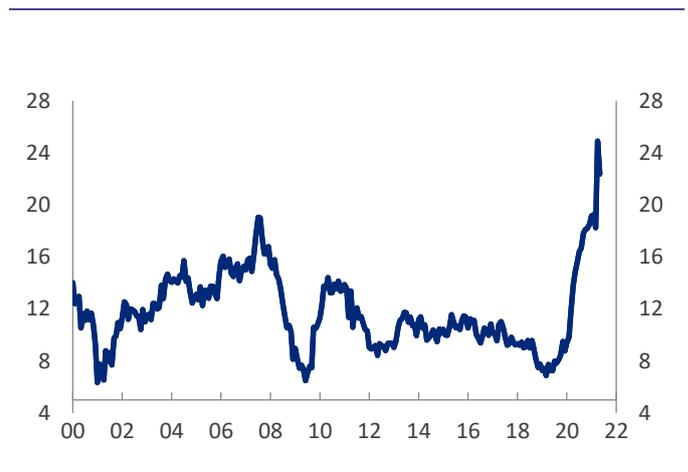
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 3: 全球各国 M2 增速中位数 (%)



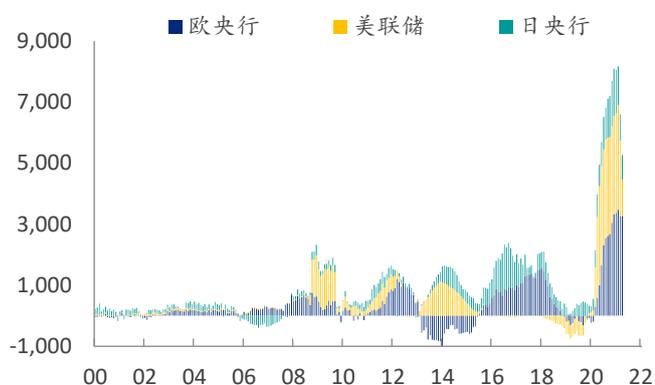
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数 (%)



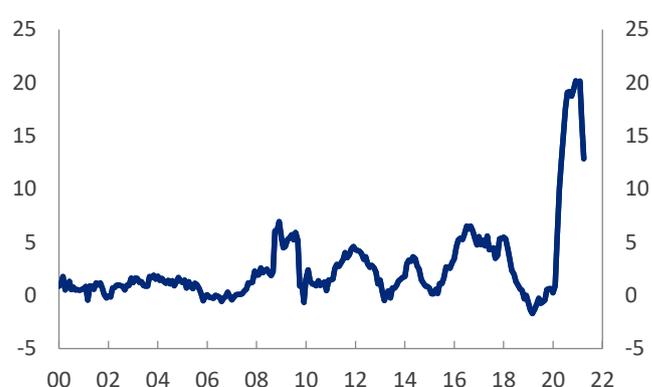
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



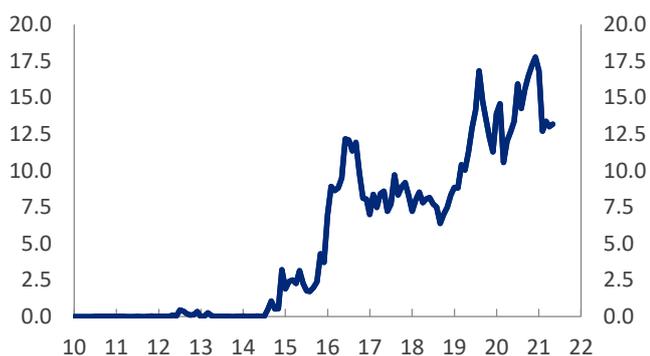
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 6: 美欧日央行总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：缩减 QE 成为市场焦点，预计于今年 9 月宣布时间表



● 点评

4 月，美债长端利率小幅回落，10 年期美债收益率从 3 月末的 1.74% 回落 12.0bps 至 5 月 11 日的 1.62%。截至 5 月 11 日，高收益债收益率小幅回落至 4.79% 的水平，投资级回落至 2.23% 的水平。美元指数继续回落，5 月 11 日降至 90.14 的水平。

4 月 28 日，美联储召开了 4 月 FOMC 会议，决定维持货币政策不变，直至就业和通胀目标方面取得重大进展。会议声明显示，与会者认为受疫情冲击最大的劳动力市场已有所改善，但近期的通胀上升仅反映了短期因素。

鹰鸽双方在经济增长方面并无异议，不论是偏鸽的圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard），还是偏鹰的克利夫兰联储主席梅斯特（Loretta Mester），都预计今年美国经济增长区间在 6% 以上。但是，在缩减 QE 方面，鹰鸽双方的分歧明显。偏鸽一方，旧金山联储主席戴利（Mary Daly）和芝加哥联储主席埃文斯（Charles Evans）都认为不急于讨论缩减 QE。但是，偏鹰的达拉斯联储主席卡普兰（Robert Kaplan）则认为缩减 QE “宜早不宜迟”。

在 4 月的非农数据出炉后，美联储决策所面临的局势是：就业弱（促使货币延续宽松）+ 通胀强（促使货币收紧）的两难格局。考虑到：

- 根据 2020 年货币政策新框架（具体请参看 [《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》](#)），相比于通胀，美联储更关注就业；
- 通胀或因结构性因素而导致短暂超预期强劲；
- 美联储并非短期数据驱动，其需要更多的通胀数据才会做出滞后应对。

在此两难的大背景下，我们认为美联储很可能对通胀继续保持高包容度，其很可能需要等待至少 2 个月的良好就业数据方才有底气向市场宣布缩减 QE 事宜。接下来的 FOMC 会议分别在 6 月、7 月、9 月。就宣布缩减 QE 的时间点来说：

- 6 月的 FOMC 会议，仅额外增加 5 月的就业与通胀数据，显得过于匆忙（概率最低）；

- 7月的FOMC会议，有5、6月的就业与通胀数据，但可能**略显匆忙**（中等概率）；
- 9月FOMC会议，有5-8月的就业与通胀数据，FOMC更有可能获得较好的就业数据，并以此作为缩减QE的基础，因此**更有可能是在9月的会议上才宣布QE缩减的时间表**（概率最高）。

- **展望未来：**

美联储很有可能在9月FOMC会议上宣布QE缩减的时间表，并于2020年年末至2021年年初正式开启QE缩减。根据2013年历史经验来看，美联储正式开始缩减QE通常靴子落地，美债收益率见顶回落，伴随着美国经济的不断走强，叠加相对较强的通胀压力，预计美债长端收益率在年内仍有上行压力。

● 动态追踪

美联储理事（有投票权，偏鸽）称，经济前景明显好转，但仍需数据支撑。4月7日，布雷纳德（Lael Brainard）在[采访](#)中称，由于疫苗接种和财政刺激，经济前景已明显好转，但仍远未达到目标。她表示，美联储必须看到经济数据改善，而不是根据预测采取行动。

芝加哥联储主席（有投票权，偏鸽）称，就业目标将比通胀目标更快实现。4月7日，埃文斯（Charles Evans）在[演讲](#)中称，美联储的就业目标不久就会实现，但实现通胀目标将更加困难。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）称，资产负债表规模远未达到任何限制。4月8日，戴利（Mary Daly）在[采访](#)中称，宽松的货币政策将有助于限制疫情对经济的负面影响，美联储的资产负债表“远未”触及任何上限。

