



海外流动性进一步边际收紧—— SPDBI 全球央行观察

- 美联储：**QE 缩减已经近在咫尺，我们认为美联储或于 11 月正式宣布 QE 缩减，并于 12 月开启 QE 缩减。按照美联储官员预期的缩减节奏，大约每月缩减 150 亿美元，2022 年年中结束 QE，具体的 QE 缩减路径仍存变数，预计会留有较大操作空间。市场的关注点将逐步转移至加息，市场预期较美联储点阵图更偏鹰派，预计 2022 年 9 月首次加息，具体的加息时点将取决于通胀的演化情况。
- 中国人民银行：**央行货币政策委员会三季度例会对于宏观环境的判断以及货币政策总定性边际偏宽。此次会议上还时隔多年首次提及房地产，但结合海外流动性边际收紧的大背景，加上央行官员的表态，我们预计四季度宽松可期，但大概率不会是大水漫灌的宽松，仍将以公开市场操作以及具有针对性的结构性宽松为主，仍有概率进行降准，虽然概率不是非常高。在坚持“房住不炒”的定位下，针对房地产合理的刚需信贷需求也将获得更有针对性的保护。
- 欧洲央行：**欧央行仍然坚持“通胀暂时论”，但也表示持续的时间可能会比预期更长，即使如此也继续坚持不应过早收紧货币政策，一定程度上为市场对于通胀的担忧进行降温。
- 其他央行：**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 QE、加息。澳洲央行已缩减 QE；加拿大央行已进行了 QE 缩减；新西兰央行已进行加息；挪威央行已加息，且表示 12 月可能再次加息；韩国央行表示年底之前可能将再度加息。

2021 年 10 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 10 月 21 日

相关报告：

[《全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告（一）》（2021-10-19）](#)

[《全球股市资金流动能有筑顶迹象，建议投资人继续保持谨慎》（2021-9-20）](#)

[《欧美央行即将缩减 QE，韩国加息——SPDBI 全球央行观察（2021 年 9 月刊）》（2021-9-16）](#)

[《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）](#)



欢迎关注
浦银国际研究

目录

全球总览：海外流动性进一步边际收紧	3
美联储：预计 11 月宣布 QE 缩减，12 月开启缩减	6
点评	6
动态追踪	8
中国人民银行：四季度边际宽松可期，但预计仍是结构性宽松为主	14
点评	14
动态追踪	16
欧洲央行：继续坚守通胀“暂时论”	21
点评	21
动态追踪	22
其他央行：陆续开始 QE 缩减、和加息	27
点评	27
动态追踪	28

海外流动性进一步边际收紧——

SPDBI 全球央行观察

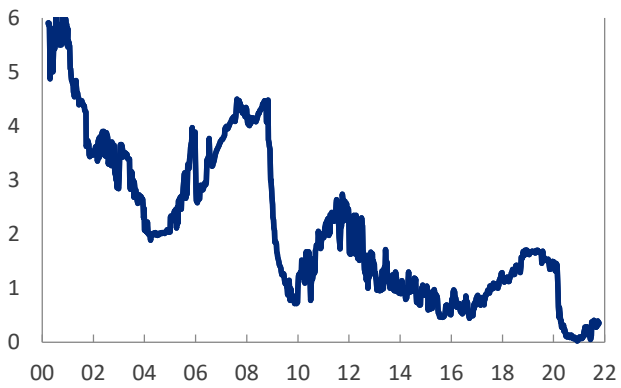
在 1986 年至 2006 年，格林斯潘担任美联储主席期间，每当股市下跌超过约 20% 时，美联储就会降低利率水平。市场认为，美联储有意呵护资产价格，将其视为避免更大损失的“看跌期权”，称为“格林斯潘看跌期权”。如今全球各国央行依然对于资本市场都有意无意地精心保护，我们可将其视为“全球央行看跌期权”。全球央行的货币政策对于宏观经济、股票、债券、商品、外汇市场依然扮演着极其重要的角色，各国央行政策的重要性对于各资产类别的投资人，如何强调都不为过。因此我们非常有必要密切追踪全球央行的货币政策动向，自上而下地寻找 Alpha 以及 beta 的投资机会。本报告为月度报告，将定期为投资者呈现全球央行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

全球总览：海外流动性进一步边际收紧

2021 年 9 月：

- **2 家央行降息，16 家央行加息：**初步统计，丹麦和土耳其央行降息（7-8 月没有央行进行降息）；有 16 家（摩尔多瓦、乌克兰、秘鲁、俄罗斯、哈萨克斯坦、亚美尼亚、阿塞拜疆、巴基斯坦、匈牙利、巴拉圭、巴西、挪威、捷克、墨西哥、牙买加、哥伦比亚）央行进行加息（8 月有 13 家央行加息）。
- **9 月全球资本市场分化：**9 月全球股市整体遇冷，MSCI 发达国家指数和新兴市场指数分别下跌 4.3% 和 4.2%；9 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维持在 3.4 亿美元水平。
- **9 月全球央行扩表继续：**最大的驱动力来自美联储，推出无限量 QE 后，资产负债表规模剧增，扩表速度远超金融危机时期。截至 10 月 12 日，美联储资产负债表总规模较 8 月略有上涨，达 8.48 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 (%)



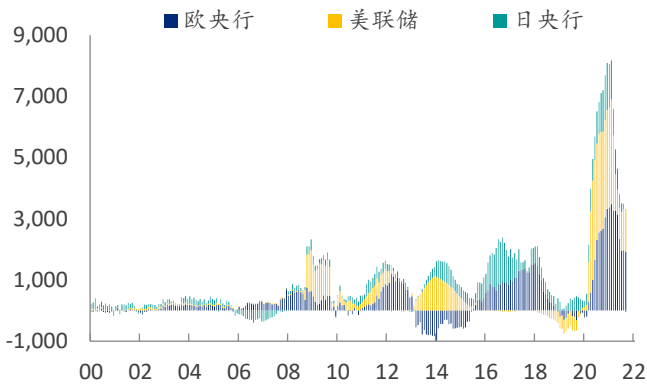
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数 (%)



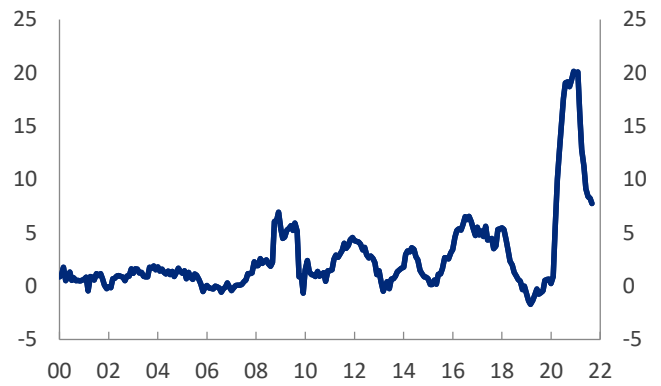
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



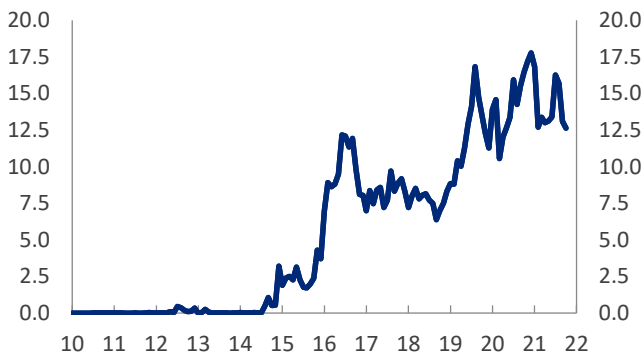
资料来源: FactSet, 浦银国际

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：预计 11 月宣布 QE 缩减，12 月开启缩减



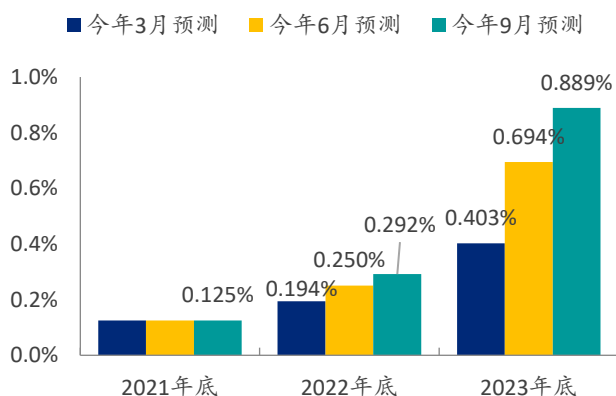
● 点评

9 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 8 月末的 1.30% 升至 10 月 18 日的 1.58%。截至 10 月 18 日，高收益债收益率上升 19.2bps 至 4.73% 的水平，投资级债券收益率上升 23.2bps 至 2.25% 的水平。美元指数继续回升，10 月 18 日回到 93.95 的水平。

