



美联储 QE 缩减仍存分歧，中国央行全面降准——SPDBI 全球央行观察

- 美联储：**6月FOMC会议纪要缺乏新意，但暴露了美联储内部关于QE缩减时点、方式仍存分歧。就时点而言，部分官员从通胀、火热的美国地产出发强调应尽早缩减QE，而部分官员则表示仍有待更多经济数据予以确认。退出方式而言，在火热的地产市场下，是同步缩减国债及MBS购买，还是优先缩减MBS购买也存争议。美联储对QE退出缺乏果断，整体偏鸽，7月15日鲍威尔的国会发言也佐证了这点。我们的基准场景是美联储最早9月宣布缩减QE，但疫情变异、未来数月就业数据等情况可能会令其推迟宣布。QE缩减的信号意义已足够明显，没必要首先退出MBS购买，因此QE的缩减很可能是同步减少MBS与国债购买。2021年8月下旬的Jackson Hole全球央行年会是进一步了解美联储QE缩减节奏的重要时间窗口，值得密切留意。
- 中国人民银行：**7月央行宣布降准，此次降准释放约1万亿元的长期资金。超预期降准的背后反映的是周期高位、商品价格冲击企业利润、7月面临缴税大月以及三季度MLF到期高峰导致的流动性缺口，再加上下半年地方债发行料将提速，需要降准配合，以及银行业存贷比过高等一系列因素促成了此次降准。但我们认为，此次降准只是一次维稳式的“微调”并非表示货币政策取向的根本转向。降准与股市表现并没有必然关系，涨跌互现，下半年不排除仍有降准的可能，但这无碍于我们对于风险资产整体谨慎。
- 欧洲央行：**7月欧央行调整中期通胀目标，调高为“中期维持在2%的对称目标”，这是自2003年以来的首次调整。虽然欧央行明确表示其与美联储的“平均通胀目标法”不一样，但其实质都是允许通胀可以出现高于2%水平的情况出现，区别只是在于程度的多少，且在操作上也留有空间。下半年欧央行关于退出PEPP的讨论仍将是重点。

2021年 7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7月15日

相关报告：

《2021年中期策略：高处不胜寒，审慎中前行》（2021-06-07）

《见微知著：以供需框架定量拆解美国通胀风险》（2021-07-09）

《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》（2021-06-18）

《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：美联储缩减 QE 仍是关注重点	3
美联储：美联储内部仍存分歧，仍有待于更多经济数据出炉	6
点评	6
动态追踪	8
中国人民银行：“维稳”式降准不代表货币政策根本转向	13
点评	13
动态追踪	15
欧洲央行：货币政策框架调整中期通胀目标	19
点评	19
动态追踪	21
其他央行：缩减宽松，步伐不一	25
点评	25
动态追踪	26

美联储 QE 缩减仍存分歧，中国央行全面降准——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：美联储缩减 QE 仍是关注重点

2021 年 6 月：

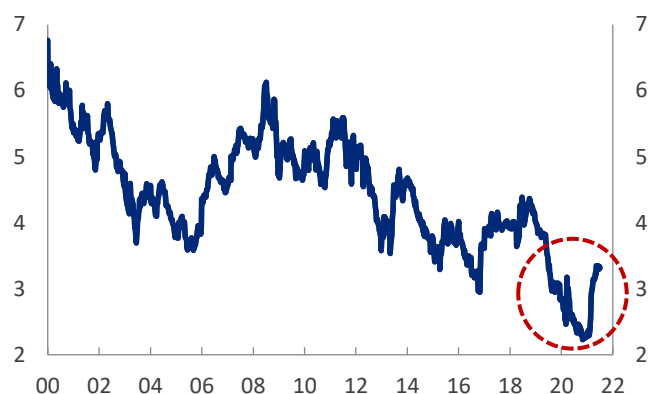
- **3 家央行降息，6 家央行加息：**初步统计，3 家央行（刚果、乌干达、塞舌尔）进行降息（5 月仅 1 家降息）；有 6 家（俄罗斯、亚美尼亚、巴西、匈牙利、捷克、墨西哥）央行进行加息（5 月有 3 家加息）。
- **6 月全球资本市场稳定：**6 月全球股市小幅分化，MSCI 发达国家指数上涨 1.4%，MSCI 新兴市场指数回落 0.1%；6 月，美国、英国、欧元区、日本的国债收益率出现不同程度回落；在岸与离岸美元的流动性稳定，海外央行美元互换需求微升约 0.55 亿美元。
- **6 月全球央行扩表继续：**最大的驱动力来自美联储，推出无限量 QE 后，资产负债表规模剧增，扩表速度远超金融危机时期。截至 6 月 29 日，美联储资产负债表总规模较 5 月略有上涨，达 8.08 万亿美元。

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 (%)



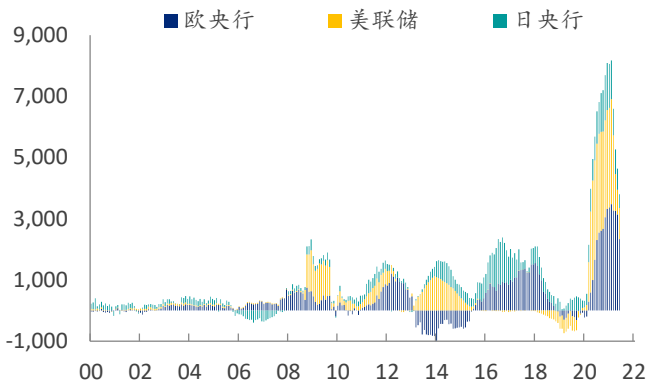
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数 (%)



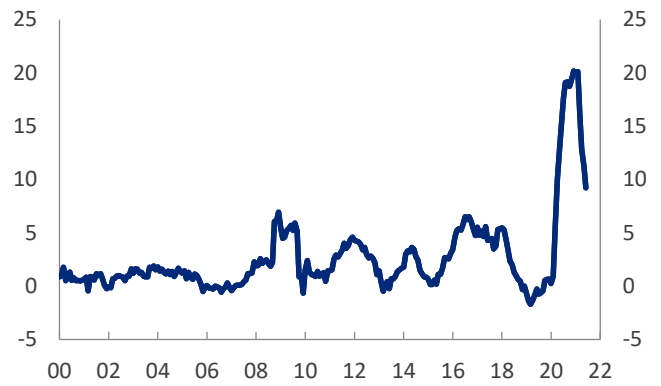
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



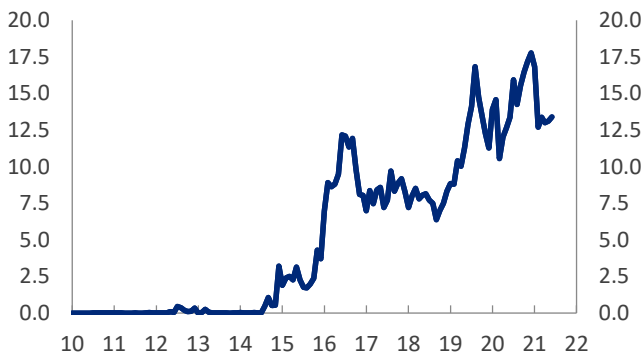
资料来源: FactSet, 浦银国际

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：美联储内部仍存分歧，仍有待于更多经济数据出炉



● 点评

6月，美债短端利率（3月期）回升4.0bps至7月9日的0.05%；长端利率有所回落，10年期美债收益率从5月末的1.58%降至7月9日的1.35%。截至7月9日，高收益债收益率持续回落至4.55%的水平，投资级回落至2.05%的水平。美元指数持续回升，7月9日升至92.13的水平。

