



欧美央行即将缩减 QE，韩国加息

——SPDBI 全球央行观察

- 美联储：**虽然 8 月非农就业数据弱于预期，但从美国就业市场的需求、供应、薪资增长三个维度分析后发现美国就业市场实际情况很可能比非农数据呈现的更佳，已经具备开展 QE 缩减的条件。我们预计美联储将在今年四季度正式宣布 QE 缩减，但由于 9-10 月美国面临悬而未决的债务上限的问题，两党仍在就此展开磋商，存在不确定性。值此关键时机，美联储可能会暂时按兵不动以待债务上限问题妥善解决，因此美联储更有可能在 11 或 12 月的 FOMC 会议上正式宣布 QE 缩减。
- 中国人民银行：**9-12 月财政支出预计提速，地方债发行加速，叠加防范金融风险，这都凸显了当前需要相对宽松的货币环境予以配合，但正值美联储即将正式宣布 QE 缩减的关键时机，加上信贷需求的结构失衡问题仍然突出，更适用于结构性宽松。我们预计央行在多个政策目标的共同角力下，趋势上预计会有边际宽松，但不会是大水漫灌，预计仍将以结构性宽松为主。
- 欧洲央行：**在 9 月的议息会议上，欧央行表示将在四季度进行 PEPP 的缩减，但整体口径偏鸽，也未有明确的缩减路径，留有充足的操作空间。关于 PEPP 的缩减问题，欧央行内部的分歧较大。在美联储具体的 QE 缩减路径出炉之前，欧央行预计仅会做试探性的缩减，之后可能才会有更明确以及幅度相对明显的 PEPP 缩减。
- 其他央行：**虽然美联储尚未正式启动 QE 缩减，但加拿大、澳大利亚、新西兰等多国已经开启 QE 缩减或终止 QE，韩国则成为首个进行加息的发达经济体，挪威也很有可能在 9 月进行加息。

2021 年 9 月刊

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021 年 9 月 16 日

相关报告：

[《缩减 QE 日益临近，对风险资产继续保持谨慎——见微知著》](#)
(2021-8-26)

[《日益临近的 QE 缩减——SPDBI 全球央行观察》](#) (2021-8-17)

[《万亿资金下的中国股市板块配置测算——见微知著》](#) (2021-8-2)

[《大幅下挫后的互联网板块是否已到抄底的时候？——见微知著》](#) (2021-07-23)

[《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 \(2021 年 7 月刊\)》](#) (2021-07-16)

[《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)

目录

全球总览：欧美央行即将缩减 QE，韩国加息	3
美联储：就业状况比非农数据反应的更佳，预计年内正式宣布 QE 缩减	6
点评	6
动态追踪	9
中国人民银行：边际宽松，但仍以结构宽松为主	15
点评	15
动态追踪	17
欧洲央行：鸽式宣布 PEPP 缩减	21
点评	21
动态追踪	22
其他央行：陆续缩减，韩国加息	26
点评	26
动态追踪	27

欧美央行即将缩减 QE，韩国加息

——SPDBI 全球央行观察

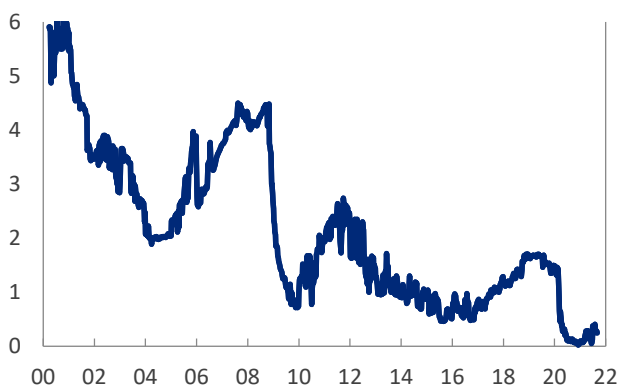
在 1986 年至 2006 年，格林斯潘担任美联储主席期间，每当股市下跌超过约 20% 时，美联储就会降低利率水平。市场认为，美联储有意呵护资产价格，将其视为避免更大损失的“看跌期权”，称为“格林斯潘看跌期权”。如今全球各国央行依然对于资本市场都有意无意地精心保护，我们可将其视为“全球央行看跌期权”。全球央行的货币政策对于宏观经济、股票、债券、商品、外汇市场依然扮演着极其重要的角色，各国央行政策的重要性对于各资产类别的投资人，如何强调都不为过。因此我们非常有必要密切追踪全球央行的货币政策动向，自上而下地寻找 Alpha 以及 beta 的投资机会。本报告为月度报告，将定期为投资者呈现全球央行最新动态及分析。

全球总览：欧美央行即将缩减 QE，韩国加息

2021 年 8 月：

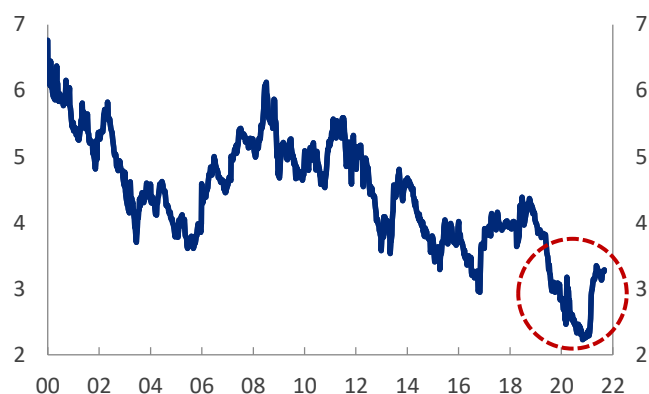
- **无央行降息，13 家央行加息：**初步统计，7-8 月没有央行进行降息；有 13 家（亚美尼亚、格鲁吉亚、巴西、捷克、乌拉圭、墨西哥、秘鲁、斯里兰卡、巴拉圭、匈牙利、冰岛、韩国和智利）央行进行加息（7 月有 10 家央行加息）。
- **8 月全球资本市场分化：**8 月全球股市整体回暖，MSCI 发达国家指数上涨 2.1%，MSCI 新兴市场指数回升 1.2%；8 月，美国、欧元区、英国、日本的国债收益率出现不同程度回升；在岸与离岸美元的流动性稳定，海外央行美元互换需求回落约 1.42 亿美元。
- **8 月全球央行扩表继续：**最大的驱动力来自美联储，推出无限量 QE 后，资产负债表规模剧增，扩表速度远超金融危机时期。截至 8 月 31 日，美联储资产负债表总规模较 7 月略有上涨，达 8.35 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 (%)



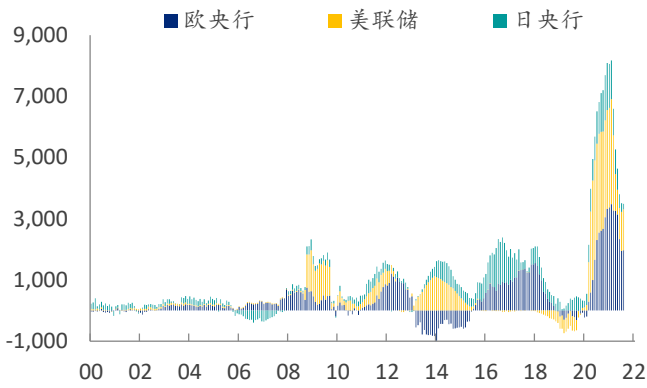
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数 (%)



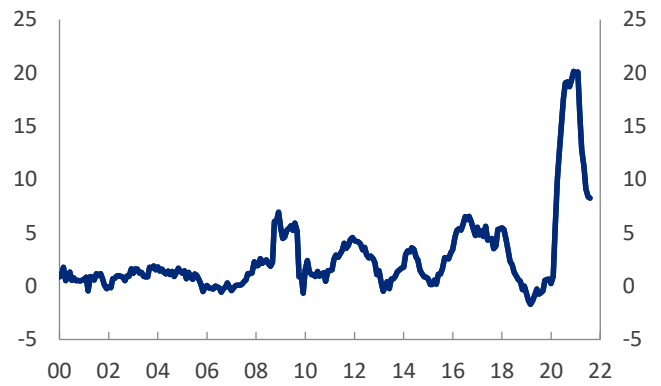
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