最新公布的 9 月 FOMC 会议纪要，进一步显示 QE 的缩减近在咫尺：

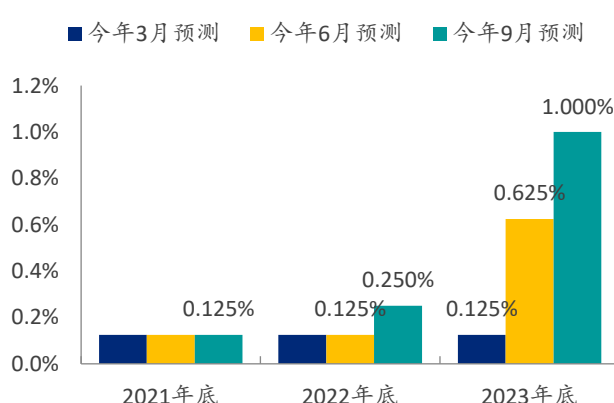
- 会议纪要显示美联储官员预期 11 月中旬或 12 月中旬正式开始缩减 QE。
- 美联储官员预期 QE 的缩减节奏大致为每个月缩减 150 亿美元的资产购买，其中包括约 100 亿美元的美国国债以及 50 亿美元的 MBS，如果按照这个节奏，预计大概 2022 年年中可以结束 QE 缩减的进程。

图表 9: 美联储点阵图利率预测均值变化趋势



资料来源：美联储，浦银国际

图表 10: 美联储点阵图利率预测中位数变化趋势

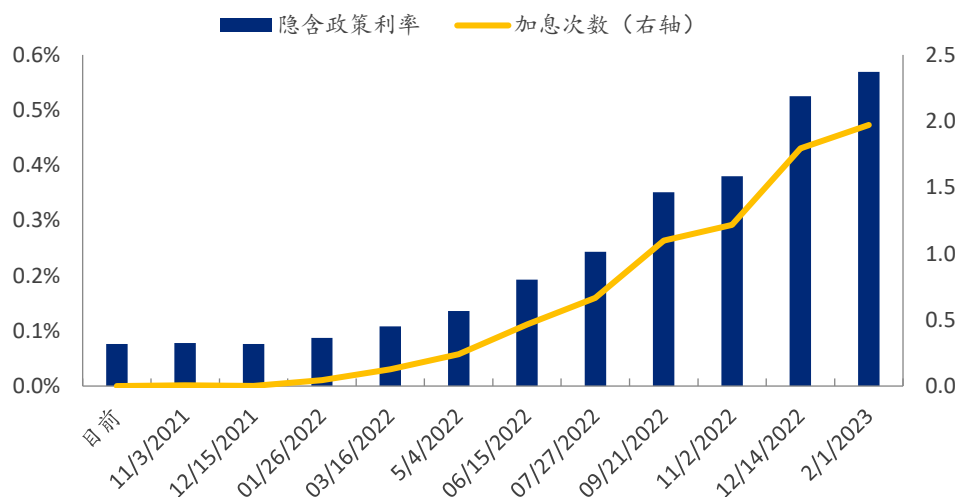


资料来源：美联储，浦银国际

我们认为：

- **美联储或于今年 11 月正式宣布 QE 缩减，并于 12 月开启。**虽然近期的美国就业市场数据有所波动，但我们在最近两个月的央行观察系列报告中就强调了，美联储的 QE 缩减日益临近，结合近期更多联储官员的密集表态，QE 缩减几乎毫无悬念。具体时点而言，我们认为美联储很有可能在今年 11 月的 FOMC 会议上正式宣布 QE 缩减，而在 12 月正式落地实施 QE 缩减。因为美国债务上限被暂时延展至 12 月，出于审慎考虑，美联储更有可能在 12 月债务上限问题后方才正式开展 QE 缩减。
- **QE 缩减的具体路径仍存变数。**针对 QE 的进程，鹰派鸽派的争议仍然较大，预计具体的缩减路径会留有较大的操作空间，以应对疫情、市场变化。
- **市场的关注点将由 QE 缩减转移至加息，市场预期更偏鹰派，预计 2022 年 9 月首次加息。**多数美联储官员对于加息时点都相对较为审慎，认为距离充分就业仍然较远且通胀反弹是暂时的。虽然 9 月的 FOMC 点阵图预期显示美联储官员的利率预期有所提升，但直至 2022 年年底尚不足启动加息。而市场预期明显走得更远，根据最新的利率期货显示，**目前市场隐含的第一次加息在 2022 年 9 月。**具体加息时点很可能取决于通胀的具体演化情况。

图表 11: 美国利率期货所隐含的美联储政策利率及加息次数



资料来源：Bloomberg，浦银国际

• **展望未来：**

我们预计美联储今年 11 月将正式宣布 QE 缩减，12 月正式启动 QE 缩减，2022 年四季度至 2023 年一季度开启首次加息。

● 动态追踪

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，美联储应撤销经济刺激。9月7日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，尽管8月就业数据疲软，但美联储应撤销经济刺激。他表示，就业数据稍显疲软与变种病毒扩散有关，阻碍就业复苏的是供应短缺，而不是需求疲软。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）称，今年开始缩减QE。9月8日，威廉姆斯（John Williams）在[演讲](#)中称，尽管新增就业人数下降，但经济复苏仍将保持强劲，如果经济继续改善，今年可以开始缩减QE。

美联储：受变种病毒影响，经济增长稍显疲弱。9月8日，美联储发布[褐皮书](#)称，7月至8月变种病毒扩散的影响下，经济增长放缓至温和水平；由于供应中断和劳动力短缺，部分行业增速放缓，但是需求依然强劲。美联储对经济前景仍然持乐观态度。

达拉斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，应在10月开始缩减QE。9月8日，卡普兰（Robert Kaplan）在[采访](#)中称，由于新冠疫情反复，美联储下调了对今年GDP增速的预测。但他认为，只要经济前景未发生根本变化，应在10月开始缩减QE。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）称，关于缩减QE的任何决定都不能被视作加息的指引。9月9日，威廉姆斯（John Williams）在[采访](#)中称，缩减QE和加息是分开进行决策的，由于缩减QE和加息所需的经济条件不同，关于缩减QE的任何决定都不能被视作加息的指引。

美联储理事（有投票权，中间派）称，预计美联储将在今年年底缩减QE。9月9日，鲍曼（Michelle Bowman）在[采访](#)中称，尽管8月就业数据疲弱，但经济增长仍然非常强劲，预计美联储将在年底缩减QE。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称，预计2022年年底将首次加息。9月9日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，今年可以开始缩减QE，预计2022年年底将首次加息。

克利夫兰联储主席（无投票权，中间派）称，希望美联储今年开始缩减QE。9月10日，梅斯特（Loretta Mester）在[采访](#)中称，尽管8月就业数据疲软，但她仍认为通胀和就业都取得了显著性进展，希望美联储今年开始缩减QE。她还表示，通胀将在明年回落。

美联储：缩减QE时点临近。9月22日，美联储发布[9月FOMC会议](#)决定，维持货币政策不变，尽管前景仍存风险，但经济已在就业和通胀方面取得显著进展，只要进展顺利，可以放缓购债步伐。[点阵图](#)



利率中位数预测结果显示，首次加息将提前至 2022 年，到 2023 年底至少有四次加息。

纽约联储主席(有投票权, 偏鸽)称, 经济条件远未达到加息的标准。9 月 27 日, 威廉姆斯 (John Williams) 在[演讲](#)中称, 目前经济条件远未达到加息的标准, 经济实现全面复苏需要更长的时间。