美联储主席（有投票权）承诺，限制过度通胀。4月8日，鲍威尔（Jerome Powell）在[致信](#)中称，随着经济复苏和部分行业供需不均，经济将暂时出现高通胀，但美联储致力于限制过度通胀。他补充称，既不寻求大幅超过2%的通胀率，也不寻求长期超过2%的通胀率。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）驳斥了关于“扭曲操作”的言论。4月9日，克拉里达（Richard Clarida）在[采访](#)中称，每月的购债计划试图反映财政部发行的不同类型债券，当后者变化时美联储也需进行调整。他表示，这并不是通过“扭曲操作”来影响特定的利率。

美联储主席（有投票权）称，全球接种疫苗形势不均衡将是经济复苏的风险。4月9日，鲍威尔（Jerome Powell）在[演讲](#)中称，美国经济的复苏仍然不平衡且不完整，而全球接种疫苗形势不均衡将成为经济复苏进程中的风险。

达拉斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，不希望美联储在缩减QE方面“迟到”。4月9日，卡普兰（Robert Kaplan）在[采访](#)中称，担心金融市场的风险和潜在的过度通胀，他将推动尽快缩减货币政策支持。他还表示，在缩减QE方面，既不想先发制人，也不想太过被动。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽）预计，2021年美国经济增长6.5%。4月13日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，大规模疫苗接种有助于促进经济增长，并预计2021年经济增速将约为6.5%。

费城联储主席（无投票权，偏鹰）称，货币政策将保持稳定。4月14日，哈克尔（Patrick Harker）在[采访](#)中称，疫苗和财政刺激推动下，预计今年美国经济将增长5-6%，但美联储尚未考虑收回政策支持。



美联储副主席（有投票权，偏鸽）称，如果通胀预期持续上升，美联储需做出回应。4月15日，克拉里达（Richard Clarida）在[采访](#)中称，美联储的目标是将通胀预期维持在2%，如果通胀预期持续上升，美联储将做出回应。

美联储主席（有投票权）称，缩减QE在加息之前是货币政策变化的顺序。4月15日，鲍威尔（Jerome Powell）在[采访](#)中澄清了货币政策变化的顺序，即在加息之前将减少每月的购债规模。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）称，美联储有应对高通胀的工具。4月15日，威廉姆斯（John Williams）在[采访](#)中称，随着经济复苏，短期内通胀会出现波动，但整体物价会保持温和上涨。他补充称，美联储有应对高通胀的工具，通胀率将保持在2%的目标水平。

克利夫兰联储主席（无投票权，偏鹰）称，美国经济远未达到就业和通胀目标，但经济前景正在好转。4月16日，梅斯特（Loretta Mester）在[采访](#)中称，美国经济距离实现就业和通胀目标还很遥远，但下半年经济可能出现强劲增长。她预计，2021年美国经济增长率将超6%，失业率也将降至4.5%以下。

美联储：维持货币政策不变。4月28日，[4月FOMC会议](#)决定，维持政策利率和QE规模不变，直至就业和通胀目标方面取得重大进展。声明称，近期的通胀上升主要反映了短期因素。声明还表示，受疫情冲击最大的劳动力市场已有所改善。

美联储主席（有投票权）称，目前还不是讨论缩减QE的时候。4月28日，鲍威尔（Jerome Powell）在[采访](#)中称，经济取得实质性进展仍需时日，就业的复苏仍不均衡且不充分，现在还不是讨论缩减QE的时候。他淡化了通胀前景，重申通胀上升是暂时的，并表示美联储认为通胀预期不会达到2%。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）称，现在讨论缩减QE为时尚早。5月5日，戴利（Mary Daly）在[采访](#)中称，美国经济距离实现充分就业和通胀目标还有很长的路要走，现在还不是讨论缩减QE的时候。

波士顿联储主席（无投票权，中间派）称，通胀将接近2%。5月5日，罗森格伦（Eric Rosengren）在[采访](#)中称，尽管目前通胀数据起伏不定，但预计通胀率将保持在接近2%的预期范围内。

达拉斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，通胀前景尚无定论。5月5日，卡普兰（Robert Kaplan）在[采访](#)中预计称，通胀在未来几个月将继续上升，并在年底稳定在2.25%的水平。他补充说，通胀急升的趋势会持续多久，尚无定论。

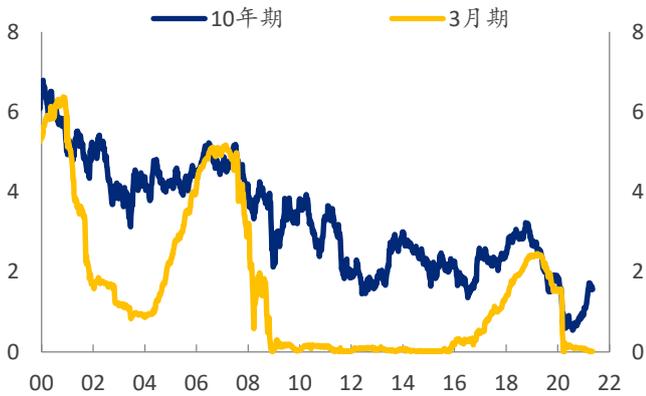
芝加哥联储主席（有投票权，偏鸽）称不应急于谈论缩减 QE。5月6日，埃文斯（Charles Evans）在[采访](#)中称，美联储应在一段时间内保持宽松政策，以便将通胀推至更健康的水平。他认为，美联储应耐心等待通胀率保持在 2.5-3% 的水平。

图表 9: 2021 年 4 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		全球接种疫苗形势不均将是经济复苏风险	缩减 QE 在加息之前是货币政策变化的顺序；讨论缩减 QE 为时尚早		承诺限制过度通胀
布雷纳德 Lael Brainard	美联储理事	有	偏鸽	经济前景明显好转，但仍需数据支撑			
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席	无	偏鸽	预计今年美国经济增长 6.5%			
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席	有	偏鸽		资产负债表规模远未达到任何限制；现在讨论缩减 QE 为时尚早		
克拉里达 Richard Clarida	美联储副主席	有	偏鸽				如果通胀预期持续上升，美联储需做出回应
威廉姆斯 John Williams	纽约联储主席	有	偏鸽				美联储有应对高通胀的工具
埃文斯 Charles Evans	芝加哥联储主席	有	偏鸽		不应急于谈论缩减 QE		就业目标将比通胀目标更快实现
罗森格伦 Eric Rosengren	波士顿联储主席	无	中间派				通胀将接近 2%
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席	无	偏鹰	预计今年美国经济增长 5-6%	货币政策将保持稳定		
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰联储主席	无	偏鹰	预计今年美国经济增长将超 6%			
卡普兰 Robert Kaplan	达拉斯联储主席	无	偏鹰		将推动尽快缩减货币政策		通胀前景尚无定论

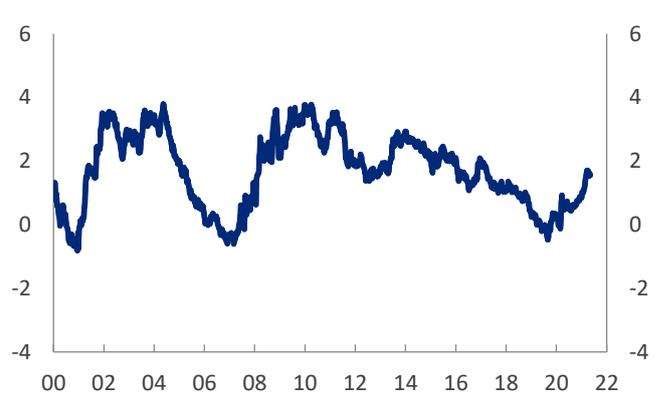
资料来源：浦银国际

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)



