



市场将出现美国就业数据驱动的 “Good news is bad news” —— SPDBI 全球央行观察

- 美联储:** 6月FOMC会议,大幅上调了2021年美国的经济预期和通胀预期,但对于就业市场预测未做出调整。其核心信号有两条:一是淡化通胀的持续性、力度;二是再度强调了就业市场的重要性。在此情况下,美联储的QE缩减节奏实质上与就业市场数据进行了捆绑。5月的非农数据弱于预期,令美债长端利率暂时回落。未来几个月,一旦就业数据出现超预期好转,市场模式很可能会变为“Good news is bad news”。对于美联储的QE退出的预期可能会再度大幅升温,进而推升利率预期,对全球风险资产构成下行压力。我们维持先前的判断,即美联储很有可能在9月FOMC会议上宣布QE缩减的时间表,并于2021年年末至2022年年初正式开启QE缩减。
- 中国人民银行:** 人民币近期出现反弹,但主要受益于美元走弱,央行上调外汇存款准备金率、密集表态来维持人民币稳定。预计未来人民币整体稳定仍将是主基调。6月季度末来临,流动性压力增加,央行近期预计以求稳为主。但拉长时间轴来看,流动性的转向明显,对于风险资产需要保持谨慎。
- 欧洲央行:** 目前的通胀回升还不足以让欧央行官员着手准备缩减QE,预计下半年将开始讨论PEPP(疫情紧急购债计划)缩减,但具体的时点会受到美联储影响。欧元区整体的经济复苏韧性弱于美国,因此欧央行的缩减节奏、力度预计也会滞后于美联储。
- 日本央行:** QE缩减的讨论显得遥遥无期。

2021年 6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6月18日

相关报告:

[《2021年中期策略:高处不胜寒,审慎中前行》\(2021-06-07\)](#)

[《各国央行QE缩减面面观——SPDBI全球央行观察——SPDBI全球央行观察\(2021年5月刊\)\(2021-05-17\)](#)

[《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：市场开启“Good news is bad news”模式，预计今年 9 月宣布 QE 缩减时间表	6
点评	6
动态追踪	9
中国人民银行：近期以求稳为主	16
点评	16
动态追踪	17
欧洲央行：下半年方才开启讨论 QE 缩减	22
点评	22
动态追踪	23
日本央行：缩减 QE 遥遥无期	28
点评	28
动态追踪	29
其他央行：缩减宽松，步伐不一	31
点评	31
动态追踪	32

市场将出现美国就业数据驱动的 “Good news is bad news”

——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

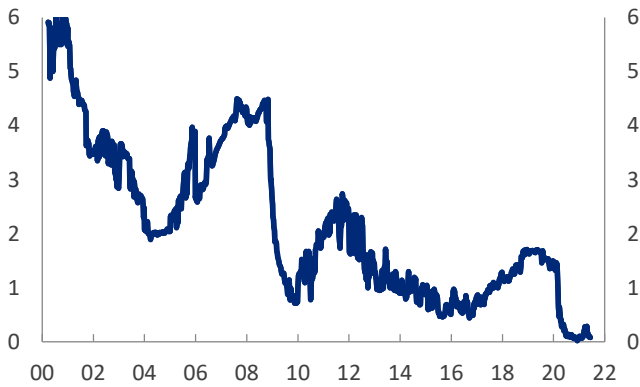
2021 年 5 月：

- **1 家央行降息，3 家央行加息：**初步统计，5 月全球仅加纳央行进行降息（4 月全球仅刚果央行降息）；有 3 家（巴西、冰岛、亚美尼亚）央行进行加息（4 月有 6 家央行加息）。
- **5 月全球资本市场稳定：**5 月全球股市较稳定，MSCI 发达国家指数上涨 1.3%，MSCI 新兴市场指数上涨 2.1%；5 月，美国、英国、欧元区、日本的国债收益率出现不同程度回落；在岸与离岸美元的流动性趋于稳定，海外央行美元互换需求下降约 0.25 亿美元。
- **5 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 6 月 1 日，美联储资产负债表总规模较 4 月略有上涨，达 7.94 万亿美元。

● 总结

5-6 月的全球市场重点仍在 QE 缩减上,但得益于 5 月非农就业大幅弱于预期,令市场对于 QE 的缩减预期短期回落。但伴随着全球复苏, QE 缩减仍是下半年的最大关注点。我们预计美联储可能于今年 9 月 FOMC 会议上宣布 QE 缩减时间表,并于 2021 年四季度至 2022 年一季度开启 QE 缩减。欧央行也将滞后于美联储逐步开启 QE 缩减。中国方面,流动性的转向已经明确,对于风险资产整体需要持有谨慎态度。

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 (%)



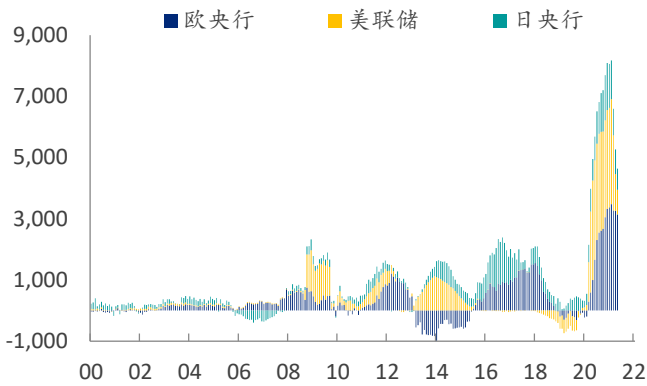
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数 (%)



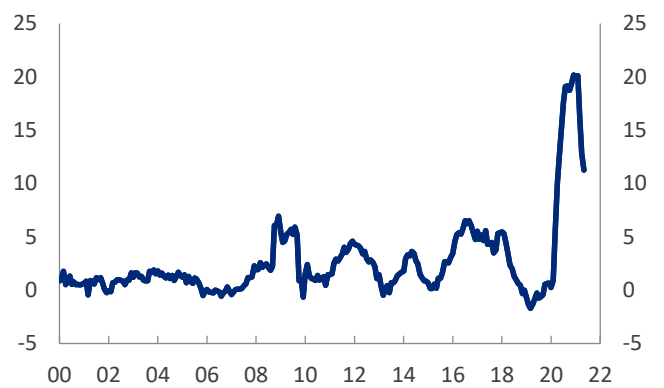
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



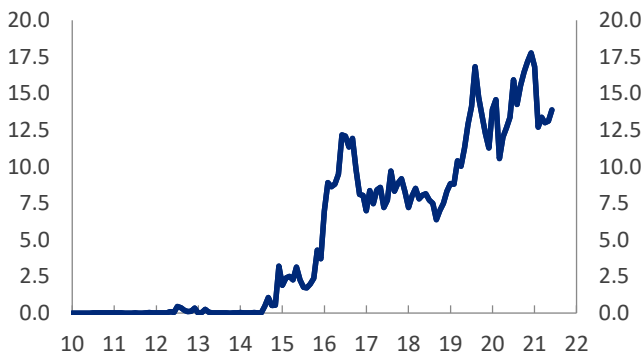
资料来源: FactSet, 浦银国际

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：市场开启“Good news is bad news”模式，预计今年9月宣布QE缩减时间表



● 点评

5月，美债长端利率有所回落，10年期美债收益率从4月末的1.63%回落16.9bps至6月11日的1.46%。截至6月11日，高收益债收益率大幅回落至4.63%的水平，投资级回落至2.08%的水平。美元指数小幅反弹，6月11日升至90.56的水平。