芝加哥联储主席(有投票权, 偏鸽)称, 长期通胀预期仍然低迷。9 月 27 日, 埃文斯 (Charles Evans) 在[演讲](#)中称, 长期通胀预期仍然低迷, 并且相对于通胀过高, 他更担心未来几年美国通胀可能过低。

美联储理事(有投票权, 偏鸽)称, 加息比缩减 QE 有更苛刻的标准。9 月 27 日, 布雷纳德 (Lael Brainard) 在[演讲](#)中称, 就前瞻性指引中的就业和物价稳定目标而言, 加息比缩减 QE 有更苛刻的标准, 缩减 QE 不应被视为加息的信号。

美联储主席(有投票权)称, 距离实现充分就业仍有很远的距离。9 月 28 日, 鲍威尔 (Jerome Powell) 在[采访](#)中表示, 充分就业是美联储加息的关键条件之一, 但目前经济距离实现充分就业仍有很远的距离, 将继续维持每月 1,200 亿美元的购债规模, 直至就业和通胀取得“显著性进展”。

费城联储主席(无投票权, 偏鹰)称, 最早将在 11 月开始缩减 QE。9 月 28 日, 哈克尔 (Patrick Harker) 在[采访](#)中称, 预计美联储最早将在 11 月开始缩减 QE, 并且他支持在明年年中前完成缩减。他表示, 美联储可能在 2022 年底或 2023 年初加息。

美联储主席(有投票权)称, 通胀将持续至 2022 年。9 月 29 日, 鲍威尔 (Jerome Powell) 在[采访](#)中称, 通胀压力最终会缓解, 但短期来看目前的通胀将至少持续至 2022 年。

旧金山联储主席(有投票权, 偏鸽)称, 年底前经济条件会达到缩减 QE 的门槛。9 月 29 日, 戴利 (Mary Daly) 在[采访](#)中称, 预计年底前经济条件会达到缩减 QE 的门槛, 但距离首次加息仍有很大的距离。

亚特兰大联储主席(有投票权, 偏鹰)称, 2022 年预计会进行一次加息。9 月 30 日, 博斯蒂克 (Raphael Bostic) 在[采访](#)中称, 预计 2022 年年底会有一次加息。他认为, 2023 年将会加息 3 次。

明尼阿波利斯联储主席(无投票权, 偏鸽)称, 2024 年前美联储不会加息。10 月 1 日, 卡什卡里 (Neel Kashkari) 在[采访](#)中称, 在不久的将来缩减 QE 是合理的, 但他认为, 2024 年前美联储不会加息。



圣路易斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，如果通胀预期持续处于高位，未来通胀可能继续上调。10月4日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，目前美国企业有较高的提价能力，能够较好地将增加的成本转移给下游用户。不过他警告称，如果通胀预期持续处于高位，未来通胀可能会继续上调。



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。10月5日，埃文斯（Charles Evans）在[采访](#)中称，虽然价格高位的持续时间比预期更长，但价格压力不太可能保持上行趋势。一旦供应瓶颈问题得到解决，价格压力将下行。此外，他表示，支持尽快缩减QE，但美联储将再次面临将通胀率维持在2%的挑战。

美联储理事（有投票权，偏鸽）称，监管机构应加强管理气候引发的风险。10月7日，布雷纳德（Lael Brainard）在[采访](#)中称，监管机构应指引银行加强管理气候引发的风险。她表示，自然灾害和森林大火等气候事件可能给经济带来意想不到的冲击。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）称，美联储可能很快会缩减QE。10月12日，克拉里达（Richard Clarida）在[采访](#)中称，美联储将在2022年中期结束购债计划。在通胀方面，美国经济已经取得了“实质性进展”，就业方面也几乎达标，美联储可能很快会缩减QE。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称，11月可以开始缩减QE。10月13日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，9月的就业报告显示美国经济复苏已经取得显著进展，支持11月开始缩减QE。

美联储：预计11月中旬或12月中旬开始缩减QE。10月13日，美联储发布[9月FOMC会议纪要](#)称，短期内将维持低利率，预计从11月中旬或12月中旬开始，每月将缩减50亿美元MBS购买量和100亿美元的国债购买量。尽管部分人士认为通胀压力可能比预期更持久，但对经济前景整体上保持乐观。部分与会者认为，未来几年需维持近零利率。

图表 12: 2021 年 9 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	◎		距离实现充分就业仍有很远的距离			通胀将持续至 2022 年
卡什卡里 Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储主席		🕊️		2024 年前不会加息		
布雷纳德 Lael Brainard	美联储理事	◎	🕊️		加息比缩减 QE 有更苛刻的标准	监管机构应加强管理气候引发的风险	
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席	◎	🕊️	年底前经济条件会达到缩减 QE 的门槛			
克拉里达 Richard Clarida	美联储副主席	◎	🕊️		可能很快会缩减 QE		
威廉姆斯 John Williams	纽约联储主席	◎	🕊️	经济条件远没达到加息的标准	今年应开始缩减 QE; 缩减 QE 的决定不能被视作加息指引		
埃文斯 Charles Evans	芝加哥联储主席	◎	🕊️		不应过早收紧货币政策		长期通胀预期仍然低迷
鲍曼 Michelle Bowman	美联储理事	◎	中间派		预计将在今年年底缩减 QE		
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		
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大联储主席	◎	🦅		11 月可以开始缩减 QE; 预计 2022 年年底将首次加息;		
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席		🦅		最早将在 11 月开始缩减 QE		
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席		🦅		应撤销经济刺激		如果通胀预期持续处于高位, 未来通胀可能继续上调
卡普兰 Robert Kaplan	达拉斯联储主席		🦅		应在 10 月开始缩减 QE		

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)



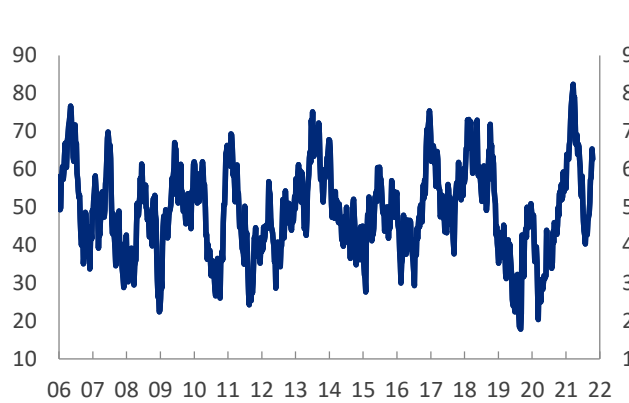
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 15: 10年期美债投机性净多头



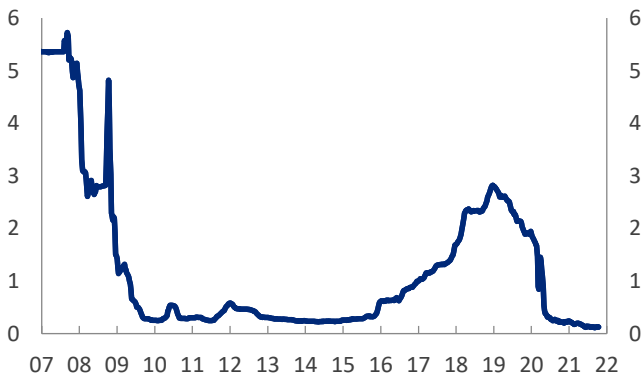
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 16: 10年期美债收益率 14天 RSI



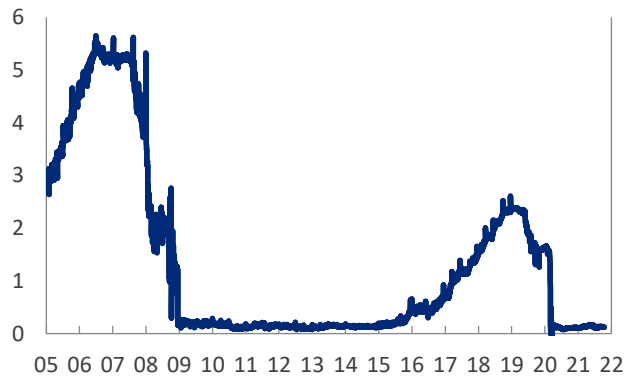
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 17: 美元 3 月期 LIBOR (%)