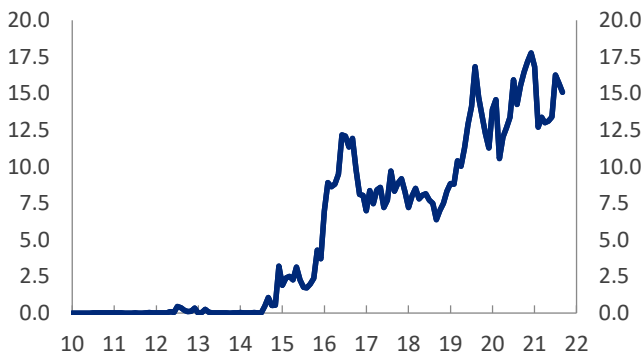
资料来源: FactSet, 浦银国际

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：就业状况比非农数据反映的更佳， 预计年内正式宣布 QE 缩减



● 点评

8 月，美债短端利率（3 月期）在 0.05% 的水平小幅波动；长端利率回升，10 年期美债收益率从 7 月末的 1.23% 升至 9 月 8 日的 1.34%。截至 9 月 8 日，高收益债收益率维持于 4.60% 的水平，投资级债收益率维持于 2.07% 的水平。美元指数经历 8 月下旬的回落，9 初有所回升，9 月 8 日回到 92.65 的水平。

在 8 月发布的《[日益临近的 QE 缩减——SPDBI 全球央行观察](#)》中，我们强调了 8 月末的 Jackson Hole 会议将是观察美联储缩减 QE 的极其重要的窗口，鲍威尔很有可能就 QE 缩减事宜与市场进行沟通。此次会议上，鲍威尔确实如期给出了关于今年年内进行 QE 缩减的信息。

9 月 3 日公布的美国 8 月非农数据则显著不及预期，8 月非农就业新增 23.5 万人，远低于市场预期，较 6 月（93.8 万人）和 7 月（94.3 万人）出现大幅下降。但就业市场的实际情况要比单月非农数据表现的状况更佳。

下面我们从几个维度来审视美国就业市场的情况：

- NFIB 中小企业调查显示，中小企业未来 3 个月进行扩大招聘的离散指数创下历史新高，显示就业市场的需求旺盛。

图表 9: NFIB 中小企业未来 3 个月进行扩大招聘的扩散指数



资料来源：FactSet, NFIB, 浦银国际

- 美国经济咨商协会的消费者信心调查的细分门类中，消费者认为“工作机会充裕”与“工作机会难寻”的扩散指数也超越了疫情前的高点，逼近历史新高水平，这从供应端显示当前就业市场活跃。

图表 10: “工作机会充裕”与“工作机会难寻”的扩散指数



资料来源: FactSet, 美国经济咨商协会, 浦银国际

- 结合就业市场的供应需求端来看，最后落脚到就业市场的价格——即工资增速。我们可以看到虽然失业率仍然处于低位，仍明显落后于疫情前的水平，但亚特兰大联储的美国工资增速中位数显示，工资增速已经出现明显的回升，这也从另一个角度佐证了就业市场明显改善的情况。

图表 11: 美国失业率 vs 工资增速 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

综合以上几个维度，我们认为，美国就业市场具备了开展 QE 缩减的条件，叠加 8 月末鲍威尔所释放的 QE 缩减信号，美联储不会因为 8 月的就业数据变化而放弃在 2020 正式宣布 QE 缩减。

此外，针对 8 月偏弱的就业数据，部分联储官员继续发表讲话支持缩减 QE。圣路易斯联储主席布拉德（无投票权）表示，8 月的就业数据偏弱并非由需求疲弱导致，而更多是因疫情阻碍招聘，纽约联储的威廉姆斯（有投票权）则强调就业前景改善并未改变，今年适合开展 QE 缩减。

- **展望未来：**

我们预计美联储将在今年四季度正式宣布 QE 缩减，但由于 9-10 月美国面临悬而未决的债务上限问题，两党仍在就此展开磋商，存在不确定性。值此关键时机，美联储可能会暂时按兵不动，以待债务上限问题妥善解决，因此美联储更有可能在 11 月或 12 月的 FOMC 会议上正式宣布 QE 缩减。

● 动态追踪

美联储理事(有投票权,中间派)称,撤回宽松货币政策或早于预期。8月5日,沃勒(Christopher Waller)在[采访](#)中称,美国经济快速复苏,劳动力市场正在改善,美联储或将比预期更早撤回宽松货币政策。

亚特兰大联储主席(有投票权,偏鹰)称,预计美联储将在10-12月期间缩减QE。8月9日,博斯蒂克(Raphael Bostic)在[演讲](#)中称,如果8-9月的就业增长态势保持7月的良好水平,经济则将达到美联储缩减QE的条件,预计美联储将在10-12月期间缩减QE。

芝加哥联储主席(有投票权,偏鸽)称,美联储不应过早收紧货币政策。8月10日,埃文斯(Charles Evans)在[采访](#)中称,美联储不应过早收紧货币政策,劳动力市场需进一步复苏后才能缩减QE。

美联储偏鹰派官员称,可以开始缩减QE。8月11日,达拉斯联储主席卡普兰(Robert Kaplan,无投票权)在[采访](#)中称,美联储应于9月宣布缩减QE,并在10月开始实施。堪萨斯联储主席乔治(Esther George,无投票权)也在[采访](#)中表示,近期劳动市场复苏取得的进展表明,美联储可以开始缩减QE。

堪萨斯联储主席(无投票权,偏鹰)称,可以开始缩减QE。8月11日,乔治(Esther George)在[采访](#)中称,通胀回升、劳动力市场改善以及对需求预期强劲,意味着经济或已达到可以开始缩减QE的标准。

旧金山联储主席(有投票权,偏鸽)称,预计年底前开始缩减QE。8月11日,戴利(Mary Daly)在[采访](#)中称,劳动力市场复苏已取得显著进展,美联储可能于今年年底前开始缩减QE。

里士满联储主席(有投票权,偏鹰)称,预计数月后才能缩减QE。8月11日,巴尔金(Thomas Barkin)在[采访](#)中称,希望就业率进一步改善后再缩减QE,预计几个月后才能达到缩减QE的条件。

美联储主席(有投票权)称,尚不清楚新冠变种病毒对经济的影响,但复苏仍将继续。8月17日,鲍威尔(Jerome Powell)在[采访](#)中称,目前不清楚新冠变种病毒是否会对经济复苏产生显著影响。但总体而言,即使疫苗接种率低、感染人数增加,他仍相信经济将继续复苏。

波士顿联储主席(无投票权,偏鹰)称,支持美联储9月宣布缩减QE。8月17日,罗森格伦(Eric Rosengren)在[采访](#)中称,经济复苏受供应短缺影响,美联储的购债计划不匹配目前的经济状况,美联储应终止经济刺激,以避免沉重的债务负担和通胀压力。他表示,支持美联储9月宣布缩减QE,并在2022年中旬前逐步停止资产购买。



明尼阿波利斯联储主席（无投票权，偏鸽）称，今年年末可以开始缩减 QE。8 月 17 日，卡什卡里（Neel Kashkari）在[采访](#)中称，今年年末可以开始缩减 QE，但是否缩减取决于劳动力市场能否进一步改善。

美联储：多数与会者希望今年开始缩减 QE。8 月 18 日，美联储发布[7 月 FOMC 会议纪要](#)称，多数与会者希望今年开始缩减 QE，其它意见认为明年开始缩减会更合适。此外，与会者讨论了应优先缩减国债购买还是 MBS 购买。纪要显示，关于缩减 QE 的步伐，以及是否应在加息时点前完成缩减尚无定论。会议没有改变目前的共识，即未来几个月内将宣布缩减 QE，并将于 4Q21 或 1Q22 开始实施缩减。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，希望于 1Q22 完成缩减 QE。8 月 19 日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，希望尽快开始缩减 QE，并于 1Q22 完成缩减，以便为 2022 年加息留出空间。此外，他表示，4Q22 是加息的合适时点。