5至6月，市场的讨论焦点仍然是美联储的QE退出时点。美联储鹰派、鸽派双方讨论热烈，结合美联储6月FOMC会议的内容，我们梳理发现美联储所传递的信号核心如下：

图表 9: 2021年6月FOMC经济预测中位数

预测项目	2021	2022	2023	更长期
实际GDP增速	7.0%	3.3%	2.4%	1.8%
(今年3月的预测)	6.5%	3.3%	2.2%	1.8%
失业率	4.5%	3.8%	3.5%	4.0%
(今年3月的预测)	4.5%	3.9%	3.5%	4.0%
PCE通胀	3.4%	2.1%	2.2%	2.0%
(今年3月的预测)	2.4%	2.0%	2.1%	2.0%
核心PCE通胀	3.0%	2.1%	2.1%	—
(今年3月的预测)	2.2%	2.0%	2.1%	—

资料来源：美联储，浦银国际

● 上调通胀预测，但认为通胀反弹是结构性的、不可持续的

- 1) 6月美联储的经济预测中对于2021年PCE以及核心PCE通胀的预期分别为3.4%以及3%（明显高于3月的预测），随后在2022年回落至2.1%的水平（与3月预测相差不大）；
- 2) 在6月FOMC会议后的问答环节，鲍威尔表示，当前的通胀上行压力，尤其是来自于供应瓶颈所致，供给端的影响比美联储先前预估的要大，随着供应端改善，价格压力也将自然回落；鲍威尔也再次强调，美联储没有“behind the curve”，而是当前的通胀压力是结构性的；

- 3) 拥有投票权的多数联储官员基本都从不同角度表述了对于通胀的类似态度，例如 Brainard 认为通胀压力会随时间而消退；Clarida 则认为通胀回升是暂时的；Bostic 淡化了通胀压力；Quarles 则认为遏制通胀可能会制约经济复苏。

- **就业更加值得关注**

- 1) 6 月的 FOMC 经济预测中，从 2021 年的 GDP 增速到通胀预测都进行了上调，唯独失业率的预测与 3 月预测持平。这一方面反映了美联储对于就业市场的谨慎态度，与此同时也意味着就业市场数据的变化很可能成为美联储货币政策的决定性变量。
- 2) 美联储的 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》](#)），在新货币政策框架下，相比于通胀，美联储将更关注就业；包括 Bullard, Clarida, Barkin 在内的多位联储官员都再次强调了就业的重要性。

在此大背景下，经济数据与市场的互动关系其实就更为清晰：美联储某种程度上选择了对于通胀数据持续上行的“视而不见”，与此同时几乎将 QE 退出与就业数据直接挂钩（美联储强调就业>通胀）。这就是为何 5 月非农就业数据大幅弱于预期后，市场、美联储对于 QE 退出的讨论明显温和了不少。此时的市场模式为“Bad news is good news”，即当就业数据弱于预期压制美联储的货币政策紧缩态势，市场将因此得到提振。

由于美联储目前最大的关注点在于就业，一旦就业数据出现超预期好转，市场模式很可能会变为“Good news is bad news”，对于美联储的 QE 退出预期可能会再度大幅升温，进而推升利率预期，对全球风险资产构成下行压力。

就具体的 QE 时间而言，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。就宣布缩减 QE 的时间点来说：

- 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**（概率低）；
- 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）。

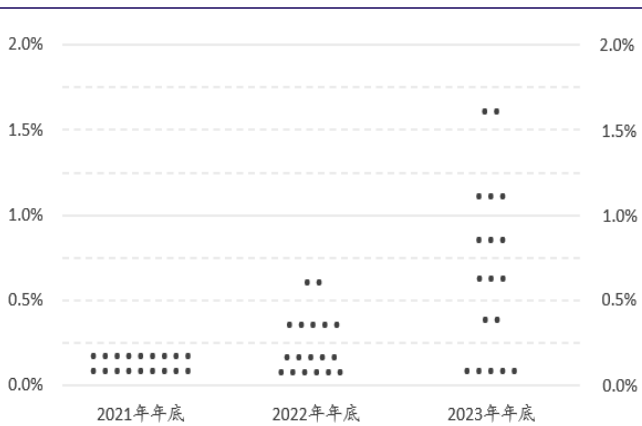
• 展望未来：

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 2021 年年末至 2022 年年初正式开启 QE 缩减。2023 年则很有可能开启加息（6 月最新的 FOMC 点阵图也基本符合此判断，美联储对于 2023 年年底的利率明显上升）。

根据 2013 年 QE 缩减的历史经验来看，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。

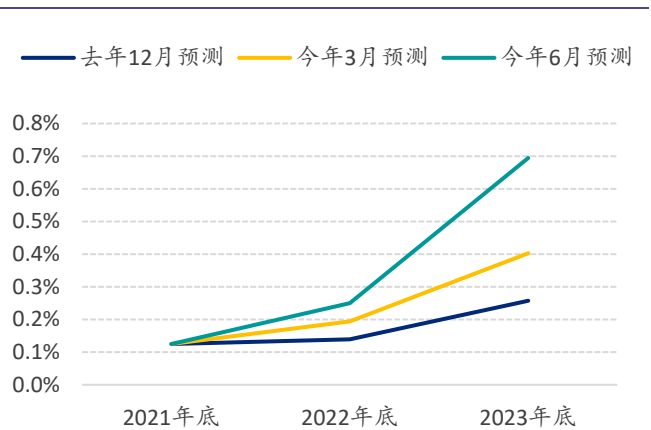
未来几个月，一旦就业数据出现超预期好转，市场模式很可能会变为“Good news is bad news”，对于美联储的 QE 退出预期可能会再度大幅升温，进而推升利率预期，对全球风险资产构成下行压力。

图表 10：2021 年 6 月 FOMC 的点阵图



资料来源：美联储，浦银国际

图表 11：去年 12 月至今，FOMC 的利率预测均值



资料来源：美联储，浦银国际

● 动态追踪

美联储主席（有投票权）称，美国经济的复苏不平衡。5月3日，鲍威尔（Jerome Powell）在[演讲](#)中称，美国经济已经明显好转，但长期存在的失衡给美国经济复苏带来压力。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）称，虽然经济强劲反弹，但货币政策仍应保持宽松。5月5日，克拉里达（Richard Clarida）在[采访](#)中称，经济离目标尚远，在新的框架下，美联储希望看到实际数据改善，而不仅仅是预测。他认为，尽管经济增长预期强劲，但考虑到目前仍有850万人失业，美联储的宽松政策应该继续。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）称，不认为QE会导致失衡。5月5日，威廉姆斯（John Williams）在[采访](#)中称，没有迹象表明QE造成了金融部门的失衡。他还表示，不认为没有货币政策支持的情况下，经济会出现强劲的复苏。

美联储：不稳定性可能对金融体系构成短期风险。5月6日，美联储发布的[《金融稳定评估》](#)（Financial Stability Review）称，迷因股票（Meme Stocks）和SPACs导致风险偏好升高，并使得相关的脆弱性加剧。报告还表示，过高的估值与企业负债水平的结合值得关注，这可能放大重新定价事件的影响。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称，尚未准备讨论缩减QE。5月7日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，美联储尚未准备好就购债策略展开正式讨论，目前不能确定就业和通胀今年年内能否取得进展。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）称，就业数据不及预期，货币政策需保持稳定。5月11日，戴利（Mary Daly）在[采访](#)中称，4月非农就业数据不及预期，许多限制因素造成劳动力市场的波动。她重申，目前还不是讨论缩减QE的时候。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）认为，通胀回升是暂时的。5月12日，克拉里达（Richard Clarida）在[演讲](#)中称，造成通胀回升的因素是暂时的，未来两年通胀率会处于/略高于美联储2%的目标水平。他还表示，4月非农就业数据不及预期，劳动力市场复苏的不确定性增加。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称，美国经济正处于“过渡期”。5月13日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，美国经济正处于重新开放的过渡期，这将导致价格波动、劳动力供应不足。他还表示，考虑到经济复苏仍需时日，美联储保持宽松政策仍是合适的。