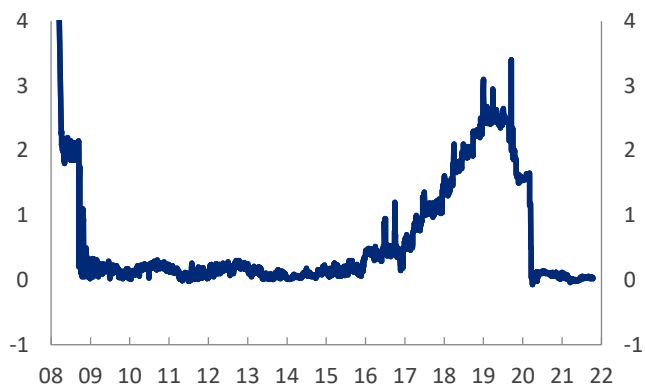
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 18: 3 月期美债隐含收益率 (%)



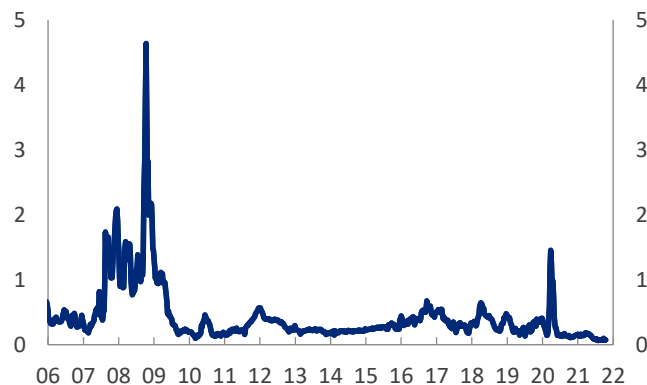
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 19: 美国隔夜回购利率 (%)



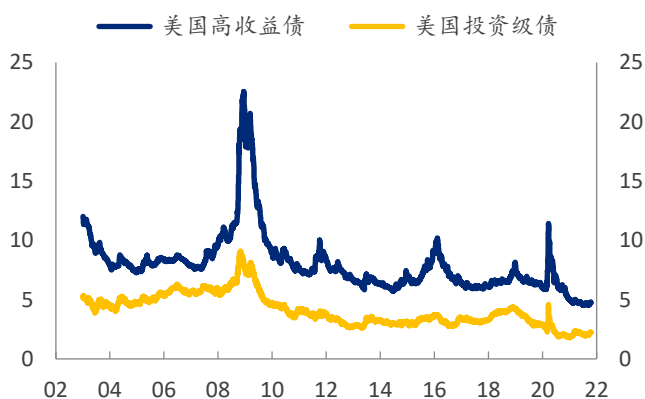
资料来源: FactSet, 浦银国际

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：四季度边际宽松可期，但预计仍是结构性宽松为主



● 点评

截至 10 月 18 日，短端利率（3 月期国债）下降 11.0bps 至 1.90% 的水平，长端利率（10 年期国债）由 2.87% 回升至 3.00%。中国央行 9 月续作 6,000 亿元中期借贷便利操作（MLF），当月 MLF 到期 6,000 亿元，净投放为零；通过公开市场逆回购，9 月净投放资金 5,900 亿元。

根据央行货币政策委员会例会的口径，我们可以确定几点：

- **对于宏观环境的判断微调偏宽。**相比二季度对于宏观环境的判断“我国经济运行稳中加固、稳中向好”，第三季度的措辞变为“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”。
- **货币政策的总定性边际上也有放宽。**2021 年二季度的政策需强调“把握好政策时度效”，而第三季度的政策剔除了“时度效”的表述，更强调“增强信贷总量增长的稳定性”。
- **引导实体经济融资成本下行。**相比二季度的表述，三季度额外强调了用好新增 3000 亿元支小再贷款额度，支持增加小微企业和个体工商户贷款。

但与此同时，也需要强调的是，随着美国 QE 缩减日益临近，四季度预计大概率不会是大水漫灌的宽松，而更多的是公开市场操作以及结构性宽松，四季度仍有概率进行降准，虽然概率不是非常高。10 月 15 日央行货币政策司司长孙国峰在京出席一场发布会时回应称“中国四季度银行体系流动性供求将继续保持基本平衡，不会出现大的波动。”针对市场近期对于房地产行业风险事件的担忧，预计仍将以结构性宽松的方式进行应对：

- 三季度货币政策委员会例会在时隔多年后重提“房地产”。这是自 2009 年一季度以来，央行货币政策季度例会中首次提及“房地产”字眼。央行表示“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。10 月 20 日，国务院副总理刘鹤表示“目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足”；再结合央行表示“增强信贷总量增长的稳定性”，在坚持“房住不炒”的定位下，为维护地产市场的健康发展，**房地产相关的金融政策可能不会“急转弯”，对于刚需房贷需求会更有针对性的进行保护。**

- 住房按揭贷款资产证券化产品 RMBS 发行开始有所加速。年中前后此类产品发行有所暂停，但是 9 月又有所重启，这有助于增加银行的个人房贷投放空间。

图表 23: 2021 年二季度与三季度央行货币政策委员会例会对比

	2021 年二季度	2021 年三季度
宏观经济环境	我国经济运行稳中加固、稳中向好，但国内外环境依然复杂严峻	全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡
货币政策总定性	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 把握好政策时度效 ，保持流动性合理充裕	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕， 增强信贷总量增长的稳定性
流动性和货币供应量	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，保持宏观杠杆率基本稳定	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，保持宏观杠杆率基本稳定
社会融资成本	进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用，落实好普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划延期工作，综合施策支持区域协调发展，	进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用， 用好新增 3000 亿元支小再贷款额度，支持增加小微企业和个体工商户贷款 ，落实好普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划延期工作，综合施策支持区域协调发展

资料来源：中国人民银行，浦银国际

• 展望未来：

四季度预计大概率不会是大水漫灌的宽松，而更多的是公开市场操作以及结构性宽松，四季度仍有概率进行降准，虽然概率不是非常高。

● 动态追踪



中国央行副行长谈及金融发展新路径。9月10日，范一飞在[演讲](#)中称，中国央行将出台新阶段金融科技发展规划，引导金融业稳妥发展金融科技、加快数字化转型，深挖数据价值、布局数字基建、研发数字货币、发展数字信贷、弥合数字鸿沟。

中国央行推动常备借贷便利操作方式改革。9月23日，中国央行召开[会议](#)称，推动常备借贷便利操作方式改革，管好用好新增3,000亿元支小再贷款额度，尽快部署、从严审核、精准投放，加快贷款投放进度，更好服务实体经济。

中国央行在港发行50亿元央行票据。9月24日，中国央行发布[声明](#)称，在香港特别行政区发行50亿元6个月期人民币央行票据，投标总量约278亿元，超过发行量的5.5倍，中标利率为2.50%。

中国央行发布《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》。9月24日，中国央行在[通知](#)中明确，金融机构和非银行支付机构不得为虚拟货币相关业务活动提供服务，将加强对虚拟货币信息和广告的管理，严厉打击虚拟货币相关非法金融活动。

中国央行召开货币政策委员会第三季度例会。9月24日，中国央行召开[会议](#)称，搞好跨周期政策设计，统筹做好今明两年宏观政策衔接；保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社融增速同名义GDP增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

中国央行行长谈利率市场化改革。9月28日，易纲[撰文](#)指出，当前深化利率市场化改革的矛盾在于市场化利率在“形得成”和传导方面存在障碍，下一阶段要进一步加强监管、优化营商环境、硬化预算约束、化解金融风险，为进一步深化利率市场化改革提供更有利条件。

中国央行召开房地产金融工作座谈会。9月29日，中国央行召开[会议](#)称，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持“房住不炒”定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段，持续落实好房地产长效机制，加快完善住房租赁金融政策体系。

中国央行发布《征信业务管理办法》。9月30日，中国央行发布[声明](#)称，将在2022年起施行《征信业务管理办法》，配合《征信业管理条例》，依法从严加强征信监管，保障信息主体合法权益和信息安全，促进征信业市场化、法治化和科技化发展。