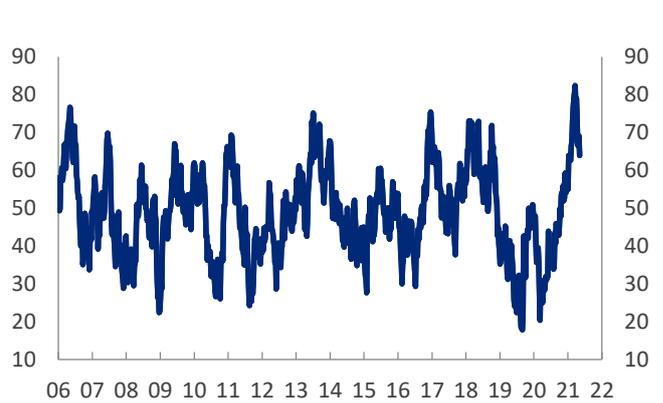
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 12: 10年期美债投机性净多头



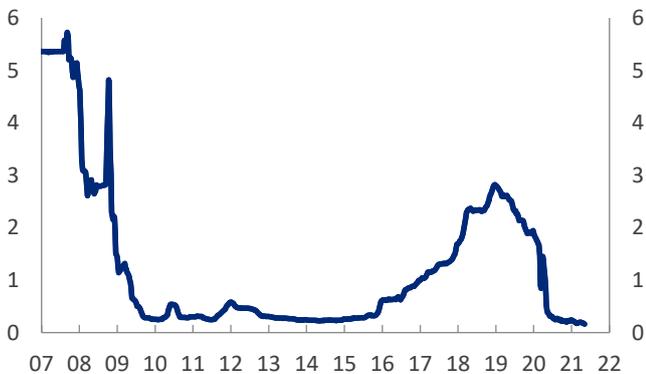
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 13: 10年期美债收益率 14天 RSI



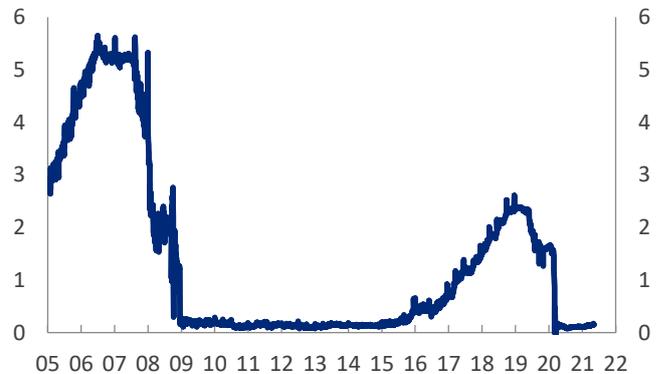
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 14: 美元 3 月期 LIBOR (%)



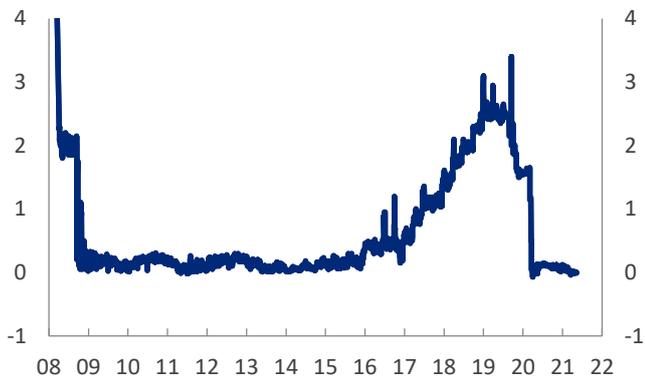
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 15: 3 月期美债隐含收益率 (%)



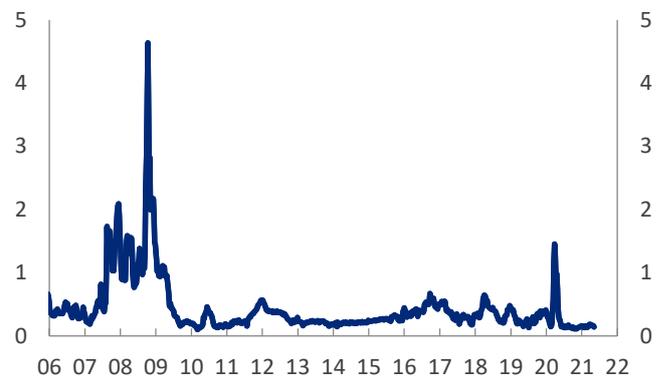
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

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

● 点评

截至 5 月 11 日，短端利率（3 月期国债）自 3 月末的 2.41% 回落 24.2bps 至 2.17%，长端利率（10 年期国债）由 3.21% 回落 6.0bps 至 3.15%。中国央行 4 月仅续作 1,500 亿元中期借贷便利操作（MLF），当月 MLF 到期 1,000 亿元，净投放 500 亿元；通过公开市场逆回购，央行 4 月净投放资金 100 亿元。

通过对比 2021 年一季度与去年四季度的货币政策执行报告，我们认为新的政策动向进一步佐证了我们此前的判断。在此情况下不可对流动性过度乐观，需要维持审慎的观点。

图表 20: 2020 年四季度与 2021 年一季度央行货币政策执行报告对比

	2020 年四季度	2021 年一季度
总定性	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， <u>坚持稳字当头，不急转弯</u> ，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， <u>把服务实体放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间</u> ，处理好恢复经济和防范风险的关系。
关于流动性、货币供应量	保持流动性合理充裕， <u>保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。</u>	保持流动性合理充裕， <u>保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。</u>
流动性与经济	<u>把好货币供应总闸门，将经济保持在潜在产出附近。</u>	<u>完善货币供应调控机制，管好货币总闸门。</u>
社会融资成本	<u>巩固贷款实际利率下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降。</u>	继续释放改革促进降低贷款利率的潜力， <u>推动实际贷款利率进一步降低。</u>

资料来源：中国人民银行，浦银国际

- **货币政策定性的变化。**两个货币政策执行报告都强调“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，但是今年一季度的货币政策执行报告更多强调“珍惜正常的货币政策空间”，并删去了货币政策“不急转弯”的表述；
- **流动性对经济支撑的作用进一步淡化。**去年四季度货币政策执行报告仍强调“经济保持在潜在产出附近”，但今年一季度的报告则删除此字样；
- **“紧货币”趋势明显。**在政策工具的使用方面，今年一季度的货币政策执行报告去掉了“灵活调整政策力度、节奏和重点”的表述，对于流动性的措辞也趋紧，要“管好”货币总闸门；
- **推动社会融资成本下降的重要性减弱。**今年一季度的货币政策执行报告维持了引导贷款利率下行的表述，但不再强调降低企业综合融资成本。

一季度的货币政策执行报告口径整体上明显边际收紧。在不同阶段，“促经济”、“稳汇率”、“防风险”，这三个央行货币政策函数的三个重要变量的重要性都会有所不同，整体来看，一季度的货币政策执行报告央行货币政策函数的侧重点已然发生转移。一季度央行的侧重点更偏重强调“防风险”，这其实也隐含意味着央行通过宽松流动性来促进经济增长的重要性实际上在下降，这也佐证了我们在[《不一样的周期》](#)中对于“紧货币+紧信用”的流动性拐点浮现的判断。