6月，美联储的会议纪要并没有明显的信号，美联储内部关于QE缩减仍然存在明显的不确定性因素：

- **关于通胀的共识与分歧。**尽管大多数官员表示“通胀的实际上行幅度超预期”，但仍然认为通胀是“暂时性”的，且很重要的推升因素是由供应端瓶颈所导致的。关于美国通胀的问题，我们在报告《[见微知著：以供需框架定量拆解美国通胀风险](#)》中对美国通胀的驱动因素进行了定量拆解，发现其中供应因素确实占到了非常高的比重。

我们预计，随着疫苗的大规模普及，供应端有望取得改善，这将缓解美国的通胀压力。鲍威尔在问答环节提及了诸如二手车、木材等价格飙升带动通胀上行的短暂上行的问题，但不确定具体何时回落。可以说，美联储内部的共识是通胀是“暂时的”，但对于具体的持续时间、演化路径仍有分歧，未达成一致。

- **对于就业一致性相对较高。**多数官员认为随着疫苗接种普及，劳动力市场将继续改善，但是劳动力市场远未实现最大就业目标，部分官员也表示，近期的就业增长弱于预期。

就具体的缩减时点以及退出方式，美联储内部依然存在争论：

- **时点：**部分官员从通胀、火热的美国房地产市场出发，强调缩减QE应该尽早实施；但另一部分官员则表示，当前的经济信号不够清晰，需要等待更多的经济数据予以确认。
- **退出方式：**关于退出的方式，部分官员表示应该优先侧重减少购买MBS（因为地产市场估值高），圣路易斯联储主席布拉德（无投票权，James Bullard）、波士顿联储主席罗森格伦（无投票权，Eric Rosengren）、美联储理事沃勒（有投票权，Christopher Waller）都表示应开始考虑缩减、甚至退出MBS购买计划。而另一部分官员则表示MBS与国债同步减少购买。

美联储内部的分歧较我们先前的预估更大，因此，不排除其宣布 QE 缩减的时点会较我们先前预测的 2021 年 9 月更晚。2021 年 7 月 15 日，美联储主席鲍威尔向国会的发言较预期也更偏鸽派，他表示美国过去几个月的高通胀主要是由暂时性因素（尤其是供应短缺）导致的，而就业市场虽然在复苏，但仍然有很长的路要走，美联储的货币政策将会为经济提供强劲支持，直至经济完全复苏。

虽然美联储内部分歧较大，但我们可以确定的：1) 美联储在 QE 缩减问题上并没有非常果断，更偏向鸽派；2) 在通胀 vs 就业时，美联储无疑会更加侧重于关注就业数据。未来几个月的经济数据尤其是就业数据极其重要，这将直接影响到美联储宣布缩减 QE 的时点。

- **展望未来：**

我们的基准场景是美联储最早于 9 月宣布 QE 缩减。但疫情变异、就业数据的变化等情况可能会令其推迟宣布。从沟通的有效性而言，美联储宣布 QE 缩减的信号意义已经足够明显，没有必要首先退出 MBS 购买计划，因此 QE 的退出方式很可能是同步减少 MBS 与国债购买。2021 年 8 月下旬将举行的 Jackson Hole 全球央行年会是进一步了解美联储 QE 缩减节奏的重要时间窗口，值得密切留意。

● 动态追踪

美联储维持货币政策不变，修改通胀措辞、上调管理利率。6月16日，[6月FOMC会议](#)决定，维持政策利率和QE规模不变，但在描述通胀持续低于目标时，将此前的“正在持续（running）”改为“曾经持续（having run）”。此外，美联储进行了技术性调整，将超额准备金利率（IOER）和隔夜逆回购协议利率（ONRRP）分别上调5个基点。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，倾向于退出MBS购买计划。6月18日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，应尽快减少按揭抵押证券（MBS）的购买，因为房地产正蓬勃发展、甚至可能产生威胁金融稳定的泡沫。

美联储主席（有投票权）称，不会因通胀而提前加息。6月22日，鲍威尔（Jerome Powell）在演讲中称，货币和财政的刺激，叠加疫苗的大规模接种，为经济复苏提供了强有力的支持。他指出，就业市场的恢复慢于整体经济活动，但持续的疫苗接种将推动就业的增加。对于通胀，他认为，随着短期因素的消退，通胀将回落到2%的目标，美联储不会因此而提前加息。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）称，改变货币政策立场为时过早。6月22日，威廉姆斯（John Williams）在[采访](#)中称，美国经济正快速改善，中期前景非常好，但是数据和形势的进展不足以让美联储改变货币政策立场。他指出，美国经济离实现充分就业仍有差距，现在还不是缩减QE之时。

克利夫兰联储主席（无投票权，中间派）称，缩减QE为时过早。6月22日，梅斯特（Loretta Mester）在[演讲](#)中称，美国经济的恢复程度尚不足减少货币支持，美联储将关注未来几个月前瞻指引的标准是否能达到。

美联储：接受评估银行均通过压力测试。6月24日，美联储[宣布](#)，23家接受评估的大型银行都通过了最新的“多德-弗兰克监管压力测试（DFAST）”。美联储称，23家银行的资本充足率仍远高于其最低的风险基础资本要求（即使在全全球衰退中，前者仍将是后者的两倍以上）。美联储补充称，疫情期间实施的额外限制将于今年6月30日结束，此后银行将恢复美联储“压力资本缓冲（SCB）”框架的正常限制。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称，下半年将放缓购债。6月24日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，美联储可能决定在未来几个月开始放缓购债速度。他表示，支持将加息提前至2022年，以应对经济超预期的复苏。



圣路易斯联储主席(无投票权, 偏鹰)称, 通胀风险未来可能会加剧。6月25日, 布拉德 (James Bullard) 在[采访](#)中称, 随着美国和全球经济复苏势头在秋季增强, 通胀的回升可能比预期更为强劲。他表示, 在预期范围内, 通胀率可能会大幅超过 2%, 这将导致通胀风险加剧。

波士顿联储主席(无投票权, 偏鹰)称, MBS 购买计划或提前退出。6月27日, 罗森格伦 (Eric Rosengren) 在[采访](#)中对房地产市场的过度繁荣发出警告, 并称相比暂停美国国债购买计划, 美联储可能会更早退出 MBS 购买计划。

多位偏鹰官员讨论缩减 QE。6月29日, 费城联储主席哈克尔 (Patrick Harker, 无投票权) 称, 已准备好年内开始放慢购债步伐, 但他认为加息仍遥远。里士满联储主席巴尔金 (Thomas Barkin, 有投票权) 称, 劳动力市场尚未恢复至疫情前水平, 他认为待劳动力市场有更多进展后, 美联储将放缓购债。(彭博社)

美联储理事(有投票权, 中间派)称, 经济表现好于预期意味着美联储有理由提前缩减 QE。6月30日, 沃勒 (Christopher Waller) 在[采访](#)中表示, 目前正处于经济政策的不同阶段, 开始考虑缩减 QE 是合适的。他表示, 应首先逐步缩减 MBS 的购买。

达拉斯联储主席(无投票权, 偏鹰)称, 希望尽快开始缩减 QE。6月30日, 卡普兰 (Robert Kaplan) 在[采访](#)中称, 希望美联储在年底前开始缩减 QE, 从而减少今后突然收紧货币政策的可能性, 缩减 QE 的幅度应是渐进的。