中国央行行长谈对大型科技公司监管。10月7日，易纲在[演讲](#)中称，针对金融科技发展带来的新挑战，中国秉承三条理念：金融作为特许行业，必须持牌经营；建立适当的防火墙，避免金融风险跨部门、跨行业传播；断开金融信息和商业信息之间的不当连接，防止“数据-网络效应-金融业务”的闭环效应产生垄断。

中国央行行长出席欧盟首届可持续投资峰会。10月13日，易纲在[演讲](#)中称，中国近年来推动绿色金融市场发展，有力支持了经济绿色低碳转型，尤其是在完善碳定价机制、统筹绿色分类标准、推进气候相关信息强制披露、动员市场资金支持绿色转型等领域。

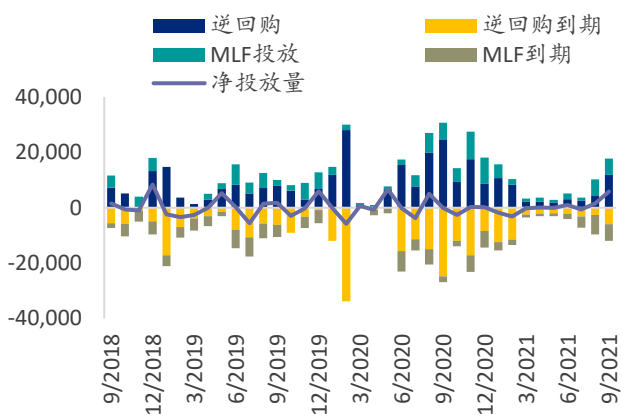
中国央行行长线上出席 G20 财长和央行行长会议。10月14日，易纲在[演讲](#)中称，当前中国通胀总体温温和，稳健的货币政策将灵活精准、合理适度，支持经济高质量发展。

中国央行货币政策司司长重申，保持流动性合理充裕。10月15日，孙国峰在[记者会](#)称，从整个四季度来看，流动性供求的形势基本平衡，央行将综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币市场利率平稳运行。

中国央行发布首批系统重要性银行名单。10月15日，中国央行发布[声明](#)称，基于2020年数据，评估认定了19家国内系统重要性银行，包括6家国有商业银行、9家股份制商业银行和4家城市商业银行。

中国央行行长出席第44届国际货币与金融委员会会议。10月15日，易纲在[演讲](#)中称，中国经济继续恢复态势，通胀总体温温和，进出口强劲增长，经常账户顺差继续处于合理区间，人民币汇率保持平稳。

图表 24: 中国央行公开市场操作与到期 (亿元)



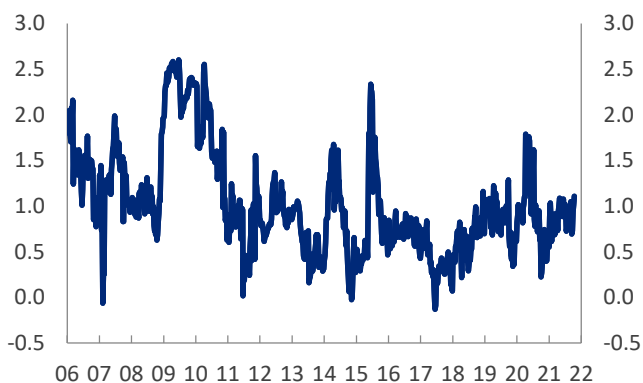
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 25: 中国国债收益率 (%)



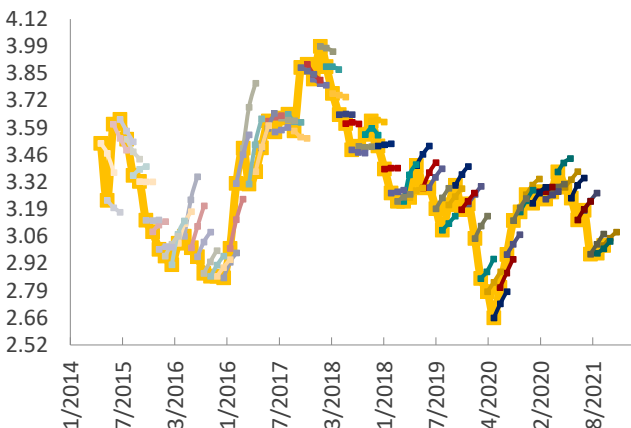
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 26: 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 27: 中国 10 年期国债远期 (%)



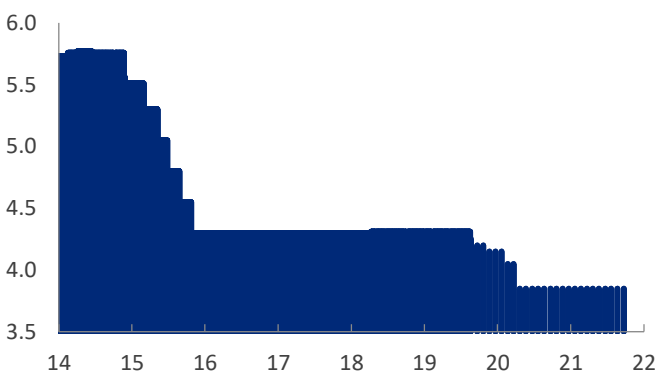
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 28: AAA 级同业存单到期收益率 (%)



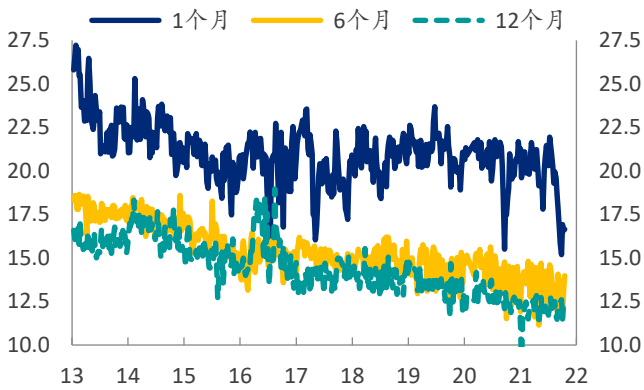
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 29: 1 年期 LPR 利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 30: 温州民间融资综合利率 (%)



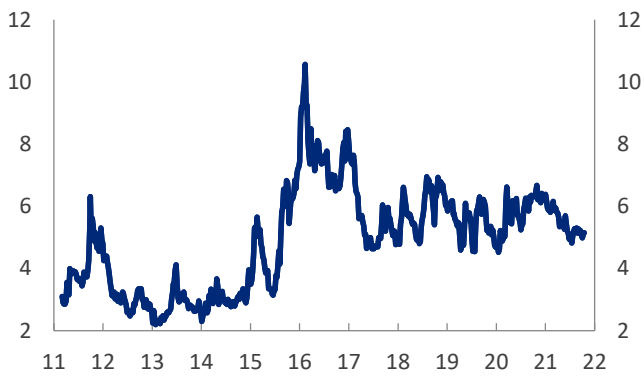
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 31: 中美国债利差



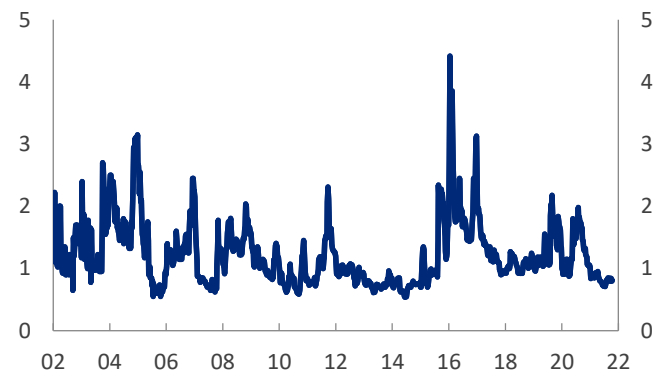
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 32: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