• 展望未来：

今年一季度，不论是货币政策委员会例会，还是货币政策执行报告，都一再传递**货币政策正常化**的清晰信号，流动性的转向已见端倪。我们再次重申[年度策略报告](#)以及[《不一样的周期》](#)的判断，**2021年的基本面很可能出现先上后下**，随着流动性的边际收紧，经济周期见顶的概率在不断增大，对于**风险资产尤其需要保持谨慎**。

● 动态追踪



中国央行召开金融稳定工作会议。4月1日，中国央行发布[会议公告](#)称，目前的金融风险整体收敛、总体可控，但仍需警惕外部潜在风险；下一阶段，要提升金融风险防控的前瞻性、全局性和主动性，持续提高对抗风险挑战的能力，守住不发生系统性金融风险的底线。

中国央行发布《金融控股公司董事、监事、高级管理人员任职备案管理暂行规定》。4月2日，中国央行发布[规定](#)，将对金融控股公司的董事、监事和高级管理人员进行备案和监督管理，加强事中、事后监管，强化责任追究力度。

中国央行将出台银行业附加资本要求。4月2日，中国央行等监管机构起草[《系统重要性银行附加监管规定（试行）（征求意见稿）》](#)，将建立附加资本、附加杠杆率、流动性和大额风险暴露要求。文件明确，将对系统重要性银行分组施加0.25-1.5%的附加资本要求，以及具体的恢复计划与处置计划。

中国央行行长称，支持增发特别提款权方案。4月8日，易纲在[演讲](#)中称，赞成IMF关于普遍增发6,500亿美元等值特别提款权的方案，支持富余国家将特别提款权转借给有需要的低收入国家。

中国央行发布金融支持海南文件。4月9日，中国央行等机构发布[《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》](#)，支持海南银行业和基金发展，支持海南企业首发上市、债券融资，扩大海南银行业、保险业对外开放，允许合格中资商业银行开展离岸银行业务。

中国央行副行长称，从监管角度再次约谈蚂蚁集团。4月12日，潘功胜在[采访](#)中称，将从“金融为本、科技赋能”、坚持金融活动全部纳入金融监管、坚持发展和规范并重的方面，加强平台企业金融监管。

中国央行行长称，发挥绿色金融“加速器”作用。4月15日，易纲在[演讲](#)中称，为实现中国“2030年前碳达峰、2060年前碳中和”的战略目标，已开始建立绿色金融政策体系，充分发挥碳市场的定价作用和金融属性，并计划推出碳减排支持工具。

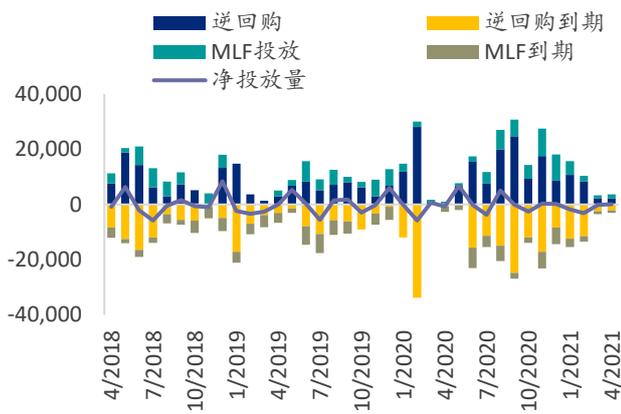
中国央行行长称，完善绿色金融标准体系。4月20日，易纲在[演讲](#)中称，将扩大资本市场双向开放，增强中国绿色金融市场对国际投资者的吸引力，落实绿色投资原则，多渠道加强绿色发展能力建设。

中国央行发布 2020 年四季度金融机构评级结果。4 月 23 日，中国央行发布[文件](#)称，评级结果总体稳定，大部分机构评级结果在安全边界内，高风险机构数量显著下降。其中，大型银行评级结果最好，农合机构风险较高。

中国央行约谈 13 家从事金融业务的互联网平台企业。4 月 29 日，中国央行发布[声明](#)称，就无牌或超许可范围从事金融业务等严重违规问题约谈 13 家从事金融业务的互联网平台企业，并提出整改要求。

中国央行发布 2021 年一季度货币政策执行报告。5 月 11 日，中国央行发布[公告](#)称，保持流动性合理充裕，发挥好结构性货币政策工具牵引带动作用，持续释放贷款市场报价利率改革红利。

图表 21: 中国央行公开市场操作与到期 (亿元)



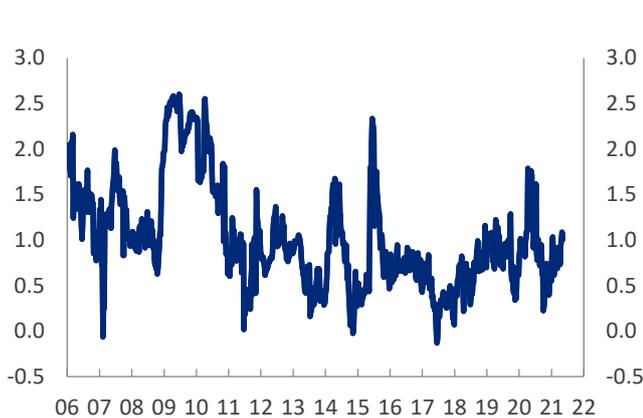
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 22: 中国国债收益率 (%)



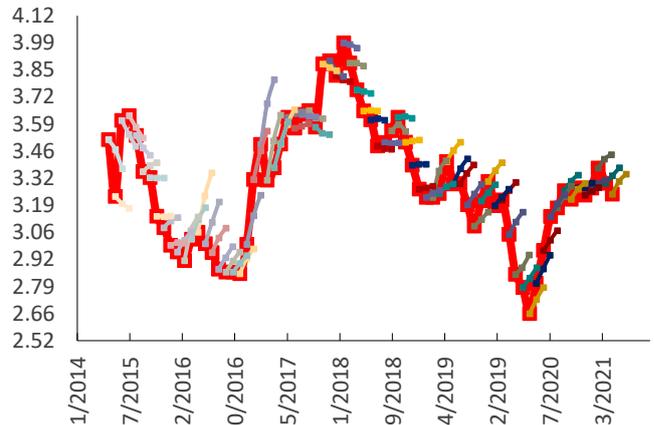
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 23: 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 24: 中国 10 年期国债远期 (%)



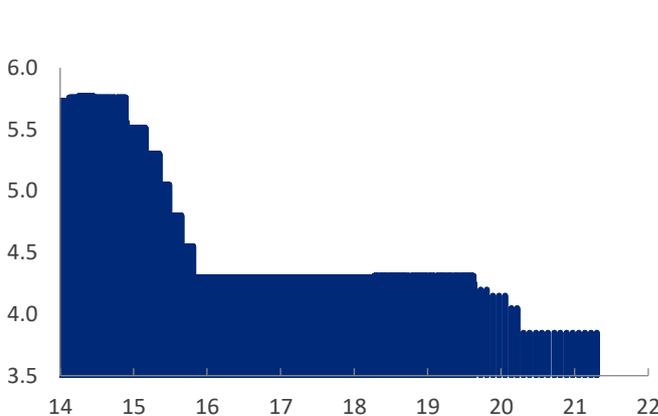
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 25: AAA 级同业存单到期收益率 (%)