达拉斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，若新冠变种病毒过于严重，会重新考虑收紧货币政策的决定。8 月 20 日，卡普兰（Robert Kaplan）在[采访](#)中称，如果经济复苏因新冠变种病毒大幅放缓，美联储可能会重新考虑是否应收紧货币政策。此外，他预计美国今年 GDP 增速将达到 6.5%，失业率在今年年底将降至 4.5% 左右。

堪萨斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，可以开始缩减 QE。8 月 26 日，乔治（Esther George）在[采访](#)中称，鉴于就业增长和经济复苏态势良好，美联储应尽快缩减 QE。

达拉斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，美联储应于 9 月宣布缩减 QE。8 月 26 日，卡普兰（Robert Kaplan）在[采访](#)中称，美联储应于 9 月宣布缩减 QE，并在 10 月或稍晚开始实施缩减。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，美联储应开始缩减 QE。8 月 26 日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，美联储应开始缩减 QE，并希望在 1Q22 结束前完成缩减。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称，预计 1Q22 完成缩减 QE。8 月 27 日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中重申，如果 8-9 月的就业增长态势保持 7 月的良好水平，10 月则可以开始缩减 QE，并希望在 1Q22 完全停止资产购买。

费城联储主席（无投票权，偏鹰）称，2022 年年底前不会加息。8 月 27 日，哈克尔（Patrick Harker）在[采访](#)中称，美联储在 2022 年底或 2023 年初之前不会加息。他表示，希望尽快开始缩减 QE，并称会在 QE 缩减结束后再考虑加息。



美联储主席（有投票权）称，缩减 QE 并不意味着加息。8 月 27 日，鲍威尔（Jerome Powell）在杰克森霍尔(Jackson Hole)全球央行年会的[演讲](#)中称，美联储可能在年底前收紧宽松的货币政策，但加息仍然遥遥无期。（SPDBI 注：杰克森霍尔会议是全球央行政要探讨未来货币政策方向。鲍威尔在 2020 年的会议上提出了“平均通胀目标”）。



美联储理事（有投票权，中间派）称，8 月的新增就业数据将决定是否开始缩减 QE。8 月 28 日，沃勒（Christopher Waller）在[采访](#)中称，如果 9 月初发布的数据显示 8 月新增就业超过 85 万，美联储将可以开始缩减 QE。此外，他认为新冠变种病毒不会拖慢经济复苏进程。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）称，今年年末或可以开始缩减 QE。8 月 28 日，克拉里达（Richard Clarida）在[采访](#)中称，如果就业继续保持强劲增长，今年年末可以开始缩减 QE。

华尔街日报：美联储将在未来几个月内缩减 QE。8 月 29 日，华尔街日报[援引](#)消息人士的话称，美联储对就业最大化的定义模糊，导致联储官员对劳动力市场复苏基准意见不一。但是，鹰鸽双方对经济前景的预期差距不大，若无突发因素，美联储将在未来几个月内缩减 QE。

克利夫兰联储主席（无投票权，中间派）称，希望今年开始缩减 QE。8 月 31 日，梅斯特（Loretta Mester）在[采访](#)中称，经济已经达到了缩减 QE 的条件，希望在今年开始缩减 QE，并于明年年中前完成缩减。她表示，在加息之前，需看到劳动力市场进一步的改善。

图表 12: 2021 年 8 月美联储官员重要观点一览表

人名	职务	FOMC 投票权	货币政策倾向	经济前景	政策工具	财政支持	通胀
鲍威尔 Jerome Powell	美联储主席	◎		经济复苏仍将 继续	缩减 QE 不意味 着加息		
卡什卡里 Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储主席		🕊️		今年年末可以 开始缩减 QE		
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席	◎	🕊️		预计年底前开 始缩减 QE		
克拉里达 Richard Clarida	美联储副主席	◎	🕊️		今年年末可以 开始缩减 QE		
埃文斯 Charles Evans	芝加哥联储主席	◎	🕊️		不应过早收紧 货币政策		
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰联储主席		中间派		希望今年开始 缩减 QE		
沃勒 Christopher Waller	美联储理事	◎	中间派		撤回宽松货币 政策或早于预 期; 8 月新增就 业数据将决定 是否开始缩减		
罗森格伦 Eric Rosengren	波士顿联储主席		🦅		支持美联储 9 月 宣布缩减 QE		
巴尔金 Thomas Barkin	里士满联储主席	◎	🦅		预计数月后才 能缩减 QE		
乔治 Esther George	堪萨斯联储主席		🦅		可以开始缩减 QE		
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大联储主席	◎	🦅		预计 10-12 月缩 减 QE, 1Q22 完 成缩减 QE		
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席		🦅		希望尽快开始 缩减, 2022 年底 前不会加息		
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席		🦅		应开始缩减 QE, 并希望在 1Q22 完成缩减		
卡普兰 Robert Kaplan	达拉斯联储主席		🦅	预计今年 GDP 增速为 6.5%, 失 业率在年底将 降至 4.5% 左右	9 月宣布缩减, 并在 10 月或稍 晚开始实施; 若 新冠变种病毒 过于严重, 会重 新考虑收紧货 币政策的决定		

注: ◎=有投票权 🕊️=偏鸽 🦅=偏鹰

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)



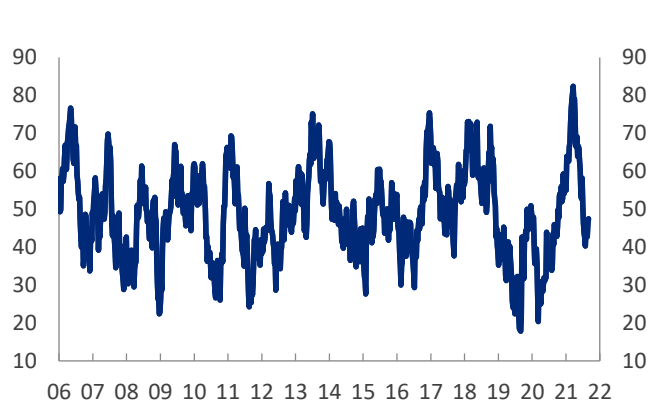
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 15: 10年期美债投机性净多头



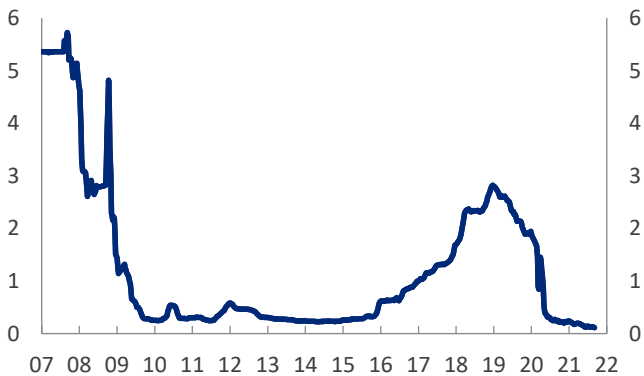
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 16: 10年期美债收益率 14天 RSI



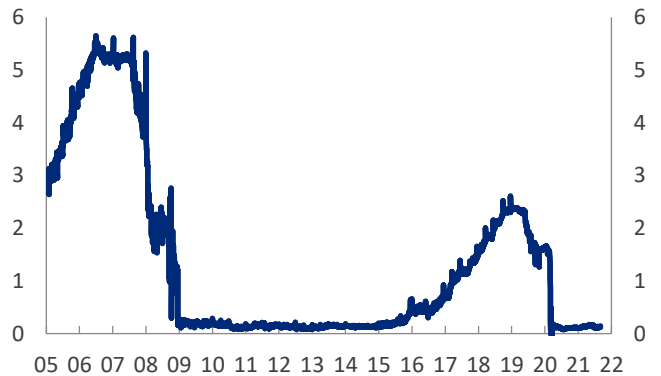
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 17: 美元 3 月期 LIBOR (%)