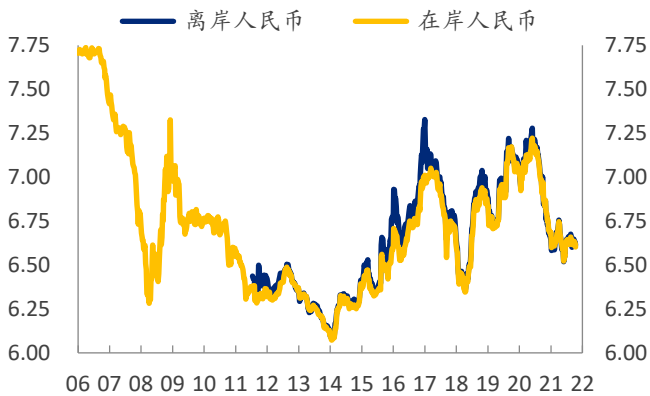
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 33: 1 年期港币隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 34: 人民币一年期远期汇率



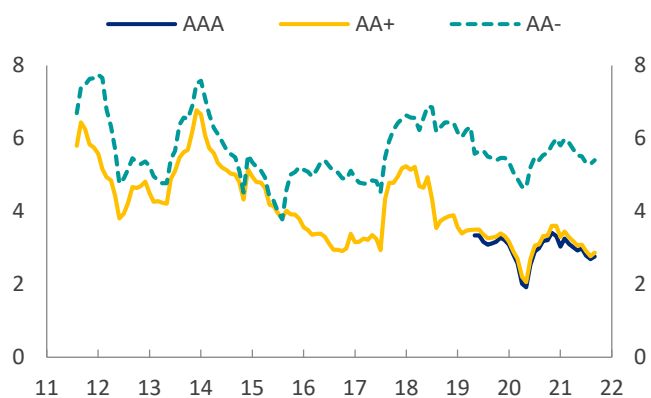
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 35: 港币一年期远期汇率



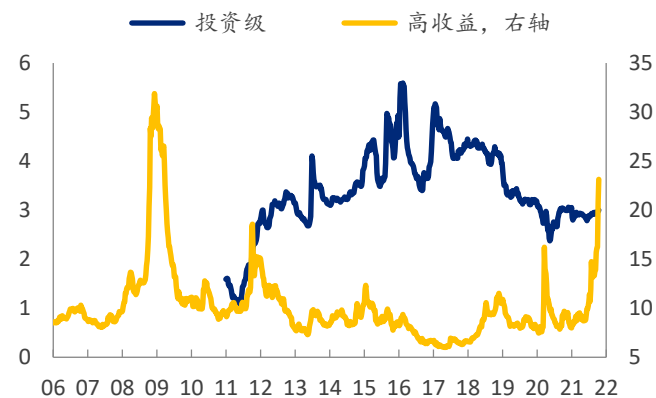
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 36: 中国 1 年期公司债收益率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 37: 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：继续坚守通胀“暂时论”

● 点评

9月，欧元区短端利率（3月期德债）下降6.5bps至-0.73%的水平，长端利率（10年期德债）回升25.6bps至10月18日的-0.17%，收益率曲线从7月末的0.24%升至10月18日的0.56%。截至10月18日，欧元区AAA投资级债收益率由8月末的-0.01%回升至0.15%水平，欧元区高收益债券（CCC及以下）收益率由8月末的7.23%升至7.70%。

本月欧央行最大的看点仍然集中于通胀，因为近期欧洲天然气价格出现了飙升，直接影响到居民部门，但即使在此情况下，欧央行内部的论调仍然没有出现根本性转向，仍然强调“通胀是暂时的”，根据欧央行的预测，2021年通胀虽然可能超过3%，但2022年就会随之回落。

持有“通胀暂时论”的欧央行鸽派主要观点集中于：

- 基数效应令今年通胀过高，结构性因素将在中期消散；
- 设备等因素短缺催生的供应端短缺导致结构性通胀；
- 德国降低增值税结构性推升了通胀；
- 工资增长乏力（2021年二季度欧元区薪资同比增速自2011年以来首次出现负增长）令通胀缺乏可持续性的基础；

但欧央行行长拉加德在10月14日接受采访也表示，虽然通胀是“暂时”的，但可能持续的时间会比预期更长。即使如此，也不应该过早收紧货币政策。拉加德的表述进一步回应了不断上行的通胀，为市场对通胀的担忧进行降温。

● 展望未来：

虽然PEPP（紧急抗疫购买计划）正在逐步放缓，但欧央行原本的APP（资产购买计划）仍将继续，距离加息更是遥遥无期。整体的货币政策倾向相比美联储仍然明显偏宽松。欧央行与美联储的货币政策倾向偏离，也是近期支撑美元指数走强的重要推力。

● 动态追踪

路透社：欧央行 PEPP 购债量预计为每月 600-700 亿欧元。9 月 8 日，路透社[援引](#)消息人士的话称，欧央行将放缓 PEPP 购债步伐，将月度购债量目标设定在 600-700 亿欧元之间，低于前两个季度的平均水平（800 亿欧元）。消息人士还表示，购债方式将逐步由 PEPP 转向 APP。

奥地利央行行长（偏鹰）称，欧央行可能比预期更早收紧政策。9 月 8 日，霍尔兹曼（Robert Holzmann）在[采访](#)中称，由于通胀压力可能是持久性的，欧央行可能比预期更早收紧政策，实行货币政策正常化。

欧央行行长：将在 12 月决定 PEPP 的结束时间。9 月 9 日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，目前没有讨论何时结束 PEPP，但将在 12 月就此做出决定。此外，她对通胀保持良性看法，并认为贷款利率处于历史低点，将继续保持有利的融资条件。

欧央行首席经济学家（偏鸽）称，不应关注资产购买量。9 月 15 日，莱恩（Philip Lane）在[采访](#)中称，欧央行货币政策战略有所转变，并表示投资者不应关注资产购买的数量，而应关注资产购买的持续性。

欧央行行长称，欧洲应采取更多财政刺激措施。9 月 16 日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，随着欧元区进入经济复苏的下一阶段，政府应采取更多财政刺激，并加强与央行的合作。她表示，经济复苏尚在进行时，复苏进程可能比 6 个月前的预期更快。

西班牙央行行长（偏鸽）称，预计 2023 年不会加息。9 月 17 日，德科斯（Pablo Hernandez de Cos）在[采访](#)中称，欧央行正在密切关注通胀上调，目前没有看到第二轮通胀发生。如果价格压力持续上行，欧央行将使用相应的货币政策工具，预计 2023 年不会加息。他表示，欧央行预期加息的前瞻指引中包含的三个条件还没有得到满足。

希腊央行行长（偏鸽）称，希腊经济可能在今年恢复到疫情前的水平。9 月 20 日，史托纳拉斯（Yannis Stournaras）在[采访](#)中称，希腊经济复苏比预期更快，可能在今年恢复到疫情前水平。他表示，需要保持 APP 的灵活性，以避免结束 PEPP 后购债下降过快带来的悬崖效应。

欧央行副行长（偏鸽）称，通胀上调是暂时性的。9 月 21 日，德金多斯（Luis de Guindos）在[演讲](#)中称，11 月通胀率可能达到 3.4%-3.5% 的峰值，但由于工资没有上涨，通胀上调将是暂时性的。

欧央行：欧元区今年的通胀率将超过 3%。9 月 22 日，欧央行发布[月度公报](#)称，经济正在逐步复苏，但供应链短缺和变种病毒的扩散是近期主要风险。由于石油价格上涨和德国降低增值税，欧央行预计今年欧元区通胀率将超过 3%，2022 年通胀率将有所下降。





EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

欧央行行长：不需对通胀压力过分担忧。9月24日，拉加德(Christine Lagarde)在[采访](#)中称，许多导致价格上涨的原因是暂时的，比如能源价格上涨和德国降低增值税。虽然能源问题可能会持续更长时间，但更高的通胀压力可能是好消息，因为这意味着经济正在逐步复苏。

欧央行行长：仍应保持宽松的货币政策立场。9月28日，拉加德(Christine Lagarde)在[采访](#)中称，近期通胀加速是由于“基数效应”。目前很难预测供应链中断将持续多久，但她表示，如果通胀预期保持稳定，货币政策应考虑由供应驱动的暂时性通胀。

爱尔兰央行行长(偏鸽)称，如果供应短缺导致工资上涨，通胀上调的时间将长于预期。9月29日，马赫卢夫(Gabriel Makhlouf)在[采访](#)中称，欧央行需做好准备应对供应短缺带来的通胀。供应短缺推高了物价，如果最终导致工资上涨，那么通胀上调的时间可能长于预期。