旧金山联储主席(有投票权, 偏鸽)称, 对撤回货币政策仍持谨慎态度。7月2日, 戴利 (Mary Daly) 在[采访](#)中称, 经济复苏好于预期, 考虑在今年年底或明年年初逐步缩减 QE 是合适的。但她对于撤回货币政策仍持谨慎态度, 因为美国经济尚未实现充分就业。

旧金山联储主席(有投票权, 偏鸽)称, 预计就业在 2022 年底恢复至疫情前水平。7月3日, 戴利 (Mary Daly) 在[采访](#)中称, 按照过去三个月就业岗位的平均增速, 美国就业率可能会在 2022 年底恢复到疫情前水平。

美联储: 缩减 QE 的条件或将比预期更早实现。7月7日, 美联储发布 [6 月 FOMC 会议纪要](#)显示, 与会者认为, 经济复苏尚未实现进一步的实质性进展, 而通胀的回升是暂时的。多数与会者认为, 缩减 QE 的条件将“比此前预期的早一些被满足”。

图表 9: 2021 年 6 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	●			不会因通胀而提前加息		短期因素消退后, 通胀将回落到 2% 的目标
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席	●	🕊️	预计就业在 2022 年底恢复至疫情前水平	对撤回货币政策持谨慎态度		
威廉姆斯 John Williams	纽约联储主席	●	🕊️		改变货币政策立场为时过早		
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰联储主席		中间派		缩减 QE 为时过早		
沃勒 Christopher Waller	美联储理事	●	中间派		开始考虑缩减 QE 是合适的; 应首先逐步缩减 MBS 的购买		
罗森格伦 Eric Rosengren	波士顿联储主席		🦅		MBS 购买计划或提前退出		
巴尔金 Thomas Barkin	里士满联储主席	●	🦅	劳动力市场尚未恢复至疫情前水平	劳动力市场有更多进展后, 将放缓购债		
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大联储主席	●	🦅		下半年将放缓购债; 应将加息提前至 2022 年		
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席		🦅		已准备好年内开始放慢购债步伐		
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席		🦅		倾向于退出 MBS 购买计划		通胀风险未来可能会加剧
卡普兰 Robert Kaplan	达拉斯联储主席		🦅		希望年底前开始缩减 QE		

注: ●=有投票权 🕊️=偏鸽 🦅=偏鹰

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)



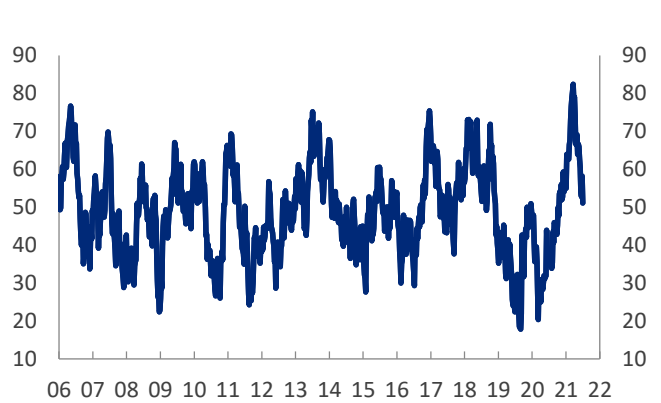
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 12: 10年期美债投机性净多头



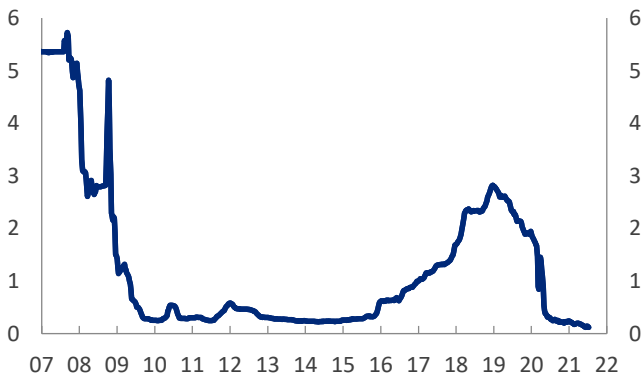
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 13: 10年期美债收益率 14天 RSI



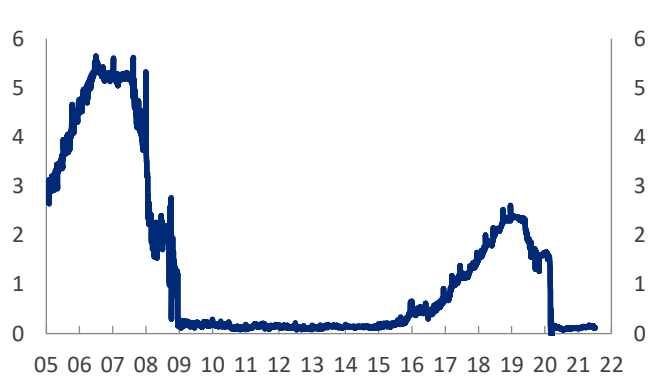
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 14: 美元 3 月期 LIBOR (%)



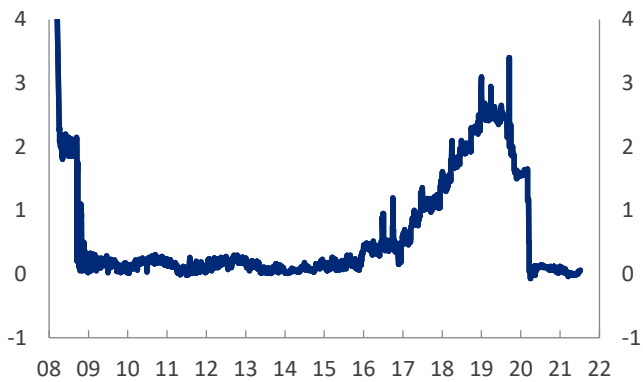
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 15: 3 月期美债隐含收益率 (%)



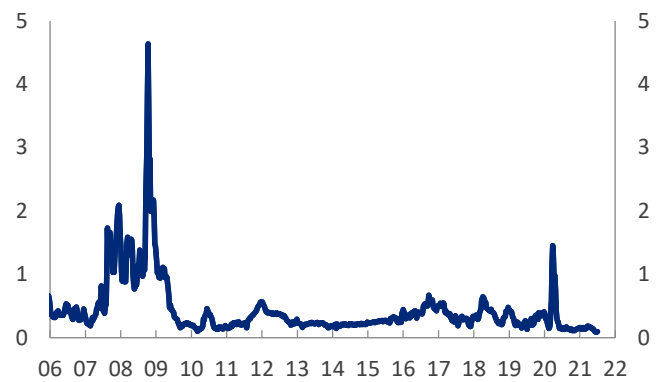
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 16: 美国隔夜回购利率 (%)



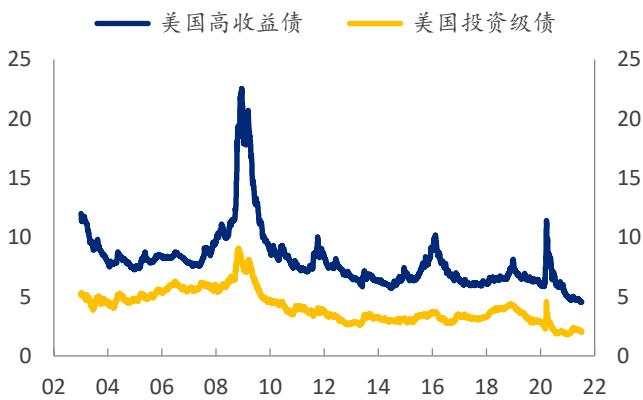
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 17: 泰德利差 (%)