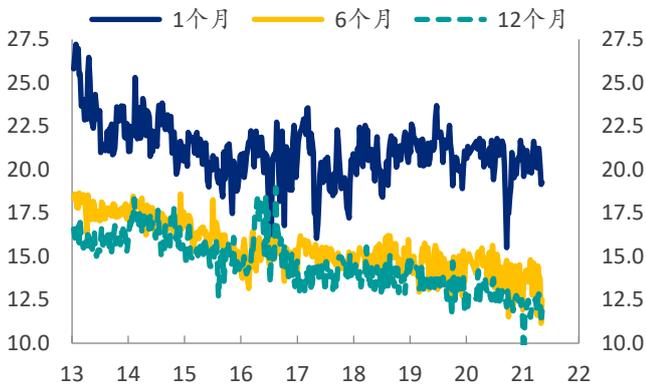
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 26: 1 年期 LPR 利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 27: 温州民间融资综合利率 (%)



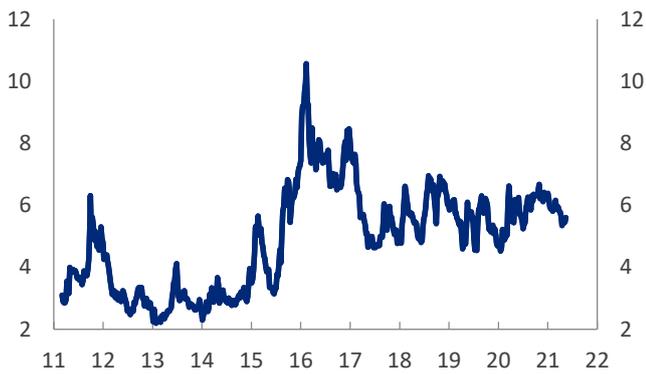
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 28: 中美国债利差



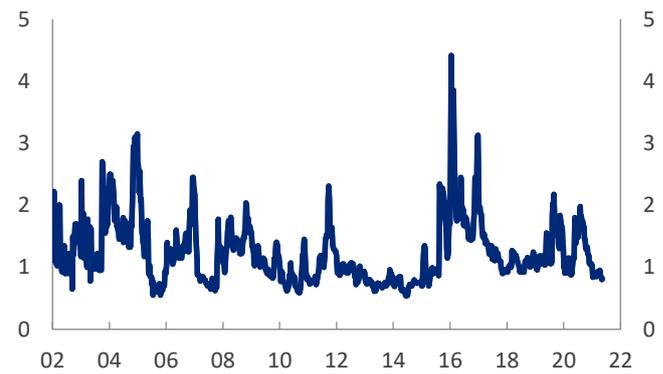
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 29: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



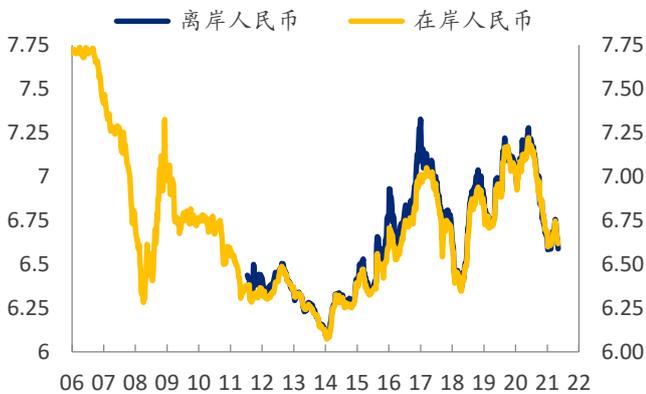
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 30: 1 年期港币隐含波动率 (%)



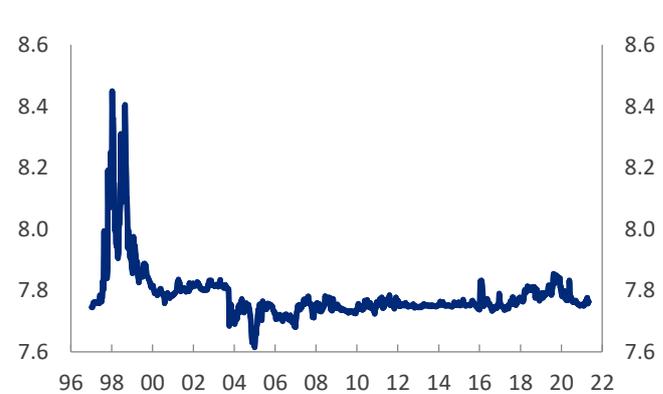
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 31: 人民币一年期远期汇率



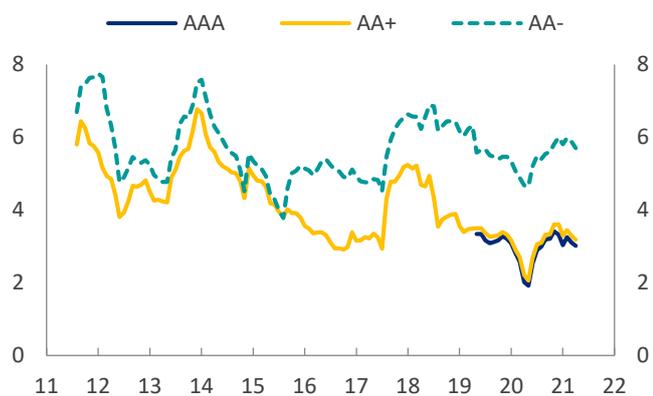
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 32: 港币一年期远期汇率



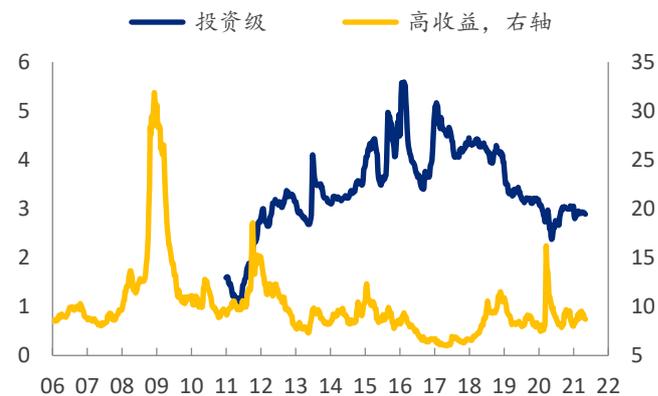
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 33: 中国 1 年期公司债收益率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 34: 中资美元债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

欧洲央行：下半年方才开启讨论 QE 缩减

• 点评

4月，德国短端利率(3月期国债)微升 1.7bps 至 5月11日的-0.62%，长端德债(10年期)上升 13.1bps 至 5月11日的-0.17%，收益率曲线从 3月末的 0.34% 上升至 5月11日的 0.46%。截至 5月11日，欧元区 AAA 投资级债收益率由 3月末的 0.04% 上升至 0.11% 水平，欧元区高收益债券(CCC 及以下)收益率由 3月末的 7.47% 降至 7.11%。

3月议息会议纪要和 4月议息会议声明都显示，**欧央行鹰鸽双方对于 2Q21 加快 PEPP 购债速度达成了广泛的共识**。这给予了 PEPP 极大的灵活性，按照欧央行理事施纳贝尔(Isabel Schnabel, 中间派)的话说，**购债步伐将跟随市场情况灵活调整**。

4月，欧元区通胀反弹至 1.6% 的水平。对于通胀的回升，包括施纳贝尔(Isabel Schnabel, 中间派)和首席经济学家莱恩(Philip Lane, 偏鸽)在内的欧央行官员都选择淡化对通胀的担忧。法国央行行长德加洛(Francois Villeroy de Galhau, 偏鸽)甚至表示，欧央行可能允许通胀率高于 2%。由此可见，**目前的通胀波动不足以让欧央行着手准备缩减 QE**。