里士满联储主席（有投票权，偏鹰）称，就业对经济复苏至关重要。5月13日，巴尔金（Thomas Barkin）在[采访](#)中称，疏通劳动力市场是保持经济复苏走上正轨的关键问题，而持续性通胀不太可能出现。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称，尽管通胀回升，但仍不应改变货币政策。5月17日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，预计短期内通胀会出现波动，但是通胀对经济复苏是有益的，尤其是在失业仍存在问题的时候。

美联储：4月FOMC会议围绕缩减QE进行讨论。5月19日，美联储发布[4月FOMC会议纪要](#)显示了对缩减QE的讨论，与会者建议如果经济继续按美联储的目标复苏，那么在6月的FOMC会议上开始讨论调整购债步伐是合适的。

美联储理事（有投票权，中间派）称，试图遏制通胀可能会制约经济复苏。5月19日，夸尔斯（Randal Quarles）在[采访](#)中称，美联储正在密切关注通胀，但他仍认为通胀回升只是暂时的，美联储不应像全球金融危机之后那样率先加息。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽）称，就业比通胀更需要关注。5月19日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，不认为通胀有失控的风险。他指出，劳动力市场比其他市场更紧张，预计未来每月的就业净增长约50万人，低于市场预计的100万人。

美联储理事（有投票权，偏鸽）称，预计通胀压力会随时间而消退。5月24日，布雷纳德（Lael Brainard）在[采访](#)中称，美国经济出现前所未有的反弹，通胀压力随之加大。但她预计，随着时间推移，供应链恢复和封锁措施放宽将减轻通胀压力。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）淡化了通胀压力。5月24日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，不认为通胀会持续上升。他认为，美联储对于经济复苏的承诺是确定的。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）称，缩减QE为时过早。5月25日，戴利（Mary Daly）在[采访](#)中称，对经济复苏持乐观态度，但现在还不是收紧货币政策的时候。对于通胀，她认为目前的价格上涨是由暂时性供应短缺导致。

纽约联储预测，美联储资产负债表2022年底将达到峰值。5月25日，纽约联储发布[报告](#)显示，市场预计美联储在2022年底之前将继续每月1,200亿美元的购债，而资产负债表在2022年底将达到9万亿美元的峰值，占GDP的39%。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽）称，还没到开始缩减 QE 的时候。5 月 25 日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，不急于改变货币政策，将在未来几个月讨论逐步缩减 QE。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）称，6 月 FOMC 会议将会讨论缩减 QE。5 月 26 日，克拉里达（Richard Clarida）在[采访](#)中称，6 月 FOMC 将开始讨论缩减购债步伐，缩减 QE 的时间将取决于就业和通胀的实际数据。他表示，通胀压力是暂时的，供应链问题是推升通胀的因素。

美联储理事（有投票权，中间派）称，6 月 FOMC 会议应讨论缩减 QE。5 月 27 日，夸尔斯（Randal Quarles）在[采访](#)中称，虽然美联储需要对货币政策转变保持耐心，但是在 6 月的 FOMC 会议上应开始讨论调整 QE。

美联储理事（有投票权，偏鸽）称，复苏向好，但距离就业和通胀目标仍很远。6 月 2 日，布雷纳德（Lael Brainard）在[采访](#)中称，预计未来几个月就业和通胀将取得进一步进展，但距离美联储的目标仍很远。她还表示，美联储应注意过早撤回货币政策的风险。

费城联储主席（无投票权，偏鹰）称应开始考虑缩减 QE。6 月 2 日，哈克尔（Patrick Harker）在[演讲](#)中称，计划长期保持低利率并循序渐进地减少债券购买，目前至少应开始考虑缩减 QE。

美联储开始平仓企业债券。6 月 2 日，美联储[宣布](#)，计划削减规模为 140 亿美元的二级市场企业信贷工具（Secondary Market Corporate Credit Facility）投资组合。美联储表示，平仓活动将是循序渐进的，将持续至今年年底（SPDBI 注：尽管这一决定与货币政策无关，但此举确实符合逐渐缩减 QE 的说法）。

美联储：美国经济温和扩张，略快于上一个报告期。6 月 2 日，美联储发布最新的[褐皮书](#)称，疫苗接种率上升和隔离措施放宽促进了消费支出的增加。然而，原材料和劳动力缺乏导致价格压力进一步加大。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）称，距离缩减 QE 仍需时日。6 月 4 日，威廉姆斯（John Williams）在[采访](#)中称，目前不应对购债计划做出调整，经济距离实质性进展仍很远。他淡化了通胀压力，并表示目前的价格上涨是受低基数的影响。

路透社：短期利率继续下跌，可能促使美联储提高超额准备金利率。6 月 4 日，路透社[报道](#)称，由于美联储的购债、国债发行量的下降，以及美国财政部账户的缩减，银行业的储备金升至 4 万亿美元规模，对短期利率构成下行压力，市场预期美联储将不得不在 6 月 FOMC 会议上做出技术性调整。

美联储：维持货币政策不变，上调经济预期。6月16日，6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。经济预测显示，2021年GDP增速的预期上调至7.0%（今年3月的预测为6.5%），2021年核心PCE通胀的预测上调0.8个百分点至3.0%，对2021年失业率的预测维持不变。点阵图显示，2023年预期利率的中位数上调至0.625%（今年3月的预测为0.125%）。

图表 12: 2021 年 5 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		美国经济的复苏不平衡			
布雷纳德 Lael Brainard	美联储理事	有	偏鸽	经济距离就业和通胀目标仍很远	应注意过早撤回货币政策的 风险		预计通胀压力会 随时间而消退
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席	无	偏鸽		还没到开始缩 减 QE 的时候		不认为通胀有失 控的风险
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席	有	偏鸽		就业数据不及 预期, 货币政策 需保持稳定		
克拉里达 Richard Clarida	美联储副主席	有	偏鸽	经济增长预期 强劲	虽然经济强劲 反弹, 但货币政 策仍		通胀回升是暂时 的
威廉姆斯 John Williams	纽约联储主席	有	偏鸽		不认为 QE 会导 致失衡; 距离缩 减 QE 仍需时日		
夸尔斯 Randal Quarles	美联储理事	有	中间派		6 月 FOMC 会议 应讨论缩减 QE		试图遏制通胀可 能会制约经济复 苏
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大联储主席	有	偏鹰	美国经济正处 于“过渡期”	尚未准备讨论 缩减 QE; 不应改 变货币政策		淡化了通胀压力
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席	无	偏鹰		应开始考虑缩 减 QE		
巴尔金 Thomas Barkin	里士满联储主席	有	偏鹰	就业对经济复 苏至关重要			持续性通胀不太 可能出现

资料来源: 浦银国际

图表 13: 美国国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 14: 美国国债收益率曲线 (10年-3月期)



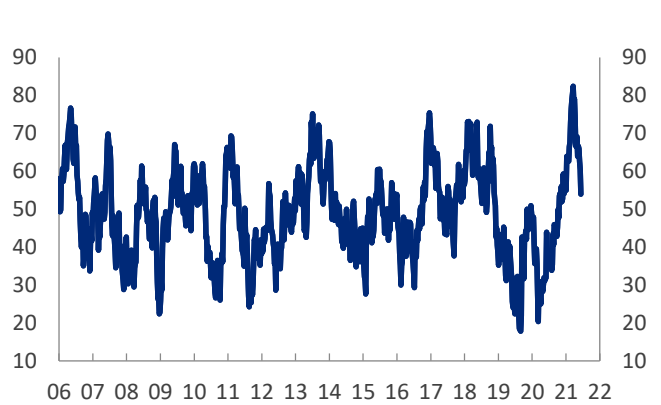
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 15: 10年期美债投机性净多头