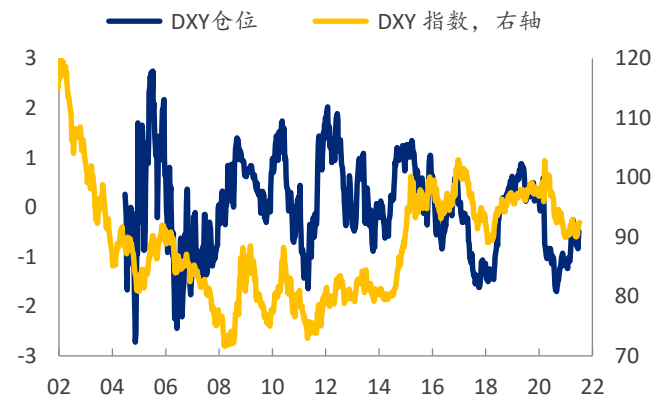
资料来源: FactSet, 浦银国际

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

“维稳”式降准不代表货币政策根本转向

● 点评

截至7月9日，短端利率（3月期国债）下降19.7bps至2.07%的水平，长端利率（10年期国债）由3.09%回落至3.02%。中国央行6月续作2,000亿元中期借贷便利操作（MLF），当月MLF到期2,000亿元，净投放为零；通过公开市场逆回购，6月净投放资金1,000亿元。

7月最大的关注点就在于央行超预期的降准。7月7日，国务院常务会议上强调适时运用降准等货币政策工具支持小微企业融资。7月9日，中国央行时隔15个月再次降准，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。本次下调后，大型存款类金融机构的存款准备金率降至12.0%、中小型存款类金融机构的存款准备金率降至9.0%，金融机构的加权平均存款准备金率降至8.9%。

此次降准将释放长期资金约1万亿元，其中释放的资金一部分将用于归还到期的MLF（7-9月MLF到期分别为4,000亿元、7,000亿元、6,000亿元），还有一部分将用于弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口。

超预期的降准背后，其实仍有迹可循：

- **周期高位。**我们在《[2021年中期策略展望](#)》和《[不一样的周期](#)》中就提及，目前中国的库存周期已经在周期高位附近，周期见顶后经济动能可能放缓，这正是降准的最大背景。
- **商品价格冲击企业利润端。**与此同时，大宗商品价格不断上涨，冲击着中游行业的利润率，利润率的挤压不利于企业，尤其是中小企业的经营环境。因此，有必要通过社会融资成本下降来缓解企业成本端压力。
- **7月有流动性缺口，是降准的良好时点。**一是例来7月都是传统上的缴税大月（财政存款明显增加），市场上流动性回收明显。二是三季度MLF有超过1.7万亿资金到期，是到期高峰，银行间市场流动性缺口明显，降准可以有助于缓解流动性缺口。
- **下半年地方债发行提速，需要通过降准自需求端予以配合。**上半年，地方债的发行速度大幅滞后往年，而当前各地财政状况并不乐观。随着经济动能趋弱，下半年地方债发行大概率提速，债务的供应增加，这就需要从宏观层面要求需求端予以配合，降准正是释放流动性，支撑需求端。

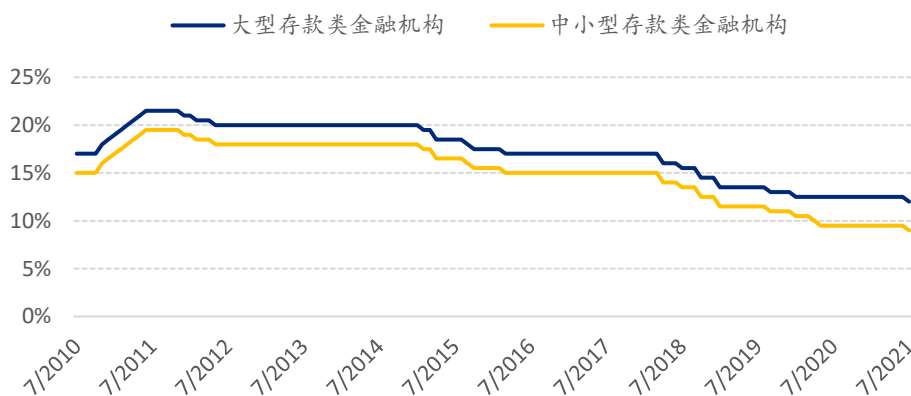
- 银行业的存贷比超过 77%，创至少过去 10 年新高，有必要实施全面降准。

在此背景下，我们就不难理解为何央行实施降准，但我们也并不认为这代表整个货币政策的根本转向，因为：

- 国常会上明确表示“要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性”，整体基调仍然是“维稳”而非“转向”。
- 下半年美联储大概率宣布 QE 缩减，随着美国疫苗注射快速普及，美国长端利率仍有上行压力。在此国际大背景下，大概率只会是维稳式“微调”，如果“调整”过度，会增大人民币的汇率压力，这不是央行愿意看到的。
- “保持宏观杠杆率基本稳定”仍然不断被强调，如果过度放松，可能又会带来宏观杠杆率上行的问题。

因此，此次降准只是一次维稳式的“微调”并非表示货币政策取向的根本转向，无需过度解读。

图表 20:中国金融机构存款准备金率



资料来源：Wind，浦银国际

• 展望未来：

从历史经验来看，降准与股市表现并没有必然关系，涨跌互现，下半年不排除仍有降准的可能，但这无碍于我们对于风险资产整体谨慎。具体可参看我们的半年策略报告 [《2021 年中期策略展望：高处不胜寒，审慎中前行》](#)。

● 动态追踪



中国央行就虚拟货币交易约谈部分银行和支付机构。6月21日，中国央行发布[公告](#)称，就为虚拟货币交易炒作提供服务问题，约谈了部分银行和支付机构，并表示将打击比特币等虚拟货币交易炒作行为、维护金融安全和稳定。

中国央行货币政策委员会召开二季度例会。6月25日，中国央行货币政策委员会二季度例会[声明](#)称，国内经济持续复苏，但国内外环境依然复杂严峻；稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性，科学管理市场预期，大力服务实体经济，有效防控金融风险；深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性。

中国央行发布《关于金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果 全面推进乡村振兴的意见》。6月30日，中国央行发布[文件](#)，要求银行业金融机构提升服务能力，健全农村金融组织体系、改进内部资源配置和政策安排、强化金融科技赋能。

中国央行发布《关于深入开展中小微企业金融服务能力提升工程的通知》。7月5日，中国央行发布[文件](#)，要求银行业金融机构提升中小微企业的金融服务能力，强化“敢贷、愿贷、能贷、会贷”长效机制建设，推动金融在新发展阶段更好服务实体经济。