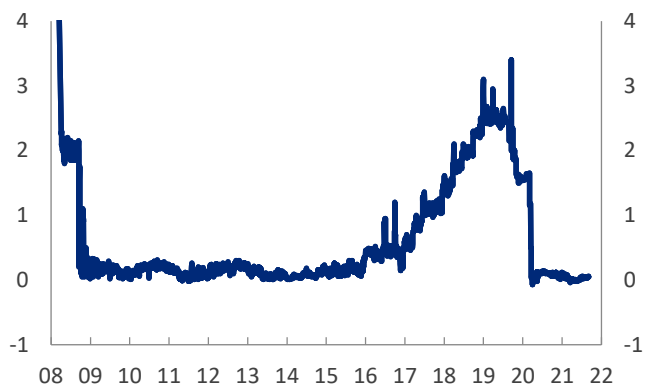
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 18: 3 月期美债隐含收益率 (%)



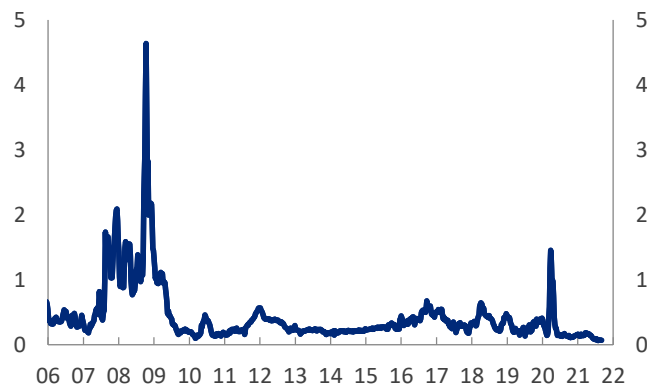
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 19: 美国隔夜回购利率 (%)



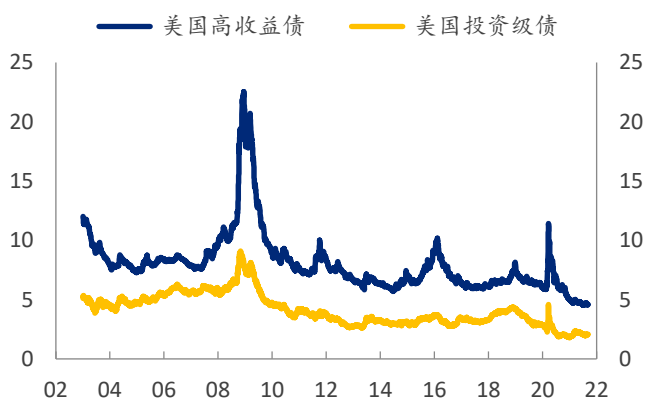
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 20: 泰德利差 (%)



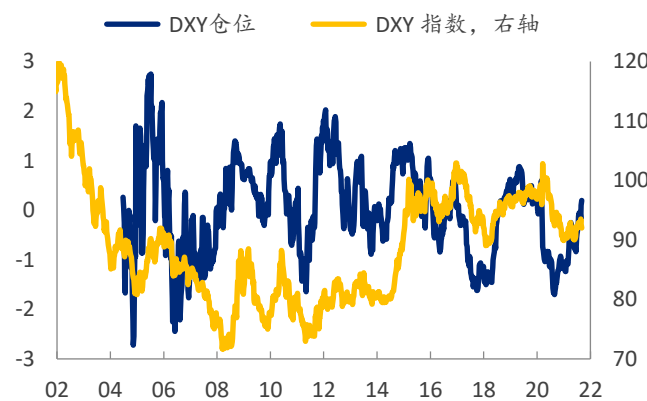
资料来源: FactSet, 浦银国际

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：边际宽松，但仍以结构宽松为主



● 点评

截至 9 月 8 日，短端利率（3 月期国债）下降 33.7bps 至 1.74% 的水平，长端利率（10 年期国债）由 2.85% 回升至 2.88%。中国央行 8 月续作 6,000 亿元中期借贷便利操作（MLF），当月 MLF 到期 7,000 亿元，净回笼资金 1,000 亿元；通过公开市场逆回购，7 月净投放资金 1,600 亿元。

四季度的货币政策，我们认为有以下几个理解维度。

1) 财政支出提速，地方债加速发行。

9 月作为季度末，通常财政支出明显会提速。此外我们在 [《缩减 QE 日益临近，对风险资产继续保持谨慎——见微知著》](#) 中提到，今年的地方债发行进度明显落后，9-12 月地方债发行加速，这都需要相对宽松的货币环境予以配合。

2) 防范金融风险。

根据最新发布的《中国金融稳定报告（2021）》，区域性金融风险、部分企业债务违约风险、个别中小银行风险，是影响金融稳定的三个主要方面。8 月，中国央行就化解债务风险和维护金融稳定约谈了某地产龙头，中国央行党委书记也在会议中提及要加快推进《金融稳定法》，这都显示出防范金融风险是下半年的政策关注重点。局部债务风险的凸显也要求相对宽松的货币环境予以配合。

以上两个因素都要求宽松的货币环境予以配合。但还需要结合考虑以下两个维度。

1) 应对美联储的 QE 缩减。

目前人民币的汇率已经接近 2018 年的水平，随着美联储 QE 缩减的日益临近，人民币存在下行压力。值此关键时机，央行不太可能进行大幅宽松，因为这会进一步增大汇率的下行压力。央行更可能实施结构性宽松进行精确滴灌。9 月 7 日，央行货币政策司司长孙国峰也表示“今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动。”

图表 23: 美元兑人民币

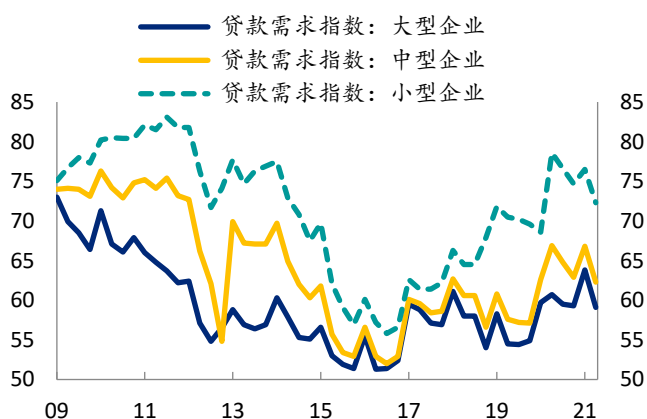


资料来源: FactSet, 浦银国际

2) 信贷需求的结构性失衡问题仍然突出, 更适用于结构性宽松。

央行的银行家问卷调查显示信贷需求已经转弱, 但我们可以清晰看到小型企业的信贷需求仍然显著高于大中型企业, 这显示小微企业的融资难问题仍然存在, 更适用于结构性的宽松。9月9日央行公告今年将再新增3000亿元支小再贷款额度, 引导降低小微企业融资成本, 继续加大信贷对实体经济的支持力度, 这也正是对结构性宽松的最好诠释。

图表 24: 贷款需求调查



资料来源: FactSet, 中国人民银行, 浦银国际

• 展望未来:

央行在多个政策目标的共同角力下, 趋势上预计会有边际宽松, 但不会是大水漫灌, 预计仍将以结构性宽松为主。

● 动态追踪



中国央行发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》。8月18日，中国央行等部门联合发布[文件](#)称，要完善债券市场法制，建立完善制度健全、竞争有序、透明开放的多层次债券市场体系。

中国央行和银保监会约谈恒大集团。8月19日，中国央行发布[公告](#)称，约谈恒大集团高管，要求其认真落实中央关于房地产市场平稳健康发展的战略部署，努力保持经营稳定，积极化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定。

中国央行行长称，要促进实际贷款利率下行。8月23日，易纲行长在[采访](#)中称，要加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性。此外，他表示要促进实际贷款利率下行。