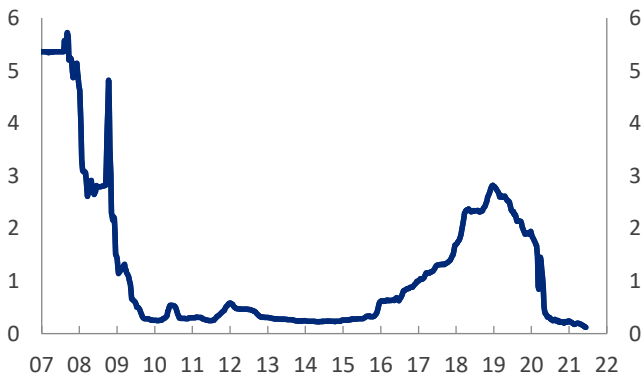
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 16: 10年期美债收益率 14天RSI



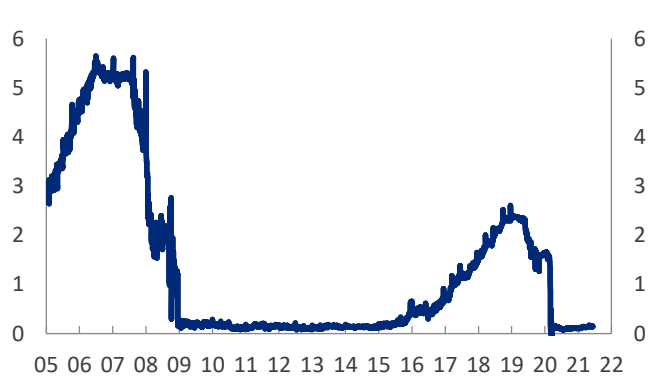
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 17: 美元3月期LIBOR (%)



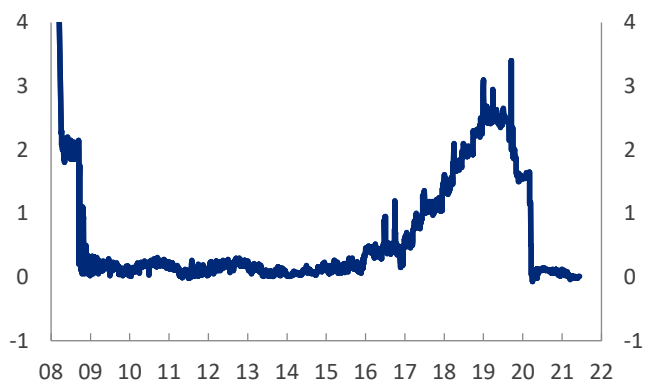
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 18: 3月期美债隐含收益率 (%)



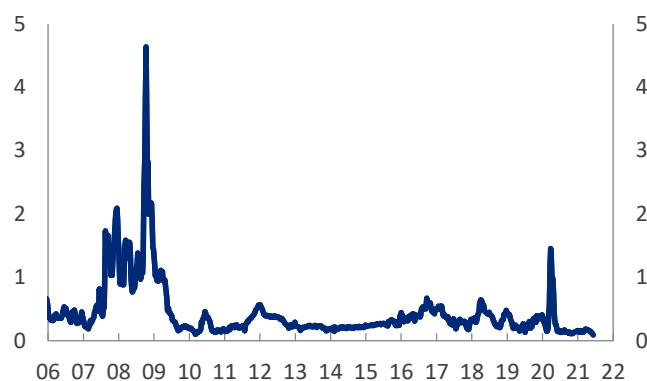
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 19: 美国隔夜回购利率 (%)



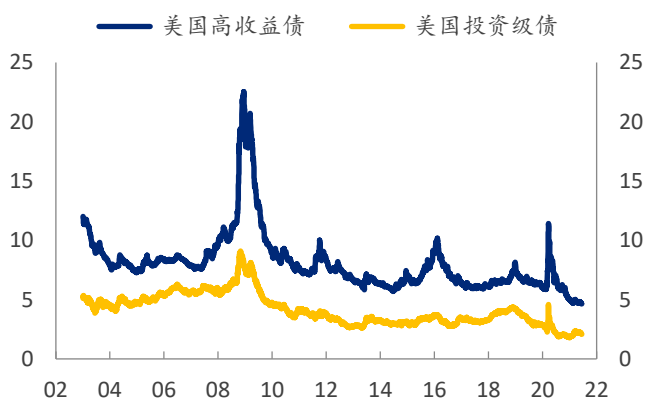
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 20: 泰德利差 (%)



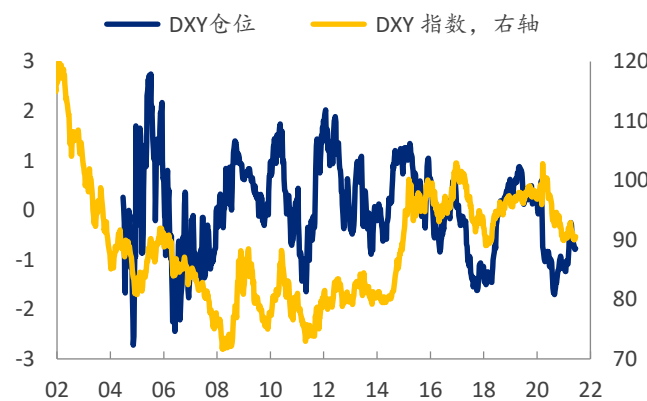
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 21: 美国公司债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 22: 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：近期以求稳为主



● 点评

截至 6 月 11 日，短端利率（3 月期国债）维持 2.10% 的水平，长端利率（10 年期国债）由 3.18% 回落 1.47bps 至 3.17%。中国央行 5 月仅续作 1,000 亿元中期借贷便利操作（MLF），当月 MLF 到期 1,000 亿元，净投放为零；通过公开市场逆回购，5 月净回笼资金 100 亿元。

5 月至 6 月，人民币出现了一波反弹，但我们认为人民币很可能不会持续反弹，未来走势预计整体稳定仍然是主基调。因为：

- **近期人民币反弹主要受益于美元走弱**，美元走弱主要在于美国财政部 TGA 账户余额持续下降，流动性持续注入，导致美国银行业准备金大幅飙升，银行间市场流动性泛滥，尤其是短端利率大幅承压，而 TGA 的下降已经趋于尾声，如果短端利率进一步下行，不排除美联储会进一步采取行动，例如提高超额准备金利率 IOER 回收流动性。
- **央行上调外汇存款准备金率、密集表态来维持人民币稳定**。人民币的过快升值或者贬值都有悖于央行政策方向。

6 月 15 日，2000 亿元 MLF、100 亿元逆回购到期，央行都以相同体量进行了续作，流动性投放中性意味明显，在上个月的分析中我们提及了央行的政策函数的短期侧重点发生了变化，“促经济”的重要性在下降，而“稳汇率”、“防风险”的相对重要性在上升。考虑到 6 月处于季度末，流动性压力通常较大，加上 6 月银行业面临半年监管指标考核，银行业需提高备付水平。预计近期求稳是主基调。

● 展望未来：

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，流动性的转向明显。我们再次重申[《不一样的周期》](#)以及[《中期策略报告》](#)的判断，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



刘鹤主持召开国务院金融稳定发展委员会第五十一次会议。5月21日，[会议](#)要求，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，有效防范和化解金融风险，促进经济金融良性循环。会议强调，金融系统要进一步服务好实体经济，坚决防控金融风险，继续深化改革开放。

中国央行上调外汇存款准备金率。5月31日，中国央行发布[公告](#)称，6月15日起将外汇存款准备金率上调2个百分点至7%（SPDBI注：此次为央行第三次调整外汇存款准备金率，而上一次调整则要追溯到2007年）。