此外，路透社援引消息人士的话说，**欧央行鹰鸽双方的共识是，6月前不讨论政策前景，并将讨论保留至最新经济预测发布之时**。但是，偏鹰派代表的奥地利央行行长霍尔兹曼(Robert Holzmann)仍表达了希望 3Q21 起缩减购债规模的意见。

• 展望未来：

面对回升并不急剧的通胀和不算高的疫苗接种比例(截至 5月11日，29.1%)，欧元区经济仍需财政和货币的支持。欧盟刚达成的 7,500 亿欧元欧盟复苏基金(“下一代欧盟”，Next Generation EU)仍在开始阶段，其对经济复苏的影响仍需时日。因此，**6月议息会议更新的经济预测数据，才足以让欧央行鹰鸽双方对缩减 QE 展开有效的讨论**。

● 动态追踪

比利时央行行长（偏鸽）称复苏条件已具备，但仍需延长刺激措施。4月6日，温施（Pierre Wunsch）在[采访](#)中称，欧元区经济在疫情后将呈现健康反弹，但市场需做好准备迎接货币政策退出。但他强调，如果欧元区的封锁持续时间更久，那么货币政策会被延长。

芬兰央行行长（偏鸽）称，应保持宽松直至疫情结束。4月7日，雷恩（Olli Rehn）在[采访](#)中称，欧央行需维持超宽松货币政策，直到新冠疫情所造成的公共卫生和经济危机结束。

欧央行首席经济学家（偏鸽）淡化了对通胀的担忧。4月7日，莱恩（Philip Lane）在[采访](#)中称，对疫情期间通胀的大幅波动并不意外。他强调，去年至今通胀率有升有降，但货币政策不应受短期因素影响。

欧央行内部在加快购债方面达成共识。4月8日，欧央行发布[3月会议纪要](#)显示，欧央行官员在加快 PEPP 购债速度方面达成共识，并一致认为仍需采取措施保持有利的融资条件。与会者认为，无风险利率和债券收益率的上升，反映出美债收益率上升的溢出效应、商品价格上涨以及全球经济前景改善。

荷兰央行行长（偏鹰）称，不希望借贷成本过早上升。4月8日，克诺特（Klaas Knot）在[采访](#)中称，不希望看到欧债收益率过早上升，欧央行在必要时可进行干预。他补充说，如果其他地区收益率上升影响欧元区，欧央行在 PEPP 下加速购债是合适的。

奥地利央行行长（偏鹰）称，希望 3Q21 开始缩减购债。4月8日，霍尔兹曼（Robert Holzmann）在[采访](#)中称，欧央行将在 6 月对 PEPP 购债步伐做出决定，他希望欧央行在 3Q21 起缩减 PEPP 的购债规模。

欧央行理事（中间派）淡化通胀风险。4月9日，施纳贝尔（Isabel Schnabe）在[采访](#)中表示，虽然通胀正在上升，但仍远低于 2% 的通胀目标。她强调，通胀可持续地维持在 2% 的水平才意味着经济和总需求的增长，目前的情况则不是。

法国央行行长（偏鸽）称，欧央行可能允许通胀率高于 2%。4月13日，德加洛（Francois Villeroy de Galhau）在[采访](#)中称，欧央行可能简化通胀目标，甚至允许通胀率在一段时间内高于 2%。他驳斥了对欧元区通胀的担忧，并强调推动通胀回升的因素是暂时的。

欧央行行长称，欧元区需要货币和财政双重支持才能实现经济复苏。4月14日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中强调经济面临不确定性，并表示欧元区经济仍依靠货币和财政政策“两根拐杖”。

欧央行副行长（偏鸽）警告称，不要过早撤回货币政策。4月14日，德金多斯（Luis de Guindos）在[演讲](#)中强调，过早撤回货币政策的风险大于维持货币政策的风险。他表示，如希望欧元区经济及时复苏，则需避免过早撤回货币政策；此外，欧盟复苏基金也应尽快执行。

欧央行维持货币政策不变，符合市场预期。4月22日，欧央行发布[货币政策声明](#)，维持政策利率不变，重申超宽松的货币政策立场，并表示将维持利率在当前或更低水平，直至通胀前景稳定地向2%水平靠拢。声明重申，将在2Q21加快PEPP的购债速度；在能够维持有利融资条件时，没必要用尽PEPP额度，但如有必要也将会增加额度。

路透社：欧央行偏鹰派同意6月前不讨论政策前景。4月22日，[路透社](#)援引消息人士的话称，欧央行官员在4月议息会议上并未讨论6月后PEPP的政策走向，即使是偏鹰派，例如荷兰央行行长克诺特（Klaas Knot），也没有再次呼吁控制购债。消息人士表示，在此次会议召开前，鹰鸽双方已达成共识，6月前不讨论政策前景，并将讨论保留至最新经济预测发布之时。

欧央行行长淡化缩减PEPP的必要性。4月22日，拉加德（Christine Lagarde）在4月议息会议后的[采访](#)中，淡化了逐步缩减PEPP规模的必要性，并表示该讨论为时过早，欧元区经济回归可持续发展道路还有很长的路要走。

彭博社：欧央行6月议息会议将不得不面对PEPP购债速度的难题。4月23日，[彭博社](#)援引消息人士的话称，欧央行官员预计6月议息会议将就是否放缓PEPP购债速度展开艰难讨论。消息人士称，一方认为，应在3Q21起放缓购债速度，并将额度控制在1.85万亿欧元。另一方则倾向更为谨慎的措施，给予欧央行在购债速度和规模上的自由度，以应对未来可能的经济疲软。

西班牙央行行长（偏鸽）称，需让实际利率下降直至中期通胀复苏。4月23日，德科斯（Pablo Hernández de Cos）在[采访](#)中称，在中期通胀预期明显改善之前，欧央行需要降低实际利率，以维持其支持经济复苏的货币刺激措施。

欧央行理事（偏鸽）称，应保持货币政策直至经济产出缺口消失。4月26日，帕内塔（Fabio Panetta）在[演讲](#)中称，欧央行应保持货币政策，直至经济产出缺口消失、通胀持续回归2%的水平。他认为，鉴于通胀仍远低于目标，欧央行可能在疫情后继续维持非常有利的融资条件。他强调，这将保证生产率的提高、可持续债务的增加和更具包容性的增长。

葡萄牙央行行长（偏鸽）认为超宽松的货币政策仍将持续。4月28日，森特诺（Mario Centeno）在[采访](#)中称，预计货币政策仍将保持“超宽松”，以刺激通胀、帮助经济复苏。他补充称，围绕货币政策战略审查的讨论必须“涵盖目前欧盟政策核心的不同要素”。

欧央行理事（中间派）称，购债步伐随市场情况而调整。4月28日，施纳贝尔（Isabel Schnabe）在[采访](#)中驳斥了有关欧央行3月份没有履行承诺增加购债的批评，并表示欧央行的购债步伐随市场情况灵活调整，因此每月的交易量将有所不同。