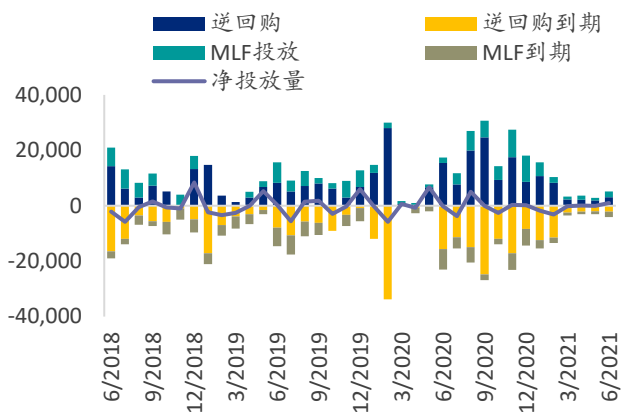
中国央行副行长称，将继续推进金融机构减费让利、惠企利民。7月8日，范一飞在[采访](#)中称，中国央行出台的12条降费措施，预计每年为实体经济减少手续费支出240亿元，其中惠及小微企业超过160亿元，有助于降低资金流通成本，进一步优化营商环境。

中国央行下调金融机构存款准备金率。7月9日，中国央行发布[公告](#)称，决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。

中国央行：稳健货币政策取向没有改变。7月9日，中国央行有关负责人在[采访](#)中称，此次降准不影响中国央行稳健货币政策取向，释放的资金一部分将用于归还到期的MLF，还有一部分将用于弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口，增加金融机构的长期资金占比。

中国央行行长介绍G20可持续金融工作进展。7月11日，易纲在[G20财长与央行行长会议](#)中称，G20应发挥协调作用，提高可持续金融分类标准、ESG评级方法和气候信息披露标准的可比性、兼容性和透明度，促进国际绿色金融市场协同发展，更好支持低碳转型。

图表 21: 中国央行公开市场操作与到期 (亿元)



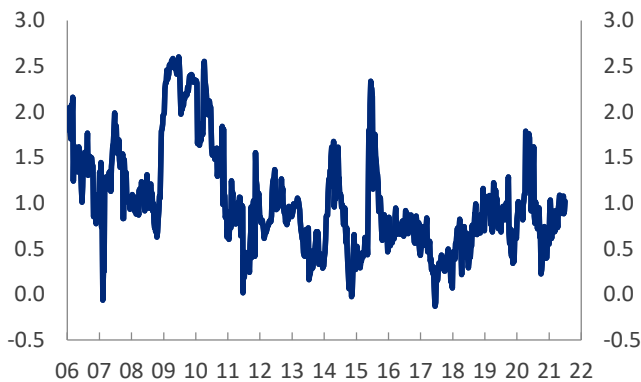
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 22: 中国国债收益率 (%)



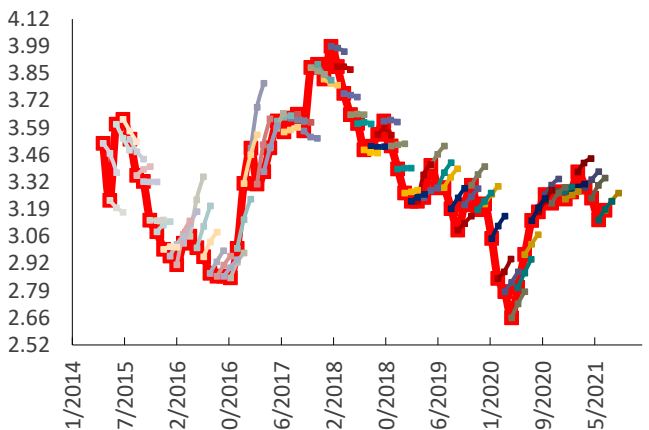
资料来源: FactSet, 浦银国际

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 (%)



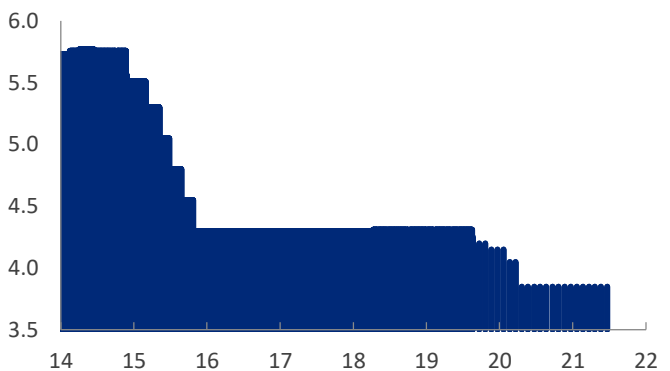
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 25: AAA 级同业存单到期收益率 (%)



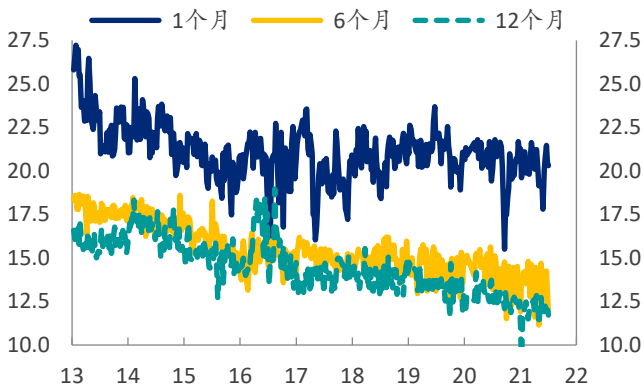
资料来源: CEIC, 浦银国际

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 (%)



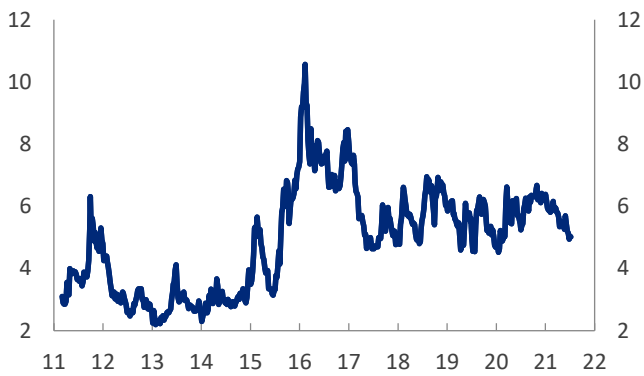
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 28: 中美国债利差



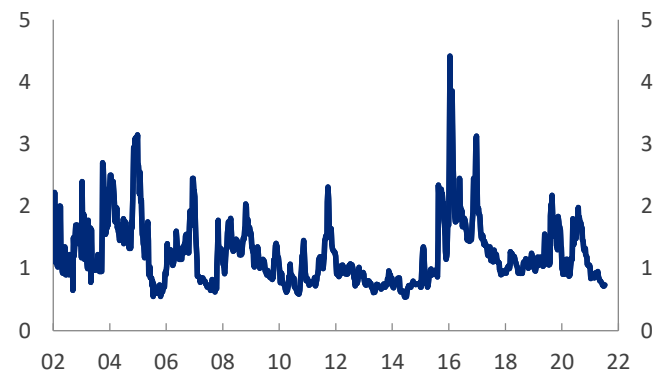
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 29: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



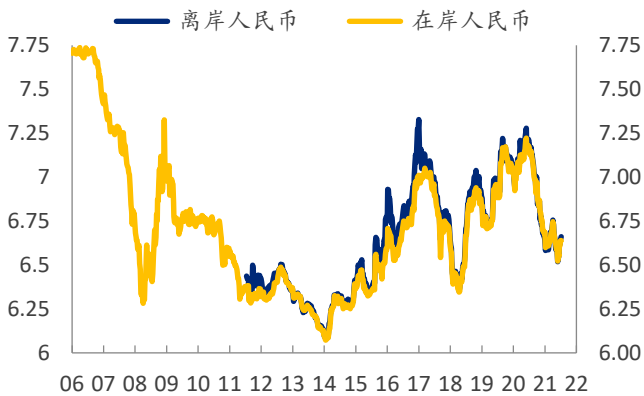
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