中国央行召开市场利率定价自律机制工作会议。6月1日，[会议](#)要求，持续发挥利率自律机制重要作用，推动金融更好服务实体经济；优化存款利率监管，加强存款利率自律管理，引导金融机构自主合理定价；督促金融机构完善内部管理制度，稳定市场预期；督促各类放贷主体抓紧明示贷款年化利率。

中国证券报：中国央行可能在6月增加流动性。6月3日，[中国证券报](#)称，预计央行6月将增加流动性，虽然流动性恢复到高水平的可能性不大，但季度末债券发行、财政税收压力加大，导致流动性面临“上行压力”。

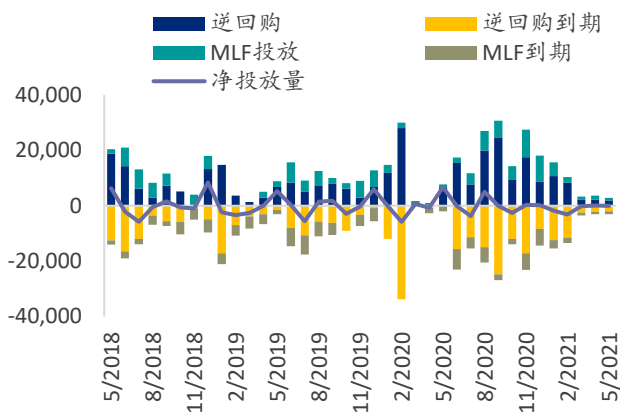
中国央行行长称，货币信贷政策将主要强调两大结构性。6月10日，易纲在[第十三届陆家嘴论坛](#)表示，在保持总量政策适度的前提下，货币信贷政策将主要强调两大结构性方面，即扎实推动绿色金融发展、坚持发展普惠金融。

中国银保监会主席称，防止金融风险重点关注五大方面。6月10日，郭树清在[第十三届陆家嘴论坛](#)表示，积极应对不良资产反弹，严密防范影子银行死灰复燃，坚决整治各类非法公开发行证券行为，切实防范金融衍生品投资风险，时刻警惕各种变换花样的“庞氏骗局”。

中国央行副行长、外汇局局长称，人民币双向波动将成为常态。6月10日，潘功胜在[第十三届陆家嘴论坛](#)表示，人民币汇率受内外部多重因素影响，双向波动将成为常态，企业要树立汇率风险中性理念、提高汇率风险管理水平。

中国央行副行长称，绿色低碳转型需“两条腿”走路。6月10日，刘桂平在[第十三届陆家嘴论坛](#)表示，从绿色金融支持和碳排放权交易市场两个方面，强化对全国碳市场建设的金融支持。

图表 23: 中国央行公开市场操作与到期 (亿元)



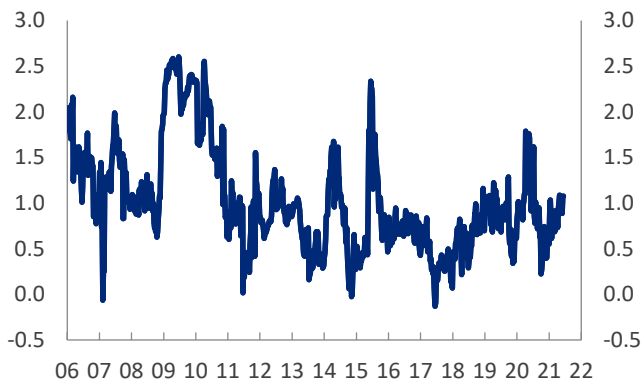
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 24: 中国国债收益率 (%)



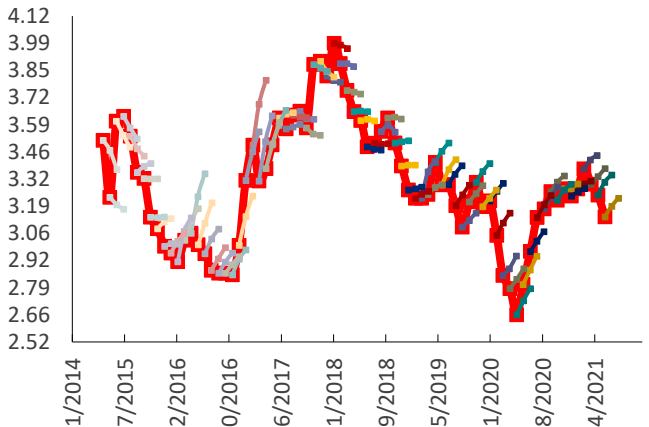
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 25: 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 26: 中国 10 年期国债远期 (%)



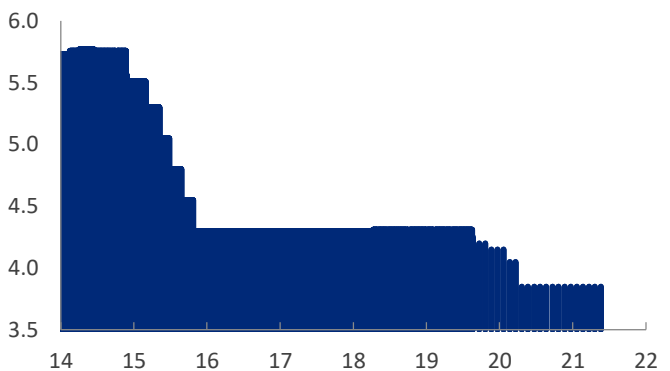
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 27: AAA 级同业存单到期收益率 (%)



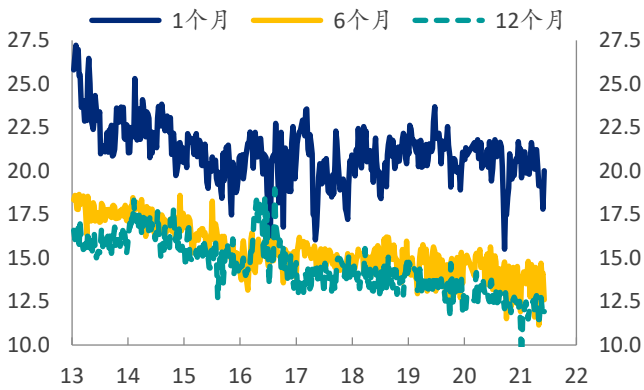
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 28: 1 年期 LPR 利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 29: 温州民间融资综合利率 (%)



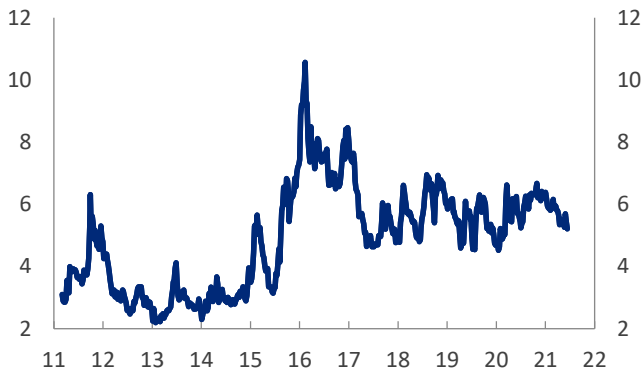
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 30: 中美国债利差



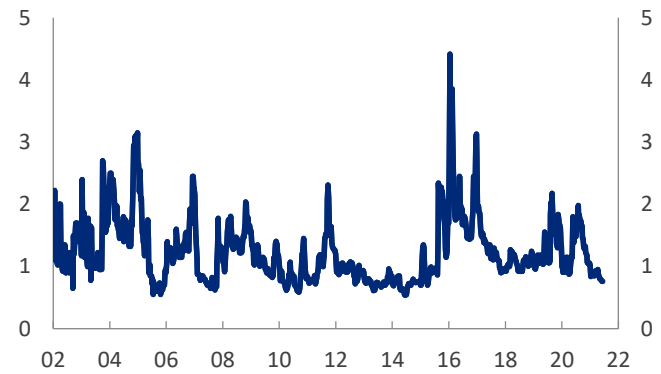
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 31: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