葡萄牙央行行长(偏鸽)称，预计4Q21经济将超过新冠疫情前的水平。9月30日，森特诺(Mario Centeno)在[采访](#)中称，欧元区经济将继续快速增长，4Q21将超过新冠疫情前的水平。虽然通胀上调超过预期，但他认为这是暂时现象。

欧央行行长称，不需对价格压力反应过度。10月5日，拉加德(Christine Lagarde)在[采访](#)中称，不需对供应短缺或价格上涨反应过度，欧央行将密切关注工资走势，确保通胀预期稳定在2%。

欧央行对收紧政策表示担忧。10月7日，欧央行发布[货币政策会议纪要](#)称，通胀回升由暂时性因素推动，这些因素在中期内将逐渐消退，不需要收紧政策，但不确定通胀的持续时间。然而，2023年之后的经济前景并不明朗，部分人士认为通胀预期可能过低。

希腊央行行长(偏鸽)称，PEPP到期之后，欧央行仍将保持宽松的政策立场。10月7日，史托纳拉斯(Yannis Stournaras)在[采访](#)中称，因为欧元区的情况与美国、英国不同，即使在PEPP到期之后，欧央行仍将保持宽松的政策立场。

欧央行首席经济学家(偏鸽)称，目前距离通胀的“危险区”仍然很远。10月7日，莱恩(Philip Lane)在[采访](#)中称，多数官员认为通胀是暂时性的，目前距离通胀的“危险区”仍然很远。此外他表示，能源短缺推高了通胀，这会对经济复苏产生不利影响。

法国央行行长(偏鸽)称，通胀上调是暂时性的。10月9日，维勒鲁瓦(Francois Villeroy de Galhau)在[采访](#)中称，通胀上调是暂时性的，通胀率在2022年下半年将回落至2%。他表示，不要对价格的暂时性波动反应过度。

欧央行首席经济学家(偏鸽)称,近期工资调整不意味着通胀会持续上升。10月11日,莱恩(Philip Lane)在[采访](#)中称,针对最近的价格回升,工资进行了调整,但这不意味着通胀会持续上升,需区分工资的暂时性变化和永久变化。他认为,中期通胀前景仍过于黯淡。














欧央行行长称,不要过早收紧货币政策。10月14日,拉加德(Christine Lagarde)在[采访](#)中称,通胀是暂时性的,但可能因供应瓶颈和工资增长而变得更持久。尽管她指出了通胀前景的潜在风险,但也警告不要过早收紧政策。

荷兰央行行长(偏鹰)称,需加强警惕欧元区通胀风险。10月14日,克诺特(Klaas Knot)在[采访](#)中称,由于欧元区的供应短缺,价格上涨速度可能快于预期。此外,他加强了对欧元区通胀风险的警告。

比利时央行行长(中间派)称,3月PEPP结束之后,欧央行仍将保持宽松的货币政策。10月15日,温施(Pierre Wunsch)在[采访](#)中称,欧央行会灵活应用货币政策工具,以应对疫情带来的危机。即使3月PEPP结束之后,他认为欧央行仍将保持宽松的货币政策。

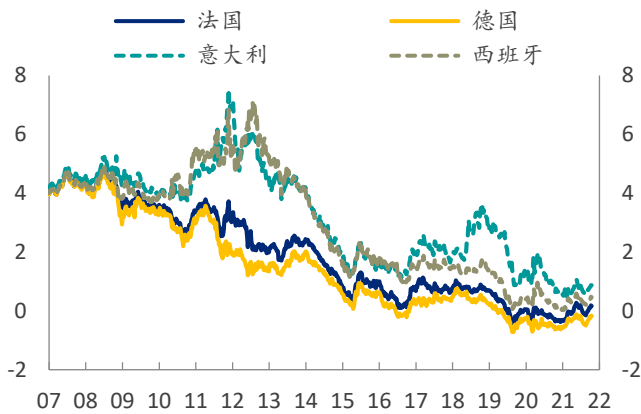
图表 38: 2021 年 9 月欧央行官员重要观点一览表

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			将在 12 月决定 PEPP 的结束时间；应保持宽松的 货币政策立场	应采取更多财政 刺激措施	不需对通胀压力 过分担忧
德科斯 Pablo Hernandez de Cos	西班牙 央行行长			预计 2023 年不 会加息		
莱恩 Philip Lane	欧央行首席 经济学家			不应关注资产购 买量		近期工资调整不 意味着通胀会持 续上升
史托纳拉斯 Yannis Stournaras	希腊 央行行长		希腊经济今年恢 复到疫情前水平	PEPP 到期后，欧 央行仍将保持宽 松的政策立场		
维勒鲁瓦 Francois Villeroy de Galhau	法国 央行行长					通胀上调是暂时 性的
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行 副行长					通胀上调是暂时 性的
马赫卢夫 Gabriel Makhlouf	爱尔兰 央行行长					通胀上调的时间 将长于预期
森特诺 Mario Centeno	葡萄牙 央行行长		预计 4Q21 经济 将超过疫情前水 平			
温施 Pierre Wunsch	比利时 央行行长	中间派		3 月 PEPP 结束之 后，欧央行仍将 保持宽松的货币 政策		
霍尔兹曼 Robert Holzmann	奥地利 央行行长			可能比预期更早 收紧政策		
克诺特 Klaas Knot	荷兰 央行行长					需加强警惕欧元 区通胀风险

注：=偏鸽 =偏鹰

资料来源：浦银国际

图表 39: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 40: 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 41: 美德 10 年期国债利差



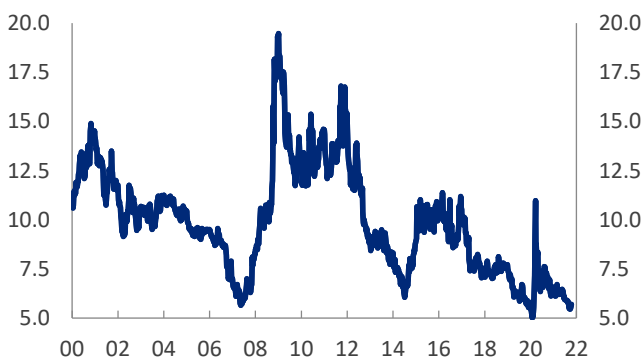
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 42: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



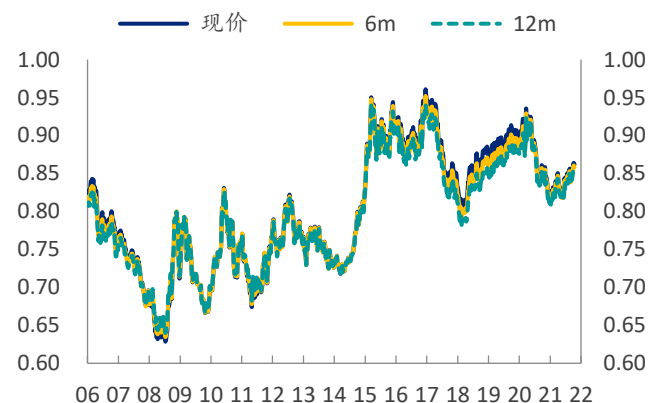
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 43: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 44: 欧元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

其他央行：陆续开始 QE 缩减和加息

● 点评

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 QE、加息：

- 英国央行仍在维持 QE，但边际上已经有转鹰的迹象。
- 挪威央行已进行加息，并表示 12 月可能再次加息。
- 澳洲央行正在进行 QE 缩减，同时表示 2024 年之前不会进行加息。
- 新西兰央行已进行加息。
- 加拿大央行维持政策利率和缩减后的 QE 规模不变。
- 韩国央行在成为首个加息的发达经济体央行后，预计年底之前可能将再度加息。

● 展望未来：

目前，多数央行已开启货币政策正常化的进程。澳洲央行已缩减 QE；加拿大央行也进行了 QE 缩减；新西兰央行已进行加息；挪威央行已加息，且表示 12 月可能再次加息；韩国央行在成为首个加息的发达经济体央行后，预计年底之前可能将再度加息。