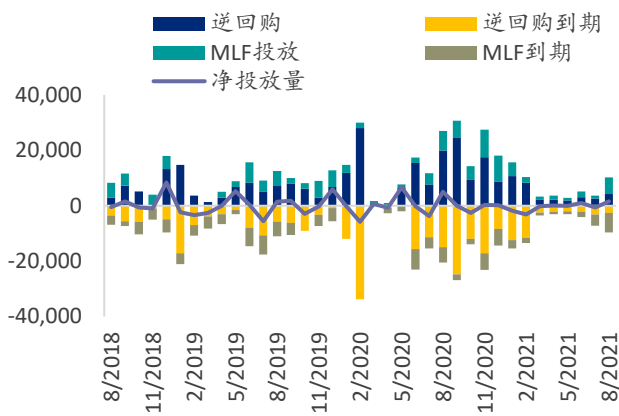
中国央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会。8月23日，中国央行召开[会议](#)，研究当前货币信贷形势并部署下一步货币信贷工作。会议要求：做好跨周期设计，衔接好今明两年的信贷工作，加大信贷对实体经济的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

中国央行党委书记传达中央财经委员会第十次会议精神。8月24日，郭树清在[会议](#)中要求，把促进共同富裕作为金融工作的出发点和着力点，统筹做好重大金融风险防范化解工作，要进一步加强政策研究储备，加强金融法治和基础设施建设，加快推进制定《金融稳定法》。

中国央行发布《中国金融稳定报告（2021）》。9月3日，中国央行发布[报告](#)称，在防范化解重大金融风险攻坚战取得重要阶段性成果：宏观杠杆率持续过快上升势头得到有效遏制；各类高风险机构得到有序处置；影子银行风险持续收敛；重点领域信用风险得到稳妥化解；金融秩序得到全面清理整顿；防范化解金融风险制度建设有力推进。

中国央行进一步加大对中小微企业的政策支持力度。9月9日，中国央行发布[公告](#)称，今年9-12月将新增3,000亿元支小再贷款额度，引导降低小微企业融资成本。

图表 25: 中国央行公开市场操作与到期 (亿元)



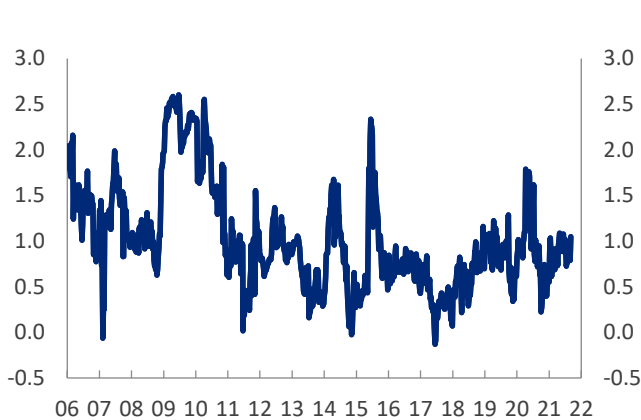
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 26: 中国国债收益率 (%)



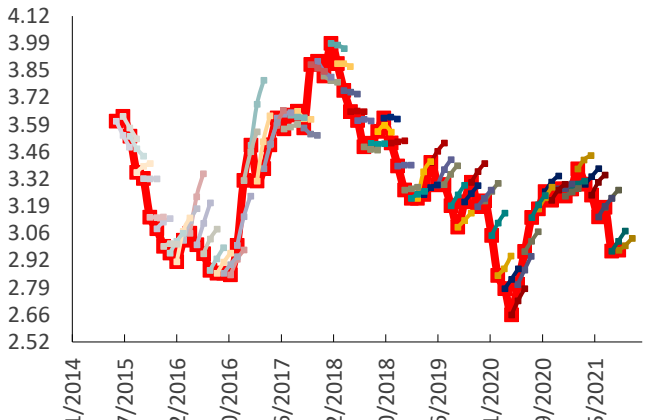
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 27: 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 28: 中国 10 年期国债远期 (%)



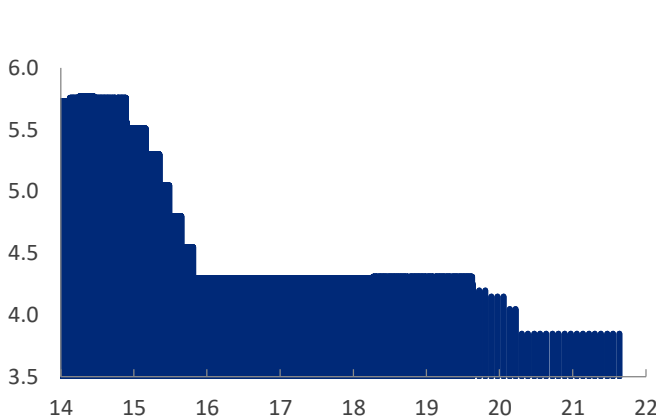
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 29: AAA 级同业存单到期收益率 (%)



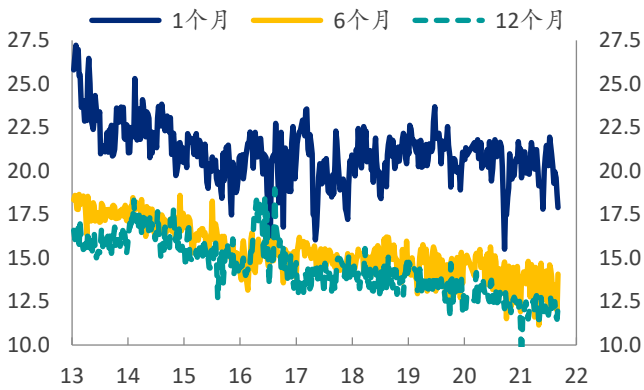
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 30: 1 年期 LPR 利率 (%)



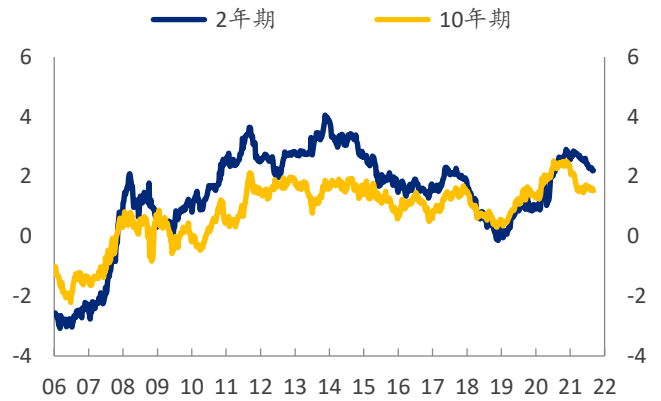
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 31: 温州民间融资综合利率 (%)



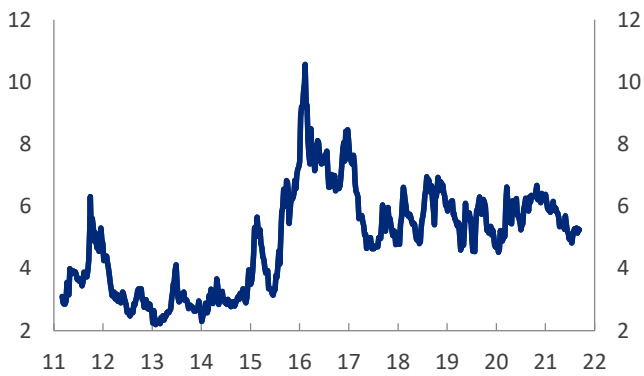
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 32: 中美国债利差



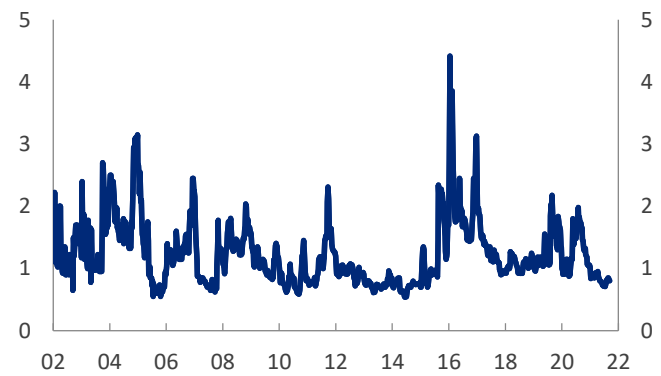
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 33: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