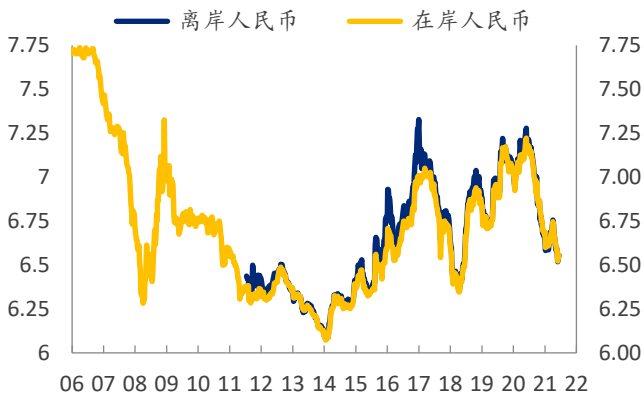
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 32: 1 年期港币隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 33: 人民币一年期远期汇率



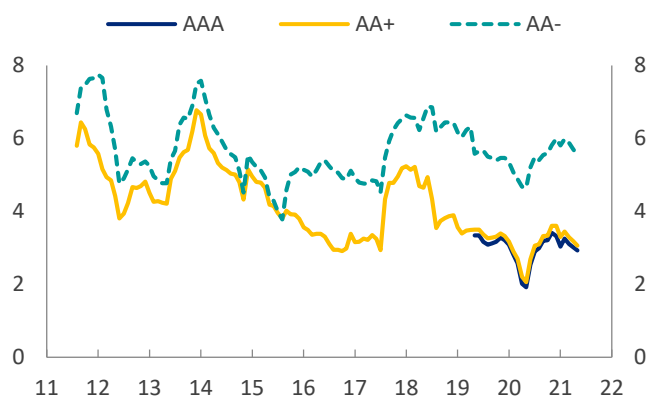
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 34: 港币一年期远期汇率



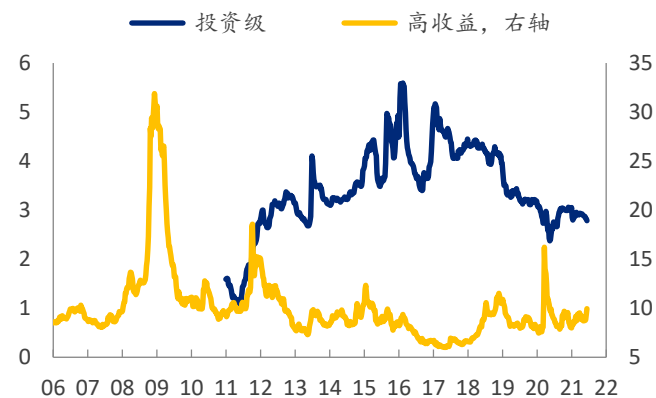
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 35: 中国 1 年期公司债收益率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 36: 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)微降 1.8bps 至 6月11日的-0.64%，长端德债(10年期)下降 6.5bps 至 6月11日的-0.27%，收益率曲线从 4月末的 0.42%下降至 6月11日的 0.37%。截至 6月11日，欧元区 AAA 投资级债收益率由 4月末的 0.10%下降至 0.05%水平，欧元区高收益债券(CCC 及以下)收益率由 4月末的 7.19%降至 6.98%。

今年二季度，欧央行鹰鸽双方达成共识后，PEPP 购债速度加快，促进了欧元区经济的恢复。但是，在经济复苏和商品价格反弹的影响下，5月份欧元区的年度通胀率达到 2.0%，促使鹰鸽双方就三季度 PEPP 的购债速度进行讨论。

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)在内的大多数欧央行官员都选择淡化对通胀的担忧。即使是偏鹰派的代表——荷兰央行行长诺特(Klaas Knot)也表示，通胀上升是受短暂因素影响。目前的通胀回升还不足以让欧央行官员着手准备缩减 QE，预计下半年将开始讨论 PEPP(疫情紧急购债计划)缩减，但具体的时点会受到美联储影响。

• 展望未来：

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。在通胀短期内逐步回升和疫苗接种比例不断增长(截至 6月11日，43.17%)的背景下，欧央行的货币政策支持能维持多久、力度是否会有所调整将成为下半年的关注点。欧元区整体的经济复苏韧性弱于美国，因此欧央行的缩减节奏、力度预计也会滞后于美联储。

● 动态追踪

欧央行副行长（偏鸽）称，当疫苗接种速度达到临界水平、经济加速复苏时，欧央行可以开始逐步缩减 PEPP。5月3日，德金多斯（Luis de Guindos）在[采访](#)中称，货币政策正常化应与经济正常化齐头并进。他警告说，不要让货币刺激拖太久，这样造成的副作用可能与过早取消货币刺激具有同样的破坏性。

欧央行首席经济学家（偏鸽）淡化了过度通胀的风险。5月5日，莱恩（Philip Lane）在[采访](#)中称，任何的通胀回升都将被视为暂时现象，预计明年通胀率仍将维持在1%的低水平。他指出，现在重要的是区分短期通胀前景和中期通胀前景。

拉脱维亚央行行长（偏鹰）称，欧央行可能在6月做出缩减 PEPP 的决定。5月7日，卡萨克斯（Martins Kazaks）在[采访](#)中称，如果欧元区经济没有恶化，欧央行6月可能决定缩减 PEPP。他补充说，但是这并不意味着欧央行将退出 PEPP；如果通胀前景未超过当前预期，欧央行可能会讨论加大 PEPP 的力度。

芬兰央行行长（偏鸽）呼吁采取与美联储一致的通胀目标。5月9日，雷恩（Olli Rehn）在[采访](#)中称，欧央行应接受通胀超调，以弥补多年以来的物价增长乏力。他指出，除了价格稳定外，欧央行还应在当前自然利率较低背景下，关注充分就业。

欧央行理事（中间派）称不会因通胀回升而调整政策。5月10日，施纳贝尔（Isabel Schnabe）在[采访](#)中称，德国今年的通胀率可能超过3%，但欧央行认为这种上升是暂时的，不会调整政策作为回应。她强调，油价因低基数而反弹，造成欧元区通胀率接近目标。然而，政策制定者密切关注的潜在价格增长率仍低于1%。

欧央行首席经济学家（偏鸽）称，财政和货币政策仍然重要。5月10日，莱恩（Philip Lane）在[演讲](#)中称，欧元区处于通胀的拐点，经济将开始从低位迅速增长。但他指出，欧元区 GDP 到2022年中旬仅能回到2019年的水平，而失业率降至2019年水平则要等到2023年。

彭博社：欧央行的 QE 折衷方案可能在夏季出现。5月12日，彭博社[撰文](#)讨论了欧央行的购债计划，并强调是否在三季度减少购债将面临困境。文章指出，自3月加大购买力度以来，一些欧央行官员认为，经济反弹和前景改善将使购债速度在三季度扭转。但考虑到经济尚未完全恢复，6月决定调整购债速度可能为时过早。

荷兰央行行长（偏鹰）称，上调经济增长预期。5月12日，克诺特（Klaas Knot）在[采访](#)中称，随着储蓄释放和消费反弹，欧元区今年的经济增长可能超过目前预测的4%。



欧央行：经济前景乐观，金融稳定性仍需关注。5月19日，欧央行发布的《[金融稳定评估](#)》(Financial Stability Review)对经济前景做出了乐观的评估，但提及了影响金融稳定的风险。报告指出，复苏不均衡、长期利率上升、银行盈利能力下降所带来的风险值得关注。