图表 35: 2021 年 4 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			需要货币和财政 双重支持才能实 现经济复苏;淡化 缩减 PEPP 必要性	需要货币和财政 双重支持才能实 现经济复苏	
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行 理事	偏鸽		应保持货币政策 直至经济产出缺 口消失		
莱恩 Philip Lane	欧央行首席 经济学家	偏鸽				淡化了对通胀的 担忧
德科斯 Pablo Hernandez deCos	西班牙 央行行长	偏鸽				需让实际利率下 降直至中期通胀 复苏
德加洛 Francois Villeroy de Galhau	法国 央行行长	偏鸽				欧央行可能允许 通胀率高于 2%
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行 副行长	偏鸽		不要过早撤回货 币政策		
森特诺 Mario Centeno	葡萄牙 央行行长	偏鸽		超宽松的货币政 策仍将持续		
雷恩 Olli Rehn	芬兰 央行行长	偏鸽		应保持宽松直至 疫情结束		
温施 Pierre Wunsch	比利时 央行行长	偏鸽		复苏条件已具 备,但仍需延长 刺激措施		
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行 理事	中间派		购债步伐随市场 情况而调整		淡化通胀风险
霍尔兹曼 Robert Holzmann	奥地利 央行行长	偏鹰		希望 3Q21 开始缩 减购债		
克诺特 Klaas Knot	荷兰 央行行长	偏鹰		不希望欧债收益 率过早上升		

资料来源: 浦银国际

图表 36: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



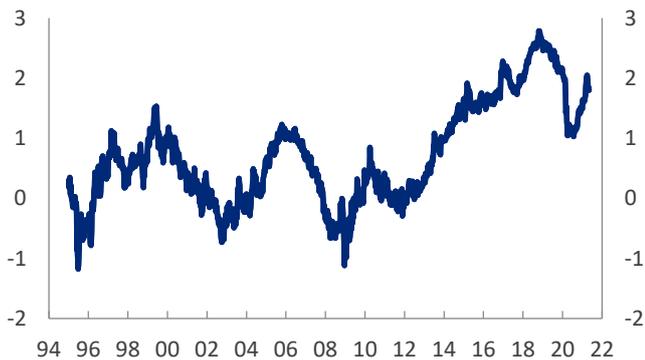
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 37: 德国国债收益率曲线 (10 年-3 月期)



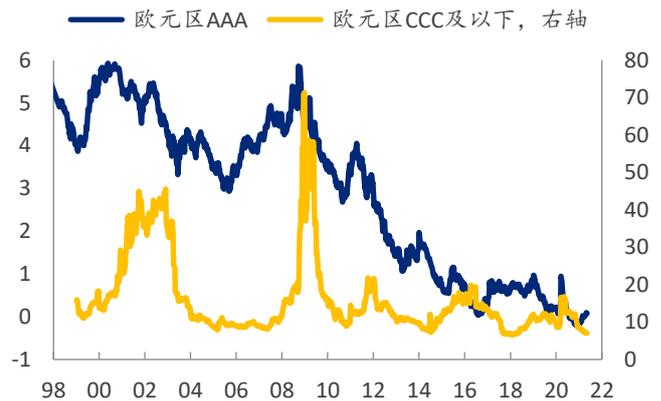
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 38: 美德 10 年期国债利差



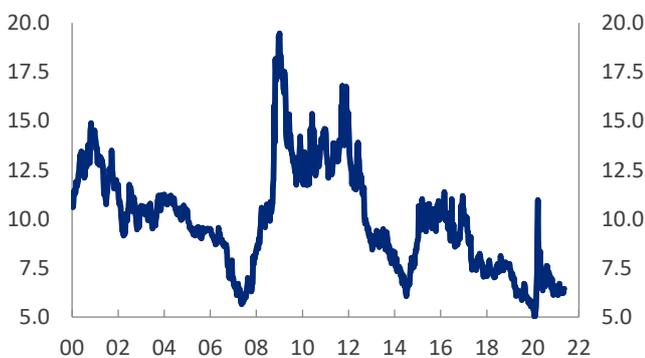
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 39: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



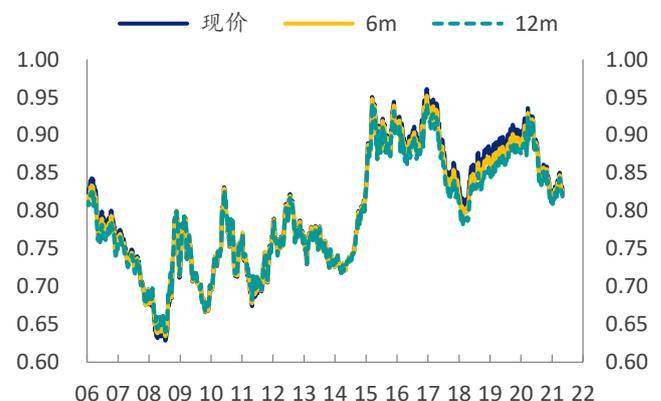
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 40: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 41: 欧元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

日本央行：缩减 QE 遥遥无期



BANK OF JAPAN

● 点评

4月，日本短端利率(3月期国债)微降 0.2bps 至 5月11日的-0.10%，长端利率(10年期国债)下降 1.36bps 至 5月11日的 0.07%，收益率曲线从 3月末的 0.18%下行至 5月11日的 0.17%。美日利差小幅收窄，从 3月末的 1.65%降至 5月11日的 1.54%。

4月，日本央行**维持政策利率不变**，并重申**继续推行配合收益率曲线控制(YCC)的量化加质化宽松政策(QQE)**，直至通胀稳定保持在 2%水平。

日本央行行长黑田东彦(Haruhiko Kuroda)称，经济复苏趋势在需求回暖、货币宽松、财政刺激的支持下仍将继续，但疫情影响依然严重。此外，日本央行并未开始缩减 QE 的讨论。

● 展望未来：

截至 5月11日，在全球大规模疫苗接种的背景下，日本仅 2.91%的疫苗接种比例是大幅低于全球平均水平的(8.56%)。低疫苗接种率，限制了经济复苏，对通胀的回升也造成拖累。此外，近期手机资费下调也对通胀回升带来阻力。再加上日本央行历来持续宽松，因此 QE 缩减的讨论显得遥遥无期。

● 动态追踪

日本央行行长称，经济复苏仍将继续。4月15日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[演讲](#)中称，在需求回暖、货币宽松、财政刺激的支持下，经济复苏趋势仍将继续。但他强调，疫情影响仍然严重，并重申将继续实施配合 YCC 的 QQE，以实现 2% 通胀率的目标。

日本央行行长称，无需改变通胀目标。4月16日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[采访](#)中称，无需改变日本央行 2% 的通胀目标，该目标帮助汇率在中长期走势企稳。

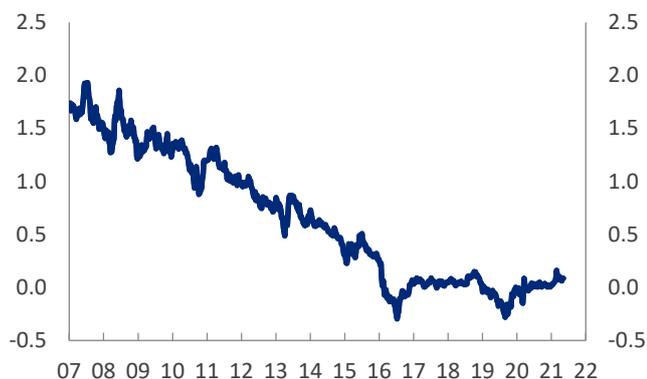
日本央行维持政策利率不变，符合市场预期。4月27日，日本央行发布[政策声明](#)称，保持政策利率不变，并重申继续推行配合 YCC 的 QQE，直至通胀稳定保持在 2% 水平。声明表示，将密切关注疫情影响，如有必要将毫不犹豫采取进一步的宽松措施。

日本央行上调经济预测。4月27日，日本央行发布[展望报告](#)显示，疫情和近期手机费用下调对通胀回升带来阻力，但此后通胀有望回归正值并持续上升；国内外需求回暖的影响下，2022 年 GDP 增速被上调。