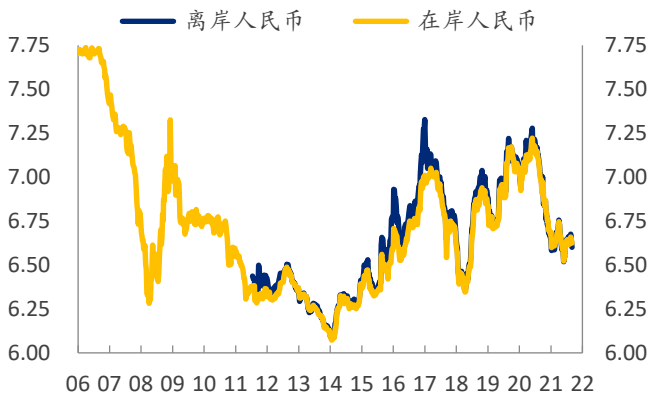
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 34: 1 年期港币隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 35: 人民币一年期远期汇率



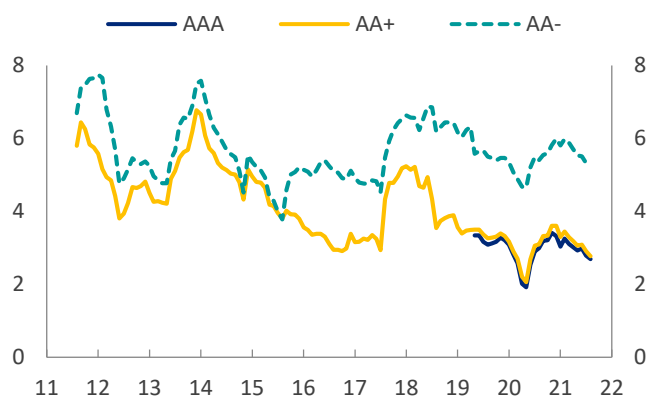
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 36: 港币一年期远期汇率



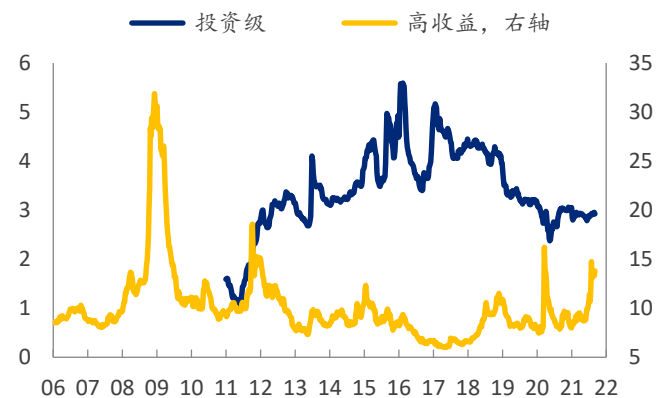
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 37: 中国 1 年期公司债收益率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 38: 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：鸽式宣布 PEPP 缩减

• 点评

8 月，欧元区短端利率（3 月期德债）维持在-0.66%的水平，长端利率（10 年期德债）回升 12.5bps 至 9 月 8 日的-0.33%，收益率曲线从 7 月末的 0.20% 升至 9 月 8 日的 0.34%。截至 9 月 8 日，欧元区 AAA 投资级债收益率由 7 月末的-0.07% 回升至 0.02% 水平，欧元区高收益债券（CCC 及以下）收益率由 7 月末的 7.20% 降至 7.15%。

继美联储表态 QE 缩减后，欧央行也紧随其后表态进行 PEPP 缩减。

9 月欧央行议息会议上，欧央行表示将对因新冠疫情而推出的“新冠紧急资产购买计划”（PEPP）将在四季度进行缩减（a moderately lower pace of net asset purchases under the PEPP than in the previous two quarters）。针对 PEPP 的退出时点，欧央行内部一直争论不休，偏鸽派的莱恩（Philip Lane）仍表示，9 月议息会议讨论结束 PEPP 过早；而偏鹰派的霍尔兹曼（Robert Holzmann）则呼吁，应在 9 月讨论削减 PEPP 计划。虽然欧央行明确发出 PEPP 的缩减信号，但仍是一个“鸽式缩减”，因为欧央行并未给出明确的操作细则（市场原本预估欧央行会宣布购债规模由每月 800 亿欧元降至 700 亿欧元），欧央行甚至拒绝使用“缩减”（taper）这个刺眼的单词，欧央行的鸽式宣言为缩减保留了充分的政策弹性。

欧央行小幅修改前瞻指引。根据最新发布的 7 月议息会议纪要，欧央行通过了新的前瞻指引，承诺利率在更长时间内不会上升，并将首次加息与通胀预测回升相关联（if the inflation outlook were to improve by more than anticipated as the recovery proceeded, the time horizon to the first increase in interest rates would automatically shorten and financing conditions tighten）。

虽然新的前瞻指引提及了在通胀预测超预期的情况下，首次加息的时间会提前，天平似乎略微向欧央行的鹰派倾斜，但从操作角度来说，仍为欧央行留有较大空间进行诠释。

• 展望未来：

关于 PEPP 的缩减问题，欧央行内部的分歧较大。在美联储具体的 QE 缩减路径出炉之前，欧央行预计仅会做试探性的缩减，之后可能才会有更明确以及幅度相对明显的 PEPP 缩减。



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

● 动态追踪

德国央行行长（偏鹰）称，需监控通胀回升风险，并在必要时收紧货币政策。8月8日，魏德曼（Jens Weidmann）在[采访](#)中称，预计欧元区通胀将加速，希望欧央行对通胀风险和通缩风险的监控保持同等水平。他表示，PEPP计划是暂时性的，必须在疫情结束后终止；如果通胀过高，欧央行需收紧货币政策时，也将暂停资产购买计划（APP）计划。

欧央行首席经济学家（偏鸽）称，将确保达成2%的中期通胀目标。8月19日，莱恩（Philip Lane）在[采访](#)中称，将通过一系列措施使政策利率与2%的通胀目标联系起来。他认为，对称的通胀目标意味着通胀率高于或低于2%都是不可取，欧央行会酌情调整货币政策工具，以确保达成2%的中期通胀目标。

欧央行理事（中间派）淡化了对通胀的担忧。8月21日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在[采访](#)中称，中期而言，更担心通胀率过低而不是过高。她解释称，实际工资上涨时，需求增加将有助于欧央行达成通胀目标；此外，政府征收碳税也将推高通胀。她对经济强劲复苏持乐观态度，并表示高疫苗接种率可降低再次封锁带来的风险，而制约经济复苏的主要因素是供给短缺。

德国央行：至2022年中期，德国通胀率可能保持在2%以上。8月23日，德国央行在[月度报告](#)中表示，德国今年的经济增速可能低于预期，新冠变种病毒可能拖累秋季的经济复苏。此外，报告预计，至2022年中期，德国通胀率可能保持在2%以上。

欧央行副行长（偏鸽）称，欧央行可能上调对欧元区的经济预测。8月25日，德金多斯（Luis de Guindos）在[采访](#)中称，第三季度的经济指标表现良好，欧央行可能在9月再次上调对欧元区的经济预测。

欧央行首席经济学家（偏鸽）称，9月讨论结束PEPP为时过早。8月25日，莱恩（Philip Lane）在[采访](#)中称，PEPP购债计划将至少持续至2022年3月底，现在开始讨论将其结束为时过早，9月议息会议的主要任务是决定4Q21的购债速度。他表示，如果2022年3月底通胀率仍低于欧央行2%的目标，欧央行也将通过其他计划维持资产购买。虽然过去几个月通胀率较高，但他仍认为通胀回升是暂时的。