欧央行首席经济学家(偏鸽)强调，欧元区 PPI 上涨不构成通胀风险。5月20日，莱恩(Philip Lane)在[采访](#)中称，供应链问题导致价格上涨，并非真正的通胀，也不会造成持续通胀的环境。他补充说，目前的通胀回升很大程度上是受基数效应导致。

欧央行理事(中间派)称，通胀回升是暂时的。5月20日，施纳贝尔(Isabel Schnabe)在[采访](#)中称，通胀飙升是暂时的，明年CPI将大幅下跌，这意味着欧央行将继续保持有利的融资条件，没有理由加息。

希腊央行行长(偏鸽)称，缩减 PEPP 为时过早。5月25日，史托纳拉斯(Yannis Stournaras)在[采访](#)中称，经济复苏依然脆弱，目前没有证据表明未来会出现高通胀，因此欧央行缩减 PEPP 还为时过早。

法国央行行长(偏鸽)称，欧央行不急于调整 PEPP 计划。5月25日，德加洛(Francois Villeroy de Galhau)在[采访](#)中称，欧央行不急于调整购债步伐，任何关于三季度缩减 PEPP 的说法都是“纯粹投机的”。

欧央行理事(偏鸽)称，反对缩减 PEPP。5月26日，帕内塔(Fabio Panetta)在[采访](#)中驳斥了有关逐步缩减 PEPP 的言论，并称该讨论为时过早。他警告称，过早撤回货币政策支持将严重抑制经济复苏。

德国央行行长(偏鹰)称，应保证财政援助的“目标明确”和“时间有限”。5月27日，魏德曼(Jens Weidmann)在[演讲](#)中称，目前的财政支持在疫情期间是合理的，但不应成为新常态。他建议，一旦疫情结束，应缩减紧急措施，并让公共财政回归正常化。

欧央行理事(中间派)称，欧债收益率上升显示复苏的转折点。5月28日，施纳贝尔(Isabel Schnabe)在[采访](#)中称，近期欧债收益率的走势与经济增长前景的改善有关，而非外来影响。她表示，尽管收益率有所上升，但实际利率大体保持稳定，融资条件仍然宽松。此外，她强调称，过早撤回货币政策支持将是一个错误。

欧央行研究称，区间目标可以更好地控制通胀。5月31日，[欧央行工作论文](#)称，区间目标比点目标能更好地控制通胀；使用区间目标时，央行的可信度有所提高。研究发现，当目标持续偏离时，长期通胀预期更好地锚定在点目标上，而非目标区间。研究强调，不同的通胀目标类型对货币政策和未来一、两年的通胀预期有影响。

荷兰央行行长（偏鹰）称，欧元区经济复苏比预期要快。6月2日，诺特（Klaas Knot）在[采访](#)中称，对欧元区经济前景持完全积极的态度，经济复苏速度比预期要快。此外，他淡化了通胀压力，并表示通胀上升是受短暂因素影响，并非永久性上涨。

欧央行行长称，将帮助欧元区顺利进入复苏阶段。6月3日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，欧央行将支持欧元区“深入”复苏，以摆脱由疫情引发的双底衰退。

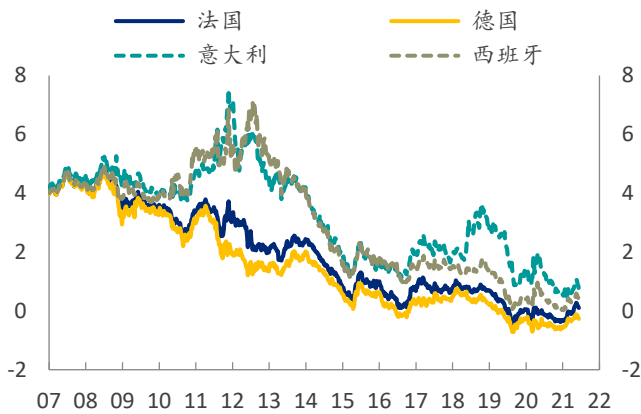
彭博社：预计欧央行9月前将保持更快的购债步伐。6月4日，彭博社公布[调查结果](#)称，经济学家预计欧央行将维持每周200亿欧元的购债步伐，并在今年9月后放缓。此外，多数经济学家预计，PEPP将如期在2022年3月结束。

图表 37: 2021 年 5 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			欧央行将支持经济“深入”复苏		
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行 理事	偏鸽		反对缩减 PEPP		
莱恩 Philip Lane	欧央行首席 经济学家	偏鸽		财政和货币政策仍然重要	财政和货币政策仍然重要	淡化了过度通胀的风险
史托纳拉斯 Yannis Stournaras	希腊 央行行长	偏鸽		缩减 PEPP 为时过早		
德加洛 Francois Villeroy de Galhau	法国 央行行长	偏鸽		不急于调整 PEPP 计划		
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行 副行长	偏鸽		疫苗接种、经济复苏向好时，可以逐步缩减 PEPP		
雷恩 Olli Rehn	芬兰 央行行长	偏鸽				呼吁采取与美联储一致的通胀目标
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行 理事	中间派		不会因通胀回升而调整政策		通胀回升是暂时的
卡萨克斯 Martins Kazaks	拉脱维亚 央行行长	偏鹰		可能在 6 月做出缩减 PEPP 的决定		
克诺特 Klaas Knot	荷兰 央行行长	偏鹰	欧元区经济复苏比预期要快			通胀上升是受短暂因素影响
魏德曼 Jens Weidmann	德国 央行行长	偏鹰			应保证财政援助的“目标明确”和“时间有限”	

资料来源：浦银国际

图表 38: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 39: 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 40: 美德 10 年期国债利差



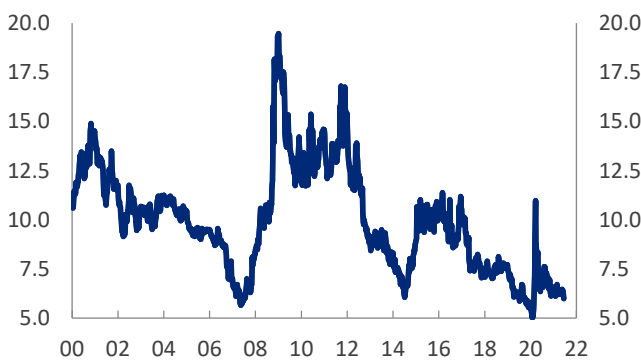
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 41: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



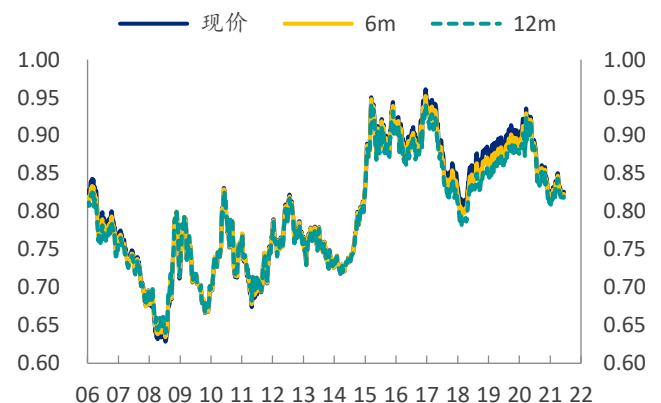
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 42: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 43: 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

5月，日本短端利率（3月期国债）维持在-0.10%的水平，长端利率（10年期国债）下降6.10bps至6月11日的0.03%，收益率曲线从4月末的0.19%下行至6月11日的0.12%。美日利差小幅收窄，从4月末的1.54%降至6月11日的1.44%。

面对疫苗接种率相对较低、通胀回升动力不足的现实，日本央行的政策压力较大。除了维持低利率和配合收益率曲线控制（YCC）的量化加质化宽松政策（QQE）之外，日本央行并没有太多的操作空间。