伴随着美联储开启 QE 缩减、疫情逐步消散、通胀压力上升，各国央行正在逐步回归货币政策正常化。



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

英国央行货币政策委员称，不再需要大规模的货币政策刺激。9月7日，桑德斯（Michael Saunders）在[采访](#)中称，由于经济已恢复至疫情前水平，不再需要大规模的货币政策刺激，如果经济状况合适，可以考虑2022年加息。

英国央行市场事务执行主管称，开始缩减QE时央行会确保不会推高利率。9月13日，豪瑟（Andrew Hauser）在[采访](#)中称，开始缩减QE时，可能会出现缩表，但央行会采取措施确保不会推高利率。他预计，将采取市场主导的方式，缩减QE开始后，会允许外汇储备下降。

英国央行行长称，目前支持加息的理由正在增加。9月27日，贝利（Andrew Bailey）在[采访](#)中称，预计英国经济明年初将恢复至疫情前水平。

英国央行行长称，供应链危机使经济复苏脱轨。9月29日，贝利（Andrew Bailey）在[采访](#)中称，供应链危机将使英国经济推迟到明年才能恢复到疫情前水平。他表示，将密切关注通胀和就业，价格压力将持续更长时间，但货币政策不能解决供应短缺。

英国央行新任首席经济学家称，未来几年利率仍将保持在相对较低的水平。10月4日，皮尔（Huw Pill）发布[调查问卷](#)称，近期通胀回升的幅度和持续时间都高于预期，但未来几年利率可能仍将保持在相对较低的水平。

● 日本央行

日本央行行长称，将维持宽松货币政策。9月8日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[采访](#)中称，即使疫情影响逐步消退，将继续维持宽松货币政策，直到达成2%的通胀目标。此外，他表示，疫情存在很大的不确定性，必要时会采取进一步的宽松政策。

路透社：日本央行正逐步为货币政策正常化奠定基础。9月13日，路透社[援引](#)消息人士的话称，在副行长雨宫正佳（Masayoshi Amamiya）的推动下，日本央行正在改变行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）的激进政策，黑田东彦的任期将于2023年结束。

日本央行行长称，通胀目标不会在2023年实现。9月27日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[演讲](#)中称，受一系列暂时性因素的影响，核心通胀率目前在0%左右，但通胀的长期趋势较为乐观。他表示，在2023年之前，通胀将逐步上升，但仍无法达到2%的价格稳定目标。



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 +

日本央行行长称，预计今年年底或 2022 年年初，经济恢复至疫情前水平。9 月 30 日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[采访](#)中称，日本经济将继续复苏，并可能在今年年底或 2022 年年初恢复至疫情前水平。他表示，不管政府实行何种财政政策，日本央行都将保持极其宽松的货币政策，以实现 2% 的通胀目标。

• 澳洲央行

澳洲央行称，2022 年 2 月中旬前，将维持每周 40 亿澳元的资产购买规模。9 月 7 日，澳洲央行发布[货币政策声明](#)称，计划将每周购债规模从目前的 50 亿澳元减少至 40 亿澳元，并将每周 40 亿澳元的购债速度维持至 2022 年 2 月中旬。

澳洲央行行长称，2024 年之前不会加息。9 月 14 日，洛伊（Philip Lowe）在[演讲](#)中称，在实际通胀率达到 2-3% 的目标区间水平前，澳洲央行预计在 2024 年之前不会加息。他表示，由于经济复苏放缓，将考虑推迟缩减 QE 的时间，但他预计缩减将于 2022 年进行。

澳洲央行预计，经济将于 2022 年年中恢复至疫情前水平。10 月 5 日，澳洲央行发布[货币政策会议纪要](#)称，变种病毒扩散后，通胀和就业目标取得显著进展可能需要更长的时间，预计经济将在 2022 年年中恢复至疫情前水平。

• 新西兰央行

新西兰央行宣布加息，并将进一步撤销经济刺激。10 月 6 日，新西兰央行发布[货币政策声明](#)称，将隔夜拆款利率上调 25 个基点至 0.50%，未来将进一步撤销经济刺激，将保持物价稳定和充分就业。

• 加拿大央行

加拿大央行维持利率不变。9 月 8 日，加拿大央行发布[公告](#)称，维持 0.25% 的政策利率不变，维持每周 20 亿美元的购债规模不变。加拿大央行称，二季度 GDP 收缩 1%，低于预期；通胀率仍高于 3%，但推动通胀的因素是暂时性的。此外，加拿大央行认为，经济将在 2022 年下半年强劲反弹。



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



加拿大央行行长称，目前仍需维持经济刺激措施。9月9日，马克勒姆（Tiff Macklem）在[采访](#)中称，经济目前仍需要通过QE维持刺激，但已接近不再需要刺激的临界点。他表示，会首先通过加息减少经济刺激力度。

• 瑞典央行

瑞典央行维持利率不变。9月21日，瑞典央行发布[货币政策报告](#)称，尽管瑞典经济复苏比其他欧洲国家快得多，且近期通胀也有所上调，但瑞典央行仍将继续维持0%的回购利率。

• 挪威央行

挪威银行：加息25个基点，政策利率提高至0.25%。9月23日，挪威央行发布[货币政策声明](#)称，将政策利率上调25个基点，至0.25%。行长奥尔森（Oystein Olsen）表示，由于经济已经超过疫情前水平、失业率下降、产能利用率接近正常水平，政策利率很可能在12月进一步上调。

• 瑞士央行

瑞士央行行长称，继续维持超宽松的货币政策。9月23日，乔丹（Thomas Jordan）在[采访](#)中称，谨慎看待瑞士经济复苏，目前瑞士通胀压力仍然较低，将维持超宽松的货币政策。此外，他表示，目前瑞士经济复苏放缓，将2021年GDP增速预测下调0.5个百分点至3%。

• 韩国央行

韩国央行可能在年底前再次加息。9月10日，韩国央行发布[货币政策报告](#)称，加息有助于降低家庭债务，并使通胀率回到2.0%的目标。但是，受近期疫情反弹影响，下一次加息的时间还不确定，韩国央行预计年内将再次加息。

韩国央行维持利率不变。10月12日，韩国央行发布[货币政策声明](#)称，维持0.75%的基准利率不变。行长李柱烈（Lee Ju-yeol）表示，尽管8月上调了基准利率，但货币政策仍然宽松，鉴于家庭债务和通胀回升，韩国央行在11月可能再次加息。



图表 45: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 46: 美日 10 年期国债利差



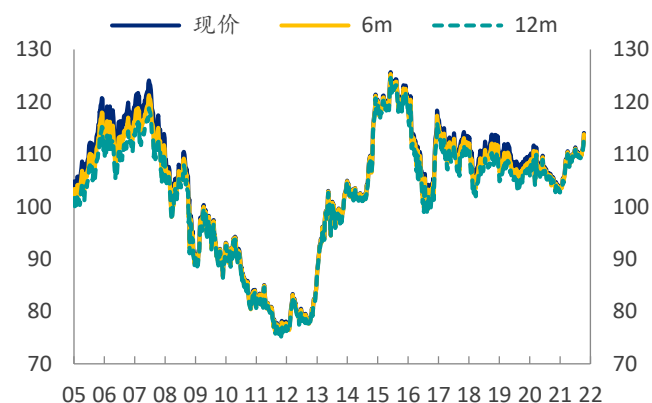
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 47: 1 年期日元隐含波动率 (%)



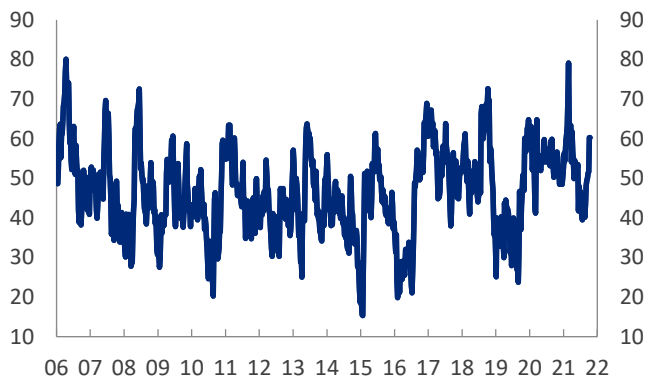
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 48: 日元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 49: 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