欧央行修订前瞻指引。8月26日，欧央行发布[7月议息会议纪要](#)显示，与会者同意一项新的前瞻指引：承诺利率在更长时间内不会上升，并将首次加息与进一步的通胀回升相关联。纪要显示，多数与会者支持新的前瞻指引，但少数成员持保留意见。有与会者认为，可根据实际通胀率而非预期通胀率制定加息条件，以此改善前瞻指引。



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

法国央行行长（偏鸽）称，供应短缺正推高价格。8月26日，维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）在[采访](#)中称，全球供应链中断影响了很多行业，削弱消费者信心并阻碍经济复苏。他认为，虽然供应短缺是暂时的，但供应短缺正推高价格，而持续的价格上行压力可能会削弱今年通胀率仅为暂时回升的信心。

法国央行行长（偏鸽）称，讨论 PEPP 时应考虑融资条件的改善。8月30日，维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）在[采访](#)中称，欧央行在讨论 PEPP 时，应考虑近期融资条件的改善。他表示，欧央行不急于在9月决定是否延长 PEPP，因为与美联储不同，欧央行可以根据融资情况调整每月的资产购买计划。

荷兰央行行长（偏鹰）称，欧央行可以放缓经济刺激措施。8月31日，克诺特（Klaas Knot）在[采访](#)中称，欧元区的通胀已经明显改善，欧央行可以放缓经济刺激措施，让 PEPP 按计划于明年3月结束。

奥地利央行行长（偏鹰）称，欧央行应在9月讨论削减 PEPP 计划。8月31日，霍尔兹曼（Robert Holzmann）在[采访](#)中称，欧央行应开始讨论如何逐步缩减疫情期间的经济刺激措施，重点使用有助于实现2%通胀目标的货币政策工具。他表示，欧元区经济正在复苏，建议欧央行在4Q21放缓资产购买。








希腊央行行长称，应谨慎评估通胀回升。9月1日，史托纳拉斯（Yannis Stournaras）在[采访](#)中称，欧央行不应过度解读欧元区通胀回升。他指出，最近通胀率回升是受疫情造成的供应短缺影响，决定核心通胀率的工资和单位劳动成本没有表现出与整体通胀率相同的波动性。



欧央行副行长（偏鸽）称，随着经济复苏，货币政策应逐步正常化。9月1日，德金多斯（Luis de Guindos）在[采访](#)中称，货币政策旨在限制疫情的影响并保持有利的融资条件，欧央行将根据新的经济预测决定资产购买量等货币政策。他表示，如果通胀和经济复苏，货币政策逐则将逐步正常化。

彭博社：欧央行将在4Q21放缓债券购买。9月3日，彭博社[援引](#)消息人士的话称，多数经济学家预计欧央行将在4Q21开始放缓债券购买；经济前景改善的情况下，预计欧央行会将 PEPP 的购债规模从每月800亿欧元降至500亿欧元，并将在今年年底宣布终止 PEPP 的时间。此外，经济学家预计2024年之前欧央行不会加息。

欧央行维持关键政策不变，放缓 PEPP 购债速度。9月9日，欧央行发布[9月货币政策决定](#)称，维持关键政策不变，继续根据 PEPP 和 APP 进行购债，但未来 PEPP 购债速度将比过去两季度温和放缓。

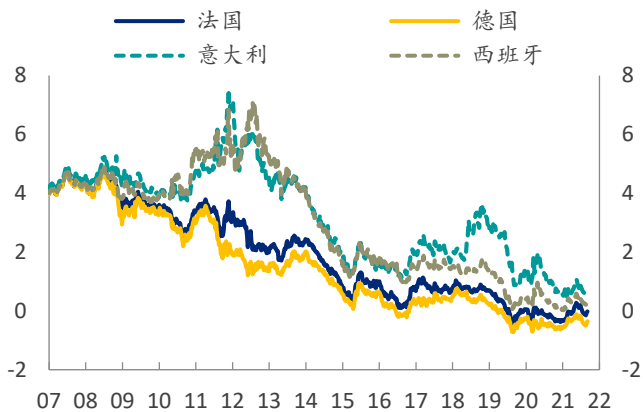
图表 39: 2021 年 8 月欧央行官员重要观点一览表

人名	职务	货币政 策倾向	经济前景	政策工具	财政支持	通胀
莱恩 Philip Lane	欧央行首席 经济学家			9 月讨论结束 PEPP 为时过早		将确保达成 2% 的中期通胀目标
史托纳拉斯 Yannis Stournaras	希腊 央行行长					应谨慎评估通胀 回升
维勒鲁瓦 Francois Villeroy de Galhau	法国 央行行长			讨论 PEPP 应考 虑融资条件改善		供应短缺正推高 价格
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行 副行长		可能上调对欧元 区的经济预测	随着经济复苏, 货币政策应逐步 正常化		
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行 理事	中间派	制约经济复苏的 主要因素是供给 短缺			更担心通胀率过 低而不是过高
霍尔兹曼 Robert Holzmann	奥地利 央行行长			应在 9 月讨论削 减 PEPP 计划		
克诺特 Klaas Knot	荷兰 央行行长			可以放缓经济刺 激措施		
魏德曼 Jens Weidmann	德国 央行行长			PEPP 计划是暂 时性的, 必须在 疫情结束后终止		对通胀风险和通 缩风险的监控保 持同等水平

注:  = 偏鸽  = 偏鹰

资料来源: 浦银国际

图表 40: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 41: 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 42: 美德 10 年期国债利差



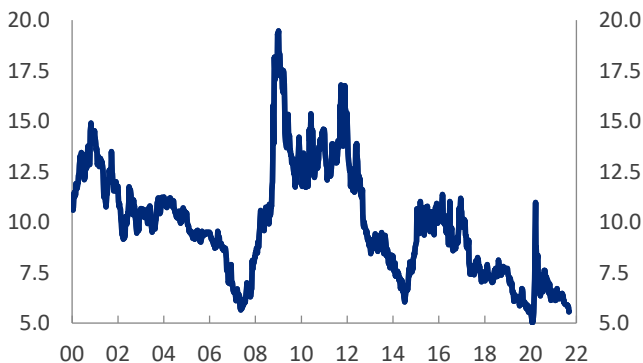
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 43: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



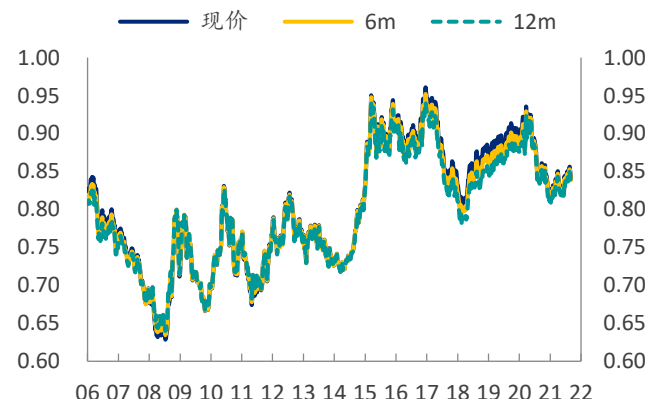
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 44: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 45: 欧元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

其他央行：陆续缩减 QE，韩国加息

● 点评

虽然新冠变种病毒的扩散导致的不确定性仍在，但经济的边际复苏趋缓并未影响各国央行在收紧货币政策方面的进展。8月，各国央行的货币政策基本呈现出边际收紧的趋势，多数央行都开始实施缩减资产购买计划，并对加息作出前瞻指引：