对于经济前景，日本央行行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）并未有太多乐观的表述，只是称当前的经济活动仍低于疫情前的水平，侧面说明经济复苏前景较缓慢。

● 展望未来：

5月，日本新冠疫苗的接种率有了大幅提高，接种一剂的比例从4月末2.0%升至6月11日的12.6%，较其它发达市场国家仍然较低。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，日本央行在QE缩减和加息的讨论将落后于其它经济体。

● 动态追踪

日本央行：保持收益率稳定在低水平。5月6日，日本央行发布的[3月议息会议纪要](#)显示，对QQE与收益率曲线控制的分析证实，低利率能有效推动经济活动和通胀，而ETF购买则有效降低了风险溢价。与会代表再次确认，一定范围内的利率波动不会削弱货币宽松的效果。

日本央行行长称，当前的经济活动仍低于疫情前的水平。5月13日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[演讲](#)中称，疫情抑制了服务业在内的经济活动，目前仍低于疫情前的水平。他认为，随着疫情的影响消退，经济活动仍然将延续恢复的增长势头。

日本央行委员称，考虑进一步扩大货币政策支持。5月26日，铃木人司（Hitoshi Suzuki）在[演讲](#)中称，考虑到疫情不确定性，日本央行将考虑进一步延长疫情期间的融资支持计划，并在必要时采取额外的措施。



BANK OF JAPAN

图表 44: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 45: 美日 10 年期国债利差



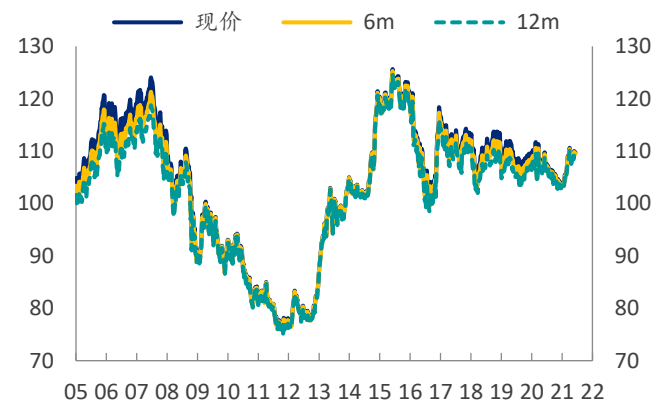
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 46: 1 年期日元隐含波动率 (%)



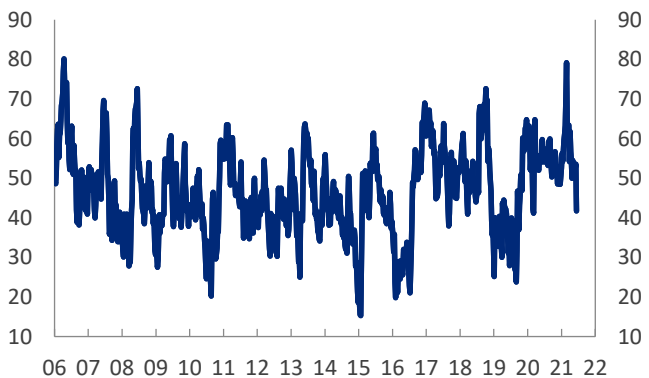
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 47: 日元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 48: 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。5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，开始展望未来边际收紧货币政策的具体措施：

- **英国央行**维持货币政策不变。面对是否缩减QE的话题，首席经济学家霍尔丹（Andy Haldane）与行长贝利（Andrew Bailey）意见相左。前者在议息会议的投票间接表达了缩减500亿英镑的意见，而后者则希望QE按计划完成。
- **加拿大央行**维持0.25%的政策利率不变，维持缩减后的每周30亿加元的购债规模。
- **澳洲央行**维持货币政策不变，重申准备进一步购买债券。对于加息而言，澳洲央行则需等到通胀率回归2-3%的范围。
- **新西兰央行**维持货币政策不变，首席经济学家哈勇（Yuong Ha）表示购债计划可能在2022年6月继续递延。对于加息的时间表，新西兰央行预计2022年末才会加息。
- **挪威央行**维持货币政策不变，并重申2021年下半年将加息（目前，挪威的政策利率为0.0%）。
- **韩国央行**维持政策利率不变，上调经济预期的同时，重申宽松货币政策立场。

● 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。

4月，加拿大央行缩减了25%的购债规模之后，其它央行并没有收紧货币政策的动作。但是，对于缩减QE和加息时间表的讨论，越发频繁。伴随经济的持续复苏，QE延续的期限和缩减QE的调整将成为未来讨论的重点。



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

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 亿英镑的购债规模不变。但决定过程中，首席经济学家霍尔丹（Andy Haldane）的意见是将规模限制在 8,450 亿英镑。就缩减 QE 的话题，行长贝利（Andrew Bailey）表示，这不应被解读为缩减，因为按计划 QE 会在今年年底完成。

英国央行行长称，警惕通胀持续上升的迹象。5 月 18 日，贝利（Andrew Bailey）在[采访](#)中称，正“极其谨慎地”关注物价走势，寻找英国通胀持续上升的迹象。他重申，不会容忍持续超过 2% 的通胀目标，目前没有证据表明这种情况将发生。

● 加拿大央行

加拿大央行维持政策利率和 QE 不变。6 月 9 日，加拿大央行发布[声明](#)，维持 0.25% 的政策利率和每周 30 亿加元（约 24 亿美元）的购债规模不变（SPDBI 注：加拿大央行已于 4 月 26 日起将每周购债规模从 40 亿加元下调至 30 亿加元）。

● 澳洲央行

澳洲央行维持政策设定，或考虑延长 QE。5 月 4 日，澳洲央行发布[货币政策声明](#)，维持政策设定不变，重申准备进一步购买债券，并考虑将 3 年收益率曲线控制的目标债券从 2024 年 4 月延期至 2024 年 11 月。声明表示，直到通胀率可持续地控制在 2-3% 的范围才会加息。

澳洲央行维持政策利率和 QE 不变。6 月 1 日，澳洲央行发布[货币政策声明](#)，维持 0.1% 的政策利率不变，并将继续实施当前量化宽松政策以达到通胀与就业目标。声明表示，7 月的议息会议将就收益率曲线控制和下一轮 QE 做出决定。

● 新西兰央行

新西兰央行准备进一步收紧贷款限制。5 月 5 日，新西兰央行发布[《金融稳定报告》](#)（Financial Stability Report）指出，房价上涨导致金融体系脆弱，新增贷款比例和债务收入比率都很高。受此影响，新西兰央行准备进一步收紧贷款限制。

新西兰央行维持政策利率和 QE 不变，预计 2022 年末加息。5 月 26 日，新西兰央行发布[货币政策声明](#)，决定维持 0.25% 的政策利率和 QE 不变，并预计 2022 年末开始加息。此外，声明显示，虽然经济的上行和下行风险并存，但新西兰央行对经济前景的信心正在增强。



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



新西兰首席经济学家称，购债计划可能延续。6月1日，哈勇（Yuong Ha）在[采访](#)中称，目前的大规模资产购买计划（LSAP）在2022年6月结束，新西兰央行可能在到期后继续债券购买，以维持资产负债表的规模。

- 挪威央行

挪威央行维持货币政策不变，重申2021年下半年将加息。5月5日，挪威央行发布[货币政策声明](#)，维持零利率不变，并表示如果经济从疫情中如期复苏，将在今年第三或第四季度加息。

- 韩国央行

韩国央行维持政策利率不变，上调经济预期。5月27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，对今年GDP增速的预测由2月的3.0%上调至4.0%。声明指出，疫情的不确定性和通胀压力预计是温和的。



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 +

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

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