BANK OF JAPAN

图表 42: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 43: 美日 10 年期国债利差



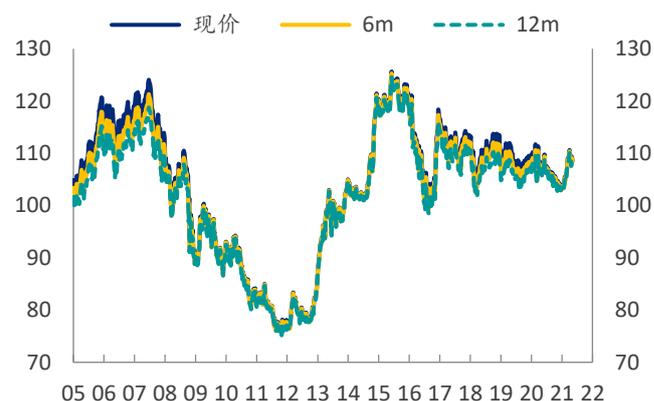
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 44: 1 年期日元隐含波动率 (%)



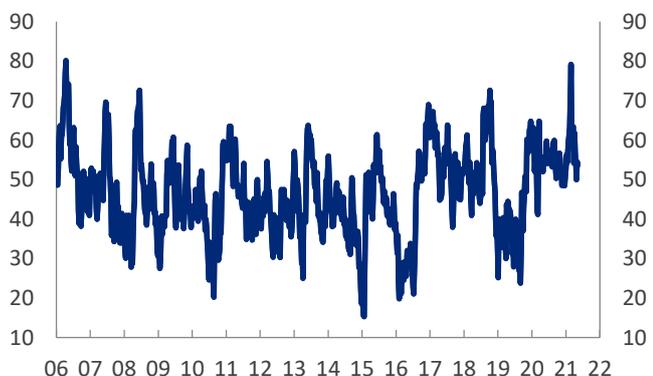
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 45: 日元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 46: 10 年期日债收益率 14 天 RSI



资料来源: FactSet, 浦银国际

其他央行：缩减宽松，步伐不一

● 点评

伴随疫苗大规模接种，经济复苏前景逐渐向好，就业市场得到恢复。大宗商品价格持续回暖，在一定程度上推动通胀持续上升。4月，各国央行基本都选择了维持目前的宽松政策，但与此同时，开始面对缩减宽松的问题。

- **英国央行**维持货币政策不变，并表示，除非有明确证据表明经济和通胀取得重大进展，否则不会收紧货币政策。英国央行货币政策委员邓雷罗(Silvana Tenreyro)称过早取消政策支持代价高昂。
- **加拿大央行**维持0.25%的政策利率不变，但从4月最后一周开始缩减QE，每周购债规模将减少25%（每周规模从40亿加元下调至30亿）。此外，大幅上调2021年经济增速，从此前的4.0%上调至6.5%。
- **澳洲央行**维持货币政策不变，并表示，如果QE有助于实现充分就业和通胀目标，将准备进一步的QE计划。此外，澳洲央行表示经济恢复快于预期。
- **新西兰央行**维持货币政策不变，并表示，将维持宽松的货币政策直到通胀和就业达到目标水平。
- **瑞典央行**维持货币政策不变，并表示，鉴于疫情不确定性，现在在缩减QE还为时过早，货币政策需保持宽松。
- **韩国央行**维持政策利率不变，并表示，虽然经济复苏有所加强，就业市场回暖、通胀有所回升，但仍需宽松货币政策以支持经济。

● 展望未来：

疫苗的大规模接种仍在进行，其对经济的积极影响将成为央行后续动作的主要依据。就业和通胀数据的变动情况，也将影响各国央行的政策决定。

目前，除加拿大央行已开始缩减QE之外，其它央行仍在等待就业和通胀的进一步改善。2021年上半年，预计各国央行仍将维持宽松，并开始讨论何时、以何种速度缩减购债规模。



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

● 动态追踪

● 英国央行

英国央行货币政策委员称，过早取消政策支持的代价高昂。4月12日，邓雷罗（Silvana Tenreyro）在[采访](#)中称，过早取消财政或货币政策支持会对就业市场产生破坏性影响，并将减缓未来的经济增长。

英国央行维持政策利率和QE不变。5月6日，英国央行发布[货币政策声明](#)，维持0.1%的政策利率和8,950亿英镑（12,587亿美元）的购债规模不变。声明表示，除非有明确的证据表明经济和通胀取得重大进展，否则将不会收紧货币政策。

● 加拿大央行

加拿大央行维持政策利率不变，并开始缩减QE。4月21日，加拿大央行发布[货币政策声明](#)，维持0.25%的政策利率不变，符合市场预期；并决定4月26日起将每周购债规模从40亿加元下调至30亿加元（约24亿美元）。此外，加拿大央行大幅上调经济预期，预计2021年GDP有望增至6.5%，高于此前4.0%的预期。

加拿大央行行长称，预计2H21将出现消费拉动型经济增长。4月21日，马克勒姆（Tiff Macklem）在[采访](#)中称，随着新冠疫苗大规模接种，预计2021年下半年强劲的消费将带动经济增长。

● 澳洲央行

澳洲央行维持政策利率和QE不变。4月6日，澳洲央行发布[货币政策声明](#)，维持0.1%的政策利率、定期融资工具（Term Funding Facility）以及QE规模不变。声明表示，第二轮1,000亿澳元（约775亿美元）QE将于4月12日开始，如果QE有助于实现充分就业和通胀目标，澳洲央行将准备进一步的QE计划。

澳洲央行：经济恢复快于预期。4月6日，澳洲央行发布[4月议息会议纪要](#)，重申将不会加息，直到通胀可持续地回归2-3%的目标范围。澳洲央行强调，QE影响下债券市场流动性有所改善，并重申已为推进QE做好准备。澳洲央行的初步数据显示，1Q21的GDP和就业可能进一步恢复至疫情前水平，早于此前预期。

● 新西兰央行

新西兰央行维持政策利率和QE不变。4月14日，新西兰央行发布[声明](#)，决定维持0.25%的政策利率、大规模资产购买和贷款融资计划不变，并表示，将维持宽松的货币政策直到通胀和就业达到目标水平。



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



- 瑞典央行

瑞典央行维持政策利率和 QE 不变。4 月 28 日，瑞典央行发布[政策声明](#)称，维持零利率不变，并表示将按计划在今年完成 7,000 亿瑞典克朗（约 828 亿美元）的 QE。声明虽上调了经济预期，但仍表示，鉴于疫情不确定性，现在缩减 QE 还为时过早，货币政策需保持宽松。

- 瑞士央行

瑞士央行行长称，货币政策目标是确保物价稳，而非创造利润或分配现金。4 月 30 日，乔丹（Thomas Jordan）在[采访](#)中称，瑞士央行需要把通过外汇储备赚取的资金存起来，以防止股本减少，避免瑞士央行的可信度被削弱。他表示，在适当考虑经济发展的同时，实施确保价格稳定的货币政策是瑞士央行的目标。

- 韩国央行

韩国央行维持政策利率不变，符合市场预期。4 月 15 日，韩国央行发布[货币政策声明](#)，维持 0.5%政策利率不变，并重申宽松货币政策立场。声明指出，经济复苏有所加强，就业市场回暖、通胀率有所回升，但仍需宽松货币政策以支持经济，同时关注金融稳定性。



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 +

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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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经授权的行为。

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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人士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。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

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。

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

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