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



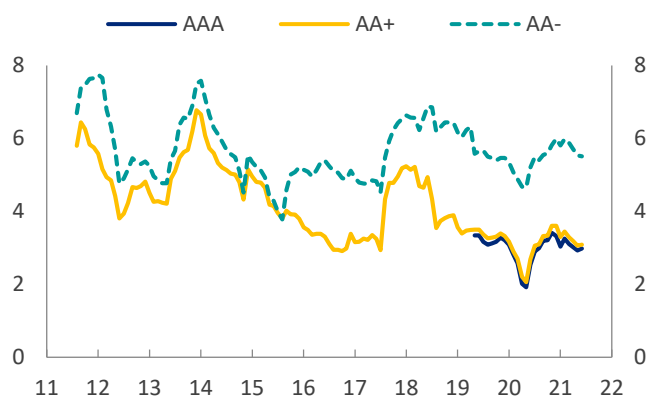
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 32: 港币一年期远期汇率



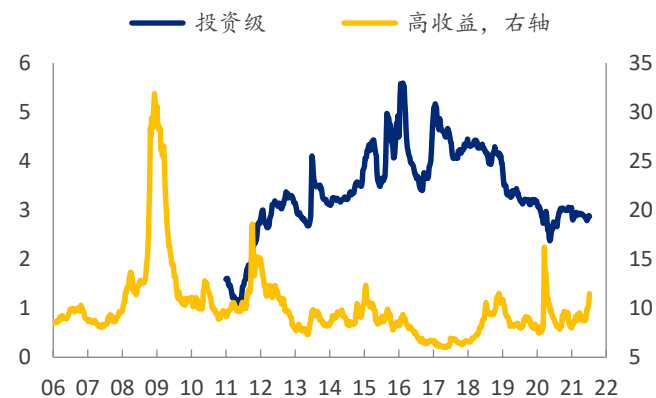
资料来源: FactSet, 浦银国际

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

欧洲央行：货币政策框架调整中期通胀目标



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

● 点评

6月，欧元区短端利率(3月期德债)下降2.6bps至7月9日的-0.66%，长端利率(10年期德债)下降10.5bps至7月9日的-0.29%，收益率曲线从5月末的0.44%下降至7月9日的0.36%。截至7月9日，欧元区AAA投资级债收益率由5月末的0.12%下降至0.05%水平，欧元区高收益债券(CCC及以下)收益率由5月末的7.12%升至7.18%。

欧央行在7月8日公布了最新的货币政策战略审查结果，其中对于通胀目标进行了修改。1998年通胀目标为低于2%，2003年欧央行对通胀目标的描述为“接近但低于2%”，但此次对于通胀目标，则进一步调高为“中期维持在2%的对称目标”(symmetric 2% inflation target over medium term)，并且表示，低于或者高于2%通胀目标都不如意。

虽然欧央行并未如美联储一样采取相对更宽松的“平均通胀目标法”(具体可以参看我们先前的报告《[美联储的鸽派货币政策新框架](#)》)，但欧央行的2%通胀对称目标同样也允许“通胀暂时温和高于目标水平”(a transitory period in which inflation is moderately above target)。虽然欧央行明确表示其与美联储的“平均通胀目标法”不一样，但其实质都是允许通胀可以出现高于2%水平的情况出现，区别只是在于程度的多少。

就措辞而言，欧央行对于通胀的容忍度低于美联储，但考虑到欧元区长期低迷的通胀水平，这也显得可以理解。但即使如此，其在实施上依然留有操作空间，例如“a transitory period in which inflation is moderately above target (通胀暂时温和高于目标水平)”对于transitory period (暂时)的具体时长、moderately (温和)的具体幅度大小都没有定义，这都为其在操作上留有空间。

今年二季度，欧央行鹰鸽双方达成共识，PEPP购债速度加快，促进了欧元区经济的恢复。但是，经济复苏和大宗商品价格反弹导致通胀回升超预期，欧元区通胀指标HICP在5月和6月分别达到2.0%和1.9%。考虑到低基数效应在下半年继续走强，通胀回升速度或将脱离经济复苏基本面。

通胀的超预期回升导致鹰鸽双方对 PEPP 的未来产生不同意见。帕内塔 (Fabio Panetta) 和维斯科 (Ignazio Visco) 为代表的欧央行偏鸽派认为应保持 PEPP 的灵活性, 不急于缩减; 而魏德曼 (Jens Weidmann) 和霍尔兹曼 (Robert Holzmann) 等偏鹰派官员则认为应逐步缩减 PEPP, 并支持在 2022 年 3 月结束该购债计划。但即使是例来鹰派的德国央行行长魏德曼, 也认为“物价上涨是暂时的, 中期内德国通胀依然非常温和”, 由此来看, “通胀暂时论”属于全球央行的普遍共识。

- **展望未来:**

欧盟 4 月达成的 7,500 亿欧元欧盟复苏基金 (“下一代欧盟”, Next Generation EU) 仍在开启阶段。通过十年前债券, 欧盟于 6 月 15 日筹集到首笔 200 亿欧元资金, 用于 “下一代欧盟” 复兴计划。

除了货币和财政的支持, 欧元区的疫苗接种比例也在不断增长 (截至 7 月 11 日, 至少接种一剂的占比已达到 53.94%)。下半年欧央行何时退出 PEPP 仍将是关注的重点。

● 动态追踪

欧央行行长称，现在讨论退出 PEPP 为时过早。6 月 14 日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，预计欧元区经济在 2022 年一季度将恢复至疫情前的水平，但这并不意味着 PEPP 将在 2022 年 3 月结束，现在讨论退出 PEPP 为时过早。

芬兰央行行长（偏鸽）称，欧央行可能在 9 月讨论 PEPP 过渡的问题。6 月 15 日，雷恩（Olli Rehn）在[采访](#)中称，雷恩表示，欧央行仍需提供货币政策刺激措施，并在“适当的时候”讨论 PEPP 过渡的问题，最早可能在今年 9 月的议息会议。

德国央行行长（偏鹰）预计 2022 年货币政策将恢复正常。6 月 17 日，魏德曼（Jens Weidmann）在[采访](#)中称，随着经济好转，欧央行通过 PEPP 购券将很快结束。他预计，货币政策正常化将在 2022 年到来。他补充说，物价上涨是暂时的，中期内德国通胀依然非常温和。

欧央行首席经济学家（偏鸽）称，没有新的通胀范式。6 月 22 日，莱恩（Philip Lane）在[采访](#)中称，欧元区通胀在未来几年将稳步上行，但不存在价格出现异常高增长时期的风险。他指出，当就业疲软时，很难出现强劲的工资上涨，目前的通胀不会转变为物价的持续上涨。

路透社：欧央行内部对通胀策略意见不一，预计 9 月达成协议。6 月 22 日，路透社援引消息人士的话称，欧央行内部距离就通胀策略达成协议仍有一段距离，预计将于 9 月的议息会议上达成协议。欧央行决策者一致同意容忍通胀超过 2% 的新目标，但没有一致同意是否具体说明允许超过的比例和时间。