- **英国央行**维持政策利率和 QE 不变，维持 8,950 亿英镑的购债规模不变。英国央行预计，GDP 将在 4Q21 恢复至疫情前的水平，但 GDP 增速将有所放缓。
- **挪威央行**维持政策利率不变，并预计 9 月加息。挪威央行表示，虽然低利率加速了经济和劳动力市场复苏并有助于推高通胀，但长期低利率加剧了金融市场失衡的风险。
- **澳洲央行**维持政策利率不变，并按计划从 9 月初开始缩减 QE（购债规模从每周 50 亿澳元降至 40 亿澳元）。
- **新西兰央行**维持政策利率不变。行长奥尔（Adrian Orr）表示，即使新西兰疫情进一步恶化，10 月也将讨论加息。
- **加拿大央行**维持政策利率和 QE 不变。加拿大央行表示，供应链中断导致加拿大出口萎靡，拖累了 2Q21 的经济恢复，预计下半年经济复苏将有所增强。
- **韩国央行**将政策利率上调 25 个基点至 0.75%，成为首个加息的发达经济体央行。行长李柱烈（Lee Ju-yeol）在采访中称，由于出口持续恢复、疫苗接种加速，预计韩国经济复苏将保持稳健。

● 展望未来：

目前，多数央行已开启货币正常化的进程。截至 8 月底，澳洲央行已缩减 20% 的购债规模；加拿大央行进行了两次缩减、已累计缩减 50% 的购债规模；新西兰央行停止了购债、并预计 10 月加息；挪威央行预计 9 月加息；韩国央行加息 25 个基点，成为首个加息的发达市场经济体。

发达市场经济体中，英国、日本、瑞典、瑞士央行仍未有实质性的货币政策转向。在经济强劲复苏和通胀压力的双重影响下，各国央行整体回归货币正常化，货币政策正处于缩减与加息的过渡阶段。



BANK OF ENGLAND



BANK OF JAPAN



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



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。8 月 5 日，英国央行发布 [8 月会议纪要](#) 显示，目前的货币政策仍然合适，维持 0.1% 的政策利率，并以 7 票对 1 票的结果决定维持 8,950 亿英镑的购债规模不变。此外，英国央行预计，GDP 将在 4Q21 恢复至疫情前的水平，但 GDP 增速将有所放缓。

英国央行行长称，供应短缺如能解决，通胀率将可能低于此前预测的 4%。8 月 7 日，贝利（Andrew Bailey）在 [采访](#) 中称，如果供应短缺于短时间内得到解决，商品供应回升，通胀率将可能低于此前预测的 4%。

● 日本央行

日本央行理事称，核心通胀率下行空间有限。8 月 25 日，中村丰明（Toyoaki Nakamura）在 [采访](#) 中称，疫情和手机费率下调带来的通胀下行影响被能源和其他成本的回升所抵消，核心通胀率目前在 0% 左右。他表示，剔除上述因素的话，核心通胀率一直维持在 0% 以上。

日本央行副行长称，疫情导致经济复苏暂时停滞。9 月 1 日，若田部昌澄（Masazumi Wakatabe）在 [采访](#) 中称，受疫情影响，自去年春天以来，量化质化宽松（QQE）下国内需求的良性循环已暂时停滞，给经济带来较大的下行压力；劳动力市场和家庭支出普遍低迷，在新冠变种病毒持续恶化的情况下，无法对经济复苏保持乐观。他表示，随着疫情影响消退，预计居民部门将重启复苏。

● 挪威央行

挪威央行：维持利率不变，预计下个月加息。8 月 19 日，挪威央行发布 [公告](#) 称，维持零利率，但在评估经济前景和风险后，很可能将在 9 月提高政策利率。公告显示，虽然仍需采取宽松货币政策，但经济状况逐步正常化，意味着可以加息；目前通胀率回落且低于 2%，但预计未来通胀率将回升。与会者认为低利率加速了经济和劳动力市场复苏，有助于将通胀率拉回至目标水平，但长期低利率加剧了金融市场失衡的风险。



BANK OF ENGLAND



BANK OF JAPAN



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



SVERIGES
RIKSBANK



NOREGS BANK



THE BANK OF KOREA



BANK OF CANADA

• 澳洲央行

澳洲央行按计划缩减 QE。9月7日，澳洲央行发布[货币政策声明](#)称，维持0.1%的政策利率不变，按计划从9月开始缩减QE：每周购债规模从50亿澳元降至40亿澳元，并将至少持续到明年2月中旬。

• 新西兰央行

新西兰央行：维持政策利率不变。8月18日，新西兰央行发布[货币政策声明](#)称，维持0.25%的隔夜拆借利率不变，并表示如果封锁对通胀和就业产生进一步影响，则可能会调整货币政策，但最保守的方式是减少经济刺激。

新西兰央行行长称，10月将讨论加息。8月19日，奥尔(Adrian Orr)在[采访](#)中称，即使新西兰疫情进一步恶化，10月也将讨论加息。他表示，10月讨论加息的决定是考虑到解除封锁后需求将快速复苏，并且新西兰央行已考虑了再次封锁的可能性。

新西兰央行助理行长称，尽管新西兰延长封锁期，新西兰央行仍坚持加息。8月24日，霍克斯比(Christian Hawkesby)在[采访](#)中称，将关注经济前景，而不是封锁持续时间，以做出加息的决定。他表示，新西兰央行考虑将官方现金利率(OCR)上调50个基点。

• 加拿大央行

加拿大央行维持基准利率和量化宽松不变。9月8日，加拿大央行发布[公告](#)称，维持0.25%的政策利率和每周20亿加元的购债规模不变。加拿大央行表示，供应链中断导致加拿大出口萎靡，拖累了2Q21的经济恢复，预计下半年经济复苏将有所增强。

• 韩国央行

韩国央行加息25个基点。8月26日，韩国央行发布[货币政策声明](#)称，将政策利率上调25个基点至0.75%，以抑制通胀回升、家庭债务激增和房价上涨。韩国央行预计今明两年的GDP增速分别为4.0%和3.0%，并将2021年通胀率预测由1.8%上调至2.1%，将2022年通胀率预测由1.4%上调至1.5%。

韩国央行行长称，尽管疫情恶化，韩国经济复苏仍将保持稳健。9月2日，李柱烈(Lee Ju-yeol)在[采访](#)中称，尽管新冠变种病毒持续扩散，但是由于出口持续恢复、疫苗接种加速，预计韩国经济复苏将保持稳健。



BANK OF ENGLAND



BANK OF JAPAN



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



SVERIGES
RIKSBANK



NOREGS BANK



THE BANK OF KOREA



BANK OF CANADA

图表 46: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 47: 美日 10 年期国债利差



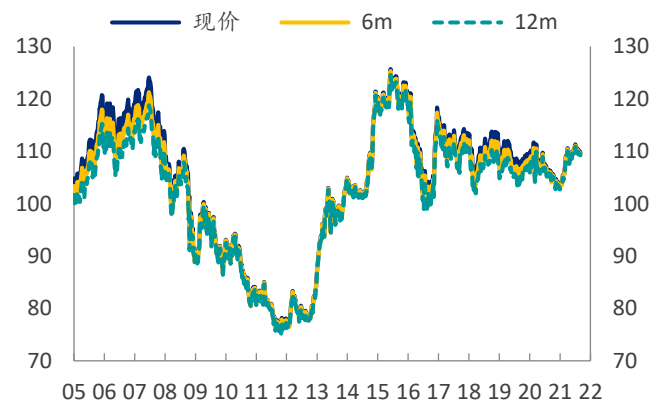
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 48: 1 年期日元隐含波动率 (%)



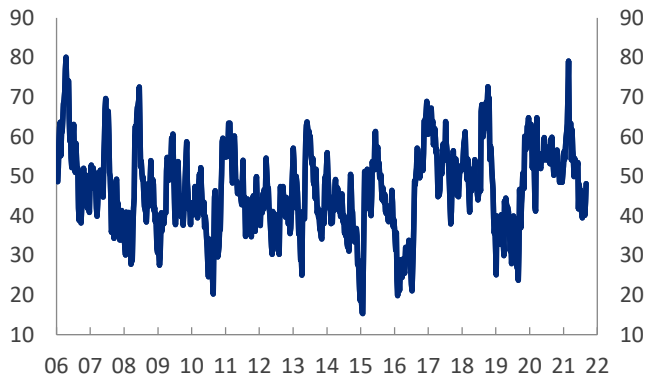
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 49: 日元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 50: 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逾 1%的财务权益。
- 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

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