欧央行：重申保持有利融资条件的重要性。6 月 24 日，欧央行发布[经济公报](#)称，疫情期间保持有利的融资条件减少了不确定性并增强信心，进而支撑了经济活动和价格稳定。公报指出，今年 3 月以来，企业和家庭的融资状况基本稳定，但是市场利率出现进一步上升。这在一定程度上反映经济前景的改善，但利率持续上升可能导致金融状况趋紧，从而对经济复苏和通胀前景构成风险。

欧央行的研究显示，公共支出可能提供摆脱低通胀陷阱的出路。6 月 24 日，欧央行的[研究报告](#)指出，发达经济体可能需要更多地依赖财政政策，以避免陷入低通胀陷阱。研究显示，当财政政策能够影响经济活动和通胀时，政府支出的增加可以稳定私营部门的通胀预期。

欧央行理事（中间派）重申货币和财政政策的支持。6 月 25 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在[采访](#)中称，欧央行将采取一切必要措施来维持经济复苏，并警告欧元区政府不要过早撤回财政支持。



路透社：欧央行鹰鸽双方的激烈争论。6月28日，路透社[报道](#)称，欧央行鹰鸽双方在缩减 PEPP 上提出了截然不同的观点。

- 欧央行理事帕内塔（Fabio Panetta，偏鸽）称，不能过早缩减 PEPP，应保持其在疫情后的特殊灵活性，尤其是当不同成员国家间融资条件差异成为传导机制的长期障碍时。
- 意大利央行行长维斯科（Ignazio Visco，偏鸽）警告称，疫情尚未结束之际，不要过早退出 PEPP。
- 奥地利央行行长霍尔兹曼（Robert Holzmann，偏鹰）表示，欧央行可能在 2022 年 3 月结束 PEPP。
- 德国央行行长魏德曼（Jens Weidmann，偏鹰）支持逐步缩减 PEPP，并表示在疫情限制解除、经济复苏向好时，将其终止。

路透社：欧央行将敲定新的通胀策略。7月1日，[路透社](#)援引欧央行发言人的话称，欧央行计划在未来数周召开“几次会议”，以消除对新通胀策略的分歧。此外，消息人士告诉路透社，欧央行官员之间仍有分歧，只希望在 9 月前敲定新的通胀策略。

欧央行行长强调高通胀背后的驱动因素。7月2日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，欧元区经济正开始从衰退中复苏，但病毒突变导致复苏仍然脆弱。她表示，今年的通胀预期为 2% 左右，2022 和 2023 年物价涨幅将放缓至 1.5% 和 1.4%。她指出，当前物价上涨主要受石油价格反弹和德国增值税率恢复的影响，并非可持续的。








德国央行行长（偏鹰）称，欧央行不应容忍过度通胀。7月2日，魏德曼（Jens Weidmann）在[采访](#)中称，欧央行不应在新的政策框架下容忍更高的通胀，因为这可能被视为其帮助高债务成员国的信号。他反对平均通胀制，并表示欧央行大规模购债可能会模糊货币政策和财政政策间的界限。



欧央行理事（中间派）称，通胀前景不稳定，但无需担忧高通胀。7月3日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在[演讲](#)中称，虽然长期通胀预期不断上升，但是考虑到导致今年通胀上升的许多因素可能在 2022 年消失，欧元区通胀最终可能收敛至 2% 的水平。

荷兰央行行长（偏鹰）称，通胀上升非暂时现象。7月4日，克诺特（Klaas Knot）在[采访](#)中称，欧元区的通胀回升可能并非暂时现象。他表示，欧央行不应高估自己判断暂时通胀和非暂时通胀的能力。

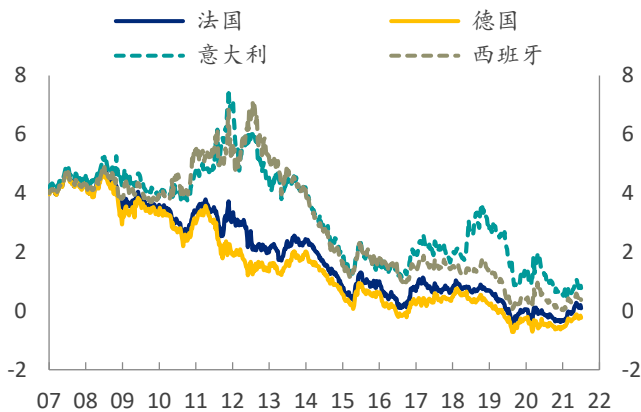
欧央行公布政策战略审查结果。7月8日，欧央行发布公告称，对货币政策框架进行调整：通胀目标由此前的“接近但低于 2%”调整为“中期维持在 2% 的对称目标”（symmetric 2% inflation target）；将居民自有住房费用纳入通胀指标 HICP；在货币政策操作中纳入气候变化的因素。

图表 35: 2021 年 6 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			现在讨论退出 PEPP 为时过早		当前的物价上涨并非受可持续因素的影响
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行 理事			不能过早缩减 PEPP, 应保持其特殊灵活性		
莱恩 Philip Lane	欧央行首席 经济学家					目前的通胀不会转变为物价的持续上涨
维斯科 Ignazio Visco	意大利 央行行长			疫情尚未结束之际, 不要过早退出 PEPP		
雷恩 Olli Rehn	芬兰 央行行长			可能在 9 月讨论 PEPP 过渡的问题		
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行 理事	中间派		重申货币和财政政策的支持		通胀前景不稳定, 但无需担忧高通胀
霍尔兹曼 Robert Holzmann	奥地利 央行行长			欧央行可能在 2022 年 3 月结束 PEPP		
克诺特 Klaas Knot	荷兰 央行行长					通胀上升非暂时现象
魏德曼 Jens Weidmann	德国 央行行长			支持逐步缩减 PEPP; 预计 2022 年货币政策恢复正常		通胀的回升是暂时的; 不应容忍过度通胀

注: =偏鸽 =偏鹰
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



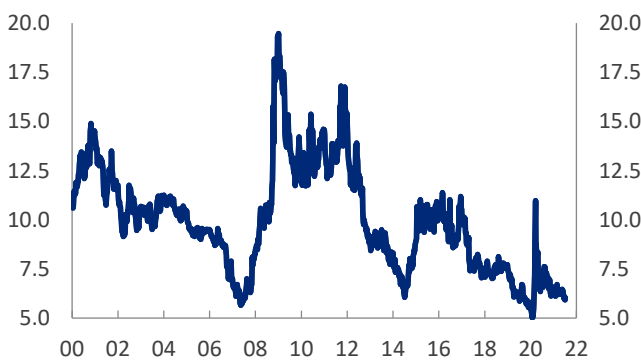
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 39: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



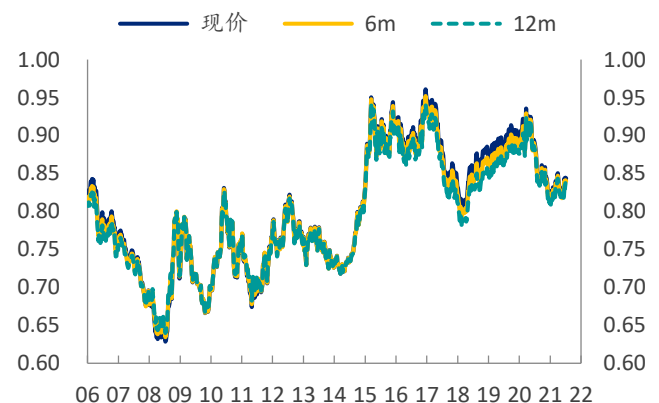
资料来源: FactSet, 浦银国际

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

其他央行：缩减宽松，步伐不一

● 点评

货币和财政政策的双重支持下，叠加疫苗的大规模接种，全球经济复苏前景逐渐向好，通胀在大宗商品持续回暖的推动下不断回升。6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。行长贝利（Andrew Bailey）称，不要对短暂回升的通胀反应过度。他认为，通胀上升是受暂时性因素的影响。
- 日本央行重申维持宽松的重要性，并再次延长企业融资优惠政策期限。6月议息会议的政策摘要称，通胀压力是暂时的。
- 澳洲央行维持政策利率不变，并延长 QE 计划至今年 11 月中旬。对于加息，澳洲央行称将等到通胀率回归 2-3% 的范围。
- 新西兰央行预计货币政策有望在中期内实现正常化。
- 挪威央行维持零利率不变，利率预测显示今年 9 月将开始加息。行长奥尔森（Oystein Olsen）表示，在未来四个季度，利率将每季度上调 25 个基点。
- 瑞典央行维持政策利率和 QE 不变，对政策前景持谨慎态度。
- 瑞士央行行长乔丹（Thomas Jordan）淡化了通胀的担忧。

● 展望未来：

目前，全球经济正处于后疫情的复苏阶段，就业和通胀数据的变动将直接影响各国央行的政策决定。

加拿大央行和挪威央行已开始货币政策的正常化，前者自 4 月开始缩减 25% 的购债规模，后者已明确 9 月开始加息。全球其它央行目前没有收紧货币政策的动作，澳洲央行则进一步维持宽松，将 QE 计划延长 2 个月。伴随经济的持续复苏，QE 的调整将成为未来讨论的重点。



● 动态追踪

● 英国央行

英国央行维持政策利率和 QE 不变。6 月 24 日，英国央行发布 [6 月议息会议纪要](#) 显示，维持 0.1% 的政策利率，并以 8 票对 1 票的结果决定维持 8,950 亿英镑的购债规模不变（SPDBI 注：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）。

英国央行行长称，不要对短暂回升的通胀反应过度。7 月 1 日，贝利（Andrew Bailey）在 [演讲](#) 中称，不要对暂时的经济增长和通胀回升反应过度，应确保经济复苏不会因为货币政策过早收紧而受到损害。他认为，导致通胀上升可能是三个暂时性的原因，即低基数效应，供求恢复不平衡，商品和服务的需求复苏不均衡。

● 日本央行

日本央行再次延长企业融资优惠政策期限。6 月 18 日，日本央行发布 [货币政策声明](#) 称，继续当前的货币政策宽松力度，保持政策利率和前瞻指引不变，并将企业融资优惠政策延长 6 个月至 2022 年 3 月底。

日本央行：重申维持宽松的重要性。6 月 23 日，日本央行发布的 [4 月议息会议纪要](#) 称，目前的货币宽松措施正发挥预期作用，并重申保持有利融资条件的重要性。

日本央行：通胀压力是暂时的。6 月 28 日，日本央行发布 6 月议息会议的 [意见摘要](#) 显示，大宗商品价格上涨和国内需求改善对通胀的影响可能较为温和。与会者指出，疫苗接种导致价格回升，但这种通胀压力只是暂时的，部分原因是根深蒂固的通缩心态。

● 澳洲央行

澳洲央行行长称，将研究购债计划的过渡方案。6 月 17 日，洛伊（Philip Lowe）在 [演讲](#) 中称，目前的购债计划将于今年 9 月到期，澳洲央行正研究可能的过渡方案，其中包括（1）按计划于 9 月停止购债；（2）在相似的时间段内重复当前的购债计划；（3）缩减购买金额或将购债分散至更长时间；（4）转向一种基于实际数据和经济前景更频繁地审查购债速度的方法。

澳洲央行维持政策利率并延长购债。7 月 6 日，澳洲央行发布 [货币政策声明](#)，维持 0.1% 的政策利率不变，将今年 9 月初到期的 QE 计划延长至 11 月中旬，并维持每周 40 亿澳元的购债速度。除非通胀率回归 2-3% 的范围，否则澳洲央行将不会加息。



BANK OF JAPAN

RESERVE BANK OF AUSTRALIA



RESERVE BANK OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



NOREGS BANK

SNB BNS



THE BANK OF KOREA

- 新西兰央行

新西兰央行：货币政策有望在中期内实现正常化。7月1日，新西兰央行发布 [2021-2024 年意向声明](#) 称，经济复苏需要持续的货币和财政支持，货币政策有望在中期内实现正常化（SPDBI 注：声明符合新西兰央行 5 月的货币政策声明，即预计 2022 年末开始加息，这将使 OCR 从目前的 0.25% 升至 1.50%）。

- 瑞典央行

瑞典央行维持政策利率和 QE 不变，对政策前景持谨慎态度。7月1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。声明称，即使疫情影响已经消退，但经济仍需要长期支持。

- 挪威央行

挪威央行暗示今年 9 月开始加息。6月16日，挪威央行发布 [货币政策声明](#) 称，维持零利率不变，但政策利率预测显示今年 9 月将开始加息、并在 2022 年中旬之前加息四次（SPDBI 注：这意味着挪威将是 G10 中首个加息的国家）。行长奥尔森（Oystein Olsen）表示，在未来四个季度，利率将每季度上调 25 个基点。

- 瑞士央行

瑞士央行行长淡化了通胀的担忧。6月17日，乔丹（Thomas Jordan）在 [采访](#) 中称，在考虑收紧宽松的货币政策之前，需看到通胀的大幅上升。他预计，2021 年瑞士通胀率将先升后降，长期来看物价上涨约为 1%。



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



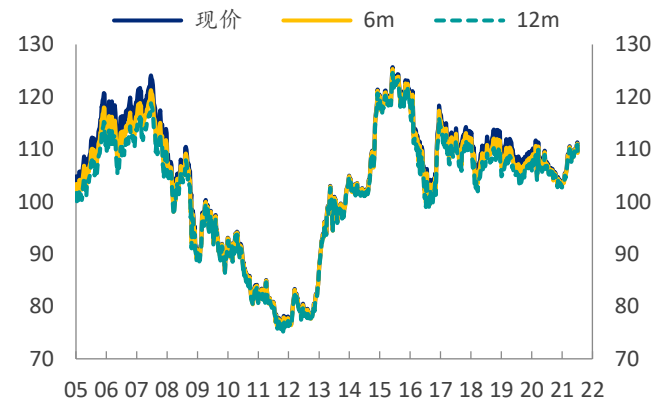
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 44: 1 年期日元隐含波动率 (%)



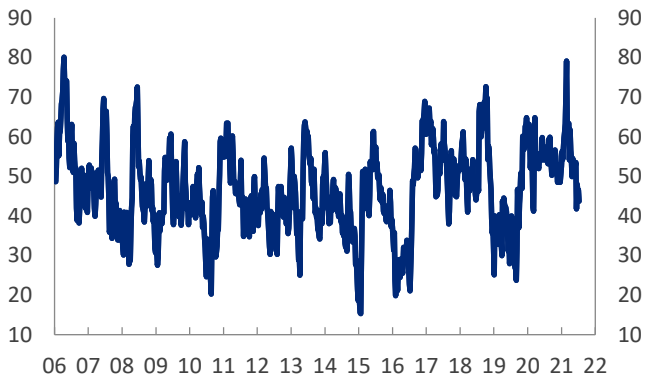
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

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

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个人。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